

# A Study on the Relationship among Industrial Policies, Financing Constraints and Market Value Management—Take Listed Companies in Strategic Emerging Industries as an Example

Yuying Ouyang, Xuan Tang

College of Management of Guangzhou University, Guangzhou Guangdong

Email: [txtangxuan@163.com](mailto:txtangxuan@163.com)

Received: Jun. 29<sup>th</sup>, 2020; accepted: Jul. 13<sup>th</sup>, 2020; published: Jul. 20<sup>th</sup>, 2020

---

## Abstract

Market value management can alleviate the problem of information asymmetry, enhance the awareness of market value management for companies with financing needs and constraints, and then enhance investor confidence. This paper studies the relationship among industrial policies, financing constraints and market value management based on A-share listed companies of strategic emerging industries in 2010-2016. The results show that enterprises with high degree of financing constraints pay more attention to market value management. Under the same conditions, enterprises with high financing demand pay more attention to market value management. The dual function of financing restriction and financing demand will restrain the market value management of enterprises. Driven by the impact of industrial policies, enterprises are faced with intensified financing constraints, which play a role in promoting market value management; the implementation effect of industrial policies is not ideal.

## Keywords

Industrial Policies, Financing Constraints, Market Value Management, Strategic Emerging Industries

---

# 产业政策、融资约束与市值管理关系研究——以战略性新兴产业上市公司为例

欧阳钰滢, 汤 萱

广州大学管理学院, 广东 广州

Email: txtangxuan@163.com

收稿日期: 2020年6月29日; 录用日期: 2020年7月13日; 发布日期: 2020年7月20日

## 摘要

市值管理能够缓解信息不对称问题, 对有融资需求和融资约束的公司更能增强市值管理的意识, 进而增强投资者信心。本文以2010~2016年间战略性新兴产业A股上市公司作为样本, 研究产业政策、融资约束与市值管理之间的关系。研究表明, 融资约束程度与企业市值管理呈正相关。在相同条件下, 融资需求高的企业, 更注重市值管理。融资约束与融资需求的双重作用将抑制企业市值管理。在产业政策的影响推动下, 企业融资约束加剧, 对企业市值管理起促进作用, 地方政府产业政策的出台并未缓解公司的融资约束, 产业政策的实施效果并不理想。

## 关键词

产业政策, 融资约束, 市值管理, 战略性新兴产业

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

市值管理对于企业战略来说, 是一种具有重大意义的管理行为, 它是企业的核心价值导向机制, 引导和理顺上市公司和企业各利益主体之间的关系, 在资本市场资源配置中发挥举足轻重的作用。2005年开始实施股权分置改革, 2014年5月国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》, 首次提议“鼓励上市公司建立市值管理制度”, 在资本市场顶层制度设计的层面上, 进一步明确企业进行市值管理的重要意义, 市值管理及其研究愈加重要。政府作为国家经济资源分配的主体, 政府干预作为企业外部关键的制度因素。产业政策已经是国家宏观调控用以合理分配市场资源、推进产业转型升级主要的手段与方法(张新民等, 2017) [1]。伴随产业政策出台, 公司融资行为将随之发生改变。由于市场信息不对称问题与代理问题普遍存在, 融资约束成为现代上市公司融资的普遍困境。战略性新兴产业作为当代新兴技术与新兴产业深层一体化的表现, 反映了新的生产技术根本变革, 是未来产业转型升级的方向, 关系到未来中国经济的全面和长久发展。同时, 战略性新兴产业还作为实施供给侧结构性改革、培养发育新动能、获得有力竞争因素的重点关注区域(张振翼等, 2020) [2]。自战略性新兴产业的概念公布以来, 战略性新兴产业上市公司的融资问题受到了社会各界的重视。

## 2. 文献回顾

由于企业内部的原因, 所形成的经营风险过于高, 外部贷款者对此不看好, 形成“惜贷”, 公司外部融资成本大大增加, 形成融资处处受限的局面, 最终引发融资约束。融资约束程度越高, 需要投入的融资成本也随之增长, 上市公司融资意愿便慢慢减弱。企业获取资本受到众多限制, 信息不对称是企业融资普遍存在的共同问题, 融资效率的提升很大程度取决于有效降低投资者和债权人的信息不对称问题。相较于融资约束对企业投资效率、盈余管理影响有大量文献而言, 较少文献关注融资约束对市值管理的

影响。连玉君(2009) [3]提出融资约束抑制论,认为过高的负债融资会削弱企业的投资能力,加重企业的投资不足,使企业的投资支出偏离最佳水平,即融资约束抑制了企业投资过度,最终导致企业投资不足的行为增加;欧阳志刚(2016)深化了融资约束抑制论,认为当企业面临较高的融资约束时,投资效率的提升很大程度上依靠融资约束的缓解。卢太平(2014) [4]主要关注融资需求与融资约束作用在上市公司盈余管理的双重作用。与盈余管理相同,市值管理同样可以解决由于信息不对称引起的问题,因此企业管理层在选择股权融资时机时,将企业市值作为重要考虑因素。孙妍(2017) [5]利用投资-现金流敏感性模型对中小板、创业板公司上市前后三年的数据进行研究,发现样本公司普遍存在较为严重的融资约束;李旒等(2018) [6]完整建立市值管理的综合分析框架,详细阐述三大环节以及多重利益主体动机分析,突显出市值管理的重要性。李旒等(2018) [7]提出市值管理能够降低企业面临的融资约束,有效的市值管理鼓励企业加强投资者关系管理,以此建立沟通渠道,积极传递公司价值信息。债权人接收到企业拥有高市值的信息,增加对企业了解的同时,提高对公司未来盈利能力的预期,增强债权人的信心而降低企业的融资成本。

企业面临着千变万化的信息环境,而产业政策的出台将对此产生强有力的外部影响。上市公司更愿意响应产业政策的号召,投资于政策支持行业,这将令资本市场提高对支持行业的期望结果,提高对于自身发展前景的认识。同时,当同行业其他企业出现积极响应产业政策的举动时,将会进一步刺激企业,进行更多的投资行为,甚至产生“羊群效应”(陈冬华等,2012)。此外,由于行业入行要求的降低、政府补助通常伴随着新产业政策的出现,地方性产业倾斜性补助对上市公司起着强有力的引导作用,加剧上市公司的投资过度。如上,产业政策出台后,企业投资将更倾向于投资政策鼓励的行业,投资意愿增强,所面临的投资机会增加,对于资金需求大幅度上升。银行贷款可能会因此放宽要求,更易于获得资金,但银行同意的贷款数额与企业需要的资金并不一定会吻合。此外,地域化方针策略执行有效性具有暂时性的特点,随着时光流逝,方针策略所给予的债务筹资优待将会削弱(陈冬华等,2014)。从长远来说,银行对产业政策支持企业的优待会减弱,而企业投资将会是一个漫长的过程,企业所面临的融资约束将会逐渐增强。张新民(2017) [1]探讨产业政策对融资约束的作用,地方性政策的推行对解决企业自身所面对的融资约束并为发挥作用,进而减弱企业资金配置效果。

综上所述,有关产业政策、融资约束的已有研究成果,多都从投资效率角度展开,尚未有从市值管理角度进行深入研究,也鲜有从产业政策和融资约束角度去研究战略性新兴产业企业当中存在市值管理问题。在产业政策作用下,融资约束的加剧会否对市值管理的运作产生障碍?立足战略性新兴产业企业,探讨产业政策、融资约束与战略性新兴产业企业市值管理的关系,有助于解释日益普遍的市值管理行为,对市值管理制度的日趋完备存在着前瞻性与现实意义。

### 3. 研究设计

#### 1) 研究假设

由于信息不对称性及代理成本问题的影响,企业受到一定程度的融资约束与破产威胁。低负债水平的企业在进行融资时往往因为较低的财务风险容易获得投资者的信任,能以较低成本获取的资金。高负债水平的上市公司则面临着较大的破产威胁,在进行筹集资金活动中容易处于劣势。市值管理通过解决信息不对称问题,提供更多上市公司信息,提升债权人对于上市公司的预期,从而降低融资约束程度。战略性新兴产业企业在融资约束制约下,将进一步加强市值管理。在融资需求作用下,融资约束对上市公司的市值管理施加的作用也会随之改变。因此,提出假设 1:融资约束程度较高的企业,更注重市值管理。

产业政策出台后,信用担保预期将得到较大幅度的提升,此外,银行贷款偏好在政府干预之下受到

了影响, 最终产生银行更偏向于贷款给受到政策支持企业的结果。然而, 产业政策出台后, 企业因为过度地依赖外部信息, 盲目地政策鼓励的行业进行投资, 最终形成了“羊群效应”。由于企业自身非理性的过度投资, 使得企业的资金需求急剧上升, 而外部融资并不能满足企业大额资金需求, 最终加剧了其自身的融资约束。战略性新兴产业企业在产业政策的影响下, 融资约束对企业的市值管理也会产生不同的影响。因此, 提出假设 2: 产业政策会加剧融资约束, 对市值管理起促进作用。

2) 数据来源与样本筛选

选取 2010~2016 年战略性新兴产业 A 股上市公司作为初始样本, 剔除金融业, 以及市值管理及其他信息数据缺失的样本, 对所有的连续变量进行 1%水平 Winsorize 处理, 最终得到 140 家公司的 3504 个有效观测值, 样本收集领域与年份的详细分布情况如下表 1 所示。本文所使用的数据均来自 CSMAR 数据库。

**Table 1.** Sample collection area and year summary  
**表 1.** 样本收集领域与年份汇总

类别 年份	新一代信息技术	高端装备制造	新材料	生物	新能源汽车	新能源	节能环保	数字创意	合计
2010 年	44	45	39	25	38	29	57	28	303
2011 年	55	56	46	31	46	34	68	35	372
2012 年	74	85	62	41	67	50	97	50	527
2013 年	90	102	72	51	80	60	113	59	627
2014 年	97	109	77	57	85	63	122	64	673
2015 年	100	113	77	60	86	57	125	67	685
2016 年	43	50	32	41	36	31	57	27	316
合计	503	559	404	305	438	324	639	330	3504

3) 变量定义与度量

① 被解释变量: 市值管理

$MVM_{i,t-1}$  为因变量,  $MVM_{i,t-1}$  (Market Value Management) 衡量企业市值管理的效果。本文参考李旋等(2018) [7]所使用的衡量标准, 决定采用股票回报率作为市值管理的衡量标准, 当企业愈加注重自身的市值管理, 公司股价将更有机会达到持续稳定增长的效果。相较于托宾 Q 或市净率等只能体现某一时点的指标, 股票回报率所考虑的时间周期更长远, 能够更好地体现企业价值的不断增加。综上所述, 本论文利用市场调整后的年股票收益率来反映市场价值管理的效果, 具体计算公式如下:

$$MVM_{i,t-1} = \prod_t^{t+12} (1 + R_{i,t}) - \prod_t^{t+12} (1 + M_{i,t}) \tag{1}$$

在这当中,  $R_{i,t}$  所使用的股票月回报率是将现金股利再投资纳入考虑后的结果,  $M_{i,t}$  为月市场回报率, 计算期为去年 4 月底到今年 4 月底, 来减少潜在存在的内生问题对于回归分析的作用影响。连续变量在 1%和 99%水平上进行 winsorzie 处理。

② 解释变量: 产业政策、融资约束

参照黎文飞(2019) [8], 张新民(2017) [1]的方法,  $IP_{i,t}$  代表上市公司  $i$  于第  $t$  年产业政策对其有无作用力。根据样本年度各地区所发布的产业政策和确定受到鼓励的行业, 若企业收到产业政策的鼓励, 则本年及以后年度的 IP 值取值 1, 否则 IP 值取值 0。出于衡量产业政策于企业融资约束的作用, 本文对交乘项 IP\_KZ 的系数进行观察, 如果系数为正, 说明企业融资约束随着产业政策的出台而加重, 如果系数是

负数, 说明产业政策减弱了企业融资约束。

融资约束尚未能直接观测, 有关融资约束的研究主要是间接通过代理变量进行衡量。本文采取多元变量融资约束指数——KZ 指数来衡量融资约束程度, 借鉴 Lamont (2001)中使用公式, 综合定量信息与定性信息, 得到 KZ 指数的计算方法为:

$$\text{KZ index} = -1.001909 * \text{OCF}/\text{Asset} + 3.139193 * \text{Lev} - 39.3678 * \text{Dividends}/\text{Asset} - 1.314759 * \text{Cash}/\text{Asset} + 0.2826389 * \text{Tobin's Q} \quad (2)$$

在这里面 OCF、Dividends 与 Cash 各自代表经营性净现金流、股利和现金持有水平, 且都经过期初总资产 Asset 进行标准化, Lev 表示资产负债率, Tobin's Q 表示托宾 Q 值, KZ 值数值愈大, 表明上市公司遭受的融资约束愈加严峻。

③ 控制变量

具体的变量定义与衡量方法见表 2。

**Table 2.** Variable definition and measurement summary

**表 2.** 变量定义及度量汇总

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	市值管理的效果	MVM	公司股票收益率, 考虑的时间区间于上一年度 4 月末至本年度 4 月末, 计算见公式(1)
	产业政策	IP	是否受产业政策影响, 如果企业当期受地区产业政策影响, 取值为 1, 否则取值为 0
自变量	融资约束	KZ	由公式(2)计算得出
	交乘项 1	KZ_FN	融资约束×融资需求
	交乘项 2	IP_KZ	产业政策×融资约束
	企业规模	SIZE	期末总资产的自然对数
	公司年龄	AGE	公司的成立年龄
	企业性质	SOE	国有企业取 1, 非国有取 0
	资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
	总资产增长率	GROWTH	第一大股东持股比例
控制变量	净资产收益率	ROE	净利润/净资产
	市账比	MB	股权市值/股权账面
	有无借款	LOAN	近两年有短期或长期借款取 1, 否则取 0
		TANG	上年末有形资产占总资产的比例
		LOSS	上年度净利润是否为亏损, 是取 1, 否则取 0
		SD	上年度周收益率波动
		OCF	上年末经营活动净现金流占总资产的比例
虚拟变量	行业	IND	行业虚拟变量
	年度	YEAR	年度虚拟变量

4) 研究方法及模型设计

基于研究假设, 参照李旒(2018) [7]等研究方法, 构建多元回归分析模型。

为研究融资约束对战略性新兴产业企业市值管理的影响, 建立模型(1)如下:

$$\text{MVM}_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \text{KZ}_{i,t} + \text{Controlvariables}_{i,t-1} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon$$

为研究融资需求的影响下, 融资约束对战略性新兴产业企业市值管理的作用变化, 建立横截面检验, 模型见(2)。初步假设为, 在同样环境中, 与融资需求弱的上市公司对比, 融资需求更强的上市公司将有更加多的市场价值管理行为。融资需求与融资约束双重作用最终将抑制企业的市值管理。建立模型(2)如下:

$$MVM_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{i,t} + \beta_2 FN_{i,t} + \beta_3 KZ\_FN_{i,t} + \text{Controlvariables}_{i,t-1} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon$$

为检验于产业政策的影响下, 融资约束对战略性新兴产业企业市值管理的影响, 融入产业政策变量, 对模型(1)回归, 分别记为模型(3)。

$$MVM_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{i,t} + \beta_2 IP_{i,t} + \beta_3 IP\_KZ_{i,t} + \text{Controlvariables}_{i,t-1} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon$$

在这当中,  $\beta_0$  代表回归的常数项,  $\beta_i$  代表各变量的回归相关性系数,  $\varepsilon$  代表由其他因素所产生的随机干扰项。本文对样本数据进行了 winsorize 处理, 来排除某些极端值对回归结果的作用影响。

#### 4. 实证检验结果及分析

##### 1) 描述性统计分析

**Table 3.** Descriptive statistical results of main variables

**表 3.** 主要变量描述性统计结果

变量	样本数	中值	均值	标准差	最小值	最大值
MVM	3504	0.002	0.203	0.525	-1.066	2.595
KZ	3504	1.723	1.681	0.807	-1.547	10.46
FN	3504	0	0.436	0.496	0	1
IP	3504	1	0.844	0.363	0	1
KZ_FN	3504	0	0.789	1.017	-0.167	10.460
IP_KZ	3504	1.530	1.414	0.942	-0.628	6.639
LEV	3504	0.393	0.399	0.209	0.046	0.902
TANG	3504	0.962	0.941	0.069	0.602	1
SIZE	3504	21.685	21.846	1.208	19.276	25.674
OCF	3504	0.037	0.040	0.070	-0.191	0.262
GROWTH	3504	0.119	0.206	0.343	-0.288	2.618
SD	3504	-0.979	-1.004	1.638	-6.87	4.47
ROE	3504	0.082	0.086	0.098	-0.472	0.408
LOSS	3504	0	0.059	0.236	0	1
AGE	3504	13	12.991	6.236	2	27
LOAN	3504	1	0.848	0.359	0	1
MB	3504	0.003	0.005	0.009	-0.273	0.276
SOE	3504	0	0.405	0.491	0	1

表 3 是各个主要变量描述性统计结果的展示, 可见市值管理效果 MVM 均值与标准差分别是 0.203 与 0.525, 与中位数 0.002 相差较远, 最大值与最小值之间相差 3.661, 可知, 上市公司之间的市值管理效果展现较大差异, 对于回归分析市值管理和其他因素之间的关系是属于较为良好。融资约束程度 KZ 均值为 1.681, 波动范围在-1.547 到 10.46 之间, 波动偏大, 表明了样本企业当中融资约束水平相差较多, 有着比较多的差异。融资需求 FN 均值为 0.436, 受融资需求影响的样本占比 43.6%。IP 的平均值是 0.844, 表明在观测企业中存在 84.4%的公司受到产业政策影响。上市公司资产负债率 LEV 平均为 0.399, 净资产收益率 ROE 平均为 0.086, 中值为 0.082, 由此可以看出, 样本企业总体杠杆比率偏高, 其盈利能力不强。除此之外, 样本企业有形资产占总资产比例的均值接近 96.2%, 在观察期中, 有 5.9%的企业出现净亏损的现象。控制变量 AGE 结果表明中小企业的创立时间约为 13 年。上市公司成长性指标 GROWTH 的平均为 0.206, 表明未来盈利发展能力较弱。

2) 相关性分析

Table 4. Pearson correlation coefficient among variables

表 4. 各变量间的 Pearson 相关系数

变量名	MVM	KZ	FN	IP	KZ_FN	IP_KZ
MVM	1.000					
KZ	0.140***	1.000				
FN	0.006	0.132***	1.000			
IP	0.006	-0.014	-0.018	1.000		
KZ_FN	0.025*	0.399***	0.885***	-0.026*	1.000	
IP_KZ	0.101***	0.659***	0.076***	0.663***	0.244***	1.000

注: \*表示在 10%的水平上显著, \*\*表示在 5%的水平上显著, \*\*\*表示在 1%的水平上显著。

上表 4 阐述了本文运用 Pearson 相关法进行相关性分析的结果。结果显示融资约束强度与市值管理水平在 1%的水平下关系显著正相关, 为假设 1 提供了初步证明; 融资需求与融资约束强度之间在 1%的水平下呈现正相关关系, KZ\_FN 交乘项与市值管理水平在 10%的水平下呈现正相关关系, 为模型二提供了初步结果; IP\_KZ 交乘项与市值管理水平在 1%的水平下呈现正相关关系, 为假设 2 提供了初步证明。另外, 除去交乘项与产业政策、融资需求与融资约束的相关性系数超过 0.5, 其他变量之间的相关性系数均在 0.5 以内。

3) 回归结果及分析

Table 5. Summary of regression results

表 5. 回归结果汇总情况表

模型	模型(1)	模型(2)	模型(3)
变量名	MVM	MVM	MVM
KZ	0.159*** (6.81)	0.182*** (7.15)	0.0910 (1.94)
FN		0.124* (2.38)	
KZ_FN		-0.0658* (-2.18)	

Continued

IP			-0.133 (-1.85)
IP_KZ			0.0808 (1.87)
TANG	0.0843 (0.61)	0.110 (0.78)	0.0597 (0.44)
LOSS	0.00479 (0.10)	0.000870 (0.02)	0.00549 (0.12)
SD	-0.000684 (-0.13)	-0.000762 (-0.15)	-0.000536 (-0.10)
SIZE	-0.0365*** (-4.54)	-0.0347*** (-4.34)	-0.0356*** (-4.37)
GROWTH	0.135*** (4.51)	0.137*** (4.59)	0.133*** (4.48)
LOAN	-0.00456 (-0.17)	-0.0118 (-0.42)	-0.0111 (-0.42)
AGE	-0.0000884 (-0.06)	-0.000189 (-0.13)	-0.0000715 (-0.05)
MB	2.271 (0.82)	2.569 (0.91)	3.297 (1.14)
SOE	0.00656 (0.41)	0.00623 (0.38)	0.00433 (0.27)
LEV	-0.228** (-2.83)	-0.227** (-2.83)	-0.221** (-2.69)
ROE	0.397** (3.26)	0.383** (3.09)	0.403** (3.30)
OCF	0.480*** (3.60)	0.479*** (3.58)	0.466*** (3.51)
YEAR	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制
_cons	0.574** (2.82)	0.483* (2.33)	0.692** (3.30)
N	3504	3504	3504
adj. R <sup>2</sup>	0.142	0.145	0.141

注: \*表示在 10%的水平上显著, \*\*表示在 5%的水平上显著, \*\*\*表示在 1%的水平上显著, 括号里面表示 t 值。



表 5 中的模型(1)回归结果可以看出, 融资约束程度与市值管理的系数在 1%的水平下显著为正, 两者的回归系数为 0.159。说明在战略性新兴产业的企业中, 随着融资约束的增加, 企业会增加市值管理行为以减弱融资约束。上述印证了李旒(2018) [7]等的研究结论, 市值管理通过减弱融资约束的方式提高上市公司投资效率, 市值管理增加上市公司自身投资支出的关键路径在于减弱融资约束。公司进行市值管理能够有效降低外部投资者所面对的信息不对称问题, 缓解贷款者将由于公司风险过大借贷导致的融资约束, 验证了假设 1。

表 5 中模型(2)融资约束与市值管理水平的回归系数显著为正, 与模型(1)一致, 即在融资需求不变的情况下, 融资约束与企业市值管理仍呈正相关, 显著程度有所提升, 突出融资约束对企业市值管理的促进作用。融资需求与市值管理水平回归系数在 10%的水平下为正, 回归系数为 0.124, 验证横截面检验的初步假设, 即融资需求越高, 越可能导致企业市值管理行为增加。在融资约束不变的情况下, 随着融资需求增加, 外部资金对战略性新兴产业企业重要程度上升, 企业为获取更多资金提升对自身市值管理水平。融资需求与融资约束两者交乘项的回归系数为-0.0658, 其 t 值是-2.91, 回归系数在 10%的水平下显著为负。说明在同样前提环境中, 融资约束和融资需求之间的交互作用最终使企业进行更少的市值管理行为, 验证初步假设。当企业同时面临融资约束和融资需求, 市值管理的作用已不足以影响, 从而管理者寻求其他解决方法, 一定程度上对市值管理起抑制作用, 这也印证了卢太平(2014) [4]的结论。

表 5 中的模型(3)为在产业政策的影响下, 融资约束对市值管理影响变化的回归结果。从回归结果我们能够得出, 交乘项 IP\_KZ 的系数为大于零, 具体回归系数为 0.08, 这一回归数据支撑本文提出的假设 2, 即受影响上市公司的融资约束随着产业政策出台而愈加严重, 最终对市值管理起促进作用。此结论说明, 产业政策会是一把“双刃剑”, 从表面上看, 信用担保预期由于产业政策的出台得到较大提高, 而且银行贷款偏好也因为政府的干预行为而改变, 政策鼓励行业将更容易得到银行的贷款。而实际上, 产业政策的出台导致上市公司过于依靠外部信息来做判断, 冲动地对政策所鼓励的行业进行过度投资, 形成“羊群效应”, 这一类不可靠的、盲目冲动的投资行为导致公司自身资金需求大幅上涨, 然而, 外部机构所并不能提供足够的资金供企业投资, 最终恶化现下公司所面对的融资约束环境。同时观察发现融资约束与市值管理的回归显著性大大下降, 只能呈现正相关的关系, 可能的原因是对于融资约束, 市值管理所能够发挥的减缓作用融资约束发挥至最高峰, 由于产业政策增强融资约束的影响, 导致市值管理的作用大大减弱, 企业投入市值管理的成本与降低融资约束效果不成正比, 企业将投入的成本转移至其他有效降低融资约束的方法中, 如盈余管理等。

#### 4) 稳健性检验

为了增强上述回归结果的稳健性, 参考已有研究文献, 增加流动比率衡量企业的偿债能力, 增加资本密集度衡量企业风险, 得到模型(4)、(5)、(6), 重新对进行上述模型回归检验。

$$MVM_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{i,t} + Currentratio_{i,t} + Capital_{i,t} + Controlvariables_{i,t-1} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \tag{4}$$

$$MVM_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{i,t} + \beta_2 FN_{i,t} + \beta_3 KZ\_FN_{i,t} + Currentratio_{i,t} + Capital_{i,t} + Controlvariables_{i,t-1} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \tag{5}$$

$$MVM_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{i,t} + \beta_2 IP_{i,t} + \beta_3 IP\_KZ_{i,t} + Currentratio_{i,t} + Capital_{i,t} + Controlvariables_{i,t-1} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \tag{6}$$

**Table 6.** Summary of regression results of robustness test  
**表 6.** 稳健性检验回归结果汇总表

模型	模型(4)	模型(5)	模型(6)
变量名	MVM	MVM	MVM
KZ	0.158*** (6.60)	0.183*** (6.96)	0.0907 (1.91)
FN		0.125* (2.37)	
KZ_FN		-0.0662* (-2.17)	
IP			-0.133 (-1.84)
IP_KZ			0.0807 (1.86)
Currentratio	-0.000565 (-0.36)	0.000402 (0.27)	-0.000212 (-0.14)
Capital	-0.000543 (-0.23)	-0.000580 (-0.26)	0.000211 (0.09)
Controlvariables	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制
Cons	0.578** (2.83)	0.481* (2.32)	0.692** (3.30)
N	3504	3504	3504
adj. R <sup>2</sup>	0.101	0.102	0.102

注: \*表示在 10%的水平上显著, \*\*表示在 5%的水平上显著, \*\*\*表示在 1%的水平上显著, 括号里面表示 t 值。

回归结果如表 6 所示, 本文发现融资约束的程度对企业的市值管理仍具有显著的激励作用, 在产业政策与融资需求对融资约束依旧能够得出与上文相同的结论, 说明了本文的模型和结果的稳健性较好。

## 5. 结论及建议

本文探讨产业政策、融资约束对企业市值管理水平的影响, 并考虑在产业政策与融资需求不同的因素影响下, 融资约束对企业市值管理水平的影响。通过多元回归分析, 得出如下结论: 1) 在战略性新兴产业的上市企业当中, 普遍发现融资约束的制约, 融资约束与企业的产业政策呈现正相关, 融资约束水平增加将会激励企业市值管理行为; 2) 在战略性新兴产业上市企业当中, 在融资需求不变的情况下, 融资约束与企业的市值管理仍呈正相关关系。在融资约束不变的情况下, 融资需求高的企业更注重市值管理。但融资需求与融资约束双重影响会对市值管理形成一定的抑制作用; 3) 在战略性新兴产业上市企业当中, 在产业政策影响下, 融资约束和公司的市值管理依然呈现正相关关系, 产业政策的发布加剧公司面临的融资约束水平, 对公司的市值管理起促进作用。地方政府产业政策对企业的融资约束没有

呈现缓解作用, 产业政策实施效果并不理想。

## 基金项目

广州市教育局羊城学者项目(201831837)。

## 参考文献

- [1] 张新民, 张婷婷, 陈德球. 产业政策、融资约束与企业投资效率[J]. 会计研究, 2017(4): 12-18.
- [2] 张振翼, 张立艺, 武琦璠. 我国战略性新兴产业发展环境变化及策略研究[J]. 中国工程科学, 2020(22): 1-6.
- [3] 连玉君, 苏治. 融资约束、不确定性与上市公司投资效率[J]. 管理评论, 2009, 21(1): 19-26.
- [4] 卢太平, 张东旭. 融资需求、融资约束与盈余管理[J]. 会计研究, 2014(1): 35-41.
- [5] 孙妍. 融资约束、创业投资与企业创新能力[J]. 财会通讯, 2017(36): 57-62.
- [6] 李旒, 蔡贵龙, 郑国坚. 市值管理的综合分析框架: 理论与实践[J]. 会计与经济研究, 2018(2): 75-95.
- [7] 李旒, 蔡贵龙, 郑国坚. 企业成长的螺旋: 市值管理与企业投资决策[J]. 会计研究, 2018(10): 66-72.
- [8] 黎文飞, 巫岑. 产业政策与会计稳健性[J]. 会计研究, 2019(1): 65-71.