

宏观货币政策和企业金融生态环境优化

——基于企业融资约束的实证分析

谢 军 黄志忠 何翠茹*

摘要: 本文以 2002-2010 年期间深沪上市公司季度数据为基础,从投资内部现金流敏感性的视角考察了宏观货币政策对企业投资行为和融资约束的影响效应,据此评估了宏观货币政策对企业金融生态环境的优化功能。文章的实证研究结果显示:(1)宽松的货币政策促进了企业扩张投资,通过降低企业投资内部现金流敏感性缓解了企业融资约束,改善了企业金融生态环境。(2)国有企业的融资约束显著低于非国有企业。(3)非国有企业的投融资行为对宏观货币政策的弹性更显著;宽松的宏观货币政策能够更大程度地缓解非国有企业的融资约束,更有效地改善非国有企业的金融生态环境。本文的研究发现为宏观货币政策的传导机制和金融生态环境优化功能提供了企业投融资层面的微观证据。

关键词: 货币政策 传导机制 金融生态环境 企业融资约束

一、引言

企业的金融生态环境对企业的投资和融资活动具有重大影响。一个良好宽松的金融生态环境对于企业的投资扩张和转型升级具有至关重要的意义,是帮助企业由内源型融资模式向外延型融资模式转型的关键因素。宽松的金融生态环境会减弱企业的融资约束,并通过提供外部融资支持企业的投资行为,帮助企业把握投资机会。而紧缩的金融生态环境会强化企业的融资约束,并抑制企业的投资行为,甚至迫使企业放弃投资机会。^① Fazzari 等(1988)证实,企业投资内部现金流敏感性反映了企业投资对内部现金流的依赖程度,也反映了企业所面临的融资约束程度。Rajan 和 Zingales(1998)则指出,企业所面对的融资约束环境决定了企业融资模式及其发展路径;融资约束宽松的金融生态环境有助于促使外部融资依赖型产业的增长。

宏观经济学的 IS-LM 模型显示,宏观货币政策的量化宽松措施能够通过信贷投放促进投资,并推动经济增长。货币政策的投资驱动效应和传导机制意味着,宽松的货币政策有助于企业更容易地获取外部融资,改善投资支出,并具有优化企业金融生态环境的政策功能。本文试图通过对企业投资内部现金流敏感性的测度考察宏观货币政策对企业投资行为和融资约束的积极效应,并进而评估宏观货币政策对企业金融生态环境的优化功能。本研究一方面为宏观货币政策在优化企业金融生态环境和缓解公司融资约束中所发挥的作用提供了经验证据;另一方面为宏观货币政策的传导机制及其所产生的投资驱动效应提供了企业层面的

* 谢军,华南师范大学经济与管理学院,邮政编码:510006,电子信箱:xiejun@senu.edu.cn;黄志忠,南京大学商学院会计系,邮政编码:210093,电子信箱:acchuang@163.com;何翠茹,华南师范大学经济与管理学院,邮政编码:510006,电子信箱:hecuiru@163.com。

本文得到以下项目资助:广东省自然科学基金“社会冲突理论视角下的并购悖论的经济学分析与监管制度研究”(项目编号:S2011040001810)和广东省软科学项目“广东省科技型企业融资约束的评估和解析及科技融资体系的创新研究:基于企业层面投资现金流敏感性的考察”(项目编号:2012B070300051)。特别感谢匿名审稿人提出的宝贵且具建设性的意见以及编辑部完善建议,当然文责自负。

^①谢德仁和陈运森(2009)、邓建平和曾勇(2011)分别从银行关联和债务重组的角度观察了金融生态环境对企业债务融资及其治理效应的影响,他们的研究显示,金融生态环境的优化有助于企业更轻松地实施债务融资和债务重组。

微观证据。本文的学术贡献有以下几点: (1) 提供了一个基于企业投资内部现金流敏感性, 反映宏观货币政策对企业融资约束缓解效应, 以及对企业金融生态环境优化功能的理论模型; (2) 实证检验了宏观货币政策对企业融资约束的缓解效应以及对企业金融生态环境的优化功能, 并为宏观货币政策的传导机制提供了企业投融资层面的微观证据。

二、理论框架和研究假设

(一) 宏观货币政策、金融生态环境和企业融资约束: 基于企业投资内部现金流敏感性的理论模型

自 Keynes 之后, 宏观货币政策开始成为各国调控经济增长的重要工具。宏观经济学的 IS - LM 模型表明, 货币政策的设计与实施旨在应对经济波动, 通过对货币发行量的控制和管理, 推动或优化社会总投资, 并实现国民经济的稳定持续增长。宏观货币政策对宏观经济影响的传导机制如图 1。

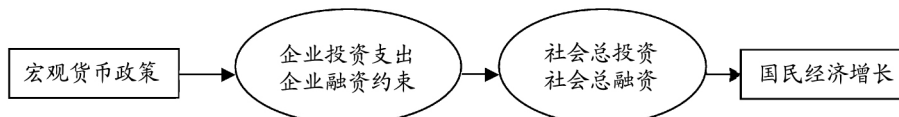


图 1 宏观货币政策的传导机制

本文将构建一个反映宏观货币政策对企业投资支出和融资约束如何产生影响的理论模型。本模型描述了宏观货币政策调控功能的微观传导机理, 解析了宏观货币政策对企业融资约束的缓解效应, 以及对企业金融生态环境的优化功能。

设企业投资 (Inv) 的边际回报函数为 $R(Inv)$ 。由于企业投资回报呈边际递减规律, 因此 $R(Inv)$ 是 Inv 的减函数, 即:

$$\frac{\partial R}{\partial Inv} < 0 \quad (1)$$

又设企业的边际资本成本为 $C(x)$ 。假设企业的内部融资 (即内部现金流, 用 CFI 表示) 边际资本成本为常数: $C_{IN}(CFI) = k$ 。当中央银行实施宽松的货币政策 (以下用 MP 表示) 时, 增加的货币发行量 (以下用 MS 表示) 会促进信贷投放。商业银行提供给企业的贷款不仅额度增大, 贷款利息也会相应下浮。这意味着, 宽松的货币政策能够帮助企业以更低的融资成本获取更多的外部债务资本。辛宇和徐莉萍 (2007) 以及 Allen 等 (2005) 指出, 国有企业融资渠道多元畅通, 非国有企业却面临严重的融资障碍。胡奕明和谢诗蕾 (2005) 还发现, 国有企业能够以更低的利率获得银行贷款。因此, 企业外部融资 ($EF = Inv - CFI$) 的边际资本成本函数可以表述为:

$$C_{EX}(EF) = C_{EX}(Inv - CFI, MS, SOE) \quad (2)$$

$$\frac{\partial C_{EX}}{\partial EF} > 0, \frac{\partial C_{EX}}{\partial MS} < 0, \frac{\partial C_{EX}}{\partial SOE} < 0, \frac{\partial^2 C_{EX}}{\partial EF \cdot \partial MS} < 0, \frac{\partial^2 C_{EX}}{\partial EF \cdot \partial SOE} < 0$$

MS : 宏观货币发行量 (monetary supply); SOE : 国有企业 (state-owned enterprise)。(2) 式表明: (1) 企业外部融资的边际资本成本递增; (2) 货币发行量的增加 (宽松的货币政策) 有助于降低企业外部融资的边际资本成本, 并缓解其边际递增率; (3) 国有企业属性有助于降低企业外部融资的边际成本, 并缓解其边际递增率。

企业投资的净现值 (NPV) 为投资的累积回报减去资本的累积成本, 即:

$$NPV_{Inv} = \int_0^{Inv} R(x) dx - \int_{CFI}^{Inv} C_{EX} [(x - CFI), MS, SOE] dx - \int_0^{CFI} C_{IN}(x) dx$$

$$= \int_0^{Inv} R(x) dx - \int_{CFI}^{Inv} C_{EX}(x - CFI) dx - k \cdot CFI$$

$$= [\mathfrak{R}(Inv) - \mathfrak{R}(0)] - [\vartheta [(Inv - CFI), MS, SOE] - \vartheta(0, MS, SOE)] - k \cdot CFI \quad (3)$$

在追求最大化 NPV_{Inv} 的目标下, 企业的最优投资规模满足如下均衡条件:

$$\frac{\partial NPV_{Inv}}{\partial Inv} = R(Inv^*) - C_{EX} [(Inv^* - CFI), MS, SOE] = F(Inv^*, CFI, MS, SOE) = 0 \quad (4)$$

根据隐函数定理:

$$\frac{dInv^*}{dCFI} = -\frac{\frac{\partial F}{\partial CFI}}{\frac{\partial F}{\partial Inv^*}} = -\frac{\frac{\partial C_{EX} [(Inv^* - CFI) MS SOE]}{\partial (Inv^* - CFI)}}{\frac{\partial R(Inv^*)}{\partial Inv^*} - \frac{\partial C_{EX}(Inv^* - CFI MS SOE)}{\partial (Inv^* - CFI)}} > 0 \quad (4.1)$$

(4.1) 式表明,充裕的内部现金流能够推动企业进行更多的投资。上述关系反映了企业投资的融资约束效应^①,反映了企业投资内部现金流的敏感性以及企业投资对内部现金流的依赖性。

$$\frac{dInv^*}{dMS} = -\frac{\frac{\partial F}{\partial MS}}{\frac{\partial F}{\partial Inv^*}} = -\frac{-\frac{\partial C_{EX} [(Inv^* - CFI) MS SOE]}{\partial MS}}{\frac{\partial R(Inv^*)}{\partial Inv^*} - \frac{\partial C_{EX}(Inv^* - CFI MS SOE)}{\partial (Inv^* - CFI)}} > 0 \quad (4.2)$$

(4.2) 式表明,宏观货币政策的量化宽松措施能够降低企业外部融资成本,并促使企业进行更多的投资。

$$\frac{dInv^*}{dSOE} = -\frac{\frac{\partial F}{\partial SOE}}{\frac{\partial F}{\partial Inv^*}} = -\frac{-\frac{\partial C_{EX} [(Inv^* - CFI) MS SOE]}{\partial SOE}}{\frac{\partial R(Inv^*)}{\partial Inv^*} - \frac{\partial C_{EX}(Inv^* - CFI MS SOE)}{\partial (Inv^* - CFI)}} > 0 \quad (4.3)$$

(4.3) 式表明,国有企业能够以相对较低的成本获取外部资本,并驱使企业进行更多的投资。

$$\frac{\partial \left(\frac{dInv^*}{dCFI} \right)}{\partial MS} = -\frac{1}{[R(Inv^*) - C'_{EX}(Inv^* - CFI)]^2} \cdot \frac{\partial^2 C_{EX}(Inv^* - CFI MS SOE)}{\partial (Inv^* - CFI) \cdot \partial MS} \cdot \frac{\partial R(Inv^*)}{\partial Inv^*} < 0 \quad (4.4)$$

(4.4) 式表明,宽松的宏观货币政策能够优化企业的金融生态环境,有助于企业获取更多成本较低的债务资本,从而降低企业投资对内部现金流的依赖性(减弱投资内部现金流的敏感性)缓解企业融资约束压力。(4.2)和(4.4)的模式结果反映了宏观货币政策对社会总投资的微观传导机制:宏观货币政策通过促进(或抑制)企业投资支出,缓解(或强化)企业融资约束,从而实现对社会总投资的调控。^②

$$\frac{\partial \left(\frac{dInv^*}{dCFI} \right)}{\partial SOE} = -\frac{1}{[R(Inv^*) - C'_{EX}(Inv^* - CFI)]^2} \cdot \frac{\partial^2 C_{EX}(Inv^* - CFI MS SOE)}{\partial (Inv^* - CFI) \cdot \partial SOE} \cdot \frac{\partial R(Inv^*)}{\partial Inv^*} < 0 \quad (4.5)$$

(4.5) 式表明,国有企业能够获取更多成本较低的外部资本,从而降低企业投资对内部现金流的依赖性(减弱投资内部现金流的敏感性)进而缓解企业融资约束压力。^③

(二) 研究假设

根据上述理论分析,我们提出如下待检验的假设:

H1: 内部现金流对企业投资具有融资约束效应,或者说企业投资对内部现金流具有较强的依赖性,企业投资会随着内部现金流的增加而扩张,随着内部现金流的减少而收缩。

H2: 宽松的宏观货币政策能够促使企业扩大投资。

H3: 宽松的宏观货币政策能够缓解企业的融资约束,降低企业投资内部现金流敏感性,减少企业投资对内部现金流依赖程度。

H4: 国有企业所面对的融资约束要弱于非国有企业。

因为银行较为保守的经营作风以及政府的金融扶持政策,国有企业较之非国有企业更容易通过银行或

^①魏锋和刘星(2004)、魏锋和孔煜(2005)、罗琦等(2007)、连玉君和程建(2007)、马国臣等(2008)以及马君潞等(2008)均证实了企业投资对内部现金流的显著依赖性。

^②应惟伟(2008)、刘志远和张西征(2010)考察了宏观经济周期对企业融资约束的影响,间接检验了宏观经济政策对企业金融生态环境的效应。本文则以货币供应量为工具直接考察了宏观货币政策对企业融资约束的影响。

^③朱红军、何贤杰和陈信元(2006)以及吴宗法和张英丽(2011)观察到,国有企业较之非国有企业面对着相对较弱的融资约束。

金融机构贷款获取外部资本(谢军 2008)。而且,胡奕明和谢诗蕾(2005)还发现,国有企业能够以更低的利率获得银行贷款。由于国有企业普遍能够以较低的成本进行外部融资,宽松的货币政策可能并不会为其额外带来融资成本的显著降低。相反,非国有企业少有享受贷款利率优惠,而宽松的货币政策反而能够显著降低其融资成本。因此,对于非国有企业而言, $\frac{\partial^2 C_{EX}(Inv^* - CFI)}{\partial(Inv^* - CFI) \cdot \partial MS}$ 会较低(宽松的货币政策能够更大程度地降低非国有企业的边际融资成本),并导致 $\frac{d(\frac{dInv^*}{dCFI})}{dMS}$ 减小(或其绝对值增加),从而更大程度地降低非国有企业的投资内部现金流敏感性。故而有如下假设 5:

H5: 宽松的宏观货币政策能够更显著地缓解非国有企业的融资约束,更大程度地降低非国有企业的投资内部现金流敏感性。

三、实证研究设计: 计量模型和变量设定

计量模型如下:

1. 基本模型: 检验 H1

$$Inv_{i,t} = \alpha + \beta \cdot CFI_{i,t} + \phi \cdot Inv_{i,t-1} + \sum \gamma_j \cdot control^j_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (a)$$

2. 检验 H2、H3

$$Inv_{i,t} = \alpha + \alpha' \cdot MS_{i,t-1} + \beta \cdot CFI_{i,t} + \beta' \cdot MS_{i,t-1} \cdot CFI_{i,t} + \phi \cdot Inv_{i,t-1} + \sum \gamma_j \cdot control^j_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (b)$$

3. 检验 H4、H5

$$Inv_{i,t} = \alpha + \alpha' \cdot MS_{i,t-1} + \alpha'' \cdot SOE_{i,t} + \beta \cdot CFI_{i,t} + \beta' \cdot MS_{i,t-1} \cdot CFI_{i,t} + \beta'' \cdot SOE_{i,t-1} \cdot CFI_{i,t} + \beta''' \cdot SOE_{i,t} \cdot MS_{i,t-1} \cdot CFI_{i,t} + \phi \cdot Inv_{i,t-1} + \sum \gamma_j \cdot control^j_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (c)$$

Inv 为投资支出, CFI 为内部现金流, MS 为货币发行量环比增长率(货币政策的量化指标), FD 为区域金融发展程度, SOE 为国有企业, $control^j$ 为一组涉及企业财务特征的控制变量, ε 为残差项。具体变量说明见表 1。

表 1 变量说明表

变量名称	变量符号	变量类型	预期影响	变量含义	备注
总投资	Inv	被解释变量		投资现金流支出/期末资产余额	
内部现金流	CFI	解释变量	+	当期经营活动产生的现金净流量(CFO)/期末资产余额	Fazzari、Hubbard 和 Petersen (1988) 以及 Rajan 和 Zingales (1998) 的研究
前一期的货币宽松度	MS_{-1}	解释变量	+	上一季度货币发行量: 当货币发行量环比大于等于 1.1 时取 2; 当货币发行量环比小于 1.1, 且大于等于 1 时取 1; 当货币发行量环比小于 1 时取 0	该指标为宏观货币政策的量化指标
国有企业	SOE	解释变量	+	虚拟变量: $SOE = 1$, 国有企业; $SOE = 0$, 非国有企业	朱红军、何贤杰和陈信元 (2006) 以及吴宗法和张英丽 (2011) 的研究
期初企业规模	$Size_{-1}$	控制变量		期初总资产账面价值的自然对数	罗琦、肖文翀和夏新平 (2007) 以及马国臣、李鑫和孙静 (2008) 的研究
期初资本结构	Lev_{-1}	控制变量		期初负债/总资产	
期初现金持有量	$Cash_{-1}$	控制变量		期初现金存量/期初总资产余额	

注: 数据期间单位为季度单位(特别说明除外)。

四、样本及描述性统计

(一) 样本和数据

本文选取 2002 年第 1 季度 - 2010 年第 4 季度在沪深股市上市交易的 1 932 个非金融公司为研究样本, 共取得 43 906 个公司 - 季度数据。扣除数据不全的 161 个季度数据, 最终用于研究的公司 - 季度数据共 43 845 个, 其中国有控股的样本占 64%, 共 27 884 个公司 - 季度数据。研究所需要的财务数据来源于 CCER, 货币政策数据来源于国家统计局。行业的分类采用中国证监会的行业分类标准。本研究以样本公司及外部环境的季度数据为分析基础, 所有数据的预处理工作都在 Excel2003 中进行, 对模型的回归分析是在 Eviews6.0 和 SPSS10.5 中进行。

(二) 描述性分析

表 2 - A 是主要研究变量的描述性统计数据, 表 2 - B 是主要研究变量之间的 Spearman 和 Pearson 相关系数。表 2 - A 显示: 样本公司投资支出平均水平为 5.39%, 且公司间差异较大(标准差为 14.63%); 样本公司内部现金流(经营活动现金净流量)平均水平为 2.17%, 且公司间差异较大(标准差为 62.34%)。表 2 - B 显示: 企业投资支出与内部现金流之间存在较为显著的正相关关系; 另外, 企业投资支出与宏观货币政策(货币供应量)之间也存在较为显著的正相关关系。该结果初步表明, 宽松的宏观货币政策能够激励企业扩张投资。

表 2 - A 描述性统计

	均值	中值	标准差	极小值	极大值
<i>Invest</i> ₋₁	0.0539	0.0281	0.1463	-0.2125	20.756
<i>CFI</i>	0.0217	0.0166	0.6234	-63.741	86.622
<i>Cash</i> ₋₁	0.1616	0.1260	0.1387	0.0000	5.7016
<i>Lev</i> ₋₁	0.6971	0.5252	8.0649	-45.552	1303.34
<i>MS</i> ₋₁	1.0316	1.0259	0.0401	0.9724	1.1118
<i>Size</i>	21.4151	21.2835	1.1438	14.7392	29.6955
<i>SOE</i>	0.64	1.00	0.481	0	1

表 2 - B 相关性分析

	<i>Invest</i>	<i>Invest</i> ₋₁	<i>CFI</i>	<i>Cash</i> ₋₁	<i>Lev</i> ₋₁	<i>MS</i> ₋₁	<i>Size</i> ₋₁
<i>Invest</i>	1	0.201 (0.000)	0.469 (0.000)	0.056 (0.000)	-0.007 (0.157)	0.059 (0.000)	0.163 (0.000)
<i>Invets</i> ₋₁	0.201 (0.000)	1	0.114 (0.000)	0.160 (0.000)	-0.196 (0.000)	0.065 (0.000)	0.163 (0.000)
<i>CFI</i>	0.469 (0.000)	0.002 (0.652)	1	-0.003 (0.466)	-0.056 (0.000)	0.096 (0.000)	0.151 (0.000)
<i>cash</i> ₋₁	0.056 (0.000)	0.054 (0.000)	-0.016 (0.001)	1	-0.341 (0.000)	0.016 (0.000)	0.018 (0.000)
<i>Lev</i> ₋₁	-0.007 (0.157)	0.036 (0.000)	0.023 (0.000)	0.004 (0.382)	1	-0.008 (0.114)	0.210 (0.000)
<i>MS</i> ₋₁	0.059 (0.000)	0.087 (0.000)	0.012 (0.013)	0.014 (0.000)	-0.002 (0.741)	1	0.017 (0.000)
<i>Size</i> ₋₁	-0.039 (0.000)	-0.006 (0.178)	0.026 (0.000)	-0.065 (0.000)	-0.120 (0.000)	0.013 (0.008)	1

注: 右上角为 Spearman 相关系数及对应的显著性水平, 左下角为 Pearson 相关系数及对应的显著性水平。

五、实证结果及其分析

(一) 基本计量分析

为了考察宏观货币政策对企业融资约束的缓解效应, 以及对企业金融生态环境的优化功能, 评估宏观货币政策的传导机制, 我们运用计量模型 (a)、(b)、(c) 分别评估宏观货币政策对企业融资约束(投资内部现

金流敏感性)的影响效应,并检验前文所提出的研究假设(回归结果见表3)。

表3 宏观货币政策对企业融资约束的影响效应:全样本回归结果

自变量	因变量:企业投资总支出(<i>Inv</i>)		
	计量模型		
	模型(a) 检验 H1	模型(b) 检验 H2、H3	模型(c) 检验 H4、H5
截距	-0.043*** (-3.919)	-0.046*** (-4.928)	-0.056*** (-6.010)
<i>CFI</i>	0.110*** (114.5)	0.216*** (183.8)	0.232*** (195.3)
<i>MS</i> ₋₁		0.005*** (5.569)	0.006*** (4.586)
<i>MS</i> ₋₁ × <i>CFI</i>		-0.183*** (-126.3)	-0.183*** (-36.40)
<i>SOE</i>			0.003* (1.769)
<i>SOE</i> × <i>CFI</i>			-0.215*** (-49.68)
<i>SOE</i> × <i>MS</i> ₋₁			-0.008*** (-4.372)
<i>SOE</i> × <i>MS</i> ₋₁ × <i>CFI</i>			0.173*** (27.58)
<i>Inv</i> ₋₁	0.164*** (48.24)	0.164*** (56.33)	0.165*** (58.25)
<i>Size</i> ₋₁	0.004*** (6.969)	0.004*** (8.205)	0.004*** (9.363)
<i>Lev</i> ₋₁	-0.0004*** (-5.231)	-0.0004*** (-8.322)	-0.001*** (-8.994)
<i>Cash</i> ₋₁	0.058*** (13.38)	0.057*** (15.46)	0.055*** (15.07)
Adj. <i>R</i> ²	0.264	0.461	0.490
N	43845	43845	43845

注:括号内为*t*统计值,***表示双边*t*检验在1%水平上显著,**表示双边*t*检验在5%水平上显著,*表示双边*t*检验在10%水平上显著。

表3的回归结果显示:(1)在模型(a)、(b)、(c)中,*CFI*(内部现金流)的回归系数均显著为正(且系数值经济意义明显),这表明,企业投资内部现金流敏感显著为正,企业投资支出显著依赖于内部现金流,该结果验证了H1,支持了传统的融资约束理论。(2)在模型(b)、(c)中,*MS*₋₁(货币供应量)的回归系数均显著为正(且系数值经济意义明显),*MS*₋₁ × *CFI*的回归系数均显著为负(且系数值经济意义明显)。这表明,宽松的货币政策促进了企业扩张投资,并能够显著降低企业投资对内部现金流的依赖性,该结果验证了H2和H3:宽松的货币政策能够激励企业投资支出,并有效缓解企业的融资约束,改善企业的金融生态环境。该结果为宏观货币政策的传导机制提供了企业层面的微观证据。(3)在模型(c)中,*SOE* × *CFI*的回归系数显著为负(且系数值经济意义明显),这表明,国有企业的融资约束程度显著低于非国有企业。该结果支持了H4:国有企业的金融生态环境优于非国有企业。(4)在模型(c)中,*SOE* × *MS*₋₁ × *CFI*的回归系数显著为正(且系数值经济意义明显),这表明,宽松的宏观货币政策能够更大程度地缓解非国有企业的融资约束,并更有效地改善非国有企业的金融生态环境。该结果支持了H5:非国有企业投资行为和融资约束对宏观货币政策的弹性更大。

(二)稳健性检验

为了测试实证研究结果的稳健性,我们以制造业公司为观察样本,运用计量模型(a)、(b)、(c)分别检验宏观货币政策对企业融资约束(投资内部现金流敏感性)的影响效应(回归结果见表4)。

表 4

宏观货币政策对企业融资约束的影响效应: 制造业样本的回归结果

自变量	因变量: 企业投资总支出(<i>Inv1</i>)		
	计量模型		
	模型(a) 检验 H1	模型(b) 检验 H2、H3	模型(c) 检验 H4、H5
截距	-0.024* (-1.857)	-0.024* (-1.857)	-0.041*** (-3.129)
<i>CFI</i>	0.231*** (194.68)	0.231*** (194.7)	0.233*** (194.9)
<i>MS</i> ₋₁		0.004*** (3.633)	0.010*** (5.683)
<i>MS</i> ₋₁ × <i>CFI</i>		-0.110*** (-53.95)	-0.185*** (-32.95)
<i>SOE</i>			-0.002 (-0.793)
<i>SOE</i> × <i>CFI</i>			-0.033*** (-3.510)
<i>SOE</i> × <i>MS</i> ₋₁			-0.009*** (-3.837)
<i>SOE</i> × <i>MS</i> ₋₁ × <i>CFI</i>			0.100*** (13.12)
<i>Invest</i> ₋₁	0.110*** (27.63)	0.111*** (29.12)	0.110*** (29.18)
<i>Size</i> ₋₁	0.001** (1.989)	0.003*** (4.167)	0.003*** (5.544)
<i>Lev</i> ₋₁	-0.0005*** (-6.767)	-0.0005*** (-7.007)	-0.0004*** (-6.657)
<i>Cash</i> ₋₁	0.074*** (14.68)	0.072*** (15.04)	0.065*** (13.37)
Adj. <i>R</i> ²	0.558	0.603	0.606
N	25811	25811	25811

注: 括号内为 *t* 统计值, *** 表示双边 *t* 检验在 1% 水平上显著, ** 表示双边 *t* 检验在 5% 水平上显著, * 表示双边 *t* 检验在 10% 水平上显著。

表 4 的回归结果显示: (1) 在模型 (a)、(b)、(c) 中 *CFI* (内部现金流) 的回归系数均显著为正 (且经济意义明显); (2) 在模型 (b)、(c) 中 *MS*₋₁ (货币供应量) 的回归系数均显著为正 (且经济意义明显) *MS*₋₁ × *CFI* 的回归系数均显著为负 (且经济意义明显); (3) 在模型 (c) 中 *SOE* × *CFI* 的回归系数显著为负 (且经济意义明显); (4) 在模型 (c) 中 *SOE* × *MS*₋₁ × *CFI* 的回归系数显著为正 (且经济意义明显)。上述回归结果与表 3 的回归结果极为一致, 该结果进一步强化了前述研究结果的稳健性和可靠性。另外, 制造业样本回归模型的整体拟合度 (表 4 模型 (a)、(b)、(c) 的 *R*² 分别为 0.558、0.603、0.606) 要明显大于所有行业样本回归模型的整体拟合度 (表 3 模型 (a)、(b)、(c) 的 *R*² 分别为 0.264、0.461、0.490)。这表明, 宏观货币政策对制造业企业的投资行为和融资约束具有更强的影响。这也意味着, 宏观货币政策的传导机制更多地是通过制造业公司来发挥对社会总投资的调控功能。

六、研究结论及政策意义

本文以 2002 - 2010 年期间沪深上市公司季度数据为基础, 从区域金融发展的角度评估了宏观货币政策对企业融资约束的缓解效应, 从企业投资层面考察了宏观货币政策的传导机制。文章的实证研究结果显示: (1) 企业投资支出显著依赖于内部现金流, 即企业投资内部现金流敏感性显著为正, 这一发现支持了传统的融资约束理论。(2) 宽松的货币政策促进了企业投资扩张, 通过降低企业投资内部现金流敏感性缓解了企业融资约束, 改善了企业金融生态环境。这一发现也为宏观货币政策的传导机制提供了企业层面的微观证据。(3) 国有企业的金融生态环境要优于非国有企业, 国有企业的融资约束压力显著弱于非国有企业。(4) 宽松的货币政策能够更大程度地降低非国有企业的投资现金流敏感性; 这意味着, 宽松的货币政策能够通过

缓解企业融资约束,更有效地优化非国有企业的金融生态环境。本文的经验证据表明:货币政策仍然是激励企业投资和缓解企业融资约束以及优化生态环境的关键宏观调控工具。该研究为宏观货币政策的传导机制提供了企业投融资层面的微观证据。

本研究的政策意义在于:(1)充分利用货币政策激励企业投资,改善企业金融生态环境。(2)强化货币政策的执行措施,优化货币政策的信贷结构,利用货币政策扶持非国有企业的投资扩张。

参考文献:

1. 邓建平、曾勇 2011 《金融生态环境、银行关联与债务融资》,《会计研究》第 12 期。
2. 胡奕明、谢诗蕾 2005 《银行监督效应与贷款定价——来自上市公司的一项经验研究》,《管理世界》,第 5 期。
3. 连玉君、程建 2007 《投资—现金流敏感性:融资约束还是代理成本》,《财经研究》第 2 期。
4. 刘志远、张西征 2010 《投资/现金流敏感性能反映公司融资约束吗》,《经济管理》第 5 期。
5. 罗琦、肖文翀、夏新平 2007 《融资约束抑或过度投资——中国上市公司投资—现金流敏感度的经验证据》,《中国工业经济》第 9 期。
6. 马国臣、李鑫、孙静 2008 《中国制造业上市公司投资——现金流敏感性实证研究》,《中国工业经济》第 10 期。
7. 马君潞、李泽广、王群勇 2008 《金融约束、代理成本假说与企业投资行为:来自中国上市公司的经验证据》,《南开经济研究》第 1 期。
8. 魏锋、孔煜 2005 《融资约束、不确定性与公司投资行为》,《中国软科学》第 3 期。
9. 魏锋、刘星 2004 《融资约束、不确定性对公司投资行为的影响》,《经济科学》第 2 期。
10. 吴宗法、张英丽 2011 《所有权性质、融资约束与企业投资》,《经济与管理研究》第 5 期。
11. 谢德仁、陈运森 2009 《金融生态环境、产权性质与负债的治理效应》,《经济研究》,第 5 期。
12. 谢军 2008 《债务期限结构、公司治理和政府保护:基于投资者保护视角的分析》,《经济评论》第 1 期。
13. 谢军 2006 《资本结构与股权结构:公司融资的制度决定》,《商业经济与管理》第 1 期。
14. 辛宇、徐莉萍 2007 《投资者保护视角下治理环境与股改对价之间的关系研究》,《经济研究》第 9 期。
15. 应惟伟 2008 《经济周期对企业投资影响的实证研究》,《财政研究》第 5 期。
16. 朱红军、何贤杰、陈信元 2006 《金融发展、预算软约束与企业投资》,《会计研究》第 10 期。
17. Allen, F. J., Qian, J. and M. Qian. 2005. "Law, Finance, and Economic Growth in China." *Journal of Financial Economics* 77(1): 57 - 116.
18. Fazzari, S. R., Hubbard, R. and B. Peterson. 1988. "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Paper on Economic Activity* 1: 141 - 195.
19. Goyal, V. and T. Yamada. 2004. "Asset Price Shocks, Financial Constraints, and Investment: Evidences from Japan." *Journal of Business* 77(1): 87 - 123.
20. Hoshi, T., K. Kashyap, and D. Scharfstein. 1991. "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups." *Quarterly Journal of Economics* 106(1): 33 - 60.
21. Hovakimian, G., and S. Titman. 2003. "Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset." NBER Working Papers 9432.
22. Rajan, R., and L. Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review* 88(3): 559 - 586.

Macro Monetary Policy and Corporate Financial Ecologic Environment: Micro Evidence from Corporate Financing Constraint

Xie Jun¹, Huang Zhizhong² and He Cuiru¹

(1: School of Economics and Management, South China Normal University;

2: Accounting Department, Nanking University)

Abstract: This paper studies the relieving effect of macro - monetary policy on corporate financing constraint based on regional financial development with data from 2002 to 2010, and explores the transmission effect of macro - monetary policy on corporate investment. Our research suggests that (1) Ease - monetary policy has a positive effect on corporate investment and corporate financing constraint, which could significantly relieve corporate financing constraint and encourage firm to expand investment. (2) Financing constraint of SOE is weaker than non - SOE. (3) Ease - monetary policy could improve corporate financial ecologic environment, especially for non state - owned enterprises. Our empirical results supply firm - level evidence about transmission mechanism of macro - monetary policy.

Key Words: Monetary Policy; Transmission Mechanism; Financial Ecologic Environment; Corporate Financing Constraint

JEL Classification: G32, G34

(责任编辑:孙永平、陈永清)