经济增长、经济政策与公司业绩关系的实证研究¹

靳庆鲁¹,李荣林¹,万华林²

(1.上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433; 2. 香港中文大学经济与金融研究中心)

摘要: 本文以 1995 年至 2004 年上市公司为样本, 考察了经济增长、经济政策与公司业绩之间的关系。通过构筑 IS-LM 模型, 本文测算了我国的各项财政政策与货币政策乘数, 以量化我国宏观经济政策的变化, 并在此基础上, 研究了经济增长、经济政策对公司会计业绩和股票报酬的影响, 发现经济政策显著影响公司会计业绩与股票报酬, 但不同的经济政策对会计业绩和股票报酬的影响不尽相同; 另外, 我们还发现, 在控制了经济政策因素后, 经济增长并没有和公司业绩相背离。本文的发现为诠释我国股市是否是宏观经济的“晴雨表”提供了一个新的研究视角。

关键词: 经济增长; 经济政策; 会计业绩; 股票报酬

中图分类号: F2 **文献标识码:** A

1 研究背景与理论分析

公司业绩由宏观、行业和公司自身状况等因素共同决定 (Brown & Ball, 1967; Magee, 1974; King, 1960); 而股票作为虚拟资本, 其价格不仅应反映公司的会计业绩, 亦应反映宏观经济及其政策的变化, 发挥宏观经济“晴雨表”的功能。理论上, 实体经济影响股票市场的供给与需求; 与此同时, 股票市场也通过消费支出传导机制影响投资者 (主要体现为财富效应与流动性效应), 通过投资支出机制影响上市公司行为及其会计业绩, 从而最终影响实体经济。当股市不能正确地反映宏观经济信息时, 其资源配置功能也必然受到影响, 因而股市能否成为宏观经济的“晴雨表”具有重要的理论和实践意义。然而, 中国股市自 1990 年建立至今, 在中国经济十几年来一直高速增长的同时, 股票市场指数却经历了 1994 年的极度低迷、1996 年下半年至 1997 上半年的过度投机, 1999 年的 5.19 井喷行情, 2001 年至 2005 年的持续下跌, 某些变化似乎又与宏观经济状况不相吻合, 从而出现了股价走势与实体经济的“背离”。而这种“背离”甚至不是中国特有现象, 例如, 伍志文等 (2005) 通过跨国比较发现, 近年来, 美、日、德、加、英五国股市发展与经济增长呈现一种剪刀差现象, 并且越来越严重。而这种“背离”在新兴证券市场甚至是一种常见现象²。

中国股市作为一个新兴证券市场, 自其建立后经历了剧烈而频繁的制度变迁, 体现出与国外股市不同之处, 影响中国股市波动的主要原因是投资者预期同构、政策因素、运作机制、投资者构成、经济周期与舆论导向等 (胡继之, 1999); 而流通股与非流通股的分立, 又造成对流通股股东的制度性侵犯 (巴曙松, 2003)。这样, 在中国, 股市究竟是否“背离”了经济增长又具有特殊的复杂性, 并随着近年来股价的持续下跌和股市体制缺陷问题的暴露日益引发学术界和实务界的关注。已有研究表明, 早期的中国股市总体上和宏观经济同步运行 (廖黎辉, 1997; 胡继之, 1999; 贺强, 2002), 但近年来则出现了较大的“背离”走势 (贺强, 2002)。许多学者都认为中国股市并未发挥宏观经济的晴雨表功能, 却又对“股经背离”现象产生的原因见解不一, 并试图从不同角度加以解释 (袁永君, 2005; 贺京同、霍焰, 2005; 伍志文, 2005 等)³。而许均华、李启亚 (2001) 利用各政策指标数据与股票指数进行回归, 发现宏观经济政策与我国股市之间存在正相关关系。因而, 这一重要问题

在理论上并未获得明确一致且令人满意的答案。并且，前人研究都难以回答以下问题：在股市规模日益壮大、投资者日趋成熟的情况下，股市何以反而更日益失去“晴雨表”功能？尽管股权分置等问题也可能与“背离”问题有关，但从理论上又难以避免内生性问题：是股价下跌导致股权分置问题更为突出，还是股权分置导致了股价下跌，从而影响了股市“晴雨表”功能？而股市在不断有新股上市的情况下，股市结构性问题及其行业代表性日益完善，这样股市“背离”经济增长的程度应该越来越弱；即便上市公司中优质公司不占主导地位，其业绩方面不能与宏观经济增长完全同步，但也应是同向变动，股市的晴雨表功能仍不致丧失。事实上，当我们检验股市能否反映宏观经济状况时，要么把结果视作股票市场是否有效的证据，要么是基于一假定出发检验市场能否反映宏观经济信息。但前者至今仍是一个众说纷纭的问题，回答这一问题需要更为严格的实证检验；倘若基于股票市场有效这一假定出发做检验，不论资本市场达到何种有效程度，理论上股市都不应“背离”经济增长。因而，股市是否背离了经济增长，是一个有待进一步考察的命题。

在研究“背离”问题时，多数文献主要考察了GDP增长与股价指数的关系，却忽视了宏观经济政策这一重要因素；而在中国，由于股市具有“政策市”的特点，经济政策不仅现实地影响着公司经济活动，而且在投资者预期中对政策因素可能赋予较大的比重，这又决定了经济政策在中国股市研究中的特殊重要地位。因而，考察中国股市是否具有“晴雨表”功能，需同时研究经济增长与经济政策的影响。鉴于以往研究已经对经济增长、经济政策与股票指数之间的关系进行了深入的研究，本文试图研究经济增长、经济政策如何影响企业业绩，并希望有新的发现。本文试图考察如下两个问题：经济政策变化如何影响上市公司业绩？经济增长是否与上市公司业绩产生了“背离”？本文试图通过对上述问题的研究提供考察中国股市是否“背离”经济增长的另一视角，这一视角对研究新兴证券市场类似问题亦具有借鉴意义。

后文结构安排如下：第二部分对国内外相关文献做出简要回顾；第三部分提出本文研究假说；第四部分基于封闭经济条件下推导经济政策的理论模型，并给出其变量估计结果；第五部分研究经济增长、经济政策对公司业绩的影响，并进行必要的敏感性检验；第六部分总结全文。

2 文献回顾

国外关于宏观经济与公司业绩的研究分为两类，一是宏观经济是否影响公司的会计业绩；二是宏观经济是否影响公司的股票报酬。

公司作为实体经济的主要载体，其会计盈余和宏观经济之间存在着密切联系。Brown, Ball (1967) 以美国 1947 年到 1965 年的上市公司为样本，研究发现市场业绩平均而言可以解释公司会计业绩 35%—40% 的变化，而行业业绩则有助于解释公司会计业绩另外 10%—15% 的变化。Klein, Marquardt (2001) 研究结果则表明，在控制了会计保守性与样本选择偏差后，公司亏损与经济周期存在显著的相关性。Chant (1980) 以美国 1958 年至 1977 年的上市公司为研究样本，发现货币供给 (M1) 与公司会计业绩显著正相关；Levi (1980) 则考察了货币供给变化与公司会计业绩变化之间的关系，发现二者显著正相关，从而进一步佐证了 Chant (1980) 的研究。Carling, Jacobson, Linde, Roszbach (2004) 以瑞典上市公司为样本，考察了会计报表中相关变量与宏观经济变化之间的关系，他们同样发现宏观经济与相关的会计变量（特别是业绩变量）之间存在显著的关系。Jin, Zhang, Chen (2005a) 以美国 1978 年第 1 季度至 2003 年第 1 季度的上市公司为样本，考察了销售、投资与会计业绩等基本变量与经济增长之间的关系，发现宏观经济活动显著影响公司的基本会计变量，且在经济周期的不同阶段、对不同行业、不同特征的公司影响程度上存在差异。Jin, Chen, Zhang (2005b) 则以 Jin, Zhang, Chen (2005a) 的研究为基础，进一步考察了公司盈余

管理与宏观经济活动之间的关系。他们发现，不同类型公司的管理者因为宏观经济活动的变化，其盈余管理的动机与方式存在显著差异，这进一步表明宏观经济不仅影响公司的会计业绩，而且会影响到公司的其他经济行为。

在理论上，股票的价格应由其对应的实体经济所决定，因而公司股票报酬和行业因素、市场因素之间也应存在显著的关系。King (1966) 以美国资本市场 1927 年 6 月至 1960 年 12 月 63 家上市公司作为样本，研究发现市场因素可以解释公司股票报酬 50% 的变化，而行业因素则可以解释另外 10% 的股票报酬差异。Jarvinen (2000) 以芬兰 1978 年 1 月至 1996 年 9 月的上市公司为研究样本，考察了宏观经济是否影响公司的股票报酬，以及对于不同的行业影响是否存在差异。研究表明，行业生产、货币供给以及利息率等宏观因素显著影响公司的股票报酬；这些宏观因素对于股票报酬的影响在不同行业之间没有性质上的不同，但在影响程度上存在一定差异。也有研究试图在宏观经济因素与公司股票报酬之间建立模型：例如套利定价理论 (APT)，以及基于生产 (投资) 和消费的资本资产定价模型等。

国内尚无系统研究宏观经济及其政策如何影响公司业绩的文献，相关文献则主要研究了宏观经济增长或宏观经济政策与股价指数的关系。许均华、李启亚 (2001) 采用回归分析和事件研究方法，分析了各类经济政策对股市的影响。其研究表明，连续性政策与我国股市之间存在正相关关系，但其解释程度较小；股市运行受短期的离散性政策影响较大，但政策事件对股市冲击作用逐步弱化。贺强 (2002) 通过绘制政策周期曲线、经济周期曲线与股市年均线，考察了经济增长、经济政策与股市之间的关系，研究发现：自 1990 年至 1996 年初，三个周期同步运行；而自 1996 年初至 1999 年政策周期、股市周期与经济周期出现了较大的“背离”走势。

国外研究表明，宏观经济活动显著影响会计业绩和股票报酬。目前，国内研究仍局限于宏观层面的研究，缺乏经济政策如何影响公司业绩的微观基础研究，且研究结论也不尽一致，甚至有研究发现了股市与实体经济“背离”的结果，这又和经典经济理论的预测相悖；现有研究亦未区分上市公司的会计业绩与股票报酬；在考察宏观经济信息对股市的影响时，往往未同时考察经济政策和经济增长对公司业绩的影响。由于经济政策、经济增长和公司会计业绩的关系是联系宏观经济与股票报酬的重要环节，因而研究二者如何共同影响公司业绩，才能对股市是否背离经济增长获得更为清晰全面的认识。本文试图在前人研究基础上，系统回答这一重要却又未知的问题，并希望有新的发现。

3 研究假说

由于经济增长、经济政策对公司会计业绩与股票报酬的影响机制不尽相同，本文将分别予以阐述。首先我们探讨经济增长与经济政策如何影响公司会计业绩，这可细分为如下两个问题：

经济增长如何影响公司会计业绩？按照支出法计算，GDP 由投资、消费和净出口（出口扣减进口后的差额）三项组成。因此，经济增长对公司会计业绩的影响主要表现在如下三个方面：（1）投资推动，根据凯恩斯在《通论》中提出的投资乘数原理，当总投资增加时，收入的增量将是投资增量的数倍。企业的固定资产投资和存货投资增长一方面直接扩大了需求，通过需求拉动经济增长。另一方面，投资（尤其是企业固定资产投资）又会形成新的生产能力，这种新生产能力所产生的乘数效应将会使企业产生更高的收入和利润。当然，投资能够在多大程度上推动企业利润的增长，取决于投资效率的高低。投资效率越高，投资乘数效应所发挥的作用越大。（2）消费拉动，我们知道，消费与生产是相互作用的。最直接的联系是，消费是生产的市场，市场容量决定生产的前景。从这个意义上，消费决定生产。另外，消费增长能够直接增加企业的产品销售收入，从而增加公司利润。从经济学的角度，规模经济与否和边际生产成本的高低会影响消费增长改善公司业绩的程度。在规模经济前提

下，边际生产成本递减，消费增长将发挥乘数效应，更大程度地推动公司业绩的改善。(3) 净出口拉动，净出口作为扩大内需的补充，其本身的增长同样可以直接增加企业的产品销售收入，从而增加公司利润。中国经济在经历出口拉动型、投资推动型增长之后，“十一五”期间将开始注重增强拉动经济增长的“第三驾马车”……消费的拉动力，开始以扩大内需为经济发展的基本立足点和长期战略方针。国内研究亦支持了经济增长影响公司业绩的推论，南开大学证券与公司财务研究中心（2002）考察了国内上市公司平均主营业务收入与 GDP 的变化情况，发现二者之间相当吻合，相关系数高达 0.94。基于上述分析，我们期望经济增长有益于公司会计业绩的提高。

扩张性经济政策如何影响公司会计业绩？扩张性经济政策包括扩张性财政政策与扩张性货币政策。实证研究表明扩张性财政政策可以带来就业效应（吕炜，2004）和乘数效应（马栓友，2001；晁毓欣，2002）。研究还表明，1998 年以来我国实施的扩张性财政政策对全国经济全要素生产率增长、省份经济全要素生产率增长和技术进步具有较强的促进作用（郭庆旺、贾俊雪，2005）。这意味着扩张性财政政策不仅可以改善经济环境和投资环境，在量的方面增加公司利润，而且可以在质的方面提高公司效率。另外，由于扩张性财政政策可以通过增发国债等方式扩大购买支出；通过转移支付方式调整收入分配，借以刺激消费和投资增长；通过税收政策减少税收支出，进而刺激公司再投资，拓展资本规模。因而，扩张性财政政策有利于公司会计业绩的增长。而扩张性货币政策通常意味着货币供给增加和利率下降，信用也变得更加充足，新的投资项目将更为有利可图；与此同时，在扩张性货币政策下，每一利率水平下的需求也会增加，这些都会导致公司有更好的盈利机会和盈利水平。根据以上分析，我们提出以下假说：

假说 1：经济增长、扩张性财政政策（包括政府购买、转移支付及税收政策）和扩张性货币政策与公司的会计业绩显著正相关。

经济增长和经济政策不仅影响公司会计业绩，同样会影响公司的市场业绩。同样，这可以细分为如下两个问题：

经济增长如何影响股票报酬？国外研究表明，在成熟市场，公司的股票报酬与宏观经济活动变量存在显著的关系（King, 1960; Javinen, 2000）。资本市场作为依附于公司实体的虚拟经济，股票报酬应该或多或少地反映公司的基本面因素。基于假说 1 的理论分析，在市场有效的前提下，如果经济增长能够改善公司的会计业绩，那么根据实体经济与虚拟经济之间的微观传导机制，宏观经济活动的增长亦应能改善公司的市场表现。

扩张性经济政策如何影响股票报酬？由于扩张性经济政策会影响投资者对未来前景的预期，例如增加转移支付和购买支出、降低税收将直接导致企业和居民收入增加，而扩张性货币政策还会通过数量型工具增加股票市场的资金供给，并通过价格型工具降低资本成本，这都会对股票报酬产生正面的影响。

上述影响在国内外研究中从不同角度得到了验证：Tavares, Valkanov (2003) 研究了美国财政政策与股票报酬之间的关系，研究结果表明，税收支出增加对股票报酬有显著的负面影响，而购买支出增加对股票报酬则有显著的正面影响。Cook, Hahn (1988) 以及 Rigobon, Roberto, Sack (2001) 的研究表明，货币政策会影响短期的股票价格；Jensen, Gerald, Johnson (1995) 考察了 1962-1991 年美国股票市场月度和季度的股票价格与货币政策之间的关系，结果表明货币政策影响长期的股票报酬，而股票市场会对这一预期的改变做出迅速反应。Friedman (2005) 以美国 1920 年代、日本 1980 年代、美国 1990 年代的几次重大货币政策变更为自然实验，研究表明货币数量对国民收入和股票价格具有决定作用。这些研究表明，在股票市场规模较大的成熟市场中，股票价格确实具有一定的货币政策和财政政策传导功能。国内研究中，许均华、李启亚（2001）利用各政策指标数据与股票指数进行回

归，发现宏观经济政策与我国股市之间存在显著的正相关关系。夏新平，余明桂和汪宜霞（2006）基于家庭财富效应、家庭流动性效应和托宾 Q 理论，以 1993 年第 1 季度至 2003 年第 1 季度的季度数据和以 1996 年第 1 季度至 2003 年第 1 季度的季度数据为样本，检验了我国货币供给量对股票市场的影响，并且发现不论是在整个研究阶段还是在 1996 年以后的研究阶段，我国股票价格走势与货币供应量都有着显著的正相关关系。

上述研究表明，经济政策显著影响公司的股票报酬（或股价指数），扩张性经济政策会导致公司股票报酬增加。基于上述分析，我们提出假说 2：

假说 2：经济增长、扩张性财政政策（包括政府购买、转移支付及税收政策）和扩张性货币政策与公司的股票报酬显著正相关。

4 宏观经济政策变量的理论模型及其估计结果

为正确度量我国宏观经济政策及其变化，我们从 2005 年中国统计年鉴、中国人民银行网站和中国统计局网站上系统收集了自 1981 年至 2004 年的各项宏观经济指标（参见表 1），依据这些数据和本文构筑的 IS—LM 模型，测算我国的各项财政政策与货币政策乘数，并进而估算和量化我国宏观经济政策的变化。其具体模型构建与实证估计步骤如下：

4.1 宏观经济政策的理论模型

IS—LM 模型是宏观经济分析中广泛使用的基本模型，包括产品市场的均衡方程和货币市场的均衡方程。其产品市场的均衡条件 IS 为：总收入等于总支出，即 $Y = AD = C + I + G + NX$ ，其各方程如下：

$$\text{消费方程： } C = \bar{C} + C(Y^d) = \bar{C} + C(Y - \bar{T} + \bar{TR})$$

$$\text{投资方程： } I = \bar{I} + I(Y, r)$$

$$\text{净进口方程： } NX = X - Q(Y) = \bar{NX} + NX(Y)$$

$$\text{财政政策指数： } G = \bar{G}, T = \bar{T} = tY, TR = \bar{TR}$$

其中，C 为居民消费，I 为私人投资，X 为出口，Q 为进口，NX 为净出口，Y 为总收入（GDP），Y^d 为可支配收入，G 为政府购买支出，T 为税收，t 为宏观税负，TR 为转移支付，r 为实际利率。另外，变量上面加横线表示给定常量。

$$\text{令 } \bar{A} = \bar{C} + \bar{I} + \bar{G} + \bar{NX}, E(Y, r, T, TR) = C(Y - \bar{T} + \bar{TR}) + I(Y, r) + NX(Y),$$

则有：↵

$$Y = AD = \bar{A} + E(Y, r, \bar{T}, \bar{TR}) \quad (1)$$

其货币市场的均衡条件 LM 为：实际货币供给等于实际货币需求，即：↵

$$\bar{M1} = L(Y, r) \quad (2)$$

首先，对方程（1）求全微分得：↵

$$dY = \frac{d\bar{A} + E_r dr + E_T d\bar{T} + E_{TR} d\bar{TR}}{1 - E_Y} \quad \downarrow$$

其次，对方程（2）求全微分得：↵

$$d(M1) = L_Y dY + L_r dr \quad \downarrow$$

其中，变量右边加下标表示导数或偏导数。将上述两式联立，使用克莱姆法则，求解 dY 和 dr ，可得产品市场和货币市场同时达到均衡时均衡收入和均衡利率的变化量：

$$\begin{aligned} dY^* &= \frac{L_r^*(d\bar{A}-E_T d\bar{T}+E_{TR} d\bar{TR})}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} + \frac{E_r^*(d\bar{M1})}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} \\ dr^* &= \frac{-L_Y^*(d\bar{A}-E_T d\bar{T}+E_{TR} d\bar{TR})}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} + \frac{(1-E_Y)^*(d\bar{M1})}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} \end{aligned} \quad (3)^*$$

其中， $\frac{L_r}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r}$ 是财政政策乘数， $\frac{E_r}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r}$ 是货币政策乘数。⁴

4.2 我国宏观经济政策变量的实证估计

由于我国资本账户目前尚未完全放开，人民币还不能自由兑换，并非完全的开放经济，因此，本文以封闭经济⁴条件下的 IS-LM 模型为基础，对我国财政与货币政策乘数进行估计。

4.2.1 模型设定

基于 Hicks (1937)，Blanchard and Fischer (1993)，以及 Blanchard (1997)，我们设定 IS-LM 模型如下：

$$\begin{aligned} C &= c_{11} + c_{12}Y^d + \mu_1 \\ I &= c_{21} + c_{22}Y + c_{23}r + \mu_2 \\ Q &= c_{31} + c_{32}Y + \mu_3 \\ r &= c_{41} + c_{42}Y + c_{43}M1 + c_{44}Inf + \mu_4 \\ Y^d &= Y - T + TR = Y - tY + TR \\ Y &= C + I + G + X - Q \end{aligned} \quad ^4$$

其中， Inf 为通货膨胀， c_{ij} 为待估参数， μ 为随机项，其他变量含义同前。

年份	支出法	进口	出口	居民消费	私人投资	M1	购买支出	转移支付	财政收入	税收	可支配收入	利率	标准化因	通货膨胀
1981	8105.22	608.05	626.73	4306.31	2168.36	2829.07	1611.92	299.53	1944.35	1944.35	6460.40	3.15	0.6048	2.25
1982	9085.60	591.73	742.51	4746.90	2451.20	3168.70	1736.71	320.53	2006.62	2006.62	7399.50	5.77	0.6042	-0.10
1983	9952.23	690.85	774.06	5212.55	2727.55	3574.69	1928.95	362.64	2238.90	2238.90	8075.98	4.70	0.6106	1.06
1984	11182.96	968.54	970.57	5735.60	3196.10	4576.00	2249.27	380.08	2564.35	2564.35	8998.69	0.83	0.6407	4.93
1985	12456.94	1782.09	1262.26	6501.90	4219.60	4733.50	2255.32	415.05	2840.50	2891.46	10031.49	-3.43	0.7058	10.16
1986	13734.78	2030.92	1685.00	7014.55	4595.62	5736.68	2470.52	397.23	2876.34	2833.74	11255.68	2.67	0.7378	4.53
1987	15197.66	2081.69	2095.62	7687.60	4933.20	6381.80	2561.99	429.01	2836.30	2760.33	12790.37	2.10	0.7754	5.10
1988	16907.29	2363.04	2189.30	8776.90	5821.70	6882.80	2482.47	415.06	2710.46	2748.61	14611.90	-4.47	0.8697	12.16
1989	17394.93	2324.01	2128.04	9004.40	6052.10	6742.30	2534.39	450.60	2815.24	2881.26	15030.29	2.27	0.9466	8.84
1990	18319.50	2574.30	3084.60	9113.20	6051.00	6590.70	2645.03	438.83	2937.10	2821.86	15821.23	4.55	1.0000	5.64
1991	19937.12	3184.17	3762.69	9664.70	6686.10	8088.30	3007.78	430.67	2950.68	2801.36	17417.12	1.15	1.0674	6.74
1992	22464.52	3859.33	4098.62	10822.20	8067.80	10189.70	3335.11	356.67	3025.56	2863.64	19795.62	-0.30	1.1513	7.86
1993	26154.74	4538.10	4022.97	11888.70	11003.20	12342.06	3777.85	323.52	3296.91	3226.16	23181.35	-5.13	1.319	14.57
1994	29535.94	6300.63	6701.75	13164.03	11849.00	12993.76	4121.79	291.06	3300.90	3243.63	26526.10	-8.85	1.5806	19.83
1995	32705.37	6175.51	6733.64	15061.02	12999.30	13408.00	4086.90	303.30	3489.18	3375.47	29519.50	-2.19	1.7888	13.17
1996	36056.49	6098.60	6988.62	16966.11	13846.90	15046.61	4473.39	411.67	3909.04	3646.54	32559.11	3.23	1.8949	5.93
1997	39213.97	6181.78	7677.79	18249.59	14535.40	18234.79	4895.94	584.65	4529.67	4311.69	35268.95	6.33	1.9097	0.78
1998	42386.91	6237.65	7874.83	19808.91	15209.60	20899.44	5462.61	850.81	5298.65	4970.38	37939.07	7.43	1.8636	-2.41
1999	45367.69	7538.04	8772.10	21585.15	15831.40	25153.66	6357.76	1084.36	6280.06	5863.11	40171.99	5.16	1.8220	-2.23
2000	48570.18	10132.98	11350.87	23320.16	16521.70	28893.46	7370.50	1399.33	7282.32	6840.75	42687.19	1.31	1.8392	0.94
2001	52970.55	10830.84	12015.35	24659.42	18758.30	32166.91	8133.53	1495.98	8803.65	8222.13	45662.88	1.07	1.8610	1.19
2002	57883.41	13152.77	14657.10	26130.00	21101.50	38161.33	8816.78	1690.57	10177.33	9496.77	49396.66	2.22	1.8571	-0.21
2003	64302.10	18063.28	19480.06	27830.30	25813.10	44434.31	9241.88	1774.92	11470.74	10573.83	53420.93	0.04	1.8931	1.94
2004	70642.56	23037.06	25060.77	29267.50	29577.90	47611.66	9773.43	1967.43	13095.44	11988.73	58221.45	-4.45	2.0157	6.48

表 1 中国宏观经济基本变量

4.2.2 模型估计

本文采用 1981 至 2004 的年度数据为分析样本，以支出法 GDP 作为总收入 Y，对我国的 IS—LM 模型进行估计。这里的私人投资，系资本形成总额扣除固定资产投资中的预算资本投资；政府购买支出等于政府消费加固定资产投资中的预算资本投资；转移支付主要指抚恤和社会福利支出加政策补贴；进口是指进口贸易总额，出口由进口和支出法 GDP 中的净出口确定；实际利率以名义利率减去通货膨胀得出，其中名义利率是指 1 年期定期存款利率（按执行天数的加权平均值），GDP 平减指数等于名义 GDP 除以基年（1990）名义 GDP 与每年以可比价格计算的 GDP 指数的乘积，通货膨胀为本文计算的 GDP 平减指数的增长率。有关数据结果见表 1，其中绝对量指标是经 GDP 平减指数缩减后的真实变量。

本文进一步利用三阶段最小二乘法，以常数项、M1、G、T、TR、X、Inf 和趋势项以及滞后一期的 C、I、Q、GDP、Yd 与 r 为工具变量，以 C、I、Q、Y、Yd 和 r 为内生变量，对 IS—LM 模型进行估计（见表 2）。结果显示，模型拟合效果较好，至少能解释因变量变动的 89% 以上，D.W. 统计值显示在 1% 水平上不存在序列相关，待估参数显著且与预期符号相符。

解释变量	消费方程	投资方程	进口方程	利率方程
截距	1372.07*** (3.27)	-775.06*** (-5.26)	-3295.04*** (-2.65)	5.05*** (4.62)
GDP		0.39*** (81.70)	0.31*** (7.87)	0.0003*** (3.08)
可支配收入	0.49*** (39.16)			
实际利率		-100.65*** (-2.86)		
M1				-0.0005*** (-4.11)
通货膨胀				-0.80*** (-15.08)
R2	0.9960	0.9935	0.9068	0.9347
Adj.R2	0.9956	0.9924	0.8975	0.9202
D.W. 统计值	1.79	1.86	1.49	2.35

*, **和***分别表示相应参数在 0.1, 0.05 和 0.01 水平下显著，后同不赘。

表 2 中国 IS-LM 模型的 3SLS 估计

根据表 2 回归结果，我国的净出口方程为： $NX=X+3295.04-0.31Y$ ，将消费、投资和净出口方程相加，然后两边同时加上政府支出 G，可得 IS 模型；再由利率方程求出 M1，可得 LM 模型，也即我国的 IS—LM 模型可以表示如下：

$$IS: Y = \frac{3892.05 + 0.49TR + G + X}{0.43 + 0.49t} - \frac{100.65r}{0.43 + 0.49t}$$

$$LM: M1 = 10100 + 0.6Y - 2000r - 1600Inf$$

求偏导数可得货币需求对收入的敏感性系数 $L_Y=0.6$ ，货币需求对利率的敏感性系数 $L_r=-2000$ ；由进口方程可知，边际净出口 $NXY=-0.31$ ；由消费方程可得边际消费 $CY_d=0.49$ ；由投资方程可得，投资对利率的敏感性系数 $I_r=-100.65$ ，投资对收入的敏感性系数 $I_Y=0.39$ ；由此，总支出对收入的敏感性系数 $E_Y=(1-t)CY_d+I_Y+NXY=0.57-0.49t$ ；总支出对利率的敏感性系数 $E_r=I_r=-100.65$ 。

利用方程（3）可得我国的财政与货币政策乘数如下：

$$\begin{aligned} \text{购买支出乘数} \left(\frac{dY}{dG} \right)^* &= \frac{L_r}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} = \frac{2000}{2000(0.43+0.49t)+0.6*100.65} \leftarrow \\ \text{转移支付乘数} \left(\frac{dY}{dTR} \right)^* &= \frac{L_r * E_{TR}}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} = \frac{L_r * C_{Yd}}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} = \frac{2000*0.49}{2000(0.43+0.49t)+0.6*100.65} \leftarrow \\ \text{税收乘数} \left(\frac{dY}{dT} \right)^* &= \frac{L_r * (-E_T)}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} = \frac{L_r * (-C_{Yd})}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} = \frac{2000*(-0.49)}{2000(0.43+0.49t)+0.6*100.65} \leftarrow \\ \text{货币政策乘数} \left(\frac{dY}{dM1} \right)^* &= \frac{E_r}{(1-E_Y)L_r+L_Y E_r} = \frac{100.65}{2000(0.43+0.49t)+0.6*100.65} \leftarrow \end{aligned}$$

根据我国各年的宏观税负，表 3 列出了我国自 1995 年以来的货币与各项财政政策乘数 5。

年份	财政政策乘数			货币政策乘数
	购买支出乘数	转移支付乘数	税收乘数	
1995	1.9578	0.9593	-0.9593	0.0985
1996	1.9617	0.9613	-0.9613	0.0987
1997	1.9453	0.9532	-0.9532	0.0979
1998	1.9318	0.9466	-0.9466	0.0972
1999	1.9101	0.9360	-0.9360	0.0961
2000	1.8896	0.9259	-0.9259	0.0951
2001	1.8648	0.9137	-0.9137	0.0938
2002	1.8498	0.9064	-0.9064	0.0931
2003	1.8492	0.9061	-0.9061	0.0931
2004	1.8404	0.9018	-0.9018	0.0926

表 3 中国 1995-2004 年宏观政策乘数

根据相应的货币与财政政策乘数，我们可进一步测算出自 1995 年以来我国的财政与货币政策变化情况，具体数据如表 4 所示。数据表明：（1）购买支出自 1996 年开始每年有较大幅度增长，一直持续到 2000 年，2001 年起增长幅度有所放缓；转移支付变化趋势与此非常接近，这反映出自 2001 年起扩张性财政政策执行力度开始减弱，并开始趋向紧缩性财政政策；（2）税收收入自 1997 年始一直保持 14—18% 的稳步增长，2003 年起增速有所降低；（3）货币供应(M1)增长较为稳定，除 1995 和 2004 年外略低外，一直保持 1—2% 的增长速度。

年份	财政政策						货币政策	
	购买支出		转移支付		税收		变化额	变化 (%)
	变化额	变化 (%)	变化额	变化 (%)	变化额	变化 (%)		
1995	-34.89	-1.66	12.24	4.03	131.84	3.90	414.24	0.31
1996	386.49	18.55	108.37	34.35	271.07	7.72	1638.61	1.21
1997	422.55	18.37	172.98	40.05	665.15	17.39	3188.18	2.07
1998	566.67	22.36	266.16	43.09	658.69	14.46	2664.65	1.42
1999	895.15	31.30	233.55	25.69	892.73	16.81	4254.22	1.96
2000	1012.74	30.10	314.97	26.89	977.64	15.44	3739.80	1.41
2001	763.03	19.31	96.65	6.31	1381.38	18.45	3273.45	1.06
2002	683.25	15.54	194.59	11.79	1274.64	14.05	5994.42	1.73
2003	425.10	8.92	84.35	4.52	1077.06	10.28	6272.98	1.53
2004	531.55	10.59	192.51	9.78	1414.90	12.07	3177.35	0.66

表 4 中国 1995-2004 年宏观政策变化

5 宏观经济政策对公司业绩的影响

由于我国 1994 年之前上市公司数量较少，并且从 1990 到 1992 三年间上证综合指数上涨了将近 7 倍，所以本文以 1995 至 2004 年的上市公司为研究样本，研究经济增长、经济政策对公司会计业绩与股票报酬的影响。有关公司业绩与股票报酬数据来自 CSMAR 数据库。本文初始样本为 1369 只股票，共 9247 个观测值。样本剔除过程如下：（1）剔除同时或单独发行非 A 股股票公司，这是因为本文以封闭经济条件下的 IS—LM 模型为基础构建模型，这些公司由于在香港或海外发行股票，其业务通常更具外向性，公司业绩可能更容易受国际市场的影响；并且，非 A 股股票以外币（或港币）为交易单位，其股票收益率不仅受宏观经济政策和公司会计业绩的影响，同时还受国际金融市场汇率变动影响，与 A 股公司不具有可比性；（2）剔除公司业绩与股票报酬均值±3 个标准差范围以外的样本观测值，剩余 1108 只股票，5859 个观测值，这是我们进行面板回归模型(Pooled Regression Model)

的研究样本；(3)鉴于后文单个公司回归模型(Firm-specific Regression Model)研究设计中关于变量个数和自由度的要求，本文进一步剔除样本期间少于 5 个观测值的样本公司。最终进入单个公司回归模型的研究样本为 544 只股票，共 4010 个样本观测值。

表 5 列示了基于 5,859 个观测值的描述性结果，其中股票报酬为年持有股票报酬，会计业绩包括三个指标，分别为营业利润、利润总额和净利润除以年度平均总资产；样本描述性结果表明：(1) 各会计业绩指标的描述性统计量显示不同公司间存在较大差异；(2) 股票报酬均值为正，中值为负，且均小于各会计业绩均值和中值，标准差远大于会计业绩的标准差，这说明样本期间半数以上股票未获得正的年均报酬率，股东平均而言也未获得超过资产收益率的回报率，且不同公司股东回报差异远大于会计业绩差异，这和股票作为虚拟资本的特点有关；(3) 各宏观变量中实际 GDP 增长较为稳定，标准差很小，反映我国各年宏观经济增长在宏观调控下保持稳定。

表 6 提供了公司业绩各指标（股票报酬与会计业绩）之间的相互关系分析，其中对角线上面部分为皮尔逊相关系数，对角线下面部分为斯皮尔曼相关系数，括号中的数字反映相关变量的显著性水平 (P-Value)。下面以皮尔逊相关系数分析为例：股票报酬和会计业绩 1 之间的相关系数为 0.165（对应的 P-Value 小于 0.0001），股票报酬和会计业绩 2 之间的相关系数为 0.209（对应的 P-Value 小于 0.0001），股票报酬和会计业绩 3 之间的相关系数为 0.21（对应的 P-Value 小于 0.0001）。因此，结果显示，股票报酬与会计业绩之间的相关系数为 0.20 左右，在小于 1% 的显著性水平下正相关，这与贺京同、霍焰（2005）6 的结论截然不同，本文结果表明股票报酬并未背离上市公司会计业绩。

变量	均值 (%)	中值 (%)	标准差 (%)	第一分位 (%)	第三分位 (%)
股票报酬	1.57	-12.49	42.06	-27.58	19.79
会计业绩 1	2.3	2.92	6.22	0.51	5.61
会计业绩 2	2.91	3.95	7.3	1.24	6.61
会计业绩 3	1.99	2.98	6.65	0.83	5.15
实际 GDP 增长	8.5	8.3	0.92	7.8	9.5
货币供应(M1)增长	1.36	1.42	0.44	1.06	1.73
购买支出增长	17.79	15.54	8.21	10.59	22.36
转移支付增长	16.5	11.79	12.35	6.31	26.89
税收收入增长	13.06	14.26	4.61	10.28	16.81

表 5 总体样本描述性分析（基于 5,859 个观测值）

变量	股票报酬	会计业绩 1	会计业绩 2	会计业绩 3
股票报酬		0.165*** (<0.0001)	0.209*** (<0.0001)	0.21*** (<0.0001)
会计业绩 1	0.235***		0.924***	0.896***

	(<0.0001)		(<0.0001)	(<0.0001)
会计业绩 2	0.312***	0.898***		0.988***
	(<0.0001)	(<0.0001)		(<0.0001)
会计业绩 3	0.331***	0.858***	0.973***	
	(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)	

表 6 公司业绩各指标之间的关系分析（年持有期股票报酬与会计业绩）

为检验研究假说是否成立，本文分别以面板回归模型和单个公司回归模型进行了回归分析，并进行了敏感性测试。

5.1 面板回归模型 (Pooled Regression Model)

在面板数据分析中，本文建立以下回归方程：

$$Perf_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * gdp_{i,t} + \alpha_2 * money_{i,t} + \alpha_3 * purchase_{i,t} + \alpha_4 * transfer_{i,t} + \alpha_5 * Tax_{i,t} + \alpha_6 * lag_perf_{i,t} + \alpha_7 * SIC_{i,t} + u_{i,t}$$

$$Ret_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * gdp_{i,t} + \alpha_2 * money_{i,t} + \alpha_3 * purchase_{i,t} + \alpha_4 * transfer_{i,t} + \alpha_5 * Tax_{i,t} + \alpha_6 * lag_ret_{i,t} + \alpha_7 * SIC_{i,t} + u_{i,t}$$

其中， $Perf_{i,t}$ 、 $Ret_{i,t}$ 分别代表公司 i 在 t 期的会计业绩与股票报酬； $gdp_{i,t}$ 为 GDP 的自然增长，为避免宏观经济政策与 GDP 增长之间可能的共线性，本文使用实际 GDP 增长对各项宏观经济政策回归后的残差来度量； $Money_{i,t}$ 、 $Purchase_{i,t}$ 、 $Transfer_{i,t}$ 、 $Tax_{i,t}$ 分别为 t 期的货币政策、政府购买、转移支付及税收政策变化；为控制行业及上期会计业绩（股票报酬）对当期会计业绩（股票报酬）的影响，回归中加入了行业虚拟变量（ $SIC_{i,t}$ ）和滞后一期的业绩变量（ $Lag_Perf_{i,t}$ 和 $Lag_Ret_{i,t}$ ）。

为检验以前的发现，本文使用了实际 GDP 增长（ $rgth$ ）、行业虚拟变量（ $SIC_{i,t}$ ）和滞后一期的业绩变量作为解释变量，以考察经济增长与公司业绩之间的联系。回归结果见表 7。

经济增长、经济政策与会计业绩的回归结果表明：（1）政府购买以及货币供给增加均与公司会计业绩显著正相关，税收增加与公司会计业绩显著负相关，这与我们的假说 1 完全一致；（2）转移支付增加与公司会计业绩显著负相关，这与假说 1 完全相反，这可能是由于转移支付作为一种均贫富的财政政策，其政策目标过于重视社会公平，而忽视效率从而对上市公司会计业绩产生影响；（3）无论 GDP 增长以其实际值（ $rgth$ ）还是以其回归残差值（经济自然增长- $gdp_{i,t}$ ）来度量，均与公司会计业绩显著正相关，这表明上市公司会计业绩并未背离宏观经济增长；（4）滞后变量显示，本期会计业绩与上期会计业绩显著正相关，表明收益存在一定的持续性，这与国内外的研究发现一致，回归系数表明，我国上市公司的收益持续性系数大致在 0.6 左右；（5） Sic 回归系数显著，表明公司会计业绩与其所处行业显著相关；（6）回归结果显示，各回归模型具有较好的拟合度（均在 20% 以上），且方差膨胀因子（ VIF ）均小于 5，表明各解释变量之间不存在严重多重共线性问题。

经济增长、经济政策与股票报酬的回归结果表明：（1）未考虑各项宏观经济政策对公司市场业绩的影响时，实际 GDP 增长（ $rgth$ ）与股票报酬显著负相关（ t 值为 -14.34），这与贺强（2002）的发现一致，表明经济增长与股市可能存在“背离”；（2）控制经济政策对股票报酬的影响之后，以回归残差度量的 GDP 自然增长（ $gdp_{i,t}$ ）与股票报酬变得显著正相关，与经典的经济理论预测完全一致，即 GDP 的自然增长有助于股东财富的增长；这一结

果也表明，在考虑了宏观经济政策，并控制了 GDP 增长与宏观经济政策变量之间的共线性问题之后，经济增长与股市并不存在“背离”，股票报酬也和会计业绩一样，与 GDP 增长显著正相关，我国股市能够发挥宏观经济“晴雨表”的功能。（3）货币供给、政府购买、转移支付增加均与公司股票报酬显著正相关，税收增加与股票报酬显著负相关，这与本文假说 2 完全一致；（4）与转移支付和会计业绩显著负相关的结果不同，转移支付与股票报酬显著正相关。这一结果可能存在如下解释：第一，转移支付尽管负面影响当期会计业绩，但是这些资金中很大一部分转移到中低收入阶层，虽然一部分资金可能以储蓄的形式进入银行，但由于银行利率多次下调，仍有部分资金具有投资需求，但又难以以实物投资（如房地产）形式进行投资；投资渠道有限可能导致其中相当一部分资金投入股票市场，这可能推动股价上涨，从而正面影响股票报酬；第二，股票报酬更多地反映了投资者预期，而转移支付会一定程度上解决社会公平问题并提高低收入阶层的购买力，改善未来经济环境⁷，这可能最终有利于公司业绩的未来增长，并增强投资者信心，从而推动股价上涨；（5）滞后变量不显著，表明前期股票报酬对当期股票报酬无显著影响，这符合股票价格的随机游走理论；Sic 参数估计则表明，公司所处行业与股票报酬基本没有关系；（6）回归结果显示，该回归模型拟合度（45%）大大高于各会计业绩回归的拟合度，这充分表明我国股市“政策市”的特点，也与 Morck 等（2000）的研究发现（在中国、马来西亚等新兴市场经济国家中，80% 以上的股票表现出跟随大盘同涨同跌）趋于一致；DW 统计量显示，在上述回归方程中，不存在一阶自相关问题。而方差膨胀因子（VIF）均小于 5，表明各解释变量之间不存在严重的多重共线性问题。

5.2 单个公司回归模型 (Firm-specific Regression Model)

面板回归模型为我们研究经济增长、经济政策与公司业绩的关系提供了一个基本框架，为了保证公司微观数据与宏观数据的对应性，我们按照每个公司的数据设计如下回归模型，对每一个公司进行回归，以进一步印证上述基本发现。

$$Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * gdpth_t + \beta_2 * policy_t + \beta_3 * lag_perf_{i,t} + v_{i,t}$$

$$Ret_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * gdpth_t + \beta_2 * policy_t + \beta_3 * lag_ret_{i,t} + v_{i,t}$$

其中，Policy 变量为各宏观经济政策变量的综合变量，其余变量含义与前文相同。Policy 变量的构建主要是为了增加单个公司回归模型的自由度，其方法是使用因素分析和因子得分法，为货币政策与各项财政政策构造一个综合政策变量，以度量宏观经济政策的变化，结果如表 8。该表与宏观经济政策的比较表明，本文构造的综合政策变量与定性宏观经济政策的变化基本一致：1994 至 1996 年综合政策变量为负，这反映了为抑制经济过热和实现软着陆，国家实行紧缩性财政与货币政策；1997 年后综合政策变量为正，也正反映出为抵御亚洲金融危机和扩大内需，国家实行扩张性财政政策，连年大幅度增加财政投资等购买支出，增加低保、“两个确保”等转移支付；但 2003 年和 2004 年综合政策变量由正转负，而这两年由于经济出现过热现象，购买支出、转移支付有所下降（这符合财政的自动稳定器原理），与此同时货币供应也有所减少。

因 变 量	会计业绩 1：营业利润/平均总资产
-------------	-------------------

自变量	rgth	gdpth	money	purchase	transfer	tax	Lag_variable	Sic	Adj.R2	D.W. 统计值
系数	0.26***						0.67***	-0.16**		
T 值	(3.84)						(57.53)	(-2.39)	0.36	1.947
系数		1.13***	0.86***	0.039***	-0.03***	-0.11***	0.68***	-0.155**		
T 值		(5.71)	(4.55)	(2.45)	(-4.04)	(-3.65)	(57.73)	(-2.36)	0.37	1.958
VIF		1.68	1.68	4.13	2.30	2.39	1.02	1		
因变量	会计业绩 2: 利润总额/平均总资产									
系数	0.24***						0.61***	-0.206***		
T 值	(2.80)						(45.52)	(-2.48)	0.26	1.960
系数		1.01***	0.86***	0.062***	-0.02*	-0.18***	0.61***	-0.208**		
T 值		(4.01)	(3.61)	(3.06)	(-1.90)	(-4.82)	(45.13)	(-2.51)	0.27	1.967
VIF		1.68	1.69	4.14	2.31	2.39	1.03	1		
因变量	会计业绩 3: 净利润/平均总资产									
系数	0.23						0.60***	-0.184**		
T 值	(2.85)						(40.24)	(-2.36)	0.21	1.955
系数		1.10***	0.72***	0.092***	-0.026***	-0.22***	0.56***	-0.188**		
T 值		(4.68)	(3.22)	(4.88)	(-2.79)	(-6.18)	(39.98)	(-2.42)	0.22	1.967
VIF		1.69	1.68	4.12	2.32	2.39	1.04	1		

因变量	股票报酬: Ret _{i,t}									
系数	-8.95***					0.007	1.03*			
T值	(-14.34)					(0.51)	(1.89)		0.04	1.658
系数	21.52***	6.15***	3.92***	0.59***	-5.86***	-0.013	0.65			
T值	(17.26)	(5.16)	(38.99)	(11.80)	(-28.42)	(-1.14)	(1.58)		0.45	1.774
VIF	1.69	1.72	4.14	2.32	2.81	1.52	1			

注: $Ret_{i,t} = \frac{P_{i,t'} - P_{i,t}}{P_{i,t}}$, 在此, $P_{i,t'}$ 为股票 i, t 年最后一个交易日考虑红利收入的可比收盘价格, $P_{i,t}$ 为

股票 i, t 年第一个交易日考虑红利收入的可比收盘价格。后同不赘。

表 7 股票报酬、会计业绩与宏观经济之间的面板回归模型结果

年度	1994	1995	1996	1997	1998	1999
综合变量	-1.40	-1.598	-0.028	1.119	0.628	1.095
年度	2000	2001	2002	2003	2004	
综合变量	0.630	0.081	0.329	-0.212	-0.644	

表 8 使用因素分析法和因子得分法构建的宏观经济政策综合变量

为检验前人的研究发现, 在控制了上期业绩后, 本文也使用了实际 GDP 增长(*rgth*)作为单独的解释变量, 以考察经济增长与公司业绩之间的关系。

表 9 描述了经济增长、经济政策与公司会计业绩、股票价格之间单个公司回归模型的回归结果。经济增长、经济政策与会计业绩的回归结果表明: (1) 宏观经济政策综合变量与公司会计业绩各个变量均显著正相关, 这与本文预测完全一致; (2) 无论 GDP 增长以其实际值 (*rgth*) 还是以其回归残差值 (*gdpth*) 来度量, 均与公司会计业绩显著正相关。

经济增长、经济政策与股票报酬的回归结果表明: (1) 宏观经济政策综合变量与公司股票报酬显著正相关, 支持本文假说 2; (2) 当未考虑宏观经济政策对股票报酬影响时, 实际 GDP 增长 (*rgth*) 与股票报酬显著负相关 (t 值为 -18.48); (3) 控制宏观经济政策对股票报酬影响后, GDP 的自然增长 (*gdpth*) 与股票业绩显著正相关, 这与基于面板样本数据回归的结果完全一致。另外, DW 统计量显示, 在上述回归方程中, 不存在一阶自相关问题。

上述结果表明,上市公司的会计业绩和股票报酬能够反映我国经济增长及其经济政策的变化。

因变量	自变量	均值	中值	标准差	第一分位	第三分位	T统计量	D.W.统计值
会计业绩1	rgth	0.24**	-0.08	2.16	-1.2	1.34	2.56	2.149
	Adj.R2	47.81	48.51	27.08	24.84	71.44		
	gdpth	0.77**	0.71	7.04	-1.79	3.41	2.54	2.228
	policy	0.58**	0.61	6.21	-1.62	3.27	2.19	
	Adj.R2	59.77	63.04	26.92	38.98	83.49		
会计业绩2	rgth	0.26**	-0.04	2.57	-1.28	1.48	2.35	2.146
	Adj.R2	48.21	48.28	27.83	23.42	73.1		
	gdpth	0.7*	0.7	9	-2.27	3.87	1.80	2.231
	policy	0.94***	0.85	7.79	-1.51	4.01	2.83	
	Adj.R2	60.78	65.17	27.38	38.25	84.68		
会计业绩3	rgth	0.19*	-0.11	2.37	-1.16	1.27	1.86	2.153
	Adj.R2	49.18	49.51	28.58	23.43	74.49		
	gdpth	0.64*	0.65	8.42	-1.91	3.44	1.77	2.255
	policy	0.85***	0.93	7.2	-1.38	3.57	2.77	
	Adj.R2	61.21	66.48	27.48	38.82	85.26		
股票报酬	rgth	-11.02***	-12.26	13.9	-22.06	-2.00	-18.48	2.104
	Adj.R2	22.55	18.52	17.29	10.06	31.29		
	gdpth	66.74***	60.34	76.55	8.68	116.04	20.34	2.234
	policy	65.99***	58.48	50.89	30.24	99.14	30.25	
	Adj.R2	59.2	63.2	24.97	38.53	80.40		

表9 股票报酬、会计业绩与宏观经济之间的单个公司回归模型结果

5.3 敏感性分析

无论是面板模型回归结果还是单个公司模型回归结果,都在主要方面支持了本文的研究假说。为进一步检验结果的可靠性,本文使用当年利润较上年利润的增长率替代前述各利润指标,重做上述回归,主要结论依然成立⁸。

6 结语

本文首次从会计业绩与股票报酬角度研究了经济增长、各项经济政策对上市公司的影响,

本文的面板样本数据及单个公司数据研究均表明,经济增长以及经济政策显著影响了上市公司业绩;但各项经济政策对会计业绩与股票报酬的影响又不尽相同:除转移支付外,扩张性财政政策与货币政策与公司会计业绩和股票报酬均显著正相关,而转移支付显著降低会计业绩、但显著增加股票报酬;在控制了宏观经济政策对于公司业绩的影响之后,股票报酬与GDP的自然增长显著正相关,这表明我国股市并未“背离”宏观经济增长。

以往研究更多地关注于公司微观特征(如治理结构)对公司价值的影响,而忽视了对宏观经济层面,特别是宏观经济政策如何影响公司价值的研究。本研究表明中国的股市能够有效地发挥“经济晴雨表”的功能,并从一个新的视角对长期以来困扰学术界和实务界的“股经背离”现象作出了理论诠释和严密的实证检验;本文研究表明,政策制订者关注的重点应是经济政策本身对于实体经济的影响及其实际效果,而不必过度关注虚拟经济能否对实体经济作出正确的反映,这或许更有利于制定恰当的宏观经济政策以及减少对股市的不必要干预,从而有利于中国经济和股市的健康发展;本文的研究理论上实际支持了中国股票市场有效的假说,并在国内首次将宏观经济研究和公司业绩结合起来,从而拓展了现有研究视野,并冀望成为以后类似研究的引玉之砖。

在本文研究基础上,未来研究至少可在以下方面进行拓展:(1)研究不同类型公司的会计业绩与经济周期之间的关系,或能更好地揭示经济增长(包括宏观经济政策)对会计行为的影响。(2)研究经济增长对不同公司类型的股票报酬的影响,投资者对不同特征的公司(例如所有权、公司规模、成长性、资本结构、分红状况、盈余稳定性、地区治理差异)承受宏观经济波动的反应可能会有所不同,因此区别不同类型公司,研究经济增长对股票报酬的影响,也许更有针对性。(3)研究经济增长及其政策如何影响不同类型公司的财务行为(投资、融资、盈余管理等)。

本文在考察经济增长、宏观经济政策对公司股票报酬的影响时,未能控制股市政策的变迁和相关法规制度的变化,这可能会对本文的研究结论有所影响。

参考文献

- [1] Barro, Robert, 1981, Output effects of government purchases, *Journal of Political Economy*, Vol. 89 (6), 1086-1121
- [2] Blanchard, Olivier J., 1997, *Macroeconomics*, Prentice-Hall, Inc., p.140
- [3] Blanchard, Olivier J. and Fischer S., 1993, *Lectures on Macroeconomics*, MIT. Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, pp.529-541
- [4] Blanchard, Olivier J. and Roberto P., 2002, An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (4): 1329-1368
- [5] Booth, J.R., Booth, L.C., 1997, Economic factors, monetary policy, and expected returns on stocks and bonds, *FRBSF Economic Review* (2): 32-42.
- [6] Brown P. and Ball R., 1967, Some preliminary findings on the association between the earnings of a firm, its industry, and the economy, *Journal of Accounting Research*, *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 55-77.
- [7] Campbell, J., 1999, Asset prices, consumption and the business cycle, *Handbook of Macroeconomics Vol.1*, Taylor, J. B., and M. Woodford,eds., Amsterdam: North Holland Press, 1999,

Chapter 19, pp. 1231-1303.

[8] Carling K., Jacobson T., Linde J., and Roszbach K, 2003, Exploring relationships between firms' balance sheets and the macro economy, Conference paper, Cosponsored by the Federal Reserve Bank of Atlanta and the Journal of Financial Stability.

[9] Chant P.D., 1980, On the predictability of corporate earnings per share behavior, *Journal of Finance* 35(1), 13-21.

[10] Cook T., Hahn T., 1988, The information content of discount rate announcements and their effects on market interest rates, *Journal of Money, Credit, and Banking* 20 (2), 167-180.

[11] Darrat, A., 1988, Stock returns, money and fiscal deficits, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (3), p. 387-398.

[12] Darrat, A., 1990, On fiscal policy and the stock market, *Journal of Money, Credit and Banking*, 20 (3), p. 353-368.

[13] Fama, E.F., 1981, Stock returns, real activity, inflation, and money, *The American Economic Review* 71 (4), 545-565.

[14] Fama, E.F., K.French, 1989, Business conditions and expected returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 25, 23-49.

[15] Fama, E.F., 1990, Stock returns, expected returns, and real activity, *Journal of Finance*, 45 (4), 1089-1108.

[16] Fatas, Antonio, Mihov, I., 1998, Measuring the effects of fiscal policy, Mimeo, INSEAD.

[17] Friedman, M., 1988, Money and stock market, *The Journal of Political Economy* 96 (2): 221-246.

[18] Friedman M., 2005, A nature experiment in monetary policy covering three episodes of growth and decline in the economy and the stock market, *Journal of Economic Perspectives* 19 (4), 145-150.

[19] Hicks, J. R., 1937, Mr Keynes and the Classics: A suggested interpretation, *Econometrica* 5: 147-159.

[20] Jarvinen J., 2000, Essays on industry portfolios and macroeconomic news, Working Paper.

[21] Jensen, Gerald R., Johnson R., 1995, Discount rate changes and security returns in the US, 1962-1991, *Journal of Banking and Finance* 19, 79-95.

[22] King B. F., 1966, Market and industry factors in stock behavior, *Journal of Business* 39 (1), 139-160.

[23] Kleina A., Marquardt C., Can economic factors explain the rise in accounting losses over time, Walking Paper.

[24] Levi M. D., 1980, Money and corporate earnings, *Journal of Money, Credit, and Banking* (12), 84-93

[25] Magee R.P., 1974, Industry-wide commonalities in earnings, *Journal of Accounting Research* 12 (2), 270-287

[26] Mishkin, Frederic, S., 1995, Symposium on the monetary transmission mechanism, *Journal of Economic Perspectives* 9 (4): 3-10.

[27] Mishkin, Frederic, S., 1996, The channel of monetary transmission: Lessons for monetary policy,

Working Paper.

[28] Mishkin, Frederic, S., 2001, The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy, Working Paper.

[29] Mishkin, Frederic, S., 2003, The economics of money, banking and financial markets, 6th ed. New York: Addison Wesley.

[30] Morck, R., Bernard, Y., and Wayne, Y., 2000, The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics* 58, 215-260.

[31] Patelis, A.D., 1997, Stock return predictability and the role of monetary policy, *Journal of Finance*, 52 (5), 1951-1972.

[32] Plosser, Charles, 1982, Government financing decisions and asset returns, *Journal of Monetary Economics* 9, 325-352.

[33] Poterba, James, M., 2000, Stock market wealth and consumption, *Journal of Economic Perspectives* 14 (2): 99-118.

[34] Qinglu Jin, Guochang Zhang, Peter Chen, 2005a, Business cycle and accounting behavior, dissertation, Hong Kong University of Science and Technology.

[35] Qinglu Jin, Peter Chen, Guochang Zhang, 2005b, Business cycle and accounting behavior, dissertation, Hong Kong University of Science and Technology.

[36] Rigobon, Roberto, Sack B., 2001, Measuring the reaction of monetary policy to the stock market, Finance and Economic Discussion Paper, Board of Governance of the Federal Reserve System.

[37] Tavares J., Valkanov, R., 2003, Fiscal policy and asset returns, Working Paper.

[38] Thorbecke, W., 1997, On stock market returns and monetary policy, *Journal of Finance*, 52 (2), 635-654.

[39] 巴曙松, 中国股市是体制缺陷的晴雨表, *中国经济时报*, 2003年12月2日。

[40] 董辅初, 董辅初纵论中国经济, 上海交通大学出版社, 2005年。

[41] 冯用富, 货币政策能对股价的过度波动做出反应吗? *经济研究*, 2003年第1期。

[42] 高莉, 樊卫东, 中国股票市场与货币政策新挑战, *金融研究*, 2001年第12期。

[43] 贺强, 论我国经济周期、政策周期与股市周期的互动关系研究, 法律出版社, 2003年。

[44] 贺京同, 霍焰, 投资者行为、实物经济与资产价格——基于损失规避的股价走势与实物经济相脱离现象研究, *财经问题研究*, 2005年第11期。

[45] 胡继之, 中国股市的演进与制度变迁, 经济科学出版社, 1999年。

[46] 郭庆旺, 贾俊雪, 积极财政政策的全要素生产率增长效应, *中国人民大学学报*, 2005年第4期。

[47] 孔雪松, 杨光, 中国股市的自我反思, *中国证券报*, 2003年12月30日。

[48] 廖黎辉, 从宏观经济运行周期把握'97股市大势, *证券时报*, 1997年1月27日。

[49] 尼尔斯.赫米斯, 罗伯特.伦辛克, 金融发展与经济增长, 经济科学出版社, 2001年。

- [50] 吕炜, 体制性约束、经济失衡与财政政策—解析 1998 年以来的中国转轨经济, 中国社会科学, 2004 年第 2 期。
- [51] 陆铭, 陈钊, 万广华, 因患寡, 而患不均——中国的收入差距、投资、教育和增长的相互影响, 经济研究, 2005 年第 12 期。
- [52] 马栓友, 财政政策与经济增长的实证分析, 山西财经大学学报, 2001 年第 4 期。
- [53] 南开大学证券与公司财务研究中心, 上市公司与中国经济增长, 2003 年, 工作论文。
- [54] 石建民, 股票市场、货币需求与总量经济: 一般均衡分析, 经济研究, 2001 年第 5 期。
- [55] 王保安, 转型经济与财政政策选择, 经济科学出版社, 2005 年。
- [56] 伍志文, 周建军, “股经背离”的存在性之争及其实证检验, 财经研究, 2005 年第 3 期。
- [57] 夏新平, 余明桂, 汪宜霞, 中国股票市场的货币政策传导功能的实证研究, 南大商学评论, 2006 年第 5 期。
- [58] 许均华, 李启亚等, 宏观政策对我国股市影响的实证研究, 经济研究, 2001 年第 9 期。
- [59] 袁永君, 股市为何还不是经济的晴雨表? 人民日报(海外版), 2005 年 03 月 22 日。
- [60] 晁毓欣, 中国开放经济下的财政政策和货币政策—规范和实证分析, 中央财经大学学报, 2002 年第 9 期。
- [61] 周骏, 张中华, 刘惠好, 资本市场与实体经济, 中国金融出版社, 2003 年。

An Empirical Study of the Relation between Economic Growth, Economic Policies and Firm Performance.

JIN Qing-lu¹, LI Rong-lin¹, WAN Hua-lin²

(1. Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China. 2. The Chinese University of Hong Kong)

Abstract: Based on Chinese listed companies sample over the period from 1995 to 2004, we examine the relation between economic growth, economic policies and firm-level accounting performance and stock return. By constructing IS-LM model, we estimate the fiscal policy multiplier (government expenditure multiplier, transfer payment multiplier, tax multiplier) and monetary policy multiplier so as to appropriately measure the effects of fiscal and monetary policies. On the basis of the changes in fiscal and monetary policies, we investigate the influence of the economic growth, economic policies on the accounting performance and stock return, and find that there is a significant link between economic policies and firm performance, although there is some variations among different economic policies. In addition, after controlling the influences of the economic policies on firm performance, we observe that the macro economic growth doesn't deviate from the micro firm performance, this finding is not consistent with some prior researches, but it is consistent with classical economic theory.

Key words: Economic Growth; Economic Policy; Accounting Performance; Stock Return

作者简介:

靳庆鲁, 上海财经大学会计与财务研究院专职研究员, 助理教授。通讯地址: 上海市国定路 777 号上海财经大学会计学院, 200433。Email: acjql@mail.shufe.edu.cn。本研究感谢教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(05JJD63001)的资助, 同时, 作者亦感谢“上海市优秀青年教师基金项目”以及上海财经大学“211 项目”的资助。

李荣林, 上海财经大学会计与财务研究院专职研究员, 副教授。

万华林, 香港中文大学经济与金融研究中心, 博士, 副研究员。

¹作者感谢香港科技大学会计系张国昌教授、Peter Chen 副教授、Kevin Chen 教授、上海财经大学会计学院陈信元教授的悉心指导和宝贵建议, 但文责自负。

²参见 2003 年 12 月 30 日《中国证券报》记者孔雪松、杨光《2003 中国股市的自我反思》一文。

³例如, 周骏等(2003)把原因归结为股市规模太小、股市结构与实体经济结构不匹配、价值投资理念尚未取得绝对统治地位以及外在力量对股市的干预等。袁永君(2005)同样把原因归结为证券市场规模偏小、上市公司质量偏低、股市结构缺陷以及前几年股市过度投机等。巴曙松(2003)则认为, 股市是体制缺陷的晴雨表。贺京同、霍焰(2005)则实际上把原因归结为投资者过于投机。

⁴根据《经济师》2000 年 11 期经济师小辞典的解释:“国际化程度或开放程度低的经济。封闭经济有以下特征: 第一, 对外贸易在国民生产总值(GNP) 或国内生产总值(GDP) 中占有比率低, 即对外经济部门在经济中无足轻重。第二, 在国际贸易和国际资本流动中存在着较严重的障碍, 即基本实行保护性政策。第三, 国内货币体系基本不受外汇储备与国外金融市场的影响, 货币供给量和利率由国内各种因素与货币政策决定。第四, 国内物价水平基本不受汇率变动与国外物价水平的影响。这种经济与国际经济的联系较少, 世界经济的变动对这种经济影响不大。因此, 在研究这种经济时主要不是考虑国际因素, 而是它的因内因素。”显然, 本文研究区间的中国经济状况符合封闭经济的主要特征。

⁵与购买支出和转移支付的增长不同, 增税对经济具有抑制作用, 为后文解释回归结果的方便, 本文进行了反向化处理, 下同不赘。

⁶贺京同、霍焰(2005)以上市公司平均净资产收益率与上证指数之间在时间序列上负相关为证据, 认为上市公司经营业绩变化不能解释股价走势。

⁷陆铭、陈钊、万广华, 2005《经济研究》《因患寡, 而患不均——中国的收入差距、投资、教育和增长的相互影响》研究表明, 收入差距在即期对投资有非常强的负面影响, 且从累计效应看, 收入差距对于经济增长始终呈现出负的影响, 因而, 控制收入差距有助于经济增长。

⁸该部分结果囿于篇幅未予报告, 留存备索。