

长痛还是短痛?

——金融危机期间经济刺激政策的长短期效应研究

杨国超 李晓溪 龚 强*

摘 要 尽管“四万亿”经济刺激政策导致大量银行信贷流入国有企业,但在经济刺激期和经济刺激政策退出后,国有企业的业绩均显著更差。研究发现,经济刺激政策引致的信贷膨胀更多流入了国有企业中盈利能力最差,甚至是无法按期偿还贷款本息的企业。资源的严重错配还造成国有企业在经济刺激期雇用了更多劳动力,主营业务上也表现为通过降价和提供更宽松的商业信用而非通过创新活动来维持销售增长,非主营业务上则突出表现为房地产投资的大幅增长。本文研究有助于进一步厘清政府和市场在经济危机中的作用。

关键词 金融危机,经济刺激政策,信贷错配

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2020.02.17

一、引 言

经济下滑期政府是否应该推出经济刺激政策,是以哈耶克为代表的奥地利学派和以凯恩斯为代表的凯恩斯学派之间长期争执的焦点问题,学术界一直未对此形成定论。奥地利学派的经济学者认为,经济下滑是由于经济繁荣期资本品投资过多引起的,因此经济下滑期正好给了市场自发减少资本品投资的时间,此时若推出经济刺激政策反而会刺激企业增加投资,扩大产能,从而推迟经济活动本应该需要开始调整的时点,最终影响经济活动的正常复苏。然而,凯恩斯学派的经济学者却认为,经济下滑是因为经济主体没有充分挖掘经济潜能而引起总需求不足导致的。特别是在经济下滑时,银行也会因为风险不确定性的增加而减少信贷投放,即便拥有良好投资机会的企业也

* 杨国超,中南财经政法大学会计学院、收入分配与现代财政研究院;李晓溪,暨南大学管理学院;龚强,中南财经政法大学文澜学院。通信作者及地址:李晓溪,广东省广州市天河区黄埔大道西601号暨南大学管理学院602,510632;电话:13701897592;E-mail:xiaoxili@jnu.edu.cn。作者感谢国家自然科学基金(71702192、71802094、71773143)、教育部人文社会科学研究青年基金(17YJC790186)以及中南财经政法大学中央高校基本科研业务费专项资金(2722020JCT023)、后期资助项目(2722020YJ030)的资助,同时感谢“政府与市场关系”专题研讨会、中山大学国际金融学院 seminar 与会者的宝贵建议,但文责自负。

会因信贷供给不足而减少投资,此时政府就需要通过推出经济刺激手段,如放松货币政策、增加信贷供给来缓解企业融资约束,激励企业增加投资,促使经济尽快摆脱衰退(Beaudry *et al.*, 2018)。可见,前者希望借由“市场看不见的手”来自发调整资源配置以摆脱经济衰退,而后者希望通过政府的有效干预来扭转经济颓势。

然而,奥地利学派和凯恩斯学派各自的核心论点又正好成为彼此攻击对方靶心的立论依据。凯恩斯学派认为,倘若市场真的可以自发地实现经济资源的有效配置,那么,经济下滑时,资本品的投资应当减少,消费品的投资应当增加,劳动力也应当从资本品生产转向消费品生产,但事实上经济衰退时几乎所有部门的投资和失业率均会显著下降。换言之,市场是会失灵的。而奥地利学派则认为,凯恩斯学派主张的政府干预手段往往会导致信贷资金流入国有企业和有政治关联的低效率企业(Paola, 2004; Dinc, 2005; Khwaja and Mian, 2005),这又会进一步挤出私人部门投资(Rajan and Zingales, 1998; Ru, 2018),造成经济资源错配,最终使得经济刺激政策的目标被扭曲,即市场失灵没有被解决,反而产生了新的政府失灵问题。可见,奥地利学派和凯恩斯学派之间的差异不仅仅体现在对经济衰退的原因认定不同,更重要的是,他们对政府和市场在资源配置中发挥何种作用存在根本分歧。

即便理论上仍存在极大争议,但实践中各国政府似乎都不约而同地选择了凯恩斯学派的政策主张。为应对2008年全球金融危机,美国、加拿大、欧盟以及东亚的日韩等国都采用了包括降低利率、下调准备金、增加信贷供给、加大政府支出等一揽子货币政策和财政政策,试图稳定经济。我国政府也于2008年11月推出了为期两年的“四万亿经济刺激计划”。该计划推出后,吴敬琏、厉以宁、张维迎等经济学家对此展开了激烈批评,但林毅夫等少数经济学家则公开宣称支持该计划。奥地利学派和凯恩斯学派之间的争论始终难以协调。我国学者也尝试通过实证方法对“四万亿计划”的宏观影响进行综合评估。如Diao *et al.* (2012)发现,如果没有推出“四万亿计划”,2009年的GDP增长率会因出口的剧烈下滑而降低至仅2.9%。Ouyang and Peng (2015)通过构造反事实组合发现,“四万亿计划”使2009—2010年间的GDP增长率提高了3.2%,但对2010年之后的GDP增长率并无影响。上述发现证明,“四万亿计划”至少在短期内积极地促进了经济增长。

然而,经济总量的增长可能仅仅是经济规模扩大引起的,而非经济质量的提高,即宏观上经济总量的提升并不意味着微观上单个企业盈利能力的增加。郑江淮等(2018)就发现,尽管2008年之后我国经济规模不断增加,但全要素生产率却未显著增加。换言之,经济总量的增加是由规模扩大而非效率提升引起的。党的十九大报告指出,我国经济已经由高速增长阶段转向高质量发展阶段,然而如何实现经济的高质量发展实际上成为学者们不得不面

对的问题。鉴于此，本文立足于微观视角，从企业盈利能力这一真正代表企业竞争力的维度考察经济刺激政策的长短期影响。研究发现，为应对2008年金融危机而实施的“四万亿”经济刺激政策导致大量银行信贷流入国有企业，但在经济刺激期，国有企业的业绩并未改善，经济刺激政策退出后，国有企业的业绩依然表现较差，具体表现为国有企业的资产净利润率以及扣除补贴后的资产净利润率显著下降，且亏损企业、微利企业以及僵尸企业的数量显著增加。机制分析结果发现，经济刺激政策引起微观企业“长痛”和“短痛”现象的根源在于，经济刺激政策引致的信贷膨胀更多地流入了国有企业中盈利能力最差，甚至无法按期偿还贷款本息的企业，而资源的严重错配造成国有企业在经济刺激期雇用了更多劳动力，主营业务上也表现为通过降价和提供更宽松的商业信用而非通过创新活动来维持销售增长，非主营业务上则突出表现为房地产投资的大幅增长。最后，横截面分析还发现，经济刺激政策引起的“长痛”和“短痛”现象主要存在于国有企业比重更高以及地方债规模更大的省份。

本文研究结论具有重要的理论贡献和实践意义：首先，本文研究结论有助于我们重新认识奥地利学派和凯恩斯学派为经济危机开出的不同药方。奥地利学派认为，在经济下滑期推出经济刺激政策只会在短期内刺激需求，提振经济，但会导致经济更长期的衰退；凯恩斯学派则认为，经济下滑是有效需求不足导致的，因此推出经济刺激政策不仅会在短期内提振经济，还会在长期内使经济走向正反馈的良性循环。本文研究结论却发现，经济刺激政策导致大量信贷资金流入国有企业，但无论在经济刺激期还是经济刺激政策退出后，国有企业的业绩均显著下降。这表明，当市场存在摩擦时，政府推出的经济刺激政策产生了更严重的资源错配问题，导致低效率的国有企业不仅没有在经济危机中出清，反而因“预算软约束”问题使大量国有企业因政府救助变为僵尸企业，使得经济刺激政策的目标根本无从实现。本文认为，与其争论不同学术流派的对错，不如针对不同的经济制度研究每种理论的适用前提。

其次，本文研究结论还有助于反思银行和企业的国家所有权在特殊时期的作用。国有体制的“政治观”认为，国有企业承担着政治任务，国企高管又追求政治晋升，即国有企业的资本配置并不完全以价值最大化为准绳，这会导致国有企业效率低下（郑江淮等，2018；Shleifer，1998）；国有体制的“社会观”却认为，在极端情况下，国有银行和国有企业可以解决市场失灵，发挥“经济稳定器”的作用（梁琪和余峰燕，2014）。本文不否认国有体制在刺激企业投资方面的积极作用，但本文发现，倘若为缓解金融危机而实施的经济刺激政策造成国有银行和国有企业高管的激励扭曲，国有企业在经济危机时就无法真正解决市场失灵，只不过是用投资的加速增长来掩盖企业真实业绩的下滑。

最后, 本文研究对于如何遏制我国经济下滑具有重要的实践意义。一个健康的经济体应该将稀缺的资本配置给可以实现价值最大化的企业, 同时减少对价值毁损项目的投资, 从而确保最优的资本配置效率 (Schumpeter, 1942; Aghion and Howitt, 1997)。Song *et al.* (2011) 发现, 经济资源持续从低效率的国有企业流向高效率的民营企业是 20 世纪末至 21 世纪初我国经济持续获得高速增长的根本原因。然而, 本文研究却发现, 2008 年年底推出的经济刺激政策使大量经济资源集中到国有企业, 特别是国有企业中的亏损企业, 这一严峻事实反映出当前我国国有企业依然存在严重的“预算软约束”问题。因此, 政府急需通过硬化企业自身的预算约束来实现经济资源的合理配置, 真正建立起公平竞争的市场环境, 从根本上激发我国经济增长的活力。

二、制度背景与理论分析

(一) 制度背景

由美国次贷危机引起的全球金融危机在 2008 年开始冲击我国经济, GDP 增速从 2007 年第二季度的 15% 快速回落到 2008 年第三季度的 9.5%; 进出口增速在 2008 年 11 月突然从连续多年来的两位数增长下跌至负增长, 进口额同比下降 18.14%; PMI 在 2008 年 7 月开始穿越荣枯线, 11 月更是跌至 38.8。为应对这种危局, 我国政府于 2008 年 11 月 9 日宣布推出以扩大内需、促进经济增长为目标的十项措施。经初步匡算, 实施这些工程建设需要在 2010 年年底完成约四万亿元的投资。

为配合“四万亿计划”的实施, 中央政府取消了对商业银行的信贷规模限制, 同时宣布下调银行贷款基准利率和存款准备金率, 确保金融对经济增长的支持力度。从图 1 可以看出, 6 个月至 1 年期的贷款基准利率在 2008 年第四季度经过四次下调后从 7.47% 降至 5.31%, 大型金融机构存款准备金率也经过两次下调后从 17.5% 降至 15.5%。这一系列经济刺激政策的推出直接点燃了银行的放贷热情。2008 年 11 月和 12 月, 新增人民币贷款总额达到 4 775 亿元和 7 645 亿元, 同比增速高达 4.46 倍和 14.76 倍, 2009 年 1 月和 3 月新增人民币贷款更是创下 1.6 万亿和 1.8 万亿的天量。信贷资金的天量投放使得经济增长取得了立竿见影的效果, GDP 增速迅速从 2009 年第一季度最低的 6.4% 快速恢复至第四季度的 11.9%。进入 2010 年, 我国宏观经济逐步平稳, 进出口增速也恢复到两位数增长, 中央政府便在 2010 年年底宣布退出“四万亿计划”, 也逐步收紧了货币政策, 银行信贷投放增速也趋于平稳。

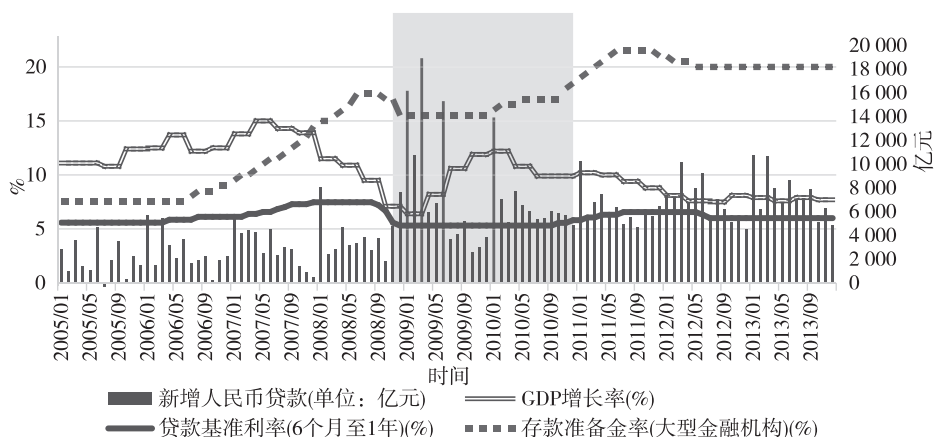


图1 经济刺激政策前后货币政策指标、新增银行贷款和GDP增长率变化

注：图中左轴代表GDP增长率、贷款基准利率和存款准备金率，右轴代表新增人民币贷款金额。图中阴影部分为“四万亿计划”刺激期间（2008年10月—2010年12月）。

（二）已有文献回顾与理论分析

现有研究分别从宏观和微观两方面分析了“四万亿计划”的经济影响。在宏观方面，Diao *et al.* (2012) 和 Ouyang and Peng (2015) 从GDP增长的视角出发，发现“四万亿计划”至少在短期内促进了经济的快速增长。然而，宏观上经济总量的增加并不意味着微观上企业盈利能力的提升，仅仅从宏观层面评估“四万亿计划”的得失可能无法在微观机制上辨析“四万亿计划”对企业行为的影响。微观上，现有研究主要分析了“四万亿计划”对企业投资（黄海杰等，2016；Liu *et al.*，2018）、银行信贷（Liu *et al.*，2018；Cong *et al.*，2019）和企业创新（Zheng *et al.*，2018）的影响，尚无从企业真实盈利能力是否得以提升的角度对此展开分析。然而，企业真实盈利能力是否提高才是经济能否长期持续增长的关键因素，为此，本文重点分析“四万亿计划”对企业微观盈利能力的长短期影响。

“四万亿计划”对企业微观盈利能力的影响主要源于该计划改变了银行的借贷决策。我国经济体系的一个典型特征就是国有银行和国有企业，这一制度特征会导致信贷资源在经济刺激期发生资源错配（Deng *et al.*，2015）。首先，国有企业具有天然的政治联系并拥有政府的隐性担保，当国有企业发生债务违约时，政府更可能会利用财政资源帮助其偿还债务，这就使得银行更愿意向国有企业贷款（江伟和李斌，2006）。此外，政府干预的存在也会帮助国有企业获得更多信贷资源。具体地，国有企业会承担更多的政策性负担（Shleifer and Vishny，1994；曾庆生和陈信元，2006），如增加雇员以解决失业问题、承担部分的社会福利和保障功能、进行基础设施建设等。作为补偿，政府需要弥补国有企业的政策性亏损，会要求国有银行提供较多的政策性信

贷资金支持(林毅夫等, 2004)。尤其在经济危机期间, 国有企业一旦发生亏损或面临破产, 国家就会通过财政补贴或政策性贷款等手段, 保证其生存下去。

其次, 国有银行和国有企业的高管晋升机制使其更有动机配合经济刺激政策的实施。具体地, 国有银行和国有企业的实际控制人均为财政部或国资委, 因此, 其高管任命也由其主管部门决定。这样的晋升机制就导致国有银行和国有企业高管热衷于依循政府的期望, 为获得个人晋升而积极配合经济刺激政策的实施(孙晓华和李明珊, 2016)。而且, 相比于向民营企业贷款, 向国有企业贷款可能使得国有银行管理者获得额外的政治收益(Brandt and Li, 2003)。与此同时, 国有银行和国有企业的绩效考核并不仅仅关注于经营业绩, 加之相关绩效考核由政府相关部门负责, 因此国有银行和国企高管也会主动承担政策性负担, 积极配合经济刺激政策的实施, 以获取晋升资本(周黎安, 2007; 张霖琳等, 2015)。

最后, 在金融危机期间, 由于整体经济形势不稳定, 企业经营的不确定性因素增加, 银行与企业之间的信息不对称急剧增加, 这会导致银行对民营企业产生更严重的“信贷歧视”(邓路等, 2016)。与之相比, 在金融危机期间, 政府对国有银行的经营范围和不良资产的管理有更高的风险规避要求, 在不以利润最大化为唯一目标的机制激励下, 国有银行会倾向于向安全性较好的国有企业优先提供信贷支持(梁琪和余峰燕, 2014)。如纪洋等(2018)发现, 经济政策不确定性越高, 国有企业和民营企业之间的杠杆率异化现象越明显。已有研究还发现, 经济刺激政策推出后, 国有企业获得了更多的信贷资源(Liu *et al.*, 2018)。

进一步地, “四万亿计划”的目标之一是“保增长、稳就业”, 在经济下滑期, 那些亏损严重的企业本应该在经济衰退时被市场淘汰, 但在“保增长、稳就业”的政策目标激励下, 这些企业可能会借助增量的银行信贷继续参与市场竞争, 特别是其中的国有企业。当国有企业获得了大量的银行信贷时, 其在员工雇佣、主营业务以及非主营业务方面都可能产生扭曲行为。在员工雇佣方面, 过量的信贷配置会导致国有企业雇用更多的员工, 进而对公司盈利能力造成负面影响。具体地, 一方面, 冗余雇员会导致公司劳动力成本增加, 蚕食公司利润(曾庆生和陈信元, 2006), 同时会削弱公司根据项目实际需要灵活调整人力成本的能力, 降低公司人力资源配置效率, 进而损害公司经济效率(刘媛媛和刘斌, 2014); 另一方面, 国有企业承担冗余雇员的负担还会削弱高管的薪酬激励, 进而增加高管的代理成本, 降低工作积极性, 最终导致企业业绩下降(薛云奎和白云霞, 2008)。

在主营业务方面, 信贷膨胀使公司投资增加, 产生低水平的投资潮涌现象(林毅夫等, 2010), 在经济下滑时更是会引致产能过剩, 而过剩的产能又会进一步导致公司产品价格下降, 信贷条件也会有所放松, 从而影响公司盈

利水平。具体地，一方面，持续的产能过剩会导致企业恶性竞争，从而依靠降低产品价格和提供更多的商业信用以消化过剩产能，直接使企业盈利能力下降。另一方面，产能过剩还会降低企业经营效率，进而拖累企业业绩。在非主营业务上，当国有企业以较低的成本获得巨量信贷资金后，在房地产行业的高利润与主营业务的低利润强烈对比下，国有企业就可能将信贷资金投放于房地产市场（Deng *et al.*，2015）。当企业蜂拥而至时，土地购买价格被抬高，房地产开发的回报率反而可能下降。而且，对房地产这种资金密集型行业的投资还会进一步挤出公司主营业务的投资，甚至减少公司的创新投入（陈斌开等，2015），这显然不利于公司长期绩效的提升。

基于以上分析，本文认为，当经济刺激政策推出后，相比民营企业，国有企业获得了更多的信贷资源，而过量的信贷资源使国企在员工雇佣决策、主营和非主营业务方面均出现扭曲现象，最终导致国有企业在经济刺激期和后经济刺激期的盈利能力均显著低于民营企业。

三、样本选择与研究设计

（一）样本选择

本文选择2005—2013年A股非金融上市公司为研究对象¹。考虑到“四万亿计划”的实施时间为2008年11月5日至2010年年底，本文将2009—2010年确定为经济刺激期，并选择经济刺激政策退出后3年作为后经济刺激期，即2011—2013年；同时，考虑到2008年既是世界金融危机对中国宏观经济影响最强的年份，也是经济刺激政策的开始年份，为排除相关因素的干扰，我们选择2005—2007年为经济刺激之前的基准年度。样本筛选过程如下：删除金融类上市公司样本348个，删除总资产、所有者权益为负或零的样本350个，删除变量缺失的样本627个，最终本文样本数为14 196个公司年度观测。样本分布情况见表1。

表1 样本描述性统计

会计年度	公司总数	国企数量	民企数量	国企占比（%）
2005	1 222	856	366	70.05
2006	1 261	835	426	66.22
2007	1 380	867	513	62.83
2009	1 548	897	651	57.95

¹ 钟宁桦等（2016）指出，我国的债务问题主要集中在非金融企业部门，且显著加杠杆的企业主要是数千家大型、国有、上市的企业，其他企业反而呈现显著的、整体性的去杠杆趋势。因此，从问题的重要性角度考虑，本文以上市公司作为研究对象恰当且合理。

(续表)

会计年度	公司总数	国企数量	民企数量	国企占比 (%)
2010	1 892	950	942	50.21
2011	2 179	953	1 226	43.74
2012	2 344	957	1 387	40.83
2013	2 370	960	1 410	40.51
合计	14 196	7 275	6 921	51.25

(二) 模型设计与变量定义

为考察金融危机期间经济刺激政策对企业盈利能力的长短期效应, 本文基于公司年度数据, 建立如下 DID 模型:

$$\begin{aligned}
 Performance_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 SOE_{it} + \alpha_2 SOE_{it} \times During_{it} + \alpha_3 SOE_{it} \times Post_{it} \\
 & + \alpha_4 TOP_{it} + \alpha_5 PC_{it} + \alpha_6 PPE_{it} + \alpha_7 Bank\ Loan_{it} \\
 & + \alpha_8 SALES_{it} + \alpha_9 MB_{it} + \alpha_{10} \Delta GDP_{it} + \alpha_{11} Marketindex_{it} \\
 & + Industry + Province + Year + \epsilon, \quad (1)
 \end{aligned}$$

其中, 因变量为公司业绩 (*Performance*), 具体地, 本文采用五个指标对此进行衡量: ①经总资产平滑的净利润 (*ROA*); ②考虑到企业可能会通过政府补贴抵补亏损, 本文进一步采用经总资产平滑的扣除政府补贴后的净利润 (*EXROA*) 衡量公司业绩; ③除盈利能力外, 本文进一步定义“僵尸”企业虚拟变量 (*Zombie*) 以将债务展期因素纳入公司绩效考察; ④企业亏损虚拟变量 (*LOSS*); ⑤考虑到公司可能会通过操纵利润以避免亏损, 本文进一步以公司是否微利 (*SMALL*) 衡量公司业绩。变量具体定义见表 2。

本文关心的变量为 $SOE \times During$ 和 $SOE \times Post$, 变量详细定义见表 2。本文预期模型 (1) 中 α_2 和 α_3 应显著小于 0 (*ROA* 和 *EXROA* 为因变量时) 或显著大于 0 (*Zombie*、*LOSS* 和 *SMALL* 为因变量时), 即与经济刺激政策出台前相比, 经济刺激期和后经济刺激期国企与民企间的盈利能力差异显著增大。本文所有回归均包含控制变量、行业、省份和年度固定效应。为避免异常值影响, 本文对所有连续变量进行 1% 缩尾处理。本文所有回归模型均采用经自相关和异方差调整的稳健标准误, 以获得更稳健的 *t* 统计量。

表 2 变量定义表

变量	变量定义
<i>ROA</i>	年末净利润/年末总资产。
<i>EXROA</i>	扣除政府补贴后的年末净利润/年末总资产。

(续表)

变量	变量定义
<i>Zombie</i>	僵尸企业则为1，否则为0。本文首先参照 Nakamura and Fukuda (2013)，将实际利息支出低于最低应付利息的企业认定为僵尸企业，同时采用如下方法进行修正：如果利润总额小于最低应付利息，且企业负债超过总资产的50%， t 期负债大于 $t-1$ 期负债，则认定企业在 t 期为僵尸企业；在此基础上，本文利用企业利润的信息进行进一步修正，即参照黄少卿和陈彦(2017)，将 $t-2$ 至 t 年连续三年扣除政府补贴后的净利润大于0的企业变更为非僵尸企业。
<i>LOSS</i>	公司净利润(ROA)是否小于0，是为1，否则为0。
<i>SMALL</i>	公司净利润(ROA)是否小于0.0025，是为1，否则为0。
<i>SOE</i>	是否为国有企业，是为1，否则为0。
<i>During</i>	经济刺激期(2009—2010)取1，其他年份取0。
<i>Post</i>	后经济刺激期(2011—2013)取1，其他年份取0。
<i>TOP</i>	公司第一大股东持股比例(单位：%)。
<i>PC</i>	公司董事长或总经理是否担任人大代表、政协委员或曾在政府部门任职，是为1，否为0。
<i>PPE</i>	固定资产比重，即公司年末固定资产净额/年末总资产。
<i>Bank Loan</i>	银行借款，即公司短期银行借款和长期银行借款之和/所有者权益。
<i>SALES</i>	公司营业收入总额的自然对数。
<i>MB</i>	市值与账面价值比，即公司年末市场价值/年末账面价值。
Δ GDP	省份GDP增长率(单位：%)。
<i>Marketindex</i>	地区市场化水平，来自王小鲁等(2016)中“减少政府对企业干预”指数。
<i>Bank ST-Loan</i>	短期银行借款占比，即公司短期银行借款/所有者权益。
<i>Bank LT-Loan</i>	长期银行借款占比，即公司长期银行借款/所有者权益。
<i>Bond</i>	债券融资规模占比，即(公司短期融资券+长期债券)/所有者权益。
<i>Employee</i>	雇员，即雇员人数 \times 1000000/营业收入。
<i>Over-Employee</i>	过度雇员，参考曾庆生和陈信元(2006)、薛云奎和白云霞(2008)采用模型 $Employee_t = \beta_0 + \beta_1 \times SALES_t + \beta_2 \times SGR_t + \beta_3 \times AssetGrowth_t + \beta_4 \times PPE_t + \varepsilon$ 获得回归残差，其中 SGR_t 、 $AssetGrowth_t$ 分别为公司营业收入增长率、总资产增长率。
<i>SGR</i>	营业收入增长率，即(当年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入。
<i>Inventory</i>	存货占比，即存货净额/营业收入。
<i>PMargin</i>	毛利率，即(营业收入-营业成本)/营业收入。
<i>Trade Credit</i>	商业信用，即(预付账款+应收账款)/所有者权益。

四、实证结果与分析

(一) 经济刺激政策对公司业绩的长短期影响

从表3可以看出,当因变量为公司业绩ROA或EXROA时,SOE×During和SOE×Post的系数均在1%水平下显著为负;当因变量为僵尸企业(Zombie)、亏损企业(LOSS)、微利企业(SMALL)时,SOE×During和SOE×Post的系数大都显著为正。可见,相比于经济刺激政策出台前,无论在经济刺激期,还是后经济刺激期,国企与民企间的盈利能力差距均显著增加,且国有企业比民营企业更可能成为僵尸企业、亏损企业或微利企业。上述结果表明,试图用“长痛”来避免“短痛”的经济刺激政策不仅无法避免“短痛”,还会引起“长痛”,即经济刺激政策的预期目标并未实现。

表3 经济刺激政策对上市公司业绩的长短期影响

变量	ROA	EXROA	Zombie	LOSS	SMALL
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
SOE	-0.008*** (-4.92)	-0.008*** (-5.08)	0.101 (1.15)	0.184 (1.42)	0.032 (0.27)
SOE×During	-0.007*** (-3.08)	-0.007*** (-3.09)	0.264** (2.08)	0.283 (1.46)	0.422** (2.42)
SOE×Post	-0.007*** (-3.65)	-0.007*** (-3.64)	0.489*** (4.45)	0.433*** (2.66)	0.645*** (4.47)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
N	14 196	14 196	14 196	14 196	14 196
Adj. R ² (Pseudo R ²)	0.287	0.283	0.136	0.179	0.163

注:本文所有回归均包含控制变量、省份、行业、年度固定效应,为节约篇幅,控制变量结果未列出,若有需要,请与作者联系。*** $p < 0.01$,** $p < 0.05$,* $p < 0.1$ 。下表同。

(二) 稳健性检验

1. 平行趋势假定检验

DID方法的适用前提是实验组和控制组之间满足平行趋势假定,即在经济刺激政策推出前,实验组和控制组公司的业绩应呈现基本相同的变化趋势,而在经济刺激政策推出后,两者开始存在显著差异。图2报告了本文的平行趋势检验结果。可以看出,无论我们采用何种方式定义公司业绩,本文研究设计均满足平行趋势假定。

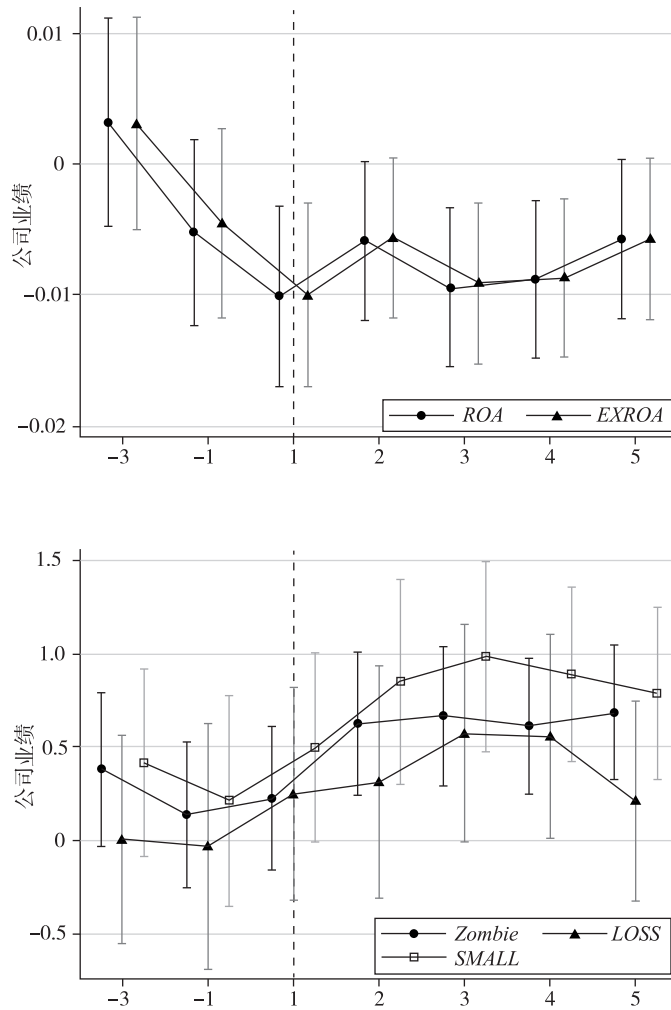


图 2 平行趋势图

2. 采用 PSM 方法的稳健性检验

考虑到国有企业和民营企业间在公司特征方面存在差异，而这些差异也会影响经济刺激期公司获得的信贷资源及其业绩，为此，本文尝试采用 PSM 方法缓解该内生性问题。具体地，本文采用最近邻匹配法对国企和民企进行配对，回归结果见表 4 Panel A。

3. 采用熵平衡法的稳健性检验

与 PSM 方法相比，熵平衡法 (Entropy Balancing) 具有“在更高维度上实现平衡、不造成样本损失、适用性更强和算法更优化”等优势 (Hainmueller, 2012)。熵平衡法的基本原理为：首先，选择一组可能导致选择性偏误的特征变量，然后找到一组权重，使实验组和控制组的特征变量在均值、方差、偏度上的加权平均值均相同；其次，在第二阶段利用该权重进行加权最小二

乘估计。这种做法可以赋予与实验组特征更接近的控制组样本以更高的权重,以减少估计时的选择偏误,回归结果见表4 Panel B。

4. 控制公司固定效应

前文回归中未控制公司固定效应,这是因为样本中有不少公司是2009年及以后年度上市的,即这些公司没有经济刺激政策实施前样本,导致本文关心的变量 $SOE \times During$ 和 $SOE \times Post$ 会被公司固定效应稀释掉。为此,我们保留2009年之前已经上市的公司,并在模型中控制公司固定效应,回归结果见表4 Panel C。

表4 稳健性检验

变量	ROA	EXROA	Zombie	LOSS	SMALL
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Panel A: 采用倾向评分匹配的经济刺激政策对公司业绩的长短期影响					
$SOE \times During$	-0.006*** (-2.86)	-0.010*** (-3.37)	0.240* (1.88)	0.283 (1.45)	0.428** (2.44)
$SOE \times Post$	-0.006*** (-3.36)	-0.008*** (-3.36)	0.427*** (3.85)	0.423*** (2.61)	0.635*** (4.41)
Panel B: 采用熵平衡法匹配的经济刺激政策对公司业绩的长短期影响					
$SOE \times During$	-0.007** (-2.14)	-0.010*** (-2.69)	0.138 (0.69)	0.390 (1.18)	0.724** (2.40)
$SOE \times Post$	-0.008*** (-3.05)	-0.010*** (-3.12)	0.425** (2.36)	0.495* (1.84)	0.781*** (3.29)
Panel C: 控制公司固定效应后的经济刺激政策对公司业绩的长短期影响					
$SOE \times During$	-0.003*** (-3.79)	-0.003** (-2.48)	0.015 (0.10)	0.005 (0.02)	0.177 (0.88)
$SOE \times Post$	-0.004*** (-2.84)	-0.004*** (-3.26)	0.381*** (2.71)	0.340* (1.65)	0.534*** (2.93)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制

(三) 经济刺激政策对公司业绩长短期影响的内在作用机制

本节首先检验经济刺激政策引起的信贷膨胀问题,然后检验信贷膨胀对国有企业的产品市场决策、创新决策、劳动力雇佣决策和土地购买决策产生的影响。

1. 信贷资金流向问题检验

为了遏制经济下滑,在经济刺激期,国有银行更可能将信贷资源向国有

企业倾斜。与此同时，由于政府代理问题的存在（侯青川等，2015），扩张性的信贷政策更可能导致信贷资源流向国有企业，特别是其中盈利能力较差的企业，最终使得信贷资源的配置效率下降。为检验上述推测是否正确，本文采用模型（2）进行检验：

$$\begin{aligned} Bank\ Loan_{it}/Bond_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 SOE_{it} + \alpha_2 SOE_{it} \times During_{it} + \alpha_3 TOP_{it} \\ & + \alpha_4 PC_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 PPE_{it} + \alpha_7 SALES_{it} \\ & + \alpha_8 MB_{it} + \alpha_9 \Delta GDP_{it} + \alpha_{10} Marketindex_{it} \\ & + Industry + Province + Year + \epsilon, \end{aligned} \quad (2)$$

其中，因变量为公司银行借款（*Bank Loan*）和公司债券（*Bond*），变量详细定义见表2。回归结果见表5。可以看出，相比于经济刺激政策出台前，经济刺激期国有企业比民营企业获得了更多的银行借款，且短期和长期银行借款均更多；但国有企业并未获得更多的债券融资，这与市场化的债券发行机制使地方政府难以干预直接相关。综上可知，在经济刺激期间，我国特有的国有银行和国有企业制度使信贷资源更多地流向国有企业。

表5 经济刺激政策对上市公司银行借款决策的影响

变量	<i>Bank Loan</i>	<i>Bank ST-Loan</i>	<i>Bank LT-Loan</i>	<i>Bond</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>SOE</i>	-0.138*** (-6.02)	-0.089*** (-5.39)	-0.035*** (-2.91)	-0.007*** (-4.18)
<i>SOE</i> × <i>During</i>	0.165*** (5.54)	0.093*** (4.55)	0.054*** (3.23)	0.004 (1.61)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7 303	7 303	7 303	7 303
Adj. <i>R</i> ²	0.352	0.324	0.271	0.110

进一步地，本文将公司盈利能力（*ROA*）分为五组，并将盈利能力最低的20%的公司定义为盈利能力较差组，否则为较好组；同时，若公司当年偿还债务支付的现金低于上年末短期借款总额，我们将其定义为无法按期偿债组。分组回归结果见表6。结合 *SOE* × *During* 的系数和 Chow test 检验可知，与经济刺激政策推出前相比，盈利能力差和无法按期偿债的国有企业反而获得了更多的银行借款，特别是短期银行借款，而非长期银行借款。可见，银行仅仅是通过提供短期流动性贷款以维持这些绩效差的国有企业勉强生存，换言之，有限的信贷资源并未全部投入高效率的企业，使得信贷资源的配置效率大大降低。

表6 经济刺激政策与信贷资金流向问题的检验

Panel A: 基于业绩的分组						
变量	<i>Bank Loan</i>	<i>Bank Loan</i>	<i>Bank ST-Loan</i>	<i>Bank ST-Loan</i>	<i>Bank LT-Loan</i>	<i>Bank LT-Loan</i>
	业绩差	业绩好	业绩差	业绩好	业绩差	业绩好
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SOE</i>	-0.280*** (-4.05)	-0.120*** (-5.76)	-0.194*** (-4.00)	-0.078*** (-5.16)	-0.065* (-1.80)	-0.031*** (-2.81)
<i>SOE</i> × <i>During</i>	0.431*** (4.26)	0.117*** (4.43)	0.264*** (3.75)	0.065*** (3.57)	0.133** (2.41)	0.041*** (2.65)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 531	5 772	1 531	5 772	1 531	5 772
Adj. <i>R</i> ²	0.340	0.322	0.328	0.255	0.273	0.291
Chow test <i>p-value</i>	0.00		0.01		0.10	
Panel B: 基于无法按期偿债的分组						
变量	<i>Bank Loan</i>	<i>Bank Loan</i>	<i>Bank ST-Loan</i>	<i>Bank ST-Loan</i>	<i>Bank LT-Loan</i>	<i>Bank LT-Loan</i>
	无法偿债	按期偿债	无法偿债	按期偿债	无法偿债	按期偿债
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SOE</i>	-0.210*** (-2.78)	-0.105*** (-5.18)	-0.160*** (-3.07)	-0.063*** (-4.23)	-0.021 (-0.54)	-0.033*** (-2.89)
<i>SOE</i> × <i>During</i>	0.371*** (3.08)	0.120*** (4.33)	0.264*** (3.23)	0.060*** (3.09)	0.008 (0.12)	0.056*** (3.45)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	994	6 309	994	6 309	994	6 309
Adj. <i>R</i> ²	0.476	0.323	0.469	0.264	0.278	0.296
Chow test <i>p-value</i>	0.04		0.01		0.48	

2. 公司产品市场销售行为扭曲机制的检验

已有研究发现,经济刺激政策导致国有企业获得了更多的银行贷款,最终使得国有企业产生过度投资问题(黄海杰等,2016)。当国有企业因投资过度而出现产能过剩时,其可能会被迫通过降价或者放松商业信用的方式来消化过剩产能、刺激销售增加。为此,本文检验国有企业在经济刺激期的销售收入及其增长、存货、毛利率以及商业信用等。回归结果见表7第(1)—(5)列。可以看出,相比于经济刺激政策出台前,经济刺激期国企与民企间

的销售收入差异增大，但销售增长率差异无显著变化；经济刺激期国企与民企间的存货差异增大，即国有企业产能出现过剩；同时，毛利率差异增大，即国有企业产品价格出现下降；商业信用差异也显著增大，即国有企业放松了信用政策。

已有研究还发现，缓解融资约束会激励公司创新（张璇等，2017）。换言之，国有企业增加的信贷可能被用于创新从而刺激销售增长。为此，本文检验国有企业在经济刺激期的创新水平是否显著增加，包括发明（*Invention*）、实用新型（*Utility Model*）和外观设计（*Design*）等三类专利的申请量。参考杨国超等（2017），本文采用泊松回归模型进行估计，回归结果见表7第（6）—（8）列。可以看出，相比于经济刺激政策出台前，经济刺激期国企与民企间的专利申请量并无显著差异，即经济刺激政策并未使得国有企业通过增加创新来刺激销售。

表7 经济刺激政策对上市公司产品创新和行为的影响

变量	SALES	SGR	<i>Inventory</i>	<i>PMargin</i>	<i>Trade Credit</i>	<i>Invention</i>	<i>Utility Model</i>	<i>Design</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>SOE</i>	0.465*** (11.88)	-0.044** (-2.47)	0.010 (0.49)	-0.009* (-1.85)	-0.034*** (-3.01)	-0.201 (-1.37)	-0.099 (-0.82)	-0.102 (-0.74)
<i>SOE</i> × <i>During</i>	0.251*** (4.67)	0.017 (0.76)	0.053* (1.84)	-0.015** (-2.40)	0.039*** (2.83)	0.143 (0.90)	0.043 (0.30)	-0.218 (-1.28)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7 303	7 303	7 303	7 303	7 303	7 303	7 303	7 303
Adj./Pseudo <i>R</i> ²	0.375	0.097	0.415	0.398	0.440	0.501	0.532	0.355

3. 公司劳动力市场雇佣行为扭曲机制的检验

考虑到经济刺激政策使得信贷资源更多流入国有企业中效率较低的企业，其实质可能就是通过信贷支持来稳定就业，从而使国有企业在经济刺激期产生了更严重的冗余雇员问题，进而导致业绩下滑。为此，本文检验国有企业在经济刺激期是否存在过度雇员问题，回归结果见表8第（1）—（3）列。可以看出，无论采用何种方式定义过度雇员或如何选择样本，结果均表明，经济刺激期间国有企业的冗余雇员问题更严重，劳动力雇佣效率显著降低。

4. 公司土地市场购买行为扭曲机制的检验

经济刺激带来的信贷资源可能被国有企业用于房地产投资，但当企业在非主营业务上投入过多时，主营业务的盈利能力必然受到影响。为此，本文检验经济刺激期国有企业是否真的增加了房地产领域的投资，具体包括土地购买次数（*LandNum*）、土地交易金额（*LandPrice*）、土地购买面积（*LandSize*）等，变量均取对数值。回归结果见表8第（4）—（6）列。可以

看出, $SOE \times During$ 的系数均显著为正, 说明相比于经济刺激政策出台前, 经济刺激期国有企业比民营企业在土地领域进行了更多投资。

表 8 经济刺激政策对上市公司雇员和土地购买行为的影响

变量	<i>Employee</i>	<i>Over-Employee</i>	<i>Over-Employee</i>	<i>LandNum</i>	<i>LandPrice</i>	<i>LandSize</i>
	全样本	全样本	<i>Over-Employee</i> 大于 0 的样本	全样本	全样本	全样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SOE</i>	-0.139*	-0.125*	-0.322***	-0.091***	-0.616***	-0.150***
	(-1.92)	(-1.77)	(-3.28)	(-4.61)	(-3.12)	(-4.34)
$SOE \times During$	0.201**	0.188**	0.379***	0.098***	0.714**	0.208***
	(2.29)	(2.18)	(3.24)	(2.75)	(2.12)	(3.42)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7 303	7 303	2 840	7 303	7 303	7 303
Adj. R^2	0.315	0.058	0.226	0.239	0.242	0.225

(四) 不同激励条件下经济刺激政策对公司业绩的长短期影响差异

前文研究了经济刺激政策长短期效应的内在作用机制, 本节从国有企业依赖程度以及地方债发债规模等经济刺激政策推行的动机和手段等角度进一步对此进行分析。

1. 地区国有企业比重

当经济遭遇严重冲击时, 市场需求面临着巨大的不确定性, 经济主体特别是民营企业的投资和生产经营活动急剧萎缩。为缓解经济下行压力, 地方政府就可能干预国有企业的经营活动。已有文献也指出, 地区国有企业数量越多, 地方政府对经济活动的干预能力越强 (李艳和杨汝岱, 2018), 国有企业的就业人数越多, 其稳定就业的作用就越大, 地方政府的干预动机也就越强 (孙晓华和李明珊, 2016)。为此, 本文以 2009—2010 年地区国企数量占比²的均值衡量经济刺激期地区国企比重, 高于样本中位数时定义为 1, 其余为 0 (*Group*), 回归结果见表 9 第 (1) — (5) 列。可以看出, $SOE \times During \times Group$ 和 $SOE \times Post \times Group$ 的系数大都显著且与理论预期方向一致, 即当国企在地方经济中的重要性越大时, 地方政府干预经济的动机也越强, 经济刺激政策对公司业绩的长短期负面影响就越严重。

² 以地区国企就业人数占就业总人数之比衡量地区国企比重的回归结果完全一致。

表 9 地区国有企业比重、地方债规模占比与经济刺激政策对上市公司业绩的长短期影响

变量	Group = 地区国有企业数量占比较高					Group = 地方债规模占 GDP 之比较高				
	ROA (1)	EXROA (2)	Zombie (3)	LOSS (4)	SMALL (5)	ROA (6)	EXROA (7)	Zombie (8)	LOSS (9)	SMALL (10)
SOE	-0.013*** (-6.27)	-0.014*** (-6.45)	0.422*** (3.43)	0.526*** (2.86)	0.348** (2.08)	-0.012*** (-5.43)	-0.013*** (-5.36)	0.323** (2.57)	0.447** (2.33)	0.266 (1.55)
SOE × During	0.000 (0.17)	0.000 (0.12)	-0.092 (-0.51)	-0.018 (-0.06)	0.220 (0.83)	-0.000 (-0.13)	-0.001 (-0.30)	-0.131 (-0.70)	-0.034 (-0.12)	0.135 (0.52)
SOE × Post	0.003 (1.32)	0.003 (1.27)	0.170 (1.07)	-0.293 (-1.15)	0.046 (0.21)	0.000 (0.11)	-0.001 (-0.19)	0.142 (0.88)	-0.012 (-0.05)	0.368* (1.70)
Group	-0.012*** (-3.53)	-0.014*** (-4.02)	0.206 (1.11)	0.359 (1.22)	0.275 (1.08)	-0.010 (-1.56)	-0.010 (-1.60)	-0.226 (-1.03)	-0.056 (-0.17)	0.038 (0.13)
SOE × Group	0.011*** (3.21)	0.011*** (3.28)	-0.634*** (-3.71)	-0.565** (-2.24)	-0.537** (-2.35)	0.009*** (2.65)	0.008** (2.48)	-0.403** (-2.35)	-0.452* (-1.77)	-0.421* (-1.83)
During × Group	0.006 (1.63)	0.006* (1.72)	-0.219 (-1.09)	0.131 (0.43)	0.223 (0.80)	0.007* (1.94)	0.006* (1.72)	-0.099 (-0.49)	-0.188 (-0.62)	-0.275 (-0.99)
Post × Group	0.013*** (4.18)	0.014*** (4.26)	-0.474*** (-2.74)	-0.211 (-0.84)	-0.256 (-1.13)	0.011*** (3.57)	0.010*** (3.37)	-0.223 (-1.29)	-0.214 (-0.85)	-0.205 (-0.91)
SOE × During × Group	-0.014*** (-2.99)	-0.014*** (-2.96)	0.632** (2.48)	0.452 (1.17)	0.276 (0.79)	-0.012*** (-2.69)	-0.011** (-2.44)	0.682*** (2.68)	0.551 (1.43)	0.522 (1.50)
SOE × Post × Group	-0.021*** (-5.29)	-0.021*** (-5.24)	0.664*** (3.01)	1.144*** (3.44)	0.983*** (3.33)	-0.014*** (-3.79)	-0.013*** (-3.39)	0.647*** (2.95)	0.760** (2.35)	0.492* (1.71)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	14 196	14 196	14 196	14 196	14 196	14 196	14 196	14 196	14 196	14 196
Adj. / Pseudo R ²	0.289	0.285	0.137	0.181	0.165	0.288	0.284	0.137	0.180	0.164

2. 地方债规模

2008年之后,地方政府债务成为地方政府进行基础设施建设的重要资金来源,是地方政府调度社会资金、弥补财政赤字并借以调控经济运行的重要手段。在财政收入有限的情况下,地方债规模越大,越能够帮助地方政府突破预算约束、实施经济刺激政策,进而强化其依赖国有企业拉动经济增长的模式(Bai *et al.*, 2016)。为此,本文以2009—2010年地方政府债与城投债之和占GDP比重的均值衡量经济刺激期地方债规模,高于样本中位数时定义为1,否则取0(*Group*),回归结果见表9第(6)—(10)列。可以看出, $SOE \times During \times Group$ 和 $SOE \times Post \times Group$ 的系数大都显著且与理论预期方向一致,即当地方政府在经济刺激期发行了更多的债务以谋求经济增长时,经济刺激政策对企业长短期业绩的负面影响更严重。

(五) 资本市场识别了经济刺激政策的长短期负面效应了吗?

本节进一步探讨资本市场参与者是否识别了经济刺激政策的长短期负面效应。具体地,本文分别计算以流通市值加权和总市值加权的公司未来12个月的累计异常收益率*BHAR1*和*BHAR2*,回归结果见表10。可以看出, $SOE \times During$ 和 $SOE \times Post$ 的系数均显著为负,说明相比于经济刺激政策出台前,在经济刺激期和后经济刺激期,国有企业的股票收益率均显著差于民营企业,即资本市场准确识别了经济刺激政策对公司绩效产生的长短期负面效应。

表10 经济刺激政策对公司股票回报率的长短期影响

变量	<i>BHAR1</i>	<i>BHAR2</i>
	(1)	(2)
<i>SOE</i>	0.064** (2.56)	0.062** (2.49)
$SOE \times During$	-0.086*** (-2.71)	-0.082*** (-2.59)
$SOE \times Post$	-0.097*** (-3.66)	-0.093*** (-3.54)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>N</i>	13 584	13 584
Adj. <i>R</i> ²	0.304	0.218

五、结论

经济下滑期政府是否应该推出经济刺激政策是奥地利学派和凯恩斯学派之间长期争执的焦点问题，学术界一直未对此形成定论。本文利用2008年年底我国政府为应对国际金融危机而实施的“四万亿”经济刺激政策的冲击发现，尽管经济刺激政策导致大量银行贷款流入国有企业，但在经济刺激期，国有企业的业绩并未改善，经济刺激政策退出后，国有企业的业绩依然表现更差。该结果表明，试图通过避免短痛而对经济进行刺激的结果不仅使企业在长期更痛，在短期也不过是掩人耳目，并未真的避免短痛，即经济刺激政策饮鸩也未止渴。其根本原因在于，通过政府对经济资源进行配置不仅不会使有限的资源被配置给高效率的市场主体，反而因“预算软约束”问题使得国有企业获得了大量的信贷资源，导致国有企业因政府救助而成为僵尸企业，使得经济刺激政策的目标更难达成。

参考文献

- [1] Aghion, P., and P. Howitt, *Endogenous Growth Theory*. MIT Press, 1997.
- [2] Bai, C. E., C. T. Hsieh, and M. S. Zheng, “The Long Shadow of a Fiscal Expansion”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2016, (Fall), 1-37.
- [3] Beaudry, P., D. Galizia, and F. Portier, “Reconciling Hayek’s and Keynes’ Views of Recessions”, *The Review of Economic Studies*, 2018, 85 (1), 119-156.
- [4] Brandt, L., and H. Li, “Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?”, *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31 (3), 387-413.
- [5] Cong, L. W., H. Gao, J. Ponticelli, and X. Yang, “Credit Allocation Under Economic Stimulus: Evidence from China”, *Review of Financial Studies*, 2019, 32 (9), 3412-3460.
- [6] 陈斌开、金箫、欧阳涤非, “住房价格、资源错配与中国工业企业生产率”, 《世界经济》, 2015年第4期, 第77—98页。
- [7] 邓路、刘瑞琪、廖明情, “宏观环境、所有制与公司超额银行借款”, 《管理世界》, 2016年第9期, 第149—160页。
- [8] Deng, Y., R. Morck, J. Wu, and B. Yeung, “China’s Pseudo-Monetary Policy”, *Review of Finance*, 2015, 19 (1), 55—93.
- [9] Diao, X., Y. Zhang, and K. Z. Chen, “The Global Recession and China’s Stimulus Package: A General Equilibrium Assessment of Country Level Impacts”, *China Economic Review*, 2012, 23 (1), 1-17.
- [10] Dinç, I. S., “Politicians and Banks: Political Influences on Government-Owned Banks in Emerging Markets”, *Journal of Financial Economics*, 2005, 77 (2), 453-479.
- [11] Hainmueller, J., “Entropy Balancing for Causal Effects: A Multivariate Reweighting Method to

- Produce Balanced Samples in Observational Studies”, *Political Analysis*, 2012, 20 (1), 25-46.
- [12] 侯青川、靳庆鲁、陈明端, “经济发展、政府偏袒与公司发展——基于政府代理问题与公司代理问题的分析”, 《经济研究》, 2015 年第 1 期, 第 140—152 页。
- [13] 黄海杰、吕长江、Lee Edward, “‘四万亿投资’政策对企业投资效率的影响”, 《会计研究》, 2016 年第 2 期, 第 51—57 页。
- [14] 黄少卿、陈彦, “中国僵尸企业的分布特征与分类处置”, 《中国工业经济》, 2017 年第 3 期, 第 24—43 页。
- [15] 江伟、李斌, “制度环境、国有产权与银行差别贷款”, 《金融研究》, 2006 年第 11 期, 第 116—126 页。
- [16] 纪洋、王旭、谭语嫣、黄益平, “经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化”, 《经济学》(季刊), 2018 年第 17 卷第 2 期, 第 449—470 页。
- [17] Khwaja, A. I., and A. Mian, “Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market”, *The Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120 (4), 1371-1411.
- [18] 李艳、杨汝岱, “地方国企依赖、资源配置效率改善与供给侧改革”, 《经济研究》, 2018 年第 2 期, 第 80—94 页。
- [19] 梁琪、余峰燕, “金融危机、国有股权与资本投资”, 《经济研究》, 2014 年第 4 期, 第 47—61 页。
- [20] Liu, Q., X. Pan, and G. G. Tian, “To What Extent Did the Economic Stimulus Package Influence Bank Lending and Corporate Investment Decisions? Evidence from China”, *Journal of Banking & Finance*, 2018, 86 (Supplement C), 177-193.
- [21] 刘媛媛、刘斌, “劳动保护、成本粘性与企业应对”, 《经济研究》, 2014 年第 5 期, 第 63—76 页。
- [22] 林毅夫、刘明兴、章奇, “政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究”, 《管理世界》, 2004 年第 8 期, 第 81—89 页。
- [23] 林毅夫、巫和懋、邢亦青, “‘潮涌现象’与产能过剩的形成机制”, 《经济研究》, 2010 年第 10 期, 第 4—19 页。
- [24] Nakamura, J. I., and S. I. Fukuda, “What Happened to ‘Zombie’ Firms in Japan?: Reexamination for the Lost Two Decades”, *Global Journal of Economics*, 2013, 2 (2), 1-18.
- [25] Ouyang, M., and Y. Peng, “The Treatment-Effect Estimation: A Case Study of the 2008 Economic Stimulus Package of China”, *Journal of Econometrics*, 2015, 188 (2), 545-557.
- [26] Paola, S., “The Effects of Government Ownership on Bank Lending”, *Journal of Financial Economics*, 2004, 72 (2), 357-384.
- [27] Rajan, R. G., and L. Zingales, “Financial Dependence and Growth”, *The American Economic Review*, 1998, 88 (3), 559-586.
- [28] Ru, H., “Government Credit, a Double-Edged Sword: Evidence from the China Development Bank”, *Journal of Finance*, 2018, 73 (1), 275-316.
- [29] Schumpeter, J. A., *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York and London: Harper & Brothers, 1942.
- [30] Shleifer, A., “State versus Private Ownership”, *The Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12 (4), 133-150.
- [31] Shleifer, A., and R. W. Vishny, “Politicians and Firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109 (4), 995-1025.
- [32] Song, Z., K. Storesletten, and F. Zilibotti, “Growing Like China”, *The American Economic Re-*

- view*, 2011, 101 (1), 196-233.
- [33] 孙晓华、李明珊，“国有企业的过度投资及其效率损失”，《中国工业经济》，2016年第10期，第109—125页。
- [34] 王小鲁、樊纲、余静文，《中国分省份市场化指数报告（2016）》。北京：社会科学文献出版社，2016年。
- [35] 薛云奎、白云霞，“国家所有权、冗余雇员与公司业绩”，《管理世界》，2008年第10期，第96—105页。
- [36] 杨国超、刘静、廉鹏、芮萌，“减税激励、研发操纵与研发绩效”，《经济研究》，2017年第8期，第110—124页。
- [37] 张霖琳、刘峰、蔡贵龙，“监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果——基于2003~2012年国企高管职位变更的数据”，《管理世界》，2015年第10期，第117—131页。
- [38] 张璇、刘贝贝、汪婷、李春涛，“信贷寻租、融资约束与企业创新”，《经济研究》，2017年第5期，第161—174页。
- [39] 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，第74—86页。
- [40] Zheng, G., S. Wang, and Y. Xu, “Monetary Stimulation, Bank Relationship and Innovation: Evidence from China”, *Journal of Banking & Finance*, 2018, 89 (4), 237-248.
- [41] 郑江淮、宋建、张玉昌、郑玉、姜青克，“中国经济增长新旧动能转换的进展评估”，《中国工业经济》，2018年第6期，第24—42页。
- [42] 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林，“我国企业债务的结构性问题”，《经济研究》，2016年第7期，第102—117页。
- [43] 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，第36—50页。

Long Pains or Short Pains?

—Long-term and Short-term Effects of Economic Stimulus Policies During the Financial Crisis

GUOCHAO YANG QIANG GONG

(*Zhongnan University of Economics and Law*)

XIAOXI LI*

(*Jinan University*)

Abstract Although the “four trillion” economic stimulus policies caused a large amount of bank credit to flow into state-owned enterprises, the profitability of state-owned firms

* Corresponding Author: Xiaoxi Li, School of Management, Jinan University, No. 601 West Huangpu Avenue, Tianhe District, Guangzhou, Guangdong, 510632, China; Tel: 86-13701897592; E-mail: xiaoxili@jnu.edu.cn.

during and after the stimulus period performed poorer than non-SOE firms. Further, the credit inflation caused by the economic stimulus policy has flowed into the state-owned enterprises with the worst profitability, and even the enterprises that cannot repay the principal and interest of the loans on time. The resources misallocation also caused state-owned enterprises to hire excess labor during the economic stimulus period. Sales growth was achieved by lowering sales price and providing more relaxed commercial credit rather than through innovative activities. Substantial increase in real estate investment was accordingly realized. This paper contributes to the role of government and market during economic crisis.

Key Words financial crisis, economic stimulus policy, credit misallocation

JEL Classification E51, E62, G38