

利率市场化改革进程下企业贷款成本 与资本配置效率研究^{*}

陈学胜, 罗润东

(山东大学商学院, 山东 威海 264209)

内容提要:本文基于企业融资约束和投资决策的视角,利用沪深A股上市公司2007—2016年的数据,对利率市场化改革进程下信贷市场的资源配置效率和企业内部的资本配置效率进行了估计和检验。研究发现,随着利率市场化改革的不断推进,信贷市场的资源配置效率明显改善,企业基本面的表现有效反映了企业间的融资成本差异和规模差异。与此同时,企业融资成本会显著加大企业投资支出对边际产出的敏感性,但是,融资规模的作用效果不明显。这说明,利率市场化改革基于价格渠道有效提高了企业内部的资本配置效率。

关键词:利率市场化;融资成本;贷款定价;资本配置效率

中图分类号:F830.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)03—0162—13

一、引言

作为金融改革的重要内容,中国的利率市场化改革经历了漫长的过程。中国在1993年正式提出了利率市场化改革的基本设想。1996年银行间同业拆借利率的开放被视为利率市场化改革的突破口。其实,早在1983年,中国人民银行就曾获得贷款利率浮动的国务院授权。1987年1月,中国人民银行进行了放松贷款利率管制的首次尝试。各专业银行获准可以根据国家现行经济政策,在国家规定的流动资金贷款利率的基础上进行幅度不超过20%的向上浮动。由于贷款利率管制的放松加大了企业的资金成本,利率市场化改革承受了来自实体经济相关部门的巨大压力。因此,改革曾一度有所倒退。为了降低企业的利息支出负担,1996年5月,中国人民银行决定将贷款利率的浮动区间缩小为上下各10%,浮动范围仅限于流动资金贷款。1997年亚洲金融危机爆发期间,经济景气不佳,贷款基准利率连续下调,利率浮动范围不断收窄。这严重挫伤了商业银行对中小企业贷款的积极性。为了提高对中小企业的资金支持力度,促进中小企业的发展,更好地体现风险与收益相匹配的原则,中国人民银行在1998年和1999年进一步扩大了贷款利率的浮动上限。但是,国务院指定的512家大型国有企业的贷款利率不上浮。贷款利率的浮动下限保持不变。进入21世纪,中国经济的内外部环境发生了巨大变化。中国的利率市场化改革进程不断加快,贷款利率上浮区间持续扩大。2004年10月29日,经国务院批准,中国人民银行决定取消城乡信用社以外的其他金融机构的贷款利率上限。2006年以后,贷款利率的下限也开始扩大。2013年7月20日,中国人民银行宣布取消贷款利率下限,金融机构的贷款利率管制从此全面放开。2015年10月23日,中国人民银行宣布取消商业银行和农村合作金融机构的存款利率浮动上限。至此,中国的利率管制已基本被取消,利率市场化改革任务初步完成。

放开利率管制只是利率市场化改革的形式。存贷款利率价格的完全放开并不意味着利率市场化改革

收稿日期:2016-09-21

^{*} **基金项目:**山东省自然科学基金一般项目“融资约束、风险与资产定价研究”(ZR2015GM003);山东省社会科学规划一般项目“金融约束、金融改革与山东省企业出口行为研究”(15CJJ17);国家自然科学基金面上项目“老龄化条件下家庭人力资本投资的代际合作与竞争关系研究”(71573158)。

作者简介:陈学胜(1979-),男,山东泰安人,经济学博士,副教授,硕士生导师,研究方向是公司金融与证券市场,E-mail: cxs1999@126.com;罗润东(1966-),男,山东德州人,教授,博士生导师,研究方向是劳动经济与人力资源管理,E-mail: rundong_luo@163.com。通讯作者:陈学胜。

的全部完成。改革的最终目的是发挥市场的主导作用,实现金融资源的有效配置。这至少取决于两个标准:一是市场取代货币当局成为货币资金的定价主体;二是在市场主导下金融资源实现了有效配置。这两个标准不是割裂的,而是相辅相成的。金融资源的有效配置取决于市场的定价效率,是市场基于资金的供求关系,在成本、风险与收益相对等的条件下,通过价格对资金配置实施的最终引导结果。单纯放开价格并不能实现金融资源的有效配置,还要取决于市场的一些基准条件和金融机构自身定价体系的建设情况。中国的利率市场化改革采取的是双轨制的推进方式。在放松和最终放开利率管制的同时,着手建立市场化的利率,比如放开银行间同业拆借利率和债券市场利率,为贷款利率的定价提供基准参照。同时,不断培育和

提高金融机构的自身定价能力,帮助商业银行建立和完善各种利率管理制度。

本文的研究目的是对利率市场化进程下贷款市场的定价效率和企业内部的资本配置效率进行检验。重点回答以下三个问题:第一,商业银行的贷款利率定价是否反映了存贷款市场的供求变化,是否是基于资金成本、风险与收益的理性定价行为。第二,贷款利率管制的逐渐放开是否提高了信贷市场的资源配置效率。第三,信贷市场定价功能的提升和资源配置效率的提高是否也同时提高了企业内部的资本配置效率。由于商业银行的贷款数据难以获得,本文将从企业融资成本和融资规模的角度出发对上述问题进行回答。相关检验主要建立在如下假设基础之上:如果信贷市场的贷款定价能力因利率管制的逐渐放开而获得提高,那么风险因素应该是商业银行选择贷款利率浮动幅度的主要考虑之一。经营风险比较低、盈利能力比较好的企业获得的贷款的成本要显著低于那些经营风险比较高,盈利前景比较差的企业。如果信贷资源的配置效率也获得提高,那么信贷资源应该更多流向那些经营风险比较低和盈利前景比较好的企业。对于企业而言,外部资金的可得性和获得成本是企业在进行投资和生产环节中需要重点考虑的一个决策因素。如果利率市场化改革提高了商业银行的贷款定价能力和信贷资源分配效率,商业银行将基于风险与收益相对等的原则,寻找合适的贷款对象,并根据贷款对象的经营表现对贷款进行差别定价和额度分配。这将体现为企业获得贷款的成本差异和额度差异,并影响企业的边际产出和收益,进而影响企业的资本配置效率。

二、文献回顾与本文的贡献

1. 利率市场化改革、贷款定价与企业融资成本

由于商业银行的定价能力有限,对贷款利率浮动缺少必要的量化分析。在贷款利率管制的逐步放开过程中,商业银行的贷款利率未能充分反映贷款人的信用等级水平和项目风险程度,也没有体现风险补偿原则,更好地覆盖风险溢价。相反,却滋生了大量的“关系型”贷款和低效益贷款。为了增强商业银行的利率风险意识,提高商业银行的贷款利率浮动管理能力,中国人民银行在1999年和2003年两次要求商业银行制定相关的贷款浮动利率管理办法,完善分级浮动利率授权制度,做到有章可循,运作规范。在中国人民银行的不断督促下,各商业银行逐渐建立了以贷款成本和风险因素为基础的贷款利率管理制度(易纲,2009),商业银行的贷款定价能力也不断提升(周鸿卫等,2008)。曹利莎等(2013)针对四大商业银行的调研数据和回归分析也表明,商业银行已经开始高度重视客户信用评估和宏观政策识别等要素在授信过程中的重要性;赵旭(2009)、隋聪、邢天才(2013)的实证研究发现,机会成本对商业银行的净利差存在显著的影响,但是,风险因素的影响还不够明显。

虽然中国人民银行在2004年就已经明确规定,不再根据企业所有权性质和规模大小分别制定贷款利率的浮动区间,目的是鼓励金融机构更多地为民营企业 and 中小企业提供金融服务。但是,针对民营企业 and 中小企业的信贷歧视问题并没有得到显著改善。韩飏等(2014)以全国18个地市的问卷调查为基础,从企业和银行两个角度,研究了两者市场行为对信贷资金成本的影响,研究发现,贷款议价能力在不同规模的企业之间差别较大,中小企业议价能力普遍较弱,贷款成本也相对较高;李广子、刘力(2009)的实证研究显示,上市公司在被民营化以后,债务融资成本也显著增加,民营企业的信贷歧视问题并没有随着时间的推移得到明显改善;孙会霞等(2013)基于上市公司2004—2011年期间最新借款公告的数据研究发现,国有企业的借款成本显著低于民营企业。除了产权性质的直接差异以外,企业是否存在政治关联也是制约信贷配置或者

企业融资问题的重要因素。何靖(2011)、袁春生(2014)的研究显示,有政治关联的公司 in 信贷融资成本和融资规模上均优于无政治关联的公司。

2. 利率市场化改革、信贷资源分配与企业资本配置效率

利率市场化改革的最终目标是实现金融资源的优化配置。这包含两个层次:一个是提高金融机构和金融市场的配置效率,表现为金融资源在不同企业间的分配情况;另一个是提高企业内部的资本配置效率,表现为企业内部资金的使用效率。就第一个层面而言,由于利率市场化是一个不断推进的过程,其间还伴随着其他一些方面的金融市场化改革。因此,基于这一层面的研究没有一个统一的定论。如果以2004年国有银行股份制改革为分水岭的话,现有的实证研究普遍表明,此前中国银行业的信贷配置是低效率的或者说效率很低(Podpiera, 2006; Bailey 等, 2011)。2004年以后,商业银行的信贷配置效率得到明显改善(孙亮、柳建华, 2011; 孙会霞等, 2013)。影响银行资源配置效率的主要因素,一方面来源于银行对企业信用风险进行合理定价的能力有限;另一方面源于信贷资源配置过程中的政府干预。最近的一些研究表明,政府在银行信贷分配过程中依然存在较强的干预(姚耀军, 2010; 刘飞, 2014; 王珏等, 2015)。

在第二个层面,也就是企业内部资金的使用效率方面,现有文献的研究结论普遍认为,银行信贷资金没有发挥杠杆治理的作用,使用效率普遍较低。管理层滥用银行信贷资源增加了公司的代理成本,降低了公司的绩效水平。这些表现在国有企业尤其严重(田利辉, 2004、2005; 余明桂、潘红波, 2008; 应千伟等, 2010; 张佩、马弘, 2012; 徐明东、陈学彬, 2012)。究其原因,田利辉(2004、2005)认为,预算软约束是杠杆治理被扭曲的直接原因;余明桂、潘红波(2008)认为,地方政府干预、地区法制水平和金融发展水平低下是导致国有企业贷款使用效率低下的重要外部因素;应千伟等(2010)的研究发现,2004年国有银行股份制改革之后,企业微观主体的资本配置效率在短期内不但没有上升,反而下降了,研究结论将其解释为贷款利率上限取消在短期内所导致的逆向选择效应,金融市场发展水平越低下的地区效应越明显;张佩、马弘(2012)认为,由于未实现利率市场化,银行贷款成本显著低于非正式渠道的融资成本,导致更容易从银行获得贷款的企业获益并过度投资,这种资本错配显著降低了整体经济的全要素生产率(TFP);徐明东、陈学彬(2012)等认为,双轨制的利率改革模式和利率管制所导致的价格低估,使利率的价格信号作用被严重扭曲。影响企业投资的利率传导机制难以发挥作用,导致企业资本配置效率不高。

3. 本文的贡献

本文基于利率市场化改革影响商业银行贷款定价效率的视角,将有关信贷配置效率的两个层面的研究,即企业间和企业内信贷资金的配置效率集中于一个模型内进行讨论。本文考虑的是企业间信贷资源的分配效率问题。根据Kaplan & Zingales(1997)的定义,当外部融资成本高于企业自有资金的使用成本时,企业面临融资约束。由于信息不对称和委托代理问题,企业内外部资金成本必然存在差异。按照这一定义,所有企业都存在融资约束,只是程度有所不同。这一定义的优势在于可以通过溢价高低来衡量企业的融资约束程度,外部资金溢价越高的企业面临的融资约束程度也越严重。反过来,融资约束越高的企业其外部资金溢价也应该越高。本文将利用这一定义来检验信贷定价的有效性。由于无法获得企业外部资金溢价的准确数据,实证研究中,主要通过构建融资约束指数的形式来衡量企业的融资约束程度。代表性的指数包括Lamont等(2001)的KZ指数,Whited & Wu(2006)的WW指数等。这些指数主要是利用一系列可以观察到的公司特征作为融资约束参数,包括现金持有、现金流、杠杆率、公司规模、销售增长率和一些行业特征变量等。这与本文的研究目的一致。因此,本文根据WW指数的建模思想,利用上市公司财务数据构建符合中国实际的上市公司融资约束指数。根据指数大小来衡量上市公司面临的融资约束程度。按照程度不同将企业划分为不同组别,对各组别样本之间的贷款成本和贷款规模差异进行比较和显著性检验。这样处理也与银行贷款发放的一般原则相一致。与其他金融机构相比,商业银行追求的是收益一定下的风险最小化。贷款发放的前提假设是企业能按期还本付息。主要判断依据是企业过去的生产经营业绩和资产、负债、现金流等财务状况表现。极端情况下会考虑企业破产清算价值是否会覆盖贷款。本文随后将融资约束指数的主要参考变量作为解释变量,以企业债务融资成本和融资规模作为被解释变量,构建双重差分模型

对利率市场化改革完成前后,商业银行的贷款定价效率和信贷分配效率变化进行检验。

公司投资是影响银行信贷资源优化配置的重要因素(Demeza & Webb,1992,2000)。本文将从第二个层面,即企业内部资金使用效率方面,继续探讨信贷资金的配置效率问题。虽然国内已有部分文献对该问题进行了研究,但是,大都集中于政策性变化或者信贷额度分配的视角。本文则是从信贷定价和额度分配的双重角度出发,研究信贷资源分配对企业资本配置效率的影响。如果信贷成本和信贷配额在不同约束程度的企业之间存在显著差异的假设得到证明,则可以在本文构建的企业投资决策模型下,参照 Wurgelr(2000)的方法,通过观测投资对边际产出的敏感性来检验企业的资本配置效率^①。在此基础上引入信贷成本、信贷规模与边际产出的交互项,通过观察其系数符号变化和显著性来判断信贷资源分配对企业资本配置效率的影响。

三、研究设计与变量选择

1. 理论与计量模型

假设公司以股东财富价值最大化为目标,公司价值记为 V 并且可以表达为如下形式:

$$V_t(K_t, \xi_t) = \max D_t + E_t \left[\sum_{s=1}^{\infty} \beta_{t+s-1} D_{t+s} \right] \quad (1)$$

$$s. t. \quad D_t = \Pi(K_t, \xi_t) - C(I_t, K_t) - I_t \quad (2)$$

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t \quad (3)$$

$$D_t \geq 0 \quad (4)$$

式中, D_t 为公司的现金股利; β_{t+s} 表示两个区间之间的折现因子; K_t 为期初资本; I_t 为投资支出; δ 为折旧率; $\Pi(K_t, \xi_t)$ 为企业生产利润函数; ξ_t 代表生产率冲击; $C(I_t, K_t)$ 为投资的变动成本, 包括因为投资所导致的损失。式(3)表示公司的资本积累, 下一期的资本 K_{t+1} 为当期投资 I_t 与折旧资本 $(1 - \delta)K_t$ 的和。不等式(4)表示股利必须为正。

对式(1)进行一阶偏微分后整理可得:

$$1 + \left(\left(\frac{\partial C}{\partial I} \right) \right) = M_t E_t \left\{ \theta \left[\left(\frac{\partial \Pi}{\partial K} \right)_{t+1} + (1 - \delta) \left(1 + \left(\frac{\partial C}{\partial I} \right)_{t+1} \right) \right] \right\} \quad (5)$$

式中, $\partial C / \partial I$ 代表投资的边际变动成本; $\partial \Pi / \partial K$ 代表资本的边际利润, 即边际产出(MPK); $\theta = (1 + \lambda_{t+1}) / (1 + \lambda_t)$ 代表企业面临的外部融资约束程度; 拉格朗日乘数 λ 代表外部影子成本, 在完美市场的条件下, $\lambda_t = \lambda_{t+1} = 0$ 且 $\theta = 1$, 企业不存在融资约束, 否则企业存在融资约束, λ_{t+1} 与 λ_t 之间的差异决定了企业面临的融资约束程度; M_t 代表内部折现因子。

式(5)给出了边际成本、边际产出与融资约束之间关系的表达式。为了便于实证, 对各变量进行如下定义:

参照传统的投资资本调整模型, 将边际成本定义为 $\frac{\partial C}{\partial I_{it}} = \alpha \left(\frac{I}{K_{it}} - q \frac{I}{K_{it-1}} \right) - v_i$ 。不同于传统模型, 本文的调整成本函数, 考虑了前一期的投资/资本比。当 $q = 0$ 时, 该模型与传统模型假设一致。包含此项, 在于考虑到公司的投资惯性。 v_i 为单个公司最小调整成本下的投资水平。参照 Gilchrist & Himmelberg(1998)的做法, 将边际产出定义为主营业务收入与资本的比率, 即 $MPK = S/K$ 。

在这个模型中, 无法计算 λ , 也就无法测量 θ 。本文借鉴 Hubbard 等(1995)、Love(2003)、Whited & Wu(2006)等构建融资约束指数的方法, 将 θ 定义为如下单一函数:

$$\theta = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 CASH_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 NI_{it} + \beta_7 ISG_{it} + \beta_8 ILEV_{it} \quad (6)$$

式中, $SIZE$ 为取自然对数后的总资产; LEV 为企业资产负债率; $CASH$ 为流动资产比率; CF 为现金流

^①Wurgelr(2000)的方法只考虑了数量因素而忽视了价格因素。王珏等(2015)利用该方法从数量和价格方面研究了企业间的信贷资源配置效率问题。

平; SG 为主营业务收入增长率; NI 为企业净利润率; $ILEV$ 为企业所属行业的资产负债率; ISG 为行业收入增长率。

将上述参数表达式代入式(5)后, 表达式变为如下形式:

$$\frac{I}{K_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{I}{K_{i,t+1}} + \alpha_2 \frac{I}{K_{i,t-1}} + \alpha_3 MPK_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 CASH_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 NI_{it} + \beta_7 ISG_{it} + \beta_8 ILEV_{it} + e_{it} \quad (7)$$

式(7)作为本文的基准模型, 可以得到如下有益的结果: 第一, 根据 Wurgler(2000), 边际产出变量 MPK 的系数 α_3 可以作为资本配置效率的衡量指标。 α_3 越大, 说明企业投资对边际产出的敏感性越高, 企业的资本配置效率也越高。第二, 根据式(7)的系数估计结果可以得到融资约束指数的表达式, 衡量企业面临的融资约束程度。

对于融资约束程度的表现形式, 目前仍然存在很大分歧。一些学者认为, 企业的融资约束程度体现为企业的外部融资溢价水平的高低 (Kaplan & Zingales, 1997); 另一些学者则认为, 企业的融资约束程度体现为融资需求是否得到有效满足, 即是否受到信贷配给约束 (Almeida & Campello, 2007)。本文综合这两种观点, 用企业外部融资溢价水平 (企业融资成本的高低) 和企业外部资金的可得性 (长期负债能力) 来体现企业的融资约束程度。结合本文构建的融资约束指数^①, 根据其大小按照四分位法将企业分为高、次高、次低和低融资约束组四个组别。重点比较高融资约束组企业的债务融资成本是否显著高于低融资约束组的企业, 融资规模是否显著低于低融资约束组的企业。如果显著, 说明企业面临的融资约束程度与融资成本和规模相匹配, 利率市场化进程下银行贷款定价和分配效率得到有效改善。另外, 信贷市场针对民营企业的歧视问题会影响利率市场化改革的进程和效果, 也是利率市场化改革的重点内容。本文继续将企业按照产权性质划分为国有企业和民营企业两个组别, 比较了利率市场化改革对这两组企业的不同影响。

随后, 以企业融资成本和规模为被解释变量, 构建双重差分模型, 对贷款利率市场化改革完成前后企业的融资成本差异和规模差异进行检验。基本模型如下:

$$Finance_{it} = \beta_0 + \beta_1 Group_i + \beta_2 Time + \beta_3 Group_i \times Time + \sum \gamma_i Control_{it} + e_{it} \quad (8)$$

式中, $Finance$ 代表企业融资约束程度, 包含融资成本 (IC) 和长期负债率 (LD) 两个变量; $Group$ 为组间虚拟变量, 本文按照融资约束程度将企业分为高、低两个组别, 按照产权性质将企业分为国有企业和民营企业两个组别; 将低融资约束组和国有企业组作为对照组, 虚拟变量赋值为 0, 将高融资约束组和民营企业组作为实验组, 虚拟变量赋值为 1; $Time$ 为时间虚拟变量, 贷款利率市场化改革完成前赋值为 0, 完成以后赋值为 1; β_3 为双重差分统计量, 度量利率市场化改革对参照组和实验组在不同时间的影响; $Control$ 为企业控制变量, 各变量的显著性可以为本文构建的融资约束指数和信贷市场的配置效率提供有效佐证; e_{it} 为随机扰动项。

最后, 将 $Finance$ 变量替换 (带入模型(5)), 并将模型扩展为表达式(9), 以此来检验利率市场化改革所带来的企业融资成本和规模变化是否改善了企业的资本配置效率。

$$\frac{I}{K_{it}} = \alpha_1 \frac{I}{K_{i,t+1}} + \alpha_2 \frac{I}{K_{i,t-1}} + \alpha_3 MPK_{it} + \alpha_4 Finance_{it} + \alpha_5 MPK_{it} \times Finance_{it} + \sum \gamma_i Control_{it} + e_{it} \quad (9)$$

实证中重点关注系数 α_3 、 α_4 、 α_5 的符号和显著性。其中, α_3 代表企业投资对边际产出的敏感度。该系数可以用来衡量企业的资本配置效率, 值越大, 说明企业的资本配置效率越高; α_4 代表企业投资对融资成本和规模的敏感度; α_5 为边际产出与融资成本和规模的交互项的系数。如果贷款利率市场化改革提高了企业的资本配置效率, 融资成本越高和规模越大的企业, 其边际产出要求也越高, 即交互项的系数 α_5 显著为正。

2. 研究变量与样本选择

(1) 研究变量。由于上市公司在财务报告中不直接披露贷款的期限和利率等信息, 李广子、刘力 (2009)

^① 利用广义矩估计方法 (GMM) 对模型(7) 进行估计和显著性检验, 最终得到如下形式的融资约束指数表达式: $FC_{it} = 0.0004SIZE_{it} + 0.0003CASH_{it} + 0.0002CF_{it} + 0.0087ILEV_{it} + 0.0017ISG_{it}$ 。

选择了利息支出/平均借款总额等多个指标进行了替代。王珏等(2015)用财务费用/营业收入来代替信贷价格。但是,利息支出包含各类贷款,财务费用则包括企业各类融资费用,范围也不仅限于银行贷款。2007 年出台的新会计准则新增了应付利息科目,核算的是企业对于按期付息、到期偿还本金的长期借款、应付债券和其他长期负债按期计提的利息。考虑到银行贷款在其中的比重比较大,因此,本文选择应付利息与企业前期长期借款和应付债券的余额的比作为信贷价格的衡量指标。研究过程中还将用到其他众多财务变量,本文所用变量的符号、含义和计算方法如表 1 所示。

表 1 变量含义和计算方法

变量符号	含义	计算方法
<i>I</i>	企业投资支出	固定资产原值、在建工程、工程物资三项的增加值之和
<i>K</i>	企业期初总资产	企业期初总资产
<i>SIZE</i>	企业规模	企业总资产取对数
<i>LEV</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>MPK</i>	主营业务总资产收益率	主营业务收入/总资产
<i>SG</i>	主营业务收入增长率	(当期主营业务收入 - 上期主营业务收入)/上期主营业务收入
<i>CASH</i>	流动资产与总资产比	流动资产/总资产
<i>CF</i>	现金流资产比	经营活动产生的现金流/总资产
<i>NI</i>	资产收益率	净利润/总资产
<i>ILEV</i>	行业资产负债率	行业内企业总负债/总资产的平均值
<i>ISG</i>	行业增长率	(行业当期收入 - 行业上期收入)/行业上期收入
<i>IC</i>	债务融资成本	当前应付利息/前期长期借款、应付债券和长期应付款之和
<i>LD</i>	债务融资规模	长期借款、应付债券和长期应付款之和/总资产
<i>Group₁</i>	融资约束分组	高融资约束组取值为 1,低融资约束组取值为 0
<i>Group₂</i>	产权分组	民营企业取值为 1,国有企业取值为 0
<i>Time</i>	时间虚拟变量	2013 年 7 月 20 日之前取值为 0,之后取值为 1

资料来源:本文整理

(2)样本选择。本文以沪深 A 股上市公司为研究样本,样本筛选原则如下:①考虑到 IPO 公司和同时在多个证券市场上发行股票的公司与其他财务公司的财务行为差异,本文选取 2006 年 12 月 31 日前上市且只发行 A 股的公司;②剔除金融保险类行业以及电力、煤气和水等生产与定价受政府严格管制的公司;③剔除上市期间内被 ST 或 PT 的公司以及上市期间内发生行业变更的公司;④剔除数据缺失以及资产负债率大于 1,事实上已经资不抵债的公司。通过上述筛选,将面板数据进行平衡化处理以后,最终得到 964 家上市公司的季度观察值。数据来源于 CSMAR 数据库和 WIND 数据库,样本区间为 2007—2016 年^①。

四、实证结果及分析

1. 变量描述性统计

为了避免极端值的影响,本文对所使用的连续变量进行了 1% 的缩尾(Winsorize)处理,数据处理后的描述性统计结果如表 2 所示。

^① 本文之所以选择 2007—2016 年作为样本区间主要基于以下考虑:(1)2007 年新会计准则新增了应付利息科目,可以更准确地衡量企业债务融资成本。(2)避免实施新会计准则导致的会计科目变更和数据不一致问题。(3)本文用替代性指标比如利息费用指标,即利息支出占公司借款和总负债的比,对企业融资成本进行了比较后发现,2007 年之前企业之间的融资成本差异非常小,主要差异开始于 2007 年以后。(4)既有研究成果的样本区间主要集中于 2007 年以前的数据,本文选择 2007 年以后可以避免重复,也容易与他们的研究结论形成对比,更容易对利率市场化改革进程下的效果进行检验。

表 2 变量的描述性统计

变量	平均值	中位数	标准差	最大值	最小值
<i>I</i>	0.030	0.017	0.039	0.545	0
<i>SIZE</i>	22.511	22.450	1.244	27.292	17.532
<i>MPK</i>	0.456	0.317	0.544	29.445	0
<i>LEV</i>	0.604	0.597	0.420	0.991	0.047
<i>SG</i>	0.717	0.458	23.321	320.595	-1
<i>CASH</i>	0.560	0.536	0.595	64.229	0
<i>CF</i>	0.018	0.014	0.084	2.529	-3.728
<i>NI</i>	0.020	0.014	0.067	3.225	-2.496
<i>ILEV</i>	0.636	0.582	0.244	1.781	0.503
<i>ISG</i>	1.692	1.018	3.148	11.371	-1.925
<i>IC</i>	0.042	0.009	0.114	0.98	0.001
<i>LD</i>	0.135	0.098	0.232	21.074	0

资料来源:本文计算整理

2. 信贷市场资源配置效率

中国的利率市场化改革是一个不断推进的过程。为了检验利率化市场的推进效果以及贷款利率管制完全放开的市场冲击效应,本文首先根据融资约束指数的大小将企业按照融资约束程度划分为高融资约束组和低融资约束组,按照企业产权性质将企业划分为民营企业 and 国有企业,对 2013 年 7 月 20 日以前和以后各组企业的债务融资成本和长期负债水平的平均值分别进行了计算。随后,对贷款利率管制全面放开前后相关数据的组间差异进行了比较和 T-test 均值差异检验。计算和检验结果如表 3 所示。

表 3 融资成本与融资规模的组间均值差异检验

变量		高融资约束组	低融资约束组	组间差异	民营企业	国有企业	组间差异
改革完成前	融资成本	0.123	0.029	0.094***	0.064	0.036	0.028***
	长期负债	0.068	0.188	-0.120***	0.108	0.144	-0.036***
改革完成后	融资成本	0.088	0.022	0.066***	0.039	0.036	0.003
	长期负债	0.083	0.192	-0.109***	0.120	0.150	-0.030***

注:***代表 1% 置信水平下显著,**代表 5% 置信水平下显著,*代表 10% 置信水平下显著

资料来源:本文计算整理

根据表 3,无论是在贷款利率市场化改革完成前还是完成后,高融资约束组企业的债务融资成本、长期负债率均显著高于和低于低融资约束组。利率市场化改革完成后组间差异变小。利率市场化改革完成前,民营企业的债务融资成本显著高于国有企业,长期负债水平显著低于国有企业。改革完成后,融资成本的组间差异不再显著,但是,民营企业的长期负债水平依然低于国有企业。根据比较结果,企业基本面的表现反映了企业的融资约束差异,并体现为企业的债务融资成本和规模差异。这在一定程度上说明,在利率市场化改革的不断推进下,贷款市场的定价效率和信贷资源配置效率显著提高。虽然中国人民银行在 2004 年就明确贷款利率不再根据企业所有权属性分别制定,但是,在利率市场化改革的推进过程中,民营企业的信贷歧视问题依然存在。另外,贷款利率定价管制完全放开后,不同组别的企业债务融资成本和规模差异不但没有变大,反而变小了,说明贷款利率管制的完全放开对市场定价和信贷规模分配没有形成较大的冲击,而且民营企业的信贷歧视问题得到了一定的改善。

本文继续利用本文构建的双重差分模型(8)对上述结论进行了进一步的实证检验,检验结果如表 4 所示。根据表 4 的估计结果,组间虚拟变量(*Group*)和时间虚拟变量(*Time*)分别在 1% 和 5% 的置信水平下显著,说明高融资约束组和低融资约束组,民营企业和国有企业在融资成本和融资规模上存在显著差异。贷

款利率管制放开后,企业融资成本显著增加,融资规模显著减小。组间虚拟变量和时间虚拟变量的系数,即本文重点关注的双重差分统计量,仅在解释融资成本差异时显著且为负值,说明贷款利率管制的完全放开对企业融资成本差异产生了显著影响,表现为降低了企业融资成本之间的差异。另外,企业和行业控制变量的回归结果基本都显著,且符合信贷定价微观影响因素的一般原则。这充分说明,在利率市场化改革的推进过程中,信贷市场的定价效率和资源配置效率确实获得了有效的改善和提高。

表 4 模型(8)的检验结果

变量	融资约束分组		产权属性分组	
	IC	LD	IC	LD
<i>_cons</i>	0.262 *** (7.44)	-0.250 *** (-3.86)	0.475 *** (31.06)	-0.723 *** (-30.61)
<i>GROUP1</i>	0.063 *** (11.72)	-0.076 *** (-7.69)		
<i>GROUP2</i>			0.012 *** (5.70)	-0.022 *** (-6.86)
<i>TIME</i>	0.011 *** (3.94)	-0.008 * (-1.61)	0.014 *** (6.43)	-0.018 *** (-5.55)
<i>GROUP1 × TIME</i>	-0.027 *** (-5.04)	0.001 (0.13)		
<i>GROUP2 × TIME</i>			-0.017 *** (-5.04)	0.008 (1.46)
<i>SIZE</i>	-0.012 *** (-8.27)	0.015 *** (5.59)	-0.021 *** (-32.47)	0.035 *** (34.64)
<i>LEV</i>	0.037 *** (18.80)	0.024 *** (6.52)	0.040 *** (21.33)	0.043 *** (14.83)
<i>CASH</i>	0.016 *** (6.26)	0.114 *** (25.10)	0.014 *** (6.89)	0.088 *** (28.93)
<i>CF</i>	0.067 *** (5.35)	0.344 *** (14.98)	0.037 *** (3.71)	0.242 *** (15.87)
<i>SG</i>	-0.0002 *** (-2.87)	0.004 *** (41.87)	-0.0001 *** (-2.76)	0.005 *** (61.99)
<i>NI</i>	0.035 ** (2.47)	-0.120 *** (-4.60)	0.008 (0.62)	-0.023 (-1.21)
<i>ISG</i>	-0.0006 * (-1.66)	-0.0006 (-0.93)	-0.0004 (-1.51)	-0.0009 ** (-2.22)
<i>ILEV</i>	0.012 *** (7.44)	-0.008 (-0.327)	0.012 *** (3.94)	-0.0009 (-0.17)
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	9991	9991	20266	20266
<i>R-sq</i>	0.164	0.555	0.084	0.472

注:***代表1%置信水平下显著,**代表5%置信水平下显著,*代表10%置信水平下显著

资料来源:本文计算整理

3. 企业内部资本配置效率

信贷资源配置效率的改善是否也有效提高了企业的资本配置效率。本文利用模型(9)对不同组别的样本企业的内部资本配置效率进行了检验和分析。根据模型(9)的检验思路,边际产出变量(*MPK*)的系数大小反映了企业资本配置效率的高低。那些融资成本比较高,资金获取难度较大的企业,应该将资金投资于

边际产出更高的项目,表现出更高的资本配置效率。本文重点关注边际产出与融资成本和融资规模的交互项的系数符号和显著性水平。回归结果如表 5 所示。

表 5 模型(9)的检验结果

变量	全样本	高融资约束组	低融资约束组	民营企业组	国有企业组
$_cons$	0.009 ** (2.69)	0.010 (0.49)	0.017 * (1.91)	0.007 (1.05)	0.009 ** (2.24)
I/K_{t+1}	0.431 *** (78.86)	0.374 *** (22.22)	0.443 *** (49.32)	0.393 *** (40.43)	0.430 *** (64.41)
I/K_{t-1}	0.433 *** (84.30)	0.460 *** (29.84)	0.411 *** (48.93)	0.417 *** (44.91)	0.436 *** (69.68)
MPK	0.004 *** (3.55)	0.012 *** (8.80)	0.002 *** (3.29)	0.012 *** (14.35)	0.004 *** (8.12)
IC	-0.006 *** (-3.55)	-0.002 (-0.51)	-0.012 * (-1.85)	-0.006 * (-1.75)	-0.006 ** (-5.13)
LD	0.007 *** (6.36)	0.008 ** (2.05)	0.004 ** (2.21)	0.012 *** (4.46)	0.007 *** (5.13)
$MPK \times IC$	0.014 *** (7.07)	0.008 (1.33)	0.016 *** (3.52)	0.012 *** (2.87)	0.014 *** (5.62)
$MPK \times LD$	0.0005 ** (2.22)	0.0001 (0.17)	0.0004 (0.42)	-0.0004 (-0.67)	0.0003 (0.82)
$SIZE$	-0.0001 (-0.82)	0.0006 (0.64)	-0.0004 (-0.42)	-0.0001 (-0.31)	-0.0001 (-0.81)
LEV	-0.001 *** (-2.99)	-0.001 ** (-2.23)	0.002 (0.85)	-0.002 *** (-3.90)	-0.0002 (-0.22)
$CASH$	-0.004 *** (-8.38)	-0.003 *** (-3.05)	-0.006 *** (-5.82)	-0.006 *** (-6.00)	-0.004 *** (-7.57)
CF	0.026 *** (12.45)	0.016 *** (3.34)	0.032 *** (7.60)	0.034 *** (8.95)	0.028 *** (10.16)
SG	0.00001 (0.88)	-0.00002 (-0.48)	-0.00008 (-1.45)	-0.00001 (-0.06)	0.00005 ** (2.15)
NI	0.009 *** (3.52)	-0.0003 (-0.10)	0.025 *** (2.64)	0.006 (1.63)	0.019 *** (4.27)
ISG	0.002 *** (14.90)	0.001 *** (5.71)	0.002 *** (9.48)	0.001 *** (9.85)	0.002 *** (15.31)
$ILEV$	-0.010 *** (-7.02)	-0.006 ** (-2.39)	-0.013 *** (-4.61)	-0.007 *** (-4.07)	-0.011 *** (-7.13)
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	20266	2246	7545	6707	13559
$R-sq$	0.508	0.460	0.522	0.504	0.526

注:***代表1%置信水平下显著,**代表5%置信水平下显著,*代表10%置信水平下显著

资料来源:本文计算整理

根据表 5 的回归结果,企业投资支出与边际产出变量(MPK)显著正相关,与企业融资成本(IC)显著负相关(高融资约束组除外),与企业长期负债率(LD)显著正相关。从回归系数的绝对值大小来看,低融资约束组的企业投资对融资成本的敏感度最大,其余组别无差异。高融资约束组企业的投资对融资规模的敏感度显著高于低融资约束组的企业。民营企业显著高于国有企业。这说明,融资约束比较低的企业在投资决

策中会更多考虑融资成本的影响,而融资约束比较高的企业和民营企业则更多考虑的是资金的可得性或者说融资规模的影响。从边际产出与债务融资成本和债务融资规模的交互项的系数符号和显著性水平来看,除高融资约束组外,其余组别的企业边际产出与债务融资成本的交互项的系数均显著且为正值。这说明,融资成本显著加大了企业投资支出对边际产出的敏感度,融资成本越高的企业的边际产出也越高。利率市场化改革通过放宽和最终放开利率管制,显著提高了企业的内部资本配置效率。由于边际产出与债务融资规模的交互项的系数仅在全样本组显著且为正值,而其他分组检验均不显著,因此,利率市场化改革是否通过信贷规模分配而提高企业的内部资本配置效率尚不能完全确定。

4. 稳健性检验

为了保证上述研究结论的可靠性,本文还进行了如下几项稳健性检验^①。

(1) 基于二分模型构建融资约束指数。本文利用发展的二分模型构建融资约束指数,按照融资约束程度对企业进行分组,对各组别企业的债务融资成本和规模差异进行了比较。该方法除了以股利发放与否作为辨别基础外,还包括股利支付率、公司规模、财务缺口、营运资金、利息倍数、公司成长和现金流等因素。考虑的范围比过去文献完整且使用大样本分类。分组比较结果显示,高融资约束组的企业债务融资成本普遍高于低融资约束组的企业,融资规模普遍低于低融资约束组的企业,这与前文的研究结论保持一致。

(2) 融资成本的其他替代指标。考虑到准确衡量企业债务融资成本的困难性和本文指标的单一性,本文参照李广子、刘力(2009)的做法,选择其他指标作为债务融资成本的替代性变量,继续对模型(8)和模型(9)进行了检验。这些指标包括:利息费用指标,即利息支出占公司借款和总负债的比;净财务费用指标,即净财务费用占公司借款和总负债的比,净财务费用为利息支出加上手续费支出和其他财务费用。相关指标可以从企业财务报表中的“财务费用”明细科目中获得,数据来源于 WIND 数据库。用这些指标替代企业债务融资成本对模型(8)的检验结果显示,企业规模变量显著为正,其余变量的符号和显著性保持不变。这说明,按照更宽泛的指标来定义企业融资成本,规模越大的企业,其融资成本支出也越大。对模型(9)的检验结果显示,投资支出与融资成本负相关,与融资规模正相关,边际产出与融资成本的交互项的系数除高融资约束组外均显著且为正值,边际产出与融资规模的交互项的系数为正且仅在全体样本组显著。

(3) 边际产出的其他替代性指标。现有研究基本采用 Wurgler(2000)的投资对企业效率的反应系数作为资本配置效率的估算方法。本文选择企业边际产出作为企业效率的衡量指标。在其他文献中,也有学者选用托宾 Q(范雪俊,2008;叶康涛、祝继高,2009)或者资产收益率(王珏等,2015)作为替代性指标。本文选择托宾 Q 和资产收益率作为企业效率的替代性指标,继续对模型(9)进行了检验。检验结果显示,托宾 Q 和资产收益率的指标均为正值,且分别在 5% 和 1% 的置信水平下显著。这两个变量与融资成本(IC)的交互项的系数为正且均显著,与债务融资规模(LD)的交互项的系数为正,但是,只有全体样本组和民营企业组显著。上述检验说明,本文的实证研究是稳健的,利率市场化改革提高了信贷市场的定价效率,也通过融资成本途径提高了企业的内部资本配置效率。

五、研究结论及政策建议

1. 研究结论

本文基于企业投融资理论,利用 2007—2016 年沪深 A 股上市公司的季度数据,实证研究了利率市场化改革对信贷市场的资源配置效率和企业内部资本配置效率的影响。主要研究结论如下:(1) 债务融资成本和融资规模在面临不同融资约束程度的企业之间存在显著且稳定的差异。这种差异与公司财务数据所反映的公司经营业绩表现相一致,说明利率市场化改革的不断推进和最终完成,有效提高了信贷市场的定价效率和资源配置效率。(2) 虽然中国人民银行早在 2004 年就明确,贷款利率的浮动区间不再根据企业的产权性质分别进行制定,但是,针对民营企业的信贷歧视问题却始终存在,民营企业在融资成本和规模上相对于国有企业具有明显的劣势。(3) 2013 年 7 月 20 日,中国人民银行宣布贷款利率管制完全放开,贷款利率市场化改革宣布完成。但是,贷款利率的完全市场化并没有对企业间的融资成本和规模差异造成较大冲击。

^①限于篇幅,相关检验结果未在文中列出。

高融资约束组与低融资约束组,民营企业与国有企业之间的融资成本差异在贷款利率管制完全放开后明显缩小。(4)企业投资支出对融资成本和融资规模的敏感性均显著。融资成本显著提高了投资支出对企业边际产出的敏感性。这说明,贷款利率管制的不断放开,不但提高了信贷市场的定价效率和资源配置效率,也通过融资成本途径提升了企业的内部资本配置效率。但是,规模引导即企业对信贷资源的有效利用还未发挥明显作用。

2. 政策建议

中国经济正处在新旧产业和发展动能转换接续的关键期,“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”是当前面临的主要任务。解决上述问题的关键仍然是充分发挥市场优化资源配置的决定性作用。因此,在去杠杆、降成本的同时,积极引导企业提高资本配置效率和产出效率,实现去产能、去库存和补短板的短期目标,最终实现经济增长方式的成功转变,是我国继续深化利率市场化改革的重要任务和挑战。基于此,本文提出如下政策建议:

(1)伴随着利率市场化改革的不断推进,金融机构的自主定价能力显著提升,贷款定价和信贷资源配置总体较为理性。但是,利率市场化改革并不是完全取消利率管制,任由各金融机构自主决定价格,还必须考虑经济发展的总体目标和企业等微观个体对融资成本的实际承受能力。中央银行在市场基准利率形成和市场利率调控方面必须发挥有效的引导作用。在接下来的利率市场化改革进程中,还需要进一步建立健全与市场相适应的利率形成和调控机制,提高中央银行调控市场利率的有效性,保证中央银行货币政策目标和宏观经济总体目标的顺利实现。

(2)信贷市场定价能力的提升,企业投资对融资成本的敏感性反应,为中央银行货币政策从数量调控转向价格调控提供了良好的微观基础。中央银行在完善政策利率体系、培育市场基准利率的基础上,还需要进一步理顺货币政策利率与各类市场利率之间的传导关系。在货币市场、信贷市场以及实体经济之间建立有效的利率传导机制。将利率变化有效地转变为企业融资成本变化,充分发挥金融对实体经济的服务支持、资源引导和效率提升等作用。

(3)融资难和融资成本高是制约中国企业发展的两个并行的难题。首先体现为融资难。中国的融资渠道较为单一,银行贷款是企业竞相争夺的主要外部资金来源。在外部资金可得性有限的前提下,融资成本可能成为企业要考虑的一个次要问题,这不但会导致投资产出的无效率,还会加剧市场道德风险。因此,在继续推进利率市场化改革的同时,还需要进一步拓宽企业融资渠道,有效解决企业特别是民营企业融资难的问题,让企业将主要精力放在如何提高资金的使用效率上。

六、研究局限与展望

本文基于企业融资约束的视角,在一个统一的模型框架内对利率市场化改革进程下,信贷市场的资源配置效率和企业内部资本的配置效率进行了检验和分析,得到了一些有益的结论和启示。但是,由于视角局限和数据获得的限制,研究还存在一定的不足之处,值得继续研究和探讨。

(1)企业微观个体的经营表现和风险等级只是影响商业银行进行信贷定价和额度分配的主要因素之一。商业银行自身因素、经济环境变化和货币政策调整等宏观因素也会发挥重要的影响作用。本文主要基于企业财务数据表现,从企业面临的融资约束程度和债务融资的规模与成本大小反观商业银行的信贷定价能力和资源配置效率。后续研究可以直接从商业银行信贷定价角度出发,构建合理的定价模型,更为全面地对商业银行的定价能力和信贷配置效率进行研究和检验。

(2)贷款的价格实际上是对应的某笔贷款的期限和利率。由于商业银行贷款数据难以获得,本文利用上市公司的债务融资成本作为信贷价格的一个替代性指标对相关假设进行了检验,也利用其他的一些替代性指标进行了稳健性检验。虽然研究结论与预期假设一致,但是,这毕竟不是真实的信贷价格。未来在数据可得性不受限制的条件下,可以继续从商业银行信贷价格的视角对信贷市场的资源配置效率做进一步的检验。

(3)外部资金的可得性和成本会影响企业的投资决策,也是宏观政策调控的主要传导路径。利率市场化改革的目标不仅包括建立由市场资金供求决定各种利率水平的市场利率体系,还包括建立以中央银行基

准利率为核心的利率调控和管理体系。通过利率价格渠道和成本传递机制实现宏观调控的目标。本文仅对利率价格、融资成本与企业边际产出的微观传导效果进行了检验,但是,对于宏观政策的成本传导机制和效果未进行进一步的研究。后续研究可以继续补充和完善,为利率市场化改革的继续深化和最终完成提供有益的支持和建议。

参考文献:

- [1] Almeida H, Campello M. Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment[J]. Review of Financial Studies, 2007, 20, (5): 1429 - 1460.
- [2] Bailey W, Huang W, Yang Z S. Bank Loans with Chinese Characteristics: Some Evidence on Inside Debt in a State - Controlled Banking System[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 46, (6): 1795 - 1830.
- [3] Demeza D, Webb D. Does Credit Rationing Imply Insufficient Lending? [J]. Journal of Public Economics, 2000, 78, (3): 215 - 234.
- [4] Demeza D, Webb D. Efficient Credit Rationing[J]. European Economic Review, 1992, 36, (6): 1277 - 1290.
- [5] Gilchrist S, Himmelberg C. Investment, Fundamentals and Finance [C]. NBER Macroeconomics Annual, 1998, (13): 223 - 274.
- [6] Hubbard R G, Kashyap A, Whited, T M. Internal Finance and Firm Investment[J]. Journal of Money Credit and Banking, 1995, 27, (3): 683 - 701.
- [7] Kaplan S N, Zingales L. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112, (1): 169 - 215.
- [8] Lamont O, Polk C, Saa'-Requejo J. Financial Constraints and Stock Returns[J]. Review of Financial Studies, 2001, 14, (2): 529 - 554.
- [9] Love I. Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model[J]. Review of Financial Studies, 2003, 16, (3): 765 - 791.
- [10] Podpiera R. Progress in China's Banking Sector Reform-Has Bank Behavior Changed? [R]. IMF Working Paper, 2006.
- [11] Whited T M, Wu G J. Financial Constraints Risk[J]. Review of Financial Studies, 2006, 9, (2): 531 - 559.
- [12] Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58, (1): 187 - 214.
- [13] 曹利莎, 张天龙, 张同建, 马国建. 中国商业银行贷款定价影响因素及其效应[J]. 北京: 金融论坛, 2013, (2).
- [14] 范学俊. 金融政策与资本配置效率——1992—2005 年中国的实证[J]. 北京: 数量经济与技术经济研究, 2008, (2).
- [15] 韩鹰. 中小企业融资成本调查及思考——基于全国 18 个地市问卷调查的实证分析[J]. 北京: 金融发展评论, 2014, (1).
- [16] 何靖. 政治关系、金融发展和民营信贷成本歧视[J]. 太原: 山西财经大学学报, 2011, (5).
- [17] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 北京: 金融研究, 2009, (12).
- [18] 刘飞. 中国商业银行信贷配置效率[J]. 北京: 金融论坛, 2014, (6).
- [19] 隋聪, 邢天才. 基于非完全利率市场化的中国银行业贷款定价研究[J]. 北京: 国际金融研究, 2013, (12).
- [20] 孙会霞, 陈金明, 陈运森. 银行信贷配置、信用风险定价与企业融资效率[J]. 北京: 金融研究, 2013, (11).
- [21] 孙亮, 柳建华. 银行业改革、市场化与信贷资源配置[J]. 北京: 金融研究, 2011, (1).
- [22] 田利辉. 杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效[J]. 北京: 经济学(季刊), 2004, (10).
- [23] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J]. 北京: 管理世界, 2005, (7).
- [24] 王珏, 骆力前, 郭琦. 地方政府干预是否损害信贷配置效率[J]. 北京: 金融研究, 2015, (4).
- [25] 徐明东, 陈学彬. 中国工业企业投资的资本成本敏感性分析[J]. 北京: 经济研究, 2012, (3).
- [26] 姚耀军. 政府干预、银行中介发展与经济增长[J]. 大连: 财经问题研究, 2010, (8).
- [27] 叶康涛, 祝继高. 银根紧缩与信贷资源配置[J]. 北京: 管理世界, 2009, (1).
- [28] 易纲. 中国改革开放三十年的利率市场化进程[J]. 北京: 金融研究, 2009, (1).
- [29] 应千伟, 连玉君, 陆军. 贷款利率改革与微观资本配置效率[J]. 成都: 经济学家, 2010, (1).
- [30] 余明桂, 潘红波. 政府干预、法制、金融发展与国有企业银行贷款[J]. 北京: 金融研究, 2008, (9).
- [31] 袁春生. 政治关联对民营企业信贷融资影响研究[J]. 太原: 山西大学学报(哲学社会科学版), 2014, (6).
- [32] 张佩, 马弘. 借贷约束与资源错配——来自中国的经验证据[J]. 北京: 清华大学学报(自然科学版), 2012, (9).
- [33] 赵旭. 银行利差多维度度量及影响因素: 基于中国银行业 1998—2006 年经验证据[J]. 北京: 金融研究, 2009, (1).
- [34] 周鸿卫, 韩忠伟, 张蓉. 中国商业银行净利差率影响因素研究——基于 1999—2006 年的经验证据[J]. 北京: 金融研究, 2008, (4).

Debt Cost and Capital Allocation Efficiency in the Process of Interest Rate Marketization

CHEN Xue-sheng, LUO Run-dong

(Business School of Shandong University, Weihai, Shandong, 264209, China)

Abstract: The People's Bank of China officially began the reform of interest rate marketization in 1996. Twenty years passed, great achievements have been made in the reform. The financial institutions lending interest rates were fully liberalized in July 2013. Deposit interest rate ceiling was canceled in October 2016. This means that China has canceled the basic interest rate controls, interest rate marketization reform has got into the closing stages. But reform could not be confined to the liberalize price, the ultimate goal is to make the market to play a dominant role in the allocation of financial resources in the market. So the success of China's interest rate market reform should depend on at least two inspection standards, one is the market to replace the monetary authorities to become the main subject of loan interest rates. Second, financial resources achieve to the effective allocation under the market driven.

Under the background of China's market-oriented interest rate reform and based on the perspective of financing constraints and investment decision, we studied the banks' loan pricing efficiency and enterprises' capital allocation efficiency by choosing the listed companies' from 2007Q1 to 2016Q2. The main results include: (1) Under the progressing of China's market-oriented interest rate reform, the banks' loan pricing efficiency have been significantly improved, because the performance of the company's fundamentals effectively reflects the differences of the financing costs and scales among the companies. (2) Although the people's Bank has made clearly as early as 2004, the floating range of loan interest rates no longer according to the nature of the property enterprise, but the credit discrimination problem of private enterprises has always existed, the private enterprise of state-owned enterprises has obvious disadvantages in financing relative to the scale and cost. (3) In July 20, 2013, the people's Bank of China announced the full liberalization of the loan interest rate control. But the complete market lending rates did not cause a greater impact on the differences among the enterprise's financing costs and sizes. The differences of financing costs and sizes between the high financing constraint group and low financing constraint group, the private enterprises and state-owned enterprises have been significantly reduced. (4) The sensitivity of enterprise investment expenditure on financing cost and scale is significant. The cost of financing significantly increases the sensitivity of investment expenditure to enterprise output. This shows that the loan interest rate liberalization not only improve the credit market pricing efficiency, but also enhance the enterprise's internal capital allocation efficiency mainly by the cost of financing way but not by the financing scale.

Compared with the exiting literatures, the academic contribution of this paper lies in three aspects. First, we design a unified model to analyze the allocation efficiency of the credit market among the enterprise and the enterprises' internal capital allocation efficiency. Second, we constructed a difference-in-differences model to analyze the impact of the full liberalization of the loan interest rate control on corporate financing costs and financing scale. Third, we tested the influence of credit resource allocation on capital allocation efficiency from the perspective of credit pricing and quota allocation. Our research conclusions not only examine the effect of the marketization reform, but also provide a good policy reference for the next step of the reform. Of course, there are still some deficiencies in this paper, it is worth further study and discussion. In the future, under the condition that the availability of data is not limited, the studies can do some further tests of the efficiency of the credit market from the perspective of the commercial bank credit price, and make a further research on the transmission mechanism and effect of the macro policy in order to provide beneficial support and suggestions for the further deepening of the market-oriented reform of interest rate and the final completion.

Key Words: interest rate marketization; financing cost; loan pricing; capital allocation efficiency

(责任编辑:月 才)