

## 摘要

国有企业融资具有政府隐性担保的便利性，因此产生更高的负债率水平。部分央企的负债率甚至超过了国资委划定的 70% 的警戒线，引起人们对其高负债的担忧。企业实际负债率的高低并不能决定负债的合理与否，不同企业的状况因所处行业的性质及资产规模而有所不同。研究表明，企业具有目标负债率，并且其目标负债率受到行业以及企业的性质的影响，实际负债率与目标负债率差额大小和程度更能反映企业负债的状况。

本文采用了沪深两市 2004-2017 年全部上市公司数据为研究样本，运用债务融资优势假说、股权融资优势假说和财务成本危机假说来检验企业过度负债与企业产权性质的联系。首先通过数据观察对企业产权性质和企业过度负债现状进行初步分析，为了更深入的研究产权性质对动态及静态角度下过度负债的影响，本文构建 OLS 和 Logit 模型，通过 Cluster 聚类稳健标准误估计，对过度资产负债率与企业产权性质之间的联系、过低利息覆盖率与企业产权性质之间联系以及过度资产负债率与过低利息覆盖率和企业产权性质三者之间的联系进行实证检验。

实证结果表明，国有企业相比于非国有企业，在短期静态视角下更倾向过度负债，也就是说，国有企业发生债务违约的风险更高，但是，在长期动态视角下，国有企业更不可能过度负债。通过对三者之间的关系进一步研究发现，过度资产负债率与过低利息覆盖率具有一致性，也即长期动态视角下过度负债与短期静态视角下过度负债具有一致性，但是，当企业存在过度负债时（实际负债率高于目标负债率），国有产权性质削弱了二者之间的正相关联系，说明国有产权性质的隐性担保降低了企业发生债务违约对企业长期动态视角下过度负债的负面影响。随着市场化改革的不断推进，相比于非国有企业，国有企业的福利也在不断减少，国有企业的隐性担保也会不断失去，不仅短期角度下国有企业更可能过度负债，长期角度下也更可能过度负债，企业短期情况下的偿付能力不足也会加剧长期视角下的流动性不足，进而加剧了企业的债务违约风险和经营风险，因而，信贷机构要关注到国有企业产权性质风险的变化。同时，国有企业也要提前做好应对方法，进行适当的银行信贷以及债券发行，国有企业应拓宽融资渠道，加大权益融资规模，缓解债务融资压力。

**关键词：**目标负债率；过度资产负债率；利息覆盖率；产权性质；政府隐性担保

## Abstract

State-owned enterprise financing has the convenience of Government Implicit guarantee, so it has a higher debt ratio. Some state-owned enterprises' debt ratio even exceeds the 70% warning line set by SASASAC, which leads people to worry about their high debt. However, the actual debt ratio of enterprises can not determine whether the debt is reasonable or not. Different enterprises have different industry nature and asset size. Research shows that enterprises have target debt ratio, and the target debt ratio is affected by industry and the nature of enterprises. The difference between actual debt ratio and target debt ratio can better reflect the situation of enterprises' debt.

This paper uses the data of all listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2004 to 2017 as research samples to test the relationship between excessive debt and property rights of enterprises. On the basis of MM theory, bankruptcy cost theory, Static Trade-off theory, agency cost theory, pecking order financing theory and dynamic perspective, this paper adds debt financing advantage hypothesis, equity financing advantage hypothesis and financial cost crisis hypothesis to the study of the nature of excessive debt and property rights of enterprises, and then analyses the nature of property rights and the status quo of excessive debt of enterprises. From the observation of the data, we get some rough ideas. In order to further study the influence of property rights on excessive debt from dynamic and static perspectives, we construct OLS and Logit models. Through Cluster clustering robust standard misestimation, we empirically test the relationship between excessive asset-liability ratio and the nature of enterprise property rights, too low interest coverage and enterprise property rights. The relationship between nature and the relationship between excessive asset-liability ratio and low interest coverage and the nature of enterprise property rights.

Empirical results show that compared with non-state-owned enterprises, state-owned enterprises are more likely to be over-indebted in the short-term static perspective, that is, under the short-term static conditions, the risk of debt default of state-owned enterprises is higher, but in the long-term dynamic perspective, state-owned enterprises are less likely to be over-indebted. Through a further study of the relationship between the three, we can find that the excess asset-liability ratio and the overload rate of overload interest are consistent, that is, the overload debt ratio from the long-term dynamic perspective is consistent with the over-debt ratio from the short-term static perspective. However, when the enterprise has

excess debt ratio (the actual debt ratio is higher than the target debt ratio), the nature of state-owned property rights weakens the relationship between them. The positive correlation shows that the implicit guarantee of the nature of state-owned property rights reduces the negative impact of debt default on excessive debt in the long-term dynamic perspective of enterprises. With the continuous advancement of market-oriented reform, compared with non-state-owned enterprises, the welfare of state-owned enterprises is also decreasing, and the implicit guarantee of state-owned enterprises will be losing. State-owned enterprises are more likely to be over-indebted in the short term, and over-indebted in the long term. Insufficient solvency of enterprises in the short term will also aggravate the lack of liquidity in the long term. And it aggravates the risk of debt default and operational risk of enterprises. Therefore, credit institutions should pay attention to the change of property rights risk of state-owned enterprises. At the same time, state-owned enterprises should also do a good job of coping with the problem ahead of time, carry out appropriate bank credit and bond issuance. State-owned enterprises should broaden financing channels, increase the scale of equity financing, and alleviate the pressure of debt financing.

**Key words:** target liability ratio; excessive asset liability ratio; interest coverage rate; property rights nature; government invisible guarantee

# 目 录

导 论.....	1
一、选题背景和研究意义 .....	1
二、国内外相关研究的文献综述 .....	3
三、研究方法和内容 .....	6
四、本文的创新与不足 .....	6
<b>第一章 企业过度负债理论分析.....</b>	<b>8</b>
第一节 静态视角下的企业过度负债分析 .....	8
一、MM 理论 .....	8
二、破产成本理论 .....	8
三、权衡理论 .....	9
四、代理成本理论 .....	9
五、优序融资理论 .....	10
第二节 动态视角下的企业过度负债分析 .....	10
一、动态视角理论的内涵及研究焦点 .....	10
二、动态视角理论的调整模型构建 .....	11
<b>第二章 企业产权性质与企业过度负债现状.....</b>	<b>13</b>
第一节 企业产权性质的现状分析 .....	13
一、企业的产权性质特征 .....	13
二、企业的产权性质分行业特征 .....	14
第二节 企业过度负债现状分析 .....	16
一、企业过度负债特征 .....	16
二、企业过度负债与企业产权性质的关联分析 .....	23
<b>第三章 企业产权性质与企业过度负债的实证研究.....</b>	<b>29</b>
第一节 理论分析与研究假设 .....	29
一、债务融资优势假说 .....	29

二、股权融资优势假说 .....	29
三、财务成本危机假说 .....	30
第二节 研究设计 .....	30
一、样本选择与数据 .....	30
二、变量选择与模型构建 .....	31
第三节 实证结果与分析 .....	33
一、描述性统计 .....	33
二、实证分析 .....	34
三、稳健性检验 .....	39
四、结果分析 .....	42
<b>研究结论与启示 .....</b>	<b>43</b>
一、研究结论 .....	43
二、研究启示 .....	44
<b>参考文献 .....</b>	<b>45</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>49</b>

# 导 论

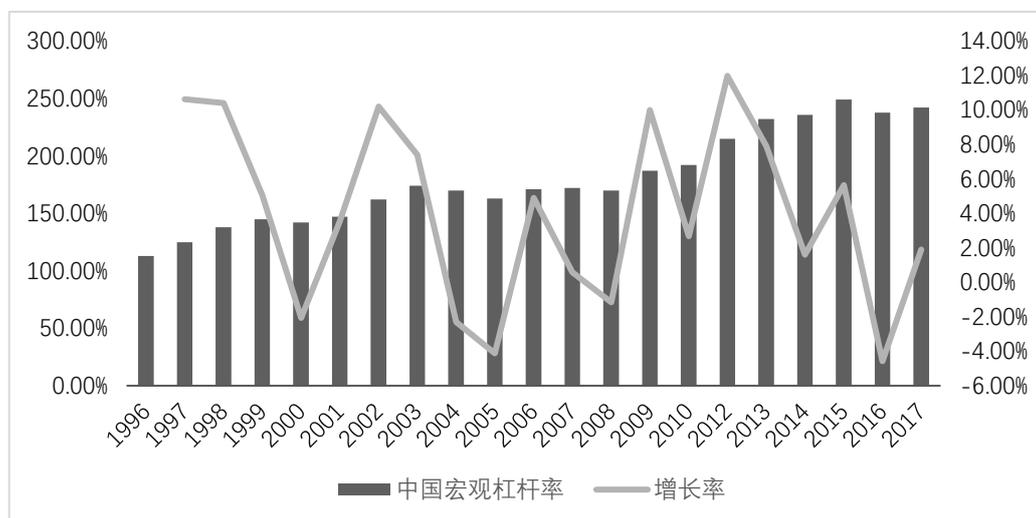
## 一、选题背景和研究意义

### （一）本文的研究背景

在当前我国经济持续下行的压力下，经济杠杆的风险越来越突出。根据中国社科院公布的国家资产负债表 2017 统计显示，到 2017 年底，我国全社会债务总额达 184.5 万亿元，而全社会杠杆率水平为 242.1%。持续较高的杠杆率水平引发诸多问题，如企业债务融资成本增加、企业投资能力受到限制、高负债企业的破产成本增加、银行不良资产增加以及债务风险可能引发的其他连锁效应。当前，我国要素市场发展相对落后，以利率为代表的政策工具对资本要素价格机制的管理并没有完全形成，在此背景下，如何降低企业高负债带来的风险以及缓解企业过度负债已经成为学者和政府关注的焦点。

#### 1. 总体杠杆情况

总体来看，中国宏观杠杆率水平一直处于上升趋势。从 2008 年的 170% 上升到 2017 年的 242.1%，在 9 年的时间内上升了 72.1 个百分点，如图 0-1 所示，其中，居民部门的杠杆率从 18% 上升到 49%，增加了 31 个百分点，非金融企业部门的杠杆率水平从 98% 上升到 156.9%，增加了 57.9 个百分点；政府部门的杠杆率水平从 57% 降到 40%，下降了 17 个百分点。



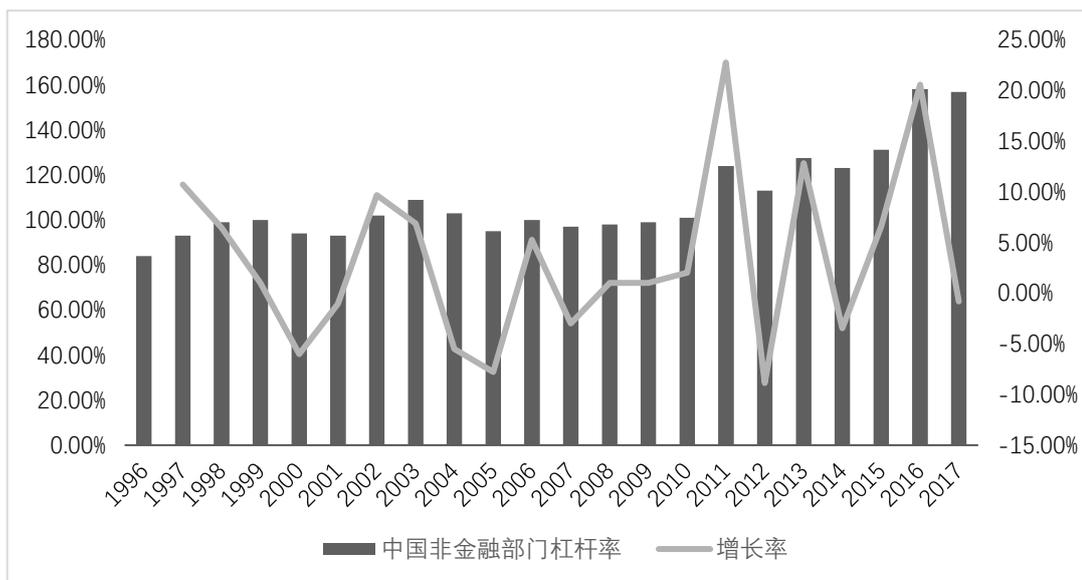
数据来源：Wind 数据库

图 0-1 中国宏观杠杆率

#### 2. 非金融企业部门杠杆情况

如图 0-2 所示，2008 年到 2017 年，中国非金融企业杠杆率从 98% 上升到 156.9%，提高 58.9 个百分点，上升较快，在社会杠杆率中占比也最高，甚至超过了其余部门

杠杆率总和。具体来看，非金融企业主要通过以下三种途径进行融资。一是传统的贷款渠道。根据中国人民银行数据统计，2017 年非金融企业及其机关团体部门新增人民币贷款为 67100 亿元；二是非金融企业部门在金融市场通过债务融资工具募集企业所需资金，主要包括企业债、短期融资券、中期票据和公司债等，2017 年新增企业债券 4421 亿元。三是非金融企业部门通过信用中介活动获得的融资。2017 年我国通过信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票融资余额为 35685 亿元。由此可见，银行贷款是非金融企业信用贷款最主要的方式。



数据来源：Wind 数据库

图 0-2 中国非金融企业部门杠杆率

一些研究结果表明，国有企业存在政府隐性担保<sup>①</sup>，因为这种潜在的担保，国有企业进行债务融资更加便利，从而加剧了国有企业的过度融资（方军雄，2007）<sup>②</sup>。部分央企的资产负债率已经超过了国资委限定的 70%警戒线<sup>③</sup>，还有一些地方国有企业出现资不抵债的情况，加剧了人们对国有企业的担忧。但是仅看企业实际负债率高高低可能无法判断其负债状况是否合理，一方面，企业具有目标负债率（或称最优负债率），且目标负债率受到企业特征及外部因素的影响，因此不同企业的目标负债率可能不同，判断企业负债率是否合理不只是从实际负债率高高低出发，更重要的是从实际负债率和目标负债率二者的差额大小即过度负债程度考虑<sup>④</sup>；另一方面，根据 Caskey et al (2012) 的研究，企业股票市场回报以及未来成长性与企业过度负债成负相关关系，这从侧面衡量了企业负债合理状况，因此研究过度负债可能更有实际意义。

## （二）本文的研究意义

<sup>①</sup> 政府隐性担保是指政府对企业的竞争失败和经营损失提供不言自明的担保。

<sup>②</sup> Chang et al. (2014) 对国有企业存在政府隐性担保进行了详细的验证。

<sup>③</sup> 国资委对国有企业资产负债率的风险上限设定。

<sup>④</sup> 这里的过度负债是长期动态视角下的过度资产负债率。

我国多数企业资产负债率较高,这对于整个宏观以及微观市场环境也有较大压力,本文是从企业过度负债的角度衡量企业负债率的合理与否,而非单纯的讨论国有与非国有企业负债率高低的问题,这也加深了企业产权性质与企业过度负债的纵向研究;已有部分研究证实了企业实际资产负债率偏离目标负债率来源于宏观市场的波动、代理成本、财务危机成本、产品市场竞争等,本文在以上基础之上又加入了债务融资优势假说、股权融资优势假说、财务危机成本假说,从产权性质角度更深入探讨其对企业过度负债的影响,也扩展和加深了企业过度负债方面的研究。由于政府隐性担保的存在,银行等信贷机构更愿意把资金投放给国有企业,尽管短期内国有企业债务偿还能力较低,但长期动态视角下国有企业比非国有企业更有优势。可是市场化在逐步推进,政府隐性担保的程度会越来越低,甚至消失,相比于非国有企业,国有企业的短期偿还能力较低更容易引起其长期流动性问题,进而更容易引发债务违约风险。所以,从自身角度而言,国有企业需要不断优化和扩宽自己的融资渠道,避免融资渠道单一而受到外部融资约束,同时,国有企业更要加强自己盈利能力,提高企业短期和长期资金流动性,最大程度降低利息不能偿付的可能。商业银行等信贷机构作为信贷主体,也要时刻关注到政府隐性担保的效力,更多关注国有企业自身的资产负债结构、盈利能力、成长性、债务偿还能力等指标。

## 二、国内外相关研究的文献综述

企业高负债主要是基于企业内部主动和被动债务融资以及外部市场宏观经济影响两个方面的因素。彭方平等(2017)指出,经济周期的伊始,企业资产负债率较低,受到市场需求的不断增加,受到投资者的乐观预期,企业增加杠杆扩大市场规模,当经济达到繁荣时期,企业资产负债率已处于较高水平,企业负债率继续上升导致实体经济下行,即经济步入萧条甚至是衰退时期,企业被动增加资产负债率<sup>⑤</sup>。此外,杨箐等(2017)实证发现,外部宏观经济对企业资产负债率有影响。在企业内部自身因素如企业产权性质也会影响企业负债情况。钟宁桦等(2016)发现,从1998至2013年间,国有企业的实际负债率相比于私营企业和外资企业要高。

钟凯等(2016)实证研究发现,我国存在金融抑制<sup>⑥</sup>和市场管制,而这种机制衍生出来的政府担保机制促使国有企业相比于非国有企业有更多的机会向商业银行等信贷机构融资,从而致使国有企业的高负债,但是,非国有企业的信息不对称以及违约风险较大,因而只能从信贷机构获得短期资金来弥补长期资金的短缺,从而整个市场表现出严重的资金错配现象。虽然企业获得了银行短期资金,短期获得了流动性支持,可是企业同时面临着短期偿还债务的压力,企业一般的项目周期都较长,短期内

<sup>⑤</sup> 由于受到外部宏观经济环境的冲击,企业利润空间下降,为了支付工人工资以及维持生产,企业通过债务融资维持生存。

<sup>⑥</sup> 金融抑制就是指政府通过对金融活动和金融体系的过多干预抑制了金融体系的发展,而金融体系的发展滞后又阻碍了经济的发展。

投入的资金较难快速收回，因而面临着财务困境压力。杨箐等（2017）认为，有些发展中国家倾向于采用金融抑制的方法限制一部分信贷资源流向金融市场，这笔信贷资金通过某种渠道进入一些特殊银行机构，而后这些机构以低于市场资金价格的利率发放给一些政策扶持的行业或产业，这不利于市场资金合理配置以及资金的高效利用，金融自由化可以促使市场资金供给方和需求方的平衡，由供给双方决定市场价格，不仅可以缓解市场资金的缺口，而且使得部分资金更高效的利用到真正需要的行业中去。刘莉亚（2017）认为，虽然利率市场化可以推进银行自主定价，从而降低很多企业面临的金融抑制问题，但是，自主定价的同时，银行之间的竞争也越发的剧烈，于市场而言，金融市场化可以促使资源高效配置，于银行而言，银行需要调整信贷结构，是一把双刃剑。郑曼妮等（2018）认为，利率市场化下，过度负债企业更倾向于降杠杆行为，但是这一行为在国有企业中不显著，主要受到预算软约束机制作用。王红建等（2018）等实证研究发现，放松利率管制可以使得企业更不愿意过度负债，抑制过度负债的行为，而且使得资本结构调整速度加快，利率管制放松抑制企业进行短贷长投行为，从而延长了企业债务期限结构。陆正飞（2015）认为在中国处在经济转型的时期，由于和国有企业密切的关系，银行等金融机构更倾向于把信贷资金投放给国有企业，另一方面，国有企业承担着更多的社会责任以及国家战略，因而，当国有企业面临亏损的时候，政府会主动帮助和扶持。黄继承和姜付秀（2015）认为，随着市场化的逐步推进，以及商业银行等金融机构的增多，商业银行越来越注重自身的利益，由于市场化的竞争越来越激烈，商业银行也更注重企业的信用状况，把资金投放给盈利能力强且信用好的企业，可以提高银行信贷资金的流动性，基于商业银行的竞争，企业之间也更加注重自身的资产负债结构，若自身负债率较高，则需要向商业银行支付更高的资金使用成本，而同行业的企业资产负债结构很好，则资产负债结构不好的企业失去了竞争优势，更可能陷入竞争危机，所以，企业都有意愿和动机调整和优化自身的资本结构。

过去已有较多的研究探讨企业时候存在最优的资产负债结构，根据传统的 MM 定理可知，在一系列的假设条件下，企业的价值不受企业资本结构的影响，当然，这个结论是基于一系列的假设条件，然而，姜付秀和黄继承（2011）研究发现，由于企业受到外部市场摩擦、信息不对称、企业所得税、融资约束、代理成本等因素的综合影响，企业存在一种最优的状态使得企业价值最大化，这种最优的状态即最优的资产负债结构。于蔚等（2012）认为，企业很难达到最优的资产负债结构，因为企业除了有自身的融资需求，还要受到外部融资约束、融资供给方的限制、外部市场环境的冲击等等，因而企业的资本结构往往偏离最优资本结构。王正位等（2007）、姜付秀和黄继承（2011）、盛明泉等（2012）研究发现信贷歧视、信贷供给不足以及金融市场发展不均衡是导致实际资本结构偏离最优资本结构的主要因素。

企业最优资本结构有助于推进企业更健康的发展，不足或者过度负债都不利于企

业成长,然而,有些随机因素和调整成本使得这个过程难以达到。Caskey et al. (2012) 在研究中将实际负债率拆分为目标负债率和过度负债率,而且在股市中进一步研究发现,过度负债是影响企业股票收益以及企业成长性主要因素,而且是负相关的关系,并且过度负债能够预测企业未来的基本面信息,但投资者未能很好地捕捉到企业过度负债所提供的信息。Uysal (2011) 认为,企业当前较好的经营管理可以促使企业更容易获得资金,而当前过度负债则限制了企业未来获取资金的需求,而且过度负企业更不愿意采取并购措施,尤其是以现金并购的方式,因为企业很难获得流动资金,尽管企业意识到自己处于过度负债的状态,但是调整成本降低了企业朝最优资本结构调整的动机。Banerjee et al. (2004) 实证研究发现每个企业都存在一个最优的资本结构,但是企业想朝着最优资本结构调整的过程是复杂的,要花费很长时间; Lemmon et al. (2008) 研究发现企业资产负债率横截面受到一些因素的影响,但是这些因素的改变是缓慢的,可能需要 20 年甚至更长的时间;从国内来看,屈耀辉(2006) 认为通过观察上市公司财报,可以发现中国企业的资本结构调整也是异常缓慢的。

张会丽和陆正飞(2013) 认为企业过度负债的行为是不利于企业发展的,因而有必要横向研究影响企业过度负债的因素,进而可以找到缓解的方法。Titman and Tsyplakov(2007) 分析认为由于信息不对称,企业股东和债务人利益趋向不一致,阻碍企业朝着最优资本结构移动,财务危机成本促使股东朝着目标资本结构移动,外部宏观环境以及经济冲击对企业资本结构有较大冲击,致使企业资本结构偏离;姜付秀等(2008) 认为产品市场竞争环境越激烈,企业更不可能过度负债,企业也会朝着最优的资本结构发展;Deangelo et al(2011) 研究发现企业是否会朝着最优资本结构移动受到投资机会和未来回调成本的影响;盛明泉等(2012) 认为预算软约束<sup>⑦</sup>会抑制企业朝着最优资本结构移动;张会丽和陆正飞(2013) 实证研究发现,企业资产负债率偏离最优值与子公司负债情况相关,而且与子公司的负债程度正相关。

尽管各种资本结构理论如代理成本理论、权衡理论等等对企业是否存在目标资产负债率没有统一的结论,但是很多实证结果表明企业存在这样一个状态,而且企业最优资本结构受到多种因素影响,同一个企业在不同时间最优资产负债率以及不同的企业最优资产负债率也会不同。根据企业资本结构调整的动态权衡理论, Fischer et al (1989)、Fama and French (2002)、Flannery and Rangan (2006) 等认为,企业是否有意愿调整当前的资产负债结构,从而趋向于最优,不仅取决于企业自身的意向,而且还受制于外部不可控的市场环境,尤其是市场摩擦。赵兴楣和王华(2011) 认为,企业很难按照自己的意愿调整资产负债率结构以满足自己的融资需求当外部市场摩擦较大时。马弘和郭于玮(2017) 发现,市场化的不断推进对于完善我国资本市场具有重大作用,利率市场化的实施对于金融市场改革、金融市场摩擦以及企业外部融资

<sup>⑦</sup> 预算软约束是指向企业提供资金的机构(政府或银行)未能坚持原先的商业约定,使企业的资金运用超过了它的当期收益的范围。

环境的改善具有重大的意义。

### 三、研究方法和内容

本文的主要研究内容是企业过度负债与企业产权性质之间的关系，分别从短期静态视角和长期动态视角度量企业过度负债。长期动态视角中过度负债用实际负债率和目标资产负债率的差额即过度资产负债率度量，短期静态视角采用利息覆盖率度量，分别研究了企业产权性质与企业过度资产负债率的关系，企业产权性质与企业过低利息覆盖率的关系，企业产权性质、过低利息覆盖率与企业过度资产负债率的关系。本文基于 CSMAR 数据库和 WIND 数据库提供的数据，并运用 OLS 和 Logit 模型，对企业过度负债与企业产权性质之间的联系展开实证研究。

第一部分，绪论。主要阐述本文的选题背景和国内外学者已有的相关研究成果，以及本文的采用的研究方法。

第二部分，正文部分。第一章，首先对理论基础进行了梳理，主要有 MM 理论、破产成本理论、静态权衡理论、代理成本理论、优序融资理论，分析了企业过度负债资本结构理论基础，为后文的实证分析作出铺垫。第二章，主要分析了我国企业过度负债与企业产权性质的现实背景，企业产权性质的现实背景主要通过企业产权性质特征和企业产权性质分行业特征表现，企业过度负债现实背景主要分为两个方面，企业过度负债特征以及企业过度负债和企业产权性质的联系，分别从短期静态和长期动态两个视角观察，分别用利息覆盖率以及过度资产负债率衡量企业过度负债和企业产权性质的联系。第三章，以理论分析和现实背景为基础，引入债务融资优势假说、股权融资优势假说和财务成本危机假说，提出研究假设，从短期静态视角的过低利息覆盖率和长期动态视角的过度资产负债率实证检验了企业过度负债与企业产权性质之间的联系，并阐述过度资产负债率和过低利息覆盖率、企业产权性质三者之间的关联，得出相关的研究结论。

第三部分，研究结论与启示。此部分总结全文的分析过程、方法和主要结论，并提出相应的研究启示。为国有企业及信贷机构加强债务违约风险的预防和控制提出了建设性的观点。

### 四、本文的创新与不足

#### （一）本文的创新之处

1. 研究内容方面。本文采用企业过低利息覆盖率以及运用实际资本结构与目标资本结构的差额作为指标，分别从静态和动态两个角度对国有和非国有企业过度负债进行度量，更全面地研究了企业过度负债与企业产权性质之间的联系，本文的研究丰富了企业过度负债与企业产权性质关系的研究。

2. 研究视角方面。本文从产权性质的角度研究企业过度负债的状况，分别从短期

静态和长期动态两个方面出发，避免了从单一角度考虑造成结果误差，并且对两个视角结果的差异进行解释，不仅扩展了关于企业过度负债的横向研究，而且深化了纵向研究，为分析产权性质与企业过度负债之间的联系提供新的视角。

## （二）本文的不足之处

本文实证部份的样本全部来源于上市公司，目标负债率等指标的衡量也是基于上市公司的数据，对于非上市公司的情况并没有考虑，如果能够将样本扩大到调研数据，得出的结果可能更全面并且更有说服力。

此外，本文基于 OLS 和 Logit 模型对面板数据进行分析，并进行稳健性检验，如果能做进一步拓展，利用 GMM<sup>®</sup>模型对动态数据进行跟踪，得到的结果也许会更加丰富。

<sup>®</sup> 主要包括 IV 估计、GMM 广义矩估计以及系统 GMM 估计。

# 第一章 企业过度负债理论分析

倘若静态视角理论是对企业横向资本结构的研究，那么动态视角理论是对企业纵向资本结构研究，因而，破产成本、税盾收益、代理成本等相关静态视角理论同样作用于动态视角理论，影响着动态视角的过程，本章节以静态和动态视角资本结构理论为基础，拓展研究了企业过度负债静态视角和动态视角理论。

## 第一节 静态视角下的企业过度负债分析

这一节主要介绍了静态视角相关理论，Modigliani and Miller(1958)提出的MM理论标志着现代资本结构理论的开端，随着MM理论中假设条件的逐步放开，各种变量被加入到该模型中，破产成本、债务税盾、税收成本、代理成本等等变量逐步扩展和深化了该研究，推动了资本结构的发展。

### 一、MM理论

Modigliani and Miller(1958)提出了MM理论，而后在之前的理论基础上，二人又放开了企业所得税的条件，分别于Modigliani and Miller(1963)及Miller(1997)对MM理论进行修改。

MM理论对于资本结构理论的发展起到了重大的作用，作为资本结构理论的开端，MM理论是基于多个严格的假设条件，提出了与企业价值和权益资本成本相关的两个命题，命题1：企业资本结构对企业价值没有影响；命题2：控制企业经营风险不变，有杠杆企业权益资本成本要比无杠杆企业权益资本成本多出了风险溢价成本。上述命题假设条件内容包含：完全竞争市场、无交易成本、现金流外生、借贷平衡、有相同期望，Modigliani and Miller(1958)研究得到，满足上述的假设条件，两个经典命题完全成立。如果用变量 $V_L$ 作为杠杆企业的价值，变量 $V_U$ 作为无杠杆企业的价值，MM理论可以表述成公式(1-1)：

$$V_L = V_U \quad (1-1)$$

### 二、破产成本理论

破产成本理论主要指当企业债务融资过高时，利息支出较多，利润不能满足利息支出的企业债务违约风险增加，企业面临破产的风险增加，因而企业的经营受到影响。Baxter(1967)研究发现，随着企业债务增加，债务融资成本的增加并非线性，而是呈

曲线上升，企业的加权平均资本成本会越来越高，企业税盾收益<sup>⑨</sup>只有在债务相对合理的情况下才能给企业带来收益，当企业负债率过高时，成本则远高于收益。所以，企业债务并非越高越好，适当而且符合企业性质特征的负债率对企业发展才能更好。而后，学者 Altman(1984)通过实证验证了破产成本在企业债务中的重要性。

### 三、权衡理论

静态权衡理论是在破产成本理论和税收差异理论基础上形成的，破产成本理论和税收差异理论的核心内容是税盾收益和破产成本，企业进行债务融资时要权衡二者之间的利弊关系，静态权衡思想主要包含以下三点内容：一是企业进行较高的债务融资会增加企业财务困境成本；二是财务困境成本会使得企业经营风险增加，进而影响企业当前价值；三是企业获得税盾收益的同时会面临财务困境以及企业价值降低，因而，企业进行信贷融资时要综合判断二者之间的优劣关系。

静态权衡理论最早由 Robichek and Horne(1967)提出，并由 Scott(1976)逐步完善，该理论最早提出了企业存在目标资产负债率，而这种目标资产负债率可以促使企业实现价值最大化，也是企业债务融资时综合权衡税盾收益和破产成本之后的结果。虽然静态权衡理论提出了企业存在目标资产负债率，可是，实际资产负债率和目标资产负债率有什么不同的地方，以及这些不同该如何解释。静态权衡理论可以表示为公式(1-2)：

$$V_L = V_U + T \times D_L - PV(FDC) \quad (1-2)$$

其中用变量 $V_L$ 代表杠杆企业的价值，用变量 $V_U$ 代表无杠杆企业的价值，变量 $T$ 为企业当年所得税税率，变量 $D_L$ 为企业债务融资规模，变量 $PV(FDC)$ 为企业破产成本的现值。

### 四、代理成本理论

代理成本理论最早由 Jensen and Meckling(1976)提出，代理成本的比较重要的点是信息不对称以及利己行为，企业的股东谋求自己的利益最大化，企业管理者谋求自身利益最大化，这种冲突致使代理成本的出现，而且股东和管理者之间存在信息不对称，这种冲突更大，相应的代理成本更高，管理者为了谋求自己的利益可能增加融资进行过度投资或者投资不足而出现债务剩余。因此，代理成本的观点是企业在选择最优资本结构时不仅要考虑破产成本和税盾收益，也要考虑股东和管理者之间的代理成本。代理成本可以表示为公式(1-3)：

$$V_L = V_U + PV_1 - PV_2 + PV_3 - PV_4 \quad (1-3)$$

其中变量 $V_L$ 为杠杆企业的价值，变量 $V_U$ 为无杠杆企业的价值，变量 $PV_1$ 是企业债

<sup>⑨</sup> 企业利息支付的税后抵扣中获得收益。

务的税盾收益，变量 $PV_2$ 是企业破产成本，变量 $PV_3$ 是企业债务的代理收益，变量 $PV_4$ 是企业债务的代理成本。

## 五、优序融资理论

优序融资理论放开了 MM 理论中完全信息的假设条件，在信息不对称的市场环境下，企业需要为资金供求双方信息不对称支付交易成本，从而企业根据这个交易成本的高低选择获取资金的顺序。企业获取内部资金所需的成本较低，企业进行债务融资获取资金所需偿还债务利息成本较高，企业进行权益融资获取资金不仅需要支付一笔交易费，而且企业要对外公开账目信息以及企业经营情况，综合权衡三种融资方式的交易成本，内部融资最优，债务融资次之，最后是权益融资。在企业管理者和市场投资者信息不对称的条件下，企业管理者掌握更多公司内部的信息，不管是有利的信息还是不利的信息，投资者认为这是一种不良的信号，需要为这种信息不对称支付相应成本，企业管理者利用其掌握的内部信息，在其股价被市场高估时进行权益融资。可是，投资者考虑到信息不对称，对于企业发行新股进行权益融资的举措，他们会持有怀疑的态度，进而股票价格并没有达到企业预期，企业市场价值降低。企业进行债务融资只需要在确定的时间付给债权人利息和本金即可，对于企业发行债券的消息，投资者需要为信息不对称支付的成本较小，因而都持积极的态度，企业价值上升。企业内部融资只需要企业管理者同意即可，企业内部融资的资金来自企业上年未分配利润以及企业在财务报表中计提的固定资产和无形资产折旧，企业获取内部资金无需为信息不对称支付较高的融资成本以及向券商等中介机构支付交易成本。

## 第二节 动态视角下的企业过度负债分析

然后学者们发现，从静态的角度去考虑，很难解释一些企业资本结构的多样性，动态资本结构也逐渐被学者研究，Brennan and Schwartz(1978)最早提出了从动态视角研究资本结构，而后也是越来越多人朝着这个方向进行研究。动态资本结构理论和模型的产生也是经历了一个发展过程，最早是动态资本结构调整研究，而后是理论产生，然后在理论的基础上构建模型研究具体问题。

### 一、动态视角理论的内涵及研究焦点

Brennan and Schwartz(1978)最开始提出了动态视角的研究，后来又有较多的学者丰富了动态视角理论，提出了企业存在目标资本结构的想法，而且各种随机事件以及企业调整成本会使得企业资本结构决策偏离，企业资本结构处在不断权衡的动态变化之中，动态资本结构理论主要包括以下三点：

第一点，和静态权衡理论有相同的认识，动态资本结构理论认为企业存在目标资

本结构的最优状态，并认为该状态能使企业价值最大化。静态权衡理论认为企业的资本结构取决于税盾收益和破产成本权衡的结果，而动态理论的不同之处在于企业的资本结构对应的债务比率不是固定不变的，而是一个不断变化和权衡的调整过程，动态理论的目标资本结构受到税盾收益、破产成本、潜在的成本、资本结构调整成本、无风险利率等等，目标资本结构受到这些外部内部因素的影响处在不断调整和平衡的动态权衡过程：

第二点，随机事件的发生和调整成本致使企业资本结构偏离。偏离的原因有两点：一是随机事件的发生致使企业财务行为作出相应措施，从而使得企业资本结构偏离。公司财务行为直接导致了资本结构的调整，一般情况下企业的财务行为受到企业当前的投资机会、企业的战略选择以及外部宏观环境等等影响，以及受到企业利益集体之间的权力制约和契约安排，因此企业资本结构的不断调整过程要受到以上因素的综合影响。二是企业资本结构路径的选择受制于企业调整成本，最终形成了可能偏离目标资本结构的状态。

第三点，动态视角理论的一个核心是企业资本结构短期条件下存在偏离，长期条件下会不断朝着目标资本结构趋近，短期条件下企业资本结构会受到随机事件、交易成本以及调整成本等影响，致使资本结构高于或低于目标状态，可是长期条件下，企业会逐渐缩小两者之间的差距，促使企业资本结构逐渐趋向于目标资本结构。

## 二、动态视角理论的调整模型构建

由于计量经济学的发展，越来越多的学者投身于动态资本结构的研究，动态资本结构与静态视角资本结构理论有所不同，静态视角理论主要是对企业资本结构高低以及资本结构受到那些影响因素作用以及怎么达到目标资本结构的最优状态，动态资本结构理论通过构建模型，而后研究调整的路径、调整速度以及调整效应等系列问题。

Jalilvand and Harris(1984)相对较早构建了资本结构动态模型，主要研究企业规模、市场利率环境以及股票价格对企业资本结构的影响，资本结构的动态部分调整模型可以用如下表达式<sup>⑩</sup>表示：

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = \lambda(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) \quad (1-4)$$

模型(1-4)中，变量 $Lev_{i,t}$ 为公司*i*第*t*年的实际资产负债率，变量 $Lev_{i,t-1}$ 为公司*i*第*t-1*年的实际资产负债率，变量 $Lev_{i,t}^*$ 为公司*i*第*t*年的目标资本结构，变量 $\lambda$ 为公司*i*第*t*年资产负债率实际调整程度占目标调整程度的大小，即企业资本结构动态调整的速度。

<sup>⑩</sup> 当 $Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}$ 时，调整速度 $\lambda$ 等于1，此时资本结构发生了有效调整，并且恰好调整到目标资本结构理想状态。

仔细观察可以发现，上述资本结构动态调整模型中目标资本结构我们并不知道， $Lev_{i,t}^*$ 详细数据我们并不能直接获取，企业的目标资本结构数据是如何求得的，需要什么样模型构建过程我们是不知道的。因此，想要获得资本结构动态调整模型，我们首先要构建目标资本结构的模型。因此，目标资本结构的模型构建用以下表达式表示：

$$Lev_{i,t}^* = \alpha X_{i,t-1} \quad (1-5)$$

模型（1-5）表示的含义是公司 i 第 t 年的目标资本结构主要由公司 i 第 t-1 年企业自身各种特征 $X_{i,t-1}$ 决定， $X_{i,t-1}$ 主要包括企业规模、企业成长性、企业盈利状况、有形资产规模等等能够表现企业自己特征的变量。

而且，对于上面模型构建所采用的计量方法也经历了一个发展的过程，最开始采用 OLS 最小二乘法，后来开始使用 QMEL 最大似然估计以及二阶段最小二乘法，而后，学者们开始研究滞后项对于模型的影响，更多的采用 IV 工具变量、GMM 广义距估计以及系统 GMM 估计方法，不断完善之前的模型，提高了模型结果的稳健性。

总而言之，在 MM 理论、破产成本理论、静态权衡理论、代理成本理论、优序融资理论以及动态视角理论的研究和模型构建的基础上，然后结合企业过度负债的成因，本文引出了债务融资优势假说、股权融资优势假说、财务成本危机假说。债务融资优势假说的观点是企业短期视角下存在过度负债，但是，基于企业具有较强的融资能力以及较好的发展前景，企业在长期视角下并没有过度负债；股权融资优势假说的观点是由于股权融资的便利，企业可能更倾向于股权融资，而降低企业债务融资，因而导致企业实际负债率偏离目标负债率，进而过度负债的可能性更低；财务成本危机假说的观点是企业过高的负债会增加企业财务风险，增加企业破产风险，因而企业有动机朝目标负债率调整，降低企业过度负债水平。

## 第二章 企业产权性质与企业过度负债现状

不仅企业资产负债率与产权性质有关联，企业过度负债与产权性质也有相关性，虽然国有及国有控股工业企业单位数和私营工业企业单位数越来越接近，但是负债合计、利息支出以及亏损企业亏损总额却相差较多，国有及国有控股工业企业要远多于后者，企业产权性质表现出明显的数量特征和行业特征，结合企业过度负债的数据，我们可以发现企业过度负债和企业产权性质较为直观的关联。

### 第一节 企业产权性质的现状分析

根据国家统计局的资料，按照产权性质将企业划分为国有工业企业、国有控股工业企业以及私营工业企业，数据表明，国有企业的数量在逐年减少，国有控股企业数量在增加，同时私营企业在蓬勃发展，数量逐年增加。

#### 一、企业的产权性质特征

表 2-1 描述的是 2011-2017 年企业产权性质数量的变动，由表中可知，国有工业企业单位数明显减少，从 2011 年的 6629 个降至 2017 年 2372 个，集体工业企业和股份制工业企业单位数也发生了明显的下降，分别从 2011 年的 5833 个和 2541 个下降至 2017 年的 2111 个和 962 个，股份制工业企业增长最为显著，从 2011 年的 194692 个上升至 2017 年的 314273 个，国有控股工业企业和私营工业企业单位数也明显上升，相比于 2011 年，2017 年分别上升了 2391 个和 44850 个，分别上升了 14.5%和 25.3%，这也是国家推动股份制改革以及鼓励创业的成果。

表 2-1 企业产权性质数量变动情况

	国有工业企业单位数	集体工业企业单位数	股份合作工业企业单位数	股份制工业企业单位数	外资及港澳台投资工业企业单位数	国有控股工业企业单位数	私营工业企业单位数
2011	6,629.00	5,833.00	2,541.00	194,692.00	56,998.00	16,415.00	177,623.00
2012	6,739.00	5,350.00	2,461.00	212,010.00	57,724.00	17,341.00	184,755.00
2013	6,831.00	4,817.00	2,384.00	232,836.00	57,402.00	18,197.00	194,945.00
2014	3,774.00	3,480.00	1,341.00	273,837.00	55,715.00	17,830.00	203,807.00
2015	3,303.00	2,981.00	1,183.00	292,318.00	54,315.00	18,373.00	211,831.00
2016	2,965.00	2,482.00	1,127.00	302,498.00	51,848.00	18,614.00	214,514.00
2017	2,372.00	2,111.00	962.00	314,273.00	49,911.00	18,806.00	222,473.00

数据来源：国家统计局

## 二、企业的产权性质分行业特征

表 2-2 按照国民经济行业分类标准的二级行业进行分类, 因为只能找到总的工业企业和私营工业企业按照行业分类的数据, 没有找到国有及国有控股企业按行业分类的数据, 所以本表中只给出了工业企业和私营工业企业 2011-2017 年企业产权性质分行业数量变动数据, 由表中可以发现, 煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业等工业企业数量和私营工业企业数量均发生明显下降, 食品制造业、家具制造业、医药制造业、非金属矿物制品业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业、废弃资源和废旧材料回收加工业、电力、热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业工业企业和私营工业企业数量均发生明显上升, 比较有代表性的是医药制造业以及通信设备、计算机及其他电子设备制造业, 医药制造业私营企业由 2011 年 2436 家上升到 2017 年 3398 家, 上升了 39.5%, 通信设备、计算机及其他电子设备制造业私营企业由 2011 年 3667 家上升到 2017 年 7166 家, 上升了 95.4%。

表 2-2 企业产权性质分行业数量变动情况

行业分类	企业单位数	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
煤炭开采和洗选业	工业企业	7,695	7,869	7,975	6,850	5,924	5,049	4,435
	私营工业企业	4,420	4,472	4,540	3,865	3,229	2,621	2,229
石油和天然气开采业	工业企业	271	134	138	142	141	136	124
	私营工业企业	46	12	13	12	9	8	7
黑色金属矿采选业	工业企业	3,482	3,497	3,554	3,312	2,593	1,878	1,523
	私营工业企业	2,536	2,493	2,535	2,335	1,730	1,205	986
有色金属矿采选业	工业企业	2,086	2,077	2,108	2,002	1,889	1,655	1,457
	私营工业企业	1,058	1,038	1,056	986	915	763	679
非金属矿采选业	工业企业	3,252	3,377	3,524	3,758	3,743	3,634	3,305
	私营工业企业	2,094	2,136	2,265	2,380	2,381	2,311	2,172
其他采矿业	工业企业	19	21	20	19	20	26	20
	私营工业企业	10	12	11	14	14	16	13
农副食品加工业	工业企业	20,895	22,356	23,080	24,835	25,694	26,011	24,661
	私营工业企业	13,130	13,717	14,255	15,486	15,931	16,165	15,527
食品制造业	工业企业	6,870	7,306	7,531	8,207	8,749	9,043	8,862
	私营工业企业	3,658	3,830	3,985	4,389	4,680	4,860	4,885
烟草制品业	工业企业	148	135	135	128	133	128	122
	私营工业企业	5	4	4	3	4	5	8
纺织业	工业企业	22,945	20,435	20,776	20,821	20,545	19,752	18,726
	私营工业企业	14,883	13,573	13,844	14,131	14,016	13,614	13,222
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	工业企业	8,193	8,498	8,766	9,018	9,252	9,123	8,859
	私营工业企业	6,065	6,192	6,384	6,604	6,784	6,689	6,668

续表 2-2

行业分类	企业单位数	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
家具制造业	工业企业	4,255	4,559	4,716	5,288	5,546	5,777	6,149
	私营工业企业	2,485	2,642	2,730	3,204	3,433	3,665	4,091
造纸及纸制品业	工业企业	7,073	7,128	7,213	6,822	6,798	6,586	6,628
	私营工业企业	4,182	4,165	4,229	4,025	4,037	3,939	4,071
印刷业和记录媒介的复制	工业企业	3,789	4,189	4,321	5,293	5,451	5,578	5,621
	私营工业企业	1,978	2,243	2,321	3,001	3,119	3,239	3,331
石油加工、炼焦及核燃料加工业	工业企业	1,974	2,036	2,064	2,033	1,990	1,876	1,790
	私营工业企业	1,015	1,056	1,081	1,070	1,034	933	920
化学原料及化学制品制造业	工业企业	22,600	23,694	24,211	25,262	25,262	24,583	23,366
	私营工业企业	12,089	12,543	12,884	13,749	13,828	13,377	12,800
医药制造业	工业企业	5,926	6,387	6,525	7,108	7,392	7,541	7,532
	私营工业企业	2,436	2,610	2,705	3,120	3,242	3,308	3,398
化学纤维制造业	工业企业	1,750	1,873	1,904	1,948	1,924	1,820	1,799
	私营工业企业	1,208	1,305	1,320	1,375	1,364	1,260	1,248
非金属矿物制品业	工业企业	26,530	29,121	30,468	33,993	35,122	35,026	34,489
	私营工业企业	15,779	17,084	17,953	20,235	20,910	20,883	21,089
黑色金属冶炼及压延加工业	工业企业	6,742	10,880	11,034	10,363	9,540	8,498	7,712
	私营工业企业	4,246	7,087	7,199	6,852	6,243	5,503	5,117
有色金属冶炼及压延加工业	工业企业	6,765	6,954	7,168	7,385	7,257	7,021	6,929
	私营工业企业	3,926	3,999	4,121	4,284	4,182	4,019	4,033
金属制品业	工业企业	16,573	18,557	18,934	20,784	21,137	20,731	20,562
	私营工业企业	9,982	11,166	11,404	12,806	12,993	12,774	13,052
通用设备制造业	工业企业	25,877	22,032	22,495	24,619	24,592	23,680	23,655
	私营工业企业	15,851	12,832	13,150	14,801	14,727	14,106	14,438
专用设备制造业	工业企业	13,889	15,068	15,374	17,397	17,800	17,603	17,760
	私营工业企业	7,461	8,123	8,359	9,819	10,065	9,957	10,251
电气机械及器材制造业	工业企业	20,084	21,055	21,368	23,208	23,674	23,605	23,934
	私营工业企业	10,638	11,080	11,279	12,782	13,088	13,086	13,621
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	工业企业	11,364	12,328	12,669	14,034	14,594	15,222	16,095
	私营工业企业	3,667	4,201	4,360	5,515	5,964	6,493	7,166
废弃资源和废旧材料回收加工业	工业企业	1,077	1,192	1,274	1,490	1,530	1,582	1,584
	私营工业企业	603	651	704	809	824	865	879
电力、热力的生产和供应业	工业企业	5,287	5,614	5,772	6,471	6,967	7,280	7,634
	私营工业企业	547	590	620	778	900	1,121	1,406
燃气生产和供应业	工业企业	875	990	1,027	1,308	1,416	1,501	1,700
	私营工业企业	171	196	211	283	305	326	369
水的生产和供应业	工业企业	1,153	1,259	1,268	1,495	1,621	1,754	1,919
	私营工业企业	104	117	120	148	170	198	218

数据来源：国家统计局

## 第二节 企业过度负债现状分析

根据规模以上工业企业资产负债情况，从 2011 年到 2017 年间，利息支出增长的幅度高于企业利润增长的幅度，可见部分企业通过增加财务杠杆的方式增加企业利润。国有及国有控股企业相比私营工业企业，亏损企业亏损总额相差较多，前者亏损总额更大，不同的产权性质下，国有及国有控股企业资产负债率也较高，信贷机构把更多的资金配置给了带有国有产权性质的行业和企业，而当下，社会融资总量占比较高的依然是银行信用贷款，私营工业企业则是弱势一方。

### 一、企业过度负债特征

#### （一）规模以上工业企业负债情况

根据国家统计局 2017 年公布的数据，规模以上工业企业资产总计 112.3 万亿元，比上年增长 6.9%；负债合计 62.3 万亿元，增长 5.7%；所有者权益合计 50 万亿元，增长 8.5%；资产负债率为 55.5%，比上年下降 0.6 个百分点。截止到 2018 年 8 月末中国规模以上工业企业资产总计 110.9 万亿元，同比增长 7.5%；负债合计 62.8 万亿元，增长 6.6%；所有者权益合计 48.1 万亿元，增长 8.6%；资产负债率为 56.6%，同比降低 0.5 个百分点。

表 2-3 描述的是规模以上工业企业资产、负债、主营业务收入、利润总额、财务费用以及利息支出的金额，从表中可以看出，资产总计由 2011 年 657,988.44 亿元上升到 2017 年 1,122,881.50 亿元，上升了 70.7%，我们知道，资产等于负债加上所有者权益，负债的规模在增加，同时企业每年利润会增加所有者权益，相应的资产规模增加较多；负债总计由 2011 年 382,020.75 亿元上升到 2017 年 622,963.40 亿元，上升了 63.7%，随着企业资产规模扩大，企业想要进一步扩大的融资规模也会增加；主营业务收入由 2011 年 843,315.36 亿元上升到 2017 年 1,164,623.80 亿元，我们知道，相比于营业利润，主营业务收入可能更能反映整个经济的状况，更能反映 GDP 的增长情况；利息支出由 2011 年 7,871.26 亿元上升到 2017 年 11,422.20 亿元，上升了 45.1%，企业想要扩大规模，获取利润，通常会进行融资加杠杆，投资于收益高于融资成本的项目，但是若企业融资较多，项目收益并没有达到预期，相应的项目会出现亏损。

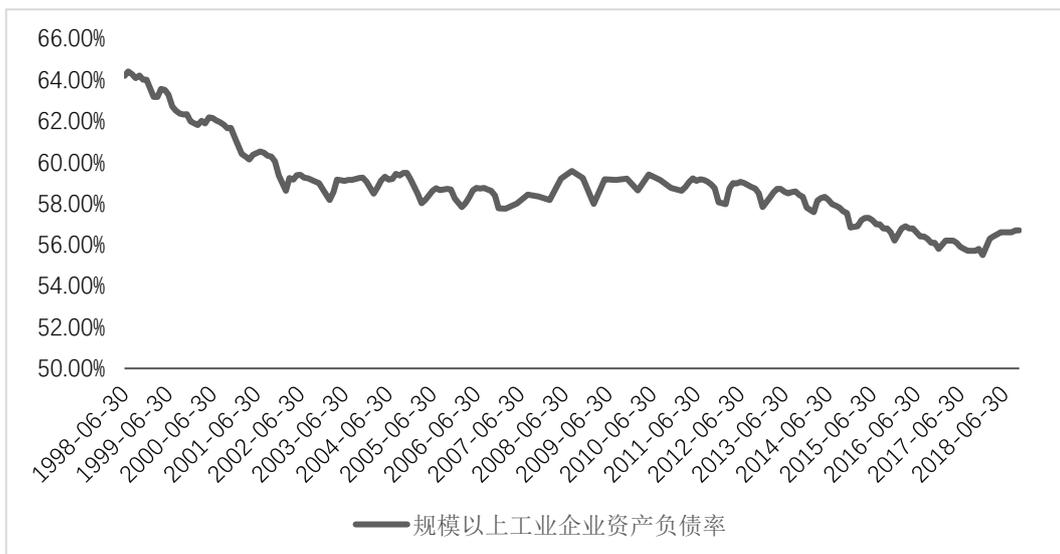
而且我们可以发现，相比于 2011 年，2017 年财务费用和利息支出分别上升了 48.6% 和 45.1%，主营业务收入和利润总额分别上升了 38.1% 和 37.8%，企业利润上升没有利息支出的快，说明企业加杠杆的力度在持续加大，企业需要偿还的利息规模也在加大，一方面可以理解为企业的利润率相比于以前在下降，另一方面可以理解为有一部分企业负债率较高，需要支付更多的利息。

表 2-3 规模以上工业企业资产负债情况

	资产合计（亿元）	负债合计（亿元）	主营业务收入（亿元）	利润总额（亿元）	财务费用（亿元）	利息支出（亿元）
2011	657,988.44	382,020.75	843,315.36	54,544.43	8,728.95	7,871.26
2012	744,919.66	430,830.65	915,914.80	55,577.70	10,975.60	10,567.12
2013	850,625.85	491,708.34	1,029,149.76	62,831.02	11,802.80	11,358.63
2014	925,244.90	525,865.50	1,094,646.50	64,715.30	13,129.70	12,313.30
2015	999,741.10	561,560.30	1,103,300.70	63,554.00	13,371.20	12,082.10
2016	1,068,296.70	596,034.00	1,151,617.50	68,803.20	12,532.60	11,280.50
2017	1,122,881.50	622,963.40	1,164,623.80	75,187.10	12,970.90	11,422.20

数据来源：国家统计局

图 2-1 显示，中国的规模以上工业企业的资产负债率持续在下降，1998 年的资产负债率为 64.2%，截至到 2018 年半年报，资产负债率为 56.6%，下降 7.6 个百分点，下降了 11.9%。由图 2-1，我们发现从 1998 年到 2005 年下降的幅度比较明显，从 2005 年到 2008 年没有明显的下降，反而是从 2005 年的 58.6% 上升到 2008 年的 59.6%，所以给人们一种错觉，中国企业的资产负债率在持续上升，但是我们细心的研究就会发现，造成 2008 年杠杆率上升的原因是什么那，我们知道，2007 年次贷危机发生以前，中国企业的净资产收益率普遍较高，因而更多的企业会通过加杠杆的方式赚取更多的收益，因为净利润较多，中国企业总体的资产负债率并没有显著提高，可是，次贷危机冲击了全球的资本市场，中国很多企业业务也受到了冲击，企业的利润显著下降，很多企业因为前期的加杠杆的举措，导致破产，无法偿还债务，很多企业为了度过难关，被迫向银行贷款，从而推高了 2008 年中国规模以上工业企业的资产负债率。从 2008 年到 2018 年，资产负债率还是处于平稳的下降通道。所以，从 1998 年到 2018 年 20 年的长区间，可以发现，中国规模以上工业企业资产负债率在平稳持续下降。



数据来源：国家统计局

图 2-1 规模以上工业企业负债率

## （二）不同所有制的规模以上工业企业负债情况

表 2-4 描述的是 2012-2017 年国有及国有控股工业企业以及私营工业企业负债情况，由表中可以看出，国有及国有控股工业企业单位数和亏损单位数都在下降，私营工业企业单位数和亏损单位数都在上升，国有及国有控股工业企业单位数在 2017 年有 21178 个，私营工业企业单位数在 2017 年有 222473 个，是国有及国有控股工业企业的 10.5 倍，但是国有及国有控股工业企业负债总计高于私营工业企业，2017 年国有及国有控股工业企业负债总计 292919.3 亿元，是私营工业企业 129350.2 亿元的 2.26 倍，国有及国有控股工业企业利息支出 2017 年是 5627.2 亿元，是私营工业企业利息支出 2583 亿元的 2.18 倍，而且国有及国有控股工业企业 2017 年亏损企业亏损总额为 3978.2 亿元，是 2017 年私营工业企业亏损总额 911.3 亿元的 4.37 倍。

表 2-4 不同所有制的工业企业负债情况

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
国有及 国有控 股工业 企业	企业单位数	24080	25028	21604	21676	21579	21178
	亏损单位数	6002	6466	6011	6421	5826	5278
	负债合计	249408.7	280429.2	259045.5	274959.6	288877.1	292919.3
	财务费用	5803.24	6026.24	5893.1	6067.4	5396.3	5386.4
	利息支出	6138.13	6504.84	6209.9	6175.3	5653.8	5627.2
	亏损企业亏 损总额	3996.66	3589.52	4062.6	5449.9	5342.5	3978.2
私营工 业企业	企业单位数	184755	194945	203807	211831	214514	222473
	亏损单位数	14905	15620	17058	20286	18935	20099
	负债合计	79340.36	93373.3	107351.2	115073.6	121099.6	129350.2
	财务费用	2854.33	3260.06	3649.5	3562	3472.3	3663.1
	利息支出	2358.21	2602.46	2857.7	2736.3	2585.8	2583
	亏损企业亏 损总额	637.19	762.6	875.9	1074.3	859.8	911.3

数据来源：国家统计局

图 2-2 显示，规模以上工业企业国有控股企业资产负债率从 2015 年到 2018 年在持续平稳下降，从 61% 下降到 59%，规模以上工业企业私营企业资产负债率从 2015 年到 2017 年持续平稳保持在 53%，到 2018 年上升到 56%，规模以上工业企业外商及港澳台资产负债率从 2015 年持续平稳，保持在 54%，在 2017 年以前，一直保持着—个现状是国有企业资产负债率高于私营企业，私营企业高于外商企业，而国有企业的资产负债率持续保持在 60% 以上，近些年，国家一直在推行去杠杆的政策，党中央、国务院把“去杠杆”明确列为供给侧结构性改革“三去一降一补”的五大任务之一，因而当前国有企业的资产负债率出现了相应的下降，同时，图 2-2 还显示，私营企业资产负债率 2017 年以后有明显的上升，这也是国家对于中小企业私营企业的大力扶持，中小企业可以获得更多的信贷支持。但是，国有企业为什么一直

保持着较高的资产负债率，我们知道，国有企业和地方政府之间具有密切的联系，他们之间一直保持着产权隶属以及行政隶属关系，从而在经济上和行政上有很多关联，国有企业很多时候的举措也是基于地方政府诉求，因而当地方政府经济下行的时候，政府为了稳定地区经济增长，不断通过信贷机构给国有企业输送资金，国有企业加杠杆扩大企业资产以及生产规模，从而可以部分解释国有企业较高的资产负债率。

地方国有企业会保持着高度的竞争，只要政府依然以经济增长作为地方政绩的考核指标（周黎安，2007）。当经济面临下行的时候，地方政府表现出明显的稳增长意愿<sup>11</sup>。稳增长的短期政策工具最直接的就是以下两种，其一，政府可以增加财政支出，把资金投放于地方企业或者作为地方基建使用，第二种方式，地方政府作为地方商业银行的控股股东以及地方国有企业的实际控制人，地方政府通过地方商业银行投放成本较低的资金给地方国有企业，以窗口指导<sup>12</sup>甚至行政命令的方式要求地方国有企业增加财务杠杆，尽管此刻宏观经济环境下行、外部融资环境恶化、流动资产恶化、企业盈利能力下滑，地方政府依然逆经济形势加杠杆，从而维持地方 GDP 和就业稳定。至于地方政府采取的具体债务融资措施，主要包括以下几点：第一，地方政府对国有企业信用担保，把地方土地和固定资产划拨给地方国有企业，对其进行增信；第二，直接要求银行对国有企业提供信贷支持；第三，当国有企业债务到期但无力偿还的时候，地方政府开始协调各方面资源，对国有企业债务刚性兑付<sup>13</sup>，从而维持国有企业正常运转以及避免信用风险，这也产生了国有企业预算软约束的问题。（林毅夫，2004）。

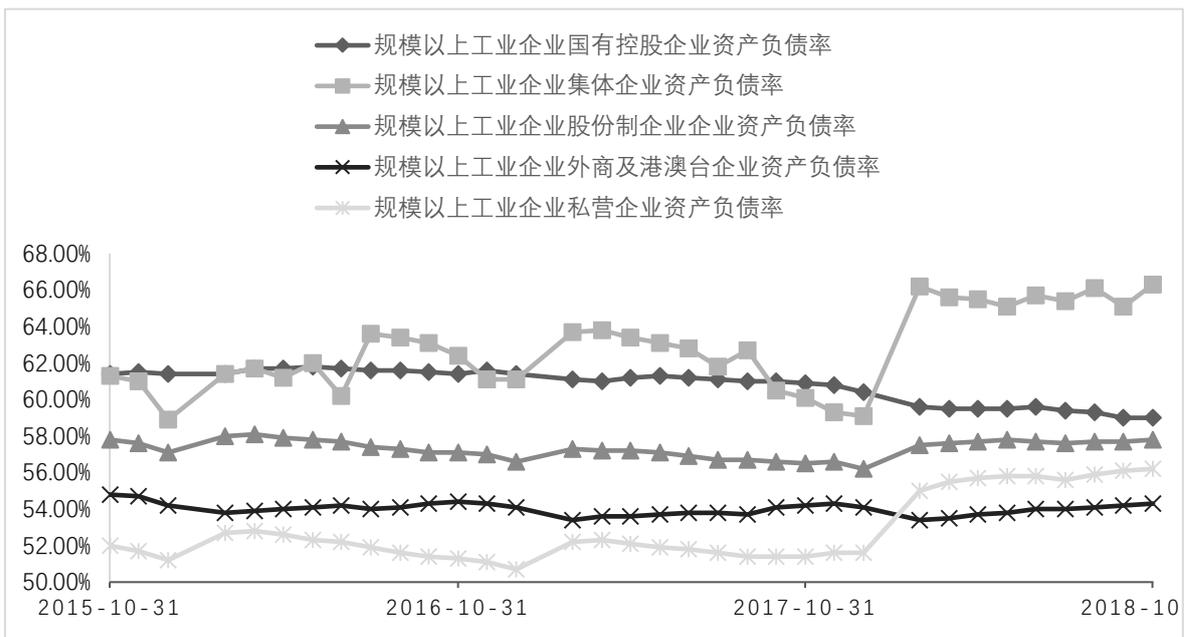
有一点值得关注，国有企业内部在获得贷款方面出现了分化。国有企业作为整体，它的平均资产负债率在持续下滑，而有一小部分国有企业的资产负债率在持续上升，这些国有企业主要是很稳定而且资产规模较大的企业，主要有持续存在的国有企业、上市国有企业以及公用事业领域国有企业。从这个结果我们知道，这十几年来规模较小的国有企业预算软约束被打破了，可是大型国有企业却没有，相反，大型国有企业能够获得更多信贷支持，这可能是政府抓大放小<sup>14</sup>的结果。

<sup>11</sup> 地方政府想要保持地方 GDP 稳定增长、就业稳定的强烈想法。

<sup>12</sup> 指中央银行通过劝告和建议来影响商业银行行为的一种温和的、非强制性的货币政策工具，是一种劝谕式监管手段。

<sup>13</sup> 当地方国有企业出现兑付困难或不能兑付时，地方政府进行兜底。

<sup>14</sup> 国家更关注一些大的对国有经济以及国内民生有较大影响的国有企业，放开一些影响较小的企业，让它随着市场经济去发展。

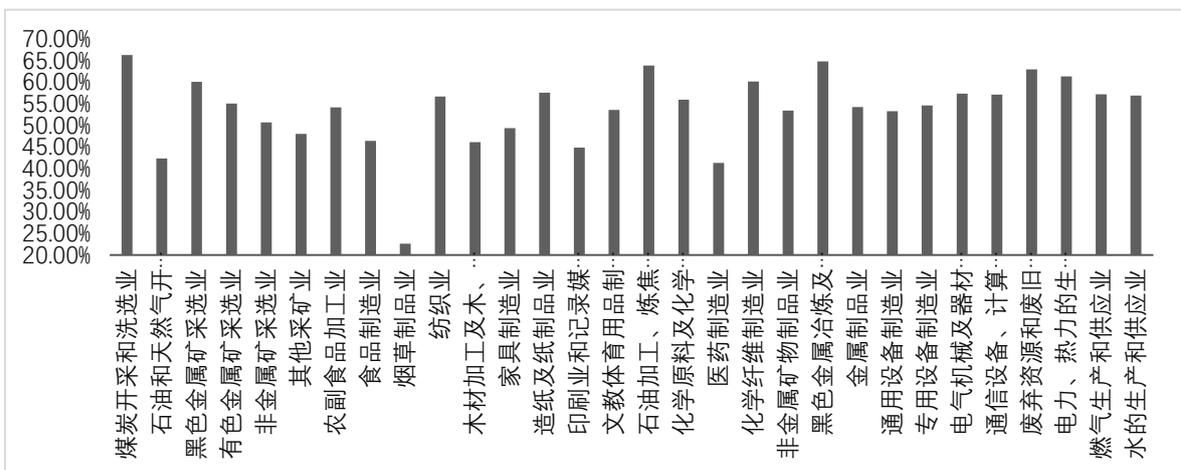


数据来源：Wind 数据库

图 2-2 规模以上工业企业资产负债率按所有制分组

### (三) 规模以上工业企业不同行业负债情况

图 2-3 是按照国民经济行业分类标准的二级行业，是根据 2018 年半年度数据得出的结果，图 2-3 显示，煤炭开采和洗选业资产负债率高达 66.3%，黑色金属矿采选业资产负债率高达 60.1%，石油加工、炼焦及核燃料加工业资产负债率高达 63.9%，黑色金属冶炼及压延加工业高达 64.8%，废弃资源和废旧材料回收加工业资产负债率高达 63.0%，电力、热力的生产和供应业资产负债率高达 61.3%，化学纤维制造业资产负债率高达 60.2%，食品制造业资产负债率 46.4%，烟草制品业资产负债率 22.6%，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业资产负债率 46.1%，医药制造业资产负债率 41.3%，家具制造业、印刷业和记录媒介的复制资产负债率也都相对较低。可以发现，高资产负债率的企业都对应着国有或国有控股企业。

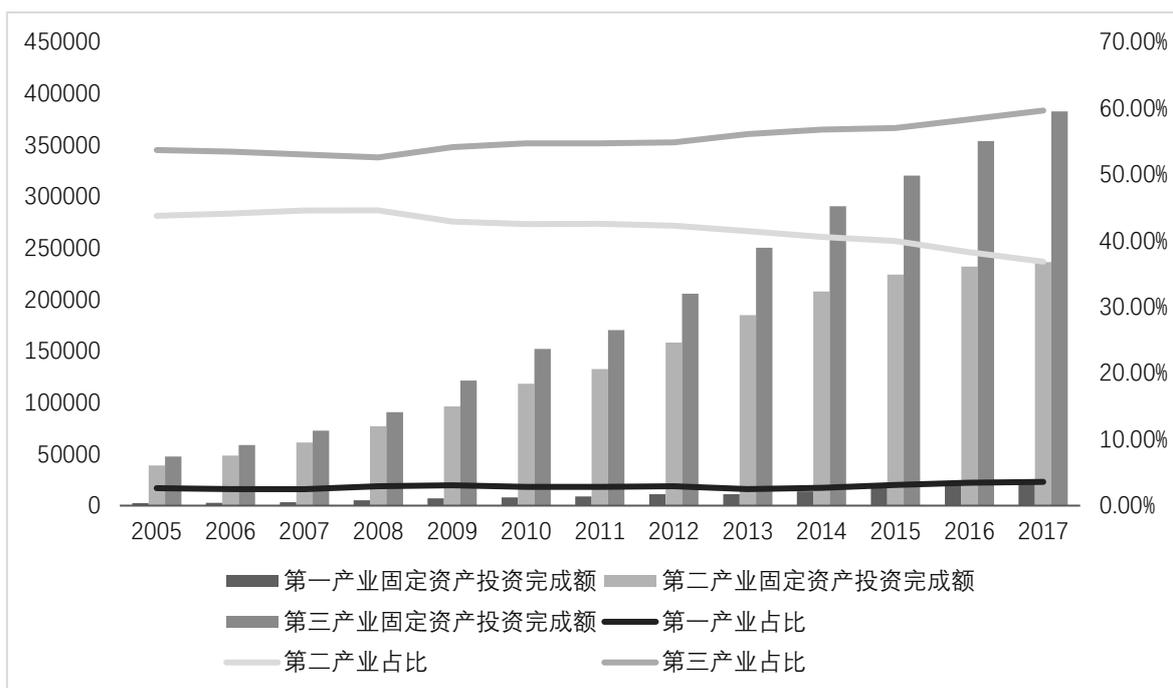


数据来源：Wind 数据库

图 2-3 规模以上工业企业资产负债率按行业分组

#### (四) 资金配置方向

图 2-4 显示了我国资金的配置方向，从 2005 年到 2017 年，第一产业固定资产投资额占比从 2005 年的 2.6% 上升到 2017 年 3.6%，上升了一个百分点，第二产业固定资产投资额占比从 2005 年的 43.7% 下降到 2017 年 36.8%，下降了 6.9 个百分点，第三产业固定资产投资额占比从 2005 年的 53.6% 上升到 2017 年 59.6%，上升了 6 个百分点，第一产业包括农业、林业、牧业和渔业，第二产业包括制造业、采掘业、建筑业和公共工程、上下水道、煤气、卫生部门，第三产业包括商业、金融、保险、不动产业、运输、通讯业、服务业及其他非物质生产部门。在中国特有的财政分权<sup>15</sup>和行政集权体制下，以经济增长为主要导向的地方“晋升锦标赛”<sup>16</sup>的强激励模式，作为第二产业重要组成成份的基础设施投资建设、房地产包含建设投资以及重化工投资等中长期投资就成为地方政府和国有企业配置资金的重要领域，从而推动了地方政府和国有企业的过度负债行为。从图中可以发现，虽然第二产业的占比在下降，但是第二产业的体量依然很大。



数据来源：Wind 数据库

图 2-4 资金配置方向 (亿)

#### (五) 企业融资资金来源

表 2-5 和图 2-5 汇报了非金融企业新增人民币贷款、非金融企业境内股票融资、企业债券融资以及他们社会融资总量的占比和走势情况，非金融企业新增人民币贷款

<sup>15</sup> 指给予地方政府一定的税收权力和支出责任范围，并允许其自主决定预算支出规模与结构，使处于基层的地方政府能自由选择其所需要的政策类型，并积极参与社会管理。

<sup>16</sup> 只要晋升的结果尚未明晰，地方政府官员有动力获得晋升而努力提升政绩。

2007年规模为26291亿元，2017年规模为67100亿元，增长了1.55倍，在2009年达到峰值71400亿元，在之后的时间涨跌互现，非金融企业新增人民币贷款在社会融资总量的占比在2009年达到峰值，占比60.3%，之后一直很平稳，非金融企业境内股票融资在2007年出现了峰值，融资规模为4333亿元，对应着2007年的次贷危机，金融危机发生以前，中国投资者对股市持乐观的态度，2007年以后股票融资规模持续下降，在2016年也达到了一个峰值，规模为12415.6亿元，之后又持续下降。债券市场规模从2007年稳步上升，规模从2007年2285亿元上升到2015年最高值29388.12亿元，增长了11.7倍，而后在2016年急速下滑，从27766.27亿元收缩至2017年4421.004亿元，发行量明显减少，主要基于三方面原因，一是我国去杠杆政策的严格执行以及金融监管力度加大的结果，而且受到全球经济复苏的影响，美国收紧货币政策，紧缩货币发行，还有2017年我国资金较为短缺，因而债券发行成本提高；二是由于国家对房地产行业以及过剩产能行业的限制，致使该行业货币紧缺，债券发行规模下降；三是从需求方面考虑，在国家较强金融监管的外部环境下，投资者加杠杆投资的意愿和行为受到限制，而且利率处在上行通道，投资者的投资意愿下降，共同导致了投资者债券需求的下滑。

表 2-5 企业融资资金来源

	社会融资总量	非金融企业新增人民币贷款	非金融企业境内股票融资	企业债券融资
2007	59,664.00	26,291.00	4,333.00	2,285.00
2008	69,804.00	42,100.00	3,325.00	5,523.00
2009	139,105.00	71,400.00	3,352.00	12,369.00
2010	140,191.00	50,700.00	5,786.00	11,060.00
2011	128,286.00	50,400.00	4,377.00	13,659.00
2012	157,631.00	56,600.00	2,507.00	22,551.00
2013	173,168.00	51,700.00	2,219.00	18,113.00
2014	164,133.00	64,800.00	4,350.00	23,817.00
2015	154,063.41	73,800.00	7,589.84	29,388.12
2016	178,159.49	61,000.00	12,415.60	27,766.27
2017	194,444.84	67,100.00	8,758.65	4,421.00

数据来源：Wind 数据库

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/386102123042011022>