**基于上市企业微观杠杆率的货币政策传导效率的研究**

**——地方政府隐性债务视角**

陈舒悦 刘悦 张际

**目 录**

附录I 稳健性检验：对标准误聚类方法的讨论 1

附录Ⅱ 异质性分析：对民营和中小企业“融资难、融资贵”问题的讨论 2

附录Ⅲ 进一步分析：对“43号文”影响的讨论 4

附录I 稳健性检验：对标准误聚类方法的讨论

为避免标准误聚类方法对基准回归结果产生影响，我们尝试使用其他聚类方法，并重新对不同杠杆率度量指标下的回归模型（1）和基准回归模型（2）进行检验。表Ⅰ1和表Ⅰ2分别报告了将标准误聚类到省际、公司层面的稳健性检验。回归结果显示，与正文表2的基准回归结论相一致，$RepoL1$、$LGD$均在1%的显著性水平上为负，$RepoL1×LGD$在1%或5%的显著性水平上为正且与$RepoL1$的符号相反。这说明地方政府隐性债务对货币政策传导效率的影响在不同的标准误聚类方法下是稳健的。

**表Ⅰ1 基于省际层面标准误聚类的基准回归结果**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **变量** | ***Lev* (基准回归)** | ***Lev\_bank*** | ***Lev\_comm*** |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| *RepoL1* | **-0.7790\*\*\*** | **-1.4038\*\*\*** | **-0.2988\*\*\*** | **-0.6965\*\*\*** | **-0.2401\*\*\*** | **-0.5976\*\*\*** |
|  | **(-4.79)** | **(-6.41)** | **(-2.65)** | **(-3.96)** | **(-3.57)** | **(-4.61)** |
| *LGD* | 　 | -0.3351\*\*\* | 　 | -0.2156\*\*\* | 　 | -0.1404\*\*\* |
|  | 　 | (-3.96) | 　 | (-4.50) | 　 | (-3.66) |
| *RepoL1 × LGD* | 　 | **4.5771\*\*\*** |  | **2.9041\*\*** |  | **2.8384\*\*\*** |
| 　 | 　 | **(4.13)** |  | **(2.28)** |  | **(4.39)** |
| 公司控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 省份控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 省份固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 季节固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 行业固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 观测数 | 105 979 | 105 979 | 105 979 | 105 979 | 105 979 | 105 979 |
| *R*-squared | 0.3005 | 0.3020 | 0.2007 | 0.2020 | 0.1725 | 0.1731 |

注：回归的标准误聚集到省际层面。

**表Ⅰ2 基于公司层面标准误聚类的基准回归结果**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **变量** | ***Lev*(基准回归)** | ***Lev\_bank*** | ***Lev\_comm*** |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| *RepoL1* | **-0.7790\*\*\*** | **-1.4038\*\*\*** | **-0.2988\*\*\*** | **-0.6965\*\*\*** | **-0.2401\*\*\*** | **-0.5976\*\*\*** |
|  | **(-7.08)** | **(-7.87)** | **(-3.80)** | **(-5.38)** | **(-3.91)** | **(-6.02)** |
| *LGD* | 　 | -0.3351\*\*\* | 　 | -0.2156\*\*\* | 　 | -0.1404\*\*\* |
|  | 　 | (-7.00) | 　 | (-6.32) | 　 | (-4.87) |
| *RepoL1 × LGD* | 　 | **4.5771\*\*\*** |  | **2.9041\*\*\*** |  | **2.8384\*\*\*** |
| 　 | 　 | **(3.96)** |  | **(3.57)** |  | **(4.38)** |
| 公司控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 省份控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 省份固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 季节固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 行业固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 观测数 | 105 979 | 105 979 | 105 979 | 105 979 | 105 979 | 105 979 |
| *R*-squared | 0.3005 | 0.3020 | 0.2007 | 0.2020 | 0.1725 | 0.1731 |

注：回归的标准误聚集到公司层面。

**附录Ⅱ 异质性分析：对民营和中小企业“融资难、融资贵”问题的讨论**

为了证实在民营企业和小规模企业中，地方政府隐性债务降低货币政策传导效率的程度更大，我们对按企业规模和所有制结构分样本检验回归模型（2）的结果进行了详细讨论。表Ⅱ1的被解释变量是上市企业杠杆率$(Lev)$,第（1）、（2）列是小规模企业、大规模企业子样本，第（3）、（4）列是民营企业、国有企业子样本。回归结果显示，在大规模企业和国有企业中，$RepoL1$均不显著，说明此类企业的杠杆率对利率变动相对不敏感。在小规模企业和民营企业中，$RepoL1$、$LGD$在1%的显著性水平上为负，$RepoL1×LGD$在1%的显著性水平上为正，且显著性和系数绝对值较对照子样本更大，说明地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱和对微观企业融资的挤出主要体现在小规模和民营企业中[[1]](#footnote-0)，论证了地方政府隐性债务的确加剧了民营和中小企业“融资难、融资贵”的问题。

**表**Ⅱ1 **对企业规模、所有制结构的异质性分析**

|  |  |
| --- | --- |
| **变量** | ***Lev*** |
| **企业规模** |  | **企业所有制结构** |
| 小 | 大 | 　 | 民营 | 国有 |
| (1) | (2) | 　 | (3) | (4) |
| *RepoL1* | **-2.9235\*\*\*** | 0.0167 | 　 | **-2.6489\*\*\*** | 0.2042 |
|  | **(-11.96)** | (0.06) | 　 | **(-6.37)** | (0.56) |
| *LGD* | -0.3939\*\*\* | -0.2747\*\*\* | 　 | -0.4856\*\*\* | -0.1197\*\* |
|  | (-7.42) | (-3.88) | 　 | (-12.70) | (-2.52) |
| *RepoL1 × LGD* | **6.8565\*\*\*** | 2.1338\*\*\* | 　 | **7.3922\*\*\*** | 1.1633 |
| 　 | **(4.72)** | (2.77) | 　 | **(9.40)** | (0.60) |
| 公司控制变量 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 省际控制变量 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 省际固定效应 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 季节固定效应 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 行业固定效应 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 观测数 | 51 110 | 54 869 | 　 | 60 150 | 45 829 |
| *R*-squared | 0.1269 | 0.2552 | 　 | 0.2650 | 0.2404 |

为了证实在宽松货币环境中，地方政府隐性债务削弱货币政策向民营企业和小规模企业传导的程度更大，我们对不同货币政策下小规模企业和民营企业子样本检验回归模型（2）的结果进行了详细讨论。表Ⅱ2中被解释变量是上市企业杠杆率$(Lev)$,第（1）、（2）列是小规模企业在宽松和紧缩货币环境下的子样本，第（3）、（4）列是民营企业在宽松和紧缩货币环境下的子样本。回归结果显示，在宽松货币环境下，小规模企业和民营企业的$RepoL1×LGD$在1%的显著性水平上为正，而在紧缩货币环境下不显著，说明地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱在不同货币环境下呈现非对称特性。也即当货币政策宽松时，高企的地方政府隐性债务水平使得利率下行对民营和中小企业融资的正面影响大幅降低；而货币政策紧缩时，高企的地方政府隐性债务水平却不能使得利率上行带来的民营和中小企业杠杆率下降程度相应减少。

**表**Ⅱ2 **宽松和紧缩货币政策对民营和中小企业货币政策传导的非对称影响**

|  |  |
| --- | --- |
| **变量** | ***Lev*** |
| **小规模企业** |  | **民营企业** |
| **宽松货币政策** | **紧缩货币政策** |  | **宽松货币政策** | **紧缩货币政策** |
| (1) | (2) | 　 | (3) | (4) |
| *RepoL1* | -2.1104\*\*\* | -2.6026\*\*\* | 　 | -1.7937\*\*\* | -1.3218 |
|  | (-3.62) | (-3.06) | 　 | (-4.43) | (-1.45) |
| *LGD* | -0.5619\*\*\* | -0.3040\*\*\* | 　 | -0.6578\*\*\* | -0.3374\*\*\* |
|  | (-5.17) | (-5.28) | 　 | (-4.87) | (-15.86) |
| *RepoL1 × LGD* | **15.2594\*\*\*** | 2.3810 | 　 | **16.0036\*\*\*** | -1.1653 |
| 　 | **(4.57)** | (1.22) | 　 | **(4.94)** | (-0.87) |
| 公司控制变量 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 省份控制变量 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 省份固定效应 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 季节固定效应 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 行业固定效应 | 是 | 是 | 　 | 是 | 是 |
| 观测数 | 23 941 | 27 169 | 　 | 26 707 | 33 443 |
| *R*-squared | 0.1248 | 0.1289 | 　 | 0.2453 | 0.2852 |

附录Ⅲ 进一步分析：对“43号文”影响的讨论

为了考察“43号文”对地方政府隐性债务削弱货币政策传导效率的影响程度，我们在剔除发文当年样本中对回归模型（9）-（10）进行检验，回归结果与基准回归相符，证实了地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱和对微观企业融资的挤出。同时，**表Ⅲ1** 第（1）列的$Post$不显著，说明“43号文”发布前后，企业杠杆率水平没有系统性差异。此外，第（2）列的$LGD×Post$和$RepoL1×LGD×Post$在1%的显著性水平上分别为正、为负，说明“43号文”发布后，地方政府隐性债务对微观企业的融资挤出和对货币政策传导效率的削弱程度都显著减少，即限制地方政府隐性债务扩张的改革能够显著提升货币政策传导效率。

**表Ⅲ1 “43号文”对货币政策传导效率的影响**

|  |  |
| --- | --- |
| **变量** | ***Lev*** |
| (1) | (2) |
| *RepoL1* | -1.6107\*\*\* | -2.2179\*\*\* |
|  | (-7.47) | (-7.39) |
| *LGD* | -0.3397\*\*\* | -0.4517\*\*\* |
|  | (-3.97) | (-3.99) |
| *RepoL1 × LGD* | 5.0348\*\*\* | 4.5124\*\*\* |
|  | (8.31) | (4.08) |
| *Post* | -0.0017 | -0.1050\*\*\* |
|  | (-0.30) | (-11.25) |
| *RepoL1 × Post* | 　 | 3.7236\*\*\* |
|  | 　 | (7.24) |
| *LGD × Post* | 　 | **0.2278\*\*\*** |
|  | 　 | **(4.84)** |
| *RepoL1 × LGD × Post* | 　 | **-5.7866\*\*\*** |
|  | 　 | **(-3.20)** |
| 公司控制变量 | 是 | 是 |
| 省份控制变量 | 是 | 是 |
| 省份固定效应 | 是 | 是 |
| 季节固定效应 | 是 | 是 |
| 行业固定效应 | 是 | 是 |
| 观测数 | 96 879 | 96 879 |
| *R*-squared | 0.2989 | 0.3005 |

**注：该附录是期刊所发表论文的组成部分，同样视为作者公开发表的内容。如研究中使用该附录中的内容，请务必在研究成果上注明附录下载出处**。

1. 需要说明的是，在大规模企业中，$RepoL1×LGD$也在1%的显著性水平上为正，这是因为其中既包含大型国有企业，也包含大量大规模民营企业，而货币政策向后者的传导会受到地方政府隐性债务的显著削弱。但从数值上看，地方政府隐性债务对货币政策向大企业传导的削弱作用要小于其对货币政策向小企业传导的削弱作用。 [↑](#footnote-ref-0)