



货币政策对企业融资 决策的影响：

基于货币政策传导机制的分析与检验

Huobi Zhengce Dui Qiye Rongzi
Juece de Yingxiang:
Jiyu Huobi Zhengce Chuandao Jizhi de
Fenxi yu Jianyan



马文超 著

鉴于近十年来，
我国金融市场发展及其对企业金融的深入影响，
以及近年来，
金融经济危机对企业经营深度干扰。
本书重点考察中国企业融资决策时受货币政策变化的影响，
具体通过货币政策传导机制来分析和
论证货币政策影响的途径和后果。



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press



货币政策对企业融资 决策的影响：

Huobi Zhengce Dui Qiye Rongzi
Juece de Yingxiang:
Jiyu Huobi Zhengce Chuandao Jizhi
de Fenxi yu Jianyan

马文超 著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币政策对企业融资决策的影响:基于货币政策传导机制的分析
与检验/马文超著. —成都:西南财经大学出版社, 2015. 9

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2119 - 6

I. ①货… II. ①马… III. ①货币政策—影响—企业—融资—
研究—中国 IV. ①F822. 0②F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 185101 号

货币政策对企业融资决策的影响: 基于货币政策传导机制的分析与检验

马文超 著

责任编辑:植 苗

助理编辑:涂洪波

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川五洲彩印有限责任公司
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	6.75
字 数	170 千字
版 次	2015 年 9 月第 1 版
印 次	2015 年 9 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2119 - 6
定 价	48.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前言

企业融资决策研究的路径

中国金融改革中的货币政策实践与金融监督存在许多重大问题亟待解决。例如，金融体制中“国有独大”的路径依赖及资源配置效率的下降；又如，货币政策工具操作中对数量工具的依赖及操作的“合法性”问题；再如，企业进入和退出金融市场的合理性问题。在最近的一个市场化周期中，货币政策的效应以及经济实体投融资的现状，值得进一步考察。因为这涉及众多中小企业（小微企业）的生存与发展，进而决定创新的活力及经济供给面的可持续性，将影响我国经济的未来走向。

综合梳理国内外的融资决策研究发现，已有文献主要围绕“MM”这一理论内核进行分析。从 Miller（1977）对个人所得税与公司所得税、DeAngelo 和 Masulis（1980）对非债务税盾的分析，到 Jesen 和 Meckling（1976）对代理成本的解释。从 Haugen 和 Senbet（1978）对债务融资所带来的经营失败的费用论述，到 Smith, Clifford 和 Warner（1979），Leland（1994）等人对债权人保护问题的说明。相关研究探讨了资金供求两方面的摩擦对企业价值的影响，但研究的基本理论前提是存在一个稳定的社会经济环境，外部的冲击并未给予考虑。同样的情况也存在于 Myers（1977）与其后继者围绕“融资优序理论”进行的研究。近年来，研究者关注了宏观经济背景对融资决策的影

响。例如, Levy (2007) 以代理问题为研究重心, 从资金需求角度分析了宏观经济对企业融资的影响; 又如, Chen (2010) 以债务税盾和财务困境为切入点, 从资金供给角度分析了宏观经济对企业融资的影响, 但相关研究未对外部冲击的具体作用方式给予分析。就理论对现实的解释而言, 主流的融资决策经验研究存在许多不足之处, 特别是在中国这一体制背景之下。例如, 权衡理论认为债务税盾的好处与债务破产的坏处须一并考察, 然而经济上行期债务融资的激进与下行期的去杠杆化让这些观点无所应对, 加之政府的干预, 理论就显得与实践渐行渐远。

如何提升理论的解释力成为我国当下融资决策研究的要义。正如罗蒂在“实在论”与“实用主义”的辨析中所指出的, 20 世纪的哲学研究已经表明“实在论”下对“客观性”追求脱离了人类生活本身, 而“实用主义”下对“团结性”创导则让更多的政治社会问题得以揭示。作为既强调理论更注重“实用”的一门社会科学, 财务学解释力的提升自然需要关注“团结性”, 并将社会背景(体制背景)嵌入其中。这一要求使得对与财务决策相关背景的考察尤显必要, 而不仅仅是增添与社会生活相去甚远的关于“自然规律”的客观论证。显然, 这一判断在融资决策实践领域也是适用的。

考虑到融资决策理论研究的困境与出路, 基于已有的宏观金融研究成果, 围绕政策传导进行企业外部环境考察将变得有效而可行。在货币政策传导机制下, 分析与验证企业融资决策中的货币政策效应, 有助于理清企业内外部摩擦对货币政策效应干扰的现实状况, 对于融资实践、政策实施和监管具有重大的现实价值。

我们将重点考察货币政策变动影响企业融资决策时所受到的干扰因素。与以往大部分研究不同, 本书具有以下特点:

①研究将企业融资决策与外部政策变化相结合，视角独特；②将新凯恩斯主义关于市场摩擦的分析纳入两者关系的考察，扩展了融资决策研究的内容；③采用结构方程对政策的时滞、宏观政策与微观决策的关系进行深入分析，改变了研究方法单一的现状。

我们的研究成果或许有助于企业融资决策，或许有助于金融监管，或许有助于金融领域的顶层设计和底层创新，但是可操作的对策与方法还需进一步的“政治参与和利益辩护”。这些将成为我们今后在此总体框架下努力改进的方向和重点。

中文摘要

企业融资决策研究可以概括为：在融资方式和渠道方面为了企业成本最小或利润最大所从事的理论分析与证据收集，其中一个主要方面表现为对各种决策影响因素的考察。在以往研究中，学者主要侧重微观角度或行业角度的分析和论证，近年来，专家、学者的视角转向了宏观方面的因素。这种转向既体现了外部金融经济背景对企业融资决策干扰现实状况，也是学者力图突破以往研究困境的必然结果。

鉴于近十年来我国金融市场发展及其对企业金融的深入影响，以及近年来金融经济危机对企业经营深度干扰，本书重点考察了中国企业融资决策中货币政策变化的影响，具体通过货币政策传导机制来分析和论证货币政策影响的途径和后果。由于市场摩擦的存在，货币政策对企业融资决策的影响便不仅仅表现为“货币渠道”，而且“信用渠道”的作用在我国也尤为重要。因此，本书重点考察了三个方面的内容：

一是信用渠道下的银企关系。该部分主要关注货币政策通过信用渠道对企业融资决策的影响，其中包括“信息不对称”引起的信用渠道的基本传导方式，以及相应的信贷配给问题。

二是企业内部的代理问题对信用渠道下银企关系的干扰。该部分主要关注信用渠道对企业融资决策影响时的异常情况，其中包括“代理成本”及其表现形式——费用黏性引起的融资

异象。

三是货币渠道下企业的权益融资对信用渠道下的债务融资的替代。该部分主要关注货币渠道下货币政策变化与企业股票融资间的相关性，其中包括货币政策变化时企业的市场择机行为是否基于股票价格的变化，以及这一股票市场的融资对债务市场融资替代的可能性。

此外，考虑到以上研究中可能存在的问题——代理变量问题和制度背景问题，本书的研究中还包括了以下两个部分：

一是货币政策变动与企业融资决策的基本关系考察。在研究的第3章中，将会采用总量序列进行分析。

二是我国服务于行业发展的信贷政策操作对企业融资决策的影响。在本书第7章中，将会围绕行业前景预期导致的潮涌现象进行分析和验证。

上述研究的基本结论是：我国的货币政策和信贷政策显著影响着企业的融资决策。其中，货币政策的影响主要通过信用渠道发挥作用，货币渠道也起到补充性的作用；信贷政策则与行业企业的债务具有显著的关联。第4章研究发现，信用渠道下的“信贷监管”和“信贷配给”引起融资约束较大的企业（中小企业）在货币政策紧缩期被动下调债务融资，在货币政策宽松期也不能得到相对较多的债务资金。这与经典的信用渠道理论（即融资约束较大的企业在货币政策宽松期会得到相对较多的债务资金）不符。这一结果与我国自主的政府信贷监管和自然的市场信贷配给有关，但还源于企业内部代理问题对信用渠道的干扰和货币渠道对信用渠道的替代，第5、6章的“费用黏性影响着企业估值和银行信贷供给”“货币政策、股票市值与权益融资三者存在关联性”，这些经验证据均给予了支持。第7章研究发现，由于行业前景的趋同性预期，“潮涌现象”会引起实践中信贷供给和信贷需求的行业集聚现象，而且这种想象更

多地出现于中小企业（或非国有企业）。

围绕本书中发现的问题，本书提出了以下对策建议：

（1）企业融资决策方面。如果在既定金融体制下，中小企业遭受的信贷歧视短期内难以改观，那么中小企业或相关企业所面临的这一融资约束就应该受到高度重视，企业在其财务预警中应该将外部的货币环境作为关键变量，使得预算与管理受融资决策的影响降到合理的范围内。

（2）银行信贷供给方面。银行在信贷决策中应该关注企业的信息披露状况，而不仅仅是“抵押价值等”事后违约补偿能力方面的状况。在金融市场摩擦普遍存在，特别是在我国特定的金融体制下，对金融风险的关注显得尤其必要和紧迫。经验证据显示信息不对称下信贷歧视普遍存在，为了减少信息不对称，优化金融资源的配置，这要求银行必须将通过企业信息收集、共享以实现银企合约的有效签订。因此，关注企业的信息披露状况、合理构建信息交流平台成为今后的必然之举。

（3）政府行业管制方面。如果不寄希望于短期的金融体制改革，那么政府监管中的操作就显得尤其重要。证据表明金融市场中企业从事着替代性的消费（资金需求），银行债务融资困难时，公众股票融资成为另一融资方式。在信贷市场出现问题时，培育一个企业可以进入和退出的证券市场就成为政府的第一要务。

证据表明，产业发展中的“前景预期趋同”现状，金融宽松时企业融资需求中的“群体盲从”现象均可能会出现于缺乏引导的中小企业。因此，在今后的可预期的时段内政府必须将自身的精力从国企中转移一部分，为更多的市场主体服务。

总体而言，本书的设计、实施和相关发现既拓展了融资决策理论，又丰富了企业融资决策的实践，同时对于我国企业、政府的金融政策制定与实施起到了重要的借鉴价值。

此外，本书中存在一些不足之处。例如，数据的收集仅以上市公司为依据，可能会带来经验结论的偏误；又如，在“内部摩擦对政策效应的干扰”的分析中，仅仅考察了部分代理成本表现形式的影响，可能与已有研究存在重合之处。本书主要关注了企业内部的代理问题，公司治理领域和资本结构领域均存在大量的文献考察代理问题对企业价值的影响，我们仅将这一影响的一个方面（费用黏性：费用的非对称调整）纳入银行与企业签订债务合约时的估值中，以考察这种估值影响对银企信息不对称的干扰作用，由于已有研究中更多地将代理问题的后果与信息不对称的后果合并处理，加之代理问题涉及公司治理等更广泛的层面，本书的这一处理方式是否合理还需理论上的进一步探讨。当然，在今后的研究工作中，我们将进一步沿着已有的思路和逻辑给予补充和完善。

关键词：货币政策 传导机制 信贷政策 融资决策

英文摘要

The research on financing decision can be concluded as analysing and testing financing tools and channels which is selected for minimizing cost and maximizing income. A main work about it is testing factors which affect financing decision. Researchers have analysed and tested in micro and industry view, recently macro factors were researched. As a whole, External finance and economic setting would affect financing decision, and scholars are striving to break studying positions in the past.

Last decade, financial market developed rapidly and affected enterprise'finance deeply. Recent, finance and economic'crisis disturbed enterprise'business. So, we will research the effect of monetary policy to enterprise' financing decision, we will focus on monetary policy' channel of transmission and relative effect. Because both monetary channel and credit channel play an important role in enterprise' financing decision, especially credit channel, we first and foremost research three contents.

Firstly, the relationship of bank and enterprise was tested. Credit channel play an important role in enterprise' financing decision. In which "information asymmetry" lead to the specific way of credit channel' transmission and some problems of credit rations.

Secondly, agency problem affecting the relationship between bank and enterprise was tested. Abnormal phenomena of enterprise' financing decision in credit channel of transmission was researched. In which "agency cost" and Manifestation of agency cost—fee stickness would lead to abnormal phenomena.

Thirdly, replacement of ententy financing in monetary channel to debt financing in credit channel was tested. The change of monetary policy would affect enterprise' stock financing under monetary channel of transmission. Stocks' price would change when monetary policy changes and substruction of stock market to debt market would exist.

Besides, choosing variable in model and System Background would affect rasearches narrated above, two contents was analysed and tested.

Firstly, the fundmental relationship of monetary policy' change and enterprise' financing decision was tested. The method used is Analysis of Aggregate Time Series in third chapter.

Secondly, credit policy acted for industry'development would affect enterprise' financing decision. Research was designed by "wave phenomenon" based on Anticipation of industries in seventh chapter.

The fundamental conclusion of studying as narrated above is that monetary policy and credit policy affect enterprise'financing decision notably in china. Credit channel play an important role in the effect of policy to financing decision, besides monetary channel does Com-plemently, credit policy affect debt financing decision of industry'enterprises notably. The empirical results demonstrate that "credit regulation" and "credit ration" under credit channel leed to restrained enterprise decreasing debt financing when monetary policy is tighten, while can not increase their debt when monetary policy is

relax (In fourth chapter) . This result is not Coincide to credit channel of transmission. Additionally empirical results demonstrate that fee stickness would affect enterprise' value and bank' credit supply (In fifth chapter) , and that monetary policy is related to stock' value and enquty financing (In sixth chapter) , these proof support the view that agency problem would disturb credit channel and monetary channel would Complement credit channel. Besides, empirical results demonstrate that “ wave phenomenon ” based on Anticipation of industries would affect credit policy and industry'enterprises financing, especially restrained enterprises (In seventh chapter) .

The paper gives us some advice based on above problems being found:

(1) In enterprise'financing decision. Middle and small enterprises face credit discrimination under System Background of china. So these enterprises should pay more attention to financial restrains, they ought to look monetary policy as a key variable in their financial early warn-ing models, it will let enterprise make an best buget and management effectively.

(2) In bank' credit supply. It must pay more attention to enterprise' condition of Information disclosure though bank should focus on enterpris' collateral value. As frictions exist commonly in fi-nancial market in china, it is necessary and urgent for banks to deal with financial risk. So banks ought to collect and communicate enterprise' information to Optimize Contraction between bank and en-terprise.

(3) In government'industry regulation. If financial system back-ground can not be reformed recently, it is necessary for government to regulate capital maret reasonably. The empirical results demonstrate

that equity financing is an important financing way for enterprise. So government first and foremost must cultivate stock market when frictions exist credit market.

The empirical results demonstrate that “wave phenomenon” based on Anticipation of industries would affect industry enterprises financing, especially restrained enterprises. So government should pay more attention to restrained enterprises and lead these enterprises to finance reasonably.

Above all, the design and carrying out of this research not only deepen theories of financing decision but also guide practice of enterprises, while enterprise and government financial policy can be made by this research.

However, there are some defections in this research. For example, data is collected from listed company for testing, The empirical results may be deviate; another example, agency problem affect the relationship between bank and enterprise, but the paper only tested fee stickness role and other factors were not considered. But agency problem affecting enterprise value was researched in capital structure field, corporate governance field, and so on. In evidence, lot of jobs should be done by the paper logic structure in future.

Keywords: monetary policy; channel of transmission; credit policy; financing decision

目 录

1	绪论 / 1
1.1	本书的背景与意义 / 1
1.1.1	本书的背景 / 1
1.1.2	本书的意义 / 2
1.2	基本思路与逻辑结构 / 3
1.3	创新点与不足 / 10
1.3.1	创新之处 / 10
1.3.2	不足之处 / 12
2	企业融资决策理论综述 / 13
2.1	国外融资决策理论的发展评述 / 13
2.1.1	微观视角 / 14
2.1.2	宏观视角 / 16
2.1.3	货币政策视角 / 19
2.2	国内融资决策研究的评述 / 22
2.2.1	微观视角 / 22
2.2.2	宏观视角 / 23

2.2.3	货币政策视角 /	24
2.3	概念界定和理论模型介绍 /	25
2.3.1	基本概念 /	25
2.3.2	经典理论模型 /	27
2.4	本章小结 /	35
3	货币政策对企业债务融资的影响： 总量序列分析 /	36
3.1	货币政策变化与企业融资决策 /	37
3.1.1	主要研究回顾 /	37
3.1.2	理论分析 /	42
3.2	VAR 模型设定和政策冲击的经验考察 /	45
3.2.1	变量选择与模型设定 /	45
3.2.2	样本选择及数据说明 /	49
3.2.3	实证结果 /	51
3.3	融资决策相对政策变动的滞后性 /	57
4	信用渠道下的融资决策：信息不对称 /	59
4.1	信息不对称对融资决策的影响 /	61
4.2	信用渠道及相关假设 /	64
4.3	线性模型设定和资本来源的经验考察 /	67
4.3.1	事件考察 /	67
4.3.2	变量选择与模型设定 /	78
4.3.3	实证结果 /	82
4.4	本章小结 /	106

5	信用渠道下的融资决策：代理成本 /	110
5.1	代理成本对融资决策的影响 /	111
5.2	代理成本的表现形式及其对信用渠道的干扰 /	113
5.3	线性模型设定和基于“费用黏性”的经验考察 /	117
5.3.1	变量选择与模型设定 /	117
5.3.2	实证结果 /	120
5.4	本章小结 /	130
6	货币渠道下的融资决策： 股票市场对信贷市场的替代 /	131
6.1	市场时机与企业权益融资 /	133
6.2	货币渠道下股票市场对信贷市场的替代 /	134
6.3	“中介效应”模型设定和经验考察 /	138
6.3.1	变量选择与模型设定 /	138
6.3.2	样本选择与数据说明 /	141
6.3.3	实证结果 /	142
6.4	本章小结 /	152
7	信贷政策对企业融资决策的影响： 基于行业前景预期的考察 /	154
7.1	主要研究回顾 /	156
7.2	行业前景预期对信贷及融资的影响 /	158
7.2.1	现实背景 /	158
7.2.2	理论分析 /	160
7.3	线性模型设定和经验考察 /	163
7.3.1	研究设计与样本选择 /	163
7.3.2	实证结果 /	168