

加强失信人监管与缓解民营企业过度负债

吴秋生¹, 鲍瑞雪²

(1. 山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006; 2. 西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130)

【摘要】2015年已有研究文献得出了民营企业更过度负债的结论,出人意料,也引起了人们对民营企业过度负债问题的重视。选取中国A股上市公司2009—2016年所披露的财务数据为研究样本,研究党的十八大以后政府持续加强失信人监管对缓解民营企业过度负债的有效性,并进一步分析企业代理成本和外部市场化水平对加强失信人监管力度与缓解民营企业过度负债关系的调节作用。研究发现,党的十八大以来加强失信人监管后有效缓解了民营企业过度负债水平,且监管力度与民营企业过度负债缓解显著正相关,民营企业过度负债程度转变为低于国有企业;民营企业的代理成本越高,上述关系的有效性越弱;市场化水平越高,上述政策执行越到位。

【关键词】失信人监管;监管力度;民营企业;过度负债;国有企业;代理成本;市场化水平

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-4833(2019)03-0069-11

一、引言

已有研究文献以2004—2012年中国A股上市公司的财务经验数据为样本,比较国有企业与非国有企业谁更过度负债的问题,研究发现,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,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^[1],这与以往学者的研究结论不同:政府对国有企业的隐性担保和软预算约束使国有企业负债率居高不下,国有企业比非国有企业债务融资更便利、长期负债率更高,更可能容易过度债务融资^[2-3]。民营企业在非国有企业中占绝大多数比例,因此非国有企业的过度负债主要是由民营企业决定的。由于上述学者均未进一步研究分析民营企业或非国有企业过度负债程度更高的原因,因此,难以充分挖掘上述研究结论的政策意义,也未能关注党的十八大以后加强失信人监管等外部监管环境的变化所带来的影响。因此,上述结论难以对新形势下企业过度负债的状况、成因和监管提供更有效的解释或指导。

党的十八大以来党和政府加强了对企业过度负债问题的监管和企业信用建设,特别是加强失信人监管,将企业法人组织纳入失信被执行人的监管范围,努力缓解企业过度负债问题,以实现有效去杠杆、控风险的目标,这为本文观察研究外部监管环境对企业过度负债的影响提供了有利时机。基于此,本文以企业法人组织为失信人研究对象,并从加强失信人监管的角度实证研究党的十八大以来政府加强失信人监管对民营企业过度负债的缓解程度,同时还将与学者陆正飞等选取十八大之前的经验数据进行研究的结论进行比较^[1],以充分反映十八大以后加强失信人监管政策对民营企业过度负债缓解的程度。在此基础上,根据债务融资有助于降低代理成本,企业经营环境(地区市场环境等)对政策实施效果具有调节作用,本文还将研究企业代理成本和外部市场化水平对加强失信人监管力度与缓解民营企业过度负债关系的调节作用。

本文的研究贡献体现为:①与已有文献仅仅比较国有企业与非国有企业谁更过度负债或谁负债率更高以及国有企业存在的政府隐性担保与预算软约束等原因不同,本文深入研究政府加强失信人监管对民营企业过度负债水平缓解的影响及其与国有企业对比发生的变化以及主要内外部环境因素对该政策效果的调节作用,验证了政府加强失信人监管政策的有效性及其作用机理,为有效遏制民营企业过度负债,助力国家去杠杆、控风险提供了经验证据;②深入研究了民营企业的代理成本及其注册地的市场化水平对上述政策实施效果的影响,深化了该政策作用条件的认识,为客观评价和有效提高该政策的实施效果提供了经验证据。

【收稿日期】2018-07-19

【基金项目】山西省“1331工程”重点创新团队建设计划(晋教科[2017]12号)

【作者简介】吴秋生(1962—),男,江苏东台人,山西财经大学会计学院教授,博士生导师,博士,从事国家审计、内部控制研究;鲍瑞雪(1994—),男,山西应县人,西南财经大学会计学院博士研究生,从事公司财务与治理、审计理论研究,E-mail:2537218738@qq.com。

二、文献综述

已有研究表明, 导致过度负债的企业内部因素主要有: ①企业产权性质。多数研究认为, 中国非上市公司的国有产权性质与企业负债率和长期负债占比都显著正相关^[4], 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^[5]。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^[6-7]; 与上述结论相反, 也有研究认为, 相较于非国有企业而言, 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^[1]。②企业信用水平。企业采用商业信用在一定程度上是受信贷配给的影响导致延期付款; 另外, 开业时间长、规模较大的企业较少拖欠货款(商业信用融资)^[8]。虽然债务融资会帮助中小企业快速成长, 但也会给其带来信用风险, 如果企业忽视信用风险隐性成本的影响, 过多的信用风险将使企业出现“成长幻象”。上市民营企业的信用风险与负债比率呈U型变动, 信用风险高与负债期限非单调相关^[9]。可见, 企业信用水平影响负债程度。③企业内部其他因素。企业内部工会的力量越强大时, 企业将越倾向于降低公司流动性、提高负债水平。金字塔股权结构的上市公司中最终控制人的控制权与现金流权的分离会导致代理成本增加, 不利于资本结构选择, 金字塔股权结构下的上市民营企业中部分上市民营企业的债务融资为零, 并且企业的这种零负债现象有明显上升的趋势, 越来越多的企业选择不利用债务融资; 相比于其他企业, 零负债企业规模更小, 盈利能力更强^[10]。企业融资结构与管理层风险偏好有关^[11]。企业中固定资产占比、规模大小、账面市值比、ROA、盈利能力、成长能力和抵押能力决定了企业的目标负债率^[12-13]。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^[14], 但以中国A股上市公司为样本研究发现委托代理问题不影响公司的负债水平^[15]。在控制其他因素的前提下, 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^[16]。

宏观经济环境和监督环境等企业外部因素也会导致过度负债的可能性。①宏观经济环境。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^[13]。行业因素决定了企业的目标负债率^[13]。宏观经济因素显著地影响企业资本结构决策^[17], 经济冲击会导致企业偏离目标负债率^[14]。税率提高后非国有企业比国有企业增加了更多负债^[18]。市场环境落后的地区, 非市场因素帮助企业获取负债融资^[19]。预期产品市场竞争环境越不稳定、市场竞争程度越强, 民营企业越倾向于选择较低的资产负债率, 为后期激烈的竞争保持竞争优势和财务弹性; 当民营企业实施差异化竞争战略时会倾向于选择较低的负债率; 当目标战略为成本领先战略时, 则倾向于高债务融资比例。区域民间融资发展水平越高, 区域内的民营企业越容易从民间融资, 民营企业的负债越多, 并且该影响关系不受货币政策的调节作用; 区域民间融资发展水平越高, 民营企业的负债融资越多, 但此时民营企业银行贷款额度反而减少, 民间融资与银行贷款二者存在替代效应^[20]。②监督环境。债权人法律保护的增强将促使企业严格按贷款契约偿还借款, 这会导致企业的贷款违约成本以及破产成本增加, 从而提高了超额负债企业缩减债务的倾向^[21]。法律环境对资本结构总体调整速度低于目标时的向上调整速度和高于目标时的向下调整速度都具有显著的正向影响^[22]。媒体报道显著提高了企业的资本结构动态调整速度; 媒体对负面事件报道的增加, 会提高外部资金供给者对企业风险的估计^[23], 提高企业获得外部融资的成本。

综上所述, 国内外学者已从企业内部因素对负债程度的影响进行了全面、深入的研究, 但鲜有文献从加强失信人监管的视角, 比较该政策对中国民营企业与国有企业的不同效果, 更为深入观察内部委托代理成本和外部市场环境对该政策在缓解民营企业过度负债中的调节作用。而弄清楚上述问题, 对于中国目前打赢去杠杆、控风险战役具有重要的意义, 可以为政府加强失信人监管, 通过重点监管代理成本较高的民营企业, 提高市场化水平, 缓解民营企业过度负债提供有益启示。

三、制度背景、理论分析与研究假设

(一) 加强失信人监管及其力度与过度负债缓解

制度环境影响企业的资本结构^[18], 法律环境对资本结构总体调整速度、实际资本结构趋近于目标资本结构的调整速度都呈显著的正相关^[22]。法律制度环境主要通过是否加强失信人监管以及提高失信人监管力度两条

路径实现的。

第一,是否加强失信人监管。民营企业与国有企业相比缺乏政府的强制约束,以市场为基础自由发展,资金来源相对更加自由,债务融资是民营企业主要融资渠道。党的十八大之前,企业债务失信行为监管制度不够完善,民营企业失信的成本较低,其所有者和经营者往往肆意扩大融资规模,不重视提高资金的使用效益,甚至滥用资金来追求私人利益,最后导致民营企业过度负债比国有企业更严重。党的十八大以后,党和政府不断加强对失信人监管制度建设和有效实施,例如,在媒体等公众场所公布企业失信人黑名单。媒体公示报道显著提高了企业的资本结构动态调整速度,媒体对负面事件报道的增加,会提高外部资金供给者对于企业风险的估计^[23],提高企业获得外部融资的难度和成本。民营企业由于过去负债水平较高,失信概率更大,因而更容易成为党和政府加强失信人监管的对象,其监管的效果会更好,特别是在该监管政策实施的初期效果尤佳。

第二,加强失信人监管力度。党的十八大以后,关于失信人监管方面所出台的政策法规不断严格。政府对失信人监管力度的加强具体表现为:①预警提醒,针对欠债不还已立案的失信人进行公示警告。②联合惩戒,政府多个部门机构单位联合、多种惩戒措施对失信人进行惩罚。③加强对债务失信行为的行政性约束和惩戒。④限制招投标活动。2016年9月最高人民法院、国家发改委等九部门联合发布《关于在招标投标活动中对失信被执行人实施联合惩戒的通知》规定限制债务失信企业投标活动、招标代理活动、评标活动和招标从业活动。⑤从事行业和项目的限制。2016年9月中央办公厅和国务院办公厅发布了《关于加快推进失信被执行人信用监督、警示和惩戒机制建设的意见》限制对失信被执行人设立金融类公司和其他社会组织、发行债券和股票、投资以及参与政府投资项目或主要使用财政性资金项目等方面的内容。2017年3月份国家发改委、最高人民法院以及四大金融监管部门联合发布《关于加强涉金融严重失信人名单监督管理工作的通知》,专门针对金融机构的惩戒措施包括市场禁入、限制参加政府采购、限制补贴性资金支持等。⑥部省联合惩戒。各地方政府根据实际情况制定失信人监管政策,并对债务失信企业加强属地监管,进一步对民营企业的债务失信行为加强监管。失信人制裁与处罚力度越来越大,政府政策监管介入力度与企业治理效率显著正相关^[24]。政府逐步加强失信人监管力度有利于民营企业降低实际资产负债率与目标资产负债率的偏离度,缓解过度负债,同时也有利于提高社会信用水平,营造良好的资本市场环境,促进社会经济繁荣。由此,本文提出如下假设。

假设1a:加强失信人监管后,民营企业过度负债水平显著降低。

假设1b:失信人监管力度与民营企业过度负债水平显著负相关。

(二)加强失信人监管后民营企业与国有企业过度负债水平比较

党的十八大以来政府加强企业信用建设,债务失信企业被纳入失信被执行人监管范畴,建立企业“一处失信,处处受限”的惩罚机制。加强失信人监管并不断提高监管力度后,一方面,民营企业由于缺乏国有企业的政府隐性担保和预算软约束等优势,为了尽可能避免债务失信等欠债不还的丑闻被政府监管平台所公示,避免陷入融资成本加大和外部融资难的困境,防止被破产清算,其管理层会更努力地控制实际负债水平与最优负债率的偏离度,同时提高资金使用效率,严格失信人监管会显著降低民营企业的负债水平,特别是过度负债水平。另一方面,国有企业所具有的政府隐性担保和预算软约束,虽然可以降低国有企业财务危机特别是破产清算的概率与成本,增强国有企业管理层负债融资的冲动,但也会因此受到政府更多、更有力的约束与监管,肆意负债融资往往会受到政府更多的制约,而且国有企业往往占据优势产业、规模更大、政府更加关爱,其股权融资面临的阻力往往更小,这使其可以不过度依赖债务融资^[3,5],严格失信人监管与否对国有企业的负债水平可能不会产生较大的冲击。因此,加强失信人监管政策对于民营企业而言,政策实施的有效性会更好。由此,本文提出如下假设。

假设2:加强失信人监管后,民营企业过度负债程度转变为低于国有企业。

(三)代理成本对加强失信人监管力度以缓解民营企业过度负债效果的影响

现代公司制度下,所有权与经营权的分离形成委托代理关系。由于管理者实际掌握公司的日常经营活动,比股权所有者掌握更多和更有效的信息,所以出现企业所有者和经营者信息不对称。委托代理关系在民营企业中更为明显,所有者与管理者之间的目标不一致、信息不对称会出现管理者以所有者利益为代价谋取私人利益的行为^[25],所有者追求企业利润最大化,管理者追求自身利益最大化,从而产生代理成本。民营企业过度负债形成原因有两方面:①企业所有者角度。民营企业与国有企业相比,所有者利益最大化是公司股东的首要目

标^[26],所有者通过降低代理成本有利于减少管理层在职消费和其他非公司价值最大化的动机^[25]。盈利能力较强且拥有充裕现金流的企业,负债是减少股权代理成本的工具^[27],债务对代理成本具有“挡板”效用,从而形成高的负债水平,甚至过度负债的可能性较大。②企业经营者角度。管理层权力越大其获取的在职消费水平越高,随着权力的增长,管理层有动机通过在职消费攫取私人利益^[28],从而企业代理成本较高,代理成本与长期负债水平呈正相关^[29]。由于长期负债对于企业还款压力较小,企业管理层随意支配现金流的自由度较高,因此,管理层更倾向于利用长期负债获取私人利益或者通过长期负债的融资方式盲目扩大企业规模,进行非效率投资,这又导致代理成本随之有所增加。同时高成长性的企业更倾向于长期债务^[30],从而企业同时形成较高的代理成本和较高的长期负债水平。由此可知,企业代理成本越高,企业负债水平越严重,过度负债的可能性越高。

代理成本也不利于加强债务失信监管政策的贯彻执行。一方面是因为,代理成本越高的民营企业,所有者与经营者之间信息越不对称,企业治理结构涣散,内部治理效率越低^[31],所有权与经营权职责不分明,承担偿债义务的责任人不明确,商业信用往往较低,有限责任制企业破产清算后所有者的个人资产不受影响可能导致借款人的逃废债冲动,特别是民营企业这种风险可能更高,其缓解过度负债能力较差;由于负债有利于降低代理成本,代理成本越高的民营企业越倾向于通过债务负债来抑制代理成本;代理成本理论认为企业较高的资产负债率能够降低现金流量的代理成本^[27]。因此,代理成本较高的民营企业,其化解过度负债的意愿越低。另一方面是因为,过度负债不仅取决于企业的负债水平,而且取决于企业的盈利水平。代理成本与经营效率负相关,经营效率有利于提高盈利能力^[32]。代理成本较高的民营企业,资金使用效益越低,盈利水平越低,获取自由现金流的能力越弱,同时现金流量与企业负债水平负相关^[17],从而过度负债状况就越不容易缓解。因此,代理成本越高的民营企业,贯彻加强失信人监管政策的难度越大。由此本文提出如下假设。

假设3:加强失信人监管力度对代理成本越高的民营企业缓解其过度负债的效果越弱。

(四)市场化水平对加强失信人监管力度以缓解民营企业过度负债政策执行的影响

政策实施效果与地区市场化水平高度相关^[33]。市场化水平对最优资本结构的拟合会产生作用^[34]。银行等金融机构在信贷方面的自由度和灵活度随市场化程度的推进而提高。市场化水平越高越有利于降低金融机构与企业借贷双方之间的信息不对称性,金融机构在进行放贷评估贷款风险时,就越能获得可靠和充分的企业财务和商业信用等方面信息,信贷决策就更加合理有效。同时,金融市场环境越完善,银行更能通过较短的债务期限约束上市公司^[35],民营企业也能合理、有效调整实际负债水平与目标负债水平的偏离度。市场化指数与企业综合治理指数显著正相关^[36],市场化水平的提高,意味着政府干预企业经营管理的力度减小,企业自主性扩大,公司治理会更加有效,使企业经营业绩与管理层的薪酬绩效联系紧密成为公司治理的重要工具,这会提高最优负债水平在衡量企业价值与风险中的重要性,使管理层具有更强烈的动机调整资本结构,降低企业实际负债水平与最优负债水平的偏离程度。市场化水平与法制环境几乎同步共生、相互关联。市场化水平越高,法律机制相对越完善。市场化水平较高地区的政府执法效率较高,加强债务失信监管和化解金融风险的力度较大,同时政府会更好地进行法制宣传工作,企业学习政策法规信息较快,法律制度具有监督管理者的作用,管理层提高负债决策的谨慎性,根据外部监管政策环境及时降低负债水平;市场化水平较高地区民营企业内部与外部之间的信息不对称性程度较低,财务信息披露质量较高,资本结构的调整速度较快,过度负债水平的程度和可能性较低,并且企业的综合治理机制较为完善^[36],因此,企业根据失信人监管政策进行财务绩效收敛调整的速度较快,政策贯彻实施会更彻底。基于以上理论分析,本文提出如下研究假设。

假设4:市场化水平越高,民营企业就越能贯彻加强失信人监管以缓解过度负债的政策。

四、研究设计

(一)研究样本及数据来源

本文鉴于2008年金融危机对中国企业债务体系的影响,选取中国2864家A股上市公司2009—2016年所披露的共计12678个财务数据为研究样本,同时剔除了金融行业上市公司、ST与*ST公司和相关研究变量缺失不全且难以手工整理得到的财务数据3617个研究样本,最终获得684家国有企业共计1973个有效样本,2180家民营企业共计7088个有效样本。企业注册地失信人公示情况通过手工整理中国各省、地级市工商行政管理局官网和国家企业信用信息公示系统官网对失信被执行人为企业组织的公示信息所得;其余所有样本数据来自

WIND数据库、国泰安数据库(CSMAR)和锐思数据库(RESET)。本文运用EXCELE 2016软件整理样本数据, STATA 14.0软件进行统计分析,并对存在异常值的变量在1%和99%水平上采取了缩尾处理。

(二) 变量设计

1. 被解释变量

由于中国企业过度负债状况是在经济环境和政策环境中长期经营发展形成的,因此本文选用长期过度负债衡量企业过度负债水平。借鉴近期已有研究文献选取企业实际负债率与滞后项回归估计预测的目标负债率之差作为过度资产负债率(EXLEVB)^[1,13,37],衡量企业的过度负债水平。将样本分年份和行业进行Tobit回归,预测企业的目标资产负债率^[37]。具体测算方法如下:

$$Levb_t = \alpha_0 + \alpha_1 Soe_{t-1} + \alpha_2 Roat_{t-1} + \alpha_3 Growth_{t-1} + \alpha_4 Fata_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ind_levb_{t-1} + \alpha_7 Shrcr1_{t-1} \quad (1)$$

由于中国股票市场的市场负债率影响因素较多,所以本文选用账面资产负债率度量企业的实际资产负债率^[5]。运用企业实际资产负债率与回归模型(1)预测的目标负债率作差即可得出企业过度负债水平(EXLEVB)。产权性质(SOE)、盈利能力(ROA)、总资产增长率(GROWTH)、固定资产占比(FATA)、企业规模(SIZE)、行业资产负债率的中位数(IND_LEVB)和第一大股东持股比例(SHRCR1)是影响中国企业资产负债率稳定而可靠的因素^[13]。因此,本文测算目标负债率时控制了以上研究变量。

2. 解释变量

失信人,通俗意义上指欠债不还的人,法律意义上的“失信人”,一般是指有能力偿还债务,但拒绝偿还的债务人,或者是具有履行能力而不履行生效法律文书确定的义务的债务人。国家企业信用信息公示系统的官网中严重违法失信名单公告只按省份行政区域针对小微企业的名称和公司注册地址进行公示,尚未针对失信内容和惩罚措施以及查处层级等信息进行公告,更没有上市公司失信行为的公告信息;中国各省、地级市工商行政管理局官网公示信息与国家企业信用信息公示系统官网公告基本相一致。鉴于以上局限性,本文采用虚拟变量从加强失信人监管时间、是否监管和监管力度三方面衡量失信人监管。加强失信人监管时间是以党的十八大年份时间节点为分界进行衡量。企业注册地是企业主要办事机构所在地,企业主要办事机构进行重大投资决策时较为关注所处地区的失信人监管情况,因此本文选取企业注册地省份对企业债务失信的公示情况作为替代变量衡量是否加强失信人监管(PUBLIC);借鉴国家审计介入程度的度量方法来设计指标衡量加强失信人监管力度(SUPERVISION)^[24];选取哑变量衡量产权性质(SOE);运用代理问题所产生的成本支出衡量代理成本,管理费用率作为代理变量来衡量代理成本(COST)^[38];选取中国分省份市场化指数度量公司注册地市场化水平(MARKET)^[39]。

3. 控制变量

借鉴已有资本结构和过度负债方面的研究文献^[1,13],本文对影响企业过度负债水平的其他因素进行了控制,具体控制以下变量:公司规模(SIZE)、盈利能力(ROA)、公司成长性(GROWTH)、固定资产占比(FATA)、账面

表1 变量设计及定义表

| 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
|-----------|-------------|---|
| 账面资产负债率 | LEVB | 账面资产负债率=期末总负债/期末总资产 |
| 过度资产负债率 | EXLEVB | 根据模型(1)计算的过度资产负债率 |
| 加强失信人监管时间 | TIME | 十八大之前年及十八大召开当年取0,十八大之后年份取1 |
| 是否加强失信人监管 | PUBLIC | 若企业注册地省份的政府工商管理部门对债务失信企业进行了公示则该企业取1,否则该公司取0 |
| 失信人监管力度 | SUPERVISION | 民营上市公司接受债务失信监管的年度及以后年度内每次发布的监管政策赋值为1,监管之前年度与监管之后年度内无政策发布赋值为0;将样本公司各年度赋值加总求和 |
| 产权性质 | SOE | 民营企业取1,国有企业则取0 |
| 代理成本 | COST | 期末管理费用与期末总资产之比 |
| 市场化水平 | MARKET | 2009—2014年选取王小鲁、樊纲市场化指数 ^[39] ;2015—2016年各省份市场化指数以最近三年市场化指数移动加权平均估计 |
| 公司规模 | SIZE | 期末总资产的自然对数 |
| 盈利能力 | ROA | 净利润与资产平均总额的比值 |
| 公司成长性 | GROWTH | 总资产自然增长率 |
| 固定资产占比 | FATA | 固定资产占总资产的比例 |
| 账面市值比 | MB | 市净率的倒数 |
| 管理层持股比例 | MANAGEMENT | 公司高管、董事、监事所持股票数与公司总股数之比 |
| 非债务税盾 | NDTS | 折旧与期末总资产之比 |
| 实际税率 | ETR | 所得税与利润总额之比 |
| 资产流动性 | LIQUIDITY | 资产流动比率 |
| 现金流波动性 | VCF | 现金流与总资产的三年波动率的比值 |
| 负债率行业中位数 | IND_LEVB | 账面资产负债率的行业中位数 |
| 第一大股东持股比例 | SHRCR1 | 第一大股东持股数与公司总股数之比 |
| 行业 | INDUSTRY | 虚拟变量 |
| 年份 | YEAR | 虚拟变量 |

市值比 (*MB*)、管理层持股比例 (*MANAGEMENT*)、非债务税盾 (*NDTS*)、实际税率 (*ETR*)、资产流动性 (*LIQUIDITY*)、现金流波动性 (*VCF*)、负债率行业中位数 (*IND_LEVB*)、第一大股东持股比例 (*SHRCR1*)、行业 (*INDUSTRY*) 和年份 (*YEAR*)。

(三) 实证模型设计

本文运用倾向得分匹配法 (PSM) 检验研究假设 1a。自党的十八大以来加强失信人监管, 政府工商行政部门对债务失信行为进行公示, 因此本文选取中国 A 股民营上市公司 2013—2016 年的财务数据为研究样本。将失信人公示地区的民营企业与失信人非公示地区的民营企业划分为实验组与对照组, 失信人公示地区的 298 个民营企业财务数据样本定义为实验组, 失信人非公示地区的 3385 个民营企业财务数据样本定义为对照组, 以变量 *SIZE*、*ROA*、*GROWTH*、*FATA*、*MB*、*MANAGEMENT* 和 *NDTS* 为协变量对 *PUBLIC* 进行 Logit 回归, 计算出倾向得分匹配后运用近邻匹配法进行一对一匹配, 使实验组与匹配后对照组的特征基本相近, 最后计算出过度资产负债率的平均处理效应以检验研究假设 1a 的合理性。

为了进一步验证党的十八大以来加强失信人监管的政策效果, 本文选取中国 A 股民营上市公司 2009—2016 年的财务数据为研究样本, 运用双重差分法 (DID) 对党的十八大以来失信人公示地区与非公示地区民营企业的过度负债状况进行对比研究。

$$Exlebv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Time + \beta_2 Time \times Public + \beta_3 Public + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Fata_{i,t} + \beta_8 Mb_{i,t} + \beta_9 Management_i + \beta_{10} Nds_{i,t} + \beta_{11} Etr_{i,t} + \beta_{12} Liquidity_{i,t} + \beta_{13} Vcf_{i,t} + \beta_{14} Ind_Levb_{i,t} + \beta_{15} Shrcr1_{i,t} + \beta_{16} Industry + \beta_{17} Year + \varepsilon \quad (2)$$

本文选取中国 A 股上市公司 2013—2016 年全样本数据来验证研究假设 2; 本文选取 2009—2016 年中国 A 股民营上市公司的财务数据为样本, 多元线性分析法检验研究假设 1b、研究假设 3 和研究假设 4。

$$Exlebv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 Fata_{i,t} + \beta_6 Mb_{i,t} + \beta_7 Management_i + \beta_8 Nds_{i,t} + \beta_9 Etr_{i,t} + \beta_{10} Liquidity_{i,t} + \beta_{11} Vcf_{i,t} + \beta_{12} Ind_Levb_{i,t} + \beta_{13} Shrcr1_{i,t} + \beta_{14} Industry + \beta_{15} Year + \varepsilon \quad (3)$$

模型 (2) 中 X_i 为解释变量, X_1 、 X_2 和 X_3 分别表示变量 *PUBLIC*、变量 *SUPERVISION* 和变量 *SOE*。

$$Exlebv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Supervision_t + \beta_2 Z_i \times Supervision_t + \beta_3 Z_i + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Fata_{i,t} + \beta_8 Mb_{i,t} + \beta_9 Management_i + \beta_{10} Nds_{i,t} + \beta_{11} Etr_{i,t} + \beta_{12} Liquidity_{i,t} + \beta_{13} Vcf_{i,t} + \beta_{14} Ind_Levb_{i,t} + \beta_{15} Shrcr1_{i,t} + \beta_{16} Industry + \beta_{17} Year + \varepsilon \quad (4)$$

模型 (3) 中 Z_i 为环境变量, Z_1 、 Z_2 分别表示变量 *COST* 和变量 *MARKET*。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

从表 2 和表 3 描述性统计结果可知, 2013—2016 年民营企业研究样本和全样本的过度资产负债率平均值分别是 -0.2454 和 -0.2274, 民营企业研究样本的过度资产负债平均水平与全样本的过度资产负债水平相接近, 而 2009—2016 年民营企业研究样本的过度资产负债率平均值是 0.2260, 表明党的十八大以来加强失信人监管, 民营企业过度资产负债率明显下降; 从是否加强失信人监管来看, 接受失信人监管的企业平均水平达 42% 以上, 表明加强失信人监管水平有待提升; 研究样本中民营企业占 65% 以上, 说明中国 A 股上市公司中民营企业占绝大多数比例; 失信人监管力度的最大值与最小值差距较大, 且平均值较小, 表明中国目前失信人监管力度较小, 加强失信人监管政策法规有待完善; 研究样本中民营企业的代理成本差距较大, 管理层持股比例差距较大是导致代理成本差距较大的原因之一; 中国各地区的市场化水平差距较大, 但指数平均水平在 8 以上。

(二) 实证分析与结果

从表 4 中倾向得分匹配的平衡检验结果可知, 通过倾向得分法 (PSM) 平衡检验, 所有变量匹配后标准化偏差值都小于 5, 且 t 检验的结果中 t 值都小于 1.96, p 值大于 0.1, 则不拒绝实验组与对照组无系统差异的原假设, 表明匹配后大多数变量不存在显著差异, 失信人公示地区的民营企业与失信人未公示地区的民营企业进行倾向得分匹配后样本特征基本相一致, 所选取的研究匹配变量和匹配方法都是合适的。

从表 5 平均处理效应检验结果可以得出, 通过 PSM 检验后实验组平均处理效应 (*ATT*) 的 T 值为 -2.15, *ATT* 在 5%

水平上显著负相关,表明党的十八大以来政府通过对小微企业债务失信的公示情况进行加强失信人监管对上市民营企业起到了警示作用,民营企业自觉提高了资金使用效率,并进行调整实际负债率与目标负债率的偏离度,降低企业负债水平,有效缓解了民营企业过度负债水平,这说明党的十八大以来加强失信人监管对缓解民营上市公司过度负债具有显著效果,从而研究假设1a得到验证。

从表6可以得出,运用双重差分(DID)对十八大前后失信人公示地区与非公示地区的民营企业过度负债状况进行对比研究检验发现,交乘项 $TIME \times PUBLIC$ 与被解释变量 $EXLEVB$ 不存在显著相关性,说明十八大之后失信人公示地区的民营企业其过度负债缓解不明显,未能验证倾向得分匹配法检验结果,表明加强失信人监管缓解过度负债的政策效果有待进一步优化;加入控制变量前后的变量 $PUBLIC$ 与被解释变量 $EXLEVB$ 分别在5%和1%水平上显著负相关,表明民营企业过度负债得到缓解源于十八大的影响,因此加强失信人监管政策措施有待进一步完善。

本文为了检验研究假设1b和研究假设2的合理性,考虑到研究样本存在异方差,所以运用聚类稳健标准误估计检验多元线性回归模型(2)和模型(3)。从表7第(1)列和第(2)列可以得出, $SUPERVISION$ 与 $EXLEVB$ 在1%水平上显著负相关,表明失信人监管力度逐步加强使存在过度负债的民营企业其经营活动范围越来越受限制,民营企业为了减少经营活动被限的困境,必然加快资本结构调整速度来降低过度负债程度,说明加强失信人监管力度能够较好地缓解民营企业过度负债水平,从而更好地实现去杠杆效果,因此,验证了研究假设1b。表7第(3)列中 SOE 与 $EXLEVB$ 在1%水平上显著负相关,第(4)列中 SOE 与 $EXLEVB$ 在5%水平上显著负相关,这表明,与国有企业相比,民营企业缺乏政府违约担保和债务融资优势,更加关注失信人监管政策,积极提高资金利用率并偿还负债,防止陷入失信人的困境,而国有企业有政府担保和预算软约束可能怠慢了政策的执行,所以民营企业的过度负债水平转变为低于国有企

表2 2013—2016年研究样本描述性统计表

| Variable | 2013—2016年民营企业样本 | | | | | 2013—2016年全样本 | | | | |
|--------------|------------------|---------|--------|---------|---------|---------------|---------|--------|---------|---------|
| | N | mean | s.d. | min | max | N | mean | s.d. | min | max |
| $EXLEVB$ | 3683 | -0.2454 | 0.1675 | -0.5776 | 0.1992 | 5656 | -0.2274 | 0.1744 | -0.5921 | 0.1978 |
| $PUBLIC$ | 3683 | 0.4249 | 0.4944 | 0.0000 | 1.0000 | 5656 | 0.4560 | 0.4981 | 0.0000 | 1.0000 |
| SOE | 3683 | 1 | 0 | 1 | 1 | 5656 | 0.6512 | 0.4766 | 0.0000 | 1.0000 |
| $SIZE$ | 3683 | 21.6626 | 0.9583 | 19.9024 | 24.7379 | 5656 | 22.0196 | 1.1608 | 19.9585 | 25.3597 |
| ROA | 3683 | 0.0532 | 0.0525 | -0.1071 | 0.2299 | 5656 | 0.0464 | 0.0506 | -0.1057 | 0.2231 |
| $GROWTH$ | 3683 | 0.3177 | 0.5614 | -0.2377 | 4.0717 | 5656 | 0.2664 | 0.5034 | -0.2291 | 3.6436 |
| $FATA$ | 3682 | 0.2397 | 0.1557 | 0.0032 | 0.6475 | 5656 | 0.2683 | 0.1860 | 0.0025 | 0.7784 |
| MB | 3683 | 0.5603 | 0.5194 | 0.0703 | 3.2372 | 5656 | 0.8113 | 0.8817 | 0.0770 | 5.0188 |
| $MANAGEMENT$ | 3683 | 0.2170 | 0.3301 | 0.0000 | 1.2069 | 5656 | 0.1428 | 0.2841 | 0.0000 | 1.1622 |
| $NDTS$ | 3683 | 0.0177 | 0.0125 | 0.0007 | 0.0574 | 5656 | 0.0194 | 0.0141 | 0.0005 | 0.0653 |
| ETR | 3683 | 0.1576 | 0.1412 | -0.4970 | 0.7208 | 5656 | 0.1714 | 0.1591 | -0.5251 | 0.8183 |
| $LIQUIDITY$ | 3683 | 3.1577 | 3.4201 | 0.4996 | 23.0266 | 5656 | 2.6600 | 2.8714 | 0.2977 | 19.1187 |
| VCF | 3683 | 1.9591 | 3.5668 | 0.0388 | 24.8499 | 5656 | 2.0194 | 3.3963 | 0.0469 | 24.8499 |
| IND_LEVB | 3683 | 0.4081 | 0.0203 | 0.3819 | 0.4812 | 5656 | 0.4097 | 0.0219 | 0.3819 | 0.4881 |
| $SHRCRI$ | 3683 | 0.3378 | 0.1399 | 0.0900 | 0.7237 | 5656 | 0.3604 | 0.1487 | 0.1034 | 0.7500 |

表3 2009—2016年民营企业研究样本描述性统计表

| Variable | N | mean | s.d. | min | max |
|---------------|------|---------|--------|---------|---------|
| $EXLEVB$ | 7088 | 0.2260 | 0.1831 | -0.2877 | 0.5787 |
| $SUPERVISION$ | 7088 | 1.3695 | 1.8962 | 0.0000 | 6.0000 |
| $COST$ | 7088 | 0.0493 | 0.0284 | 0.0072 | 0.1600 |
| $MARKET$ | 7088 | 8.0098 | 1.7267 | -0.3000 | 11.8000 |
| $SIZE$ | 7088 | 21.4871 | 0.9425 | 19.6916 | 24.3704 |
| ROA | 7088 | 0.0562 | 0.0536 | -0.1244 | 0.2319 |
| $GROWTH$ | 7088 | 0.4094 | 0.7359 | -0.2356 | 4.5378 |
| $FATA$ | 7088 | 0.2370 | 0.1575 | 0.0035 | 0.6772 |
| MB | 7088 | 0.6076 | 0.5106 | 0.0818 | 3.0600 |
| $MANAGEMENT$ | 7088 | 0.1949 | 0.3133 | 0.0000 | 1.4722 |
| $NDTS$ | 7088 | 0.0176 | 0.0129 | 0.0007 | 0.0616 |
| ETR | 7088 | 0.1601 | 0.1225 | -0.3005 | 0.6565 |
| $LIQUIDITY$ | 7088 | 3.7791 | 4.7468 | 0.4639 | 30.6398 |
| VCF | 7088 | 2.1180 | 5.9180 | -0.1551 | 24.8499 |
| IND_LEVB | 7088 | 0.4254 | 0.0582 | 0.3755 | 0.6371 |
| $SHRCRI$ | 7088 | 0.3438 | 0.1419 | 0.0898 | 0.7263 |

表4 倾向得分匹配(PSM)平衡假设检验结果表

| Variable | Mean | | %bias | t-test | | V(T)/V(C) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|--------|-----------|
| | Treated | Control | | t | p> t | |
| $SIZE$ | 21.6640 | 21.6590 | 0.5000 | 0.1500 | 0.8840 | 0.9700 |
| ROA | 0.0512 | 0.0492 | 3.8000 | 1.0800 | 0.2800 | 1.0400 |
| $GROWTH$ | 0.3111 | 0.3146 | -0.6000 | -0.1800 | 0.8600 | 1.1500* |
| $FATA$ | 0.2579 | 0.2563 | 1.1000 | 0.2900 | 0.7690 | 0.9900 |
| BM | 0.5715 | 0.5766 | -1.0000 | -0.2700 | 0.7840 | 0.9200 |
| $MANAGEMENT$ | 0.2087 | 0.1957 | 3.9000 | 1.1400 | 0.2560 | 1.1700* |
| $NDTS$ | 0.0188 | 0.0184 | 3.3000 | 0.9100 | 0.3600 | 1.0300 |

注:*,**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。

表5 倾向得分匹配(PSM)平均处理效应检验结果表

| Variable | Sample | Treated | Controls | Difference | S.E. | T-stat |
|----------|-----------|---------|----------|------------|--------|-----------|
| $EXLEVB$ | Unmatched | -0.2453 | -0.2457 | 0.0004 | 0.0056 | 0.0700 |
| | ATT | -0.2458 | -0.2294 | -0.0165 | 0.0077 | -2.1500** |

注:*,**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。

业,说明十八大以后加强失信人监管有效缓解了民营企业过度负债水平,从而验证了研究假设2。

本文基于2009—2016年民营企业研究样本,运用聚类稳健标准误估计进行回归检验代理成本 and 市场化水平对加强失信人监管力度贯彻效果的影响。表8中考虑代理成本调节作用的影响,第(5)列通过被解释变量和解释变量的回归检验发现,交乘项 $COST \times SUPERVISION$ 与 $EXLEVB$ 在10%水平上显著负相关;第(6)列中加入控制变量后,交乘项 $COST \times SUPERVISION$ 与 $EXLEVB$ 在5%水平上显著负相关,表明代理成本对加强失信人监管力度与缓解民营企业过度负债关系的调节作用效果还受公司内部财务状况和其他企业特征因素的影响,公司内部财务状况和其他企业特征因素减弱了加强失信人监管力度对缓解民营企业过度负债的效果。这表明代理成本越高的民营企业负债率越高,信用水平和盈利能力越差,加强失信人监管力度对于约束管理者的道德风险和

提高公司治理效率的有效性越小,从而提高民营企业资金盈利能力和偿还债务能力的作用越弱,研究假设3得以验证。表8第(7)列中考虑市场化水平调节作用的影响,进行检验发现,交乘项 $MARKET \times SUPERVISION$ 与 $EXLEVB$ 不存在相关性;表8第(8)列中加入控制变量后进行检验发现,交乘项 $MARKET \times SUPERVISION$ 与 $EXLEVB$ 在10%水平上显著正相关,表明地区市场化水平越高其法制越完善,民营企业过度负债的可能性越低,加强失信人监管力度对缓解民营企业过度负债的效果随着外部市场化水平的提高而增强,进一步表明市场化水平越高,加强失信人监管力度的政策效果才能有效贯彻执行,因此验证了研究假设4。但在企业其他影响因素的共同作用下,市场化水平对加强失信人监管力度与缓解民营企业过度负债关系的强化效应才能有效发挥。

(三) 稳健性检验

1. 内生性问题

政府可能根据企业的过度负债水平而加强失信人监管以及持续加强监管力度,或者根据上一期企业负债水平而实施相关的监管措施;因此过度资产负债水平对加强失信人监管及其力度具有反向影响,同时内部代理成本和外部市场化水平对加强失信人监管与缓解民营企业过度负债的关系也可能被影响。一般情况下,政策具有滞后性效应,加强失信人监管对民营企业滞后一期的过度负债水平可能仍然会产生政策效应,所以变量 $PUBLIC$

表6 双重差分(DID)检验结果表

| VARIABLES | (1) | (2) |
|--------------|-----------------------|--------------------------|
| | EXLEVB | EXLEVB |
| TIME | -0.355** (-2.5549) | -0.192*** (-5.7023) |
| TIME×PUBLIC | 0.0132 (0.4505) | 0.0104 (0.4556) |
| PUBLIC | -0.0168 (-0.6509) | -0.0213 (-0.9814) |
| SIZE | | -0.135 (-1.4578) |
| ROA | | 0.391 (0.5959) |
| GROWTH | | 0.00307*** (2.6979) |
| FATA | | 0.154*** (4.6175) |
| BM | | 0.181** (2.4456) |
| MANAGEMENT | | -0.0645* (-1.7199) |
| NDTS | | 0.546* (1.7846) |
| ETR | | 0.00134*** (3.2471) |
| LIQUIDITY | | -0.00929*** (-3.9330) |
| VCF | | -0.00349*** (-4.1645) |
| IND_LEVB | | 0.277 (0.8112) |
| SHRCRI | | -0.279** (-2.1359) |
| INDUSTRY | yes | yes |
| YEAR | yes | yes |
| Constant | 0.0589 (0.4143) | 2.743 (1.4694) |
| Observations | 7088 | 7088 |
| R-squared | 0.033 | 0.069 |

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著,括号内为t值。

表7 基础变量检验结果表

| VARIABLES | (1) | (2) | (3) | (4) |
|--------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| | EXLEVB | EXLEVB | EXLEVB | EXLEVB |
| SUPERVISION | -0.0582*** (-2.7246) | -0.0312*** (-5.2171) | | |
| SOE | | | -0.0460*** (-8.5002) | -0.0115*** (-2.4148) |
| SIZE | | -0.1350 (-1.4568) | | -0.0304*** (-9.7265) |
| ROA | | 0.3940 (0.5980) | | -0.7460*** (-15.4151) |
| GROWTH | | 0.0031*** (2.7061) | | 0.0023*** (4.9059) |
| FATA | | 0.1490*** (4.6762) | | 0.1510*** (7.8606) |
| BM | | 0.1810** (2.4411) | | 0.0580*** (16.4816) |
| MANAGEMENT | | -0.0644* (-1.7205) | | -0.0214*** (-3.1591) |
| NDTS | | 0.5730* (1.8851) | | -0.8580*** (-3.7707) |
| ETR | | 0.0013*** (3.2164) | | 0.0006** (1.9784) |
| LIQUIDITY | | -0.0093*** (-3.9364) | | -0.0123*** (-4.9569) |
| VCF | | -0.0035*** (-4.1335) | | -0.0027*** (-4.2729) |
| IND_LEVB | | 0.2800 (0.8142) | | 0.3570*** (2.9692) |
| SHRCRI | | -0.2780** (-2.1401) | | -0.1090*** (-8.1244) |
| INDUSTRY | yes | yes | yes | yes |
| YEAR | yes | yes | yes | yes |
| Constant | 0.0506 (0.3829) | 2.7290 (1.4704) | -0.213*** (-8.7085) | 0.3300*** (3.5939) |
| Observations | 7088 | 7088 | 5656 | 5656 |
| R-squared | 0.033 | 0.0690 | 0.144 | 0.4410 |

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著,括号内为t值。

滞后一期可能对被解释变量 *EXLEVB* 产生影响,而变量 *PUBLIC* 滞后两期对变量 *EXLEVB* 的影响明显减弱甚至没有影响,同时变量 *PUBLIC* 滞后两期满足于随机干扰项不相关的假定,因此运用变量 *PUBLIC* 滞后两期作工具变量进行 2SLS 回归来缓解内生性问题可能对研究结论产生影响。加强失信人监管机制的完善有助于提高法律制度环境,因此本文选取法律制度环境评分作工具变量并进行 2SLS 回归来缓解内生性问题可能对研究结论产生的影响^[39];又因为法制环境既影响当期企业资产负债率,也可能影响企业滞后一期的资产负债率,所以运用法律制度环境滞后两期的评分(*LAW*)作为加强失信人监管力度(*SUPERVISION*)的工具变量符合与当期过度资产负债率不相关,且与其他随机干扰项不相关的假定。

由 2SLS 回归检验结果可得,加强失信人监管有助于缓解民营企业过度负债的结论未得到验证;加强失信人监管力度与民营企业过度负债的缓解效果呈正相关关系得到进一步证实。进一步说明了党的十八大加强失信人监管后,相较国有企业,民营企业过度负债水平转变为较低水平;民营企业代理成本越高,加强失信人监管力度对缓解民营企业过度负债的效果越弱;外部市场化水平越高,加强失信人监管力度对缓解民营企业过度负债水平的效果贯彻得越到位。

2. 替换变量和检验方法

本文选取哑变量衡量过度负债(*EXLEVB_dummy*),若实际资产负债率与目标资产负债率的残差值大于 0,则记为 1,否则为 0^[1];基于被解释变量过度负债(*EXLEVB_dummy*)为哑变量,运用 Logit 回归稳健性检验。Logit 回归检验结果发现,研究假设 1a 未得到验证,这表明以公示失信人信息的方式监管债务失信人来缓解过度负债的效力不够明显,关于失信人信息披露监管机制需要进一步完善,也可能由于替换被解释变量导致检验结果的偏差;研究假设 1b、研究假设 2 的稳健性检验结果与上文的研究结论基本一致;企业内部代理成本和外部市场化水平对加强失信人监管及其力度与缓解民营企业过度负债关系的调节效应不明显,因此研究假设 3、研究假设 4 结论的稳健性得不到验证,这可能由于变量替换引起结果估计的偏差。另外,本文运用聚类稳健标准误估计替换倾向得分匹配法对研究假设 1a 的结论进行稳健性检验发现,检验结果与倾向得分匹配法的结论基本一致。

表 8 代理成本、市场化水平与监管力度贯彻执行效果检验结果表

| VARIABLES | (5) EXLEVB | (6) EXLEVB | (7) EXLEVB | (8) EXLEVB |
|------------------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| <i>SUPERVISION</i> | 0.0387 (0.9435) | 0.1330* (1.6655) | -0.0431*** (-7.6721) | -0.0338*** (-6.6202) |
| <i>COST</i> × <i>SUPERVISION</i> | -1.8220* (-1.8308) | -3.2640** (-2.1104) | | |
| <i>MARKET</i> × <i>SUPERVISION</i> | | | 0.0010 (1.6309) | 0.0008* (1.6521) |
| <i>COST</i> | 8.2940* (1.8792) | 15.9500** (2.1381) | | |
| <i>MARKET</i> | | | -0.0085*** (-5.0971) | -0.0033*** (-2.6445) |
| <i>SIZE</i> | | -0.0155 (-1.2200) | | -0.0382*** (-15.8537) |
| <i>ROA</i> | | -0.4820*** (-2.6545) | | -0.6380*** (-15.3093) |
| <i>GROWTH</i> | | 0.0044** (2.4292) | | 0.0662*** (22.3135) |
| <i>FATA</i> | | 0.4610*** (2.8387) | | 0.0694*** (3.8251) |
| <i>BM</i> | | 0.2140*** (3.9286) | | 0.1110*** (24.0732) |
| <i>MANAGEMENT</i> | | -0.0597*** (-2.7183) | | -0.0180*** (-3.7780) |
| <i>NDS</i> | | -7.8800** (-1.9724) | | 0.9380*** (4.5671) |
| <i>ETR</i> | | 0.0024*** (3.9156) | | -0.0035 (-0.2356) |
| <i>LIQUIDITY</i> | | -0.0028 (-1.1731) | | -0.0168*** (-31.4492) |
| <i>VCF</i> | | -0.0048*** (-4.0886) | | -0.0062*** (-11.9360) |
| <i>IND_LEVB</i> | | 0.4880 (1.3553) | | 0.0369 (0.5517) |
| <i>SHRCRI</i> | | 0.0760 (0.7172) | | -0.0897*** (-8.1568) |
| <i>INDUSTRY</i> | yes | yes | yes | yes |
| <i>YEAR</i> | yes | yes | yes | yes |
| <i>Constant</i> | -0.3310** (-2.2621) | -0.6460 (-0.9284) | -0.0246 (-0.6494) | 0.7550*** (10.7867) |
| <i>Observations</i> | 7,088 | 7,088 | 7,088 | 7,088 |
| <i>R-squared</i> | 0.0010 | 0.5210 | 0.1970 | 0.5660 |

注: *、**和***分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著,括号内为 *t* 值。

六、研究结论与启示

本文选取中国 A 股上市公司 2009—2016 年财务经验数据为研究样本,从是否加强失信人监管和加强失信人监管力度两个角度研究加强失信人监管对缓解民营企业过度负债程度的影响。研究结果发现,各地区加强失信人监管和加强失信人监管力度都能够有效缓解民营企业过度负债水平;党的十八大以来加强失信人监管后,民营企业过度负债程度转变为低于国有企业,缓解民营企业过度负债水平对于去杠杆具有明显效果;民营企业的代理成本越大,

加强失信人监管力度对缓解民营企业过度负债水平的效果越弱;外部市场化水平越高,加强失信人监管力度对缓解民营企业过度负债的效果越好,这表明市场化水平越高越有利于该政策贯彻执行。

民营企业缺乏国有企业的独特优势也是形成过度负债的重要影响因素。与民营企业相比,国有银行对国有企业的偏爱使其更容易获得现金流并增强现金流转能力,进而能够减轻债务积压;政府对国有企业的扶持,无论是资本、土地和人力资源等有形资源还是技术创新等无形资源都比民营企业占据资源先机优势,有助于提升国有企业生产率水平,进一步提高了盈利能力,缓解过度负债。另外,民营企业过度负债是国家整体杠杆水平较高的原因之一,因此,加强失信人监管来缓解民营企业过度负债水平有利于国家去杠杆举措更有效地实施。上述研究结论可以得出如下启示:①党的十八大过后,政府不断出台关于加强失信人监管方面的政策文件,完善失信人监管政策,并逐步严格和加强失信人处罚与制裁力度,同时政府公示平台应完善失信人信息披露制度,进一步营造良好的企业信用诚信环境,防范和化解企业过度负债的显著效果;②企业的代理成本越高,企业过度负债水平越高,执行信用监管政策的有效性越低,因此,政府应重点监管代理成本较高的民营企业失信问题,通过监管缓解其过度负债的同时,促进其提高公司治理效率,以降低代理成本,从源头上控制企业过度负债问题;③市场化水平越高,过度负债水平越低,越有利于加强失信人监管政策的贯彻执行,政府应推进市场化发展进程,提高市场化水平以遏制企业过度负债的形成,化解和防范金融风险。

本文限于目前经验数据与相关技术测度在一定程度上的局限性,未来将对民营企业过度负债的影响因素从以下方面作进一步研究:①深入分析民营企业过度负债的原因及民营企业的最优资本结构;②改进和完善变量指标的衡量,力求得出更准确的研究结论;③进一步观察未来年度的样本,充实样本数量,完善样本的全面性。

参考文献:

- [1]陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有企业还是非国有企业?[J].经济研究,2015(12):54-64.
- [2]方军雄.所有制、制度环境和信贷资金配置[J].经济研究,2007(12):82-92.
- [3]肖泽忠,邹宏.中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J].经济研究,2008(6):119-133.
- [4]Li K, Yue H, Zhao L. Ownership, institutions, and capital structure: evidence form China[J]. Journal of Comparative Economics,2009,37(3): 471-490.
- [5]Chang C, Chen X, Liao G. What are the reliably important determinants of capital structure in China?[J].Pacific Basin Finance Journal, 2014,30(9):87-113.
- [6]Deangelo H, Deangelo L, Whitedv T M. Capital structure dynamic and transitory debt[J].Journal of Comparative Economics, 2011, 99(2): 235-261.
- [7]盛明泉,张敏,马黎措,等.国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J].管理世界,2012(3):151-157.
- [8]Petersen M, Rajan R G. Trade credit: theories and evidence[J].The Review of Financial Studies, 1997, 10(3): 661-691.
- [9]杨华领,雷会锋.民营企业信用风险与负债融资关系实证分析[J].财会通讯,2011(8):149-150.
- [10]张信东,张莉.金字塔股权结构下企业的零负债现象——基于中国民营上市公司的实证研究[J].经济与管理研究,2013(8):48-56.
- [11]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[J].会计研究,2003(10):16-24.
- [12]Drobetz W, Wanzenried G. What deteimines the speed of adjustment to the target capital structure?[J].Applied Financial Econmics, 2006, 16(3):941-958.
- [13]姜付秀,屈耀辉,陆正飞,等.产品市场竞争与资本结构动态调整[J].经济研究,2008(4):99-108.
- [14]Titman S, Tsyplakov S. Dynamic model of optimal capital structure[J].Review of Finance, 2007, 11(3):401-451.
- [15]应振洲,赵旭.委托代理条件下资本结构与市场竞争强度关系研究[J].上海管理科学,2008(5):25-28.
- [16]张会丽,陆正飞.控股水平、负债主体与资本结构适度性[J].南开管理评论,2013(5):142-151.
- [17]肖作平.资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据[J].会计研究,2004(2):36-41.
- [18]王跃堂,王亮亮,彭洋.产权性质、债务税盾与资本结构[J].经济研究,2010(9):122-136.
- [19]陆正华,黄文瑜.市场环境、企业负债和产能过剩的关系分析[J].商业经济研究,2017(4):104-105.
- [20]张雪华,王伟,王萌.基于民营企业的民间融资与负债融资水平研究[J].财会通讯,2017(3):114-118.
- [21]Haselmann R, Pistor K, Vig V. How law affects lending[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(2):549-580.
- [22]黄继承,朱冰,向东.法律环境与资本结构动态调整[J].管理世界,2014(5):142-156.

- [23]林慧婷,何玉润,王茂林,等.媒体报道与企业资本结构动态调整[J].会计研究,2016(9):41-46.
- [24]蔡利,马可哪呐.政府审计与国有企业治理效率——基于央企控股上市公司的经验证据[J].审计研究,2014(6):48-56.
- [25]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [26]黄速建,余菁.国有企业的性质、目标与社会责任[J].中国工业经济,2006(2):68-76.
- [27]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-339.
- [28]张铁铸,沙曼.管理层能力权力与在职消费研究[J].南开管理评论,2014(5):63-72.
- [29]段新生,葛令艳.上市公司代理成本与负债融资关系的实证研究[J].财会通讯,2011(27):103-105.
- [30]Cai K, Fairchild R, Guney Y. Debt maturity structure of Chinese companies[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2008, 16(3): 268-297.
- [31]刘新民,崔宁,王垒.两类代理成本之于金字塔结构下公司效率的中介作用研究[J].现代财经,2017(1):53-65.
- [32]沙浩.商业银行盈利能力和代理成本与效率之间关系——基于14家上市银行的实证分析[J].金融与经济,2010(12):50-52.
- [33]贺京同,刘倩,贺坤.市场化程度、供给侧管理与货币政策效果[J].南开学报,2016(2):1-12.
- [34]姜付秀,黄继承.市场化进程与资本结构动态调整[J].管理世界,2011(3):124-134,6.
- [35]苏坤,李鹏.制度环境对债务期限结构的影响研究[J].上海金融,2012(11):30-35,116.
- [36]罗雨薇.市场化指数、治理结构与企业绩效关系研究[J].统计与决策,2014(24):192-194.
- [37]Denis D J, McKeon S B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases[J]. Review of Financial Studies, 2012, 25(6): 1897-1929.
- [38]姜付秀,黄磊,张敏.产品市场竞争、公司治理与代理成本[J].世界经济,2009(10):46-59.
- [39]王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告(2016)[M].北京:中国社会科学文献出版社,2017.

Strengthen Supervision of Untrustworthy Individuals and Alleviate Excessive Liabilities of Private Enterprises

WU Qiusheng¹, BAO Ruixue²

(1. School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China; 2. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

Abstract: In 2015, the conclusion that the private enterprises have been over-indebted in the research literature is surprising, and it has also caused people to pay attention to the problem of excessive debt of private enterprises. Selecting the financial experience data disclosed by the A-share-listed companies in China from 2009 to 2016 as research samples, studying the government's continuous strengthening of the supervision of the defaulters after the 18th National Congress of the People's Republic of China, to alleviate the excessive debt of the private enterprises. The effectiveness of the analysis and further analysis of the agency costs and the level of external marketization strengthen the regulatory role of trustee supervision and ease the excessive debt relationship of private enterprises. The study finds that since the 18th National Congress of the Chinese Communist Party strengthened supervision of fiduciaries, it has effectively relieved the excessive debt level of private enterprises, and the supervision has been significantly positively related to the over-liberation of private enterprises. The over-indebtedness of private enterprises has been transformed into lower than that of state-owned enterprises; The higher the agency cost, the weaker the effectiveness of the above-mentioned relationship; the higher the marketization level, the higher the implementation of the aforementioned policies; and the lower the level of marketization, the more effective the above policies will be.

Key Words: strengthening supervision of untrustworthy people; supervision; private enterprises; excessive liabilities; state-owned enterprises; agency cost; marketization level