

企业融资模式、金融市场安全性及其变动特征

吴世农, 陈韞妍, 吴育辉, 汪金祥

[摘要] 金融安全是国家安全的重要组成部分。本文借鉴并改进明斯基提出的融资分类方法,将上市公司和发债公司分为“庞氏型融资”“投机型融资”和“对冲型融资”三种类型,并收集2005—2019年中国上市公司和发行企业债、公司债的企业相关数据,编制中国股票市场和债券市场的金融安全性指数,以此测度和研究中国金融市场的稳定性和变动特征。研究发现,中国股票市场和债券市场的金融安全性指数呈现上升趋势,但2019年指数值分别仅为35.05%和31.72%,表明金融市场安全性仍有待提升。2019年股票市场中庞氏型融资企业占比为38.58%,债券市场中庞氏型融资企业占比高达53.85%,因此,需要特别关注和防范这类庞氏型融资企业对金融市场稳定性和安全性的潜在影响。进一步,本文提出未来需要从货币政策、社会资本、公司治理和企业经营与发展战略四个维度深入地探讨关于企业庞氏型融资的影响因素、成因、形成机理和后果等问题。本文的研究为测度中国金融市场的稳定性提供了新的度量方法,也为防范企业庞氏型融资及提升金融市场稳定性提供了相关政策建议。

[关键词] 融资模式; 金融市场安全; 庞氏型融资; 金融安全性指数

[中图分类号]F124 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2021)08-0037-19

一、引言

中国经济经历了几十年高速成长,金融市场开放程度逐年上升。中国金融业为企业和个人提供良好金融服务的同时,金融市场总体运行平稳,但防范和化解金融风险任务依然艰巨。随着企业融资渠道的变化和新金融工具的出现,股票市场、债券市场、信贷市场、外汇市场、期货市场呈现出金融风险事件频发、突发且原因复杂多变的特征。结合国情,研究如何度量、防范和化解各类金融风险,维护金融安全,不仅具有重要的理论价值,更具有重大的现实意义。

伴随着企业直接融资的放开,股票市场和债券市场规模越来越大。与此同时,股票的异动风险和债券的违约风险时有发生。自1990年以来,中国股票市场历经多轮明显的暴涨暴跌,曾出现多次“崩盘风险”征兆。《中国金融稳定报告(2019)》指出,2018年上证综指跌幅为24.59%,深证成指跌幅

[收稿日期] 2020-11-22

[基金项目] 国家自然科学基金重大项目“中国制度和文化背景下公司财务政策的理论与实践研究”(批准号71790601)。

[作者简介] 吴世农,厦门大学管理学院教授,博士生导师,经济学博士;陈韞妍,厦门大学管理学院博士研究生;吴育辉,厦门大学管理学院教授,博士生导师,管理学博士;汪金祥,福建农林大学经济管理学院讲师,管理学博士。通讯作者:陈韞妍,电子邮箱:yvonne8188@qq.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

达 34.42%,从股票市场压力指数看,A 股波动风险上升并处于较高水平。根据 Wind 数据统计,在中国债券市场中,自 2014 年公开市场首只债券发生违约以来,债券违约事件频频发生,尤其近三年发生违约债券数量和金额呈现快速上升趋势。2017 年债券违约 34 只,违约金额为 312.49 亿元;2018 年债券违约 125 只,违约金额达 1209.61 亿元;2019 年债券违约 183 只,违约金额更是高达 1483.04 亿元。从趋势看,债券违约数量大幅增加,主要表现为从不发达地区向发达地区蔓延,从低信用级别向高信用级别蔓延,从中小型企业向大中型企业蔓延,从民营企业向国有企业甚至中央企业蔓延;债券违约的品类较多,包括公司债、中期票据、短期融资券、私募债、中小企业集合债和城投债等。《中国金融稳定报告(2019)》指出,由于部分企业在宏观经济形势较好时期盲目依赖债务融资以实现企业扩张,导致在 2018 年宏观经济下行压力增大、盈利能力下滑及融资约束上升的背景下,部分企业无法偿付,债券违约事件层出不穷。

金融风险和金融危机度量、成因和预警分析一直是社会和学术界关注的热点和难点问题。不同于应用各类风险指标和波动率构建综合金融市场风险指数的思路,著名经济学家海曼·明斯基(Hyman P. Minsky)在凯恩斯“投资理论”基础上提出“投资—融资理论”,即从微观企业角度,借助资产负债表、现金流和资本资产价值的关系,用严谨的逻辑和简明的分析方法分析企业融资模式、金融脆弱性(Financial Fragility)与经济不稳定性(Economic Instability)之间的内在关系,提出了著名的“金融不稳定性假设”(Financial Instability Hypothesis),揭示了企业融资模式、金融市场脆弱性或是不稳定性以及经济危机的成因和规律。

Minsky(1957,1974,2008)依据融资类型将企业分为三类:对冲型融资企业(Hedge-financed Firm)、投机型融资企业(Speculative-financed Firm)、庞氏型融资企业(Ponzi-financed Firm)。Minsky(1968)认为,经济不稳定主要源自企业“为投资进行融资”的行为,因为企业在经济繁荣时一方面举债投资,容易导致“过度投资”,另一方面投资收益具有不确定性,导致越来越多的企业融资类型由对冲型向投机型甚至庞氏型转化,加剧了企业融资的脆弱性和金融市场不稳定性,最终引发金融危机甚至经济危机。因此,明斯基应用现金流入与现金流出之间的平衡关系划分企业的融资类型,阐明、度量和揭示金融市场的脆弱性及其成因。

尽管明斯基的“金融不稳定论”是基于对西方发达市场经济运行的深度考察与研究的结果,但其对于中国金融市场的风险监控和安全保障仍然具有重要的借鉴意义。本文收集 2005—2019 年中国 A 股上市公司和债券市场发债企业的相关数据,借鉴和改进明斯基的融资分类方法,对中国上市公司和发债企业进行融资类型分类,分别编制股票市场和债券市场的金融安全性指数(Financial Security Index,FSI),同时通过比较研究股票市场和债券市场的安全程度,探讨中国金融市场安全性的现状、变化趋势和主要原因,揭示中国企业融资类型与股票市场和债券市场安全性的关系,并提出相应的政策建议。本文的研究不仅对理解中国金融市场不稳定的根源、揭示如何从企业融资的角度防控金融市场风险,而且对调整和制定宏观经济政策、保障金融市场安全都具有重要的应用价值。

本文的主要边际贡献在于:①改进企业融资分类的方法,即结合公司财务运作实践和中国国情,在明斯基的融资分类的基础上提出了考虑投资增长和现金股利支付所需现金的融资分类划分标准和计算口径。②基于企业融资分类,构建了股票市场和债券市场的金融安全性指数,使得股票市场风险和债券市场风险的度量标准具有一致性,结果具有可比性。同时,对比目前应用主成分分析法、通过收集各类金融市场风险和波动率指标构建的金融压力指数(Financial Stress Index),本文所构建的 FSI 能够更加明晰地反映和刻画金融市场风险的根源和成因,据此提出的政策建议更

加具有针对性。③提出了从货币政策、社会资本、公司治理和企业经营与发展战略四个维度探讨企业庞氏型融资的影响因素、成因、形成机理和后果等问题,丰富了该领域未来的研究内容。

二、文献述评

1. 企业融资类型划分

Minsky(1957,1974,2008)基于企业和银行预计的经营现金流入及其波动(方差)与债务的契约性现金付款承诺(本金和利息甚至股息)之间的关系,先后将企业的融资类型分为以下三类:①对冲型融资。企业当年经营活动所创造的净现金可以满足付息还本所需现金,即经营性净现金流-(债务本金+利息) ≥ 0 。②投机型融资。企业当年经营活动所创造的净现金无法满足付息还本所需,换言之,在保有安全的现金持有量的前提下,企业只能动用部分现金存量或通过借新债还旧债的融资方式,加上当年自身经营活动所创造的净现金,才能满足付息还本所需现金,即经营性净现金流-(债务本金+利息) < 0 ,但(经营性净现金流+现金存量)-(债务本金+利息) ≥ 0 。③庞氏型融资。企业当年经营活动所创造的净现金无法满足付息还本的需求,而且动用过去历年的现金存量加上当年自身经营活动所创造的净现金也仍然无法满足付息还本所需现金。这类企业很难或根本不可能进行新增投资,即(经营性净现金流+现金存量)-(债务本金+利息) < 0 。

Minsky(1968)指出,在一个金融市场上,当出现投机型融资企业的数量和比重不断上升,特别是庞氏型融资企业的数量和比重不断上升,表明金融体系的脆弱性和不稳定程度在不断上升。

2. 金融不稳定性理论和政策选择

Minsky(1968,1975)认为,在经济平稳期,企业和银行的逐利行为推动了企业举债投资,银行也愿意通过各种金融创新工具为企业提供各种债务形式的资金。一方面投资扩张拉动经济增长,创造了经济繁荣,但另一方面举债投资扩张改变了企业的债务结构和债务比例,特别是在乐观状态下企业加大财务杠杆,甚至用短债资金投资长期资产。然而,由于投资收益具有不确定性,当企业的投资难以获得预期效益,企业现金流出现入不敷出的情况,则一批批企业就从对冲型融资转向投机型融资,从投机型融资转为庞氏型融资。一旦投机型融资企业数量增加和占比上升,尤其是庞氏型融资企业数量增加和占比上升,企业融资的脆弱性随之上升。作为金融市场融资主体的企业,其融资脆弱性的集合形成了金融市场的脆弱性,当金融市场的脆弱性上升,则金融市场风险上升。因此,一旦某些庞氏型融资企业发生债务危机,迅速蔓延至整个行业并危及金融机构,最终引发金融市场的波动和不确定,并触发行业衰退、经济危机乃至崩溃。

在此基础上,Minsky(1999,2008)提出了稳定经济和缓解金融危机的经济政策。不同于凯恩斯所提出的通过大量投资支出和推行社会福利计划应对金融危机和经济的不稳定性,他认为通过拉动投资实现经济增长会使得金融系统由充满活力走向脆弱,并且引起金融不稳定和通货膨胀,因此坚信要通过充分就业、减少收入差距、加强金融监管等宏观经济政策,以及稳健的负债和减少庞氏型和投机型融资的占比等微观经济政策,来降低金融体系的脆弱性。

3. 金融市场风险度量

度量金融市场的不稳定性、脆弱性或风险,难点在于如何解决不同金融市场的风险度量标准的一致性,使得结果具有可比性,而且成因明确。

J.P.Morgan于20世纪90年代推广的在险价值(Value at Risk, VaR),即尾部风险测度指标是实务界常用的衡量风险的评估方法(Nadarajah and Chan,2016)。Illing and Liu(2006)使用涵盖股票、债券、外汇市场和银行部门的连续日数据,通过主成分分析法构建了加拿大金融系统的金融压

力指数(Financial Stress Index)。此后,常见类似使用一些宏观经济指标、各类金融市场的交易数据波动性指标等构建金融压力指数的研究。Tepper and Borowiecki(2014)基于杠杆导致的爆发性行为(Leverage-Induced Explosive Behavior)构建模型来衡量金融市场不稳定性,发现去杠杆的过程会引发金融市场的不稳定。

在中国,金融市场的脆弱性和风险的度量及分析也引起学术界的广泛讨论。在宏观层面,宫晓琳(2012)使用未定权益分析方法(Contingent Claims Analysis,CCA)建立国民经济机构部门层面的风险财务报表来测度中国宏观金融风险。陶玲和朱迎(2016)将系统性风险产生的原因分为内部和外部两个方面,并提出包含7个维度的综合指数度量系统性金融风险。张晓晶和刘磊(2020)基于债务存量、债务增量与金融地产三个分类共计15个指标,通过主成分分析法构建中国宏观金融脆弱性指数,其核心要义在于度量债务与资产及债务与经济规模之间是否匹配。在微观层面,王竹泉等(2020)强调企业现金流量的重要性,并构建存量与流量兼顾的企业短期财务风险评价体系。这些研究为测度和分析中国金融市场风险提供了一些新的思路。

近年来,基于明斯基的融资分类方法,从微观企业的融资模式的分类来度量金融市场脆弱性的思路引起学术界的关注,特别是基于明斯基的理论所构建的金融市场脆弱性指数可以克服因不同金融市场风险度量标准的不一致所导致的结果不可比的问题,且金融市场风险的成因更加明确。Torres Filho et al.(2019)采用赋分法度量金融市场的脆弱性,即庞氏型融资=1分,投机型融资=0.5分,对冲型融资=0分,然后将各类企业的数量或市值作为权重,构建金融市场的脆弱性指数(Financial Fragility Index,FFI),使得不同金融市场的风险度量具有一致性,结果具有可比性。FFI的计算公式是:

$$FFI_t = \frac{(0 \times F_t^{Hedge} + 0.5 \times F_t^{Speculative} + 1.0 \times F_t^{Ponzi})}{X_t} \times 100\% \quad (1)$$

其中, F_t^x 代表样本中每一融资类型企业的数量或每一融资类型企业的市值,上标Hedge为对冲型,Speculative为投机型,Ponzi为庞氏型; X_t 代表样本企业的总数量或总市值。如果该指数为0,表示该市场所有企业当年都从事对冲型融资活动;如果该指数为1,表示该市场所有企业当年都从事庞氏型融资活动。

Tymoigne(2014)提出,企业融资类型划分标准应该同时包含用于反映流动性的现金流量(含现金净流入和现金流出)和作为安全边界的现金存量的信息。后续研究对于企业融资类型的分类思路均以此为核心,但受不同国家现金流量表编制方式及披露科目不同的影响,在具体的度量指标的口径方面略有差异:①在度量各期经营活动现金流入方面,Mulligan(2013)使用净利润,Nishi(2019)使用营业利润,Torres Filho et al.(2019)使用息税折旧摊销前利润,Davis et al.(2019)和Pedrosa(2019)使用经营性净现金流、投资性净现金流与其他活动净现金流之和;②在度量企业债务的契约性现金付款承诺方面,Mulligan(2013)仅考虑利息支出,Torres Filho et al.(2019)、Davis et al.(2019)和Pedrosa(2019)考虑企业付息还本的需求即使用债务本金偿还与利息支出之和,Nishi(2019)使用新增投资、债务本金偿还和利息支出与股息支付之和。

根据明斯基的融资分类,从企业融资类型的角度出发构建的金融脆弱性指数(FFI)具有以下优势:①度量方法适用于不同的金融市场,如股票市场、债券市场、银行信贷市场等;②不同金融市场的风险可直接比较;③金融风险的成因十分明确,对策具有针对性;④金融脆弱性或不稳定性与金融安全性为互补关系,即金融安全性(FSI)=1-金融脆弱性(FFI),因此,金融安全性(FSI)最大值为1,表

示金融市场上的微观主体均为对冲型融资；最小为0，表示金融市场上的微观主体都为庞氏型融资，应用简单，经济含义明确。相比之下，基于明斯基融资分类构建的FSI可以克服常用的主成分分析构建金融市场安全性或风险指数存在的弱点：①由于前期研究对金融风险的含义和定义不一，选择指标各异，度量结果不同；②主成分分析的结果是个综合信息指标，通常提取股票市场、债券市场、外汇市场、保险市场、信贷市场的各种风险指标或波动率指标等的公共信息后再赋权处理，由于不同时期的金融风险成因不同，因此，难以解释度量的结果，也难以发现金融风险的成因并提出有效的对策。

三、研究设计

1. 企业融资类型的定义及其划分标准、计算口径和含义

值得注意的是，明斯基在讨论企业融资类型时，既未考虑企业向股东支付现金股利所需的现金支出，也未考虑到企业增长和投资扩张所需的现金支出，这两项现金支出是企业在发展过程中所需支付的现金。为此，本文在明斯基融资分类的基础上，结合中国半强制性分红的特点和财务报表项目提出：从资金来源看，首先要考虑企业当年的经营净现金，其次要考虑其现金资产；从资金需求看，不仅考虑企业当年需要偿还的债务及利息，而且还考虑股利支付和新增投资二项所需现金，这也是企业的“现金支出承诺”，并重新划分企业融资类型和确定计算口径（见表1）。这一分类和计算口径的依据是：经营财务运行正常和健康的企业要求，企业经营活动所创造的净现金，即在满足自身经营所需的现金支出之后赚取的净现金，不仅能够满足付息还本，而且能够满足新增投资和股息支付对现金的需求。若有不足，则一方面可能动用账上的现金资产，另一方面可能放弃新增投资，从而实现资金供给和需求的基本平衡，此时企业由对冲型融资转向投机型融资。若再不足，则需要举债或增资扩股。长期看，一旦企业难于赚取经营净现金，一直依靠举债和增资扩股的现金，终将难于继续，最后步入庞氏型融资。这能更加客观地反映企业财务运作与管理的实际。

表1 企业融资类型划分标准及其经济含义

融资类型	划分标准和经济含义
对冲型融资	划分标准： $\text{当期经营性净现金流} - [\text{当期投资支出} + (\text{当期应付债务} + \text{当期利息} + \text{当期股息})] \geq 0$ 经济含义：企业当年经营活动所创造的净现金能满足付息还本、新增投资和股利支付所需
投机型融资	划分标准： $\text{当期经营性净现金流} - [\text{当期投资支出} + (\text{当期应付债务} + \text{当期利息} + \text{当期股息})] < 0$ ，但若放弃新增的投资支出， $(\text{当期经营性净现金流} + \text{期初现金存量}) - (\text{当期应付债务} + \text{当期利息} + \text{当期股息}) \geq 0$ 经济含义：①企业当年经营活动所创造的净现金无法满足当年付息还本、新增投资和股利支付所需。②企业动用年初的现金存量，加上当年自身经营活动所创造的净现金，可以满足当年付息还本和股利支付所需的现金，然而企业可放弃新增投资使得资金供给 \geq 资金需求
庞氏型融资	划分标准： $(\text{当期经营性净现金流} + \text{期初现金存量}) - (\text{当期应付债务} + \text{当期利息} + \text{当期股息}) < 0$ 经济含义：企业当年经营活动所创造的净现金加上年初的现金存量，仍然无法满足当年付息还本和股利支付所需，只能通过继续举债或（和）增资扩股来满足当年付息还本和股利支付对现金的需求

表2是划分企业融资类型与计算金融安全性指数(FSI)所用变量的定义和计算口径。需要注意的是，在度量“企业当期应付债务”时，定义和计算口径的争议颇多。Davis et al.(2019)和Pedrosa(2019)使用企业上一期的流动负债度量企业当期应付的债务。这一计算口径的好处是便于计算且

简洁直观,但是忽略了各类应付款项与各类应收款项差额对企业实际所需偿还债务的影响。本文结合国情,基于以下两方面,对企业当期应付债务(DP)的计算口径进行重新梳理和定义:①短期借款、交易性金融负债、衍生金融负债和一年内到期的非流动负债四个科目是企业当期需以现金偿付的“刚性债务”;②在考虑应付账款、应付票据、应付职工薪酬、应交税费、应付利息、应付股利、其他应付款等流动负债方项目对企业短期债务的负向影响时,需要考虑到应收账款、应收票据、应收利息、应收股利、其他应收款等流动资产方项目对企业短期债务的正向影响,因此,将企业应付的各项短期债务减去企业应收的各项短期资产,实际上度量了除上述短期的“刚性债务”之外企业当期应付的净债务。由此便可更准确地度量企业当期所需使用经营性净现金,甚至动用期初现金存量来支付的当期债务,即“当期应付债务”(DP)。

表 2 企业融资类型划分标准与金融安全性指数所用变量的定义

变量类别	变量名称	变量符号	计算公式
资金净流入	当期经营净现金	<i>ONCF</i>	经营活动产生的现金流量净额
资金需求	当期应付债务	<i>DP</i>	(短期借款+交易性金融负债+衍生金融负债+一年内到期的非流动负债)+(应付票据-应收票据)+(应付账款-应收账款)+(各类其他应付款-各类其他应收款)+(其他流动负债-其他流动资产)
	当期利息	<i>Int</i>	分配股利、利润或偿付利息支付的现金-当年累计派发的现金股利
	当期股息	<i>Div</i>	当年累计派发的现金股利
	当期投资支出	<i>Investment</i>	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+投资支付的现金+质押贷款净增加额+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额+支付其他与投资活动有关的现金
安全边界	期初现金存量	<i>CA</i>	期初现金资产=期初货币资金+期初交易性金融资产+期初一年内到期的非流动资产
金融安全性	企业融资类型	<i>FM</i>	对冲型融资=1,投机型融资=0.5,庞氏型融资=0
	金融安全性指数	<i>FSI</i>	见下文式(2)

由表 2 可见,从资金来源看,企业可用于偿还债务、投资和分红的资金来源由两部分构成:当期企业创造的经营净现金,企业期初结余的现金资产。从资金需求看,企业当期的现金使用去向主要由三部分构成:用于付息还本,用于现金分红,用于新增投资。这种资金来源与资金需求的关系平衡反映了企业的融资动机和财务健康状态。更准确地说,当资金来源大于资金需求时,企业属于健康融资,即对冲型融资;当资金需求大于资金来源时,企业只能动用期初结余现金资产,企业属于亚健康融资,即投机型融资;当企业使用当年创造的经营净现金,加上动用年初结余的现金资产,还是无法满足付息还本和支付股息的现金需求,即资金需求大大超过资金来源,需靠不断的债务融资和股权融资满足当年付息还本和股利支付的现金需求时,企业属于病态融资,即庞氏型融资。一旦越来越多的企业属于投机型融资和庞氏型融资,表明企业的融资脆弱性和金融市场的脆弱性将持续上升,金融市场的安全性将持续下降,从而引发金融市场的不稳定性和动荡,最终演变为金融危机。

2. 金融安全性指数(FSI)的度量 and 编制

编制 FSI 必须根据企业的融资类型,先计算其融资安全性,然后对金融市场上的企业的融资类型赋分并加权平均,获得金融市场的安全性指数(FSI)。根据表 1 的企业融资类型分类和计算标准,

借鉴 Torres Filho et al.(2019)采用赋分法计算金融市场脆弱性指数(FFI)的思路,提出金融市场安全性指数(FSI)的度量方法,即对冲型融资=1分,投资型融资=0.5分,庞氏型融资=0分。因此,计算FSI的公式是:

$$FSI_t = \frac{(1 \times F_t^{Hedge} + 0.5 \times F_t^{Speculative} + 0 \times F_t^{Ponzi})}{X_t} \times 100\% \quad (2)$$

其中, F_t^x 代表样本中每一融资类型企业的数量或每一融资类型企业的市值; X_t 代表样本企业的总数量或总市值。可见,当FSI越接近100%,表明金融市场的安全性越高,反之则代表金融市场的脆弱性或不稳定性越高。

不难发现,金融脆弱性指数(FFI)与金融安全性指数(FSI)存在以下关系:

$$FSI_t = 1 - FFI_t \quad (3)$$

对于股票市场, F_t^x 代表某一年某一种融资类型的企业的数量或市值,其中, F_t^{Hedge} =某一年对冲型融资企业的数量或市值; $F_t^{Speculative}$ =某一年投机型融资企业的数量或市值; F_t^{Ponzi} =某一年庞氏型融资企业的数量或市值。对于债券市场, F_t^x 代表某一年某一种融资类型的债券的数量,其中, F_t^{Hedge} =某一年对冲型融资债券的数量; $F_t^{Speculative}$ =某一年投机型融资债券的数量; F_t^{Ponzi} =某一年庞氏型融资债券的数量。

由此可见,FSI越大,表明股票市场或债券市场整体安全性及稳定性越高,反之则代表股票市场或债券市场整体的脆弱性或不稳定性越高。

针对不同的金融市场,每1年或12个月滚动式编制该市场的FSI,形成FSI的时间序列,可以动态考察和分析一个市场的安全性。例如,股票市场可以分上海市场、深圳市场、中国香港市场等,也可以分主板、中小板、创业板,分别编制每一类股票市场的安全性指数。债券市场则可分为企业债、公司债、其他,分别编制每一类债券市场的安全性指数。

3. 数据来源及样本选择

本文收集2005—2019年中国A股上市公司和债券市场发行企业债和公司债的公司的有关数据,分别计算股票市场和债券市场的金融安全性指数(FSI)。上市公司相关数据来源于CSMAR,债券相关数据来源于Wind。上市公司所选样本剔除了金融类企业、退市企业、当年IPO的企业和主要变量值缺失的企业,共获取31691个有效的股票市场样本观测值。由于计算债券市场金融安全性指数需要发债公司披露较详细的财务数据,债券市场选取企业债和公司债为研究对象,剔除主要变量值缺失的观测值后,共得到58491个有效样本观测值。

四、实证研究与结果分析

1. 股票市场FSI

股票市场安全性的度量涉及加权平均及其权重的选择问题。表3是2005—2019年和2019年中国上市公司的融资类型,以及分别用企业数量和企业市值两种加权平均法计算的股票市场FSI。

在Panel A中,用企业数量加权的FSI显示,2005—2019年中国股票市场安全性指数均值为32.72%,表明股票市场的安全性较低,不稳定程度较高。通过对上市公司三种融资类型占比的分析可以发现,对冲型、投机型和庞氏型融资企业分别占全样本的10.66%、44.12%和45.22%,表明在考虑新增投资和现金分红后,仅10.66%的企业能够通过当年经营活动所创造的净现金满足付息还本、新增投资和股利支出的需求;44.12%的企业在当年经营活动净现金的基础上,需动用其期初现

金存量才能满足付息还本和股利支出的需求；45.22%的企业即使以当年的经营净现金，且动用期初现金存量，也无法满足当年付息还本和股利支出所需的现金，此类企业不仅丧失新增投资的能力，而且需要依靠不断举债或增资扩股以维持企业未来所需的现金支付承诺。若考虑新增投资和股利支出对于现金支出的需求，2005—2019年，中国股票市场上庞氏型融资和投机型融资的企业数量占比合计高达89.34%，其中庞氏型融资企业占45.22%，这正是中国股票市场金融安全程度较低的原因。用企业市值加权计算，中国股票市场2005—2019年FSI均值为31.03%，同样表明股票市场安全程度较低。从融资类型分布看，对冲型融资的企业市值仅占观测期内样本总市值的8.89%；庞氏型和投机型融资的企业两者市值合计占总市值之比高达91.11%，其中庞氏型融资企业的市值占比高达46.82%，再度表明中国股票市场金融安全性偏低的原因是庞氏型融资和投机型融资企业占比过高。

Panel B是2019年中国股票市场FSI和上市公司融资类型分布的情况。2019年中国股票市场用市值加权的FSI为34.33%；用数量加权的FSI为35.05%。究其原因，用企业数量加权，2019年上市公司中庞氏型融资企业占38.58%；用企业市值进行加权，2019年上市公司中庞氏型融资企业占41.71%。同时，无论是用企业数量加权还是市值加权，投机型融资和庞氏型融资两类上市公司的合计占比都在89.64%—91.31%之间，可见在中国股票市场中，庞氏型融资和投机型融资的企业占比太高，从而削弱了股票市场的金融安全性。

表3 中国股票市场上上市公司融资类型分布和FSI均值

Panel A(2005—2019)						
融资类型	FSI—用企业数量加权			FSI—用企业市值加权		
	样本量(个)	占比(%)	均值(%)	市值(千亿元)	占比(%)	均值(%)
对冲型融资	3379	10.6623		298.9	8.8855	
投机型融资	13981	44.1166	32.7206	1490	44.2938	31.0324
庞氏型融资	14331	45.2210		1575	46.8207	
Panel B(2019)						
融资类型	FSI—用企业数量加权			FSI—用企业市值加权		
	样本量(个)	占比(%)	均值(%)	市值(千亿元)	占比(%)	均值(%)
对冲型融资	293	8.6892		45	10.3687	
投机型融资	1778	52.7284	35.0534	208	47.9263	34.3318
庞氏型融资	1301	38.5824		181	41.7051	

Minsky(1957,1978)指出,“经验证明,我们的经济在稳健的和脆弱的融资结构之间摇摆不定,而金融危机爆发的前提是危机前存在融资结构的不稳定性。”经济中对冲型融资、投机型融资和庞氏型融资的权重是经济稳定性的一个决定性因素。当一个金融市场中庞氏型融资企业占比或庞氏型融资企业占比和投机型融资企业占比大幅上升,并超过了对冲型融资企业占比,则金融市场脆弱性越来越高,金融市场安全性越来越低,造成金融市场和整体经济的不稳定。对经济整体而言,这种经意或不经意的庞氏型融资方案的增加成为滑向脆弱金融体系的征兆。因此,本文应用t检验方法,检验用企业数量加权后,中国股票市场中对冲型融资企业占比与庞氏型融资企业占比是否存在显著差异。表4的检验结果发现,无论是2005—2019年还是2019年,对冲型融资企业占比与庞氏型融资企业占比均在1%水平上存在显著差异,即在中国股票市场上,上市公司庞氏型融资占比显

著高于对冲型融资占比。这再次表明,中国股票市场的不稳定性较高,安全性较低的原因在于庞氏型融资企业占比显著高于对冲型融资企业占比。

表4 中国股票市场对冲型与庞氏型融资企业占比 t 检验结果:用企业数量加权

融资类型	样本期间	样本量 (个)	均值		均值差异	标准误	t 值	p 值
			对冲型	庞氏型				
对冲型-	2005—2019	17710	0.1908	0.8092	-0.6184***	0.0059	-100.0000	0.0000
庞氏型	2019	1594	0.1838	0.8162	-0.6324***	0.0194	-32.5811	0.0000

注:*** p<0.01,** p<0.05,* p<0.1。以下各表同。

Minsky (1957, 1978)指出,庞氏型融资和投机型融资的界限在于(企业投资的)现金流的构成以及是否存在正的净现值。一家需要反复举债的投机型融资企业可能在再融资时面临比预期高得多的利率。向上浮动的利率增加了未来付息还本所需支付现金的压力,并累加到大规模的未清偿债务上,最终使得企业由投机型融资转向庞氏型融资。当庞氏型融资表现在为大规模投资项目融资时,建设计划的延期将对项目投资期间的所有者权益产生重大影响。同时,在投资繁荣期,劳动力和原材料的短缺、提价、延期等,与利率上升交互,共同导致所有者权益快速或持续损失,即 $\frac{d(Equity)}{d(t)} < 0$ 。为检验庞氏型融资企业的价值是否低于对冲型融资企业的价值,本文分别计算了庞氏型融资上市公司的托宾 Q 值(T-Q)和对冲型融资上市公司的托宾 Q 值(T-Q),即:

$$T-Q = \frac{\text{股票市值} + \text{债务}}{\text{总资产} - \text{无形资产} - \text{商誉}} \quad (4)$$

表5是对对冲型融资与庞氏型融资企业的托宾 Q 值(T-Q)进行 t 检验的结果。对 2005—2019 年的检验结果发现,对冲型融资与庞氏型融资企业的权益市值并无显著差异。换言之,总体上,庞氏型融资企业的估值并不低,这实际上从另一个角度证明了中国股票市场高估了庞氏型融资公司的价值。由 2019 年的检验结果发现,对冲型融资与庞氏型融资企业的权益市值在 1%水平上存在显著差异,即对冲型融资企业的权益市值显著高于庞氏型融资企业。这一结果表明,投资者在经历数年的股票市场波动中开始关注企业的融资模式对企业价值的影响,具有从非理性投机型投资回归到理性价值型投资的特征或趋势^①。

表5 中国股票市场对冲型与庞氏型融资企业价值的 t 检验结果

T-Q	样本期间	样本量(个)		均值		均值差异	标准误	t 值	p 值
		对冲型	庞氏型	对冲型	庞氏型				
对冲型-	2005—2019	3364	14248	4.0831	9.5684	-5.4853	4.6058	-1.1910	0.2337
庞氏型	2019	293	1301	2.9347	1.9935	0.9412***	0.1386	6.7884	0.0000

2. 债券市场 FSI

表6中 Panel A 和 Panel B 是 2005—2019 年和 2019 年由公司债和企业债构建的中国债券市场金融安全性指数(FSI)。结果发现,2005—2019 年,以企业债和公司债为代表的债券市场的 FSI 均值为 34.86%。企业债和公司债的融资类型分布表明,中国企业债和公司债分属对冲型、投机型和庞

① 对冲型融资公司与庞氏型融资公司的 T-Q 值进行逐年 t 检验发现,2013—2016 年二者开始呈现差异,2016 年之后对冲型融资公司的 T-Q 值显著大于庞氏型融资公司。结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

氏型融资的债券占全样本的比例分别为 19.87%、29.98%和 50.15%。这表明,公司债与企业债中仅有 19.87%的债券,其发行人能通过当年经营活动所创造的净现金满足付息还本、新增投资和股利支出的需求;29.98%的发行人当年经营活动净现金的基础上,需要动用期初现金存量来满足付息还本和股利支付的需求;50.15%的发行人即使动用了期初现金存量,仍无法满足付息还本和股利支付所需的现金,此类发债企业需要依靠不断举债来维持其未来所需的现金支付承诺。可见,2005—2019年,无论是从企业融资类型的占比,还是从债券市场的金融安全性指数的均值看,中国债券市场的不稳定性程度较高。

2015—2019年,企业债券市场的 FSI 均值为 40.57%,其中,25.46%的债券属于对冲型融资,30.23%的债券属于投机型融资,44.32%的债券属于庞氏型融资。公司债券市场的 FSI 均值为 25.65%,其中,10.86%的债券属于对冲型融资,29.58%的债券属于投机型融资,而高达 59.57%的债券属于庞氏型融资。二者比较可见,企业债中对冲型融资债券数量的占比高于公司债对冲型融资债券数量的占比,企业债中属于投机型融资和庞氏型融资的债券数量的占比之和低于公司债中属于投机型融资和庞氏型融资的债券数量的占比之和,因此,企业债券市场的 FSI 均值高于公司债券市场的 FSI 均值。相比之下,公司债券市场呈现庞氏型融资占比高,安全性程度低的特点。

Panel B 中的结果表明,2019年,从企业债和公司债券市场看,投机型融资和庞氏型融资的债券数量占比之和高达 82.72%,FSI 为 31.72%。其中,企业债中投机型融资和庞氏型融资的债券数量占比之和达 73.30%,FSI 为 42.16%;公司债中投机型融资和庞氏型融资的债券数量占比之和高达 90.18%,FSI 仅为 23.44%,其市场安全性明显低于企业债。

表 6 中国债券市场发债企业融资类型分布和 FSI 均值

Panel A (2005—2019)									
融资类型	FSI—债券市场			FSI—企业债			FSI—公司债		
	样本量 (个)	占比 (%)	均值 (%)	样本量 (个)	占比 (%)	均值 (%)	样本量 (个)	占比 (%)	均值 (%)
对冲型融资	11622	19.8697		9192	25.4563		2430	10.8569	
投机型融资	17534	29.9773	34.8584	10914	30.2252	40.5688	6620	29.5773	25.6456
庞氏型融资	29335	50.1530		16003	44.3186		13332	59.5657	

Panel B (2019)									
融资类型	FSI—债券市场			FSI—企业债			FSI—公司债		
	样本量 (个)	占比 (%)	均值 (%)	样本量 (个)	占比 (%)	均值 (%)	样本量 (个)	占比 (%)	均值 (%)
对冲型融资	2177	17.2819		1487	26.7014		690	9.8179	
投机型融资	3637	28.8720	31.7179	1722	30.9212	42.1620	1915	27.2482	23.4419
庞氏型融资	6783	53.8462		2360	42.3774		4423	62.9340	

表 7 是中国债券市场上发债企业融资类型占比的差异检验结果。由表 7 可见,无论是 2005—2019 年还是 2019 年,中国债券市场中庞氏型融资的债券占比显著高于对冲型融资的债券占比。这一结果再次表明庞氏型融资债券占比显著高于对冲型融资债券占比,是导致债券市场金融安全性偏低的主要原因。

3. 股票市场 FSI 与债券市场 FSI 的比较

表 8 Panel A 是 2005—2019 年中国股票市场与债券市场的融资类型分布及二者金融安全性指数(FSI)的对比结果。从 FSI 均值看,股票市场为 32.72%,债券市场为 34.86%,表 9 Panel A 中 t

表7 中国债券市场对冲型与庞氏型融资债券占比t检验结果

Panel A: 债券市场对冲型与庞氏型融资债券占比t检验								
融资类型	样本期间	样本量 (个)	均值		均值差异	标准误	t值	p值
			对冲型	庞氏型				
对冲型- 庞氏型	2005—2019	40957	0.2838	0.7162	-0.4324***	0.0045	-97.0705	0.0000
	2019	8960	0.2430	0.7570	-0.5140***	0.0091	-56.7262	0.0000
Panel B: 企业债对冲型与庞氏型融资债券占比t检验								
融资类型	样本期间	样本量 (个)	均值		均值差异	标准误	t值	p值
			对冲型	庞氏型				
对冲型- 庞氏型	2005—2019	25195	0.3648	0.6352	-0.2704***	0.0061	-44.5681	0.0000
	2019	3847	0.3865	0.6135	-0.2270***	0.0157	-14.4503	0.0000
Panel C: 公司债对冲型与庞氏型融资债券占比t检验								
融资类型	样本期间	样本量 (个)	均值		均值差异	标准误	t值	p值
			对冲型	庞氏型				
对冲型- 庞氏型	2007—2019	15762	0.1542	0.8458	-0.6916***	0.0058	-120	0.0000
	2019	5113	0.1350	0.8650	-0.7300***	0.0096	-76.3907	0.0000

检验结果表明二者在1%水平上存在显著差异。换言之,股票市场的安全性显著地低于债券市场的安全性。究其原因,股票市场对冲型融资公司的占比为10.66%,投机型融资公司占比为44.12%,庞氏型融资公司占比为45.22%;债券市场对冲型融资债券的占比为19.87%,投机型融资债券占比为29.98%,庞氏型融资债券占比50.15%。尽管股票市场的庞氏型融资占比债券市场低4.93个百分点,但股票市场的投机型融资占比债券市场高出14.14个百分点,结果股票市场中庞氏型融资和投机型融资的上市公司数量合计占比89.34%,高于债券市场中二者合计占比的80.13%。因此,2005—2019年,中国股票市场的金融安全性或稳定性显著低于债券市场,不稳定性风险显著高于债券市场。

表8 Panel B是2019年中国股票市场与债券市场的金融安全性指数(FSI)与融资类型分布的对比结果。2019年股票市场FSI为35.05%,债券市场FSI为31.72%,表9 Panel B中t检验结果表明二者在1%水平上存在显著差异。换言之,2019年股票市场的金融安全性则显著地高于债券市场的安全性。究其原因,对比股票市场庞氏型融资企业占比,2019年债券市场庞氏型融资的债券占比高出15.27个百分点,如表9 Panel C所示,t检验结果表明,2019年股票市场与债券市场的庞氏型融资占比在1%水平上存在显著差异,因此,需要特别警惕庞氏型融资对债券市场风险的潜在影响。

总体看,2019年中国股票市场中38.58%的企业以及债券市场中53.85%的债券发行人,其经营净现金无法满足日后现金支出的承诺,需要不断通过举债或增资扩股才可能补足现金缺口。只有当贷方或股东愿意持续为这些企业提供资金,其才能避免违约。但是,一旦企业多年处于庞氏型融资状态,贷方或股东停止为企业资金来源以减少其自身损失,企业的融资约束和困境随之而来。可见,若金融市场上越来越多的企业陷入庞氏融资,则市场的安全性将越来越低,最终将引发金融市场的动荡和不稳定性。

4. 中国股票市场和债券市场庞氏型融资公司占比的变化趋势、成因和影响机制探析

图1是2005—2019年中国上市公司融资类型占比的变化趋势图。可以看出,中国股票市场中对冲型融资企业的占比保持在相对较低水平甚至在2016年后呈现下降趋势,但投机型融资企业的占比在明显上升,庞氏型融资企业的占比明显下降。换言之,尽管庞氏型融资企业占比一直超过对

表 8 中国股票市场与债券市场融资类型分布和安全性指数 (FSI) 均值对比

Panel A (2005—2019)						
融资类型	股票市场 FSI(数量加权)			债券市场 FSI(数量加权)		
	样本量(个)	占比(%)	均值(%)	样本量(个)	占比(%)	均值(%)
对冲型融资	3379	10.6623	32.7206	11622	19.8697	34.8584
投机型融资	13981	44.1166		17534	29.9773	
庞氏型融资	14331	45.2210		29335	50.1530	
Panel B (2019)						
融资类型	股票市场 FSI(数量加权)			债券市场 FSI(数量加权)		
	样本量(个)	占比(%)	均值(%)	样本量(个)	占比(%)	均值(%)
对冲型融资	293	8.6892	35.0534	2177	17.2819	31.7179
投机型融资	1778	52.7284		3637	28.8720	
庞氏型融资	1301	38.5824		6783	53.8462	

表 9 中国股票市场与债券市场安全性指数 (FSI) 及庞氏型融资占比的对比检验

Panel A: 2005—2019 年股票市场与债券市场安全性指数 t 检验									
FSI	样本期间	样本量(个)		均值		均值差异	标准误	t 值	p 值
		股票市场	债券市场	股票市场	债券市场				
股票市场	2005—2019	31691	58491	0.3272	0.3486	-0.0214***	0.0025	-8.6786	0.0000
债券市场									
Panel B: 2019 年股票市场与债券市场安全性指数 t 检验									
FSI	样本期间	样本量(个)		均值		均值差异	标准误	t 值	p 值
		股票市场	债券市场	股票市场	债券市场				
股票市场	2019	3372	12597	0.3505	0.3172	0.0333***	0.0063	5.2809	0.0000
债券市场									
Panel C: 2019 年股票市场与债券市场庞氏型融资占比 t 检验									
庞氏型融资占比	样本期间	样本量(个)		均值		均值差异	标准误	t 值	p 值
		股票市场	债券市场	股票市场	债券市场				
股票市场	2019	3372	12597	0.3858	0.5385	-0.1527***	0.0096	-15.8684	0.0000
债券市场									

对冲型融资企业占比,但二者的差距在缩小,表明资金面逐步向好的上市公司数量和占比在增加,从而推动股票市场金融安全性指数呈现上升趋势。

值得探讨的问题是,从图 1 看,中国股票市场 FSI 的上升是因为上市公司中庞氏型融资的占比呈现下降趋势,但更深层次的问题是,为什么庞氏型融资企业占比会呈现下降趋势?探究其成因和作用机制具有重要的学理价值和应用价值。为此,本文围绕这一问题进一步展开实证研究。

从上市公司及其数量变化的角度

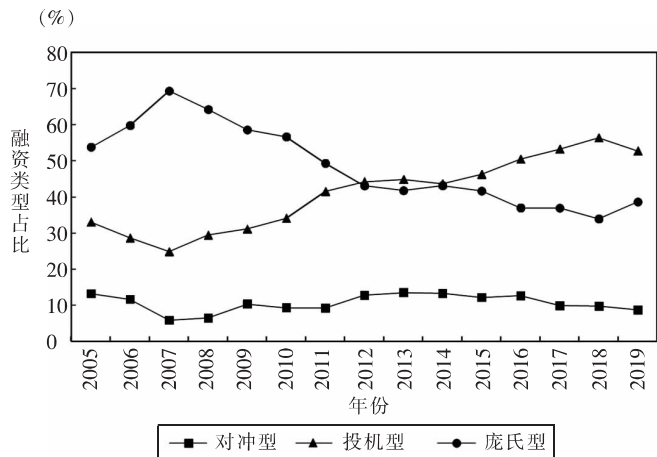


图 1 2005—2019 年中国上市公司融资类型占比的变化趋势

看,经过审批后新增的上市公司财务绩效较好,同时IPO之后其权益资本占比增加。因此,随着新增上市公司数量的增加,庞氏型融资企业占比可能较低,投机型融资和对冲型融资企业占比可能较高,从而导致股票市场的FSI总体上呈现上升趋势。换言之,股票市场FSI的下降可能源于新增上市公司的数量及其变化,而上市公司的年限可能影响庞氏型融资企业占比,从而影响股票市场的安全性。本文按照公司的上市年限统计融资类型分布与金融安全性指数的均值,结果如表10所示。从融资类型占比看,上市年限越短,对冲型融资企业占比和投机型融资企业占比越高,而庞氏型融资企业占比越低;反之,上市年限越长,对冲型融资企业占比和投机型融资企业占比越低,而庞氏型融资企业占比越高。换言之,随着股票市场中每年新增的上市公司数量增加,大量非庞氏型融资企业进入市场,使得股票市场中庞氏型融资企业的占比降低。这一方面表明中国新的上市公司其经营财务质量优于老的上市公司;另一方面则表明中国企业在上市后的经营与发展过程中,更多依赖股票市场融资,而非依靠自身经营活动和现金创造能力。这一研究结果一方面意味着公司的上市年限影响其融资类型,从而影响金融市场的安全性,另一方面也提供了多数上市时间较长的公司存在“经

表 10 2005—2019 年中国上市公司上市年限的融资类型分布与 FSI 均值

已上市 年限(年)	对冲型融资		投机型融资		庞氏型融资		FSI 均值 (%)	上市企业 累计数(个)
	数量(个)	占比(%)	数量(个)	占比(%)	数量(个)	占比(%)		
1	322	13.9757	1622	70.3993	360	15.6250	49.1753	2304
2	322	14.2038	1425	62.8584	520	22.9378	45.6330	2267
3	306	16.0546	1040	54.5645	560	29.3809	43.3368	1906
4	250	14.1884	930	52.7809	582	33.0306	40.5789	1762
5	244	14.6459	823	49.3998	599	35.9544	39.3457	1666
6	226	13.8735	748	45.9177	655	40.2087	36.8324	1629
7	207	12.0700	774	45.1312	734	42.7988	34.6356	1715
8	189	10.7938	738	42.1473	824	47.0588	31.8675	1751
9	177	10.7664	631	38.3820	836	50.8516	29.9574	1644
10	124	9.2884	438	32.8090	773	57.9026	25.6929	1335
11	120	8.9485	408	30.4251	813	60.6264	24.1611	1341
12	117	8.5652	453	33.1625	796	58.2723	25.1464	1366
13	108	8.3851	403	31.2888	777	60.3261	24.0295	1288
14	89	7.2417	388	31.5704	752	61.1880	23.0269	1229
15	87	7.1020	395	32.2449	743	60.6531	23.2245	1225
16	71	6.3336	374	33.3631	676	60.3033	23.0152	1121
17	74	6.9811	367	34.6226	619	58.3962	24.2925	1060
18	76	7.7079	356	36.1055	554	56.1866	25.7606	986
19	71	7.8453	345	38.1215	489	54.0331	26.9061	905
20	62	7.8382	314	39.6966	415	52.4652	27.6865	791
21	40	5.7554	266	38.2734	389	55.9712	24.8921	695
22	43	7.1667	263	43.8333	294	49.0000	29.0833	600
23	23	5.3864	174	40.7494	230	53.8642	25.7611	427
24	11	4.3137	124	48.6275	120	47.0588	28.6275	255
25	13	5.6769	103	44.9782	113	49.3450	28.1659	229
26	5	3.5971	58	41.7266	76	54.6763	24.4604	139
27	2	5.1282	17	43.5897	20	51.2821	26.9231	39
28	0	0.0000	2	22.2222	7	77.7778	11.1111	9
29	0	0.0000	2	28.5714	5	71.4286	14.2857	7
合计	3379	10.6623	13981	44.1166	14331	45.2210	32.7206	31691

营不善,融资为主”的证据。可见,新增上市公司的数量和上市年限长短是影响庞氏型融资企业占比,从而影响股票市场FSI的主要原因。

从股票市场的估值及其变化的角度看,投资者是否能够辨识庞氏型融资企业并合理地评估其价值?如果股票市场上的投资者能客观辨识上市公司的融资类型并理性地估值,则庞氏型融资企业的估值应显著地低于对冲型融资企业,从而一方面提高对冲型融资企业的占比并降低庞氏型融资企业的占比,另一方面约束庞氏型融资企业的庞氏融资行为。实证研究结果如表5所示,可见2005—2019年对冲型与庞氏型企业的权益估值并无显著差异。但是通过分阶段的分析发现^①,2005—2010年,对冲型融资企业的权益市值与庞氏型融资企业的权益市值或相差无几或甚至更小;2011—2015年,虽然统计意义不显著,但对冲型融资企业的权益市值开始逐步高于庞氏型融资企业;2016—2019年,对冲型融资企业的权益市值显著高于庞氏型融资企业。这一结果表明,投资者在经历数年的股票市场波动中开始关注企业的融资模式对企业价值的影响,具有从非理性投机型投资回归到理性价值型投资的特征或趋势。可见,中国股票市场上投资者逐步的理性回归趋势,也是庞氏型融资企业占比下降的主要原因。

如图2显示,从债券市场的数据看,对冲型融资的债券占比明显上升,投机型融资的债券占比波动上升,庞氏型融资的债券占比总体上呈现下降趋势。同时,尽管庞氏型融资的债券占比一直高于对冲型融资的债券占比,但两者差距在不断缩小,从而推动债券市场安全性指数呈现波动上升态势。可见,中国债券市场FSI的上升也是因为发债企业中庞氏型融资的占比呈现下降趋势,但为什么庞氏型融资的发债企业占比会呈现下降趋势呢?

从发债政策变化的角度看,中国债券市场的发展经历了从“审批制”到“注册制”的过程,发债政策的变化影响发债企业庞氏型融资的占比。2008年以前,企业信用债券市场主要以企业债为主,但企业债发行的审批非常严格,发行主体主要以中央企业为主,而当时这些企业多数是高负债企业,这就导致了2005—2009年庞氏型融资的企业占比较高。但是,这些企业多数是中央企业,信用评级总体较高,因此呈现“庞氏型融资企业占比高,信用评级高”的特征。2007年中国证券监督管理委员会(简称“证监会”)推出《公司债券发行试点办法》,允许满足评级标准的上市公司发行公司债券,由于其综合经营财务状况相对较好,这在提高公司债样本占比、降低企业债样本占比的同时,导致庞氏型融资占比呈下降趋势。2015年1月证监会出台《公司债券发行与交易管理办法》,扩大了公司债发行主体的范围,允许非上市公司发行公司债券,但这些非上市公司的财务状况一般不及上市公司,从而又导致2017—2019年发债企业中庞氏型融资的占比出现了一定程度的反弹。

无论发行债券政策宽紧,企业发行债券都需要接受信用评级。通过综合分析发债企业的经营和财务状况,一是对发债企业进行信用评级,二是对发债企业所发行的债券

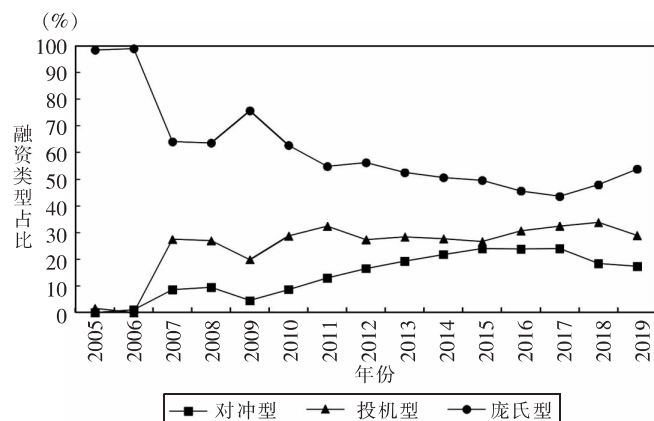


图2 2005—2019年中国发债企业融资类型占比的变化趋势

^① 结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

进行评级。信用的基础指标是发债企业的盈利能力、资产流动性、资产周转速度、负债比例和偿债能力等。因此,发债企业信用等级与融资类型密切相关。同时,发债企业及其所发行债券的信用评级,向债券市场投资者提示发债主体及其所发行债券的风险。信用评级越低,其信用风险越大,因而融资成本越高。本文对2005—2019年庞氏型融资的发债企业及其发行的债券的信用评级展开研究^①,结果如图3所示,随着时间的推移,庞氏型融资的发债企业的信用评级及其所发行债券的信用评级总体呈现下降趋势略有反弹,债券市场提示此类企业的信用风险上升。可见,在债券市场上,庞氏型融资的发债企业及其所发行债券的信用评级总体下降,成为抑制庞氏型融资企业发债从而导致庞氏型融资的发债企业占比下降的潜在因素。

5. 中国股票市场 FSI 与债券市场 FSI 的趋势和突变

图4是2005—2019年中国股票市场和债券市场安全性指数(FSI)的变化趋势对比,显示中国股票市场和债券市场的金融安全性指数(FSI)总体呈现上升趋势且具有明显的波动特征,其中,股票市场的FSI在2005—2007年呈现下降趋势,2007

年为样本期的最低点,自2007年后不断上升至2018年,2019年股票市场FSI再度下降。2020年新冠肺炎疫情突袭,无疑会对2020年股票市场的安全性指数构成负面影响。债券市场的FSI在2005—2008年迅速上升后下降,2010年后逐年上升,但2018年起转而下降。总体上,2007年之后,股票市场和债券市场的FSI变化趋势基本相同。因此,探究中国股票市场和债券市场FSI在变化过程中的突变特征和突变时间具有重要的现实意义。由图4可见,股票市场FSI均值在2005—2019年总体呈现显著的上升趋势。表11的M-K检验结果显示股票市场FSI的Z值为3.4641,大于临界值,表明股票市场FSI在2005—2019年总体呈现显著的上升趋势且存在突变点。图5是2005—

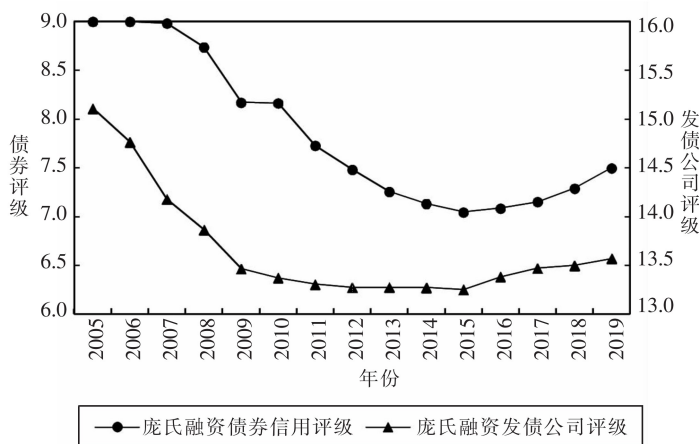


图3 2005—2019年中国庞氏型融资债券和发债公司信用评级年度趋势

注:为便于统计,将债券及发债公司信用评级依序赋分。其中,债券信用评级最高值为9,代表信用评级为AAA级。发债公司信用评级最高值为16,代表信用评级为AAA级。

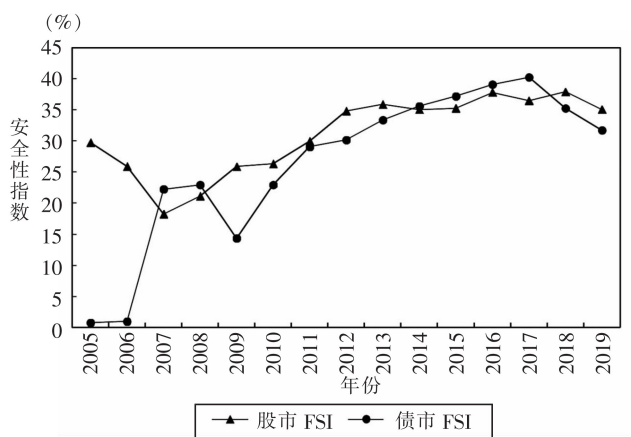


图4 2005—2019年中国股票市场和债券市场安全性指数(FSI)的变化趋势对比

① 2005—2019年庞氏型融资发债企业和债券的信用评级统计结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

2019年期间股票市场金融安全性指数(FSI)进行M-K检验的突变点检测,可见股票市场FSI均值的 UB_k 和 UF_k 两条统计曲线相交于2014—2015年间,突变点落在临界值区间,可视作“有效突变点”。由图4可见,债券市场FSI均值在2005—2019年呈现显著的上升趋势。表11的M-K检验结果显示债券市场FSI的Z值为3.959,大于临界值,表明债券市场FSI在2005—2019年总体呈现显著的上升趋势且存在突变点。图6是对2005—2019年中国债券市场安全性指数(FSI)进行M-K检验的突变点检测,可见债券市场安全性指数均值的两条统计曲线 UB_k 和 UF_k 相交于2012—2013年间,突变点落在临界值区间,可视作“有效突变点”。本文认为,2005—2019年,中国持续地推动企业技术创新政策、实施“三去一降一补政策”和相对宽松的货币政策是导致股票市场和债券市场FSI突变的潜在因素。

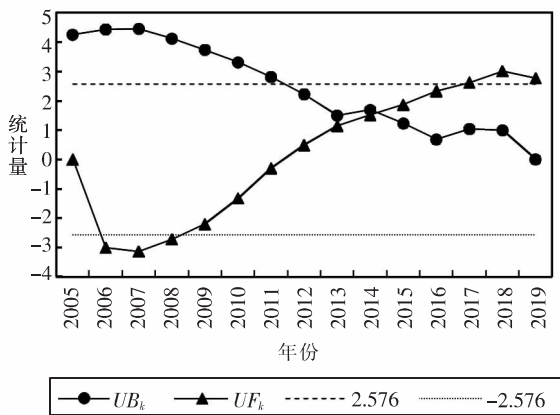


图5 2005—2019年中国股票市场安全性指数(FSI)的突变点检测

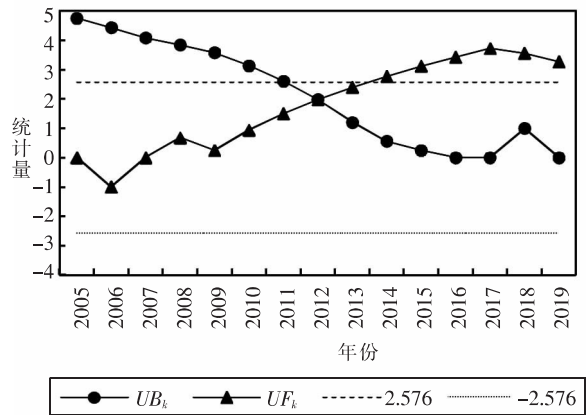


图6 2005—2019年中国债券市场安全性指数(FSI)的突变点检测

表11 2005—2019年中国股票市场与债券市场安全性指数(FSI)的M-K检验结果

变量	Z值	99%临界值	突变时间
股票市场FSI	3.4641	2.576	2014—2015
债券市场FSI	3.9590	2.576	2012—2013

五、进一步讨论

本文的重要意义在于,基于企业的融资模式构建金融安全性指数(FSI),度量股票市场和债券市场的金融安全性,发现和提炼潜在的问题。庞氏融资是近年来中国维护金融市场安全和风险控制中遇到的新问题。毋庸置疑,庞氏融资的经济危害性和社会危害性极大。如何更好地预防庞氏融资,需要进一步探讨企业庞氏型融资潜在的影响因素。为此,本文提出,未来需要从货币政策、社会文化、公司治理、企业经营及发展战略四个维度进一步探讨庞氏融资的影响因素,并深入研究庞氏融资的动因、形成机理和经济后果。

(1)随着(M2/GDP)逐年上升^①,中国上市公司和发债公司的庞氏型融资占比不仅未下降,反而上升。从货币政策的角度看,增加市场流动性能否从根本上抑制金融市场风险呢?童中文等(2017)认为,货币政策可以熨平金融资产价格波动以防止金融系统性风险。Minsky(2008)和明斯基(2015)

① 中国的M2/GDP值,从2005年的1.59上升至2019年的2.01。

则认为,采取宽松的货币政策和通过投资拉动经济增长可以熨平经济危机或衰退带来的负面影响,但不能从根本上降低金融市场脆弱性和不稳定性风险。从2005—2019年中国上市公司和发债企业的融资类型占比变化看,由于对冲型融资企业的占比一直显著低于庞氏型融资企业的占比,且庞氏型融资企业占比和投机型融资企业占比一直在股票市场和债券市场中居高不下,这表明多数企业仍然无法依靠自身经营活动创造的净现金实现发展,需要依靠融资获得资金以满足付息还本、投资与分红对现金的需求,依然属于“亚健康融资”和“病态融资”。因此,增发货币和宽松的流动性是否能以及如何缓解或抑制庞氏融资,亟待进一步深入研究。

(2)公司财务与文化之间的关系成为当前财务研究的一个新热点(吴世农,2018)。上市公司和发债公司中庞氏融资的占比具有比较明显的地域特征^②。从社会文化的角度看,社会文化中的公序良知、商德伦理、信任声誉等因素是否可抑制或促进公司庞氏融资的动机或氛围,目前仍是空白。此外,地区的营商环境和投资者法律保护是否以及如何影响庞氏融资的行为,学术界并未深究之。

(3)公司治理和社会责任是学术界近十几年来的研究热点,成果颇多。一般认为,改善公司治理和提升社会责任水平可提高公司价值,但近年来的一些研究(权小峰等,2015;屈依娜和陈汉文,2018)则发现社会责任报告流于“形式”,内控制度失效等问题。因此,亟待深入探讨的问题是:企业陷入庞氏融资是企业经营管理不善的结果,那么,提升企业社会责任水平和完善公司治理结构可否以及如何缓解或抑制公司庞氏融资的动机?

(4)庞氏融资表面上是财务问题,通俗地说,企业举新债还旧债,一方面债务越来越重,另一方面经营活动净现金越来越少。但实际上财务问题源自企业的经营活动,而经营活动受制于企业的发展战略。简言之,财务是果,经营是因;经营是果,战略是因。庞氏融资的历史很长,但学术界对庞氏融资与企业经营管理和发展战略之间关系的研究甚少。企业经营与发展战略是否以及如何影响其庞氏型融资也是未来研究的关键问题之一。

六、结语和建议

本文收集2005—2019年中国股票市场和债券市场的有关数据,结合中国国情和财务实践,借鉴和改进明斯基的融资分类方法,编制中国股票市场和债券市场的金融安全性指数(FSI),测度了中国股票市场和债券市场的安全性或不稳定性风险,同时比较分析了股票市场和债券市场的安全性及其变化趋势和突变特征。结果表明:①从股票市场看,2005—2019年,由于平均45.22%的上市公司属于庞氏型融资,股票市场安全性指数仅为31.03%—32.72%;从债券市场看,同期由于平均50.15%的债券发行人属于庞氏型融资,债券市场安全性指数仅为34.86%。②2019年债券市场中庞氏型融资企业的占比高达53.85%,显著地高于股票市场的38.58%,因此,2019年债券市场安全性指数显著低于股票市场,需要特别关注庞氏型融资债券对金融市场安全性的影响。③通过M-K检验发现,2005—2019年,中国股票市场和债券市场的安全性指数均呈现显著上升趋势,表明总体上中国金融市场安全性在上升,但两大市场在2017年和2018年的安全性指数先后下降,2019年的安全性指数均未超过36%,这意味着虽然两大金融市场的安全程度在不断上升,但仍有较高的不稳定性风险,因此,要防范庞氏型融资企业对金融市场安全性的影响。④中国股票市场安全性呈现上升趋势的主要原因是,庞氏型融资企业占比下降,而新增上市公司的数量和投资者的估值逐步趋于理性,在其中发挥了重要作用。债券市场安全性呈现上升的主要原因也是庞氏型融资发债企业占比下降,而发行债券政策的变化以及庞氏型融资的发债企业信用评级的下降在其中发挥了重要作用。

^② 将公司按所在地区域进行分类,地区庞氏型融资公司占比和地区的FSI,均存在明显的区域差别特征。

⑤中国股票市场的金融安全性指数在2014—2015年发生突变,债券市场的金融安全性指数在2012—2013年发生突变。

在提出后续应深入系统研究庞氏型融资的四个问题后,本文建议:短期看,特别是新冠肺炎疫情后经济恢复期间,需通过增加流动性以缓解企业突发的现金短缺,保障企业正常运转所需的资金。长期看,继续推行“三去一降一补”和促进技术研发与创新的政策,将更有助于提升中国金融市场的安全性,降低不稳定性风险。因此,在宏观政策方面,在配套适度宽松的流动性政策基础上,要坚持“三去一降一补”和技术研发与创新政策,致力推进国家创新体系建设;在微观政策方面,应当充分认识庞氏型融资的危害,加强对庞氏型融资企业的监管,促进中国企业加大研发投入,提高技术和产品竞争力,以提高其现金创造能力,抓好现金管理,为做好“六稳”工作、落实“六保”任务提供健康的微观经济基础,从根本上有效化解金融风险,不断提升金融市场的安全性,守住不发生系统性金融风险底线。

[参考文献]

- [1]宫晓琳.未定权益分析方法与中国宏观金融风险的测度分析[J].经济研究,2012,(3):76-87.
- [2][美]海曼·明斯基.稳定不稳定的经济[M].石宝峰,张晓卉译.北京:清华大学出版社,2015.
- [3]屈依娜,陈汉文.现金股利政策、内部控制与市场反应[J].金融研究,2018,(5):191-206.
- [4]权小锋,吴世农,尹洪英.企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”[J].经济研究,2015,(11):51-66.
- [5]陶玲,朱迎.系统性金融风险的监测和度量——基于中国金融体系的研究[J].金融研究,2016,(6):18-36.
- [6]童中文,范从来,朱辰,张炜.金融审慎监管与货币政策的协同效应:考虑金融系统性风险防范[J].金融研究,2017,(3):16-32.
- [7]王竹泉,宋晓滨,王苑琢.中国实体经济短期金融风险的评价与研判——存量与流量兼顾的短期财务风险综合评估与预警[J].管理世界,2020,(10):156-169.
- [8]吴世农.公司财务的研究历史、现状与展望[J].南开管理评论,2018,(3):4-10.
- [9]张晓晶,刘磊.宏观分析新范式下的金融风险与经济增长——兼论新型冠状病毒肺炎疫情冲击与在险增长[J].经济研究,2020,(6):4-24.
- [10]中国人民银行金融稳定分析小组.中国金融稳定报告(2019)[M].北京:中国金融出版社,2019.
- [11]Davis, L. E., J. P. A. De Souza, and G. Hernandez. An Empirical Analysis of Minsky Regimes in the U.S. Economy[J]. Cambridge Journal of Economics, 2019,43(3):541-583.
- [12]Illing, M., and Y. Liu. Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada[J]. Journal of Financial Stability, 2006,2(3):243-265.
- [13]Minsky, H. P. Central Banking and Money Market Changes [J]. Quarterly Journal of Economics, 1957,71(2):171-187.
- [14]Minsky, H. P. Aggregate Demand Shifts, Labor Transfers and Income Distribution [J]. American Journal of Agricultural Economics, 1968,50(2):328-339.
- [15]Minsky, H. P. The Modeling of Financial Instability: An Introduction [J]. Modeling and Simulation, 1974,(5):267-272.
- [16]Minsky, H. P. Financial Resources in a Fragile Financial Environment[J]. Challenge, 1975,18(3):6-13.
- [17]Minsky, H. P. The Financial Instability Hypothesis: A Restatement[A]. Minsky, P. Hyman P. Minsky Archive[C]. London: Thames Polytechnic, 1978.
- [18]Minsky, H. P. The Financial Instability Hypothesis[R]. Jerome Levy Economics Institute Working Paper, 1999.
- [19]Minsky, H. P. Stabilizing an Unstable Economy[M]. New York: McGraw-Hill Education, 2008.
- [20]Mulligan, R. F. A Sectoral Analysis of the Financial Instability Hypothesis [J]. Quarterly Review of Economics

- and Finance, 2013,53(4):450-459.
- [21]Nadarajah, S., and S. Chan. Estimation Methods for Value at Risk[M]. Paris:John Wiley & Sons, Inc., 2016.
- [22]Nishi, H. An Empirical Contribution to Minsky's Financial Fragility: Evidence from Non-Financial Sectors in Japan[J]. Cambridge Journal of Economics, 2019,43(3):585-622.
- [23]Pedrosa, Í. Firms' Leverage Ratio and the Financial Instability Hypothesis: An Empirical Investigation for the U.S. Economy (1970-2014)[J]. Cambridge Journal of Economics, 2019,43(6):1499-1523.
- [24]Tepper, A., and K. J. Borowiecki. A Leverage-Based Measure of Financial Instability [R]. SSRN Electronic Journal, 2014.
- [25]Torres Filho, E. T., N. M. Martins, and C. Y. Miaguti. Minsky's Financial Fragility: An Empirical Analysis of Electricity Distribution Firms in Brazil (2007-2015)[J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2019,42(1): 144-168.
- [26]Tymoigne, É. Measuring Macprudential Risk through Financial Fragility: A Minskian Approach [J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2014,(36):719-744.

Financing Models of Enterprise, Financial Market Security and Its Changing Characteristics

WU Shi-nong¹, CHEN Yun-yan¹, WU Yu-hui¹, WANG Jin-xiang²

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361000, China;
2. College of Economics and Management, Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou 350002, China)

Abstract: Financial security is one of the most important parts to national security. Based on the "Classification Method of Financing" proposed by Minsky, this paper links the method with reality in China and divides firm's financing models into three types, i.e., "hedge-finance", "speculative-finance", and "Ponzi-finance". This paper collects financial data of listed companies in the stock markets and bond-issuing companies in the bond markets in China from 2005 to 2019 and construct a measure called Financial Security Index (FSI) for the two markets, and then use the FSI to measure and study the degree of financial security and changing characteristics in the two markets. The empirical results show that, both FSIs of the stock market and the bond market in China have increased from 2005 to 2019, but however, by the end of year 2019, the FSI is only 35.05% for the stock market but 31.72% for the bond market. This means the security of the two markets are needed to improve. In addition, there were still 38.58% of companies in the stock market while 53.85% of companies in the bond market belonged to Ponzi-finance by the end of 2019, which contributed to the lower FSI. In view of the lack of research on Ponzi-finance, this paper proposes that the following four issues can be studied in the future: the influencing factors, the causes, the formation mechanism and the economic consequences of Ponzi-finance. The influencing factors of Ponzi-finance can include the following four dimensions: monetary policy, social culture, corporate governance, enterprise operation and development strategy. This study provides a new measurement index for measuring the security of China's financial market, also provides policy recommendations for reducing the number of Ponzi-finance enterprises and improving the stability of the financial market.

Key Words: financing model; financial market security; Ponzi-finance; financial security index (FSI)

JEL Classification: G01 G30 G32

[责任编辑:覃毅]