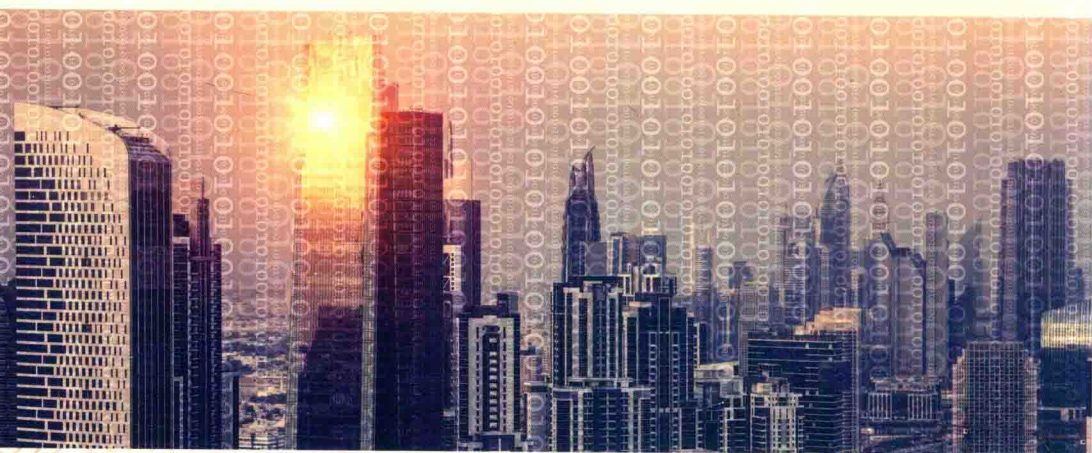




Working Capital Smoothing Effect,
Investment Efficiency and Dynamic Conduction
of Monetary Policy

货币政策、营运资本平滑与企业 投资效率的动态传导机制研究

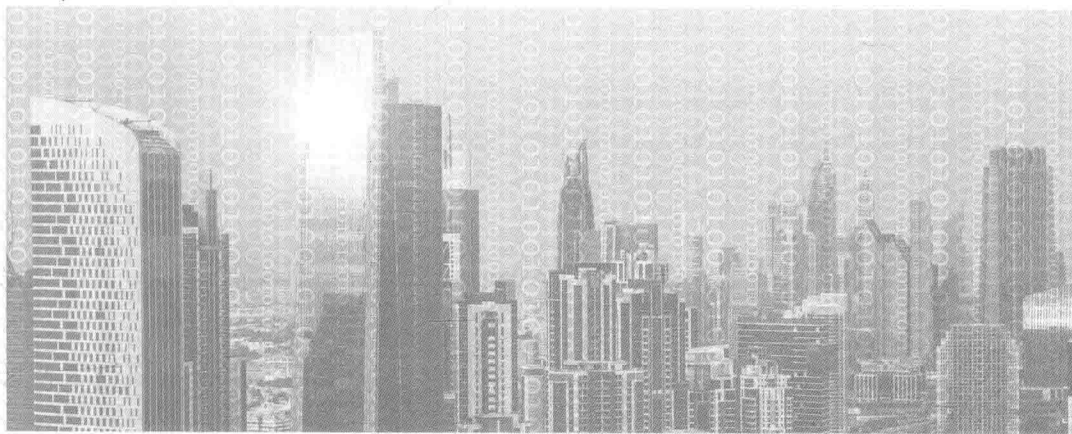
于博 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

与投资效率的动态传导效应(14YJC630174)”研究成果



Working Capital Smoothing Effect,
Investment Efficiency and Dynamic Conduction
of Monetary Policy

货币政策、营运资本平滑与企业 投资效率的动态传导机制研究

于博 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策、营运资本平滑与企业投资效率的动态传导
机制研究 / 于博著. —北京: 经济科学出版社, 2018. 9
ISBN 978 - 7 - 5141 - 9644 - 3

I. ①货… II. ①于… III. ①货币政策 - 研究 ②企业
管理 - 资本经营 - 研究 ③企业 - 投资 - 研究 IV. ①F820. 1
②F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 188905 号

责任编辑: 杜 鹏 张 燕

责任校对: 郑淑艳

责任印制: 邱 天

货币政策、营运资本平滑与企业投资效率的动态传导机制研究

于博 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.5 印张 200000

2018 年 10 月第 1 版 2018 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9644 - 3 定价: 49.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)



前 言

改革开放以来，中国实体经济经历了一场举世瞩目的快速发展。其中，GDP 从 1979 年的 4 063 亿元增长至 2013 年的 588 019 亿元，年复合增长率 15.75%；全社会固定资产投资完成额自 1992 年的 5 854 亿元增长至 2013 年的 435 747 亿元，年复合增长率也高达 22.76%。“中国经济增长之谜”由此成为学术界关注的热点。然而，金融危机以来，中国经济增长动力出现明显下滑：1 个单位的固定资产投资对 GDP 的拉动从 2007 年的 2.28 个单位下降至 2014 年的 1.27 个单位。这一方面意味着投资效率的下降，另一方面也表明供给的需求创造能力日益下降、供需结构扭曲在扩大。因此，提高投资效率、扭转供需结构失衡成为未来中国重构经济增长动力的关键。正是由于这一原因，十九大报告明确指出“应以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”，同时指出“应着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制”。于是，如何认识市场机制、微观主体与宏观调控之间的联系，进而合理引导宏、微观行为决策、提高经济运行效率便成为当前理论研究的重要方向。

对此，本书首先从经济周期对固定资产投资的自然治理机制（市场机制）入手，探讨了厂商营运资本管理决策（微观主体）对自然治理过程（市场机制）的能动性调节作用以及这一调节作用的经济后果。就调节作用而言，本书证明了当微观厂商遭遇外部需求冲击时，由于存在调整成本约束，因此不会等比例缩减所有资产投资，而是会更大程度上缩减营运资本投资（低调整成本）以“平滑”固定资产投资（高调整成本），即存在

自发性的“固定投资平滑效应”。就经济后果而言,本书分析了平滑效应对企业投资效率的影响,并证明了这一影响具有明显的异质性特征——当外部需求冲击没有降低企业长期投资机会时,平滑策略能够有效对冲融资约束,降低因资金不足而导致投资频繁波动并由此损失投资机会的概率,从而提高企业投资效率(理性平滑);但当外部需求冲击削弱了企业长期投资机会时,平滑策略延缓了经济周期对固定资产投资的自然治理进程,阻碍产能出清的速度,从而降低企业投资效率(非理性平滑)。其次,本书从资产负债结构入手,分解了营运资本的构成要素,从而进一步考察了平滑效应的实现路径。研究发现:对于非理性平滑而言(如投资机会相对更低的产能过剩行业及过度投资行业),平滑过程主要以依靠营运资本融资的扩张来实现;对于理性平滑而言(如投资机会相对较高的非过剩行业及投资不足企业),平滑过程主要依靠缩减营运资本支出来实现。这一发现首次探索了不同类型的企业在平滑路径选择上的系统性差异,为理解理性平滑与非理性平滑的效率差异以及货币政策在调节平滑效应上的能力差异提供了逻辑依据。再次,本书以货币政策(宏观调控)为媒介,从理论与实证两个方面分析了货币政策(宏观调控)对平滑效应(微观主体)的影响,证明了宽松货币政策既有助于提高非理性平滑的程度,也能推动理性平滑水平。最后,本书将宏观调控(货币政策)、微观主体(固定投资平滑)与市场机制(需求冲击对固定投资及投资效率的自然治理)三者的关系研究整合在一起,以微观主体的营运资本平滑行为为媒介,分析了货币政策影响企业投资效率的营运资本传导路径。本部分不仅证明了宽松货币政策能够拉升高成长机会企业的投资效率、削减低成长机会企业的投资效率,同时还证明了营运资本平滑行为是导致这一异质性后果的原因,因为平滑过程作为中介机制动态传导了货币政策对投资效率的异质性影响——对于高成长机会(投资不足)的企业,平滑过程会使宽松货币政策对企业投资效率产生积极影响;对于低成长机会(过度投资)的企业,平滑过程会使宽松货币政策对企业投资效率产生消极影响。同时,在实证模型优化方面,本书还证明了传统效率评价模型由于遗漏了营运资本平滑效应,所以,在估计货币政策对投资效率的影响时,既低估了货币政策对高

成长机会企业投资效率的积极影响，也低估了货币政策对低成长机会企业投资效率的负面影响。

本书创新之处在于：（1）以不同企业的投资机会差异为入口、以营运资本对固定投资的平滑机制为逻辑，提出了非理性平滑假说，在拓展传统平滑理论的基础上为解释我国实体经济为何能够长期维持产能扭曲（供需失衡）提供了新的逻辑解释；（2）研究了平滑效应对企业投资效率的异质性影响，首次在平滑行为与效率特征之间构建关联，拓展了营运资本平滑理论的研究边界；（3）通过结构分解探索了不同类型企业实现固定投资平滑的具体路径，既丰富了平滑效应的理论内涵，也以此为入口进一步推导出货币政策对平滑效应的异质性影响，拓展了宏、微观行为关系分析的研究边界；（4）证明了货币政策除了直接影响企业投资效率外，还可通过营运资本平滑这一间接传导渠道影响投资效率，且平滑行为作为传导中介，具有动态选择能力——低成长性企业的平滑行为强化了货币政策对投资效率的负面影响、高成长性企业的平滑行为强化了货币政策对投资效率的积极影响。动态选择效应的存在为推进实践层面的改革提供了逻辑，即合理引导企业能动性是未来改善经济结构、修正经济运行效率的政策重点。因为，若平滑过程作为一种微观能动性阻碍了效率优化和结构调整进程，并对宏观政策调控产生抑制，则意味着未来改革重点必须转向对微观能动性的引导与调节这一重要方向上来。

最后，感谢教育部人文社科基金青年项目“货币政策、营运资本平滑与投资效率的动态传导效应（14YJC630174）”的资助，本书为该项目的核心研究成果。同时，感谢麦考瑞大学田钢教授、台湾政治大学马秀如教授、北京大学姜国华教授、南开大学戴金平教授、中国海洋大学王竹泉教授等诸多前辈在本书写作过程中的指导、启发与帮助！

于 博

2018年8月4日，于悉尼

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究价值与研究目标	6
1.3 研究内容、框架与方法	10
1.4 研究创新	14
第 2 章 营运资本平滑：微观机理与实证检验.....	17
2.1 营运资本管理文献综述	17
2.2 营运资本平滑的理论内涵	21
2.3 营运资本平滑的实证检验	28
2.4 本章小结	47
第 3 章 营运资本平滑与企业投资效率	51
3.1 非理性投资的动因与逻辑——文献综述	52
3.2 营运资本平滑对企业投资效率的异质性影响	67
3.3 营运资本平滑影响企业投资效率的实证研究	73
3.4 本章小结	86
第 4 章 非理性平滑的驱动机制	88
4.1 营运资本“解构”与平滑驱动机制分析	89
4.2 异质性平滑驱动机制的实证检验	91

4.3	非理性平滑的自强化机制及其经济后果·····	100
4.4	本章小结·····	107
第5章	货币政策与营运资本平滑·····	109
5.1	货币政策对营运资本平滑的影响分析·····	110
5.2	货币政策影响营运资本平滑的实证分析·····	115
5.3	货币政策影响营运资本平滑的再检验——跨行业比较分析·····	121
5.4	本章小结·····	128
第6章	货币政策、营运资本平滑与投资效率的动态传导效应·····	130
6.1	货币政策、营运资本平滑与投资效率——理论分析·····	131
6.2	货币政策、营运资本平滑与投资效率——实证检验·····	140
6.3	本章小结·····	156
参考文献	·····	157

第 1 章

绪 论

1.1

研究背景

改革开放以来，中国实体经济经历了一场举世瞩目的快速发展。其中，GDP 从 1979 年的 4 063 亿元增长至 2013 年的 588 019 亿元，年复合增长率达 15.75%；全社会固定资产投资完成额自 1992 年的 5 854 亿元增长至 2013 年的 435 747 亿元，年复合增长率高达 22.76%（见图 1.1）。如

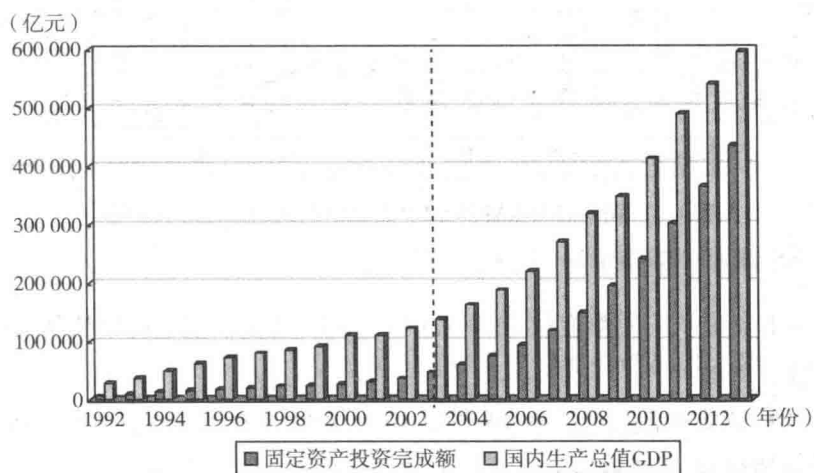


图 1.1 1992 ~ 2013 年中国固定资产投资与 GDP 增长趋势

资料来源：国家统计局，Wind 数据库。

此快速、持续的经济增长态势在全球经济发展史中确属罕见，因此，被学术界视为“中国经济增长之谜”（Allen et al., 2005; Song et al., 2011）。

从图 1.1 中可以看出，固定资产投资自 1992 年以来长期保持增长，尤其是 2003 年以后，增速明显提高。即使是在金融危机之后的 2007 ~ 2013 年间，中国 GDP 及固定资产投资规模依然呈现出持续攀升的特征。图 1.2 给出了 2006 ~ 2013 年间固定资产投资及 GDP 的季度同比增速，从增速平均水平看，二者仍然分别高达 24.47% 和 9.96%。这不禁让人思考，在宏观冲击引发企业成长机会明显下降的条件下，是什么因素在推动固定资产投资持续攀升？

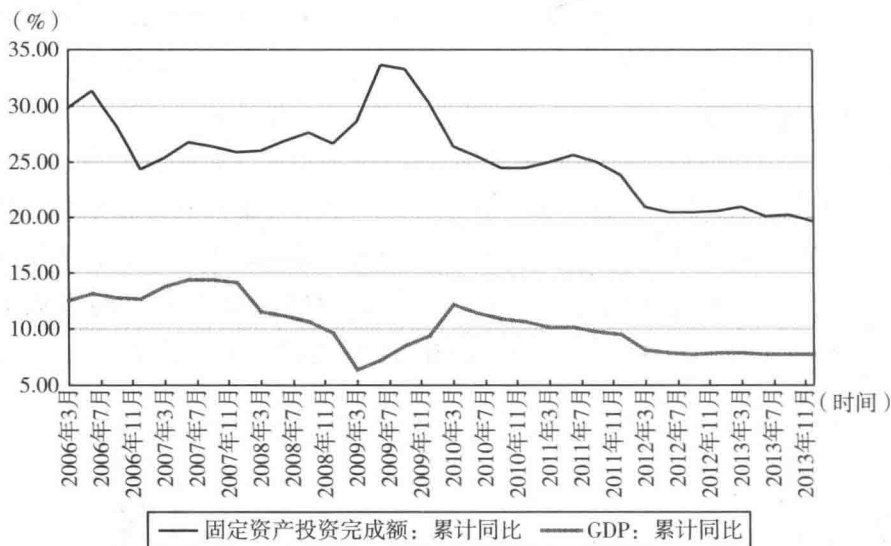


图 1.2 固定资产投资及 GDP 在危机期间的加速增长特征

资料来源：国家统计局，Wind 数据库。

现有研究从不同角度对 2007 ~ 2013 年间固定资产投资的增长动力进行了解读，例如：

(1) 政策刺激效应。2008 年，中央采取了刺激性财政金融政策，这些政策的核心是投资扩张——广义财政赤字攀升、地方性融资平台日趋活跃、信贷总水平快速膨胀，这些举措最终都导向固定投资的快速膨胀。

(2) 资源错配效应。国有企业的委托代理问题及特有的比较融资优势(预算软约束)导致国有企业加杠杆的意愿和能力更强,其短期及静态视角的过度负债特征更显著(陆正飞等,2015),金融资源错配最终推动了结构性投资扩张。上述两种效应可通过图1.3加以刻画。

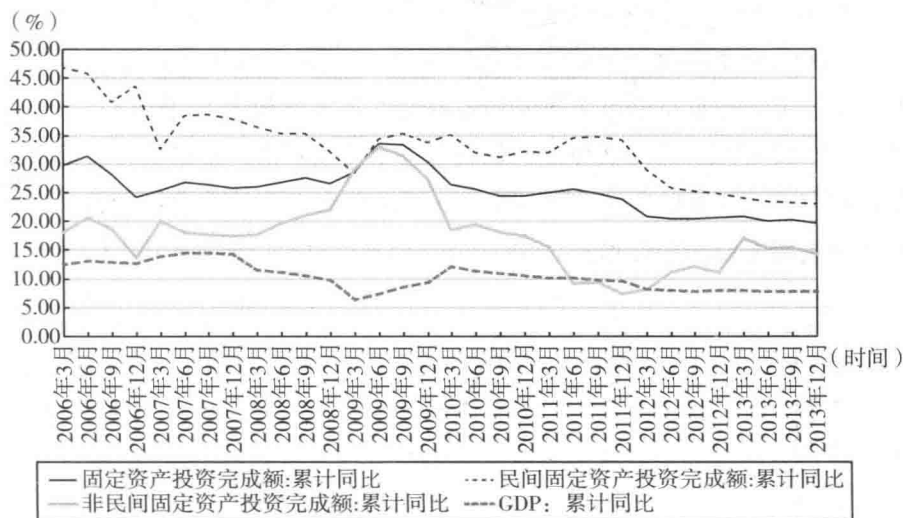


图 1.3 政策刺激与资源错配下的固定资产投资扩张

资料来源：国家统计局，Wind 数据库。

图1.3将全社会固定资产投资完成额分解为民间和非民间两类。观察发现：政策刺激效应（2008.6~2009.6）对非民间固定投资的刺激作用更突出；从第二轮刺激（2012.1~2013.6）来看，依然是非民间固定资产投资呈现出明显上升态势，而民间固定投资则呈现出显著且持续的下行趋势。这不仅说明政策刺激具有异质性效果，同时也说明金融资源很可能在所有制层面存在错配，从而形成了对民间投资的“挤出”效应。

虽然上述两种原因在一定程度上解释了固定投资增长的“政策性”和“结构性”问题，但不可否认的是，即使是降速最快的民间投资，其在2013年年末也保持了同比23.1%的增速。这意味着，即使过滤掉政策性扭曲和配置性扭曲带来的增长后，企业投资增速依然可观。于是，这不禁让人再次发问——增长异象背后的原因及动力何在？

新古典厂商投资理论认为，从长期看，投资最终将是一个纯粹的“现实问题”，只与厂商的技术特征及偏好有关；从短期看，投资增长取决于预期产出和资本成本（由资本回报率、资本品价格及税率决定）。然而，现实中投资回报率真是推动固定投资增长的动因吗？

图 1.4 给出了全国工业企业利润率及资本回报率的总体趋势。可以看出，工业企业总体投资机会呈下降趋势：一方面，利润率始终在低位徘徊；另一方面，资本回报率降幅高达 45%（白重恩和张琼，2014）。可见，2004~2013 年间，中国实体经济投资回报率持续下滑，难以成为支撑固定资产投资持续增长的真实动因。那么，预期产出（市场需求）能否支撑持续攀升的固定资产投资呢？

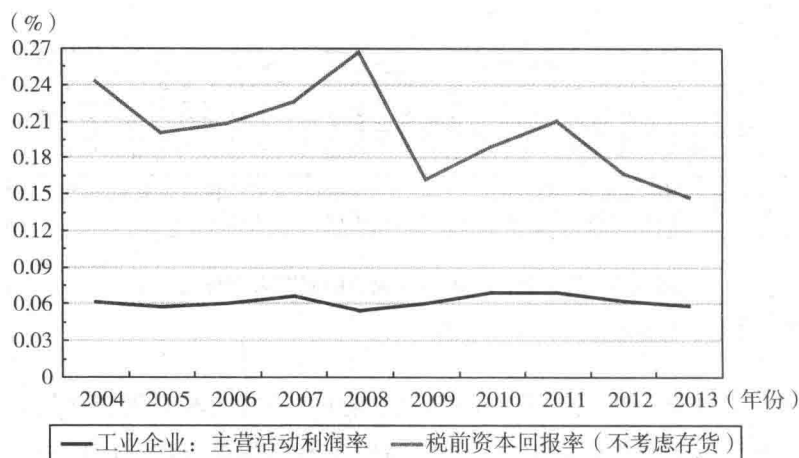


图 1.4 2004~2013 年间工业企业利润率及资本回报率特征

资料来源：国家统计局，Wind 数据库；白重恩、张琼：中国的资本回报率及其影响因素分析 [J]，世界经济，2014-03-30。

如果将每年固定资产投资完成额看成实体经济的长期投资增长水平，将 GDP 年度增长额看成需求增长水平，则二者的比例（GDP/固定资产投资完成额）将意味着单位固定资产投资对应的需求增长水平。该值越低，意味着可与固定资产投资匹配的需求越少。上述对比特征可通过图 1.5 进行刻画。

图 1.5 显示，投入增长与需求增长相比，单位投资增长对应的需求增

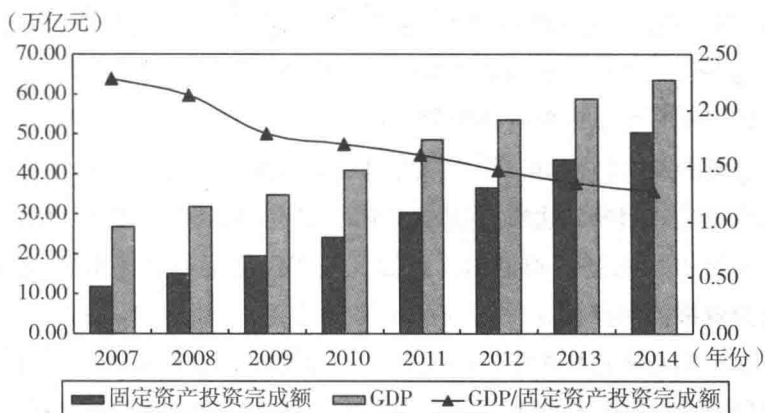


图 1.5 2007~2014 年间实体经济“需求/供给”比的趋势特征

资料来源：国家统计局，Wind 数据库。

长从 2007 年开始持续下降，说明需求增长速度已经无法与投资供给的增长速度相匹配，实体经济需求并不支持固定资产投资的持续、快速攀升，即供给与需求之间存在扭曲。这一扭曲的直接证据是存货及应收账款等存量资本的大量积压。图 1.6 对此进行列示。

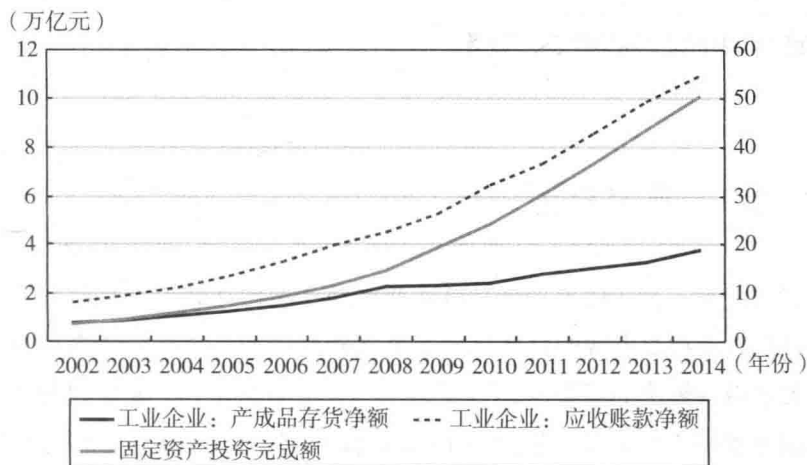


图 1.6 存量资本（存货与应收账款）的持续性攀升特征

资料来源：国家统计局，Wind 数据库。

随着图 1.5 中“需求/供给”比的持续下行以及图 1.6 中存量资本

(如应收账款及产成品存货)的大幅增加,企业资本边际报酬率必然持续降低,这与图 1.4 中资本回报率快速下行相吻合。

上述经济环境下,新古典投资理论(或托宾 Q 理论)认为,厂商固定资产投资意愿将大幅回落,因为市场机制对过剩产能存在一种自然清理机制,当资本边际报酬无法覆盖资本成本时,企业将退出非效率投资,过度投资会通过市场机制实现退出。然而,现实经济运行并未如理论预期那样,高投资率依然存在。

以上现实经济特征所引发的反思是:投资回报不断下降、产能不断过剩、存货及应收账款持续攀升条件下,企业推迟退出固定资产投资的动因何在?存货、商业信用等营运资本因素的扭曲性增长对固定资产投资增长具有怎样的影响?固定资产投资与营运资本投资之间具有怎样的双向影响关系,二者是否互为强化?货币政策有没有可能通过影响营运资本来间接调节固定资产投资?货币政策通过营运资本间接调节固定资产投资的过程对企业固定投资效率具有怎样的影响?

1.2

研究价值与研究目标

1.2.1 研究价值

货币政策、营运资本平滑与投资效率的动态传导效应,是研究和化解产能过剩以及提高资源配置效率的重要基础理论,也是现实中完善政府与市场关系亟待解决的重要问题。党的十八大报告指出,“要更大程度、更广范围地发挥市场在资源配置中的基础性作用,全面提升资源的配置效率。”中共十八届三中全会将该思想进一步深化为:“使市场在资源配置中起决定性作用,提高资源配置效率。”而“资源配置的核心是处理好政府和市场关系。”

资源的配置效率分为宏观和微观两个层面,在微观层面具体体现为企

业的投资效率。上市公司作为反映经济的晴雨表，其投资效率与宏观层面的资源配置效率走势高度契合（叶青山，2014），然而，2010~2014年间，我国A股上市公司投资效率持续下滑，这对市场化改革的推进提出了挑战。事实上，处理好政府与市场的关系需要先理解好经济政策与企业行为之间的关系，经济政策如何影响企业投资进而影响企业投资效率？对这一问题的回答正是反思“政府与市场关系”的关键。

随着经济波动的加剧，政府在经济活动中的行为角色、管理目标及利益诉求也随之发生变化，政府与市场的关系日趋复杂。在这一变化过程中，如何挖掘宏观经济政策传导的微观路径、如何科学地认识其传导效果、如何刻画企业在宏观经济政策传导过程中的反馈效应（能动性），便成为理解和改善政府与市场关系、提高企业投资效率的三个重要基础。

货币政策作为宏观经济政策的重要组成部分，如何通过营运资本平滑影响企业的投资效率？其传导路径及微观机理何在？也是学术界在探寻“宏观经济政策”如何影响“微观企业市场行为”过程中迫切需要解决的重点问题。然而，现有研究（Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; 靳庆鲁等，2012）主要以“固定资产投资”为媒介，从货币政策“需求效应”出发，分析货币政策如何借助该渠道来影响投资效率，忽视了营运资本平滑在货币政策向投资效率传导中的作用，遗漏了货币政策借助营运资本渠道调节投资效率的微观机制。

对此，本书将基于不可逆投资理论、调整成本理论与营运资本平滑假说、资本逐利规律、融资约束理论和货币政策传导理论，以“营运资本平滑”为媒介，从货币政策“供给效应”角度分析货币政策、营运资本平滑与投资效率的动态传导机理。

从结构设计上看：首先，本书将分析营运资本平滑固定投资的微观机理，从而解释固定投资持续膨胀背后的内生动因（第2章）；其次，分析营运资本平滑过程对企业投资效率的异质性影响，并提出非理性平滑的基本内涵（第3章）；再次，揭示非理性平滑过程的自强化能力，从而解释固定投资扭曲与营运资本扭曲之间的“内生”关系（第4章），并通过理论与实证过程分析货币政策对平滑过程的扰动作用（第5章）；最后，通

过构建附加“营运资本平滑”的投资效率检验模型,证实营运资本平滑对货币政策调控具有动态选择能力,能差异化传导货币政策对投资效率的影响。从而揭示货币政策、营运资本平滑与投资效率三者之间的互动关系,并通过比较分析证明,遗漏营运资本平滑这一货币政策对投资效率的间接影响渠道会导致对货币政策效率调节效应的估计偏误(第6章)。

综上所述,本书将以企业投资效率为视角,考察宏、微观行为联系的表现形式及内在机理。从而:(1)修正了传统实证模型对于货币政策影响作用的估计偏误,为宏观经济政策评价提供优化机制;(2)通过解读政府能动性(货币政策)对企业能动性(营运资本平滑与投资效率)的影响作用,为提高宏观经济政策效果提供了理论基础与实证方法;(3)将微观企业的营运资本平滑行为与货币政策融合,避免因单纯进行微观(或宏观)研究所带来的方法论偏误,修正了实证研究中存在的宏、微观“割裂”现象。

1.2.2 研究目标

本书研究目标主要包括以下三个方面。

(1)为理解固定资产投资膨胀的机理与路径以及固定资产投资的效率扭曲特征提供了来自营运资本管理视角的逻辑依据和实证参考。

当前,有关固定资产投资的增长机理及效率研究文献仍存在以下两点不足:

第一,在分析“融资因素”对固定资产投资的推动作用时,现有文献多集中于非正规金融(Ayyagari et al., 2010)、金融漏损(安强身, 2008)、商业信用(Cull et al., 2009)、内生资本积累(Guariglia et al., 2011)等因素对固定投资增长的影响,却忽视了营运资本这一重要企业财务决策在固定资产投资增长过程中扮演的角色;

第二,虽然宏/微观层面对产能过剩/过度投资的机理、路径及动因已经展开广泛的研究,但对于企业如何“化解”因产能过剩/过度投资引发的供需矛盾及资金循环压力,现有研究给予的关注却较少,而企业“对

冲”上述压力的微观机制恰恰是产能矛盾得以持续的关键。

为此,本书以“调整成本”为切入点,以营运资本对固定资产投资的“平滑机制”为核心,分析了理性平滑在缓解融资约束、推动投资增长及效率提升方面的积极意义,同时也分析了非理性平滑对过度投资及效率扭曲的影响,以新的微观视角对产能矛盾进行了解读。

(2) 构建货币政策对营运资本平滑行为的影响路径与影响效果分析,进而为优化货币政策提供新的微观视角。本书将基于不可逆投资理论、调整成本与营运资本平滑假说、资本逐利规律、融资约束理论和货币政策传导理论对货币政策影响“营运资本平滑”逻辑进行理论与实证分析,从而为优化货币政策及解读宏、微观联动机制提供新视角。现有宏观经济政策与微观企业行为关系研究大多集中于货币政策与企业固定资产投资之间的关系分析,而本书将以营运资本平滑为视角,对货币政策与营运资本管理之间的关系展开研究,这将拓展现有研究的理论边界、为优化货币政策传导效率提供来自营运资本管理视角的理论依据。

(3) 刻画货币政策借助影响营运资本平滑行为来间接调节企业投资效率的机理与逻辑。通过揭示理性平滑与非理性平滑过程对货币政策的异质性反馈效应,本书将刻画企业能动性在货币政策传导中的作用机制,进而为理解货币政策传导、优化调控线条提供理论支持。

传统模型由于忽视了营运资本对货币政策的间接传导作用,因此,对货币政策影响效果的估计存在向下偏误。为此,本书通过构建“附加营运资本平滑”的修正模型以有效修正偏误,还原货币政策影响投资效率的“真实强度”,并以修正模型为基础展开对比分析,证实货币政策不仅会借助营运资本平滑渠道间接影响企业投资效率,且该影响还具有异质性及动态特征。这一发现将为推动“非对称”货币政策进而细化调控线条,提供理论支点和实证逻辑。上述分析本质上构建了企业能动性(平滑策略)与政府能动性(政策调控)之间的关系。即以营运资本平滑为视角,刻画了微观主体对宏观波动的“反馈过程”以及宏、微观能动性之间的“联动机理”。