

Investment
cash flow sensitivities analysis
of China listed companies

中国上市公司 投资现金流

敏感性研究

应惟伟 著



企业管理出版社

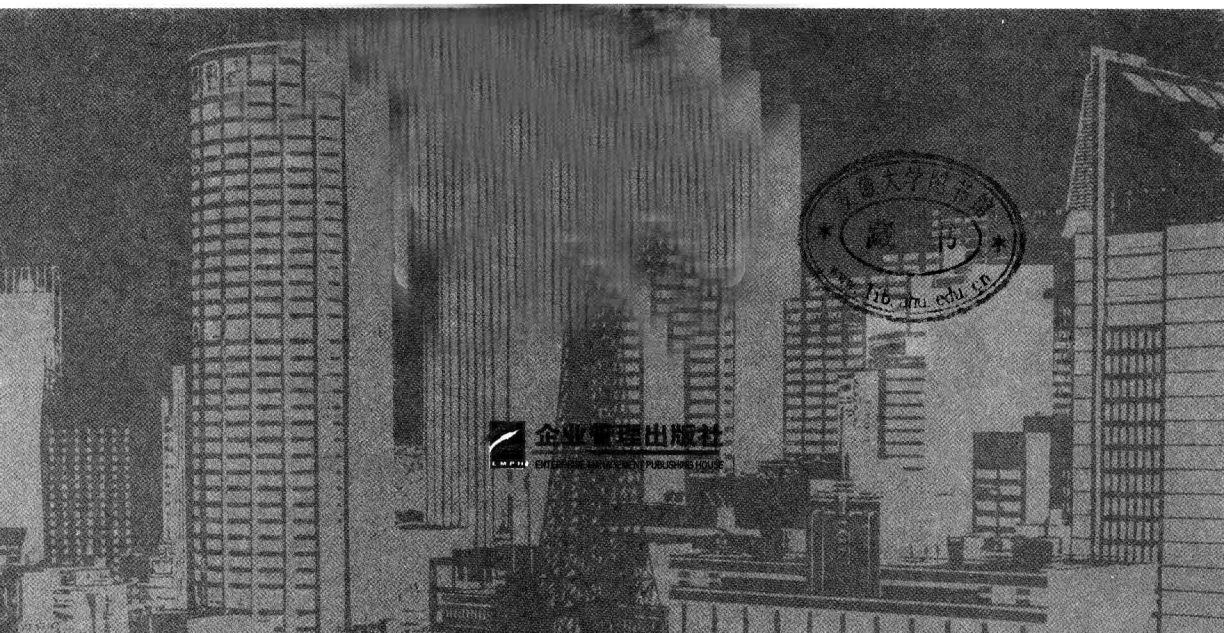
ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Investment
cash flow sensitivities analysis
of China listed companies

中国上市公司 投资现金流

敏感性研究

应惟伟 著



图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司投资现金流敏感性研究 / 应惟伟著.

—北京: 企业管理出版社, 2011. 4

ISBN 978 - 7 - 80255 - 783 - 3

I. ①中… II. ①应… III. ①上市公司—投资—
研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 053138 号

书 名: 中国上市公司投资现金流敏感性研究

作 者: 应惟伟

责任编辑: 周灵均

书 号: ISBN 978 - 7 - 80255 - 783 - 3

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: 编辑部 (010) 68414643 发行部 (010) 68701638

电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷: 北京中新伟业印刷有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 170 毫米×240 毫米 16 开本 9.25 印张 150 千字

版 次: 2011 年 5 月第 1 版 2011 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 26.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

序 言

应惟伟博士的《中国上市公司投资现金流敏感性研究》即将出版，作为他多年的同事，我很高兴有机会为他的新著作序。

投资现金流敏感性，简单说，就是企业固定资产投资对内部现金流的敏感程度，用计量经济学的术语讲，就是用固定资产投资对内部现金流变量进行回归得到的估计系数。1988年以来，投资现金流敏感性分析开始成为现代公司金融的重要研究领域，至今仍不断有成果涌现。20世纪90年代末，我国的学者开始进入这个研究领域。2003年应惟伟还在清华大学经济管理学院攻读数量经济学金融工程方向博士时，受国家留学基金委员会公派赴伦敦经济学院做访问学者，即开始接触并进入这个研究领域。可以说，他是国内较早进入投资现金流敏感性这个领域的学者之一。

看完书稿，我认为本书有三大亮点。

第一，作者创造性地把投资现金流敏感性分析方法用来分析中国的宏观经济周期变动对企业固定投资的影响，换言之，作者把传统上应用于纯粹微观领域的分析方法，与宏观问题结合起来进行分析。这在国内外都还不多见。

第二，作者开始探索现金持有的现金流敏感性，这在国内目前可能是最领先的。我估计今后在国内还将出现不少这个领域的研究成果。

第三，1978年改革开放到现在，中国经济在经历高速增长的同时，也经历了几个周期的显著的宏观经济波动。波动的重要原因就是固定资产波动，可以说，中国企业固定资产波动的幅度比宏观经济周期波动还要大得多。坦率地说，经济学家对投资波动的原因还没有弄得十分清楚。我认为，投资现金流敏感性可以在一定程度上深化我们对于投资波动的认识，进而深化我们对于宏观经济波动的理解。

除了研究之外，应惟伟博士在北京外国语大学长期任教，深受广大学生好评。也就是说，他是一位教学研究都做得比较出色的青年教师。希望他能够继续努力，在投资现金流敏感性的研究领域作出更多更好的研究成果。

是为序。

北京外国语大学副校长兼国际商学院院长 彭 龙

2011年1月

前 言

1978 年改革开放以来，中国经济实现了从计划经济到市场经济的转轨，与此同时，经济增长取得了举世瞩目的巨大成就，目前已经超越日本成为世界第二大经济体。

改革开放三十多年，中国经济增长的重要推动力来自固定资产投资。尤其是近十年，中国经济增长对固定资产投资的依赖日益增加。因此，很容易得出的推论是：企业固定资产投资对于经济增长和宏观经济波动有着非常重要的影响。这就说明在微观层面研究企业投资决策的影响因素有着非常重要的理论和政策意义。在一个不完美的资本市场上，因为存在外部融资约束（Financing constraints），企业往往有净现值大于零的项目也不能进行。所以企业面临的外部融资约束越大，其投资对自身内部资金的依赖就越大。我们可以把企业投资对自身内部资金的依赖定义为投资现金流敏感性。

分析中国上市公司投资现金流敏感性，可以检验这个模型在国内的适用性，丰富此领域的实证研究，加深我们对企业投资决策影响因素的认识。

我们采用 1988 年 Fazzari 等人开创的投资现金流敏感性模型，对所选取 1990—2004 年的中国上市公司进行面板数据的固定效应模型分析。主要结论如下：

总体上，企业投资对内部现金流是敏感的。但与西方国家的企业相比，我国上市公司内部现金流对企业投资的解释力还相当有限。不同产业的公司，其投资现金流敏感性存在显著差异。

宏观经济环境对于企业投资现金流敏感性有明显影响。我们发现样本公司在经济不景气的 1998—2001 年阶段，为了保持一定水平的固定资产投资，大幅度减少营运资本。即通过调整营运资本水平来使固定资产投资平滑化。但经济不景气时期投资对现金存量和销售收入的敏感性并没有系统性地高于经济景气时期。

流通股比例居中的企业，具有最弱的投资现金流敏感性。而流通股比例最低和最高的企业，这种敏感性较强。高层管理人员持有本公司股份的公司，相对于高层管理人员不持股的公司，具有更强的投资现金流敏感性。

总体而言，我国上市公司的投资现金流敏感性，有些源于外部融资约束，有些源于公司治理层面的因素。

把投资现金流敏感性分析的方法用于宏观经济领域不同经济周期阶段对企业投资的影响，是本书的一个特色和亮点。为了深入探索融资约束问题，本书还试图检验现金持有的现金流敏感性分析方法的有效性。结果发现，对 2000 年—2009 年中国的食品饮料行业上市公司而言，这种方法还无法衡量融资约束问题。

总的看来，对于中国这样一个从计划经济向市场经济转轨的经济体，我们研究企业投资现金流敏感性的变化，可以帮助人们更好地理解中国的转轨过程，并从侧面了解金融市场的完善程度。而对上市公司投资现金流敏感性的实证研究，可以使我们进一步了解企业投资所面临的外部融资约束，了解中国资本市场融资环境的变迁，了解中国宏观经济政策的效果。

最后，作者感谢清华大学宋逢明教授、原伦敦经济学院许成钢教授、中国人民大学赵锡军教授、北京外国语大学校长陈雨露教授、北京外国语大学副校长彭龙教授在本书写作过程中的指导、支持与鼓励。

书中可能出现的错误请读者不吝指教。

北京外国语大学国际金融与商务研究所 应惟伟
2011 年元月

目 录

第 1 章 引言与文献综述	1
1.1 企业固定资产投资——现金流敏感性	1
1.2 投资现金流敏感性分析文献综述	2
1.3 选题说明与研究意义	8
1.4 研究计划	9
 第 2 章 投资现金流敏感性总体分析	 12
2.1 模型与面板数据的构建	12
2.2 中国上市公司投资现金流敏感性总体分析	16
2.3 不同盈利水平上市公司的投资现金流敏感性比较	20
2.4 不同规模上市公司投资现金流敏感性比较	33
2.5 ST 和非 ST 公司投资现金流敏感性比较	42
2.6 结论	49
 第 3 章 宏观经济与投资现金流敏感性	 51
3.1 宏观经济与企业投资现金流敏感性导论	51
3.2 1993 - 1997 年宏观经济扩张阶段投资现金流敏感性分析	59
3.3 1998 - 2001 年宏观经济调整阶段投资现金流敏感性分析	63
3.4 2002 - 2004 年投资现金流敏感性分析	67
3.5 不同经济发展阶段上市公司投资现金流敏感性比较	71

3.6	结论	74
第4章	产业特征与投资现金流敏感性	76
4.1	产业与企业投资概论	76
4.2	不同类型产业的投资现金流敏感性分析	76
4.3	周期性与非周期性产业投资现金流敏感性差异	93
4.4	结论	101
第5章	上市公司股权结构与投资现金流敏感性	103
5.1	流通股比例与投资现金流敏感性	103
5.2	公司高层管理人员持股与投资现金流敏感性	118
5.3	结论	125
第6章	投资现金流敏感性的新拓展:现金持有的现金流敏感性	126
6.1	现金持有的现金流敏感性概论	126
6.2	模型与数据	127
6.3	大规模与小规模公司现金流敏感性的对比	127
6.4	高派现与低派现公司现金流敏感性的对比	129
6.5	结论	130
第7章	总 结	131
7.1	主要结论	131
7.2	本研究的主要创新点	133
7.3	投资现金流敏感性研究展望	134
参考文献		136

第1章 导言与文献综述

1.1 企业固定资产投资——现金流敏感性

在完美资本市场（Perfect capital market）中，企业与外部投资者具有同样的也即对称的信息。当企业选择一个净现值大于零的固定资产投资项目时，这样的项目在市场上可以得到外部投资者的融资。换言之，企业的内部资金与外部资金可以进行完全替代，所以企业的财务结构与投资无关。而不完美资本市场存在着信息不对称，因而有着外部融资约束（Financing constraints），企业往往有净现值大于零的项目也不能做。也即此时内部资金和外部资金不能完全替代。所以在现实的不完美资本市场上，企业面临的外部融资约束越大，其投资对自身内部资金的依赖就越大。我们因而可以通过研究企业固定资产投资对其内部现金流的敏感性，来分析其所面临的外部融资约束。投资——现金流敏感性的概念来自英文文献中的 investment cash flow – sensitivities，国内学者约定俗成地将这个概念翻译成投资——现金流敏感性（下文经常将其简写成投资现金流敏感性），本书也采用这种译法。这里的内部现金流包括现金存量、现金流量、销售收入、营运资本等等。

但在中国，我们并不能简单地将投资对内部现金流的敏感性与融资约束划等号。也许在融资约束之外，还存在着诸如公司治理之类的因素影响到企业投资对内部现金流的敏感性。

1.2 投资现金流敏感性分析文献综述

1.2.1 早期文献与研究

在宏观层面上,长期以来经济周期都是经济学家们关注的问题。从经济发展历史看,投资波动是宏观经济波动的主要原因之一。

在微观层面上,早期对投资的研究,曾经强调融资约束对企业投资的重要性。如 John Meyer 和 Edwin Kuh (1957)。当时不少研究都分析财务因素对投资等经济活动的影响。

Modigliani 和 Miller (1958) 在其研究资本结构的开创性文献中,曾经明确指出完美资本市场中,企业价值与其财务结构无关。换言之,影响企业价值的投资活动与决定其财务结构的融资行为相互独立。结果在 60 年代后人们很少研究财务因素与企业实际决策的关联。

60 年代发展出新古典投资理论。这种理论强调企业的最优资本存量选择与财务因素无关,如 Dale Jorgenson (1963)。该理论认为企业在投资决策中面临的资本成本是由金融市场决定,而不是各个企业特定的财务结构决定。

James Tobin (1969) 提出的 Q 理论,认为企业资本存量的市场价值对其重置成本的比率 Q,是解释企业投资需求的基本变量。这个比率从此被称为 Tobin's Q,即托宾 Q。托宾 Q 的提出解决了投资机会的度量问题。当然,托宾 Q 能够解释企业投资的一个关键前提是,资本市场有效率,因而投资者能够对企业价值进行比较理性、客观和准确的评估。

但在 20 世纪 70 年代,经济学家做了大量研究,分析不完美资本(imperfect capital market)对企业融资结构的影响。Myers Majluf (1984) 基于逆向选择提出了融资偏好理论(Pecking Order Theory)。他们认为在外部投资者与公司经理之间存在信息不对称的情况下,公司的股权价值可能会被市场低估,因此公司增发新股的折价的现象会非常严重。于是,新股折价导致财富从老股东向新股东转移。当折价到一定程度,即使新项目带来正的 NPV,老股东也会由于折价带来的财富转移而产生净损失。所以,在公司需要为新项目融资时,会倾向于采用其他融资方式。即公司首先会选择内源融资,在内源融

资不足以满足需要的时候才选择债务融资，在两种方式都不能满足需要时才考虑股权融资。

1.2.2 投资——Q、现金流敏感性分析

Fazzari 和 Athey (1987) 通过实证研究发现，现金流和利息支出等能大大增强对投资的解释力。他们指出，根据新古典理论，企业合意的资本存量是由要素价格和技术所决定的。而现金流或其他财务指标则不能进入影响资本存量，因为理论假定任何合意的投资都可以便利地得到融资。但信息不对称，使得企业愿意对贷款人就他们的财务状况提供乐观的判断，并把新投资项目的前景说得非常美好。

Fazzari, Hubbard 和 Petersen (1988) 把传统的企业投资问题和不完全市场研究对接起来，他们指出，由于信息不对称，企业利用外部资金发行新股或借债的成本可能大大高于内部资金的机会成本。于是提出了投资——现金流敏感性模型。在模型中，投资由托宾 Q、现金流量等反映内部资金的变量解释。他们选取 1970 - 1984 年美国制造业公司的数据，并用股息支付率作为区分融资受限制和不受限制公司。具体而言，他们把这些公司分成三类，第一类是股利占收入比率低于 10% 的，第二类是这个比率介于 10% 到 20% 的，第三类是这个比率高于 20% 的。结果发现融资受限的公司（低股息公司）的投资——现金敏感性要明显高于融资不受限的公司（高股息公司）。这篇文献开创了投资——现金流敏感性实证研究的先河。此后有数十篇文献进行此类研究。

表 1.1 Fazzari, Hubbard 和 Petersen (1988) 的回归结果

	Class 1 firms	Class 2 firms	Class 3 firms
Q	0.0008 (0.0004)	0.0046 (0.0009)	0.0020 (0.0003)
CFK	0.461 (0.027)	0.363 (0.039)	0.230 (0.010)
Adj. R squared	0.46	0.28	0.19

从 CFK 的系数看，随着股利派发水平的提高，CFK 的系数越来越低，显示企业投资对内部现金流越来越不敏感。从调整的拟合优度 (Adjusted R

squared) 来看, 股利派发水平越高, 调整的拟合优度越低, 也说明内部现金流对投资变动的解释力越来越弱。

Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) 运用 FHP (1988) 所开创的投资——现金流敏感性模型分析了日本的产业组织。发现隶属于财团 (Keiretsu) 的企业, 其投资对现金流的敏感性远小于不隶属于财团的企业。原因在于隶属于财团的企业可以通过财团的主办银行比较方便地得到融资。而不隶属于财团的企业则存在较强融资约束。

Fazzari 和 Petersen (1993) 后来进一步完善了融资约束的检验, 他们发现原来经常被忽视的营运资本 (working capital) 也能影响投资, 而且这说明他们原来的研究方法可能低估了融资约束对投资的影响, 因为企业在短期内可以通过营运资本来使固定投资平滑化。

Carpenter Fazzari Petersen (1998) 运用季度的高频面板数据再次分析了不同财务指标对存货投资的影响, 发现现金流对存货投资的解释力远远好于现金存量等指标。

Lamont (1997) 通过研究发现, 1986 年全球油价大幅下跌时, 石油公司现金流下降导致了他们对非石油部门投资减少, 即使这些投资的盈利水平不变。这表明石油公司此时受到融资约束。

Demirgu, c-Kunth 和 Maksimovic (1996) 比较了 30 个国家 (包含发达国家和发展中国家, 但不含中国) 的企业融资与投资的关系, 发现固定资产投资与留存盈余正相关, 流动资产投资与留存盈余负相关, 流动资产投资与外部融资正相关。他们认为外部融资并不是企业长期投资的资金来源, 而是流动资产的资金来源。

Shin and Park (1998) 研究了韩国财团企业与非财团企业的投资——现金流敏感性差异, 发现财团企业的投资对滞后一期的现金流敏感性远远低于非财团企业。原因是财团为下属企业提供了一个内部资本市场, 降低了下属企业的融资约束。这个研究结果和 Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) 对日本企业的研究比较类似。

Palani-Rajan et al (1998) 对 FHP 的模型做了修正, 并对加拿大、法国、德国、美国、日本、英国六国的数据做了实证分析, 发现公司规模对投资——现金流敏感性有影响, 即大规模的公司投资——现金流敏感性最高,

而小规模公司的投资——现金流敏感性最低。他们对此结果的解释是,由于大公司在投资的时间安排上具有更多的灵活性,在考虑成本的情况下更倾向于使用内部资金,从而就会因为内部资金不足而延迟投资,直到能够获得较充裕的内部资金。而小公司面临更大的竞争压力,即使要使用更加昂贵的外部融资,也不愿放弃投资机会。

1.2.3 转型经济体与发展中国家的应用研究

投资——现金流敏感性模型最初主要用来分析发达资本主义国家企业进行固定资产投资时所面临的外部融资约束问题。后来有研究者将这种方法应用于转型经济体和发展中国家的企业融资约束问题,得到的普遍结论是,外部融资约束越强,企业投资现金流敏感性越强。

在转型经济体的研究方面, Konings et al (2003) 研究了东欧几个转型经济国家企业投资对内部资金的敏感性。发现保加利亚和罗马尼亚的企业投资对内部资金不大敏感,而波兰与捷克共和国的这一敏感性则较强。与之相对应的是,保加利亚和罗马尼亚的企业都有较强的预算软约束。

就发展中国家的研究而言, LensINK et al (2003) 研究了1989-1997年印度的694家上市公司,发现企业集团中的上市公司,其投资——现金流敏感性要比其他上市公司低得多,这说明企业集团中的上市公司比单独的上市公司更容易得到外部资金。

Luc Laven (2003) 利用13个发展中国家的面板数据分析了金融自由化是否有助于缓解企业的融资约束。发现小企业在金融自由化以前融资约束严重,自由化以后则大大减缓。而大企业在金融自由化以前融资约束程度很低,但自由化后融资约束程度增强了。作者认为原因可能是金融自由化以前大企业容易进入优惠的信贷市场。

1.2.4 投资——现金流分析的扩展

投资现金流敏感性模型最初主要用来分析企业进行固定资产投资时所面临的外部融资约束问题。但后来有些研究者将其应用于固定资产投资所面临的融资约束以外的领域,如宏观经济对企业投资影响,研究开发投资等领域。

有研究者将这个模型用来分析宏观经济环境变化对企业投资的影响。如

Goyal and Yamada (2004) 分析了日本在 20 世纪 80 年代后期资产价格泡沫时期前后企业投资的情况,发现在资产价格大幅变动时期,股票价格对企业投资有显著影响,而且这种影响要超过基本因素的影响。其次,企业投资——现金流敏感性受货币政策的影响明显。而 Gertler and Gilchrist (1994) 发现在货币政策收紧的两年里,小企业的销售、存货和短期债务的下降幅度大于大企业。

有研究者将这个模型用来分析企业进行研究开发投资时所面临的融资约束。如 Benedicte Milet Reyes (2004) 研究了美国 816 家企业数据,发现受到融资约束的企业其研究开发投资的规模也较小,但其研究开发的回报率却比不受融资约束企业高 19%。

还有的研究者将投资现金流敏感性分析模型应用于存货投资领域。如 Carpenter, Fazzari and Petersen (1994) 发现内部资金的波动对小企业存货投资也有很大影响,从而有助于解释为什么这些企业的存货投资对市场真实利率不太敏感。

1.2.5 对投资——现金流敏感性分析的批评

对于由 Fazzari, Hubbard 和 Petersen (1988) 所开创的用投资——现金流敏感性分析来研究融资约束的方法, Kaplan 和 Zingales (1997) 提出了批评。他们认为把投资——现金流敏感性标准用来衡量融资约束标准在理论上是不牢靠的,而且在实证上得不到支持。他们认为 FHP 模型隐含的前提是,投资现金流敏感程度随着融资约束程度的上升而单调上升,但在理论上无法为这种单调关系提供支持。他们还重新分析了 Fazzari, Hubbard 和 Petersen (1988) 中投资现金流敏感性最强的一组公司样本,发现这些公司中的一部分并未真正面临很强的融资约束。

1.2.6 国内有关投资——现金流敏感性的研究

国内对于投资现金流敏感性的研究在数量上比较有限。

冯巍 (1999) 考察了沪深交易所上市的 135 家制造业公司 1995 - 1997 年的样本数据,发现企业内部现金流量是企业投资决定的重要影响因素,当企业面临融资约束时这种影响则尤为显著。这项研究的缺陷在于仅仅使用普通

最小二乘法进行回归,而没有使用面板数据分析方法,显然其估计结果可能是有误的。

郑江淮、何旭强、王华(2001)从股权结构的角度,对上市公司后续投资的融资约束分化进行了实证研究,发现国家股比重较低的上市公司没有受到明显的外源融资约束,而国家股比重较高的上市公司却受到了外源融资约束。他们提出的结论是应该放松对于非国有大企业上市的发行限制,鼓励国家股比重较高的上市公司降低国家股比重,扩大非国有资本进入股票市场。

何金耿、丁加华(2001)以1999年和2000年上海证券交易所的上市公司为样本,来研究上市公司的投资决策。发现投资需求对于现金流量有很强的正向关系。但他们认为这种正向关系不是由融资约束造成的,而是管理者留存高额利润造成的。

魏峰、刘星(2004)以我国制造业上市公司1998-2002年的数据为研究对象,发现我国上市公司存在融资约束状况,而且融资约束与公司投资——现金流敏感性之间存在显著正相关。融资约束在一定程度上减轻了不确定性对公司投资的影响。

姜秀珍、全林、陈俊芳(2003)研究了不同规模的公司投资与现金流量的关系,发现大规模公司投资对现金流量的敏感性要高于小规模公司。

梅丹(2005)分析了我国上市公司固定资产投资规模的决定因素,发现经典投资理论对于这些公司的投资规模确定具有适用性。我国上市公司投资规模取决于投资机会、内部现金流和负债程度。而国有上市公司整体表现为投资过度。

总的看,从1988年到现在,国外对于应用投资现金流敏感性模型进行融资约束的实证研究非常活跃。应用范围不断扩大,特别是对转型经济、发展中国家以及研究开发投资等问题的融资约束研究不断深入。

国内投资现金流敏感性研究的数量比较少。从研究质量看,在三个方面还有待改进。一是大多没有采用面板数据分析模型,从而可能造成参数估计失误。二是样本数量有限,即所选上市公司数量和所跨年度都有限。三是还没有涉及到宏观经济与融资约束、产业特征与融资约束、高层管理人员持股与融资约束等问题。本项研究力图弥补上述缺陷,推进国内金融学术界在此领域的进展。

1.3 选题说明与研究意义

笔者认为对中国上市公司进行投资现金流敏感性分析研究的意义至少有如下几点：

第一，丰富投资现金流敏感性模型在中国的应用研究。投资现金流敏感性实证研究在国外金融学界是一个较新而且比较活跃的领域，大量的实证主要在 1988 年以后出现。而在国内，这个领域还少有人涉及。本书将用投资现金流敏感性模型对中国上市公司进行比较系统地研究，这样可以丰富投资现金流敏感性模型在中国这个最大发展中国家的应用研究，并便于今后进行跨国比较研究。通过这种应用研究，我们还可以发现这种分析方法的作用和不足之处。也许在中国这样一个转型经济中，固定资产投资对内部现金流的敏感性不能完全解读为存在融资约束，即二者不能简单地划等号。

第二，国外投资现金流敏感性分析研究主要是以发达国家成熟资本市场为背景进行的，企业投资普遍对于资本市场的评价信号敏感，也即托宾 Q 能显著影响企业固定资产投资。所以他们的分析重点放在固定资产投资对内部现金流的敏感性。而中国资本市场是在计划经济向市场经济转轨过程中建立和发展的，资本市场的价格信号常常不能全面、准确、及时地反映宏观经济和企业微观层面的信息。因此，中国上市公司在进行固定资产投资决策时是否对来自资本市场的评价信号敏感，就是一个没有定论的问题。也就是说，我们不能简单地肯定，中国上市公司投资对托宾 Q 敏感，也不能简单地否定，中国上市公司投资对托宾 Q 不敏感。也许真实的情况是，有些类型的企业，其投资对托宾 Q 敏感，其他类型的企业则不敏感。甚至在有些时期，有些类型的企业，其投资对托宾 Q 敏感，而在别的时期则不敏感。为此我们不能对投资现金流敏感性模型采取简单的“拿来主义”的态度。我们还需要分析在不同时期，不同类型上市公司固定资产投资对托宾 Q 的敏感程度。这是本项研究与国外投资敏感性研究的一个重要区别。

第三，投资现金流敏感性模型的研究，可以丰富我们对中国资本市场运行和企业固定资产投资决策的认识。对中国资本市场运行的深入认识有助于为监管部门提供一些新的政策建议。对于企业固定资产投资决策的深入认识，