

利率市场化、生命周期与企业融资约束

祝佳¹, 郑文华², 吴非¹

(1. 广东金融学院 行为金融与区域实验室, 广东 广州 510521;

2. 暨南大学 经济学院, 广东 广州 510632)

摘要: 基于2007-2017年沪深两市A股上市公司数据,揭示中国利率市场化改革对企业融资约束的影响及其在不同生命周期阶段上的差异特征。研究发现,利率市场化对企业融资约束具有明显缓解作用,在成长期和成熟期中有显著效果。机制研究表明,利率市场化能够通过降低企业金融化、财务费用和短贷长投三种方式来缓解融资压力。进一步研究发现,在嵌入了金融部门发展状况后,无论银行部门发展好坏与否,利率市场化均能以其为载体对融资约束缓解有所裨益,而在资本市场、金融科技发展较差的环境下,利率市场化效用难以得到有效发挥。最后,从推进利率市场化建设、实施差异化政策供给和完善金融体系建设三个方面提出了相应的政策建议。

关键词: 利率市场化;融资约束;生命周期;金融部门;金融科技

中图分类号: F062.9 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2020)03-0050-13

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2020.03.005

Interest Rate Marketization, Life Cycle and Corporate Financing Constraints

ZHU Jia¹, ZHENG Wenhua², WU Fei¹

(1. Laboratory for Behavioral and Regional Finance, Guangdong University of Finance, Guangzhou 510521, China;

2. School of Economics, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2007 to 2017, the impact of China's interest rate liberalization reform on corporate financing constraints and its different characteristics at different life cycle stages are revealed. The study found that the marketization of interest rates has a significant easing effect on corporate financing constraints, and has significant effects in growth and maturity periods. Mechanism research shows that the interest rate marketization can alleviate financing pressure by reducing the financialization of enterprises, financial costs and long-term investment with short-term financing. Further research found that after the embedment of the financial sector development, despite the developing situations of the banking sector, the interest rate marketization can use it as a carrier to help alleviate the constraints on financing. Under the circumstances, it is difficult to make effective use of the interest rate marketization. Finally, the corresponding policy recommendations are put forward from three aspects: promoting the construction of interest rate liberalization, implementing differentiated policy supply, and improving the construction of the financial system.

Key words: interest rate marketization; financing constraints; life cycle; financial sector; financial technology

一、引言

在新时代条件下,企业作为经济结构转型、高质量发展的中坚力量,在整个经济系统中占据着核心地

收稿日期: 2020-01-12

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“供给侧结构性改革背景下利率市场化的区域效应与金融风险防控研究”(18BJL071)

作者简介: 祝佳,女,教授,经济学博士,主要从事区域金融研究;郑文华,女,硕士研究生,主要从事货币银行学研究;吴非(通讯作者),男,助理研究员,经济学博士,主要从事金融结构与制度变迁研究。

位,但融资难、融资贵一直是横亘在企业面前的重要难题^[1]。在经济结构转型加快,下行压力增强的情况下,企业所面临的融资问题愈发突出,这已经成为高质量发展的重要障碍。习近平总书记在十九大报告中强调,深化金融体制改革要“增强金融服务实体经济能力”;中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于促进中小企业健康发展的指导意见》也明确提出,要“着力加强金融政策支持力度,缓解中小企业融资难、融资贵问题”。

如何松释企业融资难题?从本质上来看,企业融资问题本身就是一个典型的金融问题,从金融供给角度探讨破解路径可能更为关键。但就中国情况而言,为适应“赶超战略”需要,国家在金融领域内长期采取信贷配给、利率管制等政策,严重制约了市场竞争机制发挥,导致价格信号错位、金融资源配置扭曲等现象^[2]。特别地,利率作为经济金融运行的全息反映,其对于调节金融资源供求关系的指示作用也被削弱。上述现象可归结于金融领域缺乏市场机制调节的外化表现,也是阻碍企业融资的症结所在。对此,国家明确了自由化金融改革方向,党的十八届三中全会明确提出“完善金融市场体系,扩大金融业对内对外开放”,“加快推进利率市场化”是其中重要环节。在十九大报告中重申了“深化利率市场化改革”的重要性。

利率市场化改革成果必将通过金融市场直接反映于企业融资问题上,进而提高金融服务实体经济的能力。本文认为,利率市场化改革应逐步解决传统金融体系逐渐暴露出的一些结构性错配问题:第一,“阶段错配”。企业不同发展阶段的可用抵押品、担保能力和市场前景指标存在较大差异,利率市场化改革应逐步打破传统金融部门审贷原则对成熟期企业的偏好;第二,“规模错配”。由于传统金融审慎程序和授信单位成本约束,使得大规模企业(尤其是国有企业)更容易受到信贷部门支持,中小微企业等民营企业虽然具有典型的“五六七八九”特征,^①却常常因为缺乏有效可抵押资产、无担保和无信用记录等原因遭受金融排斥,利率市场化改革应更加关注资源流动的精准导向;其三,“领域错配”。传统金融部门秉承盈利准则和风控要求,与国家科技创新驱动导向在达标次序和监管立场上出现错位,即便是多类传统金融部门协作联动,也使得缓解科技型企业的融资境遇难尽初衷,这也是利率市场化改革应当关注的痛点。进一步地,怎样才能构建利率市场化对企业融资约束的传导机制,使其发挥更大的效用?本文也将着重针对上述问题进行解答。

本文的增量贡献在于:第一,本文在“利率市场化—企业融资约束”范式中,重点引入生命周期观点,并区分不同类型(国企—非国企、高科技—非高科技)的企业进行研究,识别利率市场化在解决企业融资难题的“阶段错配”“规模错配”和“领域错配”上的功效;第二,引入中介变量模型探讨分析利率市场化对企业融资约束的具体作用机制,有利于为企业缓解融资约束提供合理的参考路径;第三,在原有的研究框架中拓展性地嵌入金融基础条件因素,从金融发展角度出发探讨利率市场化对企业融资约束的影响效果差异,为我国金融体系的完善提供了数据支持和相关改进方向。

二、理论文献梳理与述评

利率市场化作为金融供给侧结构性改革的重要部分,其本质是使利率定价由市场根据资金供求关系自主决定,以提高资金配置效率。在利率市场化缓解企业融资约束的问题上,学术界主要有两种观点。一种观点认为,利率市场化能够强化市场有效定价和竞争机制,缓解信息不对称,从而疏通企业融入资金的渠道。作为资本价格的利率不仅能反映资本稀缺性特征,而且金融机构可以根据企业风险调整利率水平,实现收益与风险匹配^[3]。尤其对于民营、中小企业而言,金融机构能够通过更高的利率来弥补风险溢价,在很大程度上校正了信贷歧视,增强企业贷款可获得性^[4]。同时随着利率自主定价放开,银行对优质客户放贷竞争加剧,使得商业银行具有更强烈动机开拓新的业务增长极,由此改善了融资环境^[5]。此外,在利率市场化推进过程中,利率价格市场化调整使得资金成本和项目间的拟合度更高,企业融资对寻租和有形资

^①习近平总书记在民营企业座谈会上的讲话指出,民营企业贡献了50%以上的税收,60%以上的国内生产总值,70%以上的技术创新成果,80%以上的城镇劳动就业,90%以上的企业数量。

产抵押的依赖性降低^[6]；金融机构在进行贷款审核时不再单纯依靠固定资产、企业规模、产权属性等指标，也会开始考虑技术研发、成长前景等因素^[5]，从而为企业多元方式融取资金提供了条件。持“无效论”的学者主要从利率变动角度分析，认为利率市场化大幅度推升了贷款利率水平^[7]。随着改革深化，市场风险和流动性风险不断增强并反映在市场利率上，由此导致实际融资成本持续上升^[8]。特别地，当经济处于下行周期时，利率市场化还可能加剧金融摩擦，金融机构提高利率而减少贷款，使得企业在融资市场中面临着更大的挤出^[9]。

不难发现，目前对于“利率市场化—融资约束”的研究并未形成一致。原因在于，其一，尽管利率市场化改革开展较早（1996年），但实际上直至近年改革才逐步加速（2013年放开贷款利率下限管制，2015年存款利率浮动上限取消）。年限、数据的积累不足，使得立足中国实践的研究相对稀少，无法系统回答利率市场化在缓解企业融资约束上的效果与机制；其二，利率市场化改革对企业融资约束的缓解，不应简单体现在企业全周期上。企业融资困境可能更加集中在续存期中的某个阶段，如成长期企业由于规模体量等限制，缺少有效的融资渠道；而成熟期企业已经形成了较为齐备的财务建制，在融资上所面临的困境相对较小。从这个角度来看，原有研究大多将企业框定在同一时间截面特征下，而忽视了在企业不同发展进程中利率市场化对融资约束缓解的动态变化。确实融资约束内生于企业的融资需求，并随企业组织特点、资源能力及外部市场环境的变化而具有不同特征^[10]。基于企业生命周期视角来探讨利率市场化对融资约束的影响，无疑有着高度学术价值和实践需求。

企业生命周期理论认为，企业发展经营必然经历从萌芽、成长、成熟到衰退的阶段。在不同生命阶段，企业自身特点、资源能力、融资需求等各方面都存在明显差异。可以推断，在企业不同生命周期阶段及不同类型企业间，利率市场化对企业融资约束的影响具有差异性。基于这种情况，本文将企业发展阶段分为成长期、成熟期和衰退期，考察“利率市场化—融资约束”影响的异质性。

具体来看，成长期的企业往往具有更强烈的扩张意愿和投资需求，但规模小、盈利不稳定、高风险等阶段特性严重制约企业外部融资可获性。对此，利率市场化可填补资金供需双方信息空白，并通过利率调整来匹配风险与收益，从而疏通了资金流入渠道，为企业初期生存发展提供有力资金支持。特别地，自由化市场通过自主定价使利率回归均衡点，增加了市场资金供给总量，这也在一定程度上缓解了企业融资约束^[11]。随着企业步入成熟期，组织结构不断完善、盈利能力显著提升，具有丰厚资本留存和充裕经营现金流，企业已经逐步建立了相应的声誉机制^[12]，在市场上已具备了一定议价能力。此时企业不仅享有相对宽松的融资渠道，还能借助利率市场化大环境，充分利用市场竞争机制获得更低成本的外部资金，推动融资约束进一步缓解。然而进入衰退期的企业市场份额下降，技术水平落后，财务状况恶化，还伴随着扩大的经营风险。一方面，利率市场化强调的市场机制会促使金融资源流向高效率 and 前景好的企业；另一方面，这种竞争机制或将倒逼企业提高效率，通过创新和转型争取新的发展机会，以缓解融资约束。由此看来，处于不同生命周期的企业的融资约束情况大有不同，划分不同阶段的企业予以分别考量，才能准确厘清利率市场化对融资约束的作用效果和机制。

三、研究设计

（一）数据来源

本文使用沪深两市A股上市公司2007—2017年的数据进行实证检验。本文对数据进行如下处理：第一，剔除金融类企业；第二，剔除ST和期间退市样本；第三，剔除IPO效应。为提高本项研究的数据质量，本文保留了那些连续至少五年不存在数据缺失的样本，并对所有微观层面数据的连续变量进行1%和99%的缩尾处理。企业财务数据来自Wind数据库。

（二）变量设定

1. 被解释变量。融资约束变量(SA)：现有文献对企业融资约束存在多种测度手法，“投资—现金流”敏

感系数作为企业融资约束程度的代理变量受到广泛使用。但 Kaplan 和 Zingales(1997)^[13]发现这种技术无法确保现金流敏感性同融资约束呈单调同向变化,并提出了 KZ 指数进行测度,但这种做法在被解释变量和解释变量中同时囊括了有关融资约束的定性与定量信息,可能存在测量误差。因此, Hadlock 和 Pierce(2010)^[14]提出了一种简便易行(不包含内生性变量)的算法:SA 指数。该指数的具体计算方法为:

$$SA - Index = - 0.737Size + 0.043Size^2 - 0.004Age \quad (1)$$

其中,企业资产总额 *Size* 的单位为千亿元, *Age* 为企业上市年限。由于该指标所计算出来的指数均为负值,且绝对数值越大表示企业所面临的融资约束困境越明显^[15]。因此,出于研究简便考虑,本文对 SA 指数进行绝对值处理,即 $SA = |SA - Index|$ 。

2. 核心解释变量。利率市场化(LIR):现有文献在利率市场化的刻度上有三种运用广泛的方法:第一,虚拟变量法^[3],如采用设置年度虚拟变量的方法来划分利率市场化改革的时间点。这种技术手法无法映射出中国改革变迁的渐进过程,更多地展现出一种“中断的非连续态”突变性质,指标设计可能稍显粗糙且包含着较多的数据噪音。第二,存贷基准利率法^[16],但存贷基准利率水平是由中央银行确定的,与利率“市场化”真实情境尚有一段距离,将其作为市场化程度的测度可能有失偏颇。第三,指数合成法,在之中当属蒋海等(2018)^[17]的研究较为经典,该研究从存贷款市场化、货币市场化、债券市场化和理财产品市场化4个维度出发,分别考虑了12项具体的利率指标(参见图1),能够全面反映利率体系构成和在时间序列上的变迁轨迹,计算结果更为合理。有鉴于此,本文以第三种利率市场化测度手法算出的指数作为本项研究中利率市场化的代理指标。

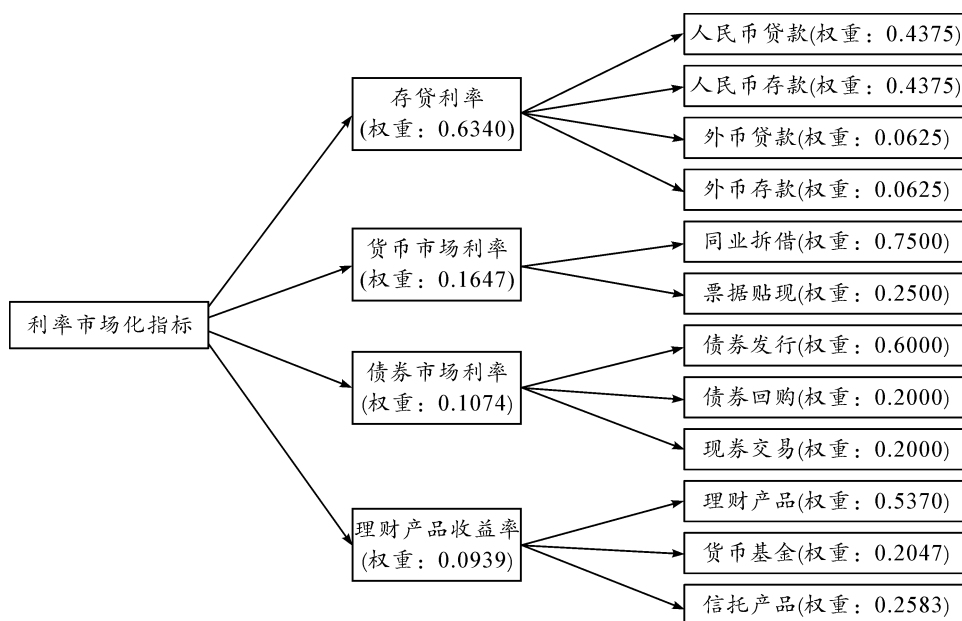


图1 利率市场化指标体系及各项权重设定

3. 中介变量。企业金融化水平(FIN):戚聿东和张任之(2018)^[18]采用企业特定时期内金融资产持有份额的方法来刻画企业金融化。具体来看, $FIN = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{长期股权投资净额} + \text{投资性房地产净额}) / \text{总资产}$ 。

财务费用(FE):本文选取企业财务费用同营业收入之比来测度企业财务费用的强度水平。

短贷长投(SFLI):借鉴钟凯等(2016)^[19]的研究,首先通过计算“本期长期借款 + 一年内到期非流动负债 - 前期长期借款”的方式来刻画长期借款本期的增加额。在此基础上,通过计算“取得借款收到的现金 - 长期借款本期增加额”来刻画当期短期信贷增长。最后,构造短贷长投的代理变量: $SFLI = (\text{购建固定资产等投资活动现金支出} - (\text{长期借款本期增加额} + \text{本期权益增加额} + \text{经营活动现金净流量} + \text{出售固定资产现金流入})) / \text{总资产}$ 。

4. 生命周期的划分。生命周期(CYCLE):本文选用现金流量模式法来测度企业生命周期(表1)。通过对经营、投资、筹资这几类现金流净额来反映企业不同阶段的增长速度、盈利能力等诸多信息,具有实操性更强,客观性较高的优点^[20]。本文将企业生命周期划分为成长期、成熟期和衰退期三大阶段^[21]。

表1 企业在不同生命周期阶段的现金流特征组合

现金流	成长期		成熟期	衰退期				
	初创期	增长期	成熟期	衰退期	衰退期	衰退期	淘汰期	淘汰期
经营现金流净额	-	+	+	-	+	+	-	-
投资现金流净额	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资现金流净额	+	+	-	-	+	-	+	-

5. 控制变量。为提高研究精度,本文加入了一系列控制变量。包括了企业年龄(Age)及其平方项(Age²)、资产负债率(Lev,负债总额/资产总额)、总资产(Asset)、股权集中度(Equity,第一大股东集中度)、净利润增长率(NPG)、资本密集度(Capital,总资产与主营业务之比)、两职合一(Mega,董事长与总经理兼任时取1,否则为0)。详细的数据结构可参见表2。

表2 描述性统计

	Obs	Mean	Std. Dev	Min	P25	P50	P75	Max
SA	17004	0.463826	0.31135	0.045074	0.212354	0.414426	0.661907	1.625208
LIR	17004	0.813308	0.153701	0.5878	0.6437	0.8308	0.9901	0.9901
FIN	17004	0.071754	0.107092	0	0.00619	0.029257	0.08769	0.571334
FE	17004	0.0175	0.034919	0.07105	-0.00051	0.010672	0.028244	0.177563
SFLI	14592	-0.1115068	0.1924904	-1.127197	-0.1672716	-0.075859	-0.0060872	0.2649051
Age	17004	2.683284	0.387305	1.386294	2.484907	2.772589	2.944439	3.367296
Lev	17004	0.441911	0.201609	0.050038	0.284047	0.443064	0.602527	0.854923
Equity	17004	35.38542	14.88907	8.9465	23.38465	33.5821	45.825	74.295
LnAsset	17004	22.11541	1.247161	19.83969	21.21289	21.93238	22.82714	25.9382
Capital	17004	1.117824	0.449296	0.32181	0.805028	1.047827	1.355772	2.59129
NPG	17004	7.036504	0.00256	7.020691	7.036207	7.036522	7.036872	7.047378
Mega	16746	0.217604	0.412629	0	0	0	0	1

(三) 模型设定与实证策略

为验证利率市场化对企业融资约束的影响,本文构造如下实证研究模型:

$$SA_{it} = \alpha + \beta_1 LIR_{it-1} + \sum \Phi CV + \sum \Psi IND + \varepsilon \quad (2)$$

其中,企业融资约束(SA)作为被解释变量,核心解释变量为利率市场化水平(LIR);在控制变量组CV中,则包含了前述控制变量; ε 为模型随机误差项。在所有回归检验中本文都默认了稳健标准误处理;对于数据中的非比值型变量,本文均进行了对数化处理。特别地,为了吸收那些不随时间变化的行业因素影响,本文对行业虚拟变量(IND)进行了控制,由于利率市场化是全国性质的年度变量数据,在回归中纳入时间虚拟变量会造成完全共线性而被剔除,因此本文并没有纳入时间虚拟变量。

四、实证结果及经济解释

(一) 基准回归

表3报告的是基准回归的检验结果,研究发现,利率市场化(LIR)对企业融资约束(SA)的影响为负值且高度显著。从总体来看,利率市场化能够显著松释企业融资约束难题。其可能的原因在于:利率市场化强调利用市场机制进行有效定价,使利率充分反映市场供求关系状况,缓解了资金供求双方的信息不对称问题,使得相关的信息搜寻成本和资金融通成本得到削减。金融机构有能力根据企业的经营效益、风险程度来自主调整贷款利率,实现“收益—风险”匹配,能够在很大程度上消除不均衡的信贷歧视问题,扩大企业可获信贷规模。进一步地,利率市场化推进疏通了金融资源的流通渠道,使得金融资源流动以市场机制为准绳,从而将各类型企业都放置在同一竞争标准之下,按照优胜劣汰方式进行金融资源争夺,以校正过往普遍存在的信贷歧视问题。这会对低效企业施加压力,倒逼其改善经营,提高效率,以便获取合意金融资源,从而缓解企业融资约束,形成正向循环。

表3 利率市场化对企业融资约束的影响:基准回归与稳健性检验

	M(1) SA	M(2) SA	M(3) SA	M(4) SA	M(5) SA
<i>LIR</i>	-0.083 *** (-8.08)				-0.037 *** (-2.96)
<i>L.LIR</i>		-0.104 *** (-9.39)			
<i>L2.LIR</i>			-0.135 *** (-10.82)		
<i>L3.LIR</i>				-0.199 *** (-12.24)	
	基准回归	动态效应检验			剔除金融危机影响
		稳健性检验			
<i>CVs、IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	16746	14957	13153	11331	13675
<i>adj. R²</i>	0.655	0.646	0.639	0.636	0.670

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平显著;括号中数据是经过稳健标准误调整后的t统计量的值

为确保核心结论的确当性,本文还进行了若干稳健性检验。在模型M(2)–M(4)中,本文将核心解释变量(LIR)进行滞后处理,这既能在一定程度上克服反向因果干扰,又能从长期视角审视利率市场化对企业融资约束的缓解效应。研究发现,LIR的回归系数的绝对值随着时间推移逐步增大(由滞后1期的-0.104强化至滞后3期的-0.199,均通过了1%的统计显著性检验)。这表明利率市场化对企业融资约束的缓解效应具有显著叠加效应。特别地,利率市场化进程乃至企业融资状况在很大程度上都会受到世界范围内重大金融因素的影响。为了克服这类干扰,本文剔除了国际金融危机(2008年)的影响,考虑到金融危机的后效性,本文还将2009年进行剔除(回归数据为2010–2017年)。结果发现,相关的核心回归结论并没有发生变异,由此可以确证本项研究的核心结论是稳健的。

客观来看,传统的回归分析更注重在被解释变量的条件均值下分析核心解释变量与被解释变量的关系。但值得注意的是,不同融资约束下的企业对利率市场化的反应是不同的。对此,本文就企业融资约束进行分位数分层,有助于理解不同融资约束状况下企业的特点。基于此,本文根据企业融资约束的条件分布,选取了10%、25%、50%、75%、90%,一共五个分位数点,分别考察在不同融资约束水平下,利率市场化对企业融资约束的影响。

从分位数检验结果来看(表4),企业融资约束在条件分布的不同位置,对利率市场化展现出不同的反应强度。在五个分位点上,利率市场化的影响系数均为负值且均至少通过了5%的统计显著性检验。随着融资约束程度加强(分位点上升),利率市场化对融资约束的缓解作用也在加强,由10%分位点的-0.047逐步强化至90%分位点的-0.123(变化趋势可参见图2)。这说明在融资约束较高区间,利率市场化改革引致的金融资源流通渠道通畅、定价机制完善等能够为高融资约束企业起到雪中送炭的作用。这也可以为前述检验中“利率市场化有助于缓解企业融资约束”的研究结论提供侧面支撑。

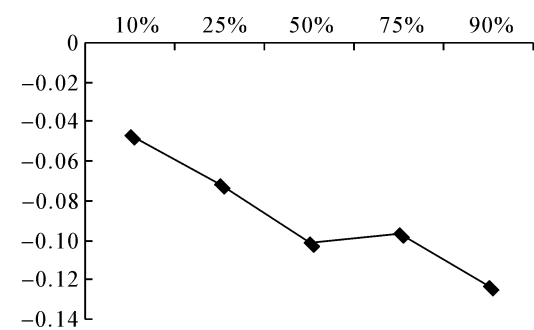


图2 不同分位数区间利率市场化对融资约束的影响

表4 利率市场化对企业融资约束的影响:分位数检验

	M(1) SA	M(2) SA	M(3) SA	M(4) SA	M(5) SA
	10%分位数	25%分位数	50%分位数	75%分位数	90%分位数
<i>LIR</i>	-0.047** (-2.57)	-0.072*** (-4.66)	-0.101*** (-8.28)	-0.097*** (-10.07)	-0.123*** (-4.45)
<i>CVs、IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	16746	16746	16746	16746	16746

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平显著;括号中数据是经过稳健标准误调整后的t统计量的值

(二) 利率市场化、生命周期与企业融资约束

尽管从上述可以大体刻画出“利率市场化—融资约束”的整体轮廓,但仍旧忽略了企业的生命周期特征:处于各生命周期阶段的企业,其组织特点、资源能力、融资需求等方面存在显著差异,从而利率市场化对融资约束的影响也可能不同。有鉴于此,在表5中,本文进一步考虑企业生命周期的特点,将企业阶段分为成长期、成熟期和衰退期并重新检验。

表5 利率市场化对企业融资约束的影响:基于生命周期视角

生命周期	成长期	成熟期	衰退期
	M(1) SA	M(2) SA	M(3) SA
<i>LIR</i>	-0.046*** (-2.99)	-0.099*** (-5.48)	-0.088* (-1.81)
<i>CVs、IND</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	7487	5730	2551
<i>adj. R²</i>	0.639	0.635	0.702

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平显著;括号中数据是经过稳健标准误调整后的t统计量的值

研究发现,*LIR*指标的系数均显著为负,这意味着利率市场化在企业生命周期的各个阶段都起到了缓解融资约束的作用。特别地,从系数值来看,成熟期企业较之其他阶段,其融资约束得到了更大程度的松释。可能的原因是:尽管利率市场化在缓解企业融资约束上具有多重功效,但囿于成长期企业毕竟有着规模小、信用特征缺乏、经营风险高等特征,以至于利率市场化的功效存在一定程度的减弱。即便如此,利率市场化改革依旧能够显著降低成长期企业的融资约束。当企业迈入成熟期,在享有上述融资便利的同时,自身实力增强使得利率市场化效用得到更加充分的发挥。一方面,盈利能力稳步提升,现金流充足等自身条件的改善提高了外界对企业的关注与预期,疏通了融资渠道;另一方面,成熟期企业已具备相对良好的信誉,在信贷市场上的议价能力较强。在利率市场化条件下,这类企业能够凭借金融机构间的信贷竞争进一步降低融资成本。相比之下,衰退期企业往往技术落后、效率低下,筹资相对困难,而利率市场化下金融

资源的流动以市场机制为准绳,优胜劣汰的方式最终将引导资金流向高效率 and 前景好的企业,而衰退期企业显然不是市场金融资本关注的重点,以至于利率市场化改革对这类企业的融资约束缓解效应相对不明显。

综合上述,前文已经对“利率市场化—融资约束”范式下进行了更细致的生命周期剖析,为理解利率市场化改革的精准导向提供了丰富经验证据。但这种总括性质的分析忽略了企业属性特征差异,极有可能导致“属性遗漏”偏误。有鉴于此,在表6至表7的检验中考虑了企业特征结构,来识别利率市场化对不同属性企业的融资约束差异化影响。

表6结果显示,利率市场化推进对于缓解国有企业融资约束并无显著裨益。相反利率市场化对非国有企业融资约束的缓释作用要大于国有企业,且在非国有企业的成熟期表现得尤为显著。其原因在于,国有企业凭借国家信誉支持,在获取融资时具有先天优势。因此在面对本身就具有宽松融资条件的国有企业时,利率市场化对其融资约束的缓解就相对有限。从另一个角度来看,国有企业在市场中往往具有较高的垄断地位,而缺乏竞争和激励机制,导致企业效率低下^[22]。利率市场化强化了市场在配置资源中的决定作用,引导金融资源流向边际产出高的企业,此时国有企业在市场上获取信贷的优势将不再明显。而非国有企业长期以来遭受产权歧视,使得其对外融资面临更高的约束,存在更大的改善空间。利率市场化改革使得市场竞争机制得以充分发挥,为非国有企业融资提供了平等的市场主体机会,在很大程度上克服了信贷歧视问题,这一点在企业自身实力和竞争能力最强的成熟期表现得尤为明显。值得注意的是,尽管利率市场化推进能有效减轻非国有企业融资压力,但在初创成长阶段,利率市场化的支持作用却不明显。究其原因,一方面,成长期非国有企业盈利的不确定性较大,信息不对称问题较为严重,资金供给者多对其投资保持相对谨慎和观望的态度,或利用市场化要求更高的风险补偿;另一方面,尽管利率市场化基本完成,但想要真正实现让利率反映供求信号,在市场定价机制、货币政策传导、资源流通渠道等问题上仍有待进一步优化。

表6 利率市场、企业生命周期与融资约束:“国企—非国企”异质性检验

生命周期	全样本	成长期	成熟期	衰退期
Panel A: 国有企业	M(1) SA	M(2) SA	M(3) SA	M(4) SA
<i>LIR</i>	-0.013 (-0.77)	0.018 (0.69)	-0.043 (-1.40)	0.015 (0.36)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	8557	3651	2834	1351
<i>adj. R</i> ²	0.638	0.625	0.630	0.688
Panel B: 非国有企业	M(5) SA	M(6) SA	M(7) SA	M(8) SA
<i>LIR</i>	-0.024* (-1.93)	-0.009 (-0.49)	-0.043** (-2.05)	-0.032 (-0.99)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	8189	3836	2896	1200
<i>adj. R</i> ²	0.624	0.602	0.563	0.701

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平显著;括号中数据是经过稳健标准误调整后的t统计量的值

表7的研究发现,无论处于哪个阶段,利率市场化对高科技企业融资约束的缓释作用都要大于非高科技企业,且其融资缓释作用在高科技企业发展的各个时期都显著。研发创新是高科技企业区别于其他企业的关键,而此类活动具有长周期、高风险、资金需求大的特征,往往致使高科技企业在融资市场上四处碰壁。利率市场化改革优化了融资环境,市场对资源的有效配置能为高科技企业的技术创新需求提供合意的金融资源,使其融资渠道更为畅通。另一方面,对研发创新的重视与投入,势必会带来技术水平的进步,进而提高企业的产出效率。这使得高科技企业相对于非高科技企业而言具有一定的效率优势,又帮助其在市场化的竞争机制中进一步吸引金融资源。至于非高科技企业,研发创新活动并非其经营发展的核心要义,同时也缺乏研发创新的意愿和能力,在技术水平和产出效率上都相对落后于高科技企业。因此以资金边际效益最大化为原则的利率市场化改革,更加关注具有高经济潜能的企业,对非高科技企业融资约束的缓解

作用相对微弱。

表7 利率市场、企业生命周期与融资约束：“高科技—非高科技”异质性检验

生命周期	全样本	成长期	成熟期	衰退期
Panel A: 高科技企业	M(1) SA	M(2) SA	M(3) SA	M(4) SA
<i>LIR</i>	-0.108 *** (-8.17)	-0.070 *** (-3.49)	-0.105 *** (-4.95)	-0.149 *** (-4.34)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	8599	3931	3081	1258
<i>adj. R</i> ²	0.635	0.615	0.622	0.699
Panel B: 非高科技企业	M(5) SA	M(6) SA	M(7) SA	M(8) SA
<i>LIR</i>	-0.044 *** (-2.68)	-0.004 (-0.18)	-0.081 *** (-2.60)	0.007 (0.19)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	8147	3556	2649	1293
<i>adj. R</i> ²	0.639	0.635	0.614	0.684

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平显著；括号中数据是经过稳健标准误调整后的t统计量的值

(三) 利率市场化影响企业融资约束的机制识别

在上述前文研究中,本文论证了利率市场化有助于缓解企业融资约束,并引入企业生命周期范式对不同属性企业进行细致考察,就利率市场化在释缓企业融资约束中的“阶段错配”“规模错配”和“领域错配”三个问题进行系统实证和解读,但对利率市场化影响企业融资约束的具体机制依旧知之甚少。为充分刻画二者间的传导机制,本文设置如下递归方程(方程(3)~方程(5))检验相关变量的中介机制:

$$SA_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 LIR_{it} + \sum \Phi CV + \sum \Psi IND + \omega \quad (3)$$

$$Mediator_{it} = \theta_0 + \theta_1 LIR_{it} + \sum \Phi CV + \sum \Psi IND + \tau \quad (4)$$

$$SA_{it} = \varphi'_0 + \varphi'_1 LIR_{it} + \varphi'_2 Mediator_{it} + \sum \Phi CV + \sum \Psi IND + \xi \quad (5)$$

在中介变量选取上,既要考虑同利率市场化有关,又要考虑与融资约束的关联。基于此,本文选取企业金融化(*FIN*)、财务费用(*FE*)和短贷长投(*SFLI*)作为中介变量。其余设定同上述。

表8首先考察以企业金融化为中介变量的机制(Panel A)。在各生命周期阶段,利率市场化程度提高均能显著抑制企业金融化倾向。这是因为利率市场化改善了外部融资环境,使得企业能够有效获取更多资源来满足经营和生产需要,而无须另辟蹊径筹措资金,这降低了企业对金融化的依赖。特别地,利率市场化通过促进金融机构间竞争,缩小实体经济项目与金融化活动间的收益差距,也能改变企业对金融化的偏好。当企业将有限的资金配置于金融资产时,势必会对其他实体经济项目的投资产生“挤出效应”,这种资金错配不仅会加剧经营和财务风险^[23],还可能恶化企业融资境遇。上述推测得到实证结果支持:企业金融化水平越高,将加剧融资约束程度。因此利率市场化进程推进能够抑制企业通过金融化攫取高收益的投机倾向,进而将更多资源注入到实体生产与经营之中,缓解资源紧张状况。由此可归纳出“利率市场化→(抑制)金融化→(加剧)融资约束”的负向影响路径。

Panel B将研究转向以财务费用作为中介变量的传导机制中。研究发现,利率市场化推进能有效降低企业金融化需求(参见Panel A),这为减少财务费用提供了便利。进一步地,利率管制放开扩大了资金供给,使企业外部金融资源更加充裕,而市场的充分竞争则有利于降低企业为获取信贷而支付的成本。上述理论在Panel B中得到验证:利率市场化程度提高,能明显降低企业财务费用,而较高财务费用支出将占用内部资金,使得企业缺乏充足资金而面临更大风险,增加了对外融资的难度。由此可见,“利率市场化→(降低)财务费用→(加剧)融资约束”的负向影响机制得到经验证据支持。

表8 利率市场、企业生命周期与融资约束:机制识别

生命周期	成长期			成熟期			衰退期		
Panel A: 金融化	M(1) SA	M(2) FIN	M(3) SA	M(4) SA	M(5) FIN	M(6) SA	M(7) SA	M(8) FIN	M(9) SA
<i>LIR</i>	-0.046*** (-2.99)	-0.065*** (-7.31)	-0.018 (-1.21)	-0.099*** (-5.48)	-0.075*** (-7.53)	-0.069*** (-3.86)	-0.089*** (-3.52)	-0.105*** (-6.50)	-0.053** (-2.07)
<i>FIN</i>			0.424*** (19.48)			0.396*** (17.13)			0.346*** (11.62)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Sobel</i> 检验	机制有效—负向传导			机制有效—负向传导			机制有效—负向传导		
<i>N</i>	7487	7487	7487	5730	5730	5730	2551	2551	2551
<i>adj. R</i> ²	0.639	0.189	0.655	0.635	0.201	0.650	0.702	0.213	0.714
Panel B: 财务费用	M(10) SA	M(11) FE	M(12) SA	M(13) SA	M(14) FE	M(15) SA	M(16) SA	M(17) FE	M(18) SA
<i>LIR</i>	-0.046*** (-2.99)	-0.005** (-2.06)	-0.045*** (-2.95)	-0.099*** (-5.48)	-0.007*** (-2.83)	-0.097*** (-5.35)	-0.089*** (-3.52)	-0.004 (-1.11)	-0.087*** (-3.47)
<i>FE</i>			0.161** (2.04)			0.328*** (3.49)			0.392*** (2.85)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Sobel</i> 检验	机制有效—负向传导			机制有效—负向传导			机制中断		
<i>N</i>	7487	7487	7487	5730	5730	5730	2551	2551	2551
<i>adj. R</i> ²	0.639	0.478	0.639	0.635	0.467	0.636	0.702	0.484	0.703
Panel C: 短贷长投	M(19) SA	M(20) SFLI	M(21) SA	M(22) SA	M(23) SFLI	M(24) SA	M(25) SA	M(26) SFLI	M(27) SA
<i>LIR</i>	-0.046*** (-2.99)	-0.046** (-2.46)	-0.043*** (-2.71)	-0.099*** (-5.48)	-0.063*** (-2.94)	-0.078*** (-4.42)	-0.089*** (-3.52)	-0.027 (-0.83)	-0.068** (-2.55)
<i>SFLI</i>			0.038*** (3.55)			0.001 (0.11)			0.007 (0.37)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Sobel</i> 检验	机制有效—负向传导			机制中断			机制中断		
<i>N</i>	7487	5714	5714	5730	4251	4251	2551	1734	1734
<i>adj. R</i> ²	0.640	0.004	0.668	0.637	0.372	0.672	0.705	0.010	0.724

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平显著;括号中数据是经过稳健标准误调整后的t统计量的值

表8的 Panel C 则展示了对短贷长投机制的检验。研究发现,利率市场化推进能够有效抑制成长期与成熟期企业的短贷长投行为。这是因为利率市场化改革更加关注市场中金融资源与企业内部资本的优化配置,这种“双重拟合”降低了企业通过“拆东墙补西墙”方式推动内部投资的动机,然而在衰退期中,企业投资意愿已经大大减弱,这种短贷长投的影响随之弱化。从另外一个角度看,企业短贷长投行为是一种具有高风险的财务操作方式,本质上是企业内外部资源(配置效率)不足,而不得已将流动资金借款投入到长期项目中。尽管这在一定程度上满足了企业投资需要,但也很大程度地抽取了内部可用资源,极易恶化企业融资境遇。研究发现,这种现象在成长期企业中尤为突出。确实成长期企业面临着更为突出的融资困境和更迫切的生产需求,此时企业的短贷长投动机较为突出,在财务状况较为脆弱的情况下,这种行为会造成更加严重的融资约束问题。因此可以归纳出“利率市场化→(抑制)短贷长投→(加剧)融资约束”的负向传导路径。

五、拓展性研究:利率市场化发挥效用的金融基础条件

作为金融深化改革的核心,利率市场化效用的发挥必然同金融基础条件关联密切^[24]。良好的金融基

础条件意味着更加成熟的市场和更高效的金融机构,能够及时而有效地对市场信息做出反应,使得利率传导机制更加通畅,对企业融资压力的缓释也能得到加强。但必须注意的是,中国经济系统中存在着若干金融系统,在不同属性特征的系统下,利率市场化所能展现的效力可能存在差异。一方面,风险管理能力强的银行部门在利率逐步放开后具有更高的自主定价能力,能够保证市场机制的有效定价,从而促进利率变动顺畅传导至企业^[25];而更具竞争性的金融结构则会迫使银行通过改善服务及资金配置来应对市场化^[26],这将进一步优化社会资本配置,提高资金可得性。另一方面,有广度、深度和弹性的资本市场不仅能充分流转信息,还能通过多样化非存贷金融业务丰富企业融资渠道。特别地,金融科技作为近年新兴的新业态,对当前金融部门乃至企业融资方式产生了极大冲击,甚至在很大程度上重塑现有金融生态系统,利率市场化改革同金融新业态的拟合能否释放出有利于企业融资约束缓解的功效,是一个有趣命题。因此将这种金融新业态纳入考察视野具有鲜明的时代特征和理论价值。

本文从银行部门(银行贷款金额/GDP)、资本市场(股票流动市值/GDP)、金融科技部门(数字普惠金融指数,源于《北京大学数字普惠金融指数》)出发,^①并划分金融部门发展“好”与“差”两个组别(以中位数为界),探讨不同金融基础条件如何影响“利率市场化—企业融资约束”间的关系。

表9 利率市场化、企业生命周期与融资约束:基于金融发展基础条件的研究

生命周期	成长期	成熟期	衰退期	成长期	成熟期	衰退期
Panel A: 银行业部门	M(1) SA	M(2) SA	M(3) SA	M(4) SA	M(5) SA	M(6) SA
<i>LIR</i>	-0.115 *** (-4.65)	-0.135 *** (-4.73)	-0.134 *** (-3.36)	-0.042 *** (-2.05)	-0.095 *** (-4.09)	-0.070 * (-1.83)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
分组依据	银行部门发展好			银行部门发展差		
<i>N</i>	3865	2831	1272	3622	2899	1279
<i>adj. R</i> ²	0.647	0.635	0.720	0.641	0.661	0.677
Panel B: 资本市场部门	M(7) SA	M(8) SA	M(9) SA	M(10) SA	M(11) SA	M(12) SA
<i>LIR</i>	-0.148 *** (-6.70)	-0.168 *** (-6.48)	-0.187 *** (-5.19)	0.003 (0.12)	-0.064 ** (-2.50)	0.000 (0.01)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
分组依据	资本市场部门发展好			资本市场部门发展差		
<i>N</i>	3818	2750	1231	3669	2980	1320
<i>adj. R</i> ²	0.647	0.630	0.711	0.641	0.665	0.694
Panel C: 金融科技发展	M(13) SA	M(14) SA	M(15) SA	M(16) SA	M(17) SA	M(18) SA
<i>LIR</i>	-0.097 *** (-5.55)	-0.127 *** (-5.94)	-0.121 *** (-3.99)	-0.008 (-0.24)	-0.037 (-1.03)	-0.020 (-0.38)
<i>CVs</i> 、 <i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
分组依据	金融科技发展好			金融科技发展差		
<i>N</i>	4721	3406	1516	2766	2324	1035
<i>adj. R</i> ²	0.639	0.614	0.690	0.635	0.671	0.717

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平显著;括号中数据是经过稳健标准误调整后的t统计量的值

表9的检验发现,利率市场化对企业融资约束的缓解作用并非一贯成立,而需受制于金融部门的具体条件。Panel A中,在银行部门发展好的条件下,利率市场化能够释放更大效力(较之发展差的情况,*LIR*系

^①值得说明的是,上述三项金融部门的数据均为“年度—省际”面板数据,通过与企业所在地进行匹配,形成“宏观—微观”数据集。

数绝对值更大,且都通过了1%的显著性检验);而即使银行部门发展较差,利率市场化也能够借助银行部门对融资约束起到一定的作用。在 Panel B 中,在资本市场部门发展好的情况下,利率市场化的确对缓解融资约束有所裨益,但在资本市场发展较差环境中, LIR 系数却多不显著(仅在成熟期中通过了5%的统计显著性检验),意味着此时利率市场化效用受到资本市场基础条件的限制而无法得到充分发挥。在 Panel C 中,也展现出了类似结果:在金融科技部门发展较好情况下,利率市场化释缓融资约束的功效十分明显,而在金融科技发展较差条件下,利率市场化并没有展现出具有统计显著差异的影响。从上述结果可以看出,无论银行部门发展好坏与否,利率市场化都能搭载银行渠道发挥作用。相比之下,利率市场化想要发挥效力,只能在较好的资本市场(或金融科技)下才能有效。可能的原因是:其一,利率市场化的主要内容是市场上同金融机构(银行部门)的存贷利率市场化,而存贷款业务作为银行的基础业务和主体业务,使得银行部门必然第一时间受到市场利率变化的影响,并成为传导至其他部门的重要载体;其二,尽管目前大力倡导发展直接融资或是金融科技,但至少在短期内以银行信贷主导的间接融资仍是中国金融体系核心,是企业融资的主要来源,利率市场化改革更容易通过银行部门传导至微观企业主体中。

六、研究结论与政策建议

本文利用2007-2017年沪深两市A股上市公司数据,基于企业生命周期视角探究利率市场化与企业融资约束的关系。研究得到结论如下:第一,利率市场化是影响企业融资约束的重要因素,利率市场化程度越高,越有利于缓解融资约束。第二,在不同生命周期阶段中,利率市场化对于企业融资约束均有明显缓解,在成熟期中表现得尤为突出。第三,相较于国有企业、非高科技企业,利率市场化更偏向于缓解非国有企业、高科技企业的融资压力,但其在非国有企业成长期的表现不突出。第四,利率市场化在企业发展的各阶段展现出了差异化的传导机制,其能通过降低企业金融化、财务费用和短贷长投行为来松释企业的融资约束。第五,利率市场化效用的发挥需要一定的金融基础条件,无论银行部门发展好坏与否,其都能借助银行渠道发挥作用,但当资本市场、金融科技发展较差时,利率市场化对企业融资约束的作用边界有明显限制。

本文得到如下政策启示:首先,应继续深入推进利率市场化改革,逐步减少政府隐性担保和信贷配给行为,将不同类型企业置于同一竞争标准下。同时借鉴国外经验完善利率走廊机制,提高央行对市场利率的调控效率,疏通货币政策传导路径,以便市场上的资金供给能够有效对接企业融资需求。其次,根据具体企业属性及企业发展阶段,实施差异化政策供给。政策制定部门应遵循具体问题具体分析的原则,制定合理对接不同主体特点与需求的政策。要注重挖掘不同生命周期阶段下制约企业融资约束的痛点,针对性地强化企业短板,完善其内部管理机制以适应市场经济发展的需要,提高风险管理能力和盈利能力,另一方面,创造公平竞争的环境和相对完善的信用体系,从而降低企业信贷面临的信息不对称问题,为承接利率市场化改革打下坚实基础。最后,积极完善金融体系建设,着重改善银行部门发展条件,为利率市场化效用发挥提供良好基础。应遵循结构化思想,对于那些资本市场和金融科技发展较差的地区,应注重通过银行业部门传导利率市场化改革的福利。

参考文献:

- [1] 广金·广东金融高新区发展战略研究课题组. 新时代民营企业融资困境的成因与治理方略:解读习近平总书记金融改革思想[J]. 金融经济研究, 2019(3): 3-12.
- [2] 薛菁, 陈川林. 中小企业融资服务市场中政府干预有效性探析[J]. 广西财经学院学报, 2018(2): 71-79.
- [3] 杨笋, 刘放, 李茫茫. 利率市场化、非效率投资与资本配置——基于中国人民银行取消贷款利率上下限的自然实验[J]. 金融研究, 2017(5): 81-96.
- [4] 代凯, 邱倩. 利率市场化改革对企业融资约束的影响研究——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融监管研究, 2019(6): 70-84.
- [5] 王东静, 张祥建. 利率市场化、企业融资与金融机构信贷行为研究[J]. 世界经济, 2007(2): 50-59.

- [6] 盛雯雯. 金融发展与国际贸易比较优势[J]. 世界经济, 2014(7):142-166.
- [7] 陈彦斌, 陈小亮, 陈伟泽. 利率管制与总需求结构失衡[J]. 经济研究, 2014(2):18-31.
- [8] 胡丽红. 利率市场化对实体经济融资成本的影响[J]. 求索, 2015(8):75-79.
- [9] 彭俞超, 顾雷雷. 论利率市场化与金融体系完善[J]. 山东社会科学, 2015(2):140-145.
- [10] 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. 金融研究, 2016(7):96-112.
- [11] 胡晖, 张璐. 利率市场化对成长型企业融资约束的影响——基于对中小板企业的研究[J]. 经济评论, 2015(5):141-153.
- [12] 周晓苏, 陈沉, 杜萌. 融资需求、企业生命周期与盈余管理——基于非金融行业 A 股的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2016(9):25-38.
- [13] KAPLAN S N, ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1): 169-215.
- [14] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the kz index[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [15] 吴秋生, 黄贤环. 财务公司的职能配置与集团成员上市公司融资约束缓解[J]. 中国工业经济, 2017(9):156-173.
- [16] 郑晓亚, 赵自然, 陈华. 利率走廊、政策利率传导与商业银行贷款市场化定价——结合中美实践的比较研究[J]. 财政研究, 2016(7):92-100.
- [17] 蒋海, 张小林, 陈创练. 利率市场化进程中商业银行的资本缓冲行为[J]. 中国工业经济, 2018(11):61-78.
- [18] 戚聿东, 张任之. 金融资产配置对企业价值影响的实证研究[J]. 财贸经济, 2018(5):38-52.
- [19] 钟凯, 程小可, 张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界, 2016(3):87-98, 114, 188.
- [20] 杜金岷, 谭怡君, 吴非. 股票流动性、企业生命周期与技术创新[J]. 南京审计大学学报, 2019(4):61-71.
- [21] 吴倩, 潘爱玲, 刘昕. 产业政策支持、企业生命周期与风险承担[J]. 商业经济与管理, 2019(1):74-87.
- [22] 吴延兵. 企业产权结构和隶属层级对生产率的影响[J]. 南方经济, 2011(4):16-29.
- [23] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究, 2018(12):100-112, 125.
- [24] 祝树金, 赵玉龙, 肖皓. 利率市场化、信贷歧视与中国经济发展——基于动态一般均衡模型的分析[J]. 财经理论与实践, 2018(2):2-8.
- [25] 李晓岩. 简析推进人民币利率市场化的条件及步骤[J]. 中央财经大学学报, 2012(8):33-37.
- [26] 徐盈之, 童皓月. 金融包容性、资本效率与经济高质量发展[J]. 宏观质量研究, 2019(2):114-130.



(责任编辑 傅凌燕)