

货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究^{*}

饶品贵 姜国华

内容提要：本文结合企业产权性质，研究货币政策变化对银行信贷与商业信用互动关系的影响，以提供我国货币政策信贷传导机制的微观证据。基于我国特定货币政策环境定义的货币政策紧缩年度虚拟变量和银行家信心指数，本文研究发现，在货币政策紧缩期，相对于国有企业，非国有企业在银行信贷方面受到的冲击更大，但企业以商业信用作为替代银行信贷的融资方式以弥补资金供给缺口。本文的研究证据表明货币政策的信贷传导微观机制在我国是存在的，同时也丰富了宏观经济政策与微观企业行为互动关系的研究。理解货币政策的信贷传导微观机制将有助于政策制定者确定更为合适的货币政策中介目标，从而更好地发挥其调节经济发展速度的作用。

关键词：货币政策 信贷传导机制 银行信贷 商业信用 产权性质

一、引言

本文的目的是结合企业产权性质，研究货币政策对银行信贷与商业信用互动关系的影响，以提供我国货币政策信贷传导机制的微观证据。本文研究的第一个问题是当货币政策紧缩、获取信贷资金困难时，企业会否通过使用商业信用的方式来满足资金需求；第二个问题是信贷资金和商业信用的这种互动关系在国有控股企业与非国有控股企业之间是否有差异。

启发本文研究的首先是关于货币政策信贷传导机制方面的研究。上世纪 80、90 年代以 Bernanke、Gertler、Kashyap 和 Stein 为代表的货币经济学家研究微观层面的企业在货币政策传导过程中发挥的作用，提出货币政策的信贷传导（credit transmission）理论。他们认为在银行的资产一方除了有货币和债券资产以外，还有一个非常重要的资产——银行对企业的贷款，因此货币政策不仅能够通过影响债券利率水平，而且可以通过影响银行对企业的贷款直接实现对实体经济的调控。Kashyap et al.（1993）、Kashyap and Stein（2000）和 Nilsen（1997）验证了货币政策信贷传导机制的存在。王振山、王志强（2000）、索彦峰、范从来（2007）发现，在我国货币政策信贷传导机制也是存在的。

另一方面，企业与供应商之间的商业信用也可以作为企业银行信贷的替代融资渠道（Meltzer, 1960；Nilsen, 2002），并因此构成货币政策信贷传导机制的有机组成部分。鉴于商业信用相对高昂的融资成本，一般来说非紧缩时期企业不会过多地使用商业信用进行融资；但在紧缩期，由于信贷配给现象（Stiglitz and Weiss, 1981）的存在，很难或无法获得银行信贷的企业就可能使用商业信用作为替代方式融资，而有鉴于双方的合作关系（Cunat, 2007），供应商主动或被动地提供商业信用。

^{*} 饶品贵，暨南大学管理学院会计系，邮政编码：510632，电子信箱：raopingui@gmail.com；姜国华，北京大学光华管理学院会计系，邮政编码：100871，电子信箱：gjiang@gsm.pku.edu.cn。本文是饶品贵博士论文的一部分，感谢博士论文答辩委员王化成、姜付秀、王立彦、吴联生、岳衡。感谢陆正飞、罗炜、祝继高对本文的帮助。本文得到国家自然科学基金项目（71272213，71032006 和 71132004）、教育部人文社科一般项目（11YJC630166）、教育部博士点基金项目（201144011220008）、广东省自然科学基金项目（S2011040004337）和中央高校基本科研业务费专项资金（12JNHYH003）的资助。作者感谢两位匿名审稿人的宝贵意见与建议，文责自负。

Meltzer(1960)观察到企业的商业信用与银行信贷存在替代关系,这种关系在货币政策紧缩期更加明显。石晓军、李杰(2009)发现在我国商业信用与银行信贷之间存在显著的替代关系。陆正飞、杨德龙(2011)发现在货币政策紧缩期商业信用与银行信贷之间的关系符合替代性融资理论。

总之,已有文献表明了货币政策信贷传导机制的存在,但已有的研究更多地侧重于宏观层面,在微观层面提供的研究证据较少。但是货币政策的实施最终落脚点是微观企业,其实施效果取决于微观企业对货币政策的反应。本文研究企业在面临不同的货币政策环境时银行信贷和商业信用的互动关系,可以帮助我们更好地理解货币政策影响企业行为与产出的微观机制。

本文还受到关于中国金融机构信贷歧视研究的启发。由于中国特殊的制度环境,相对于非国有企业,国有企业在财务和政治上能得到政府更多的支持(Qian,1994),而国有银行和国有企业之间存在天然的利益关系(Kornai,1998;朱凯、俞伟峰,2009),因此在国有银行占据银行信贷市场主要份额的情况下,金融机构存在对非国有企业的信贷歧视(Allen et al.,2005;Brandt and Li,2003;Cull et al.,2006)。而这种情况在货币政策紧缩时期可能更加明显,并影响企业使用银行信贷和商业信用融资的互动关系。因此,我国企业的产权性质提供了一个货币政策信贷传导机制独特的研究视角,即在货币政策紧缩期非国有企业面临更为严重的信贷歧视,难以获得银行信贷转而使用商业信用等其他的融资方式。

基于以上原因,本文主要采用上市公司的银行信贷和商业信用数据,按照Romer and Romer(1990)的方法并基于我国特定的货币政策及宏观经济环境定义货币政策紧缩阶段的虚拟变量,研究我国的货币政策信贷传导机制,同时利用中国人民银行公布的银行家信心指数和国家统计局公布的工业数据库非上市公司数据进行稳健性检验。本文研究发现在央行实施紧缩货币政策阶段,上市企业的银行信贷受到负面影响,但是企业增加了对商业信用的使用来弥补融资缺口。同时,相对于国有企业,非国有企业在银行信贷方面受到的冲击更大,因而在更大程度上使用商业信用作为替代的融资方式。更进一步,我们对上市公司应付款项和应收款项的年限做了深入分析,发现在货币政策紧缩阶段上市公司的应收账款账龄缩短和应付账款账龄延长,尤其是非国有上市公司。

本文的研究贡献在于:第一,以货币政策波动为切入点研究宏观经济政策与微观企业行为之间的互动关系,对这一有待拓展的研究领域进行探索性研究,丰富了宏观经济政策与微观企业行为互动关系的研究;第二,从银行信贷与商业信用互动关系的角度,在微观层面验证了我国货币政策信贷传导机制,并且本文还分析了货币政策紧缩期的企业商业信用账龄,从更深层次上说明商业信用与银行信贷之间的互动关系;第三,将企业区分为国有和非国有,利用企业产权性质来研究货币政策信贷传导的微观机制,发现在我国特定的制度背景下企业的产权性质是企业融资能力更好的代理变量;第四,政府实施紧缩货币政策的目的是调控信贷以抑制经济过热,但是企业使用商业信用替代融资渠道抵消了紧缩货币政策的一部分作用,因此本文对政策制定有借鉴意义,对企业应对紧缩货币政策的财务管理活动也有借鉴意义。

本文第二部分是文献回顾和问题的提出,第三部分是研究设计和研究样本,第四部分是实证结果与分析,第五部分是稳健性检验,最后是研究结论与研究局限。

二、文献回顾与问题的提出

本文的目的是结合企业产权性质,研究货币政策对银行信贷与商业信用互动关系的影响,以提供我国货币政策信贷传导机制的微观证据,因此从货币政策信贷传导机制理论和非国有企业面临的信贷歧视两个方面进行文献回顾,并结合文献回顾提出本文的研究问题。

(一)货币政策信贷传导机制

货币政策信贷传导机制理论^①认为,在银行的资产一方除了有货币和债券资产以外,还有一个非常重要的资产——银行对企业的贷款。货币政策不仅通过债券影响利率水平和股权融资成本,而且可以通过影响银行对企业的贷款来实现对实体经济的调控。这个过程即为货币政策的信贷传导机制。

自从货币政策信贷传导机制提出以后,有很多文献对此进行了研究,并将信贷传导机制与货币政策的利率传导机制进行比较。Romer and Romer(1990)选取美国经济中六个货币政策紧缩时期作为自然事件,^②运用圣路易斯方程进行检验,发现对产出影响更大的是货币供应量而不是银行信贷,因此他们的研究结论没有支持信贷传导机制。

但是 Kashyap et al.(1993)利用银行信贷替代的融资方式——美国短期融资券数据进行实证研究,发现货币政策紧缩期企业的银行信贷出现明显下降,而同期的短期融资券发行量却出现显著的增长,同时他们还发现短期融资券与国库券之间的利差对宏观经济具有良好的预测作用。然而 Oliner and Rudebusch(1996)试图验证 Kashyap et al.(1993)的研究时,却得到了不尽相同的结论。一个重要的事实是,在美国只有大企业才能发行短期融资券,而小企业却不能。如果将企业分为大企业和小企业,那么 Kashyap et al.(1993)发现的信贷传导机制就不存在了。这些研究说明在文献中货币政策信贷传导机制还存在一些争议。

之后, Kashyap and Stein(2000)提供了货币政策信贷传导机制更为直接的实证证据,他们利用美国银行1976年至1993年的数据研究货币政策的信贷传导机制,发现货币政策的紧缩对小银行和资产流动性差的银行影响更大,特别是当因变量是商业和工业贷款的时候。Ashcraft(2006)通过与企业有关联关系的银行数据,检验说明有关联企业资源的银行更能经受货币政策紧缩的考验。这两篇文献从实证上比较好地验证了货币政策信贷传导机制。

另一方面,企业与供应商之间的商业信用也可以作为银行信贷的替代融资方式,从而为研究货币政策信贷传导机制提供了一个新的视角。Meltzer(1960)观察到企业的商业信用与银行信贷存在替代关系,这种关系在美国1955—1957年货币政策紧缩时期更加明显,尤其对小企业和资产流动性差的企业更是如此。Nilsen(2002)通过建立模型验证了货币政策信贷传导机制,在货币政策紧缩时期企业正常的银行信贷出现下降时,可以通过商业信用方式增加融资,并在实证分析中得到了验证。石晓军、李杰(2009)运用1998—2006年我国上市公司数据研究发现在商业信用与短期负债之间也存在显著的替代关系,并且这种替代关系具有反经济周期的特征。Ge and Qiu(2007)发现我国非国有企业更多地运用商业信用,但主要是作为融资方式的一种,因此他们认为非正式的融资渠道对非国有企业是非常重要的。

Love et al.(2007)提供了商业信用方面的最新证据。他们基于1997年亚洲金融危机和1994年墨西哥金融危机的背景,运用东南亚国家和墨西哥公司层面的数据,发现公司的应收账款、应付账款以及净商业信用(应付账款减应收账款)在危机后均出现大幅下降,特别是那些财务状况脆弱的公司。Love et al.(2007)认为他们的研究结论与商业信用和银行信贷替代理论并不矛盾,因为金融危机是一种极端的情况,此时企业所有可利用的信用资源都已经枯竭,也没有足够的资源再分配至商业信用。

但是货币政策紧缩期,银行对企业惜贷,为什么供应商还会提供商业信用给企业呢? Nilsen

^① 除了信贷传导机制以外,货币政策还有利率和资产价格等传导机制,饶品贵(2010)对货币政策各种传导机制进行了总结。

^② Romer and Romer(1990)定义的美国货币政策六个紧缩时期分别是1947.10,1955.9,1968.12,1974.4,1978.8,1979.10,他们所设定对货币政策紧缩时期虚拟变量成为后续有关货币政策研究经常使用的变量。

(2002)认为在正常时期,企业使用商业信用作为银行信贷的替代融资方式成本高昂:首先商业信用总是与货物供应相联系,而银行信贷则不是;第二,供应商提供的商业信用一般期限都比较短,其隐含的资本成本往往很高;^①第三,供应商不是专门的金融中介,企业如果延期付款,不仅会损害双方的合作关系,也将会面临隐性的资金成本。但到了货币政策紧缩期,因为资金的稀缺性,企业难以获得贷款或者贷款的成本非常高昂,此时使用商业信用作为融资方式反而具有成本上的优势,而供应商出于相互的合作关系(Cunat,2007)可能提供信用给企业。另一方面,信贷配给现象产生的重要原因就在于银行与企业双方存在信息不对称(Stiglitz and Weiss,1981),而相对于银行,供应商在企业信息获取上更具有优势(Fishman and Love,2003),这使得供应商可能在货币政策紧缩期提供商业信用给企业。陆正飞、杨德龙(2011)认为替代性融资理论可以解释资本市场上商业信用的大量存在。

基于以上分析,本文的第一个问题是:相对于宽松期,货币政策紧缩期我国企业是否面临银行信贷下滑的情况,以及是否同时增加对商业信用的使用来弥补资金供给缺口。对这个问题的研究可以帮助我们理解我国货币政策的信贷传导机制在微观层面是否存在。

(二)信贷歧视文献

以往货币政策的研究文献认为企业规模是企业融资能力的较好的代理变量,货币政策紧缩期小企业因为融资渠道受限更易受到货币政策变化的冲击(Kashyap et al., 1993; Nilsen, 2002; Oliner and Rudebusch, 1996)。然而在我国相对特殊的制度环境中,产权性质是企业本身最为重要的特征之一,已有文献表明我国金融机构存在对非国有企业的信贷歧视(Allen et al., 2005; Brandt and Li, 2003; Cull et al., 2006)。

相对于非国有企业,国有企业在财务上能够得到政府更多的支持(Qian, 1994),国有银行和国有企业之间存在天然的利益关系(Kornai, 1998; 朱凯、俞伟峰, 2009),在国有银行占据银行信贷市场主导地位的情况下,金融机构存在对非国有企业的信贷歧视,因此产权性质在我国特定的货币政策环境中可能是企业融资能力更好的代理变量。Allen et al. (2005)对中国民营企业进行的调查发现民营企业在发展过程中较难获得银行提供的信贷。Brandt and Li (2003)进行的调查发现在中国乡镇一级,相比较私营企业,国有企业能获得更多的银行信贷,而无法获得银行信贷的私营企业转而使用商业信用等其他方式。Cull et al. (2006)利用中国非上市公司的数据,发现国有企业尽管效率低下却仍然能获得银行提供的贷款,而民营企业急需发展资金却总是受到银行的歧视。但是,获得银行信贷而又业绩较差的国有企业会将部分的贷款通过商业信用的方式转移给民营企业。而到了货币政策紧缩期,非国有企业因为银行的惜贷而更难获得银行信贷,因而更多地通过商业信用的方式进行替代融资。^②因此我国企业的产权性质为研究货币政策信贷传导机制提供了独特视角,即在货币政策紧缩期,非国有企业更可能出现银行信贷下降而同时商业信用增加的情况。

因此,本文研究的第二个问题是货币政策紧缩期银行信贷与商业信用的互动关系是否在非国有企业当中表现得更加强烈。具体来说,当货币政策紧缩时,相较于国有企业,非国有企业是否面临更大程度的信贷资金下滑,因此是否更大程度上使用商业信用来弥补银行信贷下滑所造成的资金供给缺口。

^① 供应商提供商业信用一般都有时间的限制,比如“2/10,30”的还款,就是在10天之内付款企业可以享受2%的优惠,在30天内需要付款,此时放弃现金折扣的资本成本是 $\frac{2\%}{1-2\%} \times \frac{365}{30-10} = 37.24\%$ 。

^② 我国的短期融资券市场发展较晚,民营企业的融资报批也较难获得批准。而债券市场民营企业也较难介入,这就从客观上限制了民营企业的融资渠道。

为了更好地概括本文的研究问题与逻辑关系，我们绘制以下路线图：^①

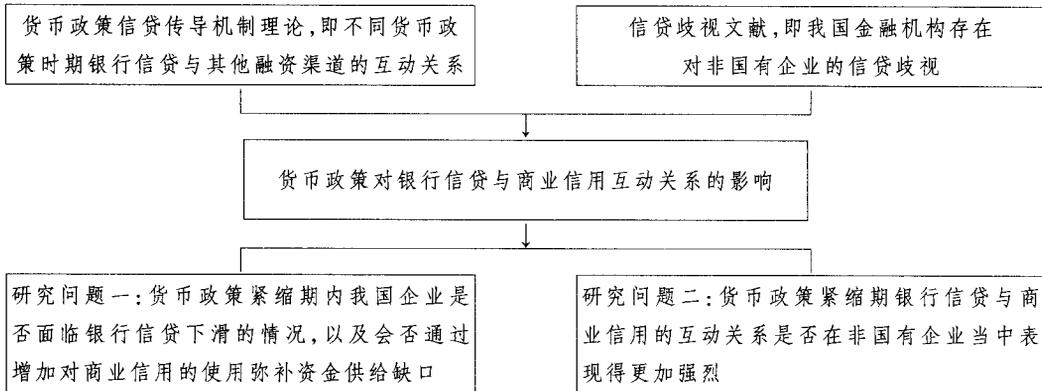


图1 本文的逻辑关系框架

三、研究样本与研究设计

（一）研究样本与数据

本文所有的财务数据和市场数据均来自于CSMAR，企业产权性质数据来源于SINOFIN。

本文主要研究样本的区间是1998—2011年。商业信用（包括应收账款和应付账款）账龄数据来自于CSMAR财务报表附注数据库，数据区间是2003年至2010年，我们把2003年的年初数记为2002年的年末数，因此本文研究的商业信用账龄数据区间是2002年至2010年。

在样本选择过程中，我们按研究惯例删除了金融类上市公司，同时删除股东权益小于零的公司。为了研究结果的稳健性，我们在1%水平下对公司层面的所有连续变量进行缩尾处理。由于本文同时采用货币政策紧缩阶段虚拟变量和银行家信心指数计量货币政策波动，因此本文的样本分为季度与年度两个部分，年度样本最终的观测数是16486公司/年度，季度样本最终的观测数是43938公司/季度。

（二）主要变量定义

本文研究我国不同货币政策期间银行信贷与商业信用之间的互动关系，以及这个关系在不同产权性质企业之间的差异，所以首先需要确定货币政策紧缩期间。国际文献在研究货币政策环境对经济行为的影响时采用了设置紧缩时期虚拟变量的方法，例如，Romer and Romer（1990）定义了六个区间为美国货币政策紧缩阶段的虚拟变量，后续相关研究基本参考了这种做法。

参考Romer and Romer（1990）的做法，本文首先基于我国特定的货币政策与宏观经济环境定义货币政策紧缩阶段的虚拟变量（MP）。

首先从央行执行的货币政策看，亚洲金融危机后中国开始了长达7年的通货紧缩。为了治理通货紧缩，央行在2004年之前一直实施相对宽松的货币政策。2004年为了抑制前期投资增长过快的势头，央行开始执行稳健的货币政策，具体表现为：4月25日上调金融机构存款准备金率、央行对金融机构的再贷款利率和再贴现利率，10月29日上调金融机构存贷款基准利率。2005年3月17日央行下调金融机构的超额存款准备金率，2005年7月21日央行开始实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，总体上2005年是货币政策相对平稳的一年。2006年央行三次上调金融机构存款准备金率，同时两次上调金融机构贷款基准利率，这些证据表明2006年是货币政策从紧的一年。2007年央行四次上调金融机构存款准备金率，并先后五

^① 感谢匿名审稿人提出绘制路线图的建议，以利于对文章逻辑思路的梳理。

次上调金融机构存贷款基准利率,因此2007年也是我国货币政策从紧的一年。2008年美国次贷危机蔓延加深,央行及时调整了货币政策的方向、重点和力度,实行适度宽松的货币政策,五次下调存贷款基准利率,四次下调存款准备金率,明确取消对金融机构信贷规划的硬约束,加大了金融支持经济发展的力度。金融危机之后,我国实施了4万亿的财政刺激政策,同时辅之以宽松的货币政策,因此2009年出现了9万多亿的信贷增长。但过大的货币投放量引发了2010年以来的通货膨胀,因此从2010年1月12日至2011年6月14日央行前后12次调高了金融机构的存款准备金率、4次调整存贷款基准利率,2011年6月14日之后存款准备金率更是达到21.5%的历史高位。

同时,我们考察两个重要的市场化利率水平——一年期国库券和银行间7日拆借利率。2002年初一年期国库券的利率是1.87%,2003年末则是1.98%,而2004年末的利率是2.92%,出现了明显的上升,而到2005年末一年期国库券的利率则下降为1.78%,到2006年末这个利率又上升至2.11%,至2007年末这个利率再次上升到3.75%。2008年末下降至1.77%。2009年末为1.78%,2010年末升至2.59%,2011年末升至3.22%。从银行间7日拆借利率来看,2002年该拆借利率是2.21%,2003年末7日拆借利率水平是2.19%,至2004年9月底这个利率上升至2.42%,之后出现下降,到2005年末下降至1.55%,然后到2006年末又升高至2.88%,2007年虽然没有出现大的上升,但一直维持在2.5%左右。2008年末再次下降至1.01%。2009年末升至1.57%,而2010年末和2011年末分别为6.39%和6.33%。一年期国库券和银行间拆借利率高低是市场资本成本和资金供给的重要标志,以上分析表明其宽松和紧缩基本和央行直接执行的货币政策同步。

鉴于上述理由,本文将2004、2006、2007和2010年定义为货币政策紧缩年度。^①

在稳健性检验中,本文还以银行家问卷调查中银行家信心指数(INDEX)作为货币政策的指标来重复检验。银行家问卷调查是由中国人民银行和国家统计局共同合作完成的一项制度性季度统计调查,调查结果反映了调查当季相对于上季的变化情况。叶康涛、祝继高(2009)也使用了这个指数。

关于如何最准确地确定货币政策松紧区间,学术界尚缺乏共识。^②一个重要原因是以此为基准的企业行为研究尚属少见,本文是对这个问题的一个尝试。

货币政策作为经济调控的主要工具之一,目的是通过调节经济体当中的资金供需,达到调节经济发展速度的目的。但是,微观企业面临货币政策环境的变化,不一定主动顺应经济调控的目标,而可能通过融资手段的调整,达到降低货币政策调控影响的目的。本文即是通过研究企业在货币政策宽松和紧缩期间融资方式的差异,来理解现实中货币政策变化如何传导到企业行为上。本文检验的替代融资方式为企业对商业信用的使用。

具体来说,货币政策紧缩期信贷资金变得稀缺,企业获得银行信贷的难度增大。这时,商业信用作为一种替代融资方式变得更有吸引力。这时,一方面企业银行信贷相对下降,另一方面商业信用的使用可能相对增加。对企业来说商业信用包括两个方面:一方面是应收款项,企业在紧缩期为了获得更多的资金可能减少提供给客户的应收款项;另一方面是应付款项,紧缩期企业可能增加占用供应商的货款,应付账款将出现增加。考虑这两个方面的因素,本文采用净商业信用(NCR,即以应付款项减去应收款项然后除以当期收入标准化;Love et al., 2007)来衡量融资替代现象。

① 有鉴于2005年介于2004与2006年之间,同时2005年是中国货币政策相对平稳的一年,我们在稳健性检验中也将2005年作为货币政策紧缩时期,我们的研究结论不受这种改变的影响。本文货币政策紧缩年度定义方式与饶品贵和姜国华(2011)相同。

② 靳庆鲁等(2012)使用M2的变化率作为货币政策松紧的指标。

为了考察银行信贷和净商业信用之间的互动关系,定义银行信贷为银行借款除以当期收入(LOAN),同时定义企业总的负债类融资为净商业信用和银行借款之和(NCR + LOAN)。使用当期收入而不是当期资产总额来标准化商业信用和银行信贷是因为商业信用和银行信贷的变化即期就影响资产总额,同时作为流量指标,收入比资产总额更能反映该期内企业的经济活动,从而更好地反映经营活动对资金的需求。

(三) 回归模型

为了研究货币政策宽松期与紧缩期企业银行信贷与商业信用之间的互动关系以及它们在不同产权性质企业之间的差别,使用货币政策紧缩期年度哑变量(MP)在年度层面建立如下回归模型:

$$\text{Dependentvariable} = \alpha_0 + \alpha_1 MP + \alpha_2 NSTATE_{i,t} + \alpha_3 MP \times NSTATE_{i,t} + \sum \gamma_i \text{Controlvariables} + \varepsilon \quad (1)$$

回归模型的因变量分别为银行信贷(LOAN)、净商业信用(NCR)以及净商业信用和银行信贷之和(NCR + LOAN)。^① MP是本文设定的货币政策紧缩阶段虚拟变量,如果年份为2004、2006、2007和2010,则MP=1,否则MP为0。NSTATE是非国有控股企业的虚拟变量,如果上市公司最终控制人是非国有单位则NSTATE=1,否则NSTATE=0。

本文选取的控制变量包括:上年末对数化的总资产(SIZE)、上年末经营性现金流(CFO)、上年末股票市值与账面价值比率(MB)、上年末固定资产占总资产比重(PPE)、当年GDP增长率(GDPGROWTH)、上年末营业利润销售收入比率(PROFIT)。此外考虑到财务数据的均值反转特性,在方程(1)中控制了因变量上年末的水平值(均以 $LEVEL_{i,t-1}$ 表示),并且在回归中控制了行业因素。由于本文加入了货币政策紧缩年度的虚拟变量MP,因此方程(1)没有加入年度虚拟变量。本文的所有回归均在公司层面进行聚类分析。

紧缩的货币政策使得企业的银行信贷变得困难,本文预期LOAN方程中MP系数显著为负,而这种情况在非国有企业上体现得更为明显,因此预期 $MP \times NSTATE$ 显著为负。企业面对紧缩货币政策时可能转而使用更多的商业信用,同时减少对客户的商业信用,因此在NCR方程中,我们预期MP系数显著为正。因为非国有企业银行信贷下滑更加严重,因此需要通过使用更多的商业信用来弥补资金缺口,所以预期NCR方程中 $MP \times NSTATE$ 系数显著为正。LOAN和NCR方程中的 $MP \times NSTATE$ 系数可以说明非国有企业一方面银行信贷出现更大程度下降,同时净商业信用出现更大程度增加。而银行信贷与商业信用这种互动关系使得在货币政策紧缩期企业总体获得的资金总额可能不一定会出现显著的变化,因此NCR + LOAN方程中对MP和 $MP \times NSTATE$ 的系数没有方向性的预期。

四、实证结果与分析

(一) 主要数据描述性统计

表1汇报了主要变量的描述性统计。上市公司净商业信用NCR的均值(中位数)为-0.166(-0.054),表明平均来讲企业从供应商处获得的商业信用小于提供给客户的商业信用,使企业处于向外提供商业信用的地位。但是NCR的标准差很大(0.672),说明上市公司在商业信用的使用上有很大差异,为我们的分析提供了前提。银行信贷LOAN的均值(中位数)为0.676(0.396)。相比银行信贷,净商业信用的额度较小,说明商业信用只能在企业融资活动中起到一个补充作用。

^① 我们还采用了银行信贷、净商业信用以及两者之和的年度、季度变化值进行回归分析,由于结果类似,为节约篇幅本文未予汇报。

此外,样本有 42.4% 的观察值在货币政策紧缩年度,32.3% 的观察值最终控制人为非国有部门。

(二) 单变量对比分析

表 2 首先给出银行信贷和商业信用在货币政策宽松期与紧缩期、国有企业与非国有企业之间的单变量对比分析。

表 1 主要变量描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	第一分位	中位数	第三分位
NCR	16486	-0.166	0.672	-0.246	-0.054	0.071
LOAN	16486	0.676	0.969	0.144	0.396	0.816
NCR + LOAN	16486	0.510	0.862	0.084	0.306	0.679
MP	16486	0.424	0.494	0	0	1
NSTATE	16486	0.323	0.468	0	0	1
INDEX	43938	3.932	0.362	3.747	4.015	4.200

注:公司层面所有连续变量均在 1% 水平下进行截尾处理,INDEX 是对数化的银行信心指数,在后文稳健性检验部分作为货币政策指标的另一种计量方式。

表 2 单变量对比分析

变量	NSTATE = 0			NSTATE = 1			Difference in difference
	MP = 0 (6983)	MP = 1 (4180)	Difference	MP = 0 (2519)	MP = 1 (2804)	Difference	
LOAN	0.707	0.577	0.130 ***	0.908	0.540	0.368 ***	-0.238 ***
NCR	-0.231	-0.001	-0.230 ***	-0.351	-0.082	-0.269 ***	0.038 *
NCR + LOAN	0.475	0.577	-0.102 ***	0.541	0.469	0.072 ***	-0.175 ***

注:括号内是样本量。***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平上显著。

本文关心的重点是货币政策宽松期和紧缩期之间上市公司银行信贷和商业信用的相对变化,以及这个变化在不同产权性质企业之间的差异。在货币政策紧缩期,国有企业的银行信贷相对其经济活动出现了大幅度下降:银行信贷占收入的比例从宽松期的 70.7% 下降到紧缩期的 57.7%,下降幅度达 18.4%;非国有企业的银行信贷占收入的比例则从宽松期的 90.8% 下降到 54.0%,下降幅度达 40.5%。这说明紧缩的货币政策对非国有企业获得银行信贷的影响远远大于对国有企业的影响(difference in difference 检验显示其差异为 23.8%,在 1% 水平显著)。事实上,在货币政策宽松期,非国有企业利用银行信贷的幅度大于国有企业(差异为收入的 20.1%),而在紧缩期,则逆转为小于国有企业(差异为收入的 -3.7%)。

和以往一般认为银行对非国有企业贷款歧视不同的是,这种情况仅存在于货币政策紧缩期,且幅度不是很大。而在货币政策宽松期,相对于企业的经济活动体量(销售收入),非国有企业实际获得的贷款是高于国有企业的。一种可能的解释是非国有企业规模平均小于国有企业,且成长性较高,因此货币政策宽松时期相对能够获得更多的银行信贷。

表 1 中的描述性统计已经表明我国上市公司平均来讲是商业信用的提供方,但表 2 说明这种情况主要体现在货币政策宽松的时期。在货币政策宽松期,国有企业向外提供的商业信用占收入的 23.1%,而非国有企业则占 35.1%,说明非国有企业主动或被动地给客户提供了更多的商业信用。

然而在货币政策紧缩期,伴随着银行信贷的减少,国有企业和非国有企业均大幅度提高了对商业信用的利用,或增加对供应商资金的占用,或收紧客户对企业资金的占用。国有企业净商业信用从占收入的 -23.1% 提高到 -0.1%,非国有企业则从 -35.1% 提高到了 -8.2%,提升幅度略大于

国有企业 (difference in difference 检验显示其差异为 3.8%，在 10% 水平显著)。

更有意思的是，把银行信贷和商业信用统一来看 (NCR + LOAN)，国有企业的负债类融资反而是在紧缩期 (占收入的 57.7%) 高于宽松期 (占收入的 47.5%)，主要原因是紧缩期取消了对商业信用的提供。虽然非国有企业也大幅度降低了商业信用的提供，但还是不足以弥补银行信贷的降低，负债类融资在货币政策紧缩期 (占收入的 46.9%) 低于宽松期 (占收入的 54.1%)，主要原因在于银行信贷的大幅度下滑。Difference in difference 的检验显示国有与非国有企业的差异为占收入的 17.5%，说明非国有企业的总体负债融资在货币政策紧缩期呈现下滑趋势。

综合来讲，表 2 的比较分析表明在货币政策紧缩期，上市公司面临着银行信贷相对下滑的情况，银行信贷受到很大限制，因此需要替代渠道来获得资金，而商业信用则是取得替代资金的重要渠道之一。同时，货币政策的紧缩对非国有企业的影响远大于国有企业。更重要的是，通过对商业信用的使用，国有企业相对于其经济活动体量来讲完全抵消了货币政策紧缩的影响，非国有企业也很大程度上抵消了这种影响。这些结果为货币政策传导机制提供了新颖的证据，并可能是我国宏观调控往往不能达到预期效果的重要原因之一。

(三) 多元回归结果与分析

表 3 汇报了模型 (1) 的回归结果，因变量分别是银行信贷 (LOAN)、净商业信用 (NCR)、和两者之和 (NCR + LOAN)。

表 3 年度样本回归结果

	因变量		
	$LOAN_{i,t}$	$NCR_{i,t}$	$NCR_{i,t} + LOAN_{i,t}$
<i>MP</i>	-0.061 *** (-5.36)	0.003 (0.26)	-0.060 *** (-5.11)
$NSTATE_{i,t}$	0.097 *** (5.34)	-0.049 *** (-3.19)	0.037 ** (2.16)
$MP \times NSTATE_{i,t}$	-0.074 *** (-3.66)	0.047 *** (2.72)	-0.016 (-0.81)
$SIZE_{i,t-1}$	0.062 *** (9.80)	0.042 *** (7.51)	0.086 *** (12.83)
$CFO_{i,t-1}$	-1.057 *** (-10.76)	0.730 *** (8.63)	-0.279 *** (-3.00)
$MB_{i,t-1}$	0.004 (1.52)	0.006 ** (2.56)	0.008 *** (3.46)
$PPE_{i,t-1}$	-0.066 (-1.50)	0.066 * (1.95)	-0.018 (-0.44)
$PROFIT_{i,t-1}$	-1.324 *** (-16.05)	0.565 *** (6.77)	-0.642 *** (-9.22)
$GDPGROWTH_t$	-2.905 *** (-7.61)	3.812 *** (8.91)	0.649 * (1.81)
$LEVEL_{i,t-1}$	0.638 *** (32.50)	0.595 *** (18.96)	0.680 *** (39.64)
<i>CONSTANT</i>	-0.616 *** (-4.41)	-1.434 *** (-9.12)	-1.626 *** (-10.78)
<i>Industry dummies</i>	yes	yes	yes
<i>Observations</i>	16486	16486	16486
<i>Adjusted R²</i>	0.66	0.49	0.56

注：回归在公司层面进行聚类，***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平上显著，下同。

在 LOAN 的回归方程中,货币政策紧缩期哑变量 MP 的系数是 -0.061 (1% 水平下显著),说明货币政策紧缩期上市公司获得的银行贷款显著少于宽松期,符合紧缩货币政策调控资金供给的目的;NSTATE 的系数是 0.097 (1% 水平下显著),和表 2 中非国有企业平均来讲相对于其经济活动(销售收入)获得更多银行信贷的结果是吻合的。 $MP \times NSTATE$ 系数为 -0.074 (1% 水平下显著),这说明货币政策紧缩时非国有企业银行信贷减少的幅度要显著大于国有企业。在上市公司样本中,银行对非国有企业的信贷歧视主要体现在货币政策紧缩阶段。

在 NCR 的回归方程中,MP 的系数是 0.003 且不显著,说明相对于货币政策宽松期,上市公司在紧缩期并没有提供更多的净商业信用,这和表 2 中的单变量分析有差异。表 2 中上市公司在紧缩期显著地收缩了商业信用的提供,差异的原因可能在于回归分析中控制了企业规模等公司特征。NSTATE 系数是 -0.049 (1% 水平下显著),表明平均而言非国有企业获得的商业信用融资更少,和表 2 中的结果是一致的。 $MP \times NSTATE$ 的系数为 0.047 (1% 水平下显著),表明货币政策紧缩时期相对于国有企业,非国有企业显著提高了对商业信用的利用以弥补银行信贷减少而导致的资金供给缺口。

以上回归结果说明在货币政策紧缩期,上市公司银行信贷融资显著下滑,符合紧缩货币政策的目的。同时,非国有企业银行信贷的下滑更严重。上市公司使用商业信用作为替代融资渠道整体来说不明显,但是非国有企业在货币政策紧缩期更大幅度地使用了商业信用作为替代融资手段,主要体现为提高对供应商的资金占用和大幅压缩对外提供商业信用。

最后在表 3 中,当银行信贷和商业信用之和($NCR + LOAN$)作为因变量时,货币政策紧缩期上市公司融资总量下滑显著(MP 系数为 -0.060 , 1% 水平下显著),非国有企业相对于其经济活动融资量更大(NSTATE 系数为 0.037 , 5% 水平下显著),但在货币政策紧缩期,非国有企业的融资总量和国有企业没有重大差异($MP \times NSTATE$ 的系数为 -0.016 , 但不显著)。这和表 2 中的单变量分析结果是一致的,说明在货币政策紧缩期非国有企业银行信贷下降,而商业信用融资额上升,从而总融资额在紧缩期与宽松期没有显著差异。

表 2 的单变量分析和表 3 的多元回归结果总体上支持了我们的预期:在货币政策紧缩期,上市公司的银行信贷下滑,其中非国有企业下滑更加严重。两类企业都通过增加商业信用的方式增加融资,但非国有企业使用这种方式的程度更大。这些结果说明货币政策信贷传导机制在微观层面在我国是存在的,符合本文的预期。

五、稳健性检验

(一) 采用其他分析方法

本文表 3 的回归分析中是以行业虚拟变量控制行业因素,但是不同的行业在融资上差别可能非常大,仅仅在回归中控制行业虚拟变量可能不够,因此我们对模型(1)的因变量与自变量均进行行业均值(虚拟变量除外)的调整,然后重新运行模型(1),未报告的结果显示 $MP \times NSTATE$ 在 LOAN、NCR 和 $NCR + LOAN$ 方程中的系数(t 值)分别是 -0.08 (-4.00)、 0.056 (3.20) 和 -0.016 (-0.080),和表 3 的回归结果一致,而这正是说明货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响的关键变量。

表 3 中的回归分析采用的是混合 OLS 回归,但是本文涉及的上市公司数据是非平衡的面板数据,因此我们也分别采用面板数据的随机效应和固定效应重新运行模型(1)。从未汇报的结果来看,随机效应分析与混合 OLS 的结果非常相似。在面板数据固定效应分析中,LOAN 方程中 MP 系数(t 值)是 -0.087 (-7.69), $MP \times NSTATE$ 系数(t 值)是 -0.032 (-1.69),这与表 3 的结果是一致的,但是 NCR 方程中的 $MP \times NSTATE$ 系数(t 值)是 0.020 (1.22),这个系数虽为正但不显著,说

明公司层面的固定效应会对回归结果产生一定影响。

综合行业均值调整、面板随机效应和固定效应的结果来看,本文表3的回归分析是比较稳健的,说明货币政策波动确实对银行信贷与商业信用互动关系会产生重要影响,即说明货币政策信贷传导的微观机制在我国是存在的。

(二) 使用银行家信心指数衡量货币政策

为了保证结果的稳健性使用银行家问卷调查中银行家信心指数(INDEX)作为货币政策波动的指标进行检验。在季度层面建立如下回归模型:

$$Dependentvariable = \beta_0 + \beta_1 INDEX + \beta_2 NSTATE_{i,t} + \beta_3 INDEX \times NSTATE_{i,t} + \sum \delta_i Controlvariables + \varepsilon \quad (2)$$

与模型(1)相似,模型(2)的因变量也是 LOAN、NCR 和 NCR + LOAN(均是以本季度末的销售收入标准化),不同之处在于这些变量是在 2004 年之后每个季度的值。模型(2)控制了上年度末的 SIZE、CFO、MB、PPE 和 PROFIT、上季度分析变量的水平值以及季度 GDP 增长率(与上年同季度相比较),并且控制行业因素、年度因素和季度因素。

与本文定义的货币政策紧缩阶段年度哑变量 MP 不同的是,INDEX 低表示银行家感受到货币政策紧缩,因此我们预期 INDEX * NSTATE 系数在银行信贷(LOAN)方程中显著为正、净商业信用(NCR)方程中显著为负,而在总的资金方程中 INDEX * NSTATE 系数不一定显著。

银行家信心指数反映银行家对整体宏观经济信心的扩散指数,计算方法是在全部接受调查的银行家中,先分别计算认为本季经济“正常”和下季“正常”的占比,再将两个占比相加后除以 2 得出。这个指数越大,我们认为货币政策越宽松,反之则表明货币政策越从紧。显然,这个指标和我们希望衡量的货币政策宽松还是紧缩并不完全一致,同时它带有预期成分,和央行使用的存款准备金率和利率工具不一定在时间上匹配,因此可能与年度回归分析结果存在一定差异。表 4 汇报了使用银行家信心指数根据模型(2)进行回归的结果。注意这里 INDEX 和前文中 MP 预期的系数符号相反。

当银行信贷(LOAN)、商业信用(NCR)、两者之和(LOAN + NCR)分别是因变量时,INDEX 的系数分别是 -0.139、0.185 和 0.100(分别在 1%、5%、10% 水平下显著),说明货币政策越紧缩(银行家信心指数越低),上市公司银行信贷越多,而商业信用的使用越少。这和 MP 的回归结果相反,原因可能是银行家信心指数是含有预测成分而不是当期实际值。

企业产权性质哑变量 NSTATE 在三个回归中的系数分别是 -0.802、0.481、-0.338(前两者在 1% 水平下显著,而后者不显著),和 MP 的回归结果也缺乏一致性。

但是,银行家信心指数和企业产权性质的交互项 INDEX * NSTATE 的系数分别是 0.244、-0.137、0.112(前两者在 1% 水平下显著,而后者不显著),和表 3 的回归结果完全一致。当银行家信心指数低落,货币政策可能处于紧缩期,非国有企业获得的银行信贷小于国有企业,但是使用商业信用来对冲银行信贷减少的影响,符合本文的预期。

(三) 使用非上市公司数据^①

本文主要基于上市公司数据研究货币政策对银行信贷与商业信用互动关系的影响,但实际上受货币政策影响更大的可能是大量的非上市公司。为了最大程度上保证本文研究结论的稳健性,我们从国家统计局获取工业数据库的非上市公司数据。这个数据区间是从 1998—2009 年,但是 2003 年之前的数据中缺少应付账款这个变量,因此只选取 2003—2009 年的研究样本。模型的设

^① 感谢匿名审稿人提出这方面的意见与建议。

表4 季度样本水平值的回归结果

	因变量		
	$LOAN_{i,t,q}$	$NCR_{i,t,q}$	$NCR_{i,t,q} + LOAN_{i,t,q}$
$INDEX_{i,t,q}$	-0.139*** (-3.10)	0.185*** (8.08)	0.100* (1.88)
$NSTATE_{i,t}$	-0.802** (-2.55)	0.481*** (2.86)	-0.338 (-0.98)
$INDEX \times NSTATE_{i,t}$	0.244*** (2.95)	-0.137*** (-3.14)	0.112 (1.29)
$SIZE_{i,t-1}$	0.097*** (5.81)	0.055*** (5.51)	0.136*** (8.26)
$CFO_{i,t-1}$	-2.214*** (-7.13)	0.641*** (3.78)	-1.414*** (-5.00)
$MB_{i,t-1}$	-0.001 (-0.09)	0.006 (1.52)	0.009 (0.84)
$PPE_{i,t-1}$	-0.220 (-1.58)	-0.027 (-0.41)	-0.305** (-2.14)
$PROFIT_{i,t-1}$	-1.395*** (-4.30)	0.241 (1.64)	-0.997*** (-4.75)
$QGDPGROWTH_{i,t,q}$	-10.669*** (-10.02)	-3.319*** (-6.03)	-14.400*** (-10.36)
$LEVEL_{i,t-1}$	0.678*** (30.91)	0.652*** (31.08)	0.704*** (30.16)
CONSTANT	-0.097 (-0.23)	-1.555*** (-6.61)	-1.541*** (-3.47)
Industry, year and quarter dummies	yes	yes	yes
Observations	43937	43937	43937
Adjusted R ²	0.54	0.45	0.53

定方式与模型(1)是相同的,但是工业数据库中2008年缺失了经营性现金流(CFO)变量,因此回归中不控制CFO变量。同时,因为是非上市公司数据,以销售收入增长率(SG)替代市账比变量(MB)。在删除总资产、销售收入、负债总额小于0与其他财务数据缺失的数据后,最终的样本量为945291,回归分析的年度是2004—2009年。^①

未报告的描述性统计中显示NSTATE均值为0.268,这个比上市公司数据值更低,原因是工业企业数据库的统计是基于国家统计局进行的“规模以上工业统计报表统计”取得的资料整理而成。数据库的统计对象为规模以上工业法人企业,包括全部国有和年度主营业务收入500万元及以上的非国有工业法人企业。因此相对于上市公司数据,其中的国有企业比例会高一些。

具体的回归分析结果显示(未汇报),在LOAN方程中MP×NSTATE的系数是-0.0088(t值是-8.78),在NCR方程中MP×NSTATE的系数是0.0035(t值是4.80),这个结果与表3的结果一致。LOAN方程中的MP系数是0.0012(t值是12.72),这与表3的结果不一致,可能的原因工

^① 由于工业数据库中2008年缺少了经营性现金流变量(CFO),因此我们也进行了2004—2008年的回归分析以控制经营性现金流(CFO)的影响,结果与2004—2009年的回归结果非常相似,因此不再单独汇报。工业数据库样本中定义的货币政策紧缩年度是2004、2006和2007年。

业数据库中国有企业的比例更高一些,而它们受货币政策的影响更小。另外,需要注意的是,样本期间工业数据库中流动负债只提供了应付账款的数额,而未提供短期借款、应付票据和预收账款的数额,因此只能按照负债总额减去应付账款计算 LOAN,这与上市公司数据的计算有些许偏差,从而可能对回归结果产生一定影响。

(四) 辅助检验:商业信用账龄分析

通过上文的对比分析和回归分析,我们发现货币政策紧缩期商业信用融资呈增加的趋势,而在非国有企业体现得更为明显。但是前文分析的是金额变化,那么这种趋势是否也体现在商业信用的期限变化上呢?这里我们对商业信用的账龄进行分析以提供进一步证据。

按照常规的分类方法,本文将商业信用账龄分为1年以内、^①1—2年、2—3年和3年以上。由于CSMAR提供的商业信用账龄数据是从2003年开始,以2003年的年初数据调整为2002的年末数,因此本文的实际数据区间是2002—2010年。

表5显示了分析结果,其中5-A是应收账款账龄的情况。^②不论是国有企业(NSTATE = 0)还是非国有企业,在货币政策紧缩期(MP = 1),一年以内的应收账款占应收账款总额的比例都有所上升,国有企业上升了0.021,非国有企业上升了0.030,两者之间的差异(difference in difference = 0.009)统计上不显著,说明货币政策紧缩期内,上市公司客户支付货款的速度一定程度减缓。同时,一年以上应收账款占比显著下降,其中国有企业在1—2年账龄中下降幅度显著大于非国有企业,但是在3年以上账龄中显著小于非国有企业。具体来讲,这些证据说明应收账款账龄在货币政策紧缩期有缩短的趋势,上市公司加大了对一年以上应收账款回收的速度,而回收速度的加快在非国有企业表现得更为明显,这与本文的预期是一致的。

表5 商业信用账龄分析

5-A 应收账款账龄分析结果

应收账款 账龄	NSTATE = 0			NSTATE = 1			difference in difference
	MP = 0	MP = 1	difference	MP = 0	MP = 1	difference	
1年以内	0.772	0.793	-0.021***	0.763	0.793	-0.030***	0.009
1—2年	0.100	0.078	0.022***	0.095	0.083	0.012***	0.010*
2—3年	0.054	0.042	0.012***	0.055	0.048	0.007**	0.005
3年以上	0.146	0.129	0.017***	0.160	0.125	0.035***	-0.018*

5-B 应付账款账龄分析结果

应收账款 账龄	NSTATE = 0			NSTATE = 1			difference in difference
	MP = 0	MP = 1	difference	MP = 0	MP = 1	difference	
1年以内	0.877	0.883	-0.006	0.868	0.875	-0.007	0.001
1—2年	0.079	0.067	0.011***	0.087	0.072	0.015**	0.004
2—3年	0.031	0.024	0.007***	0.032	0.029	0.002	0.005
3年以上	0.055	0.047	0.009	0.066	0.070	-0.004	0.013

注:***、**、*分别代表在1%、5%、10%水平上显著。表5是按应收(应付)账款类别取每个公司的平均数,因此不同类别的合计数不一定等于1。

^① 由于超过一年应收票据自动转为应收账款,因此本文将应收票据计入一年以内的应收账款。对应付票据和应付账款采用同样的处理方法。

^② 这里应收账款账龄按照总额计算,如果按照应收账款净额进行计算,结果相似,但是一年以内的比例有很大提高,原因在于一年以上的应收账款企业可能计提较多的坏账准备,使得一年以上的应收账款比例出现下降。

5-B 是应付账款账龄的情况。从中可以看出,不论国有企业还是非国有企业,一年以内应付账款占应付账款总额比例在货币政策紧缩期略有增加但不显著。另外,国有企业1—2年,2—3年的应付账款占比在货币政策紧缩期显著减少,非国有企业1—2年应付账款占比显著减少,说明货币政策紧缩期,应付账款账龄有一定程度的延长。同时,各个类比应付账款占比变化在国有企业和非国有企业之间没有显著差异(difference in difference 检验不显著)。

综合表5-A和5-B的结果,可以看出,在货币政策紧缩期,不论国有企业还是非国有企业,对商业信用的使用主要体现在减少商业信用的提供(应收账款账龄变短),而占用供应商的贷款来获取商业信用融资的幅度较小(应付账款账龄一定程度延长),这和之前讨论的结果是基本一致的。

六、研究结论与局限

本文从企业银行信贷与商业信用的互动与货币政策波动之间的关系出发,结合企业的产权性质,研究我国货币政策信贷传导的微观机制。基于我国特定的宏观经济环境和货币政策,通过定义货币政策紧缩年度虚拟变量的方式,研究发现货币政策紧缩期企业,尤其非国有企业,因为银行信贷难以取得,会使用商业信用作为替代的融资方式以弥补资金供给缺口。在季度层面以银行家信心指数计量货币政策波动也得到相似的结果。我们还对企业商业信用账龄进行了分析,发现总体上企业在货币政策紧缩时期对商业信用的使用主要体现在减少对客户商业信用的提供。这些证据表明货币政策信贷传导的微观机制在我国是存在的。

货币政策信贷传导机制的研究能够对货币政策与宏观经济产出的关系、货币政策对微观企业行为的影响有更为深入的理解。理解货币政策的传导机制还将有助于货币政策制定者了解在金融市场上哪些因素影响货币政策的实施效果,同样有助于政策制定者们寻找更为切合的货币政策中介目标和确定货币政策调整的幅度。在实践意义上,货币政策变化时期银行信贷与商业信用之间的互动关系表明紧缩的货币政策降低了企业能够获得的银行信贷(尤其是非国有企业),而企业会通过增加商业信用降低货币政策紧缩对企业总资金运转产生的影响,因此货币政策的制定与实施不仅应着力于银行信贷的调整,同时也应对银行体系以外的融资渠道(比如商业信用、债券发行等)进行有效的调控与监管,这样才能保证货币政策的总体调控效果。

本文的研究局限在于:首先由于我国金融体系的基本特点仍然是以银行为基础,资本市场,包括股票市场和债券市场,还只是处于初步发展阶段;利率体系还未实现完全自由化,国内各区域经济和金融发展水平并不均衡,不同地区的企业对货币政策波动反应有所不同,这种市场基础决定了我国货币政策的制定与实施可能较发达经济体更为复杂,更加难以把握,因此货币政策的信贷传导机制比本文研究的内容更丰富、更复杂,也值得和需要未来进一步深入研究。其次,我国货币政策真正发挥作用的时间尚短,体现在学术研究上,不管是在宏观层面还是在微观层面,可供研究的时间序列数据都比较短,增加了研究的难度,本文同样也面临这样的问题。最后,本文研究区间内,我国的宏观经济形势发生了复杂变化,其中的影响因素是多方面的,除了货币政策外,还可能有财政政策、国家的产业政策等,这些在我们的研究中没有进行更多的控制,可能对本文的结果产生一定影响,如何控制其他宏观经济因素还有待进一步研究。

参考文献

- 姜国华、饶品贵,2011:《宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域》,《会计研究》第3期。
- 靳庆鲁、孔祥、侯青川,2012:《货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值》,《经济研究》第5期。
- 陆正飞、杨德龙,2011:《商业信用:替代性融资,还是买方市场?》,《管理世界》第4期。
- 饶品贵,2010:《货币政策、融资决策及其经济后果研究》,北京大学博士论文。
- 饶品贵、姜国华,2011:《货币政策波动、银行信贷与会计稳健性》,《金融研究》第3期。

- 石晓军、李杰,2009:《商业信用与银行贷款的替代关系及其反周期性:1998—2006年》,《财经研究》第3期。
- 索彦峰、范从来,2007:《货币政策能够影响贷款供给吗?》,《经济科学》第6期。
- 王振山、王志强,2000:《我国货币政策传导途径的实证研究》,《财经问题研究》第12期。
- 叶康涛、祝继高,2009:《银根紧缩与信贷资源配置》,《管理世界》第1期。
- 祝继高、陆正飞,2009:《货币政策、企业成长与现金持有水平变化》,《管理世界》第3期。
- 朱凯、俞伟峰,2009:《分税制,控制权性质与公司资本结构决策》,上海财经大学、香港理工大学工作论文。
- Allen, F., J. Qian., and M. J. Qian, 2005, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics* 77: 57—116.
- Almeida, H., and M. Campello, 2007, "Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment", *Review of Financial Studies* 20: 1429—1460.
- Ashcraft, A. B., 2006, "New Evidence on the Lending Channel", *Journal of Money, Credit, and Banking* 38: 751—775.
- Brandt, L., and H. B. Li, 2003, "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?", *Journal of Comparative Economics* 31: 387—413.
- Cull, R., L. X. Xu, and T. Zhu, 2006, "Informal Institutional Arrangements and Economic Growth in Developing Countries: The Many Faces of Trade Finance in China": Working paper.
- Cunat, V. M., 2007, "Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers", *Review of Financial Studies* 20:491—527.
- Fisman, R., and I. Love, 2003, "Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth", *Journal of Finance* 58: 353—374.
- Ge, Y., and J. Qiu, 2007, "Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit", *Journal of Banking and Finance* 31: 513—530.
- Kashyap, A. K., and J. C. Stein, 2000, "What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?", *American Economic Review* 90: 407—428.
- Kashyap, A. K., J. C. Stein, and D. W. Wilcox, 1993, "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance", *American Economic Review* 83: 78—98.
- Kornai, J., 1998, "The Concept of the Soft Budget Constraint Syndrome in Economic Theory", *Journal of Comparative Economics* 26: 11—17.
- Love, I., L. A. Preve, and V. Sarria-Allende, 2007, "Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises", *Journal of Financial Economics* 83: 453—469.
- Mishkin, F. S., 1995, "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives* 9: 3—10.
- Nilsen, J. H., 2002, "Trade Credit and the Bank Lending Channel", *Journal of Money, Credit, and Banking* 34: 226—253.
- Oliner, S. D., and G. D. Rudebusch, 1996, "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance: Comment", *American Economic Review* 86: 300—309.
- Petersen, M. A., and R. G. Rajan, 1997, "Trade Credit: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies* 10: 661—691.
- Qian, Y., 1994, "A Theory of Shortage in Socialist Economies Based on the 'Soft Budget Constraint'", *American Economic Review* 84: 145—156.
- Romer, C. D., and D. H. Romer, 1990, "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", *Brooking papers on economic activity* Vol. 1990, No. 1: 149—213.
- Stiglitz, J., and A. Weiss, 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71: 393—410.

(下转第150页)

Performance of Officials and the Promotion Tournament

—Evidence from Chinese Cities

Yao Yang and Zhang Muyang

(Peking University)

Abstract: This paper studies the role of subnational leaders in economic growth using city-leader pair data collected from 241 cities in China's 18 provinces for the period 1994—2008. A unique feature of China's institutional arrangements is that local leaders are often moved from one city to another. This allows us to compare leaders across cities. We find that leaders matter for local economic growth. Further exploration shows that our sample does not suffer from biased attrition and our estimates of the leader effects are robust to transitory shocks and are not affected by nonrandom moves of leaders. Using the leaders' personal effects estimated from our test, we find that more capable leaders are more likely to get promoted although their chances are nuanced by their ages. We also find that local economic growth is not a good predictor for promotion after leaders' personal effects are controlled.

Key Words: Local Leaders; Economic Performance; Promotion Tournament

JEL Classification: H11, M51, O53, P26

(责任编辑:成 言)(校对:莹 子)

(上接第 82 页)

The Impact of Monetary Policy on the Relationship between Bank Loans and Business Credits

Rao Pingui and Jiang Guohua

(Management School, Jinan University; Guanghua School of Management, Peking University)

Abstract: Considering firm ownership type, this paper investigates how Chinese monetary policy influences the relationship between bank loan and business credit and provides micro evidence on Chinese monetary policy's credit transmission mechanism. Using monetary policy contraction dummy variable and bankers' confidence index, we find the impact of monetary policies on firm borrowing is stronger for non-state firms, *via-a-vis* for state firms. During monetary policy contraction phase, non-state firms are more likely to obtain net business credit as alternative financing. Evidences in this paper indicate monetary policy credit transmission mechanism on a micro level exists in China, and it also enriches research on macroeconomic policies and firm behaviors. Understanding monetary policy transmission mechanism should help policy-makers find more appropriate monetary policy intermediate target, so as to better adjust economic development.

Key Words: Monetary Policies; Credit Transmission Mechanism; Bank Loan; Business Credit; Ownership

JEL Classification: E42, E52, G21, G32

(责任编辑:晓 喻)(校对:晓 鸥)