

# “短贷长投”视角下福建省企业投融资期限错配问题研究

曹芳, 曾慧萍

(福建商学院 金融学院, 福建 福州, 350012)

**[摘要]** 企业投融资期限的匹配能够保证企业既定的投资项目得以顺利平稳进行, 是企业实现可持续发展的重要保证。借鉴已有文献对企业“短贷长投”测量方法的共识, 采取同宏观经济背景相符合的 2001-2017 年福建省挂牌上市公司作为研究样本, 探讨福建省企业“短贷长投”的特征及对企业经营的影响。结果表明, 福建省企业“短贷长投”现象主要体现在 2008 年金融危机爆发以来的国有企业群体中, 国有企业经营发展并不会因此受到明显影响, 但民营企业却不然。有必要加快构建公平的投融资市场秩序, 为福建省企业与产业的健康发展奠定基础。

**[关键词]** 短贷长投; 福建省企业; 投融资期限错配

**[中图分类号]** F275.1 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2096-3300 (2020) 01-0006-10

企业投融资期限的匹配能够保证企业既定的投资项目得以顺利平稳进行, 是企业实现可持续发展的重要保证。然而, 因种种因素使致, 企业经常出现投资项目与配套的融资方案在期限结构上的不匹配, 即投融资期限错配, 其中尤其以短期贷款用于长期投资的“短贷长投”现象最为普遍。投融资期限错配会阻碍企业的健康成长, 若一个地区出现企业投融资期限错配的“群体现象”, 则进一步影响该地区的产业发展与区域经济增长。自 2001 年加入世界贸易组织以来, 我国进一步融入全球产业链分工与合作的战略格局中, 经济高速增长。在 2003 年省委省政府提出“海峡西岸经济区”构想后, 福建省区域经济发展战略也展开了一轮新的自我定位调整。2008 年全球金融危机的爆发对我国经济的再一次战略性调整产生了较为深刻的影响, 城镇化扩张、

基础设施建设和发展战略性新兴产业成为后危机时期我国经济发展的主轴。福建省同样遵循这一新的思路调整。实现福建省产业转型与经济的结构性调整增长有赖于企业的健康茁壮成长, 但企业群体的“短贷长投”以及由此揭示的不合理制度与政策因素会阻碍产业与经济目标的实现。有鉴于此, 本文以“短贷长投”作为切入点, 探究福建省的企业群体是否存在投融资的期限错配问题, 以及这一问题的具体表现形式, 并从制度与政策因素探析解决这一问题的思路框架。

## 一、文献综述

投融资期限错配研究始于 Morris<sup>[1]</sup> 提出的资产负债期限匹配理论, 他认为将企业资产和负债的期限匹配起来可以降低由于资产产生的现金流不足以偿还本金和利息的风险; Myers<sup>[2]</sup> 则从代理成本的角度

收稿日期: 2019-09-18

基金项目: 福建省中青年教育科研项目“基于政府适度干预理论的民营企业创新能力研究”(JAS170634)。

作者简介: 曹芳 (1983-), 女, 河北望都人, 副教授, 硕士, 研究方向: 资本市场、宏观经济与公司金融;

曾慧萍 (1969-), 女, 福建武平人, 教授, 硕士, 研究方向: 国际经济。

度论证了期限匹配的必要性,认为期限匹配是克服投资不足的一种解决方法;Hart和Moore<sup>[3]</sup>从债务契约的角度,通过理论推导得出;当项目产生的现金流变快时债务期限变短,当担保资产的折旧率较低时债务期限变长,进一步证明了资产和负债的期限应当相匹配的原则。

关于企业的“短贷长投”,部分学者认为,基于优序融资理论,高质量企业有动机选择成本相对较低的短期债务资金。一方面这类企业有能力承担短期债务带来的流动性风险;另一方面在信息不对称市场中,可以向外界传递关于企业质量预期的积极信号<sup>[4-5]</sup>。还有学者认为,“短贷长投”加剧企业的债务压力,同时提高了企业的持续经营风险,融资需求不能得到充分满足是企业出现投融资期限错配的根源<sup>[6]</sup>。企业与银行等金融机构间存在着严重的信息不对称,银行等金融机构为控制信贷风险、加强流动性管理、规避企业的逆向选择和道德风险行为等,往往更愿意为企业提供更短期信贷资金,此时选择相对容易获得的短期信贷资金支持长期投资就成为企业的替代性融资方式<sup>[7]</sup>。陆正飞等<sup>[8]</sup>认为,由于我国金融抑制程度较高,“短贷长投”更可能是企业的一种替代性融资方式,而非主动性选择。

综合国内外相关研究来看,国外现有关于企业投融资期限错配方面的研究,并没有得出一致结论,而国内关于投融资期限错配的研究多集中于融资视角,很少涉及融资与投资的期限匹配研究,更加没有专门针对某一个经济区域展开对这一问题的探讨。此外,目前我国金融市场还没有达到完全的市场化,转型期特征明显,导致国外关于企业投融资期限错配的研究结论并不一定适用于我国<sup>[9]</sup>。

## 二、实证设计

为了解福建省的企业是否存在“短贷长投”分布结构,以及“短贷长投”对企业经营的影响,本文利用多层次资本市场的公开数据,以福建省内在主板、中小板和创业板挂牌上市的公司作为研究样本,展开经验分析。先后依次开展如下工作:(1)

构建合理的企业“短贷长投”测度指标。对福建省企业“短贷长投”现象充分认知需要构建一个合理的“短贷长投”测度指标,对此本文从方向上和数量上两个面向考虑来设计“短贷长投”指标。前者指的是平均而言,样本企业群体中短期贷款变动引发投资变动的方向和程度;后者指的是企业个体在某一时刻可能存在的“短贷长投”数量估计。(2)展开对比分析,以探明“短贷长投”在福建省不同类型企业和不同时期的分布结构。通过设置产权性质虚拟变量,并以2008年金融危机爆发为时间分界点,将样本数据分为“危机前”和“危机后”两个时段样本,以进行分组统计分析与检验。(3)构建“短贷长投”影响福建省企业经营与发展的回归模型,以揭示“短贷长投”的经济后果,并按照分组研究思路展开更加细致的分析,为后续策略构建提供基础。

设计“投资-短期贷款”敏感性来衡量企业整体上的“短贷长投”倾向水平。以企业投资支出作为被解释变量,将包括短期贷款等一系列影响企业投资的因素都纳入到解释变量中,构建相应的线性回归模型。为区分福建省不同产权性质企业在“短贷长投”方向上的不同,设置产权性质虚拟变量SOE,将其以及其与短期贷款变量的交乘项加入回归模型中,最终构建模型1:

$$\ln v_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Shortdebt}_{it-1} + \beta_2 \text{SOE}_{it-1} + \beta_3 \text{Shortdebt}_{it-1} \times \text{SOE}_{it-1} + \beta_4 \text{Longdebt}_{it-1} + \beta_5 \sum X_{it-1} + \sum \text{ind} + \sum \text{year} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型中变量的下标*i*和*t*分别代表公司与年份。SOE为鉴别企业产权性质的关键变量,若企业实际控制人为国有股东,取值为1,倘若为民营股东,则取值为0。基于已有对企业新增投资影响因素的研究共识,选取一组由公司财务及经营特征变量所构成的控制向量*X*,包括企业规模size、企业杠杆lev等。为了比较短期贷款变动Shortdebt和长期贷款变动Longdebt对新增投资的影响区别,不将Longdebt放入控制向量中。ind和year分别表示行业

和年度固定效应。为了避免可能存在的双向因果关系导致回归模型估计时的内生性问题,对除行业与年度虚拟变量外的解释变量取一阶滞后项。

对于福建省企业在个体层面上可能存在的“短贷长投”数量程度,设置变量 SFLI 和虚拟变量  $D_{SFLI}$ ,分别表示企业当年的“短贷长投”数量估计和企业当年是否存在“短贷长投”的行为估计。进一步地,将这两类“短贷长投”变量引入影响企业经营业绩 ROA 的回归模型,考察“短贷长投”是否对企业经营产生不利影响。同时,仍然将企业产权性质变量 SOE 和其与“短贷长投”变量的交乘项引入回归模型,最终构建回归模型 2 和回归模型 3:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SFLI_{it-1} + \beta_2 SOE_{it-1} + \beta_3 SFLI_{it-1} \times SOE_{it-1} + \beta_4 \sum X_{it-1} + \sum ind + \sum year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{SFLI_{it-1}} + \beta_2 SOE_{it-1} + \beta_3 D_{SFLI_{it-1}} \times$$

$$SOE_{it-1} + \beta_4 \sum X_{it-1} + \sum ind + \sum year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

如果福建省企业的“短贷长投”行为整体上会对其经营业绩产生不利影响,则不含交乘项的模型 2 和模型 3 中的 SFLI 与  $D_{SFLI}$  系数估计值应当显著小于 0。但如果这种不利影响仅仅体现在国有或者民营企业中,则对于完整的模型 2 和模型 3 回归估计结果,或者 SFLI 与  $D_{SFLI}$  的系数估计值显著为负,或者对应的交乘项系数估计值显著为负。与模型 1 的控制变量选取原则相同,根据已有对企业经营业绩 ROA 的研究共识,模型 2 和模型 3 中选取企业规模 size、企业杠杆情况 lev 和衡量企业成长性的 sg 作为控制变量。模型的其他设定原则同模型 1 中的做法一致,不再赘述,上述三个回归模型的变量定义情况详见表 1。

表 1 变量说明

Tab. 1 Variable declaration

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	Inv	新增投资,即企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,利用上一年度总资产剔除规模效应
	Roa	总资产收益率
核心解释变量	Shortdebt	短期信贷本期增加额,等于“取得借款收到的现金-长期借款本期增加额”,利用上一年度总资产剔除规模效应
	longdebt	长期信贷本期增加额,等于“本期长期借款+一年内到期非流动负债-前期长期借款”,利用上一年度总资产剔除规模效应
	SFLI	“短贷长投”,等于“购建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+本期权益增加额+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入)”,利用上一年度总资产剔除规模效应
	$D_{SFLI}$	企业当年是否存在“短贷长投”的虚拟变量,若 $SFLI > 0$ ,则 = 1,否则 = 0
控制变量	SOE	企业性质,若实际控制人为国有股东,取值为 1,若为民营股东则取值为 0
	Size	企业规模,等于总资产的自然对数
核心解释变量	Lev	企业杠杆情况,等于“长期负债/总资产”
	Cfo	经营活动现金流量,等于“经营活动产生的现金流量净额/总资产”
	SG	企业面临的投资机会,等于过去三年平均营业收入增长率
	Year	年份虚拟变量
	Ind	行业虚拟变量。按证监会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》进行分类,制造业取两位代码分类 其他行业取一位代码分类

选取2001-2017年福建省国有和民营上市公司年度数据作为研究样本,数据来源于CSMAR和WIND数据库。为保证样本有效性,进行如下筛选:剔除所有金融行业样本;剔除当年为ST、\*ST和PT的公司样本;剔除当年净资产为负的公司样本;剔除IPO当年的数据。由于部分变量数据缺失,最终模型1和模型2分别有621个和752个初始公司-年度观测值。为避免极端值对系数估计的影响,所有

公司层面的连续变量均进行上下1%的winsorize处理。

### 三、实证结果

#### (一) 变量的描述性统计

表2是回归模型的公司变量描述性统计结果,每一变量分别计算了福建省国有与民营上市公司的平均值,以初步分析两类企业在投资、融资、投融资匹配程度以及其他经营情况的差异。

表2 变量的描述性统计结果  
Tab.2 Descriptive statistical results of variables

变量	N	均值			标准误
		全体样本	国有样本	民营样本	
Inv	621	0.050	0.050	0.051	0.058
SOE	621	0.462	1.000	0.000	0.499
ROA	752	0.045	0.038	0.051	0.060
SFLI	752	-0.078	-0.056	-0.095	0.256
D <sub>SFLI</sub>	752	0.352	0.355	0.351	0.478
Shortdebt	621	0.284	0.342	0.234	0.254
Longdebt	621	0.032	0.035	0.030	0.072
Size	621	21.610	21.980	21.290	1.055
Lev	621	0.071	0.091	0.054	0.094
Cfo	621	0.040	0.046	0.036	0.105
SG	621	0.293	0.220	0.355	0.737

统计结果初步表明福建省国有与民营上市公司在经营的各方面皆表现出很大的差异性。从企业基本特征来看,福建省国有上市公司拥有更庞大的企业规模、更高的企业杠杆——平均长期负债比率将近民营上市公司的两倍。然而,ROA和SG的统计结果却表明,福建省国有上市公司在掌控更多资源的情况下,没有产生同等的经营绩效,其平均总资产收益率仅为3.8%,比民营上市公司低了近35%,同时企业营业收入增速也远远低于民营上市公司。说明福建省国有企业在拥有资源优势的同时,经营绩效却远低于民营企业的现实,这与国内其他省份的相关研究结果基本一致。

从企业的投融资情况来看,福建省两类企业的投资支出总体差异不大,但在融资上却有较大差异。国有上市公司无论在短期贷款还是在长期贷款上,都比民营上市公司获得更多,这也佐证了国有公司

负债率更高的事实。尽管两类企业SFLI变量的平均值都为负,也就是说表面上两类企业的新增投资平均而言还是来自于长期贷款,但国有公司该指标的绝对值明显更小,说明福建省国有上市公司发生“短贷长投”的可能性更大,而这恰恰可以从D<sub>SFLI</sub>的统计结果中反映出来:国有样本公司该指标的平均值大于民营样本公司。因此可以看出,虽然福建省国有企业更容易获得各类银行贷款,但“短贷长投”的不理性行为同样表现得更加明显。总体来看,各变量的差异都比较大,这为回归模型的估计提供了可靠保障。

#### (二) 企业整体的“短贷长投”情况解析

1. 逐步回归结果。为检验福建省企业整体上是是否存在“短贷长投”倾向,以及这种倾向的程度,利用样本数据对模型1进行回归估计与检验,结果如表3所示。由于样本为非平衡面板数据,对模型

1 采用固定效应回归形式以控制样本公司个体的异质性对回归结果的影响, 后文对模型 2 和模型 3 均采用这种方法, 将不再赘述。

表 3 第 1 列是 Inv 仅对控制变量的回归结果。可以看出, 总体而言长期贷款增加是福建省企业投资增长的主要动因, 当然更多的经营性现金流和更好的收入增长情况也都促进了福建省企业不断加码投资, Cfo 和 SG 的系数估计结果证明了这一点。Size 和 Lev 的系数估计为负, 说明企业规模越小、

企业负债越轻, 就越有动机加大投资, 实现企业的扩张。在先后加入短期贷款增量 Shortdebt、控制行业与年度效应后, 这些变量的系数估计没有太大改变, 表明福建省企业群体的投资诱因和已有文献对全国范围内这一情况的研究结果基本一致, 不过, Shortdebt 的系数估计小于 0, 且没有通过显著性检验, 说明自 2001 年“入世”后至今, 福建省企业群体似乎不存在明显的“短贷长投”倾向。为了更加深刻地剖析这一问题, 进行分时段和分产权样本回归。

表 3 模型 1 的逐步回归结果

Tab. 3 Stepwise regression results of model 1

变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
intercept	0.153** (2.07)	0.194*** (2.79)	0.194*** (2.79)	0.198** (2.09)
Shortdebt		-0.002 (-0.18)	-0.002 (-0.18)	-0.001 (-0.07)
Longdebt	0.106*** (2.78)	0.118*** (3.14)	0.118*** (3.14)	0.111*** (2.88)
Size	-0.005 (-1.44)	-0.007** (-2.10)	-0.007** (-2.10)	-0.007 (-1.59)
Lev	-0.093** (-2.48)	-0.089** (-2.41)	-0.089** (-2.41)	-0.088** (-2.19)
Cfo	0.043* (1.95)	0.048** (2.12)	0.048** (2.12)	0.051** (2.14)
SG	0.006*** (3.19)	0.006*** (3.21)	0.006*** (3.21)	0.006*** (2.71)
Ind/Year	no/no	no/no	yes/no	yes/yes
N	635	613	613	613
R <sup>2</sup> _w	0.244	0.254	0.254	0.262

注: 括号内为  $T$  值, \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 水平上显著。

2. 分组回归结果。表 4 是模型 1 的全时段与分时段样本回归结果, 并且各自都先后将 SOE 和相应的交乘项添加到回归方程中, 以考察福建省企业“短贷长投”倾向在国有与民营企业群体之间的区别。

表 4 中对方程 2 的全时段样本回归结果显示, 交乘项 Shortdebt×SOE 系数估计为 0.079, 且在 1% 水平上显著, Shortdebt 的系数估计 -0.038, 说明福建省企业“短贷长投”倾向主要体现在国有企业中。进一步来看, 这一情况表现在“后危机”时段

的样本回归中: “危机前”时段样本回归的 Shortdebt×SOE 系数估计值为 0.016, 但不显著; “危机后”时段样本回归对应的值为 0.129, 且在 5% 水平上显著。为了确信两个时段样本回归的系数估计差异, 设立 crisis 虚拟变量: 后危机时期取值 1, 反之取值 0, 并进行 chow 检验。结果发现,  $F$  统计量在 1% 水平上显著, 且其中 Shortdebt×SOE×crisis 的系数估计值的  $t$  值为 2.03, 在 5% 水平上显著。综上充分说明, 福建省国有企业“短贷长投”倾向集中体现在 2008 年金融危机爆发以来的这一段时间。

表4 模型1的分组回归结果  
Tab.4 Grouped regression results of model 1

变量	全时段		“危机前”时期		后危机时期	
	方程1	方程2	方程1	方程2	方程1	方程2
intercept	0.198** (2.09)	0.207* (1.68)	0.207 (1.27)	0.863** (2.48)	-0.002 (-0.01)	-0.049 (-0.19)
Shortdebt	-0.001 (-0.07)	-0.038* (-1.91)	-0.022 (-1.19)	-0.006 (-0.22)	-0.029 (-0.97)	-0.096** (-2.36)
Soe		-0.047*** (-3.29)		-0.016 (-1.00)		0.000 (0.00)
Shortdebt×SOE		0.079*** (2.83)		0.016 (0.65)		0.129** (2.16)
Longdebt	0.111*** (2.88)	0.105*** (2.68)	0.079* (1.92)	0.109* (1.81)	0.115** (2.19)	0.104** (2.28)
Ind/Year	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes
N	613	542	236	165	377	377
R <sup>2</sup> _w	0.262	0.278	0.168	0.184	0.156	0.181

注:括号内为T值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上显著。

(三) 企业个体“短贷长投”程度的具体情况 细地考察福建省企业个体“短贷长投”的数量和在上述分析表明,从“短贷长投”的方向维度上时间与空间上的分布情况,对SFLI和D<sub>SFLI</sub>进行分组来看,福建省国有企业具有更明显的“短贷长投”统计,结果见表5。倾向,且集中体现在后金融危机时期。为了更加详

表5 企业个体“短贷长投”的分组统计情况  
Tab.5 Group statistics on the degree of short-term loan and long-term investment

产业类别	变量	“危机前”时段						“危机后”时段					
		全部样本		民营样本		国有样本		全体样本		民营样本		国有样本	
		N	mean	N	mean	N	mean	N	mean	N	mean	N	mean
全产业	SFLI	226	-0.054	90	-0.054	136	-0.054	532	-0.089	341	-0.106	191	-0.058
	D <sub>SFLI</sub>	226	0.372	90	0.433	136	0.331	532	0.346	341	0.331	191	0.372
第一产业	SFLI	1	0.320	1	0.320			16	-0.052	13	-0.077	3	0.056
	D <sub>SFLI</sub>	1	1.000	1	1.000			16	0.500	13	0.462	3	0.667
第二产业	SFLI	124	-0.077	53	-0.084	71	-0.072	310	-0.089	202	-0.099	108	-0.069
	D <sub>SFLI</sub>	124	0.306	53	0.358	71	0.268	310	0.335	202	0.317	108	0.370
第三产业	SFLI	73	-0.047	14	-0.092	59	-0.037	147	-0.088	80	-0.115	67	-0.055
	D <sub>SFLI</sub>	73	0.384	14	0.286	59	0.407	147	0.327	80	0.338	67	0.313
房地产业	SFLI	28	0.017	22	0.024	6	-0.008	59	-0.103	46	-0.130	13	-0.008
	D <sub>SFLI</sub>	28	0.607	22	0.682	6	0.333	59	0.407	46	0.348	13	0.615

注:由于“危机前”时段第一产业的公司样本数量过少,故不进行比较分析。

表5中“危机前”时段样本的SFLI分产业统计结果显示,房地产业民营样本公司SFLI大于0,达到0.024,说明2008年金融危机爆发前福建省房地产行业中的民营企业存在较严重的“短贷长投”现象。从反映企业群体内发生“短贷长投”的比例指标 $D_{SFLI}$ 来看,金融危机前福建省民营企业发生“短贷长投”的比例也会更高,且主要体现在第二产业和房地产业中。不过这一现象在2008年金融危机发生后发生了彻底改变:后危机时期,国有企业中发生“短贷长投”的比例明显高于民营企业,同样体现在第二产业和房地产业中,第三产业中发生“短贷长投”的企业群体更多转向民营企业。

#### (四) “短贷长投”对福建省企业的影响

以上对福建省企业在方向和数量两个维度的“短贷长投”情况的分析表明,后危机时期福建省企业的“短贷长投”倾向更加明显,且突出体现在国有企业群体中,由此造成后危机时期福建省国有企业较高的“短贷长投”发生比例,并且改变了“危机前”由民营企业主导“短贷长投”现象的情势。为判定“短贷长投”对福建省企业经营与发展的影响,将对模型2和模型3进行回归分析。

1. 逐步回归结果。表6和表7是模型2和模型3在依次添加核心解释变量SFLI和 $D_{SFLI}$ ,以及依次控制行业与年度效应的回归结果,以判断“短贷长投”对福建省企业经营情况的影响。

可以看出,无论是衡量企业个体“短贷长投”数量的SFLI系数估计,还是反映企业是否发生“短贷长投”的 $D_{SFLI}$ 系数估计,结果都显著小于0,且在逐步控制行业与年度效应后依然保持不变。SFLI的系数估计为负;说明随着企业投资越来越依赖于短期贷款,企业经营业绩有变坏的趋势。 $D_{SFLI}$ 的系数估计有更明确的数量含义:表7方程4的 $D_{SFLI}$ 系数估计为-0.011,且在5%水平上显著,说明,相比没有发生“短贷长投”的企业,发生“短贷长投”的企业在下一期的总资产收益率表现上,降低1.1个百分点,降幅约为25%。“短贷长投”的存在对福建省企业的经营业绩具有显著的不利影响。其他控制变量系数估计结果表明,营业收入的持续增

长同步带来企业经营业绩的好转,但企业杠杆的持续提高和过度追求企业规模都不利于企业业绩改善,这同样与已有关于全国范围内企业业绩的影响因素研究结果基本保持一致。

表6 模型2的逐步回归结果

Tab. 6 Stepwise regression results of model 2

变量	方程1	方程2	方程3	方程4
intercept	0.149*	0.156*	0.156*	0.360***
	(1.68)	(1.84)	(1.84)	(2.93)
SFLI		-0.029*	-0.029*	-0.026*
		(-1.86)	(-1.86)	(-1.81)
Size	-0.005	-0.005	-0.005	-0.017***
	(-1.23)	(-1.39)	(-1.39)	(-2.77)
Lev	-0.046	-0.042	-0.042	-0.055
	(-1.08)	(-0.98)	(-0.98)	(-1.50)
SG	0.007***	0.007***	0.007***	0.008***
	(4.32)	(4.52)	(4.52)	(3.99)
Ind/Year	no/no	no/no	yes/no	yes/yes
N	579	579	579	579
$R^2_w$	0.125	0.147	0.147	0.135

注:括号内为T值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上显著。

表7 模型3的逐步回归结果

Tab. 7 Stepwise regression results of model 3

变量	方程1	方程2	方程3	方程4
intercept	0.149*	0.148*	0.148*	0.345***
	(1.68)	(1.70)	(1.70)	(2.76)
$D_{SFLI}$		-0.014***	-0.014***	-0.011**
		(-2.88)	(-2.88)	(-2.38)
Size	-0.005	-0.005	-0.005	-0.016**
	(-1.23)	(-1.18)	(-1.18)	(-2.56)
Lev	-0.046	-0.046	-0.046	-0.058
	(-1.08)	(-1.07)	(-1.07)	(-1.58)
SG	0.007***	0.007***	0.007***	0.008***
	(4.32)	(4.14)	(4.14)	(3.56)
Ind/Year	no/no	no/no	yes/no	yes/yes
N	579	579	579	579
$R^2_w$	0.125	0.144	0.144	0.131

注:括号内为T值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上显著。

2. 分组回归结果。与模型 1 的分组回归思路一样, 对模型 2 和模型 3 同样进行分时段样本回归, 并考察交乘项  $SFLI \times SOE$  和  $D_{SFLI} \times SOE$  的系数估计情况, 以辨明“短贷长投”对福建省企业经营的潜在不利影响发生在哪些企业群体和哪些时间段, 回归结果见表 8。

表 8 模型 2 和模型 3 的分组回归结果  
Tab. 8 Grouped regression results of model 2 and model 3

panel A: 模型 2 的分组回归						
变量	全时段		“危机前” 时段		“危机后” 时段	
	方程 1	方程 2	方程 1	方程 2	方程 1	方程 2
intercept	0.360*** (2.93)	0.366** (2.18)	0.879*** (2.69)	1.095*** (3.77)	0.178 (0.62)	0.178 (0.62)
SFLI	-0.026 (-1.61)	-0.022 (-1.23)	-0.029 (-1.56)	-0.006* (-1.93)	-0.019 (-1.06)	-0.02 (-1.91)
SOE		-0.015 (-1.16)		0.036 (0.83)		0.000 (0.00)
SFLI $\times$ SOE		-0.002 (-0.09)		-0.004 (-0.15)		0.006 (0.16)
Ind/Year	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes
<i>N</i>	579	528	199	148	380	380
$R^2_w$	0.235	0.223	0.195	0.263	0.199	0.199
panel B: 模型 3 的分组回归						
变量	全时段		“危机前” 时段		“危机后” 时段	
	方程 1	方程 2	方程 1	方程 2	方程 1	方程 2
intercept	0.345*** (2.76)	0.369** (2.21)	0.873*** (2.83)	1.083*** (3.91)	0.126 (0.45)	0.145 (0.55)
$D_{SFLI}$	-0.011** (-2.38)	-0.021** (-2.47)	-0.006 (-0.71)	-0.004* (-1.97)	-0.008 (-1.38)	-0.018** (-1.99)
SOE		-0.023 (-1.30)		0.036 (0.85)		0.000 (0.00)
$D_{SFLI} \times SOE$		0.017* (1.69)		0.005 (0.47)		0.019 (1.63)
Ind/Year	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes	yes/yes
<i>N</i>	579	528	199	148	380	380
$R^2_w$	0.231	0.228	0.186	0.262	0.195	0.203

注: 括号内为 *T* 值, \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 水平上显著。

panel A 中, SFLI 的系数估计仅在“危机前”时段样本的回归中显著为负, 而交乘项  $SFLI \times SOE$  的系数估计在所有样本回归中皆不显著。进一步对分时段样本回归系数差异进行 chow 检验, 其中  $SFLI \times crisis$  的系数估计值的 *t* 值为 -1.78, 在 10% 水平上显著, 但  $SFLI \times SOE \times crisis$  的系数估计值不显著, 说

明福建省企业投资越发依赖短期贷款从而降低企业经营业绩的情况在 2008 年金融危机爆发前表现得更为明显。

对 panel B 中的分时段样本回归系数的差异同样进行 chow 检验,  $D_{SFLI} \times crisis$  的系数估计值的 *t* 值为 -1.77, 在 10% 水平上显著, 而  $D_{SFLI} \times SOE \times crisis$  的



系数估计值不显著。因此,结合 panel B 的结果可以看出:如果用更强的“短贷长投”界定标准来考察其对企业经营业绩潜在不利影响的时空分布,福建省民营企业无论在危机前还是危机后,倘若发生“短贷长投”行为,其经营业绩都会受到很大的不利影响。其中,危机后“短贷长投”会使民营企业 ROA 降低 1.8%,相比民营企业平均 5.1%的 ROA 水平,降幅超过 35%,远大于危机前“短贷长投”的不利影响。相反地,尽管福建省国有企业在 2008 年金融危机爆发后“短贷长投”更加严重,但这种行为却没有给国有企业的经营状况带来明显的不利影响,这一点值得政策制定部门深思。

#### 四、结论与政策启示

总体上来看,福建省国有企业在各种期限的融资上都比民营企业占优,但更强的资源掌控优势却没有带来相应的经营绩效,无论是经营业绩还是企业成长都远远落后于民营企业。不仅如此,福建省国有企业运用短期贷款投资长期项目的不合理决策倾向与程度也会更高,且主要体现在 2008 年金融危机爆发后。金融危机爆发前,福建省民营企业发生“短贷长投”的比例远远高于国有企业,且集中在第二产业和房地产业中。但此后情况却发生了逆转,国有企业“短贷长投”比例高于民营企业,且同样发生在第二产业和房地产业,而民营企业在第三产业具有更高的“短贷长投”发生比例,危机爆发后,国有与民营企业在“短贷长投”上发生了“位置调换”。尽管“短贷长投”会对福建省企业的经营造成不利影响,但这种不利影响只发生在民营企业群体中,国有企业的“短贷长投”行为不会造成自身经营绩效的恶化,说明“短贷长投”不是企业经营绩效较差的根源。

“短贷长投”会加剧企业资金链断裂风险从而加剧其经营风险,也可能会因短期偿债压力剧增而打乱投资项目的正常运作,这些都对企业经营绩效产生不利影响。为使福建省企业群体遵循投融资期限匹配的基本原则,政府、银行与企业须从多渠道入手,缓解“短贷长投”现象。第一,政府有关部门应当构建国有与民营企业公平竞争的市场环境,

在政策待遇上做到“一视同仁”。作为贷款提供方的国有银行体系,更应当客观公平地依据投资项目和产业发展前景对企业贷款需求合理评估并予以信贷支持,做到企业贷款融资上的“一视同仁”。第二,“短贷长投”在后危机时期的福建省国有企业群体中表现得更加明显,体现了国有企业为降低融资成本不惜采用“借新债还旧债”的滚动融资模式。对此,地方政府要打破长久以来对国有企业“无条件背书”和“隐形担保”的不合理做法,以促进融资市场中的公平秩序构建。第三,后危机时期,福建省民营企业的投资需求被挤到由服务行业所构成的第三产业中,奠定产业与经济发展根基的先进制造业和战略性新兴产业大多由国有资本牵头,因此,需要改变这一局面,让更多民营资本进入这些领域,在与国有资本平等竞争的同时提高产业发展效率与质量。第四,企业自身在实际经营过程中也应当提高风险防范意识,投资规划上不可过于激进,尤其是国有企业要摆脱一直以来的投资冲动惯性。第五,福建省民营企业与民营经济长期以来承担着经济发展与稳定就业的重要角色,但“短贷长投”对福建省企业的经营损害在两类企业却不对等,因此需要相关政策部门降低对国有企业的过度“保护”,向市场传递更加积极的信号,以打造适合福建省情、具有福建特色的更加开放、公平与高效的市场环境,为福建省产业与经济在下一阶段的高质量发展奠定制度与政策基础。

#### 参考文献:

- [1] MORRIS J R. On corporate debt maturity strategies [J]. *Journal of Finance*, 1976, 31(1): 29-37.
- [2] MYERS S C. Determinants of corporate borrowing [J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5(2): 147-175.
- [3] HART O, MOORE J A. Theory of debt based on the inalienability of human capital [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 841-879.
- [4] FLANNERY M J. Asymmetric information and risky debt maturity choice [J]. *Journal of Corporate Finance*, 1986, 41(1): 19-37.
- [5] CAMPELLO M, GIAMBONA E, GRAHAM J R, et al.

- Liquidity management and corporate investment during a financial crisis [J]. Social Science Electronic Publishing, 2010, 300(1): 539-555.
- [6] ACHARYA V V, GALE D, YORULAMAZER T. Rollover risk and market freezes [J]. The Journal of Finance, 2011, 66(4): 1177-1209.
- [7] 白云霞,邱穆青,李伟. 投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较[J]. 中国工业经济, 2016(7): 23-39.
- [8] 陆正飞,祝继高,樊铮. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失[J]. 金融研究, 2009(8): 124-136.
- [9] 林毅夫,蔡昉,李周. 充分信息与国有企业改革[M]. 上海: 格致出版社, 2014.
- [10] 陆正飞,杨德明. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场?[J]. 管理世界, 2011(4): 6-15.
- [11] 钟凯,程小可,张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界, 2016(3): 87-98.
- [12] 孙凤娥. 投融资期限错配: 制度缺陷还是管理者非理性[J]. 金融经济研究, 2019(1): 94-110.
- [13] 沈红波,华凌昊,郎宁. 地方国有企业的投融资期限错配: 成因与治理[J]. 财贸经济, 2019(1): 70-82.
- [14] 饶品贵,姜国华. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩[J]. 管理世界, 2013(3): 12-22.
- [15] 于蔚,金祥荣,钱彦敏. 宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整[J]. 世界经济, 2012(3): 24-47.

## Research on the Mismatch of Investment and Financing Terms in Enterprises of Fujian Province from the Perspective of Short-term Loans Long Cast

CAO Fang, ZENG Huiping

(School of Finance, Fujian Business University, Fuzhou, 350012, China)

**Abstract:** The matching of investment and financing term can ensure the smooth and steady progress of the established investment projects and is an important guarantee for enterprises to achieve sustainable development. This paper discusses in detail the characteristics of “Short-term Loans Long Cast” and its influence on enterprise development for enterprises of Fujian province with the use of the consensus of the measurement method and research samples of listed companies in Fujian province from 2001 to 2017 that are consistent with the macroeconomic background. The results show that the phenomenon of “Short-term Loans Long Cast” in Fujian is mainly reflected in the group of state-owned enterprises since the outbreak of the financial crisis in 2008. The operation and development of state-owned enterprises are not significantly affected, but private enterprises are. Therefore, it is necessary to accelerate the construction of a fair order of investment and financing market and lay a foundation for the healthy development of enterprises and industries in Fujian province.

**Key words:** Short-term Loans Long Cast; enterprise of Fujian Province; mismatch of investment and financing terms

(责任编辑: 杨成平)