

中国非金融企业部门债务现状及影响因素分析

蒋海霞,张永庆

(上海理工大学管理学院,上海 200093)

摘要:该文以 2006-2015 十年间中国非金融企业债务数据为研究样本,采取多元线性回归进行最小二乘估计,同时对比国有企业和私营企业债务现状,对中国非金融企业债务影响因素进行分析。研究发现:1、宏观经济状况对非金融企业债务起到反向影响作用,经济上行时,企业债务杠杆降低;2、企业自身能力的增强即企业自身禀赋良好时,企业内部资金可以满足运作需求,在内部融资的基础上再进行外部融资,因此企业资产负债率降低;3、整个行业景气程度对企业资产负债率起反向抑制作用,行业发展较好,企业债务压力降低。

关键词: 非金融企业;债务危机;现状;影响因素

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-2404(2017)81-0006-06

引言

自 2008 年金融危机以来,中国债务问题尤为突出。特别是 2009 年政府实施的四万亿财政刺激计划,主要利用信贷资金的投入加大基础设施建设,使得中国非金融企业和地方政府的债务问题越发严重。2015 年 12 月 18 日至 21 日,中央经济工作会议明确提出 2016 年起将结构性改革作为经济发展的重中之重,防范和化解金融危机,抓紧开展金融风险专项整治,保障债务安全。2014 年,标普估计,到 2013 年底中国非金融企业债务已经超过美国,并且有相关机构宣称中国非金融企业债务已经跃居全球第一。2015 年第三季度,国际清算银行发布了全球债务深度报告,通过对比各国债务问题,突出全球金融风险状况。从数据显示来看,中国非金融企业债务总额占比庞大,且远超其他国家。非金融企业债务是中国今后防范金融危机的重中之重,了解中国非金融企业债务的现状以及影响因素对于解决和防范金融危机具有指导作用。

1 文献综述

企业债务问题实际上是企业内部资本结构问题,债务比例过高显示资本结构不合理。国内外关

于资本结构的研究很多,MM 理论是资本结构理论研究的基石,认为公司的价值与资本结构无关,而与实际价值有关。以后的研究都是建立在 MM 理论的基础上对企业资本结构的修正。如弥补其未考虑企业所得税因素,将所得税纳入研究范畴,Modigliani 和 Miller(1963)提出修正的 MM 理论认为公司价值会随着企业杠杆系数的增加而提高,资本结构与公司价值存在相关性。站在巨人的肩膀上,许多学者对影响企业资本结构的因素进行了研究,Titman 和 Wessel(1998)发现公司的规模以及资产抵押价值影响企业资本结构,规模越大,资产价值越高,公司的信用等级越高,借款能力就越强。Guihai HUANG、Frank M.SONG(2005)以 1 200 家中国上市公司为研究样本,发现公司资产负债率与规模、固定资产正相关,与营业能力负相关,与公司所有制结构无关。Frank、Goyal(2008)认为企业自身各项财务指标对资本结构产生影响。

国内学者关于企业资本结构影响因素的研究也很多。杨之帆(2001)提出研究中国企业资本结构的因素主要包括资金成本、企业规模。破产成本、代理成本和信息不对称成本。锥敏、聂文忠(2012)以 435 家自 1999-2009 年的面板数据为研究对象,结果表明国家财政政策和货币政策影响企业资本结构调整方向,但并不因企业产权性质而发生改变。针对非金融企业,何志强、吴宗书、丁攀(2016)以三大理论为基础,考察了非金融企业债务影响因素,结果表明企业杠杆负债率对资金成本较为敏感。王一鸣、宋娜(2017)将去杠杆的重点放在国企,指出目前国有企业债务存在的问题并给出政策性建议。孙

收稿日期:2017-06-11

作者简介:蒋海霞,硕士研究生,主要从事区域经济等方面的研究;张永庆,教授,博士,硕士生导师,沪江产业经济研究所所长,城市建设与环境工程学院规划与交通运输系统研究所副所长,主要从事城市与区域经济、城市与区域规划、产业经济等方面的研究。

E-mail:1479087256@qq.com

二春(2014)以中国工业企业数据为研究样本,建立GLM模型,发现中国宏观经济增长率对工业企业债务融资成本影响为负。相关的研究大多集中于企业资本结构问题,具体分析非金融企业部门的研究并不多,且多集中于非金融企业债务融资成本影响因素的分析,对中国目前非金融企业债务现状及影响因素的研究尚少。

本文可能的贡献点在于,将非金融企业作为研究主体,分析中国目前企业债务总体状况和非金融企业债务存在的问题。通过宏观经济因素、企业自身禀赋和行业景气状况三大类研究指标对其影响因素进行分析,且将其与国有企业和私营企业进行对比,提出政策性建议。

2 非金融企业债务现状分析

2.1 中国债务总量水平

自2016年起,“杠杆化”这一表示国家债务水平状况的字眼开始在人们的视野中频繁出现。国际清算银行于2015年第三季度报告中说明了各国债务水平现状,通过债务占GDP这一通用指标衡量各国目前的债务总量水平。数据显示,截止2015年中国债务占GDP的比重已经达到了254.8%,债务总量为265640亿美元,并且自2010年以来一直处于直线上升的趋势(见表1)。这一数值与世界上其他国家相比差距并不是很大,只是略高于G20国家的234.2%。

表1 中国债务总量水平

时间	债务总和(亿美元)	GDP(亿元)	债务/GDP
2010	115420	413030.3	186.9%
2011	143340	489300.6	187.2%
2012	173590	540367.4	202.9%
2013	213370	595244.4	220.1%
2014	239890	643974	234.5%
2015	265640	685505.8	254.8%

数据来源: BIS

除此之外,较多的研究用M2/GDP、广义信贷/GDP来反映一国债务杠杆率情况,进而与发生金融危机的概率相匹配。其中M2/GDP是用来衡量经济货币化程度的指标,比值越高,以货币为媒介进行交易所占的比重就越大。其次,由于每次金融危机

爆发之前都伴随着信贷规模的扩张,因此用广义信贷/GDP的比重来显示经济危机发生的可能性。由下图可知,从2007年到2016年,M2/GDP、广义信贷/GDP的比重基本上呈现上升的态势,其中2008-2009年由于金融危机的爆发,涨幅较大,分别增长了26.1%、21.75%。

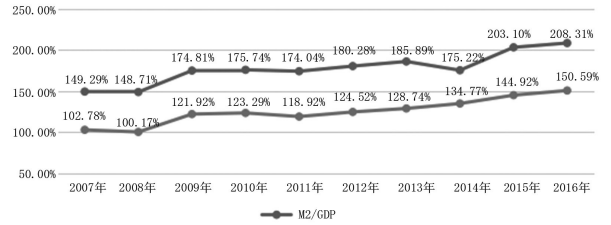


图1 宏观债务水平指标变化趋势

2.2 中国非金融企业债务水平

非金融企业债务是中国债务问题中的重点,近年来也一直受到人们的广泛关注。余永定(2014)指出截止2012年底,中国企业债务总量和占比都位居世界第一且中国企业的融资成本很高。李枫,李济广(2016)对中国目前的非金融企业债务现状进行分析,指出非金融企业债务存在的问题并提出政策优化。丁奎(2016)基于2015年相关数据对国内非金融企业部门进行测算,并对相关方面的信用品质进行了评价和展望。除此之外,中国人民银行西宁中心支行青年研究兴趣小组课题组(2017)运用青海省相关数据,针对个别地区对非金融企业债务水平进行分析并提出解决措施。可见,中国非金融企业债务问题不仅是国家问题,同时也是地区问题。图2是根据2000年以来中国统计年鉴相关数据统计的非金融企业贷款和债券融资情况,自2001年以来,债务融资规模逐渐扩大,其中2008-2009年增长速度最快。且截止2015年底,债务占GDP比重达到了170.8%,在债务总额所占比例最高。

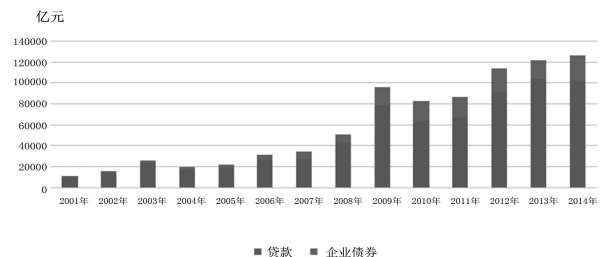


图2 非金融企业贷款和债券融资情况

具体看中国国有企业和私营企业债务问题,通过国有企业和私营企业资产回报率和资产负债率两个指标来衡量。如图3所示是1998-2015年中国规模以上国有工业企业和私营企业资本回报率,即经营绩效,可以发现国企明显低于私企,且在2011年之前,不论是国企还是私企两者的资本回报率都是处于直线上升态势的。除了2008年的经济危机对企业的盈利造成了一定的影响有一点回落。这主要是因为1998-2002年经历了国企改革。但是2011年之后国企和私企的资本回报率都直线下降,2015年甚至回到了2001年以来的新低水平,并且两者差距越来越大。

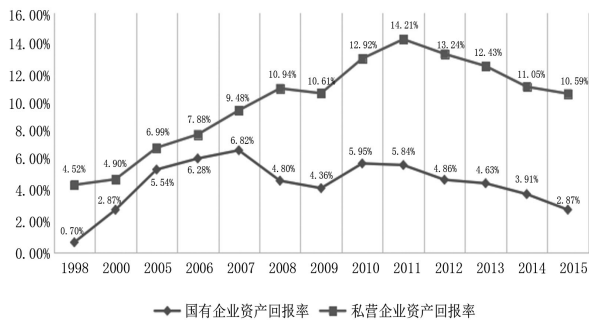


图3 1998-2015年国有企业与私营企业资产回报率

图4是国有企业和私营企业的1998-2015年资产负债率,通过采用工业企业经济效益数据计算得知,国企和私企的杠杆率分化处于2008年:2008年以前国有企业杠杆率基本上是低于私企的,2008年以后就一直在私企以上。2008-2009年经济危机期间,国有企业杠杆率一直上涨,私有企业的杠杆率一直下降,两者持续分化。值得注意的是2013年以后,国企和私企的资产负债率都开始下降。因此2008年和2013年这两年是关键的一年。国企杠杆率高的直接原因是,国企主要集中在重资产、高杠杆、产能过剩的行业,如采掘、钢铁、化工等。另外2008年之后为什么涨幅如此之大,原因主要有以下两点。第一,中国国企不同于其他国家,担负着刺激财政的重要职责,是政府加杠杆的主要载体。2008年金融危机的爆发,政府实施了四万亿财政刺激计划,通过建设基础设施对冲经济下滑。而在基础设施的建设资金中,大部门来源于信贷扩张,政府预算只占10%左右。国企自然而然成为加杠杆的工具载体。其结果就是:中央政府债务并未明显增加,而

企业债务增幅较大。第二个原因,就是从上面一个折线图得知的。2008年以后国企投资回报率快速下滑并持续低于私营企业。国企投资回报率下滑与国企杠杆率攀升,是一对彼此相互强化的“恶性循环”。2008年金融危机后,中国国企投资回报率快速下滑;与此同时,国企又在财政刺激过程中迅速加杠杆。资本投入大举扩张之际,国企长期存在的经营低效问题愈发凸显,导致国企投资回报率进一步降低;而投资回报下滑又意味着,企业用于偿还现有负债本息的收入在减少,从而“借新还旧”的债务需求不断增加,导致国企杠杆率继续攀升。

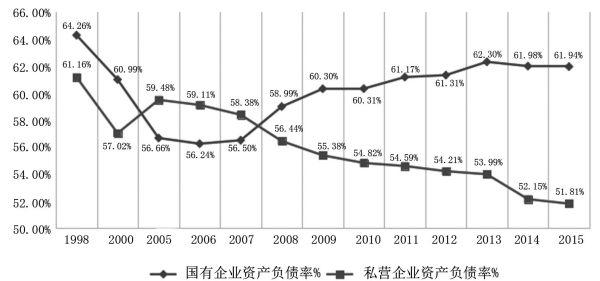


图4 1998-2015年国有企业与私营企业资产负债率

从以上的分析可知目前中国总量债务水平并不是很高,与世界主要发达国家差距不大。但存在结构性失衡问题,债务主要集中在非金融企业部门。目前中国非金融企业部门债务问题突出,面临去杠杆的主要战略倾向。那么如何去杠杆,该从哪些方面着手是我们今后政策导向的关键点。

3 非金融企业债务影响因素分析

影响中国非金融企业债务问题的影响因素有很多,本文主要从以下三个方面进行分析:(1)宏观经济状况:具体分为GDP、信贷规模和贷款基准利率。(2)企业自身禀赋:企业债务融资成本、企业资产回报率、企业债务担保能力、企业产品销售收入、资本产出比。(3)行业景气因素:企业景气指数、生产者价格指数。

3.1 数据选取与模型建立

本文数据主要来源于中国统计年鉴和中国人民银行,由于部分数据的不可得性,国有企业和私营企业相关数据来源于规模以上国有工业企业,非金融企业总量数据来源于wind资讯。以此为参考,将变量分为以下几个方面并进行定义(见表2)。

表2 非金融企业债务影响因素

变量	分类	变量名称	含义
因变量		lev	资产负债率=总负债/总资产
自变量	宏观经济因素	gdp	GDP=国内生产总值增长率
		cs	信贷规模
		rate	贷款基准利率
	企业自身禀赋	fee	债务融资成本=财务费用/总负债
		profit	资本回报率=利润总额/总资产
		tan	债务担保能力=固定资产/总资产
		rsr	产品销售收入
	行业景气因素	cor	资本产出比=资本存量/产出量
		iee	企业景气指数
	ppi	生产者价格指数	

GDP 增长率反映一国总的经济环境;信贷规模是指一定时期的信贷总量,即信贷总限额,反映一定时期国家货币政策倾向;贷款基准利率这里选取的是中国人民银行公布的一年期贷款基准利率,基准利率的提高意味着一定程度上收缩信贷,降低社会流动性,反之亦然。

企业债务融资成本用企业财务费用与总债务的比值表示,是企业在债务融资过程中产生的费用,影响企业的债务融资规模。企业资本回报率即企业的一定时期的利润率反映企业的盈利能力,用利润总额与总资产的比值表示。企业债务担保能力,是固定资产与总资产的比值。企业产品销售收入用以反映企业规模,规模越大,企业获得贷款的可能性越大,从而资产负债率可能越高。资本产出比是资本存量与产出量的比值,反映企业的生产效率,相同资本条件下可以生产更多的产品,意味着企业的利润空间加大。资本产出比越低,意味着用较少的资本获得更高的产出,企业生产效率较高。本文资本存量数据采用的是相关部门固定资产投资量表示。

企业景气指数是综合反映企业生产经营景气状况的指标。生产者价格指数是反映企业产品价格变动的经济指标,可以用来反映整个行业产品价格变动趋势,预测市场行情变化。

根据上述分析,建立以下模型: $lev_t = f(gdp_t, cs_t, rate_t, fee_t, profit_t, tan_t, rsr_t, cor_t, ibc_t, ppi_t) + u_t$

具体可以表示为 $lev_t = a_0 + a_1 * gdp_t + a_2 * cs_t + a_3 * rate_t + a_4 * fee_t + a_5 * profit_t + a_6 * tan_t + a_7 * rsr_t + a_8 * cor_t + a_9 * ibc_t + a_{10} * ppi_t + u_t$ 。其中 a_0 为常数项, u_t 为残差项。通过数据分析系数的

正负值,从而判断各因素对非金融企业负债杠杆率的影响作用。

3.2 实证分析

通过已有模型和数据对中国非金融企业债务杠杆影响因素进行分析,采用 eviews 9 将非金融企业、国有企业、私营企业资产负债率作为因变量,分析结果如表 3:

表3 各类企业债务杠杆影响因素

因变量 自变量	因变量			
	非金融企业	国有企业	私营企业	
宏观经济因素	c	0.446 (1.41)	0.449 (1.93)	2.185*** (6.67)
	gdp	-0.024* (-2.26)	-0.0089* (0.96)	-0.011** (-2.58)
	cs	-2.20E-07* (2.15)	-6.1E-08* (-1.28)	-0.00000335*** (-3.38)
	rate	1.283 (1.33)	0.319 (0.71)	-0.158 (-0.24)
企业自身禀赋	fee	-12.364** (2.72)	-2.428* (-0.20)	-17.211*** (-11.21)
	profit	-5.469 (-1.06)	-3.628 (-1.73)	0.548518 (1.69)
	tan	0.011* (0.07)	-0.063 (-0.20)	-1.375** (-2.42)
	rsr	-2.69E-06** (-1.24)	7.08E-07 (1.99)	0.00000133*** (3.829)
行业景气因素	cor	-0.237** (-2.43)	-0.00401* (-0.87)	-0.211*** (-4.031)
	ibc	0.003 (2.11)	0.00055* (1.22)	-0.000569* (-0.803)
	ppi	0.004*** (1.92)	0.0018 (1.43)	0.002 (1.311)
Durbin-Watson stat	2.605813	2.366257	2.988472	
Adjusted R-squared	0.945599	0.887144	0.914112	

注:括号内为 t 检验统计量,*、**、*** 分别表示 0.10、0.05、0.01 的显著性水平。

由表 3 可以得出以下结论:

一是无论是非金融企业还是国有企业、私营企业的资产负债率都与 GDP 增长率呈负相关关系。当市场经济状况良好,企业资产负债率降低,当经济处于下行阶段时,企业资产负债率升高。同时,贷款基准利率的提高增加了企业借债成本,导致资产负债率降低。

二是企业债务融资成本对债务杠杆率影响显

著,且反向作用于企业债务杠杆。当企业融资成本较高时,企业债务降低。企业自身盈利状况对杠杆率有正向促进作用,而这一方面国有企业则起到反向作用。由于企业盈利能力增强,信用等级提升,银行借款风险降低,一定程度上降低了企业借款的障碍。而国有企业盈利能力的增强,自身可用金额增加,内部融资能够满足资金上的需求,外部融资自然就减少,从而对资产负债率起反向作用。企业销售收入对资产负债率起反向影响作用,销售收入提高,可用资金增加,企业外债就相应减少。企业债务担保能力和资本产出比对资产负债率的系数为负值。说明两者都对资产负债率起反向作用。企业自身能力的增强,收入的增加以及生产效率的提高使得企业所得能够更大程度的满足资金需求。因此,从这一层面上来看,当企业自身能力增强时,企业资产负债率降低,内部资金流通便利,更趋向于内部融资的基础上向外借款。

三是整个行业景气程度对资产负债率起反向影响作用。当整个行业较景气时,说明企业盈利能力增强,企业偏向于降杠杆,当行业不景气的时候,企业通过加杠杆的方式来渡过难关,保证企业资金运作的畅通无阻。

4 对策建议

4.1 各部门协作改善宏观经济环境

政府要加强债务调研和项目控制。统计部门应全面统计企业负债率,中央银行要调研行业和重点企业杠杆率的适宜度,适度调整贷款基准利率影响企业负债成本。银监会应调研金融机构实际的不良资产率和潜在的风险债务率。计划部门、国资监管机构 and 国有投资控股公司要发挥好在资源配置中的重要作用,采用匿名评委会对投资项目审批。政府要规范非银行借贷,对非法集资、骗贷和赖账行为严厉打击,政法机关要对骗贷和赖账行为进行资金追究和侦破。货币当局要坚守中性货币政策,加强信贷控制。货币过多和货币不足都影响经济的健康发展。货币供应量和信用控制既要满足经济主体正常货币需要,也要考虑增长速度是否过快,考虑企业债务比率、债务结构和债务质量是否适当。

4.2 企业加强自身能力建设

企业及地方融资平台等投资主体要有民主科学的决策机制予以制约。政绩追求、中饱私囊追求推

动的过度投资和不当借贷,必须以科学的决策方式,尤其是民主的决策方式予以遏制。国有企业的经营权不能脱离国家管理权和人民所有权,董事长在表决时不能超越自己的一票权。同时企业要改善内部管理方式,采取有效的激励制度,学习外部先进的生产技术,提高生产效率,降低生产成本。企业内部财务部门要完善资金管理系统,保证资金运作的顺利进行。

4.3 促进各行业协调发展

目前中国非金融企业内部仍然存在发展不平衡现象。当前,中国企业债务总量过大而需求不足,其中主要集中在钢铁、煤炭、冶金等重工业。为此,协调整个行业的发展对改善行业景气度具有相当重要的作用。我们可以通过兼并重组、合法破产的方式剔除掉不良产业的存在,优化行业空间结构。改善企业经济发展方式,激励创新,对那些信用评级比较低、污染较严重的行业,实施一些管控措施,如严格控制污染排放量指标,制定企业信用评级系统。促进企业转型升级,建立现代企业制度,保证各行业协调发展。

参考文献

- [1] Franco Modigliani, Merton H. Miller. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction [J]. The American Economic Review, 1963(9): 433-443.
- [2] Titman S, Wessels R. The determinants of capital structure choice [J]. The Journal of finance, 1988, 43(1): 1-19.
- [3] Guihai Huang, Frank M. Song. The financial and operating performance of China's newly listed H-firms [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005: 53-80.
- [4] Frank M Z, Goyal V K. Trade-off and pecking order theories of debt [J]. Handbook of empirical corporate finance, 2008(2): 135-202.
- [5] 杨之帆. 企业资本结构与融资方式偏好 [J]. 2001(4): 50-54.
- [6] 锥敏, 聂文忠. 财政政策、货币政策与企业资本结构动态调整——基于我国上市公司的经验证据 [J]. 2012(5): 18-32.
- [7] 何志强, 吴宗书, 丁攀. 我国非金融企业债务杠杆决定因素研究 [J]. 理论探讨, 2017(1): 18-25.
- [8] 王一鸣, 等. 降低企业杠杆率的重点 [J]. 中国金融, 2017(2): 24-25.
- [9] 孙二春. 宏观经济因素对工业企业债务的影响 [D].

- 复旦大学,2014(3).
- [10] 余永定.谨防企业债务危机[J].资本市场,2014(11):15.
- [11] 李枫,李济广.非金融企业债务现状去去杠杆政策优化[J].2016(8):50-54.
- [12] 丁奎.国内非金融企业债务部门债务测算及评价[J].债券,2016(12):21-27.
- [13] 中国人民银行西宁中心支行青年研究兴趣小组,江雯雯.非金融企业债务水平与“去杠杆”研究——基于青海省数据的思考[J].青海金融,2017(3):14-18.
- [14] 陆婷.中国非金融企业债务:风险、走势及对策[J].国际经济评论,2015(9):67-77.
- [15] 张平.“十三五”时期我国各类债务偿还压力研究[J].2017(1):5-10.
- [16] 张莱楠.非金融部门去杠杆的路径[J].2014(12):57-58.
- [17] BIS.Q uarterly R eview[EB/OL].(2016-06-08)<http://w.w.w.bisorg/publ/quarter...2016-06-08>.

Analysis of the Status Quo and Influencing Factors of the Debt of Non-financial Enterprises in China

JIANG Haixia, ZHANG Yongqing

(Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai200093, China)

Abstract: Based on the data of China's non-financial enterprises debt from 2006 to 2015, this paper adopts the multiple linear regression to estimate the least squares, and makes an analysis of factors influencing the debt of Chinese non-financial enterprises in contrast with the current situation of the debt of state-owned and private enterprises. The results show that: first, the macroeconomic situation plays a reverse role in the non-financial corporate debt; economy upward, corporate debt leverage reduces; second, when the enterprises themselves have good endowment, the internal funds can meet the operation demand. The enterprise asset-liability ratio decreases by internal and external financing; third, the boom degree of the entire industry has a reversely inhibiting effect on the corporate asset-liability ratio; the better industry develops, the lower corporate debt pressure becomes.

Key words: non financial enterprises; debt crisis; status quo; influencing factors