



2019年第9期 / 总第181期

主办单位：中国人民大学中国财政金融政策研究中心

Public Economic Review 郭庆旺/主编

公共经济评论

China Financial Policy Research Center Renmin University of China

www.frc.com.cn

宏观经济稳定与国有经济投资：作用机理与实证检验*

马光荣

宏观经济稳定与国有经济投资：作用机理与实证检验*

马光荣

（中国人民大学财政金融学院，中国财政金融政策研究中心，100872）

摘要：经济稳定与政治稳定、社会稳定共同构成了当代经济社会健康发展的前提条件。传统的宏观经济政策理论和各国的实践一般都把财政货币政策作为稳定宏观经济运行的主要工具，而在中国特色社会主义市场经济体制下，国有经济投资也发挥了一定作用。本文的研究发现：非国有经济投资具有明显的顺周期性，但国有经济投资的波动性较小，且具有一定逆周期性；分省层面的回归结果显示，国有经济投资比重高的省份，宏观经济波动较小；同时，国有经济投资对 GDP 具有显著的乘数效应。这些都表明，国有经济投资发挥了宏观经济稳定作用，但这种稳定作用随着国有企业改革不断深化而可能会有所减弱。

关键词：经济波动 国有经济投资 经济稳定 工具变量

一、引言

2008 年金融危机爆发及其引发全球经济大衰退以来，许多国家“重新发现了”国有企业是实现特定政策目标的有用工具，创立了新一代国有企业（Florio & Fecher, 2011; Thynne, 2011; Florio, 2013, 2014a; Bernier, 2014）。从历史上看，20 世纪 30 年代的大萧条正是一些国家纷纷建立国有企业的起因^①，而 80 年后的今天，各国政府又不得不面对类似的情况（Florio, 2014b）：美国、英国、瑞典、荷兰等核心资本主义经济体纷纷将一些大型金融机构（特别是银行）进行了不同程度的国有化，许多国家加强了国有企业在石油和天然气行业、航空铁路等运输行业以及公用事业领域的主导地位^②，特别是一些大型国有企业的国际扩张和全球影响力提升趋势明显（Carney & Child, 2013; Bass & Chakrabarty, 2014; Reddy et al., 2016; Xie et al., 2017）。

不过，我们也要认识到，许多国家在危机爆发后重振国有企业可能仅是拯救经济的事后措施，有些国家甚至只是将其作为一种临时性应急手段（Szarzec & Nowara, 2017）。尽管如此，这至少在一定程度上反映出许多国家将国有企业作为宏观调控的一个有用工具。而在国有企业具有举足轻重地位的我国，几乎没有爆发过严重的经济危机，这是否意味着国有企业在事前就具有稳定经济的作用？这种稳定作用是如何发生的？如何看待这种稳定作用？虽然以前的大量研究表明，国有企业的效率低于民营企业，但人们对于国有企业对经济周期波动的反应如何却不甚了了。为了填补这一空白，本文考察了我国国有企业在经济周期中的投资行为及其反周期作用。

基于改革开放之后的数据,我们发现如下典型事实:非国有经济投资波动性大,且具有顺周期性;国有经济投资波动性小,且具有一定逆周期性^③。非国有经济投资波动是宏观经济波动的重要来源之一,而国有经济投资则起到了逆周期调节作用。当经济进入衰退期时,非国有经济投资增速大幅度下滑,但国有经济投资增速逆势上升。特别值得注意的是,国有经济投资与一般预算财政支出的规模接近,而且前者的逆周期性甚至高于后者。

*感谢国家自然科学基金青年项目(71803203)、重点项目(71533006)、面上项目(71773125)和中央高校基本科研业务专费资金的资助。

国有经济投资的宏观经济稳定作用主要来自于其低波动性和逆周期性。我们认为,这源于国有企业不同于民营企业的如下三个特征:(1)国有企业的“软预算约束”、“委托—代理”问题等较为突出以及“规模性反应时滞”,致使国有企业对市场信号相对不敏感,因而国有经济投资的波动较小:在经济繁荣期,国有经济投资增速低于非国有经济投资;在经济衰退期,国有经济投资增速不会大幅度下滑。(2)国有企业的政治关联度较高,具有相对较强的“政策意识”。一方面,国有企业的经营决策特别是投资决策在贯彻国家宏观经济调控意图上具有一定的主动性;另一方面,在有些情况下,政府也通过一定形式的干预,要求国有企业服从宏观调控的大局,这使得国有经济投资呈现逆周期性。(3)国有企业是财政货币政策工具的重要补充。当实施反周期的财政政策和货币政策时,国有企业投资行为的响应力度高于民营企业;同时,国有企业是财政货币政策传导到经济体系的重要载体,而且其可传导性高于民营企业。

我们利用省级面板数据检验发现,国有经济投资比重高的省份,宏观经济波动较小。为了解决内生性问题,我们基于 1952 年各省份私营工业产值比重,构造了工具变量,发现这一结论仍然成立。我们还估计了国有经济投资对拉动 GDP 的乘数效应,发现国有经济投资增加 1 个单位,将带动 GDP 增长 1.24 个单位,这再次印证了国有经济投资对宏观经济的稳定作用。

与现有文献相比,本文的贡献在于首次系统分析了国有经济投资的宏观经济稳定作用。第一,从研究国有企业的经济影响角度来看,国内外文献主要围绕国有企业的绩效展开实证分析,大多数结果认为国有企业相比于民营企业效率低下、盈利能力差,不仅没有促进经济增长(Pescatrice & Trapani,1980;Atkinson & Halvorsen,1986; Hausman & Neufeld,1991; Ehrlich et al., 1994; Megginson & Netter,2001; Djankov & Murrell, 2002;林青松、李实, 1996; 姚洋, 1998; 谭劲松、郑国坚, 2004; 刘小玄、李利英, 2005; 宋立刚、姚洋, 2005; 白重恩等, 2006; 罗宏、黄文华, 2008; 刘瑞明, 2013; 孔东民等, 2014),还对民营企业的发展产生了拖累效应(刘瑞明、石磊, 2010)。这些文献主要是从企业经济责任视角特别是从资产收益率(ROA)、销售收益率(ROS)和净资产收益率(ROE)等短期绩效(财务)指标角度进行的“微观效率”分析,忽略了国有企业的政策工具属性(包括宏观经济稳定作用)所具有

的“宏观效率”（刘元春，2001）。第二，从研究中国宏观经济稳定的影响因素角度来看，相关文献汗牛充栋，但其中绝大多数文献关注的是财政政策货币政策所发挥的作用，忽视了在中国社会主义市场经济体制下，国有经济投资也是影响宏观经济稳定的重要手段。第三，即使有些研究涉及到国有企业的宏观经济稳定作用，但也只是从国有企业的性质和功能定位角度进行的规范分析（Putniņš, 2015；刘解龙、唐未兵，1998；张宇，2009；刘瑞、王岳，2010），很少有文献直接实证检验国有企业投资行为的宏观经济稳定效应（刘元春，2001；王文成，2011；詹新宇、方福前，2012）。第四，从国外文献来看，由于国有企业在大多数国家特别是在发达资本主义市场经济体所占比重很低，故国有企业在宏观经济中的作用也无疑被忽视。近半个世纪前，Snyder(1971)曾讨论过 6 个 OECD 国家国有企业投资对宏观经济稳定的作用^④。那时欧洲国家尚有大量的国有企业，但随着 20 世纪 80 年代开始欧洲国家大规模私有化浪潮的兴起，国有企业在这些国家变得无足轻重，国有企业对宏观经济稳定的影响在西方文献当中几乎是一个空白^⑤。第五，有些文献虽然以国有企业投资为研究对象，但出发点在于论证国有企业的投资行为是否过度、投资效率是否低下（Bertero & Rondi, 2002；Alesina et al., 2005；Chen et al., 2011；He & Kyaw, 2018；魏明海、柳建华，2007；程仲鸣等，2008；唐雪松等，2010；张敏等，2010；钟海燕等，2010），也没有考察国有企业投资与宏观经济稳定的关系。

本文其余部分的结构安排如下：第二节描述国有经济投资和 GDP 波动的典型事实；第三节分析国有经济投资发挥稳定宏观经济作用的机理；第四节介绍实证模型、数据和变量；第五节报告实证结果；第六节是主要结论及其思考。

二、典型事实

依据统计数据，我们首先归纳出国有经济投资的一些典型事实。

（一）改革开放以来国有经济投资比重逐渐下降，但个别年份有所反弹

计划经济时期，国有经济投资居于绝对主导地位。改革开放之后，随着民营企业的飞速发展和外资的大量涌入，国有经济投资比重呈逐步下降趋势（见图 1）。与此同时，我们也可以看到，在某些年份，国有经济投资比重出现了明显反弹，例如在 1990-1992 年、1997-1998 年、2008-2009 年间，在 2015-2016 年也小幅上升。

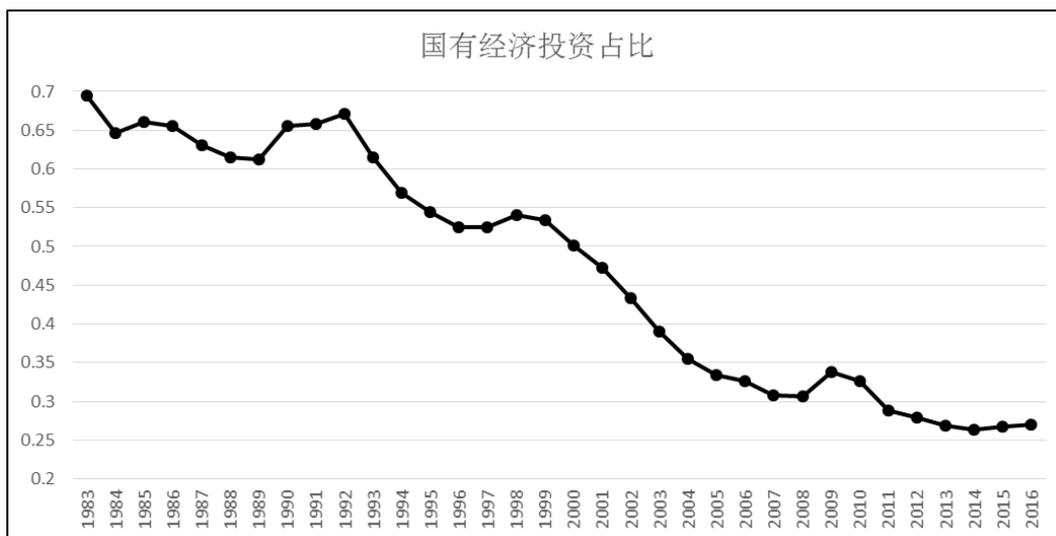


图1 国有经济投资占全社会固定资产投资比重

数据来源：《中国固定资产投资统计年鉴》；国家统计局。

（二）国有经济投资波动性小于非国有经济投资，且呈现出一定的逆周期性

图2显示了历年的国有经济投资增长率、非国有经济投资增长率和GDP增长率。我们可以看到如下特征：第一，我国GDP增长率呈现周期性波动的特征，在1989~1991年、1997~2002年、2008~2009年、2014~2016年间进入了低速增长区间。第二，非国有经济投资波动性较大，呈现出明显的顺周期性，非国有经济投资增长率和GDP增长率的变动趋势高度一致。第三，国有经济投资的波动性较小，在经济衰退期呈现出一定的逆周期性。在GDP增长率较低的衰退期，国有经济投资增速明显提升，国有经济投资增速大大高于非国有经济投资增速。尤其是，我们看到1990~1992年、1997~1998年、2008~2009年和2015~2016年四个区段内，GDP增速大幅度下滑，但国有经济投资增速快于非国有经济投资增速。值得注意的是，2016年国有经济投资增速为9.6%，非国有经济投资增速为8.2%。非国有经济投资包括民间投资和外商投资，其中外商投资增速为15%，民间投资增速仅3.2%。反过来，在GDP增长率较高的繁荣期，虽然国有经济投资增速也会与GDP增速一起走高，但是国有经济投资增速明显低于非国有经济投资增速。也就是说，在经济繁荣期，国有经济投资是顺周期的，但是顺周期性大大低于非国有经济投资。

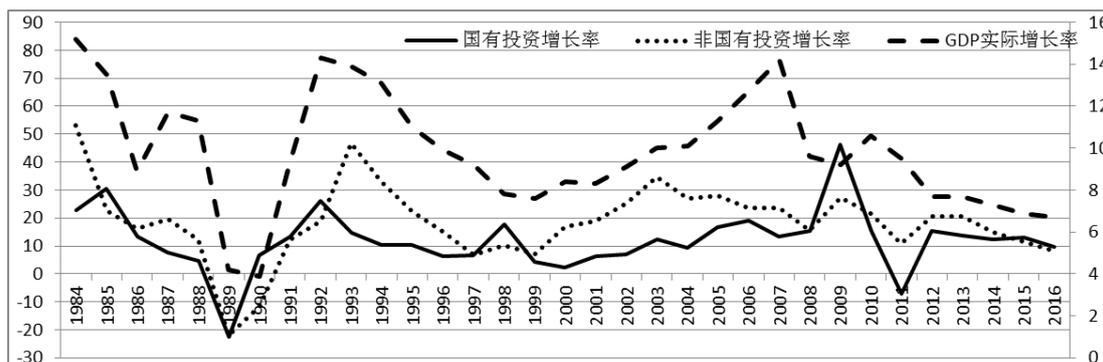


图2 GDP增长率、国有经济投资增长率、非国有经济投资增长率

注：GDP增长率和固定资产投资增长率都已经剔除价格因素。GDP增长率的刻度为左侧坐标轴，国有经济投资增长率和非国有经济投资增长率的刻度为右侧坐标轴。

数据来源：《中国统计年鉴》；《中国固定资产投资统计年鉴》；国家统计局。

（三）国有经济投资的逆周期性高于财政支出

财政支出和国有经济投资成为政府调节总需求的两个重要手段。图3展示了历年国有经济投资与GDP之比、一般预算财政支出与GDP之比和财政预算内投资资金与GDP之比。我们可以看出如下四个特征：第一，与图1和图2展示的信息一致，国有经济投资与GDP之比呈现出明显的逆周期性。在经济低速增长时期，由于国有经济投资增速高于GDP增速，国有经济投资与GDP之比出现明显上升。第二，国有经济投资数额与一般预算财政支出数额不相上下。第三，在经济增速下滑时期，国有经济投资与GDP之比的上升幅度高于财政支出与GDP之比，这表明国有经济投资的逆周期性高于财政支出。第四，国有经济投资的资金一般来源于国家预算内资金、国内贷款资金、自筹资金、利用外资等。数据显示，国有经济投资资金来源中，仅有一小部分来源于政府预算内的财政资金^⑥。

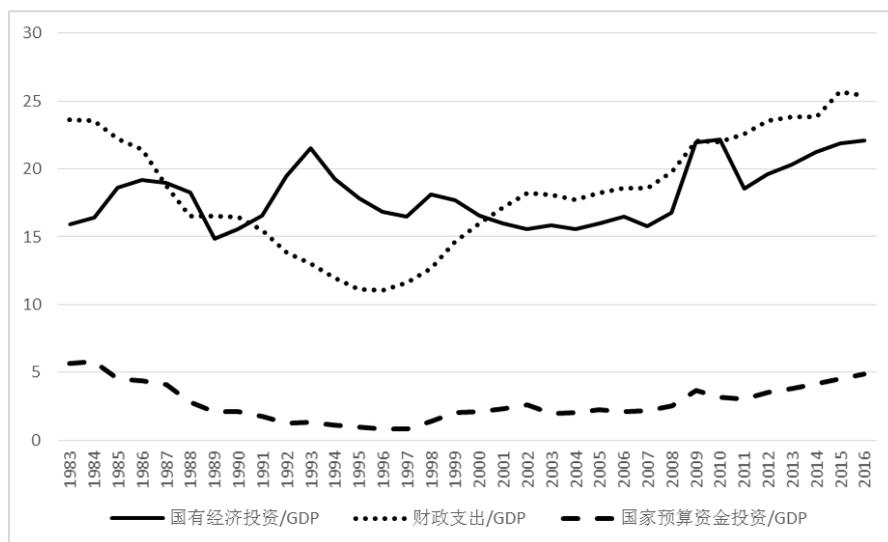


图3 国有经济投资、财政支出、国家预算资金投资占GDP的比率

数据来源：《中国统计年鉴》；《中国固定资产投资统计年鉴》；国家统计局。

（四）分省份的典型事实

上述全国层面时间序列数据显示国有经济投资具有低波动性，而且在经济衰退期呈逆周期性。由此，我们推测，国有经济投资具有平抑经济波动的作用。图4是1993~2015年的各省国有经济投资比重和GDP波动率之间的散点图，两者之间并没有明显的相关关系，但是这可能是因为全国层面整体冲击对两者关系产生了干扰。如果将GDP波动率当中的全国层面整体冲击剔除掉^⑥，我们就不难发现，两者之间存在明显的负向关系。这表明，同一年份

内比较的话，国有经济投资比重高的省份，GDP 波动率较低。

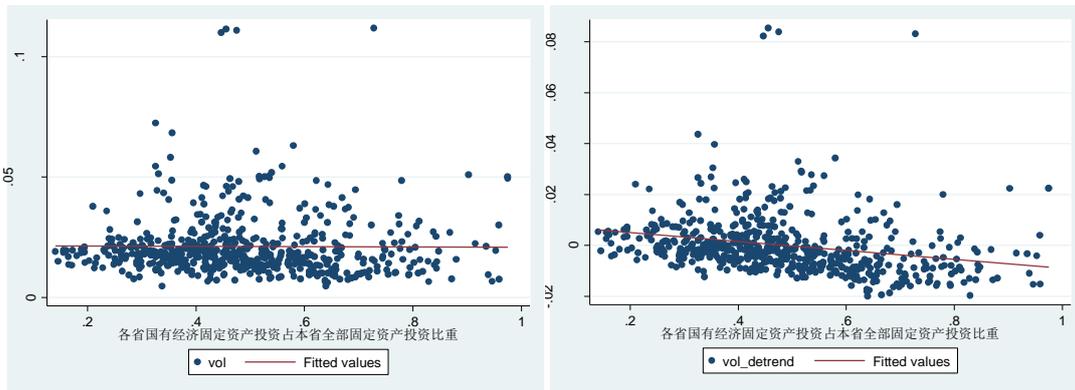


图 4 国有经济投资比重与经济波动

数据来源：《中国统计年鉴》；《中国固定资产投资统计年鉴》；国家统计局。左图中纵轴为各省第 t 年的 GDP 波动，是 $t-4$ 年到 $t+4$ 年这 9 年窗口期内 GDP 增长率的标准差。右图中纵轴为去除全国层面整体冲击后各省第 t 年的 GDP 波动。

三、作用机理分析

从作用机理上看，国有经济投资具有一定程度的宏观经济稳定效应，主要源于以下 4 个方面：（1）国有经济投资的乘数效应；（2）国有经济投资的低波动性；（3）国有经济投资的逆周期性；（4）国有经济投资是财政货币政策的载体。

（一）国有经济投资的乘数效应

根据支出法国民收入恒等式，GDP 从需求侧可以分解为消费、投资和净出口：

$$GDP = C + I + X - M \quad (1)$$

如果加入政府的角色，则恒等式变为：

$$GDP = PC + PI + SI + GC + X - M \quad (2)$$

投资 I 按照所有制类型，可以分为国有经济投资 SI 和非国有经济投资 PI 。消费 C 分为私人消费 PC 和政府消费 GC 。通过前面的统计数据可见，尽管改革开放以来国有经济投资比重逐渐下降，但是国有经济投资比重仍然在 25% 以上，国有经济投资在“投资”这驾马车当中占了很大的份量，年度总规模也与财政支出接近。在拉动总需求的作用上，与财政支出的乘数效应一样，国有经济投资 SI 也具有乘数效应，其乘数等于 $\frac{1}{1-\lambda}$ ，其中 λ 为私人边际消费

倾向。当然，与财政支出对私人支出产生挤出效应类似，国有经济投资也有可能对民营企业投资产生挤出效应。比如，国有企业为新增投资而增加贷款，或许引致银行贷款利率上升，加大了民营企业投资的成本，或许挤占了银行贷款，导致民营企业获得银行贷款的难度上升，这些都有可能迫使民营企业投资降低。考虑到这些可能的挤出效应，国有经济投资对拉动经济的乘数效应可能小于 $\frac{1}{1-\lambda}$ 。不过，也有学者认为，国有企业的投资大多属于长期投资，

这些投资对于经济多元化以及创造基础设施条件至关重要,从而有助于私人投资增加,产生所谓的“挤入(拉动)”效应(Nurgozhayeva, 2017)。Xu 和 Yan(2014)实证检验了我国 1980~2011 年国有企业固定资产投资对私人投资的影响,结果表明,国有企业在公共产品和基础设施领域(在电力、水利、交通、邮政服务、科学研究、教育、卫生等)的投资明显拉动或挤入了私人投资,而在私人产品领域(采矿业、制造业、银行业、建筑业、电信业和房地产业等)的投资显著排挤或挤出了私人投资。王文成等(2013)的实证结果表明,我国 1980~2010 年间国有经济投资对非国有经济投资的拉动效应十分明显,尽管 2007~2010 年间国有经济投资对非国有经济投资的带动能力不足,但“挤入”效应仍起主导作用。

即便国有经济投资与财政支出一样能够增加总需求,但如果国有企业的投资行为与非国有企业一样呈顺周期,也无法发挥其对宏观经济的稳定作用。因此,国有经济投资的低波动性、逆周期性以及作为财政货币政策的载体是其能够发挥稳定宏观经济作用的关键所在。

(二) 国有经济投资的低波动性

国有企业的天然属性决定了其对市场信号敏感度低,因此投资波动性较小。从标准的市场经济主体行为来看,民营企业对市场信号具有很高的敏感性,在利润最大化导向下对市场景气状况作出迅速的反应。当经济不景气时,面临萎缩的市场需求和较低的利润率,民营企业不愿意增加投资。即使政府出台宽松的货币政策,利率较低,民营企业增加投资的意愿也难以大幅度提高。

与民营企业不同,国有企业由于具有如下两个特征,对市场反应的敏感度要低很多:第一,国有企业的软预算约束通常较为突出,尽管将国有企业推向市场的改革已经取得了很大进展,政企不分的状况也大大缓解,但不可否认的是,政府对国有企业的各种隐形补贴仍然较多,政府为了维持国有企业“大而不倒”仍然会对其实施救助,国有企业也容易从国有银行体系获得贷款^①。当面临软预算约束时,国有企业自然不会对市场信号——成本、价格和利润的变化作出明显反应,因此当经济不景气时,国有企业投资并不会出现大幅度下滑(Bai et al., 1997; 王曦等, 2006; 张洪辉、王宗军, 2010)。第二,由于产权公有这一属性,尽管我国国有企业建立现代公司治理结构的改革已进行多年,但国有企业的委托—代理问题也许相比民营企业还是更为严重。由于经理人的利益——如职务消费、控制权回报、政治晋升等都与企业规模紧密正相关(Conyon & Murphy, 2000; 王曦, 2005),这使得国有企业的经理人具有更加明显的“打造帝国”偏好^②,乃至不论是在经济繁荣期还是衰退期,都将以扩大投资作为扩张企业规模的重要途径。因此我们看到,在经济衰退时期,尽管民营企业对市场信号作出反应减少投资,但国有企业仍然会扩大投资。另一种委托-代理理论也可以用来分析我国国有经济投资的低波动性,即企业决策者比较喜欢“平静生活”,在作出重大投资决策时往往具有惯性。国有企业的经理人不仅存在以这种投资惯性为特征的“平静生活”行为

(Bertrand & Mullainathan, 2003),而且还可能追求企业和员工稳定的政治目标(Fogel et al., 2008; Boubakri et al., 2013)。国有企业经理人的“平静生活”倾向、求稳思想和保守行为意味着国有企业对投资和增长机会的反应不敏感:在经济不景气时不愿缩减投资和裁员,在机会

来临时不愿意大量增加投资。

国有企业投资对市场信号相对不敏感,还有一个重要的客观因素,那就是国有企业的投资领域通常具有投资规模大、建设周期长等特征,难以针对市场信号变化迅速作出相应调整,我们将这一事实称之为“规模性反应时滞”。比如,2014年,国有及国有控股企业在电力、热力、燃气及水生产和供应业,交通运输、仓储和邮政业,水利、环境和公共设施管理业等主要基础设施领域的投资分别占这些行业投资总额的66.1%、75.7%和75.2%,在石油和天然气开采业,电信、广播电视和卫星传输服务等关系国家安全、国民经济命脉的重要行业的投资分别占这些行业投资总额的91.4%和77.7%^⑩。

国有企业投资不管是因为预算软约束问题和委托—代理问题,还是因为规模性反应时滞,从微观财务指标来看很可能都会表现为效率低下,但是当遇到经济周期性波动时,不会出现大起大落。图2提供了现实佐证:当经济增速逐渐放缓时,非国有经济投资增速亦步亦趋地下降,但是国有经济投资增速则平稳得多(个别年份除外,下文即将分析)。当经济过热时,非国有经济投资增速大幅度上升,但是国有经济投资增速相对较低。

(三) 国有经济投资的逆周期性

从委托-代理理论来看,国有企业的委托-代理关系比较复杂,存在全体人民-国家(政府)“双委托人”(Peng et al., 2016)。尽管如此,在各类国有企业中,作为“中间”委托人的各级政府依然是大股东,使得国有企业的政治关联度较高——或相对具有一定的“大局观念”,“政策意识”比较强,或受制于行政干预,最终国有经济投资呈现出明显的逆周期性。

首先,政府作为国有企业的大股东,会引导国有企业的投资行为与国家政策相向而行。当宏观经济运行发生明显波动时,国家会出台相应的宏观经济调控政策。在此背景下,民营企业一般会根据市场前景、经营风险和企业业绩目标来调整企业的经营策略,其投资行为往往与国家宏观经济调控意图不尽一致;而国有企业不管是“主动作为”还是“被动执行”,通常会顺应国家宏观调控大局,在经济不景气时期增加投资,在经济过热时期压缩投资,从而成为“宏观经济的稳定器”(刘元春, 2001)。

其次,在许多领域里,各级政府对大量不同规模或类型的投资项目拥有行政审批权^⑪,在投资项目审批过程中通常进行逆周期操作:经济衰退时放松审批,经济过热时严格审批。特别是国有企业,因其企业性质和行业属性,国有企业投资所需要的行政审批更多。因此,政府可以通过调整投资项目审批的节奏来实现对国有经济投资的调控。

(四) 国有经济投资是财政货币政策发挥作用的重要载体

财政货币政策是宏观调控体系的主要工具,而国有经济投资又是财政货币政策发挥作用的重要载体,且其可传导性高于民营企业投资,对逆周期财政货币政策的反应灵敏度比较高。

首先,国有经济投资是财政政策发挥作用的重要载体。当经济不景气时,政府采取扩张性的财政政策,政府预算资金当中的投资性支出增加,这些支出大多是由于基础设施投资,此类投资项目又主要由国有企业来承担^⑫。从图3可知,国有企业投资的资金一部分来源于政府预算资金,而更多的资金需要自筹资金和银行贷款。因此,国有经济投资不仅能及时对

逆周期财政政策作出响应，而且还放大了财政政策中预算资金的作用。

其次，国有经济投资是货币政策发挥作用的重要载体。当经济不景气时，政府采取宽松的货币政策，利率下调，银行放贷规模上升，但是民营企业的信贷需求和银行对民营企业信贷供给受到限制。由于经济不景气，即使资金使用成本——利率下降，但是如果利润率更低，民营企业也不愿意增加投资。与此同时，当经济不景气、市场前景不明朗时，民营企业的经营风险很大，银行为了降低风险，不愿意贷款给民营企业。因此，货币政策传导到民营企业投资受阻，宽松的货币政策可能无法撬动民营企业的投资。与民营企业相比，国有企业在经济不景气时，由于对市场信号不那么敏感，以及或具有较强的政策意识或受到某种程度的政府干预，可能会继续扩大投资；而国有企业的抗风险能力较强（也许是因为有政府做后盾），银行为了降低信贷风险，也更愿意贷款给国有企业^⑩。因此，国有经济投资更容易对逆周期性货币政策作出响应，提升了货币政策的实施效果。

四、实证模型、数据与变量

（一）实证模型

我们使用省份层面的数据，考察国有经济投资比重对宏观经济波动的影响。参考已有文献的做法（Jaimovich & Siu, 2009; Klomp & Haan, 2009; Lugauer, 2012），我们将计量模型设定如下：

$$Vol_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 SIR_{it} + \varphi_2 X_{it} + \gamma_t + \rho_i + \mu_{it} \quad (3)$$

其中，被解释变量 Vol_{it} 是省份 i 在第 t 年的 GDP 波动指标。关键解释变量 SIR_{it} 是省份 i 在第 t 年国有经济投资占该省全社会固定资产投资的比重。 X_{it} 是一系列省份层面的控制变量，包括人均 GDP、政府支出规模（地方财政支出与 GDP 之比）和经济开放程度（进出口额与 GDP 之比）^⑪。我们还控制了省份和年份的双向固定效应（ γ_t 和 ρ_i ），控制省份固定效应可以剔除一个省份不随时间变动的固有因素，控制年份固定效应可以剔除全国层面宏观经济形势的影响。我们预期 φ_1 的系数为负，即国有经济投资比重可以平抑经济波动^⑫。

尽管模型（3）加入了省份固定效应，一个省不随时间变化的因素得以控制住，但是一个省随时间变化的不可观测因素仍然可能遗漏了，因此导致遗漏变量问题。而且，GDP 波动率对国有经济投资比重也可能存在反向因果关系。为了解决国有经济投资比重的内生性问题，我们构造了如下工具变量：

$$Z_{it} = NSIR_t * Private_i \quad (4)$$

其中， $NSIR_t$ 是第 t 年全国国有经济投资占全国全社会固定资产投资的比例， $Private_i$ 是 1952 年 i 省私营工业产值占本省工业总产值的比重（下文简称私营工业产值比重）。我们使用两者的交叉项作为工具变量。

从某种程度上说，1952 年各省私营工业产值比重是反映我国当时各省份企业制度或市场化程度的一个重要指标（徐现祥和李郁，2005）。一个省份在 1952 年的私营工业产值比重

越高,表明该省份在当时的民营化或市场化的程度越高。而民营企业发展所需要的这种制度特征又具有很大的传承性 (Acemoglu et al, 2001), 因此这一变量到现在仍然可能对民营企业发展产生影响。选用 1952 年数据, 主要出于两方面的考虑: 第一, 1952 年数据比较真实地反映了新中国成立初期的民营经济发展状况, 原因在于 1953 年以后, 我国以“公私合营”为主要方式对资本主义工商业进行了大规模社会主义改造, 而 1951 年及以前的相关数据在各种统计资料中差异较大; 第二, 该变量的外生性更强, 因为 1952 年各省份的私营工业产值比重不会通过其他渠道影响当前的省份宏观经济波动。

本文不是直接使用 1952 年私营工业产值比重作为工具变量, 而是用它与第 t 年全国国有经济投资比重 $NSIR_t$ 的交叉项作为工具变量。这里有三个考虑: 首先, 1952 年各省私营工业产值比重尽管满足外生性条件, 但是却无法直接作为工具变量。原因在于, 这一指标不随时间变化, 它与省份固定效应完全共线。 $NSIR_t * Private_i$ 这一工具变量是随时间变化的, 而且在跨省份之间也有变化, 因此与省份固定效应不完全共线, 与年份固定效应也不完全共线。第二, 工具变量与内生变量之间满足相关性 (relevance), 工具变量对内生变量 (省份国有经济投资比重) 的影响机制是: 全国国有经济投资比重 $NSIR_t$ 随时间存在变动, 这主要与中央关于国有企业改制、民营企业发展的改革政策、全国宏观经济形势有关。当全国国有经济投资比重呈现下降趋势时, 如果一个省份民营企业发展的制度环境越好, 那么该省份的国有经济投资比重下降速度就会较快。反之, 如果一个省份民营企业发展的制度环境越差, 那么该省份的国有经济投资比重下降速度就会较慢^⑧。第三, 这一工具变量更好地满足了外生性条件。尽管 1952 年私营工业产值比重可能与一个省份的固有特征 (如地理、历史、文化等条件) 相关, 但由于我们已经控制了省份固定效应, 因此这些固有特征可以被控制。同时, 由于我们已经控制了年份固定效应, 因此全国国有经济投资比重 $NSIR_t$ 的宏观影响已经被控制住^⑨。

(二) 变量定义

1. 经济波动的度量指标

参考已有文献的做法 (Brückner & Gradstein, 2013; Klomp & Haan, 2009; Jaimovich & Siu, 2009), 我们使用如下两个指标来度量宏观经济波动程度。首先, 对于第 i 个省份在第 t 年的经济波动程度 Vol_{it} , 我们使用 $t-4$ 年到 $t+4$ 年之间共 9 年窗口期内的 GDP 增长率标准差来表示。具体来说, 其构造公式如下:

$$Vol_{it} = \sqrt{\frac{1}{9} \sum_{t-4}^{t+4} (GR_{it} - \overline{GR_{it}})^2} \quad (5)$$

其中, GR_{it} 是 GDP 增长率 (经过价格平减之后的实际 GDP 增长率, 下同), $\overline{GR_{it}}$ 是 $t-4$ 年

到 $t+4$ 年间 GDP 增长率的平均值, 即 $\overline{GR_{it}} = \frac{1}{9} \sum_{t-4}^{t+4} GR_{it}$ 。经济波动程度是以第 t 年为中心

的时间窗口期内标准差，它尽管是一个时间窗口期内的数值，但仍然逐年变动。除了使用9年窗口期之外，下文我们还使用7年或5年窗口期计算经济波动，得到的结果是稳健的。

衡量宏观经济波动的第二个指标构造方式如下：我们将经过价格平减之后的各省实际GDP数据，使用HP滤波方法得到去趋势后的周期性部分 $GRHP_{it}$ ，然后计算出9年窗口期内 $GRHP_{it}$ 的标准差。具体来说，第*i*省在第*t*年的经济波动指标构造公式如下：

$$Vol_{HP_{it}} = \sqrt{\frac{1}{9} \sum_{t-4}^{t+4} (GRHP_{it} - \overline{GRHP_{it}})^2} \quad (6)$$

Ravn 和 Uhlig (2002) 的研究表明，对年度数据进行HP滤波时，将平滑参数设置为6.25是最佳的。因此，我们在基准模型中，将平滑参数设置为6.25¹⁹。除使用HP滤波方法之外，我们还使用了Butterworth滤波方法计算了GDP增长率的周期性部分，结果也是类似的。

图5展示了分省的历年经济波动指标。从时间维度上看，大多数省份的经济波动指标在1993~2002年间趋于下降，2003年之后又略有上升。从横截面上看，各省份的经济波动存在很大差异。在1993~2011年这19年间，最高两个省份海南、山西的波动率平均值分别达到0.023和0.0176，但是最低的两个省份贵州和宁夏的波动率平均值分别仅有0.0068和0.0068。

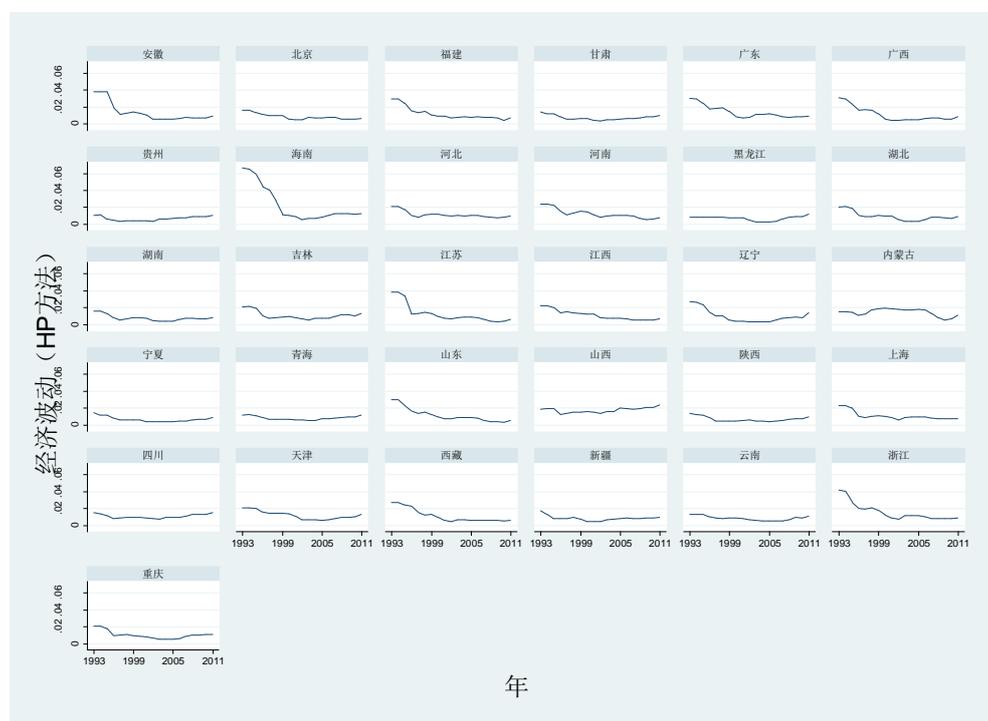


图5 各省的GDP波动率（基准）

数据来源：历年《中国统计年鉴》。

注：为简化起见，竖列各省份的时间刻度共用最下方图的横轴刻度；横排各省份的经济波动指标刻度共用最左侧图的纵轴刻度。

2. 国有经济投资比重的度量指标

本文使用省份国有经济固定资产投资占该省全社会固定资产投资的比重来度量国有经济投资比重。按照国家统计局的分类标准，全社会固定资产投资按照经济性质分为：国有经济、集体经济、个体经济、联营经济、股份制经济、外商投资经济、港澳台投资经济等。使用经济性质分类的分省固定资产投资数据在《中国固定资产投资统计年鉴》当中一直存在。按照该指标的定义，国有经济包括国有、国有联营和国有独资三种类型。从指标定义可见，“国有经济固定资产投资”包含了纯国有企业和国有联营企业的固定资产投资，但是不包含国有控股的股份制企业固定资产投资。

2007 年前，《中国统计年鉴》也一直有分省分经济性质的固定资产投资，数值与《中国固定资产投资统计年鉴》相同。但是 2007 年后，《中国统计年鉴》不再报告分省“国有经济固定资产投资”。从 2007 年开始，《中国统计年鉴》开始披露全社会固定资产投资分省登记注册类型的数额，包括国有、集体、个体、联营、股份制、外商、港澳台商、其他等登记注册类型。此处的“按登记注册类型分国有固定资产投资”略小于“按经济性质分国有经济固定资产投资”，原因在于国有经济既包括国有企业，还包括国有联营企业。由于“按登记注册类型分国有固定资产投资”不可得，因此我们弃用。

全社会固定资产投资包括城镇固定资产投资和农村固定资产投资。从 2005 年起，《中国统计年鉴》开始报告按控股类型分的分省城镇固定资产投资^①，分为国有及国有控股、集体、私营个体、港澳台商投资、外商投资等五种控股类型。此处的“国有及国有控股城镇固定资产投资”与上述的“国有经济固定资产投资”的差异主要是两方面：第一，前者不含农村固定资产投资，后者包含。第二，前者含国有控股的股份制企业投资，而后者不含⁽²¹⁾。由于“国有及国有控股城镇固定资产投资”这一指标在 2004 年之前不可得，因此弃用。

综上，我国目前存在着国有经济投资的三种口径度量指标，一是“按登记注册类型分的国有固定资产投资”，二是“按经济性质分的国有经济固定资产投资”，三是“按控股类型分的国有及国有控股城镇固定资产投资”。考虑到统计数据的可得性，本文使用《中国固定资产投资统计年鉴》中的“国有经济固定投资”来度量分省的国有经济投资比重⁽²²⁾。

图 6 展示了分省的国有经济投资比重。从时间维度上看，除个别年份外，各省份的 GDP 国有经济投资比重在 1993~2011 年之间呈逐渐下降趋势，从平均 67.77% 下降到了 33.6%。从横截面来看，各省份的国有经济投资比重存在很大差异。例如，在 1993~2011 年间这 19 年间，最高两个省份海南、山西的国有经济投资比重平均值达到了 84.7% 和 63.8%，但是最低两个省份浙江和江苏的国有经济投资比重平均值仅有 30.3% 和 31.2%。

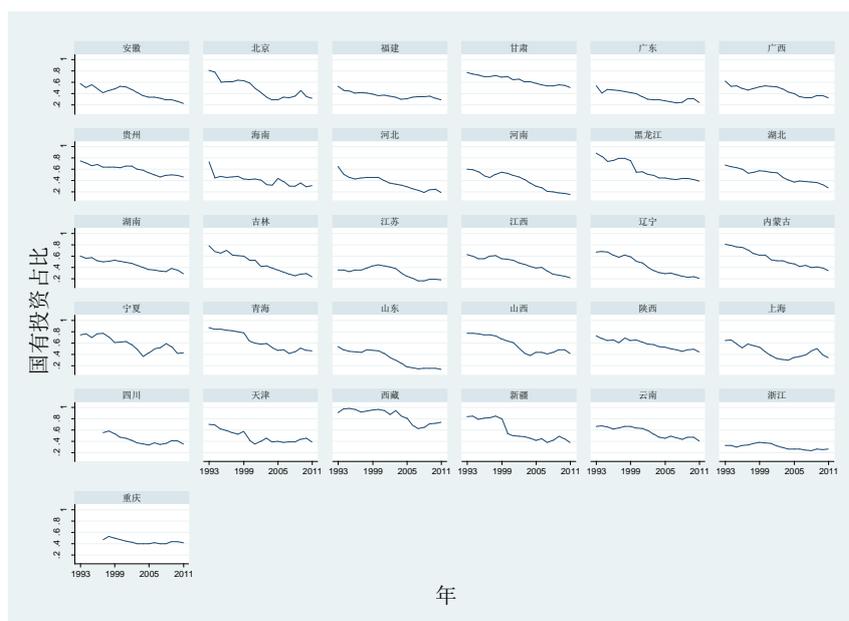


图 6 各省的国有经济投资比重

数据来源：历年《中国固定资产投资统计年鉴》。

注：为简化起见，竖列各省份的时间刻度共用最下方图的横轴刻度；横排各省份的国有投资占比刻度共用最左侧图的纵轴刻度。

3. 其他变量和数据来源说明

在控制变量方面，各省份的人均 GDP，已经折算为 2000 年不变价。经济开放程度使用各省进出口数额与 GDP 之比来表示，进口和出口数额均通过当年汇率计算为人民币当年数额。政府规模使用各省一般公共预算财政支出与 GDP 的比值来衡量⁽²³⁾。

表 1 展示了所有变量的定义和统计描述。我们使用的分省 GDP、进出口、地方财政支出、价格平减指数数据均来自历年《中国统计年鉴》。分省全社会固定资产投资、国有经济固定资产投资来自历年《中国固定资产投资统计年鉴》。1952 年各省私营工业产值来自《中国资本主义工商业的社会主义改造》资料丛书，1952 年各省工业总产值来自《中国工业统计年鉴（1949-1984）》。

本文回归样本使用的分省数据涵盖 1993~2011 年⁽²⁴⁾。由于计算 GDP 波动率指标，需要 $t-4$ 年到 $t+4$ 年的数据，因此我们搜集原始 GDP 数据的时间跨度是 1989~2015 年。由于 1997 年之前重庆和四川的国有经济投资数据缺失，因此我们最终回归使用的观测值数量是 581 个。

表1 变量描述性统计

变量名	观测数	平均值	标准差	最小值	最大值	变量定义
GDP 波动率（基准）	581	0.021	0.013	0.005	0.112	t-4 年到 t+4 年的 9 年间实际 GDP 增长率的标准差
GDP 波动率（HP 滤波）	581	0.011	0.008	0.003	0.067	t-4 年到 t+4 年的 9 年间实际 GDP 经 HP 滤波后周期性部分的标准差
国有经济投资比重	581	0.485	0.167	0.141	0.975	国有经济固定资产投资占全社会固定资产投资的比重
财政支出规模	581	0.170	0.132	0.049	1.251	地方一般预算财政支出与 GDP 之比
经济开放度	581	0.307	0.402	0.032	2.173	进出口贸易额与 GDP 之比
人均 GDP	581	9.135	0.746	7.449	11.046	人均实际 GDP（2000 年不变价，取对数）
工具变量	581	0.089	0.084	0.011	0.434	全国国有经济投资比重与各省1952年私营工业产值比重的乘积
GDP 增长率	581	0.118	0.027	0.038	0.238	实际 GDP 增长率

注：计算国有经济投资比重所需数据来自历年《中国固定资产投资统计年鉴》，1952 年各省私营工业产值比重根据《中国资本主义工商业的社会主义改造》（资料丛书）和《中国工业统计年鉴（1949-1984）》相关数据计算而得，其余数据均来自历年《中国统计年鉴》。

五、实证结果

(一) 双向固定效应回归结果

表 2 报告了双向固定效应回归结果。表 2 的第 1~2 列使用基准 GDP 波动率, 第 3~4 列是使用 HP 滤波方法得到的 GDP 波动指标。第 1 列显示, 国有经济投资比重上升 10 个百分点, 将使 GDP 波动率下降 0.37。这一影响幅度在 1% 统计水平下显著。第 2 列显示, 当加入其他控制变量后, 国有经济投资比重的系数基本不变。人均 GDP、经济开放度和政府支出规模三个控制变量对 GDP 波动的影响都不显著。第 3~4 列显示, 如果使用 HP 滤波方法得到的 GDP 波动率作为被解释变量, 国有经济投资比重的系数也在 1% 统计水平下显著⁽²⁵⁾。

表 2 双向固定效应回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	GDP 波动 (基准)	GDP 波动 (基准)	GDP 波动 (HP 滤波)	GDP 波动 (HP 滤波)
国有经济投资比重	-0.037*** (0.006)	-0.037*** (0.007)	-0.016*** (0.003)	-0.016*** (0.004)
人均 GDP		0.001 (0.002)		0.000 (0.001)
经济开放度		0.003 (0.003)		0.001 (0.002)
政府支出规模		-0.001 (0.009)		0.010** (0.005)
Observations	581	581	581	581
R-squared	0.578	0.579	0.655	0.658

注: 所有列均控制了年份和省份的虚拟变量。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%水平下显著。

(二) 工具变量回归结果

表 3 报告了使用工具变量后的估计结果。从一阶段结果来看, 工具变量的估计系数在 1%水平下显著为负, 这印证了我们的推断, 当全国国有经济投资比重上升时, 那些民企发展制度环境较好的省份, 国有经济投资比重上升幅度较小, 那些民企发展制度环境较差的省份, 国有经济投资比重上升幅度更大。工具变量的 F 统计量大于 10, 显示不存在弱工具变量问题。

二阶段回归结果显示, 在消除内生性问题后, 国有经济投资比重对 GDP 波动仍然存在显著负向影响。与表 2 的结果相比, 使用工具变量后, 国有经济投资比重的系数绝对值变得更大。这表明, 不消除内生性时的回归结果低估了国有经济投资比重对 GDP 波动的影响幅度。第 3 列回归系数表明, 当国有经济投资比重上升 10 个百分点时, GDP 波动率下降 2.51。

表 3 工具变量回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	GDP 波动 (基准)	GDP 波动 (HP 滤波)	GDP 波动 (基准)	GDP 波动 (HP 滤波)
二阶段				
国有经济投资比重	-0.241*** (0.073)	-0.121*** (0.038)	-0.251*** (0.069)	-0.145*** (0.040)
人均实际 GDP			-0.001 (0.004)	-0.001 (0.002)
进出口贸易/GDP			0.012** (0.006)	0.006* (0.003)
政府支出/GDP			-0.014 (0.016)	0.002 (0.009)
Observations	581	581	581	581
一阶段				
工具变量	-0.443*** (0.126)		-0.536*** (0.140)	
F statistic	12.262		14.601	
Observations	581		581	

注：所有列均控制了年份和省份的虚拟变量。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%水平下显著。

(三) 稳健性检验

1. 使用 7 年或 5 年窗口期计算 GDP 波动率

在上述回归当中，被解释变量 GDP 波动率是计算 9 年窗口期（t-4 到 t+4 年）内 GDP 增长率的标准差。为了验证结果的稳健性，我们还使用 7 年窗口期（t-3 到 t+3 年）的标准差计算了 GDP 波动。结果如表 4 第 1~2 列所示⁽²⁶⁾。从中可见，国有经济投资比重的系数仍然显著为负。我们还尝试了使用 5 年窗口期（t-2 年到 t+2 年）来计算 GDP 波动率，结果如表 4 第 3~4 列所示，从中可见，结果仍然稳健成立。

表 4 使用 7 年或 5 年窗口期计算 GDP 波动

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2SLS	2SLS	2SLS	2SLS
	7 年窗口期计算 GDP 波动		5 年窗口期计算 GDP 波动	
	GDP 波动 (基准)	GDP 波动 (HP 滤波)	GDP 波动 (基准)	GDP 波动 (HP 滤波)
国有经济投资比重	-0.218*** (0.064)	-0.142*** (0.041)	-0.171*** (0.056)	-0.120*** (0.037)
人均实际 GDP	0.001 (0.004)	-0.001 (0.002)	0.001 (0.003)	-0.001 (0.002)
进出口贸易/GDP	0.013** (0.005)	0.008** (0.003)	0.015*** (0.005)	0.008*** (0.003)
政府支出/GDP	-0.006	0.003	-0.003	0.003

	(0.015)	(0.010)	(0.013)	(0.009)
Observations	581	581	581	581

注：所有列均控制了年份和省份的虚拟变量。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%水平下显著。

2. 使用不同的 HP 滤波法

在对年度数据进行 HP 滤波时，我们将平滑参数设置为 6.25。除此之外，我们也尝试了将参数设置为 10, 100, 表 5 第 1~2 列的结果显示，结论都仍然成立。我们在使用滤波方法计算 GDP 增长率的周期性部分时，又用 Butterworth 方法替换 HP 方法。表 5 第 3 列的结果显示，国有经济投资比重的系数仍然显著为负。

表 5 使用不同的滤波方法

	(1)	(2)	(3)
	2SLS	2SLS	2SLS
	GDP 波动 (HP 滤波, 参数为 10)	GDP 波动 (HP 滤波, 参数为 100)	GDP 波动 (Butterworth 滤波)
国有经济投资比重	-0.171*** (0.047)	-0.310*** (0.083)	-0.387*** (0.107)
人均实际 GDP	-0.001 (0.003)	-0.002 (0.005)	-0.008 (0.006)
进出口贸易/GDP	0.007* (0.004)	0.009 (0.007)	0.009 (0.009)
政府支出/GDP	0.002 (0.011)	-0.011 (0.020)	-0.027 (0.025)
Observations	581	581	581

注：所有列均控制了年份和省份的虚拟变量。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%水平下显著。

(四) 国有经济投资的乘数效应

基于凯恩斯宏观经济学理论，我们根据 (2) 式可以得到，国有经济投资和政府支出类似，都通过拉动总需求而对宏观经济产生刺激作用。因此，与政府支出对刺激经济产出乘数效应类似，国有经济投资也应该具有乘数效应。当然，与政府支出对私人投资产生挤出效应类似，国有经济投资也可能对私人投资产生挤出效应。因此我们自然想知道，在实际中，国有经济投资对经济增长的乘数到底多大？也就是说，1 单位国有经济投资，到底能够拉动多少单位的 GDP 增长？

参考相关文献估计财政支出乘数的通常做法 (Kraay, 2012)，我们使用如下回归方程估计国有经济投资的乘数：

$$\frac{Y_{it} - Y_{it-1}}{Y_{it-1}} = \varphi_0 + \varphi_1 \frac{SI_{it} - SI_{it-1}}{Y_{it-1}} + \gamma_t + \rho_i + \mu_{it} \quad (7)$$

其中， Y_{it} 是第 i 省在第 t 年的不变价 GDP， SI_{it} 是第 i 省在第 t 年的不变价国有经济投资。

我们还控制了省份和年份的双向固定效应 (γ_t 和 ρ_i)。估计 (7) 式得到系数 φ_1 就是国有

经济投资的乘数效应，也就是，一单位国有经济投资增长将带动 φ_1 单位 GDP 增长。当然，

由于无法控制遗漏变量或存在反向因果关系，关键解释变量 $\frac{SI_{it} - SI_{it-1}}{Y_{it-1}}$ 也存在内生性

问题。与上文为省份国有经济投资比重 SIR_{it} 寻找的工具变量类似，我们使用全国国有经济投资总额（取对数）与各省 1952 年私营工业产值比重的交叉项作为工具变量。工具变量对内生变量的作用机理在于：如果某年度全国国有经济投资总额增长较快，那么在民企发展的制度环境更好的省份，国有经济投资增速要相对慢一些。

表 6 的回归结果表明，当不使用工具变量时，国有经济投资对 GDP 的乘数仅有 0.17；使用工具变量后，一阶段回归结果显示，工具变量的系数显著为负，这符合我们的预期。F 统计量略小于 10，说明存在轻微的弱工具变量问题。使用 Anderson-Rubin 检验后，发现在存在弱工具变量的情况下，二阶段的估计系数仍然稳健地在 1% 水平下显著。关键解释变量的二阶段估计值显示，国有经济投资的乘数是 1.24，即国有经济投资每增加 1 单位，将带动 GDP 增长 1.24 单位。大多数既有文献估计出的政府支出乘数通常在 1~2 之间 (Acconcia et al., 2014; Nakamura & Steinsson, 2014; Serrato & Wingender, 2016) ⁽²⁷⁾。本文的估计结果表明，国有经济投资在拉动经济上的乘数效应与财政支出乘数较为接近。

表 6 国有经济投资的乘数效应

	(1)	(2)
	被解释变量: $\frac{Y_{it} - Y_{it-1}}{Y_{it-1}}$	
	OLS	2SLS
$\frac{SI_{it} - SI_{it-1}}{Y_{it-1}}$	0.167*** (0.026)	1.241*** (0.423)
Observations	581	581
2SLS 的一阶段回归		
工具变量		0.199*** (0.068)
F 统计量		8.621
Anderson-Rubin F 统计量 (p value)		34.66 (0.00)
Observations	581	581

备注：所有列均控制了年份和省份的虚拟变量。*、**、***分别代表在 10%、5% 和 1% 水平下显著。

六、主要结论与需要深入研究的问题

根据国有企业理论，国有企业的经济稳定作用可概括为两个方面，一是稳定物价⁽²⁸⁾，二是稳定增长。本文仅从稳定增长角度，分析了国有经济投资的经济稳定作用机理并进行了实证检验。

本文的研究发现，非国有经济投资波动性较大，且具有显著的顺周期性；而国有经济投

资波动小,且具有明显的逆周期性。国有经济投资的低波动性和逆周期性,主要源于如下三个方面:第一,国有企业的软预算约束、委托—代理问题和规模性反应时滞,导致国有经济投资对市场信号不那么敏感。第二,国有企业的政治关联度较高,不管是“主动作为”还是“被动执行”,其投资行为通常会与国家宏观调控政策相向而行。第三,国有经济投资是财政货币政策传导到经济体系的重要载体,而且其可传导性高于民营企业投资。

本文的实证分析还表明:国有经济比重较高的省份,经济衰退期的GDP降速幅度较小,经济繁荣期的GDP提速幅度也较小;国有经济投资比重较高的省份,宏观经济波动较小。此外,我们估计的国有经济投资乘数表明,国有经济投资每增加1个单位,将带动GDP增长1.24个单位。

由此可见,在我国社会主义市场经济体制下,国有企业虽然是一个“市场行为主体”,但同时也构成了宏观经济调控体系的一个重要组成部分,其投资行为对我国的宏观经济稳定作出了一定贡献。不过,需要指出的是,本文只是客观地论证了国有经济投资的经济稳定效应,而如何看待这种经济稳定作用,仁者见仁智者见智,可能需要作进一步的深入研究。

比如,经济稳定作用是否应该纳入国有企业目标函数问题。这个问题其实触及到国有企业的本质问题,即国有企业的性质与功能⁽²⁹⁾。企业的性质决定了企业的功能和目标。民营企业的目标单一明确,即追求经济目标——企业利润或企业价值最大化;国有企业的目标函数比较复杂,除了经济目标,还有社会目标 and 政治目标,诸如提供廉价商品和服务、促进地区发展、稳定就业等。以前的研究表明,国有企业的目标多重性,导致国有企业资源配置效率低下(Vickers & Yarrow, 1988; Boycko et al., 1996; Shleifer & Vishny, 1998)、难以形成有效的激励合同(Bai & Xu, 2005),降低了企业治理质量或阻碍了治理的改善(Borisova et al., 2012),成为国有企业绩效不佳、效率低下的一个重要原因。不过,也同样有大量文献证明,即使国有企业的目标多重性可能会损害国有企业的盈利能力或效率,但所产生的正外部效应可能弥补了这种微观无效率(Bai et al, 2000; 2006; Huang et al., 2010; Moller & Wacker, 2017; Wacker, 2017)。因此,如果强调国有企业的“企业性”,国有企业也必须要追求效益和效率,应当尽量减少国有企业的目标,减轻其“政策性负担”(Lin et al., 1998);如果强调国有企业的“公共性”,国有企业的多重目标也许正是国有企业的本质特征,体现了“国有企业的潜在优势”。不过,在市场经济条件下,国有企业的非经济目标到底应包括哪些是一个值得深入思考的问题。

又如,国有企业投资效率问题。本文所分析的国有经济投资具有经济稳定效应的机理和机制,也是长期以来被认为国有企业投资效率低下的主要原因。委托-代理、软预算约束、政治关联等问题,虽然在大型民营企业也都不同程度的存在,但在国有企业可能显得更为突出,从而妨碍了国有企业作出最优的投资决策,扭曲了国有企业的投资行为,最终损害了国有企业的投资效率。倘若如此,我们便面临一个两难选择:国有经济投资以牺牲效率为代价换取其稳定作用是否可取?这又是一个值得深思的问题。

总之,诸如此类问题归根结底在于如何认识国有企业的性质、如何权衡国有企业的微观

效率与宏观效率。就国有经济投资的经济稳定作用而言,我们预期,随着我国国有企业改革的不断深化,委托-代理、软预算约束、政治关联等问题会有所缓解⁽³⁰⁾,国有经济投资的宏观经济稳定作用理应会有所减弱。首先,国有资产管理方式正在发生变革,从“管企业”到“管资产”再到“管资本”,亦即国家从拥有、管理和控制国有企业,转向拥有和运作国有资本,这意味着政府对国有企业投资行为的干预程度会大大降低。其次,国有企业分类改革正在有序推进,这意味着传统的国有企业数量(以及相应的、传统意义上的国有经济投资)会明显减少⁽³¹⁾。最后,现代企业治理结构正在逐步完善,这意味着国有企业的投资决策会更加科学化、市场化。

注释

①人们普遍认为,1940~1980年是国有企业的鼎盛时期(Bernier &Reeves,2018)。Millward(2005,2011)的研究表明,到上世纪40年代,欧洲大多数国家的国有企业占GDP的10%,占年资本形成额的20%,占就业人数的10%,且在接下来的30年里欧洲国有企业的规模没有太大变化。

②有关国有企业在当代经济中的地位、作用和优点的理论分析,请参阅Besley和Ghatak(2005)以及Putniņš(2015);有关近年来各国的国有化情况及其新组织形式(比如混合所有制),请参阅Chavez和Torres(2014)、Musacchio和Lazzarini(2014)以及Bruton等(2015)。

③本文所谓的国有(非国有)经济投资是指国有(非国有)经济固定资产投资。关于国有经济投资,在统计上,我国目前存在三个指标,一是按登记注册类型分的国有固定资产投资,二是按经济性质分的国有经济固定资产投资,三是按控股类型分的国有及国有控股城镇固定资产投资。从实际统计数据来看,国有经济固定资产投资属于中口径,且数据时间序列相对较长,故本文在进行实证分析时选取国有经济固定资产投资,并简称为“国有经济投资”,相应地,非国有经济固定资产投资简称为“非国有经济投资”。非国有经济投资包括民间投资和外商投资。民间投资是指具有集体、私营、个人性质的内资企事业单位以及由其控股(包括绝对控股和相对控股)的企业单位建造或购置固定资产的投资。

④Snyder(1971)分析了比利时、法国、意大利、瑞典、英国和美国等6个国家1955~1965年国有企业投资的宏观经济稳定作用,得到如下结论:除了英国的国有企业投资具有不稳定作用外,其余五国的国有企业投资通常都是一个稳定因素,且法国的国有企业投资具有重要的稳定作用。

⑤不过,近年来,国际学术界开始陆续讨论国有银行通过积极的信贷政策所起到的经济稳定作用(Brei & Schclarek, 2013; Bertay, 2015; Coleman & Feler, 2015)。

⑥根据《中国统计年鉴》,国家预算包括一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。各类预算中用于固定资产投资的资金全部作为国家预算资金填报,其中一般预算中用于固定资产投资的部分包括基建投资、车购税、灾后恢复重建基金和其他财政投资。各级政府债券也应归入国家预算资金。

⑦根据2004年和2016年《中国统计年鉴》公布的省份数据,只有8个省(区)国有经济投资的资金来源可比数据,它们分别是东部地区的江苏、浙江和广东,中部地区的湖南和湖北,西部地区的广西、山西和内蒙古。虽然样本比较少,但从中也能看出一些端倪。

⑧具体做法是,将各省的GDP波动率对年份固定效应做回归,得到每个观测值的回归残差。

⑨林毅夫等(1994)认为政府给予国有企业各种扶持措施,当然也与国有企业承担了政府赋予政策性负担有关系。

⑩有关“打造帝国”(empire-building)文献的回顾,请参阅 Stein(2003)。

(11)这些数据是笔者根据《中国统计年鉴(2015)》表“10-11 各行业按隶属关系、登记注册类型和控股情况分固定资产投资(不含农户)(2014年)”有关数据计算而得。

(12)根据国家发改委的投资管理规定,对关系国家安全、涉及全国重大生产力布局、战略性资源开发和重大公共利益等项目,实行核准管理。具体项目范围以及核准机关、核准权限依照政府核准的投资项目目录执行。

(13)基础设施建设项目因投资周期长,不确定性大,因此不适合由民营企业完全承担。

(14)国有银行本身也会发挥一定的积极作用。正如 Brei 和 Schclarek(2013)所言,在出现轻度衰退时,采用扩张性货币政策可能就足够了,但如果经济衰退比较严重,中央银行下调利率可能还不够,因为银行可能会因系统性风险增加而拒绝放贷。在这些情况下,国有银行可能会继续愿意提供信贷来刺激生产性投资和总需求。

(15)一些研究表明,政府规模越大,越可以通过自动稳定器和相机抉择财政政策平抑宏观经济波动。开放程度越高的省份,经济通常面临的外部风险较大,因此宏观经济波动程度可能较高(Fatás & Mihov, 2001; Rodrik, 1998)。

(16)我们使用简式计量模型,没有考虑省份之间的交叉影响。一个省份的国有经济投资比重高,宏观经济更加稳定,由于省份之间存在相互贸易和投资,因此这对其他省份会产生影响,这是使用简式计量模型的缺陷。

(17)现实当中,我们确实可以看到一些省份的国有企业改制慢、民营企业发展薄弱,而另一些省份则国有企业改制速度较快、民营企业发展较快。

(18)有关类似的工具变量思路,请参阅 Nakamura 和 Steinsson(2014)以及 Nunn 和 Qian(2014)。

(19)Burnside(2000)的研究表明将平滑参数设为 6.66 是最佳的。Baxter 和 King(1999)建议将平滑参数设为 10。我们尝试了这些不同的平滑参数,结果是稳健的。

(20)城镇固定资产投资是指城镇各种登记注册类型的企业、事业、行政单位及个体户进行的计划总投资 50 万元及 50 万元以上的建设项目投资、房地产开发投资、城镇和工矿区私人建房投资。城镇固定资产投资为全面统计报表,但是农村集体和农村个人固定资产投资统计采用抽样调查方法。2011 年起,城镇固定资产投资这一口径不再使用,而是替换为固定资产投资(不含农户),包含原口径的城镇固定资产投资加上农村企事业单位项目投资。而且,统计起点也发生了变化,指城镇和农村各种登记注册类型的企业、事业、行政单位及城镇个体户进行的计划总投资 500 万元及 500 万元以上的建设项目投资和房地产开发投资。

(21)从 2011 年开始,城镇固定资产投资改为固定资产投资(不含农户),《中国统计年鉴》报告了分省“国有和国有控股固定资产投资(不含农户)”数额。

(22)2007 年的数据显示,当年全国国有经济全社会固定资产投资(按经济性质分)、国有全社会固定资产投资(按登记注册类型分)、国有及国有控股城镇固定资产投资(按控股类型分)的数额分别为 42227.75 亿元、38706.3 亿元、52229.4 亿元。

(23)预算外财政支出的口径发生过较大变化,因此我们没有考虑预算外财政支出。

(24)选择 1993 年作为起始年份,主要是由于分省数据来源的限制。

(25)尽管已有文献表明,政府规模降低 GDP 波动,经济开放度提升 GDP 波动,但是表 2 和表 3 估计结果并不支持这一点。表 4 的结果显示,当使用 7 年或 5 年窗口期计算 GDP 波动率时,经济开放度显著提升了 GDP 波动率。

(26)使用 7 年窗口期时,我们的回归所使用样本为 1993~2012 年。原因在于, $t+3$ 年与 $t+4$ 年相比,可以多增加两年的观测值。

(27)与这些文献不同, Guo 等(2016)估计的中国财政支出乘数小于 1。

(28)通过实施价格控制措施, 国有企业可以用于反通货膨胀目的, 因为很多国有企业主要分布于基础产业, 且大多属于垄断或寡头垄断企业, 通过暂时降低价格可减轻通货膨胀压力 (Galbraith, 1980; Curutchet, 2014)。

(29)最近有关国有企业的性质与功能的研究, 请参阅 Putniņš (2015)、Peng 等 (2016) 以及戴锦 (2016)。

(30)Musacchio 和 Lazzarini (2014) 的系统性跨国证据表明, 21 世纪国有企业与 20 世纪下半叶的政府拥有、管理大量企业并直接控制战略资源配置的传统国有企业有很大不同, 出现了新型国有企业——国有企业公司化或成为上市公司。政府从国有企业的所有者和管理者到 (大) 股东的转变, 减少了国有企业通常面临的许多委托-代理问题。

(31)如果按照杨瑞龙等 (2017) 的研究结果, 国有企业分类改革模式应为“提供公共产品类的国有企业一般从采用国有国营模式”、处于自然垄断行业的国有企业“一般采用国有国控模式”、“竞争性国有企业一部分宜进行产权多元化的股份制改造”而另一部分“宜实行民营化”, 那么, 将有大量国有企业特别是地方国有企业变成民营企业。

参考文献

- (1) 白重恩、路江涌、陶志刚:《国有企业改制效果的实证研究》,《经济研究》,2006年第8期。
- (2) 程仲鸣、夏新平、余明桂:《政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资》,《管理世界》,2008年第9期。
- (3) 戴锦:《国有企业的性质》,经济科学出版社,2016年。
- (4) 孔东民、代昀昊、李阳:《政策冲击、市场环境与国企生产效率:现状、趋势与发展》,《管理世界》,2014年第8期。
- (5) 林青松、李实:《企业效率理论与中国企业的效率》,《经济研究》,1996年第7期。
- (6) 林毅夫、蔡昉、李周:《对赶超战略的反思》,《战略与管理》,1994年第6期。
- (7) 刘瑞、王岳:《从“国进民退”之争看国企在宏观调控中的作用》,《政治经济学评论》,2010年第3期。
- (8) 刘瑞明:《中国的国有企业效率:一个文献综述》,《世界经济》,2013年第11期。
- (9) 刘瑞明、石磊:《国有企业的双重效率损失与经济增长》,《经济研究》,2010年第1期。
- (10) 刘小玄、李利英:《企业产权变革的效率分析》,《中国社会科学》,2005年第2期。
- (11) 刘解龙、唐未兵:《国有经济论》,湖南人民出版社,1998年。
- (12) 刘元春:《国有企业宏观效率论——理论及其验证》,《中国社会科学》,2001年第5期。
- (13) 罗宏、黄文华:《国企分红、在职消费与公司业绩》,《管理世界》,2008年第9期。
- (14) 宋立刚、姚洋:《改制对企业绩效的影响》,《中国社会科学》,2005年第2期。
- (15) 谭劲松、郑国坚:《产权安排、治理机制、政企关系与企业效率——以“科龙”和“美的”为例》,《管理世界》,2004年第2期。
- (16) 唐雪松、周晓苏、马如静:《政府干预、GDP增长与地方国企过度投资》,《金融研究》,2010年第8期。

- (17) 王文成:《不同所有制形式对经济增长的影响》,《中国软科学》,2011年第6期。
- (18) 王文成、沈红微、王熾慧:《国有经济投资对非国有经济投资的带动效应研究》,《中国软科学》,2013年第7期。
- (19) 王曦:《经济转型中的投资行为与投资总量》,《经济学(季刊)》,2005年第4期。
- (20) 王曦、舒元、才国伟:《我国国有经济的双重目标与TFP核算的微观基础》,《经济学季刊》,2006年第1期。
- (21) 魏明海、柳建华:《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》,2007年第4期。
- (22) 徐现祥、李郁:《中国省区经济差距的内生制度根源》,《经济学(季刊)》,2005年第4卷增刊。
- (23) 杨瑞龙等:《国有企业分类改革的逻辑、路径与实施》,中国社会科学出版社,2017年。
- (24) 姚洋:《非国有经济成分对我国工业企业技术效率的影响》,《经济研究》,1998年第12期。
- (25) 詹新宇、方福前:《国有经济改革与中国经济波动的平稳化》,《管理世界》,2012年第3期。
- (26) 张洪辉、王宗军:《政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资》,《南开管理评论》,2010年第3期。
- (27) 张敏、吴联生、王亚平:《国有股权、公司业绩与投资行为》,《金融研究》,2010年第12期。
- (28) 张宇:《论国有经济的主导作用》,《经济学动态》,2009年第12期。
- (29) 钟海燕、冉茂盛、文守逊:《政府干预、内部人控制与公司投资》,《管理世界》,2010年第7期。
- (30) Acconcia, A., G. Corsetti and S. Simonelli, 2014, "Mafia and Public Spending: Evidence on the Fiscal Multiplier from a Quasi-experiment", *American Economic Review*, 104(7), pp.2185~2209.
- (31) Acemoglu, D., S. Johnson and J. Robinson, 2001, "The Colonial Origins of Comparative Development: an Empirical Investigation", *American Economic Review*, 91(5), pp.1369~1401.
- (32) Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti and F. Schiantarelli, 2005, "Regulation and Investment", *Journal of the European Economic Association*, 3(4), pp.791~825.
- (33) Atkinson, S.E. and R. Halvorsen, 1986, "The Relative Efficiency of Public and Private Firms in a Regulated Environment: The Case of U.S. Electric Utilities", *Journal of Public Economics*, 29(3), pp.281~294.
- (34) Bai, C.-E., D. D. Li, and Y. Wang, 1997, "Enterprise Productivity and Efficiency: When Is Up Really Down?", *Journal of Comparative Economics*, 24(3), pp.265—280.
- (35) Bai, C.-E., D.D. Li, Z.-G. Tao and Y.-J. Wang, 2000, "A Multitask Theory of State Enterprise Reform", *Journal of Comparative Economics*, 28(4), pp.716~738.
- (36) Bai, C.-E. and L.-C. Xu, 2005, "Incentives for CEOs with Multitasks: Evidence from Chinese State-owned Enterprises", *Journal of Comparative Economics*, 33(3), pp.517~539.
- (37) Bai, C.-E., J.-Y. Lu and Z.-G. Tao, 2006, "A multitask Theory of State Enterprise Reform: Empirical Evidence from China", *American Economic Review*, 96(2), pp.353~357.
- (38) Bass, A. E. and S. Chakrabarty, 2014, "Resource Security: Competition for Global Resources, Strategic Intent, and Governments as Owners", *Journal of International Business Studies*, 45(8), pp. 961~979.
- (39) Baxter M. and R.G. King, 1999, "Measuring Business Cycles: Approximate Band-pass Filters for Economic Time Series", *The Review of Economics and Statistics*, 81(4), pp.575~593.
- (40) Bernier, L., 2014, "Public Enterprises as Policy Instruments: The Importance of Public Entrepreneurship", *Journal of Economic Policy Reform*, 17(3), pp. 253~266.

- (41) Bernier, L. and Reeves, E., 2018, "The Continuing Importance of State-Owned Enterprise in the Twenty-First Century: Challenges for Public Policy", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 89(3), pp.453~458.
- (42) Bertay, A.C., A. Demirgüç-Kunt and H. Huizinga, 2015, "Bank Ownership and Credit over the Business Cycle: Is Lending by State Banks Less Procyclical?", *Journal of Banking & Finance*, 50, pp.326~339.
- (43) Bertero, E. and L. Rondi, 2002, "Does a Switch of Budget Regimes Affect Investment and Managerial Discretion of State-Owned Enterprises? Evidence from Italian Firms", *Journal of Comparative Economics*, 30(4), pp.836~863.
- (44) Bertrand, M. and S. Mullainathan, 2003, "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences", *Journal of Political Economy*, 111(5), pp.1043~1075.
- (45) Besley, T. and M. Ghatak, 2005, "Competition and Incentives with Motivated Agents", *American Economic Review*, 95(3), pp.616~636.
- (46) Borisova, G., P. Brockman, J.M. Salas and A. Zagorchev, 2012, "Government Ownership and Corporate Governance: Evidence from the EU", *Journal of Banking & Finance*, 36(11), pp.2917~2934.
- (47) Boubakri, N., J.-C. Cosset and W. Saffar, 2013, "The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization", *Journal of Financial Economics*, 108(3), pp.641~658.
- (48) Boycko, M., A. Shleifer and R. Vishny, 1996, "A Theory of Privatization", *Economic Journal*, 106(435), pp.309~319.
- (49) Brei, M. and A. Schclarek, 2013, "Public Bank Lending in Times of Crisis", *Journal of Financial Stability*, 9(4), pp.820~830.
- (50) Brückner, M. and M. Gradstein, 2013, "Exogenous Volatility and the Size of Government in Developing Countries", *Journal of Development Economics*, 105, pp.254~266.
- (51) Bruton, G.D., M.W. Peng, D. Ahlstrom, C. Stah and K.-H. Xu, 2015, "State-owned Enterprises around the World as Hybrid Organizations", *The Academy of Management Perspectives*, 29(1), pp.92~114.
- (52) Burnside, C., 2000, "Some facts About the HP Filter", mimeographed, World Bank, Washington, DC, USA.
- (53) Carney, R.W. and T. B. Child, 2013, "Changes to the Ownership and Control of East Asian Corporations between 1996 and 2008: The Primacy of Politics", *Journal of Financial Economics*, 107(2), pp.494~513.
- (54) Chavez, D. and S. Torres (eds.), 2014, *Reorienting Development: State-Owned Enterprises in Latin America and the World*, Amsterdam: Transnational Institute (TNI).
- (55) Chen, S., Z. Sun, S. Tang and D. Wu, 2011, "Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 17(2), pp.259~271.
- (56) Coleman, N. and L. Feler, 2015, "Bank Ownership, Lending, and Local Economic Performance during the 2008–2009 Financial Crisis", *Journal of Monetary Economics*, 71, pp.50~66.
- (57) Conyon, M.J. and K.J. Murphy, 2000, "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom", *The Economic Journal*, 110(467), pp.640~671.
- (58) Curutchet, A. S., 2014, "Five Theoretical Reasons in Defence of State-owned Enterprises", in D. Chavez and S. Torres (eds.), *Reorienting Development: State-Owned Enterprises in Latin America and the World*, Amsterdam: Transnational Institute (TNI).
- (59) Djankov, S. and P. Murrell, 2002, "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey", *Journal of Economic Literature*, 40(3), pp.739~793.
- (60) Ehrlich, I., G. Gallais-Hamonno, Z.-Q. Liu and R. Lutter, 1994, "Productivity Growth and Firm Ownership: An Empirical Investigation", *American Economic Review*, 102(5), pp.1006~1038.
- (61) Fatás, A. and Mihov, I., 2001, "Government Size and Automatic Stabilizers: International and Intranational Evidence", *Journal of International Economics*, 55(1), 3~28.
- (62) Florio, M., 2013, "Rethinking on Public Enterprise: Editorial Introduction and Some Personal Remarks on the Research Agenda", *International Review of Applied Economics*, 27(2),

pp.135~149.

(63) Florio, M., 2014a, "Contemporary Public Enterprises: Innovation, Accountability, Governance", *Journal of Economic Policy Reform*, 17(3), pp.201~208.

(64) Florio, M., 2014b, "The Return of Public Enterprise", in D. Chavez and S. Torres (eds.), *Reorienting Development: State-Owned Enterprises in Latin America and the World*, Amsterdam: Transnational Institute (TNI).

(65) Florio, M. and F. Fecher, 2011, "The Future of Public Enterprises: Contributions to a New Discourse", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 82(4), pp.361~373.

(66) Fogel, K., R. Morck and B. Yeung, 2008, "Big Business Stability and Economic Growth: Is What's Good for General Motors Good for America?", *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp.83~108.

(67) Galbraith, J.K., 1980, *A Theory of Price Control*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

(68) Guo, Q.-W., C. Liu and G.-R. Ma, 2016, "How Large Is the Local Fiscal Multiplier? Evidence from Chinese Counties", *Journal of Comparative Economics*, 44(2), pp.343~352.

(69) Hausman, W. and John L. Neufeld, 1991, "Property Rights Versus Public Spirit: Ownership and Efficiency of U.S. Electric Utilities Prior to Rate-of-Return Regulation", *Review of Economics and Statistics*, 73(3), pp.414~423.

(70) He, W. and N. A. Kyaw, 2018, "Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs", *Research in International Business and Finance*, 43, pp.48~57.

(71) Huang, X., P. Li and R. Lotspeich, 2010, "Economic Growth and Multi-tasking by State-owned Enterprises: An Analytic Framework and Empirical Study Based on Chinese Provincial Data", *Economic Systems*, 34(2), pp.160~177.

(72) Jaimovich, N. and H.E. Siu, 2009, "The Young, the Old, and the Restless: Demographics and Business Cycle Volatility", *American Economic Review*, 99 (3), pp.804~826.

(73) Klomp, J. and J. de Haan, 2009, "Political Institutions and Economic Volatility", *European Journal of Political Economy*, 25(3), pp.311~326.

(74) Kozarzewski, P. and M. Bałtowski, 2017, "Change in the Ownership Policy Paradigm in Poland: State Control vs. Privatisation", *Acta Oeconomica*, 67(1), pp.1~20.

(75) Kraay, A., 2012, "How Large Is the Government Spending Multiplier? Evidence from World Bank Lending", *The Quarterly Journal of Economics*, 127(2), pp.829~887.

(76) Krugman, P., 2009, "How Did Economists Get It So Wrong?", *The New York Times Magazine*, September 2.

(77) Lin, J.Y.-F., F. Cai and Z. Li, 1998, "Competition, Policy Burdens, and State-owned Enterprise Reform", *American Economic Review*, 88(2), pp.422~427.

(78) Lugauer, S., 2012, "Estimating the Effect of the Age Distribution on Cyclical Output Volatility Across the United States", *Review of Economics and Statistics*, 94(4), pp.896~902.

(79) Megginson, W.L. and J.M. Netter, 2001, "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, 39 (2), pp.321~389.

(80) Millward, R., 2005, *Private and Public Enterprise in Europe: Energy, Telecommunications and Transport, 1830–1990*. Cambridge: Cambridge University Press.

(81) Millward, R., 2011, "Public Enterprise in the Modern Western World: An Historical Analysis", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 82 (4), pp.375~398.

(82) Moller, L.C. and K.M. Wacker, 2017, "Explaining Ethiopia's Growth Acceleration: The Role of Infrastructure and Macroeconomic Policy", *World Development*, 96, pp.198~215.

(83) Musacchio, A. and S. G. Lazzarini, 2014, *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

(84) Nakamura, E. and J. Steinsson, 2014, "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U.S. Regions", *American Economic Review*, 104(3), pp.753~92.

(85) Nakamura, E. and J. Steinsson, 2014, "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U.S. Regions", *American Economic Review*, 104(3): pp.753~92.

(86) Nunn, N. and N. Qian, 2014, "US Food Aid and Civil Conflict", *American Economic Review*, 104(6), pp.1630~1666.

(87) Nurgozhayeva, R., 2017, "State Ownership in Terms of Transition: Curse or Blessing",

Cornell International Law Journal, 50(1), pp.47~76.

(88) Peng, M.W., G.D. Bruton, C.V. Stan and Y-Y. Huang, 2016, "Theories of the (State-owned) Firm", *Asia Pacific Journal of Management*, 33(2), pp.293~317.

(89) Pescatrice, D.R. and J.M. Trapani, 1980, "The Performance and Objectives of Public and Private Utilities Operating in the United States", *Journal of Public Economics*, 13(2), pp.259~276.

(90) Putniņš, T.J., 2015, "Economics of State-Owned Enterprises", *International Journal of Public Administration*, 38(11), pp.815~832.

(91) Ravn, M.O. and H. Uhlig, 2002, "On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations", *Review of Economics and Statistics*, 84(2), pp.371~376.

(92) Reddy, K.S., E. Xie and Y. Huang, 2016, "Cross-border Acquisitions by State-owned and Private Enterprises: A Perspective from Emerging Economies", *Journal of Policy Modeling*, 38(6), pp.1147~1170.

(93) Rodrik, D., 1998, "Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?", *Journal of Political Economy*, 106(5), pp. 997~1032.

(94) Serrato, J.C.S. and P. Wingender, 2016, "Estimating Local Fiscal Multipliers", *NBER Working Paper*, No. 22425.

(95) Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1998, *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*, Cambridge: Harvard University Press.

(96) Snyder, W.W, 1971, "Public Enterprise Investment And Economic Stability: A Six Country Comparison", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 42(1), pp.37~45.

(97) Stein, J. C., 2003, "Agency, Information and Corporate Investment", in G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1, Amsterdam and London: Elsevier/North-Holland.

(98) Stiglitz, J. E., 2009, "Regulation and Failure", in D. Moss and J. Cisternino (Eds.), *New Perspectives on Regulation*, Cambridge, MA: The Tobin Project, Inc..

(99) Szarzec, K. and W. Nowara, 2017, "The Economic Performance of State-owned Enterprises in Central and Eastern Europe", *Post-Communist Economies*, 29(3), pp.375~391.

(100) Thynne, I., 2011, "Ownership as an Instrument of Policy and Understanding in the Public Sphere: Trends and Research Agenda", *Policy Studies*, 32(3), pp.183~197.

(101) Vickers, J. and G. Yarrow, 1988, *Privatization: An Economic Analysis*, Cambridge: MIT Press.

(102) Wacker, K.M., 2017, "Restructuring the SOE Sector in Vietnam", *Journal of Southeast Asian Economies*, 34(2), pp.283~301.

(103) Xie, E., K.S. Reddy and J. Liang, 2017, "Country-specific Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Review and Future Research Directions", *Journal of World Business*, 52(2), pp.127~183.

(104) Xu, X.-M. and Y.-Y. Yan, 2014, "Does Government Investment Crowd Out Private Investment in China?", *Journal of Economic Policy Reform*, 17(1), 1~12.