

“去杠杆”政策压力下 企业偿还债务还是隐藏债务？

马惠娴 耀友福*

摘要：本文以2013—2018年A股上市公司为研究样本，从微观层面考察“去杠杆”政策实施后，不同产权性质的高杠杆企业的去杠杆途径及债务风险的变化，尝试评估“去杠杆”政策效果。研究发现，“去杠杆”政策压力下，高杠杆企业降低了其负债率，并且高杠杆的国有企业和非国有企业的杠杆率均有所降低。进一步分析“去杠杆”政策下企业的去杠杆途径，发现高杠杆企业债务偿还的比例并没有显著变化。同时，高杠杆的非国有企业主要通过减少新增债务融资、增加内源融资来降低负债率，从而缓解债务风险；高杠杆的国有企业主要将债务隐藏到权益，能够在增加债务融资的同时实现形式上的去杠杆，导致债务风险上升。本文从微观企业的去杠杆途径和债务风险的角度深入分析了“去杠杆”政策的影响，这既是对已有政策效果的评估，更是为下一轮“去杠杆”改革提供经验。

关键词：“去杠杆”政策；偿还债务；隐藏债务；债务风险；产权性质

一、引言

2008年金融危机后，我国宏观层面的杠杆率急剧攀升，尤其是非金融企业的杠杆率居高不下。有效降低非金融企业杠杆率成为防范和化解债务风险的关键。^①2015年底，中央经济工作会议首次提出“去杠杆”，并将其作为供给侧结构性改革的重点任务之一。紧接着，2016年出台的《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）则标志着我国正式提出企业“去杠杆”的政策主张。之后的2018年和2019年均出台了《降低企业杠杆率工作要点》，以进一步部署企业去杠杆工作。自2015年底提出“去杠杆”以来，一系列的“去杠杆”政策已经初显成效。根据WIND数据库（见图1），我国非金融企业杠杆率从2016年第二季度开始呈现下降趋势，截至2019年末，该杠杆率已经由最高点的161.80%降至

* 马惠娴，同济大学经济与管理学院，邮政编码：200092；耀友福（通讯作者），贵州财经大学会计学院，邮政编码：550025，电子信箱：youfuyao@126.com。

本文获得国家社会科学基金一般项目“公司治理、管理层权力与企业薪酬差距激励效应”（项目编号：17BGL078）、国家社会科学基金重大项目“新形势下地方债务风险管控的目标、难点与实现路径研究”（项目编号：19ZDA073）以及国家自然科学基金面上项目“08年金融危机后我国金融效率下降与国有企业改革”（项目编号：71973101）的资助。感谢匿名审稿专家提出的宝贵意见，作者文责自负。

①2016年6月23日国务院新闻办公室举行的中国债务率分析及对策有关情况吹风会中提出，有效降低非金融企业杠杆率是当前防范和化解债务风险的关键。参见 <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/33978/34721/wz34723/Document/1481313/1481313.htm>。

149.3%。同时,我国微观企业的负债率也呈现下降的趋势。根据国家统计局公布的工业企业数据,我国工业企业资产负债率由 2015 年末的 56.61%下降至 2018 年末的 55.61%,降低了 1 个百分点。^①

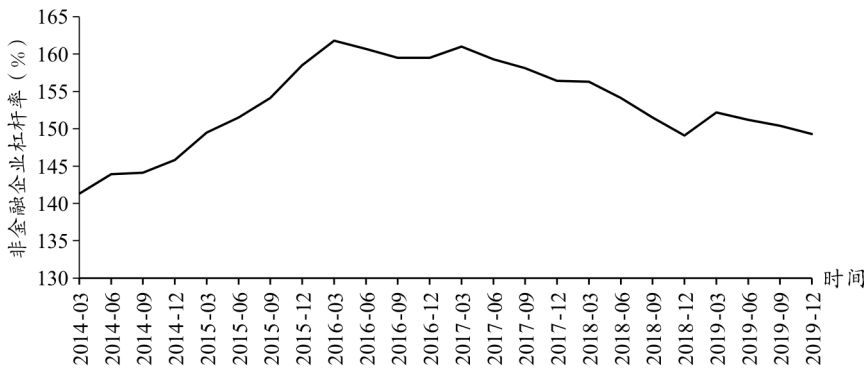


图 1 我国非金融企业杠杆率
(数据来源:WIND 数据库。)

“去杠杆”政策实施后,我国宏观层面的非金融企业杠杆率和微观层面的企业负债率均明显下降。但是,事实上,在“去杠杆”政策压力下,企业可能会利用表外负债、明股实债以及会计手段等方式来操纵杠杆,从形式上降低企业负债率水平(许晓芳、陆正飞,2020)。例如,中国葛洲坝集团股份有限公司在 2016 年发行了 160 亿元永续债,并全部计入权益,这使其资产负债率由期初的 77.98%迅速下降至 67.64%,并且在获得债务融资的同时达到了降杠杆的目标。^② 而如果将这 160 亿元永续债计入负债,企业的资产负债率将急剧上升,甚至超过国务院国有资产监督管理委员会(简称国资委)规定的非工业企业 75%的重点监管线。^③ 但是,这种去杠杆方式仅仅是从形式上降低了杠杆水平,实质上反而增加了债务融资,并加剧了企业债务风险。此外,债转股也是企业去杠杆的主要途径之一。2016 年 10 月 10 日,国务院发布了《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发〔2016〕54 号)及附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》,拟积极推行市场化债转股。但是,在实际操作过程中,债转股往往做成了“明股实债”。银行和公司会签订相关协议以确保转股之后企业仍然支付固定的费用,并且企业还要在约定的时点赎回股份(许晓芳、陆正飞,2020),这本质上还是债务。那么,“去杠杆”政策下企业究竟是通过偿还债务来减少负债,还是通过上述类似的方式将债务隐藏到权益,从而达到“去杠杆”目标呢?

部分文献对于“去杠杆”政策下企业去杠杆的途径和经济后果进行了一些探索。于博和夏青华(2019)发现,相对于地方国有企业,中央企业的杠杆率下降幅度更大,并且收缩信贷杠杆是中央企业总体负债率下降的原因。而蔡真和栾稀(2017)发现企业杠杆率改善是因为权益的大幅上升,但权益的上升并不是来自直接投资的增加,而是来自频繁金融交易引致的估值增加。此外,许晓芳等(2020b)发现,“去杠杆”政策的实施提高了过度负债企业的去杠

①数据来源于国家统计局,网址为 <https://data.stats.gov.cn>。
②数据来源于中国葛洲坝集团股份有限公司披露的 2016 年财务报表。
③国务院国有资产监督管理委员会规定国有非工业企业资产负债率预警线为 70%,重点监管线为 75%。参见 http://finance.ce.cn/stock/gsgdbd/201809/14/t20180914_30299306.shtml。

杆程度;并且去杠杆压力越强,企业越会利用表外负债、明股实债以及会计手段等方式来操纵杠杆(许晓芳、陆正飞,2020;许晓芳等,2020a)。这些研究的结论虽然部分揭示了企业去杠杆的途径,但并未直接回答“去杠杆”政策下,高杠杆企业究竟是偿还了债务并从实质上减少了负债,还是只是通过隐藏债务在形式上降低了负债率,特别是“去杠杆”政策主要针对的国有企业^①,其与去杠杆压力较小的非国有企业又分别采用了何种途径实现去杠杆。更为重要的是,现有研究还未能解答“去杠杆”政策究竟能否降低企业债务风险。已有关于“去杠杆”政策效果的研究中,綦好东等(2018)、秦海林和高軼玮(2020)、刘晓光等(2019)分别从企业业绩、投资者信心以及收入分配等方面研究了“去杠杆”政策的经济后果,但尚未有文献讨论“去杠杆”政策对企业债务风险的影响。企业若是通过隐藏债务实现降杠杆,这将为企埋下债务隐患,反而会加剧企业债务风险,有悖于“去杠杆”政策实施的初衷。因此,“去杠杆”政策作为化解债务风险的重要举措,其是否能够有效降低企业债务风险还有待深入研究。本文将进一步考察“去杠杆”政策能否缓解企业债务风险,并分析国有企业和非国有企业不同的去杠杆途径对企业债务风险的影响。

本文的贡献主要体现在如下两个方面:(1)现有研究并未细致地分析“去杠杆”政策下企业通过何种具体的途径实现去杠杆以及不同去杠杆途径对债务风险的影响,本文试图揭开上述疑问,以拓展有关“去杠杆”政策效果的研究。不少学者从宏观制度政策层面提出了去杠杆路径(郑曼妮等,2018;周菲等,2019;谭小芬等,2019),也有从微观层面分析了企业去杠杆策略(于博、夏青华,2019;许晓芳、陆正飞,2020;许晓芳等,2020a;周茜等,2020),但现有研究并没有剖析“去杠杆”政策下国有企业和非国有企业去杠杆策略的差异。更为重要的是,不同产权性质的高杠杆企业会采取不同的去杠杆方式,而这对企业债务风险也会产生不同的影响。本文将依据企业债务风险的变化来评估不同产权性质企业的去杠杆途径,从而试图提供能够降低债务风险的去杠杆途径。(2)本文总结了“去杠杆”政策的实施效果,既是对已有政策效果的评估,更是为下一轮去杠杆改革提供经验。2020年初,不少企业受疫情冲击开始了新一轮的加杠杆以维持运营。根据中国人民银行对社会融资规模的统计,2020年上半年对实体经济发放的人民币贷款增加了12.09万亿元,同比多增2.42万亿元。^②未来这些加杠杆的企业也必然面临去杠杆的问题,因而本文的研究结论具有重要参考意义。

二、理论分析与研究假设

(一)“去杠杆”政策与企业杠杆率

近年来,我国非金融企业部门的高杠杆问题受到了政府部门、金融机构等各方面的高度重视。自2015年底提出“去杠杆”以后,我国迅速进入去杠杆阶段,在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重^③。为实现去杠杆目标,政府不仅可以通过管制资金供

①2018年中央财经委员会提出结构性“去杠杆”,并且企业去杠杆主要是去国有企业杠杆。

②参见新华网报道《上半年新增12.09万亿元——信贷有力支持实体经济发展》,网址为:http://www.xinhuanet.com/fortune/2020-07/13/c_1126229314.htm。

③在第十二届全国人民代表大会第五次会议上,国务院总理李克强作2017年政府工作报告时指出:“我国非金融企业杠杆率较高,这与储蓄率高、以信贷为主的融资结构有关。要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重。”

给端的银行来实现该目标,而且能够通过加强对资金需求端企业的管控来降低杠杆率。对于资金供给端的银行等金融机构,由于我国五大商业银行均是国有的^①,国有银行的信贷决策往往受政府影响(Sapienza,2004;吴成颂等,2019)。因此,政府可以通过干预银行贷款发放来紧缩信贷,并且当政府干预程度越高时,企业就越难在市场化基础上获得信贷资源(谢获宝等,2019)。而对于资金需求端的企业,政府颁布了一系列的政策文件,例如,2016年发布的《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》,推出周密的顶层设计,以市场化、法治化方式降低企业杠杆率。同时,该意见明确将降杠杆纳入国有资产管理部門对国有企业的业绩考核体系,从而有助于提高国有企业高管主动降低企业杠杆的积极性。此外,政府还可以通过行政干预来降低企业的杠杆率。例如,政府严格把控企业项目的审批与核准,若企业的新项目难以通过审核批准,企业则没有相应的债务融资需求,从而扼制了企业负债率进一步攀升。综上所述,本文提出如下假说:

假说 1:“去杠杆”政策的实施能够降低高杠杆企业的有息负债率,实现去杠杆。

(二) 企业去杠杆途径

企业若要降低负债率,可以分别从这一指标的分子和分母入手,一方面降低分子——负债,另一方面增加分母——资产。同时,考虑到企业负债和资产的关系还遵循会计恒等式,即负债和权益之和等于资产,因此,其中一项的变动必然会引起其他项的变化。基于上述条件,本文推测企业大致可以通过三种途径降低企业负债率(如图 2 所示)。

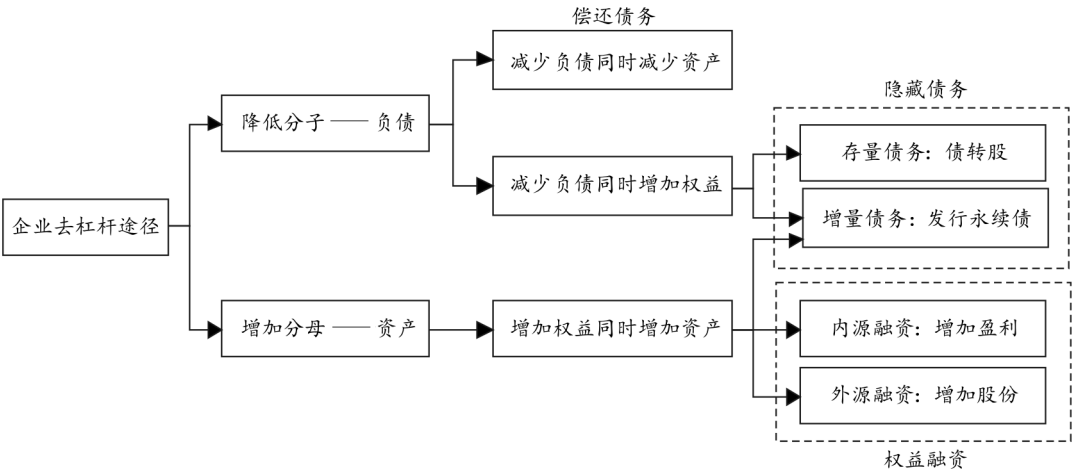


图 2 企业去杠杆途径

第一,减少负债同时减少资产,即偿还债务。企业若要通过提前偿还债务来降低企业负债率,则需要相对充沛的现金。对于国有企业而言,当国有股份越高,其持有的现金越少(Meggison et al.,2014),因此,国有股份比例较高的国有企业提前偿还债务的可能性相对较小。而融资难、融资贵一直是我国民营企业面临的难题。由于我国信贷资源配置存在所有制歧视(方军雄,2007),相较于国有企业,民营企业更难从银行等金融机构获得信贷融资,并且融资成本更高(Brandt and Li,2003)。因此,对于民营企业而言,银行贷款是稀缺资源,能

^①中国五大商业银行是指五个大型国有商业银行,包括:中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行。

够获取银行贷款是体现企业发展前景较好的积极信号。在这样的情况下,通过提前偿还债务以降低杠杆率不是民营企业去杠杆的最佳路径选择。更为重要的是,若企业负债率较高,其生产经营活动也会受到负面影响(Kini et al.,2017),企业较难通过经营活动盈利来获取偿还债务的资金,甚至还会存在偿还风险。

第二,减少负债同时增加权益,即把企业债务隐藏到权益。现有研究表明,当企业负债率较高时,会采取将债务隐藏到权益的方式来降低报告的杠杆率。例如,Scott等(2011)发现,许多加拿大公司尤其是具有重大可转换债事项的高杠杆公司,将发行的可转换债券中很大一部分列为股本,从而降低企业杠杆率。类似地,我国高杠杆企业在“去杠杆”政策的压力下,可能也会采取相似的方式将部分债务隐藏到权益,从而使得杠杆率满足监管的要求、达到去杠杆的目的。

针对存量债务,企业可以通过债转股将债务转移到权益,从而降低企业的杠杆率。债转股是国务院倡导的降杠杆的重要途径之一。在2016年出台的《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》中提出,以市场化法治化方式开展债转股、以促进优胜劣汰为目的开展市场化债转股、鼓励多类型实施机构参与开展市场化债转股。实践中,债权人与企业签署转股协议,将债权转为股权。但是,企业和债权人之间可能签订“抽屉协议”,为“债转股”提供必要保障,从而将债转股做成“明股实债”,即明面上是“股权”,而实际上还是“债权”(许晓芳、陆正飞,2020)。具体而言,债权人每年获取固定收益,而不是分红,实质上企业仍需支付利息;并且企业在约定的某个时点还要将债转股的股份赎回,其实就是还本。

针对增量债务,企业可以将发行的永续债计入权益,从而减少账面负债,达到降低杠杆率的目的。根据现行的企业会计准则要求,永续债发行方可以通过设置永续债条款将永续债列入“权益工具”,从而将永续债计入权益而非负债。但是,永续债实质上具有很强的债务性质,更多地呈现出“债”的特性,而非“股”的特性(许晓芳、陆正飞,2020)。而我国企业发行的永续债基本上都被确认为权益(吴辉,2017),这不仅不会增加企业的债务,而且能够在进行债务融资的同时通过增加权益使资产增加,进而降低负债率。

第三,增加权益同时增加资产。在企业负债不变的情况下,权益增加的同时资产也相应地增加,从而企业杠杆率降低。实质上,上文论述的将新增负债隐藏到权益也可以归为这种增加资产的去杠杆途径,即企业发行的永续债计入权益,企业资产随着权益的增加而增加,从而降低了负债率。此外,企业还可以通过增加股份吸收权益融资或盈利来增加企业的内源融资,在债务不变的情况下提高总资产,从而降低企业负债率。但是,高杠杆企业的负债率较高,这对其生产运营具有负面影响(Kini et al.,2017)。因此,高杠杆企业较难通过吸引股东投资或大幅度提升盈利来实现降杠杆。

在“去杠杆”政策压力之下,企业可能会比较各种去杠杆途径,最终选择成本最低的方式实现去杠杆。首先,偿还企业债务这种方式成本较高。这是因为,企业若提前偿还债务,可能会引起现金流短缺,甚至还要通过折价出售部分资产来获取偿债资金。而如果企业将债务隐藏到权益,这对企业实际经营活动并没有影响,仅仅是改变财务报表的报告方式。因此,该“去杠杆”途径的成本相对较低。此外,企业还可以通过提升盈利或增加股权融资来增加资产,从而降低企业负债率。但是,这类权益融资可能只适用于盈利能力较强、发展前景

较好的企业，而高杠杆企业自身的生产经营可能就存在问题，因此采用这种途径实现去杠杆的可能性相对较小。综上所述，本文提出如下假说：

假说 2：“去杠杆”政策之下，高杠杆企业可能更倾向于将企业债务隐藏到权益来实现去杠杆，而不是通过偿还债务来降低杠杆率。

三、样本选择、数据来源与变量定义

（一）样本选择与数据来源

本文以 2013—2018 年 A 股上市公司为研究样本。样本期间始于 2013 年，这是因为我国自 2013 年起才陆续放开永续债券试点，在此之前并没有永续债的相关数据。为确保“去杠杆”政策实施前后样本的时间区间长度一致，本文同时选取该政策实施后的三年进行研究，因此样本时间截止到 2018 年。本文剔除金融行业的公司以及数据缺失的样本后，共得到 14 491 个观测样本。此外，为避免异常值的影响，本文对所有连续变量进行了两端 1% 分位的缩尾处理。本文使用的债转股数据来源于 WIND 数据库，其余数据均来源于 CSMAR 数据库。

（二）变量定义与描述性统计

1. 变量定义

（1）企业有息负债率（*Lev*）。本文采用有息负债除以总资产衡量企业有息负债率，其中有息负债包括短期借款、长期借款、应付债券以及一年内到期的非流动负债。需要说明的是，王竹泉等（2019）认为在研究企业负债率时，有必要区分金融性负债和营业性负债，其中的金融性负债就是本文所研究的有息负债。由于企业有息负债的债权人大多为银行之类的金融机构，一旦企业发生信贷违约，金融体系也将面临风险。因此，企业有息债务是防范化解系统性金融风险的重点，也是本文研究的主要对象。此外，本文还构造了有息负债率变化（*Change_Lev*），即期末有息负债率减去期初有息负债率得到的差值，并将该变量作为有息负债率（*Lev*）的替换变量用作稳健性检验。

（2）高杠杆企业变量（*High_Lev*）。本文将每年有息负债率位于前三分位的企业视为高杠杆、高风险企业。具体而言，若企业有息负债率位于当年所有企业的前三分位，则 *High_Lev* 赋值为 1，否则为 0。此外，稳健性检验中还将采用不同的标准来识别高杠杆企业，以检验文章结果的可靠性。

（3）“去杠杆”政策的实施（*Post*）。2015 年 12 月 24 日中央经济工作会议首次提出“去杠杆”，但考虑到政策发布时间接近年末，可能当年对企业的影响并不是很明显。此外，2016 年颁布的《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》标志着企业“去杠杆”正式启动。因此，本文将“去杠杆”政策开始实施的年份确定为 2016 年，对于 2016 年以及之后的年份，*Post* 赋值为 1，而在此之前的年份则为 0。

（4）控制变量。参考现有文献（Chang et al., 2014；陆正飞等，2015），本文控制了影响企业负债率的主要因素，分别为产权性质（*SOE*）、资产收益率（*ROA*）、公司规模（*Size*）、营业收入增长率（*Growth*）、账面市值比（*MB*）、固定资产占比（*FATA*）、第一大股东持股比例（*Fshare*）。

各变量定义见表 1。

表 1		变量定义
变量类型	变量名	变量定义
主要研究变量	<i>Lev</i>	有息负债率,即有息负债/总资产
	<i>High_Lev</i>	高杠杆企业,即每年企业有息负债率位于前三分位的企业为 1,否则为 0
	<i>Post</i>	“去杠杆”政策的实施,即 2016 年以及之后年份赋值为 1,否则为 0
控制变量	<i>SOE</i>	产权性质,若公司实际控制人性质为国有,则取值为 1,否则为 0
	<i>ROA</i>	资产收益率,即净利润/总资产
	<i>Size</i>	公司规模,即总资产(元)的自然对数
	<i>Growth</i>	营业收入增长率,即(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	<i>MB</i>	账面市值比,即总资产账面价值/市值
	<i>FATA</i>	固定资产占比,即固定资产净额/总资产
	<i>Fshare</i>	股权集中度,即第一大股东持股比例
	<i>Year</i>	年份固定效应
	<i>Firm</i>	公司固定效应
	<i>Industry</i>	行业固定效应

2. 变量描述性统计

表 2 报告了上述各变量的描述性统计。其中,样本企业有息负债率(*Lev*)的平均值为 18.3%,中位数为 15.6%,说明企业对有息负债融资的依赖度较低。同时,企业有息负债率(*Lev*)的最小值为 0,说明有些企业甚至不会通过向银行贷款或发行债券来为企业融资。但该变量的最大值为 64.3%,表明部分企业超过一半的融资来源都是有息负债。

表 2		描述性统计				
变量名	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Lev</i>	14 491	0.183	0.156	0.160	0	0.643
<i>High_Lev</i>	14 491	0.363	0	0.481	0	1
<i>Post</i>	14 491	0.534	1	0.499	0	1
<i>SOE</i>	14 491	0.386	0	0.487	0	1
<i>ROA</i>	14 491	0.036	0.033	0.056	-0.280	0.197
<i>Size</i>	14 491	22.133	21.980	1.283	19.384	26.008
<i>Growth</i>	14 491	0.204	0.102	0.555	-0.612	3.924
<i>MB</i>	14 491	0.506	0.477	0.251	0.077	1.139
<i>FATA</i>	14 491	0.222	0.186	0.167	0.002	0.707
<i>Fshare</i>	14 491	0.351	0.331	0.149	0.086	0.751

四、“去杠杆”政策与企业杠杆率

(一) 企业有息负债率变化的描述性分析

表 3 对比分析了“去杠杆”政策实施前后企业有息负债率变化。从该表中可以发现,“去杠杆”政策实施之后,全样本的平均有息负债率由 19%下降至 17.6%,降低了 1.4 个百分点。进一步,对比分析高杠杆企业和低杠杆企业的有息负债率变化,发现高杠杆企业的有息负债率降低了 3.3 个百分点,同时低杠杆企业的有息负债率也呈现小幅度下降的趋势,降低了 1.1 个百分点。这说明,“去杠杆”政策的实施确实能够有效地降低企业的有息负债率,尤其是高

杠杆企业。进一步,分国有企业和非国有企业进行分析,发现高杠杆的国有企业和非国有企业均呈现较大幅度地去杠杆,有息负债率分别降低了 3.1 个百分点和 3 个百分点。同时,低杠杆的国有企业受“去杠杆”政策影响较大,有息负债率降低了 2.1 个百分点,而非国有低杠杆企业仅降低了 0.8 个百分点。

表 3 “去杠杆”政策实施前后企业有息负债率变化

样本范围	Post = 0		Post = 1		MeanDiff (1) - (2)
	N	Mean(1)	N	Mean(2)	
全样本	6 759	0.190	7 732	0.176	0.014 ***
高杠杆企业	2 374	0.378	2 886	0.345	0.033 ***
低杠杆企业	4 385	0.087	4 846	0.076	0.011 ***
国有高杠杆企业	1 274	0.398	1 310	0.367	0.031 ***
国有低杠杆企业	1 522	0.095	1 491	0.074	0.021 ***
非国有高杠杆企业	1 100	0.357	1 576	0.327	0.030 ***
非国有低杠杆企业	2 863	0.084	3 355	0.076	0.008 ***

注：*** 表示在 1% 水平显著。

(二) 实证检验

进一步,为考察“去杠杆”政策是否降低了高杠杆企业的有息负债率,本文采用双重差分法建立模型(1)：

$$Lev_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 High_Lev_{i,t} \times Post_t + \alpha_2 High_Lev_{i,t} + \alpha_3 Post_t + \alpha_4 SOE_{i,t} + \alpha_n X + Firm + Industry + Year + \varepsilon_{i,t}$$

(1)

(1) 式中： $Lev_{i,t}$ 表示 i 企业在 t 年份的有息负债率, $High_Lev$ 为企业是否高杠杆企业的虚拟变量, $Post$ 为“去杠杆”政策实施的虚拟变量。高杠杆企业变量 ($High_Lev$) 与“去杠杆”政策实施变量 ($Post$) 的交互项系数 α_1 是本文主要考察的对象。若该系数显著为负,说明“去杠杆”政策的实施能够降低高杠杆企业的有息负债率。

控制变量为一系列影响企业负债率的特征变量 (X)：企业产权性质 (SOE) , 以及其他一系列影响企业负债率的特征变量 (X)：资产收益率 (ROA)、公司规模 ($Size$)、营业收入增长率 ($Growth$)、账面市值比 (MB)、固定资产占比 ($FATA$)、第一大股东持股比例 ($Fshare$)。需要说明的是,控制变量中除了产权性质变量采用的是当期值,其余控制变量均采用滞后一期的数据。此外,模型中还控制了年份固定效应 ($Year$)、公司固定效应 ($Firm$) 和行业固定效应 ($Industry$)。

表 4 报告了“去杠杆”政策对高杠杆企业有息负债率的影响。其中,第(1)列结果为全样本回归结果,交互项 $High_Lev \times Post$ 的系数显著为负,说明“去杠杆”政策有效降低了高杠杆企业的有息负债率,约下降了 1.8%。进一步,由于我国企业杠杆问题主要集中在国有企业,因此本文将全样本分为国有企业和非国有企业两个子样本并对模型(1)进行回归,分别考察“去杠杆”政策对国有企业和非国有企业的影响。表 4 第(2)列和第(3)列分别列示了国有企业和非国有企业样本的回归结果。结果显示,两组交互项 $High_Lev \times Post$ 的系数均显著为负,说明“去杠杆”政策不仅降低了高杠杆国有企业有息负债率,而且对高杠杆非国有企业也存在显著的“去杠杆”作用。

表 4 “去杠杆”政策与企业有息负债率

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有企业	非国有企业
	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>
<i>High_Lev</i> × <i>Post</i>	-0.018 *** (-5.18)	-0.010 ** (-2.03)	-0.023 *** (-4.64)
<i>High_Lev</i>	0.167 *** (40.16)	0.159 *** (23.73)	0.170 *** (31.19)
<i>Post</i>	-0.022 *** (-6.91)	-0.030 *** (-6.64)	-0.014 *** (-2.97)
<i>SOE</i>	0.015 (1.60)		
<i>L.ROA</i>	-0.155 *** (-6.77)	-0.190 *** (-5.11)	-0.124 *** (-4.37)
<i>L.Size</i>	0.027 *** (9.43)	0.021 *** (3.88)	0.028 *** (8.00)
<i>L.Growth</i>	-0.001 (-0.97)	-0.004 ** (-2.03)	0.000 (0.32)
<i>L.MB</i>	0.018 ** (2.52)	0.035 *** (3.01)	0.010 (1.04)
<i>L.FATA</i>	0.035 ** (2.55)	0.015 (0.67)	0.034 ** (2.21)
<i>L.Fshare</i>	0.008 (0.45)	0.014 (0.47)	0.028 (1.31)
<i>Constant</i>	-0.439 *** (-6.60)	-0.357 *** (-2.83)	-0.462 *** (-5.66)
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
Observations	14 491	5 597	8 894
Adjust <i>R</i> ²	0.875	0.900	0.848

注:括号内为企业层面进行了聚类(cluster)处理的*t*值;***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。*L.ROA*表示滞后一期的*ROA*,其他变量亦同。下表同。

五、企业去杠杆途径选择

根据理论部分分析可知,企业减少有息负债可以有两种途径。具体而言,一种是偿还债务,减少企业的债务的同时相应地减少资产,从而使得有息负债率下降;另一种是将债务隐藏到所有者权益。对于存量债务,可以采用债转股的方式。这也是《降低企业杠杆率工作要点》中所倡导的去杠杆方式。债转股不仅降低了企业的负债,同时保持了资产金额不变,因而能够降低资产负债率。此外,对于增量债务,通过发行永续债来增加企业权益,不仅可以不增加企业的负债,而且能通过权益的增加来增加总资产,从而降低负债率。那么,在“去杠杆”政策压力下,企业究竟是通过偿还债务还是将债务隐藏到权益实现去杠杆的呢?进一步,国有企业和非国有企业的去杠杆途径是否存在不同呢?

为此,本文构造了企业偿还的债务(*Repay_loan*)和隐藏到权益的债务(*Hidden_debt*)这两个变量。其中,企业偿还的债务(*Repay_loan*)采用企业现金流量表中偿还债务支付的现金除以期初的有息负债,以衡量企业偿还债务比率。隐藏到权益的债务(*Hidden_debt*)采用

当年企业债转股金额与资产负债表中权益项的永续债之和除以期初的有息负债,从而测度企业将债务隐藏到权益的幅度,为提高回归系数的可读性,本文采用该变量乘以 100 后的值。进一步,本文将模型(1)中的 *Lev* 依次替换为 *Repay_loan* 和 *Hidden_debt* 后进行回归,回归结果见表 5。

表 5 企业去杠杆途径的检验:偿还债务或隐藏债务

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	国有企业	非国有企业	全样本	国有企业	非国有企业
	<i>Repay_loan</i>	<i>Repay_loan</i>	<i>Repay_loan</i>	<i>Hidden_debt</i>	<i>Hidden_debt</i>	<i>Hidden_debt</i>
<i>High_Lev</i> × <i>Post</i>	-0.027 (-0.46)	0.139 (1.59)	-0.131 (-1.62)	0.002 *** (3.35)	0.004 *** (3.01)	0.001 (1.30)
<i>High_Lev</i>	0.034 (0.57)	-0.005 (-0.05)	0.070 (0.89)	-0.002 *** (-3.18)	-0.004 ** (-2.56)	-0.001 * (-1.73)
<i>Post</i>	0.123 * (1.65)	-0.040 (-0.39)	0.316 *** (2.89)	0.002 *** (3.42)	0.003 ** (2.15)	0.001 ** (2.01)
<i>SOE</i>	-0.137 (-0.72)			0.002 (1.09)		
<i>L.ROA</i>	0.729 ** (2.20)	0.360 (0.74)	1.171 ** (2.44)	0.002 (0.98)	0.000 (0.09)	0.004 (1.55)
<i>L.Size</i>	-0.364 *** (-5.30)	-0.544 *** (-4.08)	-0.376 *** (-4.22)	0.001 (1.55)	0.002 (1.33)	0.001 (1.62)
<i>L.Growth</i>	0.040 (1.59)	0.041 (1.09)	0.032 (0.93)	-0.000 (-0.12)	0.001 (1.55)	-0.001 *** (-2.59)
<i>L.MB</i>	-0.230 (-1.61)	-0.169 (-0.92)	-0.081 (-0.39)	0.005 *** (2.98)	0.006 ** (2.07)	0.002 (1.54)
<i>L.FATA</i>	-0.092 (-0.35)	-0.392 (-1.11)	0.098 (0.25)	0.003 (1.15)	0.006 (1.47)	0.000 (0.08)
<i>L.Fshare</i>	8.966 *** (5.40)	11.631 *** (3.60)	9.545 *** (4.67)	-0.022 * (-1.71)	-0.049 (-1.58)	-0.023 (-1.56)
<i>Constant</i>	8.536 *** (5.35)	11.367 *** (3.63)	8.955 *** (4.59)	-0.023 * (-1.81)	-0.054 * (-1.71)	-0.024 (-1.59)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	14 491	5 597	8 894	12 355	5 097	7 258
Adjust <i>R</i> ²	0.255	0.343	0.217	0.278	0.348	0.180

表 5 第(1) — (3)列报告了“去杠杆”政策下高杠杆企业是否提高了债务偿还的比例,第(4) — (6)列显示了“去杠杆”政策的实施是否让高杠杆企业更倾向于将债务隐藏到权益。其中,第(1) — (3)列的回归结果中,交互项(*High_Lev*×*Post*)的系数均不显著,说明“去杠杆”政策实施之后,高杠杆企业并未加大债务偿还的力度。此外,第(4)列和第(5)列全样本和国有企业样本的回归结果中,交互项(*High_Lev*×*Post*)的系数均显著为正,而在第(6)列非国有企业样本中,该交互项系数并未通过显著性检验。这说明在“去杠杆”政策实施之后,高杠杆的国有企业将债务隐藏到了权益,而在非国有企业中这一现象并不明显。

本文进一步分析了非国有企业不采用债转股或发行永续债来降低杠杆率的原因。针对债转股的方式,由于非国有企业的存量可转债规模比较小,即使非国有企业想通过债转

股实现去杠杆,但是由于其并没有发行过可转债或发行规模较小,因此无法采用债转股实现去杠杆。针对发行永续债的方式,要从需求端和供给端两方面来分析。一方面,从供给端分析,因为永续债的发行要求相对较高,主体评级一般以 AAA 级为主。而国有企业具有隐性担保、预算软约束等地方政府的支持,使得国有企业更容易发行永续债。同时,由于市场更倾向于国有性质的永续债,这使非国有企业发行成功的概率更低,因此,非国有企业通过永续债融资实现去杠杆的可能性也随之降低。另一方面,从需求端分析,即使非国有企业拥有与国有企业一样的基本面,但由于产权性质不是国有会使得非国有企业需要支付更多的风险溢价,提高了非国有企业的融资成本,降低了非国有企业的融资意愿。此外,相对于国有企业,非国有企业的效率较高、绩效较好(李建明等,2011;杨汝岱、朱诗娥,2015),因此非国有企业可以通过盈利获取更多的内源融资,从而降低了非国有企业的外部融资需求。

进一步,为考察国有企业是否通过将债务隐藏到权益从而获取了更多的债务融资,本文采用现金流量表中发行债券收到的现金与取得借款收到的现金之和的自然对数来衡量企业新增债务融资(*Newdebt*)。本文将模型(1)中的 *Lev* 替换为 *Newdebt* 进行回归。回归结果见表 6。

表 6 “去杠杆”政策与高杠杆企业的新增负债

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有企业	非国有企业
	<i>Newdebt</i>	<i>Newdebt</i>	<i>Newdebt</i>
<i>High_Lev</i> × <i>Post</i>	-0.431 ** (-2.18)	0.643 ** (2.14)	-1.233 *** (-4.74)
<i>High_Lev</i>	1.751 *** (10.03)	0.950 *** (3.59)	2.281 *** (9.75)
<i>Post</i>	-0.681 ** (-2.44)	-1.601 *** (-4.13)	0.327 (0.80)
<i>SOE</i>	0.083 (0.11)		
<i>L.ROA</i>	-4.141 *** (-2.68)	-5.191 *** (-2.64)	-3.033 (-1.41)
<i>L.Size</i>	2.412 *** (12.16)	1.595 *** (4.78)	2.448 *** (9.34)
<i>L.Growth</i>	0.069 (0.68)	-0.149 (-0.93)	0.164 (1.27)
<i>L.MB</i>	-0.764 (-1.42)	0.083 (0.11)	-0.761 (-1.02)
<i>L.FATA</i>	3.906 *** (4.25)	2.067 * (1.69)	4.992 *** (3.83)
<i>L.Fshare</i>	-0.407 (-0.32)	0.174 (0.10)	1.148 (0.68)
<i>Constant</i>	-33.641 *** (-6.31)	-20.511 *** (-2.65)	-30.797 *** (-4.48)
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
Observations	14 491	5 597	8 894
Adjust <i>R</i> ²	0.640	0.693	0.610

表 6 第(1)列全样本回归结果显示,交互项($High_Lev \times Post$)的系数显著为负,说明“去杠杆”政策实施后,高杠杆企业减少了新增债务融资。进一步,分国有企业和非国有企业来看,这一结论主要存在于非国有企业。这说明非国有企业通过减少新增负债来降低有息负债率。具体而言,如果企业要维持稳定的负债率,则在部分债务到期的同时新增贷款或发行债券,从而将有息负债率维持在稳定的水平。但是,若企业减少了新增债务,则企业的有息负债率也将随之下降。此外,在第(2)列回归结果中,本文发现高杠杆的国有企业在“去杠杆”政策之后确实增加了更多债务融资。这与上文结论相一致,即国有企业通过发行永续债并将其转入权益,从而能够在增加债务融资的同时降低企业负债率。

综合上述分析,自“去杠杆”政策实施以来,高杠杆企业的有息负债率均有所下降。究其原因,本文发现“去杠杆”政策对高杠杆企业债务的偿还比例影响并不显著,高杠杆的国有企业主要通过将债务隐藏到权益来实现去杠杆,而高杠杆的非国有企业主要通过减少新增债务来降低企业有息负债率。

六、“去杠杆”政策与企业债务风险

正如上文所述,“去杠杆”政策确实降低了高杠杆企业的有息负债率。但更为重要的是,“去杠杆”政策的实施目标为降低系统性金融风险。那么,该政策的实施究竟能不能降低高杠杆企业的债务风险呢?特别地,高杠杆的国有企业和非国有企业分别采用了不同的去杠杆方式,这对其债务风险是否存在不同的影响呢,尤其是高杠杆的国有企业通过隐藏债务来实现去杠杆是否会加剧债务风险呢?

为回答上述问题,本文考察了“去杠杆”政策对高杠杆企业债务风险的影响。具体而言,参考现有文献(陆正飞等,2015;Rajan and Zingales,1995;Faulkender and Petersen,2006),本文采用息税折旧摊销前收入除以利息支出得到的利息覆盖率($INTR$)衡量企业债务风险。该指标数值越大说明企业的盈利覆盖利息支出的程度越大,债务风险越小。而当该指标较小,甚至小于1时,表明企业现有的盈利都不足以支付利息,更不用说偿还债务本金,那么企业债务风险则相对较大。进一步,本文将模型(1)中的被解释变量替换为 $INTR$,得到模型(2):

$$INTR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 High_Lev_{i,t} \times Post_t + \beta_2 High_Lev_{i,t} + \beta_3 Post_t + \beta_4 SOE_{i,t} + \beta_n X + Firm + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

若模型(2)中交互项($High_Lev \times Post$)的系数 β_1 显著为正,说明“去杠杆”政策实施后,高杠杆企业去杠杆能够降低债务风险。如若 β_1 显著为负,则说明“去杠杆”政策下,高杠杆企业的债务风险反而加大了。

表 7 列示了模型(2)的回归结果。其中,第(1)列为考察全样本的回归结果,其中交互项($High_Lev \times Post$)的系数 β_1 未通过显著性检验。进一步,第(2)列和第(3)列分别报告了国有企业和非国有企业样本的回归结果。其中,国有企业样本中交互项 $High_Lev \times Post$ 的系数显著为负,而非国有企业样本中该交互项系数显著为正。这表明,“去杠杆”政策实施之后,高杠杆国有企业的债务风险反而加剧,而非国有企业中高杠杆企业的债务风险显著下降。由于国有企业和非国有企业存在完全相反的结论,因此在全样本中两个分样本的作用相互抵消,导致全样本中交互项的系数不显著。

表 7 “去杠杆”政策对高杠杆企业债务风险影响的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有企业	非国有企业
	<i>INTR</i>	<i>INTR</i>	<i>INTR</i>
<i>High_Lev</i> × <i>Post</i>	0.238 (1.08)	-0.580 * (-1.72)	0.771 *** (2.58)
<i>High_Lev</i>	-0.289 ** (-2.21)	0.182 (1.12)	-0.596 *** (-3.12)
<i>Post</i>	-0.159 (-0.53)	0.555 (1.39)	-0.798 * (-1.79)
<i>SOE</i>	-0.189 (-0.42)		
<i>L.ROA</i>	4.695 *** (3.73)	1.928 * (1.85)	5.820 *** (2.94)
<i>L.Size</i>	-0.595 *** (-3.38)	-0.254 (-1.07)	-0.561 ** (-2.25)
<i>L.Growth</i>	-0.026 (-0.29)	0.145 (1.25)	-0.160 (-1.33)
<i>L.MB</i>	-0.007 (-0.01)	-0.266 (-0.41)	-0.294 (-0.37)
<i>L.FATA</i>	-1.076 (-1.60)	-1.299 (-1.28)	-0.988 (-1.06)
<i>L.Fshare</i>	2.133 * (1.77)	-1.023 (-1.01)	2.472 (1.39)
<i>Constant</i>	13.265 *** (3.60)	7.534 (1.49)	11.704 ** (2.15)
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
Observations	13 298	5 287	8 011
Adjust <i>R</i> ²	0.421	0.482	0.390

企业债务风险是由企业负债情况以及盈利情况这两方面共同决定的。上文已经对企业债务情况进行了具体分析,进一步本文考察了“去杠杆”政策实施后高杠杆企业盈利情况的变化。具体而言,企业盈利的积淀在报表中反映为留存收益,这也是企业内源融资的来源之一(Rahaman,2001)。因此,本文将留存收益的增长率(*RetainedEarning_growth*)作为企业盈利能力的代理变量。进一步,将模型(2)中的 *INTR* 替换为 *RetainedEarning_growth* 后进行回归。回归结果具体见表 8。

表 8 的第(1)列中,交互项 *High_Lev*×*Post* 的系数显著为正,说明“去杠杆”政策实施之后,高杠杆企业的留存收益有了较大幅度的上涨。进一步,分国有企业和非国有企业两个样本来看,主要是非国有企业中交互项 *High_Lev*×*Post* 的系数显著为正,而国有企业样本中该系数并不显著。这说明,在“去杠杆”政策实施后,高杠杆的非国有企业由盈利带来的内源融

资充足,从而降低了企业债务风险。分析这其中的原因,本文认为相对于国有企业而言,民营企业的效率更高(李建明等,2011;杨汝岱、朱诗娥,2015)。若民营企业能够突破所有制歧视获得信贷融资,并使其负债率处于较高的水平,这样的企业可能也是效率高、业绩好的企业。因此,其也能够通过良好的经营获利,为企业积淀未来偿还债务的资金。进一步,结合表6的回归结果,本文认为由于高杠杆的非国有企业减少了新增债务,降低了总体债务水平,从而节省了部分利息支出。原本用于支付利息的收入可以转化为利润,提高了企业的盈利能力,并增加了企业的内源融资。而企业盈利的增加会增加企业总资产,从而使企业负债率降低。同时,内源融资的增加也会进一步减少企业外部融资的需求,从而减少企业债务融资,降低负债率。有鉴于此,本文认为,“去杠杆”政策实施后,高杠杆非国有企业减少新增债务会带来更多的内源融资,并进一步降低企业杠杆率。

表 8 “去杠杆”政策与企业盈利的变化

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有企业	非国有企业
	<i>RetainedEarning_growth</i>	<i>RetainedEarning_growth</i>	<i>RetainedEarning_growth</i>
<i>High_Lev</i> × <i>Post</i>	0.081 ** (2.37)	0.059 (1.18)	0.098 ** (2.08)
<i>High_Lev</i>	-0.101 *** (-2.88)	0.003 (0.06)	-0.160 *** (-3.50)
<i>Post</i>	-0.068 * (-1.86)	0.012 (0.22)	-0.119 ** (-2.24)
<i>SOE</i>	0.085 (0.79)		
<i>L.ROA</i>	-0.068 (-0.24)	0.334 (0.72)	-0.391 (-1.05)
<i>L.Size</i>	-0.115 *** (-2.96)	-0.163 ** (-2.45)	-0.084 (-1.64)
<i>L.Growth</i>	0.032 (1.44)	0.007 (0.20)	0.042 (1.44)
<i>L.MB</i>	-0.351 *** (-4.41)	-0.300 ** (-2.34)	-0.403 *** (-3.59)
<i>L.FATA</i>	0.006 (0.03)	0.039 (0.14)	0.100 (0.42)
<i>L.Fshare</i>	0.238 (1.05)	-0.343 (-0.87)	0.550 * (1.90)
<i>Constant</i>	1.423 (1.19)	4.216 *** (2.75)	0.296 (0.17)
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
Observations	14 490	5 596	8 894
Adjust <i>R</i> ²	0.018	0.025	0.029

七、稳健性检验

(一) 采用 Change 模型

本文采用 Change 模型再次检验“去杠杆”政策对高杠杆企业有息负债率变化的影响。具体而言,将模型(1)中的 Lev 替换为由期末有息负债率减去期初有息负债率得到的有息负债率变化($Change_Lev$)。同时,采用控制变量的期末值减去期初值得到的差额作为控制变量。在此基础上,建立了模型(3):

$$Change_Lev_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 High_Lev_{i,t} \times Post_t + \gamma_2 High_Lev_{i,t} + \gamma_3 Post_t + \gamma_4 SOE_{i,t} + \gamma_n \Delta X + Firm + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(3)式中:交互项 $High_Lev \times Post$ 的系数 γ_1 反映了高杠杆企业在“去杠杆”政策实施前后的差异,是本文主要关注的对象。表 9 列示了相关回归结果,其中各列回归结果中交互项($High_Lev \times Post$)的系数仍然显著为负。这说明“去杠杆”政策压力下,高杠杆企业的有息负债率变化更可能为负数,即企业杠杆率降低,并且在国有企业和非国有企业样本中这一结论均成立,与原结论相一致。

表 9 “去杠杆”政策与企业有息负债率变化

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有企业	非国有企业
	$Change_Lev$	$Change_Lev$	$Change_Lev$
$High_Lev \times Post$	-0.014 *** (-4.94)	-0.013 *** (-3.18)	-0.018 *** (-4.28)
$High_Lev$	0.076 *** (24.62)	0.074 *** (14.96)	0.081 *** (19.22)
$Post$	-0.007 *** (-2.65)	-0.003 (-0.74)	-0.009 ** (-2.43)
SOE	0.001 (0.15)		
$Change_ROA$	-0.210 *** (-12.80)	-0.259 *** (-7.40)	-0.188 *** (-10.38)
$Change_Size$	0.038 *** (7.29)	0.031 *** (2.78)	0.040 *** (6.87)
$Change_Growth$	-0.001 (-0.47)	-0.002 (-0.92)	-0.000 (-0.01)
$Change_MB$	0.021 *** (3.16)	0.014 (1.37)	0.027 *** (2.98)
$Change_FATA$	0.063 *** (3.65)	0.050 (1.61)	0.068 *** (3.33)
$Change_Fshare$	0.001 *** (4.76)	0.001 ** (2.06)	0.002 *** (4.34)
$Constant$	-0.046 (-1.45)	-0.017 (-0.87)	0.006 (0.22)
$Year$	YES	YES	YES
$Firm$	YES	YES	YES
$Industry$	YES	YES	YES
Observations	13 950	5 438	8 512
Adjust R^2	0.134	0.120	0.144

(二) 排除通过吸收权益投资实现去杠杆的可能性

本文还考察了“去杠杆”政策下高杠杆企业的权益融资,即排除企业通过权益融资降低杠杆率这一机制。本文将企业吸收投资收到的现金和吸收权益性投资收到的现金之和与期初总资产的比值作为企业权益融资的规模(*Equity*)。进一步,表 10 回归结果表明,在“去杠杆”政策下,高杠杆企业的权益融资反而有所收缩,从而排除了高杠杆企业通过权益融资这一途径来降低负债率。

表 10 “去杠杆”政策与权益融资

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本	国有企业	非国有企业
	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>
<i>High_Lev</i> × <i>Post</i>	-0.031 ** (-1.97)	-0.029 (-1.39)	-0.012 (-0.53)
<i>High_Lev</i>	-0.057 *** (-3.76)	-0.064 *** (-2.74)	-0.061 *** (-3.02)
<i>Post</i>	0.164 *** (9.67)	0.118 *** (5.34)	0.229 *** (8.97)
控制变量	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
Observations	11 063	4 218	6 845
Adjust <i>R</i> ²	0.113	0.094	0.131

(三) 变更高杠杆企业变量的设定

考虑到企业负债率受到行业因素的影响,本文将负债率位于当年该行业的前三分位数的企业作为实验组,*High_Lev*1 取值为 1,否则为 0,并将模型(1)中的 *High_Lev* 替换为该变量进行检验。同时,考虑到企业性质的影响,本文分别将国有企业、非国有企业中负债率位于当年该行业前三分位数的企业作为实验组,*High_Lev*2 取值为 1,否则为 0 进行稳健性检验。此外,由于低杠杆企业也受到了“去杠杆”政策的影响,而本文对于高杠杆企业的设定较为主观,因此将企业有息负债率在前四分位数的企业视为高杠杆企业,生成变量(*High_Lev_quar*)并进行稳健性检验。进一步,本文还将负债率位于当年该行业前四分位数的高杠杆企业作为实验组重新检验。上述采用不同标准定义的高杠杆企业的回归结果均与原结论基本一致,从而验证了本文结论的可靠性。^①

八、结论与政策建议

近年来,我国非金融企业部门的杠杆问题一直令人堪忧。针对该问题,2015 年底的中央经济工作会议提出了“去杠杆”。“去杠杆”政策实施后,非金融企业的宏观杠杆率呈现明显的下降趋势。为剖析“去杠杆”政策的微观影响,本文基于上市公司数据,从微观企业层面对“去杠杆”政策的实施效果进行了评估,考察“去杠杆”政策实施后高杠杆企业是否实现了去杠杆以及如何降低杠杆率。进一步,本文还探索了“去杠杆”政策的实施能否有效降低高杠杆企业的债务风险,并分析了不同产权性质下高杠杆企业的去杠杆途径对其债务风险的影响。

①限于文章篇幅有限,此处未列示相关回归结果。

本文研究表明,“去杠杆”政策确实有利于高杠杆企业降低有息负债率,并且在国有企业和非国有企业中均发现了这一现象。但是“去杠杆”政策下高杠杆企业并没有偿还更多的债务以降低负债率,高杠杆的非国有企业主要通过减少新增债务融资来降低企业有息负债率,而高杠杆的国有企业主要通过将债务隐藏到权益来实现去杠杆。更为重要的是,本文研究发现“去杠杆”政策实施之后,国有企业权益类永续债的风险仍然很高,从而加剧了债务风险;而高杠杆的非国有企业由于减少了债务融资而降低了利息支出并增加了留存收益,债务风险也因此降低。

本文的结论具有较强的政策性意义。第一,“去杠杆”政策实施之后高杠杆的国有企业杠杆率有所降低,但同时非国有企业也在去杠杆,而2018年中央财经委员会提出的结构性“去杠杆”主要是去国有企业杠杆。因此,今后仍需要重点关注和推进国有企业去杠杆,从而将有限的信贷资源从高负债率的国有企业中释放出来,并配置到高效的企业中去,提高我国信贷资源配置效率。同时,还需要避免“一刀切”式的去杠杆加剧民营企业融资难的问题。第二,2021年国资委下发了《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》,其中明确要求地方国有企业权益类永续债占净资产比例原则上不超过40%^①。这说明“去杠杆”政策实施之后,国有企业的债务风险仍然很高;并且与本文的研究发现相符合,即去杠杆之后,国有企业采用了发行永续债的方式将新增债务隐藏到权益,在获取债务融资的同时实现了去杠杆,但加大了债务风险。因此,企业在实现去杠杆的过程中并不能完全依赖于将债务隐藏到所有者权益这种途径,尤其是国有企业。这种方式只是形式上降低了企业的负债率,实质上并未降低企业债务风险,并且这类权益性的债务也是未来管控国有企业债务风险的重要抓手。

参考文献:

- 1.蔡真、栾稀,2017:《为什么企业回报下降杠杆还在上升?——兼论宏观杠杆率的背离》,《金融评论》第4期。
- 2.方军雄,2007:《所有制、制度环境与信贷资源配置》,《经济研究》第12期。
- 3.李建明、缪荣、郝玉峰,2011:《10年来中国企业500强发展趋势》,《中国工业经济》第10期。
- 4.刘晓光、刘元春、申广军,2019:《杠杆率的收入分配效应》,《中国工业经济》第2期。
- 5.陆正飞、何捷、窦欢,2015:《谁更过度负债:国有还是非国有企业?》,《经济研究》第12期。
- 6.綦好东、刘浩、朱炜,2018:《过度负债企业“去杠杆”绩效研究》,《会计研究》第12期。
- 7.秦海林、高軼玮,2020:《去杠杆政策会影响投资者信心吗?》,《经济评论》第1期。
- 8.谭小芬、李源、王可心,2019:《金融结构与非金融企业“去杠杆”》,《中国工业经济》第2期。
- 9.王竹泉、王苑琢、王舒慧,2019:《中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在?》,《管理世界》第2期。
- 10.吴成颂、胡寒笑、王超,2019:《短期跨境资本流动、货币政策和商业银行系统性风险——来自中国上市银行的经验证据》,《江南大学学报人文社会(人文社会科学版)》第4期。
- 11.吴辉,2017:《关于我国企业永续债属性问题的探讨》,《财务与会计》第13期。
- 12.谢晓宝、丁龙飞、廖珂,2019:《海外背景董事与债务融资成本——基于董事会咨询和监督职能的中介效应》,《管理评论》第11期。
- 13.许晓芳、陆正飞,2020:《我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响》,《会计研究》第1期。
- 14.许晓芳、陆正飞、汤泰劼,2020a:《我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究》,《管理科学学报》第7期。
- 15.许晓芳、周茜、陆正飞,2020b:《过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》第8期。

①参见 <https://finance.sina.com.cn/roll/2021-04-09/doc-ikmyaawa8608263.shtml>。

16.杨汝岱、朱诗娥，2015：《市场潜力、地方保护与企业成长》，《经济学动态》第11期。
17.于博、夏青华，2019：《去杠杆对国有企业融资约束的异质性冲击研究》，《江西社会科学》第4期。
18.郝曼妮、黎文靖、柳建华，2018：《利率市场化与过度负债企业降杠杆：资本结构动态调整视角》，《世界经济》第8期。
19.周菲、赵亮、尹雷，2019：《去杠杆的路径选择：财政去杠杆还是金融去杠杆？——基于企业部门的分析》，《财政研究》第2期。
20.周茜、许晓芳、陆正飞，2020：《去杠杆，究竟谁更积极与稳妥？》，《管理世界》第8期。
21.Brandt, L., and H. Li. 2003. “Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives?” *Journal of Comparative Economics* 31(3):387-413.
22.Chang, C., X.Chen, and G.M.Liao.2014. “What Are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China?” *Pacific Basin Finance Journal* 30:87-113.
23.Faulkender, M., and M.A.Petersen.2006. “Does the Source of Capital Affect Capital Structure?” *Review of Financial Studies* 19(1): 45-79.
24.Kini, O., J.Shenoy, and V.Subramaniam.2017. “Impact of Financial Leverage on the Incidence and Severity of Product Failures: Evidence from Product Recalls.” *The Review of Financial Studies* 30(5):1790-1829.
25.Megginsong, W.L., B.Ullah, and Z.Wei.2014. “State Ownership, Soft-Budget Constraints, and Cash Holdings: Evidence from China’s Privatized Firms.” *Journal of Banking and Finance* 48(11):276-291.
26.Rahaman, M.M.2001. “Access to Financing and Firm Growth.” *Journal of Banking and Finance* 35(3):709-723.
27.Rajan, R., and L.Zingales.1995. “What Do We Know about Capital Structure?” *Journal of Finance* 50(5): 1421-1460.
28.Sapienza, P.2004. “The Effects of Government Ownership on Bank Lending.” *Journal of Financial Economics* 72(2):357-384.
29.Scott, T.W., C.I.Wiedman, and H.A.Wier.2011. “Transaction Structuring and Canadian Convertible Debt.” *Contemporary Accounting Research* 28(3):1046-1071.

Do Firms Repay Debts or Hide Debts under the Pressure of “Deleveraging” Policy?

Ma Huixian¹ and Yao Youfu²

(1: Tongji University; 2: Guizhou University of Finance and Economics)

Abstract: This paper uses the 2013–2018 A-share listed enterprises as a research sample to examine the approaches of deleveraging and the changes in debt risks of highly leveraged enterprises with different ownership nature after the implementation of the “deleveraging” policy from a microscopic level, and try to evaluate the effect of the “deleveraging” policy. The results show that under the pressure of the “deleveraging” policy, highly leveraged enterprises reduce their debt ratios, and the leverage ratios of both highly leveraged state-owned enterprises and non-state-owned enterprises are reduced. Further analysis of the deleveraging approaches of enterprises under the “deleveraging” policy, finds that the proportion of debt repayment of highly leveraged enterprises do not changed significantly. Simultaneously, highly leveraged non-state-owned enterprises mainly reduce debt ratio by reducing the new debt financing and increasing the internal financing, so as to alleviate the debt risk, while highly leveraged state-owned enterprises mainly hide debt in equity to deleverage and increase new debt, leading to the rise of debt risk. This paper analyzes the impact of “deleveraging” policy from the perspective of micro enterprises’ deleveraging approaches and debt risk, which is not only an evaluation of the effect of “deleveraging” policy but also provides experience for deleveraging in the future.

Keywords: “Deleveraging” Policy, Repay Debt, Hide Debt, Debt Risk, Ownership Nature of Ultimate Controller

JEL Classification: G32, G38

(责任编辑:陈永清)