



大型企业债务风险特征研究

——基于2002年以来中国大型企业数据的实证分析

俞洁 魏波 张婧宇

摘要: 党的十九大提出将“防范化解重大风险”列为三大攻坚战之首, 2021年中央经济工作会议专门提出, 正确认识和把握防范化解重大风险, 要做到精准拆弹。截至2021年末, 据不完全统计, 中国非金融企业合计约1万家, 若按资产规模前5大企业对该行业有重大影响来看, 合计企业约420家, 而上述企业存量债务占资本市场企业债务的比例却超过了50%, 大型企业风险即为防范化解重大风险的引爆点, 及时掌握大型企业债务风险特征, 对守住不发生系统性风险底线具有重要意义。本文选取近20年中国大型非金融企业数据, 通过面板数据回归模型实证分析, 得出大型企业债务风险的特征, 并结合大型企业债务风险特征, 提出金融风险监测预警、债券产品供给等方面的政策建议。

关键词: 大型企业 债务风险特征 短债长用 面板数据

引言

近年来, 党中央和国务院高度重视防范化解重大风险, 而大型企业因超量的债务规模, 其债务风险成为影响系统性金融稳定的重要因素。大型企业债务风险频发, 既对其自身经营发展带来不利影响, 也对相关地方、行业金融生态带来较大负面影响。2016年东北特钢等企业违约, 直接导致东北地区债券信用利差的扩大; 2020年河南永煤违约, 对河南及山西、云南等区域有类似特征的企业再融资带来较大负面影响。因此, 各级金融监管部门对大型企业风险十分重视, 而及时掌握大型企业债务风险特征、风险成因, 有助于指

导精准防控和有效处置债务风险, 更好保障金融安全, 有助于企业及各相关方从微观上更好地开展风险监测预警和处置工作, 促进各项措施落实落细。

目前, 关于企业债务风险的研究假说包括静态权衡理论与优序融资理论, 其中静态权衡理论(Jensen & Meckling, 1976)认为企业会在债务融资的税盾效应与财务困境成本之间进行权衡, 以此选择能使企业价值最大化的资本结构。优序融资理论从信息不对称角度, 认为与外部投资者相比, 企业经营者更了解企业的价值与风险, 而信息的不对称将直接影响企业对于内外部融资, 以及对于股权融资、债

俞洁、魏波、张婧宇, 中国银行间市场交易商协会。本文系个人观点, 与所在机构无关。



务融资的选择顺序。

国内外学界针对企业债务风险分别从宏观和微观视角进行研究，其中宏观视角又分别从宏观经济与行业的角度分析企业债务风险的影响因素。宏观经济方面，相关研究表明宏观经济因素与债务风险呈现明显相关性。第一，宏观经济的周期波动会影响债务违约风险。Bevan & Garzarelli (2000) 认为宏观经济越不景气，债券的违约风险水平越高，二者明显负相关。李亚超和鲍晓静 (2020) 以沪深两市2010—2018年上市公司为研究样本，发现当宏观经济上行时，企业纵向一体化更有可能出现债务违约；而当宏观经济下行时，企业横向一体化更有可能出现债务违约。Giesecke et al. (2011) 研究国家生产总值、通货膨胀率等宏观经济指标对债券违约的影响，认为宏观经济对债券违约风险有明确影响，且能够对债券违约起到一定的预警效果，其中通货膨胀的预警能力相对较小。第二，技术创新不足导致债务风险，金融周期会影响债务违约。罗朝阳和李雪松 (2020) 利用基于我国A股非金融类上市公司发行的债券，实证检验金融周期和全要素生产率对债券违约的影响，结果表明：金融周期和全要素生产率显著影响债券违约发生概率，在金融周期顶部区域债券违约概率显著增加，全要素生产率越高的企业发生债券违约的概率越小。第三，政策环境的不确定性影响债务违约风险。张靖等 (2018) 以2012—2016年我国A股上市公司为研究样本，发现环境不确

定性增加了企业债务违约的风险。行业方面，企业债务风险与所处行业有显著相关性。Acharya et al. (2007) 研究认为企业所在行业对其债务违约有较大影响，所处行业出现衰退将对企业的经营业绩产生负面影响并影响资金流动性，从而增加企业债券违约概率。李晚晴和田野 (2018) 认为我国企业部门整体杠杆率的上升是受部分周期性行业负债快速增长的影响。叶雨鹏等 (2018) 通过研究2011年以来企业的违约案例，认为债券违约的主要原因是行业景气度不高。谭小芬等 (2020) 研究发现制造业、房地产、建筑业及工业是企业债务集中分布的行业，相比之下，信息传输、软件和信息技术服务业负债规模居中且杠杆水平较低。

微观视角聚焦企业资产负债结构和内部治理，研究方法则主要通过利用上市公司数据开展实证分析，主要模型为面板回归模型。钟宁桦等 (2016, 2021) 使用规模以上工业企业样本，认为中国企业债务具有高度“结构性”特征，即企业债务以短期债务为主，这对债务风险产生明显负面影响；同时，大部分债务集中在少数企业，主要是大型、国有与上市企业。李晓迟 (2019) 认为大型企业债务风险暴露，更容易带来金融机构风险累积和相互传染，进而带来系统性的风险。胡援成和刘明艳 (2011) 利用上市公司数据研究认为，我国长期债务在总债务中所占比重较低，而从行业情况看，不同行业长期债务在总债务中所占的比重有较大差异。刘晓



光和刘元春(2019)基于2000—2015年中国上市公司面板数据,分析杠杆率对企业绩效和债务风险的影响,认为杠杆率降低了企业总资产回报率并提高了债务风险,但有利于提高净资产回报率。

本文主要在上述企业债务风险相关理论的基础上,认为大型企业债务风险普遍具有相关特征,提出4个研究假说,并选取2002—2021年中国资本市场大型非金融企业(包含A股上市及发债主体)数据,通过面板数据回归模型进行实证分析,对假说进行一一验证,并提出相应的结论与政策建议。

数据样本与模型设计

研究假设

基于上述文献综述,考虑到如下因素:其一,非金融部门宏观杠杆率变动是个体企业资产负债规模变动的结果;其二,资本市场债务风险行业分布既包括工业企业,还包括建筑业、批发零售业等行业;其三,大型企业在资本市场表现较为活跃,或为上市公司或为债券市场发债主体,这些大型企业在不同年份均有债务风险暴露的情况;其四,不同产权性质的大型企业均曾发生过债务违约;其五,企业债务风险具有普遍特征。鉴此,本文提出4个研究假说:

H1: 宏观经济波动对企业杠杆率及债务风险存在显著效应。

H2: 杠杆率抬升存在明显行业及年份特征。

H3: 短债长用显著增加企业债务风险。

H4: 国有企业与非国有企业杠杆率及债务风险存在分化。

模型建立与数据选取

根据本文研究目的,设立如下面板回归模型:

$$\begin{aligned} lev_{i,t} = & \alpha + \beta_1 firm_{i,t} + \beta_2 macro_t \\ & + \beta_3 debtstructure_{i,t} + \beta_4 industry_{i,t} \\ & + \beta_5 year_{i,t} + \beta_6 national_i * tlev_{i,t} \\ & + \beta_7 national_i * debtstructure_{i,t} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

被解释变量 $lev_{i,t}$ 表示企业债务风险,具体从总体杠杆率、长期及短期偿债压力、破产风险等4个方面衡量企业债务情况。杠杆率选择资产负债率(总负债/总资产)。偿债压力分为长期偿债压力及短期偿债压力,分别用EBIT利息保障倍数(EBIT/利息费用)及流动比率(流动资产/流动负债)来反映,两者均是值越高,反映偿债压力越小。破产风险采用Altman(1968)提出的Z-Score破产风险模型来反映,其中Z-Score(以下称Z值)通过净营运资本/总资产、留存收益/总资产、息税前收益/总资产、优先股和普通股市值/总负债、营业收入/总资产5个财务指标综合衡量企业破产风险大小,具体判断准则为 $Z < 1.8$,破产区; $1.8 \leq Z < 2.99$,灰色区; $2.99 < Z$,安全区。

控制变量 $firm_{i,t}$ 表示企业财务特征,共选8个企业财务数据作为控制变量,用于控制企业微观特性。具体控制变量为总资产规模、有形资产比率、总资产盈利能力(EBIT/总资产)、净资产收益率、营业



收入增长率、税负（所得税/利润总额）、财务费用比率、研发费用比率。

解释变量 $macro_{i,t}$ 表示宏观影响因素，分别采用GDP增长率、年度CPI以及M2同比增速代表经济增速、通货膨胀及货币政策。

解释变量 $debtstructure_{i,t}$ 表示债务结构，主要将短债长用作为债务短期化的衡量指标，以企业短期负债比例（短期负债/总负债）与短期资产比例（短期资产/总资产）之差作为短债长用的衡量指标。

虚拟变量 $industry_{i,t}$ 用于控制企业特性，表示企业行业分类，共分为12个行业； $year_{i,t}$ 表示2002—2021年共20个年份。 $national$ 表示企业属性，其中当企业为国有企业时， $national=1$ ，非国有企业 $national=0$ 。交互项 $national*tlev_{i,t}$ 用于表示国有企业及非国有企业的资产负债率分化， $national*debtstructure_{i,t}$ 用于表示国有企业及非国有企业债务短期化的差异。

数据选取与处理

选取2002—2021年中国资本市场大型企

业（包含A股上市及发债主体）数据，其中大型企业标准划分参照《统计上大中小微型企业划分办法（2017）》（国统字〔2017〕213号）。考虑到金融类企业资产负债与非金融企业有显著差别，因此仅选取非金融企业作为研究对象。为保证样本观测值的连续性及有效性，选取2002—2021年存续的大型企业，并剔除无法通过财务报表获取相关数据的企业。经筛选，所选样本共有企业1 076家，涉及行业12个，合计44.5万个数据。对变量在1%水平下进行缩尾处理，以消除异常值对回归结果的影响。主要变量描述性统计如表1所示。

实证分析

基准回归分析

结果显示（表2），一是杠杆率越高，企业长期偿债压力及短期偿债压力越大，企业破产风险越高。二是资产规模及盈利能力（营业收入增长率及ROE越高）对企业杠杆率有显著正向影响，但对偿债

表 1 主要变量描述性统计

变量名称	观测值个数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
资产负债率 (%)	21 405	64.38	710.95	-19.47	54.66	101 319.60
EBIT利息保障倍数	18 277	24.74	459.94	-19 621.76	3.79	31 319.78
流动比率	21 385	1.50	1.73	0.00	1.20	90.60
Z值	21 277	3.13	92.77	-11 512.76	2.20	6 325.60
总资产 (亿元)	21 442	461.11	2 751.44	0.01	52.95	89 228.07
有形资产比率 (%)	21 402	30.73	78.29	-5 708.45	31.73	119.47
总资产盈利能力 (%)	21 394	-0.54	1 562.05	-209 518.40	4.61	90 174.53
净资产收益率 (%)	21 016	4.61	104.68	-7 988.85	6.72	7 336.72
营业收入增长率 (%)	21 309	54.69	2 831.72	-103.33	10.91	378 437.20
税负 (%)	18 850	26.61	193.34	-5 136.31	20.65	22 039.27
财务费用比率 (%)	9 342	2.61	4.21	0.00	1.65	137.45
研发费用比率 (%)	21 345	7.02	209.71	-3 818.08	1.68	22 602.46



压力及破产风险有显著负向影响。即虽然资产规模越大、盈利能力越好, 导致企业越容易提升杠杆水平, 但同时也显著减少企业偿债压力及破产风险。三是企业税负对杠杆率有显著正向影响。这一结果符合考虑税收时的MM理论, 即公司税收越高, 举债所带来的税盾效应越大。

宏观变量影响因素回归分析

实证分析结果显示(表3), 经济扩张时期, 企业资产负债率显著抬升, 企业偿债压力显著加大, 破产风险显著下降;

货币政策宽松时期, 企业资产负债率显著抬升, 偿债压力显著减小, 破产风险显著下降。这与权衡理论下企业融资决策的预期结果一致, 即在经济扩张、货币宽松时期, 由于经济繁荣、货币供给充足, 企业破产风险相对较小, 因此倾向于提升杠杆, 利用债务税盾效应获取更大收益。

行业特征与年份回归分析

行业特征

考虑到研发费用对于企业债务具有一定影响, 剔除缺失研发费用的行业。结果

表 2 基准回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	资产负债率	EBIT利息保障倍数	流动比率	Z值
资产负债率		-0.9534***	-0.8026***	-1.0114***
		(0.075)	(0.033)	(0.055)
资产规模	0.0270***	0.1260***	0.0315***	-0.1344***
	(0.010)	(0.021)	(0.011)	(0.017)
有形资产比率	-0.1794***	-0.0074	0.0393***	0.0745**
	(0.017)	(0.025)	(0.014)	(0.029)
总资产盈利能力	-0.1512***	0.5862***	-0.0486**	0.2236***
	(0.019)	(0.042)	(0.019)	(0.030)
净资产收益率	0.0888***	0.1843***	0.0453***	0.0451**
	(0.011)	(0.022)	(0.011)	(0.018)
营业收入增长率	0.0072***	0.0145**	0.0020	0.0173***
	(0.003)	(0.007)	(0.003)	(0.005)
税负	0.0323***	0.0018	0.0067	0.0160
	(0.007)	(0.012)	(0.010)	(0.012)
研发费用比率	-0.0229***	0.0170*	-0.0029	-0.0201**
	(0.005)	(0.009)	(0.006)	(0.008)
财务费用比率	0.0841***	-0.6228***	-0.0291***	-0.0688***
	(0.007)	(0.029)	(0.007)	(0.010)
截距项	4.1031***	2.7435***	2.7562***	5.9697***
	(0.148)	(0.435)	(0.202)	(0.323)
观测值个数	4 635	4 448	4 635	4 631
R-squared	0.381	0.765	0.418	0.581
样本企业个数	825	812	825	825

已加入控制变量, 此处不再重复显示控制变量结果, 括号内为稳健标准误。已采用固定效应模型。
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



显示(附表1)^①, 建筑业、房地产业、批发和零售业、工业对杠杆率有显著正向效应, 其余农林牧渔、仓储等行业未出现显著的杠杆率抬升。上述杠杆率显著较高的行业多为周期性行业, 这与前期研究保持一致。周期性行业的固定资本如厂房、设备等投入较多, 资金占用时间较长, 经营杠杆及财务杠杆较高, 在经济周期出现波动时难以快速调整生产结构。

年份特征

结果显示(附表2), 2004—2013年, 大型企业杠杆率出现显著上升, 对应偿债压力显著增加, 其中2003—2006年大型企业破产风险显著上升。杠杆率及债务风险的年度变化反映出我国经济发展及宏观政策的变化。21世纪初, GDP及广义货币保持高速增长, 同时, 企业债、短期

融资券、中期票据等债券品种相继恢复与推出, 大大丰富了企业债务融资渠道。2008—2013年, 由于金融危机后国内启动“四万亿”刺激计划, 货币增速大幅上升, 而此时经济增速逐渐下降, 货币增速远超经济增速, 企业债务持续攀升。2015年底, 中央经济工作会议提出去杠杆的任务, 此后, 大型企业杠杆率未出现显著上升, 去杠杆取得实质成效。

债务短期化风险回归分析

从描述性结果来看(表4), 过去20年间, 大型企业短期负债占比明显高于短期资产占比, 存在短债长用的趋势。其中, 非国有企业短期负债占比明显高于国有企业, 但两者短债长用趋势相似。

从短债长用对企业债务风险的实证分析结果来看(附表3), 债务短期化显著

表3 宏观经济变量对债务风险影响实证分析结果

变量	(1) 资产负债率	(2) 流动比率	(3) Z值
资产负债率 (%)		-0.8410*** (0.028)	-1.1117*** (0.027)
CPI	0.0065*** (0.001)	-0.0010 (0.002)	0.0023 (0.002)
GDP同比增速	0.0059*** (0.001)	-0.0093*** (0.002)	0.0079*** (0.002)
M2同比增速	0.0052*** (0.001)	0.0025** (0.001)	0.0130*** (0.001)
截距项	2.5537*** (0.160)	3.1226*** (0.227)	4.1075*** (0.225)
是否加入控制变量	是	是	是
观测值个数	11,242	11,236	11,223
R-squared	0.307	0.362	0.591
样本企业个数	1 062	1 061	1 061
已加入控制变量, 此处不再重复显示控制变量结果, 括号内为稳健标准误。已采用固定效应模型。			
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

① 附表1~4为增强出版, 可在中国知网—《金融市场研究》查询或邮件联系编辑部获取。



增加企业破产风险及长短期的偿债压力。为更好研究不同企业属性的杠杆率、债务短期化对债务风险的影响,我们设置了交互项。从交互项回归结果来看,国有企业的杠杆率提升显著增加了破产风险,但在债务短期化方面,国有企业与非国有企业未出现显著分化。

国有企业与非国有企业回归分析

按照企业属性将样本数据划分为国有企业及非国有企业,其中国有企业713家,非国有企业349家。

从描述性统计结果大致可以看出(表5),过去20年间,非国有企业平均资产负债率(78.42%)高于国有企业(57.78%)。从图1中可以看出,2002—2008年,非国有企业资产负债率高于国有企业资产负债率,且2002—2006年上升速度较快。2008年金融危机之后,非国有企业的资产负债率开始下降,从此以后低于国有企业资产负债率。谭小芬等(2020)认为2008年金融危机后国内推出的“四万亿”刺激计划,进一步加大地方政府在产业政策和企业引导方面的干预作用,使得杠杆率出现明显分化。同时,金融危机的发生使得宏观政策及企业未来现金流不确定性增大,融资渠道相对受限的非国有企业主动增加现金持有量,降低企业杠杆水平。因此,非国有企业率先完成主动去杠

杆。

从平均Z值水平来看,国有与非国有企业Z值变化趋势相同,2004—2006年,国有与非国有企业的平均Z值均低于2.99,位于灰色区域,2007年出现明显改善后,2008年再次跌至灰色区,破产风险加大。此后,非国有企业的平均Z值始终高于国有企业。2017—2021年,国有企业的平均Z值位于2.7~2.9的灰色区,破产风险增加。

2016年后,非国有企业平均资产负债率大幅上升,Z值大幅下降,这与前文中大型民营工业企业2016年后资产负债率大幅上升保持一致。民企资产负债率的大幅上升,主要源自于:一方面,去杠杆的政策背景下货币信用持续收紧,民企融资成

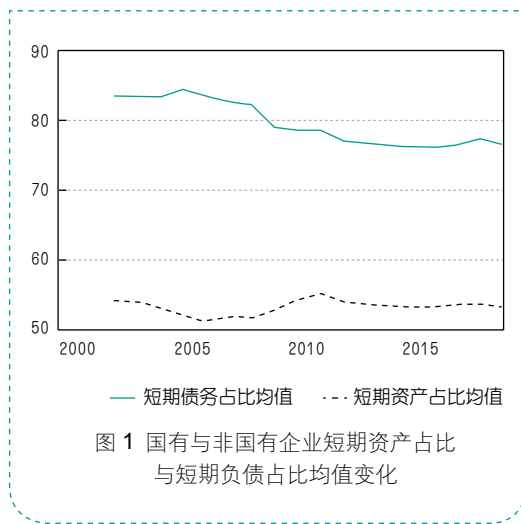


图1 国有与非国有企业短期资产占比与短期负债占比均值变化

表4 短期负债比例与短期资产比例

企业属性	短期负债比例 (%)	短期资产比例 (%)	短期负债—短期资产 (%)
国有企业	76.43	48.52	27.91
非国有企业	82.68	54.19	28.49
合计	78.47	50.37	28.10



表 5 国有企业及非国有企业变量（均值）描述性统计

企业属性	资产负债率 (%)	EBIT利息保障倍数	流动比率	Z值	资产规模 (亿元)	有形资产比率 (%)
国有企业	57.58	25.92	1.45	3.75	607.54	30.91
非国有企业	78.42	22.33	1.61	1.87	158.79	30.37
合计	64.38	24.74	1.50	3.13	461.11	30.73
企业属性	总资产盈利能力 (%)	净资产收益率 (%)	营业收入增长率 (%)	税负 (%)	研发费用比率 (%)	财务费用比率 (%)
国有企业	4.74	4.26	23.79	27.32	2.28	7.01
非国有企业	-11.43	5.34	118.20	25.12	3.22	7.03
合计	-0.54	4.61	54.69	26.61	2.61	7.02

本抬升，限制其投资活动，也加重财务负担；另一方面，2016年以来原材料价格持续上涨，民营企业经营成本上升，效益持续下滑，利润积累速度变慢进而影响资产扩张速度，使得本轮杠杆率上升出现负债扩张速度大于资产扩张速度的特点。

对国有企业及非国有企业资产负债率及破产风险进行回归分析，结果显示（附表4），两者近年来杠杆率变化存在明显分化，但破产风险并无显著分化。国有企业资产负债率在2003—2015年显著抬升，2016年后未出现明显上升；而非国有企业资产负债率在2003—2013年未出现明显变化，2014—2021年显著下降。从破产风险角度来看，国有企业与非国有企业破产风险均在2003—2005年显著增加；2009—2017年，Z值显著改善，破产风险降低。

结论及政策建议

结论

以上对2002—2021年我国大型企业债务风险的实证分析，可以得出如下结论。

一是宏观经济环境对于大型企业债务

风险有显著影响。经济扩张时期，企业资产负债率显著抬升，企业偿债压力显著加大，但破产风险显著下降，这表明经济繁荣时期，企业杠杆率的抬升是经济活动扩张的结果，不会加大企业破产违约风险；货币政策宽松时期，企业资产负债率显著抬升，偿债压力显著减小，破产风险显著下降，这表明货币政策宽松时期，企业杠杆率的抬升是流动性充裕的体现，若想维持此时的低破产风险，需要保证货币政策的平稳持续。

二是大型企业债务风险主要集中在房地产、建筑等个别行业。大型企业债务风险的行业特征较为明显，风险主要集中在房地产业、工业、建筑业、批发和零售业，上述行业违约风险敏感性较高。2008年以后，受基础设施建设投资增加的影响，部分周期性行业产能的快速扩张，既推动房地产行业的资产负债率进一步上行，同时也推动了产业链上游相关行业的投资和负债增长。

三是“短债长用”期限错配显著，债务短期化加剧。通过分类分析可以看出，

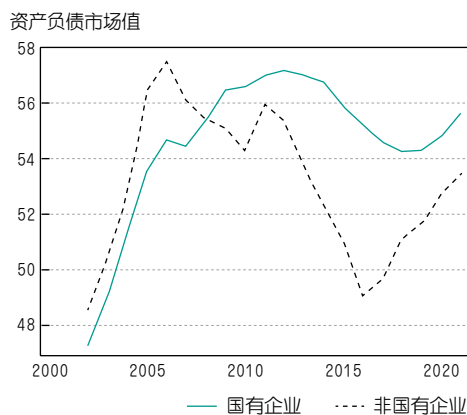


图2 国有与非国有企业资产负债率均值变化

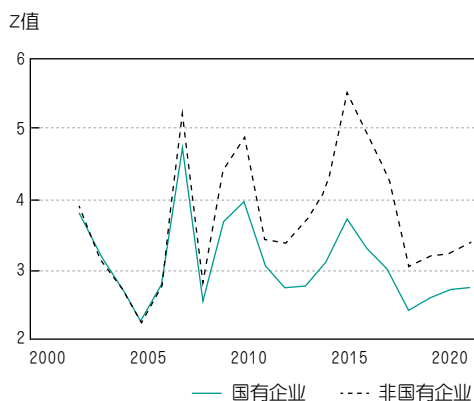


图3 国有与非国有企业Z值变化

大型企业债务中以短债为主，长期债务占比较低，非国有大型企业的短期偿债压力高于国有大型企业，在一定程度上说明银行更有意愿将长期贷款借贷给国有企业。债务短期化在一定程度上加剧了大型企业的债务风险，大型企业通过滚动短期债务开展投资经营活动，增加了企业的流动性经营压力。

四是企业产权性质对大型企业债务风险有较大影响。2008年后，不同产权性质的企业杠杆率出现明显分化：国有大型企业平均资产负债率高于非国有大型企业，非国有大型企业资产负债率显著下降。这侧面反映出“四万亿”刺激计划进一步加大地方政府在产业政策和企业引导方面的干预作用，使得银行信贷等资源主要流向了国有企业。同时融资渠道相对受限的非国有企业增加现金持有量，降低企业杠杆水平，率先完成主动去杠杆。从平均破产风险角度看，国有企业与非国有企业破产风险均呈现周期性变化，且国有企业的破

产风险显著大于非国有企业。2016年后，非国有企业平均资产负债率大幅上升，Z值大幅下降，主要是由于去杠杆的政策背景下货币信用持续收紧，民企融资成本抬升，限制其投资活动及资产扩张，也加重财务负担；另一方面2016年以来原材料价格持续上涨，民营企业利润积累速度变慢进而影响资产扩张速度，使得杠杆率上升出现负债扩张速度大于资产扩张速度的特点。

政策建议

坚持稳中求进工作总基调，保证宏观调控政策稳定性与连续性。实证结果证明在经济扩张、货币政策较为宽松时，企业资产负债率显著抬升，破产风险显著下降，但由于“短债长用”普遍存在，企业通过滚动短期债务开展经营活动，在一定程度上增加了企业的流动性经营压力，而一旦出现调控政策的收缩与转向，直接会导致企业出现短期债务接续困难，从而引发企业债务违约。因此，考虑到当前我国面



临复杂严峻的国际形势，国内改革发展稳定任务艰巨繁重，经济运行也面临一些突出矛盾与问题，我们更要坚持稳中求进的工作总基调，坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，保证宏观调控政策稳定性与连续性，避免政策急转弯，并利用货币政策调控手段的精准性，防范可能出现的风险苗头。此外，对于如房地产、建筑等债务风险较为集中的行业，应加强产业政策与财政政策、货币政策协同发力，避免债务风险的跨行业扩散。

健全金融风险监测预警体系，完善大型企业债务风险监测。党的二十大报告指出，要坚持以经济安全为基础，完善金融风险监测预警体系，强化经济、重大基础设施、金融等安全保障体系建设。掌握大型企业债务风险特征，可以为未来构建金融风险监测预警体系提供实证基础。应建立健全金融领域的风险监测预警体系，重点加强债务及经济周期的监测，做好重点领域的宏观审慎管理，将系统性金融市场主体纳入监测体系，加强对关键领域、重要环节的大型国有企业债务管理与债务风险监测。对于大型集团企业，通过集团债务

管理，优化债务结构，加强对资产负债率、短期债务占比等财务指标的管理与监测。同时，重点监测债务规模大、债券占比高、集中兑付压力大、生产经营困难、资金状况紧张的大型企业，进一步关注经营现金流和债务期限的匹配度。

增加中长期债券产品供给，防范化解短期偿债风险。不同产权性质的大型企业均具备短期债务占比较高的特征，通过滚动短期债务开展投资经营活动，增加了企业的流动性经营压力。为防范化解短期偿债风险，应促进债券市场发展，推进产品创新，支持重点项目融资和绿色项目融资，聚焦关键领域和薄弱环节，增加中长期债券品种供给，优化债券市场产品序列，进一步提高债券市场的包容性；加大对民营企业支持力度，提供精准融资支持，在防范风险的同时，保证其融资渠道的通畅，特别注意防范其短期债务偿债压力。同时，合理调整大型企业债务性、股权性融资比例，适时增加权益融资，优化企业资产负债结构。[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1] 丁梦晴.中小企业债务风险动态特征及其影响因素研究[D].浙江财经大学,2015.
- [2] 谷芸.企业债务风险及管控研究[J].纳税,2019,13(09):238-240.
- [3] 胡援成,刘明艳.中国上市公司债务期限结构影响因素:面板数据分析[J].管理世界,2011(02):175-177.
- [4] 纪敏,严宝玉,李宏瑾.杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验[J].金融研究,2017(02):11-25.
- [5] 孔剑锋.集团企业债务融资风险管理浅析[J].企业改革与管理,2020(16):103-104.
- [6] 李晚晴,田野.我国企业部门杠杆率及其债务风险的辩证分析[J].金融监管研究,2018(02):55-70.
- [7] 李晓迟.系统性金融风险发生机理研究——基于大型工业企业债务风险视角[J].天津经济,2019(11):7-13.
- [8] 李亚超,鲍晓静.一体化程度、宏观经济波动与企业债务违约[J].现代财经(天津财经大学学报),2020,40(08):73-87.



- [9] 李扬,等中国资产负债表2015: 理论、方法与风险评估[M].北京:中国社会科学出版社,2015.
- [10] 刘晓光,刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现[J].经济研究,2019,54(07):127-141.
- [11] 罗朝阳,李雪松.金融周期、全要素生产率与债券违约[J].经济管理,2020,42(02):5-22.
- [12] 马秀斌,张庆君.金融周期、融资约束与企业债务风险[J].金融与经济,2020(06):82-89.
- [13] 谭小芬,徐慧伦,董兵兵.中国非金融企业杠杆率的结构特征及其演变趋势[J].国际经济评论,2020(02):124-146+7.
- [14] 谭小平.上市公司债务融资短期化成因与治理方略[J].现代财经(天津财经大学学报),2008(05):31-34.
- [15] 谭小平.我国上市公司债务期限结构研究[M].北京:经济科学出版社,2009.
- [16] 叶康涛,张然,徐浩萍.声誉、制度环境与债务融资——基于中国民营上市公司的证据[J].金融研究,2010(08):171-183.
- [17] 叶雨鹏,王兆琛,葛馨蔚.民营企业债券的信用风险与违约特征[J].金融市场研究,2018(08):130-136.
- [18] 张靖,肖翔,李晓月.环境不确定性、企业社会责任与债务违约风险——基于中国A股上市公司的经验研究[J].经济经纬,2018,35(05):136-142.
- [19] 张明,潘松李江,孔大鹏.中国系统性金融风险: 部门分布、内外冲击与化解策略[J].俄罗斯研究,2021(04):35-57.
- [20] 钟宁桦,陈婉怡,解咪.中国企业债务的重要特征与近期演变[J].学术月刊,2021,53(10):77-87.
- [21] 钟宁桦,刘志阔,何嘉鑫,苏楚林.我国企业债务的结构性问题[J].经济研究,2016,51(07):102-117.
- [22] Acharya Viral,Bharath S,Srinivasan A.Does Industry wide Distress Affect Defaulted Firms?Evidence from Creditor Recoveries[J].Journal of Financial Economics, 2007(3).
- [23] Altman E.Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J].Journal of Finance,1968,23(4).
- [24] Bevan Andrew,Garzarelli F.Corporate bond spreads and the business cycle: introducing GS-SPREAD [J].The Journal of Fixed Income.2000(9).
- [25] Giesecke Kay,Longstaff F,Schaefer S M.Corporate Bond Default Risk: A 150-Year Perspective[J].Social Science Electronic Publishing,2011,102(2).
- [26] Jensen Michael C,Meckling William H.Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3(4).
- [27] Narayan Seema,Bui Minh Ngoc Thi,Ren Yishuai,Ma Chaoqun.Macroeconomic determinants of US corporate leverage[J].Economic Modelling,2021,104.
- [28] Stewart C Myers.The Capital Structure Puzzle[J].The Journal of Finance,1984,39(3).

Research on the Characteristics of Debt Risks of Large Enterprises —An Empirical Analysis Based on Data since 2002

YU Jie WEI Bo ZHANG Jingyu

(National Association of Financial Market Institutional Investors)

Abstracts The Communist Party proposed at its 19th National Congress to list "preventing and resolving major risks" as the first of three major challenges. The 2021 Central Economic Work Conference specifically stated that it is important to correctly understand and grasp the need to prevent and resolve major risks, and to do so with precision. By the end of 2021, according to incomplete statistics, there were about 10 000 non-financial enterprises in China. If we look at the top five enterprises in their respective sectors in terms of assets, there are about 420 enterprises in total. At the same time, the outstanding volume of debt of the above enterprises accounts for more than 50% of the corporate debt in the capital market. The risks presented by large enterprises are the key to preventing and resolving major risks to the economy as a whole. Grasping the characteristics of debt risk from large enterprises is essential to ensuring the prevention of systemic risk. This paper draws on data from large non-financial enterprises in China over the past 20 years and uses a panel data regression model to derive the characteristics of the debt risk of large enterprises. It also makes policy recommendations on financial risk monitoring and early warning measures.

Keywords Large Enterprises, Debt Risk Characteristics, Short-term Debt for Long-term Use, Panel Data

JEL Classification C33 G32 H63