



No. 2106

Working Paper

民营企业融资的影响因素研究

魏革军 张晓东 郝威亚 罗小伟

【摘要】

近年来，党中央、国务院出台多项政策措施，优化民营企业政策环境，支持民营企业增信融资。本文基于民营企业融资的相关文献，总结梳理了民营企业融资的影响因素，运用 2008-2018 年上市民营企业样本数据，对民营企业融资的影响因素进行实证检验。研究发现，地方政府融资平台对民营企业融资形成“挤出效应”的同时，也可能存在“溢出效应”；国有企业对财政金融资源的挤占影响了民营企业的融资能力；同时，直接融资发展不足，一定程度上加大了民营企业的融资约束。基于此，本文建议通过推动地方政府融资平台有序转型、推行“竞争中性”原则打造公平市场环境、支持民营企业加大直接融资。

【关键词】

民营企业；融资；竞争中性

【文章编号】

IMI Working Paper No.2106



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

民营企业融资的影响因素研究

魏革军¹ 张晓东² 郝威亚³ 罗小伟⁴

【摘要】近年来，党中央、国务院出台多项政策措施，优化民营企业政策环境，支持民营企业增信融资。本文基于民营企业融资的相关文献，总结梳理了民营企业融资的影响因素，运用2008-2018年上市民营企业样本数据，对民营企业融资的影响因素进行实证检验。研究发现，地方政府融资平台对民营企业融资形成“挤出效应”的同时，也可能存在“溢出效应”；国有企业对财政金融资源的挤占影响了民营企业的融资能力；同时，直接融资发展不足，一定程度上加大了民营企业的融资约束。基于此，本文建议通过推动地方政府融资平台有序转型、推行“竞争中性”原则打造公平市场环境、支持民营企业加大直接融资。

【关键词】民营企业；融资；竞争中性

一、引言

习近平总书记在2018年民营企业座谈会上指出，支持民营企业发展，是党中央的一贯方针；民营经济是我国经济制度的内在要素；正确认识当前民营经济发展遇到的困难和问题；大力支持民营企业发展壮大，解决民营企业融资难融资贵问题。2019年12月，《中共中央 国务院关于营造更好发展环境 支持民营企业改革发展的意见》发布，要求坚持以供给侧结构性改革为主线，营造市场化、法治化、国际化营商环境，保障民营企业依法平等使用资源要素、公开公平公正参与竞争、同等受到法律保护，推动民营企业改革创新、转型升级、健康发展。当前，受新冠肺炎疫情影响，国际经济形势更加复杂，党中央、国务院要求扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务。民营企业是我国经济社会发展的重要力量，要做好“六稳”“六保”工作，就必须更好地解决民营企业尤其是中小民营企业融资问题。为此，本文对民营企业融资的现有研究文献进行梳理，总结了文献中提出的民营企业融资的影响因素，并运用我国上市民营企业数据进行检验，进而提出有关政策建议。

¹ 魏革军，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国人民银行西安分行行长

² 张晓东，中国人民银行西安分行副研究员

³ 郝威亚，中国人民银行西安分行经济师

⁴ 罗小伟，中国人民银行西安分行营业管理部经济师

二、 民营企业融资的影响因素——基于对文献的梳理

中小民营企业融资问题是一个世界性的难题。研究我国民营企业融资问题，应在民营企业融资一般性理论的基础上，紧密结合我国经济金融运行的实际特征进行分析。现有文献对民营企业融资问题进行了深入探讨，取得了丰硕的研究成果。

（一） 地方政府债务对民营企业融资的影响

一些文献关注地方政府债务对民营企业融资的影响，认为地方政府债务形成对银行体系资金的挤占，加剧了民营企业融资困难。刘畅等^[1]认为，相对于民营企业而言，地方政府融资平台在信贷市场上具有明显的优势，从而直接“挤占”民营企业的信贷资源。首先，地方政府融资平台具有优质的可抵押资产，如地方政府注入的土地使用权、土地出让收入以及其他国有资产等。其次，地方政府以自身信用对融资平台进行直接担保或隐性担保。最后，地方政府融资平台所开发的项目大多由地方政府推动，项目贷款即使出现问题也不会对国有大型商业银行追究责任。鉴于民营企业的主要资金来源是银行信贷，地方政府融资平台对于银行贷款的挤占加剧了民营企业的融资约束。徐彦坤^[2]也指出，地方政府是市场融资的重要参与方，在货币供给数量有限的情形下，如果融资供给增速小于融资需求增速，则地方政府将与当地企业形成融资竞争。在以银行贷款融资为主导、债券融资发展滞后的地区，地方政府与企业之间的融资竞争会更加激烈。由于国有企业在获得银行信贷时，规模大、成本低、机会多，导致地方政府融资对国有企业的不利影响较弱，而对民营企业融资的“挤出”更加严重。作者进一步指出，在市场化程度较高的地区，地方政府债务对民营企业融资成本的影响较弱，即市场化在一定程度上缓解了地方政府债务的挤出效应。除了对信贷资源的直接“挤占”之外，也有文献关注地方政府融资平台对银行体系资金的间接“挤占”。刘红忠等^[3]指出，地方政府融资平台有三种融资方式：银行贷款、城投债和非标准化债权。因为城投债一般由银行承销且为主要购买方，同时银行也是非标准化债权的底层资金供给方，所以，这三种融资方式的资金来源均是银行体系。正因如此，地方政府融资平台构成了对银行体系资金的间接“挤占”。

另一些文献认为地方政府债务不仅对银行体系资金形成“挤占”，而且造成了整个金融体系的资金短缺。田国强和赵旭霞^[4]指出，地方政府为发展经济，往往导致地方政府债务高企。地方政府债务居高不下，又将造成资源错配，并挤出金融系统融资，从而增加民营企业的融资困难。余海跃和康书隆^[5]发现，地方政府债务增加了本地资本市场的融资需求，抬高了企业融资成本，从而，企业投资项目的利润率也随着地方政府债务高企而下降，降低了企业投资的积极性。

值得注意的是，地方政府融资平台对民营企业可得资金产生“挤出效应”的同时，也可能带来“溢出效应”，或称之为“引致效应”。地方政府融资平台通过城投债等方式募集的资金，又以订单和项目的形式流向民营企业，成为民营企业的收入来源，从而在一定程度上缓解民营企业的资金紧张。同时，如果政府债务形成的公共资本能够与民营企业的私人资本有效互补，则将增加私人资本的预期收益率和边际效率^[2]，从而提高民营企业融资的意愿和能力。

因此，地方政府融资平台也可能对民营企业产生“溢出效应”。地方政府融资平台对民营企业融资的影响，取决于“挤出效应”与“溢出效应”产生的净效应。

（二）民营企业比国有企业面临更大的融资约束

一些文献指出，民营企业面临着比国有企业更大的融资困境。李广子和刘力^[6]的研究发现，上市公司在民营化后，债务融资成本变得更高，同时，在横截面上，民营上市公司也面临着比非民营上市公司更高的债务融资成本。陆正飞等^[7]发现，在实行银根紧缩的货币调控政策时，民营企业的信贷渠道明显变得更为狭窄，其长期借款增长率明显下降，而国有上市公司长期借款增速依然较高。研究认为，相对于国有企业而言，民营企业规模小，经营不稳定，缺乏市场信用记录，抵押物不足，诚信认可度较低，这些因素增加了民营企业的违约风险。例如，卜振兴^[8]指出，民营企业以中小企业为主，资产规模有限，可用抵押品较少，制约了其获取信贷资金的能力。并且，中小民营企业的经营方式差别较大，银行很难建立完善的风险识别机制来甄别民营企业风险状况。另外，民营企业运营往往不够规范，很多民营企业没有建立现代公司治理机制，而是依赖于家族管理模式，增大了企业经营风险。侯龙^[9]的调研显示，民营企业资产状况透明度较差，无表无账问题突出，造成了严重的信息不对称问题，成为其融资难的主要原因之一。李广子和刘力^[6]认为，与民营企业相比，国有银行掌握的国有企业的信息更多，而获得的民营企业的信息较少；国有企业在遇到财务困境时可能得到政府救助，因而风险比民营企业更低。沈红波等^[10]也认为，民营企业信息不对称程度较大，导致了民营上市公司比国有上市公司面临更高的融资成本。总之，由于国有企业比民营企业的信息披露更加完整，公司治理更加规范，并具有政府的隐性担保，银行更加倾向于为国有企业提供信贷资金支持，从而形成国有企业对民营企业信贷融资的挤占。

为缓解民营企业融资难题，支持民营企业加快发展，我国出台了一系列金融政策，包括引导商业银行加大对民营企业的信贷支持，支持民营企业开展信用融资，拓展抵押物质押物范围，完善信贷风险政府担保补偿机制等。2020年11月1日，全国工商联发布2020年“万家民营企业评营商环境”报告。报告显示，民营企业认为“对企业不盲目抽贷、断贷、压贷”、“适当下调贷款利率、增加中长期贷款”和“对还款困难企业的展期或续贷”这三项金融支持政策较为有效。在2019年7月至2020年8月获得银行贷款的样本民营企业中，接近九成的企业最近一笔贷款综合年化利率低于8%。其中，近60%的民营企业利率低于5%，占比比去年增加将近34个百分点。

（三）直接融资发展不足对民营企业融资的影响

对比我国与发达经济体中小企业融资情况可知，美国等发达经济体的资金来源更加广阔，除了内源性资金和金融机构贷款之外，风险投资、股权融资、债权融资也是中小企业的重要融资渠道。许多学者提出拓展我国民营企业融资渠道的建议，主张积极发展直接融资，缓解民营企业融资难融资贵问题。林毅夫和孙希芳^[11]比较了金融市场融资和银行信贷融资对不同规模企业的适用性，认为大企业具有完整的、经过审计的财务报表，在市场上具有一定的声誉，因而在通过发行股票或债券进行融资时，资金供求双方的信息不对称程度较低；中小

企业财务报表不完整，信用记录较短，信息不对称问题较为突出，因而，中小企业主要依赖银行等间接融资方式获取外部融资。值得注意的是，这一结论并不否定中小企业以直接融资方式获取资金的重要性和可行性，而是从金融结构的宏观视角阐释一个经济体最优金融结构的存在逻辑。还有文献关注民营企业直接融资的制度性问题。季仙华^[12]强调，我国证券市场变迁动力、方式和路径体现了强制性制度变迁特征，成为民营企业直接融资发展缓慢的原因。文章建议，应当解除政府的隐性担保契约，矫正证券市场功能定位，建立健全上市公司退出机制，扩大证券市场监管部门的独立性，以此打通民营企业上市融资的渠道。张杰等^[13]发现，我国民营企业的 R&D 投入主要依赖现金流、注册资金和商业信用，金融体制对民营企业发展的抑制效应依然存在。我国应大力发展资本市场，改变直接融资与间接融资之间的不合理结构，构建多层次金融市场体系，缓解民营中小企业融资难题。

除了从金融结构和制度变迁的宏观视角分析中小民营企业融资问题的根源之外，许多研究从微观视角论证民营企业直接融资渠道狭窄的根源。吴楠^[14]指出，一般的中小企业难以达到上市的标准，更多地依赖银行贷款，融资渠道狭窄。并且，商业银行提供短期贷款，企业不得不使用短期贷款进行多次周转，导致融资成本居高不下。嵇伟强^[15]也认为，一般的中小民营企业达不到直接融资条件，无法从正规直接融资渠道获得融资，而是主要通过内部股份募集、向职工借债集资、现有职工股东的红利转为股本以及发起人与相关企业之间募股等民间渠道筹集中长期资金。然而，由于非正规的股权融资风险大、规模小、转让难，难以成为低成本和可持续的融资渠道。

总体上看，民营企业的经营风险大，预期收益不稳定，经营绩效受外部环境影响较大。相关研究认为，直接融资具有收益与风险对等的机制，投资者分散风险的方式更为多样，在服务风险相对较大、但成长性亦较大的民营企业时具有独特优势。

三、民营企业融资影响因素的实证分析

现有研究立足于我国当前经济运行的基本形势和主要特点，考察民营企业的融资难融资贵问题的现实根源。梳理文献可知，目前的研究对于民营企业融资约束的影响因素问题具有以下三个主要观点：

观点一：地方政府融资平台负债规模增加增大了民营企业的融资约束。

观点二：信贷所有制歧视的存在使国有企业对民营企业融资产生一定的“挤出”效应。

观点三：直接融资的发展有效缓解了民营企业的融资约束。

本文使用来自沪深交易所的上市民营企业 2008-2018 年面板数据，对以上研究观点进行检验。

（一）模型设定和变量说明

关于公司融资方面的研究，最早 Fazzari 等^[16]等就提出了投资—现金流敏感度模型来考察企业融资约束问题，但该模型曾也因自身缺乏完善的理论支撑广受争议，甚至部分学者对其准确程度提出质疑。为此，Almeida 等^[17]提出更为精确的现金—现金流敏感度模型。相应，

本文在借鉴 Almeida 等^[17]的现金—现金流敏感度模型基础上，设立以下模型来实证分析我
 国民营企业融资的影响因素问题。

$$\begin{aligned} \frac{\Delta Cash_{i,t}}{K_{i,t}} = & \beta_0 + \beta_1 \times \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t}} + \beta_2 \times \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t}} * CB_{i,t} + \beta_3 \times CB_{i,t} + \beta_4 \times \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t}} * PSE_{i,t} + \beta_5 \times PSE_{i,t} \\ & + \beta_6 \times \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t}} * DFR_{i,t} + \beta_7 \times DFR_{i,t} + \beta_8 \times \ln TA_{i,t} + \beta_9 \times LEV_{i,t} + \beta_{10} \times MBIR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中，*Cash* 为民营企业年末现金持有量，采用年末货币资金加交易性金融资产之和来
 度量，而 $\Delta Cash$ 则是民营企业年末现金持有量的变动数量；*CF* 为民营企业现金流量，采
 用民营企业当年经营活动现金流量净额加以度量；*K* 为民营企业年末固定资产存量，用民
 营企业当期期末固定资产净值来度量；*i* 表示各民营企业，*t* 表示年份； ε 为随机扰动项；
 其他相关自变量和控制变量的表示符号和具体含义如表 1 所示：

表 1 面板数据模型所采用的变量及设定含义

符号	名称	含义及说明
$\Delta Cash/k$	现金固 定资产比	用民营企业年末现金持有量的变动数量除以当期年末固定 资产净值加以度量
CF/K	现金流 固定资产比	用民营企业当年经营活动现金流量净额除以当期年末固定 资产净值加以度量
CB	城投债 信贷增长净 额比	用各省地方政府当年发行的城投债总额与其该年度信贷增 长净额之比来度量
$CF/K * C$	交互项	为现金流固定资产比与城投债信贷净增长额比的交互项
PSE	国有化 程度	用各省国有及国有控股工业企业资产总计占全省工业企业 总资产之比表示
$CF/K * PSI$	交互项	为现金流固定资产比与国有化程度的交互项
DFR	直融市 场发展程度	具体计算方式为：直融市场发展 $DFR=1-(\text{人民币贷款}+\text{外币贷款}+\text{委托贷款}+\text{信托贷款}+\text{未贴现银行承兑汇票})/\text{各省社会融资规模}$
$CF/K * DI$	交互项	为现金流固定资产比与直融市场发展程度的交互项
$\ln TA$	企业规模	通过各民营企业当期年末总资产的自然对数来度量
LEV	资产负 债率	用各民营企业当期年末总负债与总资产之比来表示
$MBIR$	成长性	用各民营企业当期主营业务收入增长率来度量

（二）样本选择和数据来源

本文选取在沪深交易所上市的民营企业数据作为样本，样本期间为 2008-2018 年。出于对数据的可比性考虑，对样本进行如下的剔除：（1）2008 年以后才上市的民企（前面年度各变量数据缺失）；（2）金融类上市公司；（3）ST、*ST 等相关上市公司（各年度相关数据差异性太大）；（4）各变量相关的财务数据缺失的上市公司。最终得到 1051 个样本观察值。

本文相关数据来自于万得资讯数据库（WIND）、国泰安数据库（CSMAR）、各上市公司年报以及新浪财经网、东方财富网等。另外，对于其中出现的个别值缺失情况，通过插值法加以补齐。实证分析中相关变量在 2008-2018 年期间的特征如下：

表 2 各变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	观察值数
$\Delta Cash/K$	0.7006	5.6575	-78.0979	99.2854	10510
CF/K	0.3044	5.9711	-249.8480	155.2961	11561
CB	0.0606	0.0727	0	0.6041	10510
$CF/K*CB$	0.01835	0.4713	-17.9907	19.9877	11561
PSE	0.3535	0.1905	0.1400	0.8267	11561
$CF/K*PSE$	0.0947	2.0904	-75.0111	40.5265	11561
DFR	0.2854	1.2368	0.010	0.5450	11561
$CF/K*DFR$	0.0650	1.6851	-68.45849	52.9353	11561
$\ln TA$	21.4268	1.2537	14.3616	26.7387	11561
LEV	39.7102	20.8731	0.7080	239.4002	11561
$MBIR$	0.2891	1.2420	-0.9913	45.8857	11561

（三）实证结果及分析

1. Hausman 检验

进行面板数据回归估计前，首先需要进行 Hausman 检验，以确定所应该选择的是随机效应模型还是固定效应模型。有关 Hausman 检验的具体结果如表 3 所示。

表 3 Hausman 检验结果

样 本 选 择			Hausman 统计量	P 值	适合模型
民企	总 体		104.77	0.0000	固定效应
	子样 本一	大型（沪市主板）	60.47	0.0000	固定效应
		中型（深市主板）	229.10	0.0000	固定效应
		小型（深市创业版）	60.01	0.0000	固定效应
	子样	东部上市民企	102.05	0.0000	固定效应

	本二	中部上市民企	34.41	0.0002	固定效应
		西部上市民企	27.82	0.0019	固定效应
国企	总 体		4.31	0.9600	随机效应

通过表 3 可以发现，民营企业所有样本类型均是固定效应模型优于随机效应模型；而国有企业（总体）则是随机效应模型优于固定效应模型。

2.实证结果分析

进行参数回归估计前，首先对样本数据进行稳定性检验以有效降低伪回归概率。运用 SATAT13.0 软件对各个变量分别做 LLC 检验、IPS 检验、HADRI 等 3 种方法的单位根检验，发现所有样本数据均是平稳的。

接下来，采用 SATAT13.0 软件对式（1）进行参数回归估计。为了更加清晰地展示我国民营企业融资所受约束程度，本文同时还收集了在沪深 A 股上市的国有企业样本并对照进行回归估计，有关估计结果如表 4 所示。

表 4 全样本下民企和国企融资影响因素的面板模型估计结果

模型 变量	民营企业		国有企业 ¹	
	固定效应模型	随机效应模型	固定效应模型	随机效应模型
CF/K	0.1257*** (4.21)	0.0866*** (3.17)	0.3235** (2.18)	0.3245** (2.19)
CB	-8.2168*** (-5.31)	-3.9050*** (-4.74)	2.9086 (0.55)	3.4660 (0.70)
$CF/K*CB$	-0.6088*** (-2.57)	-0.8115*** (-3.70)	-0.0278 (-0.06)	-0.0693 (-0.14)
PSE	3.3010 (1.53)	1.2046*** (3.89)	2.3810 (0.22)	0.5298 (0.09)
$CF/K*PSE$	-0.4400*** (-7.08)	-0.4299*** (-7.75)	-0.4433** (-2.09)	-0.4450** (-2.11)
DFR	-0.1053* (-1.69)	-0.0121 (-0.26)	-0.0835 (-0.33)	-0.0804 (-0.33)
$CF/K*DFR$	-0.2125* (-1.94)	-0.0280 (-0.27)	0.4178 (0.95)	0.4427 (1.01)
$\ln TA$	-0.0991 (-1.13)	-0.0334 (-0.67)	-0.1237 (-0.18)	-0.5425 (-0.95)

¹ 为了便于对比分析，我们同时也收集沪深上市的国有企业样本并对其进行模型回归估计，在此将其列示的主要作用是作为参照标准，以更清晰地展示民营企业融资所受影响程度。

<i>LEV</i>	-0.0286*** (-6.52)	-0.0161*** (-5.77)	-0.0710** (-2.38)	-0.0720*** (-2.57)
<i>MBIR</i>	-0.0407 (-0.91)	0.09578** (2.27)	0.0646 (0.26)	0.0739 (0.30)
<i>_cons</i>	3.2145 (1.47)	1.8659* (1.76)	10.2029 (0.59)	20.4990 (1.55)
F	34.45	335.85	3.07	33.72
P 值	0.0000	0.0000	0.0007	0.0002
N	10506	10506	8609	8609

注：（1）***表示在 1%水平下显著，**表示在 5%水平下显著，*表示在 10%水平下显著；

（2）括号内为 T 值（固定效应模型）或 Z 值（随机效应模型）；

（3）由 hausman 检验显示，民企（总体）固定效应模型更优而国企（总体）随机效应模型更优，为了方便比较，我们将两者都予以列示。

从表 4 可以发现，我国上市民营企业的现金—现金流敏感系数为 0.1257¹，并且在 1%显著性水平下显著，说明我国上市民营企业总体上面临着非常显著的融资约束；比较而言，虽然我国上市国有企业现金—现金流敏感系数为 0.3245，却仅在 5%显著性水平下显著，说明我国上市国有企业受到的融资约束相对有所缓和。

城投债信贷增长净额比（*CB*）及其与现金流固定资产比的交互项（ $CF/K*CB$ ）的系数均为负。具体原因有两个方面，一是与样本选择有关，本文所选样本是上市民营企业，众所周知，我国能上市的民营企业通常规模较大且经济效益很好，因此各家银行业一般都非常愿意向它们提供信贷，因而城投债难以对企业产生“挤出效应”；二是存在上文所述的“溢出效应”，即地方政府融资平台通过发行城投债募集资金后，可以为民营企业带来订单或项目，并提高民营企业的营业收入，因此在我们的实证回归中反而表现出对资金约束的缓解作用。国有化程度（*PSE*）的系数为正，表明国有化占比提升将加大民营企业融资难度。直融市场发展程度（*DFR*）及其与现金流固定资产比的交互项（ $CF/K*DFR$ ）的系数均负，说明直融市场的发展与直接融资比例的提升可以有效缓解民营企业融资约束。

2.稳健性检验

在上表 4 中，虽然民营企业的现金—现金流敏感系数在统计上表现非常显著，但研究结果却未充分展示出民营企业的规模类型和所处地区差异对其融资约束的影响，而且其稳健性也需要验证，本文将对此做进一步的分析。第一，依据上市民营企业在沪深 A 股所处板块，将整个样本划分为大型民企（沪市主板）、中型民企（深市主板）和小型民企（深市创

¹ Hausman 检验表明，民营企业参数回归估计应该选择固定效应模型，国有企业参数回归应该选择随机效应模型。。

业板) 3 个子样本, 并分别进行回归估计; 第二依据上市民企注册地所在省份将整个样本划分为东部、中部和西部 3 个子样本, 并分别进行回归估计。具体估计结果如表 5 和表 6 所示。

表 5 大中小型子样本下民企融资影响因素的固定效应估计结果

模型 符号	大型民企 (沪市主板)	中型民企 (深市主板)	小型民企 (深市创业版)
CF/K	0.5205*** (5.13)	0.1334*** (5.19)	1.9570*** (14.79)
CB	-4.5689 (-1.38)	-0.8466 (-0.65)	-10.5367 (-4.81)
$CF/K*CB$	8.2845*** (9.10)	-1.8901*** (-6.74)	1.7387*** (3.42)
PSE	5.9387 (1.18)	5.2479** (2.35)	11.2865** (2.17)
$CF/K*PSE$	-1.9427*** (-10.97)	-0.1188* (-1.86)	-0.9609*** (-4.28)
DFR	-0.0701 (-0.44)	-0.0038 (-0.05)	-0.1977* (-1.75)
$CF/K*DFR$	-2.1363*** (-5.88)	0.6230*** (6.70)	-4.4269*** (-7.49)
$\ln TA$	-0.2463 (-0.91)	0.0662 (0.73)	0.1311 (0.76)
LEV	-0.0014 (-0.12)	-0.0204*** (-4.63)	-0.0805*** (-7.96)
$MBIR$	0.0654 (0.93)	0.0144 (0.25)	0.5402** (2.34)
$_cons$	8.5043 (1.27)	-1.7656 (-0.79)	-3.1044 (-0.67)
F	18.98	28.61	40.46
P 值	0.0000	0.0000	0.0000
N	2100	5619	2787

注: (1) ***表示在 1%水平下显著, **表示在 5%水平下显著, *表示在 10%水平下显著;

(2) 括号内为 T 值。

通过对表 5 中大型、中型和小型民企子样本回归估计结果横向比较，可以发现小型上市民企的现金—现金流敏感系数高达 1.9570，而 T 值为 14.79，且不管是数值还是显著性水平都远远高于大型上市民企和中型上市民企，说明小型上市民企面临的融资约束远远大于大型上市民企和中型上市民企。进一步对表 4 和表 5 进行比较发现，四个面板模型中各个变量的回归系数的符号和显著性基本保持一致，城投债信贷增长净额比（CB）的系数均为负、国有化程度（PSE）的系数均为正以及直融市场发展程度（DFR）均为负，说明由于样本选择等原因，政府城投债的发行并未加大所选样本企业的融资约束；而直融市场发展可以有效缓解民营企业融资约束，但是国有化占比提高却加大了民营企业融资难度。因此，总体上来看，所得的研究结论是稳健可靠的。

表 6 东中西部子样本下民企融资影响因素的固定效应估计结果

	CHIBOR		M2增长率	
	CPI (1)	CCPI (2)	CPI (3)	CCPI (4)
ρ	0.512*** (0.059)	0.279*** (0.054)	0.747*** (0.121)	0.720*** (0.116)
β	0.379*** (0.090)	0.598*** (0.105)	-0.371 (0.227)	-0.745* (0.421)
γ	-0.698** (0.297)	0.085 (0.100)	-0.155 (0.761)	-0.641* (0.364)
c	0.474** (0.235)	1.278*** (0.125)	1.033 (0.624)	1.031 (0.699)
DWH	0.000	0.069	0.123	0.138
Hansen-J	0.784	0.588	-	-
p-auto	0.263	0.159	0.475	0.880
R^2	0.220	0.382	0.695	0.719

注：（1）***表示在 1%水平下显著，**表示在 5%水平下显著，*表示在 10%水平下显著；

（2）括号内为 T 值。

同样，东、中、西部子样本的面板模型中各个变量回归系数的符号和显著性与前面 4 个模型基本保持一致，说明本文的研究结论是稳健的。对表 6 中东部、中部和西部民企子样本回归估计结果进行横向比较，可以发现：中部地区上市民企的现金—现金流敏感系数不管是数值还是显著性水平都远远高于东部上市民企，说明中部地区上市民营企业面临的融资约束远远大于东部地区上市民营企业。然而，西部上市民企子样本的现金—现金流敏感系数并不显著但其值依然为正，因此并不影响本文关于民营企业面临融资约束较高的基本判断。其中的原因可能是，西部地区每个省份的上市民企较少，导致整个样本容量较小，从而影响了参数回归估计结果。但更重要的原因可能还是西部地区的上市民营企业就如同大熊猫般珍贵，因此很容易得到地方政府及金融机构的特别关照，相应融资方面通常得到优先照顾，那么面临的融资约束就较小。

四、政策建议

（一）推动地方政府融资平台有序转型

按照融资平台与地方政府信用脱钩的原则，推进地方政府融资平台的市场化转型，清晰界定政府与转型后融资平台的关系，约束融资平台的不合理融资行为，以此缓解融资平台对民营企业融资的挤占。有序开展地方政府融资平台的清理整顿工作，分类别地推动平台转型，对于有稳定经营收入的地方融资平台，可逐步促使其向一般企业转型，按照市场化的方式合理获取资金，支持科技创新企业和高端制造业发展。另外，适当逆周期放宽对地方政府发债规模的限制，减少地方政府对融资平台的依赖，也可降低融资平台对银行体系资金的占用。

（二）推行“竞争中性”原则打造公平市场环境

在坚持公有制为主体、多种所有制共同发展的基本经济制度的基础上，推行“竞争中性”原则，培育公平的市场环境，逐步形成国企与民企有序竞争、协同发展的市场格局，促进国有企业与民营企业公平参与市场竞争。应制定非自然垄断性行业的开放路线图，循序渐进地鼓励民营企业参与市场竞争，以此增加民营企业获得公平竞争的机会。完善法规制度和工作机制，禁止妨碍公平竞争的行为，引导金融机构平等对待民营企业的贷款审批。

（三）定向支持民营企业加大直接融资

引导并推动民营企业完善治理结构，建立现代企业制度，促进规范化运作。加强面向民营企业的直接融资政策宣讲和上市培训，鼓励符合条件的民营企业在主板、中小板、创业板、科创板、新三板上市挂牌、并购重组和再融资。支持民营企业使用债务融资工具，并通过贴息等措施降低民营企业发债成本，激励民营企业发行公司债、企业债、私募可转债等债务融资工具。探索扩大信用风险缓释凭证的支持范围，适当降低对发行债券民营企业的评级要求，使债券融资支持工具能同时支持信用评级一般但有发展前景或关键核心技术的民营企业。

参考文献

- [1] 刘畅,曹光宇,马光荣.地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?[J].经济研究,2020,55(03):50-64.
- [2] 徐彦坤.地方政府债务如何影响企业投融资行为?[J].中南财经政法大学学报,2020, (02):90-99+159-160.
- [3] 刘红忠,茅灵杰,许友传.地方政府融资平台融资结构演变的多重博弈[J].复旦学报(社会科学版), 2019, 61(04):125-136.
- [4] 田国强,赵旭霞.金融体系效率与地方政府债务的联动影响——民企融资难融资贵的一个双重分析视角[J].经济研究, 2019, (08):4-20.
- [5] 余海跃,康书隆.地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J].世界经济, 2020, (07):49-72.
- [6] 李广子,刘力.债务融资成本与民营信贷歧视[J].金融研究, 2009, (12):137-150.
- [7] 陆正飞,祝继高,樊铮.银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失[J].金融研究, 2009, (08):124-136.
- [8] 卜振兴.从融资角度解析中小民营企业发展困境[J].当代经济管理,2019,41(04):72-78.
- [9] 侯龙.中小企业融资难的症结及解决途径[J].中国金融,2008(03):79.
- [10] 沈红波,寇宏,张川.金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J].中国工业经济, 2010, (06):55-64.
- [11] 林毅夫,孙希芳,姜烨.经济发展中的最优金融结构理论初探[J].经济研究,2009, 44(08):4-17.
- [12] 季仙华.我国民营企业直接融资的制度性障碍[J].中国市场,2011,(16):42-48.
- [13] 张杰,芦哲,郑文平,陈志远.融资约束、融资渠道与企业 R&D 投入[J].世界经济,2012,35(10):66-90.
- [14] 吴楠.中小企业融资渠道问题研究[J].经济研究导刊, 2013, (02):111-117.
- [15] 嵇伟强.对中小民营企业融资问题的探讨[J].财经问题研究,2014(S1):121-124.
- [16] Fazzari S M , Hubbard R G , Petersen B C , et al. Financing Constraints and Corporate Investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, (1):141-206.
- [17] Almeida H , Weisbach C M S . The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4):1777-1804.
- [18]

Research on the Influence Factors of Private Enterprises Financing

Wei Gejun, Zhang Xiaodong, Hao Weiya, Luo Xiaowei

Abstract: In recent years, Central Committee of the Communist Party of China and the State Council introduced many policies to improve the policy environment for private business and to support private enterprises to enhance credit. Based on related literature, this paper reviews the influencing factors of private enterprise financing and makes an empirical test to evaluate these factors using the data of listed private enterprises. This research found that while local-government financing vehicles may crowd out private enterprise financing, there may also be a spillover effect. To a certain extent, state-owned enterprises use financial resources and then reduce the financing capacity of private enterprises. Given the fact that the development of direct financing has been lagging, private enterprise financing constraint has been greatly increased. Based on these findings, this study suggests that we should promote the transformation of local government financing platforms, carry out the principle of “competitive neutrality” to create a fair market, and support private enterprises to increase direct financing.

Keywords: private enterprises, financing, competitive neutrality



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn