谁更过度负债:固有还是非固有企业?*

陆正飞 何 捷 窦 欢

内容提要:自2008年世界金融危机以来,我国企业负债率水平节节攀升,无论是国有企业还是非国有企业,都逐步走向高负债。但是高负债是否就是过度负债?国有与非国有企业相比较,谁更过度负债?本文从企业过度负债角度而非实际负债率角度检验了企业产权性质与过度负债间的关系。研究发现相较于非国有企业,国有企业资产负债率高于长期目标资产负债率的程度和可能性更低,说明从长期及动态角度看,国有企业过度负债程度和可能性更低;但是,国有企业利息覆盖率过低的可能性更高,说明从短期及静态角度看,国有企业更可能存在债务违约风险,过度负债的可能性更高。进一步研究表明,企业动态角度下的过度负债(过度资产负债率)与静态角度下的过度负债(过低利息覆盖率)具有一致性,但是国有企业性质削弱了二者间的正相关关系,说明国有企业性质为企业的动态负债风险提供了隐性担保。在考虑股权分置改革、IPO 暂停及内生性问题后,本文结果未受影响。

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

一、引言

已有研究发现由于政府隐性担保,国有企业具有债务融资的便利性(方军雄,2007; Chang et al.,2014),但这一便利性似乎带来了国有企业的高负债。部分央企负债率频频超过国资委划定的70%"警戒线",部分地方国有企业的资不抵债也引起媒体的广泛关注,①人们对国有企业高负债可能带来的经营风险产生担忧。但是仅看企业实际负债率高低可能无法判断其负债状况是否合理,原因有二:一方面,已有研究发现企业具有目标负债率(或最优负债率),且目标负债率受到企业特征及外部因素的影响(陆正飞和高强,2003;姜付秀等,2008; Goyal,2009; Chang et al.,2014),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应从实际负债率高低出发,而应看实际负债率是否偏离目标负债率及其程度;另一方面,尽管已有研究发现负债率与企业未来市场回报及成长性间存在负相关关系,但是 Caskey et al. (2012)将负债率分解为目标负债率和过度负债率后发现,过度负债是导致企业负债率与未来股票市场回报及成长性间负相关关系的决定因素,因此我们关注企业过度负债率水平而非实际负债率水平更有意义。基于此,本文通过大样本实证研究,从过度负债角度探讨国有企业的负债水平是否合理。此外,已有研究主要通过企业实际负债率与目标负债率的差额衡量过度负债水平,这一衡量方式考虑了企业当前及未来发展状况,从长期及动态角度考虑了企业是否过度负债。但未来具有不确定性,企业当前能否定期偿还债务关系到企业短期内能否正常经营及控制权的转移问题,因此从短期及静态角度看,定期偿还能力也是衡量

^{*} 陆正飞、何捷,北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:zflu@gsm.pku.edu.cn,jelin2010@163.com;窦欢,暨南大学管理学院,邮政编码:510632,电子信箱:helena8857@pku.edu.cn。作者感谢国家自然科学基金重点项目(项目批准号:71132004)和财政部"会计名家培养工程"(财政部财会[2013]27号文)对本文的资助;感谢匿名审稿人提出的建设性意见。文责自允。

① http://finance.ifeng.com/a/20130802/10339512_0.shtml.

企业负债率是否过高的重要依据。鉴于此,本文同时考虑了产权性质对动态及静态角度下过度负债的影响。

不同产权性质企业的过度负债水平可能有所差异。首先,"债务融资优势假说"认为由于政府隐性担保的存在,国有企业具有债务融资优势。即使国有企业当前负债率较高甚至无法支付利息,考虑到其未来融资便利性及破产风险较低,其偏离目标负债率的程度和可能性或许较低,这就导致国有企业静态角度下过度负债而动态角度下未过度负债。其次,"股权融资优势假说"认为由于政府隐性担保的存在,国有企业也具有股权融资优势。这一优势可能使得国有企业并不依赖于债务融资,导致其静态及动态角度下均未过度负债。最后,"财务危机成本假说"认为国有企业陷入财务危机时更可能获得政府资金扶持,其自身的财务危机成本较小,为减少未来财务危机成本而控制负债率水平的动机较小,更可能过度利用债务融资,导致其静态及动态角度下过度负债水平均较高。

为了验证以上假说,我们首先以企业实际负债率减去目标负债率的差来衡量企业过度负债水平(以下简称"过度资产负债率"),考察长期及动态角度下国有企业性质与过度负债的关系。研究表明,相较于非国有企业,国有企业过度资产负债的程度和可能性更低,说明从长期及动态角度看,国有企业更不可能过度负债。另一方面,我们根据企业利息覆盖率是否过低(以下简称"过低利息覆盖率")衡量短期及静态角度下企业是否过度负债。研究结果表明,相较于非国有企业,国有企业出现过低利息覆盖率的可能性更高,说明从短期及静态角度看,国有企业更可能过度负债。

国有企业静态角度下过度负债而动态角度下未过度负债的实证结果符合"债务融资优势假说"。为进一步验证该假说,我们通过企业过度资产负债率对企业过低利息覆盖率、国有企业性质及其交乘项进行回归,发现总体上企业静态角度下的过度负债与动态角度下的过度负债具有一致性。但是当企业负债率超过目标负债率时,国有企业性质会削弱过低利息覆盖率与过度资产负债率间的正相关关系,说明国有企业性质在企业发生违约风险时起到了一定担保作用,降低了短期过度负债与长期过低负债间的一致性;而在企业资产负债率低于目标负债率时,没有证据表明国有企业性质削弱过低利息覆盖率与过度资产负债率间的正相关关系,这是由于企业负债率不足时,国有企业进行债务融资时无须利用其产权性质带来的隐性担保,该结果进一步证实了"债务融资优势假说"。

本文可能有以下贡献:(1)在当前我国企业负债率居高不下的情况下,本文从动态及静态两个角度分别检验了国有与非国有企业是否过度负债,而非停留于国有企业与非国有企业负债率孰高孰低的讨论中,有助于从多角度全面分析和判断我国企业负债状况是否合理;(2)已有研究发现金融市场发展状况、代理成本、财务危机成本、产品竞争程度等会影响企业偏离目标负债率的程度,本文从产权性质角度探讨其对企业过度负债的影响,有助于丰富企业横截面差异对过度负债影响的研究;(3)本文研究结果表明,银行等债权人在分配信贷资源时考虑了国有产权性质带来的政府隐性担保。只要政府的隐性担保能够持续,即使国有企业短期偿债风险较高,其动态角度下的负债风险将小于非国有企业。但是随着国有企业市场化,国有产权性质带来的政府隐性担保会不断下降,动态来看,国有企业负债风险小于非国有企业的优势将逐渐缩小乃致消失,而国有企业短期(静态)偿付能力的不足可能加剧其流动性风险,进而对其经营产生负面影响。

二、文献回顾

制度环境是资本结构理论的重要影响因素(王跃堂等,2010),国内已有文献对企业性质与资本结构间的关系有一定探讨,但是研究结果并不一致。方军雄(2007)认为国有企业在产品市场、要素市场等市场中拥有的先天优势和政治关系,其违约风险更低,并且更可能得到额外的政策资金扶持,导致其更容易获取银行贷款,因此国有企业相比于非国有企业,具有更高的资产负债率和更

长的债务期限结构。但是,肖泽忠和邹宏(2008)认为尽管国有企业有国家作为后盾,更容易获得银行贷款,国有企业也因为代理问题严重而更可能进行股权融资以谋取私利,其研究发现总体上国有股、法人股和外资股比例对上市公司总的负债率没有显著影响,但国有企业的长期负债率要高于非国有企业。此外,王跃堂等(2010)以我国 2007 年所得税改革为背景的研究发现,税率提高的企业中,非国有企业比国有企业增加了更多负债;税率降低的企业中,非国有企业比国有企业减少了更多负债,说明非国有企业在资本结构决策中会更多地考虑债务税盾因素,在税收筹划方面更为激进。Li et al. (2009)以中国非上市公司为样本的研究发现,国有产权性质与企业负债率和长期负债占比显著正相关,所有权结构和制度因素能够解释企业负债变化的 6%,并且国有企业获取长期负债的便利性与其长期投资正相关、与企业业绩负相关。Chang et al. (2014)借鉴 Goyal(2009)采用贝叶斯信息法则的研究发现,企业产权性质是影响我国企业资产负债率的可靠因素之一,并且由于国有企业的股权融资便利性,国有企业比非国有企业的资产负债率更低。这些研究以不同样本或方法探讨了国有产权性质对企业资本结构水平的影响,但是较少关注国有企业负债率是否合理的问题。

企业负债合理性需要考虑企业实际负债率与目标负债率的偏离情况。尽管各种主流的资本结构理论如权衡理论、啄食理论和市场择时理论等对于企业是否围绕目标资本结构或最优资本结构 经营没有一致结论,但实证证据却表明企业存在目标负债率或最优负债率,并且企业目标负债率受 到企业特征及外部环境的影响,不同企业的目标负债率、甚至同一企业不同时期的目标负债率可能 不同。Graham & Harvey(2001)的问卷调查研究显示,80%的 CFO 承认企业存在目标负债率区间或者严格的目标负债率值;Drobetz & Wanzenried(2006)认为,固定资产占比、企业规模、账面市值 比和 ROA 决定了企业的目标负债率。就国内而言,陆正飞和高强(2003)针对我国深市上市公司的问卷调查显示,89%的样本公司认为应该设定一个"合理"的目标资本结构;姜付秀等(2008)认为企业目标负债率受到公司规模、盈利能力、成长能力、抵押能力、行业和地区等因素的影响。

然而,由于随机事件及调整成本的发生,企业可能偏离目标负债率,导致企业过度负债或负债不足,而企业过度负债或负债不足可能影响企业的经营发展状况。Caskey et al. (2012)将负债率分为目标负债率和过度负债率后研究发现,过度负债率是导致负债率与未来股票市场回报及成长性负相关关系的主要原因,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)研究发现过度负债的企业由于存在未来融资约束,其采取并购措施的可能性更小,尤其是现金收购的可能性更小。尽管企业过度负债可能对其未来经营产生约束或消极影响,由于调整成本的存在,企业可能不会立即调整至目标负债率。Banerjee et al. (2004)研究发现企业向目标资本结构调整的速度非常缓慢;Lemmon et al. (2008)研究发现一些不可观测、不随时间变化的因素导致了负债率横截面的稳定性,并且这一稳定性至少可以维持 20年;从国内来看,屈耀辉(2006)发现我国上市公司年度间的资本结构调整速度同样很小。

以上研究表明企业可能存在过度负债行为,而过度负债具有危害性并且企业向目标负债率调整速度较为缓慢,这意味着探究横截面上影响公司过度负债的可能因素是极为必要的(张会丽、陆正飞,2013)。在这方面,国外也有所尝试。Lööf(2004)研究发现一国金融结构的规模、资本市场的发展状况以及税收体系对企业调整优化资本结构具有重要影响,具体而言,相比于股权融资占主导的美国公司,瑞典和英国公司实际负债偏离目标负债的程度更大;Titman & Tsyplakov(2007)分析认为债务人与股东间的代理成本减少了企业向目标负债率移动的动机,而财务危机成本可能加强企业向目标负债率移动的动机,并且经济冲击会导致企业偏离目标负债率;姜付秀等(2008)的研究表明公司所在的产品市场竞争越激烈,公司资本结构偏离最优资本结构的幅度越小;Deangelo et al. (2011)分析认为企业是否过度负债需要在投资机会和未来回调负债成本间进行权衡;Deangelo

et al. (2011)以及盛明泉等(2012)发现国有企业的预算软约束程度越大,其实际资本结构与最优资本结构之间的偏离程度也越大;张会丽和陆正飞(2013)研究发现,在控制其它因素的前提下,子公司负债占比越高,企业资本结构偏离最优值的程度越大,但是母公司对集团的整体控制力会对这一关系起削弱作用。这些研究从国家金融体系层面、企业的财务危机成本、代理成本、产品市场竞争程度、预算软约束程度和集团等角度考虑了横截面上企业偏离目标负债率程度的差异,说明不同特征企业的偏离水平具有差异。

综上,已有研究大多探讨我国企业产权性质对企业负债率水平的影响,较少探讨产权性质是否会影响企业负债的合理性。而研究表明过度负债是负债率与企业未来股票回报间负相关关系的主要来源,并且会影响企业的经营活动。本文探讨产权性质对企业过度负债的影响,可能对已有产权及过度负债研究起到一定的补充。

三、研究假设

已有研究认为应当从长期角度看待企业负债率,即使企业当前或短期内负债率较高或存在融资约束,考虑到企业长期较好的发展前景和较强的融资能力,长期来看企业可能并未过度负债(Hovakimian et al.,2004)。就我国而言,出于对经济和社会秩序的考虑,国家会出面帮助银行贷款偿付困难的企业渡过难关(肖泽忠和邹宏,2008)。因此相比于非国有企业,国有企业由于政府隐性担保的存在,其违约风险或破产风险更低,具有债务融资优势,同等条件下其目标负债率可能更高、实际负债率超过目标负债率的程度或可能性更低。即使国有企业当前负债率较高甚至无法支付利息(短期静态角度下存在过度负债),考虑到其未来破产风险较低及较大的债务融资优势,长期可能并未超过目标负债率(长期动态角度下不存在过度负债),这就导致国有企业长期角度与短期角度下过度负债间存在冲突,我们称之为"债务融资优势假说"。

另一方面,股权融资的便利程度会影响企业的融资方式选择,进而影响其过度负债的可能性。 Lööf(2004)发现股权融资便利性会降低企业依赖债务融资的程度,导致企业偏离目标负债率的程 度降低。相比于非国有企业,我国国有企业进行股权融资时面临的阻碍更小,具有股权融资优势, 这一优势使得国有企业并不过度依赖债务融资(肖泽忠和邹宏,2008;Chang et al.,2014),可能导 致国有企业短期内过度负债融资的可能性较小、偏离目标负债率的程度或可能性也较小。因此,从 股权融资便利性角度看,国有企业短期及长期角度下过度负债的可能性都较小,我们称之为"股权 融资优势假说"。

此外,财务危机成本也是企业决定是否过度负债的重要影响因素。Titman & Tsyplakov(2007)研究认为财务危机成本较高时,企业有动机向目标负债率调整、降低过度负债水平以避免未来融资困难。由于政府隐性担保的存在,我国国有企业面临财务危机时更可能得到政府资金的支持,企业自身的财务危机成本较低,因此控制负债率水平以避免未来财务危机成本的动机较小,反而更可能过度消费银行信用,导致短期内过度负债甚至超过其目标负债率水平,这种情况下国有企业短期及长期角度下的过度负债水平或可能性都较高,我们称之为"财务危机成本假说"。

以上三种假说下企业产权性质与长期、短期角度下的过度负债关系有所不同。"债务融资优势假说"和"股权融资优势假说"均从融资优势角度出发,认为国有企业长期角度下更不可能过度负债,但前一假说下国有企业由于债务融资优势更可能在短期内过度负债,而后一假说下国有企业因股权融资优势短期内更不可能过度负债。"财务危机成本假说"则从财务危机成本角度出发,认为国有企业长期及短期角度下都更可能过度负债。因此,我们提出对立假说:

H1a:相比于非国有企业,国有企业更不可能过度负债;

H1b:相比于非国有企业,国有企业更可能过度负债。

四、研究设计

1. 样本选择与数据

本文以沪深两市 2004—2012 年全部上市公司为研究样本,样本期开始于 2004 年是由于 2003 年 CSMAR 才开始披露上市公司最终控制人性质,而本文计算目标负债率时需要利用滞后一期的数据,因此 无法利用 2003 年以前的样本数据。样本筛选过程中,我们剔除同时发行 B 股或 H 股的上市公司年度样本 1290 个,剔除 ST 公司年度样本 443 个,剔除金融行业的公司年度样本 143 个,剔除资产负债率大于 1 的异常值 269 个,剔除缺失值 3573 个,①最终得到公司年度样本 10046 个。为了减少离群值的影响,我们对所有连续型变量进行 1%的 winsorize 处理。本文数据来源于 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。

2. 变量选择与模型设计

(1)过度负债的衡量

已有研究对于长期角度下过度负债的衡量主要采用三种方式:(1)实际负债率减去回归(通过资产负债率对其主要影响因素回归)得到的目标负债率(姜付秀等,2008;Uysal,2011;Denis & Mckeon,2012;张会丽和陆正飞,2013);(2)实际负债率减去当年行业负债率中位数或均值(姜付秀等,2008;张会丽和陆正飞,2013);(3)Graham(2000)的 Kink 值,即公司负债所能达到最大税收优惠时的利息支出/实际利息支出(Graham,2000;Caskey et al.,2012)。这三种方式的区别主要在于对目标负债率的理解。第一种方式认为目标负债率由企业特征、行业和宏观因素决定,较为全面;第二种方式认为企业目标负债率以行业负债率为标准,但可能忽略了行业内异质性;第三种方式认为企业目标负债率由税收因素决定,但是近期研究表明,控制其他因素后,税收对企业资产负债率的影响不显著(Rajan & Zingales,1995;Goyal,2009;Öztekin & Flannery,2012;Chang et al.,2014)。因此近期文献主要通过企业负债率对其主要影响因素回归的方式计算目标负债率,本文也采用该方式衡量企业目标负债率并得到过度负债指标。此外,已有文献在回归取得目标负债率过程中采用的负债率主要包括账面负债率和市场负债率,考虑到我国股票市场下市场负债率噪音较大,我们采用账面负债率衡量企业的资产负债率(Chang et al.,2014)。

具体而言,我们根据 Harford et al. (2009)和 Denis & Mckeon(2012)对样本分年度进行 Tobit 回归,预测企业的目标负债率,②回归模型如下:

$$LEVB_{t} = \alpha_{0} + \alpha_{1}SOE_{t-1} + \alpha_{2}ROA_{t-1} + \alpha_{3}IND_LEVB_{t-1} + \alpha_{4}GROWTH_{t-1} + \alpha_{5}FATA_{t-1} + \alpha_{6}SIZE_{t-1} + \alpha_{7}SHRCR1_{t-1}$$

$$(1)$$

企业实际负债率减去模型(1)预测的目标负债率即为过度资产负债率 EXLEVB,该指标越大,表明长期角度下企业过度负债水平越高。稳健性检验中我们设定虚拟变量 EXLEB_dum 衡量企业长期角度下是否过度负债,当 EXLEVB 大于 1 时,EXLEVB_dum 取 1,否则为 0。模型(1)中控制变量的选择依据 Chang et al. (2014)。Chang et al. (2014)借鉴 Goyal(2009)的贝叶斯信息准则(BIC)研究方法,发现影响我国企业资产负债率稳定而可靠的因素包括:企业盈利能力(ROA)、行业负债率的中位数(IND_LEVB)、总资产增长率(GROWTH)、固定资产占比(FATA)、企业规模(SIZE)、国有性质(SOE)和第一大股东持股比例(SHRCR1)。③

① 由于计算目标负债率的回归模型中,控制变量采用滞后一期的数据,2004年新上市公司的相关数据缺失。此外,其他已上市公司也有部分缺失数据,导致总体上缺失数据较多。

② 通过分年度 Tobit 回归可以有效控制一些宏观因素(如通货膨胀)的影响。

③ 我们在模型(1)中控制 SOE,也就假设全样本中过度负债的均值为 0,而国有企业、非国有企业各自的过度负债均值并不一定为 0。这一假设的合理性在于——国有性质带来的隐性担保可能为企业带来融资便利性,且债权人(如银行等)在发放贷款时可能并不会关注债务在不同产权性质企业内的平衡。

模型(1)中采用企业总负债占总资产比例(LEVB)衡量企业负债率,更多的是从债务所带来的代理成本角度考虑负债,无法反映企业短期内是否具有债务违约风险(Myers,1977; Jensen & Meckling,1979; Rajan & Zingales,1995)。另一些研究(Aghion & Bolton,1992)更多地将负债率视为企业在财务危机时控制权从股东转向利益相关者或债务人的一种途径,这时对于企业而言更重要的问题在于是否具有定期偿还能力,那么更恰当的指标就是利息覆盖率(Rajan & Zingales,1995; Faulkender & Petersen,2006)。当利息覆盖率过低,企业盈利不足以支付利息时,企业具有债务违约风险,从短期及静态角度看,这也属于过度负债,因此本文设置过低利息覆盖率指标 EXINTR_dum,当利息覆盖率小于1时取1,表示短期角度下企业存在过度负债,否则取0。作为稳健性检验,我们放松利息覆盖率的临界值为2.5,设置指标 EXINTR_dum1,即当利息覆盖率小于2.5 时取1,否则取0。

(2)模型设计

为检验国有企业是否过度负债,我们设计如下模型:

$$EXLEVB = \beta_0 + \beta_1 SOE + \beta_2 ROA + \beta_3 IND_LEVB + \beta_4 GROWTH + \beta_5 FATA + \beta_6 SIZE$$

$$+ \beta_7 SHRCR1 + \beta_8 MB + \beta_9 EXP + \beta_{10} NDTS + \beta_{11} ETR + \beta_{12} VEBITTA$$

$$+ \beta_{13} VCF + \beta_{14} MANAOWN + \varepsilon$$
(2)

$$Logit (EXINTR_dum) = \beta_0 + \beta_1 SOE + \beta_2 LEVB + \beta_3 GROWTH + \beta_4 FATA + \beta_5 SIZE + \beta_6 SHRCR1 + \beta_7 MB + \beta_8 EXP + \beta_{19} NDTS + \beta_{10} ETR + \beta_{11} VEBITTA + \beta_{12} VCF + \beta_{13} MANAOWN + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon$$
(3)

模型(2)中被解释变量为 EXLEVB,模型(3)中被解释变量为 EXINTR_dum,主要解释变量为企业性质(SOE),同时根据姜付秀等(2008)和 Chang et al. (2014)的做法,我们控制了其他可能影响企业过度负债的特征因素,包括盈利能力(ROA)、①行业负债率中位数(IND_LEVB)、总资产增长率(GROWTH)、固定资产占比(FATA)、企业规模(SIZE)、第一大股东持股比例(SHRCR1)、账面市值比(MB)、管理费用率(EXP)、非债务税盾(NDTS)、实际税率(ETR)、盈利波动性(VEBITTA)、现金流波动性(VCF)、管理层持股比例(MANAOWN),模型(2)中还控制了行业和年度虚拟变量。各变量说明见表 1。

表 1

变量说明

变量	变量说明	变量	变量说明
LEVB	账面资产负债率=总负债/总资产	FATA	固定资产占总资产比重
EXLEVB	根据模型(1)计算的过度资产负债率	SIZE	资产的自然对数
EXLEVB_dum	当 EXLEVB 大于 1 时, EXLEVB_dum 为 1, 否则为 0	SHRCR1	第一大股东持股比例
INTR	利息覆盖率 = EBITDA/利息支出	МВ	账面市值比
EXINTR_dum	EBITDA/利息支出 < 1 为 1, 否则为 0	EXP	管理费用率=管理费用/总资产
EXINTR_dum1	当利息覆盖率小于2.5 时为1,否则为0	NDTS	非债务税盾=折旧费用/总资产
SOE	国有企业为1,否则为0	ETR	所得税率=所得税/利润总额
ROA	ROA = 营业利润/总资产	VEBITTA	EBIT/TA 三年波动率
IND_LEVB	LEVB 行业中位数	VCF	现金流/总资产的三年波动率
GROWTH	总资产增长率	MANAOWN	管理层持股比例

① 由于模型 3 中被解释变量是根据 EBITDA/利息支出计算得来的虚拟变量,已经考虑了经营业绩 EBITDA,而 EBITDA与 ROA会产生高度相关,出于技术上的考虑,我们在模型 3 中未控制 ROA。

3. 变量的描述性统计

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计。由表中数据可知,企业资产负债率平均为 51%,样本中 52.1%的企业实际资产负债率超过目标资产负债率,利息覆盖率均值为 60.91,8.9%的企业当年 EBITDA(息税折旧前利润)不足以支付利息支出,其中国有企业的占比为 61.2%。

描述性统计

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
LEVB	10046	0. 510	0. 185	0. 089	0. 378	0. 520	0. 646	0. 909
EXLEVB	10046	0.000	0. 151	-0.666	-0.096	0.008	0. 102	0. 776
EXLEVB dum	10046	0. 521	0. 500	0. 000	0.000	1. 000	1.000	1. 000
INTR	10046	60. 911	288. 012	- 9. 839	3. 015	5. 958	15. 222	2506. 001
EXINTR dum	10046	0. 089	0. 285	0.000	0.000	0.000	0.000	1. 000
EXINTR dum1	10046	0. 193	0. 395	0.000	0.000	0.000	0.000	1. 000
SOE	10046	0. 612	0. 487	0.000	0.000	1. 000	1.000	1. 000
ROA	10046	0. 037	0.061	-0.178	0.010	0. 034	0.065	0. 214
IND LEVB	10046	0. 490	0.098	0. 270	0. 419	0. 502	0. 561	0. 708
GROWTH	10046	0. 187	0. 405	-0.312	0.008	0. 104	0. 240	3. 028
FATA	10046	0. 279	0. 183	0. 002	0. 137	0. 248	0. 402	0. 772
SIZE	10046	21.664	1. 094	19. 286	20. 888	21. 569	22. 316	24. 810
SHRCR1	10046	37. 026	15. 723	9. 087	24. 320	34. 870	49. 010	75. 100
MB	10046	0. 741	0. 280	0. 153	0. 527	0. 761	0. 957	1. 441
EXP	10046	0. 047	0.031	0. 004	0. 025	0. 041	0.061	0. 168
NDTS	10046	0. 024	0.016	0.000	0.012	0. 021	0. 033	0.078
ETR	10046	0. 187	0. 185	- 0. 521	0. 101	0. 174	0. 268	0. 878
VEBITTA	10046	0. 033	0. 042	0. 001	0.009	0. 018	0. 038	0. 256
VCF	10046	0. 057	0. 048	0. 003	0. 024	0. 043	0. 074	0. 266
MANAOWN	10046	0. 036	0. 116	0.000	0.000	0. 000	0. 001	0. 602

五、实证结果与分析

1. 产权性质与过度资产负债率

表 3 列示了过度资产负债率对企业性质的回归结果。其中,第(1) 列被解释变量为连续型变量 EXLEVB,采用 OLS 回归,从回归结果可见 SOE 的回归系数为 - 0.014,且在 1%的水平上显著,说明国有企业过度资产负债率平均低于非国有企业过度资产负债率的 1.4%。考虑到可能存在的异方差问题,第(2)列在第(1)列的基础上采用了聚类稳健标准误估计,回归结果与第(1)列一致。第(3) 列被解释变量为虚拟变量 EXLEVB_dum, logit 回归结果显示 SOE 系数为 - 0.126,且在 1%的水平上显著,说明长期角度下我国国有企业过度负债的可能性比非国有企业低,第(4)列采用聚类稳健标准误估计的结果与之基本一致,SOE 为正,z值为 - 1.414,接近显著性水平。① 总体看来,表 3 回归结果说明长期角度国有企业过度负债的水平和可能性更低,可能符合"债务融资优势假

① 不显著的原因可能在于,用 EXLEVB_dum 区分企业过度负债和负债不足不是很合适。如果在企业实际负债率超过目标负债率时取 1,认定该企业为负债过度;否则取 0,视该企业为负债不足。对于那些超过或低于目标负债率程度极小的公司而言,将其判定为过度或不足可能存在一定偏差,因此会影响回归结果。但后续稳健性检验表明,EXLEVB_dum 与 SOE 间的显著负相关关系较为稳定。

说"或"股权融资假说","财务危机成本假说"得以排除。

就控制变量的回归而言,长期角度下企业过度资产负债水平或可能性与盈利能力(ROA)、账面市值比(MB)、非债务税盾(NDTS)、盈利波动性(VEBITTA)、管理层持股比例(MANAOWN)显著负相关,与总资产增长率(GROWTH)、固定资产占比(FATA)、公司规模(SIZE)、管理费用率(EXP)、所得税率(ETR)、现金流波动性(VCF)显著正相关。

表 3

企业产权性质与过度资产负债率

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	OLS	Cluster	Logit	Cluster
	EXLEVB	EXLEVB	EXLEVB_dum	EXLEVB_dun
COR	-0.014***	-0.014**	-0.126***	-0.126
SOE	(-4.262)	(-2.056)	(-2.578)	(-1.414)
BO4	-0.610***	-0.610***	-7.723***	-7. 723 ***
ROA	(-22.746)	(- 14. 753)	(-18.758)	(- 13. 657)
TAID LEAD	-0.010	-0.010	0. 590 **	0. 590
IND_LEVB	(-0.605)	(~0.344)	(2.550)	(1.542)
CD OW/MI	0. 069 ***	0. 069 ***	0. 926 ***	0. 926 ***
GROWTH	(18. 171)	(12. 223)	(12. 293)	(8.347)
DATE.	0. 077 ***	0. 077 ***	1. 001 ***	1. 001 ***
ROA IND_LEVB GROWTH FATA SIZE SHRCR1 MB EXP NDTS ETR	(6, 196)	(3.307)	(5.522)	(3. 137)
CYZD	0. 011 ***	0. 011 ***	0. 149 ***	0. 149 ***
SIZE	(6, 749)	(3.873)	(6.558)	(3.858)
CUBCD1	0.000	0.000	0. 002	0. 002
SHRUKI	(1, 522)	(0.799)	(1.396)	(0.793)
MB	- 0, 022 ***	- 0. 022 **	-0.261***	-0. 261 **
IVI D	(-3.695)	(~2.485)	(-3.016)	(-2.319)
EVD	0. 397 ***	0. 397 ***	3. 649 ***	3. 649 ***
LAP	(7.541)	(3.903)	(4.728)	(2.682)
NDTC	-0.890***	- 0. 890 ***	- 10. 972 ***	- 10. 972 ***
ND15	(-6.277)	(~3.386)	(-5.328)	(-3.052)
ЕТР	0. 065 ***	0. 065 ***	0. 872 ***	0. 872 ***
EIR	(8.056)	(5.571)	(7.404)	(5. 829)
VEBITTA	-0.150***	-0.150**	-2. 106 ***	-2. 106 ***
VEBILIA	(-3.908)	(- 2. 143)	(-3.652)	(-2.750)
VCF	0. 263 ***	0. 263 ***	3. 734 ***	3. 734 ***
	(8.092)	(4. 878)	(7.693)	(5. 331)
MANAOWN	-0.085***	-0.085***	-0.850***	-0. 850 ***
MANAOWN	(-6.140)	(~4.150)	(-4.223)	(-2.919)
Constant	-0. 233 ***	- 0. 233 ***	-3.580***	- 3. 580 ***
Constant	(-6.804)	(-3.703)	(-7. 183)	(-4.093)
Observations	10046	10046	10046	10046
R-squared	0. 091	0. 091		
r2_p			0. 0523	0. 0523

注:(1)、(2)列括号内为 t 值;(3)、(4)列括号内为 z 值。*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著(以下各表同)。

2. 产权性质与过低利息覆盖率

表4列示了过低利息覆盖率对企业性质的回归结果。其中,第(1)列被解释变量为虚拟变量 EXINTR_dum,从 logit 模型回归结果可见 SOE 的回归系数为 0.32,且在 1% 的水平上显著,说明相对于非国有企业,国有企业利息覆盖率低于 1 的概率更大。①第(2)列在(1)的基础上进行聚类稳健标准误估计后,回归结果与第(1)列一致。第(3)列被解释变量为虚拟变量 EXINTR_dum1, logit 回归结果显示 SOE 系数为 0.217,且在 1% 的水平上显著,说明相对于非国有企业,国有企业利息覆盖率低于 2.5 的概率更大。同样,第(4)列进行聚类稳健标准误估计后的结果与之一致。总体看来,表 4 的回归结果说明短期角度下,国有企业更可能过度负债,这与表 3 中长期角度下国有企业更不可能过度负债的结果出现冲突,支持了"债务融资优势假说","股权融资优势假说"被排除。表 4 企业产权性质与过低利息覆盖率

•	۰۱ (علد علا	人任从与过风打心场	C mr1	
	(1)	(2)	(4)	(5)
VARIABLES	Logit	Cluster	Logit	Cluster
	EXINTR_dum	EXINTR_dum	EXINTR_dum1	EXINTR_dum1
COE	0. 320 ***	0. 320 **	0. 217 ***	0. 217 **
SOE	(3.051)	(2.542)	(3.026)	(2.075)
IPVD	3. 931 ***	3. 931 ***	6. 672 ***	6. 672 ***
LEVB	(14.832)	(12, 337)	(29.936)	(20.884)
GROWTH	- 3. 997 ***	- 3. 997 ***	- 2. 738 ***	-2.738***
	(-13.327)	(-6.925)	(-15.932)	(-8.527)
FATA	0. 465	0. 465	0. 764 ***	0.764*
FATA	(1. 129)	(0.856)	(2.583)	(1.840)
CITE	-0.519***	-0.519***	- 0. 584 ***	- 0. 584 ***
SIZE	(-8.485)	(-7.461)	(-13.966)	(-11.014)
CHDCD1	-0.012***	-0.012***	-0.013***	-0.013***
SHRCR1	(-3.604)	(-3.256)	(-5.644)	(-4. 141)
140	1. 605 ***	1. 605 ***	1. 550 ***	1. 550 ***
MB	(6.465)	(5.796)	(8.930)	(7.474)
TIXED.	9. 078 ***	9. 078 ***	-2.309*	-2.309
EXP	(5.808)	(5.018)	(-1.830)	(-1.411)
N.D.M.C	- 16. 051 ***	-16. 051 ***	- 28. 375 ***	-28. 375 ***
NDTS	(-3.415)	(-2.924)	(-7.999)	(-6.156)
FIGUR	-3.778***	- 3. 778 ***	-1. 798 ***	- 1. 798 ***
ETR	(-17.367)	(- 12. 694)	(-11.522)	(-7.640)
NA ID IOTO A	14. 535 ***	14. 535 ***	10. 344 ***	10. 344 ***
VEBITTA	(15. 909)	(12.859)	(13.319)	(9.906)
VOD	-0.176	-0.176	-0.399	-0.399
VCF	(-0.181)	(-0.158)	(-0.573)	(-0.448)

① 由于被解释变量 EXLEVB 是根据模型(1)回归得到的残差,即已经剔除了 SIEZ、ROA 等变量的影响,所以表 3 中模型的 R2 会较小。

续表4

	(1)	(2)	(4)	(5)
VARIABLES	Logit	Cluster	Logit	Cluster
	EXINTR_dum	EXINTR_dum	EXINTR_dum1	EXINTR_dum1
MANIA OWIN	0. 065	0. 065	-0.534	-0.534
MANAOWN	(0.136)	(0.115)	(-1.575)	(-1.311)
	5. 562 ***	5. 562 ***	7. 526 ***	7. 526 ***
Constant	(4.617)	(3.952)	(9. 105)	(7.218)
Observations	10046	10046	10046	10046
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
r2_p	0. 385	0. 385	0. 290	0. 290

注:括号内为 z 值。

3. 产权性质、过低利息覆盖率与过度资产负债率

企业短期经营状况与长期发展前景可能存在差异,但又密不可分,负债状况亦是如此。企业当前利润无法弥补利息支出时,说明短期内违约风险较高,既影响当前的资金流动性,同时也可能使其未来融资困难,因此静态角度下过度负债的公司往往从长期或动态角度看也存在过度负债,也就是说企业静态与动态角度下的过度负债状况具有一致性。但公司的一些特征也可能影响企业静态与动态过度负债状况的一致性,比如,对于成长性较高的企业,即使企业当前或短期内负债率较高或存在融资约束,考虑到企业长期较好的发展前景和较强的融资能力,长期来看企业可能并未过度负债(Hovakimian et al.,2004)。前述研究结果中,在控制了成长性等企业特征后,我们发现,国有企业短期更可能过度负债而长期角度下未过度负债,二者的矛盾说明国有企业性质可能为债务违约风险高的公司提供了隐性担保,提高了其未来债务融资能力,使其目标资产负债率较高,而过度资产负债率较低,支持了"债务融资优势假说"。为了进一步验证这一结果,我们在控制其他可能的影响因素后,以企业过度资产负债率对过低利息覆盖率、国有企业性质及其交乘项进行回归,检验国有产权性质是否降低了短期角度和长期角度下过度负债的一致性。此外,由于隐性担保作为额外的非正常的债务担保,其更可能在企业资产负债率过度时起到相应作用,我们将样本分为资产负债率过度(EXLEVB > 0)和不足(EXLEVB > 0)两个样本进行检验。

表5报告了相关结果,被解释变量为过度资产负债率 EXLEVB, ①解释变量为过低利息覆盖率 EXINTR_dum(或 EXINTR_dum(或 EXINTR_dum(或 EXINTR_dum(或 EXINTR_dum)),国有企业性质 SOE、过低利息覆盖率 EXINTR_dum(或 EXINTR_dum1)与 SOE 交乘项,模型中控制了其他可能的影响因素。其中,第(1)—(4)列为过度资产负债率大于 0 的样本回归结果,第(5)—(8)列为过度资产负债率小于 0 的样本。从回归结果看,动态角度下存在过度负债的样本中(EXLEVB>0),企业过低利息覆盖率与过度资产负债率正相关,过低利息覆盖率与国有企业性质的交乘项显著为负。这说明企业短期违约风险越高,其长期角度下过度负债的程度更高,但是国有产权性质削弱了短期违约风险与长期角度下过度负债之间的一致性,表明国有产权性质带来的隐性担保降低了企业的动态负债风险。(5)—(8)列研究结果发现,长期角度下不存在过度负债的样本中,企业过低利息覆盖率与过度资产负债率基本正相关,但是过低利息覆盖率与国有产权性质的交乘项不显著。这主要是由于企业负债不足时,国有企业无须利

① 由于被解释变量 EXLEVB 是根据模型(1)回归得到的残差,即已经剔除了部分变量的影响,所以表 5 中模型的 R2 较小。

用隐性担保进行额外的负债融资,因此在该组样本中,国有产权性质对短期角度与长期角度过度负债关系的影响不显著。表5结果进一步支持了"债务融资优势假说"。

丰	_
₩.	

企业产权性质、过低利息覆盖率与过度资产覆盖率

•	-	, ,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,	,,,,		•	,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,			
		EXLE	VB > 0		EXLEVB < 0				
WARARING	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
VARIABLES	OLS	Cluster	OLS	Cluster	OLS	Cluster	OLS	Cluster	
	EXLEVB	EXLEVB	EXLEVB	EXLEVB	EXLEVB	EXLEVB	EXLEVB	EXLEVB	
EVINTO 1	0. 017 **	0.017			-0.001	- 0. 001			
EXINTR_dum	(2.437)	(1.545)			(-0.128)	(-0.087)			
EXINTR_dum *	- 0. 024 ***	-0.024**			-0.001	- 0. 001			
SOE	(-3.248)	(-2.080)			(-0.117)	(-0.080)			
EXINTR dum1			0. 034 ***	0. 034 ***			0. 028 ***	0. 028 ***	
EXINIK_dumi			(7. 244)	(4.641)			(3.877)	(3.160)	
EXINTR_dum1 *			-0.014***	-0.014*			-0.004	- 0. 004	
SOE			(-2.758)	(-1.717)			(-0.468)	(~0.369)	
SOE	- 0. 002	-0.002	- 0. 001	-0.001	- 0. 008 **	- 0. 008	- 0. 008 **	- 0. 008	
	(-0.799)	(-0.525)	(-0.321)	(-0.231)	(-2.455)	(-1.512)	(-2.259)	(-1.397)	
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	
Constant	0. 298 ***	0. 298 ***	0. 285 ***	0. 285 ***	-0. 374 ***	- 0. 374 ***	-0. 371 ***	-0.371***	
Constant	(10. 869)	(7.352)	(10.430)	(7. 180)	(–11. 606)	(-7. 223)	(-11.555)	(-7.198)	
Observations	5230	5230	5230	5230	4816	4816	4816	4816	
R-squared	0. 141	0. 141	0. 149	0. 149	0.062	0. 062	0.067	0. 067	

注:括号内为 t 值。

4. 稳健性检验

(1)样本期间问题

本文样本期间为 2004—2012 年,但是这段时期存在股权分置改革以及 IPO 暂停政策,这些政策可能影响企业的融资方式进而影响企业过度负债水平,可能对本文的结果产生影响。为了剔除这一影响,我们删除相关政策发生的样本区间后再进行检验。

具体而言,本次股权分置改革政策开始于 2005 年 4 月 29 日,至 2006 年 12 月 31 日基本完成,所以需要剔除 2005 年和 2006 年样本数据。2004—2012 年间发生 4 次 IPO 暂停,分别是 2004 年 8 月 26 日至 2005 年 1 月 23 日、2005 年 5 月 25 日至 2006 年 6 月 2 日、2008 年 12 月 6 日至 2009 年 6 月 29 日、2012 年 11 月 3 日至 2014 年 1 月,我们剔除超过半年的 IPO 暂停政策所在区间的样本数据,即剔除 2005 年、2006 年、2008 年及 2009 年样本数据后重新对已有模型进行回归,回归结果与表 3、表 4、表 5 一致,说明本文结果未受到股权分置改革和 IPO 暂停政策影响,结论较为稳健。①

(2)内生性问题

首先,我们对模型(2)和模型(3)采用个体固定效应模型回归,消除随个体但不随时间变化的 遗漏变量的影响。控制公司个体效应后,依然发现国有企业过度资产负债率的水平及可能性更低, 但过低利息覆盖率的可能性更高,回归结果与表 3、表 4 一致。

① 篇幅原因,此处未列示详细的回归结果。读者如有需要,可联系作者查看相关结果。

其次,考虑到可能存在的反向因果关系,我们分别在 OLS 模型、考虑公司个体聚类效应的模型以及固定效应模型下,将产权性质变量滞后一期,再对过度资产负债率、过低利息率回归。回归结果表明企业过度资产负债率与上期产权性质显著负相关、企业过低利息覆盖率与上期产权性质显著正相关,与表3、表4结果一致。

最后,我们利用样本中 109 个由国有企业变更为非国有企业的公司年度样本,通过 PSM 匹配出企业特征类似的、最终控制人持续为国有企业的公司年度样本,检验是否存在处理效应 (treatment effect),即国有企业变更为非国有企业是否会影响其后续的过度负债水平或可能性。具体而言,我们设置变量 SOE1,当样本 t 期为非国有企业但 t-1 期为国有企业时取 1 (实验组),当样本 t 期为国有企业时取 0。在满足共同支撑假设和平衡假设下,我们选取了 ROA_{t-1} 、 $SIZE_{t-1}$ 、 $GROWTH_{t-1}$ 、 $SHRCR1_{t-1}$ 以及行业虚拟变量对 SOE1 进行 logit 回归,计算出倾向得分,然后根据倾向得分进行一对一近邻匹配,使得实验组与匹配后的控制组特征类似,最后根据匹配后样本分别计算出 t+1 期过度负债变量的平均处理效应,以检验国有企业变更为非国有企业是否对企业过度负债产生影响。

表 6

平均处理效应

			Panel A 平	衡假设检验				
Variable	Unmatched	M	ean	% reduct		t-test		V(T)/
variable	Matched	Treated	Control	% bias	bias	t	p > t	V(C)
TO.4	Unmatched	0.00181	0. 03415	-51.8		- 5. 09	0	1.4
ROA	Matched	0.00181	0. 00735	-8.9	82. 9	-0.52	0.6	0.97
CLZE	Unmatched	21. 195	21. 721	- 53. 9		-4.65	0	0. 82
SIZE	Matched	21. 195	21.054	14. 5	73. 1	1.06	0. 293	1. 36
CDOWINI	Unmatched	0. 09376	0. 18584	-25.4		-2.15	0. 032	0.75
GROWTH	Matched	0. 09376	0. 07948	3. 9	84. 5	0.3	0. 766	1. 44
CHRCRI	Unmatched	30. 939	39. 959	-61.4	1	-5.21	0	0. 77
SHRCR1	Matched	30. 939	31. 095	-1.1	98. 3	- 0. 07	0. 941	1. 02

Panel B 平均处理效应

Variable	Sample	Treated	Controls	Difference	S. E.	T-stat
EXLEVB, , , 1	Unmatched	0. 037156	0. 006972	0. 030183	0. 015844	1. 91 *
	ATT	0. 037156	-0.01283	0. 049988	0. 022353	2. 24 **
EVIEVD 1	Unmatched	0. 650602	0. 541408	0. 109194	0. 055291	1. 97 **
EXLEVB_dum,+1	ATT	0. 650602	0. 53012	0. 120482	0. 077179	1. 56
EVINTD dum	Unmatched	0. 096386	0. 087324	0. 009062	0. 031389	0. 29
EXINTR_dum ₁₊₁	ATT	0. 096386	0. 192771	-0.09639	0. 055579	-1.73*
EXINTR_dum1,,1	Unmatched	0. 228916	0. 209577	0. 019338	0. 04524	0. 43
	ATT	0. 228916	0. 325301	-0.09639	0. 070669	- 1. 36

注:括号内为t值。

表 6 中 Panel A 列示了平衡假设检验结果,从 P 值可见,匹配前实验组和控制组 ROA、SIZE、GROWTH 及 SHRCR1 显著不同,匹配后无显著差异。表 6 中 Panel B 列示了平均处理效应, EXLEVB₁₊₁变量的平均处理效应(ATT)显著为正,说明国有企业变更为非国有企业、政府的隐性担保失去或减弱后,过度资产负债率水平上升; EXLEVB_dum₁₊₁变量的平均处理效应为正,t 值为

1.56,不显著,这可能是由于企业负债率的调整并非一日之功,国有企业转变为非国有企业后过度 资产负债率会提高,但是短期内资产负债率不太可能从不足立即转变为过度。EXINTR_dum_{t+1}变量的平均处理效应(ATT)显著为负,表明国有企业变更为非国有性质后利息覆盖率低于1的可能 性降低,说明国有企业变更为非国有企业后可能更注重短期内负债水平的合理性;EXINTR_dum1_{t+1}变量的平均处理效应为负但是不显著,这可能是由于企业短期内将利息覆盖率提高至2.5 以上的难度较大。总体看来,国有企业转变为非国有企业后,企业过度资产负债率水平更高,过低利息覆盖率可能性更低,说明企业的产权性质确实会影响其长期及短期的过度负债水平。

六、结论与启示

本文以 2004—2012 年 A 股上市公司为样本研究发现,相比于非国有企业,国有企业实际资产负债率超过目标资产负债率的可能性更小,说明从长期及动态角度看,国有企业并未过度负债;但是,国有企业利息覆盖率更可能低于警戒线,说明从短期及静态角度看,国有企业债务违约风险更高,更可能存在过度负债。进一步研究发现,企业动态角度下的过低负债(过度资产负债率)与静态角度下的过度负债(过低利息负债率)具有一致性,但是企业资产负债率超过目标负债率时,国有产权性质会削弱二者间的正相关关系,说明国有产权性质带来的隐性担保降低了企业债务违约风险对动态负债风险的负面影响。本文结果表明,从长期来看,国有产权性质降低了企业的过度负债风险,但是随着国有企业市场化改革的进一步推进,一旦失去政府隐性担保,债务违约风险高的国有企业将失去既有优势,其偏离目标资产负债率的程度将提高,此时其短期过度负债风险可能凸现,可能影响未来融资及经营水平。国有企业应该加强债务违约风险的预防和控制。与此同时,本文的发现也提示银行等金融机构,在判断国有企业负债风险时,需要适当调整思维方式,关注到政府隐性担保弱化之后国有企业负债风险的凸现。

参考文献

方军雄,2007:《所有制、制度环境与信贷资金配置》,《经济研究》第12期。

姜付秀、屈耀辉、陆正飞、李焰,2008:《产品市场竞争与资本结构动态调整》,《经济研究》第4期。

陆正飞、高强,2003:《中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析》,《会计研究》第10期。

屈耀辉,2006:《中国上市公司资本结构的调整速度及其影响因素——基于不平衡面板数据的经验分析》,《会计研究》第6期。 盛明泉、张敏、马黎珺、李昊,2012:《国有产权、预算软约束与资本结构动态调整》,《管理世界》第3期。

王跃堂、王亮亮、彭洋,2010:《产权性质、债务税盾与资本结构》,《经济研究》第9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。

张会丽、陆正飞,2013:《控股水平、负债主体与资本结构适度性》,《南开管理评论》第5期。

Aghion, P., and P. Bolton, 1992, "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", Review of Economic Studies, Vol. 59, 473—494

Banerjee, S., A. Heshmati, and C. Wihlborg, 2004, "The Dynamics of Capital Structure", Research in Banking and Finance, Vol. 4, 275—297.

Caskey, J., J. Hughes, and J. Liu, 2012, "Leverage, Excess Leverage, and Future Returns", Review of Accounting Studies, Vol. 17, 443-471.

Chang, C., X. Chen, and G. Liao, 2014, "What are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China?", Pacific-Basin Finance Journal, 87—113.

Deangelo, H., L. Deangelo, and T. M. Whited, 2011, "Capital Structure Dynamics and Transitory Debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, 235—261.

Denis, D. J., and S. B. Mckeon, 2012, "Debt Financing and Financial Flexibility Evidence From Proactive Leverage Increases", Review of Financial Studies, Vol. 25, 1897—1929.

Drobetz, W., and G. Wanzenried, 2006, "What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?", Applied 66

Financial Economics, Vol. 16, 941-958.

Faulkender, M., and M. A. Petersen, 2006, "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?", Review of Financial Studies, Vol. 19, 45-79.

Goyal, V. K. F., 2009, "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?", Financial Management, Vol. 38, 1—37.

Graham, J. R., 2000, "How Big Are the Tax Benefits of Debt?", Journal of Finance, Vol. 55, 1901-1941.

Harford, J., S. Klasa, and N. Walcott, 2009, "Do Firms Have Leverage Targets? Evidence From Acquisitions", Journal of Financial Economics, Vol. 93, 1-14.

Hovakimian, A., G. Hovakimian, and H. Tehranian, 2004, "Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues", Journal of Financial Economics, Vol. 71, 517—540.

Jensen, M., and W. Meckling, 1979, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Brunner K., Springer Netherlands, 1, pp. 163—231.

Lemmon, M. L., M. R. Roberts, and J. F. Zender, 2008, "Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 63, 1575—1608.

Li, K., H. Yue, and L. Zhao, 2009, "Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China", Journal of Comparative Economics, Vol. 37, 471—490.

Lööf, H., 2004, "Dynamic Optimal Capital Structure and Technical Change", Structural Change and Economic Dynamics, Vol. 15, 449—468

Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, Vol. 5, 147-175.

Öztekin, Ö., and M. J. Flannery, 2012, "Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speeds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, 88—112.

Rajan, R. G., and L. Zingales, 1995, "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data", Journal of Finance, Vol. 50, 1421—1460.

Titman, S., and S. Tsyplakov, 2007, "A Dynamic Model of Optimal Capital Structure", Review of Finance, Vol. 11, 401-451.

Uysal, V. B., 2011, "Deviation From the Target Capital Structure and Acquisition Choices", Journal of Financial Economics, Vol. 102, 602—620.

Whose Leverage Is More Excessed, SOEs or Non-SOEs?

Lu Zhengfei^a, He Jie^a and Dou Huan^b
(a: Peking University; b:Ji'nan University)

Abstract: Chinese companies' leverage has risen up since 2008 financial crisis, but does high leverage mean excessed leverage? And whose leverage is more likely excessed between SOEs and Non-SOEs? This paper examines the relationship between state ownership and excess leverage, rather than the relationship between state ownership and leverage itself. Results show that compared to Non-SOEs, SOEs leverage are more likely to be higher than the long term leverage target, which suggests that SOEs are more likely to have excess leverage from the long run and dynamic aspect. But SOEs are also more likely to have a lower interest coverage ratio, which suggests that SOEs' leverage is more likely to be excessed from the short term or static aspect. Further tests show that firms' excess leverage situation is consistent from dynamic aspect and static aspect, but state ownership weakens this relationship, suggesting that state ownership provide implicit guarantee for SOEs dynamic leverage risk.

Key Words: Target Leverage; Excess Leverage; Interest Coverage Ratio; Government Implicit Guarantee JEL Classification: G32

(责任编辑:王利娜)(校对:晓 鸥)