

支持还是干预？——“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响^{*}

黄海杰、吕长江
复旦大学管理学院

摘要：本文研究我国政府出台的经济刺激政策对企业投资效率的影响。本文以 2004-2013 年中国上市公司为样本、以“四万亿投资”政策为契机，探讨了我国政府为应对金融危机、保持 GDP 增速而出台的经济刺激计划对企业投资效率的影响、影响路径及其后续经济后果。本文发现，政府出台“四万亿投资”政策的导致企业投资效率下降，并且这种下降效应在刺激政策实施期间政府补贴和银行贷款增加的企业都更为明显，而信息披露质量较好的企业在一定程度上能缓和“四万亿投资”政策带来的投资效率损失。进一步分析表明，四万亿期间的投资对企业后续几年的股票回报有显著的负向作用。本文提供了我国政府出台刺激政策经济后果的证据，对于理解我国政府在市场经济中扮演的角色有一定的助益。

关键词：四万亿，经济刺激政策，投资效率，信息披露质量

Support or Intervention? The Influence of the Economic Stimulus Package of China on Firm Investment Efficiency

Abstract: We study the influence of the government economic stimulus policy on firm investment efficiency. Based on a sample of Chinese listed firms between 2004 and 2013, we study the impact of Economic Stimulus Package policy on firm investment efficiency and its economic consequences. We find that the Economic Stimulus Package policy reduced firms' investment efficiency, and this effect is more significant on the firms that have increased their subsidies or bank loans. Information disclosure quality can alleviate the efficiency loss driven by the Economic Stimulus Package policy. Further analysis shows that the investments during the policy period have negative effects on the succeeding firm stock returns. This paper supplies the proof of the economic consequences of the government economic stimulus policy and helps to understand the role of the government plays in the market economy.

Keywords: economic stimulus package policy, investment efficiency, disclosure quality

联系作者：吕长江，教授，上海市国顺路 670 号，复旦大学管理学院会计系，200433

Tel: 021-65643707, 13681668806, Email: Cjlu@fudan.edu.cn

黄海杰，博士生，上海市国顺路 670 号，复旦大学管理学院会计系，200433

Tel: 021-65643707, Email: 09210690061@fudan.edu.cn。

^{*}本文得到国家自然科学基金项目（71372118）和复旦大学金融研究中心的资助。

支持还是干预？——“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响

摘要：本文研究我国政府出台的经济刺激政策对企业投资效率的影响。本文以 2004-2013 年中国上市公司为样本、以“四万亿投资”政策为契机，探讨了我国政府为应对金融危机、保持 GDP 增速而出台的经济刺激计划对企业投资效率的影响、影响路径及其后续经济后果。本文发现，政府出台“四万亿投资”政策的导致企业投资效率下降，并且这种下降效应在刺激政策实施期间政府补贴和银行贷款增加的企业都更为明显，而信息披露质量较好的企业在一定程度上能缓和“四万亿投资”政策带来的投资效率损失。进一步分析表明，四万亿期间的投资对企业后续几年的股票回报有显著的负向作用。本文提供了我国政府出台刺激政策经济后果的证据，对于理解我国政府在市场经济中扮演的角色有一定的助益。

关键词：四万亿，经济刺激政策，投资效率，信息披露质量

一、引言

政府与市场的关系，历来是经济学最核心的问题之一。政府可以通过有效的政策来优化资源的配置，政府也可能因为不恰当的干预会造成市场机制的失效。在中国转型市场经济中，由于法制不健全，市场机制不成熟，政府力量强大（Allen, Qian and Qian, 2005），政府出台的经济刺激政策对于经济起到的是支持作用还是干预作用？这无疑是十分重要的话题。

在当前中国官员以GDP为核心的升迁机制以及政绩考核机制下（周黎安等，2005），地方政府及政府官员可能会为了实现其社会和政治目标如地区GDP发展（唐雪松等，2010）、财政税收收入最大化或者社会稳定（曾庆生和陈信元，2006）、自身升迁（Piotroski and Zhang, 2014）而使企业的行为和决策处于非最优状态，从而干预经济发展；中央政府出台的宏观政策也有可能使得企业的效率下降（叶康涛和祝继高，2009；喻坤等，2014）。但是一味讨论政府干预对经济的损害似乎也无法解释改革开放30多年来中国经济的高速持续增长的原因。周黎安（2007）认为“晋升锦标赛”作为中国政府官员的激励模式，它有效的促进了中国经济的高速发展，这从某方面来说是政府对于中国经济的正向支持作用。Chen, Li and Xin(2013)则研究了国家“五年计划”政策对于中国经济的影响，他们发现政府支持给企业带来了更好的融资环境、更多的投资以及更好的股票市场回报。他们将中国经济的高速发展的原因部分归因于政府对于相关行业的大力支持。由上可知，目前对于我国政府在经济中的影响到底是干预了市场经济自身运行规律还是政府优化了市场资源配置的作用，尚无一致的结论。

本文认为造成上述结果不一致的原因在于政府出台的刺激政策是否与企业目标一致。企业的目标是为了增加盈利创造价值；当政府出台的政策基于长期发展目标如“五年计划”或着眼于为企业发展提供良好外部环境时，政府与企业的目标较为一致，政府出台的政策有可能对经济其支持作用；相反，当政府出台的政策有自身的短期目标如保持GDP增速、维持低失业率等时，这些政策往往干预了市场规律的运行，对经济发展起负面作用。而在现实中，我国政府往往基于对GDP或者财税收入的追求而出台经济政策，因此可能对经济发展带来负面作用。

本文选择企业投资效率作为主要研究对象，是因为投资决策是企业面临的最重要的财务决策之一，影响到资源的配置效率。在中国这样一个主要以投资带动经济增长的社会中（Barnett and Brooks, 2006），投资效率的影响因素显得尤为重要，相对于GDP的其他两大组成部分出口和消费来说，政府对于投资的影响可以更为直接和有效，因此政府出台的政策往往是对投资施加影响，利用投资实现GDP增长目标（唐雪松等，2010）。政府官员也主要

通过扩大投资这一直接快捷的途径来实现其政治目标和社会目标,为自己积累政治晋升资本(徐业坤等,2013)。

“四万亿投资”政策提供了一个检验政府出台经济刺激政策后果的理想实验环境。2008年11月,为应对国际金融危机、保持GDP增速,中国政府出台十大刺激措施,到2010年底共投资约4万亿元人民币,简称“四万亿投资”政策¹。四万亿的投资直接带动了地方投资和企业投资,对企业的投资水平和方向产生重要影响;政策中包含的一系列宽松的货币政策、积极的财政政策以及产业政策等刺激政策,都影响了企业的投资决策,进而对企业的投资效率产生影响。“四万亿投资”政策相对于2008年30.07万亿元人民币的GDP而言²,约2年时间共投入四万亿元,占中国经济总量的比重较大,因此其对于企业投资的影响不容忽视。

“四万亿投资”政策其时恰逢金融危机席卷全球,企业面临较差的外部环境,投资机会较少,这能够凸显政府政策对于企业的影响;与“五年计划”等国家常规的国民经济计划不同,“四万亿投资”政策重点针对投资,强化了政府对企业投资效率的影响;另外,“四万亿投资”政策结束已超过3年,这也提供了一个检验其长期经济后果的机会。

本文以2004-2013年中国上市公司为研究对象,以2008年年底到2010年实施的“四万亿投资”政策为契机,研究政府为保持GDP增速而实施的“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响。首先本文研究了“四万亿投资”刺激政策对于企业投资效率的整体影响。研究发现,政府经济刺激计划降低了企业的投资效率。其次,本文研究了“四万亿投资”政策对于投资效率的影响路径,本文发现这种下降效应在刺激政策实施期间政府补贴增加的企业、银行贷款增加的企业都更为明显,这说明“四万亿投资”政策通过政府补贴、银行贷款改变了企业的投资方向和投资水平,从而影响了企业的投资效率。第三,本文研究了企业信息披露质量对于宏观刺激政策对企业影响的调节作用。研究发现信息不对称程度较低、披露质量较好的企业在一定程度上能缓和“四万亿投资”政策带来的投资效率损失。最后本文研究了“四万亿投资”政策对于经济的长期影响,进一步分析表明,四万亿期间的投资对企业后续几年的股票回报有显著的负向作用。在使用不同的模型、不同的变量衡量方法后,我们的结论依然成立。

本文的主要贡献在于:与以往文献只研究货币政策、财政政策或产业政策等单一政策对投资效率的影响不同,首先,本文研究了“四万亿投资”政策这样一个包括货币、财政、产业政策综合性的刺激政策给企业投资效率的影响。“四万亿投资”政策为2008年至2010年我国政府为应对金融危机出台的最重要的刺激计划,其对中国经济的影响至今仍在持续。我们评价了“四万亿投资”政策对中国上市公司带来的影响,并且系统研究了受其影响的企业的长期业绩表现,这对于评价“四万亿投资”政策本身的效果有一定的贡献,同时也对政府今后面对金融危机出台相应政策和措施提供了一定的建议和参考。第二,对于宏观政策影响企业决策路径的分析说明了政府可以通过信贷资源配置和政府补贴发放改变企业的投资决策。第三,我们发现,提高信息披露质量能缓和“四万亿投资”政策对企业带来的投资效率损失,这突出了深化企业改革、建立现代企业制度、完善资本市场制度建设对于经济发展的重要性。最后,文章对于理解政府在国民经济中扮演的角色、政府在资源配置中发挥的作用有一定的助益。政府的作用不应该仅仅是设定GDP目标并出台各种政策刺激经济来实现此目标,更应该着力推进改革、规范企业行为和市场行为,为经济发展提供良好的环境,成为真正的服务型政府。

¹ 2008年9月,国际金融危机全面爆发后,中国经济增速回落,出口出现负增长,经济面临硬着陆的风险。为应对这种危局,中国政府于11月推出了扩大内需、促进经济平稳增长的十项措施,实施这十大措施,到2010年底约投资4万亿元。随后中国政府不断完善和充实应对国际金融危机的政策措施,形成应对国际金融危机的一揽子计划。本文所指“四万亿投资”政策,并不仅仅是四万亿投资本身,而是中国政府出台的公共投资、货币、财政、产业等一系列经济刺激政策。

² GDP数据来自国家统计局网站 www.stats.gov.cn。

文章下文结构安排如下：第二部分相关理论分析和假设提出；第三部分实证分析；第四部分稳健性检验；最后为文章结论。

二、文献综述和假设提出

1. 政府在经济发展中的角色和作用

市场在经济资源配置中起着基础地位，但是由于垄断、市场失灵、外部性等其无法解决的问题的存在，往往需要政府对此进行干预。当政府自身定位准确、职能清晰时，通过出台有效的政策来优化资源的配置；当政府效率低下、管理混乱或出于自身目标出台政策时，其效果往往适得其反，导致经济运行效率的下降。各种西方经典经济流派如凯恩斯主义、弗里德曼的自由主义经济、布坎南和塔洛克等的公共选择理论对此都有各自的理论和观点（茅铭晨，2007）。

改革开放三十多年以来，中国政府一直实行市场在资源配置中起基础作用同时政府发挥宏观调控功能的市场经济体制。现实中，虽然市场经济体系一直在发展进步，但是政府对于经济的影响能力毋庸置疑。政府至少拥有以下方面的权力：（1）制定经济发展年度计划和长期规划，制定长远发展战略和产业政策；（2）财政资金的支配权和通过政府担保对银行信贷的影响力；（3）各种税收优惠政策；（4）项目审批权；（5）土地出让和使用；（6）实施合同和协调纠纷（周黎安，2008）。事实上，政府仍然控制了几乎所有的关键性生产要素（如资金、土地、项目审批、政府补贴、税收减免、劳动力政策）进而对企业和经济发展施加决定性的影响（周黎安，2008）。

对于政府官员的任命和考核，目前我国政府主要以个人领导素质和经济绩效为主，官员通过经济竞赛获得政治晋升（周黎安等，2005；唐雪松等，2010）。而经济绩效主要包括GDP指标。我国政府一般会在两会期间公布一个当年GDP增长目标，整个国家的出口、消费、投资等经济活动均按此目标来进行制定的实施。以GDP为核心的政绩考核模式强化了政府官员发展经济、推动GDP增长的经济性（唐雪松等，2010），扩大投资往往是政府官员实现其政治目标和社会目标的重要途径，是他们可以直接快捷使用的最有力工具之一，能够为其积累政治资本，获得政治晋升（徐业坤等，2013）。

当政府着眼于长期经济发展时，其与企业目标较为一致，因此往往能促进经济的发展。周黎安（2007）认为“晋升锦标赛”作为中国政府官员的激励模式，有效地促进了中国经济的高速发展，这从某方面来说是政府对于中国经济的正向支持作用。Chen, Li and Xin.(2013)则研究了国家“五年计划”的政策对于中国经济的影响，他们发现，政府支持给企业带来了更好的融资环境、更多的投资以及更好的股票市场回报。他们将中国经济的高速发展的原因部分归因于政府对于相关行业的大力支持。而当政府目标与企业不一致时，其出台的政策往往导致资源配置上的低效率。地方政府官员出于晋升动机，往往追求GDP增速、低失业率以及高财政收入，这会导致资源配置的低效率。GDP增长相对业绩较差的地区的政府为了保持GDP增速，会对企业投资活动进行干预使得企业过度投资（唐雪松等，2010）；地方政府为了维持失业率在一个较低的水准会让国有企业保持较高的雇员水平，从而使得企业劳动力成本增加（曾庆生和陈信元，2006）；政府利用盈利国有上市公司进行兼并绩效较差的国企，帮助其脱贫解困，缓解财政赤字以及降低地区失业率（潘红波等，2008）。同样，中央政府出台的经济政策也有可能为了保持GDP增速而使得资源配置低效率。叶康涛和祝继高（2009）发现在银根紧缩政策时期，信贷资源配置更有可能服从于照顾国有企业、稳定就业等目标，而非经济效率目标。喻坤等（2014）研究了中央近年来出台的货币政策对于企业投资效率的影响，他们发现近年来频繁的货币政策冲击导致民营企业投资效率显著下降。

通过以上分析可以看到，政府出台政策的效果很大程度上受到其政策出台的目的影响。当政府着眼于长期经济发展目标或定位于给经济发展提供良好环境时，政策目的与企业目的

标利益较为一致,政策的效果会较好;当政府出于追求GDP或者保持社会稳定等社会目标或政府官员出于晋升等自身目标出台政策时,政策目的与企业的目标发生利益冲突,政策往往就会干预市场规律的正常运行,导致效率损失。而在当前,我国政治体制改革尚未完成,政府职能并没有完全从管制型政府向服务型政府转化;而当前的官员考核机制也使得官员往往有强烈动机去追求GDP增速等目标,为自己积累政治资本。以上两方面因素导致政府出台刺激政策的效果大打折扣,甚至适得其反。

2.企业投资及其效率的决定因素

公司投资水平的决定及其投资效率,历来是财务管理的核心问题。Modigliani and Miller(1958)认为当市场完美无摩擦的情况下,公司的投资决策与融资决策分离,公司会将其投资水平维持在边际收益等于边际成本的情况下。当市场有摩擦存在时,公司就会偏离其初始的最优的投资水平。现有西方经典理论一般从信息不对称理论和委托代理理论来解释公司投资效率低下的问题(Stein,2003)。逆向选择(Adverse Selection)模型认为当公司经理人比公司外部投资者具有更好的信息源时,市场对公司股票错误定价,经理人会选择合适的时机来发行证券再融资,并且会将再融资所得资金进行过度投资(Baker et al.,2003)。Polk and Sapienza(2009)则发现当市场对公司股票错误定价时,公司经理人为迎合这种当下的趋势而直接进行低效率的过度投资或投资不足。道德风险(moral hazard)模型则认为经理人和股东之间存在着利益不一致。在事前,这种利益不一致使得当拥有自由现金流时,经理会进行过度投资,进行企业帝国建立(Empire Building)(Jensen, 1986);在事后,由于投资者预期到代理成本的存在而对公司的融资成本产生较大的影响,从而导致公司投资不足(Lambert et al.,2007)。除了上述因素,融资成本(如 Fazzari, Hubbard and Petersen,1988)、股权结构(如辛清泉等, 2007)和外部产品市场竞争(如靳庆鲁等, 2012b)等因素都会影响到公司投资水平及其效率。

当然除了以上这些微观层面的因素,较为宏观层面的因素如要素市场的发展也会影响到企业投资的效率(Wurgler,2000; Hennessy, Levy and Whited,2007)。而在在中国这样的转型经济中,法制制度发展较为落后,企业融资较多依赖银行渠道(Allen, Qian and Qian, 2005),市场机制之外的其他制度性因素更为深刻和直接地影响着企业的行为(Khanna and Rivkin, 2001),政府及其出台的经济政策对于企业的微观行为影响不容忽视(姜国华和饶品贵, 2011)。

3.“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响

2008年9月,全球金融危机全面爆发后蔓延至中国,导致我国经济增速下降,出口出现负增长,经济面临硬着陆。为了应对这种危局,保持GDP增速,中国政府出台了“四万亿投资”政策。在GDP的三大组成部分中,出口取决于国外的市场需求,而四万亿期间金融危机在各国蔓延,国外经济形势不容乐观,因此国外市场需求不大;而消费取决于收入和储蓄,受政府直接影响也较小;相比较来说,投资领域的市场化程度最低,因此投资领域是政府干预最为严重的部分,政府可以利用扩大投资来实现其GDP增长的目标(唐雪松等, 2010)。

“四万亿投资”政策主要针对投资,通过以下途径改变了企业的投资行为和投资效率:第一,“四万亿投资”政策通过公共投资带动了企业投资的上升。目前我国的公共投资已经逐步从政府直接投资模式转化为利用社会资本为主的项目建设模式。2004年7月《国务院关于投资体制改革的决定》“加强政府投资项目,改进建设实施方式。对非经营性政府投资项目加快推行‘代建制’”。“四万亿投资”政策的四万亿资金中,1.18万亿为中央财政资金,其余2.82亿元资金为地方财政投资和社会资本。另外“四万亿投资”政策能通过公共投资影响企业的投资决策,当政府投资于某一领域时,也会带动其上下游企业的外部市场供需情况,从而改变其投资决策。第二,“四万亿投资”政策通过宽松的货币政策,对于特定产业和项目的信贷倾斜,改变企业的投资行为。货币政策可以通过影响信贷资源配置和利率来影响企业的融资行为,进而改变企业的投资决策。在我国,虽然利率由于受到管制的原因对于企业融

资行为影响较小，但是政府所主导的信贷市场对于企业融资起到决定性的作用（靳庆鲁等，2012a）。第三，“四万亿投资”政策通过财政政策，鼓励企业进行结构调整、自主创新、增加环保投入，企业为了获得税收优惠和政府补贴也会相应调整其投资行为。第四，“四万亿投资”政策通过出台相关产业政策，改变这些产业中企业的投资行为。产业政策也会影响企业的投资，当政府出台一定的政策重点支持和发展某类产业时，对于该行业的各种政策如信贷政策、税收政策及财政补贴都会相应倾斜，影响该产业内企业的投资。Chen et al.(2013)发现国家五年规划中政府支持产业中的民营企业有较多的投资和过度投资。第五，“四万亿投资”政策通过对国有企业的控制以及政治关联的企业管理者直接影响了企业的投资。Lin and Tan（1999），林毅夫、李志赞（2004）和 Chen, Sun, Tang and Wu（2011）等人的研究都发现行政干预会造成国有上市公司投资效率低于非国有上市公司。另外，不管是国有企业还是民营企业，其董事高管监事中广泛存在的政治联系也提供了政府干预企业投资水平进而影响其效率的途径。Chen, Sun, Tang and Wu（2011）就发现在国有企业中政治联系会带来投资效率的低下。

通过以上分析，可以得出“四万亿投资”政策能够通过各种措施影响到企业的投资决策和投资行为。再结合政府出台“四万亿投资”政策的目的是为了保持 GDP 增速，政府的目的和企业目标在政策实施期间存在的较大的差异，可以得出假设 1：

假设 1：政府出台的“四万亿投资”政策降低了企业投资效率。

4.“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响路径：货币政策和政府补贴

政府出台的刺激政策往往需要一定的传导机制才能影响到微观企业的具体行为（姜国华和饶品贵，2011）。本文中，我们重点讨论了“四万亿投资”政策中货币政策和政府补贴这两个途径对企业投资效率的影响。

货币政策对经济系统的影响主要体现在货币渠道和信贷渠道。在我国由于利率管制的原因，货币政策主要通过信贷配置影响货币的供给，进而影响企业的资金筹集，通过改变企业的融资约束影响投资效率。靳庆鲁等（2012a）发现宽松的货币政策减少了民营企业的融资约束进而影响公司的投资效率。喻坤等（2014）的研究表明，近年来的货币政策冲击强化了国有企业与非国有企业之间的融资约束差异，严重的信贷融资约束使得民营企业投资效率持续下降。我们认为如果企业在“四万亿投资”政策实施期间其银行贷款增加，则说明相对那些贷款没有增加的公司，政策对其影响更大，企业的投资效率更有可能下降。

财政补贴的得到往往需要企业投资于一定的行业或项目，因此会影响到公司投资水平、投资方向的选择等，进而影响投资效率。何源等（2006）证明政府补贴会影响公司的投资水平和投资效率。我们认为如果企业在“四万亿投资”政策实施期间其政府补贴增加，则说明相对那些政府补贴没有增加的公司，政策对其影响更大，企业的投资效率更有可能下降。

由此我们可以得出假设 2：“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响通过货币政策和政府补贴起作用，具体如下：

假设 2a：相比银行贷款没有增加的企业，“四万亿投资”政策使银行贷款增加的企业投资效率下降更多；

假设 2b：相比政府补贴没有增加的企业，“四万亿投资”政策使政府补贴增加的企业投资效率下降更多。

5.企业信息质量缓和“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响

由上面对投资水平和投资效率的影响分析可以看出，信息不对称和代理成本会降低企业的投资效率。一般意义上来说，企业信息披露质量若较高，投资者就更加有可能去监督经理人去低效率的投资，从而提高了投资效率（Bushman and Smith,2001）。与此同时，高质量

的信息披露也会使得经理人与投资者信息不对称程度降低,企业股票被错误定价的可能减少,因此企业低效率的投资也会相应减少(Chang et al,2009)。具体到对于政府干预的作用,信息披露质量好的公司,企业代理成本较低,投资者与企业经理人信息不对称程度较低,投资者能对企业的投资进行较好的监督,这样企业受到政府干预进行低效率投资的可能性也降低。Biddle et al.(2009)和 Chen, Hope, Li and Wang(2011)均发现信息披露质量能提高企业的投资效率。我们认为在“四万亿投资”政策实施期间,信息披露质量在一定程度上能够缓和政策所带来的对企业投资效率的负面影响。

由此我们得到假设 3, 企业信息质量能缓和“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响,具体如下:

假设 3: 相比“四万亿投资”政策实施期间信息披露质量较差的企业,信息披露质量较好的企业投资效率下降较少。

三、实证分析

1.数据

本文研究样本为 2004-2013 年中国 A 股所有上市公司的年度数据,数据来自于国泰安(CSMAR)数据库和 Wind 数据库。数据主要从 2004 年开始是因为我们在研究模型中使用滞后一期数据,而从 2003 年开始我国上市公司信息披露较为规范。我们删除了以下样本:1)金融类上市公司;2)IPO 当年的公司;3)数据不全的公司。所有连续变量均作首尾各 1%的 winsorization 处理。

2.变量定义和研究设计

参照以往文献(Asker et al, 2011; Chen et al, 2011; 靳庆鲁等, 2012a; 喻坤等, 2014),我们采取投资-投资机会敏感度模型来研究企业的投资效率。

“四万亿投资”政策开始于 2008 年年底至 2010 年。由于 2008 年正值金融危机,而 2008 年年底出台“四万亿投资”政策,从计划的出台到执行需要一定的时间,因此 2008 年的影响不易判断,因此在研究中,我们将 2008 年的样本删除。我们将政策实施期间的虚拟变量定义为 EVENTdum, 当年度为 2009 年或 2010 年则 EVENTdum 值为 1, 否则为 0。

由于“四万亿投资”政策始于 2008 年终于 2010 年,但是政策的刺激作用可能持续到 2011 年及后续年份,另外我们也需要后续年份用作检验政策的经济后果,因此并没有将这些年份的观测包括进投资效率的分析中。

主要研究模型如下:

$$\text{Invest}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TQ}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{EVENTdum}_{i,t} + \alpha_3 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} + \sum \text{Controls}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}; \quad (1)$$

其中 Invest 表示企业投资,本文中我们采取了 Chen, Sun, Tang and Wu (2011) 和吕长江和张海平(2011)的定义, Invest=(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额)/期初总资产。TQ 表示投资机会的相应度量,本文采用平均 Tobin's Q 作为投资机会的基本度量。Controls 表示控制变量。根据以前的文献,本文控制了标准化的经营性现金流净额(CFO)、资产负债率(Lev)、期初总资产规模(Size)、企业配股和增发净额与期初总资产比重(SEO)以及企业年龄(Age)等。其中,经营性现金流反映了企业自有资金充裕程度,引入资产负债率可以控制资本结构对投资的影响,而引入规模、增发配股和企业年龄可以控制规模效应、股权融资行为以及生命周期效应对于企业投资的影响。此外,本文也控制了行业因素所带来的对企业投资的影响。

根据假设 1，模型（1）中 α_3 显著为负，这样就说明了“四万亿投资”政策使得企业的投资效率下降。

为了验证假设 2，考虑货币政策和政府补贴对于企业投资效率的影响，我们在模型（1）的基础上分别引入了 NewLoan 和 NewSub 这两个变量，分别得到了模型（2）和（3）：

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{TQ}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{EVENTdum}_{i,t} + \alpha_3 \text{NewLoan}_{i,t} + \alpha_4 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} \\ & + \alpha_5 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{NewLoan}_{i,t} + \alpha_6 \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{NewLoan}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{NewLoan}_{i,t} + \Sigma \text{Controls}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}; \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{TQ}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{EVENTdum}_{i,t} + \alpha_3 \text{NewSub}_{i,t} + \alpha_4 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} \\ & + \alpha_5 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{NewSub}_{i,t} + \alpha_6 \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{NewSub}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{NewSub}_{i,t} + \Sigma \text{Controls}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}; \end{aligned} \quad (3)$$

其中 NewLoan 为虚拟变量，若企业获得新增贷款则 NewLoan 为 1，否则为 0；NewSub 为虚拟变量，若企业获得新增政府补贴则 NewSub 为 1，否则为 0。假设 2 要求模型（2）和（3）中的 NewLoan、NewSub 分别与 TQ 和 EVENTdum 的交叉项系数 α_7 显著为负。

为了验证假设 3，考虑信息披露质量对于企业投资效率的影响，我们在模型（1）的基础上引入企业信息披露质量的代理变量，参照前人研究(Biddle et al. ,2009; Chen et al., 2011;Chen et al.,2011)，我们采用了应计质量和审计师质量来衡量企业的信息披露质量，由此得到模型（4）和（5）：

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{TQ}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{EVENTdum}_{i,t} + \alpha_3 \text{LowDA}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} \\ & + \alpha_5 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{LowDA}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{LowDA}_{i,t-1} \\ & + \alpha_7 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{LowDA}_{i,t-1} + \Sigma \text{Controls}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}; \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{TQ}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{EVENTdum}_{i,t} + \alpha_3 \text{TopAuditor}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} \\ & + \alpha_5 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{TopAuditor}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{TopAuditor}_{i,t-1} \\ & + \alpha_7 \text{TQ}_{i,t-1} * \text{EVENTdum}_{i,t} * \text{TopAuditor}_{i,t-1} + \Sigma \text{Controls}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}; \end{aligned} \quad (5)$$

其中应计采用修正后的 Jones（1991）的模型（Dechow, Sloan, and Sweeney,1995）计算所得，然后根据计算出来的企业操纵性应计的绝对值分年度将其均分为两组，低的一组 LowDA 为 1，高的一组 LowDA 为 0。相对于 LowDA 为 0 的组，LowDA 为 1 的组其应计质量较高，其信息披露质量较好。审计师质量采用中国注册会计师协每年对会计师事务所每年的综合排名来确定，若会计师事务所为前十大会计师事务所，则 TopAuditor 为 1，否则为 0³。相对 TopAuditor 为 0 的组，TopAuditor 为 1 的组其信息披露质量较好。假设 3 要求模型（4）和（5）中的 LowDA、TopAuditor 分别与 TQ 和 EVENTdum 的交叉项系数 α_7 显著为正。

表 1 为主要变量定义表。

Table 1: 主要变量定义表

变量名	定义
Invest	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额，经期初总资

³ 由于中注协从 2006 年开始对中国会计师事务所开始有综合排名标准，其排名为 2005 年排名。由于回归中我们采用滞后一期数据，因此在回归模型（5）中我们删除了 2004、2005 年样本。

	产调整。
TQ	平均托宾 Q，为(股票总市值+债务账面价值)/总资产账面价值，非流通股用净资产计算。
EVENTdum	虚拟变量，若年度为 2009 年或 2010 年则 EVENTdum 值为 1，否则为 0。
NewLoan	虚拟变量，若企业获得新增银行贷款则 NewSub 为 1，否则为 0。
NewSub	虚拟变量，若企业获得新增政府补贴则 NewSub 为 1，否则为 0。
LowDA	虚拟变量，分年度将操纵性应计的绝对值按中位数分为两组，若绝对值低于中位数，则为 1，否则为 0。其中操纵性应计按照修正后的 Jones (1991) 的模型 (Dechow, Sloan, and Sweeney,1995) 计算得到。
TopAuditor	虚拟变量，若会计师事务所为前十大会计师事务所，则为 1，否则为 0 (十大按照每年中注协网站排名)。
CFO	经企业期初总资产调整的经营性现金流净额
Lev	资产负债率，企业总负债占总资产比重
Size	期初总资产规模的自然对数
SEO	企业配股和增发净额占期初总资产比重
Age	企业成立年限

3.描述性统计

Table 2: 变量描述性统计表

	样本数	均值	标准差	Q1	中位数	Q3
Invest	7999	0.065	0.085	0.011	0.039	0.091
TQ	7999	1.465	0.952	1.009	1.166	1.527
EVENTdum	7999	0.401	0.490	0	0	1
NewLoan	7999	0.549	0.498	0	1	1
NewSub	7999	0.483	0.500	0	0	1
LowDA	7858	0.504	0.500	0	1	1
TopAuditor	5749	0.383	0.486	0	0	1
Lev	7999	0.527	0.265	0.367	0.515	0.647
CFO	7999	0.053	0.081	0.010	0.051	0.098
Age	7999	10.573	4.247	7	11	13
Size	7999	21.386	1.132	20.638	21.274	22.028
SEO	7999	0.006	0.033	0	0	0

表 2 为主要变量描述性统计表，由表 2 可以看出，Invest 均值为 0.065，说明企业投资率平均约为 6.5%。EVENTdum 均值为 0.401，说明在本次回归中，2009、2010 年两年的样本占总样本 40%左右。托宾 Q 均值约为 1.46，中位数为 1.166，托宾 Q 值较低，这可能是由于非流通股按照净资产来计算的原因所致。我国上市公司成立年限平均约为 10 年，约 38.3% 的公司由十大会计师事务所审计。

4.回归结果

通过对模型 (1) 进行 OLS 估计，我们首先检验了“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响，回归结果见表 3。在只控制行业因素的情况下，TQ *EVENTdum 交互项系数为-0.008 且显著 ($t=-2.40, p<0.05$)，这说明在不控制其他因素情况下，“四万亿投资”政策显著降低了企业的投资效率。加入控制变量后，TQ *EVENTdum 交互项系数为-0.013 且显著 ($t=-3.79, p<0.01$)，这说明在考虑了其他因素后，“四万亿投资”政策依然显著降低了企业的

投资效率。考虑到 Invest 对 TQ 的回归系数为 0.017，因此-0.013 的降低在经济意义上也十分显著。表格 3 的结果说明了“四万亿投资”政策降低了企业的投资效率，验证了我们的假设 1。

Table 3: “四万亿投资”政策对企业投资效率的影响

VARIABLES	(1) Invest	(2) Invest
<i>Intercept</i>	0.0461*** (4.04)	-0.120*** (-4.62)
TQ	0.00577* (1.78)	0.0170*** (4.89)
EVENTdum	0.0106** (2.33)	0.0174*** (3.46)
TQ *EVENTdum	-0.00818** (-2.40)	-0.0138*** (-3.79)
Lev		-0.0370*** (-9.46)
CFO		0.140*** (10.88)
Age		-0.00328*** (-10.51)
Size		0.00940*** (8.44)
SEO		0.221*** (6.21)
Industry Dummy	Yes	Yes
Observations	7,999	7,999
Adj. R ²	9.59%	18.16%

注：***、**、*分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著，标准差按公司聚类 and 异方差调整。

通过对模型（2）和（3）的 OLS 估计，我们检验了“四万亿投资”政策影响企业投资效率的两个具体路径，即货币政策和政府补贴。回归结果见表 4。TQ* EVENTdum*NewLoan 交互项系数为-0.014 且显著为负（ $t=-2.42, p<0.05$ ），说明相对于那些“四万亿投资”政策实施期间银行贷款没有增加的公司，银行贷款增加的公司受“四万亿投资”政策影响更大，其投资效率下降得更多。另外，TQ* NewLoan 的系数为 0.013 且显著为正（ $t=2.35, p<0.05$ ），说明在非“四万亿投资”政策实施期间，银行贷款增加对企业的投资效率起正向作用。这一结果同上面的结果相结合，说明了“四万亿投资”政策实施使得银行贷款增加对投资效率的增加作用得到削弱，这更凸显了“四万亿投资”政策通过银行贷款对投资效率的影响。政府补贴的结论也是类似：TQ*EVENTdum*NewSub 交互项系数为-0.010 且显著为负（ $t=-1.79, p<0.10$ ），说明相对于那些“四万亿投资”政策实施期间政府补贴没有增加的公司，政府补贴增加的公司受“四万亿投资”政策影响更大，其投资效率下降得更多。另外，TQ* NewSub 的系数为 0.0128 且显著为正（ $t=2.34, p<0.05$ ），说明在非“四万亿投资”政策实施期间，政府补贴增加对企业的投资效率起正向作用。这一结果同上面的结果相结合，说明了“四万亿投资”政策实施使得政府补贴增加对投资效率的增加作用得到削弱，这更凸显了“四万亿投资”政策通过政府补贴对投资效率的影响。两个模型的结论说明了“四万亿投资”政策

通过货币政策和政府补助这两个路径对企业的投资效率产生了影响，验证了假设 2。

Table 4: “四万亿投资”政策对企业投资效率的影响路径分析：货币政策和政府补贴

VARIABLES	(1) Invest	(2) Invest
<i>Intercept</i>	-0.0904*** (-3.70)	-0.111*** (-4.40)
TQ	0.0134*** (4.65)	0.0130*** (4.27)
EVENTdum	0.0151*** (3.00)	0.0148*** (2.86)
TQ* EVENTdum	-0.00954*** (-3.10)	-0.0107*** (-3.28)
NewLoan	0.0326*** (4.77)	
TQ* NewLoan	0.0130** (2.35)	
EVENTdum*NewLoan	0.0100 (1.21)	
TQ* EVENTdum*NewLoan	-0.0142** (-2.42)	
NewSub		-0.00578 (-0.84)
TQ*NewSub		0.0128** (2.34)
EVENTdum* NewSub		0.00839 (1.00)
TQ* EVENTdum*NewSub		-0.0105* (-1.79)
Lev	-0.0304*** (-8.85)	-0.0361*** (-10.18)
CFO	0.144*** (13.34)	0.139*** (12.33)
Age	-0.00282*** (-12.53)	-0.00324*** (-13.82)
Size	0.00635*** (7.35)	0.00896*** (10.03)
SEO	0.187*** (7.25)	0.219*** (8.18)
Industry Dummy	Yes	Yes
Observations	7,999	7,999
Adj. R^2	24.71%	18.42%

注：***、**、*分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著，标准差按公司聚类 and 异方差调整。

通过对模型 (4) 和 (5) 的 OLS 估计，我们检验了企业信息披露质量对于“四万亿投资”

政策影响企业投资效率的调节作用。回归结果见表 5。TQ* EVENTdum* LowDA 交互项系数为 0.012 且显著为正 ($t=2.17, p<0.05$), 说明相对于那些应计质量较差的企业, 应计质量较好的企业受“四万亿投资”政策的影响较小, 其投资效率下降得较少。TQ* EVENTdum* TopAuditor 交互项系数为 0.0138 且显著为正 ($t=2.05, p<0.05$), 说明相对于那些审计质量较差的企业, 审计质量较好的企业受“四万亿投资”政策的影响较小, 其投资效率下降得较少。两个模型的结论都说明了企业信息质量能缓和“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响, 验证了假设 3。

Table 5: 企业信息质量对企业投资效率的调节作用

VARIABLES	(1) Invest	(2) Invest
<i>Intercept</i>	-0.173*** (-6.51)	-0.118*** (-4.62)
TQ	0.0201*** (4.37)	0.0236*** (5.76)
EVENTdum	0.0211*** (3.14)	0.0270*** (4.45)
TQ* EVENTdum	-0.0187*** (-3.79)	-0.0193*** (-4.51)
LowDA	0.00629 (1.00)	
TQ* LowDA	-0.00742 (-1.42)	
EVENTdum* LowDA	-0.0118 (-1.41)	
TQ* EVENTdum* LowDA	0.0127** (2.17)	
TopAuditor		0.0258*** (3.09)
TQ* TopAuditor		-0.0174*** (-2.75)
EVENTdum* TopAuditor		-0.0255*** (-2.64)
TQ* EVENTdum* TopAuditor		0.0138** (2.05)
Lev	-0.0362*** (-8.79)	-0.0382*** (-9.48)
CFO	0.140*** (10.70)	0.138*** (10.36)
Age	-0.00330*** (-10.54)	-0.00306*** (-11.36)
Size	0.00957*** (8.58)	0.00911*** (8.91)
SEO	0.221*** (6.16)	0.219*** (7.53)

Industry Dummy	Yes	Yes
Observations	7,858	5,749
Adj. R^2	18.07%	17.66%

注：***、**、*分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著，标准差按公司聚类 and 异方差调整。

5. “四万亿投资”政策的经济后果

通过第 4 部分对于主要回归结果的分析，我们验证了“四万亿投资”政策降低了企业的投资效率，这种作用部分通过货币政策和政府补贴两个路径发挥影响，并且企业的信息质量能够缓和政府对企业的投资效率带来的冲击。进一步，我们想讨论政策所引起的投资效率的下降对企业到底带来了什么样的经济后果。

参照 Polk and Sapienza(2009)、喻昆等 (2014)，我们讨论了“四万亿投资”政策期间的企业投资对于后续企业股票回报率的影响。因变量为 2011 年、2012 年、2013 年企业的年度股票回报率，主要解释变量为企业在 2009 年、2010 年“四万亿投资”政策期间的投资之和。同时我们也考虑了对企业投资进行行业中位数调整后的异常投资的情形。控制变量包括企业当年资产回报率 ROA、资产负债率 Lev、Beta 系数、企业总资产的自然对数 Size、企业投资机会托宾 Q (TQ)，同时我们也控制了行业因素和年度因素。回归模型如下：

$$\text{Return}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sum_Invest}_{09,10} + \Sigma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}; \quad (6)$$

$$\text{Return}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sum_AbInvest}_{09,10} + \Sigma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}; \quad (7)$$

表格 6 为对于模型 (6) 和 (7) 回归结果。 $\text{Sum_Invest}_{09,10}$ 的系数为 -0.106 且显著为负 ($t=-3.61, p<0.01$); $\text{Sum_AbInvest}_{09,10}$ 的系数为 -0.095 且显著为负 ($t=-3.68, p<0.01$), 说明了“四万亿投资”政策实施期间企业的投资和异常投资对于后续几年企业的股票回报率起负向作用。出现这种结果的可能原因是“四万亿投资”政策导致企业的投资水平和方向偏离了企业所应处在的正常位置，导致了效率损失，并且需要后续几年来慢慢消化这种不良影响。

Table 6: “四万亿投资”政策期间企业投资与后续年份股票回报率

VARIABLES	(1) Return	(2) Return
<i>Intercept</i>	-0.315*** (-2.74)	-0.275*** (-2.72)
Sum_Invest _{09,10}	-0.106*** (-3.61)	
Sum_AbInvest _{09,10}		-0.0950*** (-3.68)
ROA	1.044*** (12.80)	1.049*** (10.86)
LEV	0.125*** (5.23)	0.135*** (5.14)
Beta	0.0954*** (4.45)	0.0761*** (3.27)
Size	0.0135*** (3.16)	0.00660 (1.56)
TQ	0.0738*** (17.81)	0.0707*** (11.20)

Year Dummy	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes
Observations	4,842	4,842
Adj. R^2	39.5%	37.49%

注：***、**、*分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著，标准差按公司聚类异方差调整。

四、稳健性检验

1.“四万亿投资”政策对于企业银行贷款和政府补贴的影响

前文对于“四万亿投资”政策对企业影响路径的讨论通过银行贷款和政府补贴来实现。事实上，我们的讨论可能基于这样一个前提，即“四万亿投资”政策确实影响了企业获得新增银行贷款和政府补贴的可能性。如果这个前提不成立的话，我们上面对于政策影响路径的讨论可能是不正确的。因此在稳健性检验中，我们首先验证了“四万亿投资”政策对于企业银行贷款和政府补贴的影响。

参照喻昆等（2014），我们用如下模型来研究四万亿计划对于企业获取新增银行贷款的影响：

$$\text{NewLoan}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EVENTdum}_{i,t} + \Sigma \text{Controls}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中控制变量包括企业的盈利能力，预期投资机会、企业规模、资产负债率、企业成立年限、企业现金流以及资产有形性等。

参照余明桂等（2010），我们采用如下模型来研究四万亿投资政策对于企业获取新增政府补贴的影响：

$$\text{NewSub}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EVENTdum}_{i,t} + \Sigma \text{Controls}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中控制变量包括企业的规模、资产负债率、预期投资机会、企业成立年限、地区市场化指数(Marketdevelop)(樊纲等, 2009)以及各地区财政收入占地区生产总值的比重(Fiscal)等。

由于因变量为 0-1 虚拟变量，我们采用 logistic 模型来对上述模型（8）和（9）进行回归，回归结果见表 7。可以看到，EVENTdum 在模型（8）中系数为 0.128 且显著为正（ $z=2.30, p<0.05$ ），说明“四万亿投资”政策增加了企业获取新增银行贷款的可能。EVENTdum 在模型（9）中系数为 0.458 且显著为正（ $z=8.39, p<0.01$ ），说明“四万亿投资”政策增加了企业获取政府补贴的可能性。

Table 7: “四万亿投资”政策对企业银行贷款和政府补贴的影响

VARIABLES	(1)	(2)
	NewLoan	NewSub
<i>Intercept</i>	-4.022*** (-7.06)	-4.454*** (-8.44)
EVENTdum	0.128** (2.30)	0.458*** (8.39)
Size	0.226*** (8.93)	0.191*** (7.95)
Lev	-0.101	-0.0575

	(-0.90)	(-0.61)
TQ	-0.0714**	-0.0428
	(-2.29)	(-1.47)
Salesgrowth	0.265***	0.152***
	(4.50)	(2.76)
Age	-0.0377***	-0.0187***
	(-5.79)	(-3.00)
ROA	4.280***	
	(10.69)	
Tangibility	-0.709***	
	(-3.16)	
CFO	-1.535***	
	(-4.78)	
Fiscal		0.0106*
		(1.88)
Marketdevelop		0.00474
		(0.36)
Industry Dummy	Yes	Yes
Observations	7,999	7,999
Pseudo R ²	5.34%	2.99%

注：***、**、*分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著。

2.不同的模型和变量定义方式的结果

前文中我们采用托宾 Q 来衡量企业的投资机会,参照 Asker et al.(2011)和喻昆等(2014),我们采用行业内按企业资产规模对企业托宾 Q 进行加权得到的 Ind_Q 来代表企业的投资机会来进行回归。上文中我们采用的投资为从现金流量表中计算的企业的投资净支出。以往文献还有从资产负债表中来计算企业的年度投资,参照辛清泉等(2010)和喻昆等(2014),我们采用固定资产、长期投资和无形资产的净值改变量经年初总资产调整后计为投资 Invest_{assets},来考虑“四万亿投资”政策对企业投资效率的影响。最后,考虑到“四万亿投资”政策的出台和实施、对于企业投资效率的影响可能有一定的时滞效应,我们将 2011 年也归入事件年,即 2009、2010、2011 这 3 年作为事件年,重新定义 EVENTdum,然后来对模型(1)进行估计。回归结果见表 8。Ind_Q*EVENTdum 交互项系数为-0.015 且显著为负(t=-1.73,p<0.10),说明用行业平均 Q 来代表投资机会并不会改变我们的结论。第(2)列中 TQ*EVENTdum 系数为-0.018 且显著为负(t=-3.73,p<0.01),说明用资产负债表计算所得来定义企业投资并不会改变我们的结论。第(3)列中 TQ*EVENTdum 系数为-0.013 且显著为负(t=-4.04,p<0.01),说明“四万亿投资”政策确实存在一定的时滞效应,2011 年我国上市公司的投资效率也受到了刺激政策的影响。

Table 8: 不同模型和变量定义的回归结果表

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	Invest	Invest _{assets}	Invest
<i>Intecept</i>	-0.0361	-0.196***	-0.0913***
	(-1.45)	(-5.45)	(-3.43)
Ind_Q	0.0270***		

	(3.15)		
EVENTdum	0.0156	0.0139**	0.0231***
	(1.47)	(2.08)	(4.94)
Ind_Q*EVENTdum	-0.0153*		
	(-1.73)		
TQ		0.0247***	
		(5.07)	
TQ* EVENTdum		-0.0187***	-0.0139***
		(-3.73)	(-4.04)
Lev	-0.0316***	-0.0631***	-0.0417***
	(-7.66)	(-9.58)	(-11.30)
CFO	0.141***	0.0863***	0.131***
	(10.82)	(4.79)	(11.05)
Age	-0.00319***	-0.00388***	-0.00328***
	(-10.15)	(-9.58)	(-11.72)
Size	0.00493***	0.0120***	0.00833***
	(6.56)	(7.74)	(8.28)
SEO	0.235***	0.258***	0.253***
	(6.61)	(5.93)	(7.92)
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes
Observations	7,999	7,999	9989
Adj. R^2	17.55%	11.09%	17.92%

注：***、**、*分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著，标准差按公司聚类 and 异方差调整。

五、结论

本文研究了“四万亿投资”政策对我国上市公司投资效率的影响。研究发现“四万亿投资”政策期间企业获得银行贷款和政府补贴增加，企业的投资效率下降，并且这种投资效率的下降从长期来看降低了企业的股票回报率。而信息披露质量好的企业一定程度上能缓和政策给企业带来的冲击。

本文对于系统评价“四万亿投资”政策有一定的帮助。“四万亿投资”政策作为近年来中国政府应对全球金融危机出台的重要政策，其影响重大，并且企业在政策实施期间所做的投资对企业后续表现有持续影响。目前对于“四万亿投资”政策的作用尚无一致的结论。我们希望通过研究政策对我国上市公司投资效率的影响，能够对全面理解“四万亿投资”政策的作用提供一定的帮助，同时对于政府在今后面对金融危机出台刺激政策时提供一定的建议。

本文提供了政府宏观刺激政策对企业微观投资效率影响的证据，探讨了政府在市场经济中的角色和作用。当政府目标与企业不一致时，政府出台的政策往往干预了市场经济本身的运行规律，对企业发展起负面作用。而信息披露质量却能缓和政策所带来的负面效应。但企业信息披露质量的完善不仅有赖于企业的自身动机，更依靠信息披露制度的规范、资本市场的建设。

本文的结论表明，政府出台政策时，更应该考虑企业的需要、市场自身的运行规律，而非仅仅站在自己立场，片面追求 GDP 增速等目标。最后文章对于时下关于政府应该追求强刺激还是强改革的讨论提供了一定的帮助。政府不应为了追求 GDP 增长等目标出台强有力

的刺激政策，而应该转变自身职能，努力打造服务型政府，深化资本市场改革，为企业发展创造良好的外部环境。

参考文献：

- 何源、白莹、文翹：《财政补贴、税收与公司投资行为》，《财经问题研究》，2006年第6期。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》，经济科学出版社，2009年。
- 姜国华、饶品贵：《宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域》，《会计研究》，2011年第3期。
- 靳庆鲁、孔祥、侯青川：《货币政策，投资效率与民营企业期权价值》，《经济研究》，2012年a第5期。
- 靳庆鲁、肖土盛、陈信元：《产品市场竞争、公司投资与增长/清算期权价值》，CFRN 工作论文，CFRN:<http://www.cfrn.com.cn/getPaper.do?id=3532>，2012年b。
- 林毅夫、李志赞：《政策性负担、道德风险与预算软约束》，《经济研究》，2004年第2期。
- 吕长江、张海平：《股权激励计划对公司投资行为的影响》，《管理世界》，2011年第11期。
- 茅铭晨：《政府管制理论研究综述》，《管理世界》，2007年第2期。
- 潘红波、夏新平、余明桂：《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》，《经济研究》，2008年第4期。
- 唐雪松、周晓苏、马如静：《政府干预、GDP增长与地方国企过度投资》，《金融研究》，2010年第8期。
- 辛清泉、林斌、王彦超：《政府控制、经历薪酬与资本投资》，《经济研究》，2007年第8期。
- 徐业坤、钱先航、李维安：《政治不确定性、政治关联与民营企业投资——来自市委书记更替的数据》，《管理世界》，2013年第5期。
- 叶康涛、祝继高：《银根紧缩与信贷资源配置》，《管理世界》，2009年第1期。
- 喻坤、李治国、张晓蓉、徐剑刚：《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》，2014年第5期。
- 余明桂、回雅甫、潘红波：《政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性》，《经济研究》，2010年第3期。
- 曾庆生、陈信元：《国家控股、超额雇员与劳动力成本》，《经济研究》2006年第5期。
- 周黎安：《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》，《经济研究》，2007年第7期。
- 周黎安：《转型中的地方政府：官员激励与治理》，上海人民出版社，2008年。
- 周黎安、李宏彬、陈焯：《相对绩效考核：中国地方官员晋升机制的一项经验研究》，《经济学报》，2005年第1期。
- Allen, F., Qian, J. and Qian, M., 2005, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *Journal of financial economics*, Vol.77(1), pp.57~116.
- Asker, J., Farre-Mensa, J. and Ljungqvist, A., 2011, "Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms", NBER Working Paper, No.17394.
- Baker, M., Jeremy C., and Jeffrey W., 2003, "When Does The Market Matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118(3), pp.969.
- Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R., 2009, "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.48(2), pp.112~131.
- Brooks, R. and Barnett, S., 2006, "What's Driving Investment in China?", IMF Working Paper No. 06/265. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=956728>.
- Bushman, R., and Smith, A., 2001, "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.32(1), pp.237~333.
- Chang, X., Dasgupta, S. and Hilary, G., 2009, "The Effect of Auditor Quality on Financing Decisions", *The Accounting Review*, Vol.84(4), pp.1085~1117.
- Chen, D., Li, O. and Xin, F., 2013, "Five-Year Plans, China Finance and Their Consequences", Available at

SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2259388> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2259388>.

Chen, F., Hope, O., Li, Q. and Wang, X., 2011, "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", *The Accounting Review*, Vol.86(4), pp.1255~1288.

Chen, H., Chen, J., Lobo, G. and Wang, Y., 2011, "Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence From China", *Contemporary Accounting Research*, Vol.28(3), pp.892~925.

Chen, S., Sun, Z., Tang, S. and Wu, D., 2011, "Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence From China", *Journal of Corporate Finance*, Vol.17(2), pp.259~271.

Dechow, P., Sloan, R. and Sweeney, A., 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, Vol.70, pp.193~225.

Fazzari S, Hubbard R., Petersen B., 1988, "Financing constraints and corporate investment", NBER working paper.

Hennessy, C., Levy, A. and Whited, T., 2007, "Testing Q Theory with Financing Frictions", *Journal of Financial Economics*, Vol.83(3), pp691~717.

Jensen, M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American economic review*, pp.323~329.

Jones, J., 1991, "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, 29, 193~228.

Khanna, T., and Rivkin, J., 2001, "Estimating The Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets", *Strategic Management Journal*, Vol.22(1), pp45~74.

Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R., 2007, "Accounting Information, Disclosure, and The Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol.45(2), pp.385~420.

Lin, J. and Tan, G., 1999, "Policy Burdens, Accountability and Soft Budget Constraint", *American Economic Review*, Vol.89(2), pp.426~431.

Modigliani, F. and Merton H., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *The American economic review*, pp.261~297.

Piotroski, J., and Zhang, T., 2014, "Politicians and the IPO Decision: The Impact of Impending Political Promotions on IPO Activity in China", *Journal of Financial Economics*, Vol.111(1), pp.111~136.

Polk, C. and Sapienza, P., 2009, "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", *Review of Financial Studies*, Vol.22(1), pp.187~217.

Stein J., 2003, Agency, Information and Corporate Investment, *Handbook of the Economics of Finance*, Vol.1, pp.111~165.

Wurgler, J., 2000, "Financial Markets and The Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*, Vol.58(1), pp.187~214.