

DOI: 10.19361/j.er.2020.02.04

产业政策、信贷资本 逆向流动与企业转型升级

——基于信贷资本在不同生产率企业间的再配置研究

王红建 陈 松 李艾珉*

摘要：产业政策能否抑制信贷资本的“逆向流动”将直接决定实体经济发展质量。本文研究发现：产业政策能够显著扭转竞争性国有企业和民营企业信贷资本的“逆向流动”现象，表现为不仅显著促使信贷资本由低生产率企业不断流向高生产率企业，而且显著降低高生产率企业的信贷成本。产业政策的资源配置效应能够显著促进企业转型升级，表现为高生产率企业不断由外延式扩张向内涵式发展转变，即企业规模增长转换为利润增长的能力得到增强，且补贴资源或信贷资源在行业分布差异性越大（越小），产业政策对民营企业（国有企业）转型升级的促进作用更强。本文在拓展产业政策理论的同时也为如何利用产业政策支持实体经济转型升级提供理论依据。

关键词：产业政策；逆向流动；卢卡斯之谜；企业转型升级

一、引言

根据新古典经济学预测，在完全竞争的市场机制下，信贷资本会由低生产率的企业不断流向更高生产率的企业，以实现最优配置状态。然而，对处于转型阶段的中国经济而言，市场机制的不完善以及政府在资源配置中的作用，致使资源配置经常偏离最优状态，信贷资本的“逆向流动”^①现象严重，从而形成了具有中国特色的“资本流向之谜”（刘俏，2012）。信贷资本的“逆向流动”会直接导致经济生活中最缺乏活力的领域出现资本的过量积累，对经济结构性变化有显著意义的领域形成挤出效应。换言之，信贷资本的“逆向流动”不仅会抑

* 王红建，南昌大学中部经济社会发展研究中心、南昌大学经济管理学院，邮政编码：330031，电子信箱：whj.hust@163.com；陈松，南昌大学经济管理学院，邮政编码：330031，电子信箱：zzuchensong@foxmail.com；李艾珉，中国人民大学商学院，邮政编码：100872，电子信箱：lam6123@163.com。

本文为国家社科基金重大项目“政府职能转变的制度红利研究”（批准号：18ZDA113）、国家自然科学基金项目“政府官员变更与会计政策选择：理论分析与经验证据”（批准号：71602069）、国家自然科学基金项目“贷款利率市场化、企业间信贷资源配置与企业竞争力提升”（批准号：71962020）的阶段性成果。作者感谢匿名评审专家富有建设性的修改建议。感谢《经济评论》第五届中国经济增长与发展青年学者论坛专家们的宝贵意见，作者文责自负。

① 这也被称为信贷资本的“卢卡斯之谜”。

制社会全要素生产率的提升,严重阻碍经济增长的动能转换,而且长期将不利于经济高质量发展的实现。

作为政府进行经济调控的重要抓手,产业政策在我国经济发展过程中得到了长期广泛的运用。通过鼓励、限制或淘汰等举措,产业政策可调控企业的投融资和生产行为,进而对行业的产出水平与生产率产生影响。已有大量文献对我国产业政策实施效果展开研究,所得结论并不一致。具体而言,有关产业政策能否促进经济发展的争议主要分为两种观点,其中一种观点认为,产业政策有助于矫正市场失灵,提高企业经营绩效,推动产业结构优化升级。Aghion等(2015)考察发现,产业政策能促进企业竞争,进而提高大中型企业生产率。宋凌云和王贤彬(2013)实证研究表明,中国地方政府重点产业政策提高了产业内企业的资源重置效率,使地方产业生产率显著上升。何熙琼等(2016)指出,产业政策鼓励发展的企业更易取得借款,并能提高投资效率。Chen等(2017)进一步发现,受产业政策支持的企业股权融资和债权融资的机会与金额明显更高,股市回报率和现金流增长也更高。

另一种观点则揭示了产业政策的局限性,认为直接干预、选择性扶持和限制竞争会降低相关产业生产率。舒锐(2013)测算结果显示,产业政策可增加工业行业产出,但并未提高生产效率,产业发展关键在于其自身的潜力。韩乾和洪永淼(2014)指出,产业政策仅能带给投资者短期的高收益,政府真正想鼓励发展的行业缺少持续稳定的金融市场支持。吴意云和朱希伟(2015)实证结果表明,经济欠发达省份制定产业政策时,通常会参照经济发达省份经验从而可能偏离自身条件,造成中国工业地理集中度过低、地区产业同构严重。孙早和席建成(2015)分析钢铁工业数据发现,市场化进程落后地区的地方政府更追求短期经济增长,导致产业政策的实施效果更可能有违初衷。进一步地,蒋为和张龙鹏(2015)研究发现,处于受支持行业的低效率企业本应在市场竞争中被淘汰,却由于产业政策的保护而占用了更多资源,致使效率损失愈发严重。王克敏等(2017)认为,由于政企间存在信息不对称,产业政策提供的政府补助与信贷资源可能导致过度投资。张新民等(2017)的研究同样表明,地方产业政策并未缓解企业融资约束,反而降低了企业的资本配置效率与投资效率。

上述研究深化了我们对产业政策传导路径的认知,为后续研究与政策制定提供了宝贵的经验证据。然而,如何分配信贷资源是产业政策引导产业发展的重要手段,以上文献直接研究了产业政策对投资或生产率的影响,而忽视了产业政策究竟如何影响信贷资源在不同生产率企业间配置这一根本性问题,致使其研究结论缺乏统一的微观基础。鉴于此,本文将从不同生产率企业间的信贷资源配置这一视角出发,利用2003—2015年我国非金融类A股上市公司数据,依据期间“五年计划”(2006年后为“五年规划”)文件设定的支持行业作为产业政策虚拟变量,使用多元回归的检验方法拟对以下问题作出回答:产业政策是抑制还是加剧信贷资本的“逆向流动”?产业政策的作用效果在国有与非国有这两类企业中是否存在差异?产业政策如何影响企业转型升级?

本研究的学术价值与现实意义主要体现在以下几个方面:第一,已有文献忽视了将产业政策作为政府引导资源配置的一种力量是抑制还是加剧了信贷资本的“逆向流动”这一更为基础性的问题,本文基于银行信贷资本在不同生产率的企业间配置的视角,揭示了产业政策具体如何影响微观经济活动,从而拓展并深化了产业政策微观经济效应的相关研究。第二,本文基于产业政策的外生性识别了政府支持行为与信贷资本“逆向流动”之间的关系,结合

我国独特产权性质差异拓展并深化了关于政府配置资源的具体作用机制,澄清了关于政府配置资源低效率的观点争论。第三,本文基于信贷资源在不同生产率企业之间的配置行为分析了信贷资本错配的制度根源,有助于厘清产业政策对微观企业行为的影响机制以及产业政策实施效果的影响因素,所得结论对合理进行产业规划以促进经济结构转型升级具有参考价值。

本文具体研究思路如下:后文第二部分将基于市场机制与信贷资源配置视角,对产业政策如何影响信贷资源配置行为以及如何影响企业转型升级进行分析,并提出相应研究假设;第三部分将对样本选择、研究设计以及变量定义进行阐述;第四部分在对研究样本进行描述性统计的基础之上,对论文研究假设进行实证检验;第五部分则介绍论文主要研究结论和政策启示。

二、理论分析与研究假设

虽然我国正逐渐开始放松管制、不断强化市场对资源配置的决定性作用,但政府作为经济资源调配主体的地位尚未改变(陈冬华等,2010)。特别是在以国有银行占据主导地位的中国金融体系中,信贷资本仍然是我国非金融公司最重要的融资来源(Allen et al., 2005),且国有银行的放款很大程度上是出于政治而非商业动机(La Porta et al., 2002; Sapienza, 2004)。政府对信贷资源的有偏配置行为致使大部分资金流向与政府存在天然关联的国有企业,并由此引发国有企业预算软约束等问题(林毅夫、李志赞,2005);与之相反,急需资金寻求发展的民营企业却通常受到“信贷歧视”,往往难以获取所需资金(Brandt and Li, 2003),这不仅抑制民营企业的发展,而且严重削弱我国整体经济的信贷资本配置效率。

产业政策通过直接行政干预与政策引导,优先将资源更多地投放给所支持行业,其中,信贷投向是产业政策调配资源的一种重要手段。具体而言,政府利用产业政策影响银行资金的投向,决定不同行业的资金配置结构,使其所鼓励行业中的企业信贷融资更加便利,拥有更充足的生产营运资金,而其所限制行业中的企业取得的银行贷款显著减少(张纯、潘亮,2012;陈冬华等,2018)。信贷资金是企业发展的必要要素之一,而任何宏观经济的增长都是由微观企业来实现的,因此银行信贷资本在不同生产率企业间的配置行为会通过企业转型发展直接影响经济发展的质量。

(一) 产业政策支持、企业生产率与信贷资本流向

信贷资本的配置过程本质上是银行与企业间的债务契约关系形成的过程。债务契约中的限制性条款主要是以会计信息为基础,防止股东或管理层侵害债权人的利益。企业经营业绩综合反映了其财务状况和经营成果,是银行评价企业未来偿债能力和违约风险的重要变量,在给定的其他条件相同的情况下,业绩更好的企业更易获得借款(Leftwich, 1983)。而在给定信贷资源的条件下企业能否产生更好的经营业绩取决于其生产率的高低,那么在既定风险条件下为提高信贷资本回报率,银行有动机将信贷资本配置给生产率更高的企业(Bai et al., 2018)。

产业政策作为政府干预经济运行的重要手段,会直接影响银行信贷等稀缺资源配置,具体表现为受到产业政策支持的行业会更容易获得银行信贷资金的支持(王克敏等,2017;杨兴全等,2018)。产业政策的融资便利效应虽然一定程度上能够缓解相应行业内企业面临的

融资约束,但随着试图抓住产业政策这一契机进入行业获取资金的企业增加,在银行信贷资源依旧相对稀缺的情况下,银行审批信贷时将优先批准还款能力更强的企业,致使银行信贷资本更可能沿着企业生产率较高的方向流动(杨兴全等,2018)。

近年来市场化进程的推进使得我国“所有制”歧视呈现逐渐弱化趋势,但在政府隐性担保机制下并没有从根本上改变国有企业在信贷市场的融资便利性,因此在信贷配置的制度偏向下,国有企业融资行为受产业政策影响不敏感,而一直受到融资约束的民营企业受产业政策影响更为敏感(王克敏等,2017;杨兴全等,2018)。虽然产业政策显著增加了支持行业的信贷总量供给,但对民营企业而言,为提高信贷资源配置效率,降低信贷违约风险,在资源总量有限的条件下,银行会更倾向于优先将信贷资本配置给生产率更高的企业。基于此,本文提出:

假设 H1a:获得产业政策支持后,国有企业所获信贷量与生产率未呈显著正相关关系。

假设 H1b:获得产业政策支持后,民营企业所获信贷量与生产率呈显著正相关关系。

(二) 产业政策支持、企业生产率与规模扩张

融资约束是制约企业规模扩张的关键性因素,因此产业政策的信贷资源配置效应将决定企业的扩张速度。根据研究假设 H1a 分析预测,政府隐性担保产生的融资优势致使国有企业信贷资源获取量与其生产率没有显著关系,在廉价资源支持下仍然可以更快速度扩张。因此,产业政策并没有影响国有企业规模扩张与生产率之间的关系。

根据研究假设 H1b 分析预测,对民营企业而言,产业政策的资源配置效应将促进更多银行信贷资本流向生产率更高的企业,在信贷资源的支持下使得原本受到融资约束的高生产率民营企业能够抓住投资机会以更快速度扩张,进而增加投资扩大生产经营规模。基于以上分析本文提出:

假设 H2a:获得产业政策支持后,国有企业的规模扩张速度与其生产率未呈显著正相关关系。

假设 H2b:获得产业政策支持后,民营企业的规模扩张速度与其生产率呈显著正相关关系。

(三) 产业政策支持与企业转型升级

宏观经济高质量发展不仅是微观企业不断由外延式发展向内涵式发展的升级过程,也是落后企业不断被淘汰的过程。企业能否快速转型升级不仅取决于企业外部资源的获取能力,而且还受到企业内部激励因素的影响。信贷资源作为支撑经济发展的必备要素之一,其单位回报的高低代表经济发展质量的高低。当更多的信贷资源配置到高生产率企业且企业规模扩张转化为利润增长的能力得到增强时,单位信贷资源就相应获得了更高的回报,同时意味着经济发展质量得到提升。

国有企业作为政府组织的延伸,其高管兼具“经济人”与“政治人”双重身份,在有效的高管激励约束机制缺失下,国有企业通常面临较为严重的政府代理问题——高管为满足政治业绩考核以谋求个人晋升,更重视达成政府的目标而非实现企业利润最大化,导致部分国有企业片面追求规模的扩张(侯青川等,2015)。民营企业产权界定清晰,股东直接承担经营决策的经济后果,主要经营目标为追求利润最大化,较低的代理成本有利于其更高效地调配内部资源,利用规模扩张优势驱动盈利水平上升(蒋东生,2012;侯青川等,2015)。

根据研究假设 H1 和 H2 分析可以推测,对国有企业而言,产业政策不能显著促进信贷资源流向生产率更高的企业,致使部分低效率企业继续追求规模扩张速度;对民营企业而言,产业政策能够显著促进信贷资源配置给能够带来更高回报率的高生产率企业,使得高效率的企业在获得信贷资源进行规模扩张的同时也增强了其利润转化的能力。综上所述,本文提出:

假设 H3a:获得产业政策支持后,国有企业的盈利能力与规模扩张未呈显著正相关关系。

假设 H3b:获得产业政策支持后,民营企业的盈利能力与规模扩张呈显著正相关关系。

三、研究设计与样本选择

(一) 研究设计

借鉴 Bai 等(2018)使用如下回归模型对研究假设 H1 进行实证检验,即对产业政策支持、企业生产率与信贷资本流向之间的关系进行测试:

$$Loan_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Indp_{it} + \alpha_2 Private_{it} + \alpha_3 TFP_{it-1} + \alpha_4 Indp_{it} \times Private_{it} + \alpha_5 Indp_{it} \times TFP_{it-1} + \alpha_6 Private_{it} \times TFP_{it-1} + \alpha_7 Indp_{it} \times Private_{it} \times TFP_{it-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{j+7} x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1)式中:下标 i, t 分别表示企业、年份;被解释变量 $Loan$ 用于衡量企业所获银行信贷量,使用短期与长期借款之和除以期末总资产来计算;解释变量 TFP 用于衡量企业生产率,采用 OP 与 LP 两种方法估算,并将其滞后一期以降低内生性的影响; $Indp$ 为产业政策支持虚拟变量,表示企业当年是否处于产业政策支持的行业,本文借鉴 Chen 等(2017)的划分方法,将样本期间“五年规划”鼓励支持发展的行业取 1,否则取 0; $Private$ 为企业产权性质变量,若企业实际控制人为民营企业性质,取 1,否则取 0; x_{it} 为系列可能影响企业信贷获得量的控制变量,本文分别控制了企业规模($lnsize$)、资产负债率(Lev)、现金净流量(CFO)、现金持有量($Cash$)、资产担保价值($Mortgage$)、固定资产比率($Fixed$)、毛利润($Gross$)、第一大股东持股比例($First$)以及年度和行业虚拟变量; ε_{it} 为随机扰动项。以上变量的具体定义见表 1。模型(1)中主要关注的是交乘项 $Indp_{it} \times TFP_{it-1}$ 和 $Indp_{it} \times Private_{it} \times TFP_{it-1}$ 的估计系数 α_5 和 α_7 ,分别表示产业政策如何影响国有企业和民营企业信贷资源获取与上一期生产率之间的关系。

借鉴侯青川等(2015),使用如下回归模型对研究假设 H2 进行实证检验,即对产业政策支持、企业生产率与企业规模扩张之间的关系进行测试:

$$Growth_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Indp_{it} + \alpha_2 Private_{it} + \alpha_3 TFP_{it-1} + \alpha_4 Indp_{it} \times Private_{it} + \alpha_5 Indp_{it} \times TFP_{it-1} + \alpha_6 Private_{it} \times TFP_{it-1} + \alpha_7 Indp_{it} \times Private_{it} \times TFP_{it-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{j+7} x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(2)式中:被解释变量 $Growth$ 用于衡量企业规模扩张速度,使用营业收入增长率表示;主要解释变量同模型(1); x_{it} 为系列可能影响企业规模扩张的控制变量,本文分别控制了企业规模($lnsize$)、资产负债率(Lev)、规模扩张滞后一期($Growth_{it-1}$)以及规模扩张滞后两期($Growth_{it-2}$)等变量。各变量的具体定义见表 1。模型 2 中主要关注的是交乘项 $Indp_{it} \times TFP_{it-1}$ 和 $Indp_{it} \times Private_{it} \times TFP_{it-1}$ 的估计系数 α_5 和 α_7 ,分别表示产业政策如何影响国有企业和民营企业规模扩张速度与上一期生产率之间的关系。

借鉴侯青川等(2015),使用如下回归模型对研究假设 H3 进行实证检验,即对产业政策支持能否显著增强企业规模扩张转化为利润的能力进行测试:

$$Netprofit_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Indp_{it} + \alpha_2 Private_{it} + \alpha_3 Growth_{it-1} + \alpha_4 Indp_{it} \times Private_{it} + \alpha_5 Indp_{it} \times Growth_{it-1} + \alpha_6 Private_{it} \times Growth_{it-1} + \alpha_7 Indp_{it} \times Private_{it} \times Growth_{it-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{j+7} x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

(3)式中:被解释变量 $Netprofit$ 用于衡量企业盈利能力,使用净利润增长额除以期初总资产来计算;解释变量 $Growth$ 含义同模型(2),将其滞后一期以减轻内生性的影响; $Indp$ 和 $Private$ 的含义同模型(1)、(2); x_{it} 为系列可能影响企业规模扩张转化为利润增长能力的控制变量,本文分别控制了企业规模($lnsize$)、资产负债率(Lev)、净利润增长率滞后一期($Netprofit_{it-1}$)以及净利润增长率滞后两期($Netprofit_{it-2}$)等变量。各变量的具体定义见表1。模型(3)中主要关注 $Indp_{it} \times Growth_{it-1}$ 和 $Indp_{it} \times Private_{it} \times Growth_{it-1}$ 的估计系数 α_5 和 α_7 ,分别表示产业政策是否促进了国有企业和民营企业转型升级,即产业政策支持后,这两类企业是继续以外延式发展为主还是由外延式发展向内涵式发展转变。

表 1 变量定义

变量名称	变量定义
企业所获信贷量($Loan$)	(短期借款+长期借款)/期末总资产
企业规模扩张($Growth$)	营业收入增长率
企业盈利能力($Netprofit$)	净利润增长额/期初总资产
产业政策支持($Indp$)	虚拟变量,当年处于“五年规划”支持行业的企业取1,否则取0
企业生产率(TFP)	企业全要素生产率,采用OP法、LP法估算,滞后一期
企业产权性质($Private$)	虚拟变量,企业实际控制人为民营性质取1,否则取0
企业规模($lnsize$)	期末总资产的自然对数
资产负债率(Lev)	期末总负债/期末总资产
现金净流量(CFO)	经营性现金流/期末总资产
现金持有量($Cash$)	(期初货币资金+期初短期投资)/期初总资产
资产担保价值($Mortgage$)	(存货+固定资产)/总资产
固定资产比率($Fixed$)	期末固定资产/期末总资产
毛利润($Gross$)	主营业务利润/主营业务收入
第一大股东持股比例($First$)	企业第一大股东持股比例

(二) 样本选择

“五年计划”(2006年后更名为“五年规划”)作为我国产业政策的典型代表,明确布置并引导各行业发展,对国民经济增长起到重要作用。由于其权威性强,作用时段清晰,用以度量产业政策的噪声较小,许多文献将“五年规划”中明确支持的行业作为产业政策变量进行实证分析。因此,本文研究期从“十五计划”延伸至“十二五规划”,以2003—2015年我国非金融类A股上市公司为研究样本。之所以选择2003年作为开始,是因为大部分公司治理变量自2003年才开始详细披露,样本中使用到的公司财务数据及公司治理数据来自CSMAR数据库和Wind数据库,产权性质数据来自CCER数据库。在样本筛选过程中,剔除了ST和*ST上市公司以及财务数据或公司治理数据不完整、产权性质不明确的上市公司。此外,为了消除异常值的影响,在回归前对所有连续变量进行了上下1%的Winsorize处理。

四、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计。结果显示:产业政策支持(*Indp*)的均值为 0.7029,表明约有 70.3%的样本获得了产业政策扶持,这也反映出产业政策覆盖范围较广,是政府调控国民经济的重要手段。企业产权性质(*Private*)的均值为 0.4638,表明约 46.4%的样本为民营性质,这与我国上市公司产权性质的分布情况大致相同。企业所获银行信贷量(*Loan*)的均值为 0.1896,标准差为 0.1568,最小值为 0,最大值为 0.6522,这表明企业所获信贷量在样本期内差异较大。此外,企业规模扩张(*Growth*)、企业盈利能力(*Netprofit*)以及其他控制变量也都存在较大变化,这为考察产业政策对公司发展模式的影响机制提供了研究条件。

表 2 主要变量的描述性统计

Variable	N	Mean	Std	Min	Max
<i>Loan</i>	23 464	0.1896	0.1568	0	0.6522
<i>Growth</i>	25 218	0.2233	0.6088	-0.7078	4.4553
<i>Netprofit</i>	25 305	0.0093	0.0847	-0.2590	0.4755
<i>Indp</i>	23 464	0.7029	0.4570	0	1
<i>TFP_LP_{t-1}</i>	23 464	14.8025	1.1108	11.9501	17.9138
<i>TFP_OP_{t-1}</i>	22 250	4.5009	0.4351	3.2983	5.8629
<i>Private</i>	23 464	0.4638	0.4987	0	1
<i>lnsize</i>	23 464	21.6827	1.2601	18.9601	26.5332
<i>Lev</i>	23 464	0.4839	0.2377	0.0521	1.4923
<i>CFO</i>	23 464	0.0440	0.0790	-0.2179	0.2675
<i>Cash</i>	23 464	0.1667	0.1225	0.0020	0.6391
<i>Mortgage</i>	23 464	0.4257	0.1853	0.0059	0.8340
<i>Fixed</i>	23 464	0.2610	0.1796	0.0021	0.7497
<i>Gross</i>	23 464	0.0388	0.2996	-2.1578	0.6334
<i>First</i>	23 464	0.3688	0.1570	0.0880	0.7500

(二) 实证结果与分析

表 3 报告了研究假设 H1a 和 H1b 的结果,即产业政策支持、上一期生产率与信贷资本流向的回归结果。结果显示:在 LP 方法和 OP 方法下, $Indp \times TFP_{t-1}$ 的估计系数分别为 -0.0030 和 -0.0065,符号为负且均不显著,表明受产业政策支持后,于国有企业而言,信贷资本并未流向生产率更高的企业中,同假说 H1a 预期一致;而 $Indp \times Private \times TFP_{t-1}$ 的估计系数分别为 0.0059 和 0.0128,符号为正且均在 5% 水平上显著,表明受产业政策支持后,对民营企业而言,信贷资本更多地流向了生产率更高的企业,同假设 H1b 预期一致。综合以上结果,在我国信贷资源配置存在所有制歧视的条件下,产业政策不仅有助于缓解民营企业的融资约束,而且显著促使信贷资本流向生产率更高的企业,抑制了信贷资本的“逆向流动”,具有显著的资源配置效应。

表 3 产业政策支持、上一期生产率与信贷资本流向

变量	(1)	(2)
	被解释变量: <i>Loan</i>	
	LP 方法	OP 方法
<i>Indp</i>	0.0385 (0.0287)	0.0256 (0.0199)
<i>Private</i>	-0.1342 *** (0.0369)	-0.0895 *** (0.0240)
<i>TFP_{t-1}</i>	-0.0191 *** (0.0032)	-0.0338 *** (0.0040)
<i>Indp</i> × <i>Private</i>	-0.0756 ** (0.0316)	-0.0502 * (0.0275)
<i>Indp</i> × <i>TFP_{t-1}</i>	-0.0030 (0.0019)	-0.0065 (0.0044)
<i>Private</i> × <i>TFP_{t-1}</i>	0.0099 *** (0.0025)	0.0240 *** (0.0054)
<i>Indp</i> × <i>Private</i> × <i>TFP_{t-1}</i>	0.0059 ** (0.0020)	0.0128 ** (0.0061)
<i>lnsize</i>	0.0209 *** (0.0021)	0.0159 *** (0.0008)
<i>Lev</i>	0.4151 *** (0.0106)	0.4027 *** (0.0037)
<i>CFO</i>	-0.2747 *** (0.0210)	-0.2787 *** (0.0098)
<i>Cash</i>	-0.1002 *** (0.0149)	-0.1089 *** (0.0066)
<i>Mortgage</i>	-0.0545 ** (0.0209)	-0.0684 *** (0.0065)
<i>Fixed</i>	0.1848 *** (0.0143)	0.2065 *** (0.0071)
<i>Gross</i>	0.0304 *** (0.0047)	0.0308 *** (0.0028)
<i>First</i>	-0.0183 *** (0.0051)	-0.0181 *** (0.0050)
<i>_cons</i>	-0.0791 ** (0.0293)	-0.0844 *** (0.0213)
年度效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
Adj. <i>R</i> ²	0.566	0.562
<i>F</i> -value	638.20	596.92
N	23 464	22 250

注:括号内为经过公司层面 Cluster 和 Robust 之后的标准误,*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

表4报告了研究假说H2的结果,即产业政策支持、上一期生产率与企业规模扩张的回归结果。结果显示:在LP方法和OP方法下, $Indp \times TFP_{t-1}$ 系数分别为-0.0248和-0.0393,符号为负且均不显著,表明对于国有企业而言,受产业政策支持后其规模扩张与生产率之间无显著关系,同研究假设H2a预期一致;而 $Indp \times Private \times TFP_{t-1}$ 的估计系数分别为0.0811和0.1152,符号为正且均在5%水平上显著,表明对于民营企业而言,受产业政策支持后生产率较高者得以将更多资源投入生产经营,进而可以更快速度进行扩张,同假设H2b预期一致。综合以上结果,产业政策对民营企业信贷资本逆向流动的抑制作用显著促进了高生产率企业的快速扩张。

表4 产业政策支持、上一期生产率与企业规模扩张

变量	(1)	(2)
	被解释变量: $Growth$	
	LP 方法	OP 方法
$Indp$	0.4132 (0.2512)	0.2059 (0.1320)
$Private$	0.3108 (0.3652)	0.0218 (0.1665)
TFP_{t-1}	0.1603 *** (0.0137)	0.2240 *** (0.0254)
$Indp \times Private$	-1.2216 ** (0.4968)	-0.5417 *** (0.2013)
$Indp \times TFP_{t-1}$	-0.0248 (0.0165)	-0.0393 (0.0291)
$Private \times TFP_{t-1}$	-0.0110 (0.0243)	0.0241 (0.0375)
$Indp \times Private \times TFP_{t-1}$	0.0811 ** (0.0334)	0.1152 ** (0.0451)
$lnsize$	-0.0746 *** (0.0082)	-0.0071 (0.0047)
Lev	0.0386 (0.0257)	0.1088 *** (0.0216)
$Growth_{t-1}$	-0.0222 * (0.0128)	-0.0106 (0.0076)
$Growth_{t-2}$	-0.0492 *** (0.0129)	-0.0386 *** (0.0078)
$_cons$	-0.5009 ** (0.2055)	-0.6532 *** (0.1350)
年度效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
Adj. R^2	0.056	0.047
F-value	26.44	22.22
N	18 543	18 464

注:括号内为经过公司层面Cluster和Robust之后的标准误,*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

表5报告了研究假说H3,即产业政策支持与企业转型升级的回归结果。从表5中我们可以发现:在未加入控制变量和加入控制变量之后, $Indp \times Growth_{t-1}$ 为-0.003和-0.0064,分别不显著和在5%水平上显著,表明对于国有企业而言,受产业政策支持后其规模扩张并未有效转化为利润增长,同假设H3a预期一致;而 $Indp \times Private \times Growth_{t-1}$ 的估计系数分别为

0.0068 和 0.0127, 符号为正且分别在 5% 和 1% 的统计水平上显著, 表明对于民营企业而言, 产业政策支持使其规模扩张转换为利润增长的能力得到增强, 同假设 H3b 预期一致。以上结果表明, 在所有制歧视条件下, 产业政策的资源配置效应能够显著促进民营企业转型升级, 但对国有企业作用不明显。

表 5 产业政策支持与企业转型升级

变量	(1)	(2)
	被解释变量: <i>Netprofit</i>	
<i>Indp</i>	0.0011 (0.0016)	0.0026 (0.0018)
<i>Private</i>	0.0018 (0.0020)	0.0043 ** (0.0022)
<i>Growth_{t-1}</i>	0.0462 *** (0.0022)	0.0527 *** (0.0024)
<i>Indp</i> × <i>Private</i>	-0.0009 (0.0023)	-0.0009 (0.0026)
<i>Indp</i> × <i>Growth_{t-1}</i>	-0.0030 (0.0025)	-0.0064 ** (0.0028)
<i>Private</i> × <i>Growth_{t-1}</i>	-0.0010 (0.0028)	-0.0059 ** (0.0030)
<i>Indp</i> × <i>Private</i> × <i>Growth_{t-1}</i>	0.0068 ** (0.0033)	0.0127 *** (0.0035)
<i>lnsize</i>		-0.0018 *** (0.0005)
<i>Lev</i>		0.0011 (0.0025)
<i>Netprofit_{t-1}</i>		-0.2971 *** (0.0067)
<i>Netprofit_{t-2}</i>		-0.1375 *** (0.0068)
<i>_cons</i>	-0.0283 *** (0.0045)	0.0181 (0.0116)
年度效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
Adj. <i>R</i> ²	0.135	0.224
<i>F</i> -value	91.52	128.49
<i>N</i>	23 857	18 963

注: 括号内为经过公司层面 Cluster 和 Robust 之后的标准误, **, *** 分别表示在 5% 和 1% 水平上显著。

(三) 进一步检验

表 3 从信贷资源数量视角揭示了产业政策的资源配置效应, 本部分将从债务资本成本视角进一步考察产业政策资源配置效应的价格机制渠道。

我们检验了产业政策如何影响不同生产率企业的债务资本成本, 其中债务资本成本等于财务费用与有息债务之比, 具体检验结果见表 6。从中我们可以发现: 无论是基于 LP 方法还是 OP 方法测算的 *TFP*, *Indp*×*Private*×*TFP_{t-1}* 的估计系数均显著为负, 这表明产业政策使得高生产率的民营企业具有更低的债务资本成本, 从而基于债务资本成本视角揭示了产业政策的资源配置效应。

表 6 产业政策、生产率与债务资本成本

变量	(1)	(2)
	被解释变量:债务资本成本	
	LP 方法	OP 方法
<i>Indp</i>	0.0141 (0.0452)	-0.0126 (0.0211)
<i>Private</i>	0.1231*** (0.0339)	0.0768*** (0.0257)
<i>TFP_{t-1}</i>	0.0056** (0.0021)	0.0066 (0.0042)
<i>Indp</i> × <i>Private</i>	-0.0765 (0.0734)	-0.0173 (0.0294)
<i>Indp</i> × <i>TFP_{t-1}</i>	0.0048* (0.0026)	0.0031** (0.0016)
<i>Private</i> × <i>TFP_{t-1}</i>	-0.0007 (0.0029)	0.0032 (0.0047)
<i>Indp</i> × <i>Private</i> × <i>TFP_{t-1}</i>	-0.0084*** (0.0022)	-0.0182*** (0.0058)
<i>lnsize</i>	-0.0089*** (0.0013)	-0.0079*** (0.0008)
<i>Lev</i>	-0.0041 (0.0072)	0.0002 (0.0044)
<i>CFO</i>	0.1499*** (0.0179)	0.1555*** (0.0112)
<i>Cash</i>	0.0078 (0.0130)	0.0104 (0.0090)
<i>Mortgage</i>	-0.0485*** (0.0089)	-0.0485*** (0.0069)
<i>Fixed</i>	0.0161** (0.0066)	0.0152** (0.0075)
<i>Gross</i>	-0.0348*** (0.0064)	-0.0342*** (0.0031)
<i>First</i>	-0.0039 (0.0053)	-0.0002 (0.0055)
<i>_cons</i>	0.1971*** (0.0357)	0.2367*** (0.0229)
年度效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
Adj. <i>R</i> ²	0.060	0.059
<i>F</i> -value	22.3666	21.2831
N	15 847	15 080

注:括号内为经过公司层面 Cluster 和 Robust 之后的标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 水平上显著。

前文实证分析表明,产业政策的资源配置效应主要表现为显著促进民营企业的转型升级(即不断由外延式发展向内涵式发展转变),对国有企业效果不明显。为了进一步考察产业政策对国有企业信贷资源配置以及转型升级的影响是否存在异质性,我们按照行业竞争程度将行业分为竞争性行业和垄断性行业,以考察产业政策对这两类企业实施效果是否存在差异。我们基于营业收入计算的赫芬达尔指数(HHI)按照中位数对行业竞争性进行分组,小于中位数定义为竞争性行业,大于中位数则定义为垄断性行业,然后进行分组检验,表 7 和表 8 分别报告了上述检验结果。

表 7 行业竞争性、产业政策与信贷资源流向

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	被解释变量: <i>Loan</i>			
	LP 方法		OP 方法	
	竞争性行业	垄断性行业	竞争性行业	垄断性行业
<i>Indp</i>	-0.0295 (0.0247)	0.1191 ** (0.0431)	-0.0507 *** (0.0143)	0.1792 *** (0.0385)
<i>Private</i>	-0.1263 *** (0.0398)	-0.1753 * (0.0878)	-0.1265 *** (0.0276)	0.0268 (0.0409)
<i>TFP_{t-1}</i>	-0.0224 *** (0.0030)	-0.0154 *** (0.0043)	-0.0418 *** (0.0050)	-0.0093 (0.0095)
<i>Indp×Private</i>	-0.1194 * (0.0605)	-0.0075 (0.0707)	-0.0259 (0.0535)	-0.1580 *** (0.0451)
<i>Indp×TFP_{t-1}</i>	0.0022 ** (0.0011)	-0.0084 ** (0.0029)	0.0125 *** (0.0032)	-0.0408 *** (0.0090)
<i>Private×TFP_{t-1}</i>	0.0089 *** (0.0026)	0.0136 ** (0.0061)	0.0310 *** (0.0059)	0.0002 (0.0094)
<i>Indp×Private×TFP_{t-1}</i>	0.0088 ** (0.0040)	0.0006 (0.0048)	0.0357 *** (0.0102)	0.0061 (0.0115)
Difference Test (<i>p</i> -value)	0.0082 * (0.065)		0.0296 ** (0.015)	
<i>Insize</i>	0.0225 *** (0.0018)	0.0194 *** (0.0026)	(0.0115) (0.0016)	(0.0102) (0.0019)
<i>Lev</i>	0.4391 *** (0.0120)	0.3978 *** (0.0084)	0.4299 *** (0.0112)	0.3810 *** (0.0088)
<i>CFO</i>	-0.2926 *** (0.0231)	-0.2492 *** (0.0287)	-0.2966 *** (0.0224)	-0.2556 *** (0.0293)
<i>Cash</i>	-0.0939 *** (0.0121)	-0.0925 *** (0.0203)	-0.1018 *** (0.0127)	-0.1025 *** (0.0200)
<i>Mortgage</i>	-0.0651 *** (0.0188)	-0.0490 * (0.0265)	-0.0770 *** (0.0206)	-0.0664 ** (0.0273)
<i>Fixed</i>	0.1423 *** (0.0154)	0.2414 *** (0.0210)	0.1634 *** (0.0138)	0.2652 *** (0.0228)
<i>Gross</i>	0.0243 *** (0.0054)	0.0414 *** (0.0088)	0.0256 *** (0.0059)	0.0392 *** (0.0098)
<i>First</i>	-0.0408 *** (0.0066)	0.0037 (0.0054)	-0.0432 *** (0.0063)	0.0039 (0.0057)
<i>_cons</i>	-0.0505 * (0.0262)	-0.1992 *** (0.0482)	-0.0921 *** (0.0229)	-0.2264 *** (0.0394)
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
Adj. <i>R</i> ²	0.582	0.554	0.582	0.548
<i>F</i> -value	348.23	488.11	329.35	451.68
<i>N</i>	11 718	11 746	11 094	11 156

注:括号内为经过公司层面 Cluster 和 Robust 之后的标准误,*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

从表 7 中我们可以发现:表示产业政策影响信贷资源在不同生产率的国有企业间流向(*Indp×TFP_{t-1}*)的估计系数在竞争性行业中更显著为正,且表示产业政策影响信贷资源在不同生产率间的民营企业间流向(*Indp×Private×TFP_{t-1}*)的估计系数也在竞争性行业中更显著为正,以上结果表明相对于垄断性行业,产业政策的信贷资源配置效应在竞争性行业中更显著,特别是竞争性国有企业对产业政策影响也敏感。

表 8 则报告了不同行业竞争特性下产业政策促进企业转型升级的效果。从中我们可以发现:位于竞争性行业组的 $Indp \times Private \times Growth_{t-1}$ 的估计系数显著为正,且大于垄断性行业组,这表明相对于垄断性行业,位于竞争性行业中的企业产业政策对其转型升级的作用更强,表现为规模扩张转化为利润增长能力得到增强。

表 8 行业竞争性、产业政策与企业转型升级

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	被解释变量: $Netprofit$			
	竞争性行业	垄断性行业	竞争性行业	垄断性行业
$Indp$	0.0015 (0.0026)	0.0033 (0.0022)	0.0031 (0.0028)	0.0057** (0.0025)
$Private$	0.0047 (0.0033)	-0.0001 (0.0024)	0.0078** (0.0037)	0.0017 (0.0027)
$Growth_{t-1}$	0.0619*** (0.0036)	0.0379*** (0.0027)	0.0677*** (0.0038)	0.0436*** (0.0031)
$Indp \times Private$	-0.0028 (0.0037)	-0.0010 (0.0032)	-0.0032 (0.0041)	-0.0021 (0.0036)
$Indp \times Growth_{t-1}$	-0.0012 (0.0032)	-0.0102** (0.0041)	-0.0033 (0.0037)	-0.0151*** (0.0042)
$Private \times Growth_{t-1}$	-0.0031 (0.0046)	0.0002 (0.0035)	-0.0056 (0.0047)	-0.0047 (0.0038)
$Indp \times Private \times Growth_{t-1}$	0.0102** (0.0051)	0.0039 (0.0043)	0.0150*** (0.0052)	0.0104** (0.0047)
Difference Test (p -value)	0.0063 (0.385)		0.0046 (0.430)	
$lnsize$			-0.0021*** (0.0007)	-0.0015** (0.0007)
Lev			-0.0037 (0.0036)	0.0072** (0.0036)
$Netprofit_{t-1}$			-0.3346*** (0.0095)	-0.2632*** (0.0093)
$Netprofit_{t-2}$			-0.1672*** (0.0099)	-0.1114*** (0.0092)
$_cons$	-0.0188*** (0.0053)	-0.0277*** (0.0049)	0.0397** (0.0161)	0.0319** (0.0156)
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
Adj. R^2	0.163	0.115	0.262	0.194
F -value	99.95	40.51	134.88	55.58
N	11 714	12 143	9 429	9 534

注:括号内为经过公司层面 Cluster 和 Robust 之后的标准误,**、*** 分别表示在 5%和 1%水平上显著。

相对于下游企业,上游企业因其垄断地位以及政府控制,盈利稳定性以及融资便利性更强,因而受产业政策的影响更加不敏感。本部分我们将对上下游不同行业如何影响产业政策的资源配置效应进行检验,其中对上下游行业的划分,我们按照证监会的分类标准,并借鉴孙浦阳等(2015)、李瑞琴等(2018)的划分方法,将采矿业(B),非金属矿物制品业(C30),黑色金属冶炼及压延加工(C31),有色金属冶炼及压延加工(C32),金属制品业(C33),通用设备制造业(C34),专用设备制造业(C35),汽车制造业(C36),铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(C37),电气机械及器材制造业(C38),计算机、通信和其他电子设备制造业(C39),电力、热力、燃气及水生产和供应业(D),交通运输、仓储和邮政业(G),信息传输、软

件和信息技术服务业(I),文化、体育和娱乐业(R)等界定为上游行业,其余行业则界定为下游行业。检验结果如表 9 所示。从中我们可以发现:位于下游行业组的 $Indp \times Private \times TFP_{t-1}$ 的估计系数显著为正,而上游行业组的该估计系数显著为负,这表明相对于上游行业,产业政策的资源配置效应在下游行业中更显著。

表 9 行业上下游、产业政策与信贷资源流向

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	被解释变量: $Loan$			
	LP 方法		OP 方法	
	下游行业	上游行业	下游行业	上游行业
$Indp$	-0.0165 (0.0288)	0.0425 (0.0456)	0.0942 ** (0.0360)	-0.0895 *** (0.0244)
$Private$	-0.0981 ** (0.0401)	-0.2488 *** (0.0766)	-0.0556 (0.0430)	-0.1262 *** (0.0259)
TFP_{t-1}	-0.0215 *** (0.0032)	-0.0145 *** (0.0040)	-0.0180 ** (0.0067)	-0.0489 *** (0.0077)
$Indp \times Private$	-0.1691 *** (0.0362)	0.1496 * (0.0705)	-0.0843 (0.0510)	0.0406 (0.0262)
$Indp \times TFP_{t-1}$	0.0015 (0.0019)	-0.0038 (0.0032)	-0.0235 ** (0.0085)	0.0221 *** (0.0058)
$Private \times TFP_{t-1}$	0.0074 ** (0.0027)	0.0185 *** (0.0054)	0.0182 * (0.0101)	0.0322 *** (0.0059)
$Indp \times Private \times TFP_{t-1}$	0.0116 *** (0.0023)	-0.0098 * (0.0048)	0.0202 ** (0.0089)	-0.0106 * (0.0057)
Difference Test (p -value)	0.0214 ** (0.035)		0.0308 * (0.065)	
$lnsize$	0.0272 *** (0.0020)	0.0136 *** (0.0023)	0.0226 *** (0.0019)	0.0098 *** (0.0016)
Lev	0.4049 *** (0.0148)	0.4307 *** (0.0093)	0.3933 *** (0.0144)	0.4164 *** (0.0080)
CFO	-0.2608 *** (0.0218)	-0.2879 *** (0.0277)	-0.2624 *** (0.0214)	-0.2971 *** (0.0282)
$Cash$	-0.1133 *** (0.0121)	-0.0887 *** (0.0210)	-0.1174 *** (0.0120)	-0.1010 *** (0.0222)
$Mortgage$	-0.0503 ** (0.0184)	-0.0749 ** (0.0274)	-0.0613 *** (0.0195)	-0.0985 *** (0.0282)
$Fixed$	0.1448 *** (0.0161)	0.2454 *** (0.0160)	0.1571 *** (0.0154)	0.2793 *** (0.0168)
$Gross$	0.0247 *** (0.0054)	0.0356 *** (0.0071)	0.0224 *** (0.0057)	0.0400 *** (0.0088)
$First$	-0.0202 *** (0.0060)	-0.0161 *** (0.0051)	-0.0216 *** (0.0051)	-0.0151 ** (0.0052)
$_cons$	-0.1553 *** (0.0328)	-0.0828 (0.0507)	-0.1415 *** (0.0308)	-0.1182 *** (0.0325)
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
Adj. R^2	0.545	0.592	0.540	0.590
F -value	344.4831	502.8241	318.4834	477.2868
N	12 042	11 422	11 341	10 909

注:括号内为经过公司层面 Cluster 和 Robust 之后的标准误,*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

五、结论与启示

面对严峻的经济下行压力,我国亟需转变传统发展方式,推动产业转型升级,促进经济增质提效。在此背景下,考察产业政策对企业发展模式的影响及作用机制,对优化资源配置结构进而保障整体经济健康发展具有重要意义。本文将金融部门的特征与企业间资本扭曲相联系,将“五年计划”作为政策冲击,以2003—2015年我国非金融类A股上市公司为样本,从微观视角实证检验产业政策促进企业发展的有效性。检验结果显示:产业政策支持对企业发展具有显著影响,且这种影响对不同产权性质的企业存在差异。首先,获得产业政策鼓励后,在民营企业和竞争性国有企业中生产率更高的企业取得了更多信贷资本,而囿于非市场化的资本配置方式,处于垄断行业中的国有企业所获信贷量与生产率并无明显关联;其次,产业政策的支持能够推动高生产率的民营企业快速扩张,但在国有企业中并未发现这一规律;最后,受鼓励的民营企业可更高效地利用规模扩张优势推动盈利水平上升,向内涵式增长转变,而国有企业依然延续着粗放型增长方式,经营绩效有待提高。综上,产业政策通过调控企业融资环境,影响了企业规模扩张,并最终作用于企业的增长模式。

本文对宏观经济政策影响微观企业行为的研究框架进行了拓展,有助于进一步理解经济政策影响企业行为的传导路径,为产业政策有效性研究提供了新的经验证据,并对政府进行市场化改革提升资源配置效率提供了可行的思路。从本文研究可得如下启示:第一,政府应深化金融体系改革,逐步减少阻碍社会资金有效配置的制度壁垒,打通金融服务实体经济的渠道,使金融体系的成熟度能够满足不同所有制企业发展的需要。第二,改善实施产业政策的市场环境,避免完全以政府决定替代市场选择,切实发挥优胜劣汰的市场竞争机制,将更多资源配置到真正高生产率的企业。第三,不断优化重组国有企业,改革部分产能过剩的企业,同时提高监管规制的弹性,为民营企业的发展预留更多空间,进而提升产业整体生产率水平。第四,降低产业政策实施中的信息不对称,重视实践过程中的反馈,定期评估政策效果并及时修正不足,确保产业政策行之有效并为之后制定政策提供经验支持。

参考文献:

- 1.陈冬华、李真、新夫,2010:《产业政策与公司融资——来自中国的经验证据》,《2010年中国会计与财务研究国际研讨会论文集》,牛津大学出版社。
- 2.陈冬华、姚振晔、辛夫,2018:《中国产业政策与微观企业行为研究:框架、综述与展望》,《会计与经济研究》第1期。
- 3.韩乾、洪永森,2014:《国家产业政策、资产价格与投资者行为》,《经济研究》第12期。
- 4.何熙琼、尹长萍、毛洪涛,2016:《产业政策对企业投资效率的影响及其作用机制研究——基于银行信贷的中介作用与市场竞争的调节作用》,《南开管理评论》第5期。
- 5.侯青川、靳庆鲁、陈明端,2015:《经济发展、政府偏袒与公司发展——基于政府代理问题与公司代理问题的分析》,《经济研究》第1期。
- 6.蒋东生,2012:《谁获得了长期贷款?》,《管理世界》第7期。
- 7.蒋为、张龙鹏,2015:《补贴差异化的资源误置效应——基于生产率分布视角》,《中国工业经济》第2期。
- 8.李瑞琴、王汀汀、胡翠,2018:《FDI与中国企业出口产品质量升级——基于上下游产业关联的微观检验》,《金融研究》第6期。
- 9.林毅夫、李志赞,2005:《中国的国有企业与金融体制改革》,《经济学(季刊)》第4卷第4期。
- 10.刘俏,2012:《“资本流向”之谜》,《董事会》第8期。
- 11.舒锐,2013:《产业政策一定有效吗?——基于工业数据的实证分析》,《产业经济研究》第3期。
- 12.宋凌云、王贤彬,2013:《重点产业政策、资源重置与产业生产率》,《管理世界》第12期。
- 13.孙浦阳、蒋为、陈惟,2015:《外资自由化、技术距离与中国企业出口——基于上下游产业关联视角》,《管

- 理世界》第11期。
- 14.孙早、席建成,2015:《中国式产业政策的实施效果:产业升级还是短期经济增长》,《中国工业经济》第7期。
 - 15.王克敏、刘静、李晓溪,2017:《产业政策、政府支持与公司投资效率研究》,《管理世界》第3期。
 - 16.吴意云、朱希伟,2015:《中国为何过早进入再分散:产业政策与经济地理》,《世界经济》第2期。
 - 17.杨兴全、尹兴强、孟庆玺,2018:《谁更趋多元化经营:产业政策扶持抑或非扶持企业?》,《经济研究》第9期。
 - 18.张纯、潘亮,2012:《转型经济中产业政策的有效性研究——基于我国各级政府利益博弈视角》,《财经研究》第12期。
 - 19.张新民、张婷婷、陈德球,2017:《产业政策、融资约束与企业投资效率》,《会计研究》第4期。
 - 20.Aghion, P., J. Cai, M. Dewatripont, L. S. Du, A. Harrison, and P. Legros. 2015. "Industrial Policy and Competition." *American Economic Journal-Macroeconomics* 7(4): 1-32.
 - 21.Allen, Franklin, Jun Qian, and Meijun Qian. 2005. "Law, Finance, and Economic Growth in China." *Journal of Financial Economics* 77(1): 57-116.
 - 22.Bai, John, Daniel Carvalho, and Gordon M. Phillips. 2018. "The Impact of Bank Credit on Labor Reallocation and Aggregate Industry Productivity." *The Journal of Finance* 73(6): 2787-2836.
 - 23.Brandt, Loren, and Hongbin Li. 2003. "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?" *Journal of Comparative Economics* 31(3): 387-413.
 - 24.Chen, Donghua, Oliver Zhen Li, and Fu Xin. 2017. "Five-Year Plans, China Finance and Their Consequences." *China Journal of Accounting Research* 10(3): 189-230.
 - 25.La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2002. "Government Ownership of Banks." *The Journal of Finance* 57(1): 265-301.
 - 26.Leftwich, Richard. 1983. "Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements." *The Accounting Review* 58(1): 23-42.
 - 27.Sapienza, Paola. 2004. "The Effects of Government Ownership on Bank Lending." *Journal of Financial Economics* 72(2): 357-84.

Industrial Policy, Reverse Flow of Credit Capital and Transformation and Upgrading of Enterprises

Wang Hongjian¹, Chen Song¹ and Li Aimin²

(1: School of Economics & Management, Nanchang University;

2: School of Business, Renmin University of China)

Abstract: Whether industrial policy can intensify or suppress the reverse flow of credit capital directly determines the development quality of the real economy. The empirical research shows that: Industrial policy can significantly moderate the reverse flow of credit capital of competitive state-owned and private enterprises. It not only significantly promotes the credit capital to flow from low-productivity enterprises to high-productivity enterprises, but also significantly reduces the credit cost of high-productivity enterprises. The resource allocation effect of industrial policy can significantly promote the transformation and upgrading of enterprises, which shows the development mode of high-productivity enterprises is changing from epitaxial expansion to connotative development. That is, the enterprises enhance their ability to transform scale into profit. The greater (the smaller) the difference of the distribution of subsidy or credit resources among the industries is, the stronger the effect of industrial policy on the transformation and upgrading of private enterprises (state-owned enterprises). This paper enriches the theories of industrial policy and provides theoretical basis for using industrial policy to support the transformation and upgrading of the real economy.

Keywords: Industrial Policy, Reverse Flow, Lucas Mystery, Transformation and Upgrading of Enterprises

JEL Classification: D24, L52, O40

(责任编辑:彭爽)