

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17520100153550

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

金融改革 · 融资渠道 · 企业增长

Financial Reform · Financial Pattern · Firm Growth

高 军

指导教师姓名: 葛家澍教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2013年04月

论文答辩时间: 2013年 月

学位授予日期: 2013年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2013年04月

厦门大学2013届博士学位论文

金融改革·融资渠道·企业增长

指导老师：葛家澍教授

管理学院

高军

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):  
年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

本文以中国股权分置改革、银行业改革和债券市场改革等金融体制改革为背景，研究了不同融资渠道对企业增长的促进作用。本文的研究分为三个相对独立又存在逻辑递进的三个问题，旨在回答融资渠道如何影响企业增长。第一，不同的融资渠道在促进企业增长方面是否存在差异；第二，金融改革是否提升了融资渠道在促进企业增长方面的效率；第三，由于我国地区之间经济发展的不平衡，导致上市公司外部的制度环境和内部公司治理机制差异较大，那么金融改革对不同的制度环境中的上市公司的融资渠道促进企业增长的影响是否不同，金融改革是否对不同的内部治理机制的上市公司的融资渠道促进企业增长的影响也不相同。本文通过以上三个问题的研究，为我国金融改革提供理论支持。这也正是本文的学术价值和现实意义之所在。

本文的研究样本包含了 1999—2010 年间深沪两市主板上市公司共计 13739 观测值。本文研究了在金融改革的背景下，不同融资渠道对企业增长的影响，发现：在没有区分金融改革的全样本中，股票融资、债券融资和长期银行借款促进了企业的增长；在检验金融改革对不同融资渠道促进企业增长的影响时发现，金融改革后资本市场股权融资的促进企业增长的影响提升，债券融资促进企业增长的影响下降，长期借款促进企业增长的影响也有增加。

本文的进一步研究表明，在区分了市场化程度和金融发展水平高低、产权保护好差和政府干预强弱之后，那些市场化程度和金融发展水平低、产权保护较差、政府干预较强的地区，金融改革提升了融资渠道促进企业增长的影响程度。本文还发现，金融改革对不同公司治理和融资渠道促进企业增长的影响存在差异。金融改革降低了国有上市公司和非国有上市公司之间融资渠道促进企业增长的差异；增强了独立董事监督对企业利用三类融资的效率；但是金融改革并没提升管理层持股激励和薪酬激励对三类融资的利用效率。

本文的研究表明，金融改革提升了融资渠道对企业增长的促进作用，金融改革取得了一定意义上的成功。本文在实证研究的基础上，针对不同渠道的融资对企业增长的影响，对未来资本市场、债券市场和银行业改革提出相应的政策性建议。

**关键词：**金融改革； 融资渠道； 企业增长； 公司治理机制； 外部制度环境

## Abstract

Based on Chinese dramatic Changes of Financial Institutions, such as, the Split-Share Reform, bank industry reform, bond market reform and so on, this dissertation examines the difference of different financing Channels impact on firm growth. In order to answer the question: How does finance impact firm growth? I divided the research of this paper into three steps. First, I investigate the difference between financing channels and firm growth. Second, I examine the efficiency of financial reform on financing channel promoting firm growth. Third, I test the different institutions environment and corporate governance mechanism impact on the process of finance and firm growth. Based on the three step research, I want to provide empirical evidence on finance and firm growth, and give some theoretical implication for China financial system reform.

Since 1978, China gradually changes its plan-oriented economy system to market-oriented. Accompany with economic system reform, its financial system change dramatically since the new century. In 2005, China starts stock split reform, which will unify the interests of control holder and minority holder, and expect to promote the development of stock market. At the same time, China change it stock issue standard from quota system to sponsor system, which make the stock issue more market-oriented. Before 2007, only big state owned firm have the privilege to issue bond in bond market. In the Third National Finance Working Conference (2007), Premier Wen Jiabao urged to promote the development of bond market. In the later of that year the government reforming bond issue standards, using different standards to regulate state owned company and other non-state owned. The former called “enterprise bond”, the later called “corporate bond”. The regulation of “enterprise bond” is more stringent. In 2008, China government gives firm the right to issue medium-term note in inter-bank market, which provides another alternative to bank loans that should help Chinese companies lock up funding for longer periods and at lower cost. So firm have more choices in finance after 2007. In 2003, China launches State-owned commercial banks reform, which restructures the state owned bank into shareholding enterprises and encourages bank lending decisions more market-oriented. In Third National Finance Working Conference (2007), China Government announced that the stock split reform and bank reform achieve its goals. In Conclusion , after financial reform, financial market and bank are more market-oriented, and firm have more choice in finance. Finance and growth nexus will be



more closely, namely, after financial reform finance promote firm growth faster.

The sample composes of 13739 firm-year observations from companies listed on the mainboard of Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 1999 to 2010. This study investigates the relation between finance and firm growth, and the result show that (1) all three type of long term finance, long-term bank finance, bond finance and seasoned equity offer finance, promote firm growth; (2) after financial reform the efficiency of long-term bank finance and SEO finance are enhanced, and the efficiency of bond finance is declined since bond market reform; (3) the further research indicate that financial reform enhancing the finance and firm growth relationship in poor institutional environment, and reducing the finance and firm growth relationship in different corporate governance mechanism.

The evidence provided in this paper supports finance and growth theoretical predictions that finance promotes firm growth. The finance and firm growth relation is enhanced by financial system reform, to some extent, financial system reform achieve its goals. At last, this paper puts forward some policy suggestions to solve the existing problems in financial system reform.

**Key Words:** Financial Reform; Financial Channel; Firm Growth; Corporate Governance; Institutions Enviroment.

## 目录

<b>Abstract</b> .....	<b>II</b>
<b>第一章 绪论</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 研究背景及意义</b> .....	<b>1</b>
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	3
<b>1.2 研究思路、研究方法</b> 及主要研究内容 .....	<b>5</b>
1.2.1 研究思路 .....	5
1.2.2 研究方法 .....	5
1.2.3 本文主要的研究的主要内容 .....	6
<b>1.3 本文的主要贡献研究</b> .....	<b>7</b>
<b>第二章 文献综述</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 金融发展和经济增长的理论研究</b> .....	<b>9</b>
<b>2.2 不同融资渠道之间的比较</b> .....	<b>13</b>
2.2.1 银行和股票市场融资的比较 .....	13
2.2.2 债券和银行贷款融资的比较 .....	15
<b>2.3 金融发展和经济增长的经验证据</b> .....	<b>18</b>
2.3.1 国家层面的实证研究 .....	19
2.3.2 产业层面的实证研究 .....	21
2.3.3 企业层面的实证研究 .....	23
2.3.4 单个国家的研究 .....	23
2.3.5 中国金融发展和经济增长的实证研究 .....	25
2.3.6 实证文献研究小结 .....	26
<b>第三章 中国金融业发展的制度背景</b> .....	<b>28</b>
<b>3.1 我国股票市场的发展</b> .....	<b>28</b>
3.1.1 股票市场发展概况 .....	28
3.1.2 股权分置改革 .....	29

3.1.3 已上市公司发行新股的制度演变 .....	30
<b>3.2 债券融资制度回顾 .....</b>	<b>31</b>
<b>3.3 银行长期借款制度回顾 .....</b>	<b>33</b>
<b>3.4 固定资产投资制度 .....</b>	<b>34</b>
<b>3.5 本章小结 .....</b>	<b>36</b>
<b>第四章 中国企业的融资模式研究 .....</b>	<b>38</b>
<b>4.1 我国宏观的融资结构 .....</b>	<b>38</b>
<b>4.2 我国微观层面的融资结构 .....</b>	<b>40</b>
4.2.1 我国上市公司融资结构的整体描述 .....	40
4.2.2 我国上市公司融资结构的行业和地域特征 .....	42
4.2.3 我国上市公司融资结构的公司治理特征 .....	44
4.2.4 我国上市公司融资结构的制度环境特征 .....	48
<b>4.3 本章小结 .....</b>	<b>52</b>
<b>第五章 融资渠道对企业增长的实证分析 .....</b>	<b>53</b>
<b>5.1 理论分析与研究假设 .....</b>	<b>54</b>
5.1.1 融资渠道对企业增长的影响 .....	54
5.1.2 金融改革、融资渠道和企业增长 .....	56
5.1.3 内外部治理环境对金融改革、融资渠道和企业增长的影响 .....	60
<b>5.2 研究设计 .....</b>	<b>62</b>
5.2.1 数据来源与样本选取 .....	62
5.2.2 模型设定和变量定义 .....	62
<b>5.3 实证检验结果与分析 .....</b>	<b>64</b>
5.3.1 主要变量描述性统计分析 .....	64
5.3.2 相关分析 .....	66
5.3.3 金融改革前后主要指标的单变量检验 .....	67
5.3.4 融资渠道和企业增长 .....	69
5.3.5 金融改革对融资渠道促进企业增长的影响 .....	71
5.3.6 金融改革对融资渠道促进企业增长的影响：基于外部制度环境的检验 .....	73

---

5.3.7 金融改革对融资渠道促进企业增长的影响：基于内部公司治理的检验	79
5.3.8 进一步分析及稳健性检验	85
5.4 本章小结	87
<b>第六章 结论和政策性建议</b>	<b>89</b>
6.1 本文研究结论	89
6.2 政策性建议	90
6.3 本文研究不足及进一步研究建议	97
<b>参考文献</b>	<b>99</b>
<b>附录 A 虚拟变量回归结果</b>	<b>110</b>
<b>致谢</b>	<b>124</b>

## Content

<b>Abstract</b> .....	<b>II</b>
<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Background and the Significance of This Research.</b> .....	<b>1</b>
1.1.1 Research Background .....	1
1.1.2 Research Significance .....	3
<b>1.2 Research Route, Research Approaches and Main Structure</b> .....	<b>5</b>
1.2.1 Research Route .....	5
1.2.2 Research Approaches .....	5
1.2.3 Main Structure .....	6
<b>1.3 Main Contributions</b> .....	<b>7</b>
<b>Chapter 2 Literature Review</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 Theoretical Research on Finance and Economic Growth</b> .....	<b>9</b>
<b>2.2 Comparing of Deferent Finance Channel</b> .....	<b>13</b>
2.2.1 Comparing the Finance of Bank and Stock Market .....	13
2.2.2 Comparing the Finance of Bank and Bond Market .....	15
<b>2.3 Empirical Research on Finance and Economic Growth</b> .....	<b>18</b>
2.3.1 Country Level Studies .....	19
2.3.2 Industry Level Studies .....	21
2.3.3 Firm Level Studies .....	23
2.3.4 Single Country Studies .....	23
2.3.5 The Empirical Studies on China Finance and Economic Growth .....	25
2.3.6 Summary of Empirical Research .....	26
<b>Chapter 3 The Background of China Financial System</b> .....	<b>28</b>
<b>3.1 The Development of Chinese Stock Market</b> .....	<b>28</b>
3.1.1 The Development of Chinese Stock Market .....	28
3.1.2 The Split-Share Reform .....	29
3.1.3 The Evolution of Listed Firm SOE Standards .....	30
<b>3.2 The Development of China Corporate Bond Market</b> .....	<b>31</b>
<b>3.3 The Review of Bank Long-Term Loan</b> .....	<b>33</b>

<b>3.4</b>	<b>The Review of Fixed-Assets Investment Standards</b>	<b>34</b>
<b>3.5</b>	<b>Summary of the China Financial System Background</b>	<b>36</b>
<b>Chapter 4</b>	<b>The Financing Pattern of Chinese Firm</b>	<b>38</b>
<b>4.1</b>	<b>The Macro-Financing Pattern of State</b>	<b>38</b>
<b>4.2</b>	<b>The Micro-Financing Pattern of Firm</b>	<b>40</b>
4.2.1	The Descriptive of Listed Company's Financing Pattern	40
4.2.2	The Financing Pattern of Listed Company: Industries and Province Characteristics	42
4.2.3	The Financing Pattern of Listed Company: Corporate Governance Characteristics	44
4.2.4	The Financing Pattern of Listed Company: Institutions Characteristics	48
<b>4.3</b>	<b>Summary of This Chapter</b>	<b>52</b>
<b>Chapter 5</b>	<b>Empirical Research on Financial Channels and Firm Growth</b>	<b>53</b>
<b>5.1</b>	<b>Theoretical Analysis and development of Assumption</b>	<b>54</b>
5.1.1	Financial Channels and Firm Growth	54
5.1.2	The Impact of Financial Reform on Financial Channel and Firm Growth	56
5.1.3	Financial Channel and Firm Growth: The Effect of Institutions and Corporate Governance	60
<b>5.2</b>	<b>Research Design</b>	<b>62</b>
5.2.1	Data Resource and Sample Selection	62
5.2.2	Model Specification and Definition of Variable	62
<b>5.3</b>	<b>Empirical Results and Explanation</b>	<b>64</b>
5.3.1	The Descriptive Statistics of Main Variable	64
5.3.2	The Correlation Analysis	66
5.3.3	The T Test of Main Variable Before and After Financial Reform	67
5.3.4	Results of Financial Channels and Firm Growth	69
5.3.5	Results of Financial Reform, Financial Channels and Firm Growth	71
5.3.6	Results of Financial Reform, Financial Channels and Firm Growth: The Impact of Institutions Environment	73
5.3.7	Results of Financial Reform, Financial Channels and Firm Growth: The Impact of Corporate Governance	79
5.3.8	Further Analysis and Robust Checks	85
<b>5.4</b>	<b>Summary of This Chapter</b>	<b>87</b>

<b>Chapter 6 Conclusions and Policy Suggestions</b> .....	<b>89</b>
<b>6.1 Conclusions of Empirical Research</b> .....	<b>89</b>
<b>6.2 Policy Suggestions</b> .....	<b>90</b>
<b>6.3 Research Limitations</b> .....	<b>97</b>
<b>References</b> .....	<b>99</b>
<b>Appedix: The Results of Dummy Variable Regression</b> .....	<b>110</b>
<b>Acknowledgement</b> .....	<b>124</b>

厦门大学博士论文摘要库

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景及意义

#### 1.1.1 研究背景

从 1978 年改革开放以来，我国的经济体制发生了巨大变化，金融制度也随之发生了重大的变化。首先是中央银行的调控手段由直接调控转变为间接调控，于 2003 年成立中国银行业监督管理委员会，对商业银行进行监管。第二，外部竞争环境的改变，我国加入世界贸易组织后，也就是从 2001 年开始，我国银行逐步向外资银行开放，至 2006 年底，银行业全面向外资银行开放；而国内的股份制银行和城市商业银行的崛起，降低了四大行的垄断地位，统计数据表明从 2006 年底起四大行的市场份额已降低在 50% 以下。第三，通过完善内部控制制度，和推进国有商业银行股份制改造和上市，实现国有商业银行股份制改革，提升了银行业资源配置的效率。工、中、建已于 2006 年前在实现上市，而中国农业银行也于 2010 年 7 月 15 日和 16 日正式在上海和香港两地上市，四大国有商业银行全部实现上市，标志着国有商业银行股份制改革的完成。

温家宝总理在 2012 年 1 月第四次全国金融工作会议上指出，我国的金融改革取得了以下六方面的成就。一是大型商业银行的改革，使得金融业综合实力和抗风险能力显著提升。2011 年 11 月末，我国金融业总资产达 119 万亿元，比 2006 年末增长 149%；2011 年 9 月末，商业银行资本充足率为 12.3%，比 2006 年末提高 5 个百分点，不良贷款率为 0.9%，比 2006 年末下降 6.2 个百分点。二是股权分置改革完成，健全了股票市场的基本功能，通过积极稳妥发展各类金融市场，基本形成功能相互补充、交易场所多层次、交易产品多样化的金融市场体系。三是稳步推动人民币汇率形成机制和利率市场化改革，人民币国际地位明显提升。四是加强和改善金融宏观调控，正确把握方向、力度和节奏，较好地处理了金融支持经济发展、控制通货膨胀与防范金融风险的关系，有力促进了经济平稳较快发展。五是不断提高金融监管的专业性和有效性，强化基础性制度建设，基本形成较为全面系统的法律制度，有力保障了我国金融安全稳定。六是不断深化金融对外开放，金融业国际地位和话语权得到提升。

改革开放以来，资本市场从无到有，和银行业一样经历了众多的变化，而股权分置



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库