

短期国际资本流动对企业杠杆率的影响

张原劼 施建淮

(北京大学经济学院,北京 100871)

摘要:基于2007~2018年间我国沪深两市非金融类上市企业的季度数据,研究了短期国际资本流动对企业杠杆率的影响。实证结果表明:短期国际资本流入增加会推高企业杠杆率,对短期杠杆率的影响大于对长期杠杆率的影响,对银行信贷杠杆率的影响高于对商业信用杠杆率的影响;短期国际资本流动对民营企业短期杠杆率的影响大于国有企业,对国有企业长期杠杆率的影响大于民营企业;在融资约束较强和投资回收期较长的上市企业中,短期国际资本流动对企业杠杆率上升的促进作用更加明显。本文的研究结论为进一步加强对短期国际资本流动的管理,降低外部冲击对国内金融市场的影响提供了参考。

关键词:短期国际资本流动;企业杠杆率;债务期限结构;负债类型;债务违约风险

中图分类号:F832.51 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)02-0100-10

一、引言

近年来,随着金融技术的创新和资本管制力度的降低,全球金融市场一体化程度日益加深。国际清算银行(BIS)的数据显示,自20世纪80年代以来,新兴市场经济体和发达经济体的境外总资产分别增长了12.9倍和29.8倍,以套利为目标的短期国际资本流动规模也在不断扩大,“热钱”流入和外逃已经成为金融风险跨国传递的新渠道。Raddatz和Schmukler的研究表明,共同基金的投资策略主要取决于资金来源国的金融状况,与资本接收国的经济形势的关系较弱^[1]。Timmer发现共同基金和投资银行的资产配置变化加剧了资本接收国的资产价格波动^[2]。由此可见,金融市场一体化将加剧短期国际资本流动的波动幅度,给资本接收国带来更大的金融风险。

随着中国经济进入“新常态”,非金融企业杠杆率高企的问题受到了学术界的广泛关注。非金融企业的杠杆率过高,不仅给企业带来了沉重的利息负担,而且还增大了企业的期限错配风险和债务违约风险。大量文献对企业财务指标、国内宏观经济变量与非金融企业杠杆率的关系进行了实证研究,为制定“降杠杆”的方案提供了理论依据。然而,关注国际金融环境的变化对企业杠杆率的影响的研究却很少,谭小芬等关注了全球市场风险厌恶程度和美国利率水平对企业杠杆率的影响^[3],但尚无文献讨论投机性较强的短期国际资本流动对企业杠杆率的影响。本文使用上市企业的财务数据,通过构建固定效应模型和分样本回归分析,实证研究了短期国际资本流动与企业杠杆率、债务期限结构和

收稿日期:2019-11-25

作者简介:张原劼(1994—),男,四川成都人,北京大学经济学院博士生;

施建淮(1962—),男,江西南昌人,北京大学经济学院教授。

不同类型债务的关系,并且讨论了企业属性、融资约束程度和所属行业的异质性影响。

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述

与本文有关的文献可以分为两类,一类文献主要关注短期国际资本流动对资产价格的影响,早期的文献普遍认为短期国际资本流入会推高房地产价格,但是对股票价格的影响存在一定争议。随着研究的深入,资产价格与短期国际资本流动的时变关系成为关注的焦点,现有研究指出短期国际资本流动对股票价格的影响在股市震荡时期和汇率改革后逐渐变强。另一类文献主要关注短期国际资本流动对融资成本和银行信贷决策的影响。

对短期国际资本流动与企业融资成本的研究主要分为两部分:一是研究短期国际资本流动对利率的影响,二是研究短期国际资本流动对企业融资成本的影响。张勇建立了一个包含资本管制与央行资产负债表的 DSGE 模型,研究了短期国际资本流入对我国经济的影响,发现短期国际资本流入的冲击会降低国内的通货膨胀率和利率^[4]。韩乾等使用中国上市企业 1998~2011 年的财务数据研究了短期国际资本流动对企业融资成本的影响,发现“热钱”流入会显著降低企业的融资成本,其影响幅度的大小主要取决于企业所在城市的贸易依存度^[5]。张一鸣研究了短期国际资本流动与上市企业债务融资成本的关系,并探讨了资产价格在影响机制中的作用,发现短期国际资本流入主要通过银行业流动性和资产价格对企业融资成本产生影响,其影响幅度大小受企业所在地的资产价格的影响^[6] (P49-50)。

在亚洲金融危机发生后,一部分文献开始关注短期国际资本流动冲击对商业银行的影响。Krugman 等指出亚洲国家在 20 世纪 90 年代放松对外国资本的限制,降低了本国银行和本国企业从国际金融市场借入资金的难度,进而导致短期国际资本大量流入和资产价格迅速上升,最终促使银行过度放贷^[7] (P632-634)。Ostry 等指出短期国际资本流入激增的风险是引起资产价格泡沫和以外币贷款为主的信贷过度投放^[8]。张广婷研究了中东欧和独联体等转型国家的金融稳定性和国际资本流动的关系,发现短期国际资本流入激增会向资本接收国的银行部门注入大量顺周期的国际资本,导致该国的信贷总量大幅上升^[9] (P89-92)。

现有研究尚无法直接回答短期国际资本流动对企业杠杆率有何影响。同时,现有文献大多使用 VAR 模型和相关的拓展模型研究短期国际资本流动与资产价格、银行信贷的关系,忽略了企业层面的异质性对企业融资决策的影响,难以准确刻画出短期国际资本流动对企业杠杆率的影响。为了考察短期国际资本流动是否会影响企业杠杆率,本文使用 2007 年第一季度到 2018 年第四季度的沪深两市非金融类上市公司的季度数据,将短期国际资本流动引入到企业杠杆率的局部调整模型中进行了实证分析。为了进一步探索短期国际资本流动影响企业杠杆率的渠道,本文还讨论了短期国际资本流动对企业负债期限结构和不同债务类型的影响。此外,本文还分析了企业属性、融资约束程度、所属行业的异质性影响。与现有的文献相比,本文的贡献主要分为三个方面:第一,利用沪深两市非金融上市企业的数据,实证研究了短期国际资本流动与企业杠杆率的关系,丰富了企业杠杆率影响因素的相关研究;第二,从债务期限结构和负债资金来源的角度,研究了短期国际资本流动对企业融资决策的异质性影响,并且证实了融资成本这一影响渠道;第三,本文的研究结论明确了“热钱”流入对提高企业杠杆率的促进作用,为监管部门进一步降低外部冲击对国内金融市场的影响提供了参考。

(二)研究假设

综合现有文献的研究结论,短期国际资本流动对企业杠杆率的影响渠道主要分为两方面。一方面,短期国际资本流入会降低企业的融资成本和获取银行信贷的难度^[10]。给定其他条件不变,由于企业的融资成本下降,企业将增加固定资产投资、扩大经营规模或者持有更多的金融资产,直到新增资产的边际收益等于新增负债的边际成本,进而导致企业杠杆率上升。另一方面,短期国际资本流入

会引起金融资产和实体资产的价格变化^[11],进而对企业的投融资决策产生影响。随着交叉持股和机构投资者数量的增多,投资者和监管机构的偏好对上市企业投资决策的影响力不断增加,由于上市企业管理层的薪酬水平与公司股价的关系越来越密切,企业管理层的目标逐渐从规模最大化转变为利润最大化^[12]。为了抓住资产价格变化产生的投资机会,企业管理层有动机通过提高企业杠杆率为新的投资项目筹集资金,以期实现短期利润最大化和提升公司股价的目标。由此可见,短期国际资本流动会通过降低融资成本和促进企业新增投资这两条渠道,推动企业杠杆率的上升。基于上述分析,本文提出如下的研究假设:

H1:短期国际资本流入增加会使企业杠杆率上升。

由于我国对跨境资本流动有严格的管理制度,大部分短期国际资本需要依靠虚假贸易隐蔽地流入国内,并且通过存款的形式进入当地的银行系统^[5]。投机性和逐利性决定了短期国际资本在流入国内后不会长期停留在银行系统内,而是会逐渐转移到股票市场和房地产市场,进而引起资产价格的上涨^[11]。商业银行为了规避存贷款期限错配产生的流动性风险,向上市企业发放的新增贷款也会以短期贷款为主,因而短期国际资本流入将引起短期债务的增加,而对长期债务的影响较小。基于上述分析,本文提出如下的研究假设:

H2:短期国际资本流入增加会使短期杠杆率和长期杠杆率上升,并且对短期杠杆率的影响大于对长期杠杆率的影响。

由于我国上市企业从银行部门获取的信贷以短期贷款为主,长期贷款只能满足固定资产投资20%的资金需求,企业在使用短期贷款为长期项目筹资时需要承担较高的期限错配风险^[13]。企业为了规避期限错配风险,会选择压缩固定资产投资的规模,将一部分资金用于金融资产投资。商业信用的增长是主营业务扩张的反映,由于企业只会将一部分通过短期贷款筹集的资金用于固定资产投资和扩大主营业务的规模,短期国际资本流入对银行信贷的影响将大于对商业信用的影响。由此,本文提出如下的研究假设:

H3:短期国际资本流入增加会使银行信贷杠杆率和商业信用杠杆率上升,并且对银行信贷杠杆率的影响更大。

企业面临的融资约束程度越高,从银行部门获取信贷的成本和难度越高,企业筹集资金的能力和资金需求之间的缺口也越大。随着短期国际资本流入的增加,企业从银行部门获取信贷的成本和难度也相应下降,融资约束程度较高的企业有激励向银行部门申请更多的贷款满足企业投资的资金需求,导致企业杠杆率对短期国际资本流动的变化更加敏感。由于国有企业的贷款违约风险和息不对称程度低于民营企业,从银行部门获取信贷的成本和难度也较低,企业杠杆率对短期国际资本流动的敏感度也低于民营企业,新增贷款中的长期贷款占比也相对较高。此外,投资回收期较长的行业通常存在更高的期限错配风险和贷款违约风险,使得这部分企业从银行部门获取信贷的成本和难度更高,导致企业杠杆率对短期国际资本流动的变化更加敏感。基于上述分析,本文提出如下的研究假设:

H4:短期国际资本流入增加对民营企业、融资约束程度较高的企业和制造业企业的影响高于其他企业,并且对国有企业长期杠杆率的影响大于对民营企业的影响。

三、模型设定与数据介绍

(一)模型设定

参考 Cook 和 Tang 建立的局部调整模型^[14],本文将企业的最优杠杆率设定为线性函数:

$$\text{Lev}_{i,t}^* = \alpha + \beta X_{i,t-1} \tag{1}$$

式(1)中, $\text{Lev}_{i,t}^*$ 表示企业*i*在第*t*期的最优杠杆率, $X_{i,t-1}$ 表示企业*i*在第*t-1*期的企业特征变量。同时,将企业杠杆率的动态调整过程设定为:

$$\text{Lev}_{i,t} - \text{Lev}_{i,t-1} = \lambda(\text{Lev}_{i,t}^* - \text{Lev}_{i,t-1}) \tag{2}$$

式(2)中, $Lev_{i,t}$ 表示企业 i 在第 t 期的(杠杆率), λ 表示企业杠杆率的平均调整速度。将企业的最优杠杆率代入到企业杠杆率的动态调整过程中, 整理后得到:

$$Lev_{i,t} = \lambda\alpha + (1-\lambda)Lev_{i,t-1} + \lambda\beta X_{i,t-1} \quad (3)$$

为了考察短期国际资本流动对非金融企业杠杆率的影响, 本文将短期国际资本流动引入刻画企业杠杆率的动态调整过程的方程中, 并借鉴刘贯春等、谭小芬等的实证模型引入必要的控制变量^{[3][15]}, 构造出如下的基准模型:

$$\begin{aligned} Lev_{i,t} = & \alpha + \beta SCF_{t-1} + \delta Lev_{i,t-1} + \gamma_1 Cfo_{i,t-1} + \gamma_2 Grow_{i,t-1} + \gamma_3 Roa_{i,t-1} + \\ & \gamma_4 Size_{i,t-1} + \gamma_5 Tag_{i,t-1} + \gamma_6 Tobin Q_{i,t-1} + \gamma_7 GDP_{t-1} + \gamma_8 Credit_{t-1} + \\ & \gamma_9 LoanR_{t-1} + \gamma_{10} VIX_{t-1} + Quarter_t + \mu_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

式(4)中, SCF_t 表示短期国际资本流动。为了控制企业特征对企业杠杆率的影响, 本文选取经营性现金流 $Cfo_{i,t}$ 、增长潜力 $Grow_{i,t}$ 、盈利能力 $Roa_{i,t}$ 、企业规模 $Size_{i,t}$ 、有形资产比例 $Tag_{i,t}$ 和成长性 $TobinQ_{i,t}$ 作为控制变量, 并引入 μ_i 来控制企业层面不可观测的固定效应。由于短期国际资本流动 SCF_t 是时间序列数据, 引入 η_t 产生的多重共线性将会对回归结果产生严重的干扰, 所以本文没有控制时间固定效应。为了控制宏观经济环境变化对企业杠杆率的影响, 本文选取了经济增速 GDP_t 、银行信贷增速 $Credit_t$ 、银行贷款利率 $LoanR_t$ 和全球金融市场风险厌恶程度 VIX_t 作为控制变量, 并引入季度虚拟变量 $Quarter_t$ 控制了可能存在的季节效应。

在基准模型中, 系数 δ 刻画了企业杠杆率的平均调整速度, 速度大小为 $1-\delta$, 系数 β 的符号刻画了短期国际资本流动对企业杠杆率的影响方向, $\beta/(1-\delta)$ 的绝对值刻画了短期国际资本流动对企业杠杆率的影响程度。

本文进一步考虑了企业属性、企业面临的融资约束程度和企业所属行业是否会影响企业杠杆率对短期国际资本流动的敏感性。由于国内金融市场的发展相对滞后, 股票、企业债、风险基金等融资工具很难满足企业日益增长的融资需求, 银行信贷仍然是企业融资的主要渠道。国有企业与国有银行、政府之间密不可分的关系很大程度上缓解了信息不对称问题, 同时“预算软约束”还降低了国有企业的贷款违约风险, 导致国有企业获取银行贷款的难度和利率更低。当短期国际资本流入增加时, 由于国有企业获取银行贷款的难度和融资成本较低, 对融资成本的下降不敏感, 使国有企业杠杆率的上升幅度小于民营企业。另一方面, 国有企业的决策机制和管理层的评价体系决定了国有企业更注重风险控制, 对短期国际资本流动变化产生的投资机会更不敏感, 增加企业投资的意愿偏低, 也限制了国有企业杠杆率的上升。因此, 本文根据上市公司的企业属性, 分别在国有企业和民营企业这两个子样本中重新对基准模型的系数进行了估计。

如果企业的融资成本是短期国际资本流动影响企业杠杆率的渠道, 那么融资约束程度越高的企业在短期国际资本流入增加时, 融资成本下降的幅度越大, 导致企业杠杆率的上升幅度更高。现有文献对如何度量企业面临的融资约束程度尚无定论, 常见的度量方法主要有四类: 第一类是投资—现金流敏感度; 第二类是使用多个财务指标构造的 KZ 指数、WW 指数和 SA 指数; 第三类是使用单个财务指标(如企业规模、企业年龄、股权集中度、企业债券评级)度量企业面临的融资约束程度; 第四类是利用多个财务指标的相对排序构造综合评分指标。由于本文的被解释变量为企业杠杆率, 为了尽可能降低内生性的干扰, 本文使用 Hadlock 和 Pierce 构造的 SA 指数度量企业面临的融资约束程度: $SA = -0.737Size + 0.043 Size^2 - 0.04Age$ ^[16], 这一方法的优点是企业规模和上市时间具有很强的外生性, 且随时间变化较小。根据计算公式得出 SA 指数均为负数, 其绝对值越大, 表明企业面临的融资约束程度越高。本文将 SA 指数处于 25% 分位数以下、25%~50% 分位数之间、50%~75% 分位数之间、75% 分位数以上的企业分别归入融资约束程度高、融资约束程度较高、融资约束程度较低和融资约束程度低, 并分别用每个子样本估计基准模型的系数。

期限错配风险是影响银行决策的关键因素, 企业的项目建设期和投资回收期越长, 利用银行贷款为项目筹措资金时面临的期限错配风险越大。银行出于降低债务违约风险的考虑, 通常会向期限错

配风险较高的企业收取更高的利息,使其面临更严重的融资约束,导致其融资决策对短期国际资本流动的变化更敏感。因此,本文按证监会的行业分类标准将上市企业划分为 17 个不同的类别,并重新对基准模型的系数进行了估计。

为了更细致地讨论短期国际资本流动对企业杠杆率的影响,本文按负债期限和资金来源将企业杠杆率进一步细分。由于短期国际资本流动影响企业杠杆率的机制是通过改变银行流动性,进而对企业融资成本产生影响,那么短期国际资本的投机性决定了银行流动性将在短期内上升,并在长期内恢复到正常水平,导致企业的短期负债对短期国际资本流动的敏感度高于长期负债。因此,本文分别以流动负债/总资产和长期负债/总资产来度量企业的短期杠杆率和长期杠杆率,替换掉基准模型中的企业杠杆率后,重新对回归模型进行了估计。按照资金来源,企业负债主要由银行信贷和商业信用构成,如果短期国际资本对企业短期负债的影响大于长期负债,为了规避期限错配风险,企业会将一部分新增贷款用于金融资产投资。由于商业信用的规模主要取决于企业的主营业务规模和供应链地位,短期国际资本流动对银行信贷的影响应该大于对商业信用的影响。因此,本文分别以(短期借款+长期借款)/总资产和(应付账款+应付票据+预收账款)/总资产度量企业的银行信贷杠杆率和商业信用杠杆率,替换掉基准模型中的企业杠杆率后,重新对回归模型进行了估计。

(二) 指标选取与数据来源

由于国有企业的股权分置改革在 2006 年末基本完成,上市企业也从 2007 年开始执行新会计准则,为了保证企业财务数据的可比性,本文选取 2007 年第一季度到 2018 年第四季度的沪深两市非金融类上市企业作为研究样本,并剔除 2016 年后上市的企业样本、ST 类上市企业样本和关键性财务数据缺失的样本。为了消除异常值对回归结果的干扰,本文对所有企业层面的连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。本文企业层面的数据主要来源于 CSAMR 数据库,宏观层面的数据主要来源于 CEIC 数据库。

在本文的回归方程中,核心解释变量是短期国际资本流动。然而,现有文献对如何测算短期国际资本流动并无定论。综合考虑现有文献和实证需要,本文使用标准的间接法测算短期资本净流入的规模,即外汇占款的增加量减去货物贸易的顺差和实际利用的外商投资之和。

本文在实证分析中使用到的变量定义、计算公式和描述性统计结果如表 1 所示。

表 1 变量定义和计算方法

变量	定义	计算公式
Lev	杠杆率	企业总负债/企业总资产
Levs	短期杠杆率	流动负债/总资产
Levl	长期杠杆率	长期负债/总资产
Levb	银行信贷杠杆率	(短期借款+长期借款)/总资产
Levc	商业信用杠杆率	(应付账款+应付票据+预收账款)/总资产
SCF	短期国际资本流动	短期资本净流入/GDP
SA	融资约束程度	$SA = -0.737Size + 0.043 Size^2 - 0.04Age$
Cfo	经营性现金流	经营活动产生的现金流量净额/企业总资产
Grow	增长潜力	营业收入增长率
Roa	盈利能力	企业净利润/企业总资产
Size	企业规模	总资产的自然对数值
Tag	有形资产比例	固定资产净值/企业总资产
Tobin Q	成长性	企业市值/企业总资产
GDP	经济增速	国民生产总值的环比增速
Credit	贷款增速	金融机构人民币贷款的环比增速
LoanR	银行贷款利率	一年期银行贷款利率
VIX	VIX 指数	基于标准普尔 500 指数的波动率指数

四、实证结果分析

(一)描述性统计和相关性分析

按照上述步骤收集原始数据并进行处理后,得到沪深两市非金融类上市企业样本 99512 个。表 2 为主要变量的描述性统计结果。如表 2 所示,样本企业杠杆率的平均值为 0.431,标准差为 0.211,最大值约为最小值的 22 倍,表明样本企业的杠杆率存在很大的差异。被解释变量、解释变量和控制变量的描述性统计结果与相关研究差异较小,说明本文的样本选取具有一定的代表性。

表 2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	样本量
Lev	0.431	0.211	0.044	0.429	0.881	99512
Levs	0.344	0.180	0.033	0.330	0.796	99512
Levl	0.086	0.105	0.000	0.041	0.470	98897
Levb	0.187	0.136	0.001	0.169	0.579	83765
Levc	0.160	0.120	0.006	0.130	0.551	99475
SCF	-0.030	0.058	-0.144	-0.030	0.090	99512
SA	-3.470	0.288	-4.278	-3.440	-2.611	99512
Cfo	0.014	0.062	-0.163	0.012	0.199	99512
Grow	0.186	0.438	-0.630	0.116	2.648	99512
Roa	0.026	0.035	-0.082	0.019	0.153	99512
Size	21.997	1.272	19.659	21.82	25.950	99512
Tag	0.221	0.166	0.002	0.186	0.716	99512
Tobin Q	2.236	1.961	0.182	1.665	10.988	99512
GDP	0.027	0.023	-0.014	0.027	0.090	99512
Credit	0.036	0.018	0.011	0.034	0.152	99512
LoanR	0.054	0.010	0.044	0.053	0.075	99512
VIX	2.845	0.328	2.333	2.785	4.071	99512

根据相关性分析得知(限于篇幅未报告),企业杠杆率、短期杠杆率、银行信贷杠杆率、商业信用杠杆率均与短期国际资本流动在 1% 的统计水平上显著正相关,初步说明短期国际资本流入会推高企业杠杆率。解释变量和其他控制变量之间的相关系数均不超过 0.4,表明变量之间不存在严重的多重共线性问题。对基准回归的多重共线性检验表明,各个变量的方差膨胀系数均小于 3,也证实了实证结果没有受到多重共线性的干扰。

(二)短期国际资本流动与企业杠杆率

为了考察短期国际资本流动对企业杠杆率的影响,本文对模型(4)进行了回归分析,表 3 的第 1 列报告了全样本回归结果。如表 3 的第 1 列所示,短期国际资本流动对企业杠杆率的系数在 1% 的统计水平下显著为正,由于滞后一期的杠杆率的回归系数为 0.8868,而短期国际资本流动的系数为 0.0333,计算得短期国际资本流动对企业杠杆率的影响幅度为 0.2942,即短期国际资本流动每增加 1 个标准差,企业杠杆率将上升 1.7074%,表明短期国际资本流入增加会促使企业提高杠杆率水平。

为了进一步考察融资约束程度和企业属性的影响,本文分别按照企业是否为国有企业和融资约束程度高低对基准模型进行了分样本回归分析,并对回归结果进行了组间系数差异检验。由于传统的 Chow 检验需要满足较苛刻的假设,而 Wald 检验可能会面临小样本偏误的问题,本文参考连玉君等的做法,采用 Bootstrap 自助法模拟抽样检验,模拟实验的次数为 1000 次^[17]。表 3 的第 2 列到第 7 列报告了两组分样本回归结果。如表 3 的第 2 列和第 3 列所示,无论是对国有企业,还是对民营企业,短期国际资本流动对企业杠杆率的系数都在 1% 的统计水平下显著为正,计算可得对民营企业的影响幅度为 0.2358,略高于对国有企业的影响幅度 0.2257,但是模拟实验的结果显示系数差异检验的 p 值为 0.453,表明短期国际资本流动对国有企业和民营企业的影响幅度不存在显著差异,这是因为民营企业的融资意愿虽然对短期国际资本流动的变化更敏感,但是民营企业从银行部门融资会受到

比国有企业更加严格的限制。如表 3 的第 4~7 列所示,除融资约束程度最低的子样本之外,短期国际资本流动对企业杠杆率的系数都在 1% 的统计水平下显著为正,按融资约束程度从低到高排序,其影响幅度依次为 0.1257、0.1353 和 0.2559,模拟实验的结果显示,融资约束程度最低的子样本与其他 3 个子样本的系数差异检验的 p 值分别为 0.032、0.02 和 0.001,表明企业面临的融资约束程度越高,短期国际资本流动对企业杠杆率的影响越大,验证了短期国际资本流动影响企业杠杆率的途径之一是企业的融资成本。

表 3 短期国际资本流动与企业杠杆率

	(1) 全样本	(2) 国有企业	(3) 民营企业	(4) 融资约束 程度低	(5) 融资约束 程度较低	(6) 融资约束 程度较高	(7) 融资约束 程度高
短期国际资本流动	0.0333*** (0.0033)	0.0242*** (0.0042)	0.0304*** (0.0053)	-0.0111 (0.0080)	0.0320*** (0.0085)	0.0280*** (0.0071)	0.0399*** (0.0074)
滞后一期的杠杆率	0.8868*** (0.0028)	0.8928*** (0.0040)	0.8711*** (0.0040)	0.7616*** (0.0102)	0.7455*** (0.0085)	0.7931*** (0.0087)	0.8441*** (0.0086)
经营性现金流	-0.0470*** (0.0041)	-0.0353*** (0.0059)	-0.0618*** (0.0059)	-0.0638*** (0.0086)	-0.0582*** (0.0087)	-0.0271*** (0.0085)	-0.0455*** (0.0076)
增长潜力	0.0008 (0.0005)	-0.0006 (0.0007)	0.0008 (0.0006)	0.0016 (0.0011)	0.0021** (0.0010)	-0.0016 (0.0012)	0.0002 (0.0008)
盈利能力	-0.1549*** (0.0087)	-0.1714*** (0.0118)	-0.1352*** (0.0129)	-0.1348*** (0.0203)	-0.1525*** (0.0206)	-0.1936*** (0.0191)	-0.1592*** (0.0183)
企业规模	0.0035*** (0.0006)	0.0001 (0.0008)	0.0051*** (0.0009)	0.0100*** (0.0031)	0.0047** (0.0020)	0.0040** (0.0017)	0.0027 (0.0017)
有形资产比重	0.0098*** (0.0027)	-0.0017 (0.0037)	0.0225*** (0.0044)	0.0667*** (0.0077)	0.0188** (0.0084)	-0.0076 (0.0074)	-0.0002 (0.0077)
成长性	0.0008*** (0.0002)	0.0004 (0.0004)	0.0008*** (0.0002)	0.0006** (0.0003)	0.0005 (0.0004)	0.0000 (0.0006)	-0.0020** (0.0008)
经济增速	-0.0435*** (0.0064)	-0.0194** (0.0092)	-0.0531*** (0.0091)	-0.0558*** (0.0114)	-0.0739*** (0.0137)	-0.0087 (0.0122)	-0.0245* (0.0142)
银行信贷增速	0.0509*** (0.0115)	-0.0069 (0.0139)	0.1163*** (0.0204)	0.0417 (0.0255)	0.0201 (0.0244)	0.0228 (0.0186)	0.0416 (0.0316)
银行贷款利率	0.0228 (0.0239)	0.0559* (0.0303)	-0.0218 (0.0409)	-0.0081 (0.0751)	-0.1235* (0.0698)	0.0948* (0.0556)	0.1692*** (0.0573)
金融市场风险厌恶指数	0.0005 (0.0006)	0.0038*** (0.0007)	-0.0045*** (0.0010)	-0.0087*** (0.0015)	-0.0018 (0.0016)	0.0019 (0.0012)	0.0044*** (0.0014)
是否控制企业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
是否控制季节效应	是	是	是	是	是	是	是
样本量	96343	39633	51701	22764	24512	24436	24631
R ²	0.8087	0.8257	0.7886	0.6277	0.6043	0.6717	0.7667

注:括号内为聚类到企业的稳健标准误;***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平上显著。下表同。

(三)短期国际资本流动对债务期限结构的影响

为了考察短期国际资本流动对债务期限结构的影响,本文分别以流动负债和长期负债占总资产的比重度量短期杠杆率和长期杠杆率,替代基准模型的被解释变量,表 4 的第 1 列和表 5 的第 1 列报告了全样本的回归结果。如表 4 的第 1 列和表 5 的第 1 列所示,短期国际资本流动对企业短期杠杆率的系数在 1% 的统计水平下显著为正,对企业长期杠杆率的系数在 5% 的统计水平下显著为正,其影响幅度分别为 0.2106 和 0.0370,表明短期国际资本流动对短期杠杆率的影响远高于对长期杠杆率的影响。一方面,这是因为国内企业主要使用短期负债筹集资金,另一方面,短期国际资本通过虚假贸易流入银行系统后,不会长期停留于当地银行系统中,会逐渐流入金融市场中参与投机套利活动,只会在短期内影响银行的贷款决策。

表 4

短期国际资本流动与短期杠杆率

	(1) 全样本	(2) 国有企业	(3) 民营企业	(4) 融资约束 程度低	(5) 融资约束 程度较低	(6) 融资约束 程度较高	(7) 融资约束 程度高
短期国际资本流动	0.0293*** (0.0034)	0.0149*** (0.0048)	0.0316*** (0.0052)	-0.0082 (0.0076)	0.0252*** (0.0086)	0.0290*** (0.0082)	0.0307*** (0.0085)
滞后一期的杠杆率	0.8609*** (0.0031)	0.8671*** (0.0045)	0.8421*** (0.0044)	0.7240*** (0.0097)	0.7193*** (0.0087)	0.7729*** (0.0092)	0.8090*** (0.0090)
影响幅度	0.2106	0.1121	0.2001	-0.0297	0.0898	0.1277	0.1607
样本量	96343	39633	51701	22764	24512	24436	24631
R ²	0.7522	0.7628	0.7285	0.5581	0.5405	0.6133	0.6921

注:限于篇幅,未报告控制变量的回归结果。下表同。

本文进一步考察了融资约束程度和企业属性的影响,本文分别按照企业是否为国有企业和融资约束程度高低进行了分样本回归分析,表 4 和表 5 的第 2 列到第 7 列报告了两组分样本回归结果。如表 4 和表 5 的第 2 列和第 3 列所示,短期国际资本流动对国有企业的短期杠杆率的影响幅度远低于民营企业,但是对长期杠杆率的系数只在国有企业子样本中显著为正,而在民营企业子样本中并不显著,两组系数差异检验的 p 值分别为 0.034 和 0.005,表明短期国际资本流动对国有企业和民营企业的融资期限结构的影响存在显著的差异,这是因为国有企业在金融市场上面临的融资约束程度更低,能使用长期债务满足企业的部分资金需求,而民营企业在银行信贷市场中处于弱势地位,只能使用短期负债筹集资金。如表 4 和表 5 的第 4 列到第 7 列所示,除融资约束程度最低的子样本之外,短期国际资本流动对短期杠杆率的系数都在 1% 的统计水平下显著为正,融资约束程度最低的子样本与其他 3 个子样本的系数差异检验的 p 值分别为 0.001、0.004 和 0.031,表明企业面临的融资约束程度越高,短期国际资本流动对企业短期杠杆率的影响幅度越大,但是对长期杠杆率的影响均不显著,表明短期国际资本流动对企业杠杆率的主要影响渠道是短期融资决策。

表 5

短期国际资本流动与长期杠杆率

	(1) 全样本	(2) 国有企业	(3) 民营企业	(4) 融资约束 程度低	(5) 融资约束 程度较低	(6) 融资约束 程度较高	(7) 融资约束 程度高
短期国际资本流动	0.0051** (0.0023)	0.0097*** (0.0035)	-0.0004 (0.0032)	-0.0044 (0.0043)	0.0061 (0.0058)	-0.0007 (0.0054)	0.0082 (0.0061)
滞后一期的杠杆率	0.8622*** (0.0029)	0.8745*** (0.0039)	0.8348*** (0.0045)	0.7693*** (0.0102)	0.7769*** (0.0091)	0.8124*** (0.0075)	0.8284*** (0.0068)
影响幅度	0.0370	0.0773	-0.0263	-0.0190	0.0273	-0.0037	0.0478
样本量	95640	39528	51138	22447	24373	24335	24485
R ²	0.7648	0.7883	0.7239	0.6038	0.6261	0.6840	0.7039

(四)短期国际资本流动对不同债务类型的影响

为了考察短期国际资本流动对不同债务类型的影响,本文分别以银行信贷和商业信用借贷占总资产的比重度量银行信贷杠杆率和商业信用杠杆率,替代基准模型的被解释变量,表 6 和表 7 的第 1 列报告了全样本的回归结果。如表 6 和表 7 的第 1 列所示,短期国际资本流动对银行信贷杠杆率和商业信用杠杆率的系数在 1% 的统计水平下均显著为正,其影响幅度分别为 0.1875 和 0.0895,表明短期国际资本流动对银行信贷杠杆率的影响远高于对商业信用杠杆率的影响,这是因为商业信用杠杆率的增加是业务扩张的结果,企业为了规避投融资期限错配产生的风险,将部分新增的银行贷款用于增持金融资产,导致商业信用杠杆率上升的幅度更低。

本文进一步考察了融资约束程度和企业属性的影响,本文分别按照企业是否为国有企业和融资约束程度高低进行了分样本回归分析,表 6 和表 7 的第 2 列到第 7 列报告了两组分样本回归结果。如表 6 和表 7 的第 2 列和第 3 列所示,短期国际资本流动对民营企业的银行信贷杠杆率和商业信用

杠杆率的影响幅度都高于国有企业,但是两组系数差异检验的 p 值分别为 0.191 和 0.206,这也说明民营企业的融资决策和经营决策虽然对短期国际资本流动更加敏感,但是更难从银行获取贷款抵消了这种效应。如表 6 和表 7 的第 4 列到第 7 列所示,除融资约束程度最低的子样本之外,短期国际资本流动对银行信贷杠杆率和商业信用杠杆率的系数都在 1% 的统计水平上显著为正,融资约束程度最低的子样本与其他 3 个子样本的系数差异检验的 p 值均小于 0.05,说明企业面临的融资约束程度越高,企业的银行信贷杠杆率对短期国际资本流动越敏感,而商业信用杠杆率对短期国际资本流动的敏感度在融资约束程度较高的 3 个子样本中没有显著的差异,表明融资约束程度较高的企业在获得更多银行信贷后,为了规避期限错配风险,只会将部分资金用于长期投资,而会将剩余资金投资于流动性较高的金融资产中。

表 6 短期国际资本流动与银行信贷杠杆率

	(1) 全样本	(2) 国有企业	(3) 民营企业	(4) 融资约束 程度低	(5) 融资约束 程度较低	(6) 融资约束 程度较高	(7) 融资约束 程度高
短期国际资本流动	0.0288*** (0.0035)	0.0215*** (0.0047)	0.0335*** (0.0054)	0.0117 (0.0104)	0.0260*** (0.0086)	0.0260*** (0.0070)	0.0306*** (0.0077)
滞后一期的杠杆率	0.8464*** (0.0032)	0.8557*** (0.0048)	0.8232*** (0.0044)	0.7021*** (0.0157)	0.7344*** (0.0085)	0.7708*** (0.0082)	0.8155*** (0.0071)
影响幅度	0.1875	0.1490	0.1895	0.0393	0.0979	0.1134	0.1659
样本量	79442	35192	40228	14878	20655	21937	21972
R ²	0.7460	0.7676	0.7063	0.5246	0.5664	0.6294	0.7123

表 7 短期国际资本流动与商业信用杠杆率

	(1) 全样本	(2) 国有企业	(3) 民营企业	(4) 融资约束 程度低	(5) 融资约束 程度较低	(6) 融资约束 程度较高	(7) 融资约束 程度高
短期国际资本流动	0.0145*** (0.0024)	0.0090*** (0.0034)	0.0159*** (0.0037)	-0.0009 (0.0054)	0.0262*** (0.0056)	0.0153*** (0.0058)	0.0153*** (0.0057)
滞后一期的杠杆率	0.8379*** (0.0042)	0.8464*** (0.0062)	0.8103*** (0.0065)	0.6614*** (0.0148)	0.6741*** (0.0124)	0.7542*** (0.0113)	0.8140*** (0.0088)
影响幅度	0.0895	0.0586	0.0838	-0.0027	0.0804	0.0622	0.0823
样本量	96298	39603	51691	22756	24507	24418	24617
R ²	0.7060	0.7205	0.6649	0.4523	0.4785	0.5848	0.6738

(五)行业异质性分析

为了进一步考察行业特征的影响,本文按照证监会的行业分类标准构造了 17 个子样本,重新对基准模型进行了估计,表 8 报告了 17 个子样本回归结果。如表 8 所示,在 4 个行业的子样本中,短期国际资本流动对企业杠杆率的系数在 5% 统计水平下显著为正,按照影响幅度从大到小依次为:制造业、房地产业、电力(热力、燃气及水生产和供应业)和信息传输(软件和信息技术服务业)。与上文的分析一致,这些行业的共同特征是项目投资回收期较长,主营业务的固定成本比重较高,使用短期债务为企业投资筹集资金会产生较高的期限错配风险,这也验证了短期国际资本流动影响企业融资决策的渠道是企业融资成本和银行贷款决策。

五、结论和政策建议

随着全球金融市场一体化程度的加深,短期国际资本流动对资本接收国金融市场和企业决策的影响越来越大。本文将短期国际资本流动引入到企业杠杆率的局部调整模型中,探究了短期国际资本流动对企业杠杆率的影响,并讨论了企业属性、融资约束程度和所属行业的异质性影响。本文还进一步分析了短期国际资本流动对企业的债务期限结构和不同债务类型的影响。

行业	短期国际 资本流入	影响幅度	样本数	行业	短期国际 资本流入	影响幅度	样本数
全样本回归结果	0.0333 *** (0.0033)	0.2942	96343	租赁和商务服务业	0.0372 (0.0299)	0.3240	1412
制造业	0.0363 *** (0.0042)	0.3170	58396	农、林、牧、渔业	0.0261 (0.0280)	0.1660	1383
信息传输、软件和信息技术服务业	0.0357 ** (0.0163)	0.2604	6568	文化、体育和娱乐业	0.0890 * (0.0443)	0.6250	1298
批发和零售业	0.0181 (0.0140)	0.1634	5952	水利、环境和公共设施管理业	0.0593 * (0.0315)	0.6322	1220
房地产业	0.0303 ** (0.0131)	0.2829	4908	综合	0.0059 (0.0350)	0.0591	941
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.0285 ** (0.0117)	0.2727	3904	科学研究和技术服务业	-0.0361 (0.0265)	-0.2413	748
交通运输、仓储和邮政业	0.0204 (0.0156)	0.2403	3443	住宿和餐饮业	-0.0637 (0.0872)	-0.4169	357
采矿业	0.0124 (0.0192)	0.0951	2661	卫生和社会工作	0.0408 (0.0464)	0.4142	337
建筑业	0.0268 * (0.0157)	0.2470	2640	教育	-0.0077 (0.1348)	0.0946	175

本文使用 2007 年第一季度到 2018 年第四季度的沪深两市非金融类上市公司的季度数据进行实证研究,回归结果表明,短期国际资本流入增加会促使企业增加杠杆。进一步分析表明,企业面临的融资约束程度越高,其融资决策对融资成本的变化越敏感,导致短期国际资本流动对企业杠杆率的影响越大;由于制造业企业面临更高的期限错配风险和融资约束,其企业杠杆率对短期国际资本流动的变化更加敏感;虽然民营企业对融资成本的变化和投资机会更加敏感,但是从银行获取贷款的难度更大,导致短期国际资本流动对国有企业和民营企业杠杆率的影响没有显著的差异。此外,对企业债务期限结构的分析表明,短期杠杆率对短期国际资本流动的敏感度高于长期杠杆率,为短期国际资本流动通过提高银行流动性来影响企业融资决策提供了证据。分样本回归的结果还发现,短期国际资本流动只对国有企业的长期杠杆率有显著影响。对不同债务类型的分析表明,短期国际资本流动对银行信贷杠杆率的影响高于对商业信用杠杆率的影响,而且融资约束程度只会影响银行信贷杠杆率对短期国际资本流动的敏感度,并不会影响商业信用杠杆率的敏感度,这说明企业为了规避期限错配风险,会将一部分新增贷款用于金融资产投资。综上所述,本文的研究结论丰富了企业杠杆率的影响因素研究,并且为深入理解短期国际资本流动对国内金融市场的影响提供了微观基础。

由于短期国际资本流动对企业融资决策的影响主要体现在短期债务上,一旦短期国际资本流入发生波动或者反转,企业只能被迫调整资产配置和融资计划,导致企业的债务违约风险上升。一方面,政府有必要加强对短期国际资本流动的管理,重点防范因国内经济形势和国际金融环境变化引起的“热钱”流入激增以及资本外逃。既要建立全面的跨境资本流动检测体系,及时评估是否需要调整资本管制的力度,也要综合运用货币政策、宏观审慎管理等政策工具,降低银行信贷决策对短期国际资本流动的敏感性。另一方面,政府应当加大减税降费的力度,同时加强对非金融企业投资金融资产获利的监管,引导资金回流实体经济,减轻企业投融资决策对短期国际资本流动的敏感性。

参考文献:

[1] Raddatz, C., Schmukler, S.L. On the International Transmission of Shocks: Micro-Evidence from Mutual Fund Portfolios[J]. Journal of International Economics, 2012, 88 (2):357—374.

(下转第 145 页)