

“金融加速效应”与行业企业债务融资： 一个基于政策冲击的概念框架

马文超¹, 周守华²

(1. 浙江工商大学 财务与会计学院, 浙江 杭州 310018; 2. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081)

摘要: 关注产业发展和资源配置效率, 考察行业企业的债务融资。文献分析显示: 特定行业的企业债务选择受行业竞争特征和金融中介特征的影响, 且行业的要素特征会影响货币政策的非对称性行业产出效应。基于“金融加速器”理论, 研究将政策冲击、行业特征和企业债务进行整合, 形成“基于政策冲击的行业企业债务管理概念框架”。分析表明, 该框架可以合理解释债务资金的供给和需求, 也为金融加速效应的考察提供了新的指引, 即今后研究需要重点关注行业要素、竞争和金融方面的加速因子的具体作用方式, 以有效解释行业企业的债务选择。

关键词: 货币政策; 金融加速效应; 行业; 企业债务

中图分类号: F832.42; F234.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2018)01-0075-12
DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2018.01.007

“Financial Accelerator Effect” and the Debt Financing of Enterprises in the Industry: A Concept Structure under the Impact of the Policy

MA Wen-chao¹, ZHOU Shou-hua²

(1. School of Accounting, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China;

2. School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: Paying close attention to industrial development and the efficiency of resource allocation, we want to investigate debt financing efficiency of enterprises in the industry. By analyzing papers, we find that the enterprises in a specific industry would consider the impact of competitive characteristics and financial-intermediaries' characteristics in the choice of debt. In particular, it is found that the asymmetric effect of a monetary policy on the industry output is caused by the characteristics of industry factors. Based on the theory of 'financial accelerator', we synthesize 'policy impact', 'industry characters', and 'enterprise debt' to structure 'the industry enterprise debt management framework based on the policy impact'. It is showed that, Supply and Demand of debt funds would be explained by this framework, while researchers should concretely demonstrate the role of financial accelerator elements, which include industry factors, competition and financial friction. Then we would effectively explain the debt choice in the industry.

Key words: monetary policy; financial accelerator effect; industry; enterprise debt

一、引言

政策择优供给以优化行业企业的资金配置, 是目前中国经济的重点工作之一。2008年爆发金融危机,

收稿日期: 2017-06-02

基金项目: 国家社会科学基金重点项目“企业环境资源与价值报告研究”(14AGL011); 中国博士后科学基金第59批面上项目“‘金融加速效应’与行业企业债务管理”(2016M591369); 浙江省自然科学基金一般项目“新兴产业发展中的‘金融加速器’与行业企业债务选择的对策研究”(LY16G020002)

作者简介: 马文超, 男, 副教授, 会计学博士, 主要从事公司财务和环境会计研究; 周守华, 男, 教授, 博士生导师, 会计学博士, 主要从事会计理论、环境会计和公司财务与会计研究。

面对冲击,各国都在加大科技创新投入,加速新兴产业布局,寻求新的经济增长点。中国作为世界第二大经济体,产业结构的调整和升级将带来经济发展、资源节约等多重红利。2010年10月国务院通过《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》(国发〔2010〕32号),2012年7月国务院印发《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》(国发〔2012〕28号),立足中国现阶段科技基础、产业现状,将“节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业”规划为当前阶段重点发展的战略性新兴产业,并通过财政、金融、税收等多方面政策给予扶持。特别是,2016年12月14日至16日,中央经济工作会议在深刻分析国际国内经济形势基础上,指出2017年经济工作的一个重要方面就是要求继续深入推进去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板这“三去一降一补”五大任务,其中如何围绕部分产业行业产能过剩“去杠杆、降成本”,需要就财政、金融等方面的政策效率予以进一步提升。

研究产业行业的融资效率问题具有重要的现实价值,但实证考察中国特定行业的企业融资的文献还不充分。就具体行业的融资效率而言,近年来的经验证据显示,间接融资驱动不足、直接融资急需发展、金融支持体系有待构建^[1-2]。而且有学者发现,产业政策整体上会指导性地影响公司的融资行为,但是受产业政策支持的公司其配股、可转债和银行借款等融资规模并不比其他公司高^[3]。特别是龚强等(2014)^[4]发现,银行和金融市场在不同经济发展阶段对产业发展的作用不同,与产业成熟度相伴的技术和产品特征会引起银行和金融市场给予产业企业不同的金融支持。虽然在现有产权制度与所有制关系下市场化的资金配置显现出一定的效率,但是新凯恩斯主义对于金融市场摩擦的考察表明,短期内实施有效的资金配置,还需系统关注微观层面企业和银行的资金配置,以及宏观层面货币政策等的传导问题。

然而,行业企业融资效率研究的主题较多且内容分散,逐一考察将难以得到对行业企业债务选择的深入理解。所以,我们缩小了调研范围。首先,把重点放在资本结构的行业经验证据上。资本结构研究的重点之一是分析和检验企业债务选择的动机和后果。其中,行业竞争特征研究发现,经营者一般具有将股票价格最大化的动机,通过杠杆的选择来改变股利等的支付,从而影响均衡产品的市场战略。相关研究为我们提供了行业企业债务选择的直接证据。其次,重点关注货币政策传导机制方面的相关证据。在货币政策传导机制研究中,信用渠道的经验证据表明货币政策变更引起资金供给的变化,当企业所面对的资金供给渠道比较单一(例如证券市场不够发达),银行业会对授信企业索取额外的价格,这导致政策变更与企业债务融资之间发生系统性关联,而且额外成本(额外价格)的影响在政策紧缩与宽松时期存在差异。相关研究中银行业结构、银行治理、银企关系,均可能对企业债务选择产生影响。特别是,考虑行业企业债务选择时,这些金融特征对于特定行业的企业的影响可能存在差异。在政策传导机制的相关证据中,行业的要素特征差异同样会引起行业企业产出方面的非对称性政策效应,因此,行业要素特征在行业企业债务选择中也值得关注。最后,特别关注了产业行业发展方面的中国理论解释。行业企业债务问题研究正是对我国产业发展中资金配置效率关注的具体化,在产业发展的“潮涌现象”解读中,由于发展中国家的发展往往沿着发达国家的路径滞后行进,导致对于新兴产业行业的前景预期趋同,企业、银行、地方政府会针对特定行业的资金投入“集中加码”。其中,货币政策(信贷政策)、产业政策落地时金融中介和地方政府的行为方式与发达国家显著不同,因此,进一步考察高度集中的具有“政府影响力”的金融体系尤其必要。

尽管以上范围的调研排除了很多文献,但是仍然存在大量的相关文献。为了突出本文所界定研究框架的合理性和有效性,我们主要考虑了以新古典及新凯恩斯主义为基础的文献,围绕“企业在产品市场竞争中的战略选择”“特定行业的企业所面对的异质性金融中介”“面向不同行业的差异化政策支持”等,这样我们自然地形成了行业债务分析的“行业竞争特征——行业金融特征——行业政策特征”这一主线。当然,考虑到决策或管理的可行性,我们的文献分析主要以“行业企业债务选择由什么决定”为基础。考虑行业企业债务选择的影响因素,以及政策冲击下行业竞争、行业金融和行业要素特征的干扰或加速效应,我们形成了一个“基于政策冲击的行业企业债务管理概念框架”。

该框架涉及了已有行业企业金融问题探索中的一些共识,如加速推进经济发展步入新常态;产业政策

的率先升级要求;关注人力、知识、技术资本将成为政策目标、手段、工作机制等的重心;横向的产业政策和竞争政策应该被优先考虑等^[5]。关注行业企业的债务融资状况及影响因素,是考察“政策升级后果(各类资本的行业配置状况和竞争性程度)”的有效途径。就行业债务融资与政策冲击而言:(1)基于MM的“权衡理论”分析,行业企业的债务水平应该处于“稳态”之下,但是存在外部冲击时,冲击路径上的市场摩擦会显著影响冲击的效应,因此,必须关注债务选择的相关机制和政策;(2)行业企业的债务选择,存在行业竞争特征解释,同时也与行业金融特征有关。特别是,政策的非对称性行业产出效应取决于行业要素特征。在考察债务选择时必须研究已有理论解释在外部冲击下的呈现方式,即政策传导机制的行业表现方式;(3)围绕“金融加速器”的作用机理,可以有效甄别行业企业债务选择的宏观与微观影响因素。市场摩擦会放大面向银行的企业外部融资成本,货币政策等变化时信用渠道下的行业特征因子会引起行业金融加速效应。这些将为今后从资金供给角度考察行业企业债务选择提供较为完整的逻辑指引。

二、行业企业债务选择的微观动机

公司金融的现代理论从1958年莫迪利亚尼和米勒发表的《资本成本、公司融资和投资理论》开始,他们通过指出在哪些情况下资本结构将不再合理,从而指明理论拓展的可能方向。随后以税收为基础的研究,以代理成本、非对称信息、产品/投入市场相互作用和公司控制动机为基础的研究,分别考察了影响资本结构的不同因素。除了已经得到充分研究的税收因素,按照哈里斯和拉维1991年的研究结论^[6],梳理以信息、激励和契约经济学为基础的文献,可将资本结构的选择动机分为四类:一是考虑到对公司资源具有不同索取权的利益主体(包括经营者)之间的冲突,关注资金产权性质引起的代理冲突所带来的影响;二是考虑到资本市场的私有信息传递有助于缓解逆向选择问题,关注有助于降低此类信息不对称的债务配置;三是考虑到产品/投入市场中的竞争,关注负债对于产业行业竞争的可能影响;四是考虑到影响公司控制权争夺的结果,探讨负债对并购及重组的重要性。这些研究总体上认为,财务杠杆随固定资产、非债务税盾、成长机会和经营者持股的增加而上升,随不确定性、广告支出、研发支出、破产概率、并购概率、盈利能力 and 产品独特性的增大而下降。

行业企业融资问题集中体现于行业企业债务水平。从世界范围看,企业的债务持有具有显著的行业模式^[7-8]。在发达国家,某些行业以较高的债权比率为特征,^①按照“产品/投入市场相互作用”(即“行业竞争特征”)的解释,产品市场中的竞争战略、产品或投入的特征均对融资决策产生影响,相关结论可以合理预测行业企业的债务特征^[9-11]。在中国,企业在产品市场上的行为同样影响其债务选择^[12-13]。特别是,不同行业内公司之间的资本结构差异程度极大,如仪器仪表及文化办公用机械制造业、交通运输辅助业、水上运输业、酒精及饮料酒制造业等行业的差异程度较大,而土木工程建筑业、食品饮料烟草和家庭用品批发业、农林牧渔服务业、商业经纪与代理业等行业差异较小^[14]。行业竞争特征分析的结论之一是债务选择会影响企业的竞争战略。由于“杠杆的增加诱使股东采用风险较大的策略”^[15]，“卖方寡头采用攻击性的产品政策会导致风险增加,为了保证在随后的古诺博弈中仍采用攻击性的策略,公司会选择正的债务水平以降低股东的风险”^[9]。在古诺卖方寡头模型中,因为高产量会使竞争对手减少产量,公司具有保持较高产量的动力,杠杆提供了一种动力,使得公司在古诺卖方寡头竞争中保持着更多的产品生产。就行业整体的杠杆水平而言,竞争压力可能会消减企业的市场力量和利润,导致企业更难获得债务融资。不过,行业竞争也可能降低投资者面向行业的代理成本,使企业的债务融资更加容易。^②行业竞争特征分析的结论之二是

①例如制药、仪器、电器和食品行业的杠杆较低,而造纸、纺织、矿业、钢铁、航空和水泥等行业的杠杆较高,特别是,受管制的电话、电力和燃气公用事业及航空等行业的杠杆最高。

②按照国内外研究者的分析,当产品市场竞争水平较高时,具有相似需求和成本条件的竞争者大量存在,有助于投资者对代理问题的了解^[16]。其中,竞争者绩效所反映出来的信息,有助于投资者评估企业所处的市场环境。这可以减少代理成本,有助于行业企业债务融资。

债务影响企业与客户或供应商之间的关系。从客户角度看,产品为非耐用品或由多家企业生产的企业其债务较多^[17]。由于公司的清算可能会将成本强加给客户,比如不能获得产品、服务或职位,这些成本进而会以产品降价的方式转移给股东,所以,股东只愿意在清算净利超过加在客户身上的成本时采用清算。而公司面临破产时债权人总是希望进行清算,债务成为一个“启动装置”。因此,对于生产独特的或耐用性商品的企业,相对那些生产非耐用性商品或由多家企业生产产品的企业,停业所施加于客户的成本更高,股东为了避免损失会选择较低的债务水平。从供应者的角度看,高度联合的公司或雇员技能具有较高转移性的公司其债务水平较高。债务有助于加强股东与其他要素投入者在交易中的谈判地位,债权人承担谈判失败的大部分费用,却只能从谈判成功中获得一小部分利润,因此,债权人在一定程度上向股东提供了“与供应者谈判失败”的保险。显然,债务的增加提高了这种保险的程度,从而加大了股东与供应者谈判的威力。当公司谋求讨价还价能力的提升或扩大面向市场选择雇员的余地时,鉴于债务的“保险功能”,其应该会选择更多的债务。最终,影响谈判能力的联合程度、员工技能的可转换性均会影响企业的债务选择。

行业企业债务差异还取决于行业企业所面对的资本运营环境。其中,金融中介显著影响着企业的资本组合特征及债务水平。商业银行和其他金融机构的“定性资产置换”功能在美国和其他发达国家以及发展中国家的作用存在较大差异^[18]。差异分析中,存在交易成本解释,同时存在大量信息不对称的解释^[19-20]。交易成本及信息摩擦会限制商业银行对特定贷款所对应的个别风险进行完全分散的能力;同时这些摩擦也会限制借款者从多元化的银行业获得资金的能力。^①关键在于,商业银行会基于“风险调整的资产回报(RAROC)”确定贷款利率。依 RAROC 框架,银行贷款的价格往往取决于企业的预期损失(包含上文基于“行业竞争特征”的解释)、不可分散的与整体经济相关的企业借款预期业绩波动的风险、银行不能充分多元化引起的贷款预期业绩波动的风险^[11]。对于行业企业的债务选择,后两种风险往往取决于不同行业的成长性和银行业结构的合理性,这些方面均会引起银行面向不同行业企业贷款的差异。就行业的成长性而言,行业业绩对于整体经济的敏感性越高,银行对其中企业的贷款会收取较高的系统性风险溢价;同时,某些行业特征会增加行业内企业预期损失的相关性,导致银行收取较高的系统性风险溢价。对于后一种情况,当一个行业的经济状况较差时,其中企业破产的可能性均会上升^[22]。同时,分析表明行业的健康状况一定程度上决定着企业资产流动性带来的价值^[23]。^②显然,当银行向特定行业贷款时,若行业内企业预期损失的相关性较高,新增贷款给银行带来的便是系统性的贷款组合业绩,银行会对该行业企业的新增贷款收取一个较高的不可分散的系统性风险溢价。就银行业结构而言,银行收取的与行业特征(如成长性)相关的不可分散风险的溢价,往往又取决于银行业面向不同行业多元化配置资产的能力。银行业原本可采用的风险规避方法很多,如替代性的贷款战略、信用违约互换(CDS)、银团贷款等。然而,较差的银行业结构可能会阻碍银行面向行业进行充分的多元化。例如,银行放款时需要充分掌握借款企业的私有信息,但银企之间存在信息不对称,将引起道德风险问题,进而导致多元化资产配置伴随高额的成本。又如,缺乏行业 and 地区方面的专业知识,使得银行投放贷款时对企业类别的甄选受到限制。因此,银行针对行业企业完全进行多元化的资产配置是困难的。特别是,银行的股权性质、股权结构和银行业结构等^③(行业企业所面对的金融中介特征,即行业金融特征),会影响其贷款集中度和不良贷款率^[24],此类影响自然决定银行面向不同行业企业的贷款。

中国拥有高度集中的具有“政府影响力”的金融体系。理论上,一个有效的金融体系必须把有限的金融资源配置到经济体中回报率最高的产业或产业中最有企业家才能又无道德风险的企业家手中。源于政治上的“中心-依赖”^[25]⁷³,或囿于经济上的“利益集团”^[26],中国选择了银行配套经济发展的模式,金融市场仍以银行体系为主。首先,中国政府在计划经济的金融体系下,尽力控制着超速发展的市场经济。其次,

^①虽然借款人可以通过转向多个多元化的贷款人获益,但是文献表明这几乎难以实现^[21]。

^②由于潜在购买者数量的下降,衰退行业中的企业其流动资产的出售会比较缓慢,而且成交量较低,这会引起同期同一行业企业在经营失败时损失的相关程度大幅增加。

^③具体而言,如银行的控股股东是否为国有、银行大股东的控股能力、特定银行的行业垄断程度等。

中国的金融体系近于垄断,银行出于政治目的向特定行业企业提供足额的资金、便捷的贷款审批,且政府在人事决策上通常保留着影响力^[27]。显然,垄断性的金融中介使得产业政策、信贷政策的落地变得更加有效而充分。因此,在分析行业企业的债务时,对金融中介行为的考察显得尤其必要。

三、宏观视角下的企业债务选择

与“鲁滨逊·克鲁索一人经济体”的分析不同,凯恩斯主义经济学对真实世界的市场制度、组织等约束条件进行了具体的剖析,例如货币合约、法律体系、金融市场、货币利率、预期、粘性工资和价格,等等。这对我们生活其中的真实世界或经济社会提供了简单明确、直截了当的解释。特别是,新凯恩斯主义认为,名义变量的波动(譬如货币供应量)会左右真实经济变量(譬如产出和就业)的波动;理解经济整体波动的关键在于理解真实市场的不完全性(譬如不完全竞争、不完全信息、相对价格的粘性等)。基于“不对称信息”理论,研究者关注了存在“不确定性”“预期”和“面向未来的决策行为”时货币对于现在和未来、微观和宏观的链接作用。在 Kiyotaki 和 Moore (1997)^[28] 提出的均衡模型中,受约束企业往往对其约束充分利用(借款达到限制的边界),基于顺周期的抵押物价值来实施借贷,形成顺周期的债务水平。Korajczyk 和 Levy (2003)^[29] 发现,宏观经济条件对资本结构具有显著的影响,不受财务约束的样本其目标杠杆呈现反周期变化,而受约束样本则呈顺周期变化。依据权益市场价值波动,研究者分析和验证了企业的“市场择机”行为对债务融资的影响^[30]。同期,也有研究者围绕融资优序理论对企业顺周期债务发行进行了分析和验证。

“新凯恩斯主义”提出了“信用渠道”下的贷款渠道和资产负债表渠道概念,使得货币政策的短期影响得到了合理的解释和预测^[31-33]。在宏观代理问题的考察中,“信贷市场状况”和“企业资产负债表”这些内生性因素使得货币政策操作呈现出显著的“非中性”^[34]。例如, Bernanke (1983)^[35] 指出,1930-1933年的金融危机,除了经由货币供应量渠道影响总体经济之外,它还大幅降低金融服务的质量,尤其是信用中介或信用融通的质量,从而进一步加剧总体经济的衰退。其中,银行和债务危机严重破坏了金融体系的正常运转,从而提高了贷款者和某些借款者之间的信用融通成本;而信用融通成本上升与总体经济活动之间关系密切。又如, Gertler 和 Gilchrist (1994)^[36] 发现,债务市场摩擦会对企业的借款能力产生影响。他们考察了紧缩的货币政策如何影响大、小制造业企业的存货和短期借款,发现非预期的现金流下降会导致大企业的短期借款增加,货币的紧缩对大企业的影响较小;然而,由于受到更多的信贷限制,小企业主要通过消减存货维持运营,对银行依赖较大的小企业受到了较大的影响。特别是, Leary (2009)^[37] 研究发现,相对于大企业或对银行依赖较少的企业,小企业或银行依赖较大的企业,其负债水平随着正向(负向)的信贷供给冲击而上升(降低),而且这一变化与长期债务的可得性有关。在中国,利率管制背景下的货币政策传导机制研究表明,基于 IS-LM 的“货币渠道”运转并不顺畅^[38-39]。然而,与信用渠道相关的经验证据表明,信贷政策冲击下信用渠道相关变量存在显著变化^[40]。①

就政策冲击而言,“金融加速器”机制影响着企业的资本组合。货币政策、信贷政策的变化(工具变量)影响到货币量的供给和利率水平(中介变量),进而影响“金融中介”和“企业”的各类资产的组合和估值,以及各类债务的组合变化,②这种变化从供给角度决定着企业的债务水平及投资^[42]。但是新古典经济学强调,货币政策决策者通过改变利率来左右资金成本,从而改变经济体系对耐用品或投资品的支出,诸如固定资产投资、房地产投资、企业存货和耐用消费品的支出,总需求的变动转而影响产出水平。Bernanke 和 Gertler (1995)^[43] 认为,相关逻辑与已有的经验证据并不相符,来自总需求之“利率敏感”部分的证据不足。例如,滞后的产出、销售和现金流,对支出的影响最大,只有在很少情况下,资金成本才对支出产生影响。考

①马文超和胡思玥(2012)^[41]考察了最近一个商业周期下政策变更的融资效应,结论与信用渠道下融资约束会引起政策的非对称效应相一致。

②这种政策传导的过程主要表现为资产负债表渠道和贷款渠道,前者指企业的资产负债情况对其投资和经营的影响;后者指金融中介的资产负债状况对企业活动的影响。

考虑到货币政策应当对短期利率具有重大影响,相对而言,对长期利率,特别是对真实长期利率的影响应该很小;同时,货币政策对长期资产的购买行为具有非常大的影响,比如对房屋或生产设备的购买。传统理论难以自圆其说,研究者便从“信用市场的不完全信息和其他摩擦因素”解释货币政策的效力。如上,资产负债表渠道和贷款渠道分别关注了企业、银行财务约束引起的对“利率效应或资金成本效应”的放大情况。信用市场的不完全性,使得贷款者获得的预期收益与借款者支付的成本出现差距。同时,货币政策提高或降低公开市场利率,将向同方向影响外部融资额外成本。显然,该影响因政策而变化,由于信息不对称和依规模而改变的外部融资溢价,经过金融中介和企业的逐次传导,外部冲击(在经济下行期)往往呈现加速趋势,即金融加速器机制^[44],呈现为金融加速效应。

少数货币政策行业产出效应研究发现金融加速器机制可以解释行业同期差异及不同商业周期的非对称性。如,欧元区的证据表明,债务到期结构、利息保证倍数、杠杆率、规模等财务结构指标发挥作用,部分解释了经济上行期与下行期的非对称性^[45];又如,中国的经验证据表明,银行信贷依赖程度、营运资本、杠杆率、规模等显著影响各个行业的货币政策效应^[46];再如,美国的证据则显示,货币政策对不同行业企业的不同影响受到资产负债表特征,特别是规模的干扰(大企业可以减轻政策效应,而小企业由于对额外融资成本比较敏感受政策影响显著),且营运资本、短期债务比率、杠杆率等信用渠道相关变量均存在显著作用^[47]。特别是,部分研究发现,当行业具有不同的资本、技术和劳动等(即“行业要素特征”)时,其货币政策的产出效应不同。如,Jansen等(2013)^[47]发现,耐用品制造业、零售、建筑业、交通运输等行业受到货币政策的影响较小。又如,戴金平和金永军(2006)^[48]分析表明,当行业为劳动密集型时,货币政策对行业作用程度随着资本密集程度的增加而增强。再如,吉红云和干杏娣(2014)^[49]的证据显示,中国的货币政策对第二产业内部不同要素密集的行业存在不同程度的影响,资本密集型行业受货币政策影响最大。然而,关注产出效应的相关研究未对行业金融加速效应在信用渠道各个环节(金融中介、企业)的具体表现进行完整、充分的经验考察,也未进行行业视角的融资分析。

发展中国家的新兴产业发展呈现“潮涌现象”。对于一个处于快速发展阶段的发展中国家,在产业升级时,企业所要投资的是技术成熟、产品市场已经存在、处于世界产业链内部的产业,企业很容易对新兴、有前景的产业产生共识,投资上容易出现“潮涌现象”(未遵循企业自身的比较优势)^[50]。其中,政府(特别是地方政府)、银行的助推作用尤其明显,即政策制定者和执行者也可能存在“潮涌现象”行为。不过,随着中国经济进入新常态以及新工业革命的孕育和兴起,政府实施的以直接干预市场、替代市场和限制竞争为特征的选择性产业政策必然会转向以增进市场机能、扩展市场作用范围和补充市场不足为特征的功能型产业政策^[5]。但是,已有研究对于行业企业潮涌现象下“金融中介”“金融加速器”和“政府影响力”等产业资金配置的必要条件并未予以充分考察。那么,金融机构在“羊群行为”下是否会给予行业企业金融支持?金融加速效应是否会放大面向行业企业的资金供给或需求?政府的影响是否也会导致供给失效?

四、基于政策冲击的概念框架

已有研究分别关注了行业企业债务选择的行业竞争特征解释,金融中介对于公司金融的作用,中国特有的金融体系及作用,金融加速器对于经济体投融资的影响,货币政策的行业产出效应,新兴产业发展中的投融资等问题。但是已有研究还处于以下状况:(1)未对“行业竞争特征”“行业金融特征”二者在政策冲击下的行业融资效应进行分析和检验;(2)未从行业企业融资角度考察“行业要素特征”对政策非对称效应的影响;(3)未有文献从产业发展的视角考察“金融加速器”机制的实现形式;(4)处于经典理论的分步检验或整体理论的初步构建阶段,例如,信贷政策与资本结构关系的检验、“潮涌现象”的解释,均难以以为行业企业债务管理提供充分的建议。归纳我国行业融资、金融支持、产业发展中的重点问题,梳理已有行业债务、金融中介和政策传导方面的文献,我们发现对于行业企业债务融资效率的考察会成为未来研究的方向之一。依图1的概念框架,未来的研究可以选取特定产业行业的企业债务(即行业企业债务)进行观测,分析和检验逆周期操作的政策在影响行业企业融资时的“金融加速效应”;对影响政策传导的行业

特征(含行业要素特征、行业竞争特征、行业金融特征)等行业加速因子进行甄别,并提供微观证据;可以尝试构建合理解释发展中国家“潮涌现象”的“行业金融加速器”机制,以提出行业企业债务管理建议。

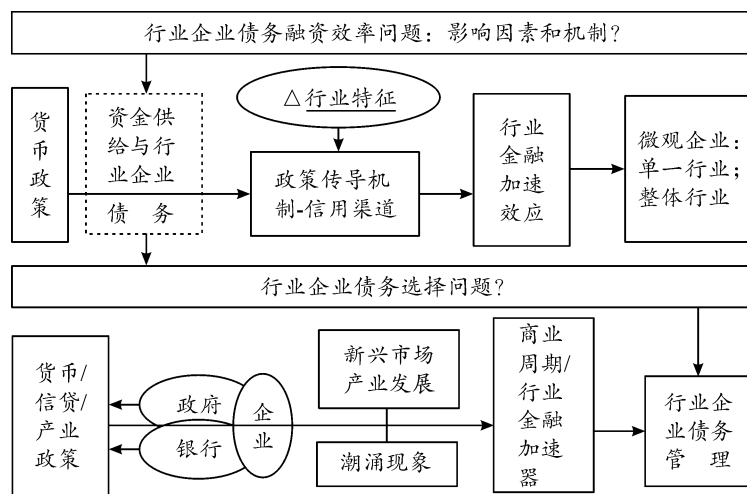


图1 基于政策冲击的行业企业债务管理概念框架

就货币政策的企业债务融资效应而言,在货币政策变更时,信息不对称及企业规模不同会引起企业的外部融资溢价出现差异,特别是商业银行的资金来源受限而关注其资产配置的风险时,不同企业的信贷约束将完全不同。这使得企业所面临的货币政策冲击与基于利率变化而实施的债务调整完全不同,即信用渠道解释相对货币渠道解释更具合理性。当观测集中到行业融资问题时,这种信用渠道下的金融加速效应将呈现出行业特征,即行业金融加速效应。由于不同行业的要素结构不同,货币政策冲击下资本要素的价格变化及行业流动将引起不同行业利润及预期的不同,将对商业银行的行业信贷资产配置产生影响;由于不同行业的产业集聚程度和企业竞争水平存在差异,各行业企业的债务选择战略将各不相同,同时,企业竞争水平所带来的信息传递效应大小也会存在差异,进而影响银行的风险管理和信贷资产配置;由于商业银行在风险管理中寻求资产的多元化配置,与其行业信贷风险相关的行业成长性、行业与整体经济的同步性,以及银行业结构和该银行治理机构的合理性,均会影响到企业的债务融资。当以上三个方面的诸多因子存在于信用渠道时,以往的金融加速效应自然存在、也需要给予新的表征,即行业金融加速效应。

就货币政策实践而言,宏观政策中引导和促进产业转型与升级的产业政策将影响行业企业的债务选择,而货币政策,特别是信贷政策在其中发挥着关键作用。中国拥有高度集中的具有政府影响力的金融体系,且选择了银行配套经济发展的模式,金融市场仍以银行体系为主。在该背景下,产业政策的落地除了依靠财政政策外主要依赖于行业信贷,包括针对行业企业的货币政策工具(如差异化的利率、不同的政策性金融机构的存款准备金率等)定向调整。在政策冲击下,至少存在两个方面的行业企业债务融资效应:一是如上所述的产业政策对新兴产业的支持将呈现为以商业银行为操作主体的行业金融加速器机制。二是产业政策自身所具有的“信号发布”功能使得已有的行业金融加速效应具有了新的特征。当政府通过产业政策明示了哪些行业企业具有良好的前景预期之后,商业银行在行业资产风险管理中进行“信号甄别”将变得更加容易,相关行业企业的资产估值、债务定价将更为准确。随着政策支持行业企业信贷约束的降低、产出的增加,之后的信贷资金供给将更为宽松,即呈现出一种基于“政府信号”的金融加速器机制。与此同时,企业基于前景预期的债务资金需求也可能增加。最后,这种新的特征可能会伴随多主体的“潮涌显现”,影响到行业企业的债务管理。

需要指出的是,由于货币政策的逆周期操作特征,以及已有证据显示其效应的非对称性^[41],那么在货币政策紧缩期和宽松期的行业金融加速器的作用自然会存在差异。以下就图1框架中行业特征的内在逻辑、多主体互动的背景和各行业特征在政策变更时的作用予以具体分析。

（一）学理基础

图1的概念框架源于对新古典、新凯恩斯和制度经济分析的综合。已有资本结构的微观研究基于MM理论主要在新凯恩斯主义和制度经济视角下关注市场摩擦、不完全合约的相关问题,考察了信息不对称、代理成本等在资本结构选择中的影响;也有研究在新凯恩斯主义视角下考察了信息不对称时的货币政策传导机制问题;另有研究在新古典均衡视角下考察了“产品/投入市场相互作用”对于债务选择的影响。如何给予整合、提炼和论证,需要一个基础性的理论逻辑。

基于新古典经济分析中的“各厂商依据‘最低成本法则’确定生产要素的需求”原则,政策冲击下“替代法则”得以呈现——当一种投入要素价格上升而其他投入要素价格不变时,更多地使用其他要素以代替那个价格上升的要素,企业将会从中获利;按照马歇尔的分析,“就生产者的知识和经营能力所及,他们在每一种情况下都会选择那些与自己的经营目标联系最紧密的生产要素”^[51]。因此,考察政策冲击下具有要素配置差异的行业金融问题,有助于发现资本、劳动力、技术配置的现实路径和动机。以上表明,政策冲击下要素价格变动决定要素的流动,行业金融、竞争特征内生于行业要素特征,那么,行业企业面对的金融摩擦、行业企业进行的合理竞争,两者之间存在天然的关联。就新凯恩斯主义视角而言,该判断源于风险调整的资产定价模型(RAROC),即银行业按照企业的“预期损失”“银行不能充分多元化而引起的企业贷款预期业绩的波动风险”“企业不可分散的与整体经济相关的贷款预期业绩的波动风险”等进行债务定价决策。该决策会引起银行业在资金配置时特别关注行业内竞争、行业成长性或单一行业对整体经济的敏感性,且关注的程度取决于放贷银行的自身治理、竞争压力、业务多元化等特征。因此,考察政策冲击下的行业金融问题还需就行业要素特征之外的行业金融、行业竞争给予深入论证。以上表明,政策冲击下要素价格的变动,还会受到行业金融或银行业特征这些体制性因素的约束。在此约束之下,要素价格变动才会引起行业要素、行业竞争的调整,进而引起行业企业债务的变动。该逻辑正是新凯恩斯主义所指出的,即“金融市场摩擦会引起政策传导偏离新古典均衡分析所指出的路径”。显然,政策冲击下要素价格变动会引起要素的流动,且行业金融、行业竞争均是内生的;不过,银行业结构的稳定性或外生性又使得行业金融成为较为突出的政策传导环节。

最后,结合中国“混合经济”特征下我国“强政府”“重干预”的特点,考虑多项政策在促进产业发展时配套实施的背景,图1的概念框架将有效扩展产业发展的“潮涌现象”解释。

（二）制度背景

考虑到新凯恩斯主义对于名义货币量、前景预期等现实问题的关注,我们需要综合理解行业前景预期下政府引导、银行助推、企业盲从引起的“潮涌现象”中资金供求的变动。^①该问题的解决将有助于界定产业发展中企业选择债务的制度背景,也是发展中国家的特有难题。如何进行理论(探索)拓展,需要开展进一步的分析性研究。在“IS-LM”理论框架下,结合“CC-LM”分析,^②同时纳入RAROC下“‘企业不可分散的与整体经济相关的贷款预期业绩的波动风险’引起的行业企业债务定价”分析,我们认为可以连续观测“潮涌现象”下的“行业前景预期”变量,采用比较静态分析方法预测行业“货币”供给与需求的调整方向,进而初步判断信贷政策(货币政策)引起的供给变动和行业企业的债务需求变化。中国人民银行对“信贷政策”的说明中提出,信贷政策是宏观经济政策的重要组成部分,是中国人民银行根据国家宏观调控和产业政策要求,对金融机构信贷总量和投向实施引导、调控和监督,促使信贷投向不断优化,实现信贷资金优

^①马文超(2012)在分析中小企业和大企业融资差异时,基于“潮涌现象”解释,论证了政府、银行和企业的行为方式及其对企业资本结构的影响^[52]。

^②在Bernanke和Blinder(1988)^[32]的分析中,贷款和其他各种消费市场信用产品完美替代的预设被舍弃,假定存在货币、债券和贷款三种资产。结合源自信用的交易需求,将贷款需求定义为由贷款利率、债券利率和经济产出共同决定的变量;结合银行资产配置行为的约束条件,将贷款供给定义为由贷款利率、债券利率、存款和法定(及超额)准备所决定的变量。基于LM线界定存款供给与需求,采用IS线界定产品市场,最后的产品市场方程式表明,在货币需求的波动比较大时,致力于稳定信用量的货币政策(如银行的法定或超额准备金调整)优于致力于稳定货币量的货币政策。

化配置并促进经济结构调整的重要手段。^①考虑到这一体制背景,政府为了支持新兴行业会在前景预期明确的状态下启动信贷政策给予金融支持。在行业信贷需求 d 保持不变时,由于行业前景预期的影响,行业信贷供给将由 s 增加为 s' ,同时均衡的利率将由 r_1 下调为 r_2 ,最终行业企业的信贷需求会在较低的成本下得到更为宽松的信贷供给量的满足。这也得到了已有证据的支持,如研究发现,我国企业的债务,特别是长期银行债显著受到信贷规模或信贷政策松紧的影响^[40]。那么,企业的资金需求是否会受到所处行业前景预期的影响?信用渠道下信贷资金供给与企业融资决策的关系,是否会受到行业前景预期的强化?结合以上我国现实背景的描述和林毅夫等(2010)^[50]的分析,行业前景预期不仅通过国家政府影响信贷资金的总量供给而且也会影响到企业决策的激进程度。在行业信贷供给 s' 保持不变时,由于行业前景预期的影响,行业企业的信贷需求将由 d 增加为 d' ,同时均衡的利率将由 r_2 上调为 r_3 ,最终,扩大的行业企业信贷需求量会在合理的成本(r_3)下得到适度的信贷供给量(q^*)的满足。

(三) 行业金融特征

在图1框架中行业金融特征的考察可能尤其关键。在分析货币政策效应时,研究发现,中国垄断型银行业结构和替代性金融产品的缺乏导致货币政策效应不明显^[53]。然而,银行资本约束可以改变货币政策的传导路径,提升政策效果^[54]。正如 Stiglitz 和 Weiss(1981)^[31]、Bernanke 等(1999)^[44]的分析,非“完美信息世界”的商业银行为利润最大化将抬升企业的外部融资额外成本,银行业结构、银行治理结构、银行股权性质、银企关系将对银行的资产配置产生影响。此时,如 Amiran 等(2017)^[11]所指出,商业银行会基于风险调整的资产回报(RAROC)确定贷款利率,来自行业企业竞争的风险、特定行业相对整体经济的个别风险、特定行业面临的系统性风险均会影响企业的债务定价。然而,这些定价的前提是“面向行业企业的银行业的资产多元化”,即“银行充分多元化降低企业贷款预期业绩的波动”之后的行业企业债务定价问题。如果银行业市场化程度较高,结构合理、治理规范、股权明晰、银企关系健康,那么对“行业竞争及要素配置”的解释可能会有效回答特定政策冲击下的企业债务融资水平。如,银行业竞争使得经由银行贷款渠道的货币政策传导减弱^[55];又如,中国银行业市场化的深入使得基于银行贷款渠道的货币政策传导减弱,而且对于那些规模大、盈利高、资本化程度高的银行尤其明显^[56]。然而,中国拥有高度集中的具有“政府影响力”的金融体系,银行业的市场化水平仍然较低。^②因此,对于行业金融特征的关注显得尤其必要。我们认为来自行业要素特征和竞争特征的“行业金融加速效应”会由于行业企业所面对的金融中介差异而进一步扩大。在政策冲击依“要素”价格、“竞争”利润影响行业企业债务时,行业企业面对的金融特征将成为显著的加速因子。

(四) 行业要素及竞争特征

在图1中,论证“行业要素特征”“行业竞争特征”在行业金融加速器运行过程中的作用,是甄别影响行业企业债务选择因素的基础性工作。

以“货币政策的非对称性行业产出效应”研究为基础,分析“行业要素特征”引起的行业企业债务差异,关注行业要素(资本、人力、技术等)密集度、企业价值计量、企业资产负债配置之间的关系。我们认为,基于不同行业厂商的“资本”同偏好假说,政策冲击引起资本需求同步变化,而劳动力的相对需求也随之变化,进而引起要素密集度不同的行业企业产出及估值出现差异。此时,在信用渠道下,不同行业企业的债务融资将不同;此外,基于传统的货币渠道理论,对于劳动密集型行业,当行业资本比较密集时,货币政策变更引起利率变化,企业已有债务的成本将显著变化^[57],行业企业相关风险和估值的变化会引起银行信贷供给的调整。

^①现阶段,我国的产业政策具有强烈的管制性特征和浓厚的计划经济色彩,是典型的选择性产业政策,政府与市场的关系主要表现为政府直接干预与替代市场^[8]。直接干预中对信贷、土地等资源的审批,会影响金融政策和财政政策的运用。同时,采用间接引导手段,启动经济杠杆进行管理,包括货币政策与财政政策等。以上产业政策的计划性和对其他宏观政策的影响,将会集中地体现于银行的信贷。

^②一个被研究者普遍接受的经验证据是,银企关联会显著决定资金的行业配置。

以“产品/投入市场相互作用”的经典资本结构理论解释为基础,分析“资产负债表渠道”下,政策冲击、行业企业竞争程度、行业企业价值变动趋势、资产负债配置之间的关系。我们认为,行业竞争的利润破坏效应会减少可保证收入,使借款人无法获得融资。如果该关系成立,即存在利润破坏这一加速因子,那么在货币政策紧缩时银行对“产品市场竞争激烈的行业”企业的估值相对个体企业的估值将进一步下调,相关的信贷配给行为会更严重,导致相关行业企业的债务融资下调较多。就其经济逻辑而言:当行业为垄断的市场结构时,行业的经济利润很高,资本价格的变化对厂商的影响相对较小;而当行业为完全竞争的市场结构时,行业长期的经济利润为零,行业对于资本价格的变化敏感性达到最大。但是,基于 Harris 和 Raviv (1990)^[16] 等文献,我们又认为当产品市场竞争水平较高时,具有相似需求和成本条件的竞争者的存在,有助于投资者对于代理问题的掌控。即竞争者绩效所反映出来的信息,有助于投资者评估企业所处的市场环境。这可以减少代理成本,有助于行业企业债务融资。因此,此处研究可能属于经验问题。

五、结 语

目前,我国处于产业转型升级、政策择优供给的关键阶段。特别是,在目前“供给跟不上需求”这一经济实践背景下,“供给侧改革”被提出,其中,从货币政策行业融资效应出发,理论探析“引起产能过剩的金融问题和伴随的金融风险”也成为当务之急。考察行业企业的债务融资及其宏观与微观层面的影响因素,对于资金、资源的行业优化配置现实意义重大。

相关研究的结果和路径显示,资本结构研究需要对政策冲击实施系统的检验。虽然有相关文献提出了宏观经济背景下资本结构选择的逻辑^[29,58],但并非政策传导下的理论解释。也有文献考察了政策冲击的融资效应^[37,40],但更多属于通过事件研究法推断金融中介整体的信贷调整所带来的资金配置差异,并未具体考察货币政策整体冲击引起的资金配置问题。特别是,产业发展中的金融支持及其效率,研究并不充分。另一方面,文献表明货币政策研究急需对行业融资效应进行总体考察。目前,货币政策行业效应研究不足。货币政策产出效应分析中,相关研究涉及融资约束问题,但未对行业企业融资进行论证,缺乏对企业所属行业竞争、金融特征的全面考察。同时,资本结构研究缺乏对行业企业融资的关注。Graham 和 Leary (2011)^[59] 分解资本结构的方差后发现,行业内差异占总差异的44%,而现有变量的解释力只有15%;Amiran 等 (2017)^[11] 的证据显示行业业绩对整体经济业绩的敏感性引起的系统性风险是决定银行对行业企业放贷的关键因素之一。显然,进一步的研究还需要就行业特征所引起的资金配置效果实施系统分析。

未来关注行业企业债务融资的政策影响,尝试将“行业要素特征”“行业竞争特征”“行业金融特征”等分析整合到“金融加速器”机制中,以解释行业企业债务水平。研究关注行业特征对政策效应的影响,考察行业企业债务差异将有助于对上述两个理论问题的解答。研究将存在三个方面的贡献:(1)扩展货币政策传导机制下的金融加速器机制,在已有宏观(含行业)产出和微观财务领域的金融加速效应分析中“行业竞争特征”和“行业要素特征”往往被忽略,未来基于行业特征的“行业金融加速器”机制构造,有助于解答由市场摩擦引起的货币政策行业效应中的非对称问题;(2)补充货币政策行业产出效应的微观证据,Jansen 等 (2013)^[47] 指出,货币政策的行业产出效应众所周知,然而产出效应对于公司资产负债状况的敏感性并未得到有效解读,今后观测行业企业债务是对“行业产出”研究中“资产负债状况”观测的进一步扩展;(3)深化产业发展中的“潮涌现象”解释,林毅夫等 (2010)^[50] 指出,发展中国家产业升级时,企业(包括政府、银行等)对新兴产业前景预期一致,容易出现潮涌现象,今后聚焦货币政策(信贷政策、产业政策)的债务效应,考察行业企业融资中行业特征所带来的集聚问题,将细化潮涌现象的相关理论命题。

最终,从政策传导及相关市场摩擦因素两个方面探索产业发展中行业企业债务水平的决定因素,并提出债务优化的决策建议。相关对策研究,可提高早期行业企业债务选择理论的可操作性,有助于在防范产业发展风险时政府、金融机构和企业三方联动反应。

参考文献:

- [1]熊正德,詹斌,林雪.基于DEA和Logit模型的战略新兴产业金融支持效率[J].系统工程,2011(6):35-40.
- [2]顾海峰.中国战略性新兴产业的业态演进与金融支持[J].证券市场导报,2011(4):60-61.
- [3]李隋,张腾文.产业政策有效性研究——基于公司融资视角[J].财经科学,2015(9):53-63.
- [4]龚强,张一林,林毅夫.产业结构、风险特征与最优金融结构[J].经济研究,2014(4):4-16.
- [5]江飞涛,李晓萍.当前中国产业政策转型的基本逻辑[J].南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学),2015(3):17-24.
- [6]HARRIS M, RAVIV A. The theory of capital structure[J]. The Journal of Finance, 1991, 46(1):297-355.
- [7]BOWEN R M, LANE A D, CHARLES C, et al. Evidence on the existence and determinants of inter-industry differences in leverage[J]. Financial Management, 1982, 11(4):10-20.
- [8]RAJAN R, ZINGALES L. Financial systems, industrial structure, and growth[J]. Oxford Review of Economic Policy, 2001, 17(4):467-482.
- [9]BRANDER J A, LEWIS T R. Oligopoly and financial structure: the limited liability effect[J]. American Economic Review, 1986, 76(5):956-970.
- [10]SARIG O H. The effect of leverage on bargaining with a corporation[J]. Financial Review, 1998, 33(1):1-16.
- [11]AMIRAN D, KALAY A, SADKA G. Industry characteristics, risk premiums, and debt pricing[J]. The Accounting Review, 2017, 92(1):1-27.
- [12]朱武祥,陈寒梅,吴迅.产品市场竞争与财务保守行为——以燕京啤酒为例的分析[J].经济研究,2002(8):28-36.
- [13]刘志彪,姜付秀,卢二坡.资本结构与产品市场竞争强度[J].经济研究,2003(7):60-67.
- [14]姜付秀,刘志彪,李焰.不同行业内公司之间资本结构差异研究——以中国上市公司为例[J].金融研究,2008(5):172-185.
- [15]JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(10):305-360.
- [16]HARRIS M, RAVIV A. Capital structure and the informational role of debt[J]. Journal of Finance, 1990, 45(2):321-349.
- [17]TITMAN S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(1):137-151.
- [18]MOY R L, FABOZZI F J, MODIGLIANI F, et al. Foundations of financial markets and institutions[J]. Journal of Finance, 2002, 49(4):1521.
- [19]LELAND H, PYLE D. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation[J]. Journal of Finance, 1977, 32(2):371-387.
- [20]DIAMOND D W. Reputation acquisition in debt market[J]. Journal of Political Economy, 1989, 97(4):828-862.
- [21]RAJAN R G. Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt[J]. Journal of Financial, 1992, 47(4):1367-1400.
- [22]PAGE S, SWAFFIELD P, TAYLOR A, et al. An overview of the loan market[M]//TAYLOR A, SANSONE A. The Handbook of Loan Syndications and Trading. New York: McGraw-Hill, 2007:1-2.
- [23]SHLEIFER A, VISHNY R W. Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach[J]. The Journal of Finance, 1992, 47(4):1343-1367.
- [24]李维安,曹廷求.股权结构、治理机制与城市银行绩效[J].经济研究,2004(12):4-15.
- [25]林毅夫.中国经济专题[M].北京:北京大学出版社,2008:73-74.
- [26]张杰.中国金融制度的结构与变迁[M].北京:中国人民大学出版社,1998:41-50.
- [27]威廉·L·美金森.公司财务理论[M].刘明辉,译.大连:东北财经大学出版社,2002:428.
- [28]KIYOTAKI N, MOORE J. Credit cycles[J]. The Journal of Political Economy, 1997, 105(2):211-248.
- [29]KORAJCZYK R A, LEVY A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(1):75-109.
- [30]LUCAS D J, MCDONALD R L. Equity issues and stock price dynamics[J]. The Journal of Finance, 1990, 45(4):1019-1045.
- [31]STIGLITZ J E, WEISS A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. American Economic Review, 1981, 71(3):393-410.
- [32]BERNANKE B, BLINDER A. Credit, money and aggregate demand[J]. American Economic Review, 1988, 78(2):435-439.

- [33] LIU C, MINFORD P. How important is the credit channel? An empirical study of the US banking crisis[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2014, 41(4): 119-134.
- [34] DELLI GATTI D, DESIDERIO S. Monetary policy experiments in an agent-based model with financial frictions[J]. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 2015, 10(2): 265-286.
- [35] BERNANKE B S. Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1983, 98(1): 85-107.
- [36] GERTLER M, GILCHRIST S. Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(2): 309-340.
- [37] LEARY M T. Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(3): 1143-1185.
- [38] 周英章, 蒋振声. 货币渠道、信用渠道与货币政策有效性——中国 1993-2001 年的实证分析和政策含义[J]. *金融研究*, 2002(9): 34-43.
- [39] 索彦峰, 范从来. 货币政策能够影响贷款供给吗? ——来自银行资产组合行为的经验证据[J]. *经济科学*, 2007(6): 57-65.
- [40] 曾海舰, 苏冬蔚. 信贷政策与公司资本结构[J]. *世界经济*, 2010(8): 17-42.
- [41] 马文超, 胡思玥. 货币政策、信贷渠道与资本结构[J]. *会计研究*, 2012(11): 39-48.
- [42] KING M. Debt deflation; theory and evidence[J]. *European Economic Review*, 1994, 38(3/4): 419-445.
- [43] BERNANKE B, GERTLER M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1995, 9(4): 27-48.
- [44] BERNANKE B, GERTLER M, GILCHRIST S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework [M]// TAYLOR J, WOODFORD M. *Handbook of Macroeconomics*. Amsterdam: North-Holland, 1999: 1341-1393.
- [45] PEERSMAN G, SMETS F. The industry effects of monetary policy in the EURO area[J]. *The Economic Journal*, 2005, 115(April): 319-342.
- [46] 曹永琴. 中国货币政策行业非对称效应研究——基于 30 个行业面板数据的实证研究[J]. *上海经济研究*, 2011(1): 3-15.
- [47] JANSEN D W, KISHAN R P, VACAFLORIS D E. Sectoral effects of monetary policy: the evidence from publicly traded firms[J]. *Southern Economic Journal*, 2013, 79(4): 946-970.
- [48] 戴金平, 金永军. 货币政策的行业非对称效应[J]. *世界经济*, 2006(7): 46-55.
- [49] 吉红云, 干杏娣. 我国货币政策的产业结构调整效应——基于上市公司的面板数据分析[J]. *上海经济研究*, 2014(2): 3-22.
- [50] 林毅夫, 巫和懋, 邢亦青. “潮涌现象”与产能过剩的形成机制[J]. *经济研究*, 2010(10): 4-19.
- [51] 马歇尔. *经济学原理(下)(第二版)* [M]. 陈瑞华, 译. 西安: 陕西人民出版社, 2013: 235.
- [52] 马文超. 中小企业的财务困境与纾解——基于“制度背景”的分析[J]. *新会计*, 2012(10): 44-46.
- [53] 钱雪松. 公司金融、银行业结构与货币传导机制[J]. *金融研究*, 2008(8): 13-28.
- [54] 马理, 黄宪, 代军勋. 银行资本约束下的货币政策传导机制研究[J]. *金融研究*, 2013(5): 47-59.
- [55] OLIVERO M, LI Y, JEON B N. Competition in banking and the lending channel: evidence from bank-level data in Asia and Latin America[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2011, 35(3): 560-571.
- [56] HOU X, WANG Q. Implications of banking marketization for the lending channel of monetary policy transmission: evidence from China[J]. *Journal of Macroeconomics*, 2013, 38(4): 442-451.
- [57] DEDOLA L, LIPPI F. The monetary transmission mechanism: evidence from the industry data of five OECD countries[J]. *European Economic Review*, 2005, 49(6): 1543-1569.
- [58] 苏冬蔚, 曾海舰. 宏观经济因素与企业资本结构变动[J]. *经济研究*, 2009(12): 52-65.
- [59] GRAHAM J R, LEARY M T. A review of empirical capital structure research and directions for the future [J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2011, 3(1): 309-345.



(责任编辑 毕开凤)