

定向降准对农业上市公司业绩增长的驱动机制研究

林朝颖¹, 郭慧芳¹, 韦莉芹¹, 洪秀清²

(1. 福州大学 经济与管理学院, 福建 福州 350005; 2. 福建农林大学 经济与管理学院, 福建 福州 350005)

[摘要]在总量性货币政策传导机制理论的基础上,探究定向降准货币政策驱动农业企业业绩增长的微观机理,并采用倍差法检验定向降准货币政策对农业上市公司与非农业上市公司业绩增长的影响效果差异,结果表明:相对于非农业上市公司而言,定向降准货币政策对农业上市公司业绩增长的驱动效应更加显著;定向降准货币政策对高融资约束农业上市公司业绩增长的驱动作用强于非农业上市公司,而对于低融资约束农业上市公司与低融资约束非农业上市公司业绩的驱动效应没有显著差异;定向降准货币政策对高风险农业上市公司业绩的驱动作用与高风险非农业上市公司相比有显著的差异,而定向降准货币政策对于低风险农业上市公司业绩增长的驱动作用机制并不显著。

[关键词]定向降准;信贷渠道;风险传导渠道;业绩增长;驱动机制

[中图分类号]F822.0;F324 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)06-0062-09

一、引言

2021年与2022年连续两年中央一号文件都为乡村振兴宏伟蓝图的实现进行了重要的战略部署,农业上市公司作为农业产业化龙头的代表,肩负着构建现代乡村产业体系、推动乡村全面振兴的重要使命。为了促进金融活水灌溉乡村振兴领域,人民银行多次出台定向降准货币政策,对三农贷款达标的银行或者以农业贷款为主的银行定向下调存款准备金率,以实现定向降准政策在解决乡村振兴领域金融供给不足问题中的重要地位。

实际上,货币政策由常规的总量调控模式向非常规的定向调控模式的转型并非我国独有。1961年美联储通过出售短期国债并购买长期国债的扭转操作来降低长期市场利率;2012年英格兰银行与英国财政部发起融资换贷款计划,为引导资金流向实体经济给予信贷刺激;2014年欧洲央行开始实施定向长期再融资计划,以优惠的方式向银行提供长期贷款从而提振实体经济。定向降准政策作为中国特色的结构性货币政策,能否通过金融引擎机制驱动乡村振兴,这是理论界与实务界共同关注的话题。

现有学者主要围绕定向型货币政策影响贷款、投资的理论机理与实际效果展开研究。从定向降准货币政策影响贷款的视角出发,马理、林朝颖等认为农业上市公司在定向降准政策颁布后得到了更多的信贷资源倾斜^[1-2]。郭晔等指出定向降准可激励资金流向农业、小微等弱势部门产生普惠效应^[3]。Wei等也发现定向降准激励银行将更多信贷资源分配至小微企业^[4]。从定向降准货币政策影响投资的角度看,王曦等发现定向降准后汽车生产企业的投资显著增加^[5]。Matteo等的研究表明定向长期再融资操作不仅能够有效引导银行资金注入小微企业,还能避免诸如套利交易策略和风险转移等非目标干预

[收稿日期]2022-03-15

[基金项目]国家社会科学基金后期资助项目(20FGLB030)

[作者简介]林朝颖(1981—),女,福建福州人,福州大学经济与管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为货币政策与公司金融,通讯作者,邮箱:59890562@qq.com;郭慧芳(1998—),女,福建莆田人,福州大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为货币政策;韦莉芹(1996—),女,福建宁德人,福州大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为货币政策;洪秀清(1996—),女,福建福州人,福建农林大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为货币政策。

的意外后果^[6]。此外,定向型货币政策实施的实际效果具有异质性,刘琦、董斌从股票市场反应评判不同类型定向降准政策的效果差异,结果表明非国有企业受定向降准货币政策的影响比国有企业更加显著^[7]。上述研究关注的焦点仅仅是信贷、投资等中间变量,而业绩增长方为货币政策调控的最终关注结果。目前结构性货币政策传导机理尚未形成定论,特别是定向降准政策对农业上市公司业绩的驱动机理研究比较匮乏,影响定向降准助推农业上市公司业绩增长的因素尚待深入研究。

本文拟通过分析定向降准政策驱动农业上市公司业绩增长的作用机理,实证检验定向降准政策对农业上市公司业绩增长的助推效应,可能的贡献在于:第一,现有文献主要集中于总量调控货币政策研究,在定向调控政策领域的研究较为欠缺,且研究主要聚焦在信贷、投资等中间变量,对货币政策调控的真实靶向——业绩增长关注不足。本文阐释定向降准政策对农业企业业绩增长的驱动机制,有助于从农业企业角度完善结构性货币政策传导机制理论,推动结构性货币政策最终调控目标的实现。第二,目前文献主要关注货币政策的宏观调控效应,对货币政策的微观调控功效研究较少。本文从风险承担与融资约束两个维度细化考察定向降准货币政策对农业企业业绩增长的驱动机制,从而可以丰富结构性货币政策对乡村振兴的微观传导机制理论,为适时推出定向降准政策促进惠农调控目标的实现提供了微观层面的依据。

二、理论分析与研究假设

定向降准货币政策是一种结构性的货币政策,与总量性货币政策调控模式不同,它是对流动性进行精准调控的货币政策操作工具^[8]。目前颁布的定向降准政策主要有两种类型,一类是“定向到银行”,即对央行指定的银行实施优惠的存款准备金率。另一类是“定向到贷款”,即对贷款规模与贷款比例达到定向降准政策要求的银行定向降低存款准备金率。一方面,就信贷渠道而言,对于“定向到银行”货币政策指定的银行大多是涉农贷款为主的银行,其可贷资金的增加通过信贷市场流动到农业领域,农业企业的融资约束得到缓解,投资规模与投资意愿逐步上升,从而促进了农业企业的业绩增长。“定向到贷款”政策是根据目标贷款的水平决定银行能否获得定向降准的资格,在此政策激励下银行改变信贷投放的比例,将信贷资源逐渐向定向降准政策目标领域倾斜,以获得定向降准政策释放的低成本流动性。随着农业企业信贷供给的增加与融资约束的缓解,农业企业投资水平的上升促进了农业企业业绩的增长。另一方面,银行在定向降准政策激励之下,对农业上市公司的信贷歧视逐渐趋缓,风险审查有所放松^[9-10],银行风险偏好的上升通过风险渠道传导给农业上市公司,公司主观风险偏好的上升促使农业上市公司的投资意愿、投资品种、投资规模以及投资结构都有所改变,引发农业上市公司实际风险承担水平的上升,在高风险、高收益的规律作用下,农业上市公司的业绩得以增长。而非农业上市公司并不是定向降准政策关注的对象,银行在定向降准政策红利的驱使下存在将信贷资源由非农业上市公司转移分配至农业上市公司的动机,因此在定向降准后非农业上市公司的投资规模与投资意愿不会发生显著增加,经营业绩也难以呈现明显的增长趋势。通过上述理论分析,本文提出以下假设:

假设 1:与非农业上市公司相比,定向降准货币政策对农业上市公司的业绩增长的驱动作用更加显著。

根据公司财务理论可知,代理成本以及信息不对称等问题是造成企业外部融资成本高于内部融资成本的原因。企业面临的信息不对称程度不同,导致企业的融资约束各异,受总量性货币政策的冲击也不尽相同。喻坤等通过实证研究发现货币政策对外部融资依赖度高的企业的投资冲击更大,最终对企业盈利增长的影响也较大^[11]。张西征等研究发现融资约束不同的公司,货币政策对投资存在非对称性^[12]。低融资约束公司受货币政策的冲击比高融资约束公司弱,因为低融资约束公司除了从信贷市场获得外部资金外,还比较容易从其他市场获得资金来满足自身发展需要,这为其化解货币政策的冲击提供了可能。而高融资约束企业的资金来源有限,主要依靠信贷市场来满足其融资需求^[12]。朱雁春等研

究发现不同融资约束特性的企业在应对货币政策冲击时,会表现出不同的适应性^[13]。

定向降准货币政策的信贷传导渠道与总量性货币政策的传导渠道类似,随着政策目标银行信贷供给扩张,农业企业的融资约束有所缓解,投资规模有所扩张,由此带动了产出水平的增长。而且高融资约束的农业企业所需的信贷需求远超过其可以获得的信贷供给,定向降准货币政策解决了高融资约束农业企业的燃眉之急。同时,由于定向降准货币政策的首要目标在于支农惠农,非农业企业并非其惠及对象,即使政策目标银行受机会主义驱动而将政策释放的流动性注入非农业企业,该溢出效应相对而言也较为微弱^[14],对高融资约束非农业企业来说更是微乎其微。因此,高融资约束农业企业在定向降准货币政策中的受益远大于高融资约束非农业企业。此外,低融资约束农业企业的融资渠道具有多样性,即使没有颁布定向降准政策也可以获得较充足的融资,因此,定向降准政策对低融资约束农业企业的贷款供给松绑效应远不及高融资约束农业企业,由此本文提出如下假设:

假设2:较之高融资约束的非农业上市公司而言,定向降准货币政策对高融资约束的农业上市公司业绩增长具有更加显著的驱动作用。对于低融资约束的农业与非农业上市公司,其业绩增长受定向降准政策的影响没有显著差异。

定向降准政策对政策目标银行定向释放了流动性,商业银行为了获取定向降准带来的低成本流动性,对农业企业的贷前风险审查逐渐放松,农业企业在商业银行的影响下风险偏好也随之扩大,由此增加投资规模以及高风险投资的配置比例。一方面,在高风险、高回报的规律作用下,高风险承担水平的农业企业的业绩得以迅速提升。相比之下非农业企业并非定向降准的政策目标,无法享受定向降准的政策红利,因此即使承担高风险,其业绩在定向降准前后也难以呈现显著差异。另一方面,低风险承担水平的保守型农业企业即使在定向降准之后获得了政策红利也难以改变原有谨慎的投资风格,因此其业绩受定向降准政策的影响并不显著,也难以与低风险承担的非农业企业业绩拉开差距。由此本文提出如下假设:

假设3:相较于高风险承担的非农业上市公司,定向降准货币政策对高风险承担的农业上市公司业绩增长有更加显著的驱动作用。对于低风险承担的农业与非农业上市公司来说,其业绩增长受定向降准政策的影响没有显著差异。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

定向降准货币政策的目標企业主要包括农业企业与小微企业,笔者通过阅读定向降准的文件公告,从中筛选出以惠农为导向的定向降准政策作为本文的研究对象。农业上市公司是推动农业产业振兴的中坚力量,因此本文围绕农业上市公司与非农上市公司在定向降准货币政策驱动之下业绩增长的差异问题展开分析。虽然定向降准的概念在2014年才被正式提出,但实际自2003年第三季度开始就对农业类金融机构定向下调存款准备金率^①,因此本文研究的是广义定向降准,不论是以惠农金融机构或者涉农贷款为目标的定向降准,还是对涉农金融机构实施有差别的优惠存款准备金率均纳入本文定向降准政策的研究范畴。为了研究定向降准政策前后的差异,样本区间选择2003年第三季度之前的一个季度即2003年第二季度开始至2019年第一季度非金融类上市公司季度数据。以非农上市公司为参照分析农业上市公司在定向降准颁布前后的业绩增长差异,可在一定程度上避免样本选择上市公司的缺陷。本文的微观企业数据主要来源于国泰安数据库与Wind数据库,历次定向降准货币政策数据来源于中国人民银行网站。

^①2003年9月21日我国吸收公众存款的金融机构执行统一的7%存款准备金率,城市信用社和农村信用社暂缓执行7%存款准备金率,仍按6%执行。

(二) 变量定义与模型建立

本文使用双重差分(Difference in Difference)模型研究定向降准货币政策对农业上市公司业绩增长的影响,原因在于:如果只是纵向比较实施定向降准政策前后农业上市公司业绩增长的差异,将忽略农业上市公司业绩随时间自然增长的问题,如果只是横向比较定向降准政策后农业上市公司与非农业上市公司业绩增长的差异,会忽略未实施定向降准政策农业上市公司与非农业上市公司业绩增长的固有差距。双重差分可以同时考虑纵向与横向的差异,因此依据 Bertrand、Atanassov、Gormley 等的研究^[15-17],构建以下模型进行分析:

$$\Delta SalesGrowth_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Agri_i + \beta_2 Controls_{i,t} + TimeDummies + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $\Delta SalesGrowth_{i,t}$ 为企业 i 的营业收入增长率在 $t+1$ 期与 $t-1$ 期的差距,时间 t 表示定向降准当期。由于本文关注的重点在于定向降准政策实施前后的增长性差异,因此在实证检验部分仅提取定向降准政策实施前后的营业收入变化数据加以研究,如果当期没有发生定向降准则不将其并入样本研究。参照 Lins 等的方法采用收入增长率衡量企业业绩增长^[18]。 $Agri$ 表示是否为农业上市公司的二元变量, $Agri$ 取 1 表示处理组(农业上市公司), $Agri$ 取 0 表示对照组,即非农业上市公司。在本文中 β_1 表示农业上市公司与非农业上市公司在定向降准政策实施前后的营业收入增长率的差异,若 β_1 显著且大于 0 则表明定向降准政策对农业上市公司业绩增长的促进作用比非农业上市公司更显著。依据 Baños-Caballero、饶品贵等的研究^[19-20],本模型的控制变量($Controls$)包含企业规模($Size$)、长期资产负债比($Tltd$)、总资产净利率(ROA)、增长机会($Growthopportunity$)、现金资产比($Cashholding$)和 Beta 值($Beta$)。为了控制经济波动的影响,本文加入了 GDP 增长率($GDPgrowth$)。此外,本文还控制了企业层面、时间层面以及行业层面的固定效应,具体变量定义见表 1。

表 1 各主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	业绩增长性	$\Delta SalesGrowth$	第 $t+1$ 期的营业收入增长率 - 第 $t-1$ 期的营业收入增长率(单位:%)
解释变量	农业企业	$Agri$	等于 1 表示农业企业;等于 0 表示非农业企业
	企业规模	$Size$	总资产取对数
	长期资产负债比	$Tltd$	长期负债/总资产
	总资产净利率	ROA	净利润/总资产
控制变量	增长机会	$Growthopportunity$	无形资产/总资产
	现金资产比	$Cashholding$	期末现金及现金等价物余额 / 总资产
	Beta 值	$Beta$	根据总市值加权的 Beta 值
	GDP 增长率	$GDPgrowth$	季度环比 GDP 增长率
分组变量	融资约束程度	$AssetTangibility$	若企业的有形资产占总资产比例低于当年样本中值则为高融资约束组,记为 1,高于当年样本中值则为低融资约束组,记为 0
		EFC	若企业的财务费用占总资产比例高于当年样本中值则为高融资约束组,记为 1,低于当年样本中值则为低融资约束组,记为 0
	风险承担水平	$Oscore$	若企业的 $Oscore$ 高于当年样本中值则为高风险承担组,记为 1,低于当年样本中值则为低风险承担组,记为 0
		$MertonDD$	若企业的 $Merton$ 违约距离低于当年样本中值则为高风险承担组,记为 1,高于当年样本中值则为低风险承担组,记为 0

(三) 描述性统计

本文分别对全样本、农业与非农业上市公司分组样本的各特征变量进行描述性统计,对所有微观变量均进行上下 0.5% 的 Winsor 处理,结果如表 2 和表 3 所示。表 2 展示了全样本的描述性统计结果,被解释变量企业业绩成长性的均值(-5.2280%)和标准差(65.4759)相对较大,表明样本内企业的业绩成长性分布具有较大的差异性。表 3 描述了农业企业与非农业企业之间业绩成长性的异质性,通过样

本均值之间的比较可以看出,农业上市公司在定向降准货币政策实施前后业绩成长性的中位数和均值分别为 0.0000% 及 1.2367%,而非农业上市公司在定向降准政策实施前后业绩成长性的中位数和均值分别为 -1.4331% 及 -5.3302%,但中位数差异检验和均值差异检验暂未发现二者的显著差异,因此定向降准政策是否能够有效驱动农业上市公司业绩增长仍需结合实证模型进一步分析。

表 2 主要变量描述性统计结果——全样本

Variable	N	Mean	Sd	Min	Max
$\Delta SalesGrowth$	9187	-5.2280	65.4759	-794.9022	794.9022
<i>Agri</i>	9187	0.0156	0.1238	0.0000	1.0000
<i>Size</i>	9187	21.7341	1.2536	18.5992	26.1439
<i>Tltd</i>	9187	0.0758	0.1031	0.0000	0.5052
<i>ROA</i>	9187	2.2656	3.2668	-10.8519	17.6863
<i>Growthopportunity</i>	9187	0.0460	0.0572	0.0000	0.4224
<i>Cashholding</i>	9187	0.0140	0.0371	0.0000	0.6513
<i>Beta</i>	9187	1.0306	0.2681	0.3223	2.1293
<i>GDPgrowth</i>	9187	0.9234	0.2723	0.5540	1.1428

表 3 主要变量描述性统计结果——分组样本

	农业上市公司			非农业上市公司			Mediandiff (Chi2)	Meandiff
	N	Median	Mean	N	Median	Mean		
$\Delta SalesGrowth$	143	0.0000	1.2367	9044	-1.4331	-5.3302	0.179	6.5669
<i>Size</i>	143	21.1879	21.2593	9044	21.6017	21.7416	23.067***	-0.4823***
<i>Tltd</i>	143	0.0419	0.0818	9044	0.0283	0.0757	1.203	0.0061
<i>ROA</i>	143	1.3691	1.5811	9044	1.7938	2.2764	11.932***	-0.6953**
<i>Growthopportunity</i>	143	0.0257	0.0402	9044	0.0302	0.0461	7.729***	-0.0059
<i>Cashholding</i>	143	0.0000	0.0093	9044	0.0000	0.0141	0.001	-0.0048
<i>Beta</i>	143	1.0113	0.9940	9044	1.0345	1.0312	0.573	-0.0372*

注: Mediandiff(Chi2) 为中位数差异检验, Meandiff 为均值差异检验; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的统计水平上显著。下同。

四、实证结果

(一) 定向降准货币政策对农业上市公司业绩增长的驱动效应

首先将样本数据代入模型(1)进行单变量检验,结果列示于表 4 列(1)。可以发现, *Agri* 的系数为 23.5381,且在 5% 的统计水平上显著,说明相对于非农业上市公司而言,定向降准政策对农业上市公司业绩增长的净影响效应是显著的,定向降准政策对农业上市公司的业绩增长的驱动作用强于非农业上市公司,支持了假设 1。为了避免其他因素对企业业绩的影响,加入企业微观控制变量进行回归,检验结果列于表 4 列(2), *Agri* 的系数为 24.1936,仍然在 5% 的统计水平上显著为正,这一结果进一步证明定向降准政策颁布之后农业上市公司的业绩增长速度显著超过了非农业上市公司的业绩增长速度,这表明与非农业上市公司相比,定向降准货币政策对农业上市公司的业绩增长的驱动作用更加显著,从而支持了假设 1。

(二) 定向降准货币政策对农业上市公司业绩增长的驱动效应差异

为了进一步分析融资约束对定向降准货币政策驱

表 4 定向降准货币政策对农业上市公司业绩增长的驱动效应检验

	(1) $\Delta SalesGrowth$	(2) $\Delta SalesGrowth$
<i>Agri</i>	23.5381** (10.3094)	24.1936** (10.2338)
<i>Size</i>		0.0197 (0.5230)
<i>Tltd</i>		-11.2499 (7.1542)
<i>ROA</i>		-0.5521** (0.2216)
<i>Growthopportunity</i>		3.5524 (16.8772)
<i>Cashholding</i>		60.7628 (38.9540)
<i>Beta</i>		-1.6300 (3.2323)
<i>Gdpgrowth</i>		-8.9536* (4.8166)
<i>_cons</i>	-12.9697 (9.3438)	-5.3816 (15.7720)
企业固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
季度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
Observations	9187	9187
adj. R ²	0.0145	0.0158

注:括号内的数字为标准误差。

动效应的影响,本文采用两种方法度量企业的融资约束程度:首先,参照 Xu 等的方法^[21],用有形资产占总资产的比例(*Asset Tangibility*)来度量企业的融资约束程度,该比例低于样本中位数则将其归入高融资约束程度组,否则将其归入低融资约束组,实证检验结果列示于表 5 列(1)与列(2);其次根据 Fazzari 等以及 Baños-Caballero 等的方法^[19, 22],采用外部融资成本(*EFC*)来度量企业的融资约束程度以及外部融资成本等于财务费用占总资产的比例,外部融资成本高于样本中位数的定义为高融资约束组,低于样本中位数的定义则为低融资约束组,实证检验结果列示于表 5 列(3)与列(4)。通过比较列(1)与列(3)的结果,我们发现

表 5 定向降准货币政策对不同融资约束上市公司的影响效果差异检验

	高融资约束组	低融资约束组	高融资约束组	低融资约束组
	(1)	(2)	(3)	(4)
	$\Delta SalesGrowth$	$\Delta SalesGrowth$	$\Delta SalesGrowth$	$\Delta SalesGrowth$
<i>Agri</i>	31.4550*** (9.4290)	17.9639 (13.3188)	17.0575** (8.3905)	29.6444 (20.4121)
<i>Size</i>	-0.8996 (0.9440)	0.5963 (0.6311)	1.7442** (0.7108)	-1.0563 (0.8739)
<i>Tltd</i>	-8.5080 (11.0627)	-10.3103 (10.0394)	1.9485 (8.9573)	-27.9710** (12.7429)
<i>ROA</i>	-0.9304*** (0.3558)	-0.1761 (0.2860)	-0.6911** (0.3222)	-0.5674* (0.3170)
<i>Growthopportunity</i>	-5.7693 (24.3720)	26.0109 (21.5809)	-27.5184 (20.2186)	32.1998 (28.0599)
<i>Cashholding</i>	-16.2659 (50.5666)	75.0397* (45.0070)	-5.5237 (31.2322)	101.1967* (59.8201)
<i>Beta</i>	-2.8292 (6.4697)	-1.3277 (3.8531)	0.5055 (4.3290)	-4.1986 (5.1424)
<i>Gdpgrowth</i>	-12.9559 (8.1314)	-6.9158 (5.9907)	-8.9288 (5.5256)	-10.7096 (8.0996)
<i>-cons</i>	12.4877 (23.7959)	-16.3791 (19.8730)	-41.4497** (18.0494)	20.0223 (29.2091)
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
Observations	3491	5696	4571	4576
adj. R ²	0.0174	0.0146	0.0097	0.0217

不论采用哪种融资约束的度量方式,*Agri*的系数均为正且至少在 5% 的水平上显著,这意味着高融资约束的农业上市公司在定向降准政策之后的业绩增长速度显著超过非农业上市公司。而列(2)与列(4)的结果则显示 *Agri* 的系数虽然为正但并不显著,说明定向降准政策实施之后低融资约束的农业上市公司业绩较之低融资约束非农业上市公司的业绩增长速度没有显著差异。由于银行对高融资约束的农业上市公司信贷约束更加严重,而定向降准货币政策缓解了银行对农业上市公司的信贷约束,银行信贷供给逐渐提升,而非农业企业并非定向降准的惠及对象,因而无法享受定向降准带来的政策红利,因此定向降准货币政策通过信贷传导渠道驱动农业上市公司业绩增长,高融资约束农业上市公司在信贷供给的带动下产出业绩得到显著增长。而对于低融资约束农业上市公司而言,其面临的信贷约束问题并不严峻,定向降准货币政策对其信贷供给没有显著的影响,信贷传导渠道难以对此类型的企业产生作用,上述分析支持了假设 2。

(三) 定向降准货币政策对不同风险承担水平企业业绩增长的驱动效应差异

本文采用 Ohlson 的 *Oscore* 来度量企业的风险承担水平^[23],*Oscore* 越大的企业风险承担水平越高,据此将样本中 *Oscore* 高于样本中位数的企业归为高风险承担水平的企业,否则为低风险承担水平企业,实证检验结果列示于表 6 的列(1)与列(2);其次根据 Merton 的方法,采用 Merton 违约距离(*MertonDD*)衡量企业的风险承担水平^[24],将 *Merton* 违约距离低于样本中位数的企业划分为高风险承担水平组,高于样本中位数的企业划分为低风险承担水平组,实证结果列示于表 6 的列(3)与列(4)。通过比较列(1)与列(3)的结果我们发现,不论采用哪种风险承担水平的度量方式,*Agri*的系数均在 5% 的统计水平上显著大于 0,这表明相对于高风险承担水平的非农业上市公司而言,高风险承担水平的农业上市公司在定向降准货币政策颁布之后业绩有显著的提升。而列(2)与列(4)的结果则显示,无论采用哪种风险承担水平的度量方式,*Agri*的系数均不显著,这表明定向降准政策实施之后高风险承担水平的农业上市公司业绩较之低风险承担水平的非农业上市公司的业绩增长速度没有显著差异。由此推断,定向降准

货币政策通过风险传导渠道驱动农业上市公司业绩增长,政策颁布后银行的风险偏好“传染”给农业上市公司,其通过高风险承担获得了额外的收益。但是在农业上市公司业绩增长的同时也催生了高风险的担忧,倘若风险控制不当,很可能因投资失败对农业上市公司的业绩产生大幅冲击,而且企业的过度风险承担很可能通过信贷市场回溢至银行,引发银行体系与实体经济的风险共振,影响宏观经济的健康与稳定发展,这支持了假设3。

表6 定向降准货币政策对不同风险承担水平企业业绩的影响差异

	高风险承担水平组 (1)	低风险承担水平组 (2)	高风险承担水平组 (3)	低风险承担水平组 (4)
	$\Delta SalesGrowth$	$\Delta SalesGrowth$	$\Delta SalesGrowth$	$\Delta SalesGrowth$
<i>Agri</i>	26.6126** (11.0530)	27.5203 (20.4379)	24.4654** (10.8293)	17.7760 (14.8670)
<i>Size</i>	0.4957 (0.7217)	-0.0652 (0.8607)	-0.4881 (0.7974)	0.5025 (0.7553)
<i>Tltd</i>	-2.9559 (8.8214)	-19.6085 (14.4477)	-14.7597 (9.5363)	-0.6182 (9.9333)
<i>ROA</i>	-0.5069 (0.4566)	-0.9945*** (0.3585)	-1.0502*** (0.3962)	-0.3015 (0.2698)
<i>Growthopportunity</i>	39.8125** (18.5021)	-37.0110 (29.9377)	-14.5876 (26.2847)	13.9124 (21.9826)
<i>Cashholding</i>	24.1854 (46.1252)	74.3311 (49.6145)	47.4400 (81.1983)	71.8132* (37.1584)
<i>Beta</i>	-3.8330 (4.9415)	0.0686 (4.5701)	-0.0292 (5.0912)	0.4268 (4.4829)
<i>Gdpgrowth</i>	-12.5818 (8.6468)	-5.5595 (5.4399)	-6.0251 (7.4970)	-10.3396* (5.9005)
<i>_cons</i>	-6.6144 (19.5153)	-13.5261 (27.7765)	-1.7621 (22.2843)	-10.6887 (22.4836)
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
Observations	4549	4545	4522	4521
adj. R ²	0.0083	0.0184	0.0178	0.0156

五、稳健性检验

为了进一步验证本文研究结果的可靠性,提高研究结论的说服力,本文进行如下稳健性测试(考虑篇幅,具体表格略,留存备索)。

首先,进行安慰剂测试(Placebo Test),倘若非定向降准时期农业上市公司与非农业上市公司的业绩增长也存在显著的差异,那么前文所述观点的说服力将大幅度降低,因为农业与非农业上市公司业绩增长的差异有可能并不是定向降准政策所致,而可能是其他影响增长的因素。因此选取当期没有颁布定向降准政策的数据检验农业与非农业上市公司在业绩增长上的差异,安慰剂测试结果显示 *Agri* 的系数并不显著,这表明倘若没有实施定向降准政策,农业与非农业上市公司业绩增长的速度没有明显的区别。

其次,定向降准政策实施的影响可能不仅体现在短期,也有可能体现在中长期该政策对农业上市公司与非农业上市公司收入的助推作用都存在非对称影响,因此本文采用定向降准政策颁布后两期扣减定向降准政策颁布前两期的营业收入增长率作为因变量,研究农业上市公司与非农业上市公司在定向降准政策前后业绩增长速度的差异。结果显示, *Agri* 的系数并不显著,即农业与非农业上市公司在定向降准政策颁布前后两期差分的营业收入增长率不存在显著的差异,这表明定向降准政策的效果只能维持在短期,在中长期定向降准政策的效果逐渐消失。虽然定向降准政策在颁布之后仍然执行动态考核机制,倘若获得定向降准政策红利的银行在考核中没有达标,则将无法继续享受优惠的存款准备金率,因此从理论上推导,定向降准政策本该具有中长期的效应,但是从实证检验结果来看,定向降准政策的惠农功效难以在中长期得以维持,这表明定向降准政策结构调整的信号传递效应强于实际的传导效应。

最后,本文参考 Adams、李科、沙亦鹏、陈日清、毛捷等的研究^[25-29],选择企业的净资产收益率(ROE)替代营业收入增长率来衡量企业业绩,并采用交乘项的 DID 模型验证结论的稳健性,构建以下模型进行分析:

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TEA_t \times Agri_i + \beta_2 TEA_t + \beta_3 Agri_i + \beta_4 Controls_{i,t-1} + \beta_5 Gdpgrowth_t + TimeDummies + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $ROE_{i,t}$ 为企业 i 在第 t 期的净资产收益率, TEA_t 为虚拟变量, 倘若第 t 期实施了定向降准货币政策则为 1, 否则为 0, 其余变量与前文所述一致。 TEA 与 $Agri$ 的交乘项系数 β_1 即为本文所关注的定向降准货币政策效应。回归结果显示 $TEA \times Agri$ 的系数在 5% 的显著性水平上大于 0, 依然证明了与非农业上市公司相比, 定向降准货币政策对农业上市公司的业绩增长的驱动作用更加显著, 这支持了前文的结论。

六、结论性评述

本文选取结构性货币政策中的定向降准政策作为研究对象, 探讨其驱动农业上市公司业绩增长的微观机制, 得出如下结论: (1) 定向降准政策对农业上市公司的传导路径是通过信贷传导渠道与风险传导渠道完成的。(2) 较之非农业上市公司, 定向降准政策对高融资约束农业上市公司的业绩增长具有更加显著的促进作用, 而对于低融资约束农业上市公司的业绩增长没有显著的扶持效果。(3) 定向降准政策实施之后, 高风险承担水平农业上市公司的业绩增长速度显著超越了高风险承担水平的非农业上市公司, 而低风险承担水平农业上市公司与非农业上市公司的业绩增长在定向降准政策实施前后没有显著的差异。(4) 定向降准对农业上市公司业绩的政策扶持效应仅仅局限于短期, 从中长期来看定向降准对农业的引擎驱动效应很难维持。

支农类定向降准政策的实施带动了农业上市公司的业绩增长, 在短期内促进了产业结构调整目标的实现。特别是融资约束程度较强的农业企业, 在政策实施后业绩增长的速度超越了非农业企业, 这说明定向降准政策作为“看得见的手”具有较好的政策驱动效应, 能发挥政策磁力场作用, 带动信贷市场中“看不见的手”共同推动农业产业振兴。然而定向降准政策之后农业企业与银行的风险也不容忽视, 虽然高风险、高收益是金融市场的普遍定律, 但是在风险渠道的影响下农业上市公司因过度风险承担所带来的高收益具有很高的泡沫成分, 一旦货币政策收紧或者企业风险管理不当, 泡沫的破裂必然引起金融市场与实体经济的共振, 影响宏观经济的安全与稳定。因此应该构建自上而下的风险控制体系。作为金融风险的监管部门, 人民银行应该将风险评价指标纳入定向降准的考核体系, 只有风险达标的银行方能保持相对较低的存款准备金率。银行本身应该健全信贷风险的定价与评估机制, 权衡定向降准后流动性增加与贷款风险加大的成本与收益, 避免为了追求收益引发风险的过度承担威胁金融与实体经济系统的安全。

参考文献:

- [1] 马理, 娄田田, 牛慕鸿. 定向降准与商业银行行为选择[J]. 金融研究, 2015(9): 82-95.
- [2] 林朝颖, 黄志刚, 杨广青, 等. 基于企业视角的定向降准政策调控效果研究[J]. 财政研究, 2016(8): 91-103.
- [3] 郭晔, 徐菲, 舒中桥. 银行竞争背景下定向降准政策的“普惠”效应——基于 A 股和新三板三农、小微企业数据的分析[J]. 金融研究, 2019(1): 1-18.
- [4] Wei X, Li J, Han L. Optimal targeted reduction in reserve requirement ratio in China[J]. Economic Modelling, 2020, 85(C): 1-15.
- [5] 王曦, 李丽玲, 王茜. 定向降准政策的有效性: 基于消费与投资刺激效应的评估[J]. 中国工业经济, 2017(11): 137-154.
- [6] Matteo B, Davide F. Targeted monetary policy and bank lending behavior[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 142(1): 404-429.
- [7] 刘琦, 董斌. 定向降准政策有效吗——来自股票市场的经验证据[J]. 金融经济研究, 2019(6): 42-55.
- [8] 楚尔鸣, 曹策, 许先普. 定向降准对农业经济调控是否达到政策预期[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2016(11): 3-10.
- [9] 胡育蓉, 朱恩涛, 龚金泉. 货币政策立场如何影响企业风险承担——传导机制与实证检验[J]. 经济科学, 2014(1): 39-55.
- [10] 周彬蕊, 刘锡良, 张琳. 货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担[J]. 世界经济, 2017(10): 93-118.
- [11] 喻坤, 邹楚沅. 货币政策、融资约束与企业投资[J]. 现代管理科学, 2015(7): 55-57.
- [12] 张西征, 刘志远, 王静. 货币政策影响公司投资的双重效应研究[J]. 管理科学, 2012(5): 108-119.
- [13] 朱雁春, 苏文兵, 王亚星. 货币政策、企业资本结构变动及经济后果——基于三大货币政策区间的探讨[J]. 山西财经大学学报, 2015(3): 34-47.
- [14] 林朝颖, 林楠, 黄志刚, 等. 基于企业微观视角的定向降准惠农精准性研究[J]. 中国农村观察, 2020(6): 83-101.

- [15] Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043 - 1075.
- [16] Atanassov J. Do hostile takeovers stifle innovation? Evidence from antitakeover legislation and corporate patenting[J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(3): 1097 - 1131.
- [17] Gormley T A, Matsa D A. Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 122(3): 431 - 455.
- [18] Lins K V, Servaes H, Tamayo A. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(4): 1785 - 1824.
- [19] Baños-Caballero S, García-Teruel P J, Martínez-Solano P. Working capital management, corporate performance, and financial constraints[J]. *Journal of Business Research*, 2014, 67(3): 332 - 338.
- [20] 饶品贵, 姜国华. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩[J]. *管理世界*, 2013(3): 12 - 22.
- [21] Xu N, Xu X, Yuan Q. Political connections, financing friction, and corporate investment: Evidence from Chinese listed family firms[J]. *European Financial Management*, 2013, 19(4): 675 - 702.
- [22] Fazzari S, Hubbard R G, Petersen B C. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1): 141 - 206.
- [23] Ohlson J A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy[J]. *Journal of Accounting Research*, 1980: 109 - 131.
- [24] Merton R C. On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates[J]. *The Journal of Finance*, 1974, 29(2): 449 - 470.
- [25] Adams R B, Almeida H, Ferreira D. Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance[J]. *The Review of Financial Studies*, 2005, 18(4): 1403 - 1432.
- [26] 李科, 徐龙炳. 融资约束、债务能力与公司业绩[J]. *经济研究*, 2011(5): 61 - 73.
- [27] 沙亦鹏, 叶明海, 王玉馨. 企业家创新成果对公司业绩的影响研究[J]. *科研管理*, 2019(12): 262 - 271.
- [28] 陈日清, 王彤彤, 史永东. 大股东权力对我国上市公司业绩的影响研究[J]. *系统工程理论与实践*, 2020(10): 2505 - 2518.
- [29] 毛捷, 管星华. 地方政府纾困、融资成本与企业业绩分化[J]. *经济与管理评论*, 2021(5): 54 - 67.

[责任编辑:高 婷]

Research on the Driving Mechanism of Targeted RRR Cuts on the Performance Growth of Agricultural Listed Companies

LIN Chaoying¹, GUO Huifang¹, WEI Liqin¹, HONG Xiuqing²

(1. School of Economics and Management, Fuzhou University, Fuzhou 350005, China;

2. School of Economics and Management, Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou 350005, China)

Abstract: Based on the transmission mechanism theory of aggregate monetary policy, this paper explores the micro mechanism of targeted RRR cuts monetary policy driving the performance growth of agricultural enterprises, and uses DID method to test the difference in the impact of the targeted reduction of reserve ratio monetary policy on the performance growth of agricultural listed companies and non-agricultural listed companies. The results show that compared with non-agricultural listed companies, the driving effect of targeted RRR cuts monetary policy on the performance growth of agricultural listed companies is more significant. The driving effect of targeted RRR cuts monetary policy on the performance growth of agricultural listed companies with high financing constraints is stronger than that of non-agricultural listed companies. There is no significant difference in the driving effect of performance between agricultural listed companies with low financing constraints and non-agricultural listed companies with low financing constraints. The driving effect of targeted RRR cuts monetary policy on the performance of high-risk agricultural listed companies is significantly different from that of high-risk non-agricultural listed companies, while the driving mechanism for the performance growth of low-risk agricultural listed companies is not significant.

Key Words: targeted RRR cuts; credit channel; risk transmission channel; performance growth; driving mechanism