

地方国有企业的投融资期限错配:成因与治理*

沈红波 华凌昊 郎 宁

内容提要:地方国有企业是中国经济发展的中坚力量,在供给侧结构性改革中应发挥带头作用,成为改革的主力军和先行者。目前地方国有企业存在的突出困境是债务水平过高,且面临较为严重的投融资期限错配问题。本文以2005—2013年中国工业企业数据库(CIED)中规模以上的非上市国有企业为样本,构建“投资-负债”模型分析短期债务变化量和长期投资额之间的动态关系,从预算软约束和金融市场结构两个维度剖析造成国有企业投融资期限错配的内在机理。研究发现:(1)我国央企和地方国企的投资更依赖新增债务而非留存收益,预算软约束问题严重;(2)金融市场提供长期资金的能力不足,国有企业进行长期债务融资的渠道受限;(3)国有企业的投资活动更依赖新增短期债务,存在投融资期限错配问题,且地方国有企业的投融资期限错配问题更加严重。本文的研究结果表明,为了实现地方国有企业去杠杆并优化债务结构,应从国企本身、银行信贷、政府行为和资本市场等方面进行综合治理,以提升地方国有企业的内源融资能力,并完善金融市场结构。

关键词:预算软约束 金融市场结构 期限错配 地方国有企业

作者简介:沈红波,复旦大学经济学院案例中心主任、副教授,200433;

华凌昊,复旦大学经济学院硕士研究生,200433;

郎 宁,复旦大学经济学院硕士研究生,200433。

中图分类号:F427 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2019)01-0070-13

一、引言

改革开放以来,我国经济发展实现了较长时间的高速增长。目前,经济发展模式正处于从高速增长向高质量增长转型的重要时期。过去经济的高速增长有着明显的投资驱动特征。武鹏(2013)基于1978—2012年的面板数据剖析了中国经济增长的动力来源,发现投资对中国经济增长的贡献最大。将投资进一步细分,外国直接投资和各级地方政府的基础建设投资是非常重要的

* 基金项目:上海市哲学社会科学一般课题“国有企业实施员工持股计划的激励效应研究”(2018BJB006)。感谢匿名审稿人的宝贵意见。当然,文责自负。

组成部分。审计署 2013 年公布的报告显示,截至 2013 年 6 月底,我国地方政府负有偿还责任的债务规模约 10.89 万亿元,负有担保责任的债务规模约 2.67 万亿元,其中 73.45% 需要在 3 年以内偿还。从中不难看出,地方政府投资往往期限较长,但其债务融资的偿还却相当急迫,期限错配问题严重,给地方政府带来了较大的流动性压力。根据中国工业企业数据库的统计,地方国有企业有 27.08% 从事公用事业行业等各类市政工程和基建项目的投资开发,成为地方政府性债务的主体之一。另外,对于未承担地方政府债务的地方国企,其过度投资与盈利能力不足亦成为常态。由此可见,地方国有企业不仅面临着债务总量过高的问题,其投融资期限不匹配的问题也日益凸显。

资产负债期限匹配理论最早由 Morris(1976)提出,他认为将企业资产和负债的期限匹配起来可以降低由于资产产生的现金流不足以偿还本金和利息的风险。Myers(1977)则从代理成本的角度论证了期限匹配的必要性,认为期限匹配是克服投资不足的一种解决方法。Hart 和 Moore(1994)从债务契约的角度,通过理论推导得出结论:当项目产生的现金流变快时,债务期限变短;当担保资产的折旧率较低时,债务期限变长,进一步证明了资产和负债的期限应当相匹配的原则。夏勇毅(2015)从金额错配和路径错配两方面论证了我国地方政府融资平台资产收益与债务支出不匹配的问题,期限错配的成因主要包括市场因素和制度因素。陈志勇等(2015)通过建立理论模型推导出造成银行贷款中短期化的主要因素包括利率期限结构、金融市场流动性风险、地方政府筹措资金的能力及政府投资项目的收益情况。更多的学者则从预算软约束、政府干预、金融市场发展不完备等制度因素出发,探讨期限错配并给出相应建议。

地方国有企业期限错配的本质是举债投资,且长期投资的资金主要来源于短期债务。那么,造成地方国有企业债务结构性问题的内在根源是什么?早期的文献从国有企业的过度投资(罗党论等,2012;曹春方等,2014)、债权人治理弱化(盛明泉等,2012)等角度进行过研究。不同于以往的文献,本文从预算软约束和金融市场结构的双重维度探索地方国有企业投融资期限错配的成因。论文采用规模以上非上市的国有企业数据,首先检验国有企业的投资是依赖内源净利润还是新增债务,即是否存在预算软约束问题。进一步,本文证实了地方国有企业存在更为严重的投融资期限错配问题,并检验了其金融市场结构层面的原因。分析地方国企投融资期限错配的成因并探讨治理对策对当前国有企业去杠杆以及调整债务结构都有重要的意义。

二、理论分析与研究假设

(一)内部成因论证:国有企业的预算软约束与举债投资

为了剖析地方国有企业存在投融资期限错配的内在机理,本文首先从内部成因展开论述,试图证明国有企业有着预算软约束的情形,从而依赖举债投资,即存在融资优序异化的问题。Myers 和 Majluf(1984)最早提出了融资优序理论,认为在信息不对称并考虑交易成本的情况下,企业融资一般会遵循内源融资、债务融资、权益融资的先后顺序。这是由于外部融资需要支付各种成本,而权益融资则会传递企业经营的负面信息,导致投资者调低对公司股票的估值,最终使企业的市场价值降低。但在我国,企业的融资行为与理论出现了偏差,即偏好先外部融资,再内部融资。根据陆正飞、高强(2003)对我国深圳证券交易所 397 家上市公司的问卷调查结果,3/4 的上市公司偏好外部的股权融资,且上市公司认为外部股权融资成本较低。具体到国有企业,则是由于预算软约束的存在,即使资不抵债也能获得政府救助维持运营,这相当于国企的债务融资成本被人为降低,最终导致企业负债不能有效制约企业行为,出现了融资优序异化的现象。

预算软约束的概念最早由匈牙利经济学家 Kornai 提出,它描述了社会主义经济和转型经济体中一种普遍存在的现象:当国有企业发生亏损时,政府通常都会采用财政拨款、信贷支持、提高补贴等各种方式进行救助,使其不会被市场淘汰。Kornai(1980)把这一现象产生的原因归结于社会主义政府的“父爱主义”。此后,也有多位学者从政策性负担(林毅夫、李志赞,2004)和内部人控制(张宇峰、王长江,2006)等角度对中国预算软约束产生的原因进行了分析。从企业的外部环境来看,政府出于国家发展战略考虑,将部分战略性和社会性目标转嫁给国有企业:为了实现优先发展重工业的赶超战略,国有企业不得不投资于没有比较优势的资金密集型行业,从而导致亏损;此外,国有企业还承担了增加就业及发放员工福利等任务,冗余的人员结构使其背负了沉重的社会性负担,进而导致开支上涨、入不敷出的现象。所以,政策性负担是国有企业亏损的重要制度原因。在信息不对称的情况下,企业有动机将决策失误、投资失败等经营性亏损也归咎于政策性亏损。而政府不了解项目的实际情况,又要考虑维持就业率和社会稳定,只能一并给予补贴,最终形成了预算软约束。在上述因素的综合作用下,国有企业自身的内源融资能力因承担政策性负担而大为削弱,加之获得债务具有很强的便利性,因此投资活动也更加依赖于举债而非内源融资,这构成了国有企业投融资期限错配问题的内因。基于以上分析,本文提出假设 H1。

假设 H1:我国国有企业扩大投资更依赖债务而非留存收益,面临较为严重的预算软约束问题。

(二)外部成因论证:金融市场结构与短期债务融资

在对地方国企投融资期限错配的内因进行剖析后,本文试图进一步从商业银行的角度论证期限错配问题的外因,即金融市场存在着较为严重的结构性问题。具体而言,以商业银行为主的金融市场是国有企业的主要融资渠道(刘伟、王汝芳,2006),而商业银行面临的两方面结构性问题尤为突出。在外部政策环境方面,多变的货币政策和低估的长短期利差使商业银行不愿意向企业发放长期贷款。Fan 和 Titman(2012)、白云霞等(2016)基于跨国样本的实证比较,发现一国制度环境稳定性越弱、法律制度越不完善,企业对短期银行贷款的依赖程度越高,换言之,银行供给长期贷款的意愿越低。刘红忠、史霜霜(2017)基于商业银行利润最大化的角度构建了一个两期的理论模型,其中,商业银行可以选择发放长度为一期的短期贷款,并在期末决定下一期是否继续发放短期贷款,也可以选择发放两期的长期贷款。该模型从理论上证明了商业银行发放贷款的决策是制度环境和长短期利差的函数,制度环境越多变、长短期利差越小,银行发放短期贷款的动机越强。Bai 等(2018)建立了更为复杂的 LMI 指数,用以度量商业银行资产的市场流动性与负债的融资流动性之间的错配。研究发现,长期贷款与短期贷款间的流动性溢价不足以弥补给负债端新增的风险。另一方面,结合我国商业银行的现状,近年来销售火爆的理财产品使长期存款储蓄额大幅降低。这进一步削弱了商业银行提供长期贷款的能力,从而使国有企业更加依赖短期贷款融资。Orman 和 Köksal(2017)认为,在金融市场发达、制度建设完善的环境下,企业会根据资产负债期限匹配的原则自主调节其债务结构。然而,我国商业银行供给长期资金的意愿和能力均不强,导致国有企业的债务期限配置更可能是一种被动的接受,而非主动的决策(马红等,2018),这是造成国有企业投融资期限错配的关键外因。综合以上分析,本文提出假设 H2。

假设 H2:金融市场的结构性问题的存在使国有企业获得长期贷款的可能性下降,在债务期限的决策方面处于被动地位。

(三)结果论证:地方国有企业的投融资期限错配

基于假设 H1 和 H2 的分析,国有企业在预算软约束下依赖债务融资而非留存收益,又难以从外部金融市场募集充足的长期资金,这构成了地方国有企业投融资期限错配的内因和外因。

进一步,在政策性负担和所有者缺位的双重影响下,国有企业不但倾向于过度投资(罗党论等,2012),而且投资的回收期较长,这加剧了其投融资期限错配问题。另外,需要说明的是,这种期限错配并非国有企业为了节约融资成本的主动债务配置,而是在金融市场结构性问题下的被动行为。

进一步,本文认为相比中央国有企业,地方国有企业的投融资期限错配问题更为严重。究其原因,一方面是由于地方国有企业较中央国有企业背负着更多政府性债务。1994年我国进行分税制改革,按照财政分权的原则调整了收入和支出在中央和地方之间的分配。在收入方面,重新划分中央税、地方税和中央地方共享税的分配,主要的、收入高的税种归中央,其他难以征收、比较分散的小税种则划归地方。以共享税为例,增值税(不含进口环节由海关代征的部分)由中央政府分享75%,地方政府分享25%;企业所得税,铁道部、各银行总行及海洋石油企业缴纳的部分归中央政府,其余部分中央与地方按60%和40%的比例分享。在支出方面,中央仅负责国家安全、外交及宏观调控等所必需的支出,但地方政府则需要负担政府机关运转和本地区经济、社会事业发展所需的全部费用。简而言之,经过分税制改革后,财权上收中央,事权下放地方。中央政府收入占全国税收的大部分,却仅承担有限的公共支出;地方政府税收收入减少,却需要承担当地的基础设施、科教文卫、农林水利等一系列公共服务的支出。据统计,分税制改革后中央财政收入占全国财政收入的比例从1993年的22%上升到1994年的57%,此后一直维持在50%左右。而中央财政支出占全国财政支出的比例仅为30%。面对陡增的财政压力,地方政府不得不通过举债来填补巨大的资金缺口,而地方政府的两个主要融资渠道分别是地方国企和地方政府融资平台。由于体制改革不彻底,地方国企领导的任免权仍然掌握在地方政府手中,企业的经营者不是为了最大化企业价值,而是作为政策性工具向地方政府负责。为了达到地方政府的投融资目标,地方国企不得不扩大债务规模,在长期资金供给有限的情况下,激进的投融资策略会进一步加重期限错配问题。因此,地方政府性债务最终传导到辖区内的地方国企,导致后者不仅过度负债,而且债务期限结构不合理。另一方面,对于未背负政府债务的国有企业,地方国企拥有的资源和资产质量都明显弱于中央国有企业,从而其盈利能力也处于劣势。进一步,地方国有企业进行债务融资时,因其盈利能力和议价能力较弱,商业银行提供长期资金的意愿会下降。综合以上分析,我们提出假设H3。

假设H3:国有企业面临较为严重的投融资期限错配问题。相比中央国有企业,地方国企的期限错配问题更加严重。

三、数据来源与模型设计

(一)数据来源

本文采用中国工业企业数据库中的规模以上非上市国有企业财务数据,时间覆盖2005年至2013年。剔除相关财务数据缺失的样本后,共有2111家央企和13276家地方国企。为避免异常值对回归结果造成影响,本文对1%尾部数据进行了Winsorize缩尾处理。表1和表2列示了数据在不同年份与行业间的分布。可以看到,样本在2005—2013年分布较为平均。行业分布中,制造业企业最多,在总体样本中占64.92%,其次为电力、热力、燃气及水生产和供应业企业,在总体样本中占27.08%。

表 1 样本数据的年份分布情况

年份	央企	地方国企	年份	央企	地方国企
2005	1965	12873	2010	1836	4346
2006	2111	13276	2011	1340	3380
2007	1862	9154	2012	1341	3268
2008	630	4719	2013	1013	2691
2009	886	4519	2014	n. a	n. a

注:由于2014年数据仍处于保密期,故实证分析的数据截至2013年。

表 2 样本数据的行业分布情况

行业	全样本	央企	地方国企
采矿业	810	51	759
制造业	15295	2283	13012
电力、热力、燃气及水生产和供应业	6379	645	5734
住宿和餐饮业	777	50	727
租赁和商务服务业	22	14	8
水利、环境和公共设施管理业	9	4	5
居民服务、修理和其他服务业	85	8	77
文化体育和娱乐业	11	1	10
公共管理、社会保障和社会组织	172	20	152

注:行业分类标准采用2017年公布的GB/T 4754—2017国民经济行业分类标准。

(二)模型设计

不同于传统的债务存量指标,本文借鉴 Mclean 和 Zhao (2014) 构建的“投资—流动负债”敏感性方法,使用债务和投资的变化量相对于期初总资产的比值作为变量构建模型,从而更好地测度企业长期投资对短期融资的依赖性。在实证分析时,首先根据基准模型(1)检验国有企业投资是依靠举债还是留存收益作为资金来源。由于本文在选择样本时已经剔除了上市国企,因此,企业通过二级市场进行股权融资的资金不在实证检验的范围之内。如果回归结果显示我国国企主要依靠举债为投资融资,则说明国有企业存在预算软约束现象,并继续分析是否更依靠新增短期债务。之后加入代表年份和国有企业性质(央企、地方国企)的虚拟变量,检验期限错配问题在金融危机前后及不同性质的国企间是否存在程度上的差异。如果存在差异,再按照时间和企业性质进行分组回归检验。检验投资资金来源的基准模型如下:

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta debt_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Leverage + \beta_4 Size + \beta_5 Growth + \beta_6 Currentratio + \beta_7 NetMargin + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $Investment_{i,t}$ 是企业在 t 期的长期投资变化量与期初总资产 $Asset_{i,t-1}$ 的比值,长期投资包

括固定资产投资和长期股权投资等与企业经营活动有关的投资; $\Delta debt_{i,t}$ 表示企业在 t 期的总债务变化量与期初总资产的比值。 $ROA_{i,t}$ 是企业 在 t 期的净利润与期初总资产的比值,在本文中衡量国有企业留存收益的使用状况。如果其估计系数 β_2 显著为正,则说明国有企业投资的资金来源是留存收益。根据前文分析,我国国有企业普遍存在预算软约束问题,投资主要依靠银行贷款,因此本文预期估计系数 β_2 应不显著。

参考以往的文献,本文设置的控制变量主要包括:企业规模 $Size$,表示为企业总资产规模的自然对数;杠杆率 $Leverage$,表示为企业总资产与净资产的比值,用来控制不同资本结构对结果造成的影响;净利率 $NetMargin$,计算方法为企业当期净利润与当期收入的比值,控制企业盈利能力的影响;流动比率 $Currentratio$,定义为流动资产与流动负债的比值,控制不同营运资本政策的影响;收入增速 $Growth$,表示为企业当期收入与上一期收入的比值,控制成长性对企业融资行为的影响。

在模型(1)的基础上,为检验国企是否存在期限错配问题,本文提出模型(2):

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta stdebt_{i,t} + \beta_2 ROA + \beta_3 Leverage + \beta_4 Size + \beta_5 Growth + \beta_6 Currentratio + \beta_7 NetMargin + \varepsilon \quad (2)$$

在模型(2)中,我们用企业短期债务变化量与期初总资产的比值 $\Delta stdebt_{i,t}$ 代替 $\Delta debt_{i,t}$ 。在投融资期限匹配的情况下,企业使用长期资金为长期投资融资,使用短期资金为营运资本融资;在更加保守的财务政策下,企业甚至会使用部分长期资金来为营运资本融资,短期债务的变化就不会引起长期投资的变化,即 $\Delta stdebt_{i,t}$ 的估计系数 β_1 应该不显著。但如果企业存在期限错配的问题,则会使用短期资金为长期投资融资,这时短期债务增加会引起长期投资增加,即 $\Delta stdebt_{i,t}$ 的估计系数 β_1 应该显著为正。

结合前文分析,考虑到央企和地方国企在债务期限结构方面的差异,我们加入了表示企业性质的虚拟变量 $Ownership$,具体见模型(3):

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta stdebt_{i,t} + \beta_2 \Delta stdebt_{i,t} \times Ownership + \beta_3 Leverage + \beta_4 Size + \beta_5 ROA + \beta_6 Currentratio + \beta_7 Growth + \beta_8 NetMargin + \varepsilon \quad (3)$$

我们采用 $Ownership$ 与 $\Delta stdebt_{i,t}$ 的交叉项来测度企业性质对国有企业期限错配程度的影响。其中,央企赋值为 1,地方国有企业赋值为 0。由于我国的财政分权体制和政府官员激励机制导致地方政府存在过度投资、过度负债倾向,因此作为政策工具的地方国企容易受到政府干预举债投资。再加上预算软约束的存在,地方国企可以通过滚动操作不断地借新债还旧债。对比来看,地方国企的期限错配问题要更加严重, $\Delta stdebt_{i,t} \times Ownership$ 的估计系数 β_2 应该显著为负。

最后,本文加入了我国五年期人民币贷款基准利率与 6 个月至 1 年期人民币贷款基准利率的利差 $Spread$ 来研究国有企业的期限错配是否为企业的主动行为,如模型(4):

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta stdebt_{i,t} + \beta_2 \Delta stdebt_{i,t} \times Spread + \beta_3 Leverage + \beta_4 Size + \beta_5 ROA + \beta_6 Currentratio + \beta_7 Growth + \beta_8 NetMargin + \varepsilon \quad (4)$$

我们首先计算了 2005—2013 年利差的中位数,高于中位数的年份赋值为 1,低于中位数的年份赋值为 0。利差越高,企业使用短期债务就能更多的节约融资成本。因此,如果企业是为了降低融资成本而主动采取错配策略,则 $\Delta stdebt_{i,t} \times Spread$ 的估计系数 β_2 应该显著为正,即利差越高,期限错配问题越严重。但由于预算软约束的存在,国有企业对利率的变化不敏感,本文估计 $\Delta stdebt_{i,t} \times Spread$ 的估计系数不具有统计意义上的显著性。

四、国有企业投融资期限错配的实证分析

(一) 地方国企的长期投资和短期融资现状

为了直观地反映地方国有企业的投融资期限错配问题,本文统计了 2005—2013 年地方国企的平均资产负债率和长期负债率,图 1 显示了统计结果。不难发现,我国地方国企的资产负债率在 70% 左右保持稳定,2011—2013 年小幅下降到 61%;但长期负债率则稳定在 14% 左右,只有 2008 年略低为 11%,2010 年略高为 17%。长期负债率与资产负债率差值较大,说明地方国企以短期债务为主,长期债务占比偏低,债务结构不合理。

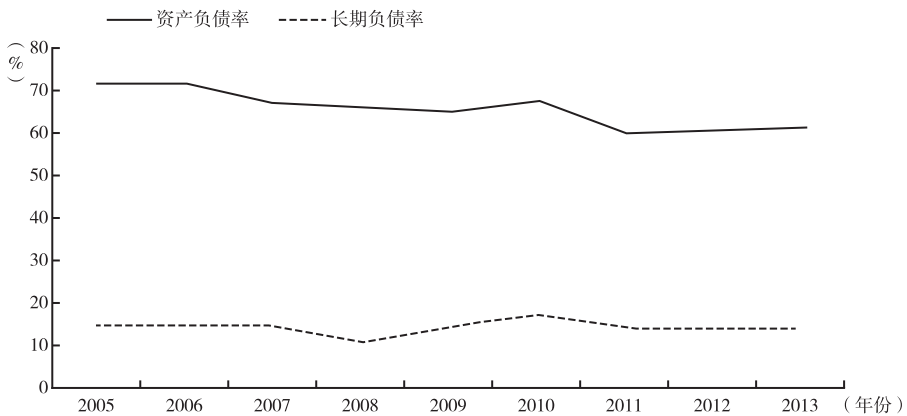


图 1 地方国有企业资产负债率和长期负债率

注:统计数据来自中国工业企业数据库。

表 3 列示了各主要变量在金融危机前后的描述性统计结果。可以看到,央企和地方国企在金融危机后均扩大了投资规模,央企的 *Investment* 指标在危机后的均值为 0.098,危机前仅为 0.035;地方国企的 *Investment* 指标在危机后的均值为 0.081,而危机前仅为 0.031。对比 $\Delta debt$ 和 *ROA* 的均值,则不难发现,无论在金融危机之前还是之后,支持央企和地方国企扩大投资规模的资金都主要来自债务而非留存收益:在金融危机前,央企 $\Delta debt$ 的均值为 0.0701,*ROA* 均值仅为 0.0066;地方国企 $\Delta debt$ 的均值为 0.0545,*ROA* 均值则为 0.0035。金融危机后这一组数据对比依然未发生变化:央企 $\Delta debt$ 的均值上升到 0.2428,*ROA* 均值为 0.0363;地方国企 $\Delta debt$ 的均值为 0.1976,*ROA* 均值则为 0.0426。进一步,通过对比短期债务变化量占总债务变化量的比例,可以看出,金融危机前后,央企和地方国企 $\Delta stdebt$ 的中位数与 $\Delta debt$ 中位数的比值均超过 50%,说明我国国有企业总债务增加主要由短期债务增加引起,存在期限错配现象。

表 3 金融危机前后主要变量描述性统计结果

Panel A:金融危机前

变量	央企			地方国企		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
<i>Investment</i>	0.0354	0.0503	0.3139	0.0306	0.0395	0.2869
$\Delta debt$	0.0701	0.0297	0.3079	0.0545	0.0199	0.3319
$\Delta stdebt$	0.0669	0.027	0.3357	0.0492	0.0105	0.3331
<i>ROA</i>	0.0066	0.0089	0.1631	0.0035	0.0012	0.0896
<i>Leverage</i>	3.441	2.3363	8.2561	3.21	2.0795	11.0248
<i>Current ratio</i>	1.4386	1.0277	1.7036	1.4526	0.9138	2.1604
<i>Size</i>	11.9027	11.9553	2.3468	10.4565	10.4295	1.9446
<i>Growth</i>	0.2132	0.1295	0.6318	0.2102	0.1019	0.7149
<i>Net Margin</i>	-0.0254	0.0132	0.2499	-0.0778	0.0024	0.351

Panel B:金融危机后

变量	央企			地方国企		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
<i>Investment</i>	0.0978	0.1238	0.6644	0.0812	0.1505	0.5094
$\Delta debt$	0.2428	0.0397	1.4944	0.1976	0.0575	1.0635
$\Delta stdebt$	0.1072	0.0316	0.6643	0.1232	0.0403	0.545
<i>ROA</i>	0.0363	0.0185	0.1821	0.0426	0.0112	0.3539
<i>Leverage</i>	3.4738	2.3309	8.1183	3.0677	1.9716	9.212
<i>Current ratio</i>	1.2094	0.8799	1.629	1.2663	0.745	2.1319
<i>Size</i>	12.824	12.8812	2.2087	11.2664	11.3056	2.0998
<i>Growth</i>	0.2138	0.0746	0.686	0.2417	0.0851	0.7775
<i>Net Margin</i>	0.0266	0.0189	0.1286	0.0013	0.009	0.1436

(二)投融资期限错配的实证检验结果

本文用面板数据固定效应方法对模型(1)进行了回归,数据包括全部央企和地方国企,表4列示了回归结果。在逐步添加控制变量的过程中, $\Delta debt$ 的回归系数均在1%的水平上显著为正,而ROA的估计系数均不存在统计意义上的显著性,说明我国国企用于投资的资金主要来自举债而不是留存收益,存在预算软约束问题。

表 4 预算软约束与国有企业债务融资偏好

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Investment</i>	<i>Investment</i>	<i>Investment</i>	<i>Investment</i>
$\Delta debt$	0.2593 *** (0.0044)	0.2614 *** (0.0045)	0.2222 *** (0.0046)	0.2223 *** (0.0046)
<i>ROA</i>	0.0097 (-0.0163)	0.0185 (-0.0173)	0.0132 (-0.0171)	0.0108 (-0.0177)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Investment</i>	<i>Investment</i>	<i>Investment</i>	<i>Investment</i>
<i>Leverage</i>		-0.0007 ** (0.0003)	-0.0013 *** (0.0003)	-0.0013 *** (0.0003)
<i>Current ratio</i>		0.0193 *** (0.0017)	0.0123 *** (0.0017)	0.0122 *** (0.0017)
<i>Size</i>			0.107 *** (0.0043)	0.1071 *** (0.0043)
<i>Growth</i>			0.063 *** (0.0036)	0.0628 *** (0.0036)
<i>Net Margin</i>				0.0098 (-0.0217)
常数项	0.027 *** (0.0020)	-0.0005 (-0.0034)	-1.2038 *** (0.0483)	-1.2043 *** (0.0484)
行业	控制	控制	控制	控制
地区	控制	控制	控制	控制
R ²	0.12	0.12	0.15	0.15
样本量	40892	40892	40892	40892

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。下同。

基于以上结论,本文继续检验国有企业是否更依赖短期债务来为长期投资融资,将自变量 $\Delta debt$ 替换为 $\Delta stdebt$ 进行回归。表5全样本的回归结果显示, $\Delta stdebt$ 的估计系数在1%的水平上显著为正,说明国有企业短期债务变化与长期投资变化存在正相关关系,但根据期限匹配原则,企业应使用长期资金为长期投资融资,其投资额变化量应该与短期债务变化量无关。由此可见,我国国有企业普遍存在着投融资期限错配的问题。此外,衡量企业性质影响程度的变量 $\Delta stdebt \times Ownership$ 的估计系数也在1%的水平上显著为负,说明地方国企短期债务增长带来的投资额增加要高于央企,期限错配问题更加严重。由于我国国有企业的期限错配问题与企业性质显著相关,接下来我们将样本分为央企和地方国企进行分组回归。根据表5的实证结果,央企和地方国企的 $\Delta stdebt$ 估计系数均在1%的水平上显著为正,再次印证了我国国企存在投融资期限错配问题。分组回归的结果显示,地方国企的回归系数不仅更高,而且显著性更强,表明地方国有企业的期限错配问题比央企更加严重。

表 5 国有企业投融资期限错配的经验证据

变量	全样本	央企	地方国企
$\Delta stdebt$	0.1772 *** (0.0062)	0.1521 *** (0.0146)	0.164 *** (0.0065)
ROA	0.0015 (-0.0182)	0.0334 (-0.1095)	-0.0014 (-0.0181)

续表 5

变量	全样本	央企	地方国企
<i>Leverage</i>	-0.0011 *** (0.0003)	-0.0027 ** (0.0012)	-0.0008 ** (0.0003)
<i>Current ratio</i>	0.0117 *** (0.0018)	0.0234 *** (0.0075)	0.0103 *** (0.0018)
<i>Size</i>	0.1241 *** (0.0044)	0.1378 *** (0.0126)	0.1158 *** (0.0048)
<i>Growth</i>	0.0815 *** (0.0037)	0.1068 *** (0.0121)	0.0738 *** (0.0040)
<i>Net Margin</i>	-0.0066 (-0.0223)	-0.0947 (-0.0754)	0.0016 (-0.0227)
$\Delta stdebt \times Ownership$	-0.1514 *** (0.0239)		
常数项	-1.39 *** (0.0495)	-1.8316 *** (0.1556)	-1.3415 *** (0.0528)
行业	控制	控制	控制
地区	控制	控制	控制
R ²	0.10	0.10	0.10
样本量	40892	7015	33578

接下来检验国有企业期限错配是企业的主动行为,还是在金融市场结构性问题下的被动选择。根据表 6 列示的实证结果, $\Delta stdebt \times Spread$ 的估计系数在三次回归中均不显著,意味着我国国有企业对融资成本不敏感。这一实证结果表明,企业并没有因为长短期贷款利差而调整债务期限结构,因此期限错配应该是一种被动的行为。换言之,金融机构因政策不确定性和长期存款减少,导致供给长期资金的意愿和能力下降,因此国有企业不得不使用短期贷款进行长期投资。

表 6 长短期贷款利差与国有企业期限错配

变量	全样本	央企	地方国企
$\Delta stdebt$	0.216 *** (0.0070)	0.1759 *** (0.0157)	0.2306 *** (0.0081)
<i>ROA</i>	-0.0024 (-0.0182)	0.0266 (-0.1005)	-0.0055 (-0.0174)
<i>Leverage</i>	-0.001 *** (0.0003)	-0.0029 *** (0.0011)	-0.0007 ** (0.0003)
<i>Current ratio</i>	0.0105 *** (0.0018)	0.0216 *** (0.0070)	0.0095 *** (0.0018)

续表 6

变量	全样本	央企	地方国企
<i>Size</i>	0.1157 *** (0.0045)	0.1350 *** (0.0119)	0.1065 *** (0.0049)
<i>Growth</i>	0.0828 *** (0.0037)	0.1064 *** (0.0111)	0.0753 *** (0.0039)
<i>Net Margin</i>	-0.012 (-0.0222)	-0.0876 (-0.0784)	-0.0002 (-0.0001)
$\Delta \text{stdebt} \times \text{Spread}$	-0.1858 (-0.1383)	-0.1288 (-0.1378)	-0.2022 (0.1516)
常数项	-1.2891 *** (0.0508)	-1.6778 *** (0.1479)	-1.1589 *** (0.0542)
行业	控制	控制	控制
地区	控制	控制	控制
R ²	0.11	0.11	0.10
样本量	40892	7015	33578

进一步,为了检验本文考察投融资期限错配模型的稳健性,我们在按照企业性质分组回归的基础上,又将样本按照金融危机前后分为两类再次进行回归,同样符合前文的分析和预期。

五、投融资期限错配治理的建议

本文通过理论分析和实证检验,研究了我国地方国有企业的投融资期限错配问题。研究发现,国有企业依赖短期债务进行投资,而投资决策对盈利能力并不敏感。这印证了国有企业存在预算软约束的问题。另一方面,长短期贷款利差对国有企业的投资决策没有显著影响,这表明国有企业在金融市场结构性问题下,被动接受短期贷款融资。最后,本文证实了国有企业存在投融资期限错配问题,且相比中央国有企业,地方国有企业的期限错配问题更为严重。

论文的研究结果表明,地方国企的高杠杆且结构不合理的动因在于其内源融资能力差、政府干预和债权人治理弱化,以及金融市场提供的长期资金有限。针对地方国有企业如何去杠杆以及优化债务结构,本文提出以下政策建议。

第一,打破政府隐性担保,强化银行的预算硬约束功能。中国的国企长期受到政府的干预和救济,政府常常为国企信用进行强有力的背书。因此,经常出现投资机构争抢政府和国企项目的现象。这导致了信贷资源不能实现优化配置。特别是,自2008年金融危机以来,企业杠杆率出现了明显的分化走势,非国有企业的杠杆率明显下降,而国有企业的杠杆率相对稳定并略有上升(纪洋等,2018),而且本文还发现地方国企在金融危机后期限错配更加严重。如果政府继续为地方国企提供隐性担保,将导致“好杠杆减少,坏杠杆增加”(钟宁桦等,2016)。本文的研究结果也表明,地方国企的债务出现预算软约束,即使企业的盈利状况较差,银行仍源源不断地向其提供信贷资金。因此,打破政府隐性担保,加强银行的预算硬约束功能,使得信贷风险被真实合理定价,才是

化解国企高杠杆风险的最理想方式。

第二,强化国有企业内源融资功能,以自身实力去杠杆。在本轮国有企业改革过程中,地方国企去杠杆始终是一个绕不开的重要领域。地方国有企业需要优化内源融资实力,切实转变过度依赖举债投资的理念。在银行预算硬约束的背景下,企业的新增投资主要依靠其自身的内源财务实力,银行信贷只能提供有限的信贷资源。2015年12月中央经济工作会议提出“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务,其根本就是要提高国有企业的内在财务实力,依靠自身实力将负债降到合理水平。

第三,发展多层次资本市场,缓解期限错配问题。本文的研究结果表明,金融市场长期资金不足。地方国企的主要融资方式是银行信贷,但由于我国长期贷款利率上浮空间有限,银行的流动性风险得不到很好的补偿,且对债权人的司法保护尚不完善,因此,银行提供长期资金的意愿较低。所以地方国企只能选择错配的方式来融资,即通过债务的滚动式操作借新债还旧债以维持运营,因此积累了严重的期限错配问题。因此,需要发展多层次资本市场,通过股权和债券的方式为地方国企的长期投资提供长期资金,缓解期限错配的结构性问题。多层次的资本市场通过满足多元化的投资需求,扩大直接融资额度,会逐步形成风险程度存在明显差异的子市场,风险承担主体呈现多元化,有利于实现金融市场的稳定。在金字塔式的多层次资本市场中,风险与收益匹配的新三板股权市场是重要的基石。需要提高新三板市场公司的信誉和质量,保证其流动性,为企业的转型升级提供资金支持。

第四,降低政府干预,加强国有企业综合业绩评价和激励机制设计。地方国有企业的过度杠杆化和债务结构不合理,根本原因还在于国有企业的激励约束机制。一方面,应降低政府干预,使国有企业还原其公司的内在属性。只有剥离了国有企业的政策性负担和政府干预,才能还原企业真实的盈利状况,否则无法区分其财务亏损究竟是政策性亏损还是经营本身的亏损。在还原真实业绩后,需要对国有企业的业绩进行客观的评价,且应与行业标杆企业比较,采取相对业绩评价的方式。最后,需要设计激励国企高管的合理机制,改革国企与职级绑定的薪酬制度,提升年薪、奖金对企业财务绩效的敏感性,并试点国有企业员工持股计划等长期激励形式。

参考文献:

1. 白云霞、邱穆青、李伟:《投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较》,《中国工业经济》2016年第7期。
2. 曹春方、马连福、沈小秀:《财政压力、晋升压力、官员任期与地方国企过度投资》,《经济学(季刊)》2014年第4期。
3. 陈志勇、毛晖、张佳希:《地方政府性债务的期限错配:风险特征与形成机理》,《经济管理》2015年第5期。
4. 纪洋、王旭、谭语嫣、黄益平:《经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化》,《经济学(季刊)》2018年第1期。
5. 林毅夫、李志赞:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》2004年第2期。
6. 刘红忠、史霜霜:《地方政府干预及其融资平台的期限错配》,《世界经济文汇》2017年第4期。
7. 刘伟、王汝芳:《中国资本市场效率实证分析——直接融资与间接融资效率比较》,《金融研究》2006年第1期。
8. 陆正飞、高强:《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》2003年第10期。
9. 罗觉论、应千伟、常亮:《银行授信、产权与企业过度投资:中国上市公司的经验证据》,《世界经济》2012年第3期。
10. 马红、侯贵生、王元月:《产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究》,《南开管理评论》2018年第3期。
11. 盛明泉、张敏、马黎珺、李昊:《国有产权、预算软约束与资本结构动态调整》,《管理世界》2012年第3期。
12. 武鹏:《改革以来中国经济增长的动力转换》,《中国工业经济》2013年第2期。
13. 夏勇毅:《地方政府融资平台资产与负债匹配性分析》,《新金融》2015年第12期。

14. 张宇峰、王长江:《“内部人控制”与预算软约束:一个理论假说》,《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学版)》2006年第6期。
15. 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林:《我国企业债务的结构性问题》,《经济研究》2016年第7期。
16. Bai, J., & Krishnamurthy, A., & Weymuller, C. H., Measuring Liquidity Mismatch in the Banking Sector, *Journal of Finance*, Vol. 73, No. 1, 2018, pp. 51 – 93.
17. Fan, J. P. H., & Titman, S., An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, No. 1, 2012, pp. 23 – 56.
18. Hart, O. & Moore, J., A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, 1994, pp. 841 – 879.
19. Kornai, J., Economics of Shortage. *Amsterdam: North-Holland*, 1980.
20. McLean, R., & Zhao, M., The Business Cycle, Investor Sentiment, and Costly External Finance. *Journal of Finance*, Vol. 69, No. 3, 2014, pp. 1377 – 1409.
21. Morris, J., On Corporate Debt Maturity Strategies. *Journal of Finance*, Vol. 31, No. 1, 1976, pp. 29 – 37.
22. Myers, S. C., Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, 1977, pp. 147 – 175.
23. Myers, S. C., & Majluf, N., Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information Investors Do not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 1984, pp. 187 – 221.
24. Orman, C., & Köksal, B., Debt Maturity across Firm Types: Evidence from a Major Developing Economy. *Emerging Markets Review*, Vol. 30, No. 3, 2017, pp. 169 – 199.

Maturity Mismatch of Investment and Financing of Local State-owned Enterprise: Causes and Countermeasures

SHEN Hongbo, HUA Linghao & LANG Ning
(Fudan University, 200433)

Abstract: Local state-owned enterprises (SOEs) are a core force driving China’s economic development and should play a leading and pioneering role in the supply-side structural reform. But they are faced with a prominent predicament caused by a too high debt ratio and the maturity mismatch in investment and financing activities. This papers uses non-listed SOEs above the designated scale in China’s industrialized enterprises database (CIED) from 2005 to 2013 as samples, constructs an investment-liability model to analyze the dynamic relationship between short-term debt changes and long-term investment, and probes into the causes of this mismatch in light of soft budget constraints and the structural problems of Chinese financial market. The results show that: (1) The investment of both central and local SOEs relies heavily on new borrowing, not retained earnings, indicating a severe problem with soft budget constraints. (2) The ability of financial market to provide long-term loans is weak, which cuts off SOEs’ access to long-term debt financing. (3) SOEs, especially local SOEs, suffer from maturity mismatch problems for they rely heavily on incremental short-term debt for investing. To reduce local SOEs’ debt ratio and improve their debt structure, integrated countermeasures should be taken targeting SOEs, banking credit, government behaviors and the capital market, so as to increase local SOEs’ internal financing capacity and better the structure of the financial market.

Keywords: Soft Budget Constraint, Financial Market Structure, Maturity Mismatch, Local SOEs

JEL: G31, G32

责任编辑:无 明