

本书得到国家自然科学基金重点项目（批准号：71232004）

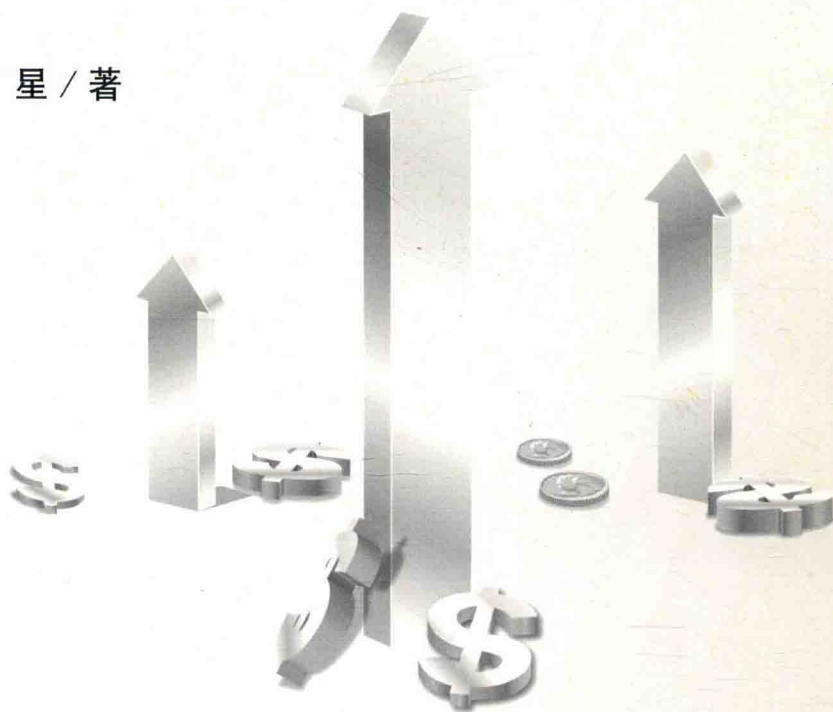
国家自然科学基金面上项目（批准号：71172082）

国网能源研究院有限公司青年英才工程项目（批准号：XM2018020165196）资助

# 政府经济政策与企业资本投资及配置效率研究 ——金融危机背景下的实证分析

Economic Policy, Capital Investment of Enterprise  
and Allocative Efficiency: An Empirical Analysis of  
the Financial Crisis

张超 刘星 / 著



科学出版社

本书得到国家自然科学基金重点项目

自然科学基金面上项目(批准号:

71172082)、国网能源研究院有限公司青年英才计划项目(批准号:XM2018020165196)资助

# 政府经济政策与企业资本 投资及配置效率研究 ——金融危机背景下的实证分析

Economic Policy, Capital Investment of  
Enterprise and Allocative Efficiency:  
An Empirical Analysis of the Financial Crisis

张 超 刘 星 著

科 学 出 版 社

北 京

## 内 容 简 介

2008年末,中国政府出台一系列宏观经济政策以应对国际金融危机冲击,其影响程度深、范围广、时间长,自此掀起国内学术界对宏观经济政策与微观企业行为相互关系的大讨论。立足于中国特殊的制度环境,本书选择金融危机前后中国上市公司作为样本,在尝试对接与企业资本投资相关的宏微观理论基础上,结合中国政府实施经济政策的背景,探究了危机期间货币政策、需求刺激政策、产业振兴规划以及增值税转型改革等对企业资本投资行为的影响,不仅为企业选择适应于不确定环境下的投资决策提供了经验支持,还为分析政府政策的有效性和持续影响提供了微观解读,并为当前实施供给侧结构性改革提供了有益借鉴。

本书可供公司财务、公司治理及宏观调控领域的高等院校师生与科研人员参考,也可作为政府投资监管部门和企业管理人员的参考读物。

### 图书在版编目(CIP)数据

政府经济政策与企业资本投资及配置效率研究:金融危机背景下的实证分析 / 张超,刘星著. — 北京:科学出版社,2018.6

ISBN 978-7-03-057654-5

I. ①政… II. ①张… ②刘… III. ①经济政策-研究-中国②企业管理-资本投资-研究-中国 IV. ①F120②F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 121657 号

责任编辑:冯 铂 黄 桥 / 责任校对:熊倩莹

责任印制:罗 科 / 封面设计:墨创文化

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

成都锦瑞印刷有限责任公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

\*

2018年6月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2018年6月第一次印刷 印张:10.5

字数:250千字

定价:78.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

# 前 言

企业的资本投资及配置效率在微观上反映了企业未来创造价值的潜力,在宏观上又能够体现外部经济制度环境对企业财务行为的影响作用。国际金融危机以来,中国宏观经济形势发生大幅变化,政府针对此种变化而实施的一系列经济政策为企业带来了前所未有的正向或负向的外部冲击,这为深入考察政府经济政策的微观效应以及企业决策者在动态环境下的财务行为选择提供了契机。

已有的研究表明,企业资本投资及配置效率会受到外部环境的影响,但宏观环境因素对企业财务行为的影响作用却始终被摒弃在微观模型之外,导致研究微观经济的会计和财务学术界与研究宏观经济的政府政策学术界之间存在严重的割裂。之所以造成经济周期、政府政策等宏观经济环境变量在微观企业财务行为影响因素模型中的长期缺席,主要原因在于:古典自由主义与MM资本结构不相关理论、实际商业周期理论(real business cycle, RBC)、凯恩斯主义模型以及他们融合而成的广义经济周期模型(general business cycle, GBC),均不认为金融和信贷市场等对实体经济会产生显著影响。也就是说,在完美资本市场假设下,经济周期和政府经济政策等外部变量可以通过市场内化为企业财务决策的影响因素,而这些外部变量本身对企业财务行为的直接影响较弱。

然而,目前中国正处于转型经济时期,资本市场远没有达到强式或半强式有效,企业外部融资长期依赖于以银行为主的金融中介,特殊的制度环境造成经济周期和政府经济政策对中国资本市场乃至企业财务行为都具有重要的直接冲击效应。尤其是从2008年国际金融危机以来,各国政府纷纷出台救市计划,中国作为最大的发展中国家,其宏观调控政策无论从影响力度还是影响范围都是举世瞩目的。因此,在中国宏观经济动态变化的大环境下,基于国际金融危机背景,研究政府经济政策对企业资本投资活动及配置效率的影响问题显得至关重要。

通过结合新制度经济学中的信息不对称理论、代理理论和产权理论,以及不确定性理论、宏观总需求理论及供给学派观点,本书构建了宏微观理论对接后的研究框架,相继考察了国际金融危机时期中国实施的货币政策调整、需求刺激政策、产业振兴规划以及增值税转型改革对企业资本投资及配置效率的影响。

以上在金融危机时期实施的四大主要经济政策之间具有鲜明的逻辑关系。总体层面上,宽松货币政策通过数量和价格两类工具为市场注入了流动性,但并未起到引导资金进入相关领域的作用;在银行等部门参与后,需求刺激政策起到引导这些资金进入相关行业的作用,而政府投资是其主要形式。因此,货币政策调整和需求刺激政策之间是资金放出和资金使用的关系,二者以总需求调整作为政策目标,目的是抚平短期经济波动,保持经济增长。在结构层面,产业振兴规划主要通过政府定向补贴和政府精简行政审批等手段实现调整产业结构、激发市场活力的目标;类似地,增值税转型改革聚焦于制造业企业的再

生产环节,并试图降低企业运营和投资成本,激发企业提升生产效率和市场参与程度的热情。因此,产业振兴规划和增值税转型改革之间是互补配套的关系,前者是政府从产业角度给予的支持,后者则是从单个企业角度提供的支撑,且二者都以总供给作为管理目标,目的是针对结构性问题,为经济长期增长注入动力。

本书将考察金融危机期间不同的政府经济政策对企业资本投资行为的影响,而如何有效地利用特定资本投资行为对某一政策的反应特征和敏感强度,来揭示此政策对资本投资的影响结果,成为本书在设定主要实证章节研究目标时最为需要关注的问题。主要实证章节如下。

利用“投资-现金流敏感性”既能够反映企业投资面临的融资约束问题,又能够体现内部现金流在投资决策过程中灵活性特征,考察了货币政策调整对企业投资行为及配置效率的影响。研究发现,宽松货币政策降低了企业投资对内部现金流的敏感性,其对国有企业的影响强于民营企业。货币供给量越大,投资-现金流敏感性越弱,且对融资约束较强企业的影响更强;货币价格越低,投资-现金流敏感性越强,且对融资约束较弱企业的影响更强。宽松货币政策降低了国有企业配置效率,对民营企业配置效率的影响不明显;货币供给量越大,货币价格越低,企业配置效率就越高,但货币价格的影响效果更显著。

利用“投资规模偏离”能够反映过度投资倾向及程度的规模性非效率特征,研究了需求刺激政策对企业投资规模偏离及配置效率的影响。研究发现,需求刺激政策显著提高了政策敏感型行业的投资规模,并且对国有企业的影响强于民营企业,对地方国企的影响强于中央国企;需求刺激政策整体加剧了政策敏感型行业的过度投资行为,此结果在地方国企样本下更明显,但刺激政策却使民营企业产生了投资不足倾向;当地方国有企业处于政府干预程度较高的地区、民营企业处于政府干预程度较低的地区时,上述结果更加显著;在刺激政策影响下,过度投资倾向和过度投资程度都导致了配置效率降低,投资不足倾向则维护了配置效率;无论是在政策影响的短期还是中长期,上述结论均成立。

利用“资本投向”能够反映企业选择投资类型和投资替代倾向的特征,研究了产业振兴规划对 R&D (research and development) 投资、固定资产投资和股权投资行为及配置效率的影响。研究发现,产业振兴规划在整体上提高了企业 R&D 投资规模和 R&D 投资强度,但这种影响的长期效果减弱;在产业振兴规划影响下,相对而言,民营企业增加的 R&D 投资更多,国有企业增加的股权投资更多,固定资产投资在产权性质方面没有显著差异;同时,东部地区企业股权投资增加更多、固定资产减少更多,西部地区企业固定资产增加更多;十大产业内企业的 R&D 投资在短期内的配置效率较低,而在两期后能够显著提升企业配置效率;固定资产投资在短期内降低了配置效率,股权投资对企业配置效率的影响不明显。

利用“自由现金流的过度投资”能够从代理理论视角揭示税收制度变迁的微观效应谜题之特点,研究了增值税转型改革对自由现金流过度投资及配置效率的影响。研究发现,增值税转型改革对企业投资规模不具有明显的提升作用,反而显著缓解了自由现金流导致的过度投资问题;自由现金流过度投资的缓解效果在增值税转型改革实施后的长期强于短期、国有企业强于民营企业、高成长企业强于低成长企业;在转型政策影响下的前期新增投资对企业配置效率具有明显的提升作用。以上结果说明,增值税转型改革对企业过度投

资的主要影响主要源于对企业价值(或投资项目净现值)的提升效应,故而支持了新增投资假说。

本书具有一定的理论与现实意义。理论意义方面,本书不仅为公司财务领域的经典投资问题(如:投资-现金流敏感性;国有产权配置效率;R&D 投资与企业价值;自由现金流的过度投资)提供了来自宏观视角的证据,也为宏观政策领域的重要问题(如:政府经济政策的有效性)提供了微观基础。现实意义方面,本书不仅为探究经济下行压力存在的原因提供了微观解读,为政府完善政策制定、提高施政效率提供了具有价值的证据,还为企业制定适应于不确定环境下的投资策略提供了经验支持。

张超  
国网能源研究院有限公司  
2017 年 10 月

# 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 第1章 绪论 .....                    | 1  |
| 1.1 研究动因与研究目的 .....             | 1  |
| 1.1.1 研究动因 .....                | 1  |
| 1.1.2 研究目的 .....                | 2  |
| 1.2 理论意义与现实意义 .....             | 3  |
| 1.2.1 理论意义 .....                | 3  |
| 1.2.2 现实意义 .....                | 4  |
| 1.3 相关概念界定 .....                | 5  |
| 1.3.1 政府经济政策：定义、逻辑关系及相互影响 ..... | 5  |
| 1.3.2 资本投资：定义与适用性 .....         | 7  |
| 1.3.3 配置效率 .....                | 8  |
| 1.4 研究方法与研究内容 .....             | 9  |
| 1.4.1 研究方法 .....                | 9  |
| 1.4.2 研究内容 .....                | 9  |
| 1.5 理论框架与技术路线 .....             | 10 |
| 1.5.1 理论框架 .....                | 10 |
| 1.5.2 技术路线 .....                | 12 |
| 1.6 研究贡献与研究创新 .....             | 12 |
| 1.6.1 研究贡献 .....                | 12 |
| 1.6.2 研究创新 .....                | 13 |
| 第2章 理论基础与文献综述 .....             | 15 |
| 2.1 新制度框架下的企业投资理论 .....         | 15 |
| 2.1.1 信息不对称下的融资约束与企业资本投资 .....  | 15 |
| 2.1.2 委托代理问题与企业资本投资 .....       | 16 |
| 2.1.3 产权理论、产权配置与企业资本投资 .....    | 18 |
| 2.2 不确定性理论与企业资本投资 .....         | 19 |
| 2.2.1 实物期权效应 .....              | 19 |
| 2.2.2 风险偏好效应 .....              | 20 |
| 2.2.3 防御性储蓄效应 .....             | 20 |
| 2.3 总需求理论、供给学派与政府经济政策 .....     | 21 |
| 2.3.1 总需求理论 .....               | 21 |

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 2.3.2 供给学派观点 .....                      | 24 |
| 2.3.3 对待政府经济政策的不同态度 .....               | 25 |
| 2.4 经济波动、政府政策与企业资本投资 .....              | 26 |
| 2.4.1 宏观经济波动与企业资本投资 .....               | 26 |
| 2.4.2 货币政策与企业资本投资 .....                 | 28 |
| 2.4.3 财政政策与企业资本投资 .....                 | 31 |
| 2.5 本章小结 .....                          | 35 |
| 第3章 金融危机期间的政府经济政策实施背景分析 .....           | 36 |
| 3.1 国际金融危机前后的经济状况分析 .....               | 36 |
| 3.1.1 各主要国家(区域)经济状况比较 .....             | 36 |
| 3.1.2 中国经济状况描述 .....                    | 39 |
| 3.2 中国为什么存在经济下行压力 .....                 | 41 |
| 3.2.1 增速换挡 .....                        | 41 |
| 3.2.2 结构调整 .....                        | 43 |
| 3.2.3 政策消化 .....                        | 43 |
| 3.3 本章小结 .....                          | 47 |
| 第4章 货币政策调整对企业投资-现金流敏感性及其配置效率的影响研究 ..... | 48 |
| 4.1 引言 .....                            | 48 |
| 4.2 政策背景与理论分析 .....                     | 49 |
| 4.2.1 政策背景分析 .....                      | 49 |
| 4.2.2 融资约束、代理冲突与投资-现金流敏感性 .....         | 51 |
| 4.2.3 货币政策调整与融资的产权歧视 .....              | 51 |
| 4.2.4 两类货币政策工具对企业投资需求和供给的影响 .....       | 52 |
| 4.3 研究设计 .....                          | 54 |
| 4.3.1 模型构建与变量选取 .....                   | 54 |
| 4.3.2 样本选择与数据来源 .....                   | 56 |
| 4.4 经验结果与分析 .....                       | 57 |
| 4.4.1 描述性统计与单变量分析 .....                 | 57 |
| 4.4.2 宽松货币政策与投资-现金流敏感性 .....            | 59 |
| 4.4.3 产权性质、宽松货币政策与投资-现金流敏感性 .....       | 61 |
| 4.4.4 数量型货币政策对企业资本投资的供给影响 .....         | 62 |
| 4.4.5 价格型货币政策对企业资本投资的需求影响 .....         | 63 |
| 4.4.6 进一步研究: 货币政策调整对企业配置效率的影响 .....     | 64 |
| 4.4.7 稳健性测试 .....                       | 66 |
| 4.5 本章小结 .....                          | 70 |



|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| 第5章 需求刺激政策对企业投资规模偏离及配置效率的影响研究 | 71  |
| 5.1 引言                        | 71  |
| 5.2 政策背景与理论分析                 | 73  |
| 5.2.1 政策背景分析                  | 73  |
| 5.2.2 需求刺激与企业投资规模偏离           | 76  |
| 5.2.3 产权性质、需求刺激与企业投资规模偏离      | 78  |
| 5.2.4 政府干预差异、需求刺激与企业投资规模偏离    | 79  |
| 5.3 研究设计                      | 80  |
| 5.3.1 模型构建与变量选取               | 80  |
| 5.3.2 样本选择与数据来源               | 83  |
| 5.4 经验结果与分析                   | 84  |
| 5.4.1 描述性统计与单变量分析             | 84  |
| 5.4.2 产权性质、需求刺激与企业投资规模        | 86  |
| 5.4.3 产权性质、需求刺激与企业投资规模偏离      | 87  |
| 5.4.4 政府干预、需求刺激与企业投资规模偏离      | 89  |
| 5.4.5 进一步研究：需求刺激政策对企业配置效率的影响  | 91  |
| 5.4.6 稳健性测试                   | 93  |
| 5.5 本章小结                      | 95  |
| 第6章 产业振兴规划对企业资本投向及配置效率的影响研究   | 97  |
| 6.1 引言                        | 97  |
| 6.2 政策背景与理论分析                 | 98  |
| 6.2.1 政策背景分析                  | 98  |
| 6.2.2 产业振兴与企业资本投向             | 101 |
| 6.2.3 产权性质、产业振兴与企业资本投向        | 103 |
| 6.2.4 地区差异、产业振兴与企业资本投向        | 104 |
| 6.3 研究设计                      | 105 |
| 6.3.1 模型构建与变量选取               | 105 |
| 6.3.2 样本选择与数据来源               | 106 |
| 6.4 经验结果与分析                   | 107 |
| 6.4.1 描述性统计与单变量分析             | 107 |
| 6.4.2 产业振兴与企业资本投向             | 108 |
| 6.4.3 产权性质、产业振兴与企业资本投向        | 110 |
| 6.4.4 地区差异、产业振兴与企业资本投向        | 112 |
| 6.4.5 进一步研究：产业振兴规划对企业配置效率的影响  | 113 |
| 6.4.6 稳健性测试                   | 115 |
| 6.5 本章小结                      | 117 |

第 7 章 增值税转型改革对自由现金流过度投资及配置效率的影响研究..... 119

7.1 引言..... 119

7.2 政策背景与理论分析..... 120

7.2.1 政策背景分析..... 120

7.2.2 自由现金流的过度投资..... 121

7.2.3 增值税转型与企业自由现金流的过度投资..... 122

7.2.4 增值税转型改革对企业过度投资影响的深化效果..... 123

7.2.5 增值税转型改革对企业过度投资影响的异化效果..... 123

7.3 研究设计..... 124

7.3.1 模型构建与变量选取..... 124

7.3.2 样本选择与数据来源..... 126

7.4 经验结果与分析..... 127

7.4.1 描述性统计与单变量分析..... 127

7.4.2 增值税转型改革与自由现金流的过度投资..... 128

7.4.3 增值税转型改革的影响深化：纵向视角..... 129

7.4.4 增值税转型改革的影响异化：横向视角..... 131

7.4.5 进一步研究：增值税转型改革对配置效率的影响..... 133

7.4.6 稳健性测试..... 135

7.5 本章小结..... 139

第 8 章 研究结论、研究启示与未来展望..... 140

8.1 研究结论..... 140

8.2 研究启示..... 141

8.2.1 对企业决策者的启示..... 141

8.2.2 对政策制定者的启示..... 142

8.2.3 对市场监管者的启示..... 144

8.3 未来展望..... 145

参考文献..... 146

# 第1章 绪 论

## 1.1 研究动因与研究目的

### 1.1.1 研究动因

North(1990)将制度定义为法律、政策与合同的集合,制度对经济的影响在理论与实证上已经被广泛接受(Rodrik, 2004)。微观层面,制度不仅影响了投资者的法律保护水平,也影响了私人契约的执行(Rajan and Luigi, 2003)。同时,由于制度是政府影响经济运行的有效方式之一,因此,企业在一定制度环境下的行为决策将受到政府能力演化的影响(Persson and Besley, 2009)。另一方面,相关制度的颁布、实施与退出也与特定时期面临的经济形势息息相关。国际金融危机爆发期间,世界主要经济体均推出了救市政策,诸如美国的量化宽松政策也在国际金融危机之后被多次运用。因此,结合宏观经济形势来分析政府政策这一种制度因素对微观企业的影响,不仅延续了新制度经济学的研究思路,为政府优化制度环境提供证据;更能够从动态环境的角度来理解微观企业财务行为,为提高决策效率提供借鉴。

本书将企业资本投资活动及配置效率作为研究对象,并选择国际金融危机期间所实施的政府经济政策作为主要影响因素,其原因是:第一,企业资本投资活动及配置效率既是企业财务行为的重要组成部分和决策结果,又对制度环境的冲击具有较强的敏感性;第二,同样隶属于制度,政府经济政策对微观企业影响的突发性强于法律法规,因而更适合在动态环境下展开分析;第三,政府经济政策对微观企业影响的普适性又强于量身定制的契约合同,因此,更适合作为在一定环境下观察微观主体策略选择的制度因素;第四,金融危机期间的政府经济政策具有更强的效力,这为有效捕捉政策的微观影响提供了契机。

已有的研究表明,企业资本投资及配置效率会受到外部环境的影响,但宏观环境因素对企业财务行为的影响作用却始终被摒弃在微观模型之外,出现了研究微观企业行为的会计和财务学术界与研究宏观经济政策的经济学术界之间存在严重割裂的现状(姜国华和饶品贵, 2011)。之所以造成经济周期、经济政策等宏观经济环境变量在微观企业财务行为影响因素模型中的长期缺席,主要原因在于:古典自由主义与MM资本结构不相关理论(米勒-莫迪利安尼模型,公司资本结构与市场价值不相干理论)、实际商业周期理论、凯恩斯主义模型以及由它们融合而成的广义经济周期模型,均不认为金融和信贷市场等对实体经济会产生显著影响(周炎和陈昆亭, 2012)。也就是说,在完美资本市场假设下,经济周期和政府经济政策等外部变量可以通过市场内化为企业财务决策的影响因素,而这些外部变量本身对企业财务行为的直接影响较弱。

然而,目前中国正处于转型经济时期,资本市场远没有达到强式和半强式有效,企业

外部融资长期依赖于以银行为主的金融中介,特殊的制度环境造成经济周期和政府经济政策对中国资本市场乃至企业财务行为都具有重要的直接冲击效应。尤其是 2008 年国际金融危机以来,各国政府纷纷出台救市计划,中国政府作为最大的发展中国家,其经济政策无论从影响力度还是影响范围都是举世瞩目的。此外,2012 年以来,中国经济已逐渐开始承受下行压力,2015 年更是提出“在适度扩大总需求的同时,着力加强供给侧结构性改革,着力提高供给体系质量和效率”。可见,怎样的政府经济政策是“对症下药”的政策,正是学界和实践领域亟须讨论的问题。因此,在中国宏观经济动态变化的背景下,基于国际金融危机背景,研究政府经济政策对企业资本投资活动及配置效率的问题显得至关重要。

### 1.1.2 研究目的

2008 年美国爆发的次贷危机,引发了大萧条以来最为严重的国际金融危机,在各种冲击作用下,影响范围逐渐扩张到全球。据世界银行统计,美国货物和服务进口额由 2008 年的 2.56 万亿美元下降为 2009 年的 1.98 万亿美元,降幅达到 22.70%,进口占 GDP 比重由 17.37% 缩减为 13.71%; 同期, G8(八国集团)和 G20(二十国集团)国家进口占 GDP 平均比重分别下降 3.55% 和 3.75%。2008 年,中国的出口物量指数(2000 年为 100)为 506.6,到 2009 年缩减为 436.0,货物和服务出口占 GDP 比重下降 8%。

为了缓解此次国际金融危机对中国经济的冲击,中国政府推出了一系列经济政策,主要包括:①中国人民银行在 2008 年第四季度开始采取“适度宽松”的货币政策,以应对急剧恶化的国际金融局势;②实施了以四万亿投资计划为核心的“一揽子”需求刺激政策,试图通过增加政府投资的方式拉动国内需求,缓解国际金融危机对经济的负面影响;③通过实施产业振兴规划,意图调整产业结构带动相关产业的未来发展;④全面实施增值税转型改革为企业投资活动降低交易成本,以结构性减税的方式提升企业投资积极性。如图 1.1 所示,尽管从国际金融危机爆发到现在已超过七年,但七年间中国的宏观经济既发生了“V 字形反转”(2009~2011 年),在反转后又面临着经济下行压力(2012 年以后),而这些表现无疑都与政府在国际金融危机爆发后的经济政策息息相关。由此可见,短期内,以上政策的实施为中国宏观经济走出困境提供了强力支持;而在长期,上述政策则可能是造成宏观经济承受持续下行压力的重要原因之一。那么,这一系列政策对企业资本投资及配置效率的影响,是否能够为探寻短期经济“V 字形反转”和长期经济下行压力产生的原因提供微观层面的线索?本书的主要观测期被确定为 2009~2013 年(由于研究的需要,对货币政策的考察有所延长,并且不同政策间也有细微差异),覆盖了宏观经济反转期以及经济下行压力期的前两年。以上研究期间的设定有两个作用:①兼顾考察国际金融危机后政府经济政策的短期和长期效应;②确保政策效应的捕捉结果不随世界经济环境的变化(2014 年世界贸易量增速结束前两年情形而反超经济增速,外需整体回暖)<sup>①</sup>而受到扰动。

① 《2014 年世界经济形势回顾与 2015 年展望》(国家统计局国际统计信息中心)。

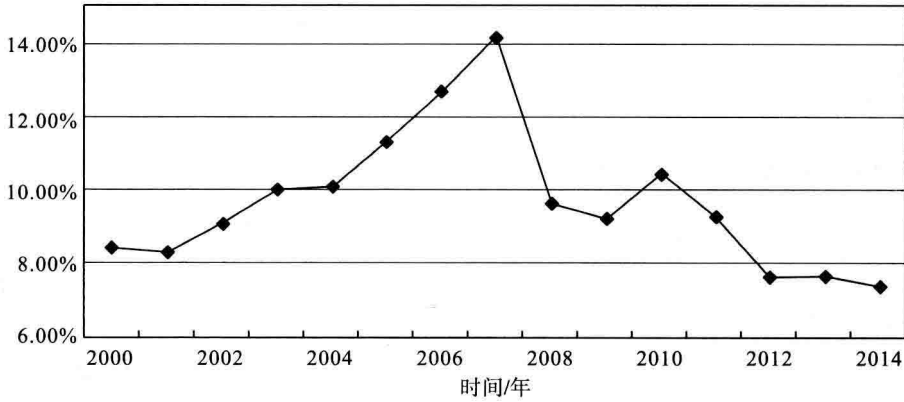


图 1.1 中国 GDP 年度实际增长率

鉴于此，本书研究了政府经济政策对企业资本投资及配置效率的影响，并尝试回答以下几个问题：①宽松货币政策的实施是否在特殊时期通过缓解企业外部融资而影响了企业资本投资行为和配置效率？不同类型的货币政策工具是否存在差异性影响？②需求刺激政策是否在短期导致了政策敏感型企业的资本投资规模偏离和配置效率变化？其长期影响又将如何？③产业振兴规划是否导致了企业资本投向的改变和配置效率的变化？是否对某一投资方向具有倾向性？④增值税转型改革对企业自由现金流的过度投资行为及配置效率的影响如何？税制改革是缓解了融资约束还是提升了投资项目内在价值？

## 1.2 理论意义与现实意义

### 1.2.1 理论意义

#### 1. 为公司财务领域的经典投资问题研究提供新的证据

公司财务领域拥有诸多经典投资问题，如：投资-现金流敏感性反映的是信息不对称影响下的融资约束还是代理人与股东之间的代理冲突；国有产权导致的配置效率低下以及地方政府考核导致的地方国企过度投资问题；政府补贴对企业 R&D 投资的支持作用；自由现金流定义以及自由现金流导致的过度投资问题等。已有文献对上述问题的探讨大多被限制在企业内部，较少考虑外部环境剧烈变动对研究结果的影响。

政府经济政策的执行效果最终体现于对微观企业的影响，而微观企业的财务决策也需要以宏观经济环境为大背景。基于这一思考，本书针对上述经典问题，从政府经济政策的视角研究微观企业财务行为，为传统的“市场-企业”或“企业内部”研究范式提供了更广阔的理解空间。例如，Kaplan 和 Zingales(1997)研究发现，当企业融资约束水平很低时出现了更高的投资-现金流敏感性，之后的研究则尝试从代理问题(连玉君和程建，2007)和财务柔性(曾爱民和魏志华，2013)等角度做出解释；而本书研究发现，货币政策营造的投资需求环境很可能是在较弱融资约束下产生投资-现金流敏感性的根本原因之一，继而为上述讨论提供了进一步证据。

美国华和饶品贵(2011)尝试建立一个研究宏观经济政策与微观企业行为选择之间互动关系的系统框架,并认为基于这一框架的研究,有助于学界更深刻地理解企业行为选择并预测业绩走向。

## 2. 为宏观政策领域的重要问题研究提供微观支持

总需求理论主张通过总量调控政策刺激经济增长,总产出是总需求的函数;供给学派则强调结构性调整政策才能实现经济长期增长,总产出是总供给的函数。可见,宏观学者所关注的一个重要问题便是政府经济政策的有效性。

以往文献通常利用观察到的宏观经济结果作为政策有效性的佐证,本书则通过研究国际金融危机后政府经济政策对企业资本投资及配置效率的影响,进而为特殊时期的微观资源配置问题提供了有益的证据。例如,Zhang(2009)研究发现,中国价格型货币政策工具对宏观经济的影响效率强于数量型货币政策工具,从而支持加强利率市场化改革有利于提高中国货币政策效率的结论。本书在利用宏观研究成果的基础上,考察了价格型货币政策工具和数量型货币政策工具对企业配置效率的影响,发现合理利用价格型货币政策工具的需求效应亦可提升企业的配置效率,从而为上述问题提供了微观证据支持。

为了缓解国际金融危机导致的负面冲击影响,中国政府制定与实施了一系列经济政策,这些政策既包括面向总需求调整的货币政策与刺激计划,也包括侧重供给调整的产业政策与结构性减税政策。研究这些政策对企业本投资及配置效率的影响,有助于分析政府经济政策的微观有效性,从而为微观资本配置问题提供了来源于非常时期的解答。

## 1.2.2 现实意义

### 1. 为探究经济下行压力存在的原因提供微观解读

后国际金融危机时期,政府经济政策在中长时期的持续影响备受关注,而考察这一时期微观企业资本投资及配置效率,不仅为认识政府经济政策的持续影响提供了微观数据支持,也为探寻为什么当前存在经济下行压力的原因提供了微观解读。近年来,中国政府从面向短期的强力经济政策逐渐转为以微调和定向调整为主的经济政策。特别是在“十八大”之后,如何对待政府与市场之间的关系已然成为学术界与实务界共同关注的话题。但是,已有的文献多利用VAR(受险价值方法)等方法研究经济政策对宏观变量的冲击效应,而较少有文献分析经济政策对微观主体的影响。已有的针对微观企业的研究或者忽略了对当前经济形式的关注,或者仅考虑单一经济政策的影响。本书试图从微观企业的角度来探索政府经济政策在较长期间内的影响,因而为相关研究拓展了研究思路,并提供了具有价值的微观数据支持。另外,微观结果亦为经济下行压力的偶尔或必然性讨论提供了借鉴。

### 2. 为政府完善政策制定、提高政策执行效率提供有益的借鉴

国际金融危机爆发以来,中国经济增长在经历大幅调整后随即进入“新常态”。在这一宏观大环境下,考察政府经济政策对微观企业资本投资及配置效率的影响,能够为政策制定者提供有利于完善政策制定,提高政策执行效率的有价值的证据。当前,如何恰当地



选择适合经济长期增长的政策工具已成为政策制定者所关注的问题。近年来,特别是十八届一中全会以来,新一届政府在应对硬着陆风险方面,更多倾向于通过改革释放市场活力,如采用简政放权、结构性减税、鼓励创业创新等方式进行微调控和定向调控,而诸如“供给侧”改革等“旧辞”也逐渐焕发出“新意”。本书考察了金融危机爆发后,政府实施的主要经济政策对微观企业资本投资及配置效率的影响,有利于政府在特殊时期制定并实施相适应的调控政策,进而提高政策针对性。对以上问题的深入研究也可能有助于破解经济下行压力的政策困局,达到“以史为镜”的目的。

### 3. 为企业选择适应于不确定环境下的投资决策提供经验支持

一方面,宏观经济环境是企业选择投资决策的前提。例如,在不确定环境下,如果企业受到的冲击主要来自外部资金约束,那么企业应减少现金流的支付,维护良好的银企关系并提高融资柔性,即所谓“开源节流”;但如果企业受到的冲击主要源于市场需求萎缩,那么,再充足的资金供给也无法解决当前的困难,增加现有产品的投资支出很可能造成企业过度投资,损害了长期价值。另一方面,不同的政府经济政策具有不同的影响特征,企业在动态环境下如果能适时地调整投资决策,将更容易得到市场认可并获得较高回报。例如,在政府一系列的需求刺激政策影响下,企业投资于受到国家支持的项目,将有利于在短期内提升企业价值;但是否适合长期投资,还需要根据行业水平、主业经营等情况做出权衡。

## 1.3 相关概念界定

### 1.3.1 政府经济政策:定义、逻辑关系及相互影响

政府经济政策即宏观经济政策,主要包括货币政策、财政政策、产业政策、价格政策、收入分配政策等。本书所界定的政府经济政策则是指国际金融危机爆发后,政府推出并实施的一系列货币政策和财政政策(将产业政策包括在内),这些政策对企业财务行为具有显著的直接或间接影响。其中,从政策工具来看,产业政策主要通过政府定向补贴、局部税费调整、针对性政府投资等方式实现,其在财政收支总量上保持不变,故此也被称为“微观财政政策”。

如图1.2所示,本书将金融危机背景下的中国财政政策进一步区分为一般财政政策和微观财政政策。一般财政政策是利用财政收支变化而实施的政策,包括需求刺激政策和增值税转型改革<sup>①</sup>;微观财政政策是指财政收支总体不变的产业振兴规划。依据政策特征进行区分,货币政策与需求刺激政策是面向总需求调整的“需求侧”政策,其特征是采用流通货币的价量调整和政府投资等方式,向市场注入流动性并引导资金进入相关领域;产业振兴规划与增值税转型改革是面向供给调整的“供给侧”政策,其特征则是采用政府定向

<sup>①</sup> 现实意义中的需求刺激政策为“一揽子”计划,包括了以政府投资为主的财政支出项目和以结构性减税为主的财政收入项目,二者作用机理、影响范围、效用强度均存在明显差异。本书为了辨析政府投资和结构性减税之间的微观效应差异,将增值税转型改革从需求刺激政策中区分开来。

补贴、支持并购去产能化以及结构性减税等方式，发挥自由市场经济优势，减轻企业生产、经营成本。

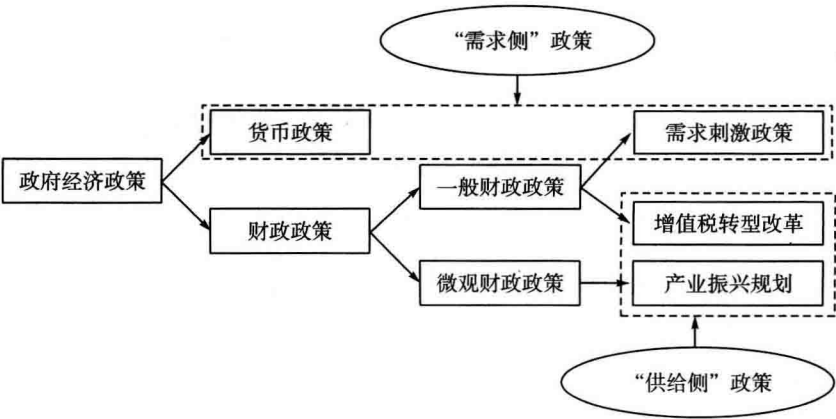


图 1.2 政府经济政策的界定

本书所研究的国际金融危机期间中国政府实施的四大政策也可按照下表 1.1 以属性和内容来区分。具体而言：首先，本书所讨论的货币政策既包括了对货币数量的调整政策，又包括了对货币价格的调整政策，其中，仅以市场利率（银行间同业拆借利率）调整作为货币政策价格工具的代表性政策；其次，以需求刺激政策作为财政支出政策的代表性政策，这是因为其整体倾向于政府投资（如基础设施建设投资占 72% 比重）；再次，以产业振兴规划作为财政收支平衡的代表性政策，此政策以产业结构性调整为主，具有明显的定向作用，具有“供给侧”政策性质；最后，以增值税转型改革作为财政收入政策的代表性政策，是一种结构性减税的典型性“供给侧”政策。

表 1.1 政府经济政策的属性与内容

| 政策类型 | 政策属性   | 基本内容                           | 本书界定    |
|------|--------|--------------------------------|---------|
| 货币政策 | 货币数量调整 | 货币发行、公开市场业务、调整法定存款准备金率、调整再贴现率等 | 货币政策调整  |
|      | 货币价格调整 | 利率政策、汇率政策等                     |         |
| 财政政策 | 财政支出变化 | 消费性支出、政府投资、社保支出、政府补贴等          | 需求刺激政策  |
|      | 财政收支平衡 | 政府定向补贴、精简行政审批、局部税费调整、针对性政府投资等  | 产业振兴规划  |
|      | 财政收入变化 | 税收政策等                          | 增值税转型改革 |

金融危机期间实施的以上四大主要政策之间具有鲜明的逻辑关系。在总体层面，宽松货币政策通过数量和价格两类工具为市场注入了流动性，但并未引导资金进入相关领域；在银行等部门参与后，需求刺激政策起到引导资金进入相关行业（政策敏感型行业）的作用，政府投资是其主要形式。因此，货币政策调整和需求刺激政策之间是资金放出和资金



使用的关系,前者具有普遍影响,后者则对相关领域产生直接影响(对其他领域产生溢出影响)。整体而言,总体层面上的宽松货币政策和需求刺激政策都以总需求作为调整目标,目的是抚平短期经济波动、保持经济增长。在结构层面,产业振兴规划主要通过政府定向补贴和政府精简行政审批追求调整产业结构、激发市场活力的目标;类似地,增值税转型改革聚焦于制造业企业的再生产环节,也试图降低企业运营和投资成本,激发企业提升生产效率和市场参与热情。因此,产业振兴规划和增值税转型改革之间是互补配套的关系,前者是政府从产业角度给予的支持,后者则是从单个企业角度提供的支撑。整体而言,结构层面上的产业振兴规划和增值税转型改革都以总供给作为管理目标,目的是面向结构性问题,为经济长期增长注入动力。

需要着重提出的是,本书在实证设计与检验过程中对四大政策提供了针对性处理,以保证政府政策在各自模型的检验结果不受到其他政策的扰动。针对货币政策调整,由于其影响范围不具有明显的行业指向性,采用名义变量、连续变量以及分组检验等多种方法展开检验;针对需求刺激政策,根据实施细则界定了政策敏感性行业,并构建了名义变量;针对产业振兴规划,根据十大产业具体规划内容,界定了相关的行业类型,仅选取泛制造业上市公司样本构建了名义变量;针对增值税转型改革,根据试点与全面实施办法,仅选择属于试点行业的上市公司样本,并选取从属于非试点地区的上市公司构建了名义变量。以上,由于在变量构建、样本选取方面存在较大差异,因而可以认为,基本避免了各政策之间产生的相互影响。

### 1.3.2 资本投资:定义与适用性

资本投资原意是指债权投资者和股权投资者投入企业经营的全部资金,但这部分资金不包括通过商业信用获得的负债。本书所界定的资本投资,既涵盖了企业各种资本投资行为,又涵盖了各种资本投资类型。资本投资行为主要包括资本投资规模及其对内部现金流的敏感性(投资-现金流敏感性)、资本投资规模偏离(包括资本投资规模向上偏离和向下偏离)、资本投向、过度投资对自由现金流的敏感性(自由现金流的过度投资)。

本书将考察不同的政府经济政策对企业资本投资行为的影响,而如何有效地利用特定资本投资行为对某一政策的反应特征和敏感强度,来揭示此政策对资本投资的影响结果,成为本书在设定主要实证章节研究目标时最为需要关注的问题。在数据搜集与处理时,各主要实证章节的资本投资定义在资本投资类型方面将存在不可避免的微小差异。具体如下。

在考察货币政策调整对投资-现金流敏感性的影响时,将资本投资定义为现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”。采用这一定义的原因在于:现金流量表项目能够与投资-现金流敏感性中的内部现金流(经营性现金流净额)相匹配;货币政策对资产定价影响强烈,股权投资成因也更为复杂,将其排除在外有助于加强分析的针对性。

在考察需求刺激政策对投资规模偏离的影响时,将资本投资定义为资产负债表中“固定资产净额、在建工程净额、工程物资以及无形资产净额之和的变化值”。采用这一定义