

货币政策、政治关联与企业投资

郭丽婷 张瑾瑜¹

【摘要】 基于 2007—2019 年沪深两市 A 股上市公司样本，从规模和效率两个维度探索企业投资行为，实证分析了货币政策、政治关联与企业投资规模及效率之间的关系。研究表明：在企业投资规模上相较于宽松货币政策，紧缩货币政策会减少企业的投资规模，而政治关联会对这一关系产生负向影响；当考虑企业投资效率时，紧缩货币政策会抑制企业过度投资，同时也会导致企业的投资不足，而政治关联的存在可以有效削弱二者之间这种负向效应，进而缓解紧缩货币政策对投资不足的正向作用。因此，政治关联的构建并没有提高企业投资效率，长期甚至会阻碍国家宏观调控政策的实施。

【关键词】 货币政策 政治关联 过度投资 投资效率

【中图分类号】 F822.0; F275 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-169X (2021) 04-0023-08

一、引言

货币政策作为国家宏观调控的重要手段之一，在很大程度上影响着微观企业的发展。货币供给量的增加或减少会直接影响到企业的经济活动，而货币供给量的变动往往是货币政策调整的体现。一般来讲，当企业面临一定的投资机会时，会考虑投资项目净现值是正值还是负值，如净现值为正时，企业会选择进行该项目投资；如净现值为负时，企业会选择放弃该项目投资。但在实际的经营过程中，企业的投资活动在很大程度上受到企业资金供给情况的影响。即便企业面对非常好的投资机会，在企业资金供给不足时，此项目依然无法顺利实施。因此，企业投资决策会受外部融资环境的影响。货币政策调控会对企业的投资决策产生来自外部的约束作用，因为货币政策调控能够直接影响企业的外部融资环境。

对沪深 A 股上市公司的实证研究发现，宽松的货币政策会对企业的研发投资产生显著的积极影响，并且这种影响可以通过投资机会与资金供给实现传递（谢乔昕，2017）。然而，任何问题的研究都离不开所处的社会制度背景，就中国而言，“关系”是非常基本且非常重要的社会特征之一。“关系”贯穿于整个社会结构之中，是中国社会结构的最基本性质，是研究过程中不可忽视的基本“背景”和“底色”。由于存在“关系红利”，在再分配经济体制中，人们会更多地追逐这种红利，因此关系也成为每一个“经济人”追逐自身利益的一种非常重要的行动策略。

在现代社会中，企业作为微观市场主体，如同个人一样，也存在于各种各样的关系中。假如一个企业拥有某种“关系”，就意味着它可以以相对较低的交易成本获取某种社会资源，因此企业构建有利于自身发展的社会关系网络是非常重要的。在我国，很多企业将构建良好的政企关系作为重要的战略。不少学者研究了政治关联对企业投资的影响。Chen et al. (2017) 研究发现，有政治关联的企业不太容易产生过度投资，该类企业在投资支出与投资机会上的敏感性较高。也有学者得出了相反的结论，杜兴强等（2011）的研究表明，上市公司过度投资的概率与政治关联间存在着显著的正相关关系，有政治关联的企业更容易出现过度投资。政治关联作为转型经济体制下正式制度不完善的补充机制，会对企业投资行为产生重要影响。因此，本文将政治关联、货币政策与企业投资纳入到同一分析框架，从规模和效率两个维度表征投资行为，分别探析货币政策、政治关联与

¹**作者简介：**郭丽婷（1985-），河南许昌人，郑州航空工业管理学院商学院，讲师，经济学博士，研究方向为微观金融；张瑾瑜（1996-），河南三门峡人，郑州航空工业管理学院商学院，硕士研究生，研究方向为微观金融。

基金项目：国家社科基金项目“货币政策传导效应中的社会资本作用机理研究”（14BGL037）；河南省哲学社会科学规划项目“金融错配、社会资本与企业技术创新研究”（2018CJJ094）；河南省软科学研究计划项目“财税政策对企业技术创新的激励效应研究——以河南省为例”（192400410336）

企业投资规模及效率的关系，为厘清货币政策影响企业投资行为及资本配置提供实证支撑。

二、研究假设的提出

（一）货币政策与企业投资

货币政策通过作用于企业外部融资环境、企业内部融资约束状况、投资项目成本等，从而影响企业投资行为。

第一，货币政策与外部融资环境。货币政策的变化会导致企业融资受到较大影响，其投资能力对货币政策的敏感度也会相应增加。Lemmon et al. (2008) 认为，低投资等级的企业在市场资金成本高、流动性弱的条件下会面临较大的融资约束。McLean et al. (2012) 指出较多的控股股东代理会减弱投资机会的敏感度，降低企业投资规模，在货币政策紧缩时期股权高度集中的企业会受更大限制。Moyen & Platikanov (2013) 的研究显示企业管理层可以通过学习提高自身投资机会判断能力，进而使得外部冲击影响降低。

第二，货币政策与企业内部融资约束。Hirth & Viswanatha (2011) 指出，融资约束高的企业因现金不足、融资成本高带来的风险要高于无法获得融资的风险。从长期看，企业对现金规模的管控将得益于金融市场的发展，从而降低企业投资的机会成本，持有一定的现金可以缓冲货币政策对企业投资行为的影响（江静，2014；王宇伟和范从来，2016）。战明华和应诚炜（2015）认为，伴随着利率市场化，企业投资与现金流的敏感性会逐渐增加，而通过广义的信贷渠道货币政策收缩会放大这种关系，但这种影响在国有企业并不显著。

第三，货币政策与投资成本。货币政策的调整主要依靠利率来影响企业的投资成本，进而影响投资项目的选择与整体规模。货币政策调控通过改变融资成本与风险溢价，推动企业投资决策变化。Graham et al. (2015) 发现决策者在投资时会自觉规避政策环境产生的风险影响。有学者指出，管理层通过对市场整体的风险溢价进行判断分析，调整资本成本结构，改变企业投资决策，但企业资金成本的变化对投资决策的影响并不完全相同（Kim & Kung, 2016）。

货币政策传导理论指出，货币政策可能借助货币渠道、信贷渠道等方式影响企业投融资决策行为，通过影响微观经济主体的经济活动进而影响到宏观经济的运行。高洁超和袁唯觉（2018）研究分析出紧缩的货币政策会直接引发银行信贷收缩。从投资机会层面看，紧缩的货币政策必然导致实际利率的上升，整个资本市场呈现出资金紧张的状态，此时对于企业而言，投资机会成本增加，最终会影响到投资项目评估结果。

从投资结构看，当货币政策紧缩时，企业投资会降低。从资金供给层面看，货币政策地紧缩会在很大程度上降低市场流动性，压缩资金供给的规模，显著提升企业进行投资的资金成本与融资难度，造成投资项目的瓶颈约束。同时，紧缩的货币政策会对非货币性价格产生负面影响，从而削弱企业的抵押担保能力，抑制外部融资环境。

从国家宏观调控角度看，中国人民银行利用宏观手段紧缩银行信贷，减缓了投资的增长规模与速度，这种紧缩型货币政策可以抑制企业经济活动的过快发展，维护市场的正常秩序，从而降低资产泡沫风险的产生。当信贷渠道收紧时，企业获取贷款更难，其负债增量会减少，而已形成的负债对于企业的投资过热行为会产生一定的抑制。

同时，紧缩货币政策会从资产价格和银行信贷层面增加企业的融资成本，进而减少企业的投资资金，避免企业的资金占有量过多。根据资本逐利规律，当企业的资金占有量增大时，意味着企业拥有更多的投资资金，其过度投资的行为会变得严重。因此，当货币政策紧缩时，企业的负债成本增加，过度投资行为会得到一定的抑制，提出假设 1 和假设 2。

H1：相对于宽松的货币政策，紧缩的货币政策会减少企业的投资规模。

H2：相对于宽松的货币政策，紧缩的货币政策会抑制企业的过度投资。

（二）货币政策、政治关联与企业投资

不少研究发现货币政策尤其是紧缩的货币政策会影响企业的投资机会进而影响企业的投资行为。钟凯等（2017）研究发现紧缩的货币政策会在很大程度上影响企业的创新投资，这一缺口只有通过政府财政才能得以解决。Benmelech et al. (2017) 根据美国车辆销售数据研究发现，当出现危机时，资金困境会使得整个汽车行业的市场需求发生改变，这种影响极可能超出生产厂商本身遭受的融资约束风险。

同时，货币政策还会在很大程度上影响企业的预期，进而影响到企业的投资行为。Bruneau et al. (2012) 发现经济风险与紧缩货币政策会使公司的破产率提高，对于企业来说，降低投资规模是更合理的选择。Gennaioli et al. (2016) 表明，经理人对盈利变化的未来判断是企业投资决策的关键影响因素，但从实际情况与其他相关数据分析看，这种判断也是存在偏见或非理性的，而货币政策的改变是影响这种非理性的主要原因。

政治关联作为一种非正式的制度背景，在货币政策对企业投资之间存在调节作用。有研究表明，政治关联对企业投资有着正向的促进作用，相对于无政治关联的企业而言，有政治关联的企业往往具有更高的投资水平（杨东进和邓吉，2013），更容易存在过度投资的情况（谢乔昕，2016）。

对于资本市场而言，政府和金融机构是资金的供给方，而企业属于资金的需求方，在不完备的资本市场内，供给和需求的双方会存在信息不对称，企业的政治关联在很大程度上可以看作是良好的社会信誉与发展前景的重要信号，在资本市场发挥了信号传递作用，帮助企业获得投资项目所需的资金。因此，在紧缩的货币政策时期，政治关联会促进投资规模的增加，在货币政策调控程度相同时，存在政治关联的企业将获得更多的融资资金，使得企业的投资机会增加。

同时，在紧缩的货币政策下，贷款利率较高，货币的整体供给规模呈现出缩减的趋势，企业能获得贷款总额呈现出下降趋势，企业的过度投资行为会得到抑制。但是，如果企业存在政治关联，则能通过该“红利”来获得贷款。相对于无政治关联的企业而言，有政治关联的企业仍然可以在信贷市场上获得项目投资所需资金，此时政治关联会在很大程度上削弱货币政策对过度投资的负向作用。基于以上分析，提出本文的假设3和假设4。

H3：政治关联在货币政策紧缩期促进企业投资规模增加。

H4：政治关联会削弱紧缩货币政策对过度投资的负向作用。

三、研究设计

（一）研究样本与数据来源

本研究以2007—2019年沪深两市所有A股上市公司为初始样本，并做了如下处理：剔除金融类上市公司；剔除样本期内ST公司；剔除IPO当年的上市公司；剔除至2019年上市年数不足3年的公司；剔除财务数据缺失或存在异常值的公司，最终得到21436个样本观测值。并对连续变量进行了winsorize缩尾处理。通过从CSMAR数据库及Wind数据库中获得高管的相关政治背景信息，作为政治关联变量的基础数据来进行整理。所采用的软件为Stata13.0。

（二）主要变量选取及计量

1. 被解释变量

企业投资：通过投资规模和投资效率两个维度展开，对企业投资规模（INV）的衡量，主要借鉴花贵如等（2014）的方法，使用现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金”以期初总资产来标准化。对企业投资效率（EFFI）的衡量，借鉴 Richardson(2006)的方法进行度量。公司总投资可分为维持性投资和新增投资两部分，其中维持性投资主要为折旧和摊销，新增投资可以用模型（1）来表示：

$$\begin{aligned} Investment_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 Growth_{i,t-1} + \delta_2 Lev_{i,t-1} \\ & + \delta_3 Age_{i,t-1} + \delta_4 Cash_{i,t-1} \\ & + \delta_5 Ret_{i,t-1} + \delta_6 Size_{i,t-1} + \delta_7 I_{i,t-1} \\ & + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

首先，对模型（1）进行回归，得到系数的估计值，再将回归系数带入模型（1）中，可得到每个样本公司样本点的残差值，将该残差定义为非正常投资。通过残差的正负来判断企业是存在投资不足还是过度投资。若残差小于0，则认为公司存在投资不足，若残差大于0，则认为公司存在投资过度，投资不足用残差的绝对值表示。然后，将全样本分为投资不足和投资过度，检验货币政策对企业投资的影响，并验证在不同货币政策下，政治关联对不同投资状况公司的作用是否存在差异。

2. 解释变量

货币政策（MP）：选择货币供应量衡量货币政策宽松度，并使用每年度 M2 增长率减去 GDP 增长率以及 CPI 增长率的结果作为衡量当年货币政策的代理指标。以中位数为标准，将大于中位数的年度定义为货币政策宽松年度，即 2009、2010、2012、2015, MP=0；小于中位数的年度定义为货币政策紧缩年度，2007、2008、2011、2013、2014、2016、2017、2018、2019, MP=1。该年度分类结果与其他相关研究基本相同，具有较高的可靠性。

政治关联（FC）：本文将政治关联界定为，公司董监高曾任职于以下机构：中央委员会、全国人民代表大会、中国人民政治协商会议、全党代表大会、各级地方人民政府以及其他机构部门（包括中央直属机构、国务院机构以及地方机构）。若公司董监高有以上机构的任职经历则取值为1，认为企业存在政治关联。若公司董监高无以上机构的任职经历则取值为0，认为企业不存在政治关联。

3. 控制变量

借鉴已有的实证研究成果，选取投资机会（TobinQ）、经营现金净流量（OCF）、产权性质（Soe）、财务杠杆（Lev）、企业规模（Size）、总资产净利率（Roa）、成长性（Growth）、现金持有（Cash）、个股回报率（Ret）作为控制变量。此外，控制了行业效应（Ind）和年度效应（Year）。

（三）模型设计

为验证假设1至4，借鉴已有研究成果，构建如下模型：

$$INV = \alpha_0 + \alpha_1 MP + \sum Control + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$EFFI/OI/UI = \gamma_0 + \gamma_1 MP + \sum Control + \varepsilon_4 \quad (3)$$

$$INV = \beta_0 + \beta_1 MP + \beta_2 PC \times MP + \beta_3 PC + \sum Control + \varepsilon_3 \quad (4)$$

$$EFFI/OI/UI = \theta_0 + \theta_1 MP + \theta_2 PC \times MP + \theta_3 PC + \sum Control + \varepsilon_5 \quad (5)$$

其中，模型（2）是为了检验假设 1，若 α_1 显著为正，则表明相对于宽松货币政策，紧缩货币政策减少了企业的投资规模。模型（3）是为了检验假设 2，若在投资过度样本中， γ_1 显著为负，则表明紧缩货币政策抑制企业过度投资；若在投资不足样本中， γ_1 显著为正，则表明紧缩货币政策加剧了企业的投资不足。模型（4）是为了检验假设 3，在模型（4）中，若 β_2 显著为正，则表明政治关联缓解了紧缩货币政策对企业投资规模的抑制作用。模型（5）是为了检验假设 4，若在过度投资样本中， θ_2 显著为正，则表明政治关联削弱了紧缩货币政策对企业过度投资的负向作用。若在投资不足样本中， θ_2 显著为负，则表明政治关联缓解了紧缩货币政策对企业投资不足的正向作用。

四、实证结果及分析

（一）回归分析

为了检验假设 1，利用模型（2）进行多元回归分析。从列（1）的面板回归结果可以看出，货币政策对企业投资规模的影响存在显著的负值。从列（2）所示的普通最小二乘法回归的结果可以看出，货币政策对企业投资规模的影响存在显著的负值。说明越紧缩的货币政策越会抑制企业的投资规模，假设 1 成立。

为了检验假设 2，利用模型（3）进行多元回归分析。列（1）（2）（3）分别表示全样本企业、投资不足样本企业及过度投资样本企业的面板回归结果。从列（1）可以看出，紧缩的货币政策可以提高企业的投资效率，两者之间存在显著的正向影响。从列（2）中可以看出，紧缩的货币政策会加剧企业的投资不足，两者在 1% 的显著性水平下呈现出高度的正相关。从列（3）中可以看出，紧缩的货币政策会抑制企业的过度投资，两者在 1% 的显著性水平下呈现出高度的负相关。这说明，紧缩的货币政策会抑制企业的过度投资，验证了假设 2。

为了检验假设 3，利用模型（4）进行多元回归分析。列（1）和列（2）分别表示面板回归和普通最小二乘法回归的结果。列（1）可以看出，紧缩的货币政策对企业投资规模的影响存在显著的负值，说明紧缩的货币政策会抑制企业投资规模。政治关联对企业投资规模的影响存在显著的正值，说明企业构建政治关联会增加其投资规模。

政治关联与货币政策的交乘项在 5% 的显著性水平下呈现出高度的正相关，这说明政治关联可以在货币政策紧缩期间内促进企业投资规模的增加。列（2）结果显示，紧缩的货币政策与企业投资规模在 10% 的显著性水平下呈现出负相关，说明紧缩的货币政策会抑制企业投资规模。政治关联对企业投资规模的影响存在显著的正值，说明企业构建政治关联会增加其投资规模。政治关联与货币政策的交乘项在 5% 的显著性水平下呈现出高度的正相关，这说明政治关联可以在货币政策紧缩期间内促进企业投资规模的增加。验证了假设 3 的成立。

为了检验假设 4，利用模型（5）进行多元回归分析。列（1）（2）（3）分别表示全样本、投资不足和过度投资企业。与结果类

似，该部分检验很好地验证了假设 4 的成立。

（二）稳健性检验¹

为了验证结果的可靠性，进行如下稳健性检验。首先对假设 1 进行稳健性检验。定义连续变量 MP 来替代前文检验中的货币政策， $MP = -(M2 \text{ 增长率} - GDP \text{ 增长率} - CPI \text{ 增长率})$ ，该值越大，说明货币政策越紧缩。同时，用“（购建固定资产、无形资产和其他资产的现金支出增加额）/总资产”作为企业投资规模的替代变量。

为了对假设 2 进行稳健性检验。分别对全样本、投资不足、过度投资的企业依次利用普通最小二乘法进行实证检验。为了再次检验假设 3，用连续变量 MP 来替代前文检验中的货币政策， $MP = -(M2 \text{ 增长率} - GDP \text{ 增长率} - CPI \text{ 增长率})$ ，该值越大，说明货币政策越紧缩。同时，用“（购建固定资产、无形资产和其他资产的现金支出增加额）/总资产”替代企业投资规模。为了再次检验假设 4，分别对全样本、投资不足和过度投资企业进行普通最小二乘法回归。检验结果基本与前文保持一致，说明本文研究稳健可靠。

五、结论与启示

以 2007—2019 年 A 股上市公司为样本，实证检验了货币政策、政治关联与企业投资三者之间的关系。研究发现，相对于宽松的货币政策，紧缩的货币政策会减少企业的投资规模，但政治关联的存在会削弱这一负向效应。考虑企业投资效率时，发现相对于宽松的货币政策，紧缩货币政策会抑制企业过度投资，但也激发了企业的投资不足，政治关联的存在则可有效削弱紧缩货币政策对过度投资的负向作用，缓解紧缩货币政策对投资不足的正向作用。该研究结论表明，政治关联在货币政策与企业投资之间存在显著的调节效应，且无论是就企业投资规模，还是投资效率而言，该种调节效应在紧缩的货币政策期间更加显著。

基于以上结论，本文认为应从以下几个方面来提高实体经济的投资效率：第一，实施差异化的货币政策。货币政策在制定的过程中应充分考虑行业差异、地域差异以及企业差异，尽可能制定出差异化的货币政策，增强货币政策的调控效率。第二，加快推进我国金融资源的市场化配置。

减少政府在经济运行中的过度干预，进一步打破金融资源配置的体制性主从次序，让金融资源充分按照市场机制去配置，建立多层次的资本市场，致力于满足不同规模企业的融资需求，打破我国民营中小企业融资的瓶颈约束。第三，营造公平竞争的投资环境。消除金融机构的“规模歧视”和“所有制歧视”，为民营企业 and 国有企业提供公平的竞争环境，提高实体经济的投资质量，减少企业投资的效率损失，从制度层面减少企业过度投资或投资不足。

参考文献：

- [1]杜兴强，曾泉，杜颖洁. 政治联系、过度投资与公司价值基于国有上市公司的经验证据[J]. 金融研究，2011, (8):93-109.
- [2]高洁超，袁唯觉. 资本监管、货币政策与银行信贷波动——基于中国 16 家上市银行面板数据的分析[J]. 金融与经济，2018, (3):38-43.
- [3]花贵如，郑凯，刘志远. 政府控制、投资者情绪与公司资本投资[J]. 管理评论，2014, (3):53-60.
- [4]江静. 融资约束与中国企业储蓄率：基于微观数据的考察[J]. 管理世界，2014, (8):18-29.
- [5]王宇伟，范从来. 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[J]. 中国工业经济，

2016, (7):5-22.

[6]谢乔昕. 政治关联与企业投资效率——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. 技术与创新管理, 2016, (2):193-197.

[7]谢乔昕. 货币政策冲击对企业 R&D 投入的影响研究[J]. 科学学研究, 2017, (1):93-100.

[8]杨东进, 邓吉. 房地产业的政治关联、多元化与企业绩效关系研究——基于上市公司的实证分析[J]. 软科学, 2013, (11):17-21+26.

[9]战明华, 应诚炜. 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[J]. 经济研究, 2015, (9):114-126.

[10]钟凯, 程小可, 王化成. 货币政策不确定性损害了资金配置效率吗? ——来自企业资本结构视角的经验证据[J]. 中国会计评论, 2017, (3):307-334.

[11]Benmelech E., C. Frydman, D. Papanikolaou. Financial Frictions and Employment During the Great Depression[R], NBER Working Paper, 2017.

[12]Bruneau C., O. Bandt, W. Amri. Macroeconomic Fluctuations and Corporate Financial Fragility[J]. Journal of Financial Stability, 2012, 8(4):219-235.

[13]Chen D., O. Li, F. Xin. Five-year Plans, China Finance and Their Consequences[J]. China Journal of Accounting Research, 2017, 10, (3):189-230.

[14]Graham J., C. Harvey, M. Puri. Apital Alocation and Delegation of Decision-making Authority within Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 115(8), 449-470.

[15]Gennaioli N., Y. Ma, A. Shleifer, Expectations and Investment[R]. BIS Working Papers, 2016.

[16]Hirth, S., M. Viswanatha. Financing Constraints, Cashflow Risk, and Corporate Investment[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(5):1496-1509.

[17]Kim H., H. Kung. The Asset Redeployability Channel:How Uncertainty Affects Corporate Investment[J]. Review of Financial Studies, 2016, 30(1):245-280.

[18]Lemmon M., M. Roberts, J. Zender. Back to the Beginning:Persistence and the Cross Section of Corporate Capital Structure[J]. Journal of Finance, 2008, 63(4):1575-1608.

[19]Mclean R., T. Zhang, M. Zhao. Why Does the Law Matter?Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth[J]. Journal of Finance, 2012, 67(1):313-350.

[20]Moyen, N., S. Platikanov. Corporate Investments and Learning[J]. Review of Finance, 2013, 17(6):1437-1488.

[21]Richardson S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2):159-189.

注释:

1 限于篇幅，结果留存备索。