

# 去产能政策与售后回租——监管套利视角下的相互关系

史燕平，杨汀，庞家任

**摘要：**基于对中国融资租赁业的长期跟踪观察，我们利用手动整理的 2007-2016 年中国上市公司的售后回租交易信息，构造双重差分（DID）等计量模型对去产能政策与售后回租的相互关系进行实证分析。研究结果表明：去产能政策推动了售后回租规模的扩张，而售后回租规模的扩张又反过来削弱了去产能政策的效果。进一步地，去产能政策和售后回租产生关联的内在机制可能在于商业银行与融资租赁机构之间的客户推荐关系。另外，去产能政策对售后回租的推动作用会受到融资租赁机构所受监管强度的影响。本文为过去十年中国融资租赁业规模的高速增长提供了一种可能的解释，丰富并补充了有关中国影子银行发展的研究；同时对中国融资租赁业的健康发展以及去产能政策的有效实施也有启发意义。

**关键词：**去产能政策；融资租赁；售后回租；监管套利

**[作者简介]**史燕平，对外经济贸易大学国际经济贸易学院教授；杨汀，对外经济贸易大学国际经济贸易学院博士生；庞家任，清华大学经济管理学院副教授。

## 一、引言

在“入世”的推动下，2007 年以来中国融资租赁业监管标准放松，行业规模迅速增长。2007-2016 年间，中国融资租赁机构数量由 109 家增长到 7136 家，复合增长率为 59%；融资租赁交易投放额则由 460 亿元增长到 17943 亿元，复合增长率为 50%；中国融资租赁交易投放额的世界排名更是从第 27 位上升到第 2 位，增长速度远高于世界其他国家<sup>①</sup>。不过，观察中国融资租赁业的交易模式可以发现，中国绝大部分融资租赁交易都是售后回租。与此形成鲜明对比的是，在世界其他地区，无论是英国、美国等成熟租赁市场，还是爱沙尼亚等新兴租赁市场，直接租赁才是占主导地位的交易模式，售后回租的占比非常低。直接租赁和售后回租是融资租赁的两种交易模式，具体交易结构见图 1。在直接租赁中，承租人选定设备后，出租人向供货商购买设备并出租给承租人使用，同时出租人向承租人收取租金。在售后回租中，企业将自己原来拥有的部分资产先卖给租赁公司以获得融资，然后，再从该出租人处租回已售出资产并支付租金。这两种融资租赁交易模式的一个主要区别是：直接租赁的最终交易目的是“融物”，即为承租企业引进设备；而售后回租的交易目的是“融资”，即为承租企业提供纯粹的资金融通。

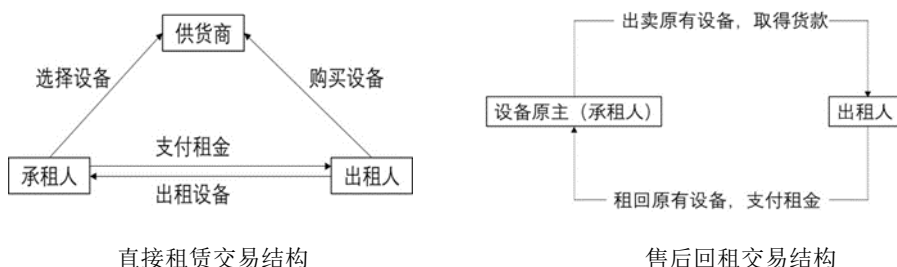


图 1 直接租赁与售后回租的交易结构

过去十年里，中国融资租赁业依靠售后回租而得以迅速增长的独特模式引发了一个问题：是什么因素推动了中国售后回租交易规模的扩张？经过对中国融资租赁业的长期跟踪观察，我们发现，去产能政策很可能是推动售后回租规模扩张的重要因素。去产能政策指中国政府

<sup>①</sup> 数据来自于中国租赁联盟（<http://www.zgzllm.com>）和 *World Leasing Yearbook*。

为解决国内钢铁、煤炭等行业的产能过剩问题而颁布的一系列治理措施，其目的是通过政策干预的方式来加快市场出清的进程。去产能政策的内容涵盖金融、行政、财税等多方面，其中，金融政策是去产能政策生效的主要手段。金融政策意图限制产能过剩企业的融资渠道，从而达到让企业减产的目的。不过，政府部门在去产能政策中主要对银行贷款、发债和上市等主流融资渠道加以明文限制，相比之下，售后回租这种融资渠道并未受到严格管制，也就是说，产能过剩企业依然可以通过售后回租来获取资金。

为了初步判断去产能政策与售后回租的关系，图 2 对比了 2007-2016 年间产能过剩企业与非产能过剩企业的售后回租比率（售后回租融资额/期初总资产）。在此期间，国务院分别于 2009 年和 2013 年发布了去产能政策：《国务院关于进一步加快推进产能过剩行业结构调整的通知》和《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》。而从图 2 可见，与非产能过剩企业相比，产能过剩企业的售后回租比率在去产能政策出台后明显增加。这为去产能政策与售后回租的关联提供了初步证据。另外我们还访谈了几家融资租赁机构，了解到产能过剩企业确实是售后回租的一类主要承租人，并且这类企业对售后回租的需求是在去产能政策出台以后显著增加的。我们还得知，去产能政策主要限制了银行贷款、发债等主流融资渠道，相比之下，售后回租所受监管较松，于是成为了产能过剩企业补充资金的首选渠道之一。一些产能过剩行业的上市公司在其发布的售后回租公告中也透露了利用售后回租来弥补银行贷款缺口的动机。比如，山东钢铁在其 2015 年发布的售后回租公告中指出，近几年，钢铁行业生存环境较为严峻，整体资金压力较大，单纯靠传统的银行贷款方式难以满足资金需求，因此该公司拟通过售后回租方式获取资金来满足日常生产、经营和发展需要。这些来自业界的信息在一定程度上证实了去产能政策与售后回租之间的监管套利关系，这引起了我们的研究兴趣：近十年来，去产能政策是否推动了售后回租规模的扩张？而售后回租规模的扩张又是否影响了去产能政策的效果？本文试图通过严谨的实证研究来回答这些问题，并从理论上对两者之间的相互关系和机制提供一种可能的解释。具体地，本文手工收集了中国上市公司的售后回租交易信息，并利用双重差分法（Difference-in-Difference, DID）来识别去产能政策和售后回租之间的相互关系。结果显示：去产能政策显著推动了售后回租规模的扩张，而售后回租规模的扩张又反过来削弱了去产能政策效果。进一步地，本文发现去产能政策和售后回租产生关联的内在机制可能在于商业银行与融资租赁机构之间的客户推荐关系，即，去产能政策限制了银行向产能过剩企业投放资金，于是银行将还款能力较强的大型、国有产能过剩企业推荐给其控股的租赁子公司（银行系租赁公司），由银行系租赁公司来完成向产能过剩企业的资金投放。另外，本文还发现，去产能政策对售后回租的推动作用与融资租赁机构的监管强度有关。在银监会加强了对银行系租赁公司的监管后，去产能政策对售后回租的推动作用明显下降。

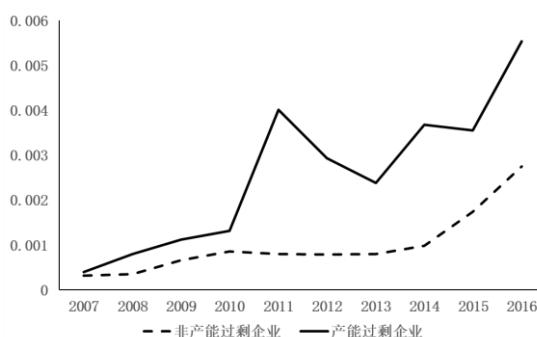


图 2 产能过剩企业与非产能过剩企业的售后回租比率对比

数据来源：根据上市公司年报整理

本文详尽讨论了去产能政策与售后回租之间的相互关系和二者产生关联的内在机制，这

为近年来中国融资租赁业规模的高速增长提供了一种可能的解释,本文结论对中国融资租赁业的健康发展以及去产能政策的有效实施也具有一定的启发意义。另一方面,以纯粹资金融通为目的的售后回租交易,其本质就是一种信用创造行为。而以售后回租为主营业务的融资租赁机构,其所受监管程度远低于银行,属于一种影子银行机构<sup>②</sup>。因此,本文以售后回租和融资租赁机构为研究对象,证实了监管套利是推动中国影子银行迅速发展的背后动因。此外,本文也表明传统商业银行与影子银行之间存在内在联动关系,商业银行所控股的影子银行是从事监管套利业务的主体机构,这丰富并补充了有关中国影子银行领域的学术研究。

## 二、文献综述

本文的研究与三方面的文献密切相关。一是分析企业采用融资租赁交易动机的文献,二是探讨金融部门如何执行去产能政策的文献,三是探究中国影子银行监管套利模式的文献。

国外学术界有关企业采用融资租赁交易的动机的探讨已经形成了一个比较成熟的体系。现有文献指出,获取税务收益、缓解融资约束是企业采用租赁的两大动机。通过租赁获取税务收益的机制是:在税务租赁中<sup>③</sup>,高税率企业作为出租人,而低税率企业作为承租人。而与租赁物有关的税务优惠(投资税收抵免的税务优惠和租赁物折旧的税务优惠)则由出租人享受。同等额度的纳税抵扣可以为高税率的出租人带来更高的税收减免,而出租人可以通过降低租金的方式与承租人共享这笔节税收益。国外学者已经从实证上证实了这种机制,即税率越低的企业租赁比率越高( Miller and Upton, 1976; Myers et al., 1976; Smith and Macdonald, 1985; Sharpe and Nguyen, 1995; Graham et al., 1996)。通过租赁缓解融资约束的机制是:在租赁交易中,出租人是租赁物的所有权人。当承租人破产时,大部分国家的法律都对出租人的租赁债权予以保护,这种保护力度要大于其他债权人。例如,在美国,企业破产后,租赁债权人可以第一时间收回租赁物来偿付债权。但是抵押贷款债权人却需要等到“自动中止制度”(Automatic stay)结束,才能行使对抵押品的拍卖权(Foreclosure)。因此,对于面临融资约束的企业,出租人面临的风险要小于其他债权人,这就使得租赁公司愿意为融资约束程度较高的企业融资。这种机制从理论与实证上都得到了证实。在理论上, Eisfeldt 与 Rampini (2009) 从资产取回能力的角度建立理论模型,其模型的基础假设是在承租人破产时,出租人可以获得的补偿要多于抵押贷款的债权人。该模型证明了出租人的资产取回优势(Ability to Repossess)使得租赁公司愿意为破产风险较高、存在融资约束的企业融资。在实证方面,学者们普遍采取一系列财务指标来衡量融资约束,并证实具有规模小、现金流低、不支付股利等特征的企业的租赁比率更高(Krishnan and Moyer, 1994; Sharpe and Nguyen, 1995; Eisfeldt and Rampini, 2009; Cosci et al., 2015)。国内目前关于融资租赁的研究仍比较少,但已经有一些文献注意到了中国融资租赁业务与国际上的差异,并尝试结合中国实况给出解释。比如,马文杰、丁剑平(2015)利用中国上市公司 2003-2012 年的融资租赁数据进行实证分析发现,中国企业进行融资租赁的动机并不是融资约束,而是为了获得财务灵活性。周凯、史燕平(2016)利用 2012-2014 年省级数据进行实证分析的结果表明,中国融资租赁业近年来的快速增长主要受社会融资需求的驱动,而不是为了满足设备投资需求。不过,尚未有文献关注

---

<sup>②</sup> 本文中影子银行指金融稳定委员会(FSB)的定义:全部或部分游离于传统银行监管之外的信用中介体系。尽管金融租赁公司确实受到银监会的监管,但其监管程度要弱于银行。特别是在 2007-2012 年间,中国融资租赁业出于发展初期,融资租赁机构所受监管非常弱,因此符合 FSB 对影子银行的定义。

<sup>③</sup> 有关税务租赁的划分标准,美国各地的税务机关并没有达成统一。不过大体上,税务租赁的交易结构和经营性租赁类似。即,在税务租赁中,出租人并没有将与资产所有权有关的全部风险和报酬转移给承租人。

到中国企业利用售后回租来规避去产能政策的这一独特动机。

在有关去产能问题的研究中，一些文献探讨了金融部门与去产能的联系，但主要关注银行在治理产能过剩问题上所发挥的作用。陈琦等（2016）指出，金融机构应实施有保有控的差异化信贷政策，银行应满足产能过剩行业合理的资金需求，坚决不搞“一刀切”。杨珩（2017）以吉林省为例分析了金融支持供给侧结构性改革的措施，并指出金融机构应注意坚持区别对待、有扶有控的原则。韩保江和韩心灵（2017）认为，为了治理产能过剩问题，中国银行应保持经营独立性，并且银行监管部门要规范银行经营行为的微观审慎监管，避免银行高杠杆冒险经营。潘文轩（2016）认为，产能过剩企业的破产清算可能导致风险的集中，商业银行应当与财政部门和资产管理公司等联合起来发挥协同作用，以有效防控风险。尽管现有文献已经探讨了去产能政策与金融部门的联系，但其主要关注的是以银行为代表的金融部门，且研究方法多为定性分析，尚没有文献注意到售后回租与去产能政策的关联并进行定量研究。

在有关中国影子银行发展的文献中，一些文献已经表明监管套利是推动中国影子银行发展的主要动机，不过所关注的影子银行形式为信托、资管项目、委托贷款等。比如，万晓莉等（2016）指出信托公司、资产管理公司等成为商业银行的监管套利通道。Franklin et al.（2019）发现 2011 年银监会限制房地产行业 and 基建行业的贷款融资后，大量委托贷款流向了房地产业和基建业。不过，尚没有文献关注到售后回租这种影子银行形式。另外，现有文献也指出了传统商业银行与影子银行监管套利的内在关联，即商业银行以影子银行为通道来实现监管套利。但目前的研究主要为定性分析（方先明、谢雨菲，2016；万晓莉等，2016），尚没有实证研究来分析商业银行在影子银行监管套利模式中所起的作用。

### 三、 中国融资租赁市场及去产能政策的相关背景

中国在上世纪八十年代初期就从国外引进了融资租赁这种交易方式，但融资租赁业在中国的高速增长主要得益于入世推动的融资租赁业机构准入的放松。2007 年，中国“入世”5 年保护期结束，需要向外资银行开放融资租赁市场。为了确保中外银行在融资租赁市场上的公平待遇，银监会修订《金融租赁公司管理办法》，允许中国的商业银行设立融资租赁机构、开展融资租赁业务。此后，融资租赁业的两个监管机构——银监会和商务部批准了大量融资租赁机构。由银监会负责审批和监管的融资租赁机构称为“金融租赁公司”，由商务部负责审批和监管的融资租赁机构称为“融资租赁公司”。尽管两类融资租赁机构的监管机构和公司命名方式有所不同，但其所开展的融资租赁业务本质相同<sup>④</sup>。

2007-2016 年间，中国融资租赁机构数量由 109 家增长到 7136 家，复合增长率高达 59%。在融资租赁业高速发展的时期内，中国的煤炭、钢铁等行业的产能过剩问题凸显，于是政府采取多种手段来治理产能过剩，限制产能过剩企业的融资渠道就是一种重要的治理手段。例如，2009 年《国务院关于进一步加快推进产能过剩行业结构调整的通知》指出：“对不符合重点产业调整和振兴规划以及相关产业政策要求，未按规定程序审批或核准的项目，金融机构一律不得发放贷款，已发放贷款的要采取适当方式予以纠正。”2013 年《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》指出：“对未取得合法手续的建设项目，一律不得放贷、发债、上市融资。”但从以上规定可以看出，去产能政策的主要内容是明确限制产能过剩企业从银行和资本市场等主流融资渠道获得资金。相比之下，融资租赁业所受监管较松，融资租赁机构在资金投向上也比较自由。

---

<sup>④</sup> 2018 年 5 月 14 日，商务部发文表示已将融资租赁公司的监管职责转交给银保监会，但本文的研究区间为 2007-2016 年，因此这一监管变动不影响本文的研究。

## 四、 理论分析与研究假设

从理论上分析,去产能政策出台后,产能过剩企业在是否减产的决策上面临着典型的囚徒困境。作为个体,每个产能过剩企业的决策都会受到其他企业决策的影响。假定其他企业都减产,那么单个企业的最优策略是不减产,这样企业可以在市场出清后扩大相对市场份额,达到“损人利己”的效果。而假定其他企业都不减产,单个企业的最优策略依然是不减产,因为如果企业减产将很快被淘汰。因此,无论其他企业是否减产,单个企业的占优策略都是不减产。也就是说,所有产能过剩企业都会想办法规避去产能政策的限制。而产能过剩企业要想维持产能就需要充足的资金保障,但去产能政策已经限制了银行贷款等主流融资方式,于是产能过剩企业就会寻求其他融资渠道来补充资金。而从交易特征和监管程度来看,售后回租就是一种非常合适的融资替代渠道。在交易特征方面,售后回租的交易本质和抵押贷款非常类似,具备资金融通功能。此外,售后回租还具备期限较长、不限制资金用途等优势,对产能过剩企业而言是一种方便、灵活的融资渠道。在监管程度方面,售后回租的提供主体——融资租赁机构所受监管较松,不在监管部门的密切关注范围里,这为产能过剩企业通过售后回租来规避融资限制提供了可行性,因此监管较松的售后回租就成为产能过剩企业首选的融资渠道之一。据此提出本文的第一个假设。

### **H1: 去产能政策推动了售后回租规模的扩张。**

接下来本文试图探究售后回租规模的扩张对去产能政策效果的影响。由于售后回租不限制企业的资金用途,产能过剩企业如何使用售后回租的资金就可能会影响到去产能政策的效果。如果产能过剩企业将售后回租资金用于清偿负债、支付厂房租金等活动,而没有投向生产环节,那么售后回租只是为企业提供了维持存续状态的必要资金,不会影响去产能政策的效果。但如果企业将售后回租资金用于生产环节并增加产能,那么售后回租就会削弱去产能政策的效果。根据前文有关囚徒困境的分析,维持产能是企业的占优策略。因此,企业很可能将售后回租资金用于维持产能,使得去产能政策的效果打折。据此我们提出第二个假设。

### **H2: 售后回租规模的扩张削弱了去产能政策的效果。**

## 五、 研究设计

### (一) 数据说明

本文以上市公司为样本来考查去产能政策与售后回租之间的相互关系。考虑到中国的融资租赁业从2007年开始再次发展,本文将2007年作为研究起点,选取2007年-2016年沪深两市A股上市公司为初始样本,并按照以下标准对样本进行处理:①剔除金融行业及公用事业行业公司;②剔除有融资租赁交易,但无法判断融资租赁交易具体类型(直接租赁或售后回租)的样本;③剔除数据缺失样本;④对所有连续变量在1%和99%的水平上进行缩尾处理,以消除极端值对结果的影响。

本文有关售后回租的数据为手工收集,具体来源包括上市公司财务报表中的“融资租入固定资产”、“一年内到期的应付融资租赁款”、“应付融资租赁款”、“收到的其他与筹资活动有关的现金”等科目及附注,以及报表中“重大合同及其履行情况”等处披露的租赁合同信息。本文中有关上市公司的其他财务数据来自国泰安CSMAR数据库。

## (二) 产能过剩企业及去产能政策有效期的认定

考虑到产能过剩企业和去产能政策有效期的认定对模型设计有重要影响,所以在进行模型设计之前,本文首先对产能过剩企业和去产能政策有效期的认定标准进行说明。

### 1. 产能过剩企业的认定

在本文的研究区间内国务院共发布了两次去产能政策,分别为2009年的《国务院关于加快推进产能过剩行业结构调整的通知》(以下简称“09年政策”)和2013年的《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》(以下简称“13年政策”)<sup>⑥</sup>。由表1可以看出,“13年政策”点名的产能过剩行业全部被包括在“09年政策”所点名的行业中。如果企业的经营范围中包括去产能政策所点名的产能过剩行业,那么该企业属于受产能政策影响的企业(以下简称“产能过剩企业”)。

表1 去产能政策限制行业

政策名称	所限制的产能过剩行业
2009年的《国务院关于加快推进产能过剩行业结构调整的通知》	钢铁、电解铝、煤炭、船舶、水泥、平板玻璃、化肥、多晶硅、风电设备、大豆压榨、大型锻件
2013年的《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶

资料来源:作者整理。

### 2. 去产能政策有效期的认定

由于政策执行具有时滞性,本文假定两次去产能政策均于出台后的次年生效。另外,根据我们对业界的访谈得知,在“13年政策”出台之前,“09年”政策已经基本失效。特别是在“13年政策”出台之后,监管部门将监管重心转移到了“13年政策”点名的行业上,而放松了对其他行业的监管。因此,本文假定“09年政策”的有效期为2010-2012年,“13年政策”的有效期为2014-2016年。

## (三) 模型设计

为了验证H1,本文设计了模型(1)来验证去产能政策对售后回租规模的影响。

$$SLB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Policy_{i,t} + \sum_k \alpha_k Control_{i,t-1} + FirmFE + YearFE + \mu_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量表示企业的售后回租交易情况,本文选取两个指标来衡量。第一个指标是售后回租哑变量(SLB\_dummy),如果企业当年通过售后回租获取资金,那么该哑变量取值为1,否则取值为0。第二个指标是售后回租比率(SLB\_ratio),等于企业当年售后回租融资额对期初总资产的比值。Policy是主要解释变量,表示企业i在t年是否受去产能政策的影响。如果企业属于“09年政策”所限制的行业而不属于“13年政策”所限制的行业,那么该企业的

<sup>⑥</sup> 2016年2月1日,国务院针对钢铁和煤炭行业各发布了一份指导文件:《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》和《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。由于本文研究区间为2007-2016年,且考虑到银行等信贷机构执行政策的时滞性,因此未将这两份政策考虑在内。

Policy 在 2010 年-2012 年取值为 1，其他情况取值为 0。如果企业同属于“09 年政策”和“13 年政策”所限制的行业，那么该企业的 Policy 在 2010 年-2012 年以及 2014 年-2016 年取值为 1，其他情况取值为 0。如果企业不属于“09 年政策”或“13 年政策”所限制的行业，那么该企业在所有年份的 Policy 都取值为 0。在控制变量方面，本文借鉴 Sharpe and Nguyen(1995)、Eisfeldt and Rampini(2009)等人的文献，选择资产规模、现金流比率、持有现金比率、负债比率、托宾 Q、企业实际所得税率作为控制变量。模型（1）中 Policy 的系数 $\alpha_1$ 为本文关注的核心系数，如果 H1 成立，那么 $\alpha_1$ 应显著为正。

表 2 Policy1、Policy2 和 Policy3 的赋值方式

年份	“09 年政策”限制但“13 年政策”没限制的企业	“09 年政策”和“13 年政策”都限制的企业	“09 年政策”或“13 年政策”都没限制的企业
2007	0	0	0
2008	0	0	0
2009	0	0	0
2010	1	1	0
2011	1	1	0
2012	1	1	0
2013	0	0	0
2014	0	1	0
2015	0	1	0
2016	0	1	0

在设计模型验证 H2 之前，首先考虑去产能政策影响企业产能的两个渠道。一方面，去产能政策会通过金融政策、行政管制等多种强制性手段让企业减产，这是去产能政策自身对企业产能产生的影响；但另一方面，H1 已经表明，去产能政策有可能会增加产能过剩企业的售后回租，而售后回租提供的资金则可能增加企业的产能。为了区分去产能政策的这两方面影响，将去产能政策自身对企业产能的影响称为直接效果，而将去产能政策通过售后回租对企业产能产生的影响称为间接效果。如果去产能政策的直接效果降低了企业产能，而间接效果增加了企业产能，那么就可以证明售后回租削弱了去产能政策的效果。图 3 表示了去产能政策对企业产能的两个预期影响渠道。

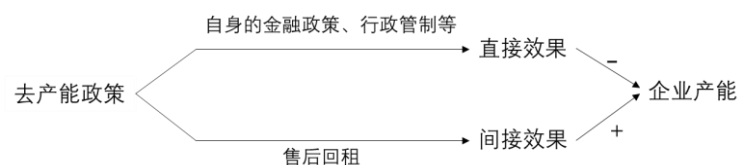


图 3 去产能政策影响企业产能的渠道图

根据上面的思路，本文设计了模型（2）和模型（3）来验证售后回租规模的扩张对去产能政策效果的影响。

$$Effect_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Policy_{i,t} + \sum_k \phi_k Control_{i,t-1} + FirmFE + YearFE + \gamma_{i,t} \quad (2)$$

$$Effect_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Policy_{i,t} + \delta_2 SLB_{i,t} + \sum_k \delta_k Control_{i,t-1} + FirmFE + YearFE + \kappa_{i,t} \quad (3)$$

模型（2）和模型（3）中的被解释变量 Effect 表示去产能政策的效果，也就是企业产能的变化。本文用投资水平（Investment）和销售收入增长率（Sales\_growth）来衡量去产能政策效果。如果企业削减了产能，那么其投资水平和销售收入增长率应有所下降。模型中的主要解释变量为去产能政策变量（Policy）和企业的售后回租交易变量（SLB），具体包括售后

回租哑变量 (SLB\_dummy) 和售后回租比率 (SLB\_ratio)。Control 表示控制变量, 借鉴屈文洲等 (2011) 的文章, 选取企业资产规模、现金流、持有现金、营运资本和托宾 Q 作为控制变量。在模型 (2) 中, 去产能政策的系数  $\beta_1$  表示 Policy 从 0 增加到 1 以后, 产能过剩企业的平均产能相对于非产能过剩企业的变化。该模型中没有加入售后回租作为解释变量, 也就是没有控制售后回租对企业产能的影响。考虑到售后回租和去产能政策的相关性, 售后回租对企业产能的影响将被包含在去产能政策的系数  $\beta_1$  中。也就是说,  $\beta_1$  既包括去产能政策的直接效果, 也包括去产能政策通过售后回租而对企业产能产生的间接效果。在模型 (3) 中, 加入售后回租作为解释变量, 即控制了售后回租对企业产能的影响。此时, 去产能政策的系数  $\delta_1$  仅表示去产能政策本身对企业产能的直接效果。因此, 将  $\beta_1$  与  $\delta_1$  作差, 即可得到去产能政策的间接效果。如果 H2 成立, 那么  $\beta_1$  与  $\delta_1$  的差值应当为正数。

表 3 汇总了模型 (1) -模型 (3) 中所有变量的定义和说明。

表 3 模型 (1) -模型 (3) 中变量名称及定义

变量代码	变量名称	变量定义
SLB_dummy	售后回租哑变量	如果企业当年通过售后回租获取资金, 那么该哑变量取值为 1, 否则取值为 0
SLB_ratio	售后回租比率	企业当年通过售后回租获取的融资额/期初总资产
Investment	投资	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/上期总资产
Sales_growth	销售收入增长率	(销售收入+本期库存-上期库存)/上期总资产
Policy	去产能政策	企业在当年是否受去产能政策的影响, 若受影响取 1, 否则取 0
Ln(asset)	资产规模	总资产取对数
Cash_flow	现金流	经营活动产生的现金流净额/总资产
Cash_holding	现金持有	货币资金/总资产
Leverage	负债	总负债/总资产
Tobin_q	托宾 Q	市值/(资产总计—无形资产净额—商誉净额)
Tax	实际所得税比率	所得税支出/税前利润
Working_capital	营运资本比率	(流动资产-流动负债)/总资产

## 六、 研究结果

### (一) 描述性统计

表 4 汇报了模型 (1) -模型 (3) 中各变量的描述性统计的结果, 本文在此对主要变量的统计特征进行分析。售后回租哑变量的平均值为 0.046, 而中位数为 0, 说明样本中平均有 4.6% 的企业采用回租借款, 这表明售后回租仍然是一种比较“小众”的融资方式。而售后回租比率的平均值 0.12%, 中位数为 0, 说明全部样本的回租借款额平均占其总资产的 0.12%, 这表明企业采用回租借款的额度较低。不过, 售后回租比率的最大值为 0.0485, 说明有些企业的回租借款额度较高, 已经占据其总资产的大约 5%。去产能政策变量 Policy 的平均值为 0.0649, 说明样本中平均有大约 7% 的企业受去产能政策的影响。



表4 模型（1）-模型（3）中变量的描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
SLB_dummy	0.0460	0.2094	0	0	1
SLB_ratio	0.0012	0.0064	0	0	0.0485
Investment	0.0669	0.0717	0.0001	0.0446	0.3903
Sales_growth	0.8289	0.6698	0.0406	0.6632	4.3744
Policy	0.0649	0.2464	0	0	1
Ln(asset)	21.7865	1.2059	19.2761	21.6468	25.3579
Cash_flow	0.0403	0.0781	-0.2036	0.04	0.2582
Cash_holding	0.1905	0.1454	0.0092	0.1481	0.6886
Leverage	0.5058	1.3054	0.0071	0.4755	96.9593
Tobin_q	2.182	1.9384	0.2268	1.6164	11.3256
Tax	0.1719	0.1706	-0.5402	0.1594	0.8069
Working_capital	0.1883	0.2772	-0.5437	0.1797	0.8068

## （二）去产能政策对售后回租规模的影响

表5汇报了模型（1）的回归结果，第1列-第3列的被解释变量为售后回租哑变量，分别用双重差分法、Logit和Probit进行回归，Logit和Probit回归中控制了行业效应和年份效应。第4列的被解释变量为售后回租比率，用双重差分法进行回归。在第1列-第3列的回归结果中，Policy的系数均在5%的水平上显著为正；在第4列的回归结果中，Policy的系数在10%的水平上显著为正。另外，去产能政策变量的系数不仅具有统计意义上的显著性，也具有经济意义上的显著性。分别以第2类和第4列的结果为例来说明去产能政策变量系数的经济意义。在第2列中，当去产能政策变量从0增加到1后，产能过剩企业利用售后回租来获取资金的概率增加0.1117个百分点，相对于均值预测概率（0.2326个百分点）而言，增幅达到48%。在第4列中，当去产能政策变量从0增加到1后，产能过剩企业的售后回租比率比非产能过剩企业平均要高0.09%，相对于总体样本的售后回租比率平均值0.12%（表4）而言，提高了75%。综上，表5的结果表明，去产能政策推动了售后回租规模的扩张，H1得到证实。

另外，表5中的控制变量的结果也在一定程度上证实了国外的租赁理论无法解释中国企业的租赁动机。在所有结果中，资产规模的系数均在1%的显著性水平上为正，这说明企业的资产规模越大，其售后回租比率越高，这和大部分国外研究的结论相反。资产规模常被用于作为融资约束的衡量指标，资产规模越小，融资约束更为严重。国外学者对美国、英国和意大利企业的租赁动机的研究中，资产规模都和融资租赁显著负相关，即企业的资产规模越小，其融资租赁比率也越高（Sharpe and Nguyen, 1995; Eisfeldt and Rampini, 2009; Cosci et al., 2015）。而本文结果中，资产规模与售后回租正相关，这说明“融资约束动机”不适用于解释中国企业的租赁动机。另外，如果“税务收益动机”成立，实际所得税率的系数应显著为负，但表5中实际所得税率的系数不显著，这说明“税务收益动机”也不适用于解释中国企业的租赁动机。

表5 去产能政策对售后回租规模的影响

	SLB_dummy			SLB_ratio
	双重差分法	Logit回归	Probit回归	双重差分法
	(1)	(2)	(3)	(4)
Policy	0.0347** (2.23)	0.4019** (2.15)	0.2091** (2.25)	0.0009* (1.92)
Ln(asset)	0.0291*** (3.93)	0.3705*** (6.13)	0.1875*** (6.41)	0.0004** (2.33)
Cash_flow	-0.0114 (-0.45)	-2.5254*** (-3.81)	-1.1845*** (-3.79)	-0.0003 (-0.37)
Cash_holding	-0.0103 (-0.59)	-2.2856*** (-4.68)	-0.9889*** (-4.52)	-0.0012** (-2.09)
Leverage	0.0015*** (2.77)	0.0526*** (3.92)	0.0249*** (3.08)	0.0000** (2.03)
Tobin_q	-0.0017 (-1.04)	-0.2213*** (-3.46)	-0.0868*** (-3.52)	-0.0000 (-0.53)
Tax	-0.0065 (-0.48)	0.3043 (1.22)	0.1618 (1.36)	0.0001 (0.20)
N	14685	14183	14183	14685
adj. R <sup>2</sup>	0.235			0.174
pseudo R <sup>2</sup>		0.149	0.148	

注：括号中是调整了异方差和公司层面的聚类效应的 t 统计量。\*\*\*、\*\*、\*分别表示参数的估计值在 1%、5%、10%的统计水平上显著。下同。

### (三) 售后回租对去产能政策效果的影响

表 6 汇报了模型 (2) 和模型 (3) 的回归结果。第 1-3 列用投资水平衡量去产能政策效果，第 1 列没有加入售后回租变量，第 2 列加入了售后回租哑变量，第 3 列加入了售后回租比率。首先以第 1 列和第 2 列的结果为例进行分析。第 1 列中 Policy 的系数为-0.0097，这说明 Policy 从 0 增加到 1 后，去产能政策的直接效果和间接效果总共使营业收入增长率下降了 0.97%。第 2 列中 Policy3 的系数为-0.0100，这说明 Policy 从 0 增加到 1 后，去产能政策的直接效果使营业收入增长率下降 1%。这两列的 Policy 系数之差即可视为去产能政策的间接效果，约为 0.03% (1%-0.97%)。以上结果可以解读为，Policy 从 0 增加到 1 后，去产能政策原本可以使营业收入增长率降低 1%，但由于去产能政策促使产能过剩企业采用售后回租来补充资金，这使得去产能政策总共仅使营业收入增长率下降了 0.97%，比直接效果降低了大约 3% (0.03%/1%)。由此我们可以得出结论，售后回租规模的扩张将去产能政策效果削弱了大约 3%。同理，对比第 1 列和第 3 列的结果可以发现，售后回租规模的扩张将去产能政策效果削弱了大约 4% ((1.01%-0.97%) / 1.01%)。

表 6 的第 4-6 列用销售收入增长率衡量去产能政策效果，其分析思路和上面相同。对比第 4 列和第 5 列的结果可以发现，售后回租规模的扩张将去产能政策的效果削弱了大约 5% ((4.09%-3.88%) / 4.09%)；对比第 4 列和第 6 列的结果可以发现，售后回租规模的扩张将去产能政策的效果削弱了大约 6% ((4.14%-3.88%) / 4.14%)。

综上可以得出结论，去产能政策在一定程度上降低了产能过剩企业的投资水平和销售收入增长率，但这一政策效果被售后回租的扩张削弱了 3%-6%，H2 得到了证实。

表6 售后回租对去产能政策效果的影响

	Investment			Sales_growth		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Policy	-0.0097** (-2.24)	-0.0100** (-2.32)	-0.0101** (-2.35)	-0.0388 (-1.39)	-0.0409 (-1.46)	-0.0414 (-1.48)
SLB_dummy		0.0088** (2.16)			0.0580** (2.25)	
SLB_ratio			0.4481*** (3.02)			2.6812*** (2.77)
Ln(asset)	-0.0148*** (-6.33)	-0.0151*** (-6.50)	-0.0150*** (-6.48)	-0.2709*** (-11.05)	-0.2726*** (-11.15)	-0.2721*** (-11.13)
Cash_flow	0.0318*** (3.38)	0.0322*** (3.42)	0.0323*** (3.43)	0.1485* (1.81)	0.1494* (1.82)	0.1499* (1.83)
Working_capital	0.0581*** (9.11)	0.0589*** (9.32)	0.0593*** (9.40)			
Cash_holding	0.0380*** (4.03)	0.0374*** (3.98)	0.0375*** (3.99)			
Tobin_q	0.0057*** (7.65)	0.0057*** (7.67)	0.0057*** (7.68)	0.0525*** (6.73)	0.0526*** (6.75)	0.0526*** (6.76)
N	14685	14685	14685	14685	14685	14685
adj. R <sup>2</sup>	0.421	0.421	0.422	0.647	0.647	0.648

## 七、 进一步分析

### (一) 去产能政策与售后回租的内在关联机制

接下来探究去产能政策和售后回租之间产生关联的内在机制，即，融资租赁机构是通过什么渠道和产能过剩企业建立起了关联？根据我们的现实观察，商业银行与融资租赁机构之间的客户推荐关系很可能是融资租赁机构和产能过剩企业之间的连接渠道。很多融资租赁机构由银行控股，属于银行系租赁公司，这些银行系租赁公司及其母银行之间形成了利益共同体。为了共享资源、发挥范围经济的优势，租赁子公司会要求母银行向其推荐客户，这种客户推荐制度是银行系租赁公司重要的客户来源。而对于商业银行而言，去产能政策属于一种监管税收，银行有最小化监管税收的动机（Donahoo and Shaller, 1991）。原因是，去产能政策存在“一刀切”现象，企业所属行业被当作划分企业是否存在产能过剩的标准。比如，钢铁、煤炭等行业存在比较严重的产能过剩问题，于是所有钢铁企业和煤炭企业都会受到融资限制。而银行做出信贷决策的主要标准应当是每一家企业的还款能力，只要一家企业具备合格的还款能力，银行为其提供资金就是有利可图的。由于大型产能过剩企业和国有产能过剩企业的实力较强，这两类企业在面临行业性的产能过剩问题时依然具备还款能力，银行也希望为这些企业提供资金来赚取利润。但去产能政策限制了银行将资金投向产能过剩企业，于是银行就将这大型、国有产能过剩企业推荐给其租赁子公司，通过租赁子公司来向这两类产能过剩企业投放资金。一些媒体已经关注到了商业银行在融资租赁机构针对去产能政策的监管套利业务中所起的作用并对此进行了报道。比如，2013年《财经国家周刊》的一篇报道指出

“随着地方融资平台的风险暴露，影子银行的高风险逐渐为大众关注，依傍影子银行的信托业一时间成为风险的代名词。然而，记者近日了解到，与银行关系更加密切的另一个通道——融资租赁，在部分产能过剩行业风险频发的拖累下，或将成为风险全面释放的第一爆点。”

本文从两个方面来检验上述机制。第一，检验去产能政策是否主要推动了产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租资金，而没有推动产能过剩企业向非银行系租赁公司获取售后回租资金。第二，检验去产能政策是否主要推动了大型产能过剩企业和国有产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租资金。

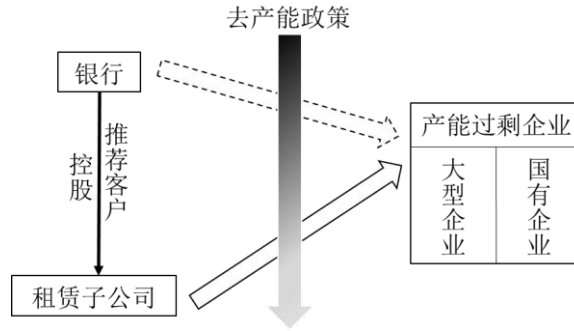


图4 商业银行利用其控股的融资租赁机构来规避去产能政策的监管套利模式

本文通过模型（4）和模型（5）来进行机制检验。根据是否由商业银行控股将融资租赁机构分为银行系租赁公司和非银行系租赁公司，并统计出企业从银行系租赁公司和非银行系租赁公司获取的售后回租资金情况。模型（4）的被解释变量表示企业向银行系获取的售后回租资金，用“银行系哑变量”（Bank-affiliated\_dummy）和“银行系比率”（Bank-affiliated\_ratio）两个指标来表示。如果企业向银行系租赁公司获取了售后回租资金，则“银行系哑变量”取值为1，否则取值为0。“银行系比率”为企业向银行系租赁公司获取的售后回租资金对期初总资产的比值。模型（5）的被解释变量表示企业向非银行系租赁公司获取的售后回租资金，用“非银行系哑变量”（Nonbank-affiliated\_dummy）和“非银行系比率”（Nonbank-affiliated\_ratio）两个指标来表示。模型的主要解释变量为去产能政策变量（Policy），控制变量和模型（1）相同。如果上述机制成立，那么模型（4）中去产能政策变量的系数 $\lambda_1$ 应当显著为正，而模型（5）中去产能政策变量的系数 $\eta_1$ 则不显著。接下来，将企业根据资产规模中位数分为大型企业、小型企业两类，再将企业根据产权性质分为国有企业和非国有企业两类，然后将分类后的样本分别对模型（4）进行回归。如果上述机制成立，那么对于大型企业和国有企业，Policy的系数 $\lambda_1$ 应当显著为正，而对于小型企业和非国有企业，Policy的系数 $\lambda_1$ 则不显著。

$$Bank - affiliated_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Policy_{i,t} + \sum_k \lambda_k Control_{i,t-1} + FirmFE + YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Nonbank - affiliated_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 Policy_{i,t} + \sum_k \eta_k Control_{i,t-1} + FirmFE + YearFE + \phi_{i,t} \quad (5)$$

表7汇报了总体样本对模型（4）和模型（5）的回归结果。第1列和第2列的被解释变量分别为“银行系哑变量”和“银行系比率”，第3列和第4列的被解释变量分别为“非银行系哑变量”和“非银行系比率”。可见，当被解释变量为“银行系哑变量”和“银行系比率”时，去产能政策变量的系数都在1%的水平上显著为正。而当被解释变量为“非银行系哑变量”和“非银行系比率”时，去产能政策变量的系数则不显著。这说明去产能政策主要推动了产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租资金，而没有推动产能过剩企业向非银行系租赁公司获取售后回租资金。本文的这一发现与方先明、谢雨菲（2016）的发现一致，他们指出，中国的影子银行多以“银行影子”的形式存在，即商业银行在影子银行的业务开

展中有举足轻重的作用。

表 7 去产能政策对产能过剩企业向银行系、非银行系租赁公司获取售后回租的影响

	Bank- affiliated_dummy (1)	Bank- affiliated_ratio (2)	Nonbank- affiliated_dummy (3)	Nonbank- affiliated_ratio (4)
Policy	0.0311*** (2.67)	0.0005*** (2.68)	0.0026 (0.18)	0.0002 (0.50)
Ln(asset)	0.0164*** (4.50)	0.0002*** (3.99)	0.0200*** (2.79)	0.0002 (1.27)
Cash_flow	-0.0169 (-1.17)	-0.0002 (-0.73)	0.0089 (0.42)	0.0002 (0.34)
Cash_holding	-0.0171** (-1.97)	-0.0003** (-2.27)	0.0116 (0.71)	-0.0003 (-0.73)
Leverage	0.0005** (2.41)	0.0000** (2.03)	0.0013*** (2.71)	0.0000** (2.09)
Tobin_q	0.0005 (0.54)	0.0000 (0.54)	-0.0027* (-1.79)	-0.0001 (-1.36)
Tax	0.0000 (0.00)	-0.0000 (-0.03)	0.0022 (0.17)	0.0003 (0.98)
N	14685	14685	14685	14685
adj. R <sup>2</sup>	0.187	0.161	0.181	0.143

表 8 汇报了将企业按照规模分类后对模型（4）的回归结果。从结果可见，对于大型企业，当被解释变量为“银行系哑变量”和“银行系比率”时，去产能政策变量的系数均在 5% 的显著性水平上为正。而对于小型企业，去产能政策变量的系数则不显著。表 9 汇报了将企业按照产权性质分类后对模型（4）的回归结果。从结果可见，对于国有企业，当被解释变量为“银行系哑变量”和“银行系比率”时，去产能政策变量的系数均在 1% 的显著性水平上为正。而对于非国有企业，去产能政策变量的系数则不显著。这说明去产能政策主要推动了大型产能过剩企业和国有产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租资金。

表 8 去产能政策对产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租的影响：按资产规模分组回归

	大型企业		小型企业	
	Bank- affiliated_dummy (1)	Bank- affiliated_ratio (2)	Bank- affiliated_dummy (3)	Bank- affiliated_ratio (4)
Policy	0.0354** (2.03)	0.0006** (2.05)	0.0029 (0.54)	0.0001 (0.54)
Ln(asset)	0.0171*** (2.82)	0.0002** (2.18)	0.0006 (0.72)	0.0000 (0.72)
Cash_flow	-0.0324 (-1.06)	-0.0003 (-0.66)	-0.0026 (-0.31)	-0.0000 (-0.31)
Cash_holding	-0.0158 (-0.63)	-0.0004 (-0.86)	-0.0049 (-0.96)	-0.0001 (-0.96)
Leverage	0.0463** (2.32)	0.0005 (1.58)	0.0000 (0.17)	0.0000 (0.17)

Tobin_q	0.0038 (1.53)	0.0000 (1.34)	0.0003 (0.73)	0.0000 (0.73)
Tax	-0.0007 (-0.04)	-0.0000 (-0.08)	-0.0027 (-0.53)	-0.0000 (-0.53)
N	7342	7342	7343	7343
adj. R <sup>2</sup>	0.194	0.178	-0.049	-0.049

表 9 去产能政策对产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租的影响：按产权性质分组回归

	国有企业		非国有企业	
	Bank- affiliated_dummy	Bank- affiliated_ratio	Bank- affiliated_dummy	Bank- affiliated_ratio
	(1)	(2)	(3)	(4)
Policy	0.0476*** (2.85)	0.0008*** (2.94)	-0.0002 (-0.02)	-0.0001 (-0.47)
Ln(asset)	0.0169*** (3.02)	0.0002** (2.52)	0.0104*** (2.60)	0.0002** (2.37)
Cash_flow	-0.0332 (-1.26)	-0.0004 (-0.91)	-0.0036 (-0.25)	-0.0001 (-0.31)
Cash_holding	-0.0167 (-0.81)	-0.0003 (-0.73)	-0.0119 (-1.33)	-0.0003* (-1.70)
Leverage	0.0371*** (2.60)	0.0005** (2.09)	0.0001 (0.88)	0.0000 (0.59)
Tobin_q	0.0018 (1.15)	0.0000 (1.08)	-0.0001 (-0.16)	0.0000 (0.15)
Tax	-0.0003 (-0.02)	-0.0000 (-0.08)	0.0011 (0.15)	0.0000 (0.08)
N	6594	6594	8091	8091
adj. R <sup>2</sup>	0.242	0.217	0.071	0.052

## (二) “09 年政策”与“13 年政策”对售后回租影响的异质性

考虑到“09 年政策”和“13 年政策”也许对售后回租规模的推动作用有所不同，本文将样本分为 2007-2012 年和 2013-2016 年两个时间段，并分别对这两个时间段的样本按照模型（1）进行回归，结果见表 10 所示。从表中可见，在 2007-2012 年间，“09 年政策”显著推动了售后回租规模的扩张。而 2013-2016 年间，“13 年政策”却没有对售后回租规模产生显著影响。这说明“09 年政策”和“13 年政策”对售后回租的影响存在差异，本文认为银行系租赁公司在这两个时间段内所受监管强度的变化可能是导致这种差异的原因。在上文的机制分析中，本文已经指出，银行系租赁公司是产能过剩企业提供售后回租资金的主体机构，而绝大多数银行系租赁公司都属于由银监会监管的金融租赁公司。我们在咨询业内人士后了解到，银监会对金融租赁公司的监管程度在“09 年政策”和“13 年政策”这两次去产能政策的有效期内经历了由松到严的过程。2009-2012 年间，中国的融资租赁行业处于行业发展初期，金融租赁公司数量由 12 家增长到 20 家，总体规模相对较低，所以这一时期内金融租赁公司并未引起银监会的过多关注。而 2013-2016 年间，金融租赁公司数量已经由 23

家增长到了 59 家，交易规模也显著增长。这一时期内金融租赁公司已经是一类不容忽视的金融机构，自然也引起了银监会的更多关注。特别是 2014 年中国银监会发布新修订的《金融租赁公司管理办法》，修订后的《办法》尤其强调了强化股东风险责任意识和审慎监管要求等内容，这进一步加强了银监会对金融租赁公司的监管。为了进一步证实上述观点，本文分析了企业从银行系租赁公司获取的售后回租资金在 2007-2012 年和 2013-2016 年这两个时间段的变化，回归结果如表 11 所示。可见，在 2007-2012 年间，“09 年政策”显著推动了产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租资金；而 2013-2016 年间，“13 年政策”却没有显著推动产能过剩企业向银行系租赁公司获取售后回租资金。这些结果符合银行系租赁公司所受监管趋严的背景。

表 10 去产能政策对售后回租规模的影响：分时段回归

	2007-2012		2013-2016	
	SLB_dummy (1)	SLB_ratio (2)	SLB_dummy (3)	SLB_ratio (4)
Policy	0.0645*** (3.19)	0.0017*** (2.70)	0.0243 (0.76)	0.0011 (1.28)
Ln(asset)	0.0204*** (2.66)	0.0003 (1.38)	0.0198 (1.09)	0.0003 (0.42)
Cash_flow	-0.0317 (-1.07)	-0.0009 (-0.83)	0.0359 (0.63)	0.0009 (0.47)
Cash_holding	0.0073 (0.28)	-0.0003 (-0.32)	-0.0252 (-0.62)	-0.0022* (-1.71)
Leverage	0.0006 (1.05)	0.0000 (0.58)	-0.0000 (-0.02)	-0.0000 (-0.36)
Tobin_q	0.0021 (0.98)	0.0001 (1.08)	-0.0004 (-0.11)	0.0001 (0.97)
Tax	-0.0040 (-0.23)	0.0003 (0.50)	0.0150 (0.56)	0.0007 (0.64)
N	8014	8014	6671	6671
adj. R <sup>2</sup>	0.217	0.152	0.330	0.235

表 11 去产能政策对企业向银行系租赁公司获取售后回租的影响：分时段回归

	2007-2012		2013-2016	
	Bank-affiliated_dummy (1)	Bank-affiliated_ratio (2)	Bank-affiliated_dummy (3)	Bank-affiliated_ratio (4)
Policy	0.0526*** (3.23)	0.0009*** (3.12)	-0.0040 (-0.20)	0.0000 (0.09)
Ln(asset)	0.0141** (2.52)	0.0002** (2.41)	0.0118* (1.78)	0.0001 (1.27)
Cash_flow	-0.0315 (-1.60)	-0.0005 (-1.46)	0.0338 (1.29)	0.0006 (1.49)
Cash_holding	-0.0163 (-1.15)	-0.0003 (-1.26)	-0.0166 (-0.82)	-0.0003 (-0.95)
Leverage	0.0003	0.0000	0.0001	0.0000

	(0.93)	(0.87)	(0.19)	(0.12)
Tobin_q	0.0010	0.0000	0.0019	0.0000
	(0.87)	(0.88)	(1.07)	(1.10)
Tax	0.0076	0.0001	-0.0066	-0.0001
	(0.71)	(0.73)	(-0.34)	(-0.35)
N	8014	8014	6671	6671
adj. R <sup>2</sup>	0.153	0.148	0.280	0.202

## 八、 稳健性检验

### (一) 平行趋势检验

满足平行趋势假定是使用双重差分法的重要前提条件，本文在此对处理组样本（产能过剩企业）和对照组样本（非产能过剩企业）利用售后回租来融资的情况进行平行趋势检验。由于前文结果已经表明主要是“09年政策”推动了售后回租规模的扩张，因此将平行趋势检验的样本区间设定为2007-2012年。引入变量Treat表示企业是否属于“09年政策”所限制的产能过剩行业，如果属于则Treat取值为1，否则取值为0。本文进行平行趋势检验的思路是比较Treat与各年份哑变量的交互项系数，如果处理组与对照组所采用的售后回租在去产能政策实施前存在平行趋势，那么交互项的系数在2009年之前应当不显著。表12汇报了平行趋势检验的结果，回归采用了双向固定效应方法。从中可见，交互项系数在2009年以前不显著，并且交互项系数在2010年前后存在显著的增加。另外，自2011年起，交互项系数均在1%的水平上显著为正。因此，可以表明处理组样本和对照组样本的售后回租在去产能政策出台以前存在平行趋势。而在“09年政策”出台以后，产能过剩企业所采用的售后回租显著增加。

表12 去产能政策对企业向银行系租赁公司获取售后回租的影响：分时段回归

	SLB_dummy	SLB_ratio
Treat*Year2008	0.0152	0.0003
	(0.85)	(0.40)
Treat*Year2009	0.0087	0.0006
	(0.45)	(0.88)
Treat*Year2010	0.0265	0.0006
	(1.20)	(0.82)
Treat*Year2011	0.0956***	0.0032***
	(2.98)	(3.07)
Treat*Year2012	0.0978***	0.0024***
	(3.27)	(2.60)
Ln(asset)	0.0202***	0.0003
	(2.63)	(1.34)
Cash_flow	-0.0314	-0.0009
	(-1.06)	(-0.81)
Cash_holding	0.0070	-0.0003



	(0.27)	(-0.31)
Leverage	0.0006	0.0000
	(1.01)	(0.56)
Tobin_q	0.0021	0.0001
	(1.01)	(1.18)
Tax	-0.0049	0.0002
	(-0.28)	(0.47)
<i>N</i>	8014	8014
adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.220	0.155

## (二) 改变去产能政策的衡量方式

如前所述，“13 年政策”点名的产能过剩行业在“09 年政策”基础上缩小了范围，是“09 年政策”所点名行业的一个子集。由于“09 年政策”没有被明令废止，我们考虑另一种可能性，假设“09 年政策”持续有效，而“13 年政策”进一步增加了其点名的产能过剩行业从主流融资渠道获得资金的难度。据此构造 Policy\_alternative 变量为：如果企业属于“09 年政策”所限制的行业而不属于“13 年政策”所限制的行业，那么该企业的 Policy\_alternative 在 2010 年及以后取值为 1，其他情况取值为 0。如果企业同属于“09 年政策”和“13 年政策”所限制的行业，其在 2013 年以后会受到更严格的限制，因此该企业的 Policy\_alternative 在 2010-2013 年间取值为 1，在 2014 年及以后取值为 2。如果企业不属于“09 年政策”或“13 年政策”所限制的行业，那么该企业在所有年份的 Policy\_alternative 都取值为 0。可以看出，Policy\_alternative 的取值大小反应了企业受政策影响的强弱。表 13、表 14 采用 Policy\_alternative 来衡量去产能政策，分别估计了模型（1）、（2）和（3）。回归结果与前面基本一致，这说明前文的结果是稳健的，不受去产能政策的衡量方式的影响。

表 13 改变去产能政策衡量方式后模型（1）的回归结果

	SLB_dummy			SLB_ratio
	双重差分法 (1)	Logit回归 (2)	Probit回归 (3)	双重差分法 (4)
Policy_alternative	0.0521*** (3.67)	0.2342* (1.95)	0.1362** (2.22)	0.0015*** (3.77)
Ln(asset)	0.0297*** (4.00)	0.3702*** (6.15)	0.1866*** (6.40)	0.0005** (2.43)
Cash_flow	-0.0086 (-0.34)	-2.4957*** (-3.76)	-1.1683*** (-3.75)	-0.0002 (-0.28)
Cash_holding	-0.0117 (-0.67)	-2.2865*** (-4.70)	-0.9878*** (-4.54)	-0.0012** (-2.14)
Leverage	0.0014*** (2.71)	0.0520*** (3.87)	0.0245*** (3.04)	0.0000* (1.94)
Tobin_q	-0.0011 (-0.68)	-0.2156*** (-3.37)	-0.0842*** (-3.43)	-0.0000 (-0.23)
Tax	-0.0068 (-0.51)	0.3118 (1.25)	0.1677 (1.40)	0.0001 (0.18)
<i>N</i>	14685	14183	14183	14685
adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.237			0.176

pseudo $R^2$	0.149	0.148	
--------------	-------	-------	--

表 14 改变去产能政策衡量方式后模型 (2)、(3) 的回归结果

	Investment			Sales_growth		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Policy_alternative	-0.0193*** (-4.83)	-0.0198*** (-4.95)	-0.0200*** (-4.99)	-0.1283*** (-4.62)	-0.1317*** (-4.73)	-0.1327*** (-4.78)
SLB_dummy		0.0099** (2.44)			0.0665*** (2.62)	
SLB_ratio			0.4800*** (3.26)			2.9286*** (3.07)
Ln(asset)	-0.0150*** (-6.45)	-0.0153*** (-6.64)	-0.0153*** (-6.62)	-0.2724*** (-11.15)	-0.2743*** (-11.26)	-0.2737*** (-11.24)
Cash_flow	0.0304*** (3.25)	0.0307*** (3.28)	0.0308*** (3.30)	0.1432* (1.76)	0.1440* (1.77)	0.1444* (1.77)
Working_capital	0.0561*** (8.87)	0.0569*** (9.09)	0.0573*** (9.17)			
Cash_holding	0.0401*** (4.27)	0.0395*** (4.22)	0.0396*** (4.24)			
Tobin_q	0.0054*** (7.33)	0.0055*** (7.35)	0.0054*** (7.35)	0.0509*** (6.49)	0.0510*** (6.50)	0.0509*** (6.50)
$N$	14685	14685	14685	14685	14685	14685
adj. $R^2$	0.423	0.424	0.425	0.649	0.649	0.649

### (三) 删除不包含产能过剩企业的行业

我们观察样本所处行业后发现，产能过剩企业在行业间的分布并不随机，有些行业不包含产能过剩企业。为了尽可能地减少处理组与对照组之间的系统性差异，我们删除了不包含产能过剩企业的行业<sup>⑥</sup>，从而保证所保留的每个行业既包含产能过剩企业，也包含非产能过剩企业。对保留下来的样本按照模型 (1) 进行回归，结果如表 15 所示，可见，无论被解释变量为 SLB\_dummy 还是 SLB\_ratio，Policy 的系数都显著为正。接下来，利用保留下来的样本对模型 (2) 和模型 (3) 进行回归，结果见表 16 所示。可见，无论被解释变量是投资水平或销售收入增长率，在解释变量中加入了表示售后回租的相关变量后，Policy 的系数绝对值都有所增加，这与前文一致。

表 15 删除不包含产能过剩企业的行业后模型 (1) 的回归结果

	SLB_dummy			SLB_ratio
	双重差分法	Logit回归	Probit回归	双重差分法
	(1)	(2)	(3)	(4)
Policy	0.0332**	0.3870**	0.1992**	0.0009*

<sup>⑥</sup> 不包含产能过剩企业的行业为林业、畜牧业、渔业、农林牧渔服务业、家具制造业、造纸及纸制品业、废弃资源综合利用业等。

	(2.12)	(2.06)	(2.13)	(1.81)
Ln(asset)	0.0290***	0.3931***	0.1976***	0.0004**
	(3.60)	(6.23)	(6.40)	(2.08)
Cash_flow	-0.0139	-2.6521***	-1.2370***	-0.0004
	(-0.50)	(-3.83)	(-3.78)	(-0.48)
Cash_holding	-0.0174	-2.4918***	-1.0690***	-0.0015**
	(-0.87)	(-4.72)	(-4.49)	(-2.18)
Leverage	0.0017	0.0698***	0.0374**	0.0000
	(1.44)	(2.59)	(2.41)	(1.01)
Tobin_q	-0.0015	-0.1886***	-0.0758***	-0.0000
	(-0.78)	(-2.94)	(-3.03)	(-0.33)
Tax	-0.0099	0.1771	0.0989	0.0000
	(-0.67)	(0.67)	(0.78)	(0.02)
N	12439	12404	12404	12439
adj. R <sup>2</sup>	0.246			0.182
pseudo R <sup>2</sup>		0.149	0.148	

表 16 删除不包含产能过剩企业的行业后模型 (2)、模型 (3) 的回归结果

	Investment			Sales_growth		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Policy	-0.0205***	-0.0210***	-0.0212***	-0.1294***	-0.1333***	-0.1340***
	(-5.09)	(-5.23)	(-5.27)	(-4.61)	(-4.73)	(-4.77)
SLB_dummy		0.0115***			0.0768***	
		(2.59)			(2.76)	
SLB_ratio			0.5306***			3.1597***
			(3.36)			(3.04)
Ln(asset)	-0.0146***	-0.0150***	-0.0149***	-0.2796***	-0.2819***	-0.2811***
	(-5.96)	(-6.16)	(-6.13)	(-10.77)	(-10.90)	(-10.87)
Cash_flow	0.0294***	0.0298***	0.0300***	0.1458*	0.1469*	0.1477*
	(2.96)	(3.01)	(3.03)	(1.67)	(1.69)	(1.69)
Working_capital	0.0571***	0.0581***	0.0585***			
	(8.19)	(8.43)	(8.54)			
Cash_holding	0.0375***	0.0369***	0.0371***			
	(3.61)	(3.56)	(3.58)			
Tobin_q	0.0054***	0.0054***	0.0054***	0.0550***	0.0551***	0.0551***
	(6.63)	(6.65)	(6.65)	(6.19)	(6.21)	(6.20)
N	12439	12439	12439	12439	12439	12439
adj. R <sup>2</sup>	0.426	0.427	0.428	0.654	0.655	0.655

## 九、 结论

2007-2016 年间, 中国融资租赁市场在售后回租交易的驱动下迅速增长。基于对中国融

融资租赁业的长期跟踪观察，本文关注了去产能政策与售后回租规模扩张之间的关联，并对二者的相互关系进行了研究。具体地，本文利用手工收集的上市公司售后回租交易信息和严谨的计量方法证实：去产能政策推动了售后回租规模的扩张，而售后回租规模的扩张反过来削弱了去产能政策的效果。进一步地，本文还发现商业银行与融资租赁机构之间的客户推荐关系可能是去产能政策和售后回租产生关联的内在机制。由于去产能政策限制了银行向产能过剩企业投放资金，于是银行将还款能力较强的大型、国有产能过剩企业推荐给其控股的银行系租赁公司，由银行系租赁公司来完成向产能过剩企业的资金投放。最后，本文还发现，去产能政策对售后回租的推动作用与融资租赁机构的监管强度有关。在银监会加强了对银行系租赁公司的监管后，去产能政策对售后回租的推动作用明显下降。

作为一种新型融资渠道，融资租赁在发展服务型制造业、解决中小企业的融资难题等方面具有极大潜力。但是，过去十年间，中国最主要的融资租赁交易形式——售后回租却在很大程度上成为了产能过剩企业用来规避政策限制的工具。这不仅阻碍了融资租赁业的健康发展，也不利于中国去产能工作的有效实施。为了提高融资租赁业服务实体经济的效率，监管部门应严格管控融资租赁机构的资金投向，尤其是对银行系租赁公司进行严格监控，进而确保融资租赁回归本源，在促进企业设备投资、推动产业升级等方面发挥积极作用。当然，本文仅从监管套利的视角，对中国融资租赁业规模的增长提供了一种可能的解释。希望我们的讨论能够抛砖引玉，吸引更多学者为中国融资租赁业的健康发展建言献策。

#### 参考文献

- [1] 陈琦、侍孝来和张薇薇，2016，《去产能需金融支持》，《中国金融》第19期，第102页。
- [2] 方先明、谢雨菲，2016，《影子银行及其交叉传染风险》，《经济学家》第3期，第58~65页。
- [3] 韩保江和韩心灵，2017，《“中国式”产能过剩的形成与对策》，《改革》第4期，第59~69页。
- [4] 蒋东生，2012，《谁获得了长期贷款？》，《管理世界》第7期，第167~169页。
- [5] 马文杰和丁剑平，2015，《企业融资租赁动机：融资约束还是财务灵活性？》，《经济研究》工作论文，No. WP835。
- [6] 潘文轩，2016，《化解过剩产能引发负面冲击的总体思路与对策框架》，《财经科学》第5期，第63~73页。
- [7] 屈文洲、谢雅璐和叶玉妹，2011，《信息不对称、融资约束与投资——现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究》，《经济研究》第6期，第105~117页。
- [8] 商务部流通发展司，2015年融资租赁行业运行情况分析[EB/OL]. (2016-09-18) [2019-1-14]. <http://images.mofcom.gov.cn/ltfzs/201609/20160914151953516.pdf>.
- [9] 史燕平，2005，《融资租赁原理与实务》，对外经贸大学出版社2005年9月第1版。
- [10] 万晓莉、郑棣、郑建华和严予若，2016，《中国影子银行监管套利演变路径及动因研究》，《经济学家》第8期，第38~45页。
- [11] 杨珩，2017，《吉林省金融支持供给侧结构性改革的几点思考》，《税务与经济》第3期，第102~106页。
- [12] 俞鸿琳，2013，《关系网络、商业信用融资与民营企业成长》，《经济科学》第4期，第116~128页。
- [13] 周凯和史燕平，2016，《中国融资租赁业快速发展的驱动因素研究——基于设备投资与融资需求视角的分析》，《上海经济研究》第9期，第64~72页。
- [14] Cosci, S., Guida, R. and Meliciani, V., 2015, “Leasing Decisions and Credit Constraints:

- Empirical Analysis on a Sample of Italian Firms”, *European Financial Management*, Vol. 21, pp. 377~398.
- [15] Donahoo, K. K. and Shaller, S., 1991, “Capital Requirements and the Securitization Decision”, *Quarterly Review of Economics and Business*, Vol. 31, pp.12~23.
- [16] Eislefeldt, A. L. and Rampini, A. A., 2009, “Leasing, Ability to Repossess, and Debt Capacity”, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 1621~1657.
- [17] Franklin, A., Yiming Q., Guoqian T. and Frank Y., 2019, “Entrusted Loans: A Close Look at China’s Shadow Banking System”, *Journal of Financial Economics*, Vol.133, pp.18~41.
- [18] Graham, J. R., Lemmon, M. L. and Schallheim, J. S., 1998, “Debt, Leases, Taxes and the Endogeneity of Corporate Tax Status”, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp.131~162.
- [19] Krishnan, V. S. and Moyer, R. C., 1994, “Bankruptcy Costs and the Financial Leasing Decision”, *Financial Management*, Vol. 23, pp. 31~42.
- [20] Lasfer, M. A. and Levis, M., 1998, “The Determinants of the Leasing Decision of Small and Large Companies”, *European Financial Management*, Vol. 4, pp. 159~184.
- [21] Lewis, C. M. and Schallheim, J. S., 1992, “Are Debt and Leases Substitutes?”, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 27, pp. 497~511.
- [22] Miller, M. H. and Upton, C. W., 1976, “Leasing, Buying, and the Cost of Capital Services”, *Journal of Finance*, Vol. 31, pp. 761~786.
- [23] Myers, S. C., Dill, D. A. and Bautista, A. J., 1976, “Valuation of Financial Lease Contract”, *Journal of Finance*, Vol. 31, pp. 799~819.
- [24] Schallheim, J., Wells, K. and Whitby, R. J., 2013, “Do Leases Expand Debt Capacity?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 23, pp. 368~381.
- [25] Sharpe, S. A. and Nguyen, H. H., 1995, “Capital Market Imperfections and the Incentive to Lease”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 271-294.
- [26] Smith, C. W. and Macdonald, W. L., 1985, “Determinants of Corporate Leasing Policy”, *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 895-908.