

货币政策、 融资约束 与公司 投资研究

景崇毅 著

货币政策、融资约束与公司投资研究

Huobi Zhengce, Rongzi Yueshu yu Gongsì Touzi Yanjiu

非外借

长期以来，
我国经济发展过程中存在一个明显的异象，
即金融资源在不同行业之间配置失衡导致某些行业资金充裕，
而同时其他一些行业却缺乏资金。
造成这种现象的一个主要原因是资金并没有流入实体经济，
很多实体企业尤其是制造类企业面临着不同程度的融资约束，
融资难成为影响这些企业发展的共同障碍。



Southwestern University of Finance & Economics Press

西南财经大学出版社

货币政策、融资约束与公司投资研究

Huobi Zhengce, Rongzi Yueshu yu Gongsi Touzi Yanjiu

景崇毅 著



Southwest University of Finance & Economics Press

西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币政策、融资约束与公司投资研究/ 景崇毅著. —成都: 西南财经大学出版社, 2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2986 - 4

I. ①货… II. ①景… III. ①货币政策—研究—中国②融资—研究—中国③公司—投资—研究—中国 IV. ①F822. 0②F832. 48
③F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 117502 号

货币政策、融资约束与公司投资研究

景崇毅 著

责任编辑: 朱斐然

助理编辑: 陈璐

封面设计: 穆志坚

责任印制: 朱曼丽

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www. bookcj. com
电子邮件	bookcj@foxmail. com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	8. 75
字 数	250 千字
版 次	2018 年 6 月第 1 版
印 次	2018 年 6 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2986 - 4
定 价	62. 00 元

1. 版权所有, 翻印必究。

2. 如有印刷、装订等差错, 可向本社营销部调换。

目 录

1 导论 1

- 1.1 选题背景与意义 2
 - 1.1.1 研究背景 2
 - 1.1.2 研究意义 5
- 1.2 研究思路及方法 7
- 1.3 研究内容与结构安排 8
- 1.4 创新之处 10

2 文献综述 13

- 2.1 货币政策传导渠道有效性 14
 - 2.1.1 货币政策的传导渠道之争 14
 - 2.1.2 货币政策传导的有效性 16
- 2.2 货币政策对公司投资的影响 21

- 2.3 融资约束对公司投资的影响 27
 - 2.3.1 融资约束的度量之争 27
 - 2.3.2 融资约束对公司投资的影响分析 28
- 2.4 货币政策、融资约束与公司投资 35

3 理论基础 39

- 3.1 公司投资理论 40
 - 3.1.1 几种经典投资理论简介 40
 - 3.1.2 关于“合意资本”的含义及相关研究 49
 - 3.1.3 对几种投资理论的总结和简要评述 51
- 3.2 信息不对称理论 54
 - 3.2.1 信息不对称的内涵 54
 - 3.2.2 信息不对称理论的产生和发展 55
 - 3.2.3 金融市场中的信息不对称问题 60
- 3.3 货币政策及其传导机制理论 69
 - 3.3.1 基本概念简介 69
 - 3.3.2 货币政策理论 76
 - 3.3.3 货币政策的传导机制理论 98
 - 3.3.4 货币政策的传导机制的实证分析 116

4 货币政策、融资约束与公司投资的理论分析 133

- 4.1 货币政策调控及对公司融资的影响 134
 - 4.1.1 我国货币政策的调控历程 134
 - 4.1.2 我国货币政策调整对公司融资的影响分析 138

- 4.2 公司融资约束理论分析 142
 - 4.2.1 公司融资约束理论产生的背景及其内涵 142
 - 4.2.2 公司融资约束的机理分析 144
 - 4.2.3 公司融资约束的理论模型 153
- 4.3 货币政策、融资约束与公司投资规模的理论分析 159
 - 4.3.1 理论分析思路 159
 - 4.3.2 融资约束对公司投资规模影响的理论分析 161
 - 4.3.3 货币政策冲击对融资约束影响公司投资规模的理论分析 162
- 4.4 货币政策、融资约束与公司投资效率的理论分析 164
 - 4.4.1 理论分析思路 164
 - 4.4.2 融资约束对公司投资效率影响的理论分析 166
 - 4.4.3 货币政策冲击对融资约束影响公司投资效率的理论分析 169
- 5 货币政策、融资约束及公司投资规模的实证研究 173
 - 5.1 理论分析及实证假说 174
 - 5.1.1 货币政策对公司融资约束影响的渠道 174
 - 5.1.2 货币政策对公司融资约束效应的差异性 175
 - 5.1.3 货币政策对公司融资约束影响的非对称性 177
 - 5.2 实证模型设计 179
 - 5.2.1 模型及变量说明 179
 - 5.2.2 样本选取及描述性统计 183
 - 5.3 实证结果分析 185
 - 5.3.1 假说1的检验 185

- 5.3.2 假说2的检验 189
- 5.3.3 假说3的检验 203
- 5.4 稳健性检验 209
- 5.5 本章研究结论 210

6 货币政策、融资约束及公司投资效率的实证研究 217

- 6.1 理论分析及研究假说 218
- 6.2 实证模型设计 220
- 6.3 实证结果分析 221
 - 6.3.1 假说4的检验 221
 - 6.3.2 假说5的检验 226
- 6.4 稳健性检验 234
- 6.5 本章研究结论 235

7 研究结论与政策建议 241

- 7.1 研究结论 242
- 7.2 政策建议 247
- 7.3 研究局限与展望 249
 - 7.3.1 研究局限 249
 - 7.3.2 研究展望 250

参考文献 253

1 导 论

1.1 选题背景与意义

1.1.1 研究背景

长期以来,我国经济发展过程中存在一个明显的异象,即金融资源在不同行业之间配置失衡导致某些行业资金充裕(如房地产业),而同时其他一些行业却缺乏资金(如制造业)。近几年来广义货币 M2 增发速度达到 17% 左右,但金融资源配置不平衡导致实体经济融资难度加大,融资成本高昂,信贷政策紧缩时情况更加突出。据有关数据显示,2012 年我国“影子银行”的规模达 27.88 万亿元左右,占 2012 年 GDP 的比重为 53.68%^①,民间资金成为部分企业重要的资金来源,这实际上加大了金融系统风险,为国民经济的健康发展埋下了隐患。2014 年全国规模以上工业企业实现利润 6.47 万亿元,比上年增长 3.3%;同年我国商业银行全年累计实现净利润 1.55 万亿元,同比增长 9.65%。这种发展不均衡的现象并非偶然,长期以来的情况均是如此。造成这种现象的一个主要原因是资金并没有流入实体经济,很多实体企业尤其是制造类企业面临着不同程度的融资约束,融资难成为影响这些企业发展的共同障碍。对于我国实体经济中存在的融资约束问题,可以从两个层面来理解。一方面是资金“脱实向虚”,大量资金进入房地产业,实体经济则缺乏充足的资金供给。从 2006 年开始,我国房地产行业呈爆炸式增长,毛利率曾长期维持在 30% 以上;与此同时,制

^① 陆岷峰. 金融支持我国实体经济发展的有效性分析 [J]. 财经科学, 2013 (6): 1-9.

制造业毛利率普遍下降,近年来仅能达到18%左右。两者之间的巨大差异导致大量资金进入房地产行业,阻碍了实体经济的正常发展。另一方面,金融机构对部分实体企业存在信贷歧视,包括“规模歧视”和“所有制歧视”^①。“规模歧视”是指金融机构往往不愿意为资金需求规模较小、频次较高的中小企业提供信贷资金,也就是我们常说的中小企业融资难问题,产生这种现象的原因在于银行处理信息的成本与贷款规模呈反比(林毅夫、李永军,2001)^②。“所有制歧视”则是指相对于国有企业,非国有企业从金融机构获取所需信贷资金的难度更大,也就是说非国有企业往往存在严重的融资约束。其原因在于国有企业产权性质背后隐藏着国家担保,即使出现不良贷款,对双方当事人也很难有实质性的责任认定(张杰,2000)^③。

2008年,国际金融危机爆发和世界范围内的经济周期波动对中国经济造成巨大冲击,加上金融市场缺乏流动性,很多企业资金链断裂,融资难问题更加突显。此时,政府采取了积极的财政政策和货币政策为市场注入资金,缓解企业的融资约束,以刺激宏观经济复苏。但最终结果是经济出现局部过热,房地产行业迅速进一步膨胀,实体经济则相对萎靡。至2013年又紧缩银根,限制信用额度,货币政策从稳健过渡到适度从紧,导致经济逐步下滑。纵观我国经济周期波动与货币政策调整的历程,可以发现我国货币政策对经济的调节节奏缺乏政策预期性及科学决策过程,导致货币政策频繁变动,国民经济因此出现大幅波动。另外,货币政策并未充分考虑行业特性和公司特性,未曾考虑不同行业和公司对于货币政策的反应存在差异性,从而

① 袁增霆,蔡真,王旭祥.中国小企业融资难问题的成因及对策——基于省级区域调查问卷的分析[J].经济学家,2010(8).

② 林毅夫,李永军.中小金融机构发展与中小企业融资[J].经济研究,2001(1).

③ 张杰.民营经济的金融困境与融资次序[J].经济研究,2000(4).

导致货币政策的作用呈现明显的局部效应，无法在全社会范围内充分发挥。面对这些问题和困境，我们关注的问题是，货币政策发挥作用的内在逻辑和机理究竟是怎样的？公司财务决策尤其是投融资决策如何对货币政策做出反应？融资约束问题是怎样影响公司的财务政策安排的？本书试图对这些问题进行系统性的研究。

本书主要研究货币政策对公司投资的影响，试图搭建宏观经济政策与微观经营主体之间的桥梁，为货币政策的制定和调整提供可靠的微观经济基础和理论支持。传统的货币政策研究关注货币政策对实体经济的影响，往往采用累积数据分析货币政策与投资之间的关系，对这种关系的理解也仅仅停留在宏观层面，对货币政策发挥作用的微观机理缺乏深入研究。虽然目前国内外逐渐开始关注宏观政策的微观机理或者微观实体行为的宏观效果，但是还存在很多有待进一步完善的地方：首先，这些研究还比较零散，不成系统，需要纳入一个较完整的框架之中进行深入分析。其次，在某些重要观点上还存在争议。例如，新古典经济学认为，货币政策通过调整利率来改变公司的资金成本，进而改变投资项目的价值，使得某些原本没有投资价值的项目具有盈利性或者原本有投资价值的项目变得无利可图，从而达到影响公司投资支出的目的。但是，我国货币政策传递渠道的有效性、效率问题存在争议，很多学者认为起作用的主要为信贷渠道，利率渠道几乎没有发挥作用，也有学者认为实际利率对投资具有显著的影响，同时还有部分学者认为两者共同发挥作用，只是利率渠道暂时受阻，实施利率市场化改革才是解决货币政策传导问题的关键。最后，就研究深度和内容来看，大部分的研究关注公司的资本性投资支出，少有关注营运资本的投入对固定投资的影响，并且少有关注公司的投资效率问题，而投资效率与投资支出是两个不同的概念。本书基

于这些问题和背景,利用微观公司数据探讨货币政策对公司投资发挥作用的机理、过程及最终效应,以期为宏观货币政策制定或调整提供必要的微观基础。

1.1.2 研究意义

本书的研究意义体现在理论和实践两个层面。就理论层面而言,其意义包含两个方面:①有利于从微观层面加深对货币政策传导机制的认识和理解。货币政策的传导渠道有效性问题在我国一直存在争议,很多学者从宏观经济视角对此进行了研究,但缺乏微观层面的证据支持。本书将宏观货币理论与微观公司财务理论有机结合,从公司融资约束的角度分析货币政策传导渠道的有效性问题,并研究货币政策通过影响融资约束进而影响投资规模调整的机理和路径,为加深对我国货币政策传导机制的认识和理解提供支持。②拓展了公司财务研究范畴,有利于从全局的视角审视公司财务问题。以往研究公司财务问题时大多基于微观经济理论,例如公司理论、信息经济学、委托代理理论等,对公司的投资、融资以及分配等微观问题进行研究时,分析范畴仅局限于公司本身及利益相关者,限制了其研究的深入和扩展。本书从外部宏观政策视角研究公司财务问题,分析货币政策调整影响公司外部融资环境,进而影响其融资约束,导致其调整投资规模,并对投资效率产生影响的机理及路径,拓展了公司财务研究的视角和范畴。

从经济的实践层面来看,本书的研究意义体现在两个方面:①有助于进一步理解我国货币政策的有效性及其传导渠道。我国货币政策的有效性究竟如何?该问题一直存在争议。长期以来,我国市场经济体制还不够完善,货币政策充分发挥效应的外部市场环境并不十分完备,导致我国经济发展长期依赖政府财政政策,即政府的大规模投资驱动。而仅仅通过财政政策或政府

投资的方式来刺激投资增长和经济发展并不具有可持续性,长期来看并不利于形成健康的经济增长模式。货币政策作为国民经济发展的稳定器必然要发挥根本性的调节作用,这也是成熟市场经济体为我们提供的重要启示。本书拟从实证角度对此问题做出回答。我国货币政策的传导渠道或传导机制是怎样的?大多数学者认为我国目前货币政策的主要传导渠道是信用渠道,但是建立规范化的利率传导机制才是提高货币政策有效性的主要方式(盛朝晖,2006;童颖,2005),推进利率市场化改革才是完善货币政策传导机制的根本任务(宋立,2002)。因此,研究货币政策的传导渠道和效率,以及货币政策对投资活动的作用路径和强度,进而对经济发展起到稳定和调节功能具有重要的现实意义。同时,我国政府积极推行利率市场化改革,其政策用意是使利率(资金价格)成为调节经济活动的根本工具,指导企业做出理性的财务决策,从而提高货币政策的传导效率,本书的研究将为深化金融体制改革提供必要的理论启示。②有助于我国企业针对货币政策调整做出合理预期和反应,缓解融资约束,并能够平抑经济周期,保证经营活动顺利平稳进行。货币政策的调整会影响企业的外部资金成本和资金供给状况。当经济过热时政府往往会紧缩货币,此时具有融资约束的公司外部融资环境恶化,筹资难度加大,一些有价值的投资项目可能由于缺乏资金而被放弃。为了应对经济周期带来的经营波动,企业必须根据自身实际状况针对货币政策调整做出及时反应,采取各种有效措施缓解可能加剧的融资约束,例如增持现金(祝继高、陆正飞,2009;柳瞳,2013)、降低资产负债率以便能够通过银行信贷审批、利用商业信用缓解暂时性融资约束(陆正飞、杨德明,2011)、调节营运资本(于博,2014)等。本书研究将对企业缓解融资约束,调节经营波动产生指导意义。

1.2 研究思路及方法

本书研究的中心问题是货币政策传导机制的微观经济分析,研究信息不对称条件下(货币政策如何通过影响企业的外部融资环境,进而改变企业的融资约束来影响企业的投资规模及投资效率),为政府制定和调整货币政策提供一定的理论支持,同时为我国企业应对外部货币政策调整,缓解融资约束,扩大投资规模及提高投资效率等提供相应的启示和应对策略。

基于该中心问题,本书首先系统回顾了货币政策传导机制的文献。为了分析货币政策的微观传导机理,本书详细阐述了公司投资的相关理论以及公司融资约束的相关理论。在此基础上,着重分析货币政策如何通过影响公司融资约束进而影响公司投资规模的内在机理。本书主要从利率渠道和信用渠道两个角度进行分析,但不论何种渠道,货币政策调整都是通过首先改变企业外部融资环境,影响公司融资约束进而带来投资支出的改变。该作用过程尤其强调了信息不对称的重要影响,信息不对称问题越严重的公司可能面临的融资约束也更强烈,这类公司的固定投资对货币政策的反应也更为敏感。进一步地,本书将研究推向深入,继续研究货币政策通过融资约束对公司投资效率产生影响的内在机理、实现路径及主要特征,这与以往的研究有所不同,古典经济学认为公司的所有投资都是有效率的,但现实往往并非如此。最后结合本书研究结论和近年来实体经济的现实状况,分析了我国货币政策未来的调控重点和方向,以及企业应该如何应对融资约束造成的资金缺乏问题。

本书在已有研究的基础上,采用规范研究和实证研究相结

合的方法对货币政策通过融资约束影响企业投资的问题进行研究。其中规范研究法主要利用信息经济学和货币金融学理论,基于公司投资理论、融资约束理论、货币传导机制理论等,结合我国金融市场改革背景,深入研究货币政策通过影响公司融资约束进而影响公司投资的内在机理及路径方式;实证研究则主要利用面板数据模型以及用于解决内生性问题的 GMM 估计方法,基于 2004—2013 年我国上市公司的财务数据以及国家宏观经济的货币金融数据进行实证检验。

1.3 研究内容与结构安排

根据上述研究思路,本书围绕主要研究主题分七章进行具体阐述,如图 1-1 所示,结构安排如下:

第一章 导论。本章首先提出了本书所关注的主要问题,对研究的学术背景及现实经济背景进行了详细分析,在此基础上从理论层面和经济实践层面阐述了本书的研究意义。然后分三个层次阐明本书的研究思路及内在逻辑路线,并简要说明了本书采用的主要理论方法。

第二章 文献综述。本章对前人关于货币政策、融资约束及公司投资方面的文献进行回顾和总结,包括货币政策传导有效性、货币政策对公司投资的影响、融资约束对公司投资的影响等,并进一步明确相关观点和概念,如货币政策的传导渠道之争、融资约束的概念和内涵等,为后续研究打下良好的理论基础。

第三章 理论基础。本章从三个方面介绍与研究主题相关的理论基础,包括公司投资理论、信息不对称理论以及货币政

策作
梳理
章
然
束
司
理
率

本
策
率
第
有
应
的

本
策
资
分
机
出
可

策传导机制有效性理论，对这些理论的主要内容和特点进行了梳理和分析。

第四章 货币政策、融资约束与公司投资的理论分析。本章首先分析了我国货币政策调控特征及其对公司融资的影响，然后分析了公司融资约束理论产生的背景及内涵，指出融资约束产生的机理是资本市场不完美或信息不对称，从而导致了公司外部融资成本上升甚至无法完成融资，最后基于信息不对称理论分析了货币政策通过融资约束影响公司投资规模和投资效率的内在机理、实现路径及主要特征，并做了相关的理论预测。

第五章 货币政策、融资约束及公司投资规模的实证研究。本章基于理论分析提出三个实证假说。第一个假说认为货币政策影响融资约束的渠道以信贷渠道为主，但利率渠道（实际利率）同样会发挥作用，名义利率调整对融资约束无显著影响。第二个假说认为货币政策对不同程度融资约束的公司的效应具有显著差异性。第三个假说认为不同货币政策对融资约束的效应具有非对称性，即紧缩效应大于扩张效应，同时设计了相应的实证模型并利用我国上市公司的面板数据进行了实证检验。

第六章 货币政策、融资约束及公司投资效率的实证研究。本章首先研究融资约束对公司投资效率的影响，然后对货币政策冲击通过融资约束影响公司投资效率进行实证检验，包括融资约束本身的影响以及经济周期的影响，并进行了相关的理论分析。

第七章 研究结论与政策建议。本章首先对本书的理论分析及实证检验结果进行简要分析和总结，然后根据这些结论提出了一些政策方面的建议，最后根据本书的研究局限指出未来可能有价值的研究方向。

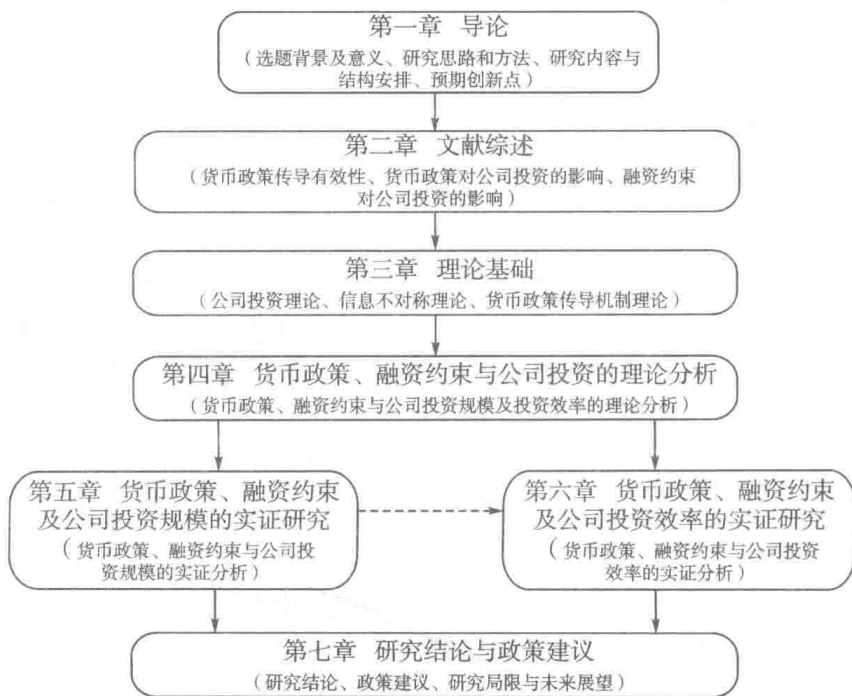


图 1-1 研究框架图

1.4 创新之处

本书有如下三个创新点：

(1) 将货币政策、融资约束与公司投资规模及投资效率纳入一个统一的框架中进行研究，进一步完善了货币政策影响公司投资的分析框架。本书以信息不对称理论为基础系统分析了货币政策调整通过融资约束影响公司投资规模，进而影响公司投资效率的内在机理、实现路径及主要特征。在宏观货币政策