

基于企业微观视角的定向降准惠农 精准性研究*

林朝颖^{1,2} 林楠¹ 黄志刚^{1,2} 黄乐^{1,2}

摘要：近年来货币政策逐渐由“大水漫灌”的总量调控模式向“精准灌溉”的定向调控模式转变。定向降准定位的精准性决定了该政策实施的成败。本文基于全国中小企业股份转让系统数据，从农业企业、非农企业以及定向降准政策类型三个层面评价定向降准惠农的精准性，结果发现：定向降准颁布后，农业企业的投资现金流敏感性显著下降，定向降准对农业企业的融资约束有显著缓解作用。不同类型农业企业对定向降准的政策反应不尽相同，资金紧缺型农业企业的投资现金流敏感性在政策颁布后显著下降；而资金充裕型农业企业在政策颁布前后没有显著变化。不同类型的定向降准政策效力也存在差异，钉住目标贷款的定向降准有助于缓解农业企业的融资约束，精准性较高；而钉住目标银行的定向降准易产生道德风险问题，政策执行效果渗漏至高资本回报的非农企业，溢出效应显著。

关键词：定向降准 融资约束 精准惠农 微观视角

中图分类号：F832.0 **文献标识码：**A

一、引言

乡村振兴战略作为国家发展的七大战略之一，是建设现代化经济体系的重要基础。乡村振兴中产业兴旺是重点，农业信贷则在产业兴旺战略实现过程中发挥着重要助推作用。由于农业企业面临着自然风险与农产品价格波动等市场风险，其信贷需求难以在正规信贷市场上得到充分满足。据2018年5月中国社科院发布的《中国“三农”互联网金融发展报告》测算，中国“三农”领域的金融缺口达3.05万亿元，占当年货币供应总增量的20.76%。近几年来央行连续十五次推出定向降准，其政策意图在于降低惠农、支小商业银行的存款准备金率，以引导信贷资源流向农业、小微等经济薄弱环节，补齐经济发展短板。然而定向降准不是直接向农业企业释放信贷资金，在银行的中介传导作用下，定向降准释放的资金能否定向投向高风险的农业领域，缓解农业企业融资约束从而实现精准惠农的目标，这决定着该政策实施的成败。

*本文为国家社科基金后期资助项目“基于风险维度的货币政策总量与定向调控效应研究”的阶段研究成果。本文通讯作者：黄志刚。

大量文献表明,以调整利率、存款准备金率为代表的总量性货币政策对于不同行业的传导效应存在差异。Ganley 和 Salmon (1997)研究了货币政策对英国 24 个行业冲击的异质性,结果发现不同行业的产出对总量性货币政策的敏感性是不同的;总量性货币政策对制造业、建筑业的冲击影响很大,但是对农业的影响却十分微弱。Dedola 和 Lippi (2005)认为货币政策对不同行业传导效应存在差异的原因在于不同行业产品的耐用性不同。农产品属于非耐用产品,利率的变化不会显著影响其需求,这使得农业对货币政策的变化并不敏感。此外农业部门受自然灾害的影响大,农产品价格波动剧烈,风险高,这也是银行对其惜贷的主要原因(Feder et al., 1990)。在中国,王剑和刘玄(2005)、廖国民和钟俊芳(2009)也发现在利润至上动机驱使下,总量性货币政策难以对农业起到有效的调控作用。

定向降准的政策意图恰恰在于克服总量性货币政策对农业传导机制不畅的弊端,通过定向激励促进目标企业的成长。目前关于定向降准的研究主要围绕传导机理与实际功效两条主线展开。从传导机理而言,多数学者认为定向降准通过信贷渠道影响银行的信贷投放意愿,增加目标企业的贷款供给,促进目标企业投资与产出水平的增长。具体而言,彭俞超、方意(2016)通过DSGE模型分析结构性货币政策的传导机制,结果表明定向降准通过影响银行信贷结构间接地对产业结构产生调控作用,促进产业结构升级。冯明、伍戈(2018)从贷款需求角度将小微、三农等政策目标部门界定为“定向部门”,其余为“非定向部门”,结果发现当“定向部门”的贷款需求利率弹性小于“非定向部门”时,定向降准能微弱地收窄两部门贷款利差,反之则定向降准无法取得预期效果。陈书涵等(2019)认为定向降准通过调整达标银行的法定存款准备金率,激励银行改变信贷结构与信贷规模,增加“三农”和小微企业的贷款供给,提升政策优惠企业的业绩。Wei et al. (2020)发现定向降准通过信贷渠道传导至小微企业,缩小了产出的负面缺口,抑制了失业率的上升。Lin et al. (2020)认为定向降准通过激励目标银行惠及小微企业,特别是国有小企业。

在定向降准的实施成效方面,马理等(2015)研究表明定向降准的实施效果取决于农业贷款可贷区间的利率上限,因此定向降准的成功实施需要相关的配套措施引导商业银行加大农业贷款,以落实政策目标。楚尔鸣等(2016)发现定向降准的实施对农业贷款与投资具有一定的正向效应,但是农业贷款对农业产值的贡献程度仅为1%左右,定向降准释放的流动性并未得到有效的配置。黎齐(2017)通过“三农”和小微企业的信贷可得性衡量定向降准的政策效果,研究发现定向降准的实施没有起到刺激小微贷款增长的作用,反而使得大中型企业受益。王曦等(2017)以汽车行业为研究对象考察定向降准的政策效果,结果表明定向降准对汽车消费的刺激作用不如对汽车生产企业投资的促进作用。郭晔等(2019)认为在银行业竞争的作用调节下,定向降准支农惠小的正面效应更加显著,但是区域维度的银行业竞争对定向降准的实施效果影响不大。林朝颖、黄志刚(2020)发现定向降准之后农业企业的业绩有显著上升,定向降准对农业企业质量提升有一定的推动作用。

综上所述,现有文献从传导机理与实施成效角度对定向降准向银行以及政策目标企业的传导机制进行了较好的论证,但是尚存以下领域有待研究:首先,商业银行只是定向降准传导的中介,定向降准的选择须建立在对微观受益对象正确理解之上。现有文献主要关注定向降准对银行信贷供给的影响,信贷供给量的提升是否引起农业企业融资约束问题的改变却鲜有文献考证。根据 Bernanke et al. (1996)

的金融加速器理论,融资约束所表现出的外部融资溢价在货币政策信贷传导黑箱中起着机制放大作用,由此引发“小冲击、大波动”现象。农业企业属于弱势企业,在抵押担保物有限与农产品价格波动的条件束缚下,信息不对称问题尤为严重,融资约束问题更为紧迫,定向降准能否缓解农业企业融资约束问题尚待验证。其次,定向降准的惠农机理是通过银行信贷实现对农业企业的间接调控。商业银行作为追求利润的商业主体,在获得定向降准的政策优惠之后,存在着转移信贷投向至投资回报高的非农领域的道德风险动机。现有文献多关注定向降准颁布后政策目标领域的表现,却忽视了政策向非目标领域的渗漏问题。第三,不同政策类型的定向降准表现各异,现有文献大多将扶持农业的定向降准与支持小微的定向降准纳入同一范畴,而这些政策在激励方式与预期目标上并不相同,没有区分不同政策类型的定向降准笼统评价定向降准的功效很难回答定向降准定位是否精准的问题。

本文选取定向降准的重要扶持目标即农业企业为研究对象,考察定向降准实施对农业企业投资现金流敏感性的影响,贡献在于:第一,从企业微观角度诠释了结构性货币政策的定向传导机制,对定向降准惠农精准性进行总体评价。第二,比较定向降准对资金紧缺型与资金充裕型农业企业融资约束的影响差异,从企业层面分析定向降准传导的异质性,从资金需求者角度评价定向降准惠农的精准性。第三,将定向降准分为钉住目标贷款的定向降准与钉住目标银行的定向降准两种类型,分析两种政策在传导效力上的差异,从非农业企业角度探查定向降准的溢出方向,在政策异质性层面评价定向降准惠农的精准性,从而为货币当局合理选择政策类型提供参考,推动货币政策在乡村振兴中精准发力以实现中国从农业大国到农业强国的振兴。

二、理论分析与假说提出

融资约束的起源有很多,信息不对称、道德风险、契约执行成本、债务积压等都会诱发融资约束问题,其中信息不对称是普遍认可的融资约束起源(Hoberg and Maksimovic, 2014)。在信息不对称的作用下,企业面临的内外部融资成本存在差异,外部融资溢价越大的企业,融资约束程度越严重(Kaplan and Zingales, 1997)。Fazzari et al. (1988)认为高融资约束企业的特征是外部融资成本较高、主要使用内部资金进行投资,股利发放意愿较低,当企业面临着融资约束时,投资支出随着内部资金水平波动的效果较显著,由此开创性地提出用投资现金流敏感性系数来度量融资约束,从而解决了内外部融资溢价难以度量的问题。Hoshi et al. (1991)通过观察融资约束不同的两组企业,也发现了投资对融资约束较为严重企业的流动性更为敏感,随后此观点也得到了Kaplan and Zingales (1997)的验证。在融资约束的困扰下,企业不得不放弃有价值的投资机会(Stiglitz and Weiss, 1981; Erel et al., 2015),投资规模难以达到最优理想水平(Lamont et al., 2001),研发活动很难开展(解维敏、方红星, 2011; 刘胜强等, 2015),经营业绩难以提升(李科、徐龙炳, 2011)。融资约束已成为企业投资与发展的绊脚石(Hubbard, 1998),尤其在发展中国家,融资约束是制约企业生存与发展的关键性因素(Poncet et al., 2010)。

农业企业天生的弱质性使其更加难以避免融资约束的困扰。许月丽(2010)提出农业的自然依附性,加剧了农业企业的生产经营风险,导致农业企业常面临信贷资源分配不公的情形。同时由于农业

企业的产出受自然气候的影响较大，产品价格波动风险也高，大多数中小农业企业还存在抵押资产欠缺、信息透明度不高的问题，更加难以得到银行的青睐（蔡四平、顾海峰，2011）。此外，王怀明、史晓明（2010）发现农业上市公司治理效率较差，大部分农业企业公司治理相对无效。农业产业的弱质性使得银行难以甄别优质农业企业与劣质农业企业，这导致农业企业作为融资弱势群体通常被排斥在正规金融体系之外（肖兰华、杨刚强，2008；王馨，2015）。黄祖辉、俞宁（2010）提到即使是农业龙头企业也因生产资料难以抵押、手续复杂、交易费用高等原因存在担保困难，资金短缺问题时有发生。

传统的货币政策缓解企业融资约束主要通过货币供应的变动、利率的调整以及银行风险偏好的转变作用于企业的融资成本与信贷资源供给，从信贷的价格与数量两方面影响企业信贷的可得性。首先，在企业融资成本方面，宽松的货币环境能够降低社会整体利率水平，减少企业的借贷成本，为企业的外部融资减负（彭方平、王少平，2007）。其次，在信贷资源供给方面，宽松货币政策会增加银行的可贷资金以及风险偏好，从而降低企业获得贷款的难度，提高银行对企业的信贷供给（Borio and Zhu, 2012；黄志忠、谢军，2013）。然而传统货币政策在实施过程中常出现“一刀切”的问题，弱质性企业难以享受到政策优惠，因此传统货币政策在实施中很难兼顾普惠性目标，而扶持弱质企业恰恰是定向降准设计的初衷。

定向降准从理论上主要通过信贷渠道、风险承担渠道以及成本渠道影响着农业企业。首先从信贷传导渠道解释，银行为了获得定向降准的政策红利，对农业企业的贷款意愿有所上升，随着银行向农业企业的贷款供给增加，农业企业获得贷款资金的难度下降，企业的流动性问题得到改善，投资对现金流的敏感性有所减弱，融资约束问题有所缓解（Moyen, 2004；Chen and Wang, 2012）。其次从风险承担渠道来看，获得定向降准资格的银行可贷资金增加，流动性的增加催生了风险承担的动机（Dell'Ariccia and Marquez, 2006；Jiménez et al., 2014）。在利益驱使下银行转向高风险的农业贷款，一定程度上缓解了农业企业的融资难问题。最后从成本渠道出发，信息不对称是阻碍企业从正规金融渠道取得信贷资金的重要原因，相较于正规金融而言，非正规金融因信息处理上的比较优势成为正规金融的有效补充（胡金焱、张乐，2004；林毅夫、孙希芳，2005）。在定向降准之前，诸多农业企业由于银企信息不对称只能寻求非正规金融途径获取融资（高云峰，2003；郝丽霞，2011），但是非正规金融的融资成本远高于银行的借贷成本，在定向降准引导下低成本的银行信贷资金流入农业企业，农业企业的外部融资溢价有所下降，投资意愿得以提升，因此投资现金流敏感性随之降低。由此提出如下假说：

假说 1：定向降准有助于降低农业企业的投资现金流敏感性，缓解农业企业的融资约束问题。

根据货币政策的信贷渠道理论，外部融资溢价的存在放大了货币政策的效力，资金越紧缺、规模越小的企业受货币政策的冲击影响越大（Gertler and Gilchrist, 1994），由此产生了金融加速器效应以及企业质量的回归（Bernanke et al., 1996）。在中国，金融加速器效应同样存在（杜清源、龚六堂，2005；崔光灿，2006；赵振全等，2007）。肖争艳等（2013）研究表明在货币政策冲击下，弱势企业的产出波动是强势企业的三倍。龚光明、孟澍（2012）也发现货币政策对不同融资约束程度公司投资

的影响存在差异，融资约束程度越大的企业投资行为受货币政策的影响也越大。对于资金紧缺型的弱势农业企业，其现金流量水平不高，资金筹集难度较大，受货币政策的冲击也较明显。在定向降准的引导下，低成本的信贷资金流向农业企业，解决了资金紧缺型农业企业的燃眉之急，提高了其流动性，大幅缓解了其融资约束水平，提升了扩大投资的信心。而资金充裕型农业企业的借款意愿不如资金紧缺型农业企业强，融资成本也小于资金紧缺型农业企业，定向降准对其扶持效应难以形成立竿见影的效果。由此提出如下假说：

假说 2：定向降准对资金紧缺型农业企业的融资约束缓解作用较明显，而对于资金充裕型的农业企业的政策扶持效应不大。

央行颁布的定向降准主要有两种类型：第一种是在颁布定向降准时明确了下调存款准备金率的目标银行类型，只要符合目标银行类型的银行均能获得定向降准的政策红利。第二种是在政策颁布之时并未明确具体的降准银行类型，仅对“三农”和小微企业贷款达到规定比例的商业银行实施定向降准。本文将第一种定向降准命名为“钉住目标银行的定向降准”，而将第二种定向降准命名为“钉住目标贷款的定向降准”。由于“钉住目标贷款的定向降准”需要考核银行涉农贷款是否达标来判定银行能否获得定向降准的政策优惠，对银行提高涉农贷款具有一定的激励作用，可以有效缓解农业企业的融资约束问题。相比之下“钉住目标银行的定向降准”在颁布时就指定了具体的政策优惠银行，这些银行无需努力即可获得政策红利，在利润最大化目标的驱使下，“钉住目标银行的定向降准”颁布之后目标银行可能将降低存款准备金率所获得的增量资金投放至高资本回报的非农企业以获取更高的收益，由此产生了道德风险问题，因此“钉住目标银行的定向降准”实施之后可能不会降低农业企业的投资现金流敏感性，反而使得高资本回报的非农企业获得政策优惠。由此提出如下假说：

假说 3：“钉住目标贷款的定向降准”有助于缓解农业企业的融资约束，精准性较高；而“钉住目标银行的定向降准”具有溢出效应，高资本回报的非农企业在政策执行之后投资现金流敏感性有所降低。

三、研究设计

（一）样本选取与数据来源

本文以全国中小企业股份转让系统（简称新三板）非金融企业 2008 年 6 月至 2018 年 6 月半年度数据为初始样本。由于新三板上市公司在 2008 年之前只有 28 家公司披露财务报告，合计 45 个观测值，因此将 2008 年之前的数据剔除。删除金融业企业数据以及异常数据之后，最后剩余 217 家农业企业与 11083 家非农企业的半年度观测值，作为本文研究样本。文中定向降准变量根据人民银行网站公告手动搜集，存款准备金率数据源于 Wind 数据库，其余数据源于国泰安数据库，所有微观连续型变量都进行了上下 0.5%的 Winsor 缩尾处理。

（二）变量界定

本文的核心变量主要有两个：定向降准与融资约束。

1.定向降准变量

人民银行颁布的定向降准调控目标主要有两类：以扶持农业为主的定向降准以及以扶持小微为主的定向降准。为了分析定向降准对农业企业的影响，本文的定向降准变量（ TA ）是指以扶持农业为目标的定向降准幅度（单位：%）。不论是央行对涉农金融机构或涉农贷款达标的银行定向降低存款准备金率，还是普遍降准的同时维持涉农银行存款准备金率不变，都属于宽泛意义上的定向降准，因此本文都将其纳入定向降准变量的考虑范畴。此外，在进一步分析中还根据定向降准的特征将定向降准分为两种类型：钉住目标贷款的定向降准和钉住目标银行的定向降准。钉住目标贷款的定向降准（ $Targettoloan$ ）指央行对“三农”贷款达到规定比例的商业银行实施的定向降低存款准备金率的幅度，而钉住目标银行的定向降准（ $Targettobank$ ）是指针对目标农业类银行定向下调的存款准备金率幅度（单位：%）。

2. 融资约束

在完美的资本市场中，企业的投资决策与其财务状况没有任何关系，因为外部资金成为内部资金的完美替代物；考虑到现实资本市场的缺陷与代理成本之后，企业的投资决策会受企业净值或者内部资金充裕程度的影响。Fazzari et al. (1988) 认为在信息不对称的资本市场中，企业的外源融资成本高于内源融资成本，融资约束越强的企业的外部融资溢价越大，企业投资对内部资金的依赖程度越大，投资规模对内部现金流量的敏感性就越高。此后大量学者对投资现金流敏感性模型进行了不同程度的验证。许多学者发现投资现金流敏感性模型在发达国家并不适用，融资约束小的企业，投资现金流敏感性反而更高（Kaplan and Zingales, 1997; Cleary et al., 2007）。但是与发达国家相比，投资现金流敏感性在新兴市场更加显著（Moshirian and Vadilyev, 2013）。中国的资本市场不够发达（Gordon and Li, 2003），银行贷款是中国企业目前为止的最重要的融资方式^①，内源融资超过了所有途径的外源融资（Guariglia et al., 2011）。Cull et al. (2015) 认为在金融系统不够发达的国家，投资现金流敏感性更能反映企业的融资约束状况。因此本研究采用投资对现金流变化的敏感性系数度量企业的融资约束，该系数越高说明融资约束程度越严重。

（三）模型设计

本文参考 Fazzari et al. (1988)、Erel et al. (2015) 以及张新民等 (2017) 的投资现金流敏感性模型评价定向降准对企业融资约束的影响，具体如下：

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cfo_{i,t-1} + \beta_2 TA_{t-1} + \beta_3 TA_{t-1} \times Cfo_{i,t-1} + \sum_{j=1}^J \phi_j Control_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $Invest$ 表示企业投资规模， Cfo 为企业现金流量， β_1 度量没有实施定向降准时企业的融资约束程度。 TA 是指以扶持农业为目标的宽泛意义上的定向降准幅度。由于货币政策从颁布实施直至产生作用通常具有时滞性（马文超、胡思玥，2012；Maddaloni and Peydró, 2011；黄志忠、谢军，2013），本文选择定向降准变量 TA 滞后一期。 β_3 是研究重点关注的系数，倘若定向降准缓解了企业的融资约束，该系数为负数。为避免总量调控货币政策与定向调控货币政策之间的相互影响，还控制

^①据人民银行社会融资规模存量统计，截至 2020 年 5 月，银行本外币贷款占社会融资规模存量 61.29%。

了 *Rate* (存款准备金率)。考虑到企业融资约束具有内生性 (Whited, 1992), 所有控制变量都选择滞后一期。本文涉及主要变量定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量名	变量含义	计算方法
<i>Invest</i>	投资规模	当期购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金 ÷ 上一期固定资产余额
<i>Cfo</i>	现金流量	经营活动现金流量净额 ÷ 上一期固定资产余额
<i>TA</i>	针对农业的定向降准幅度	以惠农为目标的广义定向降准的幅度 (单位: %)
<i>Targettobank</i>	钉住目标银行的定向降准	针对目标农业类银行下调存款准备金率的幅度 (单位: %)
<i>Targettoloan</i>	钉住目标贷款的定向降准	对“三农”贷款达到规定比例的商业银行实施定向降准的幅度 (单位: %)
<i>Growth</i>	企业成长性	(本期资产余额-上期资产余额) ÷ 上期资产余额
<i>Age</i>	企业成熟度	企业成立年限
<i>Logasset</i>	企业规模	Log (期末总资产余额)
<i>Sk</i>	固定资产周转率	营业收入 ÷ 上一期固定资产余额
<i>Liquidity</i>	企业流动性	流动资产余额 ÷ 总资产余额
<i>Leverage</i>	杠杆比率	负债余额 ÷ 总资产余额
<i>Rate</i>	存款准备金率	大型金融机构存款准备金率 (单位: %)

(四) 描述性统计

表 2 报告了农业企业与非农企业的描述性统计结果。通过对比发现样本中农业企业现金流量水平的均值高于非农企业现金流量水平的均值, 农业企业规模、成熟度的均值均胜过非农企业均值, 而且其杠杆率的均值低于非农企业均值, 但是农业企业投资规模的均值却不及非农企业, 这是否与农业企业受融资约束影响存在一定的关系尚待进一步考证。

表 2 描述性统计

变量名	农业企业		非农业企业	
	均值	方差	均值	方差
<i>Invest</i>	0.5309	1.9873	0.7527	2.6196
<i>Cfo</i>	-0.0092	6.2844	-0.4750	15.0510
<i>Liquidity</i>	0.5043	0.2292	0.7171	0.2152
<i>Leverage</i>	0.3777	0.1926	0.4001	0.2088
<i>Age</i>	11.3901	4.7851	10.9670	4.6199
<i>Growth</i>	0.1192	0.2583	0.1291	0.3049
<i>Logasset</i>	18.9798	1.1780	18.3659	1.1555
<i>Sk</i>	7.4343	40.3709	40.2260	147.0966
<i>TA</i>	0.2972	0.5494	0.2619	0.5161
<i>Targettobank</i>	0.1787	0.4377	0.1523	0.4094
<i>Targettoloan</i>	0.1862	0.3353	0.1665	0.3199

<i>Rate</i>	17.1525	0.8403	17.1834	0.9494
-------------	---------	--------	---------	--------

四、实证结果与分析

(一) 定向降准对农业企业融资约束的影响

首先检验农业企业融资约束与其他企业是否有明显差异，将全样本数据代入方程（1），检验总体样本的投资规模是否随着企业现金流量水平而波动。本文的核心自变量是定向降准幅度和企业现金流量，其中定向降准幅度是宏观政策变量，属于外生变量，货币政策的功效通常要实施一段时间后方能显现，因此该变量滞后一期。现金流量变量属于企业微观变量，为避免内生性问题，该变量以及所有控制变量均滞后一期。实证检验结果如表3（1）列所示，从样本总体来看企业现金流量状况不会影响投资规模，说明总体而言企业融资约束问题并不显著。其次将农业企业样本代入方程（1）检验农业企业的融资约束状况，表3（2）列结果显示农业企业投资规模与现金流量状况呈正向波动关系，现金流量越充裕农业企业投资水平越高，反之投资水平越低，由此推断农业企业的投资现金流敏感性较高，融资约束问题较严重。这与农业企业的生产经营特性有关，农业企业不仅面临着气候变化等自然风险，还需承受农产品价格变化等市场风险，在信息不对称的市场中外部融资者难以评估农业企业的真实风险，通常提高融资成本或者提出其他非利率的贷款条件使得农业企业的融资受到约束。参照组非农企业投资现金流敏感性结果如表3（3）列所示，非农企业现金流量状况不会影响投资规模，这表明非农企业投资现金流敏感性较低，融资约束问题并不明显。

其次分析定向降准颁布对农业企业融资约束的影响，结果如表3（4）列所示。农业企业现金流量与定向降准的交乘项在5%的显著性水平为负，定向降准的实施显著缓解了农业企业的融资约束。这表明定向降准的实施在一定程度上提升了银行的贷款意愿，银行获得降准的收益在一定程度上弥补了农业贷款高风险所致的损失，定向降准的政策力度越强，银行对农业贷款的青睐程度越高，农业企业的融资约束程度越低，因此假说1成立。参照组非农企业的实证结果如表3（5）列所示，定向降准之后非农企业投资现金流敏感性没有显著变化，说明定向降准对非农企业的融资约束没有显著影响。

表3 定向降准对企业融资约束的影响检验

	(1) 全样本	(2) 农业企业	(3) 非农业企业	(4) 农业企业	(5) 非农业企业
	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>
<i>Cfo</i>	-0.0058 (-1.5086)	0.0363*** (8.5149)	-0.0061 (-1.5660)	0.0396*** (9.0366)	-0.0052 (-1.2491)
<i>TA</i>	0.0144 (0.3571)	-0.0630 (-0.7820)	0.0145 (0.3536)	-0.0493 (-0.5944)	0.0133 (0.3245)
<i>TA</i> × <i>Cfo</i>	— —	— —	— —	-0.1497** (-2.3260)	-0.0045 (-0.6326)
<i>Rate</i>	-0.0430 (-0.7606)	0.0847 (0.8787)	-0.0459 (-0.8006)	0.0112 (0.1188)	-0.0419 (-0.7151)
<i>Liquidity</i>	3.8475***	0.1072	3.9282***	0.1810	3.9260***

基于企业微观视角的定向降准惠农精准性研究

	(9.4019)	(0.2191)	(9.3578)	(0.3815)	(9.3518)
<i>Leverage</i>	-0.3239	-1.0662	-0.3029	-0.8560	-0.2924
	(-1.1780)	(-1.5409)	(-1.0814)	(-1.5456)	(-1.0483)
<i>Age</i>	0.2444***	0.1788**	0.2456***	0.1784**	0.2469***
	(7.9282)	(2.4223)	(7.8430)	(2.4749)	(7.9099)
<i>Growth</i>	0.0247	0.1415	0.0157	0.0996	0.0153
	(0.2442)	(0.8575)	(0.1533)	(0.6092)	(0.1488)
<i>Logasset</i>	-0.0455	-0.2398	-0.0410	-0.2697	-0.0401
	(-0.3203)	(-0.8811)	(-0.2859)	(-1.0097)	(-0.2802)
<i>Sk</i>	0.0010*	0.0041	0.0010*	0.0038*	0.0010*
	(1.8736)	(1.6255)	(1.8678)	(1.8171)	(1.8432)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	—	控制	—	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-1.9177	2.5265	-2.0300	4.4514	-2.1134
	(-0.7399)	(0.5100)	(-0.7751)	(0.8909)	(-0.8021)
观测值	29433	617	28816	617	28816
调整后的拟合优度	0.024	0.150	0.024	0.176	0.025

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的显著性水平；括号中数字为 t 统计量。

(二) 定向降准对不同类型农业企业影响的差异

企业的资金面宽裕程度不同，受定向降准影响的程度也存在差异。本文从两个层面分析企业的资金面宽裕程度，首先参考 Firth et al. (2012) 的方法，根据企业的内部现金流量状况进行分组，将当期经营活动现金流量与上一期固定资产比值为负数的企业划分为资金紧缺组，而该比值为正数的企业划分为资金充裕组，结果如表 4 (1) 列与 (2) 列所示。通过观察定向降准与内部现金流量的交乘项系数发现，对于资金紧缺的农业企业，在定向降准之后投资现金流敏感性显著下降，而对于资金充裕的农业企业，定向降准对其投资现金流敏感性没有显著的影响。

其次根据融资缺口对样本的资金紧缺状况进行分组，参考 Malmendier et al. (2011)、Bernile et al. (2017) 计算融资缺口的办法，将当期融资缺口大于等于同时期同行业融资缺口中位数的企业界定为高融资缺口企业，反之界定为低融资缺口企业，由此将农业企业数据分为两组分别检验定向降准对不同类型农业企业融资约束的影响差异，结果如表 4 (3) 列与 (4) 列所示。对于具有高融资缺口、资金紧缺的农业企业而言，定向降准对其融资约束的缓解作用较显著，而对于低融资缺口、资金充裕的农业企业而言，定向降准对其融资约束没有显著的作用。由于资金紧缺的农业企业融资需求尤其迫切，定向降准如雪中送炭，缓解了其融资约束问题。

表 4 定向降准对不同类型农业企业融资约束的影响差异检验

	(1) 资金紧缺企业	(2) 资金充裕企业	(3) 高融资缺口企业	(4) 低融资缺口企业
	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>

基于企业微观视角的定向降准惠农精准性研究

<i>TA</i>	0.1304 (1.4349)	0.0853 (0.8628)	-0.4019** (-2.1786)	0.1578* (1.7515)
<i>Cfo</i>	0.0469*** (20.4007)	0.1350* (1.6752)	0.0647 (1.4974)	-0.0228 (-0.9037)
<i>TA</i> × <i>Cfo</i>	-0.1788** (-2.3594)	-0.2531 (-1.2889)	-0.1847** (-2.0223)	-0.0910 (-0.7326)
<i>Rate</i>	0.1570 (1.0305)	0.2044 (1.3309)	0.0073 (0.0384)	0.0780 (0.6062)
<i>Liquidity</i>	0.3621 (0.4114)	0.0336 (0.0686)	-0.9699 (-1.1764)	-0.3724 (-0.4550)
<i>Leverage</i>	0.2555 (0.5420)	-0.3834 (-0.7488)	-0.7053 (-0.5378)	-1.0391 (-1.2079)
<i>Age</i>	0.2227*** (2.9998)	0.2809*** (2.6630)	0.3099* (1.6812)	0.0836 (1.1850)
<i>Growth</i>	0.1601 (0.6560)	0.3795*** (2.8421)	-0.0169 (-0.0487)	0.1533 (0.9964)
<i>Logasset</i>	-0.1537 (-0.2972)	-0.5443** (-2.4574)	-1.2880** (-2.3136)	0.3594 (0.4802)
<i>Sk</i>	0.0192*** (6.7626)	-0.0190 (-1.5100)	-0.0015 (-0.0410)	0.0001 (0.0415)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.7558 (-0.1608)	4.3081 (0.9803)	22.5539** (2.3646)	-8.3186 (-0.5051)
观测值	241	376	312	305
调整后的拟合优度	0.758	0.128	0.265	0.200

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的显著性水平；括号中数字为 t 统计量。

（三）定向降准的溢出效应检验

定向降准缓解了农业企业的融资约束，该政策执行是否对非农企业也具有溢出效应？由表 3（5）列所示，定向降准与现金流量的交乘项系数并不显著，说明定向降准从总体上不会影响非农企业的投资现金流敏感性，这似乎表明定向降准对非农企业不具有政策溢出效应。为了更加深入地分析不同定向降准的溢出效应，在此将定向降准分为钉住目标银行的定向降准（*Targettobank*）与钉住目标贷款的定向降准（*Targettoloan*）两种类型。

表 5（1）列检验钉住目标银行的定向降准与钉住目标贷款的定向降准两种类型政策对农业企业融资约束的影响差异，结果表明钉住目标银行的定向降准颁布之后农业企业的投资现金流敏感性显著提高，而钉住目标贷款的定向降准颁布后农业企业的投资现金流敏感性显著降低，这说明钉住目标银行的定向降准颁布后目标农业银行具有道德风险的倾向，农业企业的融资约束没有缓解反而加剧。钉住

目标贷款的定向降准则对银行具有激励效应，政策颁布后农业企业的融资约束得到显著缓解。这引发了进一步的猜测，在银行机会主义动机之下，钉住目标银行的定向降准对应的目标银行是否将政策释放的流动性投入高资本回报的非农企业？因此进一步将非农企业根据行业年资本回报率进行分组，行业年资本回报率高于该年行业资本回报率中位数的非农企业判定为高资本回报的非农企业，反之为低资本回报的非农企业，分别检验钉住目标银行的定向降准与钉住目标贷款的定向降准两类政策对两组企业融资约束的影响差异，研究结果如表 5（2）列与（3）列所示。与农业企业相反，钉住目标银行的定向降准颁布之后，高资本回报的非农企业投资现金流敏感性显著降低，这说明该类政策对高资本回报的非农企业具有溢出效应，高资本回报的非农企业也获得了定向降准的政策红利。钉住目标贷款的定向降准则显著提升了高资本回报的非农企业的投资现金流敏感性，这说明在此政策激励下银行对高资本回报的非农企业信贷有所收紧，使得该类非农企业的融资约束问题有所加剧。对于低资本回报的非农企业而言，不论是钉住目标银行的定向降准还是钉住目标贷款的定向降准对该类企业融资约束的缓解作用都不显著。因此钉住目标银行的定向降准诱发了银行的机会主义行为，银行将政策释放的增量资金投向高资本回报的非农企业，政策定位的精准性不高，由此假说 3 得证。

表 5 定向降准的溢出效应检验

	(1) 农业企业	(2) 高回报非农业企业	(3) 低回报非农业企业
	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>
<i>Targettoloan</i>	-1.0170*** (-3.3356)	0.0134 (0.0489)	0.4572 (1.4814)
<i>Targettobank</i>	0.7199*** (4.9113)	0.0176 (0.0824)	-0.3511* (-1.7833)
<i>Cfo</i>	0.0398*** (9.1328)	-0.0054 (-0.8076)	-0.0030 (-0.5482)
<i>Targettobank × Cfo</i>	0.7301** (2.0452)	-0.1144** (-2.0976)	-0.0660 (-0.8103)
<i>Targettoloan × Cfo</i>	-1.1444** (-2.1418)	0.1662* (1.8422)	0.0532 (0.5626)
<i>Rate</i>	0.1770** (2.0382)	-0.0265 (-0.3221)	-0.0841 (-0.9856)
<i>Liquidity</i>	0.1755 (0.3789)	3.3760*** (5.6229)	5.9389*** (7.3328)
<i>Leverage</i>	-0.7595 (-1.4545)	-0.8641** (-2.1589)	0.1300 (0.2776)
<i>Age</i>	0.1843** (2.5825)	0.1814*** (4.8333)	0.3001*** (5.4578)
<i>Growth</i>	0.1553 (0.9471)	0.2790* (1.7639)	-0.2961** (-2.1316)

基于企业微观视角的定向降准惠农精准性研究

<i>Logasset</i>	-0.3286 (-1.2686)	-0.2111 (-1.2400)	0.0031 (0.0155)
<i>Sk</i>	0.0037* (1.8415)	-0.0013 (-1.1777)	0.0012 (1.5999)
时间固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	—	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
_cons	1.9000 (0.3964)	1.6724 (0.5331)	-3.8472 (-1.0184)
观测值	617	14324	14492
调整后的拟合优度	0.182	0.042	0.031

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的显著性水平；括号中数字为 t 统计量。

五、稳健性检验

为避免总量性货币政策影响农业企业融资约束对定向降准的政策效应产生干扰，本文加入存款准备金率与现金流量的交乘项，再次检验定向降准对农业企业融资约束的影响，结果如表 6（1）列所示，*Rate* 与 *Cfo* 的交乘项系数并不显著，这表明普遍降准对农业企业的融资约束影响不大，*TA* 与 *Cfo* 的交乘项显著，且系数仍然小于 0，这说明定向降准有助于缓解农业企业的融资约束。表 6（2）列表明，考虑了普遍降准对农业企业融资约束的影响之后，钉住目标银行的定向降准实施加剧了农业企业的融资约束程度，而钉住目标贷款的定向降准对农业企业的融资约束问题有一定的缓解作用，与前文结论保持一致。

另外根据 Hadlock and Pierce（2010）、Linck et al.（2013）的研究，将自由现金流量作为融资约束的代理变量，自由现金流量越大，说明企业的融资约束程度越低。为了比较农业企业与非农企业的差异，加入农业企业的哑变量（*Agri*），该变量取 1 表示农业企业，取 0 表示非农企业。在表 6（3）列中，*Agri* 与 *TA* 的交乘项显著，且系数为正，说明定向降准之后农业企业的自由现金流量较非农企业有所增加，融资约束程度较非农企业有显著的下降。在表 6（4）列中，*Agri* 与 *Targettoloan* 的交乘项显著，且系数为正，说明钉住目标贷款的定向降准实施后，农业企业的自由现金流量较非农企业有显著上升，由此推断钉住目标贷款的定向降准缓解了农业企业的融资约束；而 *Agri* 与 *Targettobank* 的交乘项显著，且系数为负，说明钉住目标银行的定向降准实施之后，农业企业的自由现金流量较非农企业有显著下降，这表明钉住目标银行的定向降准加剧了农业企业的融资约束问题。

表 6 稳健性检验

	(1) 农业企业	(2) 农业企业	(3) 全样本	(4) 全样本
	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Freecashflow</i>	<i>Freecashflow</i>
<i>TA</i>	-0.0498 (-0.6067)	—	0.0101 (0.3620)	—

基于企业微观视角的定向降准惠农精准性研究

<i>Cfo</i>	-0.0172 (-0.0786)	0.1624 (0.7820)	— —	— —
<i>TA</i> × <i>Cfo</i>	-0.1522** (-2.2783)	— —	— —	— —
<i>Rate</i>	0.0122 (0.1273)	0.1735* (1.9289)	0.0687 (1.4804)	0.0909* (1.7296)
<i>Rate</i> × <i>Cfo</i>	0.0033 (0.2637)	-0.0072 (-0.5989)	— —	— —
<i>Targettoloan</i>	— —	-1.0008*** (-3.3836)	— —	-0.7053*** (-2.8829)
<i>Targettobank</i>	— —	0.7071*** (4.8969)	— —	0.5267*** (2.7194)
<i>Targettobank</i> × <i>Cfo</i>	— —	0.7469** (2.1036)	— —	— —
<i>Targettoloan</i> × <i>Cfo</i>	— —	-1.1539** (-2.1640)	— —	— —
<i>TA</i> × <i>Agri</i>	— —	— —	0.1809** (2.5256)	— —
<i>Targettoloan</i> × <i>Agri</i>	— —	— —	— —	2.1544*** (4.1005)
<i>Targettobank</i> × <i>Agri</i>	— —	— —	— —	-1.4218*** (-4.0704)
<i>Liquidity</i>	0.1790 (0.3773)	0.1793 (0.3861)	-0.5219** (-2.2646)	-0.5208** (-2.2583)
<i>Leverage</i>	-0.8557 (-1.5413)	-0.7571 (-1.4567)	0.7460*** (3.3680)	0.7477*** (3.3736)
<i>Age</i>	0.1794** (2.5202)	0.1824** (2.5802)	0.5200*** (19.0121)	0.4869*** (19.7295)
<i>Growth</i>	0.1082 (0.5709)	0.1384 (0.7365)	-0.2709*** (-4.1851)	-0.2650*** (-4.1072)
<i>Logasset</i>	-0.2727 (-1.0365)	-0.3239 (-1.2585)	-0.2906*** (-3.5658)	-0.2934*** (-3.6013)
<i>Sk</i>	0.0038* (1.8109)	0.0037* (1.8485)	0.0002 (0.8855)	0.0002 (0.8564)
_cons	4.4740 (0.9023)	1.9087 (0.3972)	0.8613 (0.4896)	0.4094 (0.2236)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	617	617	29498	29498

调整后的拟合优度	0.175	0.181	0.044	0.045
----------	-------	-------	-------	-------

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的显著性水平；括号中数字为 t 统计量。

六、进一步研究

在定向降准对农业企业的信贷传导过程中，商业银行是否配合中央银行将有限的信贷资源向农业领域倾斜，这是决定定向降准能否精准惠农的关键。为此，本文通过银行公开披露的信息结合实地调研数据手工搜集了 88 家银行的存款准备金率数据，其中国有商业银行 5 家，股份制商业银行 9 家，城市商业银行 53 家，农村商业银行 21 家。这 88 家银行在 2018 年的资产总额占银行业资产总额的 59.39%，因此具有一定的代表性。根据银行类型将银行的存款准备金率分年度逐年加权平均，得到国有商业银行、股份制银行、城市商业银行以及农村商业银行的每年存款准备金率的增加额。 $RRincrease1$ 、 $RRincrease2$ 、 $RRincrease3$ 以及 $RRincrease4$ 分别表示国有商业银行、股份制银行、城市商业银行以及农村商业银行当年存款准备金率的平均增加额。筛选出实施定向降准的当期农业企业样本，考察不同类型银行平均存款准备金率的变化对农业企业融资约束的影响，实证结果如表 7 所示。 $RRincrease1 \times Cfo$ 变量不显著，表明国有商业银行存款准备金率的降低对农业企业融资约束的影响不大，可见在国有商业银行拥有丰富的企业客户资源情况下，定向降准难以激发其对农业企业的信贷偏好。 $RRincrease2 \times Cfo$ 与 $RRincrease3 \times Cfo$ 两个交乘项显著，且系数为正，说明股份制银行与城市商业银行贯彻实施定向降准取得了一定成效，惠农精准性较高。 $RRincrease4 \times Cfo$ 的系数虽然为正，但是显著性不高，这说明定向降准对农村商业银行的激励效果不够显著，精准性有待提高。农村商业银行是钉住目标银行的定向降准扶持的重点，这也在一定程度上印证了钉住目标银行的定向降准可能产生一定程度的政策偏离。

表 7 定向降准时期银行平均存款准备金率变化对农业企业融资约束的影响^①

	(1) 国有银行	(2) 股份制银行	(3) 城市商业银行	(4) 农村商业银行
	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>
$RRincrease1$	-4.2400 (-0.5327)	—	—	—
Cfo	0.0709 (1.6047)	0.0300 (0.5827)	0.0227 (0.4457)	0.0518 (1.3540)
$RRincrease1 \times Cfo$	4.4772 (1.5415)	—	—	—
$RRincrease2$	—	-3.8795 (-0.4623)	—	—
$RRincrease2 \times Cfo$	—	3.1039** (2.0843)	—	—

^① 注：表 7 控制变量同表 3，因篇幅限制将其删除。

基于企业微观视角的定向降准惠农精准性研究

<i>RRincrease3</i>	—	—	-11.3541	—
	—	—	(-0.3971)	—
<i>RRincrease3</i> × <i>Cfo</i>	—	—	4.2752**	—
	—	—	(2.1570)	—
<i>RRincrease4</i>	—	—	—	-1.1966
	—	—	—	(-0.6500)
<i>RRincrease4</i> × <i>Cfo</i>	—	—	—	1.7546*
	—	—	—	(1.6989)
控制变量	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
_cons	0.2635	0.3233	-0.7570	0.5412
	(0.2283)	(0.2768)	(-0.1857)	(0.8388)
调整后的拟合优度	0.104	0.113	0.113	0.106

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的显著性水平；括号中数字为 t 统计量。

七、结论与政策启示

本文以全国中小企业股份转让系统数据，研究定向降准对微观农业企业融资约束与规模增长的影响，评价定向降准惠农的精准性，结果发现：总体而言农业企业的融资约束问题较显著，定向降准有助于缓解农业企业的融资约束。从企业异质性来看，定向降准对资金紧缺型农业企业的调控效果尤为显著，而资金充裕型农业企业受该政策的影响不大，可见定向降准实现了资金需求者层面的精准惠农目标。从政策异质性角度来看，不同类型的定向降准定位精准性不同，钉住目标贷款的定向降准普及范围较广，政策颁布时没有限定政策惠及的具体银行，对银行具有一定的激励作用，定位精准性较高；钉住目标银行的定向降准则局限于政策指定的目标银行，目标银行无需增加农业贷款也能获得政策红利，在利润最大化目标的驱使下易产生道德风险问题，目标银行将定向降准释放的流动性转移至高资本回报的非农企业，从而背离了定向降准的政策初衷。

对于定向降准应肯定其积极的一面，它缓解了农业企业的融资约束，特别是资金紧缺型农业企业的融资约束问题。但是另一方面，银行道德风险问题导致了钉住目标银行的定向降准偏离预期效果。因此从货币当局角度出发应合理选择定向降准的政策类型，有效设计定向降准的激励机制与监督考核机制，促使政策目标与银行目标达成一致，避免在政策颁布时即锁定政策受益对象所带来的机会主义行为。对于农业企业则应认识到定向降准不可能长期频繁实施，应抓住定向降准提供扶持的契机，加大价值增值率高的生产技术投入，提升核心竞争力，打造“汇人才、聚人气、凝人心”的内生动力机制，实现农业企业的可持续长远发展。

参考文献

- 1.蔡四平、顾海峰，2011：《农村中小企业金融市场的信贷配给问题及治理研究》，《财贸经济》第4期。

- 2.陈书涵、黄志刚、林朝颖, 2019:《定向降准货币政策传导路径与效果研究》,《投资研究》第3期。
- 3.楚尔鸣、曹策、许先普, 2016:《定向降准对农业经济调控是否达到政策预期》,《现代财经(天津财经大学学报)》第11期。
- 4.崔光灿, 2006:《资产价格、金融加速器与经济稳定》,《世界经济》第11期。
- 5.杜清源、龚六堂, 2005:《带“金融加速器”的RBC模型》,《金融研究》第4期。
- 6.冯明、伍戈, 2018:《定向降准政策的结构性效果研究——基于两部门异质性商业银行模型的理论分析》,《财贸经济》第12期。
- 7.高云峰, 2003:《农业产业化发展中的金融约束与金融支持》,《农业经济问题》第8期。
- 8.龚光明、孟澌, 2012:《货币政策调整、融资约束与公司投资》,《经济与管理研究》第11期。
- 9.郭晔、徐菲、舒中桥, 2019:《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》,《金融研究》第1期。
- 10.郝丽霞, 2011:《农业企业融资问题成因及对策分析》,《财会通讯》第23期。
- 11.胡金焱、张乐, 2004:《非正规金融与小额信贷:一个理论述评》,《金融研究》第7期。
- 12.黄志忠、谢军, 2013:《宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束——货币政策传导机制的微观证据》,《会计研究》第1期。
- 13.黄祖辉、俞宁, 2010:《新型农业经营主体:现状、约束与发展思路——以浙江省为例的分析》,《中国农村经济》第10期。
- 14.解维敏、方红星, 2011:《金融发展、融资约束与企业研发投入》,《金融研究》第5期。
- 15.黎齐, 2017:《中国央行定向降准政策的有效性——基于双重差分模型的实证研究》,《财经论丛》第4期。
- 16.李科、徐龙炳, 2011:《融资约束、债务能力与公司业绩》,《经济研究》第5期。
- 17.廖国民、钟俊芳, 2009:《中国货币政策的效力差异(1978~2007)——以工业部门和农业部门为例》,《当代经济科学》第1期。
- 18.林朝颖、黄志刚, 2020:《定向降准的微观效应——风险加速亦或质量回归?》,《经济管理》第5期。
- 19.林毅夫、孙希芳, 2005:《信息、非正规金融与中小企业融资》,《经济研究》第7期。
- 20.刘胜强、林志军、孙芳城、陈汉文, 2015:《融资约束、代理成本对企业R&D投资的影响——基于我国上市公司的经验证据》,《会计研究》第11期。
- 21.马理、娄田田、牛慕鸿, 2015:《定向降准与商业银行行为选择》,《金融研究》第9期。
- 22.马文超、胡思玥, 2012:《货币政策、信贷渠道与资本结构》,《会计研究》第11期。
- 23.彭方平、王少平, 2007:《我国利率政策的微观效应——基于动态面板数据模型研究》,《管理世界》第1期。
- 24.彭俞超、方意, 2016:《结构性货币政策、产业结构升级与经济稳定》,《经济研究》第7期。
- 25.王怀明、史晓明, 2010:《农业上市公司治理效率及对企业业绩的影响》,《农业技术经济》第5期。
- 26.王剑、刘玄, 2005:《货币政策传导的行业效应研究》,《财经研究》第5期。
- 27.王曦、李丽玲、王茜, 2017:《定向降准政策的有效性:基于消费与投资刺激效应的评估》,《中国工业经济》第11期。

- 28.王馨, 2015:《互联网金融助解“长尾”小微企业融资难问题研究》,《金融研究》第9期。
- 29.肖兰华、杨刚强, 2008:《不对称信息下农村中小企业信贷融资配给问题及对策研究》,《财贸经济》第7期。
- 30.肖争艳、郭豫媚、潘璐, 2013:《企业规模与货币政策的非对称效应》,《经济理论与经济管理》第9期。
- 31.许月丽, 2010:《产业链升级、行业差异与农业上市公司的信贷配给——来自中国上市公司的证据》,《中国农村经济》第4期。
- 32.张新民、张婷婷、陈德球, 2017:《产业政策, 融资约束与企业投资效率》,《会计研究》第4期。
- 33.赵振全、于震、刘淼, 2007:《金融加速器效应在中国存在吗?》,《经济研究》第6期。
- 34.Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, 1996, “The financial accelerator and the flight to quality”, *The Review of Economics and Statistics*, 78(1): 1-15.
- 35.Bernile, G., V. Bhagwat, and P. R. Rau, 2017, “What Doesn't Kill You Will Only Make You More Risk - Loving: Early - Life Disasters and CEO Behavior”, *The Journal of Finance*, 72(1): 167-206.
- 36.Borio, C., and H. Zhu, 2012, “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?”, *Journal of Financial Stability*, 8(4): 236-251.
- 37.Chen, S. S., and Y. Wang, 2012, “Financial constraints and share repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 105(2): 311-331.
- 38.Cleary, S., P. Povel, and M. Raith, 2007, “The U-shaped investment curve: Theory and evidence”, *Journal of financial and quantitative analysis*, 42(1): 1-39.
- 39.Cull, R., W. Li, B. Sun, and L. C. Xu, 2015, “Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms”, *Journal of Corporate Finance*, 32(1129): 271-294.
- 40.Dedola, L., and F. Lippi, 2005, “The monetary transmission mechanism: evidence from the industries of five OECD countries”, *European Economic Review*, 49(6): 1543-1569.
- 41.Dell'Ariccia, G., and R. Marquez, 2006, “Lending booms and lending standards”, *The Journal of Finance*, 61(5): 2511-2546.
- 42.Erel, I., Y. Jang, and M. S. Weisbach, 2015, “Do acquisitions relieve target firms' financial constraints?”, *The Journal of Finance*, 70(1): 289-328.
- 43.Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Petersen, A. S. Blinder, and J. M. Poterba, 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1): 141-206.
- 44.Feder, G., L. J. Lau, J. Y. Lin, and X. Luo, 1990, “The relationship between credit and productivity in Chinese agriculture: A microeconomic model of disequilibrium”, *American Journal of Agricultural Economics*, 72(5): 1151-1157.
- 45.Firth, M., P. H. Malatesta, Q. Xin, and L. Xu, 2012, “Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's Listed Companies”, *Journal of Corporate Finance*, 18(3): 433-450.
- 46.Ganley, J., and C. Salmon, 1997, “The industrial impact of monetary policy shocks: some stylised facts”, Bank of England Working Paper 68, <http://ssrn.com/abstract=74661>.
- 47.Gertler, M., and S. Gilchrist, 1994, “Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms”, *The*

Quarterly Journal of Economics, 109(2): 309-340.

48. Gordon, R. H., and W. Li, 2003, "Government as a discriminating monopolist in the financial market: the case of China", *Journal of Public Economics*, 87(2): 283-312.

49. Guariglia, A., X. Liu, and L. Song, 2011, "Internal finance and growth: microeconomic evidence on Chinese firms", *Journal of Development Economics*, 96(1): 79-94.

50. Hadlock, C. J., and J. R. Pierce, 2010, "New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index", *The Review of Financial Studies*, 23(5): 1909-1940.

51. Hoberg, G., and V. Maksimovic, 2014, "Redefining financial constraints: A text-based analysis", *The Review of Financial Studies*, 28(5): 1312-1352.

52. Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, 1991, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1):33-60.

53. Hubbard, R., 1998, "Capital-market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225.

54. Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró, and J. Saurina, 2014, "Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty - Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk - Taking?", *Econometrica*, 82(2): 463-505.

55. Kaplan, S. N., and L. Zingales, 1997, "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", *The quarterly journal of economics*, 112(1): 169-215.

56. Lamont, O., C. Polk, and J. Saaá-Requejo, 2001, "Financial constraints and stock returns", *The review of financial studies*, 14(2): 529-554.

57. Lin, C., L. He, and G. Yang, 2020, "Targeted monetary policy and financing constraints of Chinese small businesses", *Small Business Economics*: 1-18, <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00365-5>.

58. Linck, J. S., J. Netter, and T. Shu, 2013, "Can managers use discretionary accruals to ease financial constraints? Evidence from discretionary accruals prior to investment", *The Accounting Review*, 88(6): 2117-2143.

59. Maddaloni, A., and J. Peydró, 2011, "Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: Evidence from the Euro-area and the US lending standards", *Review of Financial Studies*, 24(6): 2121-2165.

60. Malmendier, U., G. Tate, and J. Yan, 2011, "Overconfidence and early - life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies", *The Journal of finance*, 66(5): 1687-1733.

61. Moshirian, F., and A. Vadilyev, 2013, "Global financial management and financial constraints", University of New South Wales Working paper, <http://cmrc.com/wp-content/uploads/2018/01/1366161055alexander-vadilyev-paper-global-financial.pdf>.

62. Moyen, N., 2004, "Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained versus Unconstrained Firms", *The Journal of Finance*, 59(5): 2061-2092.

63. Poncet, S., W. Steingress, and H. Vandenbussche, 2010, "Financial constraints in China: Firm-level evidence", *China Economic Review*, 21(3): 411-422.

64. Stiglitz, J. E., and A. Weiss, 1981, "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American economic review*, 71(3): 393-410.

65. Wei, X., J. Li, and L. Han, 2020, "Optimal targeted reduction in reserve requirement ratio in China", *Economic Modelling*, 85(2): 1-15.

66. Whited, T. M., 1992, "Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data", *The Journal of Finance*, 47(4): 1425-1460.

(作者单位: ¹福州大学经济与管理学院;

²福建省金融科技创新重点实验室)

(责任编辑: 光明)

The Precision of the Effects of Targeted Reduction of Reserve Ratio Policies on the Agricultural Sector Based on the Micro Perspective of Enterprises

Lin Chaoying Lin Nan Huang Zhigang Huang Le

Abstract: The precision of targeted reduction of reserve ratio policies determines the success or failure of policy implementation. Based on the data of National Equities Exchange and Quotations, this article evaluates the precision of targeted reduction of reserve ratio policies from three perspectives of agricultural firms, non-agricultural firms and the types of targeted reduction of reserve ratio policies. After analyzing the effect of targeted reduction of reserve ratio policies on financial constraints of agricultural firms, the study finds that the investment cash flow sensitivity declines significantly after the promulgation of targeted reduction of reserve ratio policies for agricultural firms. Different kinds of agricultural firms have different responses to the policies. The cash flow sensitivity of capital-shortage agricultural firms decreased significantly after the promulgation of the policies, while no significant change can be found in capital-abundant agricultural firms before and after the promulgation of the policies. The effectiveness of different types of targeted reduction of reserve ratio policies is also different. The "targeted to loan" policies contribute to alleviating financial constraints of agricultural firms, and that can be more precise than "targeted to bank" policies. However, "targeted to bank" policies may probable cause moral hazard, the policy implementation bonus can leak to non-agricultural firms with high capital returns, which indicates that the spillover effect of "targeted to bank" policies is prominent.

Key Words: Targeted Reduction of Reserve Ratio; Financial Constraint; Supporting the Agricultural Industry Precisely; Micro Perspective