



经济理论与经济管理

工作论文系列

Working Paper Series

创新型货币政策能否促进企业创新？

——基于融资和治理的双重视角

彭俞超 郜宜婷 朱菲菲

ETBMWP2024096

- * 本刊编辑部推出工作论文项目，将“拟用稿”而尚未发表的稿件，以工作论文的方式在官网呈现，旨在及时传播学术成果，传递学术动态。本刊所展示的工作论文，与正式刊发版可能会存在差异。如若工作论文被发现存在问题，则仍有被退稿的可能。各位读者如有任何问题，请及时联系本刊编辑部，期待与您共同努力、改进完善。
- 联系人：李老师；联系电话：010-62511022

创新型货币政策能否促进企业创新？^{*}

——基于融资和治理的双重视角

彭俞超 郜宜婷 朱菲菲

[摘要] 企业创新对于推动我国经济高质量发展具有重要意义。借助中期借贷便利（MLF）担保品扩容这一外生事件，本文研究了创新型货币政策对微观企业创新的影响及其作用机制。文章发现，创新型货币政策可以通过缓解企业的融资约束，从而提高企业的创新产出。此外，不同于之前文献广泛讨论的融资约束渠道，本文发现，创新型货币政策还能够提高银行等金融机构对企业的监督效果，通过公司治理渠道，双管齐下地打破企业创新所面临的桎梏。本文的研究结论对于完善未来货币政策框架、促进中国经济的高质量发展均具有重要启示。

[关键词] 中期借贷便利（MLF）；企业创新；融资约束；公司治理

一、引言

微观企业创新是推动宏观经济高质量发展的关键驱动力。在当前我国进一步全面深化改革，推进中国式现代化的大背景下，激发企业创新活力是推动我国经济高质量发展的重要一环。然而，企业创新并非易事，特别是当前中国金融市场尚不发达、企业内部治理水平还存在较大提升空间的背景下，企业对于创新活动的投入面临着双重挑战。就企业外部环境而言，中国企业普遍面临严重的融资约束会限制其创新活动（鞠晓生等，2013）。创新活动通常需要大量的资金投入，包括研发经费、设备购置和人才引进等高额支出。但由于中国金融市场尚不发达，许多企业，特别是在创新活动中发挥重要作用的中小微企业难以从银行和资本市场获得充足的资金支持。就企业内部因素而言，管理层的短视行为和委托代理问题也严重抑制了企业的创新能力（鲁桐和党印，2014）。企业的管理层由于受到业绩压力和短期利益的驱动，往往更倾向于追求短期盈利，而不是长期的研发投入。这种短视行为导致企业在资源分配上倾向于短期、低风险的项目，而忽视了创新所需的长期投入和风险承担。

本文探索货币政策，尤其是创新型货币政策工具对企业创新的影响。已有研究已经发现，创新型货币政策工具有助于降低对象企业的融资成本，缓解企业的融资约束。如王永钦和吴嫻（2019）、黄振和郭晔（2021）基于中期借贷便利（MLF）担保品扩容政策，论证了我国基于抵押品的创新型货币政策能够显著降低企业的融资成本。郭晔和房芳（2021）从实证方面证明了绿色

^{*} 彭俞超（通讯作者），中央财经大学金融学院，丝路金融研究中心，邮政编码：102206，电子邮箱：yuchao.peng@cufe.edu.cn；郜宜婷、朱菲菲，中央财经大学金融学院。感谢匿名审稿人的意见，笔者已经进行了相应的修改。本文文责自负。

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

货币政策会显著降低绿色信贷企业的融资成本，促进企业的绿色转型。现实中，商业银行在货币政策执行和企业公司治理过程中都扮演着重要角色，银行不仅是货币政策执行过程中的重要参与者，还是提升公司治理水平的重要推进者^①。因此，除了上述文献发现的融资渠道之外，结构性货币政策能否促进银行对企业的监督效果，改善企业内部的治理水平，从而帮助企业双管齐下地打破限制创新的桎梏，促进企业创新呢？

具体地，本文聚焦 2018 年央行发布的中期借贷便利（以下简称“MLF”）担保品扩容政策。该政策明确规定将不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，以及 AA+，AA 级公司信用类债券纳入担保品范围^②，为研究结构性货币政策对企业创新的影响效果和渠道提供了良好的实验环境。MLF 具有如下两大特点，一是，创新性地聚焦于调节担保品折扣率来对信贷量进行调控；央行将担保品的折扣率作为调控手段具有可行性和有效性，因为调节担保品的折扣率会增加目标企业资产的可质押性从而影响资产价值（Chen et al, 2023），因此折扣率的变动会影响企业的资产负债表（王永钦和吴娴，2019），从而实现调控作用。二是，创新型货币政策工具的开展需要以商业银行为依托；央行开展 MLF 操作的重要主体是商业银行，在实施过程中，“先贷后借”的模式使得中央银行更精准地把握货币政策“量”和“方向”的投入，同时能够更好地发挥银行主导型金融结构的最优资源配置作用。所以，相比于传统货币政策和财政政策，创新型货币政策工具更强调结构性、灵活性、更具市场化，可以在完善健全我国市场体制机制的同时引导信贷资源和金融服务流向战略新兴产业，更贴合新时代我国对货币政策的要求。

基于该场景，本文试图回答如下问题：第一，以担保品扩容政策为抓手，探究创新型货币政策工具是否会对企业的创新行为产生影响，即是否具有调节供给侧的效应^③？第二，此前文献对 MLF 担保品扩容政策传导机制的研究主要侧重于融资约束渠道，由于这一政策工具依赖于银行中介机构持有合格债券，那么当银行成为企业的债权人后，其监督作用是否可能通过“公司治理渠道”激励企业增加研发活动？上述问题的答案对于完善货币政策传导机制、深化金融体制改革、促进高水平社会主义市场经济体制都具有重要启示。

具体的，本文利用 2012 年至 2022 年 A 股上市公司的财务数据和专利权授予数据对上述问题进行了检验。首先，借助 MLF 担保品扩容这一外生政策冲击，本文利用双重差分方法，证实了创新型货币政策会对企业创新产生正向激励作用。其次，渠道分析显示，融资约束渠道和公司治理渠道均在创新型货币政策激励企业创新过程中发挥关键作用。MLF 担保品扩容政策一方面降低了企业发行债券的成本，缓解了企业的融资约束；另一方面，在银行债权人的监督作用下，显著改善了企业的公司治理环境，减少了委托代理成本，从而有助于企业创新。最后，异质性分析结果表明，创新型货币政策通过缓解融资约束显著促进了非国有企业和低信用评级企业的创新产出。而对于高信用评级企业和国有企业，其影响不显著。同时在银行垄断力量较强的地区，创新型货币政策通过强化银行监督作用显著提升了企业的创新产出。

本文的主要贡献如下：第一，丰富了有关结构性货币政策效果的相关研究。现有文献主要关注创新型货币政策在宏观层面“调结构”、在微观层面降低融资成本的效果。尚未有研究分析结

^① 像中国工商银行大同分行采取“疏”“管”结合的方式来管理贷款公司，以强化债权人监督作用；还有银行信贷助力海南自贸港企业分类分级服务和监管，通过搭建平台提升中小微企业贷款条件同时实现强化监管。

^② 此前，MLF 担保品仅包括国债、央行票据、国开行以及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债券。

^③ Baqaee et al. (2024) 分析了传统货币政策传导的供给侧渠道。他们认为正向的“需求冲击”伴随着内生的正向“供给冲击”，从而提高产出和生产率、降低通货膨胀并使菲利普斯曲线变平。

结构性货币政策与企业创新行为之间的关系，本文利用 MLF 担保品扩容政策这一外生冲击，基于专利权授予数据，首次分析了创新型货币政策对企业创新的影响，为我国现行货币政策工具的供给侧效应提供了实证支持；第二，本文强调了创新型货币政策影响创新的公司治理渠道。不同于既有文献发现的融资渠道，本文发现创新型货币政策不仅能够缓解企业的融资约束，而且能够显著地缓解管理层与股东之间面临的第一类代理冲突，从而双管齐下地提升企业的创新水平。该结果丰富了宏观货币政策对微观个体影响的研究；第三，本文的发现对创新型货币政策如何促进经济高质量发展具有一定的启示意义。党的二十届三中全会提出以“加快完善中央银行制度，畅通货币政策传导机制”为首的深化金融体制改革建议。2023 年末的中央金融工作会议也明确提出当前我国货币政策需要“在保持货币政策稳健性的基础上，必须加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度”。本文的研究表明，创新型货币政策工具对企业创新会产生促进作用，呼应了构建全面创新体制机制的战略需求，同时为国家进行货币政策改革方向的正确性提供了理论支撑。

本文后续的安排如下：第二部分围绕结构性货币政策工具、企业创新、债权人影响公司治理三方面文献进行了综述，并提出了本文的研究假说；第三部分详细阐述了本文的样本、变量以及模型设定；第四部分展示了实证结果；第五部分为进一步分析，具体研究了创新型货币政策促进企业创新的渠道；最后对本文研究结果进行总结，并提出政策建议。

二、文献综述与机制

（一）相关文献回顾

与本文研究最相关的文献主要包括如下三类：第一类文献阐述了创新型货币政策的有效性和作用机制。围绕创新型货币政策的担保品框架，当前的研究普遍认为创新型货币政策通过“抵押品”渠道，有效地降低了企业融资成本，放松了企业信贷约束（王永钦和吴娴，2019；黄振和郭晔，2021；Pelizzon *et al.*，2024）。另一类文献将研究进一步扩展到更宏观的层面，聚焦结构性货币政策对经济结构的调整效应。理论研究方面，彭俞超和方意（2016）论证了非对称地实施结构性货币政策更能兼顾经济稳定和产业结构升级，进而缓解经济中的结构性矛盾；实证研究方面，郭晔和房芳（2021）重点关注了绿色信贷企业，以央行担保品扩容政策作为准自然实验，发现央行担保品政策会降低绿色信贷企业融资成本，进而激励了企业绿色转型；战明华等（2023）结合理论和实证方法，论证了结构型货币政策对结构调整的正向影响。此外，邓伟等（2024）研究了中国的担保品框架，证实了拥有合格担保品的公司可以向其生产网络中的客户提供更多商业信用，从而增加了客户企业的投资和就业。

第二类文献聚焦于研究企业创新的影响因素。既有文献（Li，2011；张超和许岑，2022）认为公司治理和融资约束是影响企业创新的关键因素。首先，公司治理水平的高低会影响企业的创新投入和创新产出。具体的，如果企业缺乏内部有效的激励和监督机制，就会导致科研投入不足，最终影响研发成功率和成果转化率均偏低（张超和许岑，2022）；其次，融资约束也会限制企业的创新。与大规模生产等常规任务不同，创新活动涉及一个漫长的过程，充满不确定性，失败的可能性很高。如果企业资金紧张，那么就不会将资金分配到回报周期长、风险高的研发部门，甚至会中断研发。

第三类文献讨论了银行债权人对公司治理的影响。现有文献主要从事前配置资金、事中监督投资两个角度来论述银行在公司治理方面的优势。首先，银行相对于其他机构投资者来说更具有信息优势。银行作为债权人可以节约信息搜集成本，且银行花费成本获得的信息具有可重复使用

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

的性质 (Ma *et al.*, 2019)。因此银行一方面节约了贷款人与借款人匹配时的信息成本, 另一方面, 也可以避免重复监督活动。此外, 债权人角色本身在公司治理中就可以起到监督作用, 从而改善企业公司治理水平 (孟庆斌和刘岚溪, 2021)。

以往的相关文献丰富了我们对于创新型货币政策的效果及作用机制的理解。这些文献通过实证或理论分析的方法, 为创新型货币政策在降低企业融资成本、优化经济结构以及促进金融经济稳定发展等方面的作用提供了有力的支持。然而, 已有研究仅分析了这类政策在改善融资环境和引导资金流向特定行业或部门方面的作用, 未能回答以下关键问题: 当金融资源流向目标领域后, 是否能够迎合当前我国对科技创新的需求, 助力企业创新产出? 在商业银行等金融机构作为创新型货币政策重要参与主体的条件下, 这些参与者是否能够改善企业的公司治理环境, 从而进一步促进企业的创新产出? 这些问题都是本文需要后续回答的内容。

(二) 研究假说

MLF 担保品扩容政策通过纳入评级稍低但具有发展潜力的公司信用类债券, 能够为企业提供了更为灵活和多样的融资渠道。这一举措直接降低了企业的融资成本 (Pelizzon *et al.*, 2024), 使得原本因资金限制而难以充分投入研发和创新活动的企业, 现在能够拥有更多资源来推动技术创新和产品升级。同时, 担保品扩容政策通过使银行成为企业的债权人, 更好地发挥了银行的监督作用。由于银行更有效和专业的监督, 可以缓解企业管理层的代理问题, 从而促使企业合理配置资金, 将资金投入研发创新中 (Ma *et al.*, 2019)。综上所述, MLF 担保品扩容政策以其独特的优势和作用机制, 为企业创新产出提供了强有力的支持。在政策的推动下, 企业融资成本降低、公司治理改善, 从而最终促进企业创新产出的不断增加。基于此, 我们提出假说 1:

H1: MLF 担保品扩容政策会激励企业增加创新产出。

公司治理是影响企业创新决策的关键因素之一。在现代管理机制下, 由于所有权和管理权的分离, 以及信息不对称等因素, 所有者与管理者之间常常会产生委托代理问题, 这种代理问题会对企业创新产生负向影响。具体来说, 现有文献 (许荣和李从刚, 2019) 认为业绩压力和解雇风险导致管理层短视, 进一步使管理者对创新持消极态度。而创新型货币政策通过增强银行债权人的角色, 加强银行对企业的监督和约束, 进而对管理层的行为决策产生影响。相较于其他债权人而言, 银行在信息获取层面具有比较优势, 其能够获取到诸多其他投资者不可获取的私人信息, 从而切实有效地削减信息不对称的程度。此外, 银行还具有更强的监督能力, 其能够通过开展事前监督以及事后持续调查等一系列举措, 提升企业的治理能力 (Ma *et al.*, 2019)。基于此, 我们提出假说 2:

H2: MLF 担保品扩容政策通过提高企业的公司治理水平, 缓解企业的代理冲突, 从而激励企业提升创新产出。

融资约束也是阻碍企业创新的一个关键因素。MLF 担保品扩容政策促进企业创新的重要渠道之一就是降低企业债券融资成本, 缓解企业融资约束, 使得企业有更多可用资金投入研发部门。从直接融资的角度来看, MLF 担保品扩容政策降低了企业债券的发行利差, 从而鼓励了企业通过发行债券来筹集资金 (Pelizzon *et al.*, 2024)。从间接融资角度来看, 基于“抵押品渠道”纳入合格担保品范围的债券增加了对象企业的自有资金, 使得有融资约束的对象企业能够从银行获得更多贷款。由此, 担保品扩容政策通过直接融资和间接融资两个维度, 为企业创新活动提供了更多的融资支持, 从而促进了企业的创新产出。基于此, 我们提出假 3:

H3: MLF 担保品扩容政策通过缓解企业融资约束, 拓宽企业研发的资金来源, 从而促使企业增加创新产出。

三、研究设计

(一) 研究样本与主要变量说明

为了研究创新型货币政策对企业创新的影响，我们将 2018 年 6 月 1 日中国人民银行颁布的 MLF 担保品扩容政策——即将 AA，AA+ 信用级别的债券纳入合格担保品范围^①——视为一个外生冲击，并基于此开展双重差分检验。为了确保研究设计的外生性，我们首先筛选了在 2015 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 1 日期间内发行的公司信用类债券，并通过债券的发行人识别出相应的上市公司代码^②。接下来，根据中国证监会行业分类 2012 年版的行业分类标准，我们剔除了金融业和房地产业的上市企业样本，并且删除了在样本期间内被标记为 ST 或 *ST 的公司。经过筛选，最终样本包含了 6 004 个观测值，涉及 606 家上市公司。

实证设计中，由于担保品扩容政策仅改变了 AA，AA+ 级别债券的可质押性，所以本文将样本中发行了 AA 或 AA+ 级别债券的企业作为处理组，而其他企业则作为对照组，以便分析 MLF 政策担保品扩容对企业创新的具体影响。被解释变量和控制变量涉及的财务数据为 2012 年至 2020 年的年度数据，所有连续变量均进行左右 1% 的缩尾处理。其中，宏观经济层面的数据来源于国家统计局发布的《中国统计年鉴》，企业层面的数据来自 CSMAR 数据库、中国研究数据服务平台 (CNRDS) 和 Wind 数据库。

1. 被解释变量。本文的被解释变量是企业的创新水平。现有文献衡量企业的创新水平普遍采用两种指标：企业专利申请数量和企业专利授权数量。考虑到专利申请数量可能忽略了专利的质量因素，而专利授权数量能够更真实反映企业在技术创新方面的实际成就，因此本文选择企业专利授权数量作为创新水平的衡量指标。另外，由于从企业启动研发项目到其成果获得专利授权通常需要一段时间周期，所以参考现有研究企业创新的文献 (Gu *et al.*, 2020)，本文采用 $t+2$ 期而非 t 期的专利授予数量。数据来源为 CNRDS 数据库。

2. 核心解释变量。本文的核心解释变量为 $Treat$ 与 $Post$ 虚拟变量的交乘项。其中， $Treat$ 定义为受政策影响的企业，若上市公司在 2015—2018 年之间发行过 AA，AA+ 级别公司信用类债券， $Treat$ 取 1，在此期间未发行过 AA，AA+ 级别公司信用类债券则取 0； $Post$ 定义为担保品扩容政策的政策时点，在 2018 年之后 $Post$ 取 1，否则取 0。

3. 控制变量。本文的控制变量包括：资产回报率 (ROA)，定义为净利润除以总资产；企业规模 (Size)，定义为总资产加 1 的自然对数；资产负债率 (Lev)，定义为负债总额除以总资产；企业增长速度 (Growth)，定义为当期主营业务收入除以上一期主营业务收入减 1；城市人均生产总值 (GDPPerCapita)，定义为企业注册地所在城市人均 GDP 的自然对数；此外，本文还控制了企业 (Firm) 和年度固定效应 (Year)，年份固定效应用于控制如经济增长率的变化、利率的调整等随时间变化但不随企业变化的因素；企业固定效应用于控制与特定企业相关的、不随时间变化的因素，如行业地位、管理风格、企业文化等。

(二) 模型设定

为了考察创新型货币政策对企业创新的影响及其作用机制，本文采用双重差分法，以 2018 年 6 月 1 日央行发布的 MLF 合格担保品扩容政策为研究背景，通过比较政策对实验组和对照组

^① 具体政策详情见：https://www.gov.cn/xinwen/2018-06/03/content_5295885.htm

^② 为了排除企业可能是受到 MLF 担保品扩容冲击而发行债券，本文并没有将在 2018 年 6 月 1 日以后发行公司信用类债券的上市公司纳入最终样本，从而尽可能的保证研究设计的外生性。

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

的不同影响，识别因果关系。央行在 2018 年 6 月首次将 AA 和 AA+ 级别债券纳入合格担保品范围，一方面通过增加债券的可质押价值，降低企业债务融资成本缓解企业融资约束；另一方面，银行作为债权人进入企业后，通过公司治理渠道实现企业层面的资源优化配置，这两方面共同促进企业的创新产出。因此，MLF 担保品扩容政策为我们的实证设计提供了明确的实验组和对照组。

表 1 主要变量定义

英文名称	中文定义	变量度量方法
<i>Patent</i>	企业创新产出	专利授予数加 1 后取对数
<i>Treat</i>	MLF 担保品扩容政策对象企业	虚拟变量，在 2015—2018 年之间，发行过 AA、AA+ 级别公司信用类债券的上市公司取 1。在此期间未发行过 AA、AA+ 级别公司信用类债券的上市公司取 0
<i>Post</i>	MLF 担保品扩容政策	虚拟变量，2018 年之后取 1，否则取 0
<i>ROA</i>	资产回报率	净利润/总资产
<i>Size</i>	企业规模	总资产的自然对数
<i>Growth</i>	企业增长速度	当期主营业务收入/上一期主营业务收入-1
<i>Lev</i>	财务杠杆率	总负债/总资产
<i>GDPPerCapita</i>	城市人均生产总值	企业注册地所在城市的人均 GDP 的自然对数

为了确保政策的外生性和有效性，我们将处理组的选择区间控制在 2018 年之前。具体而言，将 2015 年至 2018 年间发行过 AA 或 AA+ 级别债券的企业作为处理组，而将同期未发行过 AA 或 AA+ 级别债券的企业作为对照组，以评估央行担保品扩容政策的效果。

本文采用双重差分方法研究 MLF 担保品扩容政策对企业创新产出的影响，具体实证模型如下：

$$Patent_{i,t+2} = \alpha + \beta_1 Treat_i \times Post_t + \gamma_i Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $Patent_{i,t+2}$ 表示个体 i 在时间 $t+2$ 被授予的专利数量。 $Treat_i$ 表示处理组企业的个体虚拟变量。如果个体 i 为处理组企业，则取值为 1，否则为 0。 $Post_t$ 表示 MLF 担保品扩容政策的时间虚拟变量。如果时间 t 在政策实施后，则取值为 1，政策实施之前取 0。 $Controls$ 表示一系列控制变量，包括：(1) 企业盈利能力 (ROA)、企业规模 ($Size$)、营业收入增长率 ($Growth$)、杠杆率 (Lev)，以及城市维度的人均 GDP ($GDPPerCapita$)。 μ_i 表示个体固定效应，用来控制个体维度不可观测的因素。 λ_t 表示时间固定效应，用来控制时间维度不可观测的因素。 $\epsilon_{i,t}$ 表示误差项。其中， β_1 是我们关注的测度政策效应的参数。

(三) 描述性统计

表 2 展示了本文主要变量的描述性统计。结果显示，企业专利授予数量 ($Patent$) 的中位数是 0.69，平均值是 1.46，表明专利授予数据存在一定的右偏性。样本内处理组企业比例为 41%。控制变量上，样本内企业的规模 ($Size$) 为 23.14，企业的杠杆率 (Lev) 为 54%，资产回报率 (ROA) 为 5%，企业增长率 ($Growth$) 为 15%。

四、实证结果

(一) MLF 担保品扩容政策对企业创新的影响的实证结果

本文首先检验 MLF 担保品扩容政策对企业创新产出的影响，结果如表 3 所示。其中，列

(1) 为不加控制变量和固定效应的回归结果。列 (2) 至 (3) 依次加入了企业层面控制变量和地区层面控制变量、企业固定效应和年份固定效应。列 (1) ~ 列 (3) 结果显示, $Treat \times Post$ 的系数均显著为正, 以第 (3) 列实证结果为例, 交乘项的回归系数为 0.154, 表明担保品扩容政策颁布后, 相对于对照组企业, 处理组企业 $Patent$ 增加了 15.4%。该结果表明, MLF 扩容政策的实施对企业进行研发有正向激励作用, 该结果证实了本文的假说 1。

表 2 描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$Patent$	6 004	1.46	1.70	0.00	0.69	8.01
$Treat$	6 004	0.41	0.49	0.00	0.00	1.00
$Post$	6 004	0.47	0.50	0.00	0.00	1.00
ROA	6 004	0.05	1.40	-0.87	0.03	108.37
$Size$	6 004	23.41	1.38	16.16	23.23	28.65
$Growth$	6 004	0.15	0.76	-0.97	0.09	41.46
Lev	6 004	0.54	0.17	-0.19	0.55	1.00
$GDPPerCapita$	6 004	2.50	0.04	2.39	2.50	2.58

表 3 基准回归: MLF 担保品扩容政策与企业创新产出

	$Patent_{i,t+2}$		
	(1)	(2)	(3)
$Treat \times Post$	0.148* (0.08)	0.141* (0.08)	0.154** (0.07)
$Treat$	-0.191 (0.13)	-0.150 (0.13)	
$Post$	-0.328*** (0.05)	-0.408*** (0.08)	
ROA		0.005 (0.00)	0.002 (0.00)
$Size$		0.180*** (0.06)	0.011 (0.05)
$Growth$		-0.033** (0.02)	0.009 (0.01)
Lev		-0.497 (0.32)	-0.263 (0.18)
$GDPPerCapita$		-0.477 (1.59)	-2.185 (3.07)
常数项	1.504*** (0.09)	-1.219 (4.10)	6.628 (7.63)
时间固定效应	否	否	是
企业固定效应	否	否	是
观测值	5 379	5 379	5 370
R^2	0.008	0.025	0.768

说明:***、**和*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平, 括号中为稳健标准误。下表同。

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

（二）平行趋势检验

接下来，本文对双重差分模型的平行趋势假设进行检验，回归模型如式（2）所示，被解释变量与主回归一致，即 $Patent_{i,t+2}$ ，表示个体 i 在时间 $t+2$ 被授予的专利数量。与过往文献的做法一致，本文以政策的前一年（2017年）作为基准，将 $Treat \times Post$ 替换为一系列年份虚拟变量与 $Treat$ 的交互项。变量 $Treat \times Post$ 系数的变化反映处理组和对照组企业创新产出相较于基期的差异，回归系数的显著性水平设置在 95%。如果双重差分设定满足平行趋势假设，则核心变量的系数在政策时点以前不显著异于零，即处理组与对照组在事前没有显著差异、具有平行趋势。

$$Patent_{i,t+2} = \alpha + \sum_{i=1}^7 \beta_i Treat_i \times Post_t + \gamma_j Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

图 1 展示了式（2）的回归结果。回归结果显示，在政策发生前的所有年份， $Treat \times Before$ 的系数均不显著，也就是说在政策实施之前处理组和对照组企业研发行为无显著差异，表明满足平行趋势假设；政策实施后 $Treat \times After$ 普遍显著为正，表明 MLF 担保品扩容政策实施对于之前持有新增合格担保品的企业更有效，创新型货币政策能够显著增加这类企业的创新产出。

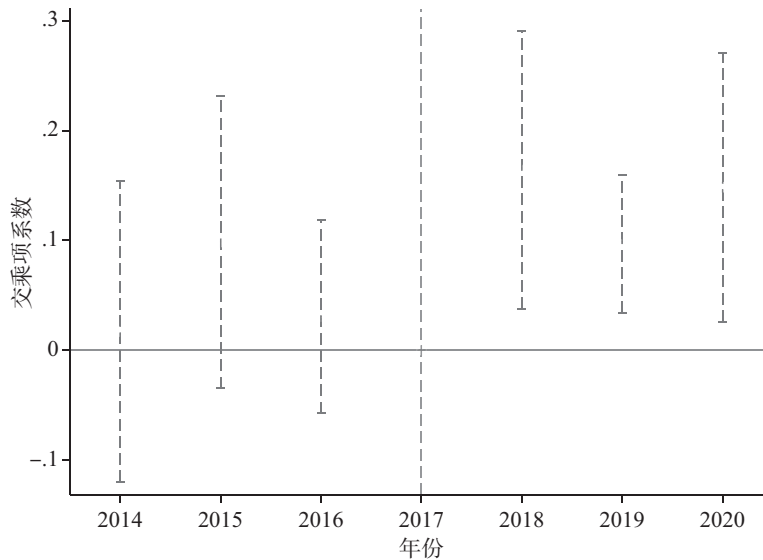


图 1 平行趋势图

（三）稳健性检验

为了进一步确保基准回归结果的稳健性，本文进行了以下检验。限于篇幅，未展示稳健性检验的回归结果。

1. 替换被解释变量。关于企业研发创新产出的度量指标，目前文献中较常见的做法是根据企业披露的专利申请数量、专利授予数量、研发投入占比等指标度量研发创新水平。前文我们以 $t+2$ 期的专利授予数量作为度量指标进行了回归，稳健性检验中我们使用企业的专利申请数和研发支出占比作为企业创新活动的代理变量，对 MLF 担保品扩容政策与企业创新活动之间的关系进行稳健性检验。其次，为了更加准确地体现企业对于实用性创新的投入，进一步采用实用专利授予数量进行回归分析。再次，为了排除主回归中考虑两年后的创新产出周期偏长，我们还补充了使用 $t+1$ 期的创新产出的结果。最后，为了更好的观察政策效果的整体趋势，我们以 $t+3$ 期

的专利授予数量作为度量指标进行了回归。其中，将被解释变量更换为专利申请数量、研发投入占比、 $t+1$ 期的专利授予数量、实用专利授予数量的结果都是显著的。对于 $t+3$ 期，交乘项的系数为0.073，虽然该系数不显著，但呈现正值。

2. 为了进一步排除对照组与处理组可能的差异对企业创新带来的影响，本文实施了倾向得分匹配和广义DID。首先，为了排除由于企业自身特征差异而导致政策发生前后创新产出存在显著差异的可能，本文根据政策实施前2017年企业特征（ROA, Size, Growth, Lev）采用卡尺值为0.05的半径匹配，计算了匹配倾向得分，并对样本进行匹配，在保证处理组和对对照组企业样本在关键特征上不存在显著差异后，采用PSM-DID方法进行检验。其次，为了剔除债券发行规模对结果影响，用企业在2015年—2018年之间各类信用等级的债券发行量替代Treat变量来进行回归，以检验政策是否对事前发行更多AA、AA+级债券的企业有更明显的促进作用。由于这种构建方法考虑了样本所受冲击的程度，所以可以一定程度上缓解对照组和处理组之间差异的问题。

3. 面板泊松回归。对于被解释变量，本文通过专利数加1再取对数的方式对数据进行了处理，但是因为取对数操作会改变原始数据分布形态，影响统计方法适用性；同时，在经济意义解释上，取对数后的被解释变量经济意义变得模糊。为了排除解释变量取对数以后对研究结果产生的影响，本文进一步采用面板泊松回归来进行稳健性检验，结果进一步确保了本文结论的稳健性。

4. Heckman两步法。为了进一步排除样本选择偏误的可能性，本文采用了Heckman两步法，引入了IMR（被解释变量的缺失率）作为工具变量。

5. 安慰剂检验。为了进一步排除其他政策以及不可观测的企业特质的影响，本文通过对冲击时间和受影响企业进行随机抽样，绘制了500次随机抽样模拟所得估计系数的分布图。

进行以上稳健性检验后，检验结果与前文结果基本一致，进一步支持了本文的研究假设，证明了本文研究结论的可靠性。

五、进一步分析

MLF担保品扩容政策对企业创新的促进作用主要通过如下两个渠道实现：第一，央行首次接受AA, AA+级别的债券作为MLF的合格担保品，扩大了合格担保品的范围，增加了企业的融资可得性，促进了企业的创新产出，本文称之为“融资约束渠道”；第二，央行以商业银行为依托开展的MLF操作增加了银行持有企业债券的可能性，商业银行作为债权人持有企业债券，对企业产生了监督作用。银行的监督作用有利于企业公司治理环境改善，降低企业内部的代理冲突，提升企业的创新产出，本文称其为“公司治理渠道”。

既有文献已经为融资约束渠道提供了大量的证据支持，但在公司治理渠道方面却鲜有深入的研究。下文将通过分析MLF担保品扩容政策如何通过改善公司治理环境以及缓解企业的融资约束来促进企业创新，从而更加全面地理解创新型货币政策的微观效果。

（一）公司治理渠道

MLF担保品扩容政策是央行以合格担保品持有人为基础展开的投放流动性的活动。由于银行是最重要的合格担保品的持有人，因此在担保品扩容政策以后，与对照组相比，处理组企业的债权人中商业银行的比例会显著增加。鉴于银行强有力的监督能力，企业的公司治理水平会显著改善，代理冲突随之降低，从而导致企业的创新产出会显著增加。

现有文献主要将代理问题区分为两类：第一，股权结构高度分散条件下，所有权和经营权的

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

分离产生了股东与管理层间的第一类代理问题。第二，除了英美等国公司的股权结构较为分散之外，大多数国家普遍存在控股大股东，这导致了大股东与中小股东之间的第二类代理问题。在 MLF 担保品扩容的场景下，银行作为债权人，其公司治理效应应主要体现为缓解第一类代理问题（即股东与管理层间的代理冲突），而对缓解第二类代理问题（即大股东和中小股东之间的代理冲突）的效果并不明显。

为了度量第一类委托代理成本，本文主要采用三个指标作为第一类委托代理成本的代理变量，分别为高管超额薪酬（*Overpay*）、福利费用率（*Perks*）、资产周转率（*Turnover*）。首先，参考现有文献（Core *et al.*，2008；权小锋等，2010），本文用高管超额薪酬来衡量第一类委托代理成本，即管理层的实际薪酬与预期高管正常薪酬之间的差额。计算超额薪酬（*Overpay*）的回归模型如式（3）所示：

$$\begin{aligned} \ln pay_{i,t} = & ROA_{i,t-1} + Size_{i,t} + IA_{i,t} + Own_{i,t} + Sratiol_{i,t} + indep_{i,t} + Dual_{i,t} \\ & + Central_{i,t} + West_{i,t} + Lnareawage_{i,t} + Industry_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

其中，*IA* 为无形资产与总资产之比；*Own* 为所有制属性，若企业为国有控股则取值 1，非国有控股取值 0；*Sratiol* 为第一大股东持股比例；*indep* 为独立董事占比；*Dual* 为董事长与总经理是否为两职合一，若企业为“两职合一”时取 1，否则取 0；*Central* 和 *West* 为区域虚拟变量，根据国家统计局官网的划分标准，公司注册地址所在省份若为中部则 *Central* 为 1，若为西部则 *West* 为 1；*Lnareawage* 为上市公司所处地区城镇职工平均工资的自然对数。对式（3）进行回归，取其残差值衡量高管的超额薪酬（*Overpay*）。该指标越高，表明代理问题愈发严重。

其次，本文参考 Gu *et al.*（2020）的研究，根据财务报表中披露的明细科目将有关支出筛选并进行加总，通过总结五类现金支出^①得出高管福利费用，再用企业的总资产对高管的福利费用进行标准化得到福利费用率（*Perks*）。福利费用率（*Perks*）能够衡量管理层对包括在职消费在内的实物消费所带来的代理成本，该指标越高，代理问题愈发严重。

最后，本文还将资产周转率（*Turnover*）作为衡量代理成本的重要指标，资产周转率（*Turnover*）等于主营业务收入与公司总资产的比值，其能够衡量对于管理层不努力工作而导致的代理成本的控制效率。指标越低，代表代理问题愈发严重。

MLF 担保品扩容对第一类代理成本影响的回归结果如表 4 所示。首先，列（1）的数据显示，*Treat*×*Post* 的系数为 -0.028，并且在 10% 的显著性水平下显著，也就是说，政策发布后处理组比对照组超额薪酬（*Overpay*）平均降低了 2.8%，这表明 MLF 担保品扩容政策显著地降低了处理组企业的第一类代理成本。列（2）回归结果显示，政策发布后处理组比对照组福利费用率（*Perks*）降低了 0.1%，并且在 5% 的显著性水平下显著，意味着担保品扩容政策发布之后相较于控制组企业来说，显著地降低了处理组企业高管津贴。列（3）的结果显示，*Treat*×*Post* 的系数为 0.053，并且在 1% 的显著性水平下显著，表明政策实施后，处理组企业的资产周转率有了显著的提升。上述结果均表明，MLF 担保品扩容政策后企业的第一类委托代理问题得到了显著的缓解，支持了本文的假说 2。

^① 根据财务报表附注中的明细科目，我们将与以下支出有关的科目筛选出来进行加总，计算得出福利费用。相关费用包括：旅行费用、酒店和住宿费用、所有娱乐和课外活动费用（包括俱乐部、酒吧和餐饮场所）、与车辆相关的所有费用（包括汽油、司机、维修、以及过路费和杂费）、医疗补助及医疗费、养老费、住房补贴、搬迁费、出国培训等教育费用、办公费、董事会费、通讯费、会议费。

表 4 MLF 担保品扩容对第一类代理成本的影响

	AgencyCost		
	Overpay	Perks	Turnover
	(1)	(2)	(3)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.028* (0.02)	-0.001** (0.00)	0.053*** (0.02)
<i>ROA</i>	1.851*** (0.31)	0.001* (0.00)	-0.159*** (0.04)
<i>Size</i>	-0.050** (0.02)	-0.001*** (0.00)	0.043*** (0.01)
<i>Growth</i>	-0.016 (0.03)	-0.000 (0.00)	-0.034*** (0.01)
<i>Lev</i>	-0.012 (0.07)	0.000 (0.00)	0.023 (0.05)
<i>GDPPerCapita</i>	5.253*** (0.86)	-0.008 (0.01)	-2.121*** (0.66)
常数项	-11.959*** (2.27)	0.043 (0.03)	4.905*** (1.67)
年份固定效应	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
观测值	5 217	4 331	5 355
R^2	0.644	0.760	0.775

第二类代理成本聚焦于大股东与中小股东之间的代理问题，由于企业中大股东可能采取多种非公平手段进行隧道行为来提取私有收益、掠夺中小股东的利益，尤其是通过关联交易，因此本文参考以往文献（姜国华和岳衡，2005）采用两个指标作为第二类代理成本的代理变量。首先，将大股东占用资金（*ORECTA*）定义为其他应收款除以总资产来作为第二类代理成本的代理变量，大股东占用资金越多，企业中的第二类代理问题越严重；其次，本文通过计算发生在上市公司与控股股东及其母、子公司之间的侵占型关联交易，采用侵占型关联交易发生额除以当期营业收入得到大股东隐性利益侵占比例（*Holder _ Invade*），作为第二类代理成本的另一个代理变量。回归结果表明创新型货币政策对于缓解大股东与中小股东之间的代理问题没有显著效果，符合我们上文的分析^①。

（二）融资约束机制

下文我们将对 MLF 担保品扩容通过融资约束渠道促进企业创新的论证进行实证检验。本文采用两类指标来度量债务融资成本。首先是利用企业财报中披露的“利息费用”科目来度量企业的债务融资成本；其次，除了利息成本，企业债务融资成本还应包括手续费等其他成本支出，因此我们综合考虑了利息支出、手续费支出和其他财务费用来衡量企业的债务融资成本。两类方法下，可以构建四个指标来衡量企业的债务融资成本，分别为利息支出占借款的比例（*int _ loan*）、利息支出占总负债的比例（*int _ liability*）、净财务费用占借款的比例（*netexp _ loan*）

^① 限于篇幅，未展示关于第二类代理成本的回归结果。

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

和净财务费用占总负债的比例 (*netexp_liability*)^①。

表 5 的列 (1) 至列 (4) 展示了分别采取债务融资成本的不同度量指标作为代理变量来进行回归的结果。可以看到，在所有回归结果中交乘项系数 (*Treat* × *Post* 的系数) 均为负。这也意味着，MLF 担保品扩容政策会显著降低企业的债务融资成本。以列 (1) 为例，*Treat* × *Post* 的系数为 -0.002，表明政策颁布以后相较于控制组，处理组债务融资成本下降了 0.2%。也就是说，在 MLF 担保品扩容政策实施后，处理组企业的债务融资成本显著降低。

表 5 MLF 担保品扩容对企业债务融资成本的影响

	<i>Debt financing costs</i>			
	<i>netexp_liability</i>	<i>int_liability</i>	<i>netexp_loan</i>	<i>int_loan</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.002** (0.00)	-0.002** (0.00)	-0.026*** (0.01)	-0.024*** (0.01)
<i>ROA</i>	-0.007*** (0.00)	-0.006*** (0.00)	-0.052 (0.04)	-0.092*** (0.03)
<i>Size</i>	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.004 (0.01)	0.004 (0.00)
<i>Growth</i>	-0.001** (0.00)	-0.001*** (0.00)	-0.013*** (0.00)	-0.013*** (0.00)
<i>Lev</i>	0.054*** (0.00)	0.051*** (0.00)	0.162*** (0.02)	0.158*** (0.02)
<i>GDPPerCapita</i>	-0.157*** (0.04)	-0.142*** (0.03)	-0.866*** (0.26)	-0.825*** (0.23)
常数项	0.382*** (0.09)	0.343*** (0.08)	2.153*** (0.67)	2.039*** (0.59)
年份固定效应	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
观测值	5 323	5 323	4 209	4 205
<i>R</i> ²	0.412	0.489	0.428	0.435

进一步的，本文还构建了度量融资约束的 *KZ* 指标和 *FC* 指标，并使用分组回归的方式对融资约束渠道进行检验。对于 *FC* 指标，本文参考顾雷雷等 (2020) 构建了包含企业规模和年龄的 *FC* 指标来度量企业的融资约束。具体计算如下：(1) 按年度对公司的规模、年龄及现金股利支付率这三个变量进行标准化处理，依据标准化后的变量均值对上市公司进行排序 (升序)，排名低于 33% 分位点的公司被视为高融资约束组 (*QUFC* = 1)，而排名高于 66% 分位点的公司则被视为低融资约束组 (*QUFC* = 0)；(2) 用各变量进行 *Logit* 回归，以估计各年度内公司的融资约束发生概率 *P*，并将其定义为融资约束指数 *FC*。具体计算公式如下：

$$P(QUFC = 1 | Z_{i,t}) = e^{Z_{i,t}} / (1 + e^{Z_{i,t}}) \quad (4)$$

① 考虑到基准利率变化对企业债务成本的影响，本文还在考虑基准利率的情况下，计算了企业的超额利息支出，并用此作为企业债务成本的衡量指标。剔除基准利率变化以后的回归结果与前文具有一致性。限于篇幅，未展示基准利率变化以后的回归结果。

$$Z_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 size_{i,t} + \alpha_2 lev_{i,t} + \alpha_3 (CASHDIV/ta)_{i,t} + \alpha_4 MB_{i,t} + \alpha_5 (NWC/ta)_{i,t} + \alpha_6 (EBIT/ta)_{i,t} \quad (5)$$

其中, $size$ 表示企业资产规模, 总资产的自然对数; lev 表示企业财务杠杆率; $CASHDIV$ 表示公司当年发放的现金股利; MB 表示企业市账比, 等于市场价值/账面价值; NWC 为净营运资本, 等于营运资本—货币资金—短期投资, $EBIT$ 为息税前利润; ta 为总资产。 FC 和 KZ 指标作为上市公司融资约束的替代变量, 数值越大, 表明公司的融资约束问题越严重。

然后, 我们以 FC 和 KZ 指标的中位数对样本进行划分, 并进行了分组回归, 发现在高融资约束企业的样本中, 政策对企业创新产出有显著的正效应。而在低融资约束企业中, 政策对其影响并不显著。上述结果再次验证了本文的假设 3, 证实了融资约束渠道。^①

(三) 异质性分析

为了研究创新型货币政策对不同企业创新行为的异质性影响, 本文根据企业的所有制性质、企业的信用评级、银行竞争度以及政策冲击前银企关系强度进行了分组检验^②。

1. 企业所有制性质。文献中普遍认为国有企业面临更小的融资约束, 如果融资约束渠道成立, 创新型货币政策对企业创新的促进作用应该在国有企业中不显著, 而在非国有企业分组中显著。表 9 的分组回归结果验证了该猜测。

2. 企业信用等级。企业的信用等级越高融资约束越小, 如果本文假说成立, 那么创新型货币政策对企业创新产出的促进效果应该在信用等级较低的分组中更显著。

3. 银行集中度。本文认为银行集中度越高意味着银行参与治理的意愿越强。一方面, 高银行集中度意味着银行更强的垄断能力, 其会有更强的监督作用; 另一方面, 现有文献表明银行竞争与银行监督意愿在一定情况下存在负相关关系。理论文献中有学者认为 (Allen & Gale, 2004) 竞争激烈的银行从与借款人的关系中获得的信息租金更少, 从而降低了监督借款人的动机。

因此创新型货币政策对企业创新的促进作用应在银行集中度越高的地区越显著。本文以银行集中度指标 (HHI) 的中位数为依据进行分组回归, 为公司治理机制提供进一步的支撑。表 6 的回归结果显示, 在担保品扩容政策颁布后, 高银行集中度地区的上市公司, 其在政策后显著提升了其创新产出, 而在低银行集中度地区的地区, 政策效果并不显著。该结果再次证实了公司治理渠道。

4. 政策冲击前银企关联强度。本文提出的公司治理渠道是指, 在政策冲击后, 银行更多地持有企业发行的债券, 其作为债权人加强了对企业的监督, 提升了企业的公司治理水平, 从而最终提高了企业的创新产出。由于无法获得企业债券的持有人数据, 本文从政策冲击前银企关联强度视角出发, 对本文的公司治理渠道进行进一步验证。具体来说, 若政策冲击之前公司的银行贷款占比 (即银行贷款与企业负债总计的比值) 越高, 便意味着该企业与银行之间的关系更为紧密, 担保品扩容政策后, 其发行的合格担保品债券更有可能被银行持有。因此, 本文以政策冲击前企业银行贷款占比的高低进行分组, 我们猜测, 政策冲击前银行贷款占比高于中位数的企业, 担保品扩容政策对其创新的促进作用应该更加明显, 而对于政策冲击前银行贷款占比低于中位数的企业, 政策效果可能不够明显。表 6 的回归结果支持了我们的猜测, 进一步验证了公司治理机制。

^① 限于篇幅, 未列示基于 FC 和 KZ 指标的分组回归结果。

^② 限于篇幅, 未列示企业的所有制性质、企业的信用评级的分组检验结果。

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

表 6 异质性分析——银行集中度和政策冲击前银企关联强度

	<i>Patenti, t+2</i>			
	高银行集中度	低银行集中度	政策冲击前银行贷款 中位数以上的企业	政策冲击前银行贷款 中位数以下的企业
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.261*** (0.07)	-0.036 (0.06)	0.123* (0.06)	0.126 (0.08)
<i>ROA</i>	-0.003 (0.01)	-0.023 (0.09)	-0.049 (0.07)	0.699* (0.39)
<i>Size</i>	-0.082 (0.05)	0.034 (0.05)	0.001 (0.05)	0.022 (0.06)
<i>Growth</i>	0.015 (0.02)	0.018 (0.02)	0.073 (0.06)	0.005 (0.01)
<i>Lev</i>	-0.405** (0.20)	-0.506*** (0.19)	-0.429** (0.18)	0.010 (0.22)
<i>GDPPerCapita</i>	1.312 (2.56)	-7.158** (3.57)	-3.564 (2.79)	3.032 (4.22)
常数项	0.298 (6.42)	18.954** (9.05)	10.433 (6.89)	-6.642 (10.79)
年份固定效应	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
观测值	2 405	2 341	2 621	1 988
<i>R</i> ²	0.827	0.886	0.821	0.835

六、总结和 policy 建议

在我国经济高质量发展的进程中，企业创新扮演着至关重要的角色。本文聚焦于货币政策，特别是创新型货币政策工具对企业创新所产生的影响展开深入探索。具体而言，以 MLF 担保品扩容政策这一外生事件为切入点，运用双重差分模型，通过对比债券担保品性质出现变化的企业在政策前后创新产出方面的差异，展开了多维度的分析。其一，探讨创新型货币政策对目标企业创新产出的影响情况。其二，针对 MLF 担保品扩容政策影响企业创新的潜在作用渠道进行剖析，借助代理成本指标、债务融资成本指标以及融资约束指标等，细致考察该政策给企业带来的微观层面影响。

经研究，本文得出以下结论：首先，在央行实施 MLF 担保品扩容政策之后，企业的创新产出呈现出显著增加的态势。这一现象表明该政策在推动企业创新方面发挥了积极且有效的作用，为企业创新活动注入了强大动力，从实际数据层面验证了创新型货币政策与企业创新产出之间的正向关联。其次，考虑到 MLF 政策在实施过程中高度依赖银行机构投资者参与这一特性，担保品扩容政策展现出了独特的影响机制。一方面，它能够强化银行作为债权人的监督作用，使得企业在经营决策过程中更为注重长期战略规划，并加大对研发投入的力度。这种监督作用犹如一只“无形的手”，引导企业着眼长远发展，避免短期行为，从而为创新活动营造良好的内部治理环境。另一方面，更为直观的是，MLF 担保品扩容政策能够切实降低企业的债券发行成本，为企业开展研发活动提供充足且稳定的资金支持。这两个渠道相互配合、协同发力，共同推动了企业

创新产出的稳步增长，也进一步揭示了该政策影响企业创新的内在逻辑与作用路径。最后，创新型货币政策对企业创新产出的促进作用在不同类型的企业中呈现出明显的异质性。具体来看，对于非国有企业以及低信用评级企业而言，创新型货币政策发挥了关键作用，通过有效缓解企业面临的融资约束难题，使其创新产出得到更为显著的提升。这体现出该政策在助力这类相对处于弱势地位的企业突破资金瓶颈、激发创新活力方面的独特价值。而在银行集中度较高的地区，以及那些在政策冲击前就与银行有着更为紧密借贷关系的企业中，创新型货币政策则借助强化银行作为债权人的监督作用，更为有效地提升了企业的创新产出。这从侧面有力地印证了“公司治理”和“融资约束”这两个机制在整个影响过程中所发挥的重要作用，也为后续针对不同企业特性精准施策提供了有力的现实依据。

基于以上研究结果，我们提出以下政策建议：其一，鉴于 MLF 担保品扩容政策能够对目标企业的创新活动形成显著的正向激励，这充分验证了创新型货币政策在实施过程中，的确会对实体经济产生积极影响。在此基础上，对于政策制定者而言，应当充分认识到创新型货币政策工具在推动企业创新方面的积极作用，进一步完善并合理运用此类政策，根据不同地区的银行集中度以及不同企业的性质、信用评级等特征，精准调整政策实施的力度与方向，以最大程度地发挥其对企业创新产出的促进作用，助力更多企业在创新发展道路上稳步前行，进而为我国经济高质量发展提供坚实的微观基础。同时，促进创新型货币政策与现有的产业政策等宏观经济政策的协调配合，通过多种途径为企业提供更充足的资金支持，让企业能够在创新过程中有更雄厚的资金保障，以更低成本获取发展所需资金，进而充分激发企业的创新活力，全方位推动经济朝着创新驱动的方向蓬勃发展，为经济增长注入源源不断的新动力。

其二，由研究可知，MLF 担保品扩容政策发挥其创新效应的关键途径之一，便是依托银行债权人的治理机制。这一事实有力地证明了在我国当前以银行为主导的金融结构大背景下，强化银行监督角色极具必要性。为此，银行部门需要从多维度加强对相关政策的执行力度，并切实履行好对企业的监督职责。一方面，银行要建立健全政策执行的全流程跟踪与评估机制，确保各项政策能够精准、高效地落地实施，避免出现执行偏差或失误；另一方面，要持续优化对企业监督的方式方法，充分运用数字化等先进手段，全面、及时地掌握企业经营与创新活动情况，保障政策能够实实在在地在微观主体层面发挥出应有的有效性，让政策红利真正惠及广大企业，助力企业创新发展。

其三，考虑到企业的公司治理水平会对其创新行为产生深刻影响，所以要推动我国经济实现高质量发展，不能仅仅着眼于强化银行监督这一单一维度，从根本上来说，还需要进一步全方位提升企业的治理水平。对此，政府及监管部门应当积极作为，加大对企业治理的监督与指导力度。比如，通过制定更为细致、严格的企业治理准则和规范，引导企业完善内部治理结构，建立科学合理的决策机制以及有效的激励约束机制等。促使企业在经营过程中更加注重长期战略规划的制定与实施，引导企业主动加大对创新活动的投入力度，以此提升企业的创新产出，增强企业在市场中的核心竞争力。

参考文献

- 邓伟、杨红霞、刘冲，2024：《央行担保品政策如何支持实体经济？——基于商业信用的视角》，《管理世界》第2期。
- 顾雷雷、郭建鸾、王鸿宇，2020：《企业社会责任、融资约束与企业金融化》，《金融研究》第2期。
- 郭晔、房芳，2021：《新型货币政策担保品框架的绿色效应》，《金融研究》第1期。
- 黄振、郭晔，2021：《央行担保品框架、债券信用利差与企业融资成本》，《经济研究》第1期。

彭俞超等：创新型货币政策能否促进企业创新？

- 姜国华、岳衡，2005：《大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究》，《管理世界》第9期。
- 鞠晓生、卢荻、虞义华，2013：《融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性》，《经济研究》第1期。
- 李文贵、余明桂、钟慧洁，2017：《央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效》，《管理世界》第8期。
- 刘冲、庞元晨、刘莉亚，2022：《结构性货币政策、金融监管与利率传导效率——来自中国债券市场的证据》，《经济研究》第1期。
- 鲁桐、党印，2014：《公司治理与技术创新：分行业比较》，《经济研究》第6期。
- 孟庆斌、刘岚溪，2021：《商业银行竞争与公司盈余管理》，《经济理论与经济管理》第5期。
- 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。
- 权小锋、吴世农、文芳，2010：《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》，《经济研究》第11期。
- 王永钦、吴炯，2019：《中国创新型货币政策如何发挥作用：抵押品渠道》，《经济研究》第12期。
- 许荣、李从刚，2019：《院士（候选人）独董能促进企业创新吗——来自中国上市公司的经验证据》，《经济理论与经济管理》第7期。
- 战明华、李帅、吴周恒，2023：《中国结构性货币政策的有效性——基于金融加速器边际效应的理论和实证研究》，《中国社会科学》第11期。
- 张超、许岑，2022：《产权性质、资本结构与企业创新》，《经济理论与经济管理》第3期。
- Adelino, M., M. A. Ferreira, M. Giannetti, and P. Pires, 2023, "Trade Credit and the Transmission of Unconventional Monetary Policy", *The Review of Financial Studies*, 36 (2): 775 - 813.
- Allen, F., and D. Gale, 2004, "Competition and Financial Stability", *Journal of Money, Credit and Banking*, 36 (3): 453 - 480.
- Baqae, D. R., E. Farhi, and K. Sangani, 2024, "The Supply-Side Effects of Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, 132 (4): 1065 - 1112.
- Chen, H., Z. Chen, Z. He, J. Liu, and R. Xie, 2023, "Pledgeability and Asset Prices: Evidence from the Chinese Corporate Bond Markets", *The Journal of Finance*, 78 (5): 2563 - 2620.
- Core, J. E., W. Guay, and D. F. Larcker, 2008, "The Power of the Pen and Executive Compensation", *Journal of Financial Economics*, 88 (1): 1 - 25.
- Gu, L., X. Ni, Y. Peng, and H. Zhang, 2020, "Entry of Foreign Banks, State Ownership, and Corporate Innovation", *Pacific-Basin Finance Journal*, 61: 101340.
- Li, D., 2011, "Financial Constraints, R&D Investment, and Stock Returns", *The Review of Financial Studies*, 24 (9): 2974 - 3007.
- Ma, Z., D. Stice, and C. Williams, 2019, "The effect of bank monitoring on public bond terms", *Journal of Financial Economics*, 133 (2): 379 - 396.
- Pelizzon, L., M. Riedel, Z. Simon, and M. G. Subrahmanyam, 2024, "Collateral Eligibility of Corporate Debt in the Eurosystem", *Journal of Financial Economics*, 153: 103777.

(责任编辑：李振新)

Innovative Monetary Policy and Corporate Innovation: A Dual Perspective of Financing and Governance

PENG Yuchao^{1,2} GAO Yiting¹ ZHU Feifei¹

(1. School of Finance, Central University of Finance and Economics;
2. Belt & Road Finance Institute, Central University of Finance and Economics)

Summary: In the process of China's high-quality economic development, enterprise innovation plays a vital role. This paper focuses on exploring the impact of monetary policies, especially innovative monetary policy tools, on enterprise innovation. Specifically, taking the exogenous event of the expansion of the collateral for the Medium-term Lending Facility (MLF) as an entry point, and using the difference-in-differences model, it conducts a multi-dimensional analysis by comparing the differences in the innovation output of enterprises whose bond collateral nature has changed before and after the policy implementation.

Based on the research, this paper draws the following conclusions: Firstly, after the central bank implemented the policy of expanding the collateral for the MLF, the innovation output of enterprises has shown a significant increase. This phenomenon indicates that this policy has played a positive and effective role in promoting enterprise innovation, injecting strong impetus into enterprise innovation activities, and verifying the positive correlation between innovative monetary policies and enterprise innovation output from the perspective of actual data.

Secondly, considering the characteristic that the implementation of the MLF policy highly depends on the participation of bank institutional investors, the expansion of the collateral policy demonstrates a unique impact mechanism. On the one hand, it can strengthen the supervisory role of banks as creditors, making enterprises pay more attention to long-term strategic planning in the process of business decision-making and increasing their investment in research and development. This supervisory role is like an "invisible hand", guiding enterprises to focus on long-term development and avoid short-term behaviors, thus creating a favorable internal governance environment for innovation activities. On the other hand, more intuitively, the expansion of the MLF collateral policy can effectively reduce the bond issuance costs of enterprises and provide sufficient and stable financial support for enterprises to carry out research and development activities.

Finally, the promoting effect of innovative monetary policies on enterprise innovation output shows obvious heterogeneity among different types of enterprises. Specifically, for non-state-owned enterprises and those with low credit ratings, innovative monetary policies have played a crucial role. By effectively alleviating the financing constraint problems faced by enterprises, they have significantly enhanced the innovation output of these enterprises. This reflects the unique value of this policy in helping such relatively disadvantaged enterprises break through the capital bottleneck and stimulate innovation vitality. In regions with a high concentration of banks and among enterprises that had a closer borrowing relationship with banks before the policy shock, innovative monetary policies can more effectively enhance the innovation output of enterprises by strengthening the supervisory role of banks as creditors.

Key words: Medium-term Lending Facility (MLF); corporate innovation; financing constraints; corporate governance