

教育部人文社会科学研究一般项目资助 (14YJA630029)

金融市场化、金融支持与 战略性新兴产业投资效率研究

Financial Liberalization, Financial Support and Investment Efficiency of
Strategic Emerging Industries

刘广瑞 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究一般项目资助 (14YJA630029)

金融市场化、金融支持与战略性 新兴产业投资效率研究

刘广瑞 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

金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率
研究/刘广瑞著. —北京: 经济科学出版社, 2018. 11
ISBN 978-7-5141-9970-3

I. ①金… II. ①刘… III. ①金融市场—研究—中国
IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 263735 号

责任编辑: 刘 莎
责任校对: 李 伟
责任印制: 邱 天

金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率研究

刘广瑞 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

总编辑部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

固安华明印业有限公司印装

710×1000 16 开 11.25 印张 170 000 字

2018 年 11 月第 1 版 2018 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-9970-3 定价: 39.00 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 打击盗版 举报热线: 010-88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010-88191537

电子邮箱: dbts@esp.com.cn



前 言

培育和发展战略性新兴产业的政策引发了各地政府的投资热潮，目前战略性新兴产业中的风电设备、太阳能光伏发电用多晶硅等行业由于过度投资而出现了产能过剩问题，而战略性新兴产业的 R&D 投资效率还不是很清楚，金融如何服务于战略性新兴产业发展的问题，也是金融危机爆发后我国政府急需解决的问题。已有基于融资约束视角展开的外源性融资与企业投资效率关系的研究并未得到一致的结论。

本书基于金融支持的视角来研究金融市场化环境下金融支持与战略性新兴产业投资效率的问题。基本内容如下：第一，通过文献研究建立金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的理论分析框架。第二，实证研究金融市场化、金融支持与战略性新兴产业总投资效率关系问题，研究发现融资结构能够提高战略性新兴产业上市公司的投资效率；融资结构对新兴产业上市公司投资效率的促进作用，在金融发展水平越高的地区，融资结构越能够提升战略性新兴产业上市公司的投资效率。第三，实证研究金融发展和债务期限结构对战略性新兴产业上市公司过度投资的影响，研究发现缩短债务期限结构能够抑制战略性新兴产业上市公司的过度投资问题。第四，从金融市场化的角度出发研究战略性新兴产业的投资不足和研发投资不足，一是研究发现金融市场化通过中介变量——股权融资和债务融资来促进战略性新兴产业企业投资，股权融资存在部分中介效应，债务融资存在完全的中介效应。相对于无融资约束的企业，在融资约束的战略性新兴产业中金融市场化通过债务融资促进投资的中介效应更明显。二是研究发现战略性新兴产业研发投资

的主要融资渠道是内源融资，同时，金融支持也能够促进战略性新兴产业研发投资，股权融资和债务融资是研发投资的融资方式。另外，研究结果还表明金融市场化能够促进战略性新兴产业的研发投资，金融市场化能够减小战略性新兴产业研发投资对内源融资的依赖，金融市场化也能够提高债务融资对研发投资的作用。

本书的学术贡献主要体现在以下三个方面：第一，阐明金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的关系，丰富了金融市场化与公司投资效率的文献，充实了信息不对称和代理理论双重影响下投资效率理论框架。第二，本书揭示了金融市场化与金融支持影响战略性新兴产业过度投资的规律，充实了代理理论下投资效率理论框架。第三，本书揭示了金融市场化与金融支持影响战略性新兴产业投资不足的微观机理，充实了信息不对称下投资不足理论框架。

目 录

第一章 绪论 / 1

第二章 理论基础与文献综述 / 13

第一节 金融市场化、金融支持与投资效率 / 13

第二节 金融市场化、金融支持与过度投资 / 19

第三节 金融市场化、金融支持与投资不足 / 22

第四节 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率 / 30

本章小结 / 35

第三章 金融市场化、金融支持与投资效率： 理论框架与研究模型 / 36

第一节 投资效率的理论框架与研究模型 / 36

第二节 金融市场化与投资效率 / 44

第三节 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率 / 51

本章小结 / 60

第四章 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率 / 61

- 第一节 问题提出 / 61
- 第二节 研究假设 / 63
- 第三节 研究设计 / 66
- 第四节 实证结果分析与讨论 / 71
- 本章小结 / 88

第五章 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业过度投资 / 90

- 第一节 问题提出 / 90
- 第二节 研究假设 / 92
- 第三节 研究设计 / 95
- 第四节 实证结果分析与讨论 / 98
- 本章小结 / 104

第六章 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资不足 / 106

- 第一节 问题提出 / 106
- 第二节 研究假设 / 108
- 第三节 研究设计 / 112
- 第四节 实证结果分析与讨论 / 116
- 本章小结 / 124

第七章 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业研发投资不足 / 125

- 第一节 问题提出 / 125

第二节 研究假设 / 127

第三节 研究设定 / 130

第四节 实证结果分析与讨论 / 132

本章小结 / 146

第八章 结论与建议 / 148

参考文献 / 159

第一章

绪 论

一、研究的背景与问题提出

培育和发展战略性新兴产业是我国“十二五”规划中经济社会发展的重大战略任务，是推进产业结构升级、加快经济发展方式转变的重大举措，是实现可持续发展的必然选择（国发〔2010〕32号）。培育和发展战略性新兴产业的政策引发了各地政府的投资热潮，目前战略性新兴产业中的风电设备、太阳能光伏发电用多晶硅等行业由于过度投资而出现产能过剩问题，而战略性新兴产业的 R&D 投资效率还不是很清楚，金融如何服务于战略性新兴产业发展的问题，也是金融危机爆发后我国政府急需解决的问题。根据麦金农和肖（McKinnon and Shaw, 1973）的金融深化理论以及黄金老（2001）、周业安（2005）和樊纲（2003）等人的理论观点，对于转轨经济的国家来说，金融深化和发展的过程实际上是地区金融市场化的过程，因此，应把金融市场化等同为我国各地区的金融市场化。金融市场化水平的提高给企业带来更多的资源，从而影响到战略性新兴产业融资结构和方式；同时战略性新兴产业的发展也离不开金融的支持，但是金融过度地支持会影响到战略性新兴产业的投资

效率。

国内一些学者提出了基于生命周期理论视角的战略性新兴产业演进的政策性金融支持体系、战略性新兴产业集群和第三类金融中心的建设与创造新的融资模式形成一个完整的金融支撑体系的观点（顾海峰，2011；刘志阳和苏东水，2010；吕铁和余剑，2012）。直接融资应成为战略性新兴产业发展的主要支撑，应该发展私募股权投资来支撑战略性新兴产业发展（熊正德和林雪，2010；王宇伟和范从来，2011）。但有学者提出政府创业投资引导基金支持战略性新兴产业发展的观点（李朝晖，2011；钱霞，2011），也有学者提出风险投资基金支持战略性新兴产业发展的观点。中国是以银行为主导的金融体系，而英美国家是金融市场为主导的金融体系（胡海峰和胡吉亚，2011），战略性新兴产业发展的金融支持模式和路径主要由金融市场来决定，风险投资基金成为英美国家战略性新兴产业发展的主要金融支持模式。总之，创新金融支持体系和直接融资应成为战略性新兴产业发展的主要支撑，但是缺乏一些经验证据。而金融市场化、金融支持与战略性新兴产业的投资效率三者之间关系的经验证据就更缺乏。翟华云（2012）发现负债融资行为对金融支持效率会产生负面影响，七大战略性新兴产业股权融资效率均值都有所增长。从金融市场化的视角，金融市场化依托于战略性新兴产业，是金融共生的要求，战略性新兴产业的发展壮大为金融市场化提供了生存空间和重大机遇（马军伟，2013）。地区金融市场化水平越高，金融支持度也越大。总之，金融市场化影响战略性新兴产业投资效率的机理目前还不是很清楚，而金融市场化和金融支持共同作用于战略性新兴产业的投资效率的机理更是一个谜团。以前有学者研究金融市场化与投资效率的关系，但鲜有学者研究金融支持对投资效率的影响。金融市场化与战略性新兴产业投资效率关系是否存在直接影响效应，还是直接效应和间接效应同时存在，目前没有得到实证检验。

金融市场化与金融支持如何影响到战略性新兴产业投资效率以及投资结构，这是一个关系到战略性新兴产业可持续发展的问题。研究金融

市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的问题势在必行。金融市场化水平的提高给企业带来更多的资源，从而影响到战略性新兴产业融资结构和方式；同时战略性新兴产业的发展也离不开金融的支持，但是金融过度的支持会影响到战略性新兴产业的投资效率。金融市场化与金融支持如何影响到战略性新兴产业 R&D 投资效率以及投资结构，这是一个关系到战略性新兴产业可持续发展的问题。

二、研究目的与意义

“十二五”和“十三五”规划明确提出培育发展战略性新兴产业，发展战略性新兴产业是经济结构战略性调整的主要措施之一，对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用。战略性新兴产业的发展急需金融支持。战略性新兴产业的载体是企业，企业的投资效率是企业价值创造和成长的基础，战略性新兴产业的投资效率关系到战略性新兴产业的可持续发展。在不完美市场中，公司投资效率与融资决策之间的紧密关系，而金融市场化影响企业融资结构与方式和其所在地区的金融支持程度。本书的实证研究结果能为金融支持战略性新兴产业的发展提供现实的证据。因此，研究金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率三者之间的关系具有学术价值和现实意义。

（一）理论意义

金融市场化影响企业投资效率的理论观点并不一致：金融市场化能促进储蓄转化为投资，从而促进企业投资效率的提高（Greenwood and Jovanovic, 1990；Levine, 1991）。但有学者认为在新兴市场国家中的金融体系对资本投资效率的改善极其有限（沈坤荣和孙文杰，2004）。因此，本书的研究具有重要的理论价值。具体体现在三个方面：第一，揭示了金融市场化促进实体经济发展的微观机理。金融与实体经济互动关系的微观机理目前还不是很清楚，本书研究旨在揭示金融服务于实体经济的微观机理，丰富了虚拟经济与实体经济关系的文献。第二，运用金

融市场化理论和企业投融资理论来进行交叉学科研究,学科交叉点在于企业融资决策。本书认为:研究金融市场化、金融支持与资本投资效率的关系必须采用学科交叉的理论和方法来进行,否则难以揭示它们之间的规律。本书的研究能拓展金融市场化和企业投融资决策的交叉学科理论。第三,进一步拓展企业投资效率理论,本书不是采用估计合意投资水平的方法来估计资本投资效率,而是创造性地运用詹森(Jensen)的自由现金流量来估计资本投资效率,并改进现有的投资效率估计模型。

(二) 现实意义

发展战略性新兴产业是经济结构战略性调整的主要措施之一,对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用。如何化解战略性新兴产业产能过剩和 R&D 投资不足的问题,从微观层面来提高资本投资效率是目前政府最关心的问题。战略性新兴产业的载体是企业,企业的投资效率是企业价值创造和成长的基础,战略性新兴产业的投资效率关系到战略性新兴产业的可持续发展。在不完美市场中,公司投资效率与融资决策之间的紧密关系,而金融市场化影响企业融资结构与方式和其所在地区的金融支持程度。因此,金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率关系的问题本质上是金融如何为实体经济服务的问题,本书通过分析市场和政府在金融资源中的配置作用,发现战略性新兴产业 R&D 投资效率的影响因素,并揭示战略性新兴产业的产能过剩的微观机理,为化解我国一些行业的产能过剩问题和促进 R&D 投资提供理论依据。

(三) 研究目的

本书的研究目的:金融支持和金融市场化在我国战略性新兴产业投资效率中起关键性作用,但其影响战略性新兴产业投资效率的机理尚不清楚。本书将运用金融市场化理论和企业投融资理论来研究金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的关系,探求金融市场化、金融支持与战略性新兴产业 R&D 投资以及过度投资之间的规律,揭示金

融市场化与金融支持影响战略性新兴产业投资效率的机理；为化解战略性新兴产业产能过度和缓解战略性新兴产业 R&D 投资不足，从而促进战略性新兴产业的发展提供决策依据与政策建议。

三、相关概念界定

（一）金融市场化和金融发展的概念

金融发展的定义目前在国内外学术界还没有统一界定，最初的定义是美国经济学家格利和肖（Gurley and Shaw, 1960），他们认为金融市场化就是金融资产的增多和金融机构的设立。进而，戈德史密斯（Goldsmith, 1969）认为金融发展就是金融结构的变化，而金融结构是金融工具和金融机构的总和，并提出了一系列的衡量金融结构的指标（金融相关比率）。麦金农和肖（1973）扩展了金融发展的内涵，提出“金融抑制论”和“金融深化论”，把金融发展的概念等同于“金融深化”和“金融自由化”。针对发展中国家的金融抑制问题而提出金融自由化的观点，这也标志着金融市场化理论的形成。20 世纪 90 年代以后，金融市场化理论突破前人的研究经济发展与金融市场化关系的框架，得出了新的金融市场化理论，即内生金融市场化理论。基于内生金融市场化理论，莱文（Levine, 2002）认为金融体系具有提供信息、监督企业和公司治理、风险管理、动员储蓄和便利交易五大功能，金融市场化就是金融工具、金融市场和金融中介机构改善交易者之间的信息不对称，降低签订与执行契约的交易成本，不断改善金融五大功能的一种动态过程。

本书认为在目前中国制度背景下，从金融抑制论视角来定义金融市场化最适合我国现阶段金融市场化的现状，对于转轨经济的国家来说，金融深化和发展的过程实际上是金融市场化的过程，因此，本书把金融发展等同为金融市场化。金融市场化也就是各地区的金融市场化。本书金融市场化的定义主要是基于麦金农和肖（1973）的金融深化理论，以

及黄金老(2001)、周业安(2005)和樊纲(2003)等人的理论观点。在我国计划经济向市场经济转轨的过程中,金融体制也处于转轨阶段,金融市场化的过程实际上是地区金融市场化的过程,金融市场化主要集中在各地区的金融价格市场化、金融业务经营市场化、市场准入自由化和资本流动自由化这几个方面。本书采用樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2011)的地区金融业市场化指数来衡量金融市场化程度。

(二) 公司投资效率的概念

从资源配置的角度来进行分析,公司的过度投资和投资不足都是资本配置的非效率。因此本书界定的公司投资效率实指公司放弃了净现值为正的投资机会(投资不足)和承担了净现值为负的投资项目(过度投资)的非效率投资行为。公司投资效率的度量,主要采用理查德森(Richardson, 2006)的残差度量方法和詹森(1986)的自由现金流量指标的度量方法。公司投资与公司投资效率的关系:一般来说,公司投资包括资本维持投资和新增项目投资两部分,本书的公司投资是指公司新增项目投资的部分。而公司投资效率是公司新增项目投资的资本配置效果,它等于新增项目投资额减去正常的预期投资额。如果新增项目投资大于或小于正常的预期投资,那么公司的新增项目投资为过度投资或新增项目投资为投资不足,不管是哪一种情况,都会出现非效率投资行为。

四、研究框架、研究方法与研究内容

(一) 研究框架

第一,本书通过文献研究确定研究目标和待研究的科学问题。第二,围绕研究的科学问题结合制度背景进行理论分析,建立研究理论分析框架。第三,围绕三个科学问题提出研究假设。第四,针对三个科学问题建立实证模型,进行经验研究。第五,根据研究的结论进行对策建议的研究。具体研究框架如图1-1所示。

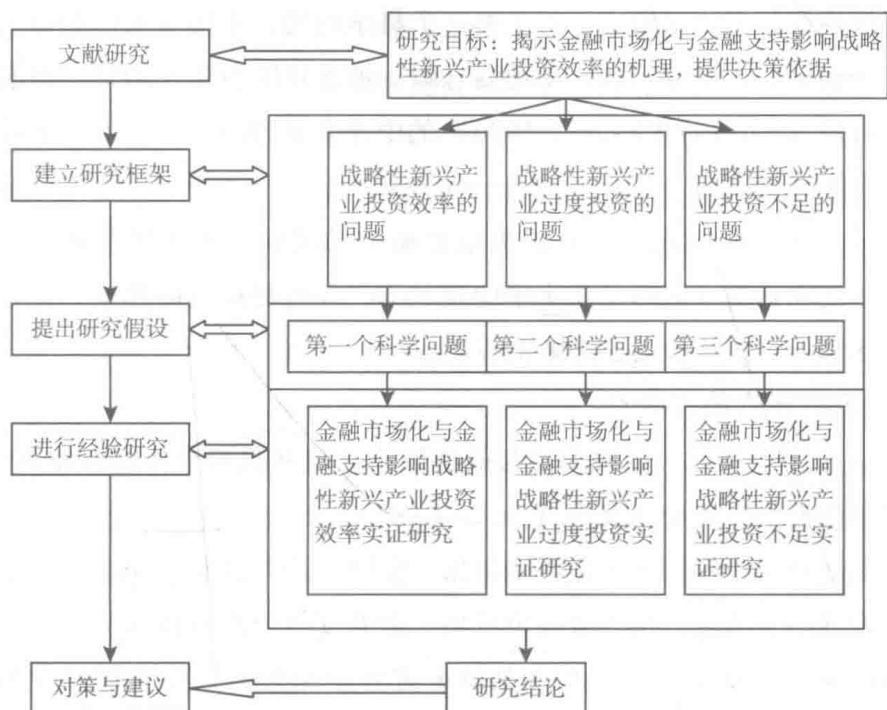


图 1-1 本书的研究框架

（二）研究方法

（1）文献研究：运用规范研究方法，对本研究所涉及的金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的定义进行界定，确定待研究的科学问题和研究目标。

（2）建立研究框架：结合中国的制度背景进行理论分析，对金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率所涉及的科学问题进行系统研究，建立理论分析框架。本部分采用文献研究和历史研究的方法。

（3）提出研究假设：通过文献与理论分析，采用演绎推理的方法。提出金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率所涉及的三个科学问题的研究假设。

（4）进行经验研究：针对三个科学问题，根据理论分析框架，分别构建实证模型，选用实证方法。对于第一个科学问题，采用面板数据的

多元线性回归方法来研究。对于第二个科学问题，采用实证研究方法进行研究。而第三个科学问题，采用温忠麟、张雷和侯杰泰（2004）以及巴伦和肯尼（Baron and Kenny, 1986）的中介变量检验方法以及多元线性回归方法来研究。

（5）对策与建议研究：根据前面研究的结论，采用规范研究的方法，论述在当前金融市场化水平的现状下，如何提高战略性新兴产业投资效率和促进战略性新兴产业的发展。

（三）研究的内容

1. 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的理论研究，建立理论分析框架和研究模型

本部分的研究是从对金融市场化、金融支持与投资效率三个概念进行界定开始；然后，描述金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的现状和制度背景，在此基础上进行理论分析，建立理论分析框架。具体如下：首先，描述战略性新兴产业投资结构的现状，对总投资、固定资产投资与 R&D 投资的比例和水平的所有影响因素进行分析。其次，描述各地区的金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的制度背景。最后，运用金融抑制和金融深化理论来分析金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的关系，结合中国制度背景来推演金融市场化与金融支持对战略性新兴产业投资效率的影响，建立金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率的理论框架和研究模型。

2. 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业总投资效率的实证研究

金融市场化是指采用金融业的市场化程度、金融业的竞争程度以及信贷资金分配的市场化程度等来描述一个国家的金融市场化水平。根据前面的理论分析框架，运用麦金农和肖（1973）金融市场化理论和投融资理论来推演金融市场化与战略性新兴产业投资效率的关系，建立金融市场化与金融支持影响战略性新兴产业投资效率的实证检验模型，进行实证分析。首先，采用詹森（1986）定义的自由现金流量来判别战略性新兴产业投资效率，自由现金流量 = 经营活动现金流量 - 预期投资 - 维

持性投资 + 研发投资 (Richardson, 2006), 预期投资通过改进的理查德森 (2006) 模型来估计, 维持性投资为现金流量表中固定资产折旧和无形资产摊销之和。其次, 用改进的理查德森 (2006) 模型来估计战略性新兴产业非效率投资。最后, 用估计出来的战略性新兴产业企业投资效率进行实证研究。在战略性新兴产业企业非效率的情况下, 投资检验金融市场化与金融支持对战略性新兴产业投资效率的综合影响。金融支持分为股权融资支持、债务融资支持以及两者比例即融资结构的支持情况。检验三个假设: 一是债务融资支持与战略性新兴产业公司的投资效率之间是正相关; 股权融资支持与战略性新兴产业公司的投资效率之间是正相关。二是融资结构与战略性新兴产业公司的投资效率之间是负相关。三是金融市场化水平越高, 融资结构越能够提升战略性新兴产业上市公司投资效率。基于研究得到的结论, 结合我国金融市场化的现状和相关理论, 提出提高战略性新兴产业投资效率的对策与建议。

3. 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业过度投资的实证研究

金融市场化水平越高的地区, 地方政府干预就越少。本部分也是从另一方面研究市场和政府在金融资源中的配置作用, 即金融市场化与金融支持如何影响战略性新兴产业的过度投资的问题。研究在何种金融市场化水平下债务期限结构对新兴产业过度投资的影响, 有利于揭示债务期限结构与新兴产业过度投资的关系, 有助于政府化解战略性新兴产业产能过剩, 解决过度投资的问题。主要验证两个假设: 一是股权融资支持与战略性新兴产业过度投资正相关, 债务期限结构与战略性新兴产业上市公司过度投资显著正相关, 缩短债务期限结构能抑制公司的过度投资问题。二是金融市场化水平越高, 缩短债务期限结构对战略性新兴产业上市公司过度投资的抑制作用越弱。基于研究得到的结论, 结合我国金融市场化的现状和相关理论, 提出提高战略性新兴产业投资效率的建议。

4. 金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资不足的实证研究

金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资不足关系的问题又细