

产业政策、基金投资与企业股权再融资

彭文平¹, 胡艳², 肖继辉³

(1. 华南师范大学 经管学院, 广东 广州 510006; 2. 中国人民银行嘉兴中心支行, 浙江 嘉兴 314001;
3. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510006)

[摘要]如何有效引导资金流向政策支持的企业,是产业政策发挥效果、促进金融服务经济的关键。根据“产业政策引导基金投资,基金投资与产业政策的有机结合影响企业再融资”的思路,研究了产业政策对基金投资行为的影响,并进一步研究了产业政策影响下的基金投资能否促进企业再融资问题。研究发现:产业政策能引导基金投向政策支持的企业;基金持股与产业政策的交互作用引导资本市场资金流向政策支持的企业,促进企业再融资。研究有助于深入理解产业政策、资本市场主体行为和市场资源配置之间的关系,更好发挥产业政策的导向作用和金融支持实体经济的功能。

[关键词]产业政策;基金投资;企业再融资;脱实向虚;企业金融化;资源配置;融资成本

[中图分类号]F832.51;F270 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2024)03-0062-14

一、引言

中国特色社会主义的一个重要特征就是政府在资源配置和经济发展中发挥着重要作用^[1]。产业政策是政府调控经济结构,引导经济发展的重要手段。政府根据经济发展的需要,与时俱进调整产业政策,旨在通过产业政策引导资金投向,优化产业结构,提高资源配置效率。产业政策指出了经济发展的方向,金融服务经济就需要将资金投向产业政策支持的行业和企业。那么,产业政策能否引导金融市场资金投向呢?当前一些文献从企业金融化的角度研究了产业政策与资金流向实体经济的关系,但结论不一^[2]。这些研究大多关注的是银行信贷和债务融资^[3],很少关注资本市场在产业政策引导资金流向中的作用。理论上,资本市场是资金流动的主要市场之一,产业政策能否发挥引导资金流向的作用,需要关注产业政策对资本市场的影响。直觉上,产业政策会对受支持的企业产生长期正面影响,改善企业基本面,投资者因而也会购买相关受益股票,为企业从资本市场融资提供便利。基金作为重要的机构投资者,在资本市场举足轻重,基金资金投向影响着资本市场资金投向。那么,产业政策会对基金资金投向产生怎样的影响?能否引导基金投向受政策支持的企业促进企业再融资?

本文基于“政府颁布产业政策→引导基金资金投向→政策与基金的有机结合促进企业股权再融资”的思路,以“十二五”和“十三五”期间A股上市公司为样本,以受到产业政策支持的企业为实验组,以未受产业政策支持的企业为控制组,研究了产业政策对基金资金投向的影响,并在此基础上研究了基金资金投向与产业政策的交互作用对企业股权再融资的影响。受到产业政策支持的企业股票收益率和成长性更好,这引导基金投向受政策支持的企业;产业政策影响下的基金投资降低了企业融资成本,显著促进了企业股权再融资。

[收稿日期]2023-12-07

[基金项目]国家社科基金(22BJL022,19BGL057),广东省哲学社科规划项目(GD20HGL02)

[作者简介]彭文平(1972—),男,湖南长沙人,华南师范大学经管学院教授,博士,主要研究方向为资本市场与公司财务;胡艳(1996—),女,河南邓州人,中国人民银行嘉兴中心支行职员,主要研究方向为资本市场与公司财务;肖继辉(1976—),女,湖南邵阳人,暨南大学管理学院教授,博士生导师,博士,主要研究方向为公司财务与基金投资,通信作者,邮箱:jihuix@163.com。

本文的研究可能具有以下贡献:(1)拓展了产业政策和企业融资的相关研究。诸多学者从企业融资角度,研究了产业政策对银行信贷和企业债务融资的影响,但结论不一。本文从基金投资的角度进行研究,发现产业政策通过引导基金资金投向进一步引导资本市场资金流向,从而促进了企业再融资。本文的研究弥补了相关文献对资本市场特别是基金在企业股权再融资中的作用关注不够的缺陷,丰富了产业政策与企业融资的相关研究。(2)本文从微观资本市场资金流向角度的研究,有助于深化对国家政策、市场主体行为和市场资源配置之间的关系理解。市场在资源配置中起决定性作用,要更好地发挥政府政策的作用,就需要考虑市场主体的行为。本文研究了资本市场主体——基金对产业政策的反应,以及这种反应对资本市场资金流向的影响。研究表明,产业政策如能合理利用和引导微观市场主体的行为,就能对资源配置起到重要的引导作用。

二、文献综述

(一) 产业政策的作用

政府实施产业政策目的是引导产业发展方向,促进产业结构升级,改善资源配置效率。不同国家和地区实施产业政策的做法由来已久,众多学者也对政策实施效果进行了研究,但结论莫衷一是。一种观点认为,市场不是万能的,政府干预可以弥补市场失灵^[4]。产业政策通过市场准入等行政手段和配套的财政金融政策,能促进市场竞争,改善资源配置效率,提高产业生产率^[5],优化产业结构,推动产业转型升级,促进经济协调发展,从而提高整体经济效率^[6]。对于后发国家而言,通过产业政策扶持和培育新兴产业,可以实现弯道超车^[7]。而另一种观点则认为,自由竞争的市场配置资源是最优的,政府政策干预只会导致市场机制扭曲,产业政策很难实现理想效果^[8]。政府也不是万能的,认知能力有限,信息不完全等问题导致的“政府失灵”,使得政府可能错误地选择了支持和限制的产业^[9]。而企业的“寻支持”“寻补贴”等寻租行为,加剧了资源的错配^[10],部分政策支持的行业出现过度投资、产能过剩等问题,反而不如在市场竞争中成长起来的产业发展得好^[11]。

还有一些文献从微观角度研究了产业政策对企业的影响。一种观点认为,产业政策能提高企业生产率和投资效率^[12]。另一种观点则认为,产业政策会引发过度投资,降低资源配置效率^[13]。产业政策还会显著促进企业金融化,加剧经济“脱实向虚”^[2,4]。

此外,还有少量文献研究了产业政策对资本市场的影响。Barber 和 Odean 发现投资者关注产业政策信息,买入政策支持行业的股票,引起股价短期上涨。韩乾和洪永森发现我国产业政策会引起受支持企业的股价的短期上涨,但中长期内股价会下跌^[14]。

(二) 基金投资的作用

在基金投资与资本市场资金流向方面,研究发现基金投资行为更成熟、业绩更好,会引导散户资金投向。与散户相比,基金有更多的信息来源和搜索技术,并且规模更大,因而单位信息搜索成本更低^[15]。基金拥有完善的研究体系和专业人才优势,具有系统的专业知识和强大的信息分析能力,并能够利用最前沿、最先进的分析方法进行投资^[16]。所以,相对散户而言,基金有能力挖掘出有价值的“潜力股”^[17]。同时,与散户相比,基金投资管理能力更强,投资理念更稳健,投资行为更成熟,能坚持长期价值投资,避免追涨杀跌,获得更多的长期回报^[18]。所以,基金管理人较其他投资者具有一定信息优势,基金投资行为具有信息含量,散户跟随基金进行投资是理性的选择^[19]。

在基金持股对公司治理的影响方面,研究发现,基金参与持股公司治理能缓解信息不对称、降低代理成本。基金等机构投资者持股比例大,具有规模优势和专业能力,因此对其持股的公司更愿意也更有能力进行监督和治理,积极行使投票权^[20],防止大股东损害中小股东的利益。李维安等实证研究表明,随着我国资本市场的发展,以基金为代表的机构投资者也开始深入参与公司治理^[21],显著改善上市公司绩效。研究发现:机构投资者持股能够制衡大股东,显著抑制大股东掏空上市公司,在一定程度上改

善上市公司财务绩效^[22];基金通过参与公司治理,能够在一定程度主导企业创新研发^[23];基金持股通过约束控股股东侵占行为,提升了上市公司价值^[24]。

(三) 企业融资的影响因素

影响企业融资的影响因素很多,对于本文关注的企业在资本市场股权再融资而言,研究发现融资成本是重要影响因素^[25]。企业会计信息是投资者决策的重要依据,信息披露质量越高,越有利于公司融资,因为它能够减少信息的不对称,从而降低融资成本。外部治理水平也能显著降低企业的股权融资成本,从而促进企业再融资^[26]。

产业政策也会影响企业融资。产业政策选择了一系列优先发展的产业,为了支持这些产业的发展,政府往往会实施信贷优惠等配套政策,将金融资源向支持的产业倾斜,从而增强受支持企业的融资能力。产业政策既是资源配置的手段,也是金融资源投向的风向标,这会使得投资者对政策支持产业抱有乐观的预期,提高相应产业的股价,引发资本流入^[18],缓解受支持企业的融资约束^[27],帮助企业获得更多的债务融资^[28]。

资本市场是企业融资的重要渠道,但产业政策能否促进受支持的企业在资本市场进行股权融资,相关研究较少,且结论不一。支持观点如陈冬华等考察了从“八五计划”到“十一五计划”公司的IPO和再融资,发现受产业政策支持的企业拥有更多的外部融资机会,其融资约束低于其他行业^[1],李隋则认为产业政策能够主导企业融资,提高企业定向增发和债权融资的规模和频率^[29]。而反对观点如韩乾和洪永淼发现,产业政策从长期来看,对股市收益率的影响不大,这大大降低了产业政策的效果^[14]。

在机构持股与企业融资方面,很多研究者发现,机构投资者可以依靠他们的信息优势或者交叉持股的影响力来改善企业的经营状况、公司治理和信息环境等,从而促进企业融资。影响企业外部融资的重大障碍是信息不对称,信息不对称产生逆向选择,外部投资者不知道应该将资金投向哪些企业。Chen等认为机构投资者具有信息优势,比如行业专业知识、更大的信息搜索处理能力,因而能一定程度上解决逆向选择问题。而由于信息溢出效应,基金持股比例实际上向外界发送了是否可投资的信号。从这个角度,Chen等研究得出机构持股比例与企业外部融资机会显著正相关^[20]。相对于短期持股,机构投资者的长期持股更有利于企业获得再融资机会。Bushee将机构投资者分为长期、短期和准指数机构投资者。由于长期机构投资者拥有更大的股权和长期持有,他们可能更多地参与监督和产品市场协调活动,促进企业融资。相比之下,短期投资者更可能从事信息化交易,很少监督企业行为^[30]。因此,研究者认为长期机构投资者持股更有助于提高企业信息质量,获得更多的融资等外部支持^[20,30]。

(四) 文献述评

通过对文献的梳理可以发现,中国积极实施产业政策取得了显著的成果,但关于产业政策如何引导资金流向,提高政策作用的精准度和有效度,仍存在进一步研究的空间。在市场经济中,市场是配置资源的主要手段,产业政策要发挥引导资金投向、优化产业结构、提高资源配置效率的功能,就需要与市场主体行为相结合。产业政策对企业融资的影响相关研究结论基本一致,但这些研究主要着眼点在银行信贷和企业债务融资。本文认为,资本市场和银行信贷市场一样,是企业融资的主要场所。政府政策可以通过差异性信贷政策、定向降准等手段直接引导信贷资金流向产业政策支持的企业,但在更市场化的资本市场上,政策并不能直接引导资金流向,而是需要结合市场主体的行为,间接引导资本市场资金流向。基金是重要的资本市场主体,基金投资引导着资本市场资金流向。那么在实践中,中国产业政策是否引导了基金资金投向?如果产业政策引导了基金资金投向,那么,产业政策通过引导基金投资是否引导了资本市场资金流向政策支持的企业促进企业再融资?这是本文要研究的两个问题。本文认为,搞清楚这些问题,对于深入理解产业政策、资本市场主体行为和市场资源配置之间的关系,更好地发挥产业政策的导向作用,至关重要。

三、理论分析与研究假设

本文基于“政府颁布产业政策→引导基金资金投向→政策与基金的有机结合促进企业股权再融资”的研究思路,本文以受到产业政策支持的企业为处理组,以产业政策未支持的企业为对照组,首先研究产业政策能否引导基金资金投向,接着进一步研究基金投资与产业政策的交互作用能否促进企业股权再融资,从而回答产业政策能否通过引导基金投资进而引导资本市场资金流向政策支持的企业的问题。

(一) 产业政策与基金资金投向

我国产业政策的一个重要表现是在五年规划中确定未来五年国家重点发展的产业。受到政策支持的企业和企业会得到准入门槛、财政补贴等一系列配套措施的支持,从而在实体经济层面改善受支持企业的经营业绩。首先,获得政策支持的企业在准入门槛、项目审批等方面可以优先得到更多投资机会,发展前景更佳^[15]。其次,对于政策支持的产业,政府会投入更多资源,帮助企业摆脱经营困境,提高其抗风险能力^[31]。最后,对于受政策支持的企业,中央和地方政府都会给予相应的财政补贴、税收优惠以及信贷支持等,在一定程度上降低企业经营成本,有助于企业进一步发展^[12]。这些实质性措施,会对受支持企业产生长期的正面影响,改善企业的基本面,提高企业的成长性和未来盈利能力^[5],从而提高资产价格,自然,这些产业和企业会成为基金等投资者关注的重点,为强化投资者的信心,基金将加大对其的投资^[32]。基于以上分析,本文提出假设1。

H1:相对于产业政策未支持的企业,受政策支持的企业会吸引更多的基金投资。

(二) 基金持股与企业再融资

如果产业政策引导了基金投向政策支持的企业,这会不会进一步引导市场资金投向政策支持的企业,从而促进企业股权再融资呢?从企业的角度看,融资成本是影响企业融资的重要因素之一,企业会采取各种措施以尽可能地降低融资成本。从投资者的角度看,信息不对称带来的逆向选择和道德风险是阻碍投资者投资的重要因素。当投资者感觉到投资风险因信息不对称而上升时,他们必然要求更高的预期回报,从而推高融资成本。所以,如果能降低信息不对称,就能降低融资成本,从而促进企业股权再融资。在这个过程中,基金发挥着重要作用。

首先,基金作为典型的机构投资者,拥有信息优势,能更好地解决逆向选择问题。基金作为专业化的机构投资者,相对普通投资者,对上市公司的信息搜集、发展前景预测以及投资价值分析具有专业优势^[15]。尤其当基金参与持股公司治理时,对公司更加了解,能够更低成本地深入挖掘企业的非公开信息,更准确地判断企业投资价值,发现优质投资标的^[17]。而散户投资者的单位信息搜索成本较大,也缺乏专业知识和信息处理能力,并不能区分出有价值的公司,因而跟随基金投资是一种合理和低成本的做法^[33]。所以,基金资金投向向市场传递了积极信号,普通投资者看到这个信号,就会做出该公司具有投资价值的判断,从而跟随基金进行投资。而“羊群效应”的存在,更加剧了这种追随行为^[19]。基金引导市场资金买入政策支持的股票,会导致股价上涨。由于增发、配股等股权再融资方式的成本都与股价直接相关,股价上涨会显著降低再融资成本,从而促进上市公司再融资。

其次,作为典型的机构投资者,基金参与持股企业的治理,可以更好地监督和约束企业行为,缓解道德风险,降低企业融资成本。基金在公司治理中担任双重角色,既是上市公司的股东,也是基金持有人的受托方:作为股东,基金有责任积极参与持股公司决策,改善公司治理,提高企业价值,推动公司发展;作为受托人,基金有义务维护委托人的利益,监督约束企业行为,降低代理成本。实证研究发现,机构投资者参与公司治理,可以帮助企业克服道德风险和逆向选择问题,约束管理层的盈余管理行为、提高会计信息质量,从而降低企业外部融资的成本^[22]。总之,随着基金实力的增强,基金积极参与公司治理,既优化了投资组合,也有助于约束管理层的机会主义行为、提高信息质量,从而降低企业融资成本^[24]。由于基金主动参与公司治理,直接表达自己和中小股东的利益诉求,这也将获得中小股东等的一致性行

动^[34],引导市场资金流向。基于以上分析,本文提出假设 2:

H2:产业政策影响下的基金持股越多,企业再融资越多。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文使用中国 A 股市场 2011—2020 年的上市公司作为初始样本,剔除金融行业、房地产行业和部分数据缺失的公司。基金持股、增发配股及企业财务数据来自 CSMAR 数据库,产业政策数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。针对主要连续变量,按照 1%—99% 的水平予以缩尾处理,同时按公司进行聚类,最后获得共 3010 家企业 15347 个观测值。

(二) 实证研究模型

为检验假设 1,本文建立模型(1):

$$fund_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IP_{it} + \alpha_2 control_{it} + \lambda + \mu_t + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $fund_{it}$ 为 t 时期基金持有企业 i 的股票的比例,用基金持股占公司 i 的流通股的比例来衡量。 IP_{it} 为是否受产业政策支持的哑变量。参考陈冬华等、黎文靖等^[1,35],利用中国研究数据服务平台(CNRDS),将《第十二个五年规划纲要》和《第十三个五年规划纲要》中出现“发展”“鼓励”“支持”等字眼的行业列为受政策支持行业。如果企业 i 在时期 t 属于产业政策支持的行业,则为处理组, IP_{it} 赋值为 1,否则为对照组,赋值为 0。受支持的产业主要是制造业、农业等实体经济,金融、房地产等虚拟经济没有得到支持。行业划分参考《中国证监会上市公司行业分类指引(2012 版)》。

为了验证假设 2,本文建立模型(2):

$$seo_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IP_{it} \times fund_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 fund_{it} + \alpha_4 control_{it} + \lambda + \mu_t + \varepsilon \quad (2)$$

其中, seo_{it} 为企业股权再融资。参考祝继高、陆正飞的研究^[36],以企业 i 在 t 时期增发、配股总额占年末总资产比例来衡量。 $IP_{it} \times fund_{it}$ 为产业政策与基金持股的交互项。我国市场资金的配置形式主要分为银行信贷资金(债务融资)、IPO 和资本市场再融资等。银行信贷资金和 IPO 受到较多的政府行政干预,具有较强的非市场性^[37];相对来说,资本市场股权再融资的政府干预较少,更多由市场因素决定。因此选择企业资本市场股权再融资作为产业政策的作用对象,研究基金在其中的作用,更能体现市场在配置资源中的作用。

借鉴花贵如等的研究^[38],本文控制了企业规模($lnsize$)、财务杠杆(lev)、管理费用率(ttm)、企业产权属性(soe)、固定资产比率(fa)、股权集中度($share$)、企业自由现金流($fcfr$)、上市年限($lnage$)等。同时控制行业固定效应 μ 和时间固定效应 λ 。主要变量如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量描述
seo	企业再融资	(增发净额 + 配股总额)/年末总资产
$fund$	基金持股	基金持有上市公司股票数量/流通股数量
IP	产业政策	受产业政策支持的企业取 1,其他取 0
sr	股票回报率	企业股票年回报率
tq	企业成长性	托宾 Q 值(市值/总资产)
coc	企业融资成本	参考毛新述等的 PEG 模型 ^[39] 确定
$lnsize$	资产规模	企业的年末总资产的对数
$fcfr$	企业自由现金流	企业自由现金流除以总资产
$share$	股权集中度	前十大股东的持股比例
lev	财务杠杆	企业的资产负债率
ttm	管理费用率	企业的管理费用/营业收入
fa	固定资产比率	企业的固定资产比率
soe	企业产权属性	国企取 1,其他取 0
$lnage$	上市年限	用会计期间减去上市年份的差的对数
λ	行业	行业固定效应
μ	年度	时间固定效应

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

主要变量的描述性统计见表 2。产业政策(IP)的均值为 0.561,表明受产业政策支持和不受支持的企业数量相对平均,能够对产业政策的效果进行良好的分析。基金持股($fund$)的均值为 0.05,最小值

为0,最大值为0.376,表明企业的基金持股比例不均衡。企业再融资(*seo*)的均值为0.019,最小值是0,最大值为0.459,意味着企业再融资水平差异较大。控制变量中,企业规模、上市年数、现金流、财务杠杆和股权集中度等和现有文献一致,标准差较大,说明企业之间存在一定的差异。企业属性(*soe*)的均值为0.391,表明样本中的非国企业的数量要略大于国企业的数量。

处理组和对照组的核心变量的描述性统计如表3所示。产业政策支持组(处理组)的基金持股比例(*fund*)均值为0.051,高于产业政策未支持组(对照组)的均值0.048, Kruskal-Wallis 检验在5%水平上显著。处理组的企业再融资(*seo*)均值为0.02,高于对照组的0.017,且在1%水平上显著,说明受到产业政策支持的企业基金持股和股权再融资都更多,初步验证了假设1。

为了更为清晰地描述样本期间产业政策和基金持股的关系,本文绘制了产业政策影响基金持股的历年趋势图。如图1所示,受产业政策支持的企业基金持股比例高于未受政策支持企业。这表明基金倾向于更多地持有受政策支持的企业股票,这可能是因为预期政策支持的企业未来有较高的股票收益和良好的成长性;反之,不受产业政策支持的企业,会导致投资者做出悲观评价从而降低持股。因此,产业政策对基金资金投向产生了积极的影响,与假设1的预期一致。

(二) 基准回归结果分析

表4为模型(1)和模型(2)的回归结果。产业政策(*IP*)和基金持股(*fund*)的回归系数在1%的水平上显著为正,表明相对于未受产业政策支持的企业,受政策支持的企业基金持股更多。所以,产业政策支持促进了基金对企业的投资,验证了假设1。列(2)中,企业再融资(*seo*)和产业政策(*IP*)的回归系数在10%的水平显著为正,说明产业政策支持能促进企业再融资。列(3)中,企业再融资(*seo*)和基金持股与产业政策的交互项(*fundIP*)的系数在5%的水平上显著为正。基金持股在产业政策对企业再融资的影响中发挥正向调节作用,基金持股越多,产业政策对企业再融资的影响越大,即基金持股强化了产业政策对企业再融资的正向影响,验证了假设2。

(三) 稳健性检验

1. 内生性问题的处理

上文研究表明,产业政策通过基金持股影响企业股权再融资。但是这种因果关系可能受内生性的影响。由于基金持股和企业再融资较小可能影响产业政策的制定,因此基本排除反向因果关系的问题。

表2 主要变量的描述性统计

变量	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>fund</i>	15347	0.050	0.073	0	0.376
<i>IP</i>	15347	0.561	0.496	0	1
<i>seo</i>	15347	0.019	0.072	0	0.459
<i>lnsize</i>	15347	22.330	1.301	14.942	28.636
<i>fefr</i>	15347	0.007	0.103	-0.404	0.266
<i>share</i>	15347	34.045	14.797	8.48	74.820
<i>lev</i>	15347	0.430	0.197	0.060	0.903
<i>ttm</i>	15347	0.090	0.074	0.008	0.450
<i>tq</i>	15347	2.061	1.346	0.853	8.751
<i>fa</i>	15347	0.226	0.165	0.003	0.709
<i>lnage</i>	15347	2.187	0.751	0	3.401
<i>soe</i>	15347	0.391	0.485	0	1

表3 主要变量的组别差异

变量	组别	平均值	差异值	T值	Kruskal-Wallis 检验
<i>fund</i>	处理组	0.051	0.002	0.55	4.311 **
	对照组	0.048			
<i>seo</i>	处理组	0.02	0.003	2.25 ***	6.047 ***
	对照组	0.017			

注: ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

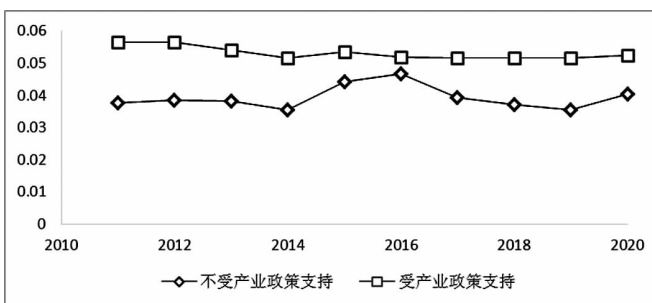


图1 产业政策对基金投资的历年趋势变化图

但是回归结果仍可能受同时影响产业政策、基金持股和企业再融资的第三方因素的影响而模型遗漏了这些因素,此外还可能存在测量误差等问题,这些可能影响回归结果的稳健性。因此,本文首先借鉴王克敏等^[13]、花贵如等^[38]的研究,利用产业政策变化的外生冲击事件构建自然实验,比较政策变化前后基金持股及企业股权再融资的差异,以解决内生性问题。

五年规划中产业政策的调整包括两个方面:第一,产业政策支持“从无到有”,即公司在“十二五”期间不受产业政策支持,但“十三五”期间受支持,本文用 $yearRIP_1$ 衡量,定义“十三五”期间 $yearIP_1 = 1$,“十二五”期间 $yearIP_1 = 0$ 。第二,产业政策支持“从有到无”,即公司在“十二五”期间受产业政策支持,但“十三五”期间不受支持,用 $yearIP_2$ 衡量,定义“十三五”期间 $yearIP_2 = 1$,“十二五”期间 $yearIP_2 = 0$ 。回归模型如下:

$$fund_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 yearIP_1_{it}(yearIP_2_{it}) + \alpha_2 control_{it} + \lambda + \mu_i + \varepsilon \quad (3)$$

$$seo_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 yearIP_1_{it} \times fund_{it}(yearIP_2_{it} \times fund_{it}) + \alpha_2 yearIP_1_{it}(yearIP_2_{it}) + \alpha_3 fund_{it} + \alpha_4 control_{it} + \lambda + \mu_i + \varepsilon \quad (4)$$

表5中列(1)和(2)为产业政策发生“从无到有”时基金持股与企业股权再融资的回归结果。列(1)中解释变量 ($yearIP_1$) 在1%的水平上显著为正,表明当产业政策支持“从无到有”,即“十二五”期间不受产业政策支持的企业,在“十三五”期间受到支持时,该企业的基金持股比例显著提高。列(2)显示,基金持股与产业政策的交互项 ($yearIP_1 \times fund$) 对企业再融资的影响在5%的水平上显著为正,表明当企业经历产业政策“从无到有”的支持后,基金投资者会受政策影响,增加对受政策支持企业的投资,并进而促进受支持企业的股权再融资。

表5中列(3)和列(4)为产业政策支持“从有到无”时基金持股与再融资的回归结果。列(3)中解释变量 ($yearIP_2$) 在1%的水平上显著为负,表明当产业政策支持“从有到无”,即“十二五”期间受产业政策支持的企业,在“十三五”期间不再受政策支持

表4 产业政策、基金投资和企业再融资的回归结果

	(1) <i>fundit</i>	(2) <i>seoit</i>	(3) <i>seoit</i>
IP_{it}	0.0160 *** (0.003)	0.0068 * (0.004)	0.0019 (0.001)
$fund_{it}$			0.0843 *** (0.011)
$fund_{it}IP_{it}$			0.0473 *** (0.015)
$lnsize_{it}$	0.0112 *** (0.001)	0.0229 *** (0.002)	0.0025 *** (0.001)
$fcfr_{it}$	-0.0280 *** (0.005)	-0.1748 *** (0.006)	-0.1886 *** (0.005)
$share_{it}$	-0.0002 ** (0.000)	0.0021 *** (0.000)	-0.0000 (0.000)
lev_{it}	-0.0236 *** (0.005)	-0.0542 *** (0.006)	-0.0264 *** (0.003)
ttm_{it}	-0.0459 *** (0.012)	-0.0160 (0.014)	-0.0264 *** (0.008)
fa_{it}	-0.0318 *** (0.007)	-0.0084 (0.009)	-0.0110 (0.003)
$lnage_{it}$	-0.0396 *** (0.003)	0.0318 *** (0.004)	-0.0006 (0.001)
soe_{it}	-0.0044 (0.003)	-0.0001 (0.004)	-0.0018 (0.001)
行业固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	-0.0649 ** (0.030)	-0.6398 *** (0.037)	-0.0397 *** (0.011)
观察值	15347	15347	15347
企业数	3010	3010	3010
R-squared	0.111	0.180	0.137

注:*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1,下同。

表5 内生性问题的处理

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	从无到有		从有到无		滞后一期
	<i>fundit</i>	<i>seoit</i>	<i>fundit</i>	<i>seoit</i>	<i>seoit</i>
$yearIP_1_{it}$	0.027 *** (0.010)	0.028 ** (0.014)			
$yearIP_2_{it}$			-0.024 *** (0.009)	-0.009 (0.012)	
$fund_{it}$		0.132 *** (0.012)		0.232 *** (0.049)	
$yearIP_1it \times fund_{it}$		0.281 ** (0.120)			
$yearIP_2it \times fund_{it}$				-0.269 *** (0.072)	
$fund_{i-1} \times IP_{i-1}$					0.045 ** (0.018)
IP_{i-1}					0.003 * (0.002)
$fund_{i-1}$					0.022 * (0.013)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.057 (0.158)	-0.757 ** (0.364)	-0.278 *** (0.057)	0.030 (0.044)	0.164 *** (0.014)
观察值	250	250	948	948	12058
企业数	34	34	111	111	2714
R-squared	0.241	0.284	0.106	0.188	0.108

时,基金持股比例显著降低。列(4)表明,基金持股与产业政策的交互项($yearIP_2 \times fund$)对企业再融资的影响在1%的水平上显著为负。这表明,当企业经历产业政策支持“从有到无”的变化,失去政策支持后,基金投资者受政策影响,减少对这些不再受政策支持的企业投资,并进而使这些企业的股权再融资显著减少。所以,利用产业政策的外生变化自然实验的检验结果与基准回归的结果一致,表明在内生性问题得到控制以后,产业政策支持依旧能够促进基金持股,并进一步促进企业再融资。

此外,为了进一步降低内生性,本文将产业政策、基金持股及控制变量均滞后一期进行回归,结果见表5列(5)。结果表明,滞后一期产业政策与基金持股的交互项($Fund_{t-1} \times IP_{t-1}$)对企业再融资(seo_{it})的回归系数在5%的水平上显著为正,结果依旧稳健。

2. 重新测算基金持股

借鉴齐岳等的研究^[23],本文重新测算了基金持股。基金持股($fhpr$)为基金持有上市公司股份占上市公司总股份的比例。然后用模型(1)和(2)对假设1和2进行检验,结果见表6。列(1)中产业政策(IP)对基金持股($fhpr$)的系数仍在1%的水平上显著,结果稳健,同样验证了假设1;列(2)显示基金持股与产业政策的交互项($fhprIP$)对企业再融资(seo)的系数显著为正,结果稳健,同样验证了假设2。

基金持股的公司治理效应要起到一定作用,必须要有一定规模的持股比例,这样基金才有监督公司治理的动力和能力。同时基金持股也可能需要达到一定比例,才能对普通投资者发挥引导作用。本文以所有基金持股比例的中位数作为基准设置虚拟变量($dumfund$),当持有比例超过或等于持股中位数时取值1,否则取0。本文建立模型(5):

$$seo_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 dumfundIP_{it} + \alpha_2 dumfund_{it} + \alpha_3 IP_{it} + \alpha_4 control_{it} + \lambda + \mu_i + \varepsilon \quad (5)$$

其中, $dumfund$ 为基金持股虚拟变量, IP 为政策虚拟变量, $dumfundIP$ 是基金持股与产业政策的交互项。回归结果见表6的列(3)。产业政策与基金持股的交互项($dumfundIP$)的系数在10%的水平上显著为正,表明相对于未受到产业政策支持的企业,受到产业政策支持的企业若基金持股达到一定比例,能获得更多的资本市场股权再融资,同样验证了假设(2)。

3. 重新测算再融资

基准回归以股权再融资占总资产的比例度量,属于相对值。为进一步检验产业政策与基金持股对再融资绝对量的影响,取增发配股总额的自然对数来衡量企业再融资,记为 $\ln SEO$ 。回归结果见表7。

列(1)显示产业政策与基金持股的交互项 $fundIP$

对再融资的系数在5%的水平上显著,结果稳健,假设2进一步得到验证。

由于样本中有较多的企业再融资为0,因此我们采用Tobit模型进行回归:

$$y_{it}^* = \alpha + \beta X_{it} + \gamma control_{it} + \lambda + \mu_i + \varepsilon \quad (6)$$

表6 重新测算基金持股

	(1)	(2)	(3)
	$fhpr_{it}$	seo_{it}	seo_{it}
IP_{it}	0.0103 *** (0.002)	0.0041 ** (0.001)	0.004 *** (0.002)
$fhprIP_{it}$		0.0461 *** (0.016)	
$fhpr_{it}$		0.0439 ** (0.022)	
$dumfundIP_{it}$			0.004 * (0.002)
$dumfund_{it}$			0.009 *** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	0.0061 (0.020)	-0.0398 *** (0.011)	-0.028 ** (0.011)
观察值	15347	15347	15347
企业数	3010	3010	3010
R-squared	0.076	0.134	0.130

表7 重新测算再融资和剔除2020年样本

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$\ln SEO_{it}$	seo_{it}	$fund_{it}$	seo_{it}
$fundIP_{it}$	2.540 ** (1.263)	0.130 ** (0.061)		0.047 *** (0.016)
$fund_{it}$	7.945 *** (0.959)	0.368 *** (0.046)		0.084 *** (0.012)
IP_{it}	0.256 ** (0.120)	0.012 ** (0.006)	0.015 *** (0.003)	0.002 (0.001)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
常数项	-10.658 *** (0.940)	-0.450 *** (0.045)	-0.029 (0.031)	-0.044 *** (0.012)
观察值	15347	15347	14209	14209
企业数	3010	3010	2977	2977
R-squared	0.133	0.1399	0.117	0.136

若 $y_{it} = y_{it}^*$, 则 $y_{it}^* > 0$; 若 $y_{it} = 0$, 则 $y_{it}^* \leq 0$ 。在这里, y_{it}^* 是潜变量, y_{it} 为实际因变量, 表示第 t 期 i 企业的企业再融资, X 为解释变量, 同模型(2)。表7的列(2)为Tobit模型回归结果, 产业政策和基金持股的交互项($fundIP$)回归系数依然显著为正, 表明产业政策与基金持股的交互效应依旧对企业再融资起到正向推动作用, 基金持股下政策支持企业获得资本市场股权再融资的概率上升。

4. 剔除2020年数据

由于2020年爆发新冠疫情, 大部分企业受到强烈的冲击, 可能影响回归结果, 故剔除2020年数据重新进行回归。结果见表7列(3)、列(4)。回归结果都显著, 表明在剔除了特殊年份值以后, 政策影响下的基金投资依然可以促进企业再融资, 结果稳健。

(四) 排除竞争性解释

前面研究表明, 产业政策通过基金持股影响企业再融资, 且结果是稳健的。但该作用机制仍然可能存在其他竞争性解释: 快速发展的新兴产业需要大量的外部融资, 同时它也可能是产业政策重点支持的产业。如果这种解释成立, 则以上发现的产业政策与企业再融资之间的关系可能就是发展速度这个第三方因素的结果。为了排除这种竞争性解释, 本文利用该作用机制在不同类型企业理论上的不同做进一步的因果识别。识别思路如表8所示: 寻找两组子样本, 产业政策在两组子样本中的作用不尽相同, $M=1$ 和 $M=0$ 分别表示产业政策作用较大和较小的子样本。但是第三方因素发展速度在两个子样本中不存在差异。如果实证检验能发现产业政策在这两组企业中的作用显著不同, 就能排除掉其他解释^[40]。

表8 排除竞争性解释思路

产业政策与企业再融资因果关系	$M=1$	$M=0$	对解释的判断
本文的解释: 产业政策通过基金持股影响企业再融资	存在	不存在	成立
竞争性解释: 第三方因素同时影响产业政策与企业再融资	存在	存在	不成立
实证结果	显著	不显著	

国企与非国企所处的环境拥有的政治经济资源、政企关系等均不同。国企在市场经济中处于主导地位, 本身承载了关系国运发展的重大政策性责任, 自然拥有资源优势 and 特定政治关联, 在获得政府补贴、税收优惠、信贷支持等政策支持方面具有先天优势, 在进入某些重要产业时也更容易。产业政策支持只是国企能获得的各种政策资源中的一种。此外, 由于国企生产经营中要考虑更多的非经济因素, 产业政策对其经济效益的影响可能被非经济因素掩盖, 所以产业政策对其带来的“边际效应”较小, 其作用只是锦上添花, 因而可能对产业政策不敏感。而非国企实力弱, 成本高效益低, 相对存在着严重的融资困难、行业限制多等劣势, 当国家为了鼓励特定产业的发展, 对非国企降低准入门槛, 或推出各种财政信贷支持政策时, 这就为非国企带来较大的“边际效应”, 因而非国企对产业政策高度敏感。因此, 相对于国企, 非国企受到产业政策支持对基金投资者来说是较大的“利好”, 促进其资金投向受支持的非国企, 并进一步引导更多的资金投入非国企, 有利于非国企获得再融资。所以, 本文预期产业政策对基金资金投向的影响在非国企中更显著, 也能更多地引导市场资金流向受支持的非国企。但是因为需要外部融资的快速发展产业在国企和非国企中都存在, 因而竞争性解释在国企和非国企中不存在显著差异。

表9 企业性质分组

	国企		非国企	
	(1) $fund_{it}$	(2) seo_{it}	(3) $fund_{it}$	(4) seo_{it}
IP_{it}	0.0068 [*] (0.004)	0.0028 (0.002)	0.0246 ^{***} (0.005)	0.0023 (0.002)
$fund_{it}$		0.1102 ^{***} (0.018)		0.0656 ^{***} (0.014)
$fundIP_{it}$		0.0026 (0.028)		0.0588 ^{***} (0.018)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.0390 (0.043)	0.0010 (0.015)	-0.1030 ^{***} (0.041)	-0.0959 ^{***} (0.018)
观察值	6007	6007	9340	9340
企业数	938	938	2072	2072
R-squared	0.094	0.099	0.130	0.163

本文按照企业的产权性质将样本区分为国企组和非国企组, 分别代入模型(1)和(2), 检验结果见表9。产业政策(IP)的系数在列(1)、列(3)

分别为0.007、0.024,分别在10%和1%的水平上显著,说明产业政策的实施对国企和非国企的基金持股均有显著正向影响,但对非国企的正向影响更显著也更大;同时产业政策与基金持股的交互项($fundIP$)系数在列(2)不显著,在列(4)显著为正,说明对于非国企,产业政策影响下的基金持股对其股权再融资有显著的促进作用,但对国企没有显著作用,与理论分析一致。

“十四五”规划强调,要把发展实体经济作为我国经济发展的着力点。《中国制造2025》指出,实体经济的心脏是制造业。但是制造业存在投资周期长、回报率低、融资难等问题,制约其发展,是产业政策重点支持对象。实践上,中国产业政策支持制造业发展取得举世瞩目的成就。改革开放特别是加入WTO后,中国迅速成长为制造业强国,成为“世界工厂”。2019年,德国政府在《德国工业战略2030》中指出,中国建立在市场机制基础上的积极产业政策已被证明是全球最成功典范。所以,制造业相对可获得更多的产业政策支持和资源倾斜,增强投资者对制造业的信心,促进基金等机构投资者的投资。在政策倾斜与基金投资的引导下,制造业融资环境得到优化,融资成本降低,会吸引更多的投资,形成良性循环。但是因为需要外部融资的快速发展产业在制造业和非制造业中都存在,所以竞争性解释在不同产业中不应存在显著差异。

本文将样本分为制造业组和非制造业组,分别代入模型(1)和(2),回归结果见表10。结果显示,产业政策(IP)的系数在列(1)中显著为正,在列(3)中不显著,说明产业政策的实施对制造业企业的基金持股具有显著正向影响,但对非制造业企业的基金持股没有影响;同时产业政策与基金持股的交互项($fundIP$)在列(2)显著为正,在列(4)不显著,说明产业政策与基金持股的交互效用对制造业企业的再融资有显著的正向影响,但对非制造业企业没有显著的影响,与理论分析一致。

在这里,产权性质和产业类别都是外生的,不受产业政策和企业再融资的影响。本文对样本进行分组,根据产业政策通过基金持股影响企业再融资的作用机制在不同组别中的作用不同,进行分组检验。但第三方因素发展速度在不同组别中不存在差异,回归结果排除了第三方因素影响等竞争性解释,进一步识别了产业政策通过基金持股影响企业再融资的作用机制的因果关系。

表10 制造业分组

	制造业		非制造业	
	(1) $fund_{it}$	(2) seo_{it}	(3) $fund_{it}$	(4) seo_{it}
IP_{it}	0.0158*** (0.003)	0.0035** (0.002)	-0.0027 (0.003)	0.0106 (0.010)
$fund_{it}$		0.0843*** (0.013)		0.1141*** (0.029)
$fundIP_{it}$		0.0330** (0.019)		0.0322 (0.036)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.1979*** (0.0425)	-0.0482*** (0.015)	0.0055*** (0.026)	-0.0540*** (0.057)
观察值	9832	9832	5605	5605
企业数	2037	2037	973	973
R-squared	0.099	0.153	0.131	0.139

六、机制分析

(一) 产业政策影响基金持股的机制

基金投资需要追求回报,这种回报既来自持股价格的上涨^[33],也来自持股企业的长期成长。汪光成发现,每股收益及其增长和基金的持股比例之间显著正相关性,且基金更关注每股收益的增长^[41]。这说明基金倾向于选择高成长性的股票。产业政策的支持,既可能在资本市场引起支持企业的股价上涨,也可以在实体经济层面引起支持企业更好地成长,因而会吸引基金投资。

首先,在资本市场层面,产业政策的发布,作为一个利好信号,会导致受支持的企业股票价格上涨,吸引基金投资。每次五年规划的发布都会引起资本市场的高度关注,因为它是行业发展的风向标。投资者会认为规划内涉及到的重点支持产业发展前景好、潜力大^[1],对受到政策支持的企业业绩产生乐观预期,因此投资者就有更高的概率买入相应股票,推动股票价格上涨。所以,当产业政策引起受支持

企业的股价上涨时,基金会加大持股。本文称为股票收益路径。其次,在实体经济层面,受到产业政策支持的企业是未来五年国家重点发展对象,会得到准入门槛、财政补贴、税收信贷优惠等一系列配套措施的支持,从而在实体经济层面改善受支持企业的经营业绩,促进企业成长^[9,13]。其结果就是,相比于未受到产业政策支持的企业,受到政策支持的企业所处的行业发展环境更好,投资机会和获得资源更多,信贷风险和经营风险更低,因此这些受支持的企业被认为有更好的成长性,从而更易获得基金的投资。本文称为企业成长路径。

本文以股票年收益率(sr)衡量企业的股价收益率,以托宾 Q (tq)衡量企业成长性,参考黎文靖和李耀淘的研究^[42],建立调节效应模型,分别从股票收益和企业成长两条路径探究产业政策对基金投资的影响机制。模型为:

$$fund_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IP_{it} \times sr_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 sr_{it} + \alpha_4 control_{it} + \lambda + \mu_t + \varepsilon \quad (7)$$

$$fund_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IP_{it} \times tq_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 tq_{it} + \alpha_4 control_{it} + \lambda + \mu_t + \varepsilon \quad (8)$$

表 11 的列(1)、列(2)分别报告了模型(7)、模型(8)的回归结果。列(1)中股票收益率(sr)与产业政策(IP)的交互项($srIP$)对基金持股($fund$)的系数显著为正,表明股票收益率在产业政策对基金投资的影响中发挥正向调节作用,股票收益率越高,产业政策对基金持股的影响越大,即股票收益率强化了产业政策对基金持股的正向影响。列(2)中企业成长性与产业政策交互项($tqIP$)对基金持股($fund$)的系数显著为正,表明企业成长性在产业政策对基金投资的影响中发挥正向调节作用,企业成长性越高,产业政策对基金持股的影响越大,即企业成长性强化了产业政策对基金持股的正向影响。实证结果表明,股价收益率和企业成长性能增强产业政策对基金资金投向的影响。

表 11 产业政策影响基金持股的机制

	(1)	(2)
$sr_{it}IP_{it}$	0.003 ** (0.002)	
$tq_{it}IP_{it}$		0.002 *** (0.001)
sr_{it}	0.036 *** (0.002)	
tq_{it}		0.011 *** (0.001)
IP_{it}	0.011 *** (0.003)	0.008 *** (0.003)
控制变量	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
时间固定效应	控制	控制
常数项	-0.084 *** (0.028)	-0.094 *** (0.017)
观察值	15347	15347
企业数	3010	3010
R-squared	0.175	0.117

(二) 基金持股影响再融资的机制

目前我国上市公司股权再融资的主要方式是增发股票和配股,股价上涨使得企业能够以更高的价格增发和配股,从而降低融资成本。如前所述,产业政策能引导基金将资金投向受政策支持的企业,基金增持股票会对股票价格形成上涨的推动力,随着股票价格升高,融资成本降低,从而推动企业的再融资。

从投资者的角度看,信息不对称带来的委托代理和逆向选择问题是抑制投资者参与企业再融资的重要原因^[43]。如前所述,基金作为专业投资者,能有效地运用专业知识和信息优势,积极参与公司治理,监督大股东和管理层的行为,降低代理成本,促进企业发展,提高企业长期价值^[22]。基金参与公司治理还能低成本地挖掘企业的非公开信息,更准确地判断企业投资价值,发现优质标的企业,缓解逆向选择问题。所以,基金参与持股公司治理,能够在一定程度上缓解代理问题和逆向选择问题,降低企业融资成本,从而吸引外部资金流入,影响企业的再融资能力。

根据上面的分析,基金持股通过推动股价上涨和参与公司治理降低融资成本,进而促进企业再融资。为检验上述理论预期是否正确,本文建立模型(9)检验产业政策引导下的基金持股对股价、公司治理和融资成本的影响。

$$Sr_{it}(ttm_{it}/coc_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 IP_{it} \times fund_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 fund_{it} + \alpha_4 control_{it} + \lambda + \mu_t + \varepsilon \quad (9)$$

其中,股票收益率(sr)为股票年回报率,管理费用率(ttm)为代理成本, coc 为股权融资成本。参考毛新述等的做法^[39],使用 Easton 的 PEG 模型进行估计。计算公式如下:

$$coct = [(epst + 2 - eps_{t+1})/Pt]^{1/2} \quad (10)$$

其中, eps_{t+2} 和 eps_{t+1} 分别为后两期每股收益均值的预测值, P_t 是第 t 期期末的每股价格, 预测数据均来自 CSMAR 数据库。

模型(9)的回归结果见表12。交互项 $fundIP$ 对股票收益率(sr)的回归系数显著为正, 对管理费用率(tmm)和股权融资成本(coc)的回归系数显著为负。结果显示基金持股和产业政策的交互作用能提高股票收益率, 降低代理成本和股权融资成本, 与理论预期一致。这说明, 基金持股与产业政策的有机结合通过促进股价上涨、加强公司治理、降低融资成本促进企业再融资的路径成立。

七、结论性评述

本文根据“产业政策影响基金持股, 基金持股与产业政策的有机结合影响企业股权再融资”的思路, 研究了宏观产业政策对资本市场的主要投资者——基金投资行为的影响, 并在此基础上研究了产业政策影响下的基金投资能否促进企业再融资的问题。研究发现: 第一, 产业政策能引导基金资金投向政策支持的企业。产业政策的发布, 其中鼓励、支持、发展等字眼预示着国家产业未来重点发展的方向, 其信号作用引起资本市场关注, 带来受政策支持企业的股价上涨, 提高股票收益率, 引导基金资金投向。产业政策及其配套的财政金融政策, 改善了受支持企业的基本面, 促进其快速成长, 也会吸引基金投资。所以, 产业政策支持的企业能得到更多的基金投资。第二, 基金持股与产业政策的交互效应引导资本市场资金流向, 促进企业再融资。产业政策引导基金投资受政策支持的企业, 会引起相关企业的股价上涨, 降低融资成本; 基金参与持股企业的公司治理, 可以降低代理成本, 也能降低融资成本。融资成本的降低促进受支持企业的股权再融资。

在产业政策与资金流向问题上, 现有研究主要从企业融资的角度, 研究产业政策对银行信贷和 IPO 的影响, 发现产业政策导致企业金融化, 加剧了“脱实向虚”问题。银行信贷和 IPO 有较强的行政干预, 而资本市场股权再融资则更为市场化。本文从基金投资的角度研究了产业政策与资本市场资金流向的关系, 发现了产业政策能引导基金资金投向进而引导资本市场资金流向政策支持的实体经济。虽然在目前我国以间接融资为主体的金融体系中, 资本市场资金流向的影响较小, 并不能从整体上改变“脱实向虚”的现状, 但本文的结论仍具有较强的政策含义。对于产业政策制定者而言, 首先, 正如党的十八大指出, “要使市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府作用”。要更好地发挥产业政策的作用, 就需要将产业政策与市场配置资源的决定性作用相结合。产业政策的制定要顺应市场规律, 使其与市场机制结合, 从而更好地发挥政策效果。其次, 产业政策的实施要高度重视微观市场主体的行为。本文发现了产业政策能引导基金资金投向并进而引导资本市场资金流向政策支持的实体经济。这说明, 产业政策要实现目标, 不能忽视微观市场主体对政策的反应, 需要合理引导和有效利用微观市场主体的行为, 减少行政干预, 才能在市场资源配置的决定性作用中更好地发挥政策的作用。本文研究表明, 基金对于资本市场资金流向具有重要的引导作用, 因此, 基金作为资本市场的重要参与者, 应树立价值投资理念, 响应国家产业政策进行长期投资, 避免过度关注眼前利益追涨杀跌, 这既有助于国家调整产业结构, 也有助于缓解企业融资难问题。对于企业而言, 首先要根据政府产业政策导向找准发展的方向, 要善于利用政策创造的外部环境, 积极应对产业政策的调整, 为企业发展争取更多的资源。其次, 企业要完善信息披露制度, 主动及时向基金等投资者披露财务及治理情况等信息, 缓解信息不对称, 减少逆向选择, 降低融资成本, 更好地利用资本市场的融资功能。

表 12 基金持股与产业政策的结合影响再融资的机制

	(1)	(2)	(4)
	sr_{it}	tmm_{it}	coc_{it}
$fund_{it}IP_{it}$	0.486*** (0.113)	-0.047*** (0.012)	-0.046*** (0.009)
$fund_{it}$	1.65*** (0.082)	-0.043*** (0.009)	-0.026*** (0.006)
IP_{it}	0.065*** (0.021)	-0.005*** (0.002)	-0.003*** (0.001)
控制变量	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
常数项	0.663*** (0.201)	0.559*** (0.014)	0.062*** (0.009)
观察值	15347	15347	15347
企业数	3010	3010	3010
R-squared	0.453	0.428	0.108

产业政策旨在通过引导资金流向政策支持产业以优化产业结构,提高资源配置效率。本文对基金在产业政策引导市场资金流向中的作用做了初步的探索。以后的研究除了进一步探索基金等微观金融市场主体在产业政策引导市场资金流向中的具体作用机制之外,还可以结合当前微观经济主体“脱实向虚”的现象,研究产业政策引导市场资金流向对抑制企业“脱实向虚”的作用。此外,关于产业政策与市场配置资源的关系,理论界和实务界长期以来都存在争论。在社会主义市场经济中,市场在资源配置中起决定性作用,产业政策要实现其目标,就需要更多更好地与市场机制相结合。本文的研究实际上证实了这一点,但其中的具体机制以及如何更好地与市场配置资源机制相结合,仍值得进一步研究。

参考文献:

- [1]陈冬华,李真,新夫.产业政策与公司融资——来自中国的经验证据[C].2010中国会计与财务研究国际研讨会论文集,上海,2010.
- [2]步晓宁,赵丽华,刘磊.产业政策与企业资产金融化[J].财经研究,2020(11):78-92.
- [3]Chen Y, Li Q, Ng J. Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership[J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 69(1):1-23.
- [4]Stiglitz J E. Industrial policy, learning and development: Government-business coordination in Africa and East Asia[M]. Oxford: Oxford University Press, 2017:23-39.
- [5]宋凌云,王贤彬.重点产业政策、资源重置与产业生产率[J].管理世界,2013(12):63-77.
- [6]林毅夫,张军,王勇,等.产业政策:总结、反思与展望[M].北京:北京大学出版社,2018.
- [7]林毅夫,蔡昉,李周.比较优势与发展战略——对“东亚奇迹”的再解释[J].中国社会科学,1999(5):4-20.
- [8]詹姆斯·布坎南.自由、市场和国家[M].吴良健,译.北京:北京经济学院出版社,1989.
- [9]江飞涛,李晓萍.改革开放四十年中国产业政策演进与发展——兼论中国产业政策体系的转型[J].管理世界,2018(10):73-85.
- [10]江小涓.经济转轨时期的产业政策[M].北京:格致出版社,2014.
- [11]Maloney W F, Naya R G. Industrial policy, information, and government capacity[J]. World Bank Research Observer, 2018, 33(2):189-217.
- [12]任曙明,吕镭.融资约束、政府补贴与全要素生产率——来自中国装备制造企业的实证研究[J].管理世界,2014(11):10-23.
- [13]王克敏,刘静,李晓溪.产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J].管理世界,2017(3):113-124.
- [14]韩乾,洪永森.国家产业政策、资产价格与投资者行为[J].经济研究,2014(12):143-158.
- [15]Kyle Albert S. The pricing of oil and gas: Some further results discussion[J]. The Journal of Finance, 1985, 40(3):1009-1018.
- [16]潘琰,辛清泉.解读企业信息需求——基于机构投资者的信息需求探索[J].会计研究,2004(12):14-22.
- [17]唐跃军,宋渊洋.价值选择 VS 价值创造——来自中国机构投资者投资者的证据[J].经济学,2010(2):609-632.
- [18]陆蓉,李金龙,陈实.中国投资者的股票出售行为画像——处置效应研究新进展[J].管理世界,2022(3):59-78.
- [19]徐浩峰,侯宇.信息透明度与散户的交易选择——基于深圳交易所上市公司的实证研究[J].金融研究,2012(3):180-190.
- [20]Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter? [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2):279-305.
- [21]李维安,李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGI~(NK)的经验研究[J].南开管理评论,2008(1):4-14.
- [22]方劲松,徐晓伟.机构投资者持股对上市公司财务绩效的影响——基于2012—2014年中国A股上市公司的面板数据[J].南方金融,2016(7):44-51.
- [23]齐岳,李晓琳.基金机构投资者对企业创新的影响研究——基于内生性视角的研究[J].华东经济管理,2019(11):163-171.
- [24]曾志远,蔡东玲,武小凯.“监督管理层”还是“约束大股东”?基金持股对中国上市公司价值的影响[J].金融研究,2018(12):157-173.
- [25]王振山,王秉阳.股票投机、信息发现与权益成本——对股权融资偏好的再讨论[J].经济评论,2018(2):103-118.
- [26]叶陈刚,王孜,武剑锋,等.外部治理、环境信息披露与股权融资成本[J].南开管理评论,2015(5):85-96.
- [27]车嘉丽,薛瑞.产业政策激励影响了企业融资约束吗? [J].南方经济,2017(6):92-114.
- [28]Byrd D T, Mizuchi M S. Bankers on the board and the debt ratio of firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11(1-2):129-173.
- [29]李隋,张腾文.产业政策有效性研究——基于公司融资视角[J].财经科学,2015(9):53-63.

- [30] Bushee B J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. *The Accounting Review*, 1998, 73(3):305-333.
- [31] 毕晓方,张俊民,李海英. 产业政策、管理者过度自信与企业流动性风险[J]. *会计研究*, 2015(3):57-63.
- [32] Zheng Z L, Gao X, Ruan X L. Does economic financialization lead to the alienation of enterprise investment behavior? Evidence from China[J]. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 2019, 536:120858. DOI:10.1016/j.physa.2019.04.094.
- [33] Nofsinger J R, Sias R W. Herding and feedback trading by institutional and individual investors[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(6):2263-2295.
- [34] 石美娟,童卫华. 机构投资者提升公司价值吗?——来自后股改时期的经验证据[J]. *金融研究*, 2009(10):150-161.
- [35] 黎文靖,郑曼妮. 实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响[J]. *经济研究*, 2016(4):60-73.
- [36] 祝继高,陆正飞. 产权性质、股权再融资与资源配置效率[J]. *金融研究*, 2011(1):131-148.
- [37] 金字超,施文,唐松,等. 产业政策中的资金配置:市场力量与政府扶持[J]. *财经研究*, 2018(4):4-19.
- [38] 花贵如,周树理,刘志远,等. 产业政策、投资者情绪与企业资源配置效率[J]. *财经研究*, 2021(1):77-93.
- [39] 毛新述,叶康涛,张岷. 上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J]. *会计研究*, 2012(11):12-22.
- [40] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. *中国工业经济*, 2022(5):120-140.
- [41] 汪光成. 基金的市场时机把握能力研究[J]. *经济研究*, 2002(1):48-555.
- [42] 黎文靖,李耀淘. 产业政策激励了公司投资吗[J]. *中国工业经济*, 2014(5):122-134.
- [43] Fama E F, French K R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt[J]. *Review of Financial Studies*, 2002, 15(1):1-33.

[责任编辑:苗竹青,黄燕]

Industrial Policy, Fund Investment and Corporate Equity Refinancing

PENG Wenping¹, HU Yan², XIAO Jihui³

(1. School of Economics and Management, South China Normal University, Guangzhou 510006;

2. Jiaxing Central Branch of the People's Bank of China, Jiaxing 314001;

3. School of Management, Jinan University Guangzhou 510006)

Abstract: How to effectively guide funds flow to the policy-supported industries is the key to the effectiveness of the industrial policies and the promotion of financial service economy. According to the idea of "Industrial policies guide fund investments, the organic combination of the fund investments and industrial policies affects corporate refinancing", this paper studied the effect of industrial policies on the fund investment behavior. Besides, the paper discussed whether the fund investment could promote enterprise refinancing under the influence of industrial policies. The study found that industrial policies can guide the fund flows into policy-supported enterprises. The interaction between fund holdings and industrial policies guides capital market funds to flow to policy-supported enterprises and promotes corporate refinancing. This paper helps to have an in-depth understanding of the relationship between industrial policy, capital market players' behavior and market resource allocation, so as to better play the guiding role of industrial policy and the function of financial support for the real economy.

Key Words: industrial policy; fund investment; corporate refinancing; out of solid to virtual; enterprise financialization; resource allocation; financing cost