

2020.12.18

# 投控型集团企业母公司

## “短债长投”现象研究



# 投控型集团企业母公司“短债长投”现象研究

工商一部 闫昱州 郭察理 杨涵

## 一、概况

### （一）研究范围和关键定义

资产负债匹配程度是考察企业稳财务政策是否稳健的重要指标之一，而市场上通常用“短债长投”来描述负债久期短于资产久期导致的资金错配现象。本文主要研究目的在于考察市场上的投控型集团母公司在资产负债匹配方面采取的财务政策，以及对投控型集团企业母公司“短债长投”现象进行指标分析，并观察前述指标是否能够起到一定的风险预警作用。

集团企业在发债企业中较为常见，作为实际债券发行人的集团企业母公司通常采用投控型的组织架构对下属成员企业进行管理。从资产端来看，投控型集团企业母公司核心资产通常为所持成员单位和参股、联营企业的股权，以及所持股权、债券类金融资产。集团企业母公司的核心资产（=长期股权投资+可供出售金融资产）按照其持有股权目的和投资回报要求，以及股权资产流动性变化等方面考虑，其持有资产期限一般超过5年。事实上出于避税和避免现金外流等因素考虑，母公司通常尽量降低下属企业分红规模，使得其核心资产回收周期进一步延长。如果母公司在资产端持有的核心资产规模充裕、质量良好并且可以随时变现，那么在负债端无论选择短期还是长期的资金来源，其面临的偿还压力都很小。然而，在母公司持有的核心资产非上市公司股权的情况下，资产变现相对困难，因此就要求母公司尽量选择与资产的投资回报期相匹配、稳定性强的资本来源来满足资产配置需求。

在资本来源端，根据资金来源稳定性进行排序，我们认为的稳定性序列是：自有资本>长期债务（5年以上）>中长期债务（1~5年）>短期债务（1年以下）。具体来说，自有资本以获得股权分红和增值回报为目的，如果股东方无撤资计划

则通常无需偿还，对企业而言自有资本稳定性最强。长期债务偿还周期在 5 年以上，在核心资产回报期内通常不需要滚动续期，稳定性仅次于自有资本。中长期债务在核心资产投资回报期内可能需要滚动续期，但是续期压力仍小于短期债务。实务中，金融机构通常对长期有息债务使用条件施加诸多限制，利率要求相对较高，而对短期债务的使用限制和利息要求偏低，在股东注入资本金不足或者长期债务获取困难的情况下，企业如果过于激进的追求经营规模的扩张，进而使用短期债务和中长期债务滚动续期满足投资需要，则易产生“短债长投”现象，即负债久期短于资产久期导致的资金错配问题。

## （二）研究假设和局限性

本文提出的“短债长投”指标是基于对资产和债务期限结构的一定假设，为提高模型的有效性，在内部资料可获取的情况下，针对个体企业、行业进行具体分析有助于进一步提升模型的有效性。

具体来说，本文对母公司核心长期资产的定义范围主要适用于控股型集团（核心资产=长期股权投资+可供出售金融资产），实务中不同行业和类型的企业母公司核心资产的定义范围不同，实际资产持有期限亦有所不同。但是在实务中不同行业和类型的企业核心长期资产的定义范围可能与模型假设存在较大差异。例如，针对中国吉林森林工业集团有限责任公司本部计算的“短债长投”指标并未反映出其流动资产中沉淀了规模很大、长周期的其他应收款而形成长期资金占用问题，只有将本部其他应收款纳入核心资产定义范围才能正确反映企业真实的资金错配情况。

## 二、投控型集团企业母公司核心资产配置分析

### （一）分析方法与指标选取

为满足核心资产配置需要，企业可选的资本来源包括自有资本（即所有者权益）和外部债务性融资两种途径，对上述两种途径选择构成企业日常经营中一项重要的财务策略。在对母公司资产负债匹配情况进行研究时，我们认为，作为投

控型集团企业的母公司<sup>1</sup>，母公司主要承担投资控股职能，其核心资产（=长期股权投资+可供出售金融资产）期限偏长，因此，资金来源方面也应优先采用长期资本进行匹配。长期资本对核心资产覆盖程度高的企业，资本结构配置更为适宜。

在核心资产配置的资本来源方面，本文根据稳定性由高到低的顺序来计算各个资本来源的贡献比例。首先，自有资本以获得股权回报为目的，对企业而言稳定性最强，因此本文首先采用“①所有者权益/核心资产”作为母公司资产配置的一项衡量指标。其次，为反映5年以上长期债务对核心资产配置的贡献比例，本文采用“②长期债务/核心资产”作为第二项考察指标。这两项资本来源的久期符合控股型集团企业母公司的核心资产配置需求，属于稳定性良好的资本来源。我们认为，两项指标的加总①+②可计算得出“(所有者权益+长期债务)/核心资产”，即长期资本对核心资产的支持程度，如果①+② $\geq$ 1，则母公司长期资本可以满足核心资产配置需要，企业不存在“短债长投”问题。

考虑到中长期债务是稳定性仅次于长期债务、滚动续期难度远小于短期债务的一项资本来源，本文采用“③中长期债务/核心资产”来体现中长期债务对于核心资产配置的贡献比例。最后，考虑到资产配置来源只有自有资本、长期债务、中长期债务和短期债务4种途径，即(①+②+③)和1的差额反映了短期债务对核心资产配置的贡献比例，我们定义“④短期债务对核心资产的贡献比例”计算方式为“1-(①+②+③)”。

基于前文分析，我们认为，短期债务和中期债务在核心资产回报周期内中需要滚动续借，资金来源稳定性易受周期波动影响，因此，中长期债务和短期债务在核心资产配置中的贡献比例越高，集团企业母公司的“短债长投”程度越高。本文定义的“短债长投”量化指标为包括以下两项：1. 短期债务对核心资产配置的贡献比例(=④)；2. (短期债务+中长期债务)对核心资产配置的贡献比例(=③+④)。

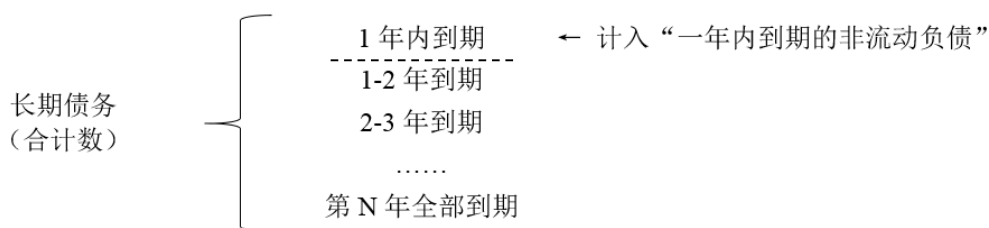
## (二) 长期债务期限结构分析工具

<sup>1</sup> 对“投控型集团企业母公司”的判断标准为母公司核心资产占母公司总资产的比例在50%以上，以下按照此标准筛选样本。

在分析债务期限结构时，我们通常按照资产负债表的分类方式，把债务分为一年以上（长期债务）和一年以内（短期债务）。基于前文分析，在判断企业长期债务在核心资产配置中的贡献比例时，考虑到中长期债务与核心资产的回报周期一致性偏弱，为更好的反映企业资本配置匹配性，有必要对长期债务按照期限（1~5 年）和 5 年以上做进一步区分。实务中，长期债务期限分布对于分析公司未来还款压力和财务策略也有重要意义，但通常依赖于公司内部资料提供。

本文提出，在只有公开资料可获取的情况下，可以通过公司长期债务中一年以内到期部分（在“一年内到期的非流动负债”科目计量）在整体长期债务中的占比测算长期债务偿还周期和未来到期分布情况。

图 1 长期债务到期期限分布结构



假设：① 长期债务在未来每年均匀到期

② 长期债务规模和结构连续，不发生重大调整

可得出：长期债务未来每年到期金额=当期期末一年内到期的非流动负债金额

则：① 长期债务合计数=长期债务+一年内到期的非流动负债

② 长期债务偿还周期 (N) =长期债务合计数/一年内到期的非流动负债

③ 第 k 到 N 年到期的长期债务金额= (N-k) /N\*长期债务合计数

计算过程举例如下：

表 1 长期债务期限分布测算--以中 XXX 股份有限公司为例

| 项目                        | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一年内到期的非流动负债               | 54.63  | 32.28  | 38.03  | 136.88 | 24.42  |
| 长期债务                      | 218.81 | 230.85 | 192.95 | 136.45 | 145.15 |
| 长期债务合计数                   | 273.44 | 263.13 | 230.99 | 273.33 | 169.56 |
| 长期债务偿还周期                  | 5.01   | 8.15   | 6.07   | 2.00   | 6.94   |
| 假设债务均匀到期，在 3 年以上到期的长期债务金额 | 109.55 | 166.28 | 116.89 | 0      | 96.32  |
| 假设债务均匀到期，在 5 年以上到期的长期债务金额 | 0.29   | 101.71 | 40.82  | 0      | 47.49  |

注：考虑到债券发行和银行借款期限实际情况，偿还周期为 10 年以上的按 10 年计算；长期债务=长期借款+应付债券

资料来源：根据 Wind 提取数据整理

考察债务期限结构分布对于分析企业资本配置结构乃至财务策略有重要意义。在本部分分析中我们提出了基于企业财务报表进一步估计企业长期债务结构的方法。这种估计方式基于一定假设导致实际应用中的有效性受到限制，若内部资料可以获取的话，使用更为准确的长期债务规模有助于提升前述“短债长投”指标的有效性。

### （三）样本分析结果

本文选取截至 2020 年 10 月 21 日发债存续的投资控股型非金融企业样本，通过对样本企业的分析，得出结果如下：

表 2 投控型集团企业母公司资产配置结构--按信用等级（单位：倍）

| 统计结果       | 样本数量 | ①所有者权益/<br>核心资产 | ②长期债务/<br>核心资产 | ②中长期债务/<br>核心资产 | ②+③<br>(中长期债务+长期债务)/<br>核心资产 |
|------------|------|-----------------|----------------|-----------------|------------------------------|
| AAA        | 79   | 0.69            | 0.05           | 0.26            | 0.31                         |
| AA+        | 76   | 0.71            | 0.00           | 0.24            | 0.24                         |
| AA         | 56   | 0.88            | 0.00           | 0.19            | 0.19                         |
| AA-        | 20   | 0.95            | 0.00           | 0.11            | 0.11                         |
| 其他 (A+及以下) | 18   | 0.60            | 0.00           | 0.09            | 0.09                         |

注：为计算需要，剔除一年内到期的非流动负债为 0 的样本企业，最后保留的样本数量合计 249 家；样本统计数取中位数

样本企业统计结果表明：首先，信用等级越高，所有者权益对核心资产的保障程度反而越低，而长期债务以及中长期债务对核心资产的保障程度逐级提升。原因在于优质高级别企业在外部融资渠道通畅程度和融资成本方面具备显著优势，可以采用“权益+杠杆”的资本结构扩大经营规模，而稳定的外部融资渠道为企业获取长期资金提供了便利。随着信用等级的降低，企业在获取外部长期融资的便利程度和成本控制方面难度逐渐加大，因此长期债务在资本配置中的占比逐渐降低，企业主动或者被动选择用自有资本来支持对外投资需要，限制了经营规模的扩张，债券市场主体呈现“强者恒强”的局面。但是除优质高级别企业



(AAA 级别) 以外, 其余样本企业在长期债务获取方面较为困难, 融资结构以中长期为主。

表 3 投控型集团企业母公司资产配置“短债长投”指标表现——按信用等级 (单位: 倍)

| 统计结果       | 样本数量 | ④<br>短期债务对核心资本配置的<br>贡献比例 | ③+④<br>(短期债务+中长期债务)对核心资<br>产配置的贡献比例 |
|------------|------|---------------------------|-------------------------------------|
| AAA        | 79   | 0.00                      | 0.26                                |
| AA+        | 76   | 0.05                      | 0.29                                |
| AA         | 56   | -0.07                     | 0.12                                |
| AA-        | 20   | -0.06                     | 0.05                                |
| 其他 (A+及以下) | 18   | 0.31                      | 0.40                                |

注: 为计算需要, 剔除一年内到期的非流动负债为 0 的样本企业, 最后保留的样本数量合计 249 家; 样本统计数取中位数

从短期债务对核心资产配置的贡献比例来看, 高级别 (AAA 和 AA+) 企业长期资本与核心资产的匹配情况最好; 低级别企业 (A+及以下) 长期资本不能覆盖核心资产, 在核心资产配置的资本来源方面存在明显的“短债长投”情况, 加重资金压力。

从 (短期债务+中长期债务) 对核心资产配置的贡献比例来看, 高级别样本 (AAA) 可以较为灵活的使用 (短期债务+中长期债务) 来匹配核心资产投资, 中位数分别为 0.26 倍和 0.29 倍; 中等信用水平 (AA 和 AA+) 的样本财务策略较为稳健, (中长期债务+短期债务) 对核心资产配置的贡献比例仍较低。另一方面, 低级别企业 5 年以上长期债务的获取能力基本丧失, 长期债务结构以中长期为主, 在核心资产配置方面对短期债务滚续和中长期债务依赖严重 (中位数为 0.40 倍)。

#### (四) 小结

资产负债匹配程度是考察企业财务政策是否稳健的重要指标之一, 本文通过对 249 家不同信用等级的投控型集团企业样本母公司在资本配置方面的财务表现进行分析发现, 高信用等级企业母公司权益对核心资产的覆盖程度反而更低,

因为外部融资渠道方面的便利使得高信用等级企业可以灵活选用“权益+杠杆”的模式满足核心资产配置需要，从而有效控制资金成本、提升资金使用效率；而低信用等级的样本企业核心资本配置对于自有权益的依赖程度相对较高，一定程度限制其经营规模的扩张；经营策略较为激进的企业甚至采用“短债长投”的策略，加大资金滚续压力，在外部融资环境收缩的情况下面临信用风险暴露的风险。

### 三、“短债长投”指标有效性检验

#### （一）违约企业“短债长投”指标有效性检验

基于前文分析，我们发现不同信用等级的发债企业在资产与负债匹配性方面表现出一定差异：低信用等级的样本企业在长期债务获取能力不足、经营策略激进的情况下可能存在“短债长投”的财务表现，在外部融资环境收缩的情况下可能发生流动性风险。

为考察违约企业在资产负债匹配性方面的财务表现，我们应用第二部分提到的财务指标对违约企业在违约日前最新一期的数据进行检验。其中，在对违约企业权益质量进行分析之后，我们发现违约企业部分存在实收资本规模小、未分配利润占比高的问题，考虑到未分配利润中经营盈利未形成现金留存的部分不能形成资本用于再投资，本文对违约企业选用“实收资本”而不是“所有者权益”作为权益性资本来源的衡量指标。

对违约企业违约前最新一期数据进行检验的统计结果见下表。以下数据均采用母公司口径。

表 4 控股集团类违约企业母公司核心资产配置情况（单位：倍）

| 项目      | 样本数量 | 统计结果    | ①实收资本/核心资产  | ②长期债务/核心资产  | ③中长期债务/核心资产 | ④短期债务/核心资产  | ③+④<br>(短期+中长期债务)/核心资产 |
|---------|------|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|
| 违约前最新一期 | 34   | 前 25%分位 | 0.30        | 0.24        | 0.32        | 0.14        | 0.46                   |
|         |      | 中位数     | <b>0.20</b> | <b>0.09</b> | <b>0.19</b> | <b>0.52</b> | <b>0.71</b>            |
|         |      | 后 25%分位 | 0.12        | 0.00        | 0.16        | 0.72        | 0.88                   |

注：1. 样本企业权益中的其他权益工具纳入长期债务核算，权益金额相应调减；2. 样本中 42 家企业本部无“一年内到期的非流动负债”，按照长期债务偿还周期上限 10 年计算中长期债务规模；3. 违约企业样本合计 177 家，首次违约时点范围在 2014 年 3 月 5 日至 2020 年 11 月 23 日间，剔除无公开数据的 40 家样本企业后按照核心资产占总资产比例高于 50%保留样本企业数量为 34 家



违约企业核心资产配置的统计结果表明：首先，**违约企业核心资产配置方面，长期资本（实收资本+长期债务）对核心资产的贡献比例不足，“短债长投”现象普遍存在。**具体来看，违约投控型集团类样本企业在违约前最新一期，（实收资本+长期债务+中长期债务）对核心资产配置的贡献比例中位数为 0.48 倍，（实收资本+长期债务）对核心资产配置的贡献比例中位数为 0.29 倍，相应的，短期债务对核心资产配置的贡献比例中位数为 0.52 倍，（短期债务+中长期债务）的贡献比例中位数为 0.71 倍，指标含义即控股型集团违约企业违约前最新一期核心资产配置资金需求中的 52%都需要依赖短期债务滚动续期，71%需依赖短期债务和中长期债务的滚动续期，再融资压力很大。

其次，**违约企业的长期债务的期限结构更偏中长期，存在较大的集中兑付压力。**从投控型样本企业中长期债务对核心资本配置的贡献比例来看，中位数 0.19 倍，贡献比例远高于长期债务（0.09 倍）。统计表明上述违约样本企业长期债务偿还周期（=长期债务合计数/一年内到期非流动负债）中位数为 2.83 年，长期债务综合偿还周期偏短，体现了较大的一年内到期债务规模和集中兑付压力。

整体看，违约企业在长期核心资本配置方面使用了很高比例的短期债务和中长期债务滚动续期，在外部融资环境收缩的背景下加速导致最终的信用风险暴露。

## （二）案例分析

我们选取 2020 年 10 月以来发生违约的 3 家样本企业（永城煤电控股集团有限公司、华晨汽车集团控股有限公司和紫光集团有限公司）和 1 家持续经营的优质央企（中国 XX 集团有限公司，作为对标参考），检验资产负债期限错配指标在风险预警方面的有效性，检验结果见下表。以下数据均采用母公司口径。

数据统计结果表明，**违约企业通常在违约前较长期间内都有严重的短债长投表现。**以永城煤电控股集团有限公司和华晨汽车集团控股有限公司为例，核心资产配置在违约前五年内全部依赖（短期债务+中长期债务）的滚动续期，长期资本对核心资产配置的贡献比例严重不足，从融资结构来看，上述违约企业的直接融资占比也偏高，抗外部融资环境收缩的能力更差。

从与优质央企的对比来看，违约企业纯短期债务对核心资产的贡献比例不算

很高，甚至在部分年度与优质央企水平接近，但是（短期债务+中长期债务）的贡献比例达到临界水平，同时，优质央企两项指标水平相对接近，均处于合理水平，指标未表现出明显分化。

表 5 违约企业母公司违约前“短债长投”指标表现（单位：倍）

| 企业全称         | 违约时点       | 短债长投指标                   | 违约前一期 | 2019年 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|--------------|------------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 永城煤电控股集团有限公司 | 2020/11/23 | 短期债务对核心资产配置的贡献比例         | 0.20  | 0.28  | 0.12  | 0.43  | 0.00  |
| 华晨汽车集团控股有限公司 | 2020/10/23 |                          | 0.00  | 0.00  | 0.10  | 0.37  | 1.00  |
| 紫光集团有限公司     | 2020/11/16 |                          | 0.36  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 中国 XX 集团有限公司 | 持续经营       |                          | 0.00  | 0.16  | 0.19  | 0.17  | 0.00  |
| 永城煤电控股集团有限公司 | 2020/11/23 | （短期债务+中长期债务）对核心资产配置的贡献比例 | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 0.98  | 0.98  |
| 华晨汽车集团控股有限公司 | 2020/10/23 |                          | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  |
| 紫光集团有限公司     | 2020/11/16 |                          | 1.00  | 1.00  | 0.00  | 0.00  | 1.00  |
| 中国 XX 集团有限公司 | 持续经营       |                          | 0.30  | 0.39  | 0.47  | 0.41  | 0.32  |

注：上述样本企业未分配利润中的累积亏损规模较大，导致所有者权益（剔除其他权益工具）后部分年度为负值，权益无法以对核心资产配置提供支撑的部分均需要长期短期债务进行补足，因此本部分选取“所有者权益”作为权益的考察指标，母公司具有投资控股平台的特征（收入规模小、利润主要来源于成员单位的投资收益），选取“可供出售金融资产+长期股权投资”作为核心资产的考察指标；长期和中长期债务划分标准为 5 年。

#### 四、结论

本文对投控型集团企业母公司在核心资产配置方面的财务策略进行了分析，并基于来源稳定性的差异将资本来源分为权益、长期债务、中长期债务和短期债务四类，根据上述四类资本来源在资产配置中的贡献比例不同提出了“短债长投”的一项量化指标，即短期债务（含中长期债务）对核心资产的贡献比例。

通过对近年来违约的投控型集团企业母公司进行分析，我们发现，投控型集团企业母公司中的违约样本长期资本对核心资产的贡献比例不足，“短债长投”现象普遍存在，并且，违约样本企业可能在违约前的较长期间内资产负债错配程度处于高位，最终在外部融资环境收缩的情况下发生信用风险暴露。本文提出的“短债长投”量化指标在揭示投控型集团企业母公司的资产负债错配程度以及风险预警方面有一定借鉴意义。