

复杂适应系统视域下企业去杠杆的财务内涵研究

赵 华^{1,2}, 丰崇彪¹

(1.长沙理工大学 经济与管理学院, 湖南 长沙 410114; 2.长沙理工大学 城南学院, 湖南 长沙 410015)

[摘要]企业去杠杆是稳增长、风险的重要内容 and 关键手段之一。文章以复杂适应系统理论、权衡理论及杠杆原理为指导,破译了企业去杠杆的财务逻辑密码,全面、系统解析了企业去杠杆的财务内涵;构建了企业财务杠杆—去财务杠杆演化及循环模型,刻画了企业去杠杆的财务过程演化及循环机理;揭示了企业去杠杆的本质、根源与目标,提出了优化、防控、提升及创造的企业去杠杆四大财务功能。本研究旨在构建企业去杠杆财务演化及循环的一般理论分析框架,丰富并拓深企业去杠杆的财务内涵,为我国企业去杠杆提供理论支持,提升企业去杠杆实践的执行效率。

[关键词]企业去杠杆;财务内涵;财务杠杆;财务风险;财务能力;财务目标

[中图分类号]F270 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2020)03-0089-07

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2020.03.011

Financial Connotation of Enterprises' Deleveraging from the Perspective of Complex Adaptive System

ZHAO Hua^{1,2}, FENG Chong-Biao¹

(1.School of Economics and Management, Changsha University of Science and Technology, Changsha, Hunan 410114, China; 2.Chengnan College, Changsha University of Science and Technology, Changsha, Hunan 410015, China)

Abstract: Enterprises' deleveraging is one of the important contents and key means to stabilize growth and prevent risks. Guided by complex adaptive system theory, balance theory and leverage principle, this paper deciphers the financial logic code of enterprises' deleveraging, comprehensively and systematically analyzes the financial connotation of enterprises' deleveraging, constructs the evolution and cycle model of enterprises' financial leverage and releasing financial leverage, portrays the enterprises' deleveraging financial process evolution and the circulation mechanism, reveal the nature, root, and goals of the enterprises' deleveraging, and puts forward four financial functions to leverage: optimization, prevention and control, promotion and creation. This study aims to construct a general theoretical analysis framework for the financial evolution and circulation of enterprise deleveraging, enrich and deepen the financial connotation of enterprise deleveraging, provide theoretical support for enterprises to deleverage, and to enrich and expand the financial connotation of enterprises' deleverage, thus offering theoretical support for Chinese enterprises to deleverage and improving the implementation efficiency in enterprises' deleveraging practice.

Key words: enterprises' deleveraging; financial connotation; financial leverage; financial risk; financial capacity; financial goal

收稿日期:2020-02-22

基金项目:教育部哲学社会科学研究重大招标课题攻关项目(17JZD022);湖南省教育厅重点项目(19A015)

作者简介:赵 华(1968—),男,湖南常德人,教授,主要从事现代审计理论与方法、工程财务理论与实务研究;
丰崇彪(1994—),男,湖南岳阳人,硕士研究生,研究方向为审计学。

一、引言

企业“去杠杆”是针对我国企业普遍高杠杆的现状与困境,为了有效防控企业财务风险及系统性金融风险,基于新时代中国特色的供给侧结构性改革逻辑和实践需要提出的一个新概念和新命题,在西方规范的、普适的财务学、经济学术语为“动态优化资本结构”,一般逻辑分析框架是“资本结构理论”。企业去杠杆是企业财务复杂适应系统的自适应演化过程,内容涵盖企业财务系统的投资、融资及分配等财务决策活动。2015 年 10 月,党的十八届五中全会提出降低杠杆率,同年底明确去杠杆是供给侧结构性改革的目标任务之一,拉开了供给侧结构性改革的去杠杆帷幕。2016 年 10 月,《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》提出企业去杠杆;2017 年全国金融工作会议明确国有企业去杠杆是重中之重;2018 年中央财经委员会首次提出结构性去杠杆,再次强调地方政府和国有企业是去杠杆的重点;2019 年 7 月,国家发改委等四部委联合颁发《2019 年降低企业杠杆率工作要点》的“二十一条”,最终明确企业去杠杆的重要具体举措。从“降低杠杆率—企业去杠杆—国企去杠杆—结构性去杠杆—企业去杠杆”具体举措来看,宏观政策取向日益明晰,企业去杠杆更加具有可操作性。可见,企业去杠杆既是当前我国平衡好“稳增长”与“防风险”关系、实现经济高质量发展的关键环节和重要内容,也是促进企业可持续发展的迫切需要。

企业财务杠杆,又称融资杠杆,是指企业负债资金配置引致权益资本净收益乘数效应的一种融资活动,它直接影响企业财务资源配置的过程和结果,并决定财务目标的实现效率。企业去杠杆,即去企业财务杠杆,是指调控企业杠杆规模和结构、提高财务目标实现效率的投融资决策活动。近年来,中国非金融企业的杠杆率已经上升到全球最高的国家之列,企业去杠

杆迫在眉睫,国有企业的去杠杆问题已经成为防范金融风险的重中之重。财政分权、地方政府债务高筑可能是中国非金融企业高杠杆的内在动因^[1];在企业杠杆驱动的增长模式下,中国非金融企业债务规模不断攀升,债务风险有所上扬;利用中国上市公司财务数据分析发现,上市公司中利息保障倍数持续小于 1 的风险融资者占比已经达到 15% 左右;短债长用与杠杆率存在显著的交互效应,弱化了杠杆率的积极作用,强化了杠杆率的负效应,恶化了企业的风险融资体征和破产风险;杠杆率与短债长用通过增加企业财务成本和降低研发投入两方面恶化企业绩效,产生累积损失;中央决策层高度重视企业债务风险问题,出台了一系列去杠杆举措^[2];探讨杠杆率影响的研究主要集中于分析金融机构特别是银行部门的杠杆率^[3-4];在非金融企业层面的少量研究中,分析资本结构对公司业绩影响时,考察了杠杆率对公司业绩的影响,发现两者之间呈现负相关关系,但并未对时下关心的债务风险问题进行探讨^[5];基于 1998 年至 2013 年中国规模以上工业企业数据,系统梳理工业企业杠杆率的变化情况和债务的结构性问题^[6];总量过大、增速过快及结构性问题突出等是中国企业杠杆率要关注的主要问题,降低企业杠杆率的根本之策,在于中国经济转型^[7];技术创新通过强化企业市场竞争能力和调整成本对冲能力来调控企业杠杆水平,且该调控作用对高杠杆企业表现为去杠杆效应,对低杠杆企业表现为补杠杆效应,行业创新水平能够显著加速企业去杠杆进程,且探索性创新的加速效应更强^[8];从近些年上市非金融企业杠杆率变动来看,僵尸企业杠杆率显著高于正常企业,并且居高不下,而正常企业中,国有企业杠杆率也表现稳定,非国有企业杠杆率则出现明显的趋势下行;结构性去杠杆聚焦于所有制差异的,更应注重僵尸企业处置^[9];运用双重差分模型分析结构性减税的去杠杆效应发现,

增值税转型降低了企业的流动负债率,提高了企业的长期负债率,说明企业去杠杆需要有针对性的减税政策^[10];金融结构与企业杠杆率之间呈现显著的负相关关系,金融结构市场化程度增加在降低企业整体杠杆率的同时也会增加企业债务期限^[11];金融科技发展能够显著地抑制企业的杠杆率水平,这种效应能够维持较长时间,且对高杠杆企业去杠杆效果更显著^[12];国企与非国企杠杆率显现分化趋势,EPU指数每增加1个标准差,国企杠杆率增加2.05个百分点,非国企则下降1.35个百分点^[13];经济政策不确定性对企业杠杆率具有显著的负向影响,且在短期负债率、民营、小规模和制造行业的企业更为明显^[14];企业杠杆率与全要素生产率之间存在倒“U”型关系,而与企业风险之间存在“U”型关系,后者对应的拐点杠杆率更低,中长期较短期杠杆率可以在更大区间兼顾“提效率”与“降风险”目标,企业“去杠杆”需充分考虑杠杆率的效率与风险效应,并结合企业生命周期所处阶段以及杠杆率期限结构特征的不同而采取差异化策略^[15];企业杠杆率与企业高质量发展存在显著的倒“U”型关系,当企业杠杆率小于59.84%时能够促进企业高质量发展,企业杠杆率超过59.84%时不利于企业高质量发展,该结论也适用于产权异质性和区域异质性的条件^[16];企业财务杠杆具有棘轮效应^[17];高杠杆提高了企业的债务违约风险,银行可能会要求企业支付更高的利息成本,进而触发杠杆负效应,且由于企业的破产风险上升,需要弥补性地支付更高的人力成本,从而也弱化了企业绩效^[18];同时,为了满足银行贷款对于抵押品的要求,可能会鼓励企业增加可抵押的固定资产投资而减少知识导向的研发投资,这将限制企业的创新能力,进而加剧企业杠杆负效应^[19];考察39个国家上市公司的债务期限结构,发现中国上市公司长期债务比例在所有样本国家中最低^[20];杠杆比例与外部融加权平均

的市值/账面价值比例呈显著负相关^[21-22];基于美国数据的大多数实证研究都表明,杠杆比例与有形资产(或者可抵押资产)、企业规模呈显著正相关,与市值/账面价值、盈利能力呈显著负相关,且行业对企业杠杆比例具有重要影响^[23];经济萧条增加了去杠杆的难度,而去杠杆加剧经济恶化^[24]。通过梳理相关文献发现,业界审视新时代中国经济高质量发展的大背景和企业高杠杆的新特征,虽在企业杠杆存在动因、杠杆作用机制、去杠杆影响及效率方面做了大量实证研究,取得了丰硕的研究成果,但存在以下不足:一是未探究企业去杠杆的财务演化及循环机理,也未为企业去杠杆实践提供学理基础;二是全面、系统解析企业去杠杆的财务内涵不够,企业去杠杆的基本理论结构缺失;三是主要运用实证研究进行经验证据检验,尚未运用复杂适应系统理论与方法进行交叉融合研究。因此,亟须破译企业去财务杠杆的逻辑密码,探究企业去杠杆的财务内涵,为企业去杠杆提供理论分析和实践支持。

二、企业去杠杆财务演化及循环机理分析

企业去杠杆在财务复杂适应系统的目标导向下,遵循着“企业财务杠杆—企业财务杠杆效应—企业财务杠杆后果—企业财务杠杆调控”的逻辑结构,内生演化,达到财务杠杆效率均衡状态。企业负债融资是财务杠杆产生的前提,财务杠杆具有“双刃剑”作用及乘数效应。企业有效利用财务杠杆,可以创造企业价值,反之则耗散企业价值,产生累积损失。企业财务杠杆是财务风险及其严重后果表征为财务危机的诱因。企业财务杠杆效应应具有其效能复杂演化过程,这一作用过程涵盖财务杠杆效应产生的因素与结构、路径与方式等影响机理,按照作用能量性质分为正效应和负效应,这是财务杠杆产生效能的核心内容与关键环节。企业财务杠杆具有效能放大作用,依赖“财务风险—财务能

力”的互搓、互逆作用路径,决定企业财务杠杆资源配置效率,形成一定的“财务杠杆后果—财务绩效”。企业财务杠杆正效应创造企业价值,增加财务绩效,形成资本超额收益;财务杠杆负效应则耗散企业价值,减少财务绩效,产生累积损失。根据企业财务杠杆后果分析、评判财务杠杆影响财务目标的性质、程度及效率等有效性表征,相机抉择企业财务杠杆调控的方向、结构及水平;若遵循“企业财务杠杆—正效应—超额收益”的价值传导规律良性演化及循环,企业应当选择适度加杠杆、稳杠杆策略以优化财务杠杆;若按照“企业财务杠杆—负效应—累积损失”的恶性传导规律演进及循环,企业应当相机选择降杠杆策略去企业财务杠杆。“企业财务杠杆—去财务杠杆”系统主体自主学习、累积经验,相机调控杠杆,优化资本结构,激发系统状态更加有序、结构优化及效率最大化的高级稳态涌现,实现企业财务杠杆提升财务效率乘数效率的良性循环。财务风险在去杠杆与企业绩效的关系中起到完全中介作用,即去杠杆能够通过降低企业财务风险提升企业绩效^[25]。由此可见,企业财务杠杆决策的关键就是均衡财务杠杆的风险与收益,提高企业财务目标的实现效率。“企业财务杠杆—去财务杠杆”演化及循环机理模型如图 1 所示:

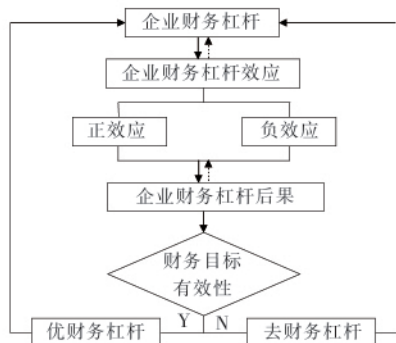


图 1 “企业财务杠杆—去财务杠杆”演化及循环机理模型图

三、企业去杠杆的财务实质分析

通过上述企业财务杠杆作用机理分析可

知,企业去杠杆的前提是财务杠杆的存在性,内因是财务杠杆资源错配引致负效应耗散企业价值、产生累积损失,因此,企业去杠杆的实质是通过调控企业财务杠杆规模和结构,防控财务杠杆资源错配,消除财务杠杆负效应,优化资本结构,提升财务目标实现效率。

首先,企业去杠杆的本质是防控财务杠杆资源错配、消除财务杠杆负效应的一种企业投融资决策活动。企业财务杠杆负效应是财务杠杆资源错配引致的负财务效能的静态表现。企业去杠杆的表象是调整财务杠杆规模和结构水平的单一财务融资决策活动,即增减企业资产负债率或净资产负债率,本质是系统主体适时调整企业投融资决策的复杂适应系统自适应演化过程。因为在企业财务战略决策中,企业投融资行为相互影响并产生耦合作用,投资行为决定融资行为。企业如果单一调整企业杠杆融资决策,势必导致企业投资和再融资行为无序,造成企业项目投资及营运活动无相应资金支持,误导企业再融资行为决策,以致企业财务系统动态均衡失效,最终财务目标无法实现。

其次,企业去杠杆的根源是防控财务杠杆资源错配引致的财务杠杆负效应。企业财务杠杆只是一种有效的融资工具,是财务风险及财务危机等杠杆后果的诱因,真正引致严重后果的“罪魁祸首”是财务杠杆资源错配带来的杠杆负效应。一是杠杆资源运用错配的负效应,表征为财务杠杆资源约束下的投资过度或投资不足行为,把杠杆资源配置给净现值为负的投资项目或营运资金使用效率低下;二是杠杆资源来源错配的负效应,表征为财务杠杆资金来源、方式、规模及结构不合理引致资本结构不优、综合资金成本上升及财务风险增加;三是杠杆资源在财务分配环节的再融资错配的负效应,表征为杠杆资源使用和来源错配及异化行为,干扰、误导和扭曲财务活动的再融资决策行为,导致财务分配的负效应。由此可见,杠杆资源错

配的负效应内生于投资、融资及分配的财务决策全过程,呈现为财务杠杆价值链的状态损失,直接表征为增加企业财务风险、降低财务能力和耗散价值创造。因此,企业去杠杆必须防止杠杆资源错配引致的负效应。

再次,企业去杠杆的直接目标是调控企业杠杆的规模和结构、优化资本结构,终极目标是提升财务目标的实现效率。从一般理论逻辑上分析,企业去杠杆的直接目标是显而易见的,它的称谓应为“控杠杆”更为确切。按照企业财务“结构—权力—行为—效率”理论分析范式,演绎导出企业财务“杠杆结构—杠杆权力—杠杆行为—杠杆效率”,企业通过调控杠杆结构直接优化资本结构,从而有效权衡杠杆权力、规范杠杆配置行为,提高杠杆资源配置使用效率,最终实现企业价值最大化的财务目标。考察企业去杠杆的目标技术操作层面,企业应当确立行业或企业平均水平的资产负债率或净资产负债率为标杆,渐进、适时调控杠杆,实现企业资本结构的动态优化目标。

最后,企业去杠杆的对象是杠杆“不合理—负效应—低绩效”的企业群体。目前我国企业普遍存在高杠杆现状,企业杠杆的区域、行业、所有制性质的差异性大,杠杆水平、结构、效能等特征也各不相同,大规模企业、产能过剩行业以及国企是去杠杆的重点领域和对象。因此,企业去杠杆必须综合考虑杠杆水平与结构、效应性质(正效应、负效应)及杠杆使用结果(高绩效、低绩效)三因素的影响,不能搞“一刀切”,实施差异化精准控杠杆策略。诸如,“高杠杆—负效应—低绩效”企业必须降杠杆,“低杠杆—正效应—高绩效”企业应当加杠杆,“高杠杆—正效应—高绩效”企业应当优杠杆,“低杠杆—负效应—低绩效”企业可以零杠杆,等等。

四、企业去杠杆的财务功能分析

企业去杠杆的财务功能是指调控杠杆规

模、结构所实现的财务效能。企业去杠杆在财务系统中具有“牵一发而动全身”的效果,且有“四两拨千斤”的效用,因此,当下企业经济环境存在不确定性,承担着既要“稳增长”又要“防风险”的双重目标任务,企业去杠杆是关键抓手和核心内容,具有优化、防控、提升及创造功能。

首先,优化资本结构。企业去杠杆具有优化资本结构功能。企业杠杆所筹集的债务资金与权益资金的组成及比例形成资本结构,企业相机调控不合理的杠杆规模结构,就是动态调整并优化企业资本结构。通过增加股权融资、债转股等方式扩大权益性资本比重,以获得当前去杠杆和资本结构持续优化的双重效果^[25]。企业去杠杆实现资本优化,一是选择合理的去杠杆方式,如减少银行贷款、赎回已发行的企业债券等是直接减少负债融资的激进式的快捷去杠杆方式,而增加权益融资、债转股、引进战略资本的并购重组及“混改”又是调减负债资金比例的渐进式的间接去杠杆方式;二是控制去杠杆的规模,企业去杠杆的总量必须以不影响企业投资及营运等财务活动有序运行为前提;三是权衡杠杆资金与权益资本的结构水平,确保企业最优资金结构。

其次,防控财务风险。企业去杠杆具有防控财务风险功能。企业财务风险与财务杠杆相伴而生,共生互动。企业高财务杠杆必然导致高财务风险,因此,企业去杠杆过程和结果实际是防控财务风险演化的过程和结果。企业杠杆率的下降,能够降低企业财务风险,进而降低杠杆融资成本,在企业杠杆融资总额下降的情况下,债务利息率会有更大幅度的下降;随着杠杆融资总额的下降,会抑制企业投资规模的快速扩张,降低企业非效率投资,从而提高投资收益率^[25]。企业财务风险的本质是财务活动、财务关系及财务利益演化过程和结果的不确定,过程表征为企业财务活动无序、财务关系恶化及财务利益受损,结果表征为企业财务能力不足、

财务绩效低下;财务风险恶性演化的后果是财务危机。目前我国去杠杆必须重点防控“高杠杆—高风险—低能力—低绩效”企业的恶性演化。

再次,提升财务能力。企业去杠杆具有提升财务能力功能。企业去杠杆的关键是防控财务杠杆资源错配、消除财务杠杆负效应,逆向演绎就是为了确保财务决策效率,提升财务能力。横截面实证检验证据显示杠杆比例与盈利能力负相关,财务政策具有路径依赖现象^[21-22],业已证明去杠杆的财务能力提升功能。企业去杠杆的优化资本结构的依存状态,就是提升偿债能力的过程;提高杠杆资金使用效率,就是提升营运能力和盈利能力的过程及结果;企业去杠杆必须平衡好“稳增长”与“防风险”的关系,以不影响企业可持续发展为前提条件,是企业可持续发展服务的,以确保其增长能力。明晰企业去杠杆的手段和目的的辩证关系,是目前我国企业去杠杆实践中要特别关注的问题,把手段错位成目的,本末倒置,将会降低去杠杆的效率和效果,无法实现企业去杠杆预期目标。

最后,创造企业价值。企业去杠杆具有创造价值功能。企业去杠杆的终极目标是提升财务目标的实现效率,具体体现为企业净利润增加和市场价值(股价)持续升高。资产负债率和资产收益率负向关系较为明显,说明我国企业资产负债率的上升会降低企业绩效,而资产负债率的下降会提升企业绩效^[26]。基于企业财务利益相关者理论的逻辑,企业价值最大化是企业财务目标^[27]。企业去杠杆是如何实现企业价值创造?首先,企业去杠杆直接优化资本结构,降低企业综合资金成本,在杠杆资金筹措环节创造企业价值。其次,依赖杠杆作用的“风险—能力”两条路径共生、互相影响,以降低财务风险和提升财务能力为表征,最大限度防控杠杆负效应,在杠杆资金使用环节实现价值创造。最后,企业去杠杆可有效避免财务危机的

恶果,消除企业财务困境的破产成本及利益冲突的代理成本,并消除杠杆后果的累积损失,在杠杆效应传导的后果环节实现价值创造。由此可见,企业去杠杆的价值创造效应是杠杆资源配置内生、必然的财务逻辑演化结果。

五、结论

企业去杠杆是财务杠杆复杂适应系统自组织演化的过程和结果,它的产生、发展存在必然的财务逻辑和约束条件。“企业财务杠杆—去财务杠杆”演化及循环模型揭示了其内生演化及财务循环规律,为企业择机动态调控企业杠杆规模及结构提供理论依据;企业去杠杆的财务实质分析定性解析了它的本原属性、追根溯源所在、目标定位及对象锁定等基础财务内涵;优化资本结构、防控财务风险、提升财务能力及创造企业价值的财务功能,明晰了企业去杠杆的作用和效能。这旨在为我国企业去杠杆理论研究提供基础理论支持,在企业财务环境面临不确定性急增新状态下,在“稳增长”和“防风险”的双重目标约束下,不断提升企业去杠杆实践的执行效率。

〔参考文献〕

- [1] 张庆君, 闵晓莹. 财政分权、地方政府债务与企业杠杆: 刺激还是抑制[J]. 财政研究, 2019(11): 51-63.
- [2] 刘晓光. 杠杆率、短债长用与企业表现[J]. 经济研究, 2019(7): 127-141.
- [3] 范小云, 王道平, 方意. 我国金融机构的系统性风险贡献测度与监管——基于边际风险贡献与杠杆率的研究[J]. 南开管理评论, 2011(4): 3-20.
- [4] 刘信群, 刘江涛. 杠杆率、流动性与经营绩效——中国上市商业银行 2004—2011 年面板数据分析[J]. 国际金融研究, 2013(3): 88-95.
- [5] 张兆国, 何威风, 梁志钢. 资本结构与公司绩效——来自中国国有控股上市公司与民营上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2003(12): 141-151.
- [6] 钟宁桦, 刘志阔, 何嘉鑫, 等. 我国企业债务的结构性问题[J]. 经济研究, 2016(7): 102-117.

- [7] 唐建伟.关于中国企业去杠杆问题的分析[J].新金融, 2018(1):22-26.
- [8] 于博.技术创新推动企业去杠杆了吗?——影响机理与加速机制[J].财经研究,2017(11):113-127.
- [9] 刘莉亚,刘冲,陈垠帆,等.僵尸企业与货币政策降杠杆[J].经济研究,2019(9):73-89.
- [10] 申广军,张延,王荣.结构性减税与企业去杠杆[J].金融研究 2018(12):105-122.
- [11] 谭小芬,李源,王可心.金融结构与非金融企业“去杠杆”[J].中国工业经济,2019(2):23-41.
- [12] 张斌彬,何德旭,张晓燕.金融科技发展能否驱动企业去杠杆?[J].经济问题,2020(1):1-10,69.
- [13] 纪洋,王旭,谭语嫣,等.经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J].经济学(季刊),2018(2):449-470.
- [14] 宫汝凯,徐悦星,王大中.经济政策不确定性与企业杠杆率[J].金融研究,2019(10):59-78.
- [15] 胡育蓉,齐结斌,楼东玮.企业杠杆率动态调整效应与“去杠杆”路径选择[J].经济评论,2019(2):88-100.
- [16] 施本植,汤海滨.什么样的杠杆率有利于企业高质量发展[J].财经科学,2019(7):80-94.
- [17] A R Admati, P M DeMarzo, M F Hellwig, et al. The Leverage Ratchet Effect[J]. Journal of Finance, 2018, 73(1):145-198.
- [18] J B Berk, R Stanton, J Zechner. Human Capital, Bankruptcy and Capital Structure[J]. Journal of Finance, 2010, 65(3):891-926.
- [19] R Morck, M Nakamura. Banks and Corporate Control in Japan[J]. Journal of Finance, 1999, 54(1):319-339.
- [20] J P H Fan, G J Twite, S Titman. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2012, 47(1):23-56.
- [21] M Baker, J Wurgler. Market Timing and Capital Structure[J]. Journal of Finance, 2002, 57 (1):1-32.
- [22] C A Hennessy, T M Whited. Debt Dynamics[J]. Journal of Finance, 2005, 60(3):1129-1164.
- [23] R G Rajan, L Zingales. What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data [J]. Journal of Finance, 1995, 50(5):1421-1460.
- [24] L P Buttiglione, L Lane, V Reichlin, Reinhart. Deleveraging? What Deleveraging? [R]. Geneva Reports on the World Economy, 2014-16.
- [25] 纂好东,刘浩,朱炜.过度负债企业“去杠杆”绩效研究[J].会计研究,2018(12):3-11.
- [26] 蔡真,栾稀.为什么企业回报下降杠杆还在上升?——兼论宏观微观杠杆率的背离[J].金融评论,2017(4):62-77.
- [27] 丁琪琳,章炜琴.财务风险、系统性风险与房地产去杠杆政策调控[J].长沙理工大学学报(社会科学版), 2017(5):26-31.