

货币政策与企业投融资行为： 基于最新文献的述评*

闫先东 朱迪星

〔摘要〕从微观角度分析货币政策传导机制已成为近期理论前沿的一个重要方向。本文从企业融资和投资两个方面,对货币政策影响企业财务决策的国内外前沿文献进行了评述。具体来看,货币态势的变化会显著改变企业的融资环境,资本结构选择,以及偿债方式。从效率角度看,货币宽松可能造成企业融资过度,并加剧不同类型企业之间的信贷挤出效应。投资方面,货币态势调整也会通过融资条件和外部需求两个渠道影响企业实际投资行为,且这种效应在不同特征企业上差异明显。近期,一些研究也关注到货币宽松会造成企业的资源配置方式变化、投资领域多元化以及金融化等行为,最终导致过度投资和债务高悬等问题,影响到长期经济效率。最后,本文对相关领域研究进行了展望,并结合中国经济发展实际给出了政策建议。

关键词: 货币政策 融资约束 资本结构 过度投资

JEL 分类号: E52 G31 G32

货币政策会通过货币渠道和信贷渠道影响企业投资行为以及经济增长。一方面,货币态势调整会改变银行的贷款意愿以及企业的融资环境。另一方面,它会通过影响整个社会的就业和产出增长,改变企业经营面临的市場需求和投资机会。很显然,在微观层面上货币政策的传导与微观企业的财务决策有非常密切的关系。

传统货币政策研究大多基于宏观框架,即使一些均衡模型能对微观主体的异质性和目标行为进行描述,进而分析政策传导的逻辑和效率,但由于理论模型求解的限制很难完美地与真实经济状况相匹配。近年来,不少学者都从微观角度对宏观经济波动和政策效果进行分析,货币政策如何影响企业投融资决策是其中最受关注的热点问题。这类基于政策外生框架的微观研究不仅弥补了传统宏观政策研究的局限,也丰富了公司金融的相关理论,呈现出非常积极而良性的发展态势。目前,很多研究已不仅仅用于印证宏观理论研究中的假设观点,也逐步形成了一种跨宏观和微观领域的新理论体系。

本文将从企业融资行为和投资行为两个方面评述货币政策对微观企业影响的前沿理论。值得注意的是,企业的投融资决策之间有密切关联,更强的融资能力和更低的融资成本必然推动企业投资动力和能力的上升,而投资规划的调整也会改变企业在融资规模和融资成本中的权衡。具体在文中,相关内容从不同的角度分别归入融资和投资行为整体的框架中。

* 闫先东,中国人民银行调查统计司,副司长,经济学博士;朱迪星,中国人民银行武汉分行,经济学博士。本文是国家社科基金面上项目《新常态下的货币政策转型问题研究》(15BJY157)的阶段性成果,仅代表作者个人学术观点,与所在机构无关。

一、货币政策与企业融资行为

宏观视角的经验证据大多表明,货币政策调整与总融资规模之间存在显著的正向关系(Gertler and Gilchrist,1994;Lemmon and Roberts,2010等)。基于微观角度,不少学者也注意到企业的融资选择不仅与自身财务特征和治理机制有关,同样会受金融市场供给因素的影响(Faulkender and Petersen,2006)。从研究结论看,货币政策调整对企业的融资环境、融资结构和融资效率都会产生较大的影响。

(一)货币态势与企业融资环境

央行如果通过政策工具降低短期利率,提供更充裕的流动性,商业银行等金融机构的资本约束也会更加宽松,企业则会面临更低的融资成本、更高的信贷规模以及更便利的融资条件。但从实践看,这种机制并非单调和一致的,无论是政策调整面临的经济周期,还是企业自身的财务和治理状况,都会导致货币政策对企业融资环境改善的影响存在较大的差异,甚至存在着非对称性。

1. 政策利率与企业融资行为

利率渠道论认为,货币市场利率会通过信贷市场和金融市场的实际利率,改变企业投资决策,最终改变产出。

特征差异会影响政策利率与融资行为的关系。Lemmon and Robertz(2010)指出,规模较小的企业可能面临的融资约束程度较大,且对银行体系依赖度较高,因此对于货币紧缩导致的惜贷现象更为敏感,但对金融市场债券利率不敏感。Zulkhibri(2013)指出紧缩条件下那些自由现金流充裕的企业往往可以减少对银行和金融市场的依赖,不会受到利率变化的影响。于蔚、金祥荣和钱彦敏(2012)基于中国的研究表明,紧缩条件下,融资约束较大的小微企业往往融资不足,而相对融资约束小的企业则主要面临融资成本上升的影响。

企业融资成本包括无风险资金成本、交易摩擦成本以及风险溢价等部分,即使是利率渠道传导通畅,也只是影响无风险的资金成本,而受政策影响的风险溢价变化同样也值得关注。钱雪松等(2015)指出国有企业委托贷款的利率对货币政策宽松敏感性较强,而民营企业融资成本长期处于高位,即使宽松政策也很难降低其融资成本。王雄元等(2015)指出宽松政策会弱化企业风险对债券信用价差的影响,而紧缩条件下企业融资的风险溢价会明显上升。陈冬华和梁上坤(2017)利用手工收集的上市公司业务招待费数据作为隐性资本成本代理变量,分析表明企业通过更多的业务招待费支出,获取了更多的银行贷款,且两者的关系会随着货币宽松而减弱。

2. 货币态势调整与融资约束状况

货币政策调整会通过市场流动性的变化影响企业的融资环境,改变企业面临的融资约束情况,实证研究表明不同类型企业所受到的冲击也存在差异。Haan and Sterken(2006)和Leary(2009)指出银行依赖型和规模较小的企业融资行为会受到货币政策收紧更强的负面冲击。Covas and Haan(2011)、Erel et al.(2012)以及Kahle and Stulz(2013)认为在繁荣阶段,即使是评级最低、盈利最差的企业也能通过股权或债权方式进行融资,但在萧条的经济环境中融资难度急剧上升,那些资质较好的企业融资周期性则较弱。Maggio and Kacperczyk(2016)则指出,宽松货币政策会导致货币基金有更大概率投资风险较高的资产,也会在一定程度上改变不同类型企业获得资金的难度。Giroud and Mueller(2017)基于美国微观调查数据发现,规模较大的跨区域机构能够通过资源的调配,作为缓冲机制应对一些宏观政策和环境的负面冲击。

基于中国上市公司的研究也有类似结论。闫红波和王国林(2008)指出资本密集型行业和生

产耐用消费品行业的企业在紧缩货币政策条件下融资受到冲击更大。申俊喜等(2011)认为信贷配给所带来的融资约束上升问题在不同地区存在不同的效应,并造成了区域间金融发展的进一步失衡。饶品贵和姜国华(2013)指出,在货币紧缩期非国有企业不得不利用更高成本的商业信用或民间融资缓解资金压力,国有企业这种行为则较少。郭路等(2015)利用DSGE模型的研究表明,我国货币和利率机制对民营企业的融资和成本控制影响远大于国有企业,并最终会放大经济波动。杨兴全和尹兴强(2017)指出紧缩货币政策导致民营企业的信贷资金规模显著减少,地方国有企业次之,央企则没有显著影响。

3. 货币政策与银行信贷投放行为

货币供应的宽松或收紧会通过利率或者货币供应量改变银行的资产和资本规模,并改变银行的风险态度和信贷供给水平,最终影响实际产出。从近期的研究看,金融危机后这种渠道更为显著,Helbling et al. (2011)发现金融危机期间,信贷规模与企业融资的关联度要强于危机前。Greenstone and Mas(2012)以及Chodorow and Reich(2014)等也指出,危机后的信贷规模收缩会对一些小微企业的融资环境产生更严重的负面影响。

关于货币政策影响商业银行信贷行为,并最终改变企业融资环境的理论和实证研究较为丰富。

首先,是货币政策态势对金融机构信贷意愿的影响,这类研究在危机后一些新经验证据出现后尤为集中。Peek and Rosengren(2013)指出金融危机后市场上的流动性紧张和预期未来流动性压力可能导致金融机构的信贷意愿明显减弱,此时货币政策调整很难通过信贷渠道向实体经济传导。Kapan and Minoiu(2013)基于微观角度的研究表明,只有少数资本充足、资产负债表非常健康的银行才能在危机后有效地传导货币信贷政策。Liu and Wang(2014)发现危机后,信贷供给的变化会放大融资约束企业的融资困境,同时也制约了其在刺激政策下的复苏。一些学者从非常规政策效率的角度分析了这一现象。Chodorow-Reich(2014)基于高频事件的研究发现,非常规政策实施后,逐步改善了前期简单扩张政策无法向生产企业传递的问题。Garcia-Posada and Marchetti(2016)基于欧央行非常规政策与信贷渠道的研究也得到类似结论。Foley-Fisher et al. (2016)基于窗口研究的结论表明,MEP计划公布后对长期债务依赖更强的上市企业融资约束状况明显得到缓解,股价明显上升,而且这些企业确实扩大了长期债务的融入,扩大了用工和投资规模。Salachas et al. (2017)认为非常规货币政策,例如央行直接购买资产,可以减少银行业资本对资产负债表规模扩张的限制,避免了信贷意愿不足的问题,使得银行依赖型企业明显受益。

其次,是关于信贷抵押物与企业有效需求的研究。就银行而言,除了主动的供给规模决策外,合理的甄别企业信息并通过抵押担保等方式覆盖信贷风险也是信贷管理中的核心内容。事实上,有效的信贷需求不仅来自企业对资金融入的诉求,也取决于企业自身是否具有还款能力和还款意愿,这其中较为重要的就是贷款抵押物的情况。金融加速器理论就特别关注了信贷供给与企业抵押资产价值和融资能力的关系。Campello and Hackbarth(2012)以及Campello and Giambona(2012)指出,较大规模的可抵押资产能改善企业融资过程中存在的信息不对称问题,降低违约风险,提高金融机构的信贷供给,这在紧缩环境下对于改善企业融资环境尤为关键。Hofmann and Peersman(2017)的研究表明,美国的货币政策操作方式在1980年以来已经出现了明显的变化,在实践中开始更多地关注产出而非物价因素,信贷规模成为政策传导中更重要的环节。随着抵押贷款在整个信贷规模中的比例的持续上升,货币政策对企业融资环境的影响与资产抵押性之间的关系也在强化。

最后,是关于货币政策风险承担渠道。传统的货币政策传导机制中并未将风险作为一个重要因素来考虑,这一状况在此次全球金融危机后发生了改变。Borio and Zhu(2012)提出了货币政策

传导的风险承担渠道,即货币态势的变化会改变金融中介(主要是商业银行)的风险态度,进而影响贷款意愿以及定价,最终影响整体产出。Agur and Demertzis(2012)认为银行经营失败主要由外部承担损失,非对称的效用函数使得银行至少在流动性扩张阶段,天然地存在主动承担风险的动力。Diamond and Rajan(2009)认为央行会干预救市、维护金融稳定的预期,对银行的风险暴露起到保险的效果,鼓励金融机构承担过度风险。Morris and Shin(2012)认为如果考虑风险承担渠道,货币政策带来的企业实际融资成本和规模的变化都可能被显著低估,因为这种短期利率的调整不仅改变了资金的供需,而且影响了风险溢价的水平。Adachi-Sato and Vithessonthi(2017)对美国货币态势、银行业风险情况与企业投资行为的关系进行了研究,他们认为在流动性偏紧的情况下,银行体系的风险情况也会在很大程度上约束企业的投资决策。基于两期理论模型和1991-2013年上市银行和企业财务数据的分析表明,融资约束较大的企业会更容易受到这种“货币-金融机构-企业”投资渠道的影响。

(二) 货币政策与企业融资结构

1. 货币政策与企业资本结构选择

在MM定理提出后的较长时间内,权衡理论和优序融资理论在企业资本结构研究中占据了主导地位。这些理论都包含一个较强的假设,即企业的融资行为或资本结构选择主要依赖其自身的财务状况和行业特征,而且能够自由在银行体系或金融市场进行融资。但现实宏观经济环境,尤其是货币政策态势的变化肯定会改变企业的融资成本和便利程度。Graham et al.(2016)基于美国上市公司长期资本结构的实证分析表明,相对于企业行业和财务特征而言,政府负债行为、宏观不确定性以及货币态势是对资本结构更为重要的影响因素。

货币政策对不同类型企业资本结构存在差异化的影响。Korajczyk and Levy(2003)指出,融资约束较小的公司目标杠杆呈现逆周期的变化,即宽松的货币环境会导致较低的杠杆水平,而存在融资约束的企业则会顺周期调整负债结构。Bhamra et al.(2010)从资本结构调整路径依赖角度也证明了这一观点。江龙等(2013)基于中国数据的研究也得到类似结论,即小企业的资产负债率有顺货币周期变化的倾向。但马文超和胡思玥(2012)认为融资约束较弱的企业在货币紧缩时有更强的能力来对债务结构进行调整,杠杆率与货币政策的关系并不敏感。Voutsinas and Werner(2011)基于日本市场的研究指出,信贷供给下降时,企业边际预期成本必然上升,但税盾收益则相对刚性,根据权衡理论将制约企业的债务融资规模,融资约束的程度同样对这种效应的存在性产生影响。陆正飞等(2009)等指出紧缩条件下,民营企业的信贷歧视问题会更加凸显,导致其负债增长水平明显放缓。相反,国有企业仍保持较快增长。曾海舰和苏东蔚(2010)利用信贷条件大幅变化的两个事件分析了企业资本结构变动的结构性特征。结论表明,规模小、民营和担保能力弱的公司在信贷扩张过程中存在过度贷款融资倾向,负债率快速攀升,而信贷紧缩后则明显下行。

2. 货币政策与资本结构的动态调整效率

Hackbarth et al.(2006)利用均衡模型分析表明,宽松的货币环境会提高企业资本结构的调整频率,但在一定程度上会降低单次调整的幅度。Levy and Hennesy(2007)也指出资本结构的动态调整效率本身顺货币周期的。Lemmon et al.(2008)指出,在传统的基于公司自身财务或特质因素的研究的基础上,如果增加包括货币因素在内的时变宏观周期性指标,能显著提高动态调整模型的拟合度。Cook and Tang(2010)将GDP增长率、红利收益率、期限利差以及信用利差列入模型,也得到货币政策变量与整体资本结构的调整效率的正向关系。江龙等(2013)指出资本结构调整速度具有非对称性,即与紧缩阶段相比,上市公司会在宽松的货币环境下以更快的速度调整资本结构至目标(或最优)的负债率水平。

企业特征因素会影响货币政策与资本结构调整效率的关联。从前期国外的经验数据看,具有较好的成长性(Drobotz and Wanzenried,2006)和规模较大(Banerjee et al.,2000)的企业也会有更强的资本结构调整能力,并且在宽松阶段与其他企业差距更大。Dang et al.(2014)基于美国上市公司数据的研究表明,公司资本结构调整的效率存在时变特征,在危机前公司成长性、投资机会、规模以及收益波动与资本结构调整速度正相关,但在金融危机期间,相关特征与资本结构的调整效率不敏感。

国内研究中,赵兴楣和王华(2011)指出国有企业在调整债务结构时能力较强,但很难利用经济繁荣或货币宽松的时机进行大规模的权益融资,这使得国有股比例与资本结构调整速度之间呈现倒U型的关系。盛明泉等(2012)认为预算软约束和对破产救助的预期,导致国有企业本身缺乏调整资本结构的动机,即使是在货币宽松阶段,这类企业主动调整债务规模的意愿也不足。陈冬等(2014)指出地区自有财政支出责任的压力会削弱货币政策对国企资本结构的调整。潜力和胡援成(2015)利用阈值回归模型分析发现,在宽松环境下,融资约束过高或者过低都会导致企业短期资本结构调整速度放缓。

3. 债务融资结构的调整

货币政策会影响企业的债务期限选择。Greenwood et al.(2010)指出货币宽松状态下,一旦政府持有的债券期限结构偏向短期,企业会很快通过发行更多长期债务填补相应的空缺,紧缩条件下这一机制并不显著。段云和国瑶(2012)的研究表明,信贷收缩会降低国内企业的贷款期限和规模,但政府关联企业受到的冲击相对较小。伍中信等(2013)发现,货币政策对企业不同期限债务融资的影响都很显著,其中短期负债受冲击相对更大。王义中等(2015)认为,信贷渠道的变动会改变企业对不同期限债务(贷款)的替代弹性,紧缩的信贷环境会增加企业的短期流动性需求,并在长期上改变企业的投资策略。白云霞等(2016)指出,我国金融市场结构不完备以及利率期限结构不合理等制度缺陷,加剧了货币政策波动对企业融资的期限错配的影响。钟凯等(2016)发现,在排除政府干预、大股东控制、成长性与企业信贷需求等因素影响下,货币政策越紧缩,企业信贷期限结构越短,而信息透明度能缓解这种影响。存量债务的期限结构同样影响货币紧缩对企业融资的冲击。Almeida et al.(2011)指出,危机前长期债务到期比例更高的企业受紧缩政策的负面冲击更严重。Badoer and James(2016)认为由于风险资本导致的套利成本上升,在较大规模债券还远未到日期时,Greenwood et al.(2010)提出的填补效应更为显著。此外,他们还指出长期政府债券规模的变化不仅仅影响企业的债券期限结构,也会在中期改变企业的整体融资规模。

货币政策也会影响企业债务融资方式。Kashyap et al.(1993)的研究表明,货币紧缩会使得企业提高商业票据的规模,同时减少银行贷款。Huang and Song(2006)发现中国企业信贷紧缩后首先会通过短期应付款的增加来替代贷款融资。Becker and Ivashina(2014)指出,美国上市企业在货币紧缩时更倾向于选择债券市场的融资,而放弃银行贷款。Bailey et al.(2011)发现国有企业在紧缩阶段受政策驱动贷款的占比会上升,民营企业则没有这种现象。李四海等(2015)发现在紧缩条件下,国有企业应收票据上升,民营企业应付票据上升,这种债务结构变化在长期上会导致金融效率的降低。黄兴李等(2016)指出货币紧缩时,融资约束企业会倾向于利用商业信用替代贷款。何捷等(2017)发现在货币紧缩状态下,集团企业选择集中负债模式的概率会上升,这有助于提高集团整体财务效率。近期一些学者关注了影子银行发展对货币政策和企业融资关系的影响。于泽等(2015)认为,影子银行快速发展使得缺乏投资机会的大企业在紧缩条件下仍可以获得资金,而投资机会较大的小企业仍无法获得融资。Nelson et al.(2015)指出近年来,影子银行和资产证券化活动对信贷渠道存在替代作用,最终导致货币政策调整对企业融资行为的影响减弱。

(三) 货币政策与企业融资效率

宽松政策环境能缓解企业的融资约束状况,应有助于企业长期价值的实现。但大量研究表明,外生货币冲击会导致企业过度融资,经营效率的降低和长期债务成本风险的积累对企业长期价值不利。另一方面,不同类型企业融资行为受货币冲击的影响存在差异,尤其在紧缩环境下可能出现金融市场上的挤出效应,造成融资结构的进一步失衡。

1. 货币政策调整导致的融资过度或融资不足

首先,宽松条件下企业会选择更激进的低信用融资方式。在市场整体流动性充裕的情况下,由于企业和金融机构低估了信用风险的概率,类似担保、联保等本来用于改善信息不对称、起到信用增进作用的产品和方式被滥用,其风险缓释和信息甄别功能被忽视,而更多地是利用其授信合规的功能。从结果看,在紧缩条件下相关产品的风险快速暴露,反而成为风险的传导渠道。Battiston et al. (2007)指出,当货币政策宽松、投资机会较好时,企业对未来的预期更加乐观,相互信任程度也会提高,会有更强的意愿联合形成融资担保圈提高融资能力。Gatti et al. (2009)指出货币政策宽松会放大担保圈企业的融资能力,但紧缩条件下则由于风险和经营状况的传染,整体的融资约束程度会急剧上升。Ricchetti et al. (2013)指出信贷扩张时,存在联保行为的企业相对于其他企业有更大的概率出现融资过度情况。政策转向后,企业自身与关联企业的“净值下降-融资能力下降-现金流紧张-净值进一步下降”的负反馈机制形成,放大了这种政策冲击的影响,最终导致经营绩效的大幅回落。

其次,货币政策对企业风险态度有较大影响。盛明泉等(2012)认为货币宽松可能会加剧国有企业预算软约束的程度。胡育蓉等(2014)和林朝颖等(2015)指出宽松的货币环境会提高企业风险承受能力和偏好,紧缩政策下企业会更加趋于保守。Campello et al. (2012)发现,在危机期间那些看起来融资约束程度较高(规模小、私营、信用等级低以及盈利能力弱)的企业利用信用额度的比例要高于那些融资约束较低(规模大、国有、高评级以及高增长)的企业,且这种效应在市场主导的经济体中可能更加明显。郭瑾等(2017)指出,债权人与股东(管理者)之间的委托代理问题,可能导致宽松环境下的资产替代行为,并加大财务危机的概率,进一步影响到企业风险承担水平。

最后,是一些因素可能加剧或缓解货币态势调整带来的融资过度或融资不足。Giannetti and Simonov (2009)认为受政府影响的银行信贷规模和结构配置方式可能在金融危机期间更有效率。罗时空和龚六堂(2014)指出,面临更严重金融摩擦的企业在宽松环境下过度融资、紧缩条件下融资不足的问题会更为严重。周彬蕊等(2017)指出在我国银行主导的金融体系下,宽松货币政策会显著提高企业的风险承担,而金融市场的发展会弱化这一关系。企业所有权、技术类型和外部融资依赖等因素都会对风险承担的效应产生较大影响。Diamond et al. (2017)认为,在泡沫阶段管理层会错误预计自身的增长情况导致过度融资,但目前的控制权管理方式很难抑制这种行为,而在经济衰退后这种过度融资所带来的额外成本和资源错配会成为企业经营进一步下滑的原因。

2. 融资领域的挤出效应

在货币态势偏紧时,融资约束程度较高的企业会受到更大的冲击,除企业本身财务问题外,另一个重要的原因就是金融市场上的资金供给存在“嫌贫爱富”的状况:出于风险等因素的考虑,金融机构和金融市场往往倾向于将本就比较紧张的资金投向那些融资约束并不严重的大企业、国有企业,加剧了小微民营企业的资金压力。

饶品贵和姜国华(2013)、梁琪和余峰燕(2014)指出,在经济大幅下滑、金融体系危机集中爆发阶段,即使存在对冲性的宽松政策,由于银行担忧贷款者的偿债能力,部分高风险领域的信贷配给现象会更为严重。喻坤等(2014)发现在紧缩条件下,国有和非国有企业面临相似的经营下滑和融

资困境时,国有企业会获得更多的扶持性信贷补贴,并对非国有企业的资源产生挤出。邓路等(2016)指出,国有上市公司的超额银行借款显著多于非国有上市公司,制度环境的改善能缓解这一状况,但在货币紧缩和金融危机期间,由于挤出效应的存在这种失衡问题会更趋严重。

不少研究关注了紧缩条件下政府对国有企业主动补贴与信贷支持的效率问题。刘瑞明和石磊(2010)指出,政府对于国有企业的补贴和信贷扶持,可能造成相关企业的道德风险和逆向选择,存在过度冒险动机,同时也会由于挤占民营企业资源,挤出公共服务等原因拖累民营企业的效率,形成双重的效率损失。步丹璐和郁智(2012)的研究表明,政府对于上市公司的非市场化补贴并没有带来效率的上升,反而在一定程度上造成了福利的总损失。王彦超(2014)认为,外部政策带来的信贷资源失衡,其实质是非国有企业与国有企业之间财富转移的过程,表现为非国有企业以更高成本的商业信用方式从国有企业处获得资金。从数据看,这种效应在金融抑制程度越高的地区表现越强,并随着金融改革发展而减弱。

二、货币政策与企业投资行为

从经验证据看,货币政策宽松程度与企业投资规模之间存在显著的正向关系(Duchin et al., 2010; Lemmon and Roberts, 2010)。Boivin et al. (2010)指出这种关系来自两方面。其一是供给渠道,货币政策宽松会改变融资环境和企业融资行为,企业可利用的投资资金来源发生变化,财务成本降低,实际投资能力上升。其二是需求渠道,货币政策宽松会改变整体的市场预期,扩大总需求,增加企业面对的投资机会。两者相互作用,共同推动投资规模的上升。

(一) 货币政策通过影响企业融资环境,改变企业的投资选择

MM理论认为在完美市场中企业的投资决策与融资无关,仅与投资机会有关。但现实中,由于信息不对称以及金融摩擦的普遍存在,公司的投资行为与其融资能力、资本结构之间有密切的联系(童盼和陆正飞,2005)。货币政策会通过改变企业的融资行为进而影响其投资。

1. 融资约束的变化与企业把握投资机会的能力

直观地看,融资受货币政策影响较大的企业,其把握投资能力对于货币政策的敏感性也会比较大。Duchin et al. (2010)指出货币紧缩时,在前期过于依赖银行体系的企业会放弃更多有价值的投资机会。Lemmon and Roberts(2010)指出,当市场上资金价格高企、流动性收紧时,那些低投资级别的企业投资决策将面临更大的约束。Bolton et al. (2011)的研究表明企业面临的流动性压力,或者说融资的边际成本是影响其投资行为最重要的因素。McLean et al. (2012)认为,控股股东的代理问题过大会降低公司投资规模和投资机会之间的敏感性,股权集中度高的企业在货币紧缩环境下会受到更大的限制。Moyen and Platikanov(2013)指出,企业管理层的学习过程会提升其对于自身投资机会的判断能力,降低投资决策受外部随机冲击的影响。李青原和王红建(2013)发现,拥有较多的抵押物的企业,可以更好应对紧缩货币环境对投资-投资机会敏感性的负面冲击。谢军和黄志忠(2014)指出在投资-现金流敏感性稳定的情况下,宽松的货币环境会增加企业的投资动力,区域金融市场的发展会增强这种影响关系。Hassan et al. (2017)的实证分析表明,与德国和法国相比,意大利银行贷款的行业配置效率偏低,且企业长期投资限制较多,是导致该国在紧缩环境下投资效率低迷的主要原因。

2. 货币政策与企业现金持有

货币政策变化对企业现金持有规模有显著的影响。王彦超(2009)指出,在货币政策宽松和融资约束程度较低时,企业会倾向于利用外部资金支持投资决策,减少持有现金的规模。刘媛媛

(2016)发现货币政策紧缩增加了企业被锁定的限制性现金,这一现象在非国有企业中更为明显。江静(2014)指出信贷渠道的宽松会显著降低企业的储蓄率,且在国有企业中这种现象更加显著。从长期看,金融市场的发展有利于企业更好地进行现金规模的管控,降低机会成本。王宇伟和范从来(2016)对企业货币需求函数的实证检验也得到了类似的结论。

现金持有可以作为货币政策影响投资决策的缓冲机制。Duchin et al. (2010)分析了企业现金持有与前期债务规模的关系,并将其作为金融危机期间融资约束冲击企业投资行为的缓冲机制。Hirth and Viswanatha(2011)研究表明,融资约束程度较高的企业在当期面临的现金不足或融资成本高企对投资的影响,要超过未来无法获得融资的风险。而资金富余的企业则会更加考虑经济周期和宏观政策的不确定性,短期的资金成本反而对投资影响较小。陈栋和陈运森(2012)指出具有银行股权关联的企业在面临货币政策调控时,其现金持有和调整水平更低,表明其有更强的能力“抵消”部分货币政策调整的冲击。Erel et al. (2017)基于36个国家47378次收购案例的实证分析表明,较大的现金持有量能显著提高企业收购决策的概率,而且会降低并购行为对宏观因素的敏感性。

3. 利率变化与项目投资成本

企业进行单个的投资决策和项目选择时,会对项目本身的边际融资成本非常敏感。货币政策态势的调整会通过利率渠道改变企业的投资的财务成本,进而最终对项目选择和整体的投资规模产生影响(Kashyap et al., 1993)。Graham and Harvey(2001)调查表明,利率波动会影响75%左右的企业在不同期限类别项目中的选择。彭方平和王少平(2007)以及殷波(2009)等也指出,企业投资对资金价格非常敏感。Büttner et al. (2015)指出预期的紧缩环境下,资本成本的上升会加剧投资收缩的程度。

货币政策态势变化会通过改变风险溢价和融资成本,进而推动企业投资决策的变化(Arif and Lee, 2014)。Kim and Kung(2016)指出经理人会根据市场上整体的风险溢价状况进行融资决策,以调整资本成本,最终导致企业投资行为的变化。Graham et al. (2015)指出经理人进行投资决策时会直觉地规避复杂政策环境导致的时变风险因素的影响。

不同特征企业资金成本的变动对投资决策的影响存在差异。Simmler(2012)认为资金成本的变动对那些融资约束企业的投资规模影响更大。贺妍和罗正英(2017)发现货币政策的利率传导效果对投资机会少的公司无显著影响,而对投资机会多的公司有显著影响。Vithessonthi et al. (2017)的跨国研究表明利率变化对那些融资约束严重企业的成本控制有更大影响,但与企业投资规模和投资机会之间的敏感性并不显著。

4. 货币政策调整与投资-现金流敏感性的时变性

Moyen and Platikanov(2013)指出企业的投资-现金流敏感性会随着外部融资约束的情况发生变化,而且随着货币政策的收紧这种关系会进一步加强。Lewellen and Lewellen(2016)利用多种方法的估计结果表明这种关系可能被高估,但数值上仍然显著。李青原和王红建(2013)认为,当公司面临较好的投资机会且现金流较充足时,资产可抵押性与现金流对公司投资表现为一种“替代关系”,而当公司面临较好的投资机会但现金流不足时,资产可抵押性与现金流对公司投资表现为一种“互补关系”。战明华和应诚炜(2015)指出随着利率市场化的发展,企业投资与现金流的敏感程度会逐步上升,紧缩性货币政策通过广义信贷渠道会放大这种效应。但他们同时也指出,就国有企业而言,利率市场化的发展带来的投资现金流敏感程度影响并不大。

(二) 货币政策改变市场需求和企业预期,影响企业的投资动力

1. 货币政策与企业投资机会

Schoder(2013)基于美国长期数据的研究表明,萧条阶段企业实际投资机会较少,即使银行有

信贷支持也很难进行高效率的投资。而在经济复苏阶段,融资约束的问题可能更为重要。Shu et al. (2013)指出,货币政策变动对非制造业企业投资机会的影响更大。程小可等(2017)指出货币政策的收紧会创新企业的投资机会影响较大,需要依靠政府财政的主动行为才能填补这一空缺。Benmelech et al. (2017)基于美国车辆单笔销售的微观数据表明,在危机期间,资金困境会极大改变整个汽车生产市场的需求状况,其影响甚至超过汽车生产厂商本身受到的融资约束冲击。

2. 货币政策与企业预期变化

Dasgupta and Sengupta(2007)认为预期因素可能导致融资环境改善并不会在企业短期内推动企业迅速扩大投资规模。其主要原因,一是未来缺乏投资资金来源的风险下降,二是预期进一步的利率下滑,导致未来投资项目的吸引力上升,三是随着短期的项目选择会更多,企业也更加保守。Aghion et al. (2010)认为在外部经济和货币环境趋紧的情况下,公司预期到未来的流动性压力,会倾向于减少长期资金的借入并削减长期投资。Gryglewicz(2011)认为在货币态势下行阶段,公司难以评估未来现金流的需求,必然会调整流动性资产以最小化流动性管理的预期成本。Bruneau et al. (2012)认为紧缩政策和经济风险可能提升公司财务的脆弱性和破产率,公司降低投资规模可能是更理性的选择。Gennaioli et al. (2016)调查表明,CFO对盈利增长的预期是影响投资行为最关键的因素,但从事后的实际情况和其他辅助数据看这种预期往往是有偏和非理性的,而货币态势变化是导致这种预期非理性程度的重要原因。饶贵等(2016)指出,当预期通货膨胀率较高时企业的存货投资规模会上升。

3. 政策不确定性与企业投资行为

不仅仅是货币政策方向变化会对企业经营决策产生影响,其波动幅度也对企业投资有较大影响。Fernandez-Villaverde et al. (2011)认为不确定性上升会加速微观主体储蓄资金的外流,导致市场有效需求回落,而最优投资规模也会下降。Arellano et al. (2011)指出不确定性的上升会提高投资者对风险溢价的预期,这会导致企业融资成本和财务负担的提高,从融资方面抑制企业的投资行为。Pastor and Veronesi(2012)基于信贷市场、Francis et al. (2013)和Bradley et al. (2016)基于债券市场评级数据的研究也得到类似结论。王义中和宋敏(2014)指出,当经济政策高度不确定性时,外部需求、流动性资金需求和长期资金需求对公司投资的正向促进作用会减弱,且经济处于持续繁荣阶段时,这种效应会得到强化。从结构看,国有企业、制造业企业和低现金股利公司的效应更强。李凤羽和杨墨竹(2015)认为经济政策不确定性对投资的抑制在2008年金融危机后更加明显。投资不可逆程度、学习能力、机构持股比例以及股权集中度的上升都会提高这种抑制效果。靳光辉等(2016)指出政策不确定性对企业投资的负向影响显著,融资约束预期越高以及所处市场化环境较差的企业,效应更加明显。另一方面,Segal et al. (2015)从投资增长期权角度分析了不确定性对企业投资增长的有利方面。他们认为“坏消息”的后果仅仅是研发支出和少量初期投入,损失规模较小,而“好消息”带来的市场份额提升和预期利润增长则非常可观。

政策不确定性会造成企业的保守决策。Levy and Hennessy(2007)指出宏观经济政策波动会使得企业不断调整融资策略以维持对经理人的有效激励,资本结构存在逆周期变动的因素。这一点在代理问题较小、融资约束较弱的企业上可能影响更为明显。Bachmann and Moscarini(2011)认为政策的变化不仅在融资上影响企业决策,而且从微观角度看企业的运营和投资战略也会趋于保守。Carriere-Swallow and Cespedes(2013)指出,在宏观经济存在较大不确定性时,由于企业的保守倾向,利率、工资和价格的回落对缓解经济下行起到的作用有限。Kang et al. (2014)指出,经济政策和企业层面的不确定性都会降低企业的投资效率。企业会在货币政策、监管、税收等政策调整时变得更加谨慎,这种影响会在经济衰退阶段更加显著,低效率的政策沟通

会造成经济下行的负向反馈机制。饶品贵等(2017)指出宏观不确定性的升高会导致企业投资水平的显著下降,但同时企业的投资效率反而升高,并且这种情况在受经济政策影响比较大的企业类型中体现得更为明显。

(三) 货币政策与企业投资结构变化

货币政策的调整,不仅会改变企业的投资规模大小,同时也会显著改变投资过程中的资源配置方式,甚至投资范围。

1. 货币政策与企业资源配置方式的变化

货币政策影响企业存货投资决策。Maccini et al. (2004)指出货币政策与企业存货投资之间的敏感性在高利率区间内会更高。Capkun et al. (2009)发现企业融资情况与存货投资之间存在显著的倒U型关系,过高或者过低的融资条件都会降低企业实际的存货配置规模。Benati and Lubik (2014)指出多数时候存货规模和利率之间有显著的正向关系,但在战争和经济特别衰退期间这种影响可能不显著或呈负相关,即便是扩张的货币政策也无法让企业有增加库存的动机。Maccini et al. (2015)认为从企业决策看,利率下行到存货增加有一个较长时滞,只有确认了经济周期和政策周期长期稳定才会进行决策的调整。

货币政策也会影响人力资本配置。Dierynck et al. (2012)发现在货币态势变化时,比利时公司更倾向于调整“蓝领”员工的薪酬来实现既定盈余目标。Banker et al. (2013)发现2008年金融危机后,在悲观情绪蔓延的情况下,公司成本管理存在明显的反粘性成本倾向,即大量企业在政策紧缩、业绩下滑的同时会迅速削减包括人力资本在内的各类资源投入。卢锐和陈胜蓝(2015)也指出,货币紧缩可能导致企业的黏性成本战略倾向降低,这对于非国有企业可能更为明显,相关影响不仅存在于财务成本管理方面,也反映在其劳动力成本的控制方面。Chodorow-Reich(2014)指出危机后,融资约束问题导致中小企业用工下降1/3到1/2。相对而言,在危机前合作的银行如果在危机中受冲击较大,这些企业的就业和产出会比其他企业下降得更快。Benmelech et al. (2017)基于手工收集的大萧条时期大型工业企业数据的实证分析表明,融资约束问题能够解释当时10%~33%的就业规模下滑。

2. 货币宽松与投资多元化和经济金融化

货币政策变化会对企业的风险态度产生影响,其具体表现之一,就是货币宽松会提高经济金融化程度,造成企业持有金融资产和投资性房地产比例上升,并对固定资产和主营业务方面的投入产生挤出。

货币宽松提高了企业金融资产的配置。张成思和张步昙(2016)认为,非金融企业通过金融渠道获利占比上升,是近年来宽松货币政策和刺激措施效率降低,实业投资率持续下滑的主要原因。杜勇(2016)和胡奕明等(2017)等也得到了类似的实证结果,即货币政策的宽松程度与非金融类企业金融化程度高度正相关,而且持有金融资产的比例上升对长期价值有负面影响。从企业类型看,Duchin et al. (2017)指出,非常规货币政策实施后,流动性的宽松使得美国工业企业在金融资产中有超过40%用来配置高风险债券、股票以及抵押贷款支持证券,其规模在总资产中超过6%。那些没有融资约束的大企业更倾向于进行这样的风险投资。

流动性驱动的房价上升会促使企业投资性房地产规模的扩大。罗知和张川川(2015)指出在当前金融体系下,国有企业能够以低于民营企业的资金成本获得大部分的新增贷款,但其在获得稀缺的信贷资源后投入到制造业再生产中的比例有限,反而大量投资于房地产行业。Wu et al. (2015)收集了总部位于35个主要城市的444家企业的数据,发现流动性驱动的房价上升对企业主业投资有负面影响,且在国有企业和非国有企业中同样如此。

(四) 货币政策调整与企业投资效率

1. 宽松货币政策与企业投资过度

靳庆鲁等(2012)指出,当民营企业面临较差投资机会时,宽松货币政策容易导致多余资本投向盈利能力较低甚至亏损的项目中,即过度投资,从而降低企业的整体经营效率。张超等(2015)发现,在经济增长平稳时期,货币供给与企业投资不足以及过度投资正相关,信贷供给与投资不足负相关、与过度投资正相关。只有在经济增长乏力时,宽松货币供给才能提高企业投资效率。Liu et al. (2016)指出,在经济刺激和货币宽松政策后,银行借贷行为与企业盈利状况之间的敏感性显著下降,企业的投资规模与投资机会的敏感性也显著下降,即企业存在较为严重的过度投资状况,这种效应在国有企业、特权行业以及有政治关联的非国有企业更加明显。Chen et al. (2017)指出,中国五年计划中重点鼓励行业获得了更多的 IPO 和 SEO 融资机会,银行贷款增长也高于其他行业,其投资水平更高,更高的不良贷款比重也暗示其投资效率较低。

公司治理机制对这种流动性驱动的过度投资问题有缓解作用。程新生等(2012)的实证研究指出信息披露质量和外部的市场化程度提高会提高融资效率,避免投资过度和投资不足。张亦春、李晚春和彭江(2015)指出在紧缩的货币条件下,商业信用、短期债权等债权融资的规模扩大为企业“雪中送炭”,客观上减少了因融资困境引发代理问题的可能性,且债权人治理机制能有更好的发挥。相反,宽松的货币环境下债权人对于企业的经营管理关注动力较小,不容易抑制其非效率的投资。

2. 债务高悬与投资的顺周期性

受货币政策态势变化影响,企业可能出现投资过度与投资不足,而且这种投资过度与投资不足之间也存在着明显的内在逻辑。即紧缩条件下企业的投资不足,有很大原因来自前期过度融资、投资带来的低效率和债务高悬问题。

过度融资导致的债务高悬问题会制约紧缩环境下企业的融资能力。D'Mello and Miranda (2010)指出前期较高的债务规模会由于还本付息压力,降低管理者的资金自由支配权,进而制约企业的投资决策。Campello et al. (2011)关注到投资和融资期限错配问题,他们认为利用短期资金支持长期项目投资,虽然能够缓解融资约束,但偿债压力加大,可能会大幅提升持续经营的风险。Ricetti et al. (2013)指出在宽松环境下,过度融资会造成更大概率的投资过度。而在宏观经济政策转向时,企业自身与关联企业的“净值下降-融资能力下降-现金流紧张-净值进一步下降”的负反馈机制形成,放大了这种政策冲击的影响,最终导致投资和经营绩效的大幅回落。Krishnamurthy and Muir(2016)关注了债务高悬问题在金融危机后的表现,他们认为信贷利差的扩大,或者说信贷规模过度膨胀的相关指标实际上可以用来预测后期下行阶段企业所面临的债务压力以及经济复苏的难度。

在紧缩环境下企业的投资不足或效率降低往往与前期激进的投资策略和投资结构选择有关。Chava and Purnanandam(2010)以及 Lemmon and Roberts(2010)分别研究了长期资本管理基金 LTCM 和德崇证券危机过程对企业实际投资行为的影响,其结论均表明前期过于激进的融资规模和资产配置方式,是导致风险事件暴露后企业价值和投资计划受到严重外部冲击的根本性原因。Acemoglu et al. (2017)指出宽松政策带来的投资上升,达到一定阈值时会造成风险的急剧爆发,并导致投资水平的大幅度下滑以及大面积的破产。Greenwood and Hanson(2015)指出,航运企业前期过度投资带来会在外部环境,如经济波动、货币态势变动后成为严重制约行业发展的要素,过量的船只投入供给会使得下行阶段的航运业承受极大的财务和运营负担。López-Salido et al. (2017)指出信贷市场情绪升高后两年会对经济产生明显的负向冲击,其中会伴随着信用风险的提高,以及信贷利差的扩大。国内研究方面,韩东平和张鹏(2015)指出,在政府对信贷资金配置存在干预的情

况下,宽松的货币政策可能使得企业偏好于长期项目的投资,这在国有企业中非常显著,而且,这种选择会使得后期的信贷资源或政府政策红利被刚性地绑架在相关项目中,在经济出现波动时也会进一步地制约其他民营企业的融资能力。钟凯等(2016)指出宽松环境下,我国上市公司存在“短贷长投”的激进投资策略。在信贷紧缩的环境下,这种策略表现为企业应对金融压抑的替代性机制,会提高财务困境成本,最终不利于长期绩效增长。Fu and Liu(2015)指出,货币扩张阶段企业调整投资计划和规模会更频繁,前期的杠杆水平可以在一定程度上制约这种关系。

融资方式的变化,也会影响紧缩条件下企业的投资行为。刘海明等(2016)指出在紧缩条件下,没有担保关系的企业只会受到宏观环境和政策的冲击,而担保圈企业还会受到相关企业经营下滑对融资带来的负面影响,进一步降低投资水平以应对潜在风险。刘海明和曹廷求(2016)发现货币政策的变动对进入担保圈企业的影响更大,企业在担保圈中的节点位置越重要,货币宽松或紧缩对该企业的投资影响效应越强。

三、展望与政策建议

货币政策的调整对真实经济的影响机制非常复杂,传统基于宏观视角的理论分析能在方向和逻辑上提供思路,但从近期基于微观企业角度的实证研究可以看出,企业的决策机制非常复杂,也受到较多内外部因素的影响,且行为的异质特征很难用基于代表性企业的效用函数进行描述。更为重要的是,这种异质性的结构本身可能也是时变的,且这种结构性的变化会直接增强或削弱货币政策的传导机制。客观地说,基于微观视角的宏观政策分析目前大多还是对理论的解释、补充或完善,受计量模型和样本的局限还很难自成均衡体系。但其发展速度较快,必将成为下一阶段货币政策和公司金融理论发展最重要的前沿方向之一。

前沿文献的评述也能给我们很多现实的启示。货币政策调控会对不同特征企业的投融资决策产生截然不同的冲击,并会通过间接渠道造成长期效率的变化。这些结论对我国货币政策的方向选择、工具运用和效果评估等都能有非常大的借鉴价值,基于当前我国经济社会的现实,我们有以下政策建议:

一是在未出现趋势性经济和价格波动的情况下,货币政策应尽可能保持稳健。根据相关结论,前期的一些主流观点可能低估了货币态势调整对于企业投融资规模的放大效应。货币宽松在提高需求的同时,会造成过度投资概率和杠杆水平的持续上升。而债务高悬问题也会在紧缩阶段加剧企业还本付息压力,进一步压缩其投资能力。因此,货币政策决策应以预期引导为主,提升微观企业主体稳健经营和持续经营动力,要避免流动性短期内过度投放,降低外部政策不确定性对企业投融资行为的误导。

二是正确理解资金“脱实向虚”的现象和逻辑,增强金融去杠杆的政策定力。对企业而言,由于刚性兑付和隐性担保等价格形成机制问题,一段时间以来金融市场或房地产领域投资的回报率明显高于实体投资。从流动性偏紧角度解释制造业企业的投资动力可能存在逻辑偏误,宽松政策不仅无助于企业的投资动力提升,反而会形成“流动性投放-金融资产(房地产)价格上升-金融资产(房地产)预期收益上升-流动性吸引力上升”的反馈机制,扩大金融投资和实体投资的收益差,强化资金“脱实向虚”问题。因此,应坚持金融体系去杠杆政策导向不变,提高对短期风险压力的容忍度,缩小金融与经济投资回报缺口,缓解资金“脱实向虚”趋势,在长期内提高经济增长的内生动力。

三是完善企业的公司治理机制。大量研究表明,有效的公司治理机制是缓解企业代理问题,提

高经营效率,防止非预期货币调整等外部因素干扰企业决策的有效手段。在我国,股权过于集中和董事会内部无法制衡等问题比较突出,尤其是民营企业决策方式随意性较大,投资行为会受到市场环境因素的显著影响。建议今后在制度安排上对企业治理机制,尤其是董事会和股权结构方面有更明确的要求,降低由于股东和管理层、大股东和小股东目标不一致、信息不对称所带来的经营扭曲。

参考文献

- 白云霞、邱穆青、李伟(2016):《投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较》,《中国工业经济》,第7期。
- 步丹璐、郁智(2012):《政府补助给了谁:分布特征实证分析——基于2007-2010年中国上市公司的相关数据》,《财政研究》,第8期。
- 曾海舰、苏冬蔚(2010):《信贷政策与公司资本结构》,《世界经济》,第8期。
- 陈冬、范蕊、唐建新(2014):《财政自决压力、货币政策与国企资本结构调整》,《山西财经大学学报》,第5期。
- 陈栋、陈运森(2012):《银行股权关联、货币政策变更与上市公司现金管理》,《金融研究》,第12期。
- 程小可、肖翔、郑立东(2017):《宏观经济政策影响企业创新投资吗?基于融资约束和融资来源视角的分析》,《南开管理评论》,第6期。
- 程新生、谭有超、刘建梅(2012):《非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究》,《管理世界》,第7期。
- 邓路、刘瑞琪、廖明情(2016):《宏观环境、所有制与公司超额银行借款》,《管理世界》,第9期。
- 杜勇(2016):《货币政策宽松化、非金融类企业金融化与企业绩效》,第四届宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会。
- 段云、国瑶(2012):《政治关系、货币政策与债务结构研究》,《南开管理评论》,第15期。
- 郭瑾、刘志远、彭涛(2017):《银行贷款对企业风险承担的影响:推动还是抑制?》,《会计研究》,第2期。
- 郭路、刘霞辉、孙瑾(2015):《中国货币政策和利率市场化研究——区分经济结构的均衡分析》,《经济研究》,第3期。
- 韩东平、张鹏(2015):《货币政策、融资约束与投资效率——来自中国民营上市公司的经验证据》,《南开管理评论》,第18期。
- 何捷、张会丽、陆正飞(2017):《货币政策与集团企业负债模式研究》,《管理世界》,第5期。
- 贺妍、罗正英(2017):《产权性质、投资机会与货币政策利率传导机制——来自上市公司投资行为的实证检验》,《管理评论》,第29期。
- 胡奕明、王雪婷、张瑾(2017):《金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》,第1期。
- 胡育蓉、朱恩涛、龚金泉(2014):《货币政策立场如何影响企业风险承担——传导机制与实证检验》,《经济科学》,第1期。
- 黄兴李、邓路、曲悠(2016):《货币政策、商业信用与公司投资行为》,《会计研究》,第2期。
- 江静(2014):《融资约束与中国企业储蓄率:基于微观数据的考察》,《管理世界》,第8期。
- 江龙、宋常、刘笑松(2013):《经济周期波动与上市公司资本结构调整方式研究》,《会计研究》,第7期。
- 靳光辉、刘志远、花贵如(2016):《政策不确定性、投资者情绪与企业投资——基于战略性新兴产业的实证研究》,《中央财经大学学报》,第5期。
- 靳庆鲁、孔祥、侯青川(2012):《货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值》,《经济研究》,第5期。
- 李凤羽、杨墨竹(2015):《经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》,《金融研究》,第4期。
- 李青原、王红军(2013):《货币政策、资产可抵押性、现金流与公司投资——来自中国制造业上市公司的经验证据》,《金融研究》,第6期。
- 李四海、邹萍、宋献中(2015):《货币政策、信贷资源配置与金融漏损——来自我国上市公司的经验证据》,《经济科学》,第3期。
- 梁琪、余峰燕(2014):《金融危机、国有股权与资本投资》,《经济研究》,第4期。
- 梁上坤、陈东华(2017):《银行贷款决策中的私人效用攫取——基于业务招待费的实证研究》,《金融研究》,第4期。
- 林朝颖、黄志刚、杨广青等(2015):《基于企业微观的货币政策风险承担渠道理论研究》,《国际金融研究》,第6期。
- 刘海明、王哲伟、曹廷求(2016):《担保网络传染效应的实证研究》,《管理世界》,第4期。
- 刘瑞明、石磊(2010):《国有企业的双重效率损失与经济增长》,《经济研究》,第1期。
- 刘瑞明(2011):《金融压抑、所有制歧视与增长拖累——国有企业效率损失再考察》,《经济学(季刊)》,第2期。

刘媛媛(2016):《货币紧缩、现金锁定与企业价值——来自我国上市公司1998-2013的经验证据》,第四届宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会。

卢锐、陈胜蓝(2015):《货币政策波动与公司劳动力成本黏性》,《会计研究》,第12期。

陆正飞、祝继高、樊铮(2009):《银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》,《金融研究》,第8期。

罗时空、龚六堂(2014):《企业融资行为具有经济周期性吗——来自中国上市公司的经验证据》,《南开管理评论》,第2期。

罗知、张川川(2015):《信贷扩张、房地产投资与制造业部门的资源配置效率》,《金融研究》,第7期。

马文超、胡思玥(2012):《货币政策、信贷渠道与资本结构》,《会计研究》,第11期。

彭方平、王少平(2007):《我国货币政策的微观效应——基于非线性光滑转换面板模型的实证研究》,《金融研究》,第9期。

钱雪松、杜立、马文涛(2015):《中国货币政策利率传导有效性研究:中介效应和体制内外差异》,《管理世界》,第11期。

潜力、胡援成(2015):《经济周期、融资约束与资本结构的非线性调整》,《世界经济》,第12期。

饶贵、姜国华(2013):《货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究》,《经济研究》,第1期。

饶贵、徐子慧(2017):《经济政策不确定性影响了企业高管变更吗?》,《管理世界》,第1期。

饶贵、岳衡、姜国华(2016):《通货膨胀预期与企业存货调整行为》,《经济学(季刊)》,第1期。

申俊喜、曹源芳、封思贤(2011):《货币政策的区域异质性效应——基于中国31个省域的实证分析》,《中国工业经济》,第6期。

盛明泉、张敏、马黎珺等(2012):《国有产权、预算软约束与资本结构动态调整》,《管理世界》,第3期。

童盼、陆正飞(2005):《负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据》,《经济研究》,第5期。

王雄元、张春强、何捷(2015):《宏观经济波动性与短期融资券风险溢价》,《金融研究》,第1期。

王彦超(2014):《金融抑制与商业信用二次配置功能》,《经济研究》,第6期。

王彦超(2009):《融资约束、现金持有与过度投资》,《金融研究》,第7期。

王义中、陈丽芳、宋敏(2015):《中国信贷供给周期的实际效果:基于公司层面的经验证据》,《经济研究》,第1期。

王义中、宋敏(2014):《宏观经济不确定性、资金需求与公司投资》,《经济研究》,第2期。

王宇伟、范从来(2016):《企业部门的货币持有与中国货币化率的变动——来自微观层面的经验证据》,《中国工业经济》,第7期。

伍中信、张娅、张雯(2013):《信贷政策与企业资本结构——来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》,第3期。

谢军、黄志忠(2014):《区域金融发展、内部资本市场与企业融资约束》,《会计研究》,第7期。

闫红波、王国林(2008):《我国货币政策产业效应的非对称性研究——来自制造业的实证》,《数量经济技术经济研究》,第5期。

杨兴全、尹兴强(2017):《谁受到了货币政策的有效调控?——基于上市公司投资行为的研究》,《会计研究》,第4期。

殷波(2009):《投资时机、资产价格与最优利率政策:对中国货币政策有效性的再解释》,《世界经济》,第3期。

于蔚、金祥荣、钱彦敏(2012):《宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整》,《世界经济》,第3期。

于泽、陆怡舟、王闻达(2015):《货币政策执行模式、金融错配与我国企业投资约束》,《管理世界》,第9期。

喻坤、李治国、张晓蓉,等(2014):《企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击》,《经济研究》,第5期。

战明华、应诚炜(2015):《利率市场化改革、企业产权异质与货币政策广义信贷渠道的效应》,《经济研究》,第9期。

张超、刘星、田梦可(2015):《货币政策传导渠道、宏观经济增长与企业投资效率》,《当代财经》,第8期。

张成思、张步昙(2016):《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》,第12期。

张敏、吴联生、王亚平(2010):《国有股权、公司业绩与投资行为》,《金融研究》,第12期。

张亦春、李晚春、彭江(2015):《债权治理对企业投资效率的作用研究——来自中国上市公司的经验证据》,《金融研究》,第7期。

赵兴耀、王华(2011):《政府控制、制度背景与资本结构动态调整》,《会计研究》,第3期。

钟凯、程小可、张伟华(2016):《货币政策、信息透明度与企业信贷期限结构》,《财贸经济》,第3期。

周彬蕊、刘锡良、张琳(2017):《货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担》,《世界经济》,第10期。

Acemoglu, D, A. Ozdaglar and A. Tahbaz-Salehi (2017): "Microeconomic Origins of Macroeconomic Tail Risks", *American Economic Review*, 107, 54-108.

Adachi-Sato, M. and C. Vitthessonthi (2017): "Bank Systemic Risk and Corporate Investment: Evidence from the US", *International Review of Financial Analysis*, 50, 151-163.

Aghion, P, G. Angeletos, A. Banerjee et al. (2010): "Volatility and Growth: Credit Constraints and the Composition of Investment",

Journal of Monetary Economics, 57, 246–265.

Agur, I. and M. Demertzis (2012): “Excessive Bank Risk Taking and Monetary Policy”, Working Paper, Series 1457, European Central Bank.

Almeida, H., M. Campello, B. Laranjeira and S. Weisbenner (2011): “Corporate Debt Maturity and the Real Effect of the 2007 Credit Crisis”, *Critical Finance Review*, 1, 3–58.

Arif, S. and C. Lee (2014): “Aggregate Investment and Investor Sentiment”, *Review of Financial Studies*, 27, 3241–3279.

Bachmann, R. and G. Moscarini (2011): “Business Cycles and Endogenous Uncertainty”, Meeting Papers, Society for Economic Dynamics.

Badoer, D. and C. James (2016): “The Determinants of Long-Term Corporate Debt Issuances”, *Journal of Finance*, 71, 457–492.

Bai, Y., P. Kehoe and C. Arellano (2011): “Financial Markets and Fluctuations in Uncertainty”, Meeting Papers, Society for Economic Dynamics.

Bailey, W. W. Huang and Z. Yang (2011): “Bank Loans with Chinese Characteristics: Some Evidence on Inside Debt in a State-Controlled Banking System”, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 46, 1795–1830.

Banerjee, S., A. Heshmati and C. Wihlborg (2000): “The Dynamics of Capital Structure”, EFI Working Paper Series in Economics and Finance, No. 333.

Banker, R., S. Fang and M. Mehta (2013): *Cost Behavior During the World Economic Crisis*, Social Science Electronic Publishing.

Battiston, S., D. Gatti, M. Gallegati, B. Greenwald and J. Stiglitz (2007): “Credit Chains and Bankruptcy Propagation in Production Networks”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 31, 2061–2084.

Becker, B. and V. Ivashina (2014): “Reaching for Yield in the Bond Market”, *Journal of Finance*, 70, 1863–1902.

Benati, L. and T. Lubik (2014): “The Time-Varying Beveridge Curve”, In: Schleer-van Gellecom F. (eds) *Advances in Non-linear Economic Modeling. Dynamic Modeling and Econometrics in Economics and Finance*, 17, Springer, Berlin, Heidelberg

Benmelech, E., C. Frydman and D. Papanikolaou (2017): “Financial Frictions and Employment During the Great Depression”, NBER Working Paper.

Bhamra, H., L. Kuehn and I. Strebulaev (2010): “The Aggregate Dynamics of Capital Structure and Macroeconomic Risk”, *Review of Financial Studies*, 23, 4187–4241.

Boivin, J., M. Kiley and F. Mishkin (2010): *Chapter 8—How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?*, Handbook of Monetary Economics, 3, 369–422.

Bolton, P., H. Chen and N. Wang (2011): “A Unified Theory of Tobin’s q , Corporate Investment, Financing, and Risk Unified Theory of Tobin’s Management”, *Journal of Finance*, 66, 1545–1578.

Borio, C. and H. Zhu (2012): “Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?”, *Journal of Financial Stability*, 8, 236–251.

Bradley, D., C. Pantzalis and X. Yuan (2016): “Policy Risk, Corporate Political Strategies, and the Cost of Debt”, *Journal of Corporate Finance*, 40, 254–275.

Bruneau, C., O. Bandt and W. Amri (2012): “Macroeconomic Fluctuations and Corporate Financial Fragility”, *Journal of Financial Stability*, 8, 219–235.

Büttner, T., A. Hönig, B. Kauder, M. Krause, N. Potrafke and M. Riem (2015): *Rahmenbedingungen für private Investitionen in Deutschland*, IMPULS-Stiftung.

Campello, M., E. Giambona, J. Graham and C. Harvey (2012): “Access to Liquidity and Corporate Investment in Europe during the Financial Crisis”, *Review of Finance*, 300, 539–555.

Campello, M. and D. Hackbarth (2012): “The Firm-level Credit Multiplier”, NBER Working Papers, 21, 446–472.

Capkun, V., A. Hameri and L. Weiss (2009): “Measuring the Effects of Improvements in Operations Management”, In: Reiner G. (eds) *Rapid Modelling for Increasing Competitiveness*, Springer, London.

Carrière-Swallow, Y. and L. Céspedes (2013): “The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies”, *Journal of International Economics*, 90, 316–325.

Chava, S. and A. Purnanandam (2010): “CEOs versus CFOs: Incentives and Corporate Policies”, *Journal of Financial Economics*, 97, 263–278.

Chen, D., O. Li and F. Xin (2017): “Five-year Plans, China Finance and Their Consequences”, *China Journal of Accounting Research*,

10,189–230.

Chodorow-Reich, G. (2014): “Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 155–204.

Cook, D. and T. Tang (2010): “Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed”, *Journal of Corporate Finance*, 16, 73–87.

Covas, F. and W. Haan (2011): “The Cyclical Behavior of Debt and Equity Finance”, *American Economic Review*, 101, 877–899.

Dang, V., M. Kim and Y. Shin (2014): “Asymmetric Adjustment toward Optimal Capital Structure: Evidence from a Crisis”, *International Review of Financial Analysis*, 33, 226–242.

Dasgupta, S. and K. Sengupta (2007): “Corporate Liquidity, Investment and Financial Constraints: Implications from a Multi-period Model”, *Journal of Financial Intermediation*, 16, 151–174.

Deng, Y., R. Morek, J. Wu and B. Yeung (2011): “Monetary and Fiscal Stimuli, Ownership Structure, and China’s Housing Market”, NBER Working Paper, No. w16871.

Diamond, D., Y. Hu and R. Rajan (2017): “Pledgeability, Industry Liquidity, and Financing Cycles”, NBER Working Paper, No. 23055.

Diamond, D. and R. Rajan (2009): “The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies”, *American Economic Review*, 99, 606–610.

Dierynck, B., W. Landsman and A. Renders (2012): “Do Managerial Incentives Drive Cost Behavior? Evidence about the Role of the Zero Earnings Benchmark for Labor Cost Behavior in Private Belgian Firms”, *Accounting Review*, 87, 1219–1246.

Drobetz, W., P. Pensa and G. Wanzenried (2006): “Firm Characteristics and Dynamic Capital Structure Adjustment”, Working paper, Faculty of Business and Economics, University of Basel.

Duchin, R., T. Gilbert, J. Harford and C. Hrdlicka (2017): “Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash”, *Journal of Finance*, 72, 793–852.

Duchin, R., O. Ozbas and B. Sensoy (2010): “Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 97, 418–435.

Erel, I., Y. Jang, B. Minton and M. Weisbach (2017): “Corporate Liquidity, Acquisitions, and Macroeconomic Conditions”, NBER Working Paper, No. 23493.

Erel, I., B. Julio and W. Kim, and M. Weisbach (2012): “Macroeconomic Conditions and Capital Raising”, *Review of Financial Studies*, 25, 341–376.

Faulkender, M. and M. Petersen (2006): “Does the Source of Capital Affect Capital Structure?”, *Review of Financial Studies*, 19, 45–79.

Fernández-Villaverde, J., P. Guerrón-Quintana, J. Rubio-Ramirez and M. Uribe (2011): “Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks”, *American Economic Review*, 101, 2530–2561.

Foley-Fisher, N., R. Ramcharan and E. Yu (2016): “The Impact of Unconventional Monetary Policy on Firm Financing Constraints: Evidence from the Maturity Extension Program”, *Journal of Financial Economics*, 122, 409–429.

Francis, B., I. Hasan and Y. Zhu (2013): “The Impact of Political Uncertainty on Institutional Ownership”, Bank of Finland Research Discussion Paper, No. 27/2013.

Fu, Q. and X. Liu (2015): “Monetary Policy and Dynamic Adjustment of Corporate Investment: A Policy Transmission Channel Perspective”, *China Journal of Accounting Research*, 8, 91–109.

García-Posada, M. and M. Marchetti (2016): “The Bank Lending Channel of Unconventional Monetary Policy: The Impact of the VLTROs on Credit Supply in Spain”, *Economic Modelling*, 58, 427–441.

Gatti, D., M. Gallegati, B. Greenwald, A. Russo and J. Stiglitz (2009): “Business Fluctuations and Bankruptcy Avalanches in an Evolving Network Economy”, *Journal of Economic Interaction & Coordination*, 4, 195.

Gennaioli, N., Y. Ma and A. Shleifer (2016): “Expectations and Investment”, *BIS Working Papers*, 30, 379–431.

Gertler, M. and S. Gilchrist (1994): “Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 109, 309–340.

Giannetti, M. and A. Simonov (2009): “Social Interactions and Entrepreneurial Activity”, *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, 665–709.

Giroud, X. and H. Mueller (2017): *Firms’ Internal Networks and Local Economic Shocks*, NBER Working Paper, No. 23176.

- Graham, J., C. Harvey and M. Puri (2015): "Capital Allocation and Delegation of Decision-making Authority within Firms", *Journal of Financial Economics*, 115, 449–470.
- Graham, J., M. Leary and M. Roberts (2016): "The Leveraging of Corporate America: A Long-Run Perspective on Changes in Capital Structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, 28, 29–37.
- Graham, J. and C. Harvey (2001): "Expectations of Equity Risk Premia, Volatility and Asymmetry from a Corporate Finance Perspective", NBER Working Paper, No. 8678.
- Greenstone, M., A. Mas and H. Nguyen (2012): "Do Credit Markets Affect the Real Economy? Quasi-experimental Evidence from the Great Recession and Normal Economic Times", NBER Working Paper, No. 20704.
- Greenwood, R., S. Hanson and D. Vayanos (2015): "Forward Guidance in the Yield Curve: Short Rates Versus Bond Supply", NBER Working Paper, No. 21750.
- Greenwood, R., S. Hanson and J. Stein (2010): "A Gap-Filling Theory of Corporate Debt Maturity Choice", *Journal of Finance*, 65, 993–1028.
- Gryglewicz, S. (2011): "A Theory of Corporate Financial Decisions with Liquidity and Solvency Concerns", *Journal of Financial Economics*, 99, 365–84.
- Hackbarth, D., J. Miao and E. Morellec (2006): "Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions", *Journal of Financial Economics*, 82, 519–550.
- Hassan, F., F. Mauro and G. Ottaviano (2017): "Banks Credit and Productivity Growth", ECB Working Paper, No. 2008.
- Helbling, T., R. Huidrom, M. Kose and C. Otrok (2011): "Do Credit Shocks Matter? A Global Perspective", *European Economic Review*, 55, 340–353.
- Hirth, S. and M. Viswanatha (2011): "Financing Constraints, Cash-flow Risk, and Corporate Investment", *Journal of Corporate Finance*, 17, 1496–1509.
- Hofmann, B. and G. Peersman (2017): "Monetary Policy Transmission and Trade-Offs in the United States: Old and New", BIS Working Papers, No. 649.
- Huang, S. and F. Song (2006): "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review*, 17, 14–36.
- Kahle, K. and M. Stulz (2013): "Access to Capital, Investment, and the Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 110, 280–299.
- Kang, W., K. Lee and R. Ratti (2014): "Economic Policy Uncertainty and Firm-level Investment", *Journal of Macroeconomics*, 39, 42–53.
- Kapan, T. and C. Minoiu (2013): "Balance Sheet Strength and Bank Lending During the Global Financial Crisis", IMF Working Papers, No. 13/102.
- Kashyap, A. and D. Wilcox (1993): "Production and Inventory Control at the General Motors Corporation During the 1920's and 1930's", *American Economic Review*, 83, 383–401.
- Kim, H. and H. Kung (2016): "The Asset Redeployability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment", *Review of Financial Studies*, 30, 245–280.
- Korajczyk, R. and A. Levy (2003): "Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints", *Journal of Financial Economics*, 68, 75–109.
- Krishnamurthy, A., T. Muir and S. Yale (2016): "Credit Spreads and the Severity of Financial Crises", Working Paper, Stanford University.
- Leary, M. (2009): "Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 64, 1143–1185.
- Lemmon, M., M. Roberts and J. Zender (2008): "Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 63, 1575–1608.
- Lemmon, M. and M. Roberts (2010): "The Response of Corporate Financing and Investment to Changes in the Supply of Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 555–587.
- Haan, L. and E. Sterken (2006): "The Impact of Monetary Policy on the Financing Behaviour of Firms in the Euro Area and the UK", *European Journal of Finance*, 12, 401–420.
- Levy, A. and C. Hennessy (2007): "Why Does Capital Structure Choice Vary with Macroeconomic Conditions?", *Journal of Monetary Economics*, 54, 1545–1564.

- Lewellen, J. and K. Lewellen (2016): "Investment and Cash Flow: New Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51, 1135–1164.
- Liu, Z. and P. Wang (2014): "Credit Constraints and Self-fulfilling Business Cycle", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6, 32–69.
- López-Salido, D., J. Stein and E. Zakrajšek (2015): "Credit-market Sentiment and the Business Cycle", *Quarterly Journal of Economics*, 132, 1373–1426.
- Maccini, L., B. Moore and H. Schaller (2004): "The Interest Rate, Learning, and Inventory Investment", *American Economic Review*, 94, 1303–1327.
- Maggio, M. and M. Kacperczyk (2016): "The Unintended Consequences of the Zero Lower Bound Policy", *Journal of Financial Economics*, 123, 59–80.
- McLean, R., T. Zhang and M. Zhao (2012): "Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth", *Journal of Finance*, 67, 313–350.
- Morris, S. and H. Shin (2012): "Contagious Adverse Selection", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4, 1–21.
- Moyen, N. and S. Platikanov (2013): "Corporate Investments and Learning", *Review of Finance*, 17, 1437–1488.
- Nelson, B., G. Pinter and K. Theodoridis (2015): "Do Contractionary Monetary Policy Shocks Expand Shadow Banking?", Bank of England Working Paper, No 521.
- Pastor, L. and P. Veronesi (2012): "Uncertainty about Government Policy and Stock Prices", *Journal of Finance*, 67, 1219–1264.
- Peek, J. and E. Rosengren (2013): "The Role of Banks in the Transmission of Monetary Policy", Public Policy Discussion Paper 13–5, Federal Reserve Bank of Boston.
- D'Mello, R. and M. Miranda (2010): "Long-term Debt and Overinvestment Agency Problem", *Journal of Banking & Finance*, 34, 324–335.
- Riccetti, L., A. Russo and M. Gallegati (2013): "Financial Regulation in an Agent-Based Macroeconomic Model", MPRA Paper 51013, University Library of Munich, Germany.
- Salachas, E., N. Laopodis and G. Kouretas (2017): "The Bank-lending Channel and Monetary Policy during Pre- and Post-2007 Crisis", *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 47, 176–187.
- Schoder, C. (2013): "Credit vs. Demand Constraints: The Determinants of US Firm-level Investment over the Business Cycles from 1977 to 2011", *The North American Journal of Economics and Finance*, 26, 1–27.
- Segal, G., I. Shaliastovich and A. Yaron et al. (2015): "Good and Bad Uncertainty: Macroeconomic and Financial Market Implications", *Journal of Financial Economics*, 117, 369–397.
- Shu, Y., D. Broadstock and B. Xu (2013): "The Heterogeneous Impact of Macroeconomic Information on Firms' Earnings Forecasts", *British Accounting Review*, 45, 311–325.
- Simmler, M. (2012): "How do Taxes Affect Investment When Firms Face Financial Constraints?", Discussion Papers of DIW Berlin, No. 1181.
- Voutsinas, K. and R. Werner (2011): "Credit Supply and Corporate Capital Structure: Evidence from Japan", *International Review of Financial Analysis*, 20, 320–334.
- Wu, J., J. Gyourko and Y. Deng (2015): "Real Estate Collateral Value and Investment: The Case of China", *Journal of Urban Economics*, 86, 43–53.
- Zulhibri, M. (2013): "Corporate Investment Behaviour and Monetary Policy: Evidence from Firm-level Data for Malaysia", *Global Economic Review*, 42, 269–290.

(责任编辑:罗滢)