

《企业融资模式、金融市场安全性及其变动特征》 评阅书及作者修改说明

发表信息

吴世农, 陈韞妍, 吴育辉, 汪金祥. 企业融资模式、金融市场安全性及其变动特征[J]. 中国工业经济, 2021, (8):37-55.

外审意见 1 及作者修改说明

文章采用明斯基提出的融资分类方法对企业的融资风险进行度量, 并构建金融安全性指数 (Financial Security Index) 度量了股票市场和债券市场的整体风险, 选题具有一定的意义。但是, 文章给人的整体感觉就是用一套方法对企业的融资类型进行了计算和分类, 并开展了一些简单的统计分析, 感觉尚未能提供足够有价值的信息。因此, 文章在研究内容上仍有较大的改进空间。

十分感谢审稿人所提出的宝贵建议! 这些建议有助于我们改进本文的理论和实证分析, 并显著地提升了本文的质量。我们针对您提出的每个问题逐一回复如下:

1. 文章中的核心内容, 是通过企业的财务指标, 测算其融资 (财务) 风险。从作者的文献回顾也可以看出, 在以往的研究中, 不同的研究者在对企业的融资类型进行分类时, 采用的财务指标差异很大, 这必然也导致测算结果存在差异。这些不同的测算方法导致的测算差异有多大? 有没有足够的证据支持作者选择目前采用的这一测算方法, 作者采用的这一测算方法是否真的能够将不同风险的企业区分出来? 作者能否对这些问题先进行更深入阐述。

回复: 第一, 如您所言, 在以往的研究中, 不同的学者在对企业融资类型进行分类时, 采用的财务指标存在一定的差异, 主要是两方面原因引起的: 一是各国的企业财务报表项目设置有所不同, 编制口径不完全一致; 二是学者们对于资金来源和资金需求的定义不同。本文对于企业融资类型的划分的理论基础源自 Minsky (1957, 1974, 1986) 的思想, 即衡量企业的现金流入是否能够满足其付息还本的基本需求。西方学者在以明斯基理论为基础进行企业融资类型划分时所达成的共识即是需要同时考虑企业的现金流入与现金支出 (Mulligan, 2013; Tymoigne, 2014; Nishi, 2019; Torres Filho et al., 2019; Davis et al., 2019; Pedrosa, 2019)。在具体指标的构建上, 由于研究的对象不同, 国情不同, 各国的会计科目存在一定差异, 因此对现金流入和现金流出所包含的会计科目和计算口径不完全相同。从这一角度看, 在编制一个国家的 FSI 和研究一个国家的金融市场风险时, 简单地进行 FSI 比较的实际意义不大。重要的是, 在将通用理论应用于中国时, 需要考虑中国金融市场的特殊情况 (例如半强制分红政策) 和中国的企业财务报表的项目及其所包含的科目, 因此基于对中国股市和债市以及企业财务运作实践的观察, 本文在明斯基理论的基础上, 结合中国企业的财务报表项目, 提出了从资金供给方, 首先要考虑经营净现金, 其次还要考虑现金资产; 从资金需求方, 不仅考虑企业当年需要偿还的债务及利息, 而且还考虑股利支付和新增投资二项所需现金, 其也是企业的“现金支出承诺” (Nishi, 2019), 并重新划分企业融资类型和设立计算口径, 从而从资金供给和资金需求双方, 反映企业所面临的现金支付能力和风险。

第二，在明斯基理论的基础上，本文结合国情，改进企业融资分类的划分标准。可以推知，经营财务运行正常和健康的企业（对冲型融资）是：企业经营活动所创造的净现金，即在满足自身经营所需的现金支出之后赚取的净现金，不仅能够满足付息还本，而且能够满足新增投资和股息支付对现金的需求。这样的企业不仅保有现金的“安全边界”，同时可以通过自身赚取的经营净现金实现可持续发展。若有经营净现金不足，一方面企业可能动用账上结余的现金资产，另一方面可能放弃新增投资，从而实现资金供给和需求的基本平衡，此时企业由“对冲型融资”转向“投机型融资”。若再不足，则需要举债或增资扩股。长期来看，一旦企业难于从日常的经营活动中赚取经营净现金，一直依靠举债和增资扩股的现金，借新债还旧债，则终将难于继续，最后步入“庞氏型融资”。通过这样的理论思路构建企业融资类型的划分标准，并通过企业的现金流入与现金支出的平衡关系，对企业的风险进行辨识和评估，有理有据，计算简洁，清晰直观且可寻因。

2. 在作者对企业的融资类型测算完毕后，作者便进行了一些简单的统计分析，这些分析有些感觉并无必要，从测算结果便一目了然，例如庞氏企业显著多于投机性企业。有些缺乏足够深入的研究，或者各种判断过于武断，甚至会给人拍脑袋的感觉。例如：2005-2019 年对冲型与庞氏型企业的权益市值并不存在显著差异；2019 年对冲型企业与庞氏型企业的权益市值在 1%水平上存在显著差异，作者对前者的评价是“这种有悖于资本市场估值和投资规则的异象，实际上从另一个角度证明了中国股市是一个庞氏融资占比偏高的脆弱型金融市场”，这是为什么？

作者对后者的评价是“表明投资者在经历数年的股市波动中，开始关注到企业的融资模式对企业价值的影响，具有从非理性投机型投资回归到理性价值型投资的特征或趋势”，凭什么能得出这样的结论？投资者是突然变理性的还是逐渐变理性的？有证据支持吗？

回复：第一，Minsky（1957，1978）指出：庞氏型融资和投机型融资的界限在于（企业投资的）现金流的构成以及是否存在正的净现值。一家公司长期处于或反复处于庞氏融资状态，其市值或股东权益必会受损。通过我们的计算和分析发现，从全样本期间（2005-2019 年）来看，资本市场对于对冲型融资企业的估值与庞氏型融资的企业估值不存在显著差异，表明市场并未认识到这一类庞氏型融资的危害，而庞氏型融资公司仍可通过股票市场的股权融资获得一部分资金，但由于其自身经营活动创造能力不足，因此这不是解决其安全现金边界的长久之计，通过借新债还旧债的模式而非提升自身经营净现金，从长远来看，是对股东利益造成伤害的行为。因此我们认为中国股市是一个脆弱型金融市场，这样的脆弱性正是源于市场庞氏融资型企业占比过高，且市场并未意识到这样危害，仍然给出与其自身价值不匹配的市场估值。

第二，针对您提出的问题，我们做了一个补充研究：将每一年度庞氏型融资企业的 $T-Q$ 和对冲型融资公司的 $T-Q$ 逐年进行 t 检验，检验结果见附表 1。检验结果显示，自 2005 年起至 2010 年，对冲型融资企业的权益市值与庞氏型融资企业的权益市值或相差无几或大幅小于；自 2011 年起至 2015 年，虽然统计意义不显著，但对冲型融资企业的权益市值开始逐步高于庞氏型融资企业；自 2016 年起至 2019 年，对冲型融资企业的权益市值显著高于庞氏型融资企业。可见，我们有理由相信投资者认识到庞氏融资的危害并且回归理性投资是一个逐步的过程。

附表 1 中国股票市场对冲型与庞氏型融资企业价值的 t 检验结果

$T-Q$	样本期间	样本量		均值		均值差异	标准误	t 值	p 值
		对冲型	庞氏型	对冲型	庞氏型				

对冲型 - 庞氏型	2005-2019	3364	14248	4.0831	9.5684	-5.4853	4.6058	-1.1910	0.2337
	2019	293	1301	2.9347	1.9935	0.9412***	0.1386	6.7884	0.0000
	2018	318	1112	2.2521	1.7872	0.4649***	0.1176	3.9536	0.0000
	2017	280	1049	3.3660	2.3220	1.0440***	0.1354	7.7109	0.0000
	2016	337	994	4.9154	3.1320	1.7833***	0.2754	6.4761	0.0000
	2015	300	1027	10.0275	3.9188	6.1087	3.3063	1.8476	0.0656
	2014	311	1012	3.6726	2.7437	0.9290	0.2600	3.5723	0.0004
	2013	316	979	3.3539	2.2984	1.0555***	0.2616	4.0353	0.0001
	2012	278	935	2.4321	2.3863	0.0458	0.2020	0.2268	0.8206
	2011	174	937	4.7487	2.3887	2.3600	1.3609	1.7342	0.0846
	2010	144	886	5.3144	5.9130	-0.5987	2.6895	-0.2226	0.8239
	2009	151	863	4.7578	62.9994	-58.2416	59.1846	-0.9841	0.3254
	2008	88	893	2.7804	47.7434	-44.9630	45.6589	-0.9848	0.3250
	2007	75	893	6.0502	5.8807	0.1696	1.4861	0.1141	0.9092
	2006	140	720	2.4782	5.9020	-3.4238	4.1689	-0.8213	0.4118
2005	459	647	2.0043	1.4487	0.5556	0.2091	2.6566	0.0085	

注：*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1, 以下各表同。

文章发现，主板相对于创业板较不安全的结论，作者给出的解释是“高科技的创新企业在历次股权融资和 IPO 时，募集较多的资金，且因上市年限较短，账上现金余额较多的缘故”，那是否可以考虑剔除新上市的企业再作比较？或者按照不同的企业上市年限分类后做一些比较？明知道新上市企业现金较多会影响结论而不去处理，那这样的结论还有什么意义呢？

回复：首先，本文在数据处理的过程中，为此已剔除了当年上市企业的样本观测值，特此说明。其次，针对您提出的这一问题，我们在修改后的正文新增了表 10：《2005-2019 年中国上市企业上市年限的融资类型分布与 FSI 均值》（见正文），依照上市年限统计融资类型分布并加以讨论。我们发现：从融资类型占比来看，上市年限越长，对冲型融资企业的占比和投机型融资企业的占比越低，而庞氏型融资企业的占比越高。从金融市场安全性均值来看，随着公司上市年限的增加，上市公司的庞氏融资占比上升，市场的金融安全性下降，这表明中国上市公司的经营与发展，更多依赖股票市场融资，而非依靠自身经营活动和现金创造能力。这一结果的发现一方面提供了上市公司“融资为主”的证据，另一方面也意味着公司的上市年限是影响融资类型和金融市场安全性的主要因素之一。这一问题有待后续进一步深入探讨研究，可另成一文。此外，本文旨在讨论金融市场安全性的度量和指数编制，因此没有过多的讨论板块差异的原因。您提出的问题很有意义，我们将在后续研究中更加深入开展这方面问题的研究——各类市场安全性的差异和原因何在？

3.不同类型的企业，不同行业的企业，其财务特征可能会存在差异。若如此，简单的对股票市场和债券市场进行比较是否有价值？

回复：第一，如您所言，不同类型的企业，不同行业的企业，在财务特征方面一定会存在一些差异。但是，从保障资金链安全和融资分类的基本思想来说，无论什么类型的公司，一家优秀企业的判断标准就是：其经营净现金是否能够满足付息还本、分红和新增投资的需求，这

一标准表明企业自身经营能力是否能满足基本的现金支出之余还能实现可持续发展，无论这家企业规模大小，或处于哪一行业。

第二，债券属于固定收益产品，理论上，债券市场收益低于股票市场收益，因为债市风险较低。欧美金融市场的常年统计结果也表明：债券收益率低于股票收益率，但风险也低于股票收益率。之所以将股市和债市进行比较，是因为在研究过程中，我们发现了“异象”，即从债券市场企业庞氏融资占比或市场脆弱性的角度看，债市风险明显高于股市。因此，2020年4月份我们曾向上级部门上报有关研究结果：呼吁我国监管机构应关注债券市场的风险，这种风险源于发债企业的庞氏融资模式。可见，进行股票市场和债券市场进行比较分析是有现实意义和应用价值的，即：一是为投资者的资产配置或投资决策提供风险警示；二是为监管当局的政策制定提供经验证据。而本文的实证研究也发现，近年来债券市场的庞氏型融资债券占比较高，债券市场安全性较低。恰逢2019年以来，债券市场频频暴雷，诸多案例证明正是因为发债企业长期庞氏融资所引起的。

两个市场重叠的公司有那些，不重叠的公司又有哪些？文章计算出来的这些差异是有什么原因造成的。过几年股票市场的上市公司多了，说不定结果又不一样了。

回复：谢谢专家的提醒！我们统计了债券市场发现债券的公司主体，发现在我们观测的58491笔债券市场样本观测值中，发债主体为上市公司的仅占14.71%，其余的85.29%的债券发行人均为非上市企业。分析表明：既发债又发股的公司，对我们的研究的主要结论没有显著的影响。

另外，我们究竟如何度量股市或债市的风险？文章测算的是企业的债务风险，将企业的债务风险进行加权平均是否就能代表市场的风险？审稿人对此表示怀疑。

回复：目前，度量金融市场风险的方法主要有二类：一是应用统计学的主成分分析，选择股票市场、债券市场、外汇市场、保险市场、信贷市场各自的一些风险指标或价格波动率指标，综合提取公共信息，赋权计算综合指数。逻辑上，包含所有金融市场，但其结果往往难于发现金融市场风险的来源和成因，同时，由于各个市场波动的原因和周期不同，综合平均的结果可能导致低估或高估市场风险。二是应用明斯基理论，基于微观企业的融资模式，根据其融资模式度量其财务脆弱性，综合计算某一金融市场上庞氏型融资、投机型融资、对冲型融资三类企业的占比，构建FSI，以此刻画和度量金融市场的风险，表明金融市场的稳定性程度或安全性程度。显然，庞氏型融资企业的占比越高，金融市场愈加脆弱，愈加不安全。微观企业的资金链的安全性决定了金融市场整体的安全性，因此从全社会的角度看，一个国家庞氏型融资的企业数量和占比越多，这个国家的金融市场风险越大。这种度量方法简单、直观，而且金融市场风险的成因十分清晰，利于国家金融监管机构采取有效的对策。

本文融资类型的划分不仅是测量企业的债务风险，同时也是对企业的经营能力及可持续发展的能力的划分。Minsky（1968，1975）认为：在经济平稳期，企业和银行的逐利行为推动了企业举债投资，银行也乐意通过各种“金融创新工具”为企业提供各种债务形式的资金。一方面投资扩张拉动了经济成长，创造了经济繁荣，但另一方面举债投资扩张改变了企业的债务结构和债务比例，特别是在乐观状态下，企业加大财务杠杆，甚至用短债资金投资长期资产。然而，由于投资收益具有不确定性，当企业的投资难以获得预期效益，企业的现金流出现了入不敷出的情况，则一批批企业就从“对冲型融资”转向“投机型融资”，从“投机型融资”滑向“庞氏型融资”，一旦“投机型融资”的企业数量增加和占比上升，尤其是“庞氏型融资”的企业

数量增加和占比上升，企业融资的脆弱性随之上升，作为金融市场的融资主体的企业，其融资脆弱性的集合形成了金融市场的脆弱性，当金融市场的脆弱性上升，则金融市场风险上升。因此，一旦某些庞氏型融资的企业发生债务危机，迅速蔓延至整个行业并危及金融机构，最终引发金融市场的波动和不稳定，并触发行业衰退、经济危机乃至崩溃。换言之，宏观市场正是由微观个体企业汇总而成的，基于明斯基理论的融资类型划分与金融市场安全性指数恰好从微观企业的角度对金融市场的风险进行度量。

4.文章对 2005-2019 年间 FSI 指数变化趋势的解释存在缺乏足够事实支撑的问题。例如，“去库存可有效增加企业的经营现金净流入，去产能可有效减少企业的盲目投资，去杠杆可显著减少企业应付本金和利息，降成本可有效增加企业利润和现金流”。有事实依据吗？“当上述政策在企业中得以实现，还可有效降低企业的财务费用。”作者能不能去研究一下，去杠杆后企业的财务成本压力真的普遍下降了吗？

5.作者将 FSI 和 M2/GDP 放在一起做回归，就得到相关的结论，显得过于草率。至少，时间序列是可能存在“假相关”。而且，14 年的数据，从时间序列的角度来说，实在是少了点。

总体来说，文章还可以研究的更深入，更细致。文章里面提到的很多观点，或许都可以成为一个新的研究的命题。

回复：针对您提出的上述二个问题，我们也考虑到由于样本年份数据有限，回归模型的结果可能不稳健，因此在这一稿修改中，将 FSI 与 M2/GDP 回归分析这一部分内容删除。

我们增加了《五、值得进一步探讨的问题》，提出进一步研究 FSI 与货币政策、社会文化、公司治理、公司经营及发展战略之间的关系。本文希望在庞氏融资方面的研究能够起到抛砖引玉的作用，希望百家争鸣地研究金融市场风险或安全性的度量和影响因素，探讨并提出适合中国市场的企业融资模型分类和金融市场安全性指标的度量，并可从货币政策、社会文化、公司治理、公司经营及发展战略等角度探讨其对企业庞氏融资和金融市场安全性指数的影响。我们也将后续研究中，探讨这些问题。

参考文献

- (1) Davis, L. E., J. P. A. De Souza, and G. Hernandez. An Empirical Analysis of Minsky Regimes in the US Economy[J]. Cambridge Journal of Economics, 2019, 43(3): 541-583.
- (2) Minsky, H. P. Central Banking and Money Market Changes[J]. Quarterly Journal of Economics, 1957, 71(2): 171-187.
- (3) Minsky, H. P. The Modeling of Financial Instability: An Introduction[J]. Modeling and Simulation, 1974, (5): 267-272.
- (4) Minsky, H. P. Financial Resources in a Fragile Financial Environment[J]. Challenge, 1975, 18(3): 6-13.
- (5) Minsky, H. P. Stabilizing an Unstable Economy[M]. New York: McGraw-Hill Education, 2008.
- (6) Mulligan, R. F. A Sectoral Analysis of the Financial Instability Hypothesis[J]. Quarterly Review of Economics and Finance, 2013, 53(4): 450-459.
- (7) Nishi, H. An Empirical Contribution to Minsky's Financial Fragility: Evidence from Non-Financial Sectors in Japan[J]. Cambridge Journal of Economics, 2019, 43(3): 585-622.
- (8) Pedrosa, Í. Firms' Leverage Ratio and the Financial Instability Hypothesis: An Empirical Investigation for the US Economy (1970–2014)[J]. Cambridge Journal of Economics, 2019, 43(6): 1499-1523.

- [9] Tepper, A., and K. J. Borowiecki. A Leverage-Based Measure of Financial Instability[R], SSRN Electronic Journal, 10.2139/ssrn.2488155, 2014.
- [10] Torres Filho, E. T., N. M. Martins., and C. Y. Miaguti. Minsky's Financial Fragility: An Empirical Analysis of Electricity Distribution Firms in Brazil (2007–2015)[J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2019, 42(1): 144-168.
- [11] Tymoigne, É. Measuring macroprudential risk through financial fragility: a Minskian approach [J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2014, (36): 719-744.

外审意见 2 及作者修改说明

十分感谢审稿人所提出的宝贵建议！这些建议有助于我们改进本文的理论和实证分析，并显著地提升了本文的质量。我们针对您提出的每个问题逐一回复如下：

1. 选题意义：

研究选题具有一定的实际意义，但理论意义不大。本文试图基于不同的企业融资类型在市场中所占的比重构建一个能够同时衡量股票市场与债券市场金融安全性的指数，并基于对股票市场与债券市场金融安全性的度量结果，为防范与化解金融风险、维护金融安全提出政策建议，具有一定的现实意义。但是，本文在金融安全指数的构建方法与对度量结果的分析方面存在部分问题，所构建的指数的合理性与权威性存疑，未能深入挖掘企业融资类型结构对股票、债券市场金融安全性以及其他宏观经济方面的影响，理论贡献不足。

回复：非常感谢您对本文现实意义的认可。该文的理论意义主要在于：第一，尽管我国对庞氏融资的讨论已久，但目前国内对于企业庞氏融资的理论和实证研究很少，多数属于描述性分析和讨论（孙国茂，2012；雷鹏和孙国茂，2012），如何度量企业的庞氏融资以及企业的庞氏融资如何影响市场金融安全性的研究仍处于探索阶段。迄今为止，从企业现金流量表的角度入手，对企业融资类型进行分类来度量企业是否属于庞氏融资，进而测度资本市场金融安全性的研究在我国仍属空白。本文的研究一定程度上填补了这一领域的空白。第二，目前对于金融安全性指数的度量，大多是使用各类金融市场（信贷市场、债券市场、股票市场、外汇市场、保险市场等）的监管指标和价格波动性指标，通过统计学的主成分分析方法构建一个综合指标以度量国家或地区的金融安全性（Illing and Ying, 2006；宫晓琳，2012；张云等，2017；张晓晶和刘磊，2020）。这样的度量方法一方面无法准确发现金融市场风险的成因，另一方面难于反映参与经济活动的主体之一——企业，其资金链循环状况对于金融市场安全性的影响。例如，早年一些应用主成分分析构建的金融安全性指数，就缺失和忽略了保险市场和债券市场风险对金融市场安全性的影响（刘晓星，2012）。本文基于明斯基的企业融资分类方法所构建的金融安全性指数，直观、简明、准确地揭示了金融市场脆弱性源自企业融资的脆弱性，即：当一个国家或地区庞氏融资企业的占比越高，金融市场的脆弱性越高，安全性则越低。

2. 内容创新评价：

本文创新性一般，所谓的创新之处缺乏有力的理论与实证支撑。本文的创新之处在于结合了中国的财务报表科目更新了明斯基对于企业融资类型的定义方法，并基于市场中企业融资类

型的结构构建了金融安全指数,同时探究了货币政策与金融安全之间的关系。但是,如上所述,本文对明斯基分类方法的更新缺乏有力的理论支撑,指标构建方法的合理性与权威性存疑,且对于货币政策与金融安全之间关系的研究缺乏有力的实证模型支撑,使得本文的创新性大打折扣。

回复:非常感谢您提出的意见和建议。

第一,关于“本文的创新性”问题,如果说本文的创新,即是在明斯基融资分类方法理论的基础上,结合中国国情和企业实际的现金收支状况,构建符合中国国情的企业融资类型的分类标准,改进和完善了明斯基融资分类方法,并应用于中国的研究。(1)在企业现金来源方面,企业不仅当年创造经营净现金,企业在上年年末可能结余或持有一些现金,因此企业的现金来源分为两个方面,一方面来自当年经营活动所创造的净现金,另一方面来自上年末结余的现金(或持有的现金资产)。(2)明斯基在现金支出的度量上,仅考虑付息还本这一需求,但企业财务运作与管理实践表明,企业一是需要对债权人进行付息还本,二是需要给予股东合理的现金分红,三是需要通过新增投资实现发展,因此本文的分类方法实际上是在明斯基理论的基础上,根据中国会计科目及企业实际财务运作与管理实践进行调整,使之更加符合企业财务管理实践,更适合中国国情。

第二,根据您提出的“货币政策与金融安全之间关系的研究缺乏有力的实证模型支撑”宝贵意见,本文进行了相应的修改。由于样本年份数据较少,我们也担心结论的稳健性不足。因此,根据您的建议,我们将关于货币政策与金融安全的相关模型及分析这部分删除,但考虑到这是西方经济学中一个颇具争议的问题,因此我们先将其作为“需要进一步研究的问题”放到论文的最后一部分《五、值得进一步探讨的问题》(见正文),提出后续从货币政策、社会文化、公司治理和企业经营及发展战略四个角度,进一步寻求、探讨和研究庞氏融资对金融市场安全性指数的影响因素、作用机制及经济后果。

第三,关于“指标构建方法的合理性和权威性”问题,自2008年金融危机以来,庞氏融资问题再度引起全球学术界和企业界的关注,人们重新基于明斯基的理论探讨企业融资类型与金融市场安全性的关系,但2008年至今,基于企业融资类型构建研究金融市场脆弱性或安全性指数的文献并不多。我们能检索和查到的文献在20篇左右(企业融资分类、企业财务脆弱性与金融脆弱性度量研究专题),近年比较经典的是Davis等(2019)发表在《Cambridge Journal of Economics》的论文。我们希望本文能够起到抛砖引玉的作用,即针对目前国内庞氏型融资企业的占比较高这一相对严峻的形势,推动国内学术界、企业界和金融界对企业庞氏型融资的特征、度量及其对金融市场危害性研究的更多关注。

3. 存在的主要问题与修改建议

(1)首先,本文中大量的“语病”,为文章理解带来一定困难,建议对文章语言进行润色与修正;

(2)引言部分,数据的罗列与报告的引用过多,对研究背景的描述过于啰嗦,使得文章结构略失衡;对在文中首次出现的名词(如庞氏型融资)等没有提供相应的解释,不利于读者理解;在边际贡献方面,边际贡献应该重点放在本文的研究对现有研究的补充和发展,以及研究结果具备的实际意义与政策含义,而不只是对主要研究内容与研究结论的概括。建议做出相应的修改与删减;

(3) 在文献综述的 1、2 部分，本文对明斯基金融不稳定理论的介绍过于啰嗦，没有必要花费大段篇幅介绍明斯基的学术生涯与学术地位；对明斯基理论阐释的顺序存在问题，在介绍企业融资类型之前直接阐述其对金融市场安全性的影响，不易读者理解。

建议适当删减，将重点放在对明斯基理论内容尤其是对本文研究内容具有借鉴或启发意义的部分；建议调整行文结构，先介绍什么是对冲型融资、投机型融资与庞氏型融资，再对经济扩张如何造成企业融资类型转变、该转变如何造成金融市场风险上升的作用机制进行阐述，提高文章的逻辑性；另外，这两个部分更偏重与对文章理论机制的分析，而不是与过往文献研究的关系，建议从文献综述中剥离。

(4) 文献综述的第 3 部分，本文提出的部分观点缺乏文献研究结果的支撑；关于度量指标的口径，本文只是罗列了以往的研究结果，没有说明罗列该研究结果的目的以及对本文的借鉴意义，建议修改。

回复：感谢匿名评审专家的宝贵建议！本文已依照您提出的上述四点修改建议，做出如下删减和修润：

第一，对全文语句进行润色和修正；第二，在引言的部分，删去了部分重复性的引用，仅保留作者认为重要的背景资料，使得研究背景更加简洁；第三，对于首次出现的名词提供了相应的解释，以便于读者更好的理解；第四，重新梳理和提炼本文的边际贡献；第五，删去了文献综述中，对于明斯基学术地位的相关介绍；第六，在文献综述的第 1、2 部分，调整了企业融资类型与金融不稳定性理论的介绍顺序，便于读者理解；第七，精简了关于金融不稳定性理论的总结。上述修润，请参见正文。

此外，重新梳理文献并阐明指标的度量口径。作为研究文献回顾，我们阐明了前期研究在编制 FSI 时涉及现金流入和现金流出指标的定义和计算口径的一些做法，由于每个国家财务报表的会计科目设置不完全一致，现金流量表的编制方式可能存在不同，因此，前人的研究在计算现金流入和现金流出时所使用的指标并不完全一致，但是没有脱离明斯基对企业融资分类的基本思想：企业的现金流入与其现金流出之间的平衡关系。

在论文研究设计中，我们借鉴了前人的研究，结合国情，提出并阐述了中国在编制 FSI 时的现金流入和现金流出的指标核算口径。即：从资金来源看，首先要考虑企业当年的经营净现金，其次要考虑其现金资产；从资金需求看，不仅考虑企业当年需要偿还的债务及利息，而且还考虑股利支付和新增投资二项所需现金，其也是企业的“现金支出承诺”，并重新划分企业融资类型和确定计算口径，完善和改进了明斯基的分类标准。

最后，我们增补了《5、中国股票市场和债券市场庞氏型融资公司占比的变化趋势、成因和影响机制探析》这一部分的内容，分析和论述的股票市场 FSI 和债券市场 FSI 的变动趋势、成因和影响机制。

(5) 研究设计方面，本文的主要研究结论都是基于其构建的 FSI 指数得到的，但存在如下几个问题：①本文对三类融资类型的重新定义是否合理有待商榷；②本文在构建核心指标 FSI 时参考的文献权威性不够，该构建方法是否合理存疑；③没有说明债券的融资类型是如何判定的。

建议本文为其对融资类型定义方法的改进提供有力的理论支撑，同时借鉴一个发表在较为权威的期刊上的研究来构建本研究的核心指标，提高可信度。

回复：第一，本文在研究过程中也试图寻找国内外权威期刊上的文献背书以提高可信度，但通过文献检索发现，2008年以来全球相关的文献（企业融资分类、企业财务脆弱性与金融脆弱性度量的专题研究）在20篇左右，说明这是一个新的研究课题（2008年金融危机后引起了特别广泛的关注，以至于明斯基的著作在美国供不应求）。总之，明斯基的论文、专著和这些文献，为本文的研究提供了理论基础。

第二，我们分析和借鉴了可能检索和查阅到的文献，特别是近年来比较重要的文献，如Davis等（2019）发表在《Cambridge Journal of Economics》、Tymoigne（2014）发表在《Journal of Post Keynesian Economic》、Vercelli（2011）发表在《Review of Political Economy》的论文，并结合中国国情和企业财务运作的实践，改进划分企业的三类融资类型的标准。本文所改进后的划分标准，比明斯基的划分标准更加贴近企业财务运作实际，也更加符合国情。详细说明可参见在前面的回复（关于本文的创新问题时的解释）。

第三，本文的上市公司和发债公司，使用同样的划分标准。（正文）表1为企业融资类型划分标准及其经济含义，根据（正文）表1的定义，我们可分别对发债公司和发股公司的融资类型进行划分，进而度量和分析股票市场和债券市场的安全性。

（6）在实证研究方面，首先，本文没有说明为什么要把2019年单独拿出来与2005-2019这一年度期间进行比较，缺乏逻辑性；其次，本文仅仅对FSI指标进行了简单的单变量统计分析，没有使用计量模型进行更深入的探究；而且，本文只是用数据（某种类型企业占比较高）来解释数据，较少从企业层面出发挖掘深层次的原因，即使提供了解释也没有理论或数据对其提出的观点进行背书，对因果关系的证明不够严谨；对部分指标的构建（T-Q）缺乏解释与说明；在动态分析部分，本文提供的实证模型过于简单，没有控制其他解释变量，可能存在遗漏变量等内生性问题，而且没有实证研究结果证实宽松货币政策对企业模式的影响在短期与长期的差异。

建议对实证方法的选择补充理论依据；提高实证分析的深度，对现有的实证模型的问题进行修正；对实证结果补充合理的解释。

回复：第一，本文在研究金融市场安全性时，一方面希望能够既分析和反映2005-2019年这一时期中国企业融资类型分布和金融市场（股票市场、债券市场）的安全性及其变化趋势，另一方面希望分析和反映2019年这一“最新的时点”，中国企业融资类型分布和金融市场安全性的状况。

第二，本文确实没有使用复杂的金融计量模型，主要是因为样本的年度数据有限，因此本文以金融市场安全性指数的度量和编制为核心，旨在讨论指数的度量，报告和分析中国金融市场安全性指数的时期变动特征和时点的状况。

第三，根据您的建议，考虑计量模型及其实证研究需要足够的样本数，担心遗漏变量影响结论的稳健性，我们已删去了FSI与M2/GDP相关模型这部分内容，并新增《五、值得进一步探讨的问题》，作为后续研究的主要方向。希望在积累更多数据后，一方面可探讨金融市场安全性指数的影响因素，包括货币政策、社会文化、公司治理、企业经营及发展战略等；另一方

面可讨论金融市场安全性指数对于其他宏微观经济变量的影响，因此在未来的研究中，势必需要借助计量模型展开实证研究。

第四，关于 $T-Q$ 值的变化，Minsky (1957, 1978) 指出：庞氏型融资和投机型融资的界限在于（企业投资的）现金流的构成以及是否存在正的净现值。他曾从理论上证明了一家公司长期处于或反复处于庞氏融资状态，其市值或股东权益必会受损。为此，本文使用托宾 Q 指标 ($T-Q$) 以度量对冲型融资企业与庞氏型融资企业的企业价值是否存在显著差异。通过我们的计算和分析发现，从我国股票市场和债券市场全样本期间（2005-2019 年）来看，资本市场对于对冲型融资企业的估值与庞氏型融资企业的估值不存在显著差异，表明市场投资者并未认识到这一类庞氏型融资的危害，对庞氏型融资企业给予过高的估值。庞氏型融资企业通过股票市场股权融资获得一部分资金，但由于其自身经营活动创造能力不足，因此这不是解决这类企业安全现金边界的长久之计，通过借新债还旧债的模式而非提升自身经营净现金，从长远来看，是对股东利益造成伤害的行为。我们的研究发现：中国股市是一个脆弱型的金融市场，这样的脆弱性正是源于市场中庞氏融资型企业占比过高，且 2005-2019 年期间，总平均来看，市场并未意识到这样危害，仍然给予庞氏型融资企业与其自身价值不匹配的市场估值。

第五，在您上述审稿意见和建议的启示下，我们做了一个补充研究，力图揭示中国的股市和债市在何时意识到庞氏融资的危害性，并调整了估值。结果发现：时间大约在 2013-2016 年。

我们将每一年度庞氏型融资企业的 $T-Q$ 和对冲型融资企业的 $T-Q$ 逐年进行 T 检验，结果补充见附表 1。检验结果显示，2012 年以前，对冲型融资企业的 $T-Q$ 与庞氏型融资企业的 $T-Q$ 或相差无几或大幅小于；2013 年对冲型融资企业的 $T-Q$ 显著大于庞氏型融资企业的 $T-Q$ ；2014-2015 年对冲型融资企业的 $T-Q$ 大于庞氏型融资企业的 $T-Q$ 但不显著；2016-2019 年二者之差有呈现显著差异状态。因此，尽管 2005-2019 年期间，总平均来看，对冲型融资企业的 $T-Q$ 并无显著大于庞氏型融资企业的 $T-Q$ ，但 2013-2016 年期间，市场开始意识到庞氏融资的危害性，从此庞氏融资企业的 $T-Q$ 值显著低于对冲型融资企业的 $T-Q$ 值。可见，我国投资者认识到庞氏融资的危害并且回归理性投资是一个逐步的过程。

附表 2 中国股票市场对冲型与庞氏型融资企业价值的 t 检验结果

$T-Q$	样本期间	样本量		均值		均值差异	标准误	t 值	p 值
		对冲型	庞氏型	对冲型	庞氏型				
对冲型 - 庞氏型	2005-2019	3364	14248	4.0831	9.5684	-5.4853	4.6058	-1.1910	0.2337
	2019	293	1301	2.9347	1.9935	0.9412***	0.1386	6.7884	0.0000
	2018	318	1112	2.2521	1.7872	0.4649***	0.1176	3.9536	0.0000
	2017	280	1049	3.3660	2.3220	1.0440***	0.1354	7.7109	0.0000
	2016	337	994	4.9154	3.1320	1.7833***	0.2754	6.4761	0.0000
	2015	300	1027	10.0275	3.9188	6.1087	3.3063	1.8476	0.0656
	2014	311	1012	3.6726	2.7437	0.9290	0.2600	3.5723	0.0004
	2013	316	979	3.3539	2.2984	1.0555***	0.2616	4.0353	0.0001
	2012	278	935	2.4321	2.3863	0.0458	0.2020	0.2268	0.8206
	2011	174	937	4.7487	2.3887	2.3600	1.3609	1.7342	0.0846
	2010	144	886	5.3144	5.9130	-0.5987	2.6895	-0.2226	0.8239
	2009	151	863	4.7578	62.9994	-58.2416	59.1846	-0.9841	0.3254
	2008	88	893	2.7804	47.7434	-44.9630	45.6589	-0.9848	0.3250

2007	75	893	6.0502	5.8807	0.1696	1.4861	0.1141	0.9092
2006	140	720	2.4782	5.9020	-3.4238	4.1689	-0.8213	0.4118
2005	459	647	2.0043	1.4487	0.5556	0.2091	2.6566	0.0085

参考文献

- [1] 宫晓琳. 未定权益分析方法与中国宏观金融风险的测度分析[J]. 经济研究, 2012, (3): 76-87.
- [2] 雷鹏, 孙国茂. 中国非正规金融的庞氏融资特征[J]. 社会科学, 2012, (05): 69-76.
- [3] 刘晓星. 金融压力指数构建及其有效性检验——基于中国数据的实证分析[J]. 管理工程学报, 2012, (3): 1-5.
- [4] 孙国茂. 中国式庞氏融资的成因及治理研究[J]. 山东社会科学, 2012, (02): 134-139.
- [5] 张晓晶, 刘磊. 宏观分析新范式下的金融风险与经济增长——兼论新型冠状病毒肺炎疫情冲击与在险增长[J]. 经济研究, 2020, (6): 4-24.
- [6] 张云, 李宝伟, 葛文欣. 明斯基融资类型、金融不稳定和经济增长——基于中国省际数据的实证分析[J]. 政治经济学评论, 2017, 8(05): 117-132.
- [7] Davis, L. E., J. P. A. De Souza., and G. Hernandez. An Empirical Analysis of Minsky Regimes in the US Economy[J]. Cambridge Journal of Economics, 2019, 43(3): 541-583.
- [8] Illing, M., and Y. Liu. Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada[J]. Journal of Financial Stability, 2006, 2(3): 243-265.
- [9] Minsky, H. P. Central Banking and Money Market Changes[J]. Quarterly Journal of Economics, 1957, 71(2): 171-187.
- [10] Minsky, H. P. The Financial Instability Hypothesis: A Restatement[A]. Minsky, P. Hyman P. Minsky Archive[C]. London: Thames Polytechnic, 1978.
- [11] Tymoigne, É. Measuring macroprudential risk through financial fragility: a Minskian approach [J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2014, (36): 719-744.
- [12] Vercelli, A. A Perspective on Minsky Moments: Revisiting the Core of the Financial Instability Hypothesis[J]. Review of Political Economy, 2011, (23): 49-67.