

“结构性”去杠杆能抑制企业“影子”银行业务吗?

窦 炜^{1,2}, 张书敏¹, 郑欣仪¹

(1. 华中农业大学 经济管理学院, 湖北 武汉 430070; 2. 华中农业大学 现代农业经济研究院, 湖北 武汉 430070)

摘要:基于我国2012—2019年非金融类A股上市公司数据,通过构建双重差分模型,实证研究了“结构性”去杠杆政策对企业金融类资产,特别是较为隐秘的“影子”银行业务的影响。研究发现,“结构性”去杠杆政策会显著降低企业的各类金融资产配置,既包括“影子”银行类隐性金融资产,也包括显性金融资产。中介效应检验发现,国家审计监管能强化“结构性”去杠杆的政策执行效果,更好地抑制企业“影子”银行业务,在接受市场化债转股的样本中,“结构性”去杠杆也表现出了更强的政策影响,但宏观经济政策的不确定性会弱化“结构性”去杠杆对企业“影子”银行的抑制。政府在推进“稳增长”和“去杠杆”的双重政策目标时,既要注重对政策实施和执行效果的监督,也要积极探索包括市场化债转股在内的各种创新措施,同时保持政策制定和实施的连贯性和稳定性。

关键词:“结构性”去杠杆;“影子”银行业务;国家审计监督;市场化债转股;经济政策不确定性

中图分类号:F279.2;F832.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2022)02-0034-12

一、引言

伴随我国经济发展步入新常态,许多传统企业出现了产能过剩、过度投资、杠杆率攀升、盈利能力下降等一系列结构性问题,宏观实体经济增速放缓^[1-2]。此时,逐利性动机让越来越多的非金融企业偏离主业,甚至“不务正业”,将流动性资金投放到资本市场寻找机会^[3-4],不仅进行财务报表上显性金融资产及房地产项目的投资,还通过各种金融创新行为来逃避监管,从事各类跨市场、跨行业的“影子”银行业务,产生一系列隐性金融资产,造成大量资金在金融体系内部“自我循环”,导致实体经济企业的严重“虚拟化”。我国非金融企业开展“影子”银行业务的方式主要有两类:一是作为资金的出借方和信用创造主体,充当实质性信用中介,通过委托理财、过桥贷款,甚至民间借贷等形式融出资金;二是间接参与“影子”信贷市场,通过购买理财信托、结构性存款等“类金融产品”加入“影子”银行的信用链条中来。中国银保监会发布的《中国影子银行报告》显示,我国“影子”银行规模在2017年初达到了100.4万亿元的峰值。诚然,“影子”银行业务的开展确实一定程度上缓解了中小企业融资难的问题,推动了我国民营经济的发展^[5],但因其具有的杠杆率高、产品过度嵌套、政府监管不到位等特征,相较于股票债券等主流金融资产的波及面更广、风险更高、潜在危害更大^[6]。2017年政府工作报告明确将“影子”银行列入需高度警惕的“四大金融风险”。那么,如何有效解决这种肆意创新、过度

收稿日期:2022-01-13;修回日期:2022-03-09

基金项目:国家社会科学基金项目“‘结构性’去杠杆背景下企业杠杆水平及其动态调整对金融资产配置的影响研究”(21BJY124)

作者简介:窦炜(1979—),男,湖北武汉人,会计学博士,华中农业大学经济管理学院、现代农业经济研究院教授,研究方向为公司财务与资本市场;张书敏(1997—),女,河北秦皇岛人,华中农业大学经济管理学院硕士研究生,研究方向为公司财务与资本市场;郑欣仪(1998—),女,湖北宜昌人,华中农业大学经济管理学院硕士研究生,研究方向为公司财务与资本市场。

借贷的资金效率配置低下问题,通过何种措施抑制企业“影子”银行活动,加强金融资源的管理,从而促进实体经济发展呢?

已有研究表明,企业持有金融资产的初衷很大程度上决定着最终的结果。预防性储蓄的驱使可以帮助企业增强资金流动性、缓解财务困境、分散企业风险,并服务实体经济发展^[7-10];而在投机获利的诱导下,则造成了挤占实业投资、抑制企业创新、加剧经济波动等危害^[11-14]。虽然大量文献关注了企业显性金融资产配置动因和影响后果^[15-18],但对隐性金融资产的研究还相对有限且不够深入。目前,国内外学者从“影子”银行业务的产生缘由、识别估算^[19-20]及经济后果^[6]展开了讨论。其中,利率管制、房价上涨、货币供给量和金融错配程度的提高^[21-23]会对企业的“影子”银行化产生影响。纵观上述文献,不管从“影子”银行业务的经济后果还是影响因素层面,杠杆资金来源都在很大程度上影响着企业隐性金融资产配置,因为过度负债企业会将多余的杠杆资金投入资本市场,通过“影子”银行获取高额利息,尤其在我国以间接融资为主导的金融体系中表现更为明显。此时,去杠杆政策从企业资金供给角度寻求“影子”银行问题的解决方案。但简单粗暴“一刀切”式的去杠杆可能会对正常经营的企业造成误伤,并引发宏观经济的衰退。国务院、全国金融工作会议和中央财经委员会相继提出了一系列“结构性”去杠杆的政策目标^①,这里的“结构性”指的是:去除过度负债企业的冗余杠杆输送,同时保障正常企业的合理投融资需求,提升杠杆资源的配置效率。国务院国资委对企业“过度负债”也进行了明确的红线规定^②:按实体经济企业行业类型确定其稳健发展的合理资产负债率,工业企业不超过70%,非工业企业为75%,科研设计企业为65%。“结构性”去杠杆政策实质上是通过阻断过度负债企业负债端的贷款来源,让其自由支配的现金流受限,逐步压缩资产端“影子”银行业务规模。本文从“结构性”去杠杆政策这一独特视角,探究企业杠杆率通过何种机制影响“影子”银行业务,又该如何调整企业的杠杆率水平使其与投资选择相符合。这不仅弥补了以显性金融资产为对象的研究结论的片面性,还拓展了政府宏观经济政策对“影子”银行化作用的领域,对引导微观企业“脱虚返实”具有重要意义。

本文的主要贡献为:(1)从企业“影子”银行类隐性金融资产配置出发,研究了“结构性”去杠杆政策背景下,过度负债企业杠杆率水平对其金融资产配置的影响,丰富和补充了现有文献;(2)通过中介效应模型,进一步研究了国家审计监督对“结构性”去杠杆执行效果的作用,为深入理解我国“结构性”去杠杆的政策后果,以及国家审计监管的作用提供了经验证据,形成了对现有文献的拓展;(3)本文分析了市场化债转股的推行和宏观经济政策不确定性背景在“结构性”去杠杆对过度负债企业“影子”银行业务影响中的调节作用,完善了现有研究的框架和结论。

二、理论分析与研究假设

金融稳定理事会明确指出,“影子”银行体系是游离于正规银行体系之外,可能引发系统性金融风险 and 监管套利等问题的信用中介体系^③。首先,在政府对银行贷款总量及发放分配严格限制的背景下,一些企业根本贷不到所需资金,不得不向传统银行业务以外的“类金融”产品进军,使我国“影子”银行化趋势日益增强^[6]。另外,更为典型和重要的是,在我国以银行为主导的间接金融体系中,金融错配和信贷歧视让中小和民营企业受到较为严重的融资约束^[24],难以满足其未来成长和创新发展的资金需求。恰好大型国有企业具有抗风险能力强、信息相对透明、抵押担保较多等“天然的”融资优势,可以从资本市场获得超过自身生产经营所需的资金,主动拆借给需要的企业赚取高额利息,扮演金融信贷中介的“影子”银行角色^[20]。

①2016年10月,国务院颁布的《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》指出“降杠杆要把握好稳增长、调结构、防风险的关系,注意防范和化解降杠杆过程中可能出现的各类风险,要充分考虑不同类型行业和企业的杠杆特征,分类施策”;2017年7月,全国金融工作会议进一步明确“要推动经济去杠杆,处理好稳增长、调结构、控总量的关系”;2018年4月,中央财经委员会第一次会议明确,要以“结构性去杠杆为基本思路,地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”。

②详见国务院国资委网站,2018年1月18日国务院新闻办新闻发布会讲话。全文转载于《经济参考报》,http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588139/c8496320/content.html。

③www.Financial stability board.org/list/fsb_publications/index.htm。

究其根本,其实是过度负债企业的生产经营和投资结构出了问题,即使持有资金也缺乏好的项目去开发运营,管理层没有实体投资的意愿和创新研发的动力,便将闲置资金进行二次配置了。由此可见,银行对于国有企业的融资青睐并没让这些资金发挥其本身该有的价值,却纵容了他们脱离需求端的过度金融创新行为,这是融资状况与生产效率不相匹配的结果^[23],这部分高风险、高成本、使用效率低下、威胁经济运行的过剩资金是不该流入企业的。那么,在我国国企拥有天然的“产权优势”以及广为诟病的预算软约束在短期内不可能改变的情况下,仅靠市场的资源调配功能,几乎不可能抑制其以逐利为目的的加杠杆金融套利业务。但政府刚性的去杠杆政策,却可以在杠杆红线的严格管控下,通过“结构性”地引导过度负债企业资金来源和信贷资源配置对企业投资行为产生影响,调节杠杆资源配置的市场失灵问题。

去杠杆政策的“结构性”可以引导过度负债企业去除诸如购买理财产品、委托代理、民间借贷等低效配置资金的“坏的”杠杆,减少未能带给企业真正实体经济利益的债务供给,保留那些用于正常经营和实业投资的“好的”杠杆输送^[25],其背后的逻辑在于不同主体间举债能力与运行效率不同,承担风险的能力也不同。“结构性”去杠杆的最终目的是在控制宏观杠杆率稳定的同时,通过调整杠杆结构,从杠杆资金使用用途和效率方面考虑,将企业债务资金用在“刀刃”上,达到“去杠杆”和“稳增长”的双重目标。当过度负债企业主要依赖的债务融资渠道被阻断,又无法在短期内迅速提升经营获利进行内源融资时,就必然优先考虑缩减流动性更强的金融类资产配置。因为企业经营性固定资产等流动性相对较差,且需要与固定的经营规模相匹配,很难在短期内发生改变。因此,政府只有从资金获取源头上减少冗余杠杆的输送,让企业的自由支配资金受到限制,迫使他们优先保障基本生产经营,缩减“影子”银行类金融资产配置规模。

基于上述分析,提出假设:

H:“结构性”去杠杆政策能抑制非金融过度负债企业的“影子”银行业务。

三、研究设计

(一) 模型设定与变量定义

由于中央出台的“结构性”去杠杆政策实施有着准自然实验的特征,本文采用双重差分模型来验证去杠杆政策对非金融企业“影子”银行业务的影响。在此,本文还将显性金融资产作为被解释变量纳入模型进行拓展回归,从多个角度来验证“结构性”去杠杆政策对微观实体经济企业“脱虚返实”的作用效果。具体见公式(1)、公式(2)。

$$SB_{i,t}/sb_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treated_{i,t} + \beta_2 Time_{i,t} + \beta_3 Treated_{i,t} \times Time_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$Fin_{i,t}/fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treated_{i,t} + \beta_2 Time_{i,t} + \beta_3 Treated_{i,t} \times Time_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

1. 被解释变量

(1) “影子”银行业务:SB 和 sb 分别采用绝对值和相对值两种方式对企业“影子”银行业务规模进行衡量。已有文献主要从定性和定量两个方面度量企业“影子”银行业务。首先,从报表会计科目的变化出发,根据非金融企业金融负债和金融资产之间的关系,对非金融企业是否从事“影子”银行业务进行识别^[26]。当非金融企业从事“影子”银行业务时,意味着以杠杆形式获取的资金,在资产负债表上同时表现出金融负债和金融资产的增加,即与再放贷相关会计科目上升,而尚未放贷出去的资金停留在金融资产下的各科目中,金融负债和金融资产呈正向相关关系。但此办法只能定性识别公司是否开展“影子”银行业务,不能量化其规模,基于此形成的结论有待进一步证实。因此,近期有关研究从非金融企业开展“影子”银行业务的机制入手,提取相关会计科目的金额,分别对“实质性信用中介”和“影子信贷链条”模式下非金融企业“影子”银行规模进行测算加总。其中,“实质性信用中介”

模式下,采用委托贷款、委托理财和民间借贷三类规模相加得到;“影子信贷链条”是非金融企业投资于信托、理财、结构性存款等高风险的类金融产品^[6,19-20]。

借鉴以上研究,本文采用定量的方式对非金融企业“影子”银行规模进行准确度量。①委托贷款和委托理财。本文手工对样本公司的委托理财和委托贷款公告,以及会计报表附注进行识别整理得到。②民间借贷。现有文献大多将“其他应收款”科目作为衡量企业之间资金漏损的代理变量^[20]。但事实上“其他应收款”的组成非常复杂,罚款、赔款、代垫费等都可作为其明细科目核算,直接采用“其他应收款”作为民间借贷的代理变量存在较大杂音。本文按照“其他应收款”明细科目进行人工识别,将该一级科目下与“影子”银行业务相关的明细科目余额相加衡量。③类金融产品。上市公司通过“影子信贷链条”方式购买的类金融产品,包括券商理财、信托产品、结构性存款等,由于理财产品形式、组成结构和发行机构的复杂性,有部分并未在“交易性金融资产”等金融资产项目中列报。本文将未在金融资产科目中核算和金融资产项目中列示的类金融产品,统一根据公司财报中“应收账款”“其他应收款”“一年内到期的非流动资产”“其他流动资产”或“其他非流动资产”五个项目的报表附注说明或明细科目进行手工分类整理后汇总得到。那些在金融资产项目中直接列报的类金融产品,计入显性金融资产进行研究。

(2) 显性金融资产: Fin 和 fin 分别采用绝对值和相对值的方式对企业业务规模进行衡量。借鉴杜勇等^[17]的研究,将企业的交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和投资性房地产作为显性金融资产核算。本文将投资性房地产项目纳入金融资产,是因为投资性房地产是企业为赚取租金或资本增值而持有的,并非用于生产经营。未将货币资金纳入金融资产范畴,是考虑到企业在经营活动中也会大量产生货币资金。

2. 解释变量

(1) 处理变量: $Treated$ 。据 2018 年 1 月国务院国资委确定的能够保证企业稳健发展的合理资产负债率控制标准,分成三大类,工业企业为 70%,非工业企业为 75%,科研设计企业为 65%。本文借鉴该标准,当上市公司分别属于工业企业、非工业企业和科研设计企业时^①,各自设定最低标准资产负债率为 70%、75% 和 65%。当样本企业的资产负债率高于其最低标准资产负债率水平时, $Treated$ 取值为 1,表示过度负债企业,作为实验组;否则为 0,表示正常企业,作为控制组。

(2) 时间变量: $Time$ 。由于 2015 年 12 月国家首次在中央经济工作会议上正式提出“去杠杆”的政策要求,本文认定 2015 年及以前的样本企业并未受到“结构性”去杠杆政策实施的影响, $Time$ 取值为 0,2016 年及以后的样本取值为 1。

(3) 交互项: $Treated \times Time$ 。其为处理变量与时间变量的乘积,其前面的回归系数 β_3 测算了“结构性”去杠杆政策实施前后,实验组与控制组样本之间金融资产配置规模的差异,又称之为“结构性”去杠杆的政策净效应。根据双重差分模型的设计原理,本文重点考察 $Treated \times Time$ 的系数 β_3 的符号。若交互项前面的系数 β_3 显著为负,就表示“结构性”去杠杆政策可以有针对性地减少过度负债企业金融资产规模。

3. 控制变量

本文选择了以下控制变量:企业运营时间、公司规模、成长性、盈利能力、现金水平、股权集中度以及有形资产占比,同时控制了年份和行业。其中选取与企业金融类资产配置相对应并可能形成替代效应的有形资产投资占比,以控制竞争性资金用途的影响^[10]。具体如表 1 所示。

①参考中国证监会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》,本文认定的工业企业包括采矿业,电力、热力、燃气及水生产和供应业,建筑业,制造业,水利、环境和公共设施管理业,修理和其他服务业;非工业企业包括农、林、牧、渔业,批发和零售业,交通运输、仓储和邮政业,住宿和餐饮业,租赁和商务服务业,居民服务业,教育业,卫生和社会工作业,文化、体育和娱乐业;科研设计企业包括信息传输、软件和信息技术服务业,科学研究和技术服务业。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	符号	定义
被解释变量	“影子”银行绝对规模	<i>SB</i>	$\ln(\text{委托贷款} + \text{委托理财} + \text{民间借贷} + \text{类金融产品})$
	“影子”银行相对规模	<i>sb</i>	$(\text{委托贷款} + \text{委托理财} + \text{民间借贷} + \text{类金融产品}) / \text{总资产}$
	显性金融资产绝对规模	<i>Fin</i>	$\ln(\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{可供出售金融资产} + \text{投资性房地产})$
	显性金融资产相对规模	<i>fin</i>	$(\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{可供出售金融资产} + \text{投资性房地产}) / \text{总资产}$
解释变量	处理变量	<i>Treated</i>	当企业为过度负债样本属于实验组时赋值为 1, 否则为 0
	时间变量	<i>Time</i>	当样本在 2016 年以后(包含 2016 年)时赋值为 1, 否则为 0
	交互项	<i>Treated × Time</i>	“结构性”去杠杆对实验组过度负债企业的政策净效应
	公司年龄	<i>Age</i>	当年与企业注册成立年的差值
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数值
	成长性	<i>TQ</i>	资产市值与总资产(账面值)之比
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润与总资产的比值
	现金水平	<i>CFO</i>	经营活动的现金流净额与总资产的比值
	股权集中度	<i>Shareholder</i>	当年第一大股东持股数与总股本数的比值
	有形资产占比	<i>Tang</i>	$(\text{固定资产} + \text{存货}) / \text{总资产}$
	年份	<i>Year</i>	年度哑变量
	行业	<i>Industry</i>	行业哑变量

(二) 研究样本与数据来源

鉴于去杠杆政策的正式提出是在 2015 年 12 月,本文选取 2016 年前后 4 年的区间为事件窗口,以 2012—2019 年为样本区间。另外,本文主要针对非金融类企业展开研究,故将沪深两市 A 股非金融类上市公司作为样本,数据来源于国泰安数据库。本文剔除了金融和房地产行业、ST 和 *ST 标识的样本,以及数据不完整的样本。此外,为避免极端离群异常值对回归结果的干扰,对所有连续性变量均采用 Winsorize 方法进行 1% 和 99% 分位的缩尾处理,最终得到 20 144 个有效观测样本。本文使用 Stata15.0 软件进行统计分析。

四、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 和图 1 报告了“影子”银行业务规模的分年度描述性统计结果,显示了企业的隐性金融资产配置变化趋势。当使用企业“影子”银行规模的绝对值衡量时,发现我国非金融上市公司所配置的隐性金融资产在 2016 年以前都呈现出单边上升趋势,从 2017 年开始增速放缓,2018 年和 2019 年则开始出现加速下降的趋势。当使用“影子”银行相对规模衡量时,

表 2 “影子”银行业务规模的描述性统计

年份	样本量	全样本		实验组		控制组	
		绝对规模	相对规模	绝对规模	相对规模	绝对规模	相对规模
2012	1 933	18.331	0.121	19.244	0.195	18.286	0.118
2013	2 003	18.903	0.182	19.637	0.200	18.862	0.181
2014	2 117	19.296	0.221	20.008	0.196	19.259	0.223
2015	2 297	19.627	0.274	20.248	0.176	19.603	0.278
2016	2 574	19.901	0.329	20.607	0.228	19.881	0.332
2017	2 942	19.897	0.314	20.839	0.217	19.874	0.316
2018	3 049	20.048	0.310	20.746	0.213	20.029	0.313
2019	3 229	19.838	0.257	20.606	0.216	19.815	0.258

虽然只有实验组的过度负债样本在 2014 年呈现下滑状态,2015 年又明显上升,这可能是由于政策的预期效应等引起的偏差所致,但 2016 年以后便呈现明显的下降趋势,初步说明了去杠杆政策减少了非金融企业的“影子”银行业务。

需要特别说明的是,表2中过度负债实验组样本的“影子”银行相对规模在一些年度是小于控制组的。但并不能说明过度负债企业“影子”银行规模小于控制组,因为当使用“影子”银行绝对规模衡量时,实验组样本在各个年度都高于控制组。企业“影子”银行规模的相对占比,是由隐性金融资产配置和期末总资产规模两个指标共同决定的,只能说明在某些年度实验组样本总资产高于控制组,而不是过度负债企业开展了更少的“影子”银行业务。

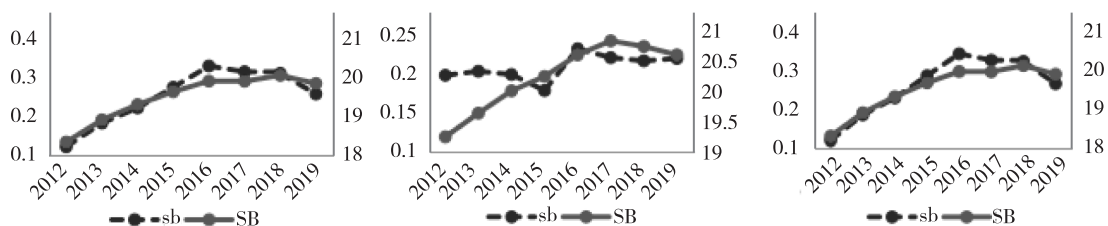


图1 全样本、实验组及控制组“影子”银行业务规模的变化趋势

(二) 回归分析

表3列示了双重差分模型的回归结果。其中,无论是“影子”银行业务的相对占比,还是绝对规模取对数衡量企业的隐性金融资产配置,结果都显示交互项 $Treated \times Time$ 的回归系数在5%和1%水平上显著负相关,说明在过度负债企业中,“结构性”去杠杆政策的实施的确显著抑制了其“影子”银行业务的开展。另外,当显性金融资产配置的规模作为被解释变量时,交互项的系数也都通过了显著性测试,“结构性”去杠杆政策不仅可以显著抑制非金融过度负债企业的隐性金融资产配置,而且也降低了显性金融资产的规模,促进实体经济的“脱虚返实”。

表3 “结构性”去杠杆政策与企业金融资产配置

变量	SB	sb	Fin	fin
<i>Treated</i>	0.423*** (5.01)	0.097*** (5.35)	0.245 (0.56)	0.002 (0.67)
<i>Time</i>	0.962*** (20.88)	0.134*** (13.55)	3.284*** (13.85)	0.026*** (15.94)
<i>Treated × Time</i>	-0.305** (-2.49)	-0.086*** (-3.26)	-1.500** (-2.38)	-0.014*** (-3.25)
<i>Age</i>	-0.007*** (-3.58)	-0.002*** (-4.61)	0.171*** (14.94)	0.001*** (9.58)
<i>Size</i>	1.007*** (87.66)	-0.032*** (-12.91)	1.963*** (33.18)	-0.001*** (-2.93)
<i>TQ</i>	-0.036*** (-3.38)	-0.001 (-0.71)	0.124** (2.23)	0.001*** (3.97)
<i>ROA</i>	2.032*** (9.58)	0.771*** (16.87)	3.897*** (3.57)	0.040*** (5.23)
<i>Tang</i>	-2.151*** (-28.91)	-0.379*** (-23.66)	-0.821** (-2.14)	-0.039*** (-14.36)
<i>CFO</i>	-0.361** (-2.15)	0.096*** (2.67)	3.349*** (3.88)	0.018*** (3.07)
<i>Shareholder</i>	-0.221*** (-2.77)	0.069*** (4.04)	-3.273*** (-7.95)	0.001 (0.31)
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

在控制变量中,企业有形资产配置比例与金融资产显著负相关,

表现出实业投资与金融投资的替代性,说明“影子”银行业务确实会对有形资产投资造成“挤出”。另外,企业的现金水平与金融资产配置大多呈正相关关系,现金持有越多便有更大的动机和能力参与到金融投资中,这正是过度负债企业利用冗余杠杆资金从事“影子”银行的缘由所在。托宾*Q*值与“影子”银行业务呈负向相关关系,成长性良好的企业理应不会过多从事低效配置资金的“影子”银行活动。然而,企业盈利能力与其金融资产配置正相关,表明企业确实通过金融资产投资,从“繁荣”的资本市场中获取了大量利润,但这种暂时性盈利是不可持续并需承担较大风险的。

五、进一步研究

(一) 国家审计监督的中介作用

“结构性”去杠杆政策的执行需要政府强有力的监管。国家审计作为第三方机构,有能力凭借其法定性、专业性和独立性,对过度负债企业“结构性”去杠杆政策及其“影子”银行业务的开展进行全

方位的监管。首先,国家审计监督以确保落实国家重大战略政策有效实施和督促企业高质量发展作为首要任务^[27],中央大力倡导的“结构性”去杠杆政策以及危害经济健康可持续发展的“影子”银行业务自然成了政府审计重点关注的企业投融资问题。其次,法定性审计让其具有“强制力度”迫使企业无条件接受监督检查并配合整改。最后,国家审计的独立性保证了其与被审企业不存在任何人员和利益牵绊,能够客观公正地对企业各种资金运用情况进行追踪、管理^[28],抑制“影子”银行的开展。因此,国家审计监督能够通过加强“结构性”去杠杆政策的落实,来最终达到抑制过度负债企业“影子”银行业务的作用效果。

本文采用中介效应检验方法:首先,按照模型检验“结构性”去杠杆政策对企业“影子”银行业务的总体效应;然后,将国家审计监督(*Audit*)作为被解释变量,检验“结构性”去杠杆政策对国家审计监督的影响效应;最后,控制“结构性”去杠杆政策的影响,检验国家审计监督对企业“影子”银行业务规模的影响。其中,国家审计监督变量(*Audit*)用企业是否接受政府审计来衡量,接受政府审计为1,否则为0。由于国家审计主要针对中央国有企业开展,所以在此检验中,采用中央国有企业作为研究样本展开探讨。

表4结果显示,第一步中,“影子”银行业务作为因变量, *Treated* × *Time* 系数显著为负,“结构性”去杠杆政策对央企“影子”银行业务有抑制的总体效应;第二步中,国家审计作为因变量, *Treated* × *Time* 系数显著为正,说明“结构性”去杠杆的实施会明显提升国家审计对过度负债企业的监管;第三步中,国家审计的系数显著为负,但去杠杆政策交互项系数不显著,说明在控制去杠杆的影响后,国家审计对企业“影子”银行具有抑制作用,但在控制了国家审计影响后,去杠杆政策对企业“影子”银行不具有明显作用。国家审计监管在“结构性”去杠杆对企业“影子”银行业务的抑制链条中起到了完全中介作用,“结构性”去杠杆政策通过国家审计的监督得以较好落实。

(二) 市场化债转股的加强作用

在“降杠杆”和“稳增长”双重目标的引领下,市场化债转股作为“结构性”去杠杆政策积极探索的重要方式,在降负债的同时增资本,从而推动去杠杆的改革进程。市场化债转股以“市场运作和政策引导”为原则,筛选出债务负担沉重的高杠杆企业^①。这为本文的研究提供了天然的过度负债样本。通过对是否接受市场化债转股企业进行分组研究,可以进一步探讨市场化债转股这种“结构性”去杠杆的重要方式,对企业“影子”银行业务的影响机制。市场化债转股实施过程中,银行由债权人变为股东,有权直接参与企业整体运营及投融资决策,在化解企业资金链断裂风险的基础上^[29],指导并监督其资金运用方式,逐步减少“影子”银行类金融资产的配置。

本文按照是否实施市场化债转股将企业分成两组,当企业实施了债转股, *Debt to stock* 为1,否则为0。表5显示,当 *Debt to stock* = 1 时,无论是绝对值 *SB* 还是相对值 *sb*,交互项系数分别在5%和1%水平上负相关;当 *Debt to stock* = 0 时,绝对值 *SB* 的交互项系数不显著,相对值 *sb* 交互项系数的显著水

表4 “结构性”去杠杆、国家审计监督与企业“影子”银行业务

变量	(1)		(2)	(3)	
	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Audit</i>	<i>SB</i>	<i>sb</i>
<i>Treated</i>	0.396*** (1.36)	0.015 (0.66)	0.021 (0.43)	0.427** (2.36)	0.014 (0.58)
<i>Time</i>	0.608*** (4.29)	0.049*** (2.81)	-0.023 (-0.66)	0.332*** (4.89)	0.034 (3.51)
<i>Treated</i> × <i>Time</i>	-0.326* (-1.82)	-0.068* (-1.73)	0.229*** (2.77)	-0.324 (-1.11)	-0.044 (-1.05)
<i>Audit</i>				-0.227* (-1.73)	-0.032* (-1.70)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

①国务院发布的《关于市场化银行债权转股的指导意见》(国发[2016]54号)中明确指出“要鼓励面向发展前景良好,但因高负债而财务负担过重遇到暂时困难的企业开展市场化债转股,逐步降低企业杠杆率”。

平明显低于 $Debt\ to\ stock = 1$ 的样本。因此,“结构性”去杠杆政策对企业“影子”银行的抑制在接受了债转股的企业中表现更明显,市场化债转股强化了去杠杆对企业“影子”银行的抑制作用。

(三) 宏观经济政策不确定性的干扰作用

微观企业的运营发展离不开宏观政策的导向,经济政策的不确定性所引致的企业对政策制定、颁布和实行的不可预知性,会对其投融资行为产生影响^[30],不仅包括企业对于投资领域的选择,还包括中央对“结构性”去杠杆政策的落实力度。首先,为了让企业平稳度过波动期,政府可能会减弱去杠杆的实施力度。特别是随着经济政策不确定性的上升,银行更倾向于给国企或大企业放贷,这些企业有更多闲置资金来参与“影子”银行活动^[31]。另外,经济政策不确定性会降低企业获取信息的充分和及时性,使管理层难以对宏观经济走向做出准确判断,项目投资收益率方差增大,企业通过减少实业资产投资来规避风险^[32]。

Baker *et al.*^[33] 基于文本分析法测度了人们对经济政策不确定性的感知程度,提出经济政策不确定性指数并得到广泛应用^[30,34]。本文收集了基于中国大陆报刊构建的中国经济政策不确定性指数(EPU)^①,以该指数12个月的算术平均值衡量年度经济政策不确定性程度。表6结果显示,交互项 $EPU \times Treated \times Time$ 系数在5%水平上正相关,说明经济政策不确定和去杠杆的同时作用反而增加了其隐性金融资产的配置规模。经济政策不确定性弱化了“结构性”去杠杆对企业“影子”银行的抑制作用。

六、稳健性检验

(一) 平行趋势检验

由于双重差分法研究的前提假设是,在事件发生之前,实验组和控制组的变化趋势基本保持一致。为此,本文生成年份虚拟变量与处理组虚拟变量的交互项,其系数反映的是特定年份实验组和控制组之间的差异。表7结果显示,在“结构性”去杠杆政策实施前的四年里,交互项系数均不显著,样本满足平行趋势假定。

(二) 安慰剂检验

为排除其他政策环境等不可控且随时间变化的因素的干扰,本文分别采用了改变“结构性”去杠杆政策实施时间和随机生成实验组样本两种方法进行安慰剂

表5 “结构性”去杠杆、市场化债转股与企业“影子”银行业务

变量	$Debt\ to\ stock = 1$		$Debt\ to\ stock = 0$	
	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>SB</i>	<i>sb</i>
<i>Treated</i>	1.329*** (2.84)	0.385*** (7.28)	0.261*** (3.26)	0.031** (2.26)
<i>Time</i>	0.692*** (4.04)	0.041** (2.15)	0.659*** (8.40)	0.076*** (5.56)
<i>Treated × Time</i>	-1.528** (-2.42)	-0.396*** (-5.56)	-0.157 (-1.38)	-0.047** (-2.37)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

表6 “结构性”去杠杆、经济政策不确定性与企业“影子”银行业务

变量	<i>SB</i>	<i>sb</i>
<i>Treated</i>	0.013 (0.13)	0.001 (0.10)
<i>Time</i>	0.585*** (9.60)	0.102*** (9.88)
<i>Treated × Time</i>	-0.883** (-2.33)	-0.183*** (-2.86)
<i>EPU</i>	-0.101*** (-3.18)	-0.029*** (-5.39)
<i>EPU × Treated × Time</i>	0.289** (2.07)	0.057** (2.42)
<i>Controls</i>	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

表7 平行趋势检验

年份	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Fin</i>	<i>fin</i>
2012	-0.143 (-0.85)	0.018 (0.50)	-0.173 (-0.20)	-0.004 (-0.81)
2013	0.095 (0.61)	0.025 (0.76)	0.129 (0.16)	-0.002 (-0.45)
2014	0.177 (1.08)	0.026 (0.75)	0.577 (0.68)	0.009 (1.58)
2015	0.238 (1.34)	0.027 (0.73)	1.498 (1.64)	0.007 (1.12)

①数据来源: http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html.

检验。首先,在全样本中随机指定实验组样本并重复进行1000次安慰剂检验。图2结果显示,解释变量 $Treated \times Time$ 系数的 t 值大致服从均值为0的正态分布,意味着本文随机实验组样本的处理效应不存在,符合预期。另外,随机改变“结构性”去杠杆政策实施时间来回归。表8中的(1)列和(2)列分别表示将政策时间提前两年和三年的回归结果,交互项系数并不显著,表明企业金融资产配置的变化并不是由时间带来的,也排除了同时期其他政策导致结论出现的可能,保证了研究结论的稳健性。

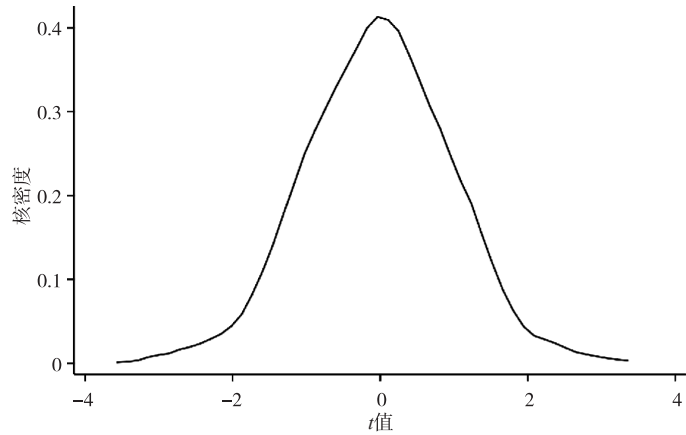


图2 安慰剂检验

(三) 工具变量法

本文设定的工具变量为同时期同行业其他上市公司的资产负债率均值,与模型中的解释变量高度相关,但外生独立于被解释变量,以解决可能存在的内生性问题。我们选择该变量的原因是,同时期同行业其他上市公司的杠杆率水平很可能对样本企业的杠杆率选择产生显著正向影响,但其他公司的行为一般不会对样本企业金融资产配置产生显著的直接影响。表9的Panel A结果显示,工具变量 IV 在1%水平下通过了检验,表明工具变量满足相关性

表8 改变政策实施时间的检验

变量	(1)		(2)	
	<i>SB</i>	<i>Fin</i>	<i>SB</i>	<i>Fin</i>
<i>Treated</i>	0.574*** (4.02)	0.446 (0.73)	0.650*** (3.12)	0.280 (0.32)
<i>Time</i>	1.571*** (27.82)	4.088*** (16.96)	1.574*** (27.65)	4.081*** (16.80)
<i>Treated × Time</i>	-0.129 (-0.78)	0.262 (0.37)	-0.195 (-0.88)	0.408 (0.43)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

要求。第一阶段回归的 F 统计量也在1%水平上显著,可以拒绝弱工具变量假设。第二阶段回归中,将第一阶段样本公司杠杆率水平的拟合值作为变量 $Treated$ 的赋值基础,分别回归。Panel B的结果显示,交互项都在1%水平上显著为负,与前述结论一致。这表明本文的结论经过内生性检验后依然稳健。

表9 工具变量回归

变量	Panel A	Panel B			
	第一阶段回归	第二阶段回归			
	<i>Lev_mean</i>	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Fin</i>	<i>fin</i>
<i>IV</i>	0.827*** (9.98)				
<i>Treated</i>		-0.070 (-1.16)	0.003 (0.27)	1.054*** (3.45)	0.009*** (4.24)
<i>Time</i>		1.068*** (15.58)	0.157*** (10.73)	4.715*** (13.70)	0.037*** (15.01)
<i>Treated × Time</i>		-0.199*** (-2.79)	-0.047*** (-3.11)	-2.163*** (-6.03)	-0.015*** (-6.00)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

(四) 替换变量衡量方式

为排除“结构性”去杠杆政策衡量方式可能引起的实证结果偏差,本文进行了以下操作:(1)对 $Treated$ 变量重新测度,分别采用年度和行业的资产负债率均值和中位数来衡量过度负债;(2)考虑

到“结构性”去杠杆政策的实施对企业“影子”银行业务的抑制可能存在滞后性,本文将 *Time* 变量滞后一期回归。表 10 结果显示,交互项系数均在 1% 水平上显著为负,与前文结论一致。

表 10 替换变量衡量方式

Panel A 变换处理变量衡量过度负债的方式								
变量	年度和行业资产负债率均值				年度和行业资产负债率中位数			
	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Fin</i>	<i>fin</i>	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Fin</i>	<i>fin</i>
<i>Treated</i>	0.447*** (12.31)	0.027*** (3.48)	0.792*** (4.22)	0.004*** (3.46)	0.423*** (11.71)	0.021*** (2.73)	0.703*** (3.77)	0.004*** (3.35)
<i>Time</i>	1.243*** (24.80)	0.181*** (16.70)	3.975*** (15.35)	0.032*** (17.32)	1.248*** (24.64)	0.184*** (16.75)	3.925*** (15.00)	0.032*** (17.10)
<i>Treated × Time</i>	-0.524*** (-11.67)	-0.103*** (-10.67)	-1.032*** (-4.45)	-0.011*** (-7.01)	-0.504*** (-11.26)	-0.103*** (-10.63)	-0.871*** (-3.77)	-0.010*** (-6.54)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Panel B 将政策时间滞后一期				
变量	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Fin</i>	<i>fin</i>
<i>Treated</i>	0.187*** (5.25)	0.082*** (4.91)	0.809*** (4.35)	0.004*** (3.32)
<i>Time</i>	0.555*** (11.01)	0.137*** (13.78)	3.893*** (14.82)	0.029*** (15.48)
<i>Treated × Time</i>	-0.223*** (-4.74)	-0.065*** (-2.37)	-1.331*** (-5.42)	-0.012*** (-6.99)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

(五) 子样本检验

去杠杆政策正式被提出的时间是 2015 年 12 月,前文将 2016 年及以后年份作为政策实施年份。在此,本文删除了 2015 年和 2016 年的样本,在政策实施前后各保留 3 年数据,以排除滞后效应和预期效应带来的干扰,表 11 的回归结果与前文相符。

(六) 控制公司固定效应

为有效控制前文模型存在的潜在内生性问题,消除公司之间的系统性差异性,进一步控制公司固定效应重新回归,表 12 的实证结果与主回归保持一致。

七、结论与政策启示

本文以我国 2012—2019 年非金融类 A 股上市公司为研究对象,采用双重差分法实证检验了“结构性”去杠杆政策对企业金融类资产,特别是较为隐秘的“影子”银行业务的影响。结果发现:“结构性”去杠杆的实施会显著降低企业的各类金融资产配置;中介效应检验发现,“结构性”去杠杆政策通过国家审计的监管对企业“影子”银行业务起到了很好的抑制效果;调节机制检验发现,市场化债转股强化了“结构性”去杠杆对企业“影子”银行业务的抑制,但宏观经济政

表 11 子样本检验

变量	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Fin</i>	<i>fin</i>
<i>Treated</i>	0.502*** (5.31)	0.113*** (5.73)	0.199 (0.40)	0.003 (0.87)
<i>Time</i>	1.003*** (21.82)	0.139*** (14.44)	3.597*** (14.91)	0.027*** (15.79)
<i>Treated × Time</i>	-0.365*** (-2.67)	-0.103*** (-3.60)	-1.468** (-2.04)	-0.015*** (-3.00)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

表 12 控制公司固定效应

变量	<i>SB</i>	<i>sb</i>	<i>Fin</i>	<i>fin</i>
<i>Treated</i>	0.205** (2.52)	0.045*** (2.66)	1.948*** (4.58)	0.005* (1.83)
<i>Time</i>	0.836*** (18.97)	0.094*** (10.15)	4.512*** (19.58)	0.027*** (17.62)
<i>Treated × Time</i>	-0.275*** (-2.72)	-0.047** (-2.22)	-2.111*** (-3.99)	-0.010*** (-2.76)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

策的不确定性干扰了其积极效果。

本研究的政策启示是:相对表内金融资产来说,隐性金融资产具有较强的隐蔽性和更大的风险性,政府应该加强对“影子”银行业务的重视,填补监管的盲区,防范系统性金融风险的发生。国家审计监管具有独立性、专业性和法定性特征,在“结构性”去杠杆政策实施过程中起到了加强效果,因此在推进政策过程中要采取有效措施加强监管,保障政策的良好效果。市场化债转股能在降负债的同时增资本,缓解企业债务压力,政府应积极探索高效去杠杆的路径,用多元化形式促进经济的高质量发展;宏观经济政策的不确定性对企业投融资行为有一定的干扰,政府应注重政策的持续性和一致性。

参考文献:

- [1] 谢富胜,匡晓璐. 制造业企业扩大金融活动能够提升利润率吗?——以中国 A 股上市制造业企业为例[J]. 管理世界,2020(12):13-28.
- [2] 马彪,林琳,吴俊锋. 供给侧结构性改革中产能、金融支持与经济波动关系研究[J]. 产业经济研究,2017(5):12-24.
- [3] 刘畅,张景华,王希瑞. 行政审批制度改革与企业金融化——基于行政审批中心建立的准自然实验分析[J]. 产业经济研究,2021(1):100-112+142.
- [4] 戴贇,彭俞超,马思超. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理,2018(11):31-43.
- [5] TSAI K S. When shadow banking can be productive: financing small and medium enterprises in China[J]. Journal of development studies,2017, 53(12):2005-2028.
- [6] 李建军,韩珣. 非金融企业影子银行化与经营风险[J]. 经济研究,2019(8):21-35.
- [7] STULZ R M. Rethinking risk management[J]. Journal of applied corporate finance, 1996,9(3):8-25.
- [8] AIVAZIAN V A, YING G, QIU J. Can corporatization improve the performance of state-owned enterprises even without privatization? [J]. Journal of corporate finance, 2005, 11(5):791-808.
- [9] KLIMAN A, WILLIAMS S. Why financialization hasn't depressed U. S. productive investment[J]. Cambridge journal of economics,2015,39(1):67-92.
- [10] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2017(1):181-194.
- [11] TORI D, ONARAN Ö. The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK[J]. Cambridge journal of economics,2018,42(5):1393-1416.
- [12] BONFIGLIOLI A. Financial integration, productivity and capital accumulation[J]. Journal of international economics, 2008,76(2):337-355.
- [13] STOCKHAMMER E, GRAFL L. Financial uncertainty and business investment[J]. Review of political economy,2010,22(4):551-568.
- [14] 彭俞超,倪晓然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究,2018(10):50-66.
- [15] SEO H J, KIM H S, KIM Y C. Financialization and the slowdown in Korean firms' R&D investment[J]. Asian economic papers,2012,11(3):35-49.
- [16] 宋军,陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. 金融研究,2015(6):111-127.
- [17] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113-131.
- [18] BARANE A I, HAKE E R. The institutionalist theory of capital in the modern business enterprise: appropriation and financialization[J]. Journal of economic issues,2018,52(2):430-437.
- [19] JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience[J]. Journal of financial

- economics, 2010, 98(1):1-20.
- [20]王永钦,刘紫寒,李嫦,等. 识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据[J]. 管理世界, 2015(12):24-40.
- [21]FUNKE M, MIHAYLOVSKI P, ZHU H. Monetary policy transmission in China: a DSGE model with parallel shadow banking and interest rate control[R]. BOFIT discussion papers, 2015.
- [22]赵胜民,何玉洁. 影子银行对货币政策传导与房价的影响分析——兼论宏观审慎政策与货币政策协调[J]. 经济科学, 2018(1):83-95.
- [23]韩珣,李建军. 金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚”[J]. 金融研究, 2020(8):93-111.
- [24]方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. 经济研究, 2007(12):82-92.
- [25]张斌,何晓贝,邓欢. 不一样的杠杆——从国际比较看杠杆上升的现象、原因与影响[J]. 金融研究, 2018(2):15-29.
- [26]SHIN H S, ZHAO L Y. Firms as surrogate intermediaries: evidence from emerging economies[R]. Princeton working paper, 2013.
- [27]BRINGSÆLIUS L. Efficiency, economy and effectiveness-but what about ethics? Supreme audit institutions at a critical juncture[J]. Public money and management, 2018, 38(2):105-110.
- [28]NGUYEN M C, TRAN M D. Determinants affecting audit quality[J]. International journal of government auditing, 2019, 46(3):15-16.
- [29]李曜,谷文臣. 债转股的财富效应和企业绩效变化[J]. 财经研究, 2020(7):107-121.
- [30]饶品贵,岳衡,姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济, 2017(2):27-51.
- [31]HUANG Y, MA Y, YANG Z, et al. A fire sale without fire: an explanation of labor-intensive FDI in China[J]. Journal of comparative economics, 2016, 44(4):884-901.
- [32]刘贯春,段玉柱,刘媛媛. 经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资[J]. 经济研究, 2019(8):53-70.
- [33]BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. The quarterly journal of economics, 2016, 131(4):1593-1636.
- [34]高敬忠,赵思懿,王英允. 经济政策不确定性、产业政策与并购溢价[J]. 产业经济研究, 2021(2):42-55.

(责任编辑:刘淑浩;英文校对:葛秋颖)

Can “Structural” Deleveraging Inhibit Corporate “Shadow” Banking?

DOU Wei^{1,2}, ZHANG Shumin¹, ZHENG Xinyi¹

(1. School of Economics and Management, Huazhong Agricultural University, Wuhan 430070, China;

2. Institute of Modern Agricultural Economics, Huazhong Agricultural University, Wuhan, 430070, China)

Abstract: Based on the panel data of China's non-financial A-share listed companies from 2012 to 2019, this paper constructs a double differential model to study the effect of “structural” deleveraging policies on corporate financial assets, especially the more secretive “shadows” banking. The article has found that the implementation of the “structural” deleveraging policy can significantly reduce the allocation of various financial assets of enterprises, including both “shadow” banking implicit financial assets and explicit financial assets. A further test of the intermediary effect has found that the national audit supervision can strengthen the policy implementation effect, and better restrain the “shadow” banking business of enterprises. The deleveraging policy has also shown a more significant policy impact, but the uncertainty of macroeconomic policies can weaken the inhibitory effect. When the government promotes the dual policy goals of “stabilizing growth” and “deleveraging”, it should not only pay attention to the supervision of policy implementation and implementation effects, but also actively explore various innovative measures including market-based debt-to-equity swaps, while maintaining coherence and stability of policy introduction and implementation.

Key words: “structural” deleveraging; “shadow” banking; national audit supervision; market-oriented DES; economic policy uncertainty