

平台经济金融化与民营企业债券融资成本

刘喜和 胡敏

内容提要: 本文利用2014年6月—2022年3月中国260家民营企业的面板数据,实证分析平台经济金融化的发展对民营企业债券融资成本产生的影响。基准回归分析结果表明,平台经济金融化拉高民营企业信用利差,进而推高民营企业发行债券的融资成本,且这一结果在经过稳健性检验后仍然成立。异质性分析结果表明,规模较小的民营企业发行债券的信用利差受平台经济金融化的影响更大,且相对于传统金融发展水平较低的地区,传统金融发展水平较高地区的民营企业债券融资成本受到平台经济金融化的冲击更大。中介效应分析结果表明,存款竞争在平台经济金融化影响民营企业融资成本过程中的间接效应较强,表明平台经济金融化主要通过与银行产生存款竞争来提高民营企业债券融资成本。研究结论为降低中国民营企业融资贵的问题以及推动民营企业高质量发展提供有益的政策启示。

关键词: 平台经济金融化 民营企业债券融资成本 规模异质性 金融发展水平异质性 存款竞争

中图分类号: F275.3

文献标识码: A

文章编号: 1000-7636(2023)04-0056-15

一、问题提出与文献综述

2022年中央经济工作会议指出,“当前我国经济恢复的基础尚不牢固,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大,外部环境动荡不安,给我国经济带来的影响加深”。在这样的背景下,中国人民银行运用多种金融政策工具,加强再贷款再贴现政策工具,加大信用贷款投放,并推出包括中期借贷便利(MLF)在内的一系列新型便利工具以及进行货币市场报价利率(LPR)的改革,加大对民营企业的信贷支持,发挥对中小企业的扶持作用。图1展示了2015—2022年民营企业发行债券的信用利差变动情况。其中,民营企业信用利差总体呈现波动状态,于2015—2017年波动下降,2016—2018年保持低位状态,但2019年之后又呈现波动上升趋势,并在2019—2021年居于高位。根贾伊等(Gençay et al., 2020)也发现在中国债券市场上,非国有企业债券发行成本显著高于国有企业,且中央政府所属企业债券发行成本低于地方政府所属企业债券发行成本^[1]。为什么在宏观流动性充裕且各方进行政策扶持的大背景下,民营企业债券融资成本降低幅度未如政策预期?

收稿日期:2022-11-11;修回日期:2023-03-14

基金项目:国家社会科学基金一般项目“平台经济金融化对金融调控的冲击机理及长效监管机制研究”(22BJY147)

作者简介:刘喜和 上海大学经济学院教授、博士生导师,上海,200444;

胡敏 上海大学经济学院硕士研究生。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

现有研究企业债券融资成本的文献大致以宏观经济因素、企业微观因素等作为切入点。宏观经济因素方面,学者们的研究表明,政府出台的金融调控政策,包括首次公开募股(IPO)的市盈率水平、发行额度管理等行政管制以及《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)等打破刚性兑付的政策,可能导致企业债券融资成本加大^[2-3],具体表现为,当企业为低信用企业,且自身存在高风险时,其融资成本会显著增加。同时,影子银行的融资规模随着《资管新规》的出台逐渐缩小,且在影子银行越发达的地方,无法从正规渠道融资的企业对影子银行的依赖性越大,影子银行规模收缩对该类企业的融资成本产生的影响也越大^[2]。布莱特蒂斯和特里安塔菲洛罗斯(Bourletidis & Triantafyllopoulos, 2014)发现,大多数中小企业更为依赖银行借款融资渠道,由此需要承担更为高昂的贷款利率,因此,在银行信贷渠道受阻时,中小企业会转向影子银行与民间借贷,导致融资成本进一步上升^[4]。王雄元等(2015)发现,当货币政策波动性越大时,流动性风险越大,企业债券信用利差越大;当信贷规模越大,产品市场环境越好时,债券风险溢价越小,债券信用利差也越小^[5]。郭田勇和孙光宇(2021)的实证分析发现,在经济政策不确定性提高的情况下,公司未来的经营不确定性提高,投资者对企业要求的到期收益率也越高,企业债券融资成本相应增加^[6]。负面外部冲击方面,小川和田中(Ogawa & Tanaka, 2013)发现次贷危机对日本中小企业融资的冲击程度受到银企关系的影响,即当银企关系较差时,中小企业融资能力将大幅减弱,融资成本也相应增加^[7]。马永强和陈欢(2013)以中国民营企业集团为例,发现次贷危机冲击会导致民营企业集团内部的资本交叉补贴模式被债务融资模式取代,进而加大民营企业的融资约束,提高民营企业融资成本^[8]。李军林和朱沛华(2020)以2008年次贷危机为例,发现在负面外部事件即经济危机的冲击下,当实行宽松的货币政策时,企业债券融资成本反而更高^[9]。张靖佳等(2020)考察后次贷危机时期美国量化宽松的货币政策对中国工业企业的影响,发现大型企业可通过投资资产获取更多收益,由此对债务融资的需求有所下降,而中小企业无法投资资产,故仍对债务融资有着较强的需求^[10]。此外,地方融资平台债务的大幅扩张也会增加本地市场融资需求,挤占金融资源,尤其是非公开发行的城投债券对金融资源的挤出效应更强,且对高效率的民营企业有着更强的挤出作用,企业债券融资成本因此上升^[11-12]。姚耀军和董钢锋(2014)发现银行中介与金融市场的比例构成、金融市场发展、贷款成本浮动等因素均无法对中小企业融资贵的问题产生抑制作用,即无法降低企业融资成本,但中小银行发展能够有效缓解中小企业融资成本增加^[13]。尹志超等(2015)使用企业贷款银行数量、赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)等方法刻画银行业竞争程度,发现银行业竞争程度与中小企业融资成本存在负相关关系,即当银行业竞争程度加大时,企业融资成本会相应减少^[14]。

企业微观因素方面,从企业行为出发,由于控股股东股权质押是企业面临财务约束的一个重要信号,且质押期间公司股价大幅下降会引发控股股东的机会主义行为,这就使得债券持有人要求增加信用风险

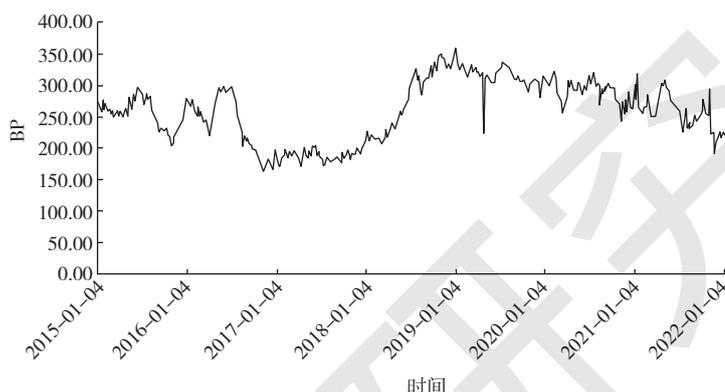


图1 民营企业信用利差

补偿,由此显著提高企业发行债券的信用利差^[15],且这种现象在控制权转移风险较高的企业中表现得更加明显。公司负面声誉的存在则会降低企业发行债券的融资能力,促使企业从长期融资转向成本更高的短期融资,由此拉高企业融资成本^[16]。企业是否失信以及失信程度增加会影响债券评级和定价,即当债券评级较低以及定价较低时,企业会转向成本更高的融资方式,由此增加企业融资成本^[17]。林晚发等(2018)发现当企业高管担任过人大代表时,企业会有更强的动力在债券发行前进行盈余管理,这使得后续业绩产生变化,投资者则会要求更高的风险溢价,导致民营企业发行债券的成本更大,债券融资成本增加^[18]。从信息不对称视角看,中国债券市场相比银行信贷市场,投资者众多且分散,投资者的“搭便车”现象使债券市场中的信息不对称问题更为严重,而债券信用评级机构的公信力又备受质疑,导致债券市场的信息不对称问题难以有效缓解,故当企业的会计信息质量较差时,会影响其与债权人之间的信息不对称问题,进而影响企业的债券融资成本^[15]。尤其是当债权人预期公司大股东或经理人存在机会主义行为时,公司内部控制存在缺陷,其财务报告和会计信息的质量也会有所降低,由此,债权人会收取较高的债务成本以弥补获取信息的缺陷,导致企业债券融资成本更高^[19]。此外,交易成本的存在也会使得债券市场契约条款制定成本增加,在这种情况下,投资者会选择索取较高的信用利差来避免风险,进而增加企业融资成本^[20]。除了企业层面的微观因素外,信用评级、信息环境、客户集中度等因素也会影响债券信用利差。学者们发现,当债券信用评级越高时,其中期票据融资成本越低,企业债券信用利差也越低^[21]。当债券市场契约条款制定成本较高,会计信息质量较低时,债券投资者只能通过索取较高融资成本来避免风险,由此拉高企业债券信用利差^[22]。王雄元和高开娟(2017)研究发现,客户集中度越高,意味着企业未来收入风险与现金流风险越高,说明客户集中度高对债券投资者来说是一种风险,而这种风险会提高债券的信用利差,加大企业债券融资成本^[23]。

沙赫罗基(Shahrokhi,2008)认为,互联网金融是既不同于商业银行间接融资,也有别于资本市场直接融资的第三种直接融资模式^[24]。在中国,互联网金融主要侧重于金融模式革新,具有明显的跨越式特征。戴国强和方鹏飞(2014)发现互联网金融是利率管制的产物,互联网金融的快速发展将加速利率市场化进程,抬高实体经济融资成本,进而增加商业银行风险^[25]。但盛天翔和范从来(2020)发现,互联网金融能改变银行传统的贷款技术,增加金融服务的普惠性^[26]。顾海峰和谢疏影(2021)也发现,互联网金融会通过分流银行存款及理财资金对银行盈利形成冲击,由此引发的“鲑鱼效应”会倒逼银行加大存贷期限错配来缓解盈利下降压力,从而促进银行流动性创造^[27]。

本文所指的互联网平台是利用市场中介地位,凭借数据、算法和算力,通过互联网连接生产者和消费者,并从供求匹配中获取佣金的经济组织;平台经济是指在平台的组织协调下,利用互联网匹配生产者和消费者,并进行生产、交易、分配活动的经济形态^[28];平台经济金融化则是指以风险资本为代表的金融资本在平台经济的发展过程中扮演了重要角色^[29]。平台经济的金融化意味着金融资本试图构建一种新的金融化格局:以平台为中介,将实体经济置于金融资本的支配之下^[30]。互联网平台经济的金融化,在宏观层面,表现为资本不再简单满足于为互联网平台提供金融服务以获取利息回报的辅助功能,而是将互联网平台转化成进行投机活动而获取巨额利润的独立场所;在微观层面,金融资本以相较传统企业更加广泛和灵活的形式融入资本循环之中,即利用互联网平台进一步去除生产属性并加速资本循环,不断重塑互联网平台经济组织架构,使其成为金融资本增值的工具^[31]。

总体来看,目前对民营企业债券融资成本的研究文献,较系统地分析了宏观经济环境、金融体系变革、

企业微观等因素的影响机理,但忽视了平台经济金融化在其中可能发挥的作用。平台经济金融化的出现,改变了传统的由银行主导的资金供求模式、定价机制和市场利率间的均衡关系,直接冲击着货币政策传导效率^[32]。为此,本文基于2014年6月—2022年3月中国260家民营企业的面板数据,借助代表平台经济金融化发展水平的第三方支付和网络借贷规模之和数据,系统探究平台经济金融化对民营企业债券融资成本的影响及其作用机制,以及由于企业规模、地区传统金融发展水平可能产生的差异,进一步考察存款竞争在其中发挥的中介效应。

本文可能的边际贡献在于:(1)系统考察了平台经济金融化对民营企业债券融资成本影响的逻辑并予以实证检验,有别于现有文献更多地关注宏观经济环境、金融体系变革以及企业自身因素对民营企业债券融资成本的影响;(2)从民营企业规模、所在地区传统金融发展水平角度进行异质性分析,探讨了平台经济金融化对不同民营企业债券融资成本的影响;(3)揭示了存款竞争在平台经济金融化影响民营企业债券融资成本中发挥的中介效应,提供了平台经济金融化催生中小银行存款市场竞争进而影响民营企业债券融资成本的证据。

二、理论分析与研究假设

(一) 平台经济金融化

自2013年以来,平台经济金融化的迅速发展在改变着人们金融生活的同时,也冲击着原有的金融业态^[33]。平台经济金融化的运作模式基本分为两类,其一是利用取得的消费金融牌照直接向个人、小微企业提供信贷服务(P2C模式)。例如,蚂蚁集团基于云计算平台,以及所拥有并行处理的海量客户衣食住行的数据和弹性扩容的能力,以“普惠金融、服务小微、服务三农”为发展定位,向无法在传统金融渠道获得经营性贷款的小微客户,发放“金额小、期限短”的信用小额贷款及综合性金融服务。其二是依靠区块链(blockchain)、人工智能(artificial intelligence)、安全(security)、物联网(IoT)和云计算(cloud computing)五大领域的技术基石,与包括全部政策性银行、大型商业银行、全部股份制商业银行、领先的城市商业银行和农村商业银行、外资银行、信托公司等100家金融机构合作,形成企业对消费者(B2C)的金融服务模式,为平台上数亿消费者和数千万商家有效地提供信贷、理财和保险产品,从而提高金融普惠性^[34-35]。

大型“平台+金融”的综合服务平台利用其大数据信用体系,对客户的信贷业务往往采用与传统金融机构不同的无抵押、无质押的信贷服务,信贷成本自然高于传统金融机构。而传统金融机构又存在“信贷歧视”的现象^[36-37],即相对于国有企业,民营企业较难从大型商业银行筹集到资金,或为获得银行贷款需要支付比国有企业更高的成本。余明桂和潘洪波(2008)发现,工业资产占比近40%的国有企业、国有银行与政府存在天生的关联,地方政府通过干预国有银行信贷决策,为辖区内国有企业提供优惠贷款的现象广泛存在^[38]。这使得难以达到正规银行融资标准的中小企业只能转向无抵押、无质押的平台进行借贷融资^[39]。倘若此时大型平台发放贷款的利率居高不下,民营企业的融资成本也会相应增加。根据以上分析,本文提出假设1。

假设1:平台经济金融化的发展会增加民营企业融资成本。

(二) 平台经济金融化、存款竞争与民营企业债券融资成本

基于已有文献分析,可以发现平台经济金融化的发展不可避免地会与作为传统金融领域中流砥柱的商业银行产生激烈的存款竞争,挤压银行的存款市场,进而影响民营企业债券融资成本^[40-41]。平台经济

金融化凭借其技术优势、信息优势和渠道优势,使得投资者能够同时持有收益率高、流动性强和安全性好的金融资产^[42],潜移默化地改变大众消费者的金融选择偏好、理财习惯和方式,吸引社会资金,与银行产生资金、客户方面的分流效应,进而对存款市场进行挤压^[43]。以余额宝为例,其通过利率市场化、交易便捷等优点吸引大量长尾客户,削减银行向公众吸收存款的能力^[44]。截至2021年12月,余额宝及其他理财产品用户达7.12亿,为用户创造收益超过7000亿元。阿里巴巴旗下的网商银行存款业务也迅猛增长,2021年,网商银行吸收存款1989.64亿元,同比增长20.81%。由此可见,商业银行存款业务受到大型平台带来的强烈冲击。

值得注意的是,由于规模异质性等原因,不同商业银行在客户基数等方面存在着较大差异^[42]。大型银行在全国范围内拥有稳定、低成本的存款资源以及成本优势,在存款市场上占据主导地位^[44]。与之相比,中小银行的融资渠道相对较少且来源不稳定,导致其吸收存款的能力较弱^[45]。因此,相较于大型银行,中小银行受平台经济金融化的冲击更为直接,存款规模减少幅度更大,更依赖发行理财产品进行高息揽储。如图2所示,可以看到在2015年与2018年各类银行的存款规模增长均受到一定程度的冲击,但国有银行以及股份制银行的存款规模仍平缓增长,城市商业银行及农村商业银行的存款规模增长则显著放缓,表明平台经济金融化在存款业务方面与中小银行产生激烈的竞争。根据以上分析,本文提出假设2。

假设2:平台经济金融化通过挤压中小银行存款市场,产生存款竞争,进而提高民营企业债券融资成本。

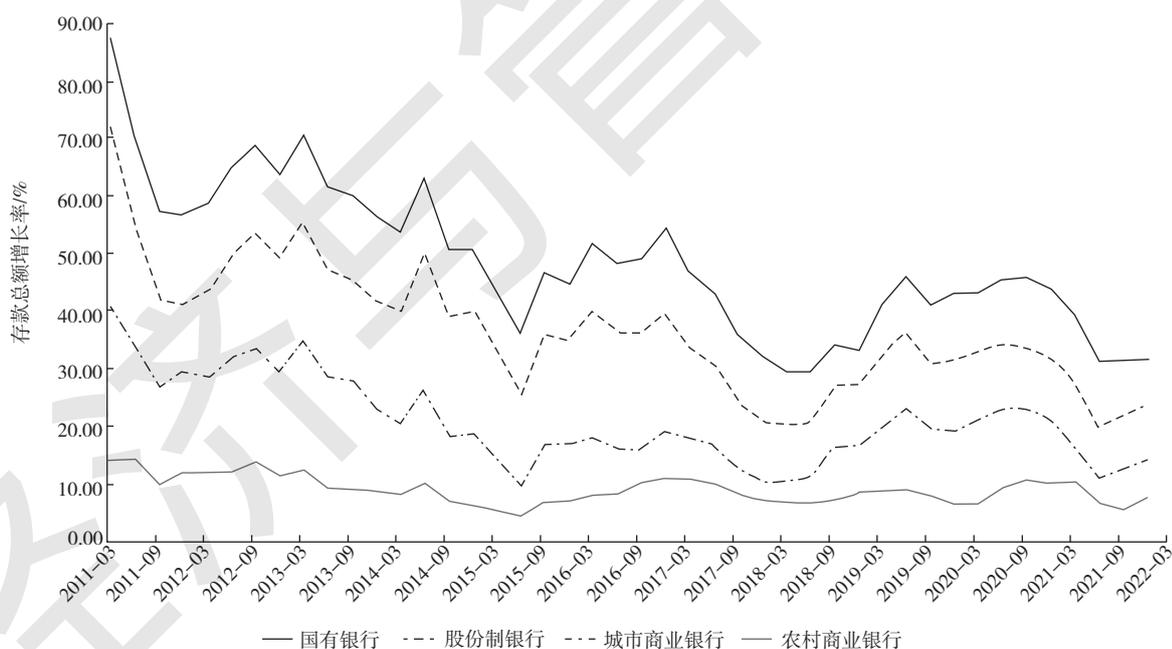


图2 各银行同比存款总额增长率

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

考虑到2013年第三方支付等互联网金融的代表模式兴起,本文选取2014年6月—2022年3月公开发

行的公司债、中期票据作为原始数据。研究样本经过以下筛选:(1)剔除可转债;(2)剔除金融类公司发行的金融债;(3)剔除浮动利率债券;(4)剔除主要变量和控制变量缺失的样本。最终得到的样本涵盖 260 家公司的 1 120 只债券。本文的债券数据、银行数据以及公司数据均来自万得(Wind)数据库。为消除异常值影响,本文对所有连续变量在 1%和 99%分位数上进行缩尾(winsorize)处理。

(二)主要变量说明

1. 民营企业债券融资成本

参考王雄元和高开娟(2017)^[23]的研究,本文采用民营企业在一级市场上发行债券的信用利差来衡量企业债券融资成本。债券信用利差由发行时的票面利率减去同期发行且期限相同的国债收益率(来自中国债券信息网)所得。如果债券期限无法与国债期限相匹配,采用线性插值法进行匹配计算。

2. 平台经济金融化

借鉴裴平和傅顺(2020)^[40]的做法,本文采用第三方支付和网络借贷规模之和表示平台经济金融化发展水平。同时,考虑到解释变量的量纲合理性和指数化增长特征,本文对解释变量的数据进行对数化处理。

3. 控制变量

企业层面的控制变量包括企业规模(总资产的自然对数 $\ln Size$)、经营活动现金流量净额(Cf)、总资产收益率(Roa)、资产负债率(Lev)、成长性($Growth$)、总资产周转率(Tat)、利息保障倍数($Cover$)等反映公司规模、盈利能力、偿债能力、杠杆率的财务指标。

参考林晚发等(2018)^[18]的做法,本文还加入了一系列公司债券层面的控制变量,包括债券发行总额($\ln Amount$)、债券期限($\ln Maturity$)、是否有担保($Collateral$)、是否有回售条款($Puttable$)、是否有赎回条款($Callable$)以及债券评级($Rating$)。

主要变量定义见表 1。

表 1 主要变量说明

变量性质	变量名称	符号	变量含义
被解释变量	债券信用利差	$Spread$	债券票面利率-同期国债到期收益率
解释变量	平台经济金融化	$lwmp$	(第三方支付+网络借贷规模)/银行总资产规模
企业层面控制变量	企业规模	$\ln Size$	总资产的自然对数
	经营性现金流	$\ln Cf$	经营活动现金流量净额的自然对数
	总资产收益率	Roa	期末净利润/期末总资产
	资产负债率	Lev	期末总负债/期末总资产
	成长性	$Growth$	营业收入增长率:(当年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	总资产周转率	Tat	总资产周转率
	利息保障倍数	$Cover$	息税前利润/利息费用
债券层面控制变量	债券发行规模	$\ln Amount$	债券发行总额(亿元)的自然对数
	债券期限	$\ln Maturity$	债券发行期限(天)的自然对数

表1(续)

变量性质	变量名称	符号	变量含义
	是否有担保	<i>Collateral</i>	具有担保取 1, 否则为 0
	是否可回售	<i>Puttable</i>	具有约定回售条款取 1, 否则为 0
	是否可赎回	<i>Callable</i>	具有赎回条款取 1, 否则为 0
	债券评级	<i>Rating</i>	当债券评级为 AAA 时赋值为 4, AA+ 赋值为 3, AA 赋值为 2, 其他为 1
行业控制变量	行业虚拟变量	<i>Industry</i>	用于控制发债企业所处行业的影响
年份控制变量	年份虚拟变量	<i>Year</i>	用于控制发债企业发行年份的影响

(三) 模型设定

为考察平台经济金融化对民营企业融资成本的影响,本文参考王雄元和高开娟(2017)^[23]的做法,采用普通最小二乘(OLS)法建立基准模型:

$$Spread_{it} = \alpha + \beta Iwmp_t + \gamma Firm_Controls + \delta Bond_Controls + \eta_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $Spread_{it}$ 表示债券 i 在 t 时期的信用利差,核心解释变量 $Iwmp_t$ 为 t 时期理财产品的预期收益率。 $Firm_Controls$ 为公司层面的控制变量, $Bond_Controls$ 为债券层面的控制变量。 α 是模型截距项; η_i 为行业固定效应,涵盖债券 i 的行业特征对其发行信用利差产生的影响; θ_t 为时间固定效应,吸收时间维度上宏观经济变量、宏观政策变量等因素对债券市场及债券信用利差造成的共性冲击。模型(1)中 β 的大小、显著性能够反映平台经济金融化对民营企业融资成本的总体影响,是本文关注的重点。

为验证平台经济金融化是否通过与银行产生存款竞争影响民营企业融资成本,本文借鉴宋科等(2022)^[46]的做法进行中介效应检验,建立以下方程:

$$GrowDep_{it} = \alpha + \sigma Iwmp_t + \gamma Firm_Controls + \delta Bond_Controls + \eta_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Spread_{it} = \alpha + \beta_1 GrowDep_{it} + \beta_2 Iwmp_t + \gamma Firm_Controls + \delta Bond_Controls + \eta_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $GrowDep_{it}$ 是本文选取的中介变量,即城市商业银行^①的存款规模增长率。根据中介效应检验步骤,本文关注的是 σ 、 β_1 、 β_2 以及 β 。事实上,由于 $\beta = \sigma \times \beta_1 + \beta_2$, 即 β_2 表示平台经济金融化对民营企业融资成本的直接效应, $\sigma \times \beta_1$ 表示大型平台与银行产生存款竞争进而影响民营企业融资成本的间接效应,加总起来为模型(1)中的总效应 β 。

(四) 主要变量描述性统计

本文主要变量的描述性统计如表2所示。其中,中国民营企业发行债券的信用利差平均为 2.93%, 标准差为 1.43, 民营企业发行债券信用利差最高可达 5.75%, 最低为 0.53%, 说明不同公司发行债券的信用利差存在较大差异。平台经济金融化的均值为 1.62, 取值范围为 1.38~2.12, 说明不同时期平台经济与传统银行之间的发展存在一定程度的差异。

① 由于城市商业银行属于中小银行,更具有代表性,本文采用城市商业银行的存款规模增长率进行检验。

表 2 主要变量描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Spread</i>	1 120	2.93	1.43	0.53	5.75
<i>lvmp</i>	1 120	1.62	0.69	1.38	2.12
<i>lnSize</i>	1 120	15.84	1.47	10.85	19.04
<i>lnCf</i>	1 120	12.65	1.58	8.55	16.00
<i>Roa</i>	1 120	3.96	3.21	-0.46	14.87
<i>Lev</i>	1 120	64.64	13.22	27.26	89.66
<i>Growth</i>	1 120	18.80	25.48	-28.81	111.56
<i>Tat</i>	1 120	0.50	0.40	0.04	1.82
<i>Cover</i>	1 120	11.23	16.93	0.25	96.27
<i>lnAmount</i>	1 120	1.87	0.90	-1.02	3.69
<i>lnMaturity</i>	1 120	7.06	0.75	5.01	8.80

四、实证检验及机制分析

(一) 平台经济金融化对民营企业债券融资成本的影响

表 3 列(1)的基准回归结果表明,平台经济金融化对民营企业债券信用利差的回归系数显著为正,即平台经济金融化发展越快,民营企业发行债券的信用利差越大,平台经济金融化会对民营企业债券融资成本产生负向影响,从而验证了本文的假设 1。控制变量方面,企业特征层面,企业规模(*lnSize*)对民营企业债券信用利差的回归系数显著为负,表明规模较大的企业,其债券融资成本反而更低,即当企业规模越大时,相应的违约风险越小,债权人要求的到期收益率也越小,企业债券融资成本越低。经营性现金流(*lnCf*)、总资产收益率(*Roa*)、成长性(*Growth*)、总资产周转率(*Tat*)和利息保障倍数(*Cover*)的回归系数均显著为负,说明现金流量充裕、总资产收益高、资产周转速度越快的企业拥有更小的债券信用利差和更低的债券融资成本。而资产负债率(*Lev*)的回归系数显著为正,说明当企业的债务比率越来越高时,债权人要求的风险溢价也越来越高,债券的信用利差相应提高,债券融资成本也会相应增加。债券特征层面,债券发行规模(*lnAmount*)、债券发行期限(*lnMaturity*)、是否有担保(*Collateral*)、是否可回售(*Puttable*)、是否可赎回(*Callable*)和债券评级(*Rating*)的回归系数显著为负,表明债券发行规模越大、发行期限越长、有担保、可回售、可赎回、评级越高,其发行的信用利差越小,融资成本越低。

(二) 采用其他信用利差度量的稳健性检验

本文通过改变民营企业发行债券信用利差的衡量方式进行稳健性检验。表 3 列(2)中的信用利差是通过债券发行票面利率减去 1 年期银行定期存款利率来衡量;列(3)中的信用利差是将债券发行票面利率减去 7 年期(样本债券期限平均值)中国债到期收益率测算得到。改变信用利差度量方式所得结果与基准模型结果大致保持一致,均显示平台经济金融化对民营企业债券利差的回归系数显著为正,即平台经济金融化发展越快,民营企业发行债券的信用利差越大,说明回归结果稳健。

表3 平台经济金融化对民营企业债券信用利差的影响

变量	Spread		
	(1)	(2)	(3)
<i>L. Lump</i>	0.029 *** (0.126)	0.164 *** (0.120)	0.491 *** (0.124)
<i>L. lnSize</i>	-0.148 *** (0.028)	-0.134 *** (0.037)	-0.166 *** (0.037)
<i>L. lnCf</i>	-0.022 *** (0.024)	-0.025 *** (0.033)	-0.026 *** (0.032)
<i>L. Roa</i>	-0.107 *** (0.017)	-0.109 *** (0.017)	-0.109 *** (0.016)
<i>L. Lev</i>	0.021 *** (0.004)	0.023 *** (0.004)	0.022 *** (0.004)
<i>L. Growth</i>	-0.001 *** (0.001)	-0.000 *** (0.001)	-0.001 *** (0.001)
<i>L. Tat</i>	-0.040 *** (0.129)	-0.095 *** (0.126)	-0.050 *** (0.126)
<i>L. Cover</i>	-0.006 *** (0.002)	-0.006 *** (0.002)	-0.006 *** (0.002)
<i>lnAmount</i>	-0.073 *** (0.050)	-0.096 * (0.049)	-0.075 (0.049)
<i>lnMaturity</i>	-0.198 *** (0.061)	-0.179 *** (0.060)	-0.163 *** (0.059)
<i>Collateral</i>	-0.151 ** (0.096)	-0.177 * (0.094)	-0.274 * (0.093)
<i>Puttable</i>	-0.411 *** (0.077)	-0.413 *** (0.076)	-0.389 *** (0.075)
<i>Callable</i>	-0.013 ** (0.177)	-0.034 ** (0.173)	-0.008 ** (0.172)
<i>Rating</i>	-0.575 *** (0.046)	-0.557 *** (0.045)	-0.568 *** (0.045)
常数项	7.740 *** (0.701)	5.979 *** (0.686)	4.720 *** (0.682)
行业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.521	0.616	0.569

注:列(1)信用利差是通过债券票面利率减去同期国债到期收益率得到;列(2)信用利差是通过债券发行票面利率减去1年期银行定期存款利率来衡量;列(3)信用利差是将债券发行票面利率减去7年期(样本债券期限平均值)中国债到期收益率测算得到。*L.*代表一阶滞后项,括号内为稳健标准误,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著,后表同。

(三) 异质性分析

由于民营企业之间差异较大,平台经济金融化对不同民营企业债券融资成本的影响效果必然会有所不同。为了避免异质性带来的偏差,本文将从民营企业规模、所在地区传统金融发展水平角度进行异质性分析。

1. 因企业规模导致的异质性

为验证平台经济金融化对不同规模民营企业融资成本的影响是否存在明显差异,本文以各年度企业规模中位数为分界线,将 260 家民营企业划分为小规模企业和大规模企业。由表 4 可知,在小规模企业组中,平台经济金融化对民营企业融资成本的影响系数为 0.664,在 99%的水平上显著为正;相比之下,大规模企业组的平台经济金融化对民营企业融资成本的回归系数为 0.295,且只在 90%的水平上显著为正。这说明平台经济金融化发展能够更大程度地影响规模小的民营企业发行债券的信用利差,对规模大的民营企业的影响较小。这可能是因为相对于规模大的民营企业,规模小的民营企业自身融资渠道不稳定,导致其在平台经济金融化的冲击之下,更多地向无抵押、无质押的平台进行借贷融资,进而增加发行债券的融资成本。

2. 因传统地区金融发展水平导致的异质性

从平台经济金融化发展的进程可以看出,在传统金融发展状态较好的地区,平台经济金融化也呈现出较好的发展状态,说明平台经济金融化对民营企业债券成本发挥作用依赖于地区完善的金融基础设施。由此,本文借鉴江红莉和蒋鹏程(2020)^[47]的方法,采用地区金融机构存贷款余额与国内生产总值(GDP)的比值来衡量地区传统金融发展水平。本文按照民营企业所在地传统金融发展水平的中位数,将 260 家民营企业分为两组,高金融发展和低金融发展组。回归结果如表 4 所示,两组回归通过了组间系数差异检验,说明两组回归结果存在着显著性差异。回归结果显示,在传统金融发展水平较高和较低的地区,平台经济金融化均能对民营企业债券融资成本产生影响,但在高金融发展水平地区,平台经济金融化的影响更大,其系数为 0.685,且在 99%的水平上显著。这说明完善的地区金融基础设施会在平台经济金融化对民营企业债券融资成本影响中起到更大的作用。

表 4 民营企业规模和地区金融发展水平导致的异质性分析结果

变量	企业规模		地区金融发展水平	
	大规模企业	小规模企业	高金融发展	低金融发展
<i>L. Intemp</i>	0.295 [*] (0.141)	0.664 ^{***} (0.155)	0.685 ^{***} (0.164)	0.144 ^{***} (0.240)
<i>L. lnCf</i>	-0.044 ^{**} (0.036)	-0.034 ^{**} (0.024)	-0.025 ^{***} (0.026)	-0.285 ^{***} (0.064)
<i>L. Roa</i>	-0.204 [*] (0.068)	-0.306 ^{***} (0.038)	-0.281 ^{***} (0.029)	-0.216 ^{***} (0.027)
<i>L. Lev</i>	0.012 ^{**} (0.024)	0.042 ^{***} (0.033)	0.026 ^{***} (0.083)	0.042 ^{***} (0.045)
<i>L. Growth</i>	-0.093 ^{**} (0.047)	-0.067 ^{***} (0.028)	-0.087 ^{***} (0.027)	-0.058 ^{***} (0.026)

表4(续)

变量	企业规模		地区金融发展水平	
	大规模企业	小规模企业	高金融发展	低金融发展
<i>L. Tat</i>	-0.035** (0.166)	-0.041*** (0.165)	-0.095*** (0.186)	-0.083*** (0.018)
<i>L. Cover</i>	-0.056** (0.033)	-0.004** (0.046)	-0.073*** (0.030)	-0.083*** (0.040)
<i>lnAmount</i>	-0.065*** (0.062)	-0.084** (0.056)	-0.062* (0.070)	-0.045* (0.082)
<i>lnMaturity</i>	-0.228** (0.053)	-0.116*** (0.041)	-0.219*** (0.066)	-0.026*** (0.044)
<i>Collateral</i>	0.182** (0.056)	0.214** (0.057)	0.247* (0.038)	0.426* (0.046)
<i>Puttable</i>	0.284*** (0.046)	0.226** (0.042)	0.313** (0.026)	0.246** (0.064)
<i>Callable</i>	-0.025** (0.246)	-0.024** (0.258)	-0.082** (0.162)	-0.064** (0.262)
<i>Rating</i>	-0.448*** (0.025)	-0.286** (0.025)	-0.582*** (0.045)	-0.648*** (0.038)
常数项	7.650** (0.245)	7.811*** (0.182)	5.868*** (0.486)	6.836*** (0.694)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
R^2	0.521	0.521	0.616	0.616
组间系数	chi2(1)=2.76			
差异检验	Prob>chi2=0.080			

(四) 中介效应分析

为考察平台经济金融化是否通过存款竞争影响民营企业融资成本,本文以城市商业银行存款规模增长率(*GrowDep*,同比)作为中介变量进行中介效应检验。表5中列(1)表示的是平台经济金融化对城市商业银行存款增长率的影响,其回归系数为负,符合预期,此时模型(2)中系数 σ 的估计值为-0.021。列(2)表示考虑了存款竞争后,平台经济金融化对民营企业融资成本造成的影响,此时模型(2)中系数 β_1 的估计值为-0.983,系数 β_2 的估计值为0.008,直接效应为0.008,间接效应为0.020,表明存款竞争发挥着较强的中介效应。列(3)、列(4)的信用利差分别采用1年期银行定期存款利率、7年期国债到期收益率测算得到,直接效应分别为0.016、0.002,间接效应分别为0.108、0.047,中介效应较强,表明平台经济金融化会与传统商业银行存在存款竞争,进而挤占银行的存款市场,进而对民营企业债券融资成本产生冲击。

表5 中介效应回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L. Imp</i>	-0.021 *** (0.014)	0.008 *** (0.136)	0.016 *** (0.133)	0.002 *** (0.133)
<i>L. GrowDep</i>		-0.983 ** (2.773)	-5.180 * (2.711)	-2.237 ** (2.699)
<i>L. lnSize</i>	-0.023 (0.043)	-0.137 *** (0.038)	-0.139 *** (0.037)	-0.136 *** (0.037)
<i>L. lnCf</i>	-0.168 (0.037)	-0.025 (0.033)	-0.026 (0.033)	-0.027 (0.032)
<i>L. Roa</i>	-0.112 (0.019)	-0.107 *** (0.017)	-0.109 *** (0.017)	-0.110 *** (0.016)
<i>L. Lev</i>	-0.040 (0.050)	0.021 *** (0.044)	0.023 *** (0.043)	0.022 *** (0.043)
<i>L. Growth</i>	0.013 (0.017)	-0.009 (0.015)	-0.004 (0.014)	-0.008 (0.014)
<i>L. Tat</i>	0.581 (0.145)	-0.039 (0.129)	-0.092 (0.126)	-0.049 (0.126)
<i>L. Cover</i>	0.032 (0.025)	-0.060 *** (0.022)	-0.063 *** (0.022)	-0.059 *** (0.022)
<i>lnAmount</i>	0.568 (0.057)	-0.073 (0.050)	-0.093 * (0.049)	-0.074 (0.049)
<i>lnMaturity</i>	0.631 (0.069)	-0.197 *** (0.061)	0.182 *** (0.060)	0.164 *** (0.060)
<i>Collateral</i>	0.352 (0.011)	0.151 (0.096)	0.179 * (0.094)	0.174 * (0.093)
<i>Puttable</i>	0.500 (0.087)	0.412 *** (0.077)	0.416 *** (0.076)	0.390 *** (0.075)
<i>Callable</i>	0.783 (0.199)	-0.012 (0.177)	-0.030 (0.173)	-0.006 (0.172)
<i>Rating</i>	-0.107 ** (0.052)	-0.576 *** (0.046)	-0.563 *** (0.045)	-0.571 *** (0.045)
常数项	0.143 *** (0.790)	7.881 *** (0.805)	6.720 *** (0.788)	5.040 *** (0.784)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
R^2	0.813	0.521	0.617	0.569

注:列(1)表示平台经济金融化对城市商业银行存款增长率的影响;列(2)表示考虑了存款竞争后,平台金融化对民营企业融资成本的影响;列(3)、列(4)的信用利差分别采用1年期银行定期存款利率、7年期国债到期收益率测算。

五、结论与政策建议

本文利用2014年6月—2022年3月中国260家民营企业的面板数据,实证分析平台经济金融化对民营企业债券融资成本的影响。基准回归结果显示,平台经济金融化对民营企业债券融资成本有显著的负向影响,即平台经济金融化发展越快,民营企业债券融资成本越高,这一结论在经过稳健性检验后仍然成立。异质性分析结果表明,企业规模越大,其发行债券的融资成本受到平台经济金融化的影响越小,规模小的企业受到平台经济金融化的冲击则更明显。相较于传统金融发展水平落后的地区,当民营企业位于传统金融发展水平较高的地区时,平台经济金融化发展程度对其债券融资成本的影响越强。机制分析结果表明,平台经济金融化的发展通过与银行产生存款竞争对存款市场进行挤压,从而对民营企业债券融资成本产生负向作用。研究结论为更好地缓解民营企业融资贵的问题提供了有益的政策启示。

根据以上结论,本文提出以下建议:首先,监管部门应该把握平台经济发展的规律,趋利避害,及时有效地预警并检测互联网自身存在的风险,正确认识平台经济金融化对民营企业融资成本的影响,即平台经济金融化的发展会提高民营企业融资成本;其次,不同商业银行应采取差异化的经营策略,加大金融产品创新力度,提高自身竞争水平,使其更好地迎接大型平台经济的挑战,发挥其化解中小企业融资贵这一作用;最后,政府要进一步拓宽民营企业的融资渠道,从各方面完善适应民营企业发展需要的多元化融资模式,进一步推进金融体制改革,改善风险溢价的有效市场定价,促进金融更好地服务实体经济,让中国实体经济在“互联网+”的推动下平稳健康发展。

参考文献:

- [1] GENÇAY R, SIGNORI D, XUE Y, et al. Economic links and credit spreads[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2020, 55: 157-169.
- [2] 蒋敏,周炜,宋杨. 影子银行、《资管新规》和企业融资[J]. *国际金融研究*, 2020(12): 63-72.
- [3] 王茹婷,彭方平,李维,等. 打破刚性兑付能降低企业融资成本吗?[J]. *管理世界*, 2022, 38(4): 42-64.
- [4] BOURLETIDIS K, TRIANTAFYLLOPOULOS Y. SMEs survival in time of crisis: strategies, tactics and commercial success stories[J]. *Procedia—Social and Behavioral Sciences*, 2014, 148(8): 639-644.
- [5] 王雄元,张春强,何捷. 宏观经济波动性与短期融资券风险溢价[J]. *金融研究*, 2015(1): 68-83.
- [6] 郭田勇,孙光宇. 经济政策不确定性、融资成本和企业创新[J]. *国际金融研究*, 2021(10): 78-87.
- [7] OGAWA K, TANAKA T. The global financial crisis and small-and medium-sized enterprises in Japan: how did they cope with the crisis? [J]. *Small Business Economics*, 2013, 41(2): 401-417.
- [8] 马永强,陈欢. 金融危机冲击对企业集团内部资本市场运行的影响——来自我国民营系族企业的经验证据[J]. *会计研究*, 2013(4): 38-45, 95.
- [9] 李军林,朱沛华. 经济危机冲击与企业信贷配置——基于中小企业融资的视角[J]. *经济学家*, 2020(10): 75-86.
- [10] 张靖佳,刘澜飏,马雪卓. 量化宽松政策对我国企业债务风险的差异性影响[J]. *经济学动态*, 2020(3): 52-68.
- [11] CAVALLO E, DAUDE C. Public investment in developing countries: a blessing or a curse? [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2011, 39(1): 65-81.
- [12] 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, 43(7): 49-72.

- [13] 姚耀军,董钢锋. 中小银行发展与中小企业融资约束——新结构经济学最优金融结构理论视角下的经验研究[J]. 财经研究, 2014, 40(1): 105-115.
- [14] 尹志超,钱龙,吴雨. 银企关系、银行业竞争与中小企业借贷成本[J]. 金融研究, 2015(1): 134-149.
- [15] 史永东,宋明勇,李凤羽,等. 控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J]. 经济研究, 2021, 56(8): 109-126.
- [16] 朱沛华. 负面声誉与企业融资——来自上市公司违规处罚的经验证据[J]. 财贸经济, 2020, 41(4): 50-65.
- [17] 杨国超,盘宇章. 信任被定价了吗? ——来自债券市场的证据[J]. 金融研究, 2019(1): 35-53.
- [18] 林晚发,钟辉勇,李青原. 高管任职经历的得与失? ——来自债券市场的经验证据[J]. 金融研究, 2018(6): 171-188.
- [19] 林钟高,丁茂桓. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017(4): 73-80, 96.
- [20] 陈荣达,周寒娟,余乐安,等. 基于互联网金融模式的结构性理财产品风险度量研究进展[J]. 中国管理科学, 2020, 28(11): 23-34.
- [21] ZIEBART D A, REITER S A. Bond ratings, bond yields and financial information[J]. Contemporary Accounting Research, 1992, 9(1): 252-282.
- [22] BHARATH S T, SUNDER J, SUNDER S V. Accounting quality and debt contracting[J]. The Accounting Review, 2008, 83(1): 1-28.
- [23] 王雄元,高开娟. 客户集中度与公司债二级市场信用利差[J]. 金融研究, 2017(1): 130-144.
- [24] SHAHROKHI M. E-finance: status, innovations, resources and future challenges[J]. Managerial Finance, 2008, 34(6): 365-398.
- [25] 戴国强,方鹏飞. 监管创新、利率市场化与互联网金融[J]. 现代经济探讨, 2014(7): 64-67, 82.
- [26] 盛天翔,范从来. 金融科技、最优银行业市场结构与小微企业信贷供给[J]. 金融研究, 2020(6): 114-132.
- [27] 顾海峰,谢疏影. 互联网金融影响了商业银行流动性创造吗? [J]. 财经理论与实践, 2021, 42(6): 10-18.
- [28] 孟捷,高峰. 发达资本主义经济的长波:从战后“黄金年代”到2008年金融—经济危机[M]. 上海:格致出版社, 2019.
- [29] 谢富胜,吴越. 平台竞争、三重垄断与金融融合[J]. 经济学动态, 2021(10): 34-47.
- [30] 齐昊,李钟瑾. 平台经济金融化的政治经济学分析[J]. 经济学家, 2021(10): 14-22.
- [31] 刘震,蔡之骥. 政治经济学视角下互联网平台经济的金融化[J]. 政治经济学评论, 2020, 11(4): 180-192.
- [32] ALLEN F, QIAN J, QIAN M J. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57-116.
- [33] 战明华,张成瑞,沈娟. 互联网金融发展与货币政策的银行信贷渠道传导[J]. 经济研究, 2018, 53(4): 63-76.
- [34] ALLEN F J, MCANDREWS J, STRAHAN P. E-finance: an introduction[J]. Journal of Financial Services Research, 2002, 22(1/2): 5-27.
- [35] 林雪. 互联网金融与商业银行业务的融合与发展研究[J]. 金融论坛, 2014, 19(10): 21-28.
- [36] 王伟. 政治关系、金融发展与货币政策有效性——基于我国民营上市公司银行贷款视角[J]. 管理评论, 2016, 28(6): 52-64.
- [37] CHEN J, KING T S D. Corporate hedging and the cost of debt[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 29: 221-245.
- [38] 余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(8): 9-21, 39, 187.
- [39] 周光友,罗素梅. 互联网金融资产的多目标投资组合研究[J]. 金融研究, 2019(10): 135-151.
- [40] 裴平,傅顺. 互联网金融发展对商业银行流动性的影响——来自中国15家上市银行的经验证据[J]. 经济学家, 2020(12): 80-87.
- [41] 何运信,洪佳欢,王聪聪,等. 互联网金融如何影响银行流动性创造——银行风险承担中介效应的实证检验[J]. 国际金融研究, 2021(12): 64-73.
- [42] 王博,刘时雨,罗荣华,等. 金融科技监管与银行高息揽“储”——基于理财产品视角[J]. 财贸经济, 2021, 42(11): 52-67.
- [43] 邱晗,黄益平,纪洋. 金融科技对传统银行行为的影响——基于互联网理财的视角[J]. 金融研究, 2018(11): 17-29.
- [44] 李双建,田国强. 银行竞争与货币政策银行风险承担渠道:理论与实证[J]. 管理世界, 2020, 36(4): 149-168.
- [45] ACHARYA V, QIAN J, SU Y, et al. In the shadow of banks: wealth management products and issuing banks' risk in China[Z]. CEPR Discussion Paper No. 14957, 2020.
- [46] 宋科,徐蕾,李振,等. ESG投资能够促进银行创造流动性吗? ——兼论经济政策不确定性的调节效应[J]. 金融研究, 2022(2): 61-79.
- [47] 江红莉,蒋鹏程. 数字普惠金融的居民消费水平提升和结构优化效应研究[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2020, 40(10): 18-32.

Platform Economy Financialization and Bond Financing Costs of Private Enterprises

LIU Xihe, HU Min

(Shanghai University, Shanghai 200444)

Abstract: Amid the global economic downturn, studying whether the platform economy financialization will increase bond financing costs of private enterprises and thus affect their development holds strategic importance. This paper uses the panel data of 260 private enterprises in China from June 2014 to March 2022 to empirically analyze the impact and mechanism of platform economy financialization on bond financing costs. It employs the benchmark regression analysis with the ordinary least squares (OLS) method to investigate the relationship between the platform economy financialization and bond financing costs of private enterprises. After the robustness test and heterogeneity analysis, it examines the mediation of deposit competition in platform economy financialization affecting bond financing costs.

The findings are as follows. First, the benchmark regression analysis reveals that the platform economy financialization increases the credit spread of private enterprises, which in turn pushes up their bond financing costs. Second, the heterogeneity analysis shows that the credit spread is more affected by the platform economy financialization, and bond financing costs of private enterprises in regions with higher traditional financial development levels are more affected by the platform economy financialization. Third, the mechanism analysis implies that deposit competition has a strong indirect effect in the process of platform economy financialization affecting bond financing costs. This indicates that platform economy financialization raises bond financing costs mainly through deposit competition with banks.

This paper systematically examines the theoretical logic of the impact of platform economy financialization on bond financing costs of private enterprises and provides empirical evidence on the impact of traditional financial development levels affect bond financing costs according to scales and regions. The conclusions provide policy guidance for reducing the financing cost and promoting the high-quality development of private enterprises in China. Specifically, regulatory authorities should grasp the law of platform economic development, seeking advantages and avoiding disadvantages of platform economy financialization. Commercial banks should adopt differentiated business strategies, strengthen financial product innovation and improve their competitiveness to avoid being squeezed by large platform economies, playing their role in solving the problem of expensive financing for small and medium-sized enterprises. In addition, the government should further broaden the financing channels of private enterprises and perfect the diversified financing modes that adapt to the development needs of private enterprises from all aspects.

Keywords: platform economy financialization; bond financing cost of private enterprise; scale heterogeneity; financial development level heterogeneity; deposit competition

责任编辑:魏小奋