

国家社会科学基金资助期刊

总第586期 第51卷

经济研究

ECONOMIC RESEARCH JOURNAL

胡家勇：试论社会主义市场经济理论的创新和发展

吕冰洋等：分税与税率：从政府到企业

钟宁桦等：我国企业债务的结构性问题

李楠

管治方式转变与经济发展

林友宏：

——基于清代西南地区“改土归流”历史经验的考察



2016

7

目 录

创刊时间:	
1955年4月	
封面题字:	
郭沫若	
主管单位:	试论社会主义市场经济理论的创新和发展
中国社会科学院 胡家勇(4)
主办单位:	分税与税率:从政府到企业
中国社会科学院经济研究所 吕冰洋 马光荣 毛捷(13)
主编:	结构性货币政策、产业结构升级与经济稳定
裴长洪 彭俞超 方意(29)
编辑者:	环境规制、要素投入结构与工业行业转型升级
经济研究编辑部 董健 刘伟 薛景(43)
值班编辑:	开发区生产率优势的来源:集聚效应还是选择效应?
玉利娜 王永进 张国峰(58)
出版者:	要素市场扭曲与创新效率
经济研究杂志社	——对中国高技术产业发展的经验分析
地址: 戴魁早 刘友金(72)
北京阜外月坛北小街2号	扭曲、企业家精神与中国经济增长
邮政编码: 胡永刚 石崇(87)
100836	我国企业债务的结构性问题
电话: 钟宁桦 刘志阔 何嘉鑫 苏楚林(102)
(010)68034153	地区执法水平对中国区域金融发展的影响
传真: 罗煜 何青 薛畅(118)
(010)68034985	
网址:	
www.erj.cn	
www.cesgw.cn	
电子信箱:	
erj@cass.org.cn	
定价:	
45.00元	

我国企业债务的结构性问题*

钟宁桦 刘志阔 何嘉鑫 苏楚林

内容提要: 我国经济应该去杠杆还是加杠杆? 基于 1998—2013 年间近 400 万个我国规模以上工业企业负债率的分析, 本文提供三方面的证据以初步回答这一问题。首先, 我们发现: 在这 16 年内, 样本企业呈现出了显著的、整体性的去杠杆趋势, 平均负债率从 1998 年的 65% 持续下降到 2013 年的 51%; 与此同时, 显著加杠杆的是数千家大型、国有、上市的企业。第二, 样本企业的一些重要特征发生了显著变化, 包括经营性风险上升、有形资产比例下降以及盈利能力提高, 这些变化都和负债率的整体下降是一致的。我们进一步发现, 私营企业的企业特征与其负债率之间的关系与西方企业高度一致; 然而企业层面的因素却不能解释国有企业的负债率。第三, 一方面, 资金配置对于国有企业的偏向性越来越强; 另一方面, 负利润的“僵尸”企业更容易得到贷款的现象在 2008 年之前可能就存在了, 而 2008 年之后更加显著。

关键词: 去杠杆 非金融企业负债 资本结构 规模以上工业企业数据

一、引言

据中国社会科学院的测算, 截至 2015 年底, 我国债务总额达到了 168 万亿元, 债务总量与 GDP 的比值达到 249%。^① 近期, 有关中国经济应该去杠杆还是加杠杆的讨论成了全球热点。不过, 对于中国这类结构性问题突出的经济体而言, 任何大一统的结论都可能都是有偏的、且统一的政策措施可能会是低效的。在去杠杆这个问题上, 简单地讨论我国的整体杠杆率过高或者过低难有定论, 因为从两方面都能够找出论据。与其泛泛讨论中国经济的“最优杠杆率”, 不如首先去弄清一些基本事实, 比如: 分部门、分行业、分地区、分企业所有制、分时期, 杠杆率到底高在哪里?

近期不少报告指出: 分部门(企业、居民、政府)来看, 我国非金融企业的负债是最高的; 并且是在 2008 年之后迅速上升的。2004—2008 年间, 这类债务占我国 GDP 的比重不到 100%。2010 年达到 105.4%, 超过所有其他主要国家(李扬等, 2012); 后续几年继续飙升, 2015 年 6 月达到 163%。^② 根据 Standard & Poor's (2014), 至 2013 年底, 我国非金融企业债务总量为 14.2 万亿美元, 已超过美国同类债务的总量(13.1 万亿美元); 他们进一步预测, 至 2018 年底, 我国企业债务将占到全球企业债务总量的 1/3 以上。

* 钟宁桦, 同济大学经济与管理学院, 邮政编码: 200092, 电子信箱: zhongninghua@yeah.net; 刘志阔(通讯作者), 上海财经大学中国公共财政研究院和公共经济与管理学院, 邮政编码: 200433, 电子信箱: lzhuo@163.com; 何嘉鑫, 清华大学经济与管理学院, 邮政编码: 100084; 苏楚林, 中山大学岭南学院, 邮政编码: 510275。作者感谢国家社科基金项目(13&ZD015, 14ZDB120, 15ZDA027)、国家自然科学基金项目(71402123, 71503159)、上海市浦江人才计划项目(14PJJC104)、上海市教育委员会“晨光计划”(15CG39)、同济大学“中央高校基本科研业务费”(1200219331)和上海财经大学“创新团队支持计划”的资助。感谢上海交通大学中国发展研究院的支持, 感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

① 《非金融企业部门债务问题最为严重》, <http://finance.sina.com.cn/roll/2016-06-15/doc-ixftfmp2071493.shtml> 《中国债务问题如何收场?》, <http://www.ftchinese.com/story/001067266?full=y>。

② 参见黄益平《破解中国高杠杆陷阱》, 财新网, 2016 年 3 月 14 日。

发展中国家在高速发展的过程中通常都会伴随着企业部门负债的上升,就这点而言,中国并不是一个特例。因此,我们需要更仔细的分析,以回答一个问题:我国非金融企业杠杆率的上升是否有经济基本面的支持?尤其是考虑到,在过去十几年中,随着我国快速的市场化进程,我国企业的一些主要特征发生了显著变化。比如,企业的盈利能力有了显著的提升(见图14)。一个企业的盈利水平提高,在外部借更多的钱是合理的,因为它预期未来的现金流能够偿还更多的债务。^①类似地,过去十几年,以大型国企为主的一部分企业经历了快速的资本深化过程;通俗地说,就是它们的固定资产更多了。这些企业在外部借更多的钱也是合理的,因为它们的抵押物多了,若它们还不出钱,可以卖掉固定资产。诸如此类的杠杆率的提高是有经济基本面的支持的。

反之,各界普遍担心的杠杆率的上升是没有经济基本面支持的。比如,近期很多讨论都提到了国有“僵尸”企业,这些企业的盈利水平很低甚至一直是负的,但却能够持续地从银行体系得到贷款。与此同时,大量盈利水平高得多的私营企业却借不到钱。这些现象就引致了对于资金供给方是如何配置资金的巨大疑问,尤其是银行体系。“僵尸贷款”一词源于一篇研究日本上世纪90年代初股市楼市泡沫破灭后银行贷款行为的文献(Caballero et al., 2008)。该文章发现,日本的银行业持续给亏损的企业贷款。这种“持续开绿灯”(evergreening)的反常现象一方面是由日本的主银行制度导致的,在困难时期一个集团的主银行需优先给集团内部的子公司提供贷款;另一方面和当时日本参与了巴塞尔协议有关,日本的银行为了保持一定的核心资本充足率,就不断给亏损企业续贷,以免将之前的贷款记为坏账。

那么,我国的银行倾向于借钱给国有企业,甚至包括低效的国有企业,背后的原因又是什么呢?我们认为,可能有以下几方面。首先,正如前述,国有企业通常有着更多的厂房和设备,可以用作抵押物;出于这种动机的银行放贷是符合利润原则的,也是有基本面支持的。第二,因为国有企业有着政府的“背书”或者“担保”,如果它们还不出贷款,则政府会偿还;放贷若是由于这个原因,则个体银行是理性的,但是贷款却可能没有企业的经济基本面的支持。第三,出于国有银行的“政策性”责任,如国有银行需要全力支持、配合重大经济政策的执行。这类的放贷往往是不符合银行利润最大化原则的,也往往缺乏基本面的支持。现实中,银行的放贷行为可能会同时出于上述原因中的多种。因此,虽然能够罗列出这几种可能性,但是实证上要检验、确定银行放贷的具体动机,区分哪些贷款符合效率原则,哪些是资源的错误配置和效率的损失,是非常困难的问题。

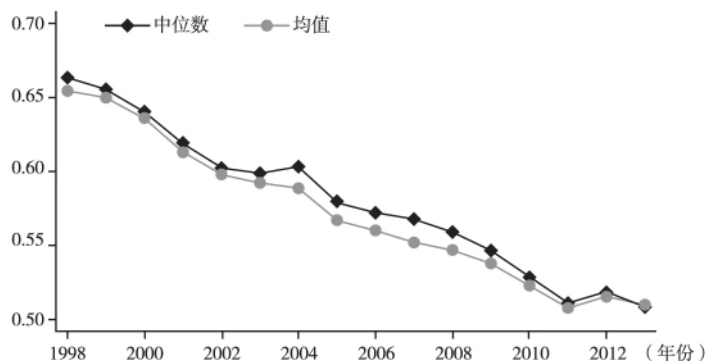


图1 我国企业的负债率(1998—2013年)

非上市公司获得外部资金的情况又如何呢?

基于1998—2013年间我国所有规模以上工业企业的数据,本文考察我国企业杠杆率的变

对于上述三个问题,陈述不少,但看到的证据很有限。大部分研究或是考察宏观层面的数据,如全社会融资总量;或是考察上市公司的数据(Zhang et al., 2015)。宏观层面的数据不能回答上述微观异质性的问题,更难用来探究微观的机制。而上市公司是我国几十万规模以上企业中外部融资约束最小的那一小部分企业,那么,占企业整体中的大部分的

^① 另一方面,盈利水平高的企业因为自身能够产生足够的现金流,因此往往对于外部资金的依赖更低。

化,并初步回答上述这些问题。沿着提出问题的步骤,我们首先试图弄清楚一些基本事实。为此,我们分析了这套数据中近400万个企业样本的平均负债率(即负债总计/总资产)。从图1可知,平均负债率从1998年的65%持续下降到2013年的51%,即15年间下降了14%,平均每年下降近1%。进一步,在图2和图3中,我们按不同的期限把债权做了区分:平均短期负债率(短期负债/总资产)从1998年的55%下降至2013年的47%;平均长期负债率(长期负债/总资产)从1998年的11%降至2013年的6%。也就是说,对于总负债的下降而言,短期负债率贡献了更多;而考虑到长期负债的初始水平很低,它下降的幅度要更大。此外,长期负债的平均数和75%分位数在2008年后都略有上升,但中位数一直为0,说明一半以上的样本企业始终无法得到任何长期负债。

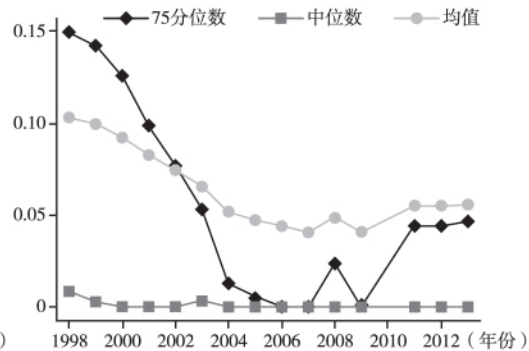
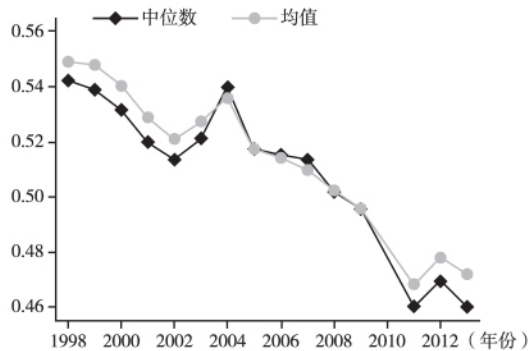


图2 我国企业的短期负债率(1998—2013年)

图3 我国企业的长期负债率(1998—2013年)

本文的第二部分探讨“哪些企业的负债率高了,哪些低了?”我们对全样本按不同的口径进行分类,并给出详细的统计描述。经过反复考察,确定了以下六个事实:

事实1:在样本中连续存在时间越长的企业,负债率下降的幅度越小。

事实2:大企业的负债率小幅下降,而中小企业的负债率显著下降。

事实3:重工业企业负债率的下降幅度一般比轻工业企业小很多;公用事业企业的平均负债率呈上升趋势。

事实4:东北和中部地区企业的平均负债率下降的幅度最大,超过20%;东部发达地区企业的平均负债率相当稳定。

事实5:国有企业的平均负债率始终高于私营企业,私营企业基本高于外资企业。在各类企业中,国有企业平均负债率的下降幅度最大。然而,存续时间长的国有企业的平均负债率是稳定的并且在2009年之后上升。

事实6:在主板上市的制造业企业的平均负债率不断上升;2009年后超过非上市公司。

这些事实虽然是简单的统计描述,不过,对于讨论我国的杠杆率却可能提供了重要的事实基础,也纠正了一些现有的“主流”观点。其一,近几年,大量机构的报告都聚焦于2008年金融危机后我国负债率“屡创新高”,并给人一种“中国企业的负债率普遍都在上升”的错觉。其实,负债率的上升主要是由占有企业总数很小的一部分的企业所导致的,主要是大型、国有、上市公司。比如,宝钢的年报显示,其总负债2006年为783亿元,2015年则超过了1100亿元;根据《新京报》的报道,至2015年年底,山西七大煤企债务总规模超过1.1万亿元。^①根据笔者的计算,2015年上市公司中负债最多的50个企业的总负债高达11万亿元,负债最多的300个企业的总负债达到16万

^① 《山西七大煤企负债1.1万亿,靠政府补助发工资》, <http://news.163.com/16/0517/04/BN87C64V0001124J.html#fr=email>。

亿元。而2013年,在本文所使用的工业企业数据库中,总共有35万家企业,所有企业的负债总额为49.1万亿元,其中负债最多的500个企业的负债总额就超过1/4(为13.5万亿元),负债最多的2000个企业的总负债额接近一半(为23.5万亿元)。与此同时,本文的分析强调:1998—2013年间,我国大部分非上市工业企业的负债率都在不断下降。一直到最近,这16年间所呈现出来的显著的、整体性的“去杠杆”趋势在各类报告中几乎是被完全忽略的。第二点值得特别关注的是:在获得贷款方面,国有企业内部出现了分化。国有企业作为一个整体的平均负债率在显著下降;而一小部分国有企业的负债率显著上升,它们包括连续存在的国有企业、公用事业领域的企业和上市的国有企业,这些都是比较稳定的、大型的国有企业。从这个结果来说,这十几年中实施的国有企业改革似乎打破了中小国有企业的预算软约束,然而大型国有企业依然很容易得到资金;这可能是“抓大放小”政策的结果。

在确立了基本事实之后,文章的第三部分试图回答“负债率的变化是否有经济基本面的支持?”的问题。为此,我们借鉴资本结构文献,首先考察决定企业债权融资的六个重要的企业特征的变化。我们发现,我国企业在1998—2013年这段时期,平均规模不断变大、经营性风险不断上升、有形资产(主要包括固定资产和存货)的比例不断下降,并且盈利能力不断提高。这些变化都是我国经济整体朝着市场化方向的转型在微观层面的反映——在国内、国外的产品市场上遭遇的竞争越来越激烈,所以经营风险越来越大,而同时存留下来的企业的盈利能力越来越强、规模也越来越大;此外,市场竞争也迫使企业采用更加符合比较优势的方式来生产,因此我国企业不断向着劳动密集型、轻资产化的方向转型,这一变化显著地体现在有形资产占比的不断下降上。

我们随后借鉴标准回归模型考察这些变量前一期的值与当期负债率之间的关系。我们发现,在私营企业的样本中,回归结果和文献中的结果高度一致,并且企业特征的变化与负债率的变化一致。比如:(1)企业经营性风险与企业的负债率负相关,因而经营风险的上升可能导致了负债率的下降;(2)有形资产是债权融资的抵押品,与企业的负债率正相关,因而有形资产比例的下降可能导致负债率的下降;(3)企业的平均利润率与负债率负相关,即内部现金和外部融资是替代关系,因此利润水平的上升可能也是负债率降低的原因。然而,在国有企业的样本中,除了利润率外,其他一些重要的企业特征变量都不显著;这就是说,不能以企业特征的变化来解释国有企业负债率的变化。由此得到初步的结论是:私营企业的融资决策符合市场化的原则,而国有企业的融资决策有更多非市场化的因素存在,即缺乏经济基本面的支持。值得一提的是,这一初步结论也与2008年危机后出现的另一现象一致,即国有企业大量参与影子银行,无论是以委托贷款还是应收账款的形式——说明这些企业自身并没有很好的投资机会,却从金融体系中以较低的成本借了大量的钱,之后又转手借出(比如给私营部门),从中获得利差。这也从侧面证明,这些国企的负债率过高了。

接下来一个自然的问题是,这些企业过高的负债是怎么形成的呢?样本企业大部分是非上市公司,它们负债融资的最主要来源是银行贷款。那么,为什么银行会大量借钱给这些低效的国有企业呢?为此,在探讨了企业(需求面)的因素与负债率之间的关系后,我们试图再考察供给面的影响,初步回答“我国银行业提供的贷款是否符合利润原则?”的问题。然而,正如之前所述,要将资金的需求面和供给面区分开来,或者说清楚“是企业自己不需要借钱,还是想借钱而借不到?”在现有的数据下是非常困难的。因为需求和供给是同时作用的,而我们只能看到“均衡”的结果。为此,本文使用两种计量策略来给出初步的回答。

首先,我们在充分控制了每一年的企业特征、每一年地区和行业层面的影响后,估计企业的国有属性对企业负债率的年度影响。我们发现,相比私营企业,国有属性所对应的获得贷款上的优势越来越大。2009年后,仅仅因为一个企业是国有的,它的负债率就要比私营企业平均高6%;到

2013年更是达到8%左右。这说明我国银行体系配置信贷的倾斜性和偏向性越来越强。

其次,我们以地级市层面的贷款余额来度量一个地区外生的资金供给状况,并考察其在2008年前后,与不同所有制企业的负债率之间的关系。最主要的发现是:2008年前,地级市的贷款越多,该地区所有企业的负债率都显著提高,但是利润率为负的国有企业的负债率更高,即给国有“僵尸企业”贷款的现象可能已经存在了;而这一关系在2008年后进一步显著增强。这些发现说明,我国银行在给国有企业提供贷款时,并不是完全遵循利润原则的,而是由政府隐形担保或者由银行的政策性负担(林毅夫和李永军,2001)所驱使的。这一结果也支持本文开头所阐述的观点:当央行实行宽松的货币政策时,我国金融体系的传导是有偏的——资金并没有都流向健康的、需要资金的企业,反而增加了对低效企业的资金供给,加剧资源的误配和日后不良贷款的隐患。事实上,从2013年下半年开始,我国商业银行不良资产率持续上升。这也从侧面说明,在配合四万亿刺激经济计划中,银行体系配置信贷资源不完全符合利润原则。

本文和已有的对于我国企业资本结构的研究有显著的差异。已有大部分研究将文献中对资本结构理论所做的实证检验直接应用于中国企业,考察“融资优序理论”和“权衡理论”等主流资本结构理论对于我国企业负债率的解释力。^①比如,Chen(2004)发现,我国上市公司的资本结构并不符合经典的“融资优序理论”;它们的融资次序是:留存收益、股权融资、债权融资。Chen & Strange(2005)发现,与“权衡理论”的预期不同,我国的上市公司并未显示出一个稳定的“最优负债率”。Newman et al.(2012)考察了1539个浙江省的私营中小企业,发现企业规模和负债率正相关、企业利润率与负债率负相关,这和“融资优序”理论的预期是一致的;然而,固定资产的比例与负债率之间的关系不显著。另一些文献重在检验决定发达国家中企业资本结构的主要因素是否同样可以解释我国上市公司的资本结构。比如,Huang & Song(2006)发现,我国上市公司的负债率与企业规模、固定资产比例、利润率、非债务税盾和成长性之间的相关性基本与发达国家的实证发现一致;比较大的一点区别是,我国上市公司的长期负债比例很低。Bhabra et al.(2008)专门考察了上市公司的长期负债率,发现该比率与企业的规模和有形资产的比重正相关,而与利润率以及成长性负相关。肖泽忠和邹宏(2008)发现,发达国家企业负债率的几个重要决定因素在中国上市公司中同样重要,但背后的作用机制可能不同,尤其是,盈利能力与负债率之间的负相关性是因为我国盈利的公司更容易通过发行股票来筹集资金。

与上述这些研究相比,Li et al.(2009)考虑了更多我国独特的制度性因素,也是与本文最为接近的一篇文章。他们考察的样本是2000—2003年工业企业库中企业的资本结构。他们发现,国有和私营企业比外资企业的负债率更高。其次,他们考察地区因素对于企业负债率的影响,并发现在法制环境和银行体系更发达的地区,企业的总负债率更低。

从本质上说,已有文献关注的都是“截面”上的差异。与它们不同的是,本文着重考察的是“时间序列”上的变化——在我国整体经济结构转型的大背景下理解企业负债率的显著变化:在1998—2013年这段并不长的样本期间,我国企业的负债率和特征都发生了极其显著的变化。这种现象只会在中国这样高速转型的国家中出现。在成熟经济体中,无论是企业的融资还是主要特征都要稳定得多,因此有关企业资本结构的研究自然就更多关注截面上的差异。

此外,本文和资本结构的研究相关。国内外有不少文章对于这类文献做了整体的回顾和反思

^① “权衡理论”(trade-off theory)认为,企业使用债权融资可以获得税收抵减等收益,但也带来了破产风险的提高等成本,企业在成本和收益间做出权衡,从而得到一个“最优负债率”。另一种解释负债率的主要理论是“优序融资理论”(pecking order theory)。它认为,企业的融资选择主要是由融资成本决定的,而信息不对称以及相关的交易费用使得各种融资方式按成本从小到大排序一定满足这种顺序:内部资金、外部债权融资,以及外部股权融资;企业只有用尽了一种融资方式之后才可能按次序去使用下一种方式来融资。

(朱武祥等 2014; Graham & Leary, 2011) 限于篇幅本文仅引用其中最相关的文献。本文不是检验或者发展西方的资本结构理论,而是意在对我国当下“是否要去杠杆”以及“如何去杠杆”提供有价值的分析和建议。对于这个问题,本文的研究还是比较初步的。不过,我们的结果说明,完整的回答应该至少包括两个部分。首先,以私营企业为主的一部分企业,其融资决策整体上是符合市场化的原则;对于这些企业而言,应该保证充足的资金供给,让有基本面支持的企业能够借到钱。第二,以国有企业为主的另一部分企业,其负债的决定因素中存在大量“非市场化”因素;要尽快停止给低效的国有企业持续输血,让新增的贷款配置到最有效率的企业中去;同时,用出售国有企业“存量”资产的方式来偿还“存量”负债。此外,高杠杆是一个结构性问题——大量负债集中在少数企业上。对于这样的问题,大一统的货币政策,无论是紧缩的还是宽松的,都可能会是低效的,甚至会加剧已有错配的严重程度。有效的政策必须逐步纠正现有金融中介、尤其是银行体系配置资金的低效,并削弱非市场化的力量。在当前我国整体经济结构转型的大背景下,增量资金的配置效率事关我国未来中长期经济增长的潜力。

二、不同企业的负债率变化

(一) 数据

本文使用的企业层面数据来自于1998—2013年工业企业数据库(其中2010年的数据缺失),原始数据的总观测值个数为3911364个。我们首先检查基本会计恒等式,要求[总负债+所有者权益-总资产]的绝对值小于总资产的1%,删除不满足这个式子的观测值82783个。然后检查总负债恒等式,^①要求[总负债-短期负债-长期负债]的绝对值小于总资产的1%,删掉不满足这个式子的观测值203920个。再删除掉流动负债大于总负债的观测值4774个;删除长期负债大于总负债观测值3314个;删掉主营业务收入小于0的30个观测值。再删掉缺失回归变量的观测值82197个。最后得到的样本总观测值数为2325703个。此外,本文的一些分析还使用了1998—2013年上市公司的数据。这些数据来自于国泰安数据库,我们删除了非工业行业样本,并剔除了中小板和创业板公司,最后得到的总观测值数为20306个。我们对每一个企业层面的变量都做了1%和99%的缩尾(winsorize)处理。

(二) 分组统计描述:六组事实

我们以统计描述的方式给出六组有关中国企业负债率变化的事实。这些事实是试图回答“去杠杆还是加杠杆”这一问题的基础。

事实1:在样本中连续存在时间越长的企业,负债率下降的幅度越小。

事实1是按企业在数据库中连续存在的年份对全样本进行分组考察而得到的结论。我们将企业分成了四组,分别表示:企业连续存在了3、7、11和15年以上。图4描绘了分样本平均负债率的变化。可以看到:连续存在3年以上的企业组在1998年的平均负债率是67%,至2008年降到48%,下降了19%;而连续存在了15年以上的企业组的平均负债率在这段时期内从58%下降到了54%,仅下降了4%。

事实2:大企业的负债率小幅下降,中小企业的负债率显著下降。

事实2是按企业的规模来对全样本进行分组考察而得出的结论。大企业与中小企业的划分按照2003年国家经贸委、国家计委、财政部、国家统计局研究制订的《中小企业标准暂行规定》,将从业人员2000人以下、营业收入在3亿元以下、资产规模在4亿元以下的样本划为中小企业,否则为大企业。图5显示,大企业1998年的平均负债率约为61%,中小企业为65%;到2013年

^① 在2008年、2011—2013年的数据中,短期负债和长期负债数据缺失较多,对于负债恒等式只考虑非缺失样本。

时,大企业的平均负债率降至 57%,而中小企业下降至 51%。即中小企业的负债率有明显的下降趋势。

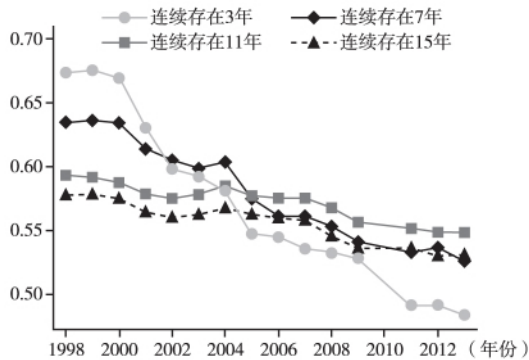


图4 负债率—按企业连续存在年限分组

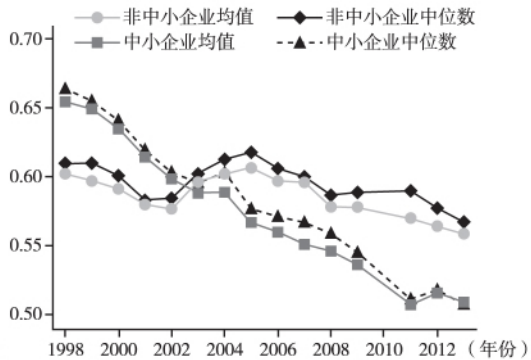


图5 负债率—按企业规模分组

事实3: 重工业企业负债率的下降幅度要比轻工业企业小很多; 公用事业企业的平均负债率呈上升趋势。

事实3是按企业所在的行业对全样本进行分组考察而得出的结论。我们按国民经济行业分类标准的二级行业将所有样本企业分成了39组。由于组数很多,不能一一汇报统计描述的结果。整体上,我们观察到重工业企业的平均负债率下降的幅度要小很多。图6汇报了几个典型行业的平均负债率。其中,农副食品加工业从1998年的近72%骤降到2008年的47%。而属于重工业的煤炭开采和洗选业的负债率从61%降至2009年的49%,随后又上升至2013年的58%。此外,公用事业企业,包括电力、热力、燃气、水的生产和供应类企业的平均负债率都有一个显著上升的趋势。图6显示,水的生产和供应企业的平均负债率从40%上升至55%。

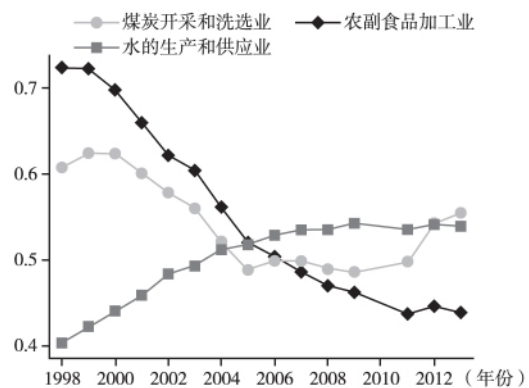


图6 负债率—三个典型行业

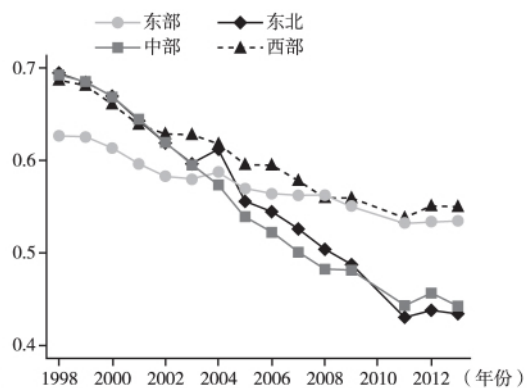


图7 负债率—按企业所在地区分组

事实4: 东北和中部地区企业的平均负债率下降的幅度最大; 东部发达地区企业的平均负债率很稳定并稍有上升。

事实4是按企业所处省份分组考察得出的结论。图7显示,东北、中部和西部地区的平均负债率在1998年时非常接近,都在69%左右。然而,到2013年,东北和中部地区的负债率大幅度下降至45%左右,下降了24%;西部地区下降了14%至55%左右。东部地区的平均负债率的下降幅度最小,从1998年的63%下降至55%。我们随后对每个省的平均负债率都做了考察,图8显示,北京的平均负债率非常稳定,上海和天津的平均负债率小幅下降,而沿海的广东和浙江两省的平均负债率稳中有小幅上升;西藏是所有省份中唯一的一个平均负债率显著上升的。

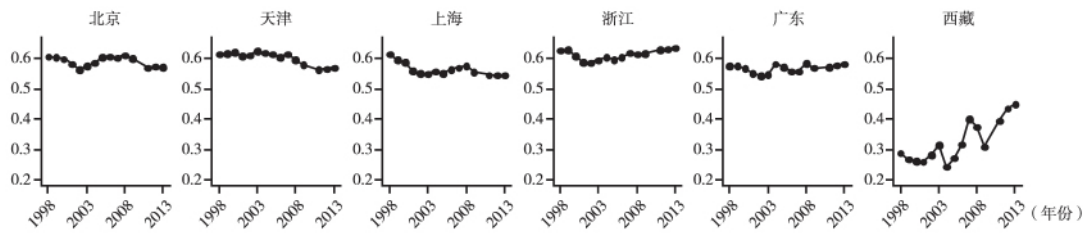


图8 负债率—几个特殊的省份

事实5: 国有企业的平均负债率始终高于私企 私企基本高于外资企业。国有企业平均负债率的下降幅度最大。然而, 存续时间长的国企的平均负债率是稳定并且上升的。

事实5 按企业的登记注册类型对全样本做分组, ①然后考察每个所有制的平均负债率。图9显示, 国有企业组的平均负债率从1998年的73%下降到2013年的62%; 私营企业组从58%下降到50%, 外资企业组从55%下降到50%。国企的平均负债率始终显著高于私营, 而私营基本高于外资。②此外, 值得注意的是: 私营企业越来越难借到钱, 这个趋势似乎从2004年就开始了, 而不是从2008年金融危机后才开始的。③

图9还显示, 1999—2013年间, 国有企业的负债率的下降幅度最大。然而, 关于企业的所有制和资本结构之间的关联, 更有趣的结果是在图10中。图10是对连续存在15年以上的企业做的, 国有组从1998年的59%上升到2013年的62%; 而其他所有制企业组的负债率都是下降的。

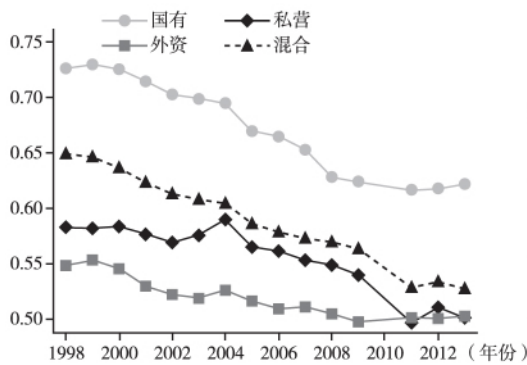


图9 负债率—按企业所有制分组

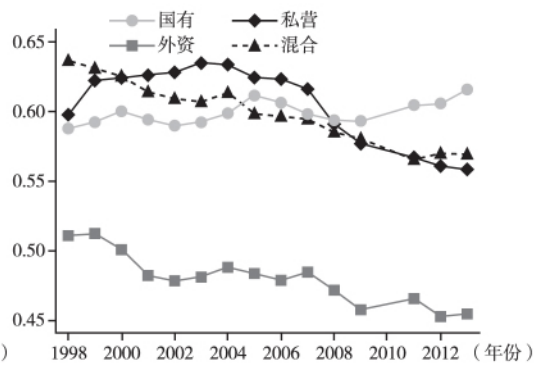


图10 负债率—连续存在15年样本且按所有制分组

事实6: 在主板上市的制造业企业的平均负债率不断上升; 2009年之后超过非上市公司。

事实6 加入了我国在主板上市的制造业公司。图11显示, 这些企业在1998年的平均负债率是39%, 处在较低的水平。这点不难理解, 上市公司通过股权融资方式筹集到大量的资金, 因此其债权融资的比例通常更低。④然而, 图11更重要的一个发现是, 上市公司的平均负债率在以一个

① 国有组包括国有企业、国有联营企业、国有与集体联营企业和国有独资公司。私营组包括私营独资企业、私营合伙企业、私营有限公司和私营股份有限公司。外资组包括合资经营企业、合作经营企业、港澳台独资企业和港澳台商投资股份有限公司(港澳台商投资比例超过25%)和中外合作经营企业、中外合资经营企业、外资独资企业和外商投资股份有限公司(其中, 外商投资比例超过25%)。混合组包括集体企业、股份有限公司(内资)和其他企业。

② 关于这个结果, Li et al. (2009) 基于2000—2003年工业普查库的数据做了非常仔细的讨论。

③ 当然, 金融危机显著影响了私营企业的出口, 使其盈利能力下降, 从而增强了它们对于外部资金的需求。这使得私营企业的外部融资约束问题更突出了。

④ Huang & Song(2006) 将我国上市公司的负债率与其他国家比较, 他们发现, 我国上市公司的总负债率和长期负债率明显偏低, 而股权融资的比例明显高; 他们认为其中的原因之一是当时我国上市公司的高估值。与之相关, 有些文献(Chen 2004) 提出我国上市公司融资的一个特征是股权融资优先于债券融资。

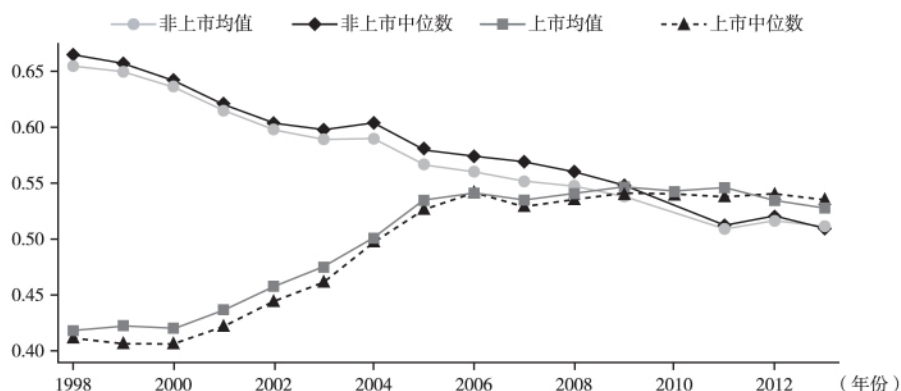


图 11 负债率—上市公司与非上市公司

很快的速度上升;在 2009 年达到 55% 和非上市公司的平均负债率相等 2009 年后超过了非上市公司。^①

三、负债率的变化是否有经济基本面的支持?

(一) 企业重要特征的变化

在描述了我国企业负债率的异质性变化之后,我们接下来试图考察这些变化是否是由于企业特征的变化所导致的。为此,重点考察资本结构文献中通常检验的四个企业因素(Rajan & Zingales, 1995; Frank & Goyal, 2003),包括:经营性风险(利润波动性)、有形资产占比、盈利能力和企业规模。此外,参照之前对于我国企业资本结构的研究(肖泽忠和邹宏, 2008; Wu & Yue, 2009),我们还考察税率以及非债务税盾。这六个方面在 1998—2013 年间的变化报告在图 13—图 16 中。

需要说明的是:(1) 我们的意图是要回答“企业特征的变化是否是导致负债率变化的原因”。为此,我们更依赖于固定效应回归分析的结果,而不是描述性分析。不过,要严格地论证各个企业因素与负债率之间的因果关系,需要借助一些外生性的冲击以及细致的计量设定。从这点上来说,本文提供的证据主要是相关性,因此是比较初步的。(2) 两种主流的资本结构理论,即权衡理论和融资优序理论,对于这些变量与负债率之间的关系有着不同的预测。在此我们不详细复述,感兴趣的读者可以参考肖泽忠和邹宏(2008)表 1 里的总结。(3) 给定一个变量与负债率之间或正或负的关系,基于不同的理论可以给出不同的解释。为了避免对不同理论的细节性的讨论,在下面的分析中,对于每一个变量,我们只给出一种我们认为最直观的解释。(4) 分析这些企业特征的变化,其本身对于理解我国的整体经济结构转型是非常重要的。然而,本文的关注点是,初步讨论这些特征在时间序列上的变化是否和负债率的变化一致。而对于造成这些特征变化的背后原因,只是提出一些猜测,不能视为严谨的分析和结论。

1. 经营性风险

首先考察企业经营性风险的变化,以企业在过去三年中的 ROA 的标准差来度量。图 12 显示,我国企业利润的波动性整体上在不断增大;2008 年金融危机后进一步飙升,而后稍有下降。经营性风险的整体增大,一方面是因为国内产品市场的竞争趋于白热化,另一方面可能是由于企业更多地参与到国际市场的竞争中。竞争的激烈使得单个企业越来越难以控制市场并保持稳定的利润率。利润的波动增强了未来现金流的不确定性,进而降低了企业获得外部资金的概率。因此,经营

^① 我国上市公司的负债率在这段时期内的上升被一些文献提及,比如 Huang & Song(2006)给出的解释是债券市场的发展,不过他们以及其他文献并未就此现象做深入的分析。

性风险的上升可能是导致负债率整体下降的一个原因。

进一步,图12还显示,存续时间越短的企业组经营性风险上升的幅度越大。比如,连续存在3年以上的企业组的经营性风险从2000年4.9%上升到2011年10%以上;而连续存在11年以上企业组的经营性风险的变化幅度就要小很多。一个企业连续存在的时间越短,退出样本的概率越大,说明该企业有着较大的破产风险和违约概率,这也降低了企业获得外部融资的概率。因此,图12与图4所观察到的事实1一致,即存续时间越短的企业组负债率下降的幅度越大。

2. 有形资产占比

图13显示企业的有形资产(即固定资产净值与存货净值的总和)占总资产的比例在不断下降。从1998年的63%下降到2013年的48%左右,下降了15%;其中,固定资产占总资产的比例下降了约9%;存货比例从20%下降到14%,下降了6%。企业固定资产比例的下降是经济转型的一个重要表现,说明企业的生产方式朝着更符合比较优势的方向转变——从计划经济体制下违背比较优势的资本密集型方式(林毅夫,2002)转向劳动密集型。而存货下降的原因比较复杂,可能是因为物流的改善,也可能是由于企业预期未来需求会下降。

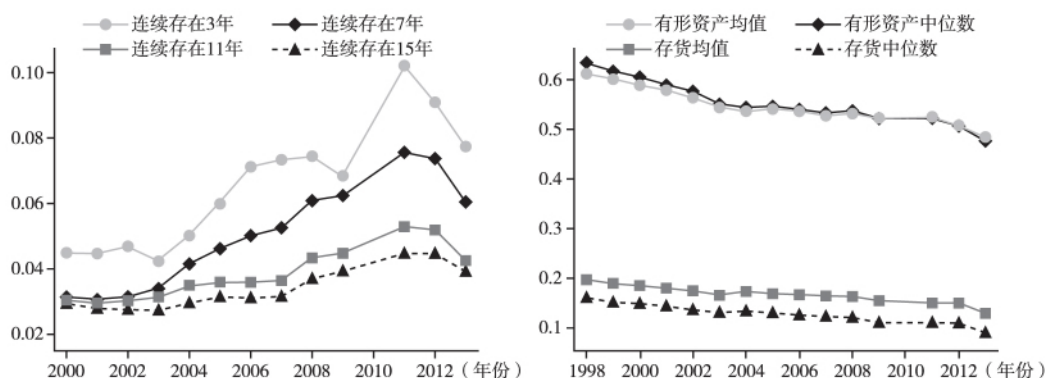


图12 经营性风险—按企业连续存在年限分组

图13 我国企业的有形资产占比

无论是固定资产还是存货都可以作为债权融资的抵押物,因此有形资产的规模是决定一个企业借债能力的重要因素。有形资产的比例越高,企业-银行之间信息不对称的程度越低,而企业的借债能力越强,就越容易获得债权融资。因此,我国企业在1998—2013年间有形资产比例的显著下降,尤其是固定资产比例的下降(或“轻资产化”的趋势),很可能是导致负债率整体下降的一个重要原因。^①

3. 利润率

图14描绘了分所有制、四个企业组的销售利润率(利润总额/主营业务收入)。各类企业的利润率整体持续上升,至2011年达到一个局部顶点,之后开始小幅下降。分所有制来看:国有企业的平均利润率从1998年的-1%上升至2011年的3%以上;而私营企业的平均利润率始终是四类企业中最高的,从1998年的不到3%上升至2011年的6%以上。

利润率水平的提高意味着企业的内部资金更多了,这降低了企业对于外部融资的需求。因此,企业的平均利润率的不断上升可能是整体负债率下降的一个原因。进一步,在四组企业中,国有企业利润水平的上升最为显著,这和图9所观察到的国有企业的负债率下降幅度最大是一致的。

^① 有形资产的变化也能解释图6中观察到的事实3,即典型的重工业企业负债率的下降幅度低于典型的轻工业企业;这可能是因为重工业企业的固定资产比例下降幅度较小。此外,图3显示,长期负债率下降的幅度更大。相比短期负债,长期负债对抵押物的要求更高。Bhabra et al. (2008)考察了不同行业的上市公司的资本结构,他们发现,诸如制造业和公用事业等资本密集型企业使用更多的长期负债。因此,有形资产的下降也可能是个重要的原因。

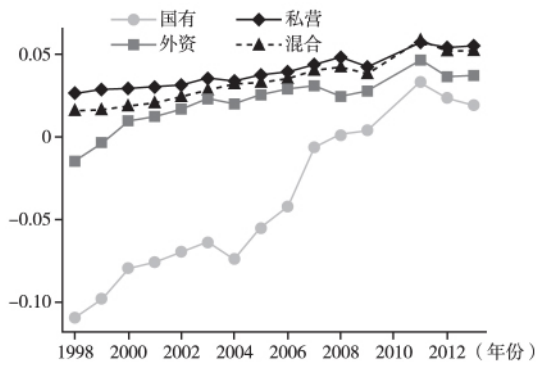


图 14 销售利润率—按企业所有制分组

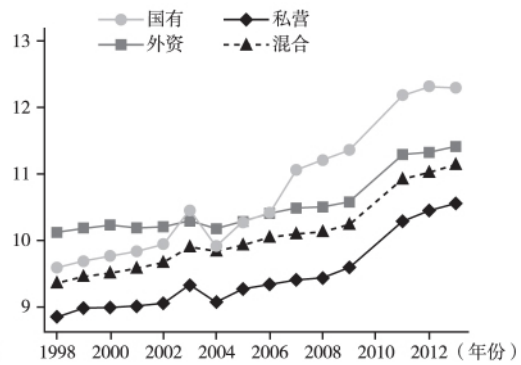


图 15 企业规模—按企业所有制分组

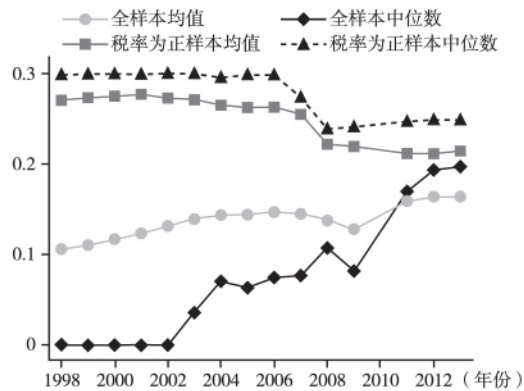


图 16 我国企业的应缴所得税税率

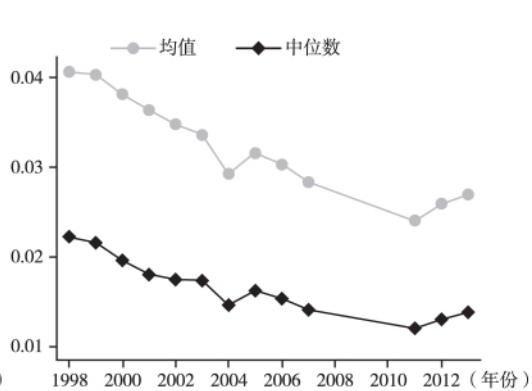


图 17 我国企业的非债务税盾

4. 规模

图 15 描绘了分所有制、四个企业组的规模，规模以总资产的自然对数来度量。它显示，我国企业的规模整体上都在变大。尤其是国有企业，从 1998 年到 2013 年间，平均规模扩大了近 20 倍。通常越大的企业破产概率越低，而负债率越高。因此，规模的变化似乎不能解释我国企业整体性的负债率下降。

5. 税率

文献认为，税率是决定企业资本结构的一个非常重要的因素。Wu & Yue (2009) 考察我国的上市公司，也发现税收的变化会导致负债率的变化。企业使用债权的方式融资需要支付利息，利息的支出降低了税前利润，从而降低了所得税。因此，债权融资可以抵消一部分的税收，即起到税盾的作用。税盾是权衡理论所描述的企业负债的主要收益。

图 16 描绘了我国企业的所得税税率(应缴所得税/利润总额)。^① 其中显示，全样本的平均所得税税率在 1998—2013 年间整体上是上升的。同时，我们还注意到，在样本企业中，有一定比例的企业应缴所得税为非正。为了排除这些影响，我们在图 16 中又计算了应缴所得税为正的企业的税率。它显示，这部分企业的平均税率在 2006 年前就稳定在 27% 左右，2007、2008 年税率显著下降，之后稳定在 22% 附近。简而言之，我国企业可供减免的税收源并没有显著下降，因此税收的变化似乎不是负债率下降的主要原因。

^① 严格来说，这里应该使用实际所得税税率(所得税费用/利润总额)，然而工业企业库中没有这个指标，我们只能以应缴所得税总额来近似替代。在会计上，所得税费用包括了当期应缴所得税和递延所得税。

6. 非债务税盾

与税盾类似,折旧也可以降低企业的税前利润,从而降低了企业应缴税收;因此被称之为非债务税盾,与债务类税盾有互相替代的关系。图17描绘了我国企业的非债务税盾,以(本年折旧/主营业务收入)来度量。图17显示,非债务税盾整体上显著下降,这与我们之前观察到的固定资产比例的不断下降是一致的。非债务税盾的下降应该提高了企业使用债务税盾来避税的动机。综合图17、18,企业使用债权融资来规避税收的动机应该没有降低;似乎税收上的考虑不是我国企业负债率大幅下降的主要原因。

(二) 回归分析: 企业特征与负债率

以上的分析显示,我国企业负债率的整体性下降可能部分是由于企业的主要特征发生了显著变化,尤其是经营性风险、利润率和有形资产的比例。下面我们使用回归分析来更为严格地考察这些企业特征变量与负债率之间的关系。表1中的被解释变量 TotLev 是每个企业当年的负债率。我们控制了各个企业前一年的负债率 L. TotLev,控制这个变量是基于“权衡理论”所指示的“最优负债率”(Lev^{*})的存在——若上一期的负债率(Lev_{t-1})偏离了该最优负债率,则企业会在这一期把实际的负债率(Lev_t)往最优的水平调整,即有下面这个式子:

$$Lev_t - Lev_{t-1} = \lambda(Lev_t^* - Lev_{t-1}) + \varepsilon_t$$

其中 λ 是调整至最优的速度,取决于企业的特征以及宏观状况等(Cook and Tang, 2010)。对于这个式子更详细的说明可以参考 Flannery & Rangan(2006)。我们使用的是固定效应(fixed effect)回归。由于控制了前一年的负债率,所以模型中可能存在一阶自相关的问题。然而,Flannery & Rangan(2006)仔细讨论了各种计量模型,并得出结论:对于此项研究而言,序列相关问题并不严重(p. 479);但控制企业固定效应以及年度虚拟变量是非常重要的。因此,我们参照他们以及后续研究(Cook and Tang, 2010),使用普通的固定效应回归。每个回归中所控制的企业固定效应的数目都已报告在表中;比如,在全样本的回归中,共包括了328,727个不同的企业。值得注意的是,由于我们控制了 STDROA 这个变量,所以进入回归的样本是至少连续存在3年以上的企业。

我们控制了一组年度的虚拟变量(共15个)、一组(省份×年度)虚拟变量(共465个)和一组(行业×年度)虚拟变量(共570个)。使用这些虚拟变量以及上述企业固定效应,不仅控制了企业固定不变的一些特征(比如,所有制或政治关联)对于其负债率的影响,也控制了每年每个省影响企业负债率调整的地区性因素(如:各省当年的整体信贷情况),以及每年每个行业影响企业负债调整的因素(如:各行业当年的景气程度)。此外,我们控制(行业×年度)这组虚拟变量,等同于控制了每个行业每年的平均负债率;Frank & Goyal(2009)发现,行业平均负债率对于企业负债率有着可靠的、稳定的解释力。通过控制这几组虚拟变量,我们试图把企业特征与负债率之间的各种内生性降到最低,尤其是遗漏变量问题。由于控制了大量虚拟变量,回归的 R-square 在80%以上。

我们放入了滞后一期的企业特征的变量,并考察其与当期负债率之间的关系;滞后一期是为了降低这些变量与负债率之间的反向因果关系。第(1)列中使用全样本,而第(2)、(3)、(4)列中分别使用了国有、私营和外资企业的样本。^①发现如下:(1)L. TotLev的系数是 $1 - \lambda$,这意味着私营企业的调整速度($1 - 0.194$)高于国有企业的调整速度($1 - 0.365$)。(2)STDROA为ROA过去三年的标准差,在全样本和私营样本中显著为负,而在国企样本中不显著。(3)Size为总资产的对数值,在全样本和私营样本中显著为正,而在国企样本中为负(10%的显著性水平)。(4)Tng为有形资产占总资产的比重,在全样本和私营样本中显著为正,而在国企样本中不显著。(5)Npr为销售利润率,在全样本、国企和私营样本中都为负,在私营样本中的负效应是国企样本中效应的两倍以

^① 还有一类是混合所有制的企业,因为其所有制不是很清楚,为了节省篇幅,本文没有报告结果。

上。因此,在私营企业中,上述四个变量与负债率之间的关系都符合文献中的发现。上述(1) — (5)的发现都意味着:私营企业的负债率决定和西方企业是比较一致的,或者说更加市场化。而在国有企业中,只有利润率的结果是符合一般的实证发现。

表 1 我国各类企业的负债率——基准回归

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	All	State	Private	Foreign
L. TotLev	0.269 *** (0.002)	0.365 *** (0.006)	0.194 *** (0.003)	0.314 *** (0.004)
L. STDROA	-0.028 *** (0.005)	0.017 (0.021)	-0.046 *** (0.006)	0.025 ** (0.010)
L. Size	0.003 *** (0.001)	-0.004* (0.002)	0.005 *** (0.001)	0.010 *** (0.001)
L. Tng	0.010 *** (0.001)	0.003 (0.005)	0.004 ** (0.002)	0.027 *** (0.003)
L. Npr	-0.158 *** (0.003)	-0.088 *** (0.005)	-0.184 *** (0.006)	-0.168 *** (0.006)
L. tax	-0.020 *** (0.001)	-0.028 *** (0.003)	-0.015 *** (0.002)	-0.029 *** (0.003)
Nonpositive* L. tax	0.056 *** (0.004)	0.043 *** (0.008)	0.065 *** (0.006)	0.043 *** (0.010)
Observations	1203426	159188	675955	288118
R-squared	0.825	0.879	0.821	0.818
Number of Firm FE	328727	47290	212433	70412
Year dummies	YES	YES	YES	YES
Province* Year dummies	YES	YES	YES	YES
Industry* Year dummies	YES	YES	YES	YES

注: standard error in parentheses; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

除上述四个因素之外,我们根据企业前一年的应缴所得税是否为正将样本分成两组,一组是为正的企业(Nonpositive = 0),另一组是税率为非正的企业(Nonpositive = 1)。在税率为正的组中,上期税率 L. Tax 与负债率之间是负相关的,在国有样本中的负效应更大。在税率为非正的组中,L. Tax 的估计值是正的,但因税率本身非正,所以实际的估计效应也是负的。简而言之,企业前一期的应缴所得税税率越高,后一期的负债率越低。这似乎说明我国企业并没有显著地使用负债来规避税收;与 Huang & Song(2006)以及 Wu & Yue(2009)等得到的结论相反,值得后续研究。

四、资金的供给是否符合利润原则?

最后,我们试图考察资金供给方配置信贷资源是否符合利润原则。要在计量上清晰地区分需求和供给的因素,只能依靠一些外生性的对于供给或者需求的冲击。但此类的事件分析往往聚焦在很短的时间段内,没法用来描绘十几年的趋势。因此,在现有的数据下,很难完全区分供给和需求。以下,我们采用两种计量方法来为这个问题提供一些初步的证据。

首先,以表 1 中的第一列回归为基础,我们将解释变量 L. STDROA、L. Tng、L. Npr 和 L. Tax 都

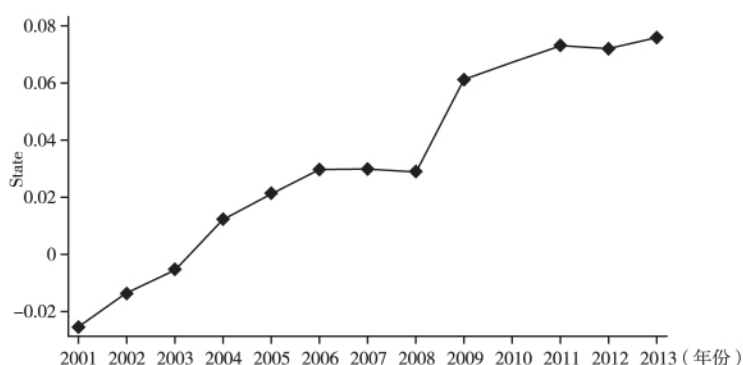


图 18 国有属性对于企业负债率影响的年度效应

与一组年度虚拟变量相乘后放入回归,同时保留省份×年度和行业×年度这两组变量;我们只保留国有属性和私营属性的样本,再将国有属性虚拟变量 State 乘以一组年度虚拟变量后放入回归,并考察它们对于企业负债率的年度变化。使用这个模型的意图是:充分控制每一年企业特征、省份、行业对企业负债率的影响,而后估计国有属性相对于私营属性在负债率上的年度效应。由于企业对于负债的“需求面”因素已经被充分控制,国有虚拟变量的系数可能主要反映了资金供给方对于两类所有制企业的歧视。由于回归表格占用空间很大,我们不报告表格,而是以图 18 来汇报估计的结果。图 18 显示:2004 年前,两类企业在负债率上的差异不大;2006—2008 年左右,该差异在 3% 左右;但这一差异在 2009 年后显著上升,在 2013 年达到了 8% 左右。这就是说,仅仅因为国有和私营在所有制上的差异,平均而言,它们在负债率上的差异高达 8%。

第二,以表 1 中的第一列回归为基础,在回归中加入了地级市层面当年贷款余额的对数 $\ln(\text{Loan})$;为了区分 2008 年后的效应,我们再加入 $\ln(\text{Loan}) \times \text{Post 2008}$ 。此外,为了初步考察“僵尸”企业获得贷款的可能性,构建一个虚拟变量 NegativeProfit,反映企业在上一年度的利润率 $L_{i,t}$ 为负(有 16.8% 的样本)。将这个变量与 $\ln(\text{Loan})$ 相乘,即 $\ln(\text{Loan}) \times \text{NegativeProfit}$;再加入该交互项与 Post 2008 的相乘项。同时,加入每个企业特征变量与 Post 2008 的相乘项,比如 $L_{i,t} \times \text{Post 2008}$ 。其他的模型设定与表 1 完全一致。由于地级市贷款的数据是从 2004 年开始的,所以减少了大概 1/3 的样本。

回归结果(可索取)显示:首先, $\ln(\text{Loan})$ 是显著的,说明在 2008 年前一个地区信贷的扩张导致了各种所有制企业当年负债率的上升。其次, $\ln(\text{Loan}) \times \text{NegativeProfit}$ 在全样本、国有和私营样本中都显著为正,不过在国有企业上的系数最大;即相比正利润的企业,国有的负利润的企业反而更可能得到贷款。这说明,在 2008 年前给国有“僵尸”贷款的现象可能就已经存在了。第三, $\ln(\text{Loan}) \times \text{Post 2008}$ 不显著,但 $\ln(\text{Loan}) \times \text{NegativeProfit} \times \text{Post 2008}$ 高度显著。这说明 2008 年后,对于正利润企业的贷款配置并没有显著变化;然而,更多的资金配置到了利润率为负的企业中去了。进一步, $\ln(\text{Loan}) \times \text{NegativeProfit} \times \text{Post 2008}$ 在四列中的系数几乎是一样的,说明 2008 年后,各种所有制的负利润的企业得到贷款的概率都提高了。

我们在前文中提到了我国的银行体系偏向于为国有企业提供资金的三种可能的原因。这一部分报告的结果(间接地)支持了后两种原因。首先,图 18 显示,在已经控制抵押物等企业层面因素后,国有属性对应着一个显著为正,且越来越大的获得贷款上的“优势”,这可能是由于政府给予国企的“隐形担保”所导致的。其次,给国有“僵尸”企业提供贷款在 2008 年前就已经开始。而在 2008 年后,给各种所有制的“僵尸”企业提供的贷款都显著加剧。这可能是由于我国国有银行在 2008 年后履行配合四万亿刺激经济计划的“政策性责任”所导致的,即贷款的配置偏向于某些细分的行业。

五、结尾和评论

近期,驱动我国过去十几年高速增长的人口红利正在耗尽。并且,由于上世纪80年代初开始实施的计划生育政策,未来几年我国将经历快速老龄化,人多从优势变成了负担。在这样的背景下,我国若要保持高速增长:一靠资本的优化配置,也就是每个人更多、更优地使用机器设备,以提升现有劳动力的边际产出;二靠持续的技术创新,以进一步靠近技术前沿。对于这两个目标的实现,我国金融体系配置金融资源的效率都是至关重要的。资金是否能配置到真正高效的、有现实生产力的企业中?能否配置到有创新潜质的早期项目中,以支持它们的发展?

另一方面,近些年,我国的整体负债水平不断上升,“去杠杆”的呼声和压力越来越大。是否应该“去杠杆”,又应该如何“去杠杆”?基于对1998—2013年近400万个规模以上工业企业数据,本文试图对这一问题的回答提供初步的证据。首先,非金融企业的杠杆率整体水平很高,但具体高在哪里?我们发现,在这十六年的时期内,大部分的工业企业已经显著地“去杠杆”了;而显著“加杠杆”的是少数的大型、国有、上市的公司。第二,杠杆率的变化是否有着基本面的支持?为此,我们先考察了样本企业的一些重要的企业特征变化,并发现,负债率的整体下降和某些特征的显著变化是一致的,包括经营性风险的上升、有形资产比例的下降以及盈利能力的提高。随后的回归分析进一步发现,私营企业的负债率基本符合文献中的发现;但国有企业负债率的决定因素中有更多“非市场化”的成分。第三,资金的供给方并不是完全按利润原则来配置资金的,在控制了重要的企业、地区和行业因素之后,国有企业和私营企业在获得贷款的概率上的差异越来越大;此外,给“僵尸”国有企业贷款的现象在2008年前就已存在,而2008年之后更加显著。金融体系非市场化配置资金暗示着统一的、宽松的货币政策未必是有效的,反而只会增加“僵尸”贷款的总量,并进而加剧日后银行不良贷款的隐患。

参考文献

- 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成,2012《中国主权资产负债表及其风险评估(上)》,《经济研究》第6期。
- 林毅夫,2002《自生能力:经济转型与新古典经济学的反思》,《经济研究》第12期。
- 林毅夫、李永军,2001《中小金融机构发展与中小企业融资》,《经济研究》第1期。
- 肖泽忠、邹宏,2008《中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好》,《经济研究》第6期。
- 朱武祥、魏炜、王正位,2014《回归经典:资本结构研究60年思考》,《金融研究》第12期。
- Bhabra, H. S., Liu, T., and Tirtiroglu, D., 2008, “Capital Structure Choice in a Nascent Market: Evidence From Listed Firms in China”, *Financial Management*, 37(2): 341—364.
- Caballero, R. J., Hoshi, T., and Kashyap, A. K., 2008, “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review* 98(5): 1943—77.
- Chen, J. J., 2004, “Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies”, *Journal of Business Research*, 57(12): 1341—1351.
- Chen, J., and Strange, R., 2005, “The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies”, *Economic Change and Restructuring*, 38(1), 11—35.
- Cook, D. O., and Tang, T., 2009, “Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed”, *Journal of Corporate Finance*, 2: 1—15.
- Flannery, M., and Rangan, K. P., 2006, “Partial Adjustment toward Target Capital Structures”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79(3): 469—506.
- Frank, M. Z., and Goyal, V. K., 2003, “Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217—248.
- Frank, M. Z., and Goyal, V., 2009, “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?”, *Financial Management*, 38(1): 1—37.

Graham, J. , and Leary, M. , 2011, “A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future.” , *Annual Review of Financial Economics* 3: 309—345.

Huang, G. , and Song, F. M. , 2006, “The Determinants of Capital Structure: Evidence From China” , *China Economic Review* , 17 (1) : 14—36.

Li, K. , Yue, H. , and Zhao, L. , 2009, “Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence From China” , *Journal of Comparative Economics* , 37(3) : 471—490.

Newman, A. , Gunessee, S. , and Hilton, B. , 2012, “Applicability of Financial Theories of Capital Structure to the Chinese Cultural Context: A Study of Privately Owned SMEs” , *International Small Business Journal* , 30(1) : 65—83.

Rajan, G. R. , and Zingales, L. , 1995, “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data” , *Journal of Finance* , 50(5) : 1421—1460.

Standard and Poor’s , 2014, “Credit Shift: As Global Corporate Borrowers Seek MYM60 Trillion , Asia-Pacific Debt will Overtake US and Europe Combined” , *RatingsDirect* , June 2014.

Wu, L. , and Yue, H. , 2009, “Corporate Tax, Capital Structure, and the Accessibility of Bank Loans: Evidence From China” , *Journal of Banking and Finance* , 33(1) : 30—38.

Zhang, W. , Han, G. , Brian, N. , and Chan, S. , 2015, “Corporate Leverage in China: What Has It Increased Fast in Recent Years And Where Do The Risks Lie” , HKIMR Working Paper No. 10.

The Structural Problem of China’s Non-financial Corporate Debt

Zhong Ninghua^a , Liu Zhikuo^b , He Jiabin^c and Su Chulin^d

(a: Tongji University; b: Shanghai University of Finance and Economics;

c: Tsinghua University; d: Sun Yat-sen University)

Abstract: How should China deleverage its non-financial corporate sector? By analyzing four million Chinese manufacturing company samples during the period of 1998—2013, this paper presents evidence from three aspects. First, which company has borrowed the most? We find that within the sixteen year period, most sample firms have already been significantly deleveraged, with the average leverage ratio declining from 65% in 1998 to 51% in 2013. In contrast, only several thousands of companies have significantly leveraged, mostly large scale, state-owned, listed firms. Second, has the change of leverage supported by the firms’ fundamentals? We find that within the sample period, significant changes have been happened on major firm characteristics, including improved profitability, rising business risk, and declining share of tangible asset. These changes are aligned with the aggregate deleverage trend. We further find that for private firms, the relationship between their firm characteristics and their leverage ratios are highly consistent with the evidence of Western companies. In contrast, firm level factors are not significant in the leverage function of state owned enterprises. Third, we have preliminarily explored the effects of supply-side on firm leverage. Our results indicate that, Chinese banks allocate capitals with increasing biases toward SOEs. Moreover, the issue of zombie lending occurs prior to 2008 and are aggravated post to 2008.

Key Words: Deleverage; Non-financial Corporate Debt; Capital Structure

JEL Classification: G32, E51, L33

(责任编辑: 王利娜) (校对: 曹 帅)



中国人民大学
书报资料中心

INFORMATION CENTER FOR SOCIAL SCIENCES, RUC

作品转载通知

钟宁桦_____同志：

您发表在《经济研究》_____ 2016 年第 07 期的
文章 我国企业债务的结构性问题_____ 被中国人
民大学书报资料中心复印报刊资料F31 《企业管理研究》
_____ 2016 年第09 期全文转载，特此告知，并致以衷心感谢！

由于复印报刊资料是二次文献，我们需再次核实您的联系方式，
以便及时准确地给您寄送稿酬或提供您所需要的相关信息服务。敬请
您认真阅读“作者俱乐部启事”，并将《作者俱乐部会员表》填好后，
通过邮寄或传真方式返回我中心，我们将按照您的愿望和确认的联系
方式给您提供相应的服务或邮寄稿酬。

