

中文摘要

随我国经济发展进入“新常态”，经济增速逐步放缓，加之新冠疫情的冲击及“俄乌冲突”的矛盾激化，导致全球供应链危机，同时也影响到投资者情绪，导致金融市场波动加剧，面临诸多金融风险。因此，我国企业面临严峻的外部环境。对于企业内部发展来说，企业融资是企业重要的决策之一。关于企业融资方式，银行贷款仍然是我国企业最常见的融资方式，其次是债券融资和股权融资。但债券和股权融资规模增速的不断下滑，加大了企业融资难度。因此，在复杂多变的内外部环境中，有必要研究货币政策不确定性对企业融资的影响。

在复杂多变的外部环境下，本文结合宏微观角度对企业融资进行分析，并进一步梳理历史文献，总结货币政策不确定性对企业融资影响的传导机制。本文选取上海证券交易所、深圳交易所上市的 A 股公司为研究对象，选取 2007 年 1 季度-2021 年四季度为研究区间。该区间包含经济快速增长、增速放缓以及完整的股市繁荣周期。本文首先对货币政策不确定性进行测度，进一步研究货币政策不确定性对企业融资的影响，得出如下结论：货币政策不确定性会对企业债务融资及股权融资产生显著负向影响，且该影响还存在一定滞后性及持续性。货币政策不确定性对于企业融资期限结构和企业融资结构在短期内没有显著影响，而其在长期存在影响，这可能是由于企业长期债务难以在短期进行调整。在此基础上本文进一步研究货币政策不确定性对企业融资影响的传导机制，通过模型实证分析发现货币政策不确定性通过供给和需求两方面影响企业的融资行为：在供给层面，银行风险承担意愿是货币政策不确定性影响企业债务融资的正向传导机制，对股权融资的传导不明显；对企业债务融资期限结构是负向传导机制，对企业融资结构传导不明显。此外，货币政策不确定性也通过银行信贷供给负向影响企业债务融资及企业融资期限结构。而在企业需求层面，其主要通过企业投资需求渠道和现金持有渠道

显著负向影响企业债务融资规模及股权融资规模。本文创新之处在于从宏观角度出发研究微观企业融资，结合宏微观进行研究。本文在梳理文献的基础上，还归纳总结了货币政策不确定性对于企业融资影响的机制，并进行实证检验。

基于上述结论，本文提出如下建议：（1）央行在制定货币政策时尽量减少不确定性，增加政策透明度，将货币政策波动性控制在合理范围，保持货币政策的连续性和稳健性。（2）政府、企业、银行间应加强沟通，减小信息不对称的严重程度。制定相关政策，增强政企交流、银企合作。（3）企业在制定融资策略时，除考虑企业自身硬实力与软实力外，综合考虑外部政策环境变化，合理调整融资结构。

关键词：货币政策不确定性；企业融资；信息不对称

Abstract

With China's economic development entering the "new normal", economic growth is gradually slowing down, coupled with the impact of the coronavirus pandemic and the intensification of the "Russia-Ukraine conflict", resulting in a global supply chain crisis, which also affects investor sentiment, leading to increased volatility in financial markets and more exposure to many financial risks. As a result, Chinese companies are facing a tough external environment. For the internal development of enterprises, corporate financing is one of the important decisions for enterprises. With regard to corporate financing methods, bank loans are still the most common financing method for Chinese enterprises, followed by bond financing and equity financing. However, the declining growth rate of the scale of bond and equity financing has made it more difficult for enterprises to raise funds. Therefore, in a complex and volatile internal and external environment, it is necessary to study the impact of monetary policy uncertainty on corporate financing.

Considering the complex and volatile external environment, this paper combines macro and micro perspectives to analyse corporate finance and further comb through the historical literature to summarise the transmission mechanism of the impact of monetary policy uncertainty on corporate finance. This paper selects A-share companies listed on the Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange as the research subjects and chooses the period from Q1 2007 to Q4 2021 as the research interval. The interval contains rapid economic growth, slowdown and a complete stock market boom cycle. The impact of monetary policy uncertainty on corporate finance is further investigated and the following conclusions are drawn: monetary policy uncertainty has a significant negative impact on corporate debt financing and equity financing, with a certain lag and persistence. Monetary policy uncertainty has no significant impact on the maturity structure of corporate finance and corporate finance outcomes in the short run, but

has an impact in the long run, probably due to the difficulty of adjusting corporate long-term debt in the short run. On this basis, the paper further investigate the transmission mechanism of monetary policy uncertainty on corporate finance, and find that monetary policy uncertainty affects corporate finance behaviour through both the supply and demand sides of the equation. At the supply side, monetary policy uncertainty positively affects corporate debt financing through the bank risk-taking channel; it negatively affects corporate equity financing, but to a lesser extent. In addition, monetary policy uncertainty also negatively affects corporate debt financing and the maturity structure of corporate finance through the supply of bank credit. At the level of corporate demand, it significantly and negatively affects the scale of corporate debt financing and equity financing mainly through the channels of corporate investment demand and cash holding. The main innovation of this paper is to study micro corporate finance from a macro perspective, combining macro and micro studies. In addition, based on a review of the literature, the mechanism of the impact of monetary policy uncertainty on corporate finance is summarised and empirically tested.

Based on the above findings, this paper makes the following recommendations: (1) Minimise uncertainty when formulating monetary policy, increase policy transparency, keep the volatility of monetary policy within a reasonable range and maintain a prudent monetary policy. (2) Communication between the government, enterprises and banks should be strengthened to reduce the severity of information asymmetry. Formulate relevant policies to enhance government-enterprise exchanges and bank-enterprise cooperation. (3) When formulating financing strategies, enterprises should, in addition to considering their own hard and soft strengths, comprehensively consider changes in the external policy environment and reasonably adjust their financing structures.

Key words: Monetary policy uncertainty; Corporate financing; Information asymmetry.

目录

1 引言	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 研究方法.....	4
1.3 本文结构.....	4
1.4 创新与不足.....	5
2 文献综述	7
2.1 货币政策不确定性.....	7
2.1.1 货币政策不确定性相关概念.....	7
2.1.2 货币政策不确定性的测度.....	8
2.2 企业融资行为的影响因素.....	11
2.3 货币政策不确定性对企业融资的影响.....	13
2.3.1 货币政策不确定性的负面影响.....	13
2.3.2 货币政策不确定性的正面影响.....	15
2.4 文献评述.....	16
2.4.1 货币政策不确定性的测度.....	16
2.4.2 货币政策不确定性对企业融资的影响.....	17
3 理论基础与研究假说	18
3.1 企业融资决策.....	18
3.1.1 早期融资理论.....	18
3.1.2 现代企业融资理论.....	19
3.2 货币政策不确定性对企业融资的影响机制.....	20
4 研究设计	23
4.1 货币政策不确定性测度.....	23
4.1.1 模型构建.....	23
4.1.2 货币政策不确定性指数分析.....	24
4.2 变量选择及数据来源.....	28

4.2.1 样本选取及研究区间	28
4.2.2 变量选择	28
4.3 实证分析模型	30
4.3.1 基准回归	30
4.3.2 货币政策不确定性对企业融资结构的影响	31
4.3.3 货币政策不确定性对企业融资行为传导机制	31
5 实证分析结果	33
5.1 统计分析	33
5.1.1 描述性统计	33
5.1.2 相关性分析	34
5.2 回归分析	35
5.2.1 基准回归	35
5.2.2 货币政策不确定性对企业融资结构的影响	37
5.2.3 货币政策不确定性对企业融资行为影响传导机制检验	38
5.2.4 异质性分析	49
5.3 内生性检验	57
5.4 稳健性检验	58
5.4.1 替换解释变量	58
5.4.2 替换机制检验模型	60
6 结论及建议	65
6.1 研究结论	65
6.2 政策建议	66
参考文献	68
致谢	75
在读期间科研成果目录	76

1 引言

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

我国经济正逐渐进入“新常态”，增速逐渐放缓，因此各项改革措施也在不断地推出。政策指出，要推动提质增效，调整优化产业结构，促进创新驱动发展，促进我国经济长期稳定健康发展。为了实现创新驱动发展，必须满足创新企业的最低必要资金需求。当前，民营和中小企业的“融资难、融资贵”问题日益突出，这也是最近政策的重点关注点。对于初创的企业来说，更多依靠外部融资，特别是债务融资。由于我国资本市场的层次性不明确，债券市场发展缓慢，我国企业更多依靠银行等金融机构或非金融机构来进行融资。

贷款是我国实体企业长期以来最主要的融资渠道。从增量上看，如下图所示，企事业单位新增银行贷款中长期占比长期超过 60%。从结构上看，自 2009 年以来，新增中长期贷款一直是银行分配信贷的最主要方式。实体企业新增信贷结构呈现出交替走势。从 2009 年到 2010 年，房地产等基础设施项目积极发展，中长期贷款集中，导致中长期贷款比例上升。自 2010 年开始，随着宏观调控政策的收紧，银行新增中长期贷款规模急剧减少，取而代之的是短期贷款成为主要信贷投放方式。2014 年起，为了应对经济“稳增长”的要求，中长期贷款占比开始逐步上升。而 2018 年起，随着金融监管的逐渐加强和实体企业融资需求的增加，中长期贷款再次成为企业重要的融资方式。受新冠疫情的影响，经济下滑，企业经营困难，为支持企业发展，中长期贷款占比再次上升。截止 2021 年末，企业银行中长期贷款达到 90.70%，表明企业融资环境逐渐严峻，银行贷款期限结构错配。

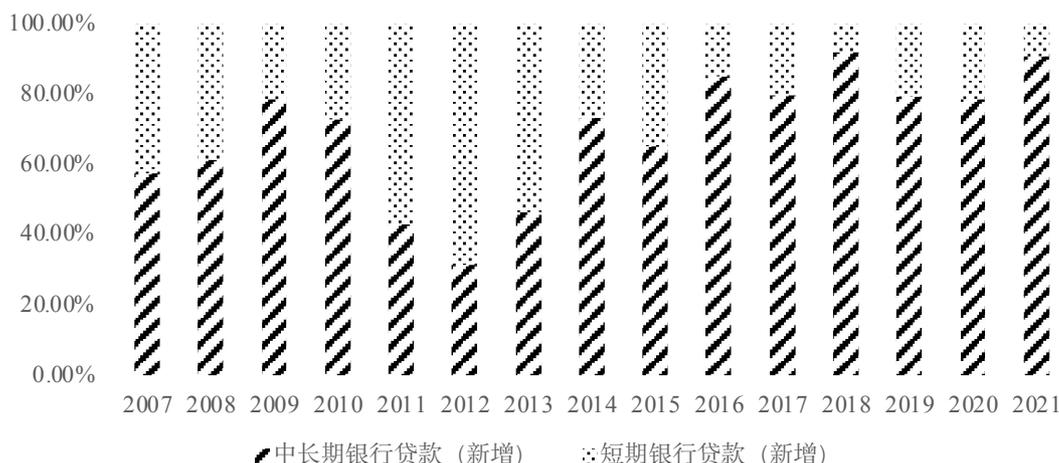


图 1-1 企业银行贷款期限结构 (数据来源: Wind)

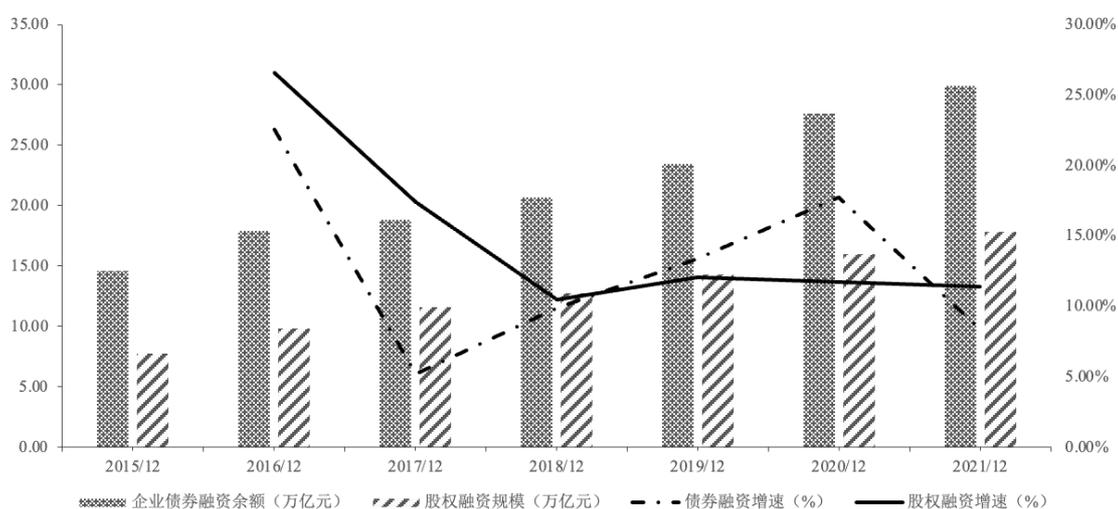


图 1-2 企业债券及股权融资规模 (数据来源: Wind)

对于一家企业来说，最为重要的融资方式有两种：债券融资和股权融资。截止 2022 年 3 月份，我国共有 31.06 万亿元的债券融资余额，对我国实体经济融资提供了有力的支持。从趋势来看，债券融资余额增速先是波动下降，2017 年碰到了最低点 5.17%，之后的时间里有一定反弹，2020 年末环比增速回调至 17.71%。2021 年，受国内外严峻的经济形势及疫情影响，债券融资增速再次大幅下降至 8.36%。截至 2021 年 12 月，我国股权融资总规模约为 17.82 万亿元。就增量而言，股权融资呈现明显的波动，近年来增速持续减缓。自 2009 年以来，股权融资得到了快速发展，增速长期高于债券融资。自 2018 年以来，随着市场行情的疲软，股权融资规模增速迅速下降。债券融资、股

权融资规模的增速逐年下滑，加大了企业融资难度。企业融资问题不仅与其自身的“软硬信息”相关，宏观经济因素也影响着企业融资，货币政策往往被用来调控宏观经济，因此其对企业融资的成本和规模也会产生影响，企业也会面临融资风险和投资风险（Bernanke 和 Blinder, 1988）。

在新常态下，采取稳健的货币政策可以有效地维持经济在合理的范围内运转，缓解实体经济融资难和融资成本高的问题，预防和化解金融系统风险。然而随着国际局势动荡、世界各国关系发生变化等新的因素出现，叠加过往积累的历史矛盾，国际金融市场波动愈加剧烈。这种市场的波动性导致了货币政策调控面临各种不确定性因素，特别是从 2008 年金融危机爆发以来各国货币政策变化调整更加频繁，对市场波动敏感性增大，这对货币政策不确定性产生了同向共振的作用。

就国际形势而言，2022 年 2 月，俄乌矛盾激化，美国联合西方各国迅速对俄罗斯实施了极为严厉的制裁。“俄乌冲突”推高了全球粮食、能源、金属等的价格，加剧了全球供应链危机，同时也影响投资者情绪，导致金融市场波动加剧，面临诸多金融风险。当前的国际形势仍然面临复杂严峻的挑战，地缘政治冲突等因素导致了国际金融市场的确定性不断上升。因此，在复杂多变的内外部环境中，有必要研究货币政策不确定性对企业融资的影响。

1.1.2 研究意义

本研究具有重要的理论与现实意义。首先，在理论层面，国外学者致力于对经济政策不确定性的研究，探讨其对经济运行和发展的影响，提出应对策略等，且大多集中在政策不确定性的测度及对宏观经济的影响方面。由于国内资本市场建立较晚，体系不完善，国内相关研究起步较晚，且主要集中在经济政策不确定性对宏观经济整体的冲击影响。尽管学者们已经进行了大量关于经济政策不确定性的研究，国内学者主要关注货币政策不确定性在宏观层面的影响，而在微观层面进行相关分析的学者较少。研究货币政策不确定性对企业融资行为的影响及其传导途径，对于相关理论的丰富和深入具有一定的理论意义。

其次，从现实角度来看，在复杂多变的宏观经济环境下，货币政策的调

整也更加灵活。企业融资方式不仅受到自身因素的影响，也会受到货币政策不确定性的影响。因此，了解我国货币政策的宏观调控效果，正确评估货币政策的不确定性，探讨其对企业融资行为的影响以及变动特征，对于制定合理的货币政策、深入探讨我国企业融资结构存在的问题并提出政策建议具有极为重要的现实意义。

1.2 研究方法

本文通过对现有文献进行总结，先采用理论分析对货币政策不确定性与企业融资进行分析，再结合实证研究建立模型进行分析。

1、理论分析方法。通过对企业融资决策理论进行回顾、梳理分析，分析货币政策不确定性对企业融资行为影响的传导机制。从理论角度分析货币政策不确定性对企业融资行为的影响。

2、实证分析方法。运用面板固定效应模型分析货币政策不确定性对企业融资行为的影响。再进一步对机制及异质性进行实证研究。

1.3 本文结构

第一部分：引言。主要对本文背景、内容进行概括。

第二部分：文献回顾及综述。

第三部分：理论基础与研究假说。本文先对企业融资决策的相关理论进行回顾，然后深入探讨货币政策不确定性对企业融资的传导机制，并提出相应的研究假设。

第四部分：研究设计。本文拟采用 SVAR-H-SV 模型对货币政策不确定性进行测度。其次对变量选择及研究区间进行描述。结合货币政策不确定性 (MPU)、企业债务融资指标、股权融资指标及相关控制变量构建模型进行分析。

第五部分：实证分析。对第四部分建立的模型进行回归分析，除基准回归外，还包括部分拓展性研究。为保证实证研究的稳健性，进一步进行稳健性检验。

第六部分：结论与建议。结合实证分析结果，对我国现行货币政策实施给予政策建议。

本文研究框架如下图所示：

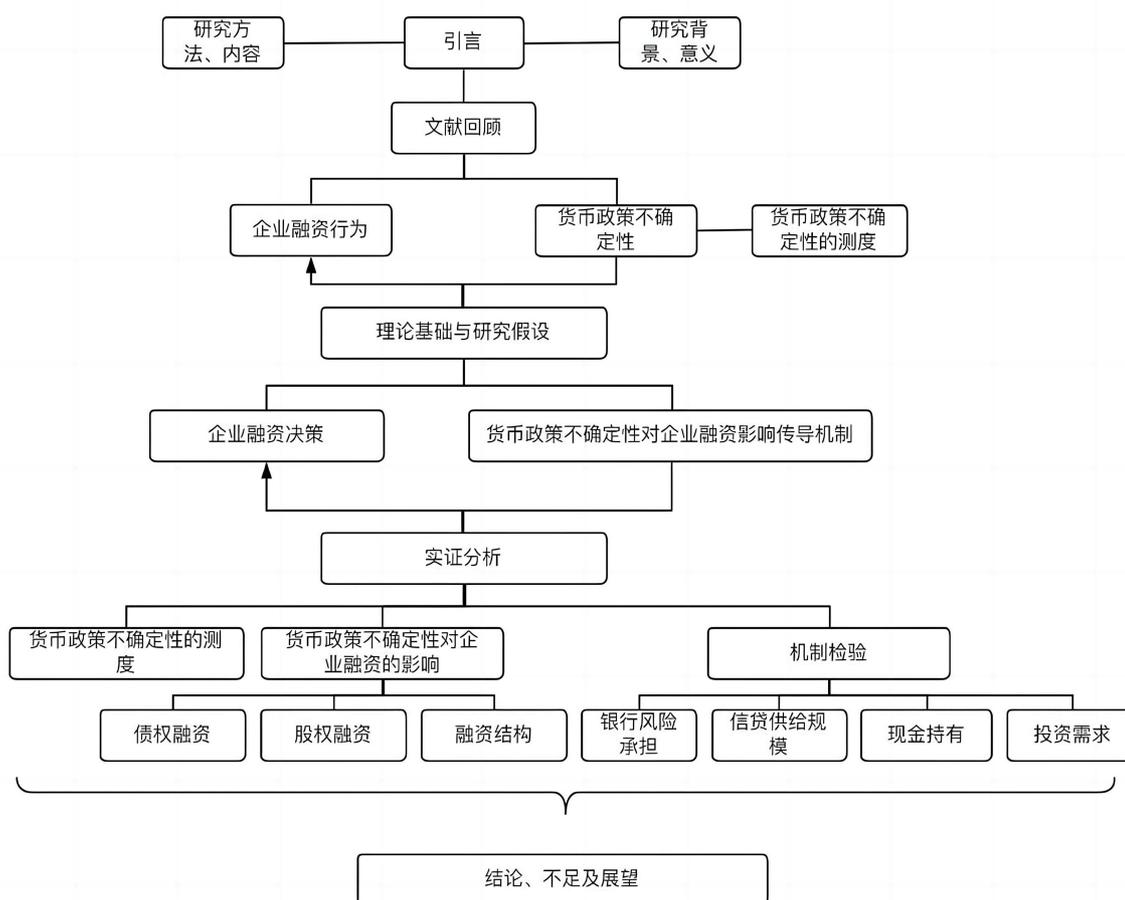


图 1-3 研究框架图

1.4 创新与不足

研究可行性。关于货币政策不确定性对企业融资行为的影响相关研究较少，大多从投资、创新、资本结构角度出发，本文可以从企业融资行为的动态角度出发做进一步的拓展。

数据可获得性。测度货币政策不确定性的相关数据可从中国宏观经济数据库、Wind 获取，数据可获得性较强。实证研究所获取数据可通过国家统计局、Wind 等数据库、中国人民银行网站中获得，属于官方公布数据，资料获

取度高。

基于上述可行性，本文创新点如下：

(1) 视角创新。国内外现有文献对于政策不确定性的文献研究较丰富，对于经济政策不确定性的研究主要集中在其对于宏观经济的影响。也有部分文献研究货币政策不确定性对银行风险承担的影响，但并未进一步研究其对企业融资的影响。虽然已有研究关注投资、资本结构、创新等方面，但对货币政策不确定性对企业融资行为的影响及其融资方式是否存在异质性的研究仍不充分。因此，有必要深入研究货币政策不确定性对企业融资行为的影响。

(2) 本文梳理了文献，总结了相关传导机制，从宏观角度出发研究微观企业融资，结合宏微观进行研究。分析发现货币政策不确定性主要通过银行信贷供给渠道、银行风险承担渠道、投资需求渠道、现金持有渠道影响企业融资行为。在此基础上，通过在基准模型中加入上述传导渠道的代理变量，以对比基准模型主要系数显著性，以此对传导机制的存在进行实证检验。

本文也存在许多不足之处。(1) 关于货币政策不确定性的测量，由于我国货币政策仍以数量型为主，本文也以数量型货币政策不确定性为主要研究对象。随着利率市场化的不断深化，可以继续深入研究利率型货币政策不确定性对企业的影响；(2) 数据的选择。由于数据可获得性，本文选取了全部上市 A 股公司，进行了相关剔除。对于未上市的中小企业的数据挖掘程度不够深入。

2 文献综述

经济政策是维护宏观经济稳定运行的关键，学者们过去的研究主要集中于经济政策不确定性对宏观经济的影响。货币政策不确定性的相关研究不仅涉及宏观经济层面的政策效应，还包括对企业融资行为、市场预期和风险管理等微观层面的影响，因此具有重要的理论和实践价值。本节第一部分主要是关于货币政策不确定性的相关综述，第二部分是关于企业融资的相关回顾，第三部分是关于货币政策不确定性对企业融资影响的相关回顾，第四部分是对现有文献的评述。

2.1 货币政策不确定性

2.1.1 货币政策不确定性相关概念

不确定性是指在做决策时，无法确定其结果，存在一定的风险的现象。由于经济政策的制定与实施涉及到众多利益相关方，因此很难预测其效果。关于经济政策不确定性，这一概念由 Baker, Bloom 和 Davis (2016) 首次提出，它较为宽泛地代表了政府调整或制定经济政策时总体的不可预见性，具体表现为企业无法预测政府的调整政策行为。概念进一步细化的工作是由 Gulen 和 Ion (2016) 完成的，他们将经济政策不确定性分解为了三个维度：经济政策实施的规模、政策的方向以及实施的效果。

关于经济政策不确定性已经得到众多学者的关注与研究，由于货币政策是经济政策的一个分支，因此货币政策不确定性也可被定义为公众无法预期货币政策的调整行为，其在制定时间、调整方向和实施效果方面存在不确定性。关于货币政策不确定性的定义，一是货币政策本身在制定与实施方面存在不确定性（王立勇和王申令，2020），货币政策的不确定性主要产生于政

策制定和实施过程中，并且受到宏观经济环境、政治、政策目标等多方面的影响；二是基于信息不透明与不对称基础上的不确定性，央行在制订货币政策时相关信息无法完全透明，且信息的传递本身也存在延迟，央行与公众的非透明与非对称沟通也被称为货币政策不确定性（Tillmann, 2020）。因此，货币政策不确定性主要体现在货币政策目标、货币政策工具等方面。

货币政策与企业融资环境息息相关，目前我国中央银行也出台相关政策扶持中小企业的发展。除了传统的货币政策外，也出台了中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等新型货币政策工具。创新政策工具的出台以及使用，进一步放大了货币政策的不确定性的影响。因此，货币政策的变动以及实施的不确定性对于企业融资环境非常重要。

2.1.2 货币政策不确定性的测度

政策不确定性的衡量指标通常没有一个确切的标准，因此学界通常使用替代变量来衡量。主要包括以下几种度量方式，其中第一种测度方法是以货币政策工具中无法预测的部分为衡量标准。这种方法认为货币政策中的不确定性主要来自于其调控工具或政策目标中的不可预测部分。然而，货币政策效果也往往受到宏观经济整体的影响，因此应该将整体宏观经济环境纳入考虑范围。一些研究者如王博，李力和郝大鹏（2019）通过加权平均和主成分分析法提取条件波动率的公共因子，综合考虑货币政策和宏观经济两方面因素来衡量货币政策不确定性。

第二种常用的方法，则是使用了变量的标准差或残差特征。在国内研究中，钟凯，程小可和王化成（2017）使用根据货币政策代理变量得到的标准差或者残差，来衡量中国的货币政策不确定性；同样使用类似方法的还有杨鸣京，程小可和钟凯（2019），使用年度数据得到 Shibor7 的标准差来代表我国货币政策不确定性。

第三种方法，也是在国外文献中使用较多的方法，是使用金融衍生品的相关特征进行测度。金融衍生品的流动性较高，受利率变动的影响较大，其中利率期货合约被认为能够反应市场对利率的未来预期。利率期货的一些特征，例如隐含波动率等，都被学者作为代理变量使用，但不同特征包含的信

息也不尽相同。隐含波动率通常被认为可以反应未来的货币政策不确定性，Kaminska 和 Roberts (2018) 和 Kurov 和 Stan (2018) 都使用了 3 个月期的利率期货价格隐含波动率的平方作为货币政策不确定性的代理变量。而已实现波动率则更多的被认为能够反映过去的货币政策不确定性，Gürkaynak, Sack 和 Swanson (2007) 则使用加拿大利率期货市场的已实现波动率来衡量货币政策不确定性

四是利用文本分析的词频统计衡量货币政策不确定性。文本分析方法是利用词频统计计算的指数，通过统计报纸文章中指定代表经济政策不确定性的词语出现的频率。报纸文章等媒体面向公众，能够一定程度上反应公众对货币当局政策的预期。该方法是由 Baker 等 (2016) 提出的，并构建了各主要经济体的经济政策不确定性指数 (EPU)，该指数也受到众多学者的认可和引用。

Baker 等 (2016) 在之前研究的基础上通过前沿的文本分析工具，使用中国相关报纸中的文本信息构建了新的经济政策不确定性指数，使得到的 EPU 适用于中国市场。该指数可以用作评估中国经济政策的不确定性水平，并被广泛用于后续有关货币政策不确定性的研究中。如：王朝阳，张雪兰和包慧娜 (2018)、张成思和刘贯春 (2018)、陈胜蓝和刘晓玲 (2018)、宋全云，李晓和钱龙 (2019)、谭小芬和张文婧 (2017)、申宇，任美旭和赵静梅 (2020)、张琦，吉富星和潘攀 (2021)、倪国爱 and 董小红 (2019)、饶品贵，岳衡和姜国华 (2017)、顾夏铭，陈勇民和潘士远 (2018)、刘志远，王存峰，彭涛和郭瑾 (2017)、Gulen 和 Ion (2016)、Xin 等 (2021)。然而，该方法也存在一些局限性，例如无法考虑不同报道对经济政策不确定性的不同贡献以及报道中的语义信息等因素。因此，后续的研究还需进一步改进这种测度方法，以更准确地评估中国经济政策的不确定性水平。Husted, Rogers 和 Sun (2020) 在 Baker 等 (2016) 的基础上，进一步考虑了新闻文章总量随时间变化的影响，将已识别文章的原始计数除以在给定时期内每家报纸提及“美联储”的新闻文章总数，能够更准确地衡量美国货币政策的不确定性。

关于货币政策不确定的测度，对于货币政策不确定性的测度方法，研究者们开展了广泛的探索。其中，一些学者参考了 Baker 等人 (2016) 的方法，

构建了中国货币政策不确定性指数 (MPU) 朱军和蔡恬恬 (2018) 选择了《光明日报》、《人民日报》和《经济日报》这三份具有一定研究价值的报纸进行文本分析, 以测度货币政策不确定性。Huang 和 Luk (2020) 基于先前文献研究, 使用同样的文本分析方法, 通过加入更多代表货币政策不确定性的词条进一步扩大了文本分析的范围, 建立了 MPU 指数。这些方法的应用可以帮助决策者更好地理解市场情况和制定政策。李成, 于海东和李一帆 (2021)、周晔和王亚梅 (2021)、郭田勇和孙光宇 (2021) 等学者均引用了该学者所编制的指数。

Chen 和 Tillmann (2021) 则站在国际立场上, 考虑国外投资者对中国货币政策不确定性的反映。该学者选择国际报纸上的文章, 根据《南华早报》和《金融时报》的文章数量来构建指数。对比于受到广泛认可的 Huang 和 Luk (2020) 所编制的指数, Chen 和 Tillmann (2021) 利用外国报纸中关于中国货币政策的报道, 反映外国投资者对于中国货币政策不确定性的期望。

五是利用数理模型计算货币政策不确定性。主要分为 GARCH 模型及随机波动模型。Baum, Chakraborty 和 Liu (2010) 使用 GARCH 模型来代表宏观经济的不确定性, 该模型可以较好地捕捉时间序列中的波动和变异性。王义中和宋敏 (2014) 在对季度实际 GDP 进行研究时, 采用了 GARCH (1,1) 模型, 通过对模型的条件方差进行分析, 来度量宏观经济的不确定性。Jorda 等 (2003) 将货币政策不确定性定义为货币增长率的时变条件方差, 考虑了时间对货币政策不确定性的影响。但这种定义有所局限, 货币政策的不确定性来自多方面, 如货币当局的目标函数的不确定性、货币政策实施效果的不确定性。

任曙明, 张婉莹, 李莲青和刘丹 (2021) 采用了 SV (Stochastic Volatility: 随机波动) 模型来模拟货币政策的波动过程, 旨在研究数量型货币政策及不确定性对实体经济的影响。为了更好的刻画货币政策不确定性的变化, 在 SV 模型中还引入了通货膨胀率及 GDP 增长率等变量。李力和黄新飞 (2021) 将货币供应增长率、通货膨胀率和实际 GDP 增长率纳入模型, 采用吉布斯抽样和 Metropolis-Hastings 算法对货币政策规则中的随机波动率进行贝叶斯估计。

有些学者认为, 短期利率的不确定性可以代表货币当局政策预期路径的

不确定性，因此对短期利率的波动性进行测算可以更好地刻画货币政策的不确定性。为此，一些学者采用了 SV 模型来对短期利率的波动性进行测算。何德旭，张雪兰，王朝阳和包慧娜（2020）在综合考量市场化程度、市场参与主体等因素后，选取七天债券质押式加权平均回购利率（R007）的波动性进行测度。相对于 Shibor 的成立时间较长，可以有效避免因数据量较小而引起的小样本误差；相对于 Chibor 的交易量及成交活跃程度更高，市场代表性更强。邓创和曹子雯（2020）则考虑了波动率的时变特征，结合 SVAR-H-SV 计量模型提取货币政策中介目标的随机波动率。以此来衡量货币政策不确定性并考虑货币政策的不对称性。

2.2 企业融资行为的影响因素

企业融资对企业经营和投资至关重要，影响到企业的价值。以往的相关研究主要集中在内部因素上，如公司资产规模和公司治理结构等硬信息。外部因素主要包括宏观经济环境以及政策的制定与实施。本文企业融资行为主要包括企业融资方式、融资结构及期限结构；企业融资方式包括银行等金融机构贷款、发行股票及债券融资、商业信用融资等方式，由于我国债券市场发展较缓慢，资本市场的层次性不明确，大部分企业通过发行债券的方式融资较困难。股票融资方式可分为首次 IPO、定向增发、配股等方式，但 IPO 的周期往往较长，融资成本也相对较高，通过发行股票的方式融资也相对较少。因此，我国企业目前主要的融资方式仍然是债务融资，主要是银行等金融机构。因此本文研究的融资行为主要是企业债务融资规模和股权融资规模以及两种融资方式的结构，企业债务融资占比较大，因此也进一步研究债务融资期限。

企业融资能力的各种决定因素中，企业的财务状况往往是首要的。财务状况反映了企业的盈利能力、资产流动性各方面情况，也是投资者判断企业偿债能力、抗风险能力的主要指标。葛永波和姜旭朝（2008）认为企业的盈利能力和资产流动性越强，则表明企业的偿债能力也越强，财务困境成本更低，因此，企业更倾向于债务融资。企业的财务柔性也取决于上述因素，财务柔性较强的企业在融资方面受到的约束相对较轻，因此在金融危机等特殊

时期更容易获得外部资金（曾爱民，张纯和魏志华，2013；Robert 和 Amnon, 2003）。从债务期限结构来看，资产有形性更强、规模更大、利润更高的公司会更倾向于稳定的长期债务（Fan 等，2012）。

二是企业规模。企业的规模越大，市场对其信息披露的要求越高，与投资者之间的信息不对称程度就越低，企业获取融资的能力也越强。而较小的公司不太能利用这些规模经济；小型、高风险企业几乎只发行私募债券，而大型、低风险企业更有可能发行公共债券（Barclay 和 Smith, 1995）。

三是企业治理结构。企业的治理结构能够决定企业未来的发展战略，进而影响企业的融资方式。公司治理能力较弱的公司会更多地利用债务融资，Baum 等人（2010）的研究还指出，面对不确定性增加的情况下，具备较强治理能力的企业更倾向于采用大量的债务融资。Chen 和 STRANGE（2005）以机构持股作为公司治理的代理变量，发现机构持股比例较高的公司倾向于避免使用债务融资。

从公司治理人员来看，管理者往往存在认知偏差等行为，如过度乐观、过度自信等，关于管理者的行为因素也是近年来的研究热点。对于风险而言，Hackbarth（2008）认为具有增长或风险认知偏差的管理者倾向于选择更高的债务水平，并更频繁地发行新债务。从期限结构来看，受到监管的公司经理，对未来投资决策的决定权更少，降低了代理成本。因此，长期债务对公司经理的激励效应更大，严监管的企业债务期限更长（Barclay 等，1995）。

四是企业所有权性质。相较于非民营企业特别是国有企业，民营企业在国内金融体系中更容易受到信贷歧视。这种歧视归根结底，是因为我国的国有企业通常情况下规模较大，并且由于政府背书等因素使其业务开展也较为容易，具有盈利能力稳定、偿债能力较强、抗风险能力高等特点，所以能够更容易从金融机构取得外部融资。国内很多文献已经对这种歧视现象做了研究，例如李广子和刘力（2009）在其文章结论中提到，在进行债务融资时，民营上市公司相较于非民营上市公司通常承担了更高的成本；当一个非民营上市公司转化为民营上市公司时，其使用债务融资这一融资渠道的成本会增加。彭俞超，韩珣和李建军（2018）则是从信贷资源分配的角度发现了类似的现象：大部分的优质信贷资源最终会被国有企业和一些大规模的企业获得。

因此，货币政策不确定性对于企业融资决策的影响可能在不同所有权性质的企业间也存在异质性。

外部因素包括宏观经济环境、预期通货膨胀率、国家制度等因素。

一是外部宏观经济环境。良好的宏观经济环境能够给企业提供良好的经营环境，企业通常会根据经营环境的变化而调整资本结构以实现企业价值最大化（罗时空和龚六堂，2014；何德旭等，2020），因此宏观经济环境也会影响企业融资决策。就调整速度而言，在良好的宏观经济状态下，企业倾向于更快地调整其目标杠杆（Cook 和 Tang，2010）。

二是预期通货膨胀率，预期通货膨胀会通过影响实际利率而进一步增加企业的融资成本。企业债务融资主要有银行借款、商业信用和信用债券等多种方式，但通货膨胀预期对银行借款的影响最为明显。根据李青原，吴素云和王红建（2015）的研究，预期高通货膨胀会加剧不同所有制企业间的债务融资不对称性。认为预期高通胀率将导致商业银行更加谨慎地发放贷款，加剧信贷歧视，国有企业更容易获得借款。因此国有企业的债务水平在预期通货膨胀率较高的时期与其成正比。这可能会导致民营企业面临更严重的融资困难，限制发展。

三是国家制度，如税收制度、法律环境。国家之间的制度差异也会潜在影响企业的融资方式，Fan 等（2012）的研究发现，一个国家的法律和税收制度、消费水平以及资金提供者的偏好能够对企业的杠杆率和债务期限结构的变化产生影响。英美法系国家的杠杆率较低，更多的使用长期债务，而有明确破产法的国家的企业杠杆率较高。

2.3 货币政策不确定性对企业融资的影响

2.3.1 货币政策不确定性的负面影响

从企业层面看，货币政策不确定性对企业的负面影响主要集中在投融资以及企业创新领域。有些学者认为货币政策不确定性会导致企业推迟投资进而减小融资规模（王博等，2019）。Husted 等（2020）也表明货币政策不确定性和企业投资之间存在较强的负相关关系，且在较长时间内仍存在影响，

这种影响相较于企业财务约束更强 (Gulen 和 Ion, 2016)。企业的投资决策也会受到宏观经济的影响, Chen 和 Tillmann (2021) 研究发现企业面对货币政策不确定性时会感到不确定和风险, 降低对未来市场的信心, 从而减少对未来的投资, 同时也会对 GDP 和价格产生负面影响。在宏观经济环境受到货币政策不确定性的冲击下, 基于实物期权理论, 企业会延迟投资, 将更多资金留在企业内部, 这也导致企业融资规模的下降。因此货币政策不确定性会减少企业投资, 减缓企业的发展。

从融资结构来看, 政策不确定性对企业债权融资和股权融资的影响存在不对称性 (才国伟, 吴华强和徐信忠, 2018)。倪国爱和董小红 (2019) 的研究进一步考虑企业内部的会计制度问题。会计稳健性高的企业表明其经营风险较低, 对外公布的财务信息质量较高, 能够减小与投资者以及资金供给方的信息不对称性, 并有效缓解债务融资约束, 降低经济政策不确定性对企业债务融资的影响。就融资方式而言, 债务融资可以分为债券融资、金融机构贷款、商业信用等方式。郭田勇和孙光宇 (2021) 的研究指出, 我国上市公司在面临高度经济政策不确定性时, 更倾向于采用发行债券的融资方式, 但这也会导致股权资本成本的增加更为明显, 从而对公司的融资成本产生负面影响, 因此公司倾向于采用较为保守的融资方式, 以规避风险。关于货币政策不确定性对企业融资方式是否存在非对称性, 当前学界并没有一个统一的结论。针对融资期限, 研究者钟凯等 (2017) 发现货币政策不确定性主要导致长期信贷供给减少, 进而导致企业资本结构调整速度趋缓。此外, 更大程度的货币政策不确定性还可能导致名义利率下降 (Jorda 等, 2003; Drew 和 Cynthia, 2017), 从而影响企业的融资成本并减少企业的融资规模。

此外, 货币政策不确定性主要通过影响银行等金融机构的信贷供给, 对企业的资本结构和投资产生负面影响。从信贷供给层面看, 货币政策的不确定性会对信贷市场产生负面影响。由于货币政策直接作用于银行等金融机构, 因此, 当货币政策不确定性增加时, 银行可能会变得更加谨慎, 从而减少信贷供给, 这进一步影响了企业融资成本。根据杨鸣京等人 (2019) 的研究, 频繁调整的货币政策使得预测资金的供给和需求都变得更加困难。由于这种不确定性, 银行更倾向于将信贷资金留在金融系统内, 以应对潜在的风险。

这种现象也导致了信贷供应的减少，从而对企业的资本结构和投资产生负面影响。此外，货币政策的高度不确定性会加剧金融摩擦，增加银行等金融机构与企业之间的信息不对称性，进而产生“惜贷”行为，影响企业的债务融资（任曙明等，2021；何德旭等，2020）。银行等金融机构的“惜贷”，增加了企业的融资约束程度。根据张成思和刘贯春（2018）的研究，经济政策的不确定性对杠杆率较高的企业产生了显著的影响，导致这些企业更倾向于降低杠杆率，而对于杠杆率较低的企业，经济政策不确定性对其影响不明显。

从银行风险承担渠道看，已有研究表明在经济政策不确定性较大时，商业银行贷款的违约率反而更低，这也侧面证明银行在选择贷款对象是更加谨慎，银行的风险承担意愿更低，进而影响银行的信贷行为及资金配置（宋全云等，2019；王朝阳等，2018）。对于不同银行特征而言，大型银行在面对不确定性时的风险承担意愿会更低。Ekin 和 Elif（2015）对土耳其银行业进行分析，发现大型、流动性好、资本充足的银行不太倾向于冒险。但是也有研究表明，经济政策的不确定性大大增加了我国商业银行的风险承担水平。根据潘攀等（2020）的研究，银行在面临较高的经济政策不确定性时，会放宽贷款审批要求，导致信贷供给的增加，增加企业债务融资规模。这种情况下，商业银行的不良贷款率会上升，从而增加其风险承担水平（李晓明等，2021）。

2.3.2 货币政策不确定性的正面影响

尽管有部分学者认为货币政策不确定性会对经济、企业融资、企业投资和经济增长产生负面影响，但也有学者认为其可能带来积极影响。例如，李成等（2020）通过构建随机波动时变参数的向量自回归（TVP-SV-VAR）模型，尝试从不同的经济周期的角度对货币政策不确定性进行分析，认为在经济上行周期，货币政策不确定性可以促进投资、消费及经济增长，但在经济下行周期则有相反的作用。也就是说，在经济上行周期，货币政策不确定性对企业经营环境可能具有促进作用。

对于企业层面的影响，货币政策不确定性被认为对企业的投资、融资和创新产生了负向影响，但 Bloom（2014）认为经济政策的不确定性也为企业

提供了投机机会，采取激进战略的公司会在不确定性中增加投资及创新，从而可以提高市占率，增加企业潜在回报以及提升企业市场价值。企业在面临恶劣环境时，可能会进一步自我发展。Born 和 Pfeifer (2014) 指出，如果货币政策制定者能够采取积极措施来应对这种不确定性，那么这将有助于减弱不确定性的影响，并促进企业的发展。

从银行层面看，货币政策不确定性增加往往也表明宏观经济环境的不稳定，商业银行会提升贷款审批标准，增加商业银行资金的稳健性。顾海峰和高水文 (2022) 通过对中国 123 家商业银行进行分析，发现当货币政策不确定性较高时，商业银行更加谨慎地审批贷款，减少了不良贷款的发生。

2.4 文献评述

2.4.1 货币政策不确定性的测度

关于货币政策不确定性的衡量，相关文献主要集中在使用文本挖掘的方式构造货币政策不确定性指数、或者直接使用 Baker 等 (2016) 编制的经济政策不确定性指数；但文本分析的方法在选择代表货币政策不确定性的词语时存在较大的主观性，不同学者构建的指数可能存在较大差异；由于 Baker 等未编制中国货币政策的不确定性指数，部分国内学者参考 Baker 等人的方法构建指数。主要从《光明日报》、《人民日报》和《经济日报》等几大官方媒体报道中提取关键词进行词频分析构建指数 (朱军等, 2018)。部分学者在此基础上创新，一方面在技术层面采用文本挖掘的方式更精确的测量货币政策不确定性；另一方面将视角转向境外市场，从境外投资者的角度衡量中国货币政策的不确定性。

此外也有部分学者使用随机波动模型，测算波动率的模型一般常用 GARCH 和 SV 模型，相较于 GRCH 模型，SV 模型具备更高的灵活性、更好的拟合度和预测性，而且还具备容纳多个变量的能力，能够在模型中纳入更多的考虑因素。但对于中国货币政策不确定性的测度方法，目前沿用较多的仍然是文本分析。Baker 目前已公布通过文本分析的方法测度的主流国家 EPU (Economic policy uncertainty: 经济政策不确定性) 及 MPU (Monetary policy

uncertainty: 货币政策不确定性)。关于中国货币政策不确定性也有学者使用文本分析编制并进行公布,但文本分析测度的不确定性指数主要依靠于作者选择的词频库,具有一定的主观性。此外,为进一步刻画波动率的时变特征,本文采用 Mumtaz 和 Surico (2018) 提出的 SVAR-H-SV 模型对货币政策不确定性进行测度。

2.4.2 货币政策不确定性对企业融资的影响

目前相关研究主要集中在企业创新、投资以及融资约束等方面,但对于企业融资行为的影响相关研究相对较少。多数学者更关注货币政策不确定性对企业投资决策的影响。然而,货币政策不确定性的提高也会增加企业投资外部政策环境的不确定性,从而导致企业延迟投资。从资金流的角度看,企业投资是资金流出,而企业融资则是资金流入,资金流出的延迟,也会影响资金的流入。而且,已有学者研究表明,货币政策不确定性会使企业降低融资规模(钟凯等,2017)。还有一些研究通常使用资产负债率作为资本结构的代理变量,但资产负债率属于静态指标(葛永波和姜旭朝,2008),且不同行业有固有的资产负债率水平。因此,研究资本结构时仅考虑资产负债率,不能完全反映企业资本结构的动态变化情况。相关研究尚未对货币政策不确定性对企业融资选择的影响以及不同融资方式之间异质性的深入研究。因此有必要针对这一视角展开进一步研究。

货币政策不确定性对企业融资的影响机制尚无一致的研究成果。由此,可进一步进行实证检验。此外,也有部分学者发现货币政策不确定性会导致银行等金融机构“惜贷”,且不同所有制的企业在获取银行贷款资金时存在不对称性。因此,有必要继续研究货币政策不确定性对企业融资行为的影响,并从所有制角度出发做进一步研究。其次,上市企业存在行业属性,不同行业的企业对于融资的规模、方式等存在不同的需求。不同行业的企业杠杆率标准也不同,杠杆率过高的企业,会谨慎考虑采用债务融资的方式,因此,货币政策不确定性对债务融资的影响存在一定限制。处于不同成长期的企业的融资选择也存在差异,初创期的企业融资需求及融资成本往往更高。因此可以再从行业分类、产权等方面进行异质性分析。

3 理论基础与研究假说

3.1 企业融资决策

3.1.1 早期融资理论

企业发展过程中，融资是非常重要的决策部分，合理的资本结构与融资方式能够充分降低企业融资成本，合理配置企业的资金。早期的企业融资理论起源于 20 世纪 50 年代，由美国知名经济学家 Durand 在 1952 年的论文《企业债务与权益成本计量方法的发展和问题》中提出。这篇论文比较全面、系统地阐述了资本结构理论的思想。其基本思想有：

净收益理论认为，企业增加债务资本会提高企业价值。企业的债务利息可以在税前扣除，因此债务资本的比例越高，企业价值越高。根据这种观点，企业的资本来源和数量没有限制，债权资本成本率和股权资本成本率保持不变，同时债务融资的成本始终低于股权融资的成本，且不会受到财务杠杆的影响。

净经营收益理论则认为企业价值与企业的资本结构选择完全无关。债务融资可抵扣的税收收益会被权益资本成本的增加而抵消，融资风险是造成这一现象的主要原因。该理论的核心思想是企业的股权资本成本率不同于债权资本成本率保持固定，其往往是不断变化的。根据该理论，当企业的债权资本占比不断升高时，财务风险往往会同样升高，而这种风险的上升会导致股权资本成本率随之不断提高；同样根据该理论，企业综合资本成本率仍然保持不变。也就是说，对企业的价值起到决定性作用的是企业的净营业收益。

传统折中理论则是处于上述两种观点中间的相对平衡观点。该理论认为应当综合考虑债务融资的税收优势以及股权融资成本的变动性，当两种融资方式的边际成本相等时，企业的价值实现最大化。根据这种观点，增加债务

资本有助于提高企业价值，但是债务资本的规模必须适度，否则会增加财务风险。传统的早期融资理论对后期的现代企业融资理论奠定了基础，尤其是对融资成本和财务风险的理解，为企业在后期的融资过程中提供了重要的指导。

3.1.2 现代企业融资理论

早期融资理论的研究推进了资本结构理论的进程，构建了现代资本结构理论。Miller 等人在 1956 年的会议论文中发展了 MM 理论，后在《American Economic Review》发表，他们认为假设不考虑企业所得税，企业价值与最优资本结构选择无关。但企业所得税是国家财政税收的重要来源之一，为切合实际情况，Miller 等学者进一步对该理论进行了完善，发展了有税 MM 理论。在考虑企业所得税的情况下，债务融资的利息可以在税前扣除，增加企业的净利润，进而增加企业价值。因此，企业的债务比率应该尽可能高。有税 MM 定理认为企业的负债率对其价值和融资成本有影响。当企业负债率达到一定水平时，企业价值会达到最大化，但此时融资成本也会随之增加，因此最佳资本结构是在负债率达到某个点之后，适当增加股权融资的比例。MM 理论也是现代企业资本结构理论的重要组成部分。

有税 MM 理论认为应该充分利用负债的利息税盾效应，但其未考虑过度负债带来的破产风险和额外费用。与破产费用相关的直接成本以及因破产而产生的各种机会成本构成财务困境成本，过度的负债会导致企业面临巨大的财务风险，增加其破产带来的财务困境成本。此外，代理成本也是关注重点。经营者的决策通常会增加公司股权的价值，但是在经营者与所有者之间存在利益冲突时，经营者可能会采取损害所有者利益的决策。为了解决这个问题，权衡理论基于 MM 定理提出了一种资本结构理论，同时考虑了财务困境成本和代理成本等因素。该理论产生于 20 世纪 70 年代，以 Robichek、Myers、Kraus、Rubinstein、Scott 等学者为代表。该理论认为，债务融资可以获得税收优惠，但这个优势并不是无限的。随着负债率的增加，企业可能会面临财务危机或破产，从而导致各种成本和风险的累积，降低企业的市场价值。

上述理论的基础假设之一是充分信息假设，但在实际经营环境中经常出

现信息不对称的情况。管理者往往比所有者及债权人掌握更多的关于企业经营及现金流的信息，三者间的信息不对称会导致的委托代理问题，Jensen 和 Meckling 等（1976）提出的委托—代理理论认为企业融资结构应当使两种融资方式的边际代理成本相等。基于资金需求方与资金供给方的信息不对称，Majluf 等于 1984 年创立了优序融资理论。该理论认为企业在融资时应当优先考虑利用内部盈余，其次是债务融资，最后才考虑股权融资。企业在融资时，企业内部盈余资金使用成本最低，且无交易成本与债务风险。若企业采用外部融资，容易给市场传递不利于企业价值的信号，导致企业价值降低，因此，应首选内部融资方式。若采用增发新股的方式融资，会产生道德风险与逆向选择，向市场传递当前股价被高估的信号，导致股票价格下降，企业价值降低，因此，企业在外部融资时优先考虑债权融资。

3.2 货币政策不确定性对企业融资的影响机制

目前企业融资决策的主要问题在于信息不对称，资金供需双方的信息不对称导致了企业融资成本高，融资困难，融资结构不合理等问题。在市场中，企业作为资金需求方，可以通过银行等金融机构借款，在金融市场中发行新股进行股权融资、通过其他金融工具融资，或者通过商业信用进行融资。由于我国资本市场发展不完善，我国企业仍以金融机构债务融资为主。货币政策不确定性属于宏观经济调控方式之一，因此货币政策不确定性越大，往往也表明宏观经济环境也出现较大波动。在面对外部环境的较大不确定性时，资金供需双方也会调整自己的决策。

从资金供给角度来看，货币政策不确定性主要通过借贷成本、银行信贷规模、风险承担意愿等方面影响债务资金的供给。我国企业主要是从银行等金融机构获取资金。银行等金融机构作为资金供给方，对于企业的资金需求需要进行多方面考虑，并受到多方因素的影响。宏观经济以及货币政策不确定性的增加，加剧了银行等外部债权人与企业经营管理者之间的信息不对称。在面对外部环境不确定性增加时，企业面临的经营风险也逐渐增加。企业经营管理者有调整会计信息质量的动机。倪国爱和董小红（2019）认为会计稳健性高的企业经营风险低、信息质量高，因此企业频繁调整会计政策也会进

一步加剧企业面临的经营风险以及信息不对称。银行等金融机构作为外部机构，无法了解企业的真实经营情况，加剧了借贷双方的信息不对称。因此，银行等金融机构只能通过提高借贷成本、增加贷款审批难度的方式来规避风险。当货币政策不确定性加剧时，银行往往会收紧信贷，导致银行闲置更多资金，同时在同业拆借市场上的资金需求也会减少，最终导致利率下降（Jorda 等，2003；Drew 和 Cynthia，2017）。而利率的下行也会传导至股市，进一步影响企业的股权融资成本。此外，货币政策的不确定性加剧可能会导致金融市场的摩擦，增加银企之间的信息不对称性，影响银行的信贷供给量（任曙明等，2021；何德旭等，2020），进而影响企业的债务融资。信贷供给渠道对股权融资的影响尚不明确。

对于股权融资而言，企业的股权融资成本可能会因货币政策不确定性而增加。基于企业本身而言，面对较大的货币政策不确定性，以及经营环境的复杂化时，企业面临的经营风险及财务风险都增加。企业本身的经营状况与股价挂钩，企业经营风险的增加，也意味着股价面临下降的风险增加。此外，货币政策不确定性带来的外部环境复杂是一种系统性风险，市场参与者无法通过市场投资组合进行分散，在进行投资时所要求风险报酬也会增加。综合来看，在面对较大货币政策不确定性时，股权融资成本增加，因此，货币政策会导致企业股权融资减少。基于此提出研究假说：

H1：货币政策不确定性会负向影响企业债务融资及股权融资规模，且通过银行信贷供给渠道而显著影响企业债务融资规模。

政策不确定性也会影响银行的风险承担意愿。关于经济政策不确定性的影响，已有研究表明银行在面临较高的经济政策不确定性时，对于风险承担的意愿更低，银行方面信贷审核加强，从而减小企业债务融资规模（宋全云等，2019）。但也有学者认为经济政策不确定增加反而使银行放宽贷款审批条件，进一步增加企业的融资规模。银行是货币政策的调控的直接作用对象，且货币政策是经济政策的一种，因此，货币政策不确定性也会影响银行的风险承担行为，进一步传导至企业融资。银行作为企业在面临外部环境及政策不确定时，经营风险也同样上升，面临的企业债务违约的风险也更加复杂。因此，货币政策不确定性也会影响银行等金融机构的风险承担意愿，提出如

下假设:

H2: 货币政策不确定性会通过银行风险承担渠道影响企业债务融资规模及股权融资规模。

从资金需求角度看, 货币政策主要通过影响企业投资需求及企业预防性动机需求进而影响企业融资。企业在融资时会考虑债务融资的税盾效应以及债务融资带来的风险。在经济环境良好, 政策稳定时, 企业外部经营环境良好, 企业面临经营风险相对较低, 此时企业更倾向于充分利用税盾效应而增加债务融资。反之, 在货币政策不确定性较大时, 面临外部环境较大的不确定性时, 企业也会自主减少融资需求以避免财务危机。按照凯恩斯的观点, 货币可以满足三种动机, 即交易动机、预防动机和投机动机。对于企业而言, 其企业资金一般用于日常经营、投资以及预防性动机。基于实物期权理论, 如果企业遇到不确定的市场环境, 可以利用实物期权的价值, 有助于调整和优化公司的战略方针。在货币政策不确定性较大的外部环境下, 企业为规避投资风险, 会选择延迟投资期权的行权。投资需求的下降也会减少对于外部资金的需求, 因此, 货币政策不确定性会通过减少投资动机进而影响到企业外部融资行为。因此, 提出如下假设:

H3: 货币政策不确定性会通过影响企业投资需求渠道影响企业融资规模。

根据融资啄序理论, 企业在进行融资时通常会优先考虑使用内部盈余资金, 内部融资的增加意味着外部融资需求的减少。随着货币政策不确定性的增加, 企业不仅面临着经营环境的困难, 还面临着未来经营现金流不确定性的加剧。企业经营预期不稳定, 企业经营管理层的决策难度及风险也进一步上升。为应对该风险, 企业管理层会改变融资模式。为了对冲外部风险并预防潜在的财务困境 (Han 和 Qiu, 2007), 企业会增加现金持有水平, 减少债务融资。因此提出如下假设:

H4: 货币政策不确定性会通过影响企业现金持有水平影响企业融资规模。

除上述检验外, 还包括部分拓展性研究。

4 研究设计

4.1 货币政策不确定性测度

4.1.1 模型构建

本文基于中国数据定量分析货币政策不确定性对企业融资行为的影响，并基于理论基础进一步对具体影响机制进行实证检验。

首先对货币政策不确定性进行测度。考虑到我国利率市场化并未完全实现，价格型货币政策对宏观经济的调控效果力度仍然较小，我国货币政策仍然以数量型为主。因此本文仍然将数量型货币政策不确定性作为研究对象，以 M2 作为数量型货币政策的代理变量。测算波动率的模型一般常用 GARCH 和 SV 模型。与 GARCH 类模型相比，随机波动模型在捕捉金融时间序列的波动性以及进行变量预测方面表现更为出色 (Huang 和 Luk, 2020)。为进一步刻画波动率的时变特征，因此，本文采用 Mumtaz 和 Surico (2018) 提出的 SVAR-H-SV 模型对货币政策不确定性进行测度。该模型不仅可以进行内生波动率估计，还可以描述波动率的时变特性。本文选择 2001 年 1 月-2021 年 12 月的月度数据。

采用 SVAR-H-SV 模型如下：

$$Z_t = c + \sum_{j=1}^P \beta_j Z_{t-j} + \sum_{j=0}^J \gamma_j \tilde{h}_{t-j} + \Omega_t^{\frac{1}{2}} e_t, e_t \sim N(0, I_N) \quad (1)$$

其中：

$$\Omega_t = A^{-1}H_t A^{-1'}; \quad H_t = \begin{pmatrix} \exp(h_{1t}) & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \exp(h_{2t}) & \dots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \ddots & 0 \\ 0 & \dots & 0 & \exp(h_{N_t}) \end{pmatrix}$$

在式 (1) 中, 向量 Z_t ($i=1, \dots, n$) 表示本文数量型货币政策中介目标及相关宏观经济变量, I_N 是一个 $N \times N$ 的单位矩阵。而 $\tilde{h}_t=[h_{1t}, h_{2t}, \dots, h_{N_t}]$ 表示 VAR 中结构冲击的对数波动率, 包括数量型货币政策中介目标及宏观经济变量的波动率。波动率方程服从 AR (1) 分布:

$$\tilde{h}_t = \theta \tilde{h}_{t-1} + Q^{\frac{1}{2}} \eta_t, \quad \eta_t \sim N(0, I_N), \quad E(e_t, \eta_t) = 0, \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (2)$$

c 、 β_j 、 θ 为待估计系数, 由于该模型包含大量的内生变量, 借鉴 Mumtaz 和 Surico (2018) 的做法, 将滞后长度 P 和 J 分别设定为 2 和 1。

上述方程构成了非线性状态空间方程, 因此可采用 Gibbs 抽样算法来估计上述模型。内生变量的向量 Z_t 包含:货币供给量 (M2)、实际 GDP、消费者物价指数 (CPI)。

4.1.2 货币政策不确定性指数分析

本文采用 SVAR-H-SV 模型估计货币政策不确定性, 以结构模型冲击波动率作为不确定性的衡量指标。运用 Matlab 2021b 及 Gauss 22 对模型进行估计, 样本区间为 2001 年 1 月-2021 年 12 月, 选取前 40 期为训练样本。因此, 有效样本为 2004 年 6 月-2021 年 12 月。本文共重复 500000 次, 舍去前 50000 次的预烧期。指数估计结果如图 4-1、图 4-2 所示。

改革开放以来, 随着市场经济体制的实施, 货币政策在促进经济增长、维护物价稳定、促进金融市场健康发展等方面都发挥着重要作用。货币当局会根据经济状况采取紧缩或宽松的货币政策, 当经济过热时, 政府会采取紧缩的货币政策, 控制流动性, 而经济下滑时, 则会通过增加货币供应量和降低市场利率等手段, 刺激投资和消费需求, 促进经济复苏, 采用各种类型的货币政策来实现不同的目标。在不断调整的过程中, 政策的力度逐渐缓和,

趋向于稳健的货币政策，在保持经济增长的同时稳定价格。

本文借鉴大多数学者，以货币供给量作为数量型货币政策的中介目标。2004年中起，经济增速不断提高，GDP增速在2007年达到14.2%，经济过热，为防止经济过快增长，造成通货膨胀过高，我国开始实施紧缩的货币政策。如图4-1所示，我国货币政策不确定性从2004年末开始逐步上升，于2005年中达到峰值，随后逐步下降。

2007年国际金融危机开始逐步爆发，对全球经济造成巨大冲击。由于之前的紧缩货币政策和2008年次贷危机影响的叠加作用，我国经济放缓，到2009年GDP增长率下降到9.4%，物价出现负增长。我国的货币政策进一步向适度宽松的方向转变，以刺激经济增长，扭转之前的下滑趋势，中央银行多次降低存贷款利率和存款准备金率，以促进国民经济增长。因此，MPU在2007年开始快速上升，在2008年金融危机全面爆发后达到顶点，随后有所回落。

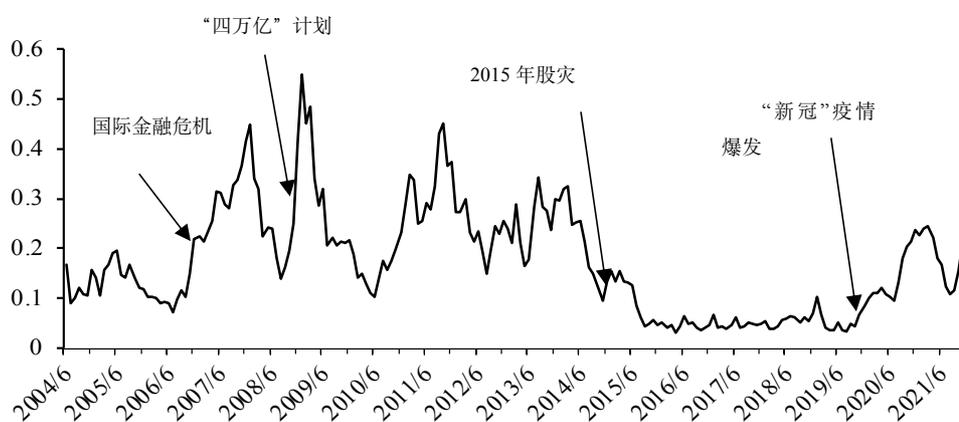


图 4-1 数量型货币政策不确定性

2008年11月，我国政府推出了十项措施，到2010年底约投资4万亿，也称为“四万亿刺激计划”。为配合该项政策，央行进一步实行超预期的扩张性货币政策。MPU也在该时间段快速上升，并到达最高点。

在适度宽松的调控下，经济逐渐复苏，银行的放贷规模不断增大。2010年经济增速有所回升，达到10.6%，CPI也回升到了3.3%。适度宽松的政策主要针对信贷市场，导致信贷额度超过了实际需求，从而引发物价水平进一步提高，2011年通货膨胀率达到了5.4%。为控制通货膨胀，我国货币政策开

始转向以稳定物价为主的稳健货币政策。因此，在 2010 年至 2011 年期间，我国央行相继进行了 6 次存款准备金率上调，以应对经济过热的情况，这也意味着退出了此前实行的扩张性货币政策。在此期间，MPU 保持在较高的水平，直到 2011 年末开始逐渐下调。2011 年之后，经济增速不断减缓，到 2012 年时，增速降至 7.9%。我国货币政策逐渐转向以稳定经济增长为主的稳健货币政策，以维持经济的低速稳定增长。

2014 年起，我国股市行情向好，处于“牛市”状态。但在 2015 年 6 月 15 日至 7 月 9 日，上证指数从 5174 点跌至 3373 点，跌幅 34.8%；深证指数从 18182 点跌至 10850 点，跌幅 40.3%；面对股市的暴跌，为稳定投资者情绪与金融市场稳定，央行也出台了对应的货币政策。因此，在此期间 MPU 也保持上升状态。

2019 年末，新冠肺炎开始在全国爆发，全面停工停产，对实体经济造成巨大冲击。新冠疫情的进一步扩散，对全球经济也带来较大影响，因此，我国对外贸易、消费受到较大打击。因此，2020 年第一季度，我国经济增速由正转负，同比下降 6.8%。面对新冠肺炎疫情的冲击和严峻的国际国内形势，我国提出了“六稳”、“六保”政策，把“稳增长”作为货币政策考量的重要内容。我国央行一直保持稳健灵活适度的货币政策，采用数量和价格工具相结合的方式，加强逆周期调节，以支持企业复工复产和经济社会恢复发展。这种政策对于保持经济平稳增长、维护物价稳定和金融市场健康发展具有重要作用。在此期间，MPU 指数迅速攀升，至 2021 年末，仍维持在高点。

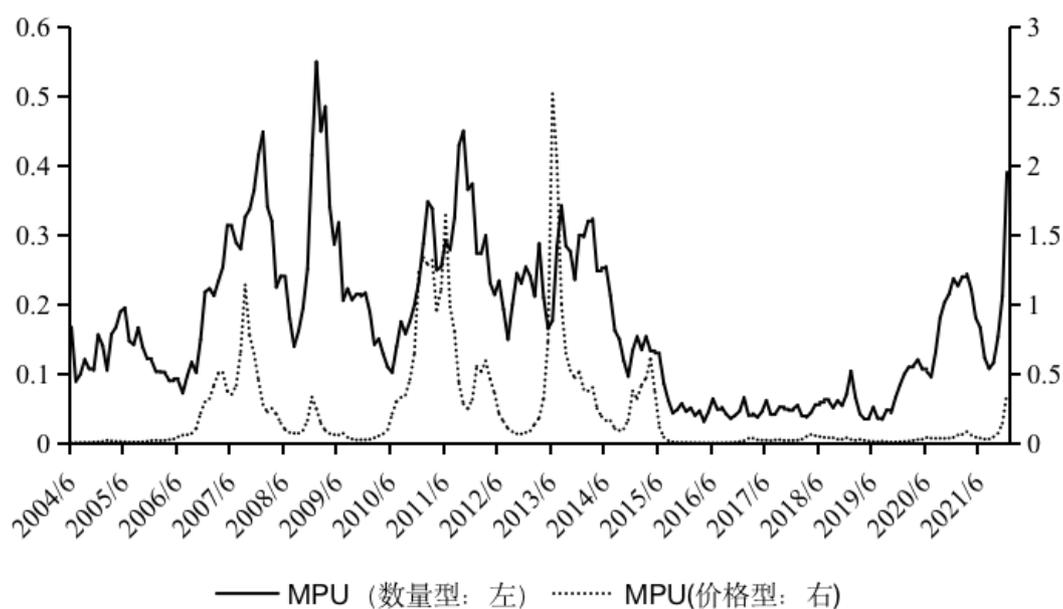


图 4-2 数量型、价格型货币政策不确定性对比

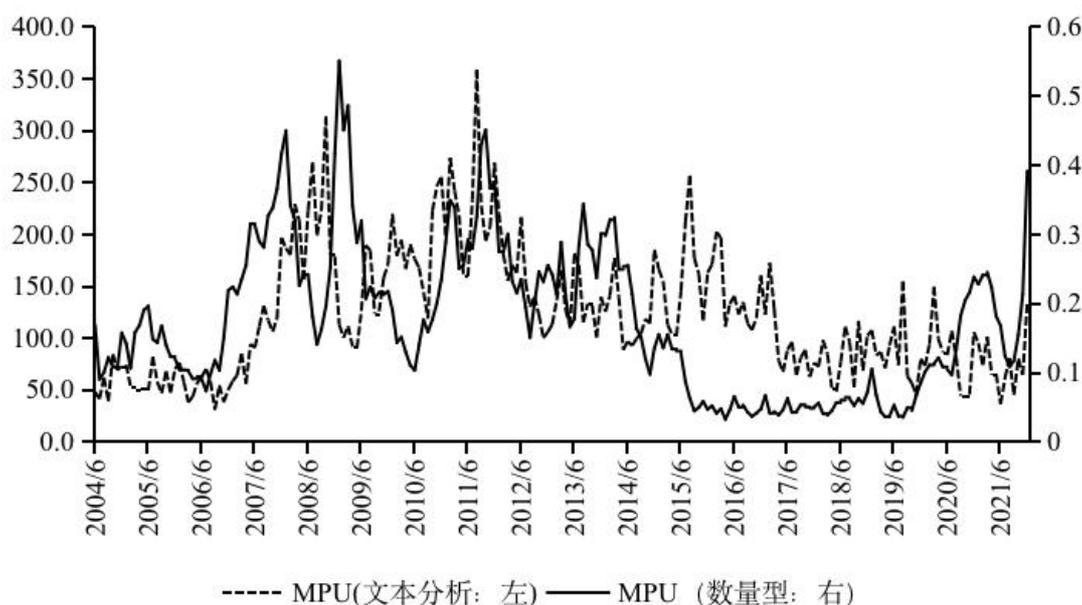


图 4-3 货币政策不确定性不同测度方法对比

进一步分析价格型货币政策的不确定性，选取 Chibor7 作为代理变量。在 2004 年至 2005 年经济过热时期，数量型货币政策不确定性指数呈现上升趋势，而价格型货币政策不确定性指数未呈现明显的上升趋势，表明央行主要采用数量型货币政策工具来调节宏观经济。而在 2008 年金融危机时期，数量型货币政策不确定性指数先于价格型指数上升，后续趋势基本保持一致，说明在这一时期央行仍主要采用数量型货币政策工具来应对危机。

2015 年股灾后，价格型货币政策不确定性一直保持在一个较低的水平。2019 年末新冠疫情的爆发，可以看出数量型货币政策不确定性先于价格型做出反应。这也表明，在利率尚未完全市场化的大背景下，我国货币政策仍以数量型为主。因此本文以数量型货币政策为主要代理变量。

关于政策不确定性的测度方法较为丰富，各方法均有利弊，本文采用 SVAR-H-SV 模型测度货币政策不确定性。Huang 等人借鉴 Baker 的方法，使用文本分析的方法进行测度。为保证研究稳健性，将两种测度方法计算的货币政策不确定性指数进行对比，如图 4-3 所示。两种方法测度的指数，趋势基本保持一致，且采用 SVAR-H-SV 模型测度的指数先于文本分析做出反应。

4.2 变量选择及数据来源

4.2.1 样本选取及研究区间

由于我国 2007 年开始实施新的会计准则，为保证研究一致性，本文研究区间为 2007 年 1 季度-2021 年四季度；选取所有在上海证券交易所、深圳证券交易所上市的 A 股公司；并对样本数据进行剔除处理，由于金融类企业的经营模式与一般实体企业存在较大不同，且其有可能作为资金的供给方，为保证研究结果的准确性，需要剔除金融类企业；由于样本均选择上市企业，对于一些 ST、*ST 公司及退市公司也需要进行剔除；为保证数据的完整性，也需要剔除样本期间上市的公司；数据来自于 WIND、中国人民银行等数据库。

4.2.2 变量选择

(1) 解释变量

货币政策不确定性 (MPU)，前述章节已进行测算。

(2) 被解释变量

本文主要研究货币政策不确定性对企业债务融资和股权融资、融资结构及债务期限结构的影响，因此，参考 McLean 和 Zhao (2014) 的做法，对企业融资行为代理变量进行如下定义：

$$\text{债务融资额 (Debt)} : \frac{(\text{短期借款净增加额} + \text{长期借款净增加额} + \text{应付债券净增加额})}{\text{总资产}_{t-1}}$$

$$\text{股权融资额 (Equity)} : \frac{(\text{股东权益净增加额} - \text{留存收益净增加额})}{\text{总资产}_{t-1}}$$

$$\text{融资期限结构 (CL)} : \frac{\text{流动负债}_t}{\text{总负债}_t}$$

$$\text{融资结构 (FS)} : \frac{\text{债权融资}_t}{\text{股权融资}_t}$$

表 4-1 企业融资行为变量定义及计算方式

变量	符号	衡量指标	参考文献
债务融资额	Debt	(短期借款净增加额 + 长期借款净增加额 + 应付债券净增加额) / 总资产	McLean 和 Zhao (2014)
股权融资额	Equity	(股东权益净增加额 - 留存收益净增加额) / 总资产	McLean 和 Zhao (2014)
融资期限结构	CL	流动负债/总负债	-
融资结构	FS	债权融资/股权融资	-

(3) 控制变量

表 4-2 控制变量定义及计算方式

控制变量	符号	衡量指标	参考文献
盈利能力	ROA	净利润/平均总资产	何德旭等 (2020)
成长性	Grow	当期主营业务收入增长率	倪国爱等 (2019)
公司规模	Size	Ln (期末总资产)	倪国爱等 (2019)
有形资产比率	Tang	固定资产/总资产	蒋殿春 (2003)
现金流	CF	企业自由现金流/总资产	才国伟等 (2018)
资产负债率	Lev	总负债/总资产	-
公司治理能力	CG	机构持股比例	Chen 等 (2006)

按照啄食融资理论，企业融资选择“先内后外，先债后股”的融资方式，更偏好内部融资。企业盈利能力强，则可有效保证企业的内部融资；此外企业成长性高 (Grow)、盈利能力 (ROA) 强通常表明企业陷入财务困境的可能性较低。

公司规模 (Size)。企业规模越大，市场对其信息披露的要求越高，企业破产风险越小，企业获取融资的能力也越强。

抵押能力 (Tang)。对于自身硬条件不足的企业，商业银行往往需要企业提供抵押。固定资产是企业重要的抵押物，固定资产占比越高，一般企业获取外部融资的可能性越大。

现金流 (Cash) 。充足的现金流是维持企业日常经营和继续发展的条件,充足的现金流可以保证公司内部的留存收益。内部融资不足时,企业会进行外部融资。

财务杠杆 (Lev) 。静态资本结构也是影响企业融资行为的因素之一,商业银行为企业贷款时也会考虑企业资产负债率,资产负债率越高,企业面临的偿债风险也越大,企业融资难度也会上升。

公司治理 (CG) 。企业的发展战略和长期融资计划取决于其公司治理能力,强的公司治理有助于企业选择更合适的融资方式,而相对较弱的公司治理则会导致企业更偏向于债务融资。

4.3 实证分析模型

4.3.1 基准回归

关于融资行为的衡量,不少学者采用资产负债率进行衡量。资产负债率主要分为按市场价值计算及按账面价值计算。由于我国股市现存较多未流通股,且市场价值难以观测,大多数学者仍采用账面价值计算资产负债率。但资产负债率反映资本结构,不能较好的动态反应企业融资行为,因此,参考才国伟等 (2018) 及 McLean 和 Zhao (2014) 的融资模型。同时在模型中加入货币政策不确定性 (MPU), 基准模型如下:

$$Debt_{i,t} = \alpha_i + \sum \gamma_k Time + \beta_1 MPU_t + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 Grow_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Tang_{i,t-1} + \beta_6 CF_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + \beta_8 CG_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Equity_{i,t} = \alpha_i + \sum \gamma_k Time + \beta_1 MPU_t + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 Grow_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Tang_{i,t-1} + \beta_6 CF_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + \beta_8 CG_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Debt_{i,t}$ 、 $Equity_{i,t}$ 分别表示标准化后的债务融资和股权融资, $MPU_{i,t}$ 表示货币政策不确定性; α_i 为公司个体效应, $Time$ 为年度及季度时间效应。上述模型对 H1 进行检验。

4.3.2 货币政策不确定性对企业融资结构的影响

为进一步研究货币政策不确定性对融资结构及债务融资期限结构的影响,建立如下模型:

$$CL_{i,t} = \alpha_i + \sum \gamma_k Time + \beta_1 MPU_t + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 Grow_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Tang_{i,t-1} + \beta_6 CF_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + \beta_8 CG_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$FS_{i,t} = \alpha_i + \sum \gamma_k Time + \beta_1 MPU_t + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 Grow_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Tang_{i,t-1} + \beta_6 CF_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + \beta_8 CG_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

4.3.3 货币政策不确定性对企业融资行为传导机制

本文选取金融机构人民币贷款额(LOAN)作为信贷供给规模渠道的代表,金融机构人民币贷款额来自中国人民银行;参考朱丹和潘攀(2022)的研究方法,本研究采用银行贷款审批条件指数增量作为风险承担程度的度量指标。参考陈艳,李鑫和李孟顺(2015)选取实际新增投资率(INV)代表企业投资需求,数据来自于CSMAR;

表 4-3 变量定义及计算方式

变量	符号	衡量指标	参考文献
银行风险渠道	BRT	银行贷款审批条件指数	朱丹等(2022)
信贷供给规模渠道	LOAN	金融机构人民币贷款新增额	
投资需求渠道	INV	固定资产、在建工程及工程物资、长期投资和无形资产的净增加额除以期初总资产	陈艳等(2014)
现金持有渠道	CASH	(货币资金+短期投资)/总资产	才国伟等(2018)

为探究货币政策不确定性通过银行风险渠道、信贷供给渠道、投资需求渠道及现金持有渠道对企业融资的影响,参考王伟同和周佳音(2019)在上述模型中分别加入BRT、LOAN、INV和CASH。若基准回归中MPU的系

数发生显著上升或下降，或显著性水平大幅下降，即表明货币政策不确定性确实通过上述渠道对企业融资产生影响。

模型如下：

Y: 被解释变量组, Control: 控制变量组, Mechanism: 机制代理变量

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum \gamma_k Time + \beta_1 MPU_t + \beta_2 Control_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum \gamma_k Time + \beta_1 MPU_t + \beta_2 Mechanism_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

5 实证分析结果

5.1 统计分析

5.1.1 描述性统计

首先对本文主要变量进行统计性分析，结果如表 5-1 所示：数据共包括 71520 个样本观测值，14 个变量。

解释变量 MPU，其取值范围在 0.039 到 0.495 之间，平均值 0.180，最大最小值间差异较大，标准差为 0.111，表明货币政策不确定性存在较大的波动性。在样本期间，经济存在金融危机的冲击、股市大跌冲击以及新冠疫情的冲击，为应对外部冲击，中央银行积极调整货币政策，导致货币政策存在一定的不确定性。

被解释变量 Debt，最小值为-16.954，最大值为 32.058，均值为 0.916，表明企业在债务融资方面存在较大差异，部分企业存在较少债务融资的情形，响应去杠杆政策，但部分企业更加偏爱债权融资的方式。Equity 最小值为-4.834，最大值为 32.614，平均值为 0.829。股权融资的波动范围相对于债权融资更小。由于股权融资存在期限长、门槛高的特点，股权融资的波动性也相对较小。总体来看，企业更倾向于债务融资。从融资期限结构来看，CL 最小值为 22.159，最大值为 100.000，均值为 79.333；不同企业融资期限结构存在较大差异，主要倾向于短期融资。从融资结构来看，FS 最小值为-311.136，最大值为 306.829，均值为 0.000，企业融资仍以债权融资为主。

控制变量最大最小值差异较大，表明不同行业企业特征存在较大差异。因此可以进一步从行业特性出发进一步研究。

表 5-1 描述性统计分析

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中值	最大值
MPU	71520	0.180	0.111	0.039	0.178	0.495
Debt	71520	0.916	6.112	-16.954	0.000	32.058
Equity	71520	0.829	4.344	-4.834	0.013	32.614
CL	71517	79.333	19.452	22.159	85.114	100.000
FS	71520	0.446	111.535	-311.136	0.000	306.829
ROA	71520	0.870	2.021	-7.759	0.715	8.278
Grow	71293	16.794	82.666	-87.068	2.791	583.211
Size	71520	22.353	1.417	18.965	22.266	26.147
Tang	71520	24.813	18.622	0.123	21.099	75.769
CF	71520	-0.017	7.020	-23.110	-0.231	22.419
Lev	71520	51.920	21.576	7.295	52.191	124.052
CG	70485	42.067	21.456	0.806	42.959	87.243

5.1.2 相关性分析

在进行回归分析前，先初步对解释变量与被解释变量进行相关性分析，分析结果如表 5-2 所示。货币政策不确定性指数 (MPU) 与债务融资额 (Debt) 的相关系数为 0.02，在 1%显著性水平下显著，但相关系数较小，可以进一步进行回归分析；货币政策不确定性指数与股权融资额 (Equity) 相关系数为 0.02，在 1%显著性水平下显著，可以初步假设货币政策不确定性指数与股权融资额之间存在正向变动关系；货币政策不确定性指数与融资期限结构 (CL) 的相关系数为 0.08，在 1%显著性水平下具有显著性。这表明企业在面临高度货币政策不确定性时会增加短期融资。货币政策不确定性指数与融资结构 (FS) 相关系数为 0.02，在 1%显著性水平下显著，可以初步表明货币政策不确定性越高，企业更倾向于债务融资，可以初步验证前文所述假设。

为防止多重共线性，进行多重共线性检验。检验结果的 VIF 值均小于 10，本文不存在多重共线性问题。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/247153036001006030>