

# 非标准资产业务监管加重了民营企业融资难吗？

刘喜和<sup>1</sup>,白晶<sup>2</sup>,陶燕兰<sup>1</sup>

(1. 上海大学经济学院, 上海 201900; 2. 北京东大正保科技股份有限公司 投资部, 北京 100029)

**[摘要]** 为了整治金融机构监管套利、空转套利和关联套利等系列金融“乱象”, 监管部门陆续出台了一系列措施, 督促银行表外资产回表、非标资产转标。将非标业务监管政策的出台视为一次准自然实验, 以 2015 年作为非标业务监管的起始年, 采用倾向得分匹配双重差分法(PSM-DID)检验非标业务监管对民营企业融资困境的影响。研究结果显示, 商业银行非标资产业务监管在一定程度上加大了民营企业的融资困境, 且其冲击力度存在异质性, 利润现金含量较低、采取激进型战略的民营企业, 受到非标业务监管冲击的力度更大。进一步实证的结果显示, 民营企业融资额与银行非标业务额之间存在倒 U 型的非线性关系。所得到的政策启示是, 在制定宏观经济调控政策时, 应预判监管政策产生的负向冲击力度, 避免政策工具之间的冲突效应。

**[关键词]** 非标业务监管; 民营企业融资困境; PSM-DID; 企业融资; 融资模式

**[中图分类号]** F832.4      **[文献标志码]** A      **[文章编号]** 1004-4833(2021)01-0101-09

## 一、引言

2015 年以来, 为实现金融服务实体经济的根本要求, 中国人民银行通过若干次降准、定向降准、中期借贷便利操作和灵活开展公开市场逆回购等政策工具, 增加中长期流动性供应, 保持银行体系流动性合理充裕。与此同时, 为守住不发生系统性金融风险的底线, 银保监会陆续出台了包括“资管新规”等一系列的宏观审慎政策。据央行的统计数据, 2018 年底, 基础货币 12 个月滚动净增规模由净回笼转为净投放。然而, 包括地方政府、非金融企业和家庭部门获取的信贷规模并未随之发生显著提升, 非金融企业及机关团体贷款同比增加 10.5%、家庭部门同比增加 18.2%, 而非银行业金融部门却同比增加 69.2%。可见, 宽松的流动性依然在金融体系内循环。再据 Wind 数据库统计, 在 2018 年新增的 16.2 万亿元人民币贷款中, 民营企业信贷净增规模仅为 5.1 万亿, 占比为 31%。在债券融资上, 2018 年共有 504 只企业债券发行上市, 民营企业占比仅为 4.96%, 占债券融资总规模的 1.25%。可见, 央行的基础货币“投入”并未形成民营企业融资规模的“产出”, 民营企业面临的融资困境仍未得到有效改善。已有相关文献研究了非标准资产业务(以下简称为非标业务)的系统性金融风险形成机理以及治理措施, 但忽视了对作为社会融资工具之一的非标业务监管后所产生的冲击效应, 尤其是非标业务监管是否加剧了民营企业融资难, 未来将如何实施有效的调控政策, 依然是当前需要迫切解决的问题。

基于此, 本文以 2015 年作为非标业务监管的起始年, 采用倾向得分匹配法(PSM-DD), 分析了 2015 年前后四年监管政策变化对民营企业融资困境的影响, 并分析了何种类型的民营企业受政策监管的影响最大。结果显示: (1) 与非民营企业相比, 非标业务监管在一定程度上加剧了民营企业融资难问题; (2) 非标业务监管的负向效应存在非对称性, 对利润现金含量低和采取激进型战略的民营企业的负向冲击更大, 对其他类型民营企业的负向冲击较小; (3) 银行业非标准资产业务额与民营企业融资额存在倒 U 型的非线性关系。

本文的主要贡献在于: 第一, 从实证层面检验了非标业务监管对民营企业融资困境的影响, 为完善宏观经济调控政策提供了依据。第二, 提供了非标业务监管对民营企业融资需求冲击的结构性证据, 有助于厘清理论界和实务界对当前非标业务监管乃至包括资管新规等宏观审慎政策的争议。本文得到的政策启示是, 在对金融机构实施有效监管、控制系统性风险的同时, 相关部门应预判监管政策产生的负向冲击力度, 避免政策工具之间的

**[收稿日期]** 2019-11-21

**[基金项目]** 教育部哲学社会科学规划项目(19YJA790060); 上海市哲学社会科学规划基金项目(2017BJB007)

**[作者简介]** 刘喜和(1962—), 男, 山东莱芜人, 上海大学经济学院教授, 博士生导师, 博士, 从事货币银行学与公司金融研究, E-mail: liu-xihe@126.com; 白晶(1982—), 女, 吉林白城人, 北京东大正保科技股份有限公司投资部高级经济师, 硕士, 从事公司金融研究; 陶燕兰(1995—), 女, 广西桂林人, 上海大学经济学院硕士研究生, 从事公司金融研究。

冲突效应。就非标业务监管政策而言,在治理金融“乱象”,减少或控制劣质企业和靠“以新还旧”融资模式生存的企业对信贷资源占用的同时,也应开发出便利民营企业融资的其他工具。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 非标业务监管的背景

长期以来,金融机构出于“监管套利”的目的,通过银行表外理财、银信合作、银证合作、银基合作等通道将信贷资金大量投向非标业务。为扩大非标业务规模,金融机构大多是通过滚动发行不同类型、期限和预期收益率的理财产品,并将其纳入统一管理的资金池,然后投资于包括非标准资产在内的各类标的。金融机构非标业务的大幅扩张,多数是集中于金融系统内部机构之间,通过层层嵌套和加大杠杆的形式实现“监管套利”“空转套利”和“关联套利”,从而存在“资产创造负债、贷款创造存款”的流动性创造过程<sup>[1-4]</sup>。非标业务的无序发展,一方面加大了系统性金融风险隐患,另一方面直接冲击了货币政策的有效性、货币工具的选择和货币制度政策最优安排<sup>[5-7]</sup>。针对金融机构的“三套利”“四不当”行为,2014年银保监会出台了《关于规范金融机构同业业务的通知》,2015年又出台了《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》,拉开了金融统一监管新实践的序幕。基于以上判断,本文将2015年作为非标业务监管政策的分界点,分析2015年前后四年非标业务监管对民营企业和非民营企业融资困境的影响力度。

### (二) 研究假设

#### 1. 非标业务与民营企业融资

中国企业的外源融资方式主要为银行贷款、非标融资、债券融资和股权融资四大类。据Wind数据统计,2014年至2018年各年度,四类融资渠道的占比基本保持在60%、20%、10%和10%左右的水平。银行贷款是企业融资的首要来源也反映了中国以间接融资为主的金融体系基本特征。商业银行出于自身的风险约束、监管约束、成本约束和能力约束,其贷款投放意向基本是按照抵押品质量、外部增信手段丰富度和有无国家隐形信用背书等条件设定了信贷投放半径(见图1)。其核心层与外围层的结构由里向外依次是央企、地方国有企业、上市民企、最后是民营企业(小微企业)。当经济增长持续下行、企业经营风险加大时,商业银行就会收缩信贷投放半径,处于外围的民营企业和小微企业就有可能排除在半径之外。

以2018年的信贷投放为例,大型企业中的国有控股企业获得74%左右的银行信贷资源,而民营企业仅获得12%左右,充分说明了商业银行存在信贷投放半径的事实,反映了金融系统存在着“信贷歧视”。

商业银行信贷投放半径的收缩或扩展,取决于其“投放能力”和“投放意愿”。“投放能力”主要受指标监管和行为监管的约束。资本充足率、流动性监管指标、合意信贷额度等指标监管,直接限制了商业银行资产和负债的扩张规模。行为监管直接约束其诸如借助资管通道、委托贷款、信托贷款等方式实现的表内外非标业务。“投放意愿”是由商业银行自身的业务能力、奖惩机制、战略定位和风险偏好等主观因素决定。在宏观审慎监管和宏观流动性相对宽松的环境下,商业银行的自身资金相对充裕而潜在信贷客户又相对有限,为追求高额利润,就采取发行理财产品和同业存单的形式扩大负债,然后通过非标资产投资业务扩大高收益资产,以此承接难以从表内获得信贷支持的民营企业融资需求。2015年至2018年,非标融资在民营企业融资总额中的比重分别为51.1%、43.9%和38.3%,说明在监管相对宽松期,非标业务与民营企业融资的对应关系。

自2015年开始,监管部门陆续出台了包括对理财产品实行“穿透式”监管、严禁资产池操作、严控多层嵌套等政策,从负债端和资产端限制了金融机构的非标准资产投资行为,改变了商业银行原有的业务生态。在行为监管叠加实体经济面临下行压力的环境下,商业银行权衡收益-风险的均衡关系,选择降低风险偏好、收缩其“信贷投放半径”,信贷资源更加集中于中央企业和地方国有企业,非标资产业务也大幅缩减,客观上关闭了民营企业从非正规金融市场融资的渠道<sup>[8]</sup>。

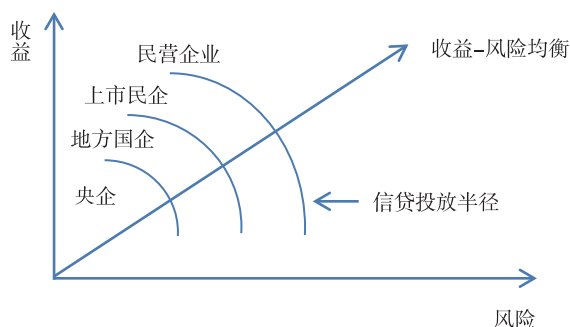


图1 商业银行风险-收益均衡

从发达国家宏观经济管理的实践来看,治理系统性金融风险的宏观慎重政策也会对实体经济融资约束形成负向冲击作用<sup>[9]</sup>。Beau 和 Clerc<sup>[10]</sup>通过对欧洲银行业数据的研究发现,在流动性覆盖率(LCR)指标监管下,商业银行更愿意持有高收益主权债券,而减少对实体企业的信贷投放;在净稳定资金比率(NSFR)指标监管下,商业银行更倾向于投资金融类产品。Kiley 和 Sim<sup>[11]</sup>实证分析了美国的 MPA 考核与信贷规模之间的关系,结果显示其存在反向关系,即在熨平信贷周期的同时,也建立了中小企业获得信贷资金的渠道。Borio<sup>[12]</sup>进一步分析了资本和流动性双重监管下商业银行的信贷投放行为,结果显示双重监管显著抑制了商业银行对实体经济的信贷投放意愿。总结以上分析,本文提出假设 1。

假设 1:非标业务监管加剧了民营企业的融资困境。

## 2. 民营企业的经营质量与融资条件

在中国经济进入增长速度换挡期、结构调整阵痛期和 2008 年刺激经济政策消化期之后,经济运行多年来积累的深层次矛盾逐渐显现。民营企业群体中也出现落后产能甚至“僵尸企业”现象,此类企业多数分布于净利润现金含量较低和盲目扩张型企业<sup>[13]</sup>。为此,本文将重点讨论商业银行非标业务监管对以上两类民营企业融资状况的影响。

净利润现金含量将盈利评估和现金流量评估结合在一起,有效反映了企业盈利与现金流量之间的关系。企业的经营性现金流入越大,投资风险就越小,而对于企业净利润大幅上升,净利润现金含量却大幅降低,则该企业存在盈利造假的嫌疑。因此,净利润现金含量指标能够有效度量企业的真实盈利水平。对于净利润现金含量低、现金短缺的企业,无法达到信贷和发债要求,只能通过非标渠道进行融资操作,以短期融资或超级短期融资滚动长期债务,维持借新还旧模式。在债券融资发行门槛提高、非标业务监管后,短期流动性自然出现流动性匹配困境。因此,本文提出假设 2。

假设 2:企业净利润现金含量越低,非标业务监管对其融资困境的负向冲击越大。

Miles 和 Snow<sup>[14]</sup>将公司战略划分为进攻型战略、保守型战略和分析型战略。进攻型战略通过不断寻找新的市场机会,开发新产品,以创新化和差异化作为提升公司竞争力的核心。这种以创新为导向的公司发展模式,一方面具有较大的不确定性<sup>[15-16]</sup>,另一方面也存在为支持业务扩张的融资压力。相对而言,保守型战略是将产品和服务限定在有限领域内,便于管理者有效地掌控公司的业务发展。与进攻型战略相比,未来的不确定性较低,融资需求较少。因此,本文提出假设 3。

假设 3:对于采取进攻型战略的企业,非标业务监管对其融资困境的冲击效应要大于采取保守型战略的企业。

## 三、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文选取我国 A 股全部上市公司 2011 年 1 月至 2018 年 12 月的季度数据为研究样本,共有 3568 家企业,其中民营企业有 2181 家,非民营企业有 1387 家。本文对全样本进行如下处理:(1)剔除金融行业企业;(2)剔除房地产行业企业;(3)剔除样本期间数据不全企业,包括在 2011 年 1 月之后上市的企业和存在数据缺失的样本。进行处理后,本文共有 1925 个样本,其中民营企业有 1085 家,非民营企业有 840 家。为消除极端值的影响,本文对所有连续型变量进行上下 1% 的缩尾处理。同时为消除计量单位的不同对回归系数的影响,本文对所有连续型变量进行标准化处理。本文数据来源于 Wind 数据库、Choice 金融终端和国家统计局。

### (二) 主要变量及其描述性统计分析

#### 1. 企业融资困境

Dreman 和 Juselius<sup>[17]</sup>认为,与债务/GDP 等杠杆率相比,债务偿还比率可以解释利率和期限结构的变化,能准确地反映债务造成的负担。Elvery 和 Schweitzer<sup>[18]</sup>将债务偿还比率分解为国家、州和市级,允许根据利率和收入的预期变化详细预测偿债比率,更有助于评价家庭应对潜在经济冲击的能力。本文借鉴 Elvery 和 Schweitzer<sup>[18]</sup>的方法,构建如下债务偿还比率度量企业的融资困境:

$$DSR_{j,t} = \frac{i_{j,t}}{1 - (1 + i_{j,t})^{-s_{j,t}}} \times \frac{D_{j,t}}{Y_{j,t}} \quad (1)$$

其中, $j$ 表示具体的企业, $DSR_{j,t}$ 表示 $t$ 期的债务偿还比率, $i_{j,t}$ 表示 $t$ 期应偿还债务的平均利率, $s_{j,t}$ 表示 $t$ 期应

偿还债务的平均期限,  $D_{j,t}$  表示  $t$  期债务余额,  $Y_{j,t}$  表示  $t$  期可用于偿还债务的收入。对于企业  $j$  而言, 债务偿还比率是其负债偿还能力的度量, 偿债比率越大, 企业的融资风险暴露越大, 融资困境越困难。

## 2. 非标业务监管

2018年4月, 中国监管部门在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中进一步明确了“非标准化债权资产”的定义。据此定义, 信托贷款和委托贷款之和在商业银行非标投资中的比例基本维持在87%的水平, 因此, 本文将信托贷款和委托贷款之和作为非标业务额的代理变量。非标业务额越少, 说明非标业务监管越严格。此外, 为检验实证结果的稳健性, 文本选取社会融资口径中的信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票之和作为银行非标投资的替代变量。

## 3. 企业净利润现金含量

本文采用生产经营中产生的现金净流量与净利润的比值作为企业净利润现金含量的代理变量。样本数据区间为非标业务监管后的2015—2018年, 按照净利润现金含量平均值从高到低排序, 本文将民营企业样本等分成三组, 公司利润现金含量最高的1/3定义为高利润现金含量组, 利润现金含量最低的1/3定义为低利润现金含量组, 其他为一组。

## 4. 公司战略

参照 Bentley 等<sup>[19]</sup> 和孙健等<sup>[20]</sup> 的处理方法, 本文选取能较好地代表公司战略激进程度的六个指标: 研发支出占销售收入的比重、员工人数与销售收入的比值、销售收入的历史增长率、销售费用和管理费用占销售收入的比重、员工人数波动性、固定资产占总资产的比重, 计算这些指标在2011—2015年的平均值。按照分行业子样本, 本文分别将每个变量的均值从小到大平均分为五组。对于前五个变量, 得分最低的赋值0, 得分次低的赋值1, 以此类推, 得分最高的赋值4; 对于第六个变量, 得分最高的赋值0, 得分次高的赋值1, 以此类推, 得分最低的赋值4。然后将六个变量的分组得分相加, 得到0—24分的度量变量。得分较高的意味着公司战略较为激进, 而得分较低的意味着公司战略较为保守。依据公司战略得分划分公司战略类型, 本文将民营企业样本等分成三组, 将公司战略得分最高的1/3定义为进攻型战略企业, 战略得分最低的1/3定义为防御性战略企业, 得分居中的为分析型企业。

表1 变量定义及描述性统计分析(2011—2018年, 1925家, N=61600)

变量名称	变量符号	变量定义	Mean	Std. Dev.	Min	Max
企业融资困境	<i>DSR</i>	已定义	7.7813	18.915	-51.546	2326.605
非标业务额(万亿元)	<i>NonStdInvta</i>	已定义	3.612	4.146	-6.168	12.022
非标业务额(万亿元)	<i>NonStdInvtb</i>	已定义	3.398	5.084	-8.263	14.077
民营企业融资额(百万)	<i>PriFin</i>	筹资活动的现金流量净额	246.06	3038.60	-123515.	119768.
利润现金含量	<i>CachCont</i>	已定义	3.6854	66.922	-152.29	2626.24
公司战略	<i>Strategy</i>	已定义	9.9990	3.5174	0	23
企业属性	<i>Nature</i>	企业属性	0.5636	0.4959	0	1
企业规模(百万元)	<i>Size</i>	企业总资产的自然对数	8.3543	1.2551	3.230	14.730
上市年龄	<i>Age</i>	$\ln(\text{季度末日上市日期} + 1)$	3.3487	0.6633	1.011	4.4338
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数	2.1381	0.1972	1.386	2.8904
独立董事比例	<i>Indirector</i>	独立董事人数/董事会人数 * 100	37.224	5.3413	12.500	80.000
股权集中度	<i>HolderPct</i>	第一大股东持股比例	33.706	216.340	3.000	89.990
行业集中度	<i>HHI</i>	赫芬达尔-赫希曼指数	293.377	507.753	37.460	5551.06
货币增速(%)	<i>M2</i>	M2同比增长率	11.6365	2.3377	8.033	15.6000
信贷利率(%)	<i>IR</i>	金融机构人民币贷款加权平均利率	6.1046	0.6799	5.220	7.2000
民间融资利率	<i>Folk</i>	温州民间融资综合利率指数	18.123	1.9602	15.4960	20.797
生产价格指数	<i>PPI</i>	生产者价格指数当季同比	-0.074	4.0797	-5.9000	7.4333
经济增速(%)	<i>GDP</i>	GDP同比增长率	7.1250	0.4390	6.6000	8.1000

注: 公司战略指标计算时间为2011—2015年, 计算范围为1085家民营企业, N=5425。

## 5. 控制变量

企业融资困境受多种因素的综合影响。其一是公司治理结构。企业效益的提升和发展方向取决于企业自身的战略制定和公司治理, 本文通过控制企业资产规模、董事会规模、独立董事比例和股权集中度控制公司层面因素对公司融资困境的影响。其二是宏观经济环境。企业所处经济环境的好坏很大程度上影响了企业即将面临的系统性风险, 影响企业的生产经营活动, 本文用行业集中度、货币增速、金融机构信贷利率、民间借贷利率、生产价格指数和经济增速控制宏观经济环境对企业融资困境的影响。各解释变量说明和定义见表1。

(三) 模型设定

本文将非标业务监管视作一次准自然实验,以民营企业为处理组,非民营企业为对照组。考虑到民营企业和非民营企业的差异性,本文在使用双重差分模型之前,运用倾向得分匹配法,在对照组中匹配出与实验组特征相似的企业。使用倾向得分匹配法(PSM)的具体配对步骤如下:(1)以民营企业为处理组,根据所处行业相同、上市时间相近、资产规模相近的公司特征,运用 Logistic 回归模型估计所有研究样本的倾向评分,匹配出与之个体特征相近的非民营企业对照组样本,用以减小处理组和对照组的差距。(2)对于每一个民营企业,采用“卡尺内最近邻匹配”(Nearest-Neighbor Matching Within Caliper),即在给定的卡尺范围寻找最近匹配,同时删除不在共同取值范围(Common Support)内的个体,即仅对共同取值范围内的个体进行匹配,筛选出与之相匹配的非民营企业。

为消除时间和个体之间差异,本文构建如下时间、个体效应双向固定的倾向得分双重差分模型(Propensity Score Matching and Difference-in-Differences Model),以此来检验非标业务监管对民营企业融资困境的净效应。由于分组变量  $Treated_i$  和时间变量  $Time_t$  会分别被个体固定效应和时间固定效应吸收,因此只保留  $Treated_i \times Time_t$  的交互项,衡量非标监管对民营企业融资困境的影响:

$$DSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treated_i \times Time_t + \beta_2 Controls_{it} + u_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在式(2)中, $i$ 表示单个企业, $t$ 表示时间,被解释变量  $DSR_{it}$ 是企业融资困境, $DID$ 表示分组变量  $Treated_i$  和时间变量  $Time_t$  的交互项。 $Treated_i$  和  $Time_t$  均为虚拟变量,实验组企业即民营企业, $Treated_i$  取 1,对照组企业即非民营企业, $Treated_i$  取 0;非标业务监管实施以前即当样本观测值发生在非标业务监管以后,即 2015 年 1 月及以后, $Time_t$  取 1,否则取值为 0。 $Controls_{it}$ 为控制变量组,包括企业资产规模、董事会规模、行业集中度、货币增速、金融机构信贷利率等。 $u_i$  和  $\theta_t$  分别反应个体效应和时间效应, $\varepsilon_{it}$ 为随机扰动项。 $\beta_1$  是本文关注的重点,其衡量了非标业务监管对民营企业融资困境的影响。

采用虚拟变量作为核心解释变量,可以很好地检验非标业务监管对民营企业融资困境影响的净效应,但是无法衡量具体的非标业务额与民营企业融资额之间的关系。本文借鉴 Moser 和 Voena<sup>[21]</sup>的做法,选取民营企业融资额作为被解释变量,非标业务额  $NonStdInv_t$  及其平方项  $NonStdInv_t^2$  作为核心解释变量,构建如下“连续型双重差分”模型:

$$PriFin_{it} = \beta_0 + \beta_1 NonStdInv_t + \beta_2 NonStdInv_t^2 + \beta_3 Controls_{it} + u_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

在式(3)中, $\beta_1$  和  $\beta_2$  是关注的重点,当  $\beta_2$  不显著但  $\beta_1$  显著时,说明银行非标业务额与民营企业融资额存在线性关系;当  $\beta_2$  显著大于 0 时,说明银行非标业务额与民营企业融资额存在 U 型关系;当  $\beta_2$  显著小于 0 时,说明商业银行非标业务额与民营企业融资额存在倒 U 型关系。

为了检验非标业务监管对民营企业融资困境的影响是否存在异质性,本文在模型(2)的基础上,构建如下模型:

$$DSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DID_{it} + \beta_2 DID_{it} \times CashCont_i + \beta_3 Controls_{it} + u_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

在式(4)中(下面式 5 与其相同), $CashCont_i$ 为企业利润现金含量分组的虚拟变量,若是低利润现金含量企业,则  $CashCont_i$  取值为 1,否则取值为 0。模型(4)主要研究非标业务监管对低利润现金含量民营企业和高利润现金含量民营企业融资困境影响的差异性。

$$DSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DID_{it} + \beta_2 DID_{it} \times Strategy_i + \beta_3 Controls_{it} + u_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

在式(5)中, $Strategy_i$ 为企业战略类型分组的虚拟变量,若是进攻型战略企业,则  $Strategy_i$  取值为 1,否则取值为 0。模型(5)主要研究非标业务监管对进攻型战略民营企业和保守型战略民营企业融资困境影响的差异性。

## 四、实证结果与分析

### (一) 平行趋势检验

平行趋势假设是双重差分模型的前提条件,即实验组和对照组在政策实施以前,其融资困境趋势相同。本文进一步在模型(2)中引入  $DID(Treated_i \times Time_t)$ 、 $Treated_i \times Time_{2011}$ 、 $Treated_i \times Time_{2012}$ 、 $Treated_i \times Time_{2013}$ 、 $Treated_i \times Time_{2014}$  作为解释变量。定义哑变量  $Time_{2011}$ ,在 2011 年的取值为 1,其他年份为 0;哑变量  $Time_{2012}$ ,在 2012 年的取值为 1,其他年份为 0;哑变量  $Time_{2013}$ ,在 2013 年的取值为 1,其他年份为 0;哑变量  $Time_{2014}$ ,在 2014 年的取值为 1,其他年份为 0。表 2 的结果显示,实施非标监管的前四年, $Time_{2011}$ 、 $Time_{2012}$ 、 $Time_{2013}$ 、 $Time_{2014}$  与  $Treated_i$  交互项的回归结果均不显著。这表明在实施非标监管以前,民营企业和非民营企业的融资困境没有显著差异。

(二) 基准回归结果

1. 非标业务监管对民营企业融资困境的影响

本文使用时间和个体双向固定的双重差分模型检验非标业务监管对民营企业融资困境的影响。实证结果如表3列(1)、列(2)所示。表3列(1)的结果显示,模型中仅包含核心解释变量 *DID* 时, *DID* 的系数在1%的水平上显著为正;表3列(2)的结果显示,当进一步控制企业特征变量、行业变量和宏观变量时, *DID* 的系数仍在5%的水平上显著为正。综上结果表明,与对照组企业(非民营企业)相比,非标业务监管加剧了实验组企业(民营企业)的融资困境。

为了进一步说明非标业务与民营企业融资的关系,本文以民营企业融资额作为被解释变量,加入银行非标投资的一次项和二次项作为解释变量。实证结果如表3列(3)所示。表3列(3)的结果显示,非标业务额的二次项系数为负,且在1%的水平上显著,说明民营企业融资额与银行非标业务额之间存在倒U型关系。即随着银行非标业务额的增加,企业可获得的融资增多,在一定程度上可以缓解企业融资难和融资贵的问题,有利于降低企业的融资困境。但是非标投资累计到一定的阈值后,容易滋生金融机构的监管套利、空转套利和三角套利等金融“乱象”,资金在金融机构内部空转,加剧信贷资金的“脱实向虚”。

2. 非标业务监管对民营企业融资困境的异质性影响

由于企业自身的盈利能力与战略发展方向的不同,不同盈利能力和采取不同战略类型的民营企业对银行信贷等外部融资的需求程度存在一定的差异,所得到的信贷支持亦会随商业银行的风险偏好呈现非对称性。为了检验非标业务监管对不同盈利能力和不同战略类型民营企业的影响差异,本文加入 *DID* 项和各自分组变量的交互项进行实证分析。表3列(4)、列(5)分别表示依据企业利润现金分组和依据企业战略类型分组的回归结果。

表3列(4)结果显示,与高利润现金含量民营企业相比,低利润现金含量民营企业受到非标业务监管的影响要大,并且在1%的水平上显著(效应为 *DID* 与 *DID* × *Cash*

表2 平行趋势检验

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$Treated_i \times Time_t$	-0.0281*** (-8.6221)				
$Treated_i \times Time_{2011}$		-0.0137 (-1.5441)			
$Treated_i \times Time_{2012}$			-0.0092 (-0.9843)		
$Treated_i \times Time_{2013}$				-0.0115 (-1.2858)	
$Treated_i \times Time_{2014}$					-0.0039 (-1.4477)
个体效应	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.3258 (0.8431)	0.1434*** (6.8743)	0.0174*** (9.5572)	0.2342** (7.2237)	0.3561** (2.5138)
样本数	1925	1925	1925	1925	1925
R <sup>2</sup>	0.2415	0.3452	0.1263	0.1462	0.1455

注:括号内为聚类稳健的 *t* 值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%、10%的显著性水平上显著,本文其余表格同类数据相同。

表3 基准回归结果

被解释变量 解释变量	企业融资困境		民营企业融资额	企业融资困境	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DID</i>	0.0381*** (10.3506)	0.0137** (2.4832)		0.0651** (2.3428)	0.0569** (2.4309)
<i>NonStdInvta</i>			-0.0431*** (-11.6627)		
<i>NonStdInvta</i> <sup>2</sup>			-0.0177*** (-7.9741)		
<i>DID</i> × <i>Cash</i> <i>Cont</i>				0.0830*** (27.1524)	
<i>DID</i> × <i>Strategy</i>					0.0533*** (17.3574)
<i>Size</i>	-0.3138*** (-9.4412)		-0.1857*** (-10.3885)	-0.3696*** (-8.7696)	-0.2906*** (-8.4453)
<i>Indirector</i>	-0.0079 (-0.5934)		-0.0067 (-0.8999)	-0.0088 (-0.5716)	-0.0069 (-0.7445)
<i>HolderPet</i>	-0.0411*** (-2.6139)		-0.0257*** (-3.0140)	-0.0378** (-2.0072)	-0.0568** (-2.2342)
<i>Board</i>	-0.0147 (-0.8783)		-0.0055 (-0.5983)	-0.0021 (-0.1088)	-0.0059 (-0.7667)
<i>IR</i>	0.1298** (2.5007)		0.0937*** (8.0971)	0.0621 (1.0912)	0.0751 (1.1092)
<i>Folk</i>	-1.4116*** (-6.1650)		-0.1445*** (-7.4147)	-1.2774*** (-5.3300)	-1.3668*** (-8.9760)
<i>HHI</i>	-0.0429* (-1.7187)		-0.0263** (-2.0155)	-0.0319 (-1.0141)	-0.0163 (-1.2783)
<i>M2</i>	1.3889*** (5.3298)		0.1114*** (9.8179)	1.2534*** (4.5686)	1.1652*** (6.4432)
<i>PPI</i>	-0.2184*** (-3.6511)		-0.0275*** (-3.3506)	-0.1884*** (-3.0804)	-0.0996*** (-3.2304)
<i>GDP</i>	-0.4009*** (-3.0384)		-0.0143* (-1.7568)	-0.3302** (-2.3408)	-0.2706*** (-3.3454)
个体效应	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	—	控制	控制
常数项	0.0138 (0.9196)	0.1884*** (2.7743)	0.0290*** (11.2536)	0.1654** (2.3414)	0.1537** (2.1653)
样本数	1925	1925	1925	1284	1284
R <sup>2</sup>	0.0754	0.2234	0.8941	0.2131	0.1732



Cont 两变量的系数之和)。可能的原因是低利润现金含量民营企业自有资金非常有限,更加依赖外部融资。在中国的资金市场,银行信贷是企业主要的融资方式。但是银行出于自身风险的考量,更加倾向于将资金贷给信誉好、盈利能力强等低违约风险的企业,而低利润现金含量民营企业更多地依赖于非标业务等非正规融资渠道。因此对非标业务实施监管使得低利润现金含量民营企业的负效应更大。

表3列(5)结果显示,与战略保守型民营企业相比,战略激进型民营企业受到非标业务监管的影响较大,并且在5%的水平上显著(效应为 DID 与  $DID \times Strategy$  两变量的系数之和)。可能的原因是相比战略保守型民营企业,战略保守型民营企业更加倾向于研究开发新产品,开拓新市场,对资金的需求更大,对银行非标投资等非正规融资渠道地依赖较大,因此对非标业务实施监管使得战略激进型民营企业的负效应更大。

(三) 稳健性检验

1. 非标业务监管对民营企业融资困境影响的稳健性检验

调整时间窗口:本文实证分析的时间窗口为2011—2018年,考虑到实证结果可能是由非标业务监管以外的原因导致,因此进一步调整时间窗口进行稳健性检验。

第一,本文的结果可能是由非标业务监管以外的其他事件所致,因此,本文假设非标业务监管的实施时间提前,将时间窗口调整为2011—2014年,观察前文所得主要结果是否在2016年以前就已存在。对此,本文重新设置一个虚拟变量  $Time_{13}$ ,在2013年及2014年取值为1,在2011年及2012年取值为0。表4中列(1)所示结果显示,  $Treated_i \times Time_{13}$  的系数估计不显著,这表明企业融资困境的加剧确实由非标业务监管所致。

第二,本文将时间窗口缩短,仅将非标业务监管前后3年的数据考虑在内,即仅对2012—2017年的数据实施研究,进行稳定性检验。对此,本文重新设置一个虚拟变量  $Time_{14}$ ,在2015—2017年取值为1,在2012—2014年取值为0。表4中列(2)所示结果显示,  $Treated_i \times Time_{14}$  的系数估计在10%的水平上显著为正,与前文研究结果一致。

第三,调整样本范围。本文实证分析的样本数据为A股全部上市公司2011年1月至2018年12月的季度数据,为避免样本选择偏误,将样本限定在制造业企业,即选取A股全部制造业上市公司2011年1月至2018年12月的季度数据为样本,剔除不合格样本,用剩余进行实证分析。表4中列(3)所示结果显示, DID 的系数在5%的水平上显著为正,与前文研究结果一致。

第四,改变非标业务指标的度量方式。前文非标业务额用社会融资口径下信托贷款和委托贷款之和表示,现将社会融资口径扩大为信托贷款、委托贷款和未承兑商业银行票据之和进行稳健性检验。表4中列(4)的结果显示,银行非标业务额的二次项系数为负,且在1%的水平上显著,与前文研究结果一致。

2. 非标业务监管对企业融资困境异质性影响的稳健性检验

为保证结果的稳健性,本文改变企业利润现金含量和企业战略类型分组方式。首先,本文将净利润现金含量和战略得分位于中间的1/3分别定义为低利润现金含量企业和战略激进型企业,而高利润现金含量企业和战略保守型企业仍为净利润现金含量最高和战略得分最低的1/3企业。实证结果分别如表5列(1)、列(2)所示。表5列(1)、列(2)的  $DID \times CashCont$  与  $DID \times Strategy$  的系数分别在5%和10%的水平上显著为正,与前文研究结果一致。其次,本文将净利润现金含量最低和战略得分最高的1/4分别定义为低利润现金含量企业和战略激进型企业,而高利润现金含量企业和战略保守型企业为净利润现金含量最高的1/4和战略得最低的1/4企业。实证结果分别如表5列(3)、列(4)所示。表5列(3)、列(4)的  $DID \times CashCont$  与  $DID \times Strategy$  的系数均在10%的水平上显著为正,与前文研究结果一致。

表4 非标业务监管对民营企业融资困境影响的稳健性检验

被解释变量 解释变量	企业融资困境		民营企业融资额	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Treated_i \times Time_{13}$	0.0182 (1.3126)			
$Treated_i \times Time_{14}$		0.0451* (1.9052)		
DID			0.0123** (2.3627)	
NonStdInvtb				-0.0443*** (-10.6149)
NonStdInvtb <sup>2</sup>				-0.0178*** (-8.2267)
Controls	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	—
时间效应	控制	控制	控制	控制
常数项	0.0655*** (3.0523)	0.1468*** (2.8226)	4.2217*** (3.7123)	0.0289*** (11.5331)
样本数	1925	1925	1307	1925
R <sup>2</sup>	0.1653	0.2081	0.1766	0.8913

此外,如果本文划分高-低利润现金含量企业组和战略激进-保守型企业组的识别策略是稳健的,那么实证结果应当表现出剂量效应,即当低利润现金含量企业和高利润现金含量企业在利润现金含量上的差异、战略激进型企业与战略保守型企业在战略得分上的差异缩小时,非标业务监管影响两组企业融资困境的差异程度应当相应地缩小,而当分组依据的差异扩大时,非标业务监管影响两组企业融资困境的差异程度应当相应地扩大。结合表5和表3的实证结果可知,表5列(1)的 $DID$ 与 $DID \times CashCont$ 两变量系数之和小于表3列(4)的 $DID$ 与 $DID \times CashCont$ 两变量系数之和,表5列(3)的 $DID$ 与 $DID \times CashCont$ 两变量系数之和大于表5列(1)和表3列(4)的 $DID$ 与 $DID \times CashCont$ 两变量系数之和;表5列(2)的 $DID$ 与 $DID \times Strategy$ 两变量系数之和小于表3列(5)的 $DID$ 与 $DID \times Strategy$ 两变量系数之和,表5列(4)的 $DID$ 与 $DID \times Strategy$ 两变量系数之和大于表5列(2)和表3列(5)的 $DID$ 与 $DID \times Strategy$ 两变量系数之和。这些结果表明,非标业务监管对不同利润现金含量和战略类型民营企业的影响存在异质性,非标业务监管对低利润现金含量民营企业和战略激进型民营企业的影响要大于高利润现金含量民营企业和战略保守型民营企业。

表5 非标业务监管对企业融资困境异质性影响的稳健性检验

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$CashT2\_T0$	$StraT2\_T0$	$CashQ1\_Q0$	$StraQ1\_Q0$
$DID$	0.0640** (2.2937)	0.0236* (0.5260)	0.1046** (2.4645)	0.0846* (1.7180)
$DID \times CashCont$	0.0812** (2.5711)		0.0599* (1.9507)	
$DID \times Strategy$		0.0782* (1.7794)		0.0599* (0.9507)
Controls	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制
常数项	0.1891** (2.2788)	0.2205** (2.3091)	0.2629*** (3.2512)	0.2629*** (3.2512)
样本数	1283	1283	960	960
$R^2$	0.2363	0.1545	0.1918	0.1918

## 五、结论与政策建议

本文以2015年作为非标业务监管的起始年,采用倾向得分匹配双重差分法(PSM-DID),比较分析了2015年前后四年,监管政策变化对民营企业融资困境的影响力度,并分析了何种类型的民营企业受政策监管的影响最大。结果显示:(1)非标业务监管客观上减少了民营企业的融资渠道,加大了其融资困境。尤其是对净利润现金含量低、盲目采取扩张战略的民营企业,受到非标业务监管冲击的力度更大。(2)非标业务额与民营企业融资额成倒U型的非线性关系,即随着非标业务额的增加,民营企业可获得的融资增多,但非标业务累计到一定的阈值后,会滋生金融机构的“三套利”行为,加剧信贷资金的“脱实向虚”。

本文的实证检验尚存在一定的不足,例如利用政策调整时间窗口进行稳健性检验,未剔除同期其他政策的影响因素,但总体上提供了民营企业融资困境是其内外部因素综合作用的一种证据。外部因素是宏观审慎监管、中国面临经济周期下行以及国营和民营企业非中性信贷竞争体制等因素,内部因素是民营企业自身的经营质量。本文所得到的政策启示:其一,未来应进一步完善商业银行考核、激励等微观行为监管政策和尽职尽责、纠错容错机制,在缓释系统性金融风险的同时解决商业银行“不愿投、不会投和不敢投”问题;其二,进一步拓展民营企业融资渠道,使之既能淘汰“劣质、僵尸企业”,又能为广大中小企业提供融资便利。相关部门应进一步维护商业银行的信贷偏好与民营企业治理结构、商业银行的信贷工具与民营企业的信用评价等之间的关系,以便进一步疏通货币政策的传导机制。

### 参考文献:

- [1]常欣.从金融存量表看中国货币供给与货币创造的新变化[J].学术界,2017(12):322-333.
- [2]方先明,权威.信贷型影子银行顺周期行为检验[J].金融研究,2017(6):64-80.
- [3]方先明,谢雨菲,权威.影子银行规模波动对金融稳定的溢出效应[J].经济学家,2017(1):79-87.
- [4]万晓莉,郑隽,郑建华,严予若.中国影子银行监管套利演变路径及动因研究[J].经济学家,2016(8):38-45.
- [5]卞志村,胡恒强.中国货币政策工具的选择:数量型还是价格型?——基于DSGE模型的分析[J].国际金融研究,2015(6):12-20.
- [6]胡育蓉,范从来.货币政策工具的选择:利率双轨制和利率市场化[J].经济评论,2015(4):3-16.
- [7]刘喜和,王晶晶.商业银行降杠杆的宏观经济效应[J].南开学报(哲学社会科学版),2019(2):168-179.
- [8]刘莉亚,刘冲,陈垠帆,周峰,李明辉.僵尸企业与货币政策降杠杆[J].经济研究,2019(9):73-89.
- [9]Unsal D. Capital flows and financial stability: Monetary policy and macroprudential responses[R]. IMF Working Papers, 2016.



- [10] Beau D, Clerc L, Mojon B. Macroprudential policy and the conduct of monetary policy[R]. Mimeo, Banque de France, Working Paper, 2012.
- [11] Kiley, M, Sim J. Optimal monetary and macroprudential policies; Gains and pitfalls in a model of financial intermediation[J]. Journal of Macroeconomics, 2017, 54(10): 232 - 259.
- [12] Borio C. The Financial cycle and macroeconomics; What have we learnt? [J]. Journal of Banking and Finance, 2018, 45(8): 182 - 198.
- [13] 刘海明, 曹廷求. 续贷限制对微观企业的经济效应研究[J]. 经济研究, 2018(4): 108 - 121.
- [14] Miles R E, Snow C C. Organizational strategy, structure, and process[R]. Stanford University Press, 2003.
- [15] Higgins D, Omer T C, Phillips J. The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness[J]. Contemporary Accounting Research, 2015, 32(2): 674 - 702.
- [16] Bentley-Goode K A, Omer T C, Twedt D J. Does business strategy impact a firm's information environment? [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2017, 32(3): 1 - 25.
- [17] Drehmann M, Juselius M. Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? [J]. BIS Quarterly Review September, 2012, 41(9): 109 - 117.
- [18] Elvery J, Schweitzer M E. Partially disaggregated household-level debt service ratios; Construction and validation[J]. 2016(10): 127 - 136.
- [19] Bentley K A, Omer T C, Sharp N Y. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort[J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30(2): 780 - 817.
- [20] 孙健, 王百强, 曹丰, 刘向强. 公司战略影响盈余管理吗? [J]. 管理世界, 2016(3): 160 - 169.
- [21] Moser P, Voena A. Compulsory licensing; Evidence from the trading with the enemy act[J]. American Economic Review, 2012, 102(1): 396 - 427.

[责任编辑: 杨志辉]

## Does Non-standard Asset Business Supervision Add More Difficulty to Private Enterprise Financing?

LIU Xihe<sup>1</sup>, BAI Jing<sup>2</sup>, TAO Yanlan<sup>1</sup>

(1. School of Economics, Shanghai University, Shanghai 201900, China;

2. Department of Investment, Dongdazhengbao Co., Ltd. Beijing 100029, China)

**Abstract:** In order to rectify financial “chaos” such as regulatory arbitrage, idle arbitrage and related arbitrage among financial institutions, regulators have introduced a series of measures since 2015 to urge banks to return their off-balance-sheet assets to the balance sheets and transfer their non-standard assets business. In this paper, the series of non-standard regulatory policy is regarded as a quasi-natural experiment. Taking 2015 as the starting year of non-standard regulatory, we use Propensity Score Matching and Difference-in-Differences Model (PSM-DID) to analyze the influence of the non-standard asset regulatory on the financing difficulties of private enterprises, and whether there is a different influence on different private enterprises with different profit ability and different orienting strategy. The results show that the non-standard asset regulatory has increased the financing difficulties of private enterprises to a certain extent, and the impact on the financing difficulties of different profitability and different strategies has a heterogeneity, that is, the lower the cash level of net profit is, the more aggressive the strategy the private enterprises adopt, the stronger the impact of the non-standard regulatory is. At the same time, the results of this paper show that there is an inverted U-shaped non-linear relationship between private enterprise financing quantity and non-standard asset business of commercial banks. The inspiration is that when making a policy of macro-economic adjustment, the policy makers should predict the negative impact brought by the supervision policy in order to avoid the conflict effect between the application of policy instruments.

**Key Words:** non-standard asset regulatory; private enterprise financing difficulties; PSM-DID; enterprise financing; mode of financing