
Monetary Policy, Financing
Constraints and Corporate
Investment Decision

货币政策、 融资约束与 公司投资决策研究

张西征 著



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

货币政策、融资约束 与公司投资决策研究

张西征 著

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策、融资约束与公司投资决策研究 / 张西征
著. —北京: 企业管理出版社, 2012. 6

ISBN 978-7-5164-0096-8

I. ①货… II. ①张… III. ①货币政策—影响—上市公司—投资—研究 ②融资—影响—上市公司—投资—研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 138206 号

书 名: 货币政策、融资约束与公司投资决策研究
作 者: 张西征
责任编辑: 韩天放
书 号: ISBN 978-7-5164-0096-8
出版发行: 企业管理出版社
地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048
网 址: <http://www.emph.cn>
电 话: 发行部 (010) 68414644 编辑部 (010) 68701292
电子邮箱: bjtf@vip.sohu.com
印 刷: 北京天正元印务有限公司
经 销: 新华书店
规 格: 170 毫米×240 毫米 16 开本 11 印张 202 千字
版 次: 2012 年 7 月第 1 版 2012 年 7 月第 1 次印刷
定 价: 58.00 元

前 言

国际金融危机席卷全球，各国的经济发展都不同程度地受到国际金融危机的冲击。为了挽救经济发展，防止经济大幅衰退，各国纷纷采取宽松的货币政策刺激经济发展。在此现实经济背景下，通过观察公司的投资决策行为发生的变化，有助于揭示货币政策影响公司投资决策的微观机理，对我国货币政策制定具有较强的参考价值，对微观公司管理决策也具有一定的指导意义。

从经济理论发展状况和发展趋势来看，斯蒂格利茨教授认为 21 世纪将是宏微观经济学分久必合的时代，宏观经济学理论正在寻找微观经济基础，同时微观经济学也正在试图从微观个体行为推演出宏观总量上的经济含义。在此经济学理论发展背景下，观察微观层面公司投资决策行为对宏观货币政策的反应，将丰富货币政策影响公司投资的传导机制研究内容，为货币政策理论提供微观经济基础。

在信息不对称条件下，公司融资和投资之间的关系，不再像 MM 资本结构无关论命题所述——公司投资和融资相互独立，公司投资和融资之间可能相互影响。在此基础上，本书对公司外部融资约束的机理进行了梳理和总结。将公司融资约束界定为：由于资金市场不完美，公司内外部融资不能完全互相替代，外部融资存在融资溢价，使公司投资更多地依赖内部资金，导致公司投资决策受到融资因素的制约。根据公司融资约束的起因、表征和经济后果，公司融资约束程度可从三个维度去观察衡量：从公司融资约束的经济后果角度看，体现为公司投资不足的程度；从公司融资约束的起因角度看，表现为公司与外部资金市场的信息不对称程度；从公司融

资约束的表征角度看，表现为公司外部融资难度，具体表现为外部资金可得性及其外部融资溢价高低。

根据信贷配给理论、债务积压理论和金融加速器效应等公司金融理论，本书分析了货币政策对公司债务融资的影响；根据货币政策的资本市场路径，结合公司融资时机选择理论，探讨了货币政策对公司股权融资的影响；根据公司融资优序理论和融资市场分割理论，指出我国上市公司存在融资约束的可能性和普遍性，货币政策调整会通过多个渠道，普遍地对上市公司融资约束产生影响。同时，本书借鉴并发展了前人对融资约束与公司投资关系的分析框架，分无债务和有债务两种情况，分析了融资约束对公司投资的影响。

在对货币政策影响公司融资约束和融资约束影响公司投资的理论分析基础上，本书从公司现金流的角度，分析了货币政策通过融资约束影响公司投资的机理，即紧缩货币政策减少了公司内部现金流，使公司的营运资金占用和资本性投资之间争夺现金流，同时紧缩货币政策又增加了公司外部融资溢价和资金可得性的难度，使公司现金缺口通过外部融资补充更加困难，公司为了维持正常生产经营，不得不削减资本性投资支出。另外，本书还分析了缓解公司资金紧张的因素，指出现金流储备和投资对外部资金的依赖程度，会影响货币政策对公司投资的作用效果。

为了检验货币政策通过融资约束影响公司投资决策路径的存在性，在实证部分，分别使用离散型和连续型货币政策变量，检验货币政策对不同融资约束公司投资的影响，同时检验了货币政策对公司融资约束的影响和货币政策对公司投资影响效力的非对称性。研究结果发现，紧缩货币政策对公司投资支出具有抑制作用；宽松货币政策对公司投资支出具有促进作用，但是作用效果不如紧缩货币政策显著；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公司，受货币政策的影响程度也越大。在

对货币政策影响公司融资约束的检验时发现，货币政策越紧，公司融资约束程度越大。这些检验结果都充分说明，货币政策调整会改变公司外部融资约束程度，而公司的外部融资约束又影响了公司的投资行为。

本书不但为货币政策影响公司投资据测理论提供了微观经济基础的实证支持，丰富了货币政策对公司投资影响的理论研究，同时也以实证支持了公司投融资之间并非孤立的观点。融资会制约投资，投资反过来影响公司外部融资。公司资本性投资之所以对货币政策调整较敏感，是因为货币政策影响了公司现金流和外部融资约束，从而使公司不得不选择如何使用有限的现金：或填补营运资金不足，或进行资本性投资。为维持正常生产经营，公司不得不削减资本性投资支出，而并不是放弃资本性投资。

Abstract

According to current international and domestic economic developments, international financial crisis sweeping the globe, the economic development of all countries is impacted in a way by the international financial crisis. In order to save the economy, to prevent significant economic downturn, many countries have eased monetary policy to stimulate economic development. In this context, the study of monetary policy on the impact of investment on the development and implementation of monetary policy has very important practical significance.

To look at the situation and trend of the economic theory, professor Stiglitz pointed out that the 21st century would be the epoch that macroeconomics theories and microeconomics theories would be made into a whole after both of them had been established and developed for long by different economist independently. Macroeconomic Theory is looking for micro-economic basis, while microeconomics is also trying to deduce the macro-economic implications from individual behavior. On the big background of the economics theory development, this dissertation tests whether and how monetary policy impacts firm investment using microeconomic level firm data, which accords with the development trend of economic theory and tries to furnish some microeconomics foundation for monetary policy theory.

Under asymmetric information, there is no longer irrelevancy between investment and financing which the MM capital structure theory narrates, but interrelationship because of information asymmetry. This

dissertation analyses and summarizes firm external financial constraints and gives a definition of firm financial constraints; as the capital market is not perfect and external financing has a premium, so that internal financing can not entirely replace by external financing and firm investment have to more rely on internal fund, thus to the investment decision restricted by external financing variable. Basing on this definition, I have analyzed how to measure the degree of financial constraints; according to the economic consequence of financial constraints, the degree of financial constraints can be measured by the degree of firm underinvestment; from an angle of the cause of financial constraints, the grade of financial constraints embodies the degree of the information asymmetric between firm and external capital market; with the characterization of financial constraints, the level of financial constraints can be measured by the external financing premium.

The dissertation analyzes the impact of monetary policy to firm financing through carrying debt with credit rating, debt overhang and financial accelerator effect etc, and discusses the impact of monetary policy to firm financing through issuing stock according to the capital transmit path of monetary policy and combined with market timing theory. By virtue of pecking order theory and market segmentation theory, the dissertation points out that our country's listed firms encounter financing constraints and which is universality, so that the readjustment of monetary policy will universally affect the degree of our country's listed firm financing constraints. Meanwhile, learning from and develop the previous framework of analyzing the relation of between financing constraints and firm investment, the dissertation analyzes the impact of financing constraints to firm investment spending with two situation with no debt finance and debt finance.

On the basis of analyzing the theory of monetary policy impacting firm investment through financial constraints, the dissertation deeply analyzes the relationship of three factors from cash flow angle. The dissertation consider that the contraction of monetary policy tightens firm's internal cash flow and make a contend occuring between working capital and long-term real investment. At the same time, tight monetary policy increases the premium of external finance and makes the availability of external fund more difficulty, so that it is more difficulty that the gap of firm's cash is complemented through external capital. In order to maintain normal activity, many firms have to decrease their long-term real investment. Furthermore, analyzing the relax factors of firm cash flow becoming more and more tight, the dissertation points out that cash reserve and the degree of firm investment's external capital dependence may affect the effective of monetrary policy impacting firm investment.

In order to validate the impact of monetary policy to firm investment through financial constraint, the dissertation tests the impact using respectively discrete monetary policy variable and consecutive monetary policy variable in the empirical segment, at the same time, tests the impact of monetary policy to financial constraints and the asymmetry of the effectiveness of monetary policy to firm investment. The result of the study finds that tight monetary policy has disincentive on firm investment and loose monetary policy has incentive, but the effectiveness of loose monetary policy is less than that of tight monetary policy. There is a difference among of the effectiveness of monetary policy to firm with different financial constraint, that is, the more firm has financial constraint, the bigger effect will the firm suffer from monetary policy. Through testing the impact on monetary policy to corporate financing constraints, the dissertation finds that the more tight monetary policy, the greater the level of regula-

tion of corporate finance. These empirical results have fully demonstrated that monetary policy adjustment will change the company's level of external financing constraints, and the company's external financing constraints will affect the company's investment behavior. The conclusions of the study will not only provide a micro-economic foundation for the impact of monetary policy to corporate investment, but also extend it in the theory, which indicates that it is not an isolated between the investment and financing, that is, financing will be restricted investment, and investment in turn influence company's external financing capacity.

This study's conclusion not only provides a micro-economic foundation for the theory of monetary policy and enriches it, but also explains the confusion why the company's capital investment is more sensitive to monetary policy adjustments. According to this research, the reason why the company's capital investment is more sensitive to monetary policy adjustments is that monetary policy affects the company's cash flow and external financing constraints, so that the company had to choose how to use the limited cash, to fill the shortage of working capital, or for capital investment. In order to maintain normal production and operation, the company has to cut capital investment spending, but the company does not abandon the capital investment projects.

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
第二节 研究的理论基础和相关概念界定	3
1.2.1 研究的理论基础	3
1.2.2 主要概念界定	5
第三节 研究思路、主要内容和结构安排	6
1.3.1 研究思路	6
1.3.2 主要研究内容和结构安排	8
1.3.3 创新点	9
第二章 相关的理论文献综述	10
第一节 国外相关文献综述	10
2.1.1 货币政策对公司外部融资约束影响的文献综述	10
2.1.2 外部融资约束对公司投资影响的文献综述	13
2.1.3 使用微观数据对货币政策渠道检验的文献综述	15
2.1.4 公司投资理论及实证模型的文献综述	16
第二节 国内相关文献综述	23
2.2.1 基于微观经济基础的研究文献	23
2.2.2 基于宏观经济基础的研究文献	25
第三章 对货币政策、融资约束和公司投资三者关系的理论分析	28
第一节 货币政策影响投资的宏观经济理论	28
3.1.1 货币政策是否影响投资的理论争议	28
3.1.2 货币政策影响投资的传导渠道	31
3.1.3 本节小结	35
第二节 货币政策通过融资约束影响公司投资的理论分析	36
3.2.1 公司融资约束产生的机理分析	36

3.2.2	货币政策对公司融资约束影响的理论分析	41
3.2.3	货币政策影响公司融资约束的加速效应和非对称性效应	47
3.2.4	融资约束对公司资本性支出的影响分析	51
3.2.5	本节小结	55
第三节	货币政策通过融资约束影响公司投资的现金流分析	55
3.3.1	货币政策影响公司资本性支出的现金流分析	56
3.3.2	公司现金储备的影响	58
3.3.3	公司自身融资约束的影响	59
3.3.4	公司外部资金依赖的影响	60
3.3.5	本节小结	61
第四章	我国上市公司的外部融资约束分析	62
第一节	我国上市公司外部融资制度变迁	62
4.1.1	股权融资制度分析	62
4.1.2	债务融资制度分析	64
第二节	我国上市公司融资状况和外部融资约束分析	67
4.2.1	我国上市公司融资状况	67
4.2.2	我国上市公司面临的融资约束分析	71
第五章	货币政策对不同融资约束公司投资影响的实证研究	75
第一节	货币政策类型的界定和松紧度衡量	75
5.1.1	货币政策类型的界定	75
5.1.2	货币政策执行报告的解读和不同时期货币政策类型界定	76
5.1.2	不同时点货币政策松紧度的衡量	80
第二节	离散型货币政策变量对公司投资影响的实证检验	85
5.2.1	事件期间货币政策报告的详细解读	86
5.2.2	研究设计	89
5.2.3	样本选取和描述统计	91
5.2.4	回归分析	93
5.2.5	稳健性检验	96
第三节	离散型货币政策变量对不同融资约束公司投资影响的实证 检验	102
5.3.1	研究设计	102
5.3.2	回归分析	105

第四节 连续型货币政策变量对不同融资约束公司投资影响的实证检验	108
5.4.1 研究设计	109
5.4.2 样本选取和描述统计	111
5.4.3 货币政策对公司投资影响的回归分析	112
5.4.4 货币政策对不同融资约束公司投资影响的回归分析	113
第六章 货币政策通过融资约束对公司投资影响的实证研究	117
第一节 货币政策对公司融资约束影响的实证检验	117
6.1.1 研究设计	117
6.1.2 回归分析	118
6.1.3 敏感性系数与货币政策的 VAR 模型分析	123
第二节 融资约束对公司投资影响的实证检验	130
6.2.1 研究设计	130
6.2.2 相关分析	131
6.2.3 回归分析	134
第三节 货币政策通过融资约束影响公司投资的实证检验	136
6.3.1 研究设计	136
6.3.2 回归分析	137
第四节 货币政策对公司投资影响效力的非对称性检验	139
6.4.1 研究设计	139
6.4.2 回归分析	140
第七章 研究结论与未来研究方向	143
第一节 研究结论与启示	143
7.1.1 研究结论	143
7.1.2 研究启示与政策建议	145
第二节 研究中存在的不足和未来的研究方向	146
7.2.1 研究中存在的不足	146
7.2.2 对未来的研究方向的思考	148
参考文献	149
中文文献	149
英文文献	151
致 谢	159

第一章 绪 论

第一节 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

2007 年上半年我国经济从增长偏快逐步转向经济过热，公司出现投资过度，资本市场也出现较大的波动。2006 年年初，上证指数不到 2000 点，一路攀升，到 2007 年 10 月份已冲到 6000 多点，在不到两年的时间内增长两倍，这充分表明市场中出现流动性过剩。为了抑制经济增长由偏快转向过热，政府快速及时地采取宏观经济调控措施，改变了连续使用 9 年的稳健性货币政策，开始紧缩银根。在紧缩性货币政策实施不久，2007 年美国出现次贷危机，在 2008 年又逐步演变成金融危机，并迅速向全球蔓延，对许多国家的金融市场和实体经济产生不同程度的冲击，在金融危机的阴影下，公司开始出现投资不足。为了缓解美国金融危机对我国实体经济产生的影响，我国推出 4 万亿经济刺激计划，并且及时地调整货币政策，从紧缩转向适度宽松，来刺激经济发展，抵御美国金融危机带来的冲击。这一系列的货币政策调整，是否会改变公司财务政策安排？公司的投资过度和投资不足是否得到抑制和促进？其背后的微观理论基础是什么？这些问题都需要认真探究。因此，探讨宏观经济因素影响微观公司财务行为的微观效应将是一个必要的课题，由于该课题涉及面较广，本研究主要关注货币政策影响公司投资决策的微观效应。

从理论层面看，货币政策对公司投资的影响历来是货币政策理论研究重点。然而，国内外有关货币政策对实体经济活动的影响研究，主要集中在宏观经济领域，使用累聚数据探讨货币政策与投资之间的关系，这样的研究模式缺少微观经济基础。虽然宏观经济因素的表征是由微观经济主体对宏观经济政策作出反应的结果累聚，但是，仅仅从宏观经济层面分析问题，就很难了解微观公司层面对于货币政策的调整如何反应，不同的公司对货币政策调整作出的反应是否相同，而

要得出这些问题的答案,必须把宏微观经济层面联系起来研究,才有可能对事物进行深入理解。虽然最近国内外开始关注宏观经济理论的微观基础,有关货币政策对公司财务投资决策影响的研究也逐渐开始出现,并且对此课题的研究作出了较大的贡献,但是,这些研究还比较松散,没有形成一个系统的分析框架。

货币政策影响公司投资的传统理论主要关注需求效应,认为货币政策调整会影响市场利率,从而改变公司资金成本,如果边际投资报酬率不变,原有的均衡被打破,促使公司改变其投资行为。但是许多经济学家认为,货币政策调整对短期资金成本,特别是隔夜拆借利率会产生强烈的影响,而对长期资金成本尤其是长期实际利息率的影响相对较弱。公司进行资本性投资,其带来的收益要在未来较长时期内产生,因此,理论上货币政策调整不应该对公司资本性投资产生非常显著的影响。而实际的实证结果表明公司投资对货币调整是敏感的。信贷配给理论对此给出了一些合理的解释,但这些解释缺少微观经济基础,尤其是实证的支持。本研究将使用微观公司数据,为货币政策影响公司资本性支出进行微观的实证检验,以期为货币政策理论提供微观经济基础的实证支持。

在现有的研究基础上,本研究采用信息经济学和金融学的现代研究方法,基于信贷配给理论、债务积压理论、融资优序和市场分割理论等,结合我国的金融市场改革的进展,系统地分析货币政策通过外部融资约束对公司投资产生的影响,从微观层面归纳总结货币政策影响公司投资决策的机制,希望对未来的货币政策研究能有所帮助。

1.1.2 研究意义

传统货币政策理论认为,货币政策调整改变市场利率水平,使公司资金成本相应改变,从而改变公司投资行为。本研究在探究公司融资约束对投资影响的基础上,研究货币政策调整是否会通过改变上市公司外部融资约束程度,对公司投资产生影响。

在我国,改革开放前信贷政策是唯一的货币政策工具,基本上没有现代意义的货币政策概念。改革开放以来,我国进行了一系列金融体制改革,如1993年,党的十四大《关于金融体制改革的决定》提出,我国利率改革的长远目标是:建立以市场资金供求为基础,以中央银行基准利率为调控核心,由市场资金供求决定各种利率水平的市场利率管理体系。随后我国进行了一系列的利率的市场化改革,逐步放宽了利率的浮动幅度,同时对银行信贷发放的控制权也逐步下放给商业银行。特别是中国人民银行自1995年依法在国务院领导下开始独立执行货币政策以来,货币政策工具逐渐丰富起来,政府对经济的宏观调控也开始更多地依靠

市场手段。因此,研究货币政策影响公司投资决策的微观效应,有助于理解货币政策影响公司投资的作用机理,对制定适当的货币政策具有一定的参考价值。

一直以来,有关经济方面的研究,人为地被分为宏观经济研究和微观经济研究。斯蒂格利茨教授在其《经济学的又一个世纪》中就指出,20 世纪的经济学患了“精神分裂症”,即微观经济学和宏观经济学脱节,这种脱节即表现为研究方法上的难以沟通,又反映出二者在意识形态上的分歧和对立。宏观经济主要基于宏观经济中的均衡理论,研究宏观经济累计数据之间的变动关系,关注宏观经济波动和宏观经济政策的有效性;而微观经济主要基于公司理论、信息不对称理论、代理理论和微观市场理论等研究公司行为。这样的研究模式会使宏观经济研究缺少微观经济基础,同时微观经济研究缺乏宏观经济的方向指导。

在后凯恩斯时代,经济学家开始强调宏观经济理论应当有其坚实的微观基础(Lucas, 1980)。斯蒂格利茨教授认为,21 世纪将是经济学分久必合的时代,一方面,宏观经济学正在寻找微观基础;另一方面,微观经济学也正在试图从微观个体的行为推演出总量上的含义。在经济理论研究背景下,分析探讨货币政策影响公司投资决策的微观机理,实证检验货币政策对公司投资行为冲击的微观效应,将丰富货币政策影响公司投资的传导机制理论,为货币政策理论提供微观经济基础。该问题的研究将涉及到经济学和管理学知识的交叉联合,既涉及货币政策理论,又涉及公司投资决策理论,开展这方面的研究,总结归纳它们之间的关联,将丰富学科交叉研究的内容,为今后的进一步深入研究提供一些铺垫。

第二节 研究的理论基础和相关概念界定

1.2.1 研究的理论基础

早在 1957 年, Meyer & Kuh 就强调融资变量对投资影响的重要性,并指出公司似乎更偏好内部资金(Meyer & Kuh, 1957)。但是,自 1958 年 Modigliani & Miller 得出 MM 无关论命题——在完美的资本市场条件下投资决策与融资结构无关,经济学家对投资决策与融资结构的研究视角发生了改变,融资变量从投资决策方程中消失了。导致投融资研究相割裂的另一个因素是宏观经济研究方法的变革。在 20 世纪 70 年代,宏观经济研究主要关注宏观经济模型的建立和发展,这些模型的构建多是基于完全市场条件下的市场均衡理论,明显不是从个体最优的角度分析问题(Blanchard & Fischer, 1989)。同样,在研究货币政策对公司投资的影响领域,也是在完美市场条件下,从市场利率与边际投资报酬率之间的均衡角度分析问题。但是这种模式无法解释货币政策对公司资本性投资会产生强烈影响的原

因。在研究信息和激励经济学的过程中,研究者开始关注融资系统中存在的由于信息和激励问题产生的摩擦,使用融资问题来解释经济周期理论。由于在金融系统中存在信息不对称,促使一些研究者关注在不完美市场条件下的投资过程。Hubbard (1998) 认为,当代研究者关注的内部现金流和投资决策之间的联系,涉及宏微观两方面的问题。在微观层面,涉及信贷市场中信息不完美的经济后果。放款人和借款人之间的信息不对称导致内外部融资成本不一致,使内部现金流在公司投资决策时起到关键作用,即内部净值的水平成了公司能否借到资金进行投资的关键因素。在宏观层面,投资的周期波动如此之大,远超过期望获利能力和使用者成本所能够解释的水平。Hubbard 认为,相当数量的公司必须在缺乏完美信息的市场上筹集资金,而微观融资市场的失灵,会导致累计宏观经济数据与宏观经济政策所期望的结果(按照宏观经济模型所给出的结论)不一致。

如果公司和投资者都享有充分的信息,两者都会按照其未来的期望收益和风险进行估价,那么此时融资市场是完美的、充分有效的。但是实际上,公司与投资者之间存在信息不对称,由此会产生道德风险、逆向选择和反向激励等问题,使资金融通市场出现摩擦,降低了资金从盈余部门向短缺部门流动的效率。此外,金融媒介的出现就使问题变得更加复杂。Leland & Pyle (1977) 认为金融媒介作为信息共享联盟能够降低最终投资者与借款人之间的信息不对称。银行从事借贷活动具有规模经济性,可对借款公司实施代理监督,与公司建立和维持一种长期关系,来降低信息不对称的成本。但这使投资者与借款人之间的信息不对称问题,转变成最终投资者与金融中介、金融中介与借款人之间两个层面的信息不对称问题。

传统研究范式在分析货币政策调整对公司投资决策的影响时,将公司资产负债表左右两侧分开考虑,投资主要受投资获利能力和资本使用者成本的影响,而资本使用者成本的大小受资本结构的影响。在信息完全的条件下,外部投资者对公司完全了解,能够准确地根据公司的风险状况确定资金成本,货币政策调整改变市场收益率,进而改变公司的资金成本,最终影响公司投资。同时这里暗含着一个假定:只要公司愿意承担外部融资的高风险溢价,就能够筹集到外部资金。在这种条件下,资金市场会实现资金的供求均衡,通过调整资金均衡价格,从而改变资金供求量,即影响公司投资规模。

信息经济学研究范式在分析货币政策调整对公司投资决策的影响时,认为公司的资产负债表是一个整体,左右两侧相互影响,公司的资产状况会影响公司的融资能力,而公司外部资金的可得性反过来影响公司的投资决策,其机理在于投资者和公司之间存在信息不对称。由于信息不对称,债权人与公司之间就会出现