

# 宏观问题之微观证据与微观研究之宏观价值<sup>\*</sup>

——第五届宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会综述

范从来 陈冬华 王宇伟 沈永建 姜国华

2016年11月12日,“第五届宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会”在南京大学商学院召开。本次研讨会由中国社会科学院经济研究所《经济研究》编辑部、南京大学商学院、北京大学财务分析与投资理财研究中心联合主办,旨在深化对宏观经济政策与微观企业行为互动关系的理解,进一步推动“宏观经济政策与微观企业行为”研究领域的发展。

会议开幕式由南京大学商学院副院长王跃堂教授主持,南京大学党委常务副书记杨忠教授、南京大学商学院院长沈坤荣教授、《经济研究》常务副主编郑红亮教授、北京大学光华管理学院姜国华教授、南京大学商学院陈冬华教授先后致辞。杨忠教授首先代表南京大学欢迎了所有与会嘉宾,并向与会人员介绍了南京大学近年所取得的成绩以及未来的机遇与挑战。杨忠教授认为,经济结构转型需要突出创新,本次会议的主题就是创新,与经济结构转型的要求高度一致,具有很强的现实意义。沈坤荣教授向大会介绍了商学院的发展历史与现状,认为商学院应具有“经世济民”的情怀和“服务社会”的宗旨。郑红亮教授鼓励大家围绕经济新常态、供给侧改革、一带一路、互联网+以及大众创新万众创业等内容开展科学研究。最后,姜国华教授和陈冬华教授分别代表“宏观经济政策与微观企业行为研讨会”的会议联合创始人致辞。姜国华教授认为,学术研究当以“问题导向”为主,并向大家介绍了北京大学燕京学堂“聚焦中国,关怀世界”的办学理念,鼓励大家开放心态,文化自信。陈冬华教授向大会介绍了会议的筹备情况,大会共收到稿件100多篇,选题贴近中国经济现实问题,投稿论文总体质量有明显提高,最后选出大会报告论文总共27篇,成为历届研讨会入选论文最多的一次。

接下来的大会发言和主题演讲由郑红亮教授主持。首先,南京大学原党委书记、著名经济学家洪银兴教授作了“互联网+挑战传统的经济学”的大会发言。洪银兴教授由熊彼特提出的“创新就是创造性毁灭”这一观点谈起,提出了“在劳动、资本、技术、管理之外,数据成为一种经济资源”的新观点,并指出,“获取数据的能力成为竞争力的重要标志,谁垄断了数据谁就垄断了市场”。接着,洪银兴教授从传统市场理论、信息不对称理论、全球价值链理论、私人占有理论等角度,讨论了互联网+对传统经济模式及经济理论的挑战,指出互联网促进了商业模式创新和共享经济的形成,企业也由组织变成了开放式的平台。郑红亮教授在随后的点评中强调了大数据在经济新常态中的重要性,分析了共享经济对传统财产观形成的挑战,并建议政府加强互联网的法制和制度建设。接着,沈坤荣教授做了“以创新驱动提升增长质量”的主题报告。沈教授首先分析了处于转型期的中国经济现状,在此基础上他指出,现阶段中国经济需要重构以往由地方政府推动经济增长的动力机制与激励机制,推进全面深化改革落地生根,改变未来预期,协调发挥市场主体的合力作用,审时度势布局“一带一路”,在全球竞争格局演变中争取新一轮的开放红利。郑红亮教授点评认为,沈

<sup>\*</sup> 范从来、陈冬华、王宇伟,南京大学商学院,邮政编码:210093,电子信箱:fancl@nju.edu.cn, dhchen@nju.edu.cn, wangyw@nju.edu.cn;沈永建,南京财经大学,邮政编码:210000,电子信箱:shenyongjian2007@163.com;姜国华,北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:gjiang@gsm.pku.edu.cn。

教授关注了经济新常态中的问题与挑战,提出重建地方政府激励机制是值得关注的问题。最后,中国社会科学院经济研究所副所长、《经济学动态》主编杨春学研究员做了“关于经济政策的几点思考”的主题报告。他认为,对市场应有敬畏之心,政府应该更好地发挥作用,学术界应发挥自身长处,更多为国家的经济政策建言献策。郑红亮教授点评认为,杨春学研究员的报告贯通中西,思考视野广泛,其主要观点呼应了十八届三中全会对市场与政府在资源分配中的作用的阐述。

主题演讲结束后,大会分四个小组开展了论文的分组报告与讨论。现根据研究主题,从四个方面对本届入选论文进行简要的综述。

## 一、宏观经济政策对微观企业创新行为的影响

在中国的宏观经济步入新常态的背景下,微观企业的创新行为成为学术界的研究热点,也是本届学术研讨会重点关注的主题之一。在入选论文中,共有4篇论文的研究内容与该主题直接相关。

黎文靖和郑曼妮的文章《进口竞争激励了企业创新吗?——来自中国加入WTO后的微观证据》研究了中国加入WTO后,关税削减导致的进口竞争对企业创新的影响及其作用机制。研究发现,进口竞争激励企业进行高质量的发明创新,在更容易受竞争影响的企业(非国有企业、行业竞争程度高的企业)中这一效应更明显。进一步的研究还发现,进口竞争激励企业发明创新的作用机制是企业的技术水平。在讨论中,王百强和王宇伟针对文章的实证研究提出了一些技术环节上的问题。

余明桂和范蕊的文章《减税是否能够促进企业创新?——基于2008年所得税改革准自然实验的研究》尝试从企业技术创新的视角探索税率变化影响长期经济发展的一个可能渠道。研究结果发现,降低企业税率的所得税改革提高了企业技术创新水平,这一效应在民营企业、融资约束高、避税程度高的企业更显著。在讨论中,刘行和林洲钰均认为相关领域研究较为充分,因此文章应在已有研究基础上,进一步明确其理论贡献,林洲钰还对企业创新变量的选择提出了自己的意见。

胡珺、黄楠和沈洪涛的文章《市场导向型环境规制可以倒逼企业自主创新吗?——基于中国碳排放权交易机制的自然实验》基于中国七个省市碳排放权交易机制的自然实验开展了实证检验,结论发现碳排放权交易的实施能倒逼试点企业的自主创新行为;碳排放权交易机制的内在设计影响交易市场的流动性;宏观市场背景、中观行业环境和微观企业属性影响碳排放权交易机制与企业自主创新的关系。在讨论中,白露珍建议应考虑行业差异的影响,对微观企业创新行为的度量也应更为严谨。刘海建提出,文章应关注与碳排放相关的创新,而不是所有创新。梁上坤建议应将不进入碳排放交易的行业去除。黎文靖则提出创新能力强的企业很可能更容易进入碳排放交易试点的名单。

徐寿福、贺学会和徐龙炳的文章《“市场”与“市长”:谁在研发资源配置中发挥决定性作用?》检验了资本市场估值和政府干预对我国上市公司研发投资的影响,结果显示,资本市场估值水平有助于提升上市公司研发投资,政府干预则抑制了上市公司研发投资;政府干预削弱了市场机制对公司研发投资的促进作用,这一效应在非国有上市公司和管制行业中更为显著。在讨论中,黎文靖建议应进一步甄别“市场”和“市长”在研发资源配置中的作用。

## 二、经济与政策的不确定性对微观企业行为的影响

宏观经济中的不确定性既可能来自经济的周期性波动,也可能来自宏观经济政策的不确定性。入选论文中有4篇关注了宏观经济波动对微观企业行为的影响,4篇关注了宏观经济政策不确定对微观企业的影响。

### 1. 宏观经济波动对微观企业行为的影响

王红建、李茫茫和刘梓微的文章《通货膨胀预期、利润跨期转移与税收筹划——基于“账税差

异”的实证检验》试图通过实证研究验证通货膨胀预期是否导致企业通过利润跨期转移而推迟缴税。结果显示,在通货膨胀预期条件下企业进行利润跨期转移的动机更显著。在预期通货膨胀较为严重时,企业主要通过将未来成本费用转移至当期来实现利润跨期转移。所得税税率上升会显著抑制其利润推迟行为,所得税税率下降会显著加剧其利润推迟行为。在讨论中,钟凯建议可以将企业对通货膨胀预期的长短考虑进来,张金昌认为应将享有税收优惠的企业剔除出样本,谢光华认为文章的结论也可以用经济周期、经济形势影响企业利润跨期转移来解释。

沈永建、饶品贵和姜国华的文章《通货膨胀影响 CEO 实际薪酬吗?》研究通货膨胀率对 CEO 实际薪酬的影响。研究发现 CEO 名义薪酬的上涨快于通货膨胀的上升;CEO 权力越大,CEO 薪酬在通货膨胀期间的过度调整越严重。薪酬水平、公司治理、财务状况会对通货膨胀率与 CEO 实际薪酬的关系以及 CEO 权力在通胀期间薪酬调整中的作用产生影响。在讨论中,陈冬华建议应厘清文章中关于薪酬调整的表述。范从来指出薪酬合约往往和业绩相关,这对文章结论或有影响。同时他还建议文章应对宏观经济学中的工资理论进行梳理。

罗勇根和饶品贵的文章《雾里看花:通货膨胀与盈余质量》试图解释通货膨胀时期投资者因不能准确调整公司利润的增长而产生的“通货膨胀幻觉”。研究发现公司盈余质量在通货膨胀高的时期显著下降。收入与成本费用配比程度低、盈余透明度差的公司,更高的通货膨胀会产生更低的盈余质量。在讨论中,南晓莉建议可以研究在盈余管理动机不同的企业中,通货膨胀影响盈余质量是否存在差异。张骁建议应从行业通货膨胀率的角度进行研究。鄢姿俏建议可以进一步考察通货膨胀影响盈余质量的具体路径。

李增福和连玉君的文章《经济确如我们看到的那么繁荣或者萧条吗?——基于盈余管理与经济周期的研究》分析了经济周期对企业盈余管理行为的影响,结论发现,在经济繁荣时期企业倾向于进行正向盈余操纵;而在经济萧条期倾向于调低盈余。国有控股企业在经济繁荣期的盈余管理程度低于非国有企业。在讨论中,郑红亮、饶品贵对论文的标题提出了修改建议,并建议作者加强对同类文献的梳理,进一步明确文章的创新点。

## 2. 宏观经济政策的不确定对微观企业行为的影响

张永冀、黄莎和常国珍的文章《经济政策不确定性与企业“脱实向虚”——基于 A 股上市公司的实证研究》通过对国内 19 家主流财经媒体报道的文本挖掘,自建了经济不确定指数,探讨了我国宏观经济政策不确定性对企业资产结构的影响。研究发现当政策不确定性提高时,企业金融资产水平显著上升、经营资产水平显著下降。对于融资约束程度较高的企业,以及处于周期性行业和市场集中度较高的企业,经营资产的减少更加显著。在讨论中,王玉涛认为文章数据可能产生虚假回归,建议进一步检测是否存在因果关系。

谢光华、陆静和郝颖的文章“Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China's Five Year Plan Cycles”将中国的五年计划作为经济政策不确定的一个重要来源,分析了其对企业投资行为的影响,结论发现,与国有企业比较,非国有企业投资行为受到的影响更大。当政策不确定性下降时,这种现象出现了逆转。在讨论中,王红建认为固定效应模型不能解决模型中的内生性问题。沈洪涛认为五年规划具有一定的确定性,企业很可能对五年规模具有一定预期,用其反映经济政策的不确定性并不恰当。

曹胜和朱红军的文章《货币政策波动下的银企关系:IPO 募集资金存放视角》借手工搜集的 IPO 公司募集资金存放数据,发现在银根紧缩预期下,公司更可能将募资集中存放,进而在缓解关联银行揽储压力的同时巩固银企关系。相应地,这类公司在 IPO 之后能获得较多的长期贷款。在金融不发达地区以及非全国性股份制银行样本中尤其如此。在讨论中,黎文靖建议应考虑企业自身的融资约束。王玉涛、赵刚和黎文靖还从不同角度建议作者进一步分析银根紧缩背景下企业将

IPO 募集资金集中存放的动机。

钟凯、程小可和王化成的文章《频繁调整的货币政策损害了资金配置效率吗? ——来自资本结构视角的经验证据》发现, 频繁调整的货币政策导致企业杠杆水平下降, 并且降低了资本结构调整速度。信贷供给减少是其中的主要原因。因此, 货币政策动态调整对企业资本结构的影响主要由供给主导。在讨论中, 张金昌认为反映货币政策动态调整的变量中不应忽略存款准备金率调整的影响。

### 三、政府规制、市场监管与微观企业行为

政府的各类规制行为和市场监管行为, 都可能对微观企业产生重要的影响。在本次研讨会入选论文中, 有4篇文章关注了政府规制的影响, 3篇文章关注了市场监管的影响。

#### 1. 政府规制对微观企业行为的影响

沈坤荣、金刚和方娴的文章《环境规制引起污染就近转移了吗? ——来自中国地级及以上城市的证据》基于空间自滞后模型, 对邻近城市环境规制与本地污染排放之间的因果关系进行了识别, 研究发现确实存在环境规制引发污染就近转移的现象。进一步的讨论揭示出基于产业结构污染化而非简单的产业规模叠加的污染就近转移机制。在讨论中, 沈洪涛指出地方的环境规制往往存在同质性。张金昌则指出在环境规制指标选择中应考虑不同城市在污染物排放种类上存在的差异。

叶青和周伟源的文章《政府治理、二元消费结构与企业转型——一项基于自然实验的研究》分析了二元消费结构对企业转型的影响。实证结论发现, “八项规定”显著影响了依赖政务消费型市场的企业, 这些企业的关系性支出在规制出台之后明显下降, 生产性支出显著上升, 地方政府规模较小, “三公消费”较低, 上述转变越容易发生。这表明过去依赖于政务消费市场的模式对研发创新、品牌建设等生产性支出形成约束, 最终导致企业转型的迟滞。在讨论中, 陈运森对将“八项规定”的实施作为自然事件提出了不同看法。杨玉龙建议用获得专利数作为企业转型的代理指标。

朱凯、潘怡麟、张舒怡和陈信元的文章《市场分割与租值耗散: 基于企业集团跨地区经营的视角》研究了我国地区间市场分割形成的租值及其耗散过程。研究结论表明, 与国有上市公司相比, 民营上市公司跨地区经营能够提升经营利润, 同时支付了更多的非生产性支出和税负, 在总体上提高了经营业绩。这意味着消除地方保护主义将有助于促进企业和整体经济的良性发展。在讨论中, 齐祥芹对经营收益代理指标的选择提出了质疑。鄢姿俏建议可以对地区分割存在的原因进行进一步探索。

鄢姿俏和李婉丽的文章《政府补助对企业管理层和外部投资者行为额外性的影响》发现, 由寻租活动产生的超额政府补助会增加以非效率投资和盈余管理为代表的管理层自利行为, 也会使外部投资者向企业提供资金时要求更多的额外费用进行风险补偿。这意味着由寻租活动产生的超额政府补助会对企业管理层和外部投资者的认知和行为产生显著影响。在讨论中, 罗根勇认为现实中很难区分正常和非正常的政府补助, 并建议作者以“四万亿”作为外生冲击事件, 看其是否影响政府补助。张骁认为文章对政府补助类别的划分需要有更多的逻辑链条支持。

#### 2. 市场监管对微观企业行为的影响

王彦超和陈思琪的文章《关联担保、约束机制与诉讼风险迁移》研究了上市公司对关联方提供的担保情况与担保方债务诉讼风险的关系, 结果表明上市公司为下属公司或子公司提供的关联担保越高, 面临越大的连带责任和诉讼风险。在公司治理较好或外部约束较强的环境下, 关联方担保与连带责任诉讼之间的关系较弱。外部约束因素会影响上述关系。在讨论中, 饶品贵建议区分关联和非关联担保, 并进行对照组研究。

辛宇、滕飞和顾小龙的文章《违规处罚的绩效传递效应——来自中国企业集团的经验证据》分析了监管部门违规处罚产生的绩效传递效应。研究结论发现,当集团中有企业受到违规处罚时,其他成员企业的短期和长期市场反应均显著为负,即产生违规处罚的“信息传递效应”;在此之后,其他成员企业的业绩表现显著下降,即“绩效传递效应”。进一步研究发现,业务关联、地域相邻和实际控制人股权结构对这种绩效传递效用存在调节作用。

夏雪、滕飞和徐莉萍的文章《违规监管与借款结构》研究了违规监管对公司银行借款结构的影响。研究发现,公司在受到违规监管后,信用借款显著减少,担保借款显著增加,并且这种变化主要体现在短期借款结构;公司(短期)借款结构的变化体现在违规监管后的各期,而长期借款结构变化在违规监管的后期才显著体现;国有企业的银行借款结构变化程度或幅度大于非国有企业;政治关联缓解了违规监管后公司的借款困难。在讨论中,杨玉龙建议在实证研究中要控制异常交易、关联交易等变量。

#### 四、宏观政策与微观企业的融资行为

宏观政策对企业的融资行为产生直接的影响。在本次研讨会入选论文中,有3篇讨论了企业的债务融资行为,1篇讨论了企业的股权融资行为。

王宇伟、范从来、盛天翔和陈冬华的文章《宏观政策、金融资源配置与企业部门高杠杆率》讨论了宏观企业部门杠杆率上升的微观原因。研究认为,宏观企业部门杠杆率受到微观企业负债率、企业增加值率和资产周转率的共同影响。利用微观企业数据进行的实证研究表明,宽松的宏观政策环境下,低增加值率和低资产周转率的企业,其负债率上升更为明显。这意味着金融资源被过多配置到生产附加值相对较低和资产营运能力相对较弱的部门,才是近年来我国宏观企业部门杠杆率猛增的真正原因。

钱雪松和杜立的文章《基于影子银行视角的中国货币政策信贷传导有效性研究:广延边际、集约边际与体制内外差异》研究了货币政策对委托贷款规模的影响。研究结果显示,在央行实施紧缩的货币政策期间,企业增加了对委托贷款的使用以弥补资金供给缺口。紧缩的货币政策显著提高了国有企业的委托贷款规模,而民营企业对其反应不灵敏。

刘行、赵健宇和叶康涛的文章《企业避税、正规金融与非正规金融:基于所得税分享改革的断点回归分析》考察了企业避税对债务融资以及债务融资来源的影响。结论显示,外生的企业避税程度的减少会促使企业扩大债务融资规模,但是避税的减少并没有增加企业正规金融的使用幅度。企业避税的减少增加了企业商业信用的使用幅度,且这一关系在融资约束严重的企业和民营企业更为显著。在讨论中,曹胜建议文章对比正规金融和商业信用的成本,王玉涛建议考虑正规金融和非正规金融随着政策变化而出现的此消彼长现象。

王雄元和高曦的文章《年报风险披露、信息异质性与权益资本成本》研究了我国风险信息披露的信息特性、价值相关性以及其对权益资本成本的影响。结论认为,风险信息披露及其变化值越大,公司权益资本成本及其变化值越小,说明风险信息披露有助于降低权益资本成本;这种负相关关系主要体现在分析师跟随数量较少组、低竞争行业组、无违规与法律诉讼组、年报基础信息较好组、投资者情绪较低组、投资者异质性较高组、货币政策紧缩组以及法律环境较好组。风险信息披露变化值越大,市场反应越好,公司股权再融资的可能性越大。

#### 五、其他宏观经济政策与微观企业行为领域的研究

陈冬华和姚振晔的文章《产业政策与股价同步性》的研究发现,产业政策的宣告会带来股价同步性的变化。具体而言,获取产业政策支持的公司,在事件宣告之后,股价同步性会上升;随着政策支

持力度的加大, 股价同步性上升的幅度会增加; 同步性上升的现象主要存在于政策支持力度上升的企业、国有企业、前期获取政策性银行贷款较低企业和前期获取政府补贴较低企业中。此外, 分析师、社保基金等信息中介的存在会使得股价同步性降低。

王百强、孙昌玲和姜国华的文章《税收成本粘性研究: 来自中国上市公司的经验证据》发现我国上市公司存在明显的税收成本粘性现象, 即当税收成本随着利润总额的变动而变动时, 利润减少时的税收成本减少量小于利润等额增加时税收成本的增加量。进一步的研究发现, 税收成本粘性受到选举周期、地方财政创收压力 and 市场化程度的影响。在讨论中, 黎文靖建议对分组的样本进行组间差异检验, 梁上坤建议应以政府官员的实际换届年份来界定选举周期。

祝继高、李天时和尤可畅的文章《房地产价格与商业银行贷款损失准备——基于中国城市商业银行的实证研究》分析了房地产价格对中国城市商业银行计提贷款损失准备的影响。该文发现, 房地产价格与城市商业银行贷款损失准备显著正相关, 且相比经济适用房以及其他类商品房, 当商品房销售价格上涨时, 城市商业银行会倾向于计提更多的贷款损失准备。相比较而言, “四大”会计师事务所审计的城市商业银行和国有城市商业银行会计提更多的贷款损失准备。

肖斌卿、颜建晔、栾子乔、王燕如的文章《商业效率能否提升社会效率? ——以农村商业银行为例》发现商业效率与社会效率呈现 U 型关系。贷款市场份额、资产经营规模、营运成本是决定农商行商业效率和社会效率是否同时有效的主要因素。在企业或行业发展初期, 追求商业效率改进要以牺牲一些社会效率为代价; 而当商业效率提高至一定水平, 即企业行业发展成熟之后, 存在一个拐点, 商业效率与社会效率开始出现一致的同向发展。

最后, 大会举行了闭幕式。闭幕式由南京大学校长助理范从来教授主持。厦门大学宏观研究中心李文浦教授作了“民间投资失速与供给侧结构性改革”的主题报告。在报告中, 李文浦教授就政府投资和民间投资逆趋势变动、民间投资失速原因探索、民间投资失速的后果模拟等问题进行了深入分析。在此基础上李文浦教授提出, 供给侧改革的实质, 应该是供给侧结构不断适应需求结构发展变化的市场化调整过程。比“去”更重要的是“增”, 调动以民间资本为主的供给侧的投资积极性十分关键。北京大学国家发展研究院教授、北大市场网络经济研究中心主任张维迎教授做了“企业家与经济增长”的大会发言。他首先从市场不完全竞争、信息不对称、外部性等角度, 就产业政策背后的经济学思想阐述了自己的见解。其次, 张维迎教授阐释了企业家在经济中的作用, 他指出新古典经济学排除了企业家的作用, 认为经济决策是在既有资源约束下的最优解, 但是, 在现实中企业家是创造性的力量, 可以打破现有资源约束, 企业家的创新活动可以创造新的供给曲线, 这一特性值得研究者们重视。范从来教授在总结发言中对两位嘉宾的报告表示了感谢, 他指出, “宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会”创办的初衷, 就是希望既为宏观问题寻找更多的微观证据, 也能在微观研究中挖掘更多的宏观价值。已经举办的五届研讨会在上述的领域做了很多有价值的研究。姜国华教授在会议总结发言中指出, 这次研讨论开幕式和闭幕式的主题演讲者, 都是在学界有影响力的经济学家, 而参会的大部分论文作者及与会嘉宾则是管理学领域的学者, 这恰恰体现了我们研讨会对宏观经济与微观主体互动关系问题的关注, 引起的思维碰撞对相关学科的发展也能够起到一定的推动作用。最后, 姜国华教授宣布, 第六届“宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会”将于 2017 年在暨南大学管理学院举办, 暨南大学会计学系主任黎文靖教授欢迎与会嘉宾明年相聚广州。

经过与会专家的评审, 本次研讨会评选出的优秀论文是: 1. 《基于影子银行视角的中国货币政策信贷传导有效性研究: 广延边际、集约边际与体制内外差异》(作者: 钱雪松、杜立); 2. 《关联担保、约束机制与诉讼风险迁移》(作者: 王彦超、陈思琪); 3. 《政府治理、二元消费结构与企业转型: 一项基于自然实验的研究》(作者: 叶青、周伟源)。

(责任编辑: 王利娜)(校对: 张 涵)