

货币政策、财务柔性与企业投资行为研究

邱 静/著



科学出版社

货币政策、财务柔性与企业投资 行为研究

邱 静 著

本书得到贵州省教育厅高等院校人文社会科学研究项目（2016gh02）、贵州财经大学重点学科专项建设经费、贵州财经大学 2015 年引进人才科研项目和贵州财经大学 2015 年教学质量与教学改革工程项目的资助。

科学出版社
北 京

内 容 简 介

本书将微观企业的财务柔性与投资行为纳入宏观框架,从微观角度发现货币政策对企业财务柔性与投资行为关系的调节作用,以及该调节作用的方式、方向和途径。本书共分为六章,在文献综述及理论分析的基础上,分别从企业投资方式和投资效率两方面研究三者关系,并基于研究结论提出政策建议。本书将货币政策、财务柔性和投资行为三点连为一线的研究,是货币政策对企业行为传导途径的又一发现与证明,弥补了现有文献研究内容及思路的割裂,有利于企业更好地根据自身状况及时、正确地制定差别化策略以应对宏观经济环境的变化,并有助于政策制定部门对政策执行效应的考察。

本书可供会计类专业学者共同探讨,并对企业财务柔性管理实务具有参考价值。

图书在版编目(CIP)数据

货币政策、财务柔性与企业投资行为研究 / 邱静著. —北京:科学出版社, 2016

ISBN 978-7-03-048917-3

I. ①货… II. ①邱… III. ①货币政策-影响-企业-投资行为-研究②企业管理-财务管理-柔性管理-影响-企业-投资行为-研究 IV. ①F821.0②F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 136543 号

责任编辑:马 跃 王丹妮 / 责任校对:郑金红

责任印制:张 伟 / 封面设计:无极书装

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>

北京京华虎彩印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2016 年 6 月第 一 版 开本:720×1000 B5

2016 年 6 月第一次印刷 印张:10 1/4

字数:200 000

定价:58.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前 言

银行借款是企业最主要的外源融资来源。企业银行借款受到内部及外部两方面因素的影响，由于融资与投资的天然联系，该因素也可看做企业投资行为的内外影响因素。

内部影响因素方面，企业自身的偿债能力、盈利能力等影响企业从银行获取资金的能力。企业为了应对未来的不确定性，并保证日常经营所需，从而会持有一定的现金；为了能在面对投资机会时及时从银行获取借款，企业也会保持较低的负债率以为将来储备一定的融资能力。企业为了未来不确定性保持的高现金持有和低负债水平就是企业的财务柔性（financial flexibility）。财务柔性能提升企业的未来融资能力，影响企业的融资及投资行为，是企业投资行为的内部影响因素。

外部影响因素方面，包括宏观经济环境和银行信贷政策等都会影响银行的信贷决策，而货币政策是与这两者极为相关的宏观经济政策。货币政策作为国家宏观调控的重要工具之一，通过吞吐货币、收回或释放流动性，引导资本市场及经济走向。货币政策调整改变企业面临的融资约束，直接影响企业融资行为，进而也对企业投资行为产生重大影响，是企业投资行为的外部影响因素。

此外，由于企业保持财务柔性的主要目的之一就是为未来储备融资能力，而货币政策紧缩或宽松影响货币供应量，进而影响商业银行的放贷规模及意愿，从而改变企业的融资环境及面临的融资约束，所以货币政策也会对企业财务柔性产生影响。

因此，财务柔性通过影响企业融资影响企业投资行为，货币政策也会通过融资约束等渠道影响企业投资行为，而货币政策也会改变企业的柔性水平。同时，货币政策因为改变企业面临的融资约束，还会调节财务柔性对投资行为的影响程度。也就是说，货币政策、财务柔性与企业投资行为三者之间存在紧密的联系。但现有的研究文献只是分别研究三者中两两之间的关系，没有将三者综合考虑，

存在研究的割裂与不全面。

基于以上分析，本书以货币政策、财务柔性为研究对象，从企业投资行为的内外影响因素两方面对三者的关系进行探索，以期从全面的角度厘清三者的关系，一方面从内部和外部、宏观和微观角度对包括投资方式、投资效率在内的企业投资行为的影响因素进行研究；另一方面找出货币政策对企业财务柔性与投资行为关系产生调节作用的方式、方向和途径，既综合财务柔性，又分别基于现金柔性和负债柔性研究不同柔性对企业投资行为影响上可能存在的差异，同时深化对货币政策传导渠道的研究。本书的研究将有利于企业在宏观环境波动下及时调整行为决策，更好地应对宏观环境的冲击，并有助于政策制定部门对政策执行效应的考察。

目 录

第 1 章 导论	1
第 2 章 研究现状述评	8
2.1 货币政策与企业投资行为研究现状	8
2.2 财务柔性与企业投资行为研究现状	19
2.3 货币政策与企业财务柔性	32
2.4 本章小结	37
第 3 章 理论分析	40
3.1 货币政策相关理论分析	40
3.2 财务柔性相关理论分析	50
3.3 其他主要相关理论——委托代理理论	55
3.4 本书的理论分析	56
3.5 本章小结	57
第 4 章 货币政策、财务柔性与企业投资方式	59
4.1 研究假设	59
4.2 研究设计	62
4.3 实证结果与分析	76
4.4 本章小结	114
第 5 章 货币政策、财务柔性与企业投资效率	117
5.1 研究假设	117

5.2 研究设计	120
5.3 实证结果与分析	125
5.4 本章小结	140
 第 6 章 研究结论与政策建议	 142
6.1 主要研究结论	142
6.2 研究政策建议	144
 参考文献	 147

第 1 章 导 论

投资、融资和利润分配是企业三大财务决策。投资决策直接影响企业的融资决策和利润分配政策，是企业生存并持续发展的动力，对企业经营业绩产生极大的影响。

学术界很早就开始了对企业投资行为的研究。以新古典经济学为基础的早期投资理论认为，企业的投资行为与融资无关，只有资金成本、利率和投资机会等会影响企业投资。在完美、有效的市场假设下，企业融资结构和股利政策与企业市场价值无关（Modigliani and Miller, 1958）。在企业面临投资机会需要资金时，只要投资回报大于市场利率，企业就可随时获得资金。

事实上，由于市场并不是完全有效，企业不能随时筹集到所需的资金。接下来的几十年，大量的理论研究都是围绕着放松有效市场假设来进行的，研究中逐步加入了对税收、破产成本和信息不对称等因素的考虑，出现了权衡理论（trade-off theory）等融资经典理论。该阶段的研究仍然以半强式有效市场假设为前提，并认为经营决策是外生的。

接下来的研究阶段，人们逐渐发现企业所有权结构会对企业经营管理产生重大影响，经营决策并不是外生的。这期间产生了委托代理理论和契约理论等，这些理论的发展成为现代企业金融理论的基础。此阶段的研究仍然以半强式有效市场为假设，认为企业是由股东、债权人和管理者等利益主体缔结契约构成的组织（Jensen and Meckling, 1976）。由于各构成主体间存在利益冲突和信息不对称，此时的研究开始把融资行为和投资行为相联系，认为企业融资行为会影响投资决策。

企业融资行为受制于融资能力，融资能力又包括内源融资能力和外源融资能力。内源融资能力即是企业获取现金流的能力，并最终体现为企业持有的现金；外源融资能力包括股权融资和债权融资，由于股权融资受到较大的限制，而我国

企业又较少采用债权融资，银行借款成为外部融资的主要来源，外源融资能力主要是指从银行等金融机构获取资金的能力。因此，从某一角度来说，企业现金持有和负债水平将影响企业融资能力及受到的融资约束。而这两点，正是企业财务柔性的主要组成部分。

根据西方柔性理论，财务柔性是指企业及时调用企业资源，应对不确定性，把握有价值投资机会的能力（de Angelo H and de Angelo L, 2007）。企业可通过持有较多现金和保持较低负债水平来获取财务柔性，即包括现金持有和负债水平两方面在内的财务柔性可帮助提升企业融资能力。因此，财务柔性与企业融资约束及融资行为相关，进而影响企业投资行为。

除企业自身现金持有和负债水平等财务特征会影响企业所受融资约束外，外部宏观经济环境也会产生重大影响，货币政策是国家宏观调控的重要政策，通过收紧或释放流动性，一方面通过利率渠道、资产价格渠道等作用于企业投资行为，另一方面通过银行借款渠道、企业资产负债表渠道等与企业融资形成最为直接的关联，进而也影响企业投资行为。

企业财务柔性的存在主要源于企业融资约束，其对投资行为的影响也通过融资约束传递。而货币政策调整会使全社会货币供应量发生变化，进而影响企业融资约束，因而财务柔性对企业投资行为的影响会因货币政策调整发生改变，货币政策可能强化或削弱财务柔性对企业投资行为的作用。

此外，企业的目标是实现企业价值最大化。投资行为在一定程度上影响了企业价值的高低，而采取哪种投资方式、投资是否有效率更是决定投资成败的关键因素。近年来，企业投资效率成为研究的热点。随着资本市场的发展，企业出现资金被占用、投资方向改变，或资金被用于高风险投资、低净现值投资等现象，类似问题严重影响了企业日常生产经营和持续发展能力。

基于以上背景的分析，财务柔性通过融资约束影响企业投资行为，货币政策也通过融资约束影响企业投资行为，同时通过利率和资产价格等渠道影响企业投资行为，货币政策还会通过融资约束调节财务柔性与投资行为之间的关系，并且对财务柔性也会产生影响。因此，货币政策、财务柔性 with 包括企业投资方式和投资效率在内的投资行为之间存在紧密的联系（三者的关系见图 1-1）。但现有研究只有对三者之间两两关系的探索，没有将三者结合，存在研究思路及对作用路径探索的分离。因此，本书将这三者连为一线，将宏观层面的货币政策纳入微观层面的企业财务柔性 with 投资行为研究框架，重点探讨财务柔性与企业投资方式、投资效率的关系，以及货币政策对两者关系的调节作用，一方面强化对企业财务柔性 with 投资行为影响因素的研究，另一方面探索货币政策对企业投资行为的传导途径。

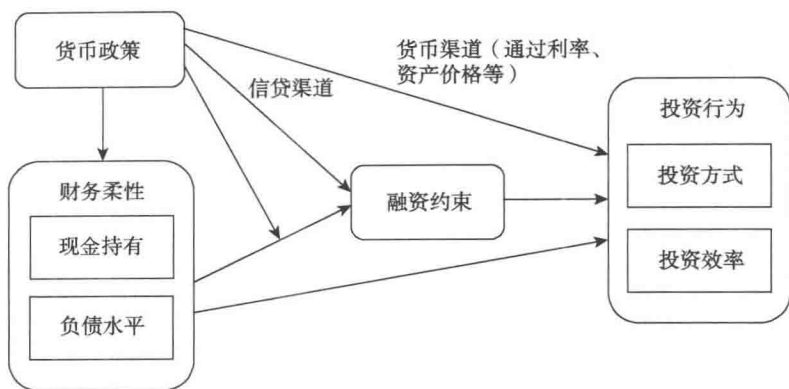


图 1-1 货币政策、财务柔性和投资行为的关系

由于微观企业行为是宏观经济政策达成目标的途径和渠道，而宏观经济政策是微观企业行为的大背景，两者结合研究可能产生更好的成果。货币政策作为国家宏观调控工具之一，其调整必然对企业产生深远的影响，目前该领域的研究逐渐引起学者的重视。本书从企业财务柔性和投资行为关系的角度探讨货币政策对微观企业行为的影响，以达到以下目的。

（1）财务柔性是企业投资行为的内部影响因素，货币政策是企业投资行为的外部影响因素^①。本书将货币政策、财务柔性与企业投资行为三者相结合，从内外两个角度、基于宏观和微观结合的视角研究企业投资方式及投资效率的影响因素。

（2）财务柔性通过融资约束作用于企业投资行为和货币政策也通过融资约束等多种渠道作用于企业投资行为，并且还会通过融资约束调节财务柔性对企业投资行为的影响。现有关于财务柔性对企业投资行为影响的研究没有将财务柔性与投资行为的关系置于货币政策的宏观背景下。本书将引入货币政策这一宏观经济政策因素，研究货币政策对企业财务柔性与投资方式、投资效率关系的调节作用，以及调节作用的方式、方向和途径。

（3）财务柔性中的现金柔性和负债柔性可能对企业投资行为存在不同的作用机理，本书分别研究两者对投资行为的影响，同时又将现金柔性和负债柔性综合考量，全面探索拥有不同来源柔性的企业在投资行为方面可能存在的不同。

（4）从企业投资行为角度探索宏观货币政策对微观企业行为的作用路径，为货币政策传导渠道提供微观层面的经验证据。

本书运用规范研究方法，首先从现象的归纳和理论的演绎出发，运用货币政

^① 由于企业外部融资主要来源于银行，企业的融资约束程度受商业银行信贷政策的直接影响，而企业投资以融资为基础，所以财务柔性和货币政策既是企业融资约束的内外影响因素，也是企业银行借款的内外影响因素，同时是企业投资行为的内外影响因素。

策传导机制理论、融资约束理论、财务柔性理论和委托代理理论等分析研究的理论基础及相关作用机制。其次采用实证分析的档案研究方法,通过描述性统计、相关性分析和多元回归分析等从企业投资方式、投资效率等方面探讨财务柔性与企业投资行为的关系,以及货币政策对财务柔性与企业投资行为关系的调节作用。

本书的研究首先分别从企业内部和外部角度丰富现有对企业投资行为影响因素的研究。

其次,相对西方较多的研究而言,我国财务柔性相关问题研究起步较晚,近年来虽有不少学者研究了财务柔性与企业投资行为的关系(曾爱民等,2013;沈维涛等,2014;马春爱 and 韩新华,2014),但没有研究涉及拥有不同来源柔性的企业,以及其柔性的经济后果有何不同,更没有研究将其纳入货币政策调整背景下。本书将货币政策、财务柔性和投资行为嵌入同一理论框架,分别基于现金柔性、负债柔性,以及综合的财务柔性,拓宽了财务柔性理论的研究视角和研究领域。

再次,货币政策是各国政府调控宏观经济的主要手段之一,是微观企业面临的重要宏观经济事件,它的变动对微观企业行为会产生显著的影响。对货币政策调整下企业财务柔性与投资行为的关系进行研究,从财务柔性角度丰富了现有货币政策对企业投资行为作用机理的研究文献,拓展了对货币政策传导渠道的研究。

最后,现有研究在某些方面存在相互不一致甚至相反的结论,本书的研究结论对部分矛盾做出了解释,深化了现有相关研究。例如,部分研究认为高财务柔性使企业投资效率降低,也有部分研究则认为高财务柔性才是投资效率提高的保证,本书发现财务柔性与投资效率并不是线性的关系,财务柔性在某一点之前,与投资效率正相关,到达某一高点后,与投资效率负相关,正好解释了现有研究文献的矛盾之处。

本书在拓展相关理论研究的同时,也为实践提供支撑。面对纷繁复杂的外界环境变化,企业的生存与发展必须与之适应。货币政策作为国家宏观调控政策,企业无法改变,只能采取行为调整以应对。本书的研究发现货币政策对企业财务柔性与投资行为的关系具有调节作用,有助于企业在货币政策变动时及时、正确地调整自身的投资行为决策,更好地应对宏观经济环境变化。同时,从微观企业财务柔性与投资行为角度,为货币政策传导渠道提供有力证据,验证宏观政策的执行效应,为宏观经济政策的制定提供微观层面的证据支持。

在结构方面,本书先对现有文献进行梳理,并对货币政策、财务柔性和委托代理理论等各相关理论进行分析,再在前两者的基础上研究财务柔性与企业投资行为的关系,并引入货币政策因素,研究货币政策对财务柔性与企业投资方式及投资效率的调节作用。具体研究思路如图 1-2 所示。

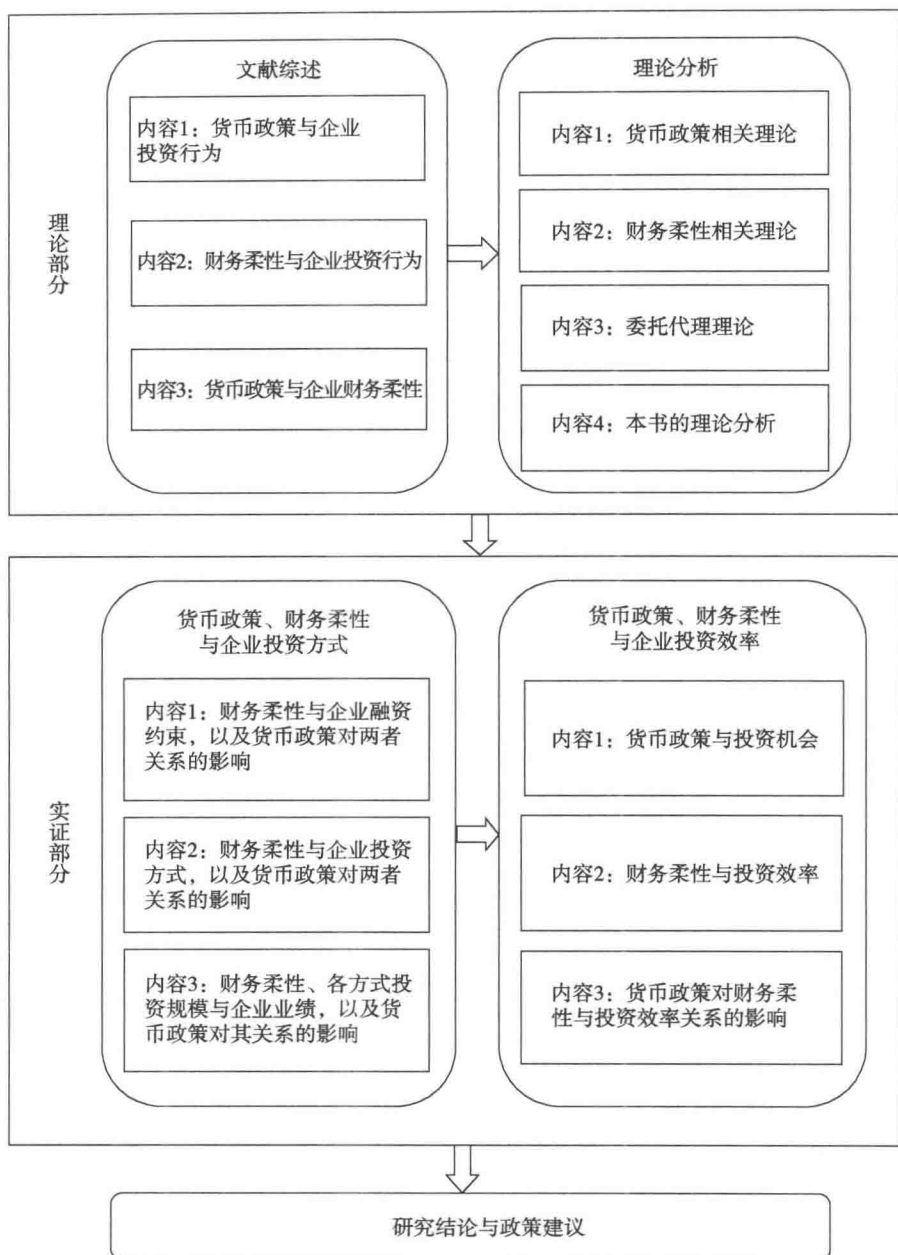


图 1-2 研究思路

本书主要内容安排如下。

第 1 章为导论, 为本书做好研究设计和整体布局。

第 2 章为研究现状述评, 分别从货币政策与企业投资行为、财务柔性与企业投资行为、货币政策与企业财务柔性三方面对前人文献进行梳理和评述。对文献进行分析整理认为, 货币政策、财务柔性与企业投资行为三者之间存在紧密的联系, 但现有文献没有将三者联系起来, 缺乏对货币政策如何影响财务柔性与企业投资行为关系的相关研究, 使研究在全面及系统性方面有所欠缺。

第 3 章为理论分析, 分别对货币政策、财务柔性及其他相关理论进行阐述分析。本章首先详细介绍货币政策目标、工具, 分析各种理论下的货币政策传导渠道。其次从柔性理论入手, 分析财务柔性的内涵和特征, 并介绍财务柔性的衡量方法。再次对研究涉及的主要相关理论——委托代理理论进行分析, 以增强研究的理论基础。最后从理论上阐述货币政策、财务柔性与企业投资行为的相互关系, 构建研究的理论框架。

第 4 章和第 5 章为实证研究部分。第 4 章是关于货币政策、财务柔性与企业投资方式的研究。运用我国 A 股上市企业 2008~2013 年的数据, 构建企业柔性指数和融资约束指数, 通过描述性统计、相关性分析和多元回归分析等方式, 分别采用货币政策虚拟变量和连续变量研究发现, 相比财务柔性较低的企业, 财务柔性越高的企业受到的融资约束越弱, 且货币政策紧缩增强了财务柔性和融资约束的负向关系。从区别现金柔性和负债柔性来看, 现金柔性和负债柔性越高的企业受到的融资约束越弱, 但货币政策对现金柔性企业受到的融资约束没有显著影响, 货币政策紧缩却会显著地增强负债柔性 with 融资约束之间的关系。此外, 财务柔性越高企业会在货币政策宽松时期进行越多的投资, 且更多的投资能给企业带来下一期经营业绩的提升; 现金柔性越高的企业在货币政策宽松时期进行越多的流动资产投资, 但更多的流动资产投资并不能显著地增加企业下一期的业绩; 负债柔性越高的企业在货币政策宽松时期进行越多的长期资产和权益债权投资, 其中权益债权投资对企业下一期的业绩有显著正向影响, 但长期资产投资并不能显著地增加企业下一期的业绩。

第 5 章是关于货币政策、财务柔性与企业投资效率的研究。本章与第 4 章采用相同的样本, 同样构建柔性指数, 采用货币政策虚拟变量和连续变量, 同时参考 Richardson (2006) 的投资效率判断方法, 通过描述性统计、相关性分析和多元回归分析研究发现, 货币政策宽松时期企业面临较好的投资机会。企业财务柔性与投资效率在柔性达到某一点之前呈正相关关系, 财务柔性越高, 投资效率越高; 但当柔性到达某一点之后, 转而呈负相关关系, 财务柔性越高, 投资效率越低, 即财务柔性 with 投资效率间呈倒 U 形关系, 且货币政策宽松会放大这一影响。从区别柔性类别来看, 现金柔性 with 投资效率间没有显著的直接相关关系; 负债柔性 with

投资效率间的关系与财务柔性一致，同样呈倒 U 形关系，且货币政策宽松也会强化两者间的关系。

第 6 章为研究结论与政策建议。本章总结本书的研究结论，并在结论基础上分别对企业和政策制定部门提出政策建议。

第 2 章 研究现状述评

2.1 货币政策与企业投资行为研究现状

2.1.1 货币政策的有效性

凯恩斯主义是较早对货币政策效果做出评价的西方经济学流派。凯恩斯主张国家采取扩张性的经济政策，通过调节货币供给量来调节利率，从而改变总需求。但凯恩斯在肯定货币政策调控意义的同时，通过分析大萧条时期美国及其他各国的数据，认为在经济危机时期，货币政策对就业和产出的刺激作用极其有限，政府不能只依赖货币政策来实现对经济的拉动目标。当存在“流动性陷阱”，即当利率降低到很低水平时，人们会产生利率上升而债券价格降低的预期，导致货币需求无限增大，货币政策无法改变市场利率，货币政策失效（凯恩斯，1963）。因此，凯恩斯主义主张斟酌使用货币政策、财政政策等各种经济政策。

20 世纪 50 年代开始，凯恩斯主义经济政策在西方各国得到广泛采用，但进入 70 年代以后，西方国家先后出现高失业率与高通货膨胀并存的局面，凯恩斯主义无法解释这一现象。兴起于 60 年代的货币主义者的观点逐渐步入主流。以弗里德曼为代表的货币主义者认为，货币流通速度是稳定的，并不随着供给量的变化而变化，货币是最重要的，货币政策对短期产出会产生巨大的影响，政府应控制货币供给（弗里德曼，2010；Anderson and Jordan，1968）。但货币主义者走入了一个极端，即他们认为只有货币才是有效的政策，其他宏观经济政策都是无用的。

新古典综合学派同样支持货币政策的有效性。他们在凯恩斯货币理论的基础上，从货币需求与供给两方面重新判断了货币政策的实际价值，认为政府在实施货币政策时，在调整货币数量的同时要调节利率，货币政策与财政政策具有相同的重要作用。该学派思想体现了对各种政策综合运用才能发挥宏观调控最大效应

的辩证观点,弥补了货币主义者唯货币政策论的研究缺陷。

产生于20世纪80年代的新凯恩斯主义力图克服传统凯恩斯主义缺乏微观基础的不足,吸收了新古典经济学的一些合理理论和主张,继承了凯恩斯主义关于政府干预经济的观点。该学派认为货币政策会通过影响资金提供者与资金需求者的供给及需求意愿和能力,从而影响供给及需求的数量,进而影响全社会的总供给与总需求。同时,该理论也指出,经济体系并不完备,市场机制对市场的调节作用存在不足,政府应运用包括货币政策在内的宏观经济政策对经济进行一定程度的干预。新凯恩斯主义与新古典综合学派从不同的研究角度提出了近似的观点。

即使在2008年全球金融危机之后,货币政策的有效性仍然得到学者们的支持。Mishkin(2009)研究认为,由于金融危机时期积极宽松的货币政策为风险管理提供了依据,出现负面循环的概率较小,此时的货币政策可能呈现出比其他时期更加有效的宏观调控作用。Coibion(2011)运用标准方差分析货币政策冲击效果的影响因素,认为在不同影响因素下,政策的冲击力都基本一致且实际效力中等。

也有学者对货币政策的有效性进行了强烈的抨击。以Lucas(1972)为代表的理性预期学派主张实行自由的经济政策,反对国家干预经济,从市场的角度提出货币政策是完全无效的观点。该学派学者基于理性预期假定,建立了货币经济周期理论。他们提出“完全有效市场”的概念,认为在有效的市场上,所有信息都包含在价格中,价格体现了市场供需关系的自我调节,包括货币政策在内的任何政策的干预都是多余的。

在国内,也有很多学者致力于货币政策有效性的研究。由于中国人民银行在20世纪80年代中期才开始真正行使中央银行职能,中国的货币政策实践只有30年的历史,所以,关于货币政策效应真正意义上的研究成果大都集中于近十余年。由于不同学者关注点及研究重点不同,研究成果存在一定的差异,但大都支持了货币政策的有效理论。巴曙松(2000)将货币政策是否有效界定为货币政策能否通过各种传导机制引导资金流向实现资源较好配置的地方,认为货币政策会对经济产生实质影响,而货币政策实施效果的好坏,在于当局对货币政策实施时间及手段的选择和实施能力。黄先开和邓述慧(2000)、陆军和舒元(2002)考察了货币政策对真实产出的影响,研究结果认为不管是未预期的或是预期的货币政策,对产出都会产生影响。

以上研究基于不同的方法和不同的角度,结论也并不完全一致。对货币政策效果评价的标准在于货币供给的变化是否会影响价格和利率的变化,进而影响产出。从这一角度而言,大部分研究认为货币政策发挥了其宏观调控的作用。部分学者认为货币政策无效,可能是不同的经济时代背景,以及不同的政府实施手段及能力,导致政策实施效果存在短期和长期、强和弱的差异,从而在部分特殊阶

段货币政策没有体现出应有的调控效应。例如,凯恩斯在主张国家干预经济的同时,认为出现流动性陷阱的情况下,货币政策是无效的^①。而理性预期学派货币政策无效论所依赖的完全有效市场的理论基础在现实中也并不存在。

2.1.2 货币政策与融资约束

融资约束是指由于市场的不完美和信息不对称,企业投资决策受到外部融资溢价的制约程度(Fazzari and Athey, 1987)。货币政策对企业融资约束理论主要有信贷配给理论、债务积压理论和市场择机理论。

信贷配给是指由于对贷款的超额需求,银行制定一些非利率贷款条件使部分借贷者退出借款市场,从而达到借贷平衡。该理论认为,信息不对称的存在使货币政策无法充分发挥利率调节资金供求均衡的作用。即使是利率的小幅波动,也会影响银行的贷款意愿,银行会把有限的资金借给信用较高的企业,信用较低的企业则受到融资约束,很可能得不到所需的资金(Hodgman, 1960)。Jaffee 和 Russell (1976) 提出信贷配给模型,他们将借款人分为诚实和不诚实两类,由于银行无法区别这两类人,只能采取折中的做法,即对两类人都只满足他们的部分借款要求,且予以相同的利率。这样,诚实借款人资金价格将上升,形成外部融资溢价。Brooks (2007) 使用银行贷款及商业票据的数据,证明货币政策的收紧会减少银行的借款供给量,企业面临不同程度的银行信贷配给,从而形成融资约束。Baum 等 (2004) 认为宏观经济环境的不确定性会反向影响银行信贷资金配给,银行因此会缩减借贷规模。叶康涛和祝继高 (2009) 运用我国上市公司 2004~2007 年的季度数据,考察紧缩的货币政策对信贷资源配置结构和效率的影响。研究结果发现,货币政策紧缩对资源配置的影响更多地集中在高成长行业,而此时的信贷资源配置将更多地偏向国企及尽量满足稳定就业等目标,造成资源配置效率下降。

债务积压是指如果企业现有债务过多,新增加投资所获取的收益将主要由旧债权人享有,潜在债权人因为无法获取足够的收益会减少投资积极性,企业新的外部资金来源受阻,即使有好的投资项目也没有足够的资金来投资,造成投资不足。如果货币政策能够增强企业的收益预期,潜在债权人有利可图而愿意借贷,股东也能够从良好的投资项目中获取剩余收益,则可能改变企业的投资决策(Kashyap et al., 1994)。

市场择机理论认为企业会选择在股价上升的时候发行股票,即企业会选择外

^① 当中央银行调整货币政策时,利率会随货币供应量的增加而下降。利率的下降能刺激消费、投资和出口,从而促进经济增长。但当利率降到最低水平时,中央银行再通过增加货币供应量来降低利率,消费和投资也不会再增加,此时调整货币政策已不能发挥刺激经济的作用,这就被称为“流动性陷阱”。