

基于理论视角研究宏观经济政策对企业投融资行为的影响

李 佳¹, 黄亚钧²

(1. 上海理工大学 管理学院, 上海 200093; 2. 复旦大学 经济学院, 上海 200433)

摘要: 自从MM定理提出以来,对投融资行为的研究基本在此基础上展开.然而,近年来的一些研究显示,考虑宏观经济政策与微观企业行为的互动具有重要意义.在全面梳理企业投融资研究文献的基础上,重点分析了最近对宏观经济政策与微观企业行为互动的研究,进而提出未来应加强对宏观经济政策影响下的企业投融资行为研究,并对其研究方向进行了展望.

关键词: 宏观经济; 投融资行为; 资本结构; 预期

中图分类号: F 830 **文献标志码:** A

Impact of Macroeconomic Policy on Enterprises' Investment and Financing Behaviors from the Theoretical Perspective

LI Jia¹, HUANG Yajun²

(1. Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai 200093, China;
2. School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: From the MM theory being raised, most of the researches on the firm's investment and financing behaviors have taken it as a basis. However, recently some literatures show that it is important to consider the interaction between the macroeconomics policy and micro-firm's activities. A comprehensive description was made on the literatures regarding the investment and financing activities, and especially the research on the relation between the macroeconomics policy and micro-firm's activities was focussed on. It also shows that it is important to study the firm's investment and financing behaviors based on the impact of macroeconomics policy. The prospects of the research in this direction was also presented.

Keywords: macroeconomics; investment and financing behavior; capital structure; expectation

投融资行为是企业日常运营中最重要的活动,长期以来受到学界密切关注.1958年Modigliani和

Miller提出具有开创意义的MM定理,该定理指出:在没有任何所得税、无破产成本、资本市场完善且无交易

收稿日期:2017-09-28

基金项目:上海理工大学人文社会科学研究基金资助项目(SK17YB08)

第一作者:李 佳(1982-),女,讲师.研究方向:金融投资学. E-mail:lijia@usst.edu.cn

通信作者:黄亚钧(1953-),男,教授.研究方向:证券投资学、世界经济. E-mail:yajunhuang@fudan.edu.cn

成本、证券无限可分、股利不影响企业价值等严格无摩擦环境下,企业选择债务融资或股权融资不影响企业的市场价值.1963年 Modigliani 和 Miller 放松了原 MM 定理假设,将公司税引入模型,指出企业的总价值受到企业资本结构的影响,债务融资可以帮助企业带来节税效应.此后,对于企业投融资的理论和实证研究文献也越来越丰富.

本文主要从文献综述角度进行分析,重新认识宏观经济政策对企业投融资行为的影响.宏观经济政策首先影响企业行为,而企业产出的加总又形成宏观经济产出,因此,宏观经济政策是微观企业行为的背景,微观企业行为是宏观经济政策目标实现的途径^[1].然而,尽管对宏观经济政策与微观企业行为互动的研究具有重要意义,但考虑到现实中预期的影响,特别是政策制定者对企业反应的预期,这些内生性问题使得这类研究比较困难.因此,本文首先综述国内外对企业投融资研究的主要理论和最新进展,然后特别对宏观经济政策影响微观企业行为的文献进行述评,最后进行总结和展望.

1 企业投资行为研究

尽管 1958 年的 MM 理论提出企业的投资行为和融资行为无关,但也有学者指出,由于存在市场摩擦,企业的投融资活动存在相关性,直到 Fazzari 等^[2]提出重要的投资现金流敏感系数的概念,对企业投资行为的研究才开始成为热点.而 Richardson 提出的度量投资效率的方法,使得学者们能够很好地衡量投资过度和投资不足,进一步推动了企业投资行为的研究.

从已有的文献来看,目前对企业投资的研究主要集中在 4 个方面:a.公司治理对投资行为的影响;b.会计信息对投资行为的影响;c.管理层激励对投资行为的影响;d.企业融资对投资行为的影响.

1.1 公司治理与企业投资

良好的公司治理能够有效约束经理人追求私利的“败德”行为^[3].因此,公司治理的好坏对企业的投资行为有重要影响,对于股权集中度高的企业,控股股东会倾向借助企业的非效率投资获取私利,从而损害中小股东的利益.很多研究发现,董事会规模对企业的投资决策具有重要影响,规模越大,越容易产生搭便车行为,从而降低企业的投资效率,而董事会独立性的增加、机构投资者参与以及高质量的审计则有助于约束管理层的过度投资行为.

从国内学者的研究看,股权集中度高以及控股股东的存在会导致企业过度投资,杨清香^[4]对比国有企业和民营企业的投资效率发现,控股股东持股比例越高,企业非效率投资越严重,并且这一结论在国有控股上市公司中更显著.然而,对于董事会结构,特别是独立董事制度,已有研究并未显示其对我国企业的投资行为具有很好的治理作用,这可能与我国独立董事制度运作表面化有关.

1.2 会计信息与企业投资

企业的投资决策需要有效的信息支持,其中,会计信息尤为重要. Bushman 等^[5]研究发现,财务报告的质量直接影响企业的资本分配效率,影响投资决策. Biddle 等^[6]利用 34 个国家的跨国数据研究发现,高质量的会计信息降低了企业投资对于内部现金的敏感性,从而提高了投资效率,高质量的会计信息能够提高监督效率,降低逆向选择和道德风险,提高企业投资效率. McNichols 等^[7]研究指出,企业的盈余管理行为会影响内部的投资决策,即盈余管理会导致过度投资.

从国内学者的研究来看,企业盈余管理程度与非效率投资正相关,因此,在我国目前投资者保护程度较弱的环境下,提高企业的盈余质量有助于提高企业的投资效率.张纯等^[8]也在对信息披露和企业投资研究时发现,信息披露水平的提高有助于减少信息不对称程度,抑制企业过度投资,提高企业投资效率.

1.3 管理层激励与企业投资

控制权与经营权的分离是现代企业的重要特征,由此产生的委托代理问题对于企业决策具有重要影响. Jensen 等^[9]指出企业经营成果由股东和管理者共同分享,但成本却由管理者独自承担,因此,这种利益的不对称会导致管理者努力水平的降低,并采用过度投资扩大非生产性消费,提升自身的福利水平. Lundstrum^[10]对于美国企业的研究发现,激励合同常常导致管理层决策短视,因此,企业的投资策略也非最优.此外,基于行为科学和心理学的研究,一些学者发现管理层的过度自信和过度乐观往往造成企业的过度投资.

从国内学者的研究看,罗富碧等^[11]研究了我国上市公司高管人员股权激励和投资决策之间的关系,发现高管激励与企业投资存在相互显著的正影响.吕长江等^[12]以股权激励方案推出为背景,分析了股权激励对企业投资的影响,结果发现,股权激励方案的推出不仅抑制了企业过度投资行为,也缓解

了投资不足的现象。而强国令^[13]基于股权分置改革的研究发现,股改后管理层股权激励对企业过度投资的抑制更显著了。

1.4 企业融资与企业投资

尽管在 Modigliani 和 Miller 的经典文献中,企业融资与投资行为被认为是相互独立的,但是,在具有摩擦的现实世界中企业投资与融资密切相关, Fazzari 等^[2]依据信息不对称理论,通过实证检验了投资-现金流敏感性在信息成本不同的企业之间的差异,指出企业融资约束程度与投资-现金流敏感性之间存在着正相关关系,众多学者也从企业规模、股利支付、集团关系等方面给予了经验支持^[14-15]。尽管对融资约束的指标等还存在争议,但现实市场中的不完美使得企业的融资在一定程度上影响着企业的投资决策。

从国内学者的研究看,负债比例与企业投资规模之间呈现负相关关系,连玉君等^[16]研究发现,融资约束程度轻的公司倾向于过度投资,而融资约束重的公司会表现为投资不足。杨兴全等^[17]指出,财务杠杆能够抑制我国上市公司的投资过度行为,具有治理效应。

2 企业融资行为研究

基于严格的假设, Modigliani 和 Miller 指出,选择股权融资还是债务融资,对于企业价值没有影响。MM 定理为企业融资和资本结构研究提供了基准,但证明哪些因素不影响企业融资方式选择等于证明哪些因素影响企业资本结构的选择。因此,在此后半多个世纪的历史中,众多学者在 MM 定理的基础上对企业融资行为进行了大量理论和实证研究,从理论上讲,主要包括:权衡理论、代理成本理论和优序融资理论。

2.1 权衡理论

相比股权融资,债务融资在税收上的优惠对企业融资方式的选择具有重要影响,但过度的债务融资也会提高企业出现财务危机的可能性,负债带来的破产成本是制约企业追求完全债务融资和免税优惠的主要因素。因此,权衡理论认为,企业融资方式的选择是对税务收益和破产成本的权衡。权衡理论相比 MM 定理更接近现实,也被认为是对 MM 定理的修正。

众多学者对权衡理论进行了实证检验。例如,从研究企业所得税率变动对资本结构的影响方面,

Givoly 等^[18]以美国 1986 年的税法改革为背景,研究发现,随着债务比例的增加,企业所得税率也增加。Faccio 等^[19]研究了欧盟成员国在 1981—2009 年期间所发生的 250 次税率外生变化对资本结构的影响,结果表明,在执行税法更为严格的国家,资本结构受税率变动的影响较其他因素更大。从债务融资角度,诸多研究发现,负债的变化与税率变动正相关,企业税率每减少 10%,债务融资下降 3.5%。

我国学者也对此进行了研究和探索。例如,吴联生等^[20]通过研究我国 2002 年之后的税收政策,开始取消“先征后返”所得税优惠政策,研究发现,相比 2002 年之前,企业负债率在优惠取消后明显增加。王素荣等^[21]的研究发现,随着上市公司资产负债率、财务杠杆比率的提高,企业所得税税负减少。王跃堂等^[22]研究了 2007 年推出的税法改革对上市公司资本结构的影响,结果发现,企业资本结构的调整与税率的变化显著正相关。

2.2 代理成本理论

代理成本理论是由 Jensen 和 Meckling^[9]最先提出的,他们指出,由于经理与股东以及股东与债权人之间的信息不对称,企业的外部融资会产生代理成本。具体来说,由于经理一般只持有企业的小部分股权,只能享受到提高企业经营效率的部分收益,却要承担相应的全部成本。因此,外部股权融资的代理成本将导致管理层懈怠、利益侵占等。不过也有研究指出,目前在许多国家的企业中往往存在终极控股股东,因此,在所有权集中普遍存在的情况下,企业的代理问题主要不是管理者与外部股东之间,而更多的存在于控股股东和小股东之间。因此,公司治理问题的研究也要关注控股股东与小股东之间的代理问题,这也被称作控制权理论。

从实证上看,诸多研究发现企业的负债比例与托宾 Q 正相关。近期的文献开始关注控股股东对企业经营、价值的作用,控制权和现金流量权分离度越大的公司,越倾向使用银行贷款和商业信用,并且其短期债务比例更高,受到债务供给的约束,控制权和现金流量权分离度大的公司,负债水平相对较低,在相对稳定的环境中,企业的资本结构与经营绩效呈正相关关系。

国内学者也就企业资产负债率与企业价值的关系展开研究,沈洪涛^[23]以我国 ST 上市公司为样本,发现在考虑公司治理结构的情况下,大股东持股比例是影响负债比例与企业价值的重要因素。曾德明等^[24]基于我国上市公司的数据也发现,在稳定的环

境下,企业的资本结构与上市公司的业绩正相关.肖作平^[25]实证检验了终极所有权结构与企业资本结构的关系,表明终极控制权越强,终极控股股东与外部投资者的代理冲突越大.

2.3 优序融资理论

优序融资理论由 Myers 和 Majluf^[26]提出,基于两个关键假设:一是内部人与外部投资者关于企业价值存在信息不对称;二是股票发行以发行前股东价值最大化为目标. Myers 和 Majluf^[26]提出企业融资方式的选择具有一定顺序,即优先内源融资,其次是债务融资,最后是股票融资.

从实证上看, Myers 和 Majluf^[26]对 1965—1982 年的美国上市公司研究发现,企业内部融资占总资金超过 60%,而股票融资仅占 27%,证明了优序融资理论的核心结论. Rajan 等^[27]研究发现,高盈利的企业相比债务融资,更倾向于采用内源融资. 而 Frank 等^[28]研究了企业面临财务困境时的融资决策,发现相比权衡理论,优序融资理论能够更好地解释企业资本结构的变化,无论企业的举债能力高低,盈利的企业总是倾向于使用内部资金进行投资.

国内学者谭健等^[29]指出,严重的内部人控制和经理人持股比例偏低是我国上市公司普遍存在强烈股权融资偏好的原因. 马崇明^[30]研究认为,我国管理层收入主要依靠控制权收益,与企业本身经营绩效不直接相关,因此,上市公司的股权融资偏好严重. 总体上看,我国上市公司特殊的公司治理结构是其融资偏好不同于优序理论的主要原因.

以上内容是从微观角度归纳了企业投融资行为的理论. 下面将重点研究宏观经济政策对企业投融资行为的影响.

3 宏观经济政策与企业行为

正如姜国华等^[31]所述,目前国内外对宏观经济政策的研究与微观企业行为研究之间存在割裂的现象,现有文献对于宏观经济与企业行为互动的研究不多,大致可以分为经济周期与企业决策、货币政策与企业决策、通货膨胀与企业决策等几方面.

3.1 经济周期与企业行为研究

基于宏观经济周期研究企业行为决策受到学者的关注最早. Altman^[32]研究发现,相比经济状况良好时,经济衰退时期更容易使企业陷入困境,企业受货币供应量、经济增长以及股市运行等宏观因素影响. Bae 等^[33]以 1997 年亚洲金融危机为研究背景,

企业的财务状况受银行与企业信贷关系影响,而经济衰退可以恶化之间关系使企业陷入财务困境. Korajczyk 等^[34]研究发现,非融资约束的企业能够根据经济周期变化相应地调整资本结构,但融资约束的企业却不能做到. 从管理者利益的角度,在经济紧缩时期管理层偏好使用债务代替股权融资以维护自身利益,经济扩张时期则相反.

国内学者王克敏等^[35]基于我国上市公司数据研究发现,在货币政策紧缩时期企业会增加现金持有,以应对可能面临的环境不确定性,宏观经济环境影响企业陷入财务困境的可能性,特别是对工业增加值和实际利率敏感的企业. 吴华强等^[36]研究经济发展的不同周期阶段与企业外部融资影响发现,托宾 Q 对债权融资的正向影响会随着经济的扩张而增强,现金流对债权融资的负向影响会随之减弱;而托宾 Q 对股权融资的正向影响会随着经济的扩张而减弱,现金流对股权融资的负向影响会随之增强.

3.2 货币政策与财政政策对企业行为研究

基于货币政策与财政政策的宏观经济行为影响微观企业行为的研究国内外均有不少. Beaudry^[37]针对 20 世纪 80 年代英国频繁变动的货币政策研究发现,当面临高不确定性的货币政策时,企业投资行为趋向于一致. 利率政策变化可能通过改变企业折现率,进而影响企业资产价格. 此外,货币政策还会通过银行信贷渠道影响企业融资环境,这对于利率管制的市场尤为重要. 王义中等^[38]研究发现,不同的经济发展周期阶段和公司性质下,宏观经济对公司投资行为产生影响存在异质性,但总体来说,宏观经济的不确定性通过企业的外部需求、流动性资金需求和长期资金需求这 3 个方面对企业融资需求起作用,且这种作用会受预期因素影响. 王昌荣等^[39]采用基于宏观经济政策的指数变量作为重要的解释变量对企业负债融资进行回归,实证结果表明,财政政策的扩张和货币政策的紧缩都能促进国有企业负债融资的增加.

货币政策通过影响微观企业信贷资源配置和负债结构而间接影响其融资行为的研究也较多. 姜国华等^[31]研究发现,在货币政策紧缩期,企业会采用更加稳健的会计政策,从而更易获得银行贷款. 从商业信用和产权出发,饶品贵等^[1]发现,在货币紧缩时期,相比国有企业,非国有企业在银行信贷上受到的冲击更大. 喻坤等^[40]研究发现,融资约束是非国有企业投资效率低于国有企业的重要原因,货币政策

冲击会影响这一差距,货币紧缩时差距扩大,而货币宽松时差距缩小。

基于以上两部分内容,经济周期与宏观经济政策对企业投融资行为的研究,作者发现,在经济发展的不同阶段,两者的关联性也可以影响企业的投融资环境。贾俊雪等^[41]认为,经济波动频繁是由宏观经济政策的频繁调整引起,通过研究新中国自成立以来9轮经济周期波动发现,改革开放以来,我国宏观经济稳定政策的发展使我国经济波动明显趋缓、非线性特征明显减弱。很多学者从经济周期角度考察货币政策对经济的影响,货币政策和经济周期之间不存在直接因果关系,但货币政策变动会对经济产生影响,剧烈的货币政策波动将使得经济也产生同向的波动。孙瑾等^[42]结合三期面板模型研究了欧元区各成员国在相同货币政策下财政政策与经济周期协调性的关系,实证结果表明,欧元区主要国家间“财政离散”与经济周期的协调性显著负相关。

虽然学者对经济周期与宏观经济政策关联性的影响机制表述不一,但结果无外乎无论经济周期通过宏观经济政策的调整,还是宏观经济政策通过对经济波动产生的反向影响,均会影响企业的经营状况和投融资行为。

3.3 通货膨胀与企业行为研究

通货膨胀作为衡量宏观经济运行的重要指标,其对微观企业行为也有重要影响。从理论上讲,通货膨胀影响着企业的预期回报率,随着通胀率提高和通胀不确定性增大,企业更倾向于减少现金的持有量。从实证上来看,Beck等^[43]以49个国家的5000多家企业为样本研究通货膨胀对企业外部融资的影响,结果发现,随着通胀率的提高,银行不仅对信贷配额进行控制,而且提高了对贷款担保的要求,企业获得贷款的难度明显增大。Quagliariello^[44]通过对意大利银行业的研究发现,通胀上升带来的不确定性降低了银行持有贷款的类型,影响了企业的外部融资。

我国学者目前对基于通胀的企业行为的研究不多,饶品贵等^[45]研究了预期通货膨胀对企业存货投资的影响和经济后果,发现预期通胀率主要影响经营性活动现金流量,尤其影响企业的经营性现金支出。张明^[46]以我国2007年企业所得税改革为背景,检验了通货膨胀对企业投融资行为的影响,发现通货膨胀上升时,企业的投资和融资行为均相应减少,但企业的资产负债率水平提高。

4 结 论

自从MM定理提出以来,对于企业投融资行为,国内外学者已经从信息不对称、代理成本、管理层激励、公司治理等方面展开了深入的理论分析和实证研究。本文在全面梳理了企业投融资行为的基础上,重点总结了国内外学者对宏观经济政策与微观企业行为之间的关系,一些学者也已经从经济周期、货币政策和通货膨胀等方面进行了探索和尝试。然而,正如姜国华等^[31]所言,目前国内外对于宏观经济政策与企业投融资行为之间的研究仍然存在割裂的现象,特别是考虑到现实中预期的影响,尤其政策制定者对企业反应的预期,这些内生性问题使得其研究较为困难,该领域存在以下几方面值得进一步探讨:

a. 从理论上讲,宏观经济政策通过改变企业的前景预期影响企业的投融资行为,企业投融资行为的变化影响企业产出,企业产出的加总形成整个经济的产出。因此,宏观经济政策与微观企业行为的作用形成了完整的闭环结构,只有对这一过程进行详细、完整的理论阐述才能真正描绘出宏观经济对微观企业行为的短期和长期影响。因此,如何构建基于宏观经济与微观企业的完整传导机制的理论框架和实证模型对后续研究是十分重要的。

b. 前期文献对企业投融资行为的微观层面研究较多,然而无论是理论分析还是实证检验,目前对企业投融资行为的研究结果并不一致,有些甚至得到完全相反的结果。在企业实际决策中,对于宏观经济形势判断具有十分重要的影响,因此,将宏观经济因素纳入企业投融资分析模型,能否得到比较一致的结论,宏观经济对企业投融资决策影响力度有多大,这显然有待进一步探索。

c. 由于宏观经济与企业预期相互影响,其结果是基于宏观经济冲击的企业行为往往面临很强的内生性问题,一个可能的解决方案是以外生的制度冲击为背景构建准自然实验进行研究。作为经济转型国家,中国近年来的股权分置改革、利率市场化改革、汇率改革、会计准则变化、企业所得税改革等一系列制度变迁是开展研究的有利条件,但如何选择合适的样本区间,构建有效的实证模型仍然是需要重点解决的问题。

d. 宏观经济对企业投融资行为的作用途径是多样的,即使仅考虑货币政策,其传导途径就包括

利率作用、信贷作用、预期作用等方面. 因此, 如何对宏观经济影响机制进行细分和检验, 仍需进一步探讨.

参考文献:

- [1] 饶品贵, 姜国华. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩[J]. 管理世界, 2013(3): 12-22.
- [2] FAZZARI S M, HUBBARD R G, PETERSEN B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, (1): 141-206.
- [3] 刘昌国. 公司治理机制、自由现金流量与上市公司过度投资行为研究[J]. 经济科学, 2006(4): 50-58.
- [4] 杨清香. 试论内部控制概念框架的构建[J]. 会计研究, 2010(11): 29-32.
- [5] BUSHMAN R M, SMITH A J. Financial accounting information and corporate governance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32(1/2/3): 237-333.
- [6] BIDDLE G C, HILARY G. Accounting quality and firm-level capital investment[J]. The Accounting Review, 2006, 81(5): 963-982.
- [7] MCNICHOLS M F, STUBBEN S R. Does earnings management affect firms' investment decisions? [J]. The Accounting Review, 2008, 83(6): 1571-1603.
- [8] 张纯, 吕伟. 信息披露、信息中介与企业过度投资[J]. 会计研究, 2009(1): 60-65.
- [9] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [10] LUNDSTRUM L L. Corporate investment myopia: a horserace of the theories[J]. Journal of Corporate Finance, 2002, 8(4): 353-371.
- [11] 罗富碧, 冉茂盛, 杜家廷. 高管人员股权激励与投资决策关系的实证研究[J]. 会计研究, 2008(8): 69-76.
- [12] 吕长江, 严明珠, 郑慧莲, 等. 为什么上市公司选择股权激励计划? [J]. 会计研究, 2011(1): 68-75.
- [13] 强国令. 管理层股权激励是否降低了公司过度投资——来自股权分置改革的经验证据[J]. 投资研究, 2012, 31(2): 31-43.
- [14] DEGRYSE H, DE JONG A. Investment and internal finance: asymmetric information or managerial discretion? [J]. International Journal of Industrial Organization, 2006, 24(1): 125-147.
- [15] CLEARY S, POVEL P, RAITH M. The U-shaped investment curve: theory and evidence[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007, 42(1): 1-39.
- [16] 连玉君, 程建. 投资—现金流敏感性: 融资约束还是代理成本? [J]. 财经研究, 2007, 33(2): 37-46.
- [17] 杨兴全, 曾春华. 市场化进程、多元化经营与公司现金持有[J]. 管理科学, 2012, 25(6): 43-54.
- [18] GIVOLY D, HAYN C, OFER A R, et al. Taxes and capital structure: evidence from firms' response to the tax reform act of 1986 [J]. Review of Financial Studies, 1992, 5(2): 331-355.
- [19] FACCIO M, MARCHICA M T, MURA R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking [J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [20] 吴联生, 岳衡. 税率调整和资本结构变动——基于我国取消“先征后返”所得税优惠政策的研究[J]. 管理世界, 2006(11): 111-118.
- [21] 王素荣, 张新民. 资本结构和所得税税负关系实证研究[J]. 中国工业经济, 2006(12): 98-104.
- [22] 王跃堂, 王亮亮, 彭洋. 产权性质、债务税盾与资本结构[J]. 经济研究, 2010(9): 122-136.
- [23] 沈洪涛. 资本结构、公司治理结构与公司价值——关于中国 ST 上市公司的实证检验[J]. 中国经济问题, 2004(3): 73-80.
- [24] 曾德明, 周蓉, 陈立勇. 环境动态性、资本结构与公司绩效关系的研究[J]. 财经研究, 2004, 30(3): 67-74.
- [25] 肖作平. 大股东、法律制度和资本结构决策——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2009, 12(1): 27-39.
- [26] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [27] RAJAN R G, ZINGALES L. Financial dependence and growth[J]. The American Economic Review, 1998, 88(3): 559-586.
- [28] FRANK M Z, GOYAL V K. Testing the pecking order theory of capital structure [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 67(2): 217-248.
- [29] 谭健, 严太华. 我国上市公司股权融资偏好行为分析[J]. 统计与决策, 2005(1): 97-98.
- [30] 马崇明. 上市公司股权融资偏好与融资成本的研究与对策[J]. 财会通讯, 2006(12): 27-30.
- [31] 姜国华, 饶品贵. 宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域[J]. 会计研究, 2011(3): 9-18.
- [32] ALTMAN E I. Multidimensional graphics and bankruptcy prediction: a comment [J]. Journal of Accounting Research, 1983, 21(1): 297-299.

- [33] BAE K H, KANG J K, LIM C W. The value of durable bank relationships: evidence from Korean banking shocks[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 64 (2): 181 - 214.
- [34] KORAJCZYK R A, LEVY A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68 (1): 75 - 109.
- [35] 王克敏,姬美光,赵沫. 宏观经济环境、公司治理与财务困境研究[J]. *经济与管理研究*, 2006(9): 18 - 25.
- [36] 吴华强,才国伟,徐信忠. 宏观经济周期对企业外部融资的影响研究[J]. *金融研究*, 2015(8): 109 - 123.
- [37] BEAUDRY C. Entry, growth and patenting in industrial clusters: a study of the aerospace industry in the UK [J]. *International Journal of the Economics of Business*, 2001, 8(3): 405 - 436.
- [38] 王义中,宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资[J]. *经济研究*, 2014(2): 4 - 17.
- [39] 王昌荣,马红,王元月. 基于宏观经济政策视角的我国企业负债融资研究[J]. *中国管理科学*, 2016, 24(5): 158 - 167.
- [40] 喻坤,李治国,张晓蓉,等. 企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击[J]. *经济研究*, 2014(5): 106 - 120.
- [41] 贾俊雪,郭庆旺. 政府间财政收支责任安排的地区经济增长效应[J]. *经济研究*, 2008(6): 73 - 94.
- [42] 孙瑾,刘文革,郭文杰. 欧元区主要国家间财政政策协调与经济周期协同性关系研究[J]. *宏观经济研究*, 2014(4): 135 - 143.
- [43] BECK T, DEMIRGÜÇ-KUNT A, LEVINE R. Law and finance: why does legal origin matter? [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(4): 653 - 675.
- [44] QUAGLIARIELLO M. Stress-testing the banking system[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
- [45] 饶品贵,张会丽. 通货膨胀预期与企业现金持有行为[J]. *金融研究*, 2015(1): 101 - 116.
- [46] 张明. 通货膨胀下公司的投融资行为研究[D]. 上海: 东华大学, 2014.

(编辑:石 瑛)

(上接第7页)

- [6] CHEN Z X, SHON K H. On conjecture of R. Brück concerning the entire function sharing one value CM with its derivative [J]. *Taiwanese Journal of Mathematics*, 2004, 8(2): 235 - 244.
- [7] HEITOKANGAS J, KORHONEN R, LAINE I, et al. Value sharing results for shifts of meromorphic functions, and sufficient conditions for periodicity[J]. *Journal of Mathematical Analysis and Applications*, 2009, 355(1): 352 - 363.
- [8] ZHANG J, KANG H Y, LIAO L W. Entire functions sharing a small entire function with their difference operators [J]. *Bulletin of the Iranian Mathematical Society*, 2015, 41(5): 1121 - 1129.
- [9] CHEN C X, CHEN Z X. Entire functions and their higher order differences [J]. *Taiwanese Journal of Mathematics*, 2014, 18(3): 711 - 729.
- [10] LIAO L W, ZHANG J. Shared values and Borel exceptional values for high order difference operators [J]. *Bulletin of the Korean Mathematical Society*, 2016, 53(1): 49 - 60.
- [11] HALBURD R, KORHONEN R, TOHGE K. Holomorphic curves with shift-invariant hyperplane preimages[J]. *Transactions of the American Mathematical Society*, 2014, 366(8): 4267 - 4298.
- [12] SHI X J, LIAO L W, ZHANG J. On a polynomial p such that $p(\Delta^n f)$ and $p(f)$ sharing a small function[J]. *Houston Journal of Mathematics*, 2017, 43 (2): 345 - 361.

(编辑:石 瑛)