

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

论文题目 短债长投对企业绩效的影响研究  
-基于续贷限制的准自然实验

研究生姓名: 吴珂瑜

指导教师姓名、职称: 刘志军、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融工程

研究方向: 金融投资管理

提交日期: 2021年5月25日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 吴珂瑜 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 刘克军 签字日期： 2021.5.25

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 吴珂瑜 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 刘克军 签字日期： 2021.5.25

**Research on the Impact of investment with  
short-term financing on Corporate  
Performance  
-Quasi-natural experiment based on loan  
renewal restrictions**

**Candidate : Wu Keyu**

**Supervisor: Liu Zhijun**

## 摘 要

以短期债务支持长期项目的投资这种期限错配现象在我国企业普遍存在,学者将其称之为“短债长投”。短债长投虽然暂时性缓解了企业对于长期资金的渴求,但是对企业的长期发展却引发了一系列不良影响,例如导致企业容易陷入流动性危机、造成非效率投资,甚至破产清算。尤其我国部分企业的杠杆水平大都偏高,短债长投行为的存在使得不良影响加剧。因此,研究如何抑制企业的短债长投行为,削弱其对企业绩效的不良影响是非常有必要的。

本文以 2007 年的续贷限制改革为切入点,展开关于续贷限制的实施对于短债长投与企业绩效间关系的影响研究。首先,本文计算了短期资产比例与短期负债比例,经过分析发现短期负债的比例远远的高于短期资产的比例,说明短期负债不仅被用来支持企业的短期投资,而且还被用来支持长期项目的投资,这就佐证了企业短债长投现象的存在。接着对相关文献和理论进行归纳梳理,分析了短债长投对于企业绩效的影响机理以及续贷限制对企业绩效-短债长投之间敏感度的影响。然后,选取中国 A 股非金融类上市公司 2002-2017 年的数据作为研究样本,依据企业在续贷限制改革前后对于短期贷款的依赖度进行分组,采用多元回归模型和双重差分模型展开实证研究,并得出以下结论。第一,短债长投确实损害了企业绩效;第二,续贷限制的实施降低了企业绩效-短债长投之间的敏感度,弱化了短债长投对于企业绩效的负面效应;第三,续贷限制的实施使企业的短债长投比例显著降低,这说明续贷标准的收紧从根本上抑制了企业的短债长投行为。

总之,在实施了续贷限制政策之后,强化了银行和企业面对风险的敏感度,使得银行与企业在面临风险时会越发地谨慎,加强了银行对企业的约束行为。与此同时也从源头上将贷款分派给高效企业,减轻了短债长投对于企业绩效的负面影响且抑制了短债长投行为。最后本文从强化短期债务续借标准、完善金融市场结构两方面提出建议,有助于降低企业的短债长投比例、优化企业的债务期限结构,进而促进企业的良好发展。

**关键词:** 短债长投 续贷限制 企业绩效

## Abstract

In Chinese enterprises, the imbalance of using short-term debt to support long-term project investment is very common. Scientists call it "investment with short-term financing". Although investment with short-term financing temporarily reduce the need for long-term financing of enterprises, They have had some adverse effects on the long-term development of enterprises, such as forcing them to easily fall into liquidity. It leads to the crisis of inefficient investment and even bankruptcy and liquidation. In particular, the debt burden of Chinese companies is mainly heavy, while the existence of investment with short-term financing is worse. Therefore, it is necessary to study, How to limit investment with short-term financing behavior of enterprises and reduce their negative impact on the company performance.

In this article, the 2007 reform of the extension of loans restrictions is considered to be the starting point for reviewing the impact of the restrictions on extended loans on the relationship between investment with short-term financing and company performance. Firstly this paper calculates the share of short-term assets and the share of short-term debt. The analysis shows that the proportion of short-term debt is much higher than that of short-term assets, noting that short term debt is not just used to support short-term investment in enterprises, but it is also used to support long-term investment. This proves the existence of investment

with short-term financing in enterprises . Then, the relevant literature and theory are analyzed, the impact of investment with short-term financing on the company's performance was also analyzed, and the impact of limiting the loan extension on the sensitivity between company's performance and investment with short-term financing was also analyzed. Then, the data of non-financial listed companies of China stock a from 2002 to 2017 were selected as the research samples, and they were grouped according to their dependence on short-term capital before and after the reform of the extension of time limit, a variety of regression models are used. The empirical study with a double difference model is carried out and the following conclusions are drawn. First, investment with short-term financing are detrimental to the company's performance; Secondly, the implementation of loan renewal restrictions reduces the sensitivity between corporate performance and investment with short-term financing and weakens the negative effects of investment with short-term financing on corporate performance. Third, the implementation of loan renewal restrictions has significantly reduced the investment with short-term financing ratio of enterprises, which shows that the tightening of loan renewal standards has fundamentally restrained the behavior of investment with short-term financing.

In short, after the policy of limiting loan extension, banks and enterprises have strengthened their awareness of risks, which makes

banks and enterprises more cautious in conflict with risk, and strengthens the restrictions of banks on enterprises. At the same time, loans are allocated to high-efficiency companies from the source, which reduces the negative impact of investment with short-term financing on corporate performance and inhibits investment with short-term financing behavior. Finally, the article puts forward two suggestions: Strengthen the standard of short term debt renewal and improving financial market structure. This will help to reduce the ratio of investment with short-term financing, optimize the debt repayment structure of enterprises and promote the development of enterprises.

**Keywords:** Investment with short-term financing ;Loan renewal  
restrictions;Corporate performance

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	4
1.2 文献综述.....	5
1.2.1 债务融资与企业绩效.....	5
1.2.2 短债长投成因与影响因素.....	7
1.2.3 短债长投对企业绩效的影响.....	9
1.2.4 续贷限制对短债长投的影响.....	11
1.2.5 文献评述.....	12
1.3 研究方法与内容.....	13
1.3.1 研究方法.....	13
1.3.2 研究内容.....	14
1.4 研究的创新与不足.....	15
<b>2 短债长投对企业绩效影响的理论分析</b> .....	16
2.1 短债长投的概念界定.....	16
2.2 理论基础.....	16
2.2.1 信息不对称理论.....	16
2.2.2 委托代理理论.....	17
2.2.3 期限匹配理论.....	18
2.2.4 信贷歧视理论.....	19
2.2.5 最优金融结构理论.....	19
2.3 短债长投对企业绩效的影响机理分析.....	20
2.3.1 短债长投会引发企业非效率投资.....	20
2.3.2 短债长投会降低企业代理成本.....	22
2.4 续贷限制对企业绩效-短债长投之间敏感度的影响机理分析.....	23
<b>3 研究设计</b> .....	26

3.1 样本选择与数据来源.....	26
3.2 研究假设.....	26
3.3 变量选取与参数计算.....	26
3.3.1 分组依据和分组标准.....	26
3.3.2 被解释变量.....	27
3.3.3 解释变量.....	27
3.3.4 控制变量.....	28
3.4 模型设计.....	29
<b>4 短债长投对企业绩效影响的实证分析.....</b>	<b>32</b>
4.1 主要变量的描述性统计分析.....	32
4.2 回归结果分析.....	33
4.3 稳健性检验.....	35
4.3.1 内生性问题.....	35
4.3.2 安慰剂测试 1:排除同时期其他法规的影响.....	36
4.3.3 安慰剂测试 2:排除时间趋势的影响.....	36
4.3.4 更换关键变量.....	37
<b>5 结论与建议.....</b>	<b>40</b>
5.1 结论.....	40
5.2 建议.....	41
5.2.1 强化短期债务续借标准, 实行分类监管.....	41
5.2.2 健全长期债务市场, 完善金融市场结构.....	42
<b>参考文献.....</b>	<b>43</b>
<b>后 记.....</b>	<b>48</b>

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

现如今高杠杆已经成为大部分国家所要解决的问题，对于怎样解决这一问题，这些相关国家形成了一个主流认知“去杠杆”，而导致这一问题出现的重要原因是 2008 年金融危机的出现。当年我国政府为了缓解这场金融危机所带来的危害，制定并实施了宽松的财政政策，向市场中投入了四万亿，这形成了杠杆率走高的开端。近年来我国的杠杆率加速攀升，和历史相比处于一个高水平。依据李扬等(2015)的计算，在 2015 年我国的杠杆率水平为 249%，分析从 2008-2015 这 7 年之间的杠杆率，发现杠杆率水平急剧上升了 79%。事实上，自从受到 2008 年金融危机的大肆冲击后，许多国家开始意识到金融稳定的重要性，尤其是对一国经济的稳定。中国非金融企业的负债率快速的增长，这主要是因为中国企业的投资依靠的是债务资金，这种投资模式不可避免的会造成企业债务风险的加剧。依据刘晓光和刘元春(2019)的测算，2019 年利息保障倍数持续小于 1 的上市公司已经达到 15%左右。由此看来，依靠“债务-投资”的发展模式其实存在相关问题，实体经济渐渐的陷入借新还旧、借新还息、拆东墙补西墙的困境。造成中国经济风险加剧的主要因素就是我国企业负债率过高，为了使金融发挥应有的作用，良好的服务于实体经济，最终推动社会经济的发展，我国政府层意识到对金融风险有必要从两方面着手处理：一方面是防范，另一方面是化解，目的是为了保证我国金融体系的稳定。2015 年 10 月，“降低杠杆率”的要求在中共十八届五中全会上被提出。同年年底“去杠杆”成为供给侧结构性改革的五大任务之一在中央经济工作会议上又被提出，从这时起我国去杠杆化的进程就开始了。在 2016 年中央作出“三去、一降、一补”的工作布署后，“去杠杆”问题就成为了金融供给侧结构性改革以及公司金融实践所需要解决的主要问题。随着我国工业化进程步入了后期，正处于经济结构转型并升级的关键时期，有一些地方就渐渐的显露存在经济困难。大部分企业的杠杆率高达 70%以上，债务问题使得企

业深深的陷入经营困境，黄奇帆（2018）曾明确发表“中国经济的真正问题、是要着力去解决非金融企业的债务问题”这一观点，“去杠杆”成为转型升级所面临的最大约束之一。我国企业的负债率本身就高，这就造成企业的债务负担相当沉重，此时企业严重的短债长投行为即债务期限结构错配会加剧其不良影响，致使企业的可持续发展受到严重障碍。

在 2018 年货币金融圆桌会议十周年新年报告会上，社科院委员李扬曾说：“中国已经不是资金短缺的国家了，但是中国的金融体系有两个缺陷，一个是期限错配，中国有的是短钱，但是要用的是长钱；另一个是权益错配，中国有的是债务资金，要用的是权益性资金，可以说我们现在所有的金融风险都与这两个错配有关”。根据李奎昕（2020）的测算，在 2002-2019 年之间我国全社会的固定资产投资年平均增长率已经达到 16.8%，而同时期美国全社会固定资产投资的年平均增长率仅为 3.3%。在我国社会固定投资对经济的增长起着相当重要的发展背景下，必然形成对长期资金的大量渴求，长期资金可以通过债务融资与权益融资获得，债务融资主要包括长期贷款和债券融资。资本市场让企业的长期融资需求得到满足，其中直接融资市场的中长期公司债与权益融资是资本市场主要的投融资标的，相对于银行信贷而言，有着较多优势。但是，由于我国债权与股权市场成立和发展的时间较短，仍远落后于美国等金融发达国家，与此同时我国商业银行体系却比较成熟，这导致我国企业的长期融资严重依赖于商业银行，以银行信贷资源为主的单一长期融资模式限制了长期资金的获取。这主要因为我国的金融体系是不完备、不发达，从而导致了银行在金融体系中扮演主导方的角色，其在信贷资源的分配上存在一定的歧视。出现这一问题的主要原因是存在信息不对称以及逆向选择问题，银行通常不愿意给企业发放期限较长的贷款，为了减少不良贷款率，尽快地收回贷款，银行倾向于选择发放短期贷款给企业，因此我国大多数企业的债务都以短期为主，长期债务的比例明显的低于长期资产的比例，有的企业甚至都没有长期债务，仅仅依靠短期债务的不断续借来支持长期项目的投资运行。我国债务存在不容忽视的一个非常重要的问题就是期限错配，即债务所能利用的时间明显短于企业所需要依赖的时间。于 2019 年 7 月，中央政治局会议上提出：“继续引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资支持力度”着重强调企业所存在的债务期限结构错配问题。至于企业为什么选择短债长

投这种风险较大的投融资匹配方式，相关学者分析其原因得到的结论并不一致。关于选择短债长投的动机主要有两种可能，一种是企业的非自愿选择，主要是由我国金融市场的特点所决定；另一种是企业的自愿选择，因为短期贷款的利息成本比较低。但是第一种动机是学者们的主流认知，这由上文分析可知。自金融危机爆发以来，随着宏观经济趋于平稳发展，短债长投带来的负面影响明显的被暴露出来。尤其在国家层面倡导去杠杆时，对其所引发的不良影响要相当重视。银行负债期限与资产期限的严重错配是 2013 年出现“钱荒”的主要原因，可见相同的问题也发生在金融部门。中国出现各类系统性金融风险的源头可能是期限错配。

在实际中，作为资金供给方的银行所实施的续贷限制政策对于企业选取怎样的债务期限结构以及短期贷款效果的发挥起着非常关键的作用。续借标准的改变发生在 2007 年，在这之前按照 2000 年制定的《不良贷款认定暂行办法》的第九条规定来确认是否为不良贷款。贷款在到期后如果没有拖欠利息、日常生产经营正常、这一贷款被企业用作周转资金以及企业有担保，上述条件缺一不可的情况下，在不归还原有贷款的基础上就可以借新还旧，属于正常贷款，很明显此时的续借标准相对宽松。在 2007 年及以后这一现象发生了改变。2007 年银监会出台的《贷款风险分类指引》第十条规定：“借新还旧，或者需要通过其他融资方式偿还的贷款应归为关注类。”通俗来说，这一规定使得银行对于不良贷款认定的标准趋向严苛。如果在此背景下银行仍继续将短期贷款顺利展期，然后企业再将新取得的贷款用于归还原有贷款，此时银行的这笔贷款就会被划分为不良贷款。不良贷款率的上升带来了两方面的影响：一方面会对银行的绩效造成不良影响，另一方面银行会成为资本市场和监管部门重点关注的对象，这对银行也是一种不良影响。银行为了规避掉这一不良影响，对于已经到期的短期贷款会更加严格对待，要求企业在按时还本付息的前提下才能再次向银行申请短期贷款。刘海明和曹廷求（2018）认为 2007 年《贷款风险分类指引》的出台使银行的续借标准收紧、制约了企业借新还旧行为的出现。随着宏观经济趋于平稳发展以及出现更多不确定情况，出于降低风险的目的，银行的续贷政策会趋于收紧，例如大面积地进行抽贷、断贷，这一行为导致企业面临更严重的流动性风险甚至是破产风险，进而限制了区域经济的发展。2018 年许多企业陷入资金危机甚至破产，这与银

行的抽贷、断贷密切相关。在此背景下，相关部门颁发了一系列关于要求银行放松续贷标准的文件。但是，银行放松续贷标准到底会不会对企业有所帮助，对企业的短债长投行为以及短债长投与企业绩效之间的关系产生什么样的影响，这都值得探讨。

因此我们有必要进一步考察续贷限制的实施对于企业短债长投行为以及短债长投与企业绩效之间的关系的影响后果，阐明其如何影响企业绩效，从而对于如何促进实体经济稳定发展提供一定的参考。

## 1.1.2 研究意义

### 1. 理论意义

本文立足于我国上市公司，研究了在续贷限制实施后，短债长投对企业绩效的影响到底发生了怎样的变化，通过分析债务融资与企业绩效、短债长投的成因与因素、短债长投对企业绩效的影响以及续贷限制对短债长投的影响等相关文献，探讨了短债长投对于企业的影响机理与续贷限制对于企业绩效-短债长投之间敏感度的影响。通过梳理有关的文献发现，首先对于短债长投的研究大部分基于短期贷款的治理效应以及短债长投所带来的影响。一方面，大部分学者都是从资金需求方即企业的视角分析短期贷款对于企业所发挥的监督约束作用，与此同时所伴随的流动性风险，只有刘海明和曹廷求（2018）基于续贷限制的改革研究了短期贷款对于企业的综合影响。另一方面，现有关于短债长投的分析大部分是基于这种激进型的结构错配的效果出发，还有一些学者是从货币政策的角度出发分析其对短债长投带来的影响（钟凯等, 2016）。本文则以资金供给方即银行的视角研究探讨改变续贷政策将怎样影响短债长投与企业绩效之间的敏感度，以及对企业短债长投行为的影响。

期限匹配理论表明，在合理规划企业的债务期限时应尽可能做到与企业所需资金的期限有效匹配，这在一定程度上，企业可以规避由于借助短期贷款进行投资而必须按期还本付息所导致的流动性风险，能够降低企业的经营风险进而提升企业绩效。而中国企业大部分都存在短债长投行为，企业的短期负债的比例远远高于短期资产的比例，因此基于续贷限制政策的改革研究企业绩效-短债长投之间的敏感度之间所发生的变化，可以为良好调控企业短债长投行为提供很好的理

论补充，为治理企业的期限错配提供了理论拓展。

## 2. 现实意义

企业的良好发展对于社会与经济的积极发展有着促进作用，不仅可以生产财富而且会刺激财富的流通，是促进社会生产力发展的主要承担者。本文以短期贷款续借标准为出发点，重点分析银行续贷政策的改变，会对企业绩效-短债长投间的敏感度以及对企业的短债长投行为带来怎样的影响。在优化企业债务结构的实践过程中，可以同时有效结合资金供给方与需求方的现实条件，以更好地改善优化企业债务结构。更多地依赖金融市场化改革进而加强对长期资金的供给能力，才可以有效化解企业短债长投行为所引发的一系列问题。债务期限的合理规划，负债效应的良好发挥，对公司的经营管理和良好资本结构都会产生一定的影响，为企业债务“去杠杆”提供了一个新思路，进而会对企业未来的可持续发展起着重要意义。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 债务融资与企业绩效

上世纪五十年代末 MM 理论被提出，这为研究资本结构与公司绩效打下了理论基础，形成了这一研究的开端。随后专家学者又继续提出了修正的 MM 理论（1963）、权衡理论（1966）、代理成本理论（1976）、信号传递理论（1977）和融资优序理论（1984）等相关理论。债务作为公司资本结构的重要组成部分，研究债务问题至关重要，上述理论使债务融资对经济实体所产生的治理效应理论更加成熟。同时专家们以不同数理模型和不同的行业为基础，研究了公司负债与公司绩效指标之间的关系，研究学者大多认为债务融资会对企业经营绩效产生一些影响，但具体产生怎样的影响，并没有得出一致结论。经济界学者们对债务量的总水平与企业绩效指标的关系研究相对较多，其中大多以资本结构为出发点，将财务数据中的资产负债率这一指标用作衡量债务总体水平进行研究，数据模型不同、研究背景不同，最后发现的结论也并不一致。

第一，负债总体水平与公司绩效间的关系是正相关关系。薛永基等（2010）将科技创新型企业作为研究对象，运用多元回归模型研究了这一类企业的负债融

资方式与衡量企业绩效指标间的关系,实证结果表明债务融资对企业绩效的影响是正向的。尤利平(2013)基于2004-2007年的研究数据,以中小板上市公司为研究对象,实证检验得出债务融资对企业绩效的影响是正面的。另外,刘东姝(2017)基于2005-2015这11年间的的数据,以沪深两市新能源上市公司为研究对象,分析了不同融资渠道对企业绩效的影响,实证结果表明债务融资与企业绩效之间呈正相关关系。Cortina J. J.等(2017)通过记录、分析阿拉伯国家的企业如何利用公司债券、股权以及银团贷款市场来获得融资和增长,结果表明更广泛的外部融资会使阿拉伯企业经济更快地增长。Xinwang Cui(2019)调查研究了2007-2017年16家上市证券公司的面板数据,结果表明,杠杆率对企业绩效带来正面影响。刘晓光和刘元春(2019)基于2000—2015年中国上市公司面板数据,以杠杆率和短债长投角度分析其对企业债务和绩效所带来怎样的风险与影响,并且第一次展开了杠杆率与短债长投之间综合效应的探讨。对于企业绩效指标分别选取了企业总资产回报率(ROA)和企业净资产回报率(ROE)。从ROA角度分析,结果表明杠杆损害了企业的总体绩效,原因可能是由于高杠杆提升了企业的风险进而增加了风险补偿溢价并且限制了创新投资;从ROE角度分析,结果表明杠杆对企业的净资产回报率是正向影响,这可能是因为银行等债权人充分发挥了债务的约束效应,缓解了股东与债权人之间的代理矛盾。

第二,负债总体水平与公司绩效间的关系是负相关关系。有学者以创业板上市公司为研究对象(陈德萍,2012),以汽车制造业上市企业为研究样本(彭熠等,2013),经过实证发现公司经营业绩与债务整体水平之间呈显著负相关关系。在巴塞尔协议III的背景下,刘信群和刘江涛(2013)基于2004至2011年间的的面板数据,实证探讨了商业银行的负债率、流动性对企业绩效的影响关系,实证结果表明,大体上我国上市商业银行的负债率水平对其经营业绩的影响是不利的,流动性越强对银行业的经营业绩越有利,但是不同性质的银行负债率所带来的的影响是有差异的。将非金融类公司作为研究对象的较少研究中,张兆国等(2007)从资本结构视角出发,分析了债务率对公司绩效的影响,结果表明债务融资损害了企业绩效。何美琪(2019)通过对118家中国制造业上市公司(包括84家民营企业和34家国有企业)进行样本分析,结果表明资本结构和企业绩效显著负相关,这与基于新兴国家企业为研究样本的结论一致。这表明,我国传统依赖杠

杆增长促进的经济增长模式累积了大量的冗余债务资金，从而致使公司绩效降低。王雪等（2020）基于 2016-2018 年的数据，以北京上市企业为研究对象，选取企业的市场运营周期为切入点，实证结果表明在 2016-2018 年间，北京市上市公司的负债率水平对于企业的运营增长是不利的。Yazdanfar D 和 Peter Öhman（2014）通过对 2009—2012 年期间在五个行业中运营的 15897 家瑞典中小企业的综合跨部门样本进行分析，研究发现中小企业债务融资总体水平对其绩效会产生不良影响。Wahba H.（2014）通过选用埃及上市公司的样本，检验债务与管理层所有权对各种公司业绩指标的综合影响，研究得出管理层所有权缓解了债务水平对企业绩效的负向影响。

第三，负债总体水平与企业经营绩效的关系是非线性相关。有学者根据具体的场景分析，发现负债的整体水平与企业绩效之间的关系并非线性，说明企业处于不同的背景，债务融资会发挥不同的作用。褚玉春和刘建平（2009）基于 2001—2007 年间的面板数据，以 485 家沪深两市制造业公司作为研究对象，实证分析了负债水平对公司绩效的影响作用，实证结果表明不同负债水平带给企业绩效的影响是有明显差别的；准确说负债比例和公司绩效两者呈“倒 U 形”关系，并且可以在最大与最小负债水平之间找到最佳负债率区间。宋平和唐国平等（2014）基于 2007—2012 年选取在沪深两市的制造业上市公司作为研究对象，以企业生命周期理论为基础，探讨了处在生命周期的不同阶段公司负债水平对企业绩效的影响，实证结果显示随着企业的成长，负债比例越高，越对企业绩效有利；而随着企业步入成熟期或衰退期，负债比例越高，相反的对企业绩效会带来不良影响。

## 1.2.2 短债长投成因与影响因素

投融资期限结构错配比较难以直接观测，而相关已有研究构建的实证模型多多少少存在一定缺陷，与此同时投融资期限结构错配的形成机制与影响因素比较复杂，所以诸多学者并没有直接对投融资期限结构错配进行研究分析。目前，已有的研究大多从企业的投资行为与债务期限结构两者的单一某方面进行研究。因此，本文按照不同角度划分相关研究并归纳总结。

首先是从金融市场供给侧角度分析。孙凤娥等（2017）认为我国企业存在短

债长投行为的客观原因之一是由于金融制度体系的缺陷所导致的长期债务供给不足。在中国的金融市场背景下，银行作为最主要的金融机构，对企业融资起着重大作用。早期研究中，学者们主要针对银行不适当的信贷资源供给期限结构进行了研究，Armstrong et al (2010) 研究验证了当银行在经营过程中遇到风险压力时，会加大对长期贷款的管控力度，导致向社会和企业提供的短期资金增加。有的学者坚持利率市场化通过提升贷款利率的上限，从而显著降低企业尤其是民营企业依赖短期贷款的程度 (Zhou et al., 2014)，以弱化长期融资对中小企业的限制。基于信贷歧视角度分析，陈耿等 (2015) 表明由于针对所有制性质不同的企业给予不同期限的信贷资源，致使银行对非国有性质的企业发放贷款的风险控制标准提高，最终导致民营企业的债务期限明显短于国有企业。近年来，由于经济发展已步入新常态，中国企业已经开始转型，但是金融体系制度与金融市场的发展并没有跟上企业转型的脚步，存在一定的滞后。在经济新常态背景下，缺乏发达完备、层次丰富的金融市场体系，白云霞等 (2016) 以此为研究角度，通过对比分析中美企业于 1998-2013 年间的的历史数据，实证结果表明我国不完备的金融市场结构、不合理的利率期限结构是造成短债长投的真正原因。王红建等 (2018) 认为利率市场化能够使企业结合自身的实际投资情况举借长期债务，起到抑制企业短债长投行为的效果。马红等 (2018) 指出在我国不完备、不丰富的金融体系背景下，我国企业利用短期债务代替长期债务进行投资，进一步又通过实证验证了以产融结合为手段对金融市场制度进行改善，从而能够减轻上市企业的债务期限结构错配现象。企业的债务融资行为与金融市场的资金供给关系密切，而影响货币供给最明显直接的因素是货币政策，目前研究关于把企业投融资和货币政策结合起来的较少，债务期限结构与货币政策之间的关系是较多研究学者所探讨的。饶品贵与姜国华 (2013) 经过实证分析发现紧缩性的货币政策缩减企业债务规模的同时，也起到了优化公司债务期限结构的作用；并且实行紧缩性的货币政策会使得企业到期还本付息的压力加剧，出于对不良贷款率的保证，银行充分发挥短期贷款治理效应的动机会被强化，进而制约企业的过度投资行为。钱雪松等 (2015) 基于实证研究发现货币政策的实施可以明显调整企业的贷款期限结构，不同性质的企业会受到不同方向以及不同程度的影响，由于信息不对称在银行与企业之间存在，因此对成立期较晚、风险较大以及非国有性质的企业实施有针对

性地、更严地货币政策,则优化企业债务期限结构的效果会更明显。钟凯等(2016)实证探讨发现货币政策的紧松对于企业的短债长投程度会有不同的影响。

其次又从公司特征和经营者行为角度分析。因为投融资决策体现为企业的一种行为,所以研究企业投融资期限结构错配要与企业的特征以及经营者行为密切联系起来,初期学者着重研究债务期限结构与公司特征的关系。大股东的持股比例、股权集中度以及产权性质都会影响企业的债务期限结构(肖作平和廖理,2007)。伴随着行为金融学的蓬勃发展,较小部分学者开始研究分析经营者非理性行为与决策,与此同时把企业的融资偏好、过度投资行为以及经营者的非理性行为联系在一起进行分析探讨。江伟(2010)首先通过使用不同的两种方法量化经营者过度自信,其次又实证分析了融资偏好、管理者过度自信以及过度投资这三者之间的关系;李永壮等(2014)实证得出企业经营者由于过度自信进而选择短期贷款支持企业项目,很明显这种投融资决策并不理性。

### 1.2.3 短债长投对企业绩效的影响

我国的金融市场不发达、不完备,在这种体系的背景下,银行通常处于主导地位,这会使得信贷资源的分配权力集中在银行手里,而单方面的决定权一般会有失公允,影响信贷资源的分配效率。而且主导方银行在企业取得贷款的过程中拥有绝对话语权,出于自身利益的考虑,通常倾向于发放短期贷款,这使得企业不得不依赖短期债务进行投资以支持长期项目的发展,很明显短债长投行为在我国是一种被动选择。

Allen et al. (2005)认为在我国,企业的债务资金主要来源于拥有主导地位的商业银行,这与我国不发达、不完备的金融市场密切相关。银行信贷资金对于企业以及社会经济的发展相当重要。正是由于我国金融市场的特点:金融市场机构有的发展迅速、有的发展缓慢,极其不平衡、信息公开程度不高、保护投资者的意识淡薄,造成银行为了降低风险通常会选择发放短期贷款,从而降低企业的违约风险。(肖作平、廖理 2008; Fan et al., 2012; Custodio et al. 2013)。因此企业只能选择短期债务维持各种经营投资活动,包括对回收期较长项目的投资,即“短债长投”,但是这种不安全且不稳定的债务期限结构错配相反的带来了一系列的危害,最终导致企业绩效的下滑,进而容易引起地区金融体系强烈波

动以及影响经济可持续发展。Fan et al. (2012)从国际层面出发,以 39 个国家的上市企业作为研究对象,分析了这些企业的债务期限结构,结果表明我国企业的短期债务比例在所研究的所有企业中处于最高水平。以短期债务为主形成的债务期限结构比较脆弱,稍有不慎可能会使企业陷入流动性危机,严重还可导致企业破产清算。造成这种后果的原因是依赖短期贷款的企业需要定时还本付息,一旦这个过程不得为继,会造成企业经营难以为继,进而陷入破产清算困境,(Diamond, 1991)。因此,在去杠杆的进程中,有必要重视企业的债务期限结构是否合理,以避免只关注企业的负债率,而没有意识到在时间上将债务与资产做到有效统一。

短期负债在我国企业的资金来源中占有主导地位,长期资产在总资产中所占的比例与长期债务在总债务中所占的比例相比而言明显偏高,说明企业所需的长期资金有相当一部分依赖于短期债务,甚至有的企业从始至终依赖的都是短期债务,而企业为了维持企业的长远发展就不得不持续滚动短期债务。很明显这并不是长久之计,会通过引发流动性风险与财务风险两方面造成企业的经营更加困难,从而对企业的经营绩效造成不利影响(胡援成和刘明艳, 2011; 王彦超, 2014; 钟凯等, 2016; 钟宁桦等, 2016; 马红等, 2018; 钟凯等, 2019; 刘晓光和刘元春, 2019)。钟宁桦等(2016)研究得出在去杠杆的过程中,短期债务的贡献率相当大,原因主要是短期债务的基数相比长期债务而言更大,所以短期负债减少的百分比更大。此外,钟宁桦(2016)通过测算发现在 2008 年金融危机以后长期债务的中位数一直为 0,这说明有一半以上的企业直接没有长期债务,期限错配程度相当严重,向短期债务倾斜相当明显。对于企业存在的期限错配即“短债长投”现象,国内的研究最具代表性和参考价值的是钟凯等和白云霞等的相关研究。白云霞等(2016)通过对比分析中国与美国的期限错配现象,研究结果表明债务与资产在时间上的不统一,在各种层面都存在。而且还有一个明显的特征是国有性质企业的期限错配程度更高、更严重,拥有长期融资渠道的企业短债长投比例明显较低。钟凯等(2016)首先构建了“短贷长投”变量以及投资与短期贷款之间的敏感度,然后经过实证验证了短贷长投行为客观存在,并且恶化了企业绩效,这进一步佐证了短债长投行为是企业的不得已选择,与企业自身的实际情况并不相符,而这一切源于我国金融市场结构发展不平衡、不发达。而且也从货

币政策与实体经济相符合的角度,构建了货币政策适度水平进行了实证分析,结果表明货币政策越符合实体经济,越能制约企业短债长投行为进而减轻其对企业绩效的消极影响。钟凯等(2019)再次又基于从2007年到2018年这12年间的的数据,以A股上市公司作为研究对象,研究分析了短债长投对企业风险的影响路径。实证结果表明,短债长投的确导致了企业风险的飙升,虽然短债长投降低了企业的代理成本,但是同时也增加了企业的流动性风险,综合效果是消极的。这两位代表学者均认为,短债长投行为并非是企业出于降低融资交易成本目的所做的主动选择,相反的是不完备金融市场下的不得已选择。刘晓光和刘元春(2018)认为,资本产出比有趋势的上升导致了我国杠杆率的飙升,因此资产质量以及资产的产出效率才是去杠杆任务的考虑重点。这再次强调了结构的不合理才是我国债务所存在的最主要问题,杠杆本身不是问题,杠杆被如何高效运用才是关键。大部分学者经过研究得出一个主流认知,在我国出现短债长投行为是企业的不得已选择,企业并没有机会结合自身的真实需求。因此短债长投虽然短暂地缓解了企业的融资约束,但最终损害企业绩效,影响企业长期可持续发展。在这一客观存在的背景下,为了化解金融风险、维持金融稳定,大刀阔斧地执行去杠杆政策可能会在实际执行过程中容易简单粗暴,着重强调杠杆率的水平,而容易忽略债务资金的具体运用方式以及效率,相反的这可能会加大企业所面临的风险,最终损害了企业的资产回报率。

#### 1.2.4 续贷限制对短债长投的影响

Myers(1977)和Stulz(2000)认为,企业依赖短期贷款维持企业的运营、投资以及发展,需要定期向银行关于短期贷款的续借问题提出申请,而出现这一情况的原因是短期贷款的期限短于企业所投资项目的回收期。而企业为了可以顺利取得短期贷款的续借资格,必须保证满足银行关于续借的标准,在此过程中充分发挥了短期债务的监督约束功能,使得银行可以很好地对企业进行监督。Myers(1977)和Diamond(1991)认为短期贷款发挥监督约束功能以及引发流动性风险存在一个主要前提,即企业举借短期债务的目的是满足企业关于运用长期资金的需求。然而从实际情况来看,短期债务不但能够为长期项目的投资提供支持,而且可以用来满足企业对于周转资金的需求(钟凯等,2016)。为了排除续贷限制

的实施只影响为企业提供周转资金的短期贷款的这一可能，刘海明和曹廷求（2018）首先把短期贷款分成两部分，一部分是被用作企业回收期较长的投资，另一部分是作为企业的周转资金被使用；然后实证检验了续贷限制的实施对这两部分短期贷款资金的影响，实证结果表明续贷限制的实施只影响投资于回收期较长的投资上的那部分短期贷款，这就说明续贷限制的实施确实会影响企业的短债长投行为。

### 1.2.5 文献评述

首先，通过对关于企业的债务水平与企业绩效相关的文献研究的归纳整理，发现企业负债水平对企业绩效的影响并不统一，有的研究结论是改善了企业绩效，而有的研究表明损害了企业绩效，这说明关于债务融资对于企业绩效的研究还需进行。其次，研究中国企业的债务融资就不得不关注一个明显的特征，即企业的短债长投问题。通过对影响短债长投成因因素相关文献的梳理，研究学者基本主要认为短债长投是在我国金融市场发展不健全、不平衡情况下的不得已选择。在这种不完备、不平衡的金融市场背景下，银行通常处于主导地位，这会使得信贷资源的分配权力集中在银行手里，而单方面的决定权一般会有失公允，影响信贷资源的分配效率。而且主导方银行在企业取得贷款的过程中拥有绝对话语权，出于自身利益的考虑，通常倾向于发放短期贷款，这使得企业不得不依赖短期债务进行投资以支持长期项目的发展，很明显短债长投行为在我国是一种被动选择。也有少部分学者则通过实证发现短债长投是企业管理层过度自信的投资行为。然后，再通过梳理短债长投对于企业绩效影响的相关文献发现，在短期看来，虽然短债长投为企业及时补充了资金，缓解了企业的流动性危机，但是从长远来看，短债长投并没有改善公司的业绩，相反的却会致使企业容易陷入流动性危机，使企业的资金链比较脆弱，经营稍有不慎可能会致使企业瘫痪，降低了企业的投资效率，增加了企业的破产清算成本等一系列消极影响，最应该意识到的是这一系列不良影响超过了短期贷款的低利息成本，损害了公司的资产回报率。而在实践中，作为资金供给方的银行所实施的续贷限制政策对于企业选取怎样的债务期限结构以及短期贷款效果的发挥起着非常关键的作用。不仅银行续贷政策的松紧会调控举借短期贷款的难易度，而且银行续贷模式的调整也会对银行决策的审慎

程度以及企业对风险的感知程度带来影响，进而对企业绩效与风险产生影响。因此，最后，本文又梳理了从银行角度即短期贷款的续借政策出发分析对企业短债长投的影响。已有从银行政策层面分析对短债长投影响的研究较少，仅有的文献认为银行的续贷限制政策会影响企业的短债长投行为。

因此，本文继续研究短债长投对企业绩效的影响，但不同于其他学者的是从银行续贷政策的改革出发，利用 2007 年银行对于短期贷款续贷标准的收紧，选取 2002-2017 年中国非金融上市公司面板数据在统一的分析框架下做准自然实验，系统验证续贷限制的实施对于企业绩效-短债长投敏感度的影响，从控制企业短债长投这一角度为“去杠杆”提供新的思路补充。

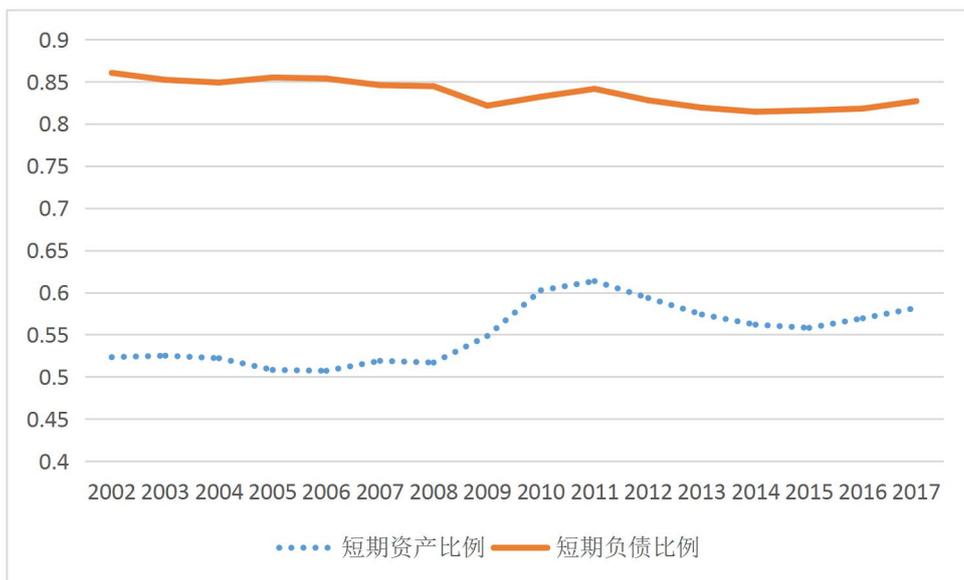


图 1.1 中国上市公司债务与资产的期限错配情况

数据来源:国泰安数据库, 经作者整理

## 1.3 研究方法与内容

### 1.3.1 研究方法

第一、文献资料法。通过阅读和梳理关于债务融资与企业绩效、短债长投的成因与因素、短债长投对企业绩效的影响以及续贷限制对短债长投的影响等相关文献，比较全面地了解这一选题的研究进程与现状，明确了本文研究的合理性，确认了本文接下来的研究是有意义的。

第二、定性分析法。通过研读分析信息不对称理论、委托代理理论、期限匹配理论、信贷歧视理论以及最优金融结构理论，奠定了本文基于续贷限制的改革研究短债长投对于企业绩效影响的理论基础。

第三、实证研究法。本文基于 2007 年的续贷限制改革设计了双重差分模型，并将短债长投引入了该模型。首先基于改革前对短期贷款的依赖度进行分组，即将短期贷款依赖度作为分组标准。参考刘海明和曹廷求（2018）经典文献的做法，本文则使用改革前即 2002—2006 年的数据计算每家公司的平均短期贷款依赖度，并且找出其中值。将企业短期贷款依赖度均值大于其中值的企业认定为处理组；相反的将企业短期贷款依赖度均值小于其中值的企业认定为对照组。引入时间虚拟变量和公司个体虚拟变量，设计了控制双向固定效应的双重差分模型，运用 Stata15 软件做了实证检验并进行了结果分析。其次，又做了更换关键指标和安慰剂测试检验以确保回归结果的可靠性。得出了相对于对照组企业而言，续贷限制会弱化企业绩效-短债长投之间的敏感度以及会从本质上抑制企业短债长投行为的结论。

### 1.3.2 研究内容

本文首先通过对关于企业的债务水平与企业绩效相关的文献研究的归纳整理，发现企业负债水平与企业绩效间的相关关系并不统一，其次基于我国企业债务结构特征“短债长投”，更进一步地梳理了短债长投与企业绩效之间的关系，发现现有相关研究形成了一个主流认知，短债长投是在中国抑制性金融市场背景下的被动选择，并且企业的短债长投行为所带来的负面效应大于正面效应，最终恶化了企业绩效。最后通过梳理上述相关文献，发现已有研究基本是从企业的角度出发分析短债长投的存在所带来的一些影响，鲜有研究从银行的角度出发分析关于短期贷款的续借标准会怎样影响企业绩效-短债长投间的敏感度。因此本文选取了中国 A 股非金融类上市公司，从银行实施的续贷政策角度出发分析短债长投对企业绩效的影响，为去杠杆以及优化企业债务结构提供理论支持。

第一章是绪论。主要阐述了本文的研究背景、研究意义、文献综述、研究思路、研究方法、研究内容和本文的创新与不足。

第二章是短债长投对企业绩效影响的相关理论基础、影响机理分析。基于信

息不对称、委托代理、期限匹配、信贷歧视以及最优金融结构等理论，分析短债长投对于企业绩效的影响机制以及续贷限制对企业绩效-短债长投之间敏感度的影响。

第三章是研究设计。主要提出了本文的研究假设、指出了样本的选择、数据来源、变量的选取与计算、分组的标准以及模型的设计。

第四章是短债长投对企业绩效影响的实证分析。首先对主要变量做了描述性统计分析、接下来做基本回归并分析了回归结果，最后通过对内生性问题的说明、安慰剂测试以及更换关键变量等一系列检验使得实证结论更可靠。

第五章是结论与建议。本章给出了本文的研究结论，并且针对其研究结论提出了相关的建议。

## 1.4 研究的创新与不足

**研究设计的创新：**将短债长投以及续贷限制放在同一研究模型中，把企业角度和银行角度结合起来，综合分析研究企业的短债长投行为与企业经营绩效的关系。国内外文献大多在全行业内选择杠杆率这一指标模糊研究债务水平与企业间的关系，并没有区分短期债务与长期债务分别予以研究，或是片面地探讨某一种资金来源对绩效指标的效应，而以续贷限制作为切入点研究短债长投对企业经营绩效影响的文献较少。本文将短债长投引入双重差分模型，研究其对企业经营绩效的影响，并验证了续贷限制对企业绩效-短债长投敏感度的影响，发现续贷限制的实施弱化了短债长投对于企业绩效的负面影响，并且从本质上抑制了企业短债长投的行为，更加全面地从银行政策角度分析短债长投与企业经营绩效之间的关系。

**不足之处：**虽然阅读大量文献，但是迫于自身理论功底与学术研究素养能力不足，本文研究可能存在以下不足之处：（1）文章研究的是除金融类行业外的其他全部行业，既没有划分地域进行研究，也没有划分行业进行研究。而位于不同地域以及属于不同行业的企业获取资金的能力可能会不同，对短期贷款的依赖度，短债长投的程度不同，可能对企业绩效的影响会有所差异。（2）关于短债长投对企业经营绩效影响机制的考察上，从企业经营风险、非效率投资以及代理成本进行分析不全面，系统性不强。

## 2 短债长投对企业绩效影响的理论分析

### 2.1 短债长投的概念界定

短债长投是指把短期贷款用于长期投资，长期投资是指用于长期在建工程和固定资产方面的投资。这是一种激进型的期限错配方式，因为短期贷款会比长期投资早到期，这对于企业的资金管理有很大的挑战性。如果企业的资产经营能力不佳，经营活动现金流不足，进而可能导致企业资金链紧张、甚至断裂，最终导致企业破产。

### 2.2 理论基础

#### 2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论指的是由于市场中的个体对待同样的信息会有不同的获取渠道以及获取速度，因此不同的个体之间信息并不是完全相同的，即出现了信息不对称。该理论强调了如何最快、最准确的获取信息的重要性，因为信息就是机会，就是财富。因此获取信息的多与少、快与慢使得个体之间能够利用信息所获取的收益，与此同时所伴随的风险是不同的。

相对于信息缺乏者，信息充分者往往总是处于有利地位，能够依靠信息优势取得更多经济利益。信息不对称在现实社会中处处存在，尤其是在上市企业中表现更为明显，主要体现为两种：第一种表现为所有者与管理者之间的信息不对称，第二种表现为大股东与小股东以及债权人等外部投资者之间的信息不对称。一方面，由于管理层是由公司股东所聘请的代替股东对企业的经营与运行进行管理，掌握着公司最为充分和及时的信息，作为一个经济人，管理层会利用股东的信息盲区，大概率会有选择性地向股东报告，隐瞒公司真正地经营状况以获取更多的激励和声誉，通过职务之便谋求消费和享乐，为了个人私利作出一系列非效率的投资和决策，从而加剧第一类委托代理问题。另一方面，大股东通过任命与自己的利益或追求一致的附属成员为经理或董事，通过以上操作同样能够获取充分地信息，可以准确决定何时向资本市场披露信息、具体披露哪些内容以及披露的方

式。相比而言，中小股东及时获取信息的能力有限，大股东在拥有得天独厚的条件下，通过各种途径挪用上市公司资金，或者通过操纵扰乱股价波动以赚取超额资本收益，从而加剧第二类委托代理问题。

信息不对称会影响上市公司效率，阻碍其创造财富，损害其企业价值，最终会降低整个资本市场的运行效率。

## 2.2.2 委托代理理论

由于社会的发展、经济的繁荣，企业由最初所有经营一体的模式演变为现如今两权相分离的模式，因此产生了代理矛盾。Jensen 和 Meckling(1976)将现代公司的委托代理问题分为两大类：一类是由于企业的两权相分离引致的股东和实际经营者之间的委托代理矛盾，另一大类是由于相对分散的股权结构而引致的大股东与小股东及债权人等外部投资者之间的委托代理矛盾。在商品经济发展的初始阶段，并不存在代理问题这一说法。因为在这个初始阶段，公司的创立者既拥有公司，同时也是公司日常经营的负责人，即一个人分担两个角色，对于同一个主体来说并不存在委托代理问题。然而，伴随着生产力的日益提升、商品经济的持续蓬勃发展，公司由原来的小作坊逐步演化发展为真正的公司，规模不断扩大。正是由于企业规模的扩大，公司所有者心有余而力不足，对于企业的日常经营管理已经力不从心，不得不寄希望于专业人士。基于此学者以委托代理理论解决此问题，该理论建议公司将专业的事交给专业的人，即所有者应该摒弃承担所有的角色，不能大权独揽，担好所有者应尽的职责。管理公司的重任依靠专业人士，其不参与公司的重大决策，只负责日常经营管理。但是，各司其职存在一个问题。所有者的身份决定了其追求目标，即公司财富最大化，期许管理者保持勤勉态度，尽心尽力为公司做事，提升业务能力，为公司创造最大价值；而经营者以追求自身利益最大化为目标，期待丰厚的薪资待遇，充裕的闲暇时间，以及谋求在职消费，很明显二者追求目标并不一致。在彼此双方信息不对称的情况下，如果对管理者不能有效进行监督和制衡，最终管理者出于自身利益最大化的目的会偏离所有者招募专业人士的初心，由此形成了第一类委托代理矛盾。

而对于发达资本市场国家来说，由于股权被高度分散，任何一个股东都不足以取得公司控制权，所以第一类委托代理问题便是其主要的代理问题。随着资本

市场的迅猛发展,许多投资者通过持有公司股票而成为公司的所有者,其中有许多为持股比例较低的中小股东。而对于新兴资本市场国家来说,公司股权普遍比较集中,通常存在大股东即控股股东,其容易获得对经营者的控制权,相反中小股东处于信息劣势,且缺乏监督约束管理者的动力和能力,只能将监管权和决策权委托给控股股东,有些小股东甚至放弃行使其权利。因此,控股股东得天独厚的条件致使中小股东处于不利地位,中小股东容易遭受不公待遇,进而侵吞上市公司,而股东与债权人的关系与上述分析的关系基本一致,由此导致了第二类代理矛盾。相关研究表明,在新兴资本市场中,上市公司最为严重的代理矛盾是第二类代理矛盾(李静瑶,2020)。

### 2.2.3 期限匹配理论

在1976年,James. R. Morris 基于化解流动性危机以及财务风险的目的,最早提出了期限匹配理论。该理论的核心思想是企业的资产端所产生的现金流不足以应付还本付息以及满足投资需求时,可以认为是企业的债务与资产在时间上并没有高度协调统一。而为了解决这一问题,企业在举借债务时应考虑将债务与资产在期限层面做到有效统一,这会明显缓解企业的流动性困境进而降低企业财务风险。然后在次年,Myers 以该理论为基础,基于解决企业投资不足的目的进行了再次补充,再次着重强调公司债务期限和资产期限非常有必要做到合理匹配。债务期限与资产期限匹配时应该同时考虑企业的有形资产与无形资产的期限。肖作平(2005)以中国上市公司作为研究对象,运用有关数据经过实证研究发现,企业的资产期限与债务期限之间的关系为正相关关系,出于减少代理成本以及规避陷入流动性危机的目的,企业倾向于选择长期债务来支撑回收期较长的项目以及寿命较长的资产。上述两位学者从实证层面再次论证了期限匹配理论的核心思想,然而期限匹配原则的实际执行可能会存在一个问题。企业按期偿还债务本金与利息所需的资金流通过计算能够精确定,但是企业资产具体能带来多少现金流以及何时能够提供,这都具有不确定性。因此即使企业做到债务期限与资产期限的匹配,仍旧会存在一定的误差。很明显这并不是最优的债务结构,企业应该运用期限匹配原则的同时考虑一定的误差,做到实时调整。

## 2.2.4 信贷歧视理论

信贷歧视指的是商业银行依据不同的企业规模，不同的所有制结构，为不同的企业制定不同的信贷政策（李奎昕，2020）。民营中小企业在信贷市场上处在被歧视的地位，这加重了中小企业的融资约束，使得中长期贷款的申请难度加大。第一，规模歧视：在信用评级时，企业资产规模是商业银行等金融机构主要考虑的指标，这使得商业银行不能客观的对企业风险和信用能力做出判断，容易忽视一些经营良好，财务指标优秀，有着良好的抗风险以及信用能力的中小企业，发放贷款倾向于规模大的企业，尤其是中长期贷款。即使有着良好的发展前景，中小企业也难以申请到充足的中长期贷款，规模歧视严重制约着中小企业的健康成长以及发展，影响金融市场资源的合理分配。第二，所有制歧视：由于我国特殊的体制背景，相对于国有企业而言，非国有属性的企业，更容易被银行等金融机构实施歧视的信贷政策，国内许多学者在研究中都对这个结论进行了考证研究，其次还应该注意到所有制歧视不仅表现在贷款额度上，还表现在贷款期限上，银行对规模比较大且属于国有属性的企业发放的债务所能利用的时间通常比规模不大且非国有属性的企业更长，而且所要求的信用标准更低（廖秀梅，2007）。依据规模歧视理论，一般来说规模较大的企业在金融市场上更容易获得长期资金，往往这种企业融资约束较低。在金融市场发展不良好时，长期资金供给会出现不足，相对规模较小的企业融资约束往往比较高，即使经营业绩较好，企业发展迅猛，反而可能无法得到长期资金来支持其迅速扩张，这就更进一步的导致规模较小的企业出现更严重的投融资期限错配问题，显然这是金融抑制背景下的被迫之举。

## 2.2.5 最优金融结构理论

在中国最优结构理论是由林毅夫最开始研究探索的。林毅夫(2001)是提出我国最优金融结构理论的先驱，该理论着重强调一国的金融结构需要按照该国实际发展过程中实体经济的具体需求来调整，与实体经济相适应的金融制度与体系才能更好保障发挥金融市场的基本功能，有效促进一国经济的良好增长。现有文献研究不同的金融制度在分散风险、降低信息不对称和资产配置等方面的各自优缺

点。然而，仅是从金融制度安排角度出发，并不能客观的比较不同金融结构的长处与短处。经济发展步入到不同时期时，所运用的技术以及所依靠的产业是随之发生更迭与进化的，企业作为社会经济的微观主体，其规模大小与风险的高低也会随之发生变化，这些一般由该阶段的要素禀赋特征所决定，从而导致金融更好的服务于实体经济的类型和程度也有所不同，而一国发展金融的最主要目的就是更好的服务于实体经济，所以这是决定金融结构的根本因素。因此，最优金融结构不具备普适性，并不能针对每一个国家所处的每一个社会发展阶段，因为不同的国家或是不同的发展阶段都有各自的独特性，无法复制。因此最优金融结构的本质是动态的、不稳定的，必须做到适时调整与实体经济的各种要素特征相吻合。金融的本质是为实体经济给予服务配套，不能简单地为了金融发展而发展，应该时刻明确实体企业的实际需求。因此我国的金融结构也应该随着实体经济的发展而及时作出调整，尽可能与实体经济的需求相匹配，所以金融市场应该提供足够的长期资金，满足企业为了发展长期投资项目的的需求，这样才能促进实体经济的有效发展。如果发现当前我国宏观或者微观层面都有着与实体经济的需求不相匹配的投融资期限错配现象，也就是说明金融并没有更好的服务于实体经济，证明当前的金融结构有着一定的制度缺陷。

## 2.3 短债长投对企业绩效的影响机理分析

### 2.3.1 短债长投会引发企业非效率投资

期限匹配理论的核心思想强调两个关键词：一个是期限，另一个是匹配。公司在举借债务时应该首先明确自身的实际需求，做到债务期限与资产期限的吻合。而该理论提出的目的在于化解由于期限错配所引发的流动性危机以及财务风险。结合现实来看，期限匹配理论指出长期投资的资金应该由长期融资提供，而不应该来源于不断续借短期贷款和融资，同时企业所需要的短期资金就应该由短期融资提供。投融资期限匹配可以规避现金流产生不及时所导致的企业容易遭遇流动性危机以及企业需要承担更高的财务困境成本，进而提升企业绩效、降低企业风险。Stewart 和 Myers (1977)认为以期限匹配原则为宗旨，可以有效减轻企业投资较少这一问题的症状，因此在企业实际经营管理过程中应尽量使二者的

期限相匹配。Hart (1995) 依据期限匹配理论构建模型进行验证, 认为固定投资项目的资金应该来源于长期负债, 短期投资项目应依靠短期负债取得的资金则比较好。而目前我国企业大都存在“短债长投”这一问题, 说明企业没有很好领悟期限匹配理论的指导思想。短债长投这种资金期限错配使得企业较强的依赖于短期贷款的持续滚动以支撑企业回收期较长的投资活动, 在这种情况下企业的资金链相当脆弱, 因此一旦短期贷款的展期不顺利, 企业的资金链会崩开, (钟凯等, 2016), 进而导致企业经营活动包括长期投资项目可能面临随时终止的可能性, 企业的信用评级也会随之下降 (Gopalan 等, 2016), 致使企业陷入一种恶性循环; 罗宏等 (2018) 依据审计师的看法, 指出审计师也认为短债长投行为是高风险审计事项, 这就进一步佐证了短债长投的确引发了企业风险。

同时, 由于我国金融体系的不完备、不发达, 导致银行在金融体系中居于主导地位, 又由于我国企业的外部融资主要依赖于银行提供的贷款, 所以企业向银行申请贷款的过程中处于劣势地位, 出于自身利益控制不良贷款率以及对短期贷款的偏爱等目的, 银行更倾向于为企业提供短期贷款, 因此可以认定为我国企业的短债长投行为并不是企业的主观选择, 相反的是不完备、不发达金融体系下的不得已选择 (白云霞等, 2016)。从企业角度分析, 一方面, 首先短债长投这种方式需要企业定期向银行申请短期贷款的续借, 这就容易遭遇利率风险进而导致利息成本不确定、不断发生变化, 最终使企业的日常经营管理具有挑战性; 其次由于企业长期项目的投资回收期往往较长, 企业短时间内不大可能产生充足的资金流, 这样就无法完全支付到期的短期贷款, 只能通过对已有的短期融资进行展期或者再进一步的融资。而债权人包括银行等依赖短期债务的回收期短、可以及时调整放款计划的特点来达到监管要求, 当政府层面实行严格的监督管理、紧缩的货币政策时, 银行以及企业的其他债权人出于自身利益的考虑倾向于向企业暂停放贷, 从而使企业主要依赖的融资渠道不通畅, 流动性风险飙升, 由此短期贷款滚雪球似的堆积会增加财务危机的可能性以及财务风险。如果企业不能顺利的将短期贷款进行展期, 企业的资金链就会受到威胁, 陷入流动性危机, 甚至有可能导致企业破产, 企业经营风险随之提高, 最终影响企业的研发投资, 进而影响企业绩效。另一方面, 由于存在信贷歧视, 一些企业无法获得长期借款, 只能依赖短期贷款。迫于还本付息的压力, 企业将会减少把资金投资到研发力度大、

资金回流慢的项目上，这样一来企业的可持续发展就会受到威胁，长此以往企业会陷入低效率投资的恶性循环中。从这两个角度来说短债长投恶化了企业绩效。

### 2.3.2 短债长投会降低企业代理成本

由于不同主体获取信息的程度是有差异的，所以存在信息不对称，而信息不对称引发了两类代理问题。由于管理层对企业进行直接管理，所了解获取公司信息的能力强于公司股东；而与债权人相比，公司股东又拥有获取信息的优势。正是这种差异导致监督成本较高、契约不完善等问题。因此首先企业的管理者出于谋求私利比如在职消费等目的，与企业所有者以及债权人的目标相背离，忽略其利益，最终对其造成不利影响。这样一来，债权人投资公司的热情会遭遇打击，尤其银行的贷款意愿会强烈下降。长期贷款的特点是回收期长、不确定性大，致使由于信息不对称导致的银行利益被侵占会更加严重。Gale 和 Hellwig(1985)研究认为企业依赖短期贷款，就需要按时足额偿还本金与利息，只要当债务人不能按时还本付息时，银行等债权人就可以对债务人的账目进行清查，与此同时也有权利对于企业所投资的项目进行调查取证。一旦发现存在自身利益被侵占的现象以及投资项目效率低下、不合理，银行等债权人可以果断采取撤资等手段进行惩罚，有效利用了短期贷款的治理效应，在一定程度上可以有效缓解公司股东与债权人的代理冲突，抑制了股东的侵占行为(肖作平和廖理, 2008; 钟凯等, 2018)。同时，银行等债权人对企业的上述一系列清查和监督行为也可以对企业的管理层起到警示作用，使其在企业的日常经营管理方面规规矩矩，钳制其非理性投资(陈建勇等, 2009)。Diamond(1991)经过研究发现，由于债务的期限不同对于企业的监督约束能力是不同的，期限较长的债务因为回收期长，进而不确定性比较大，致使企业的违约概率比较高，银行等债权人就需要投入相当大的成本予以监督，股东与债权人之间的代理矛盾就会凸显。如 Demirgus-Kunt 和 Maksimovic(1999)所认为的，发行短期债务的企业出于制度的要求必须加大频率更新自身的财务信息，这会降低股东与债权人之间的信息不对称，进而迫使企业谨慎经营以及削弱股东对于债权人利益的侵占。

短债长投是通过不断续借短期贷款的方式维持回收期较长的投资，在每次短期贷款到期前企业需要与银行申请将短期贷款展期，这就为银行等债权人提供深

入仔细地了解企业的经营管理情况、项目投资的运营情况、企业的未来发展规划的机会,一旦发现企业出现严重问题,银行等债权人可以果断选择终止发放贷款,这就有效降低了贷款违约风险,有效减轻了股东与债权人之间存在的信息不对称,进而减轻二者之间的代理矛盾。同时短债长投这种错配方式也使得银行的监督惩罚行为抑制了管理者在其位不谋其职的动机,进而减轻了股东与管理者间的代理矛盾。因此,激进型的期限错配方式即短债长投有效利用了短期贷款的监督约束作用,减轻了两类代理矛盾,从而降低了企业代理成本。

但是,上述积极效应是基于银行对于短期贷款的续借能够谨慎对待,可以充分发挥短期贷款的监督约束效应,但是从相关的研究分析来看,很明显我国企业短期贷款的监督约束效应并没有得到有效利用。所以综合来看,短债长投带给企业的负面效应大于正面效应,损害了企业绩效。

## 2.4 续贷限制对企业绩效-短债长投之间敏感度的影响机理分析

续借标准的改变发生在 2007 年,在这之前按照 2000 年制定的《不良贷款认定暂行办法》的第九条规定来确认是否为不良贷款。贷款在到期后如果没有拖欠利息、企业日常生产经营正常、这一贷款企业将其用作周转资金以及企业有担保,上述条件同时具备的情况下,在不归还原有贷款的基础上就可以借新还旧,属于正常贷款,很明显此时的续借标准相对宽松。在 2007 年及以后这一现象发生了改变。2007 年银监会出台的《贷款风险分类指引》第十条规定:“借新还旧,或者需要通过其他融资方式偿还的贷款应归为关注类。”通俗来说,这一规定使得银行对于不良贷款认定的标准趋向严苛。如果在此背景下银行先继续将短期贷款顺利展期,然后企业再将新取得的贷款用于归还原有贷款,此时银行的这笔贷款就会被划分为不良贷款。不良贷款率的上升会来了两方面的影响。一方面会对银行的绩效造成不良影响,另一方面银行会成为资本市场和监管部门重点关注的对象,这对银行是一种不良影响。银行为了规避掉这一不良影响,对于已经到期的短期贷款会更加严格对待,要求企业在按时还本付息的前提下才能再次向银行申请短期贷款。刘海明和曹廷求(2018)认为 2007 年《贷款风险分类指引》的出台使银行的续借标准收紧、制约了企业借新还旧行为的出现。随着宏观经济趋于平稳发展以及出现更多不确定时,为了降低风险,银行的续贷政策会趋于收紧,

例如大面积地进行抽贷、断贷，这一行为导致企业面临更高的流动性风险甚至破产风险，进而限制了区域经济的发展。

Rajan 和 Wintooi (1995) 经过研究发现，由于短期贷款需要定期偿还，从而使得银行等债权人监督企业的机会更多。Stulz (2001) 也认为，短期债务的特点决定了其拥有监督企业内部实际控制人的机会，是监督能力超强的工具。根据前述理论基础的分析和短债长投对于企业绩效的影响机理分析，认为短期贷款能够有效减轻股东与银行等债权人以及股东与管理层之间的代理矛盾，发挥了短期债务的监督约束效应，其中缘由是短期贷款的期限一般短于企业所投资的项目期限。在这种情况下，企业投资项目的运行必须依赖短期贷款的续借，而银行决定是否继续发放贷款的依据是公司是否有机会主义行为。如果发现企业确实存在侵占银行利益的投机表现，银行就会中止发放贷款，进而导致企业陷入流动性危机，影响企业的正常运转，甚至导致企业瘫痪。银行的这种行为会倒逼企业谨慎经营投资，遏制企业的投机动机，包括不合理、低效的投资 (Myers, 1977)。特别是当企业的短期贷款基数越大，企业面临银行抽贷、断贷的可能性会更大，进而引发企业破产清算风险的飙升，从而倒逼企业减少日常经营过程中的低效率、甚至无效投资等机会主义行为 (Gomariz & Ballesta, 2014)。从企业角度出发，2007 年续贷限制的改革使得银行出于自身利益的考虑对短期债务的续借要求更严，企业借助短期贷款来支撑长期项目的投资，就需要在短期贷款到期时和银行展开谈判，短债长投使得企业对于银行等债权人的抽贷、断贷、甚至于破产清算的风险尤其敏感。有短债长投行为的企业预想到一旦经营不良，没有足够的资金按期还本付息就会面临长期项目得以继续进行的困境，因此这会迫使企业谨慎选取投资项目，尽可能挑选优质的项目进行投资，使得短期资金得以优化配置，提升短期债务的使用效率，充分发挥短期贷款的监督效应，最终目的使企业的投资更高效，经营管理更加良好，从而有足够的资金被用来按期还本付息，进而推动了企业的良好可持续发展，提升了企业绩效。从银行角度出发，2007 年续贷标准的收紧使得银行对于不良贷款认定的标准趋向严苛。如果银行先给企业提供贷款的续借，然后企业再将新取得的贷款用于归还原有贷款，此时银行的这笔贷款就会被划分为不良贷款，进而提升了银行对于风险的灵敏度，使得银行必须更加注意风险，从而这会提升银行信贷资金的分配效率以及加强银行对企业的监督，这就

使得短期贷款从一开始就被分配到比较谨慎、高效的企业中，从源头上抑制了短债长投对于企业绩效的消极影响。因此，续贷限制的实施降低了企业绩效-短债长投之间的敏感度，即抑制了短债长投对于企业绩效的消极影响。

Diamond(1991)指出，企业是否选择短期贷款是对低利息成本与高清算成本的比较。如果短期贷款的利息成本具有比较优势，企业更可能选择短期贷款；相反的，企业更可能选择长期债务。而在2007年以后，续贷标准的收紧改变了短期贷款的展期规则，这一改变提升了短期贷款的清算成本；与此同时，这一改变加重了短债长投企业的流动性风险。因此，企业为了避免支付更高的清算成本以及陷入流动性困境，会尽可能使企业的资金期限与债务期限相匹配。因此续贷限制的实施抑制了企业的短债长投行为，进而提升了企业绩效。

## 3 研究设计

### 3.1 样本选择与数据来源

由于 2002 年以来中国上市公司的数据比较齐全，为了实证结果更加客观本文则基于 2002-2017 年之间的数据，以中国 A 股非金融类上市公司为研究对象，但是将其中的 ST 类以及信息不全类上市公司予以剔除。本文数据全部来源于国泰安数据库，以此保证了数据的一致性。另外，为了控制离群样本值对于实证估计结果造成的偏差，我们对所有的连续型变量在 [1%，99%] 水平上进行了缩尾处理。最终本文获得 15897 个公司一年度样本数据观测值。

### 3.2 研究假设

本文基于信息不对称、委托代理、期限匹配、信贷歧视、最优金融结构理论，分析短债长投对于企业绩效的影响机理以及续贷限制对企业绩效-短债长投之间敏感度的影响，提出了以下三个假设：

H1:短债长投损害了企业绩效

H2:续贷限制的实施使得公司绩效与短债长投之间的敏感度显著变弱

H3:续贷限制的实施抑制了企业短债长投的行为

### 3.3 变量选取与参数计算

#### 3.3.1 分组依据和分组标准

2007 年《贷款风险分类指引》的颁发是一个外生冲击，使得银行续借标准被改变，为本文做准自然实验提供了很好的时机。为了证实续贷限制政策的实施会对短债长投与企业绩效间的关系以及企业的短债长投行为带来怎样的影响，本文则采用双重差分法(DID)进行分析。双重差分法(DID)主要用于政策评估，使用 DID 方法评估各大改革的效果，从而更好地为政府制定政策提供建议。双重差分法(DID)的核心思想是，依据政策改革对于不同的主体会有不同的影响，首先将研究对象依据对政策的不同反应程度进行分组，然后再根据所要研究的内容具体

设计双重差分模型,最后通过实证的结果对比政策的实施对属于不同组别研究对象的差异影响来反映政策的实施效果。另外,一般实证研究结果可能存在反向的因果关系,但是采取 DID 方法就避免了这种情况的发生。主要是因为政策的出台是企业所不能掌控的,这是一个客观事件。

双重差分法(DID)的核心思想是将对照组与处理组作比较,因此,首先应该设计区分对照组和处理组。因为2007年《指引》的颁发改变了短期贷款的续贷政策,因此划分对照组与处理组的原则是识别出哪些企业受续贷政策的影响更明显。由于续贷政策的改革针对的是短期贷款,因此可以考虑将主要依靠短期贷款的企业划分为处理组,相反的将剩余企业划分为对照组。因此,本文参考经典文献刘海明和曹廷求(2018)的做法,基于改革前短期贷款的依赖度进行分组,即将短期贷款依赖度作为分组标准。其次,需要将短期贷款依赖度进行量化。参考刘海明和曹廷求(2018)的做法,本文使用改革前五年(2002—2006)每家公司的短期贷款占总资产比例的平均值衡量每家企业的短期贷款依赖度

(短期贷款依赖度 =  $\frac{\sum_{t=1}^5 \frac{\text{短期贷款}}{\text{总资产}}}{5}$ )。然后再将所有企业短期贷款依赖度的中值作为

衡量大小的标准,先计算所有企业短期贷款依赖度的均值,最后从中找出中值,以此作为分组的界线。假如企业的短期贷款依赖度大于中值,说明这类企业由自身条件决定了其较强依赖于短期贷款,因此对续贷限制政策改革更敏感,所以将这类企业认定为处理组;与此相反,假如企业的短期贷款依赖度小于等于中值,说明这类企业的自身条件决定了其对短期贷款的依赖较弱,因此对续贷限制政策改革不太敏感,所以将这类企业认定为对照组。

### 3.3.2 被解释变量

本文研究的是短债长投对企业绩效的影响,参考钟凯等(2016)等文献的做法,选取总资产利润率  $ROA = \frac{\text{净利润}}{\text{总资产}}$  用来衡量企业绩效,表示在运用公司资源创造回报方面的效率。

### 3.3.3 解释变量

在短债长投(LS)的选择上,参考刘晓光和刘元春(2019)、饶品贵和姜国

华（2013）等文献做法, 将企业短期负债比例与短期资产比例的差用来衡量企业短债长投的程度, 即  $LS = \frac{\text{短期负债}}{\text{总负债}} - \frac{\text{短期资产}}{\text{总资产}}$ , 同时也可以代表企业债务与资产期限的匹配情况。如果 LS 计算结果为正值, 则说明企业存在短债长投行为, 结果越大说明企业的短债长投比例越大, 期限错配越严重; 如果 LS 计算结果为负值, 则说明企业不存在短债长投行为。同时在稳健性检验中, 本文还参考了钟凯等 (2016) 所构建的“短贷长投”变量, 作为替换指标再次进行了分析。解释变量还包括是否改革 Rollover, 假如样本数据来源于 2007-2017 年, 则 Rollover 的取值为 1, 代表银行的续借标准趋于严苛, 制约了银行对短期贷款的展期; 假如样本数据来源于 2002-2006 年, 则 Rollover 的取值为 0, 代表银行的续借标准并没有发生变化, 银行对短期贷款的展期并不受影响。Treat 这个指标衡量是否属于处理组, 假如企业被认定为处理组, 则 Treat 取值为 1; 假如企业被认定为对照组, 则 Treat 取值为 0。Rollover\*Treat 是双重差分模型主要分析的代表项, 该代表项的系数正负反映政策的实施对于研究对象的影响是正面的还是负面的, 该代表项的大小直接反映政策实施的效果强弱。

### 3.3.4 控制变量

在控制变量选取方面, 参考相关文献做法 (刘晓光和刘元春 2019; 钟凯等, 2016), 本文选取了杠杆率、市净率、第一大股东持股比例、企业资产规模、无形资产比率、固定资产比率、资本密集度、以及托宾 Q 值等主要变量指标; 同时本文也控制了企业个体与年份时间固定效应, 使实证结果更加可靠。(刘晓光和刘元春 2019)。

表 3.1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义公式
被解释变量	企业经营绩效	ROA	净利润/总资产
解释变量	公司虚拟变量	Treat	依据分组标准
	时间虚拟变量	Rollover	依据改革发生与否

续表 3.1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义公式
解释变量	短债长投	LS	短期负债/总负债-短期资产/总资产
控制变量	杠杆率	LR	总负债/总资产
	企业资产规模	AS	总资产的自然对数
	市净率	MB	每股股价/净资产
	第一大股东持股比例	CR1	第一大股东所持股本/总股本
	无形资产比率	IA	无形资产/总资产
	固定资产比率	FA	固定资产/总资产
	资本密集度	CI	总资产/营业收入
	托宾 Q 值	TQ	市值/总资产

### 3.4 模型设计

在具体的实证模型选择方面，首先做了单位根检验，结果如下表 3.2 所示，Fisher 检验统计量在 1%的水平上均显著，说明通过了平稳性检验，避免了伪回归的发生。其次本文又做了豪斯曼（Hausman）检验，结果如下表 3.3 所示，证明可以选择双向固定效应模型。与此同时，在模型设计中将解释变量均滞后一期。

表 3.2 单位根检验统计表

变量	Fisher 检验统计量
总资产利润率 (ROA)	79.969 <sup>***</sup>
短债长投 (LS)	74.234 <sup>***</sup>
杠杆率 (LR)	61.730 <sup>***</sup>
企业资产规模 (AS)	46.114 <sup>***</sup>
市净率 (MB)	77.359 <sup>***</sup>
第一大股东持股比例 (CR1)	64.288 <sup>***</sup>
固定资产比率 (FA)	72.904 <sup>***</sup>
无形资产比率 (IA)	69.867 <sup>***</sup>
资本密集度 (CI)	78.168 <sup>***</sup>
托宾 Q 值	65.437 <sup>***</sup>

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著。

表 3.3 Hausman 检验

检验方法	P 值
Hausman 检验	0.0000

第一，为了验证短债长投行为对企业绩效的影响，本文构建如下模型：

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 LS_{it} + \beta_2 X_{it} + y_t + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad 3.1$$

其中，下标  $i$  代表企业， $t$  代表时期。 $X_{it}$  为控制变量， $y_t$  为  $t$  期的年份固定效应， $\theta_i$  为企业的个体固定效应， $\varepsilon_{it}$  为随机误差项。模型 3.1 主要关注  $LS$  的系数，代表企业的短债长投行为对企业绩效的影响。若系数显著为正，说明短债长投提升了企业绩效；相反的，则说明短债长投损害了企业绩效。

第二，为了检验续贷限制对短债长投与企业绩效之间敏感性的影响，本文构建如下模型：

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times Rollover_t + \beta_2 Treat_i \times LS_{it} + \beta_3 Rollover_t \times LS_{it} + \beta_4 Treat_i \times Rollover_t \times LS_{it} + \beta_5 X_{it} + y_t + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad 3.2$$

其中，下标  $i$  代表企业， $t$  代表时期。 $X_{it}$  为控制变量， $y_t$  为  $t$  期的年份固定效应， $\theta_i$  为企业的个体固定效应， $\varepsilon_{it}$  为随机误差项。模型 3.2 主要分析  $Rollover \times Treat \times LS$  以及  $Rollover \times Treat$  的系数。 $Rollover \times Treat \times LS$  的系数表示，相对于对短期贷款依赖程度小的企业而言，对短期贷款依赖程度大的企业在续贷政策改革后公司绩效-短债长投间的敏感度（短债长投对公司绩效的影响度）到底有什么不同； $Rollover \times Treat$  的系数代表，与对短期贷款依赖程度小的企业作比较，对短期贷款依赖程度大的企业在续贷限制政策改革后企业绩效到底有什么不同。

第三，为了验证续贷限制会对公司短债长投产生影响，本文构建如下模型：

$$LS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times Rollover_t + \beta_2 X_{it} + y_t + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad 3.3$$

其中，下标  $i$  代表企业， $t$  代表时期。 $X_{it}$  为控制变量， $y_t$  为  $t$  期的年份固定效应， $\theta_i$  为企业的个体固定效应， $\varepsilon_{it}$  为随机误差项。模型 3.3 主要分析

Rollover\*Treat 的系数。其表示, 相对于对短期贷款依赖程度小的企业而言, 对短期贷款依赖程度大的企业在续贷政策改革后短债长投发生了多大变化。

## 4 短债长投对企业绩效影响的实证分析

### 4.1 主要变量的描述性统计分析

表 4.1 列示了各个变量的描述性统计结果，总资产利润率 (ROA) 的平均值为 3%，表明大部分企业都有正的净利润，最小值为-26.7%，最大值为 19.6%，标准差为 0.063，最大值与最小值之间过渡比较大，说明不同企业的绩效有明显的差别。短债长投 (LS) 的平均值为 29.1%，表明我国企业平均期限错配的比例相当高，短债长投 (LS) 的最大值为 80%，说明有的企业主要依赖短期负债来支持长期项目的投资，即短期债务的比例大于长期债务的比例。作为衡量债务杠杆水平的指标，杠杆率 (LR) 的平均值为 51.1%，这意味着中国企业的总资产中大约一半由债务构成，说明我国上市公司整体的负债率比较高，急需要降杠杆。杠杆率最高的公司总资产中 116.2% 的来自债务，杠杆率最低的公司为 7.7%。各控制变量的统计结果也基本符合预期，就不再一一进行分析。

表 4.1 主要变量的描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
总资产利润率 (ROA)	18,358	0.030	0.063	-0.267	0.196
短债长投 (LS)	18,358	0.291	0.224	-0.356	0.8
Treat	18,358	0.512	0.5	0	1
Rollover	18,358	0.699	0.459	0	1
杠杆率 (LR)	18,358	0.511	0.206	0.077	1.162
企业资产规模 (AS)	18,358	21.933	1.325	19.105	25.679
市净率 (MB)	18,099	3.627	3.739	0.735	27.180
第一大股东持股比例 (CR1)	18,358	37.551	15.935	9.09	75.82
固定资产比率 (FA)	18,358	0.278	0.191	0.002	0.776
无形资产比率 (IA)	18,358	0.045	0.057	0	0.332
资本密集度 (CI)	18,358	2.699	2.997	0.364	21.519
托宾 Q 值	18,358	1.872	1.289	0.918	8.874

## 4.2 回归结果分析

本部分首先验证了企业的短债长投行为对其绩效的影响。回归结果如下表 4.2 所示, LS 的系数在 1%的水平上显著为负, 证实了短债长投行为确实损害了企业绩效, 验证了假设 H1。LR 的系数在 1%的水平上显著为负, 说明高杠杆率损害了企业绩效, 为下文的研究奠定了基础。其他控制变量的结果基本符合预期, 就不再一一进行分析

表 4.2 短债长投对企业绩效的影响结果

变量	模型	ROA
LS		-0.020*** (-6.51)
LR		-0.083*** (-20.33)
MB		0.003*** (10.88)
IA		-0.060*** (-5.3)
CI		-0.002*** (-10.73)
FA		-0.005 (-1.13)
AS		0.003*** (2.73)
CR1		0.001*** (12.12)
托宾 Q		0.005*** (7.49)
个体固定效应		是
年份固定效应		是
样本量		15897
$R^2$		0.400

注: \*\*、\*、\* 分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著。

其次, 验证了续贷限制的实施对企业绩效—短债长投敏感度的影响。回归结果如表 4.3 的第 (1) 列所示。第 (1) 列中 Rollover\*Treat 的系数在 1%的水平上显著为正, 说明相对于对短期贷款依赖程度小的企业而言, 在续贷限制政策实

施后,对短期贷款依赖程度大的企业的公司绩效显著增加,即续贷限制的实施加强了公司的治理效应,银行应该对短期借款实行较严的续借标准。并且最主要关注的  $\text{Rollover} \times \text{Treat} \times \text{LS}$  的系数在 5% 的水平上显著为负,说明相对于对短期贷款依赖程度较小的企业而言,在续贷限制政策实施后,对短期贷款依赖程度大的企业的公司绩效与短债长投之间的敏感度显著变弱,即短债长投对企业绩效的负面影响较续贷限制的实施之前明显降低,这更进一步表明续贷限制的实施抑制了短债长投对企业绩效的负面影响,加强了短期借款的治理效应。总而言之,续贷限制的实施改善了公司的治理,使公司绩效总体提升。这就验证了上文所提出的假设 H2。

控制变量的回归结果也基本符合预期。在对企业绩效的影响分析中,LR 的估计系数在 1% 的水平上显著为负,说明高杠杆限制了企业以后的债务融资水平,进而可能影响企业的高效投资,最终损害企业绩效。AS 的估计系数在 1% 的水平上显著为正,说明随着企业资产规模的扩张,规模报酬递增带来资产的回报率上升。MB 的估计系数在 1% 的水平上显著为正,反映了股票市场的价值与企业绩效之间为正向关系。CR1 的估计系数在 1% 的水平上显著为正,说明股权激励激发了股东的积极性,有助于股东更加积极改善企业绩效,最终提高企业资产回报率。CI 和 IA 的估计系数在 1% 的水平上显著为负,说明资本密集或无形资产占比过大的企业,总资产利润率比较低。TQ 估计系数在 1% 的水平上显著为正,说明投资机会越多的企业,公司绩效也会更好。

最后,从短债长投这一角度出发验证续贷限制对其的影响。表 4.3 的第 (2) 列汇报了相关的回归结果。 $\text{Rollover} \times \text{Treat}$  的系数在 1% 的水平上显著为负,说明对于对短期贷款依赖程度小的企业而言,续贷限制的实施明显的限制了企业短债长投的行为,也就是说续借标准的收紧从根本上就遏制了企业依赖短期贷款来支持长期项目投资的行为。即续贷限制的实施是相当有意义的,为提升企业绩效,降低企业风险作出了相当的贡献,这就验证了上文所提的假设 H3。控制变量的回归结果基本符合预期,就不再一一进行分析。

表 4.3 回归结果

模型 变量	(1) ROA	(2) LS
Rollover*Treat	0.0186*** (5.57)	-0.048*** (-9.53)
Treat*LS	0.008 (0.92)	
Rollover*LS	-0.005 (-0.79)	
Rollover*Treat*LS	-0.017** (-1.92)	
LR	-0.076*** (-18.3)	-0.113*** (-9.6)
MB	0.002*** (9.83)	0.00003 (0.05)
IA	-0.054*** (-4.88)	0.52*** (16.59)
MH	0.136*** (8.49)	0.045 (0.98)
CI	-0.002*** (-10.96)	-0.001** (-2.33)
FA	-0.007 (-1.6)	0.400*** (34.22)
AS	0.003*** (2.71)	-0.027*** (-9.62)
CR1	0.001*** (12.19)	-0.0008*** (-5.46)
托宾 Q	0.006*** (8.37)	-0.008*** (-3.71)
个体固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	15897	15897
$R^2$	0.402	0.643

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著。

## 4.3 稳健性检验

### 4.3.1 内生性问题

本文由于采用的是双重差分法以及控制了时间与个体效应,因此不存在内生

性问题。

#### 4.3.2 安慰剂测试 1: 排除同时期其他法规的影响

刘海明和曹廷求(2018)认为股权分置改革可能会抑制股东侵占其他利益者利益的行为以及机会主义投机行为,最终提升公司绩效。为了验证这一可能的真实性,本文借鉴刘海明等(2018)的做法,选取了一个既独立于续贷标准,但是又与股权分置改革密切相关的变量净股票发行(净股票发行= $\frac{\text{吸收权益投资的现金}-\text{支付的股利}}{\text{总资产}}$ )。然后用这个变量替换掉回归模型 3.3 中的 LS 指标进行回归分析。假如认为基本回归结果是由于股权分置改革所影响的,则可以认为被识别为处理组的企业正好对股权分置改革比较敏感,那么稳健性检验的实证结果应该是净股票发行显著增加。稳健性检验的真实结果为表 4.4 第(2)列,Rollover\*Treat 的系数并不显著,即股权分置改革对于所有企业的影响一致,因此果断排除股权分置改革干扰回归结果这一猜测。

#### 4.3.3 安慰剂测试 2: 排除时间趋势的影响

本文利用双重差分模型检验续贷限制的实施对企业绩效-短债长投之间敏感度的影响,但是有可能本文的研究结果并不是续贷限制的实施作用的结果,而可能是处理组企业与对照组企业在改革之前就有明显区别。为了验证这一可能的真实性,本文基于 2007 年前的样本数据(2002—2006 年),并且假设在中间年份(2004 年)存在一个拟外生的冲击,并依据模型 3.2 对公司绩效-短债长投之间敏感度是否会有明显不同再次进行检验。回归结果为表 4.4 第(1)列。发现 Rollover\*Treat、Rollover\*Treat\*LS 的结果并不显著,这就排除了时间趋势的影响,即实验组企业和对照组企业在改革前存在共同趋势。

表 4.4 稳健性检验

模型 变量	(1) ROA	(2) 净股票发行
Rollover*Treat	0.002 (0.3)	-0.001 (-0.48)
Treat*LS	-0.008 (-0.52)	
Rollover*LS	-0.016 (-1.24)	
Rollover*Treat*LS	-0.014 (-0.76)	
LR	0.032** (2.15)	-0.085*** (-13.25)
MB	0.003*** (4.36)	0.007*** (17.92)
IA	-0.066* (-1.74)	0.133*** (7.81)
MH	-0.021 (-0.27)	-0.176*** (-6.21)
CI	-0.003*** (-4.2)	0.002*** (7.13)
FA	0.034*** (2.67)	0.061*** (9.61)
AS	-0.029*** (-5.32)	-0.059*** (-38.97)
CR1	0.00007 (0.32)	-0.0005*** (-6.43)
托宾 Q	0.018*** (2.89)	-0.002** (-1.99)
个体效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	4168	14616
$R^2$	0.643	0.744

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著。

#### 4.3.4 更换关键变量

借鉴钟凯等（2016）关于短贷长投的定义，采用“购建固定资产等投资活动现金支出”表示长期投资，用“长期借款本期增加额（本期长期借款+一年内到期非流动负债-前期长期借款）”代表长期贷款，两者的差额再减去股权融资和

内源融资得到“短贷长投”，然后再除以总资产剔除规模效应得到 SFLI 作为短贷长投的代理变量，即：从这一公式可以发现这样计算就可以保留企业长期项目投入的资金中短期贷款的部分，同时充分全面地排除了其他来源的资金，比较精确的衡量了企业“短贷长投”的水平。

$$SFLI = \frac{INV - (\Delta LONGDEBT + \Delta EQUITY + OCF + SCF)}{ASSET}$$

其中，SFLI 表示短贷长投；INV 表示购建固定资产等投资活动现金支出； $\Delta LONGDEBT$  表示长期借款本期增加额； $\Delta EQUITY$  表示本期权益增加额；OCF 表示经营活动现金净流量；SCF 表示出售固定资产现金流入。

将模型 3.2 中的短债长投 (LS) 指标更换为上述参考钟凯 (2016) 短贷长投 (SFLI) 指标，然后进行回归并对结果进行分析。结果为下表 4.5 所示，最主要分析 Rollover\*Treat\*SFLI 的系数，这一系数在 5% 的水平上显著为负，说明相对于对短期贷款依赖度小的企业而言，续贷限制的实施显著的削弱了对短期贷款比较依赖企业的绩效与短贷长投之间的敏感度，也就是说续贷限制的实施弱化了短债长投对于企业绩效的不良影响。这就进一步说明本文的研究结论可靠，值得信赖具有说服力。控制变量的回归结果基本符合预期，具体不再展开说明。

表 4.5 更换短债长投指标的检验结果

变量	模型	ROA
	Rollover*Treat	0.012*** (4.600)
	Treat*SFLI	0.006** (2.2)
	Rollover*SFLI	-0.004 (-1.590)
	Rollover*Treat*SFLI	-0.012** (-2.000)
	LR	-0.052*** (-10.710)
	MB	0.002*** (6.690)
	IA	-0.048*** (-3.430)

续表 4.5 更换短债长投指标的检验结果

变量	模型	ROA
	MH	0.115*** (6.470)
	CI	-0.0001*** (-4.230)
	FA	-0.016*** (-3.080)
	AS	0.002** (1.980)
	CR1	0.001*** (8.930)
	托宾 Q	0.006*** (7.980)
	个体效应	是
	年份固定效应	是
	样本量	11107
	$R^2$	0.47

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著。

## 5 结论与建议

### 5.1 结论

通过梳理相关文献，本文以 2007 年续贷限制的改革为切入点研究短债长投对于企业绩效的影响，从理论和实证两方面对续贷限制的实施如何影响企业绩效—短债长投之间敏感度以及企业的短债长投行为进行研究，通过归纳总结现有研究和信息不对称、委托代理、期限匹配、信贷歧视以及最优金融结构等理论，探究了企业的短债长投对于企业绩效的影响机理以及续贷限制的实施对企业绩效—短债长投之间敏感度的影响机理，并提出了相应的假设。然后利用中国 A 股非金融类上市公司的数据作为研究样本，设计模型并进行实证检验。

由于 2007 年续贷限制的收紧是一个全国范围内的外生事件，所以本文以中国 A 股非金融类上市公司为例，基于 2002-2017 年的数据样本，采用了双重差分方法（DID），首先设计了多元回归模型验证了短债长投对企业绩效的影响，然后又设计了双重差分模型验证续贷限制的实施对企业绩效—短债长投之间敏感度的影响，最后又进一步验证了续贷限制是否确实影响了企业的短债长投行为。实证结论为：第一，短债长投确实损害了企业绩效，为接下来的研究奠定了基础；第二，续贷限制的实施使得企业绩效—短债长投之间的敏感性显著降低，说明续贷限制的实施有效地降低了短债长投对企业绩效的负面影响；第三，续贷限制的实施从根本上抑制了企业的短债长投行为。具体来说，是因为续贷限制的实施使得银行和企业两者对于风险更加敏感，因此两者的行为都会更谨慎。银行的行为表现为把信贷资源分配给可以按期还本付息的企业，提升了信贷资源的配置效率；而企业的谨慎行为体现为将短期贷款投资于良好的投资项目，提升短期债务的使用效率，充分发挥短期贷款的治理效应，尤其当企业存在短债长投行为时这一刺激会更加明显，进而弱化了短债长投对于企业绩效的负面效应。同时，企业迫于还本付息和破产清算的压力也会降低短债长投的比例，优化了企业的债务期限结构。

总之，经过本文的理论和实证分析，证实了续贷限制政策的实施弱化了短债长投行为对于企业绩效的不利影响，并且从本质上抑制了企业的短债长投行为。这就为控制企业的短债长投行为、充分发挥短期贷款的治理效应以及最终从“短

债长投”的角度去杠杆提供了补充研究。

## 5.2 建议

虽说债务融资对企业来说相当重要,尤其在我国的权益融资市场不发达的背景下。然而债务并非越多越好,债务过多会带来巨大的经营风险,债务期限错配更会带来财务风险。目前我国上市企业的债务水平总体比较高,而且企业大都存在短债长投行为,并且比例也是相当的高。近年来因经营不善、债务融资决策失误导致难以偿还债务的情况在成熟市场上也并不少见。本文通过归纳研究发现短债长投虽然说解决了企业对于资金的短缺问题,但这一切都是暂时的,相反的对企业的长远发展造成了致命危害。因此,这一问题亟需解决。“去杠杆”需达到降低债务总量的目的,而如何降低总量,从债务期限结构角度出发“去杠杆”也不失为一个可行的思路,这应该受到政府和企业的重点关注。本文经过相关的理论以及影响机理的分析,设计了回归模型验证了续贷限制的实施会降低企业绩效对于短债长投的敏感度,抑制企业的短债长投行为,在一定程度上可以改善企业的债务期限结构,提升企业的绩效,说明从短期贷款的续借政策出发控制企业的短债长投行为以及短债长投所带来的负面影响是相当有效的。因此本文提出以下两点建议:

### 5.2.1 强化短期债务续借标准, 实行分类监管

经过论文的理论分析以及实证验证表明银行实施的续贷政策对于企业的短债长投行为影响比较显著,进而影响企业绩效。因此银行应该坚持对企业的短期贷款实行严格的续借标准,充分发挥短期贷款的监督治理效应,有效缓解企业的短债长投行为所引发的负面效应。需要注意的是续借标准不应该一概而论,而应该有所区别,对于不同质量、信誉的企业实行不同的续借标准。对于质量良好、信誉较佳的企业可以适当放松续借标准,而对于信誉较差的企业应该实行较严的续借标准,这可以做到精准化管理,既不会因为实行严格的续借标准误伤一些优质企业,也不会让劣质企业有任何可乘之机。

## 5.2.2 健全长期债务市场，完善金融市场结构

虽然较严的续借标准会弱化短债长投对于企业的负面影响，但是要想根治短债长投所引发的一系列不良影响，最关键的是大力发展长期债务市场。目前我国长期债务融资所占的比例比较低，造成这一现象的主要原因是我国中长期债务市场不发达，金融市场机制建设不完善。银行等信贷机构的监控管理越来越严，企业难以获得中长期贷款。另外我国债券市场也不发达，长期债务融资比较困难，进而导致企业融资渠道受限，融资方式分散。最根本的解决方案是深化金融体制改革，从源头上杜绝企业依赖短期贷款进行长期项目的投资，这就首先要求对银行业进行改革，使得银行能够提供足够的长期贷款；其次，还要解决企业融资过程中遇到的程序繁琐等问题以提升放贷速度；最后，给予适当优惠政策鼓励企业选择中长期融资，比如降低融资成本。发展金融应该时刻牢记金融服务实体经济的宗旨，不能本末倒置。同时也应完善企业的信用评价制度，完善相关制度不但有助于保护债权人的利益，也有助于企业在更大范围内获得信用融资，促使企业经营绩效的提升。当前我国金融市场结构单一化严重，债券市场和权益市场发展缓慢，并且不均衡，因此我国急需建设以及完善多层次金融市场结构，尤其是要注重权益再融资市场的发展。对于上市公司来说，缓解短债长投现象最直接有效的融资方式是利用权益再融资这一长期融资方式，同时借鉴参考发达国家的金融市场结构以及制度建设，在迅速发展我国传统银行业的同时，要着重建设当前相对落后的直接融资市场。直接融资市场的良好完善，有助于各个企业依据自身的实际风险承受能力合理地安排融资期限结构，进而缓解被迫短债长投的现象。

## 参考文献

- [1] Allen, F., J.Qian, and M.Qian, 2005, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116.
- [2] Custódio, C., M.A.Ferreira, and L.Laureano, 2013, “Why Are US Firms Using More Short-term Debt”, *Journal of Financial Economics*, 108 (1) , 182—212.
- [3] Cortina J J , Ismail S , Schmukler S L . Firm financing and growth in the Arab region[J].*Economic Systems*, 2018:S0939362518302152.
- [4] Diamond, D.W., 1991, “Debt Maturity Structure and Liquidity Risk”, *Quarterly Journal of Economics*, 106 (3) , 709—737.
- [5] Fan, J.P.H., G.J.Twite, and S.Titman, 2012, “An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47 (1) , 23—56.
- [6] Gale,D. and Hellwing,M.Incentive-Compatible Debt Contracts:the One-Period Problem[J].*Review of Economic Studies*,1985.647-663.
- [7] Hart,Oliver.Corporate Governance:Some Theory and Implications[J].*Economic Journal*,1995,105(430):678-689
- [8] Jensen.MC, Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior,Agency Costs and Capital Structrue. *Journal of Finance*.1976, 305-360
- [9] Myers, S.C., 1977, “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 5 (2) , 147-175.
- [10]Morris J R. On Corporate Debt Maturity Strategies.[J].*The Journal of Finance*,1976,31(1):29-37
- [11]Stulz, R.M.,2000,“Does Financial Structure Matter for Economic Growth?A Corporate Finance Perspective”, SSRN Working Paper.
- [12]Stewart C.Myers.The Determinants of Corporate Borrowing[J].*Journal of Financial Economics*,1977,5(2):147-175.
- [13]Wahba H . Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence From Egypt[J]. *Journal of Management & Governance*, 2014, 18(4):1041-1061.

- [14]Xinwang Cui. The Empirical Analysis of Factors Influencing the Performance of Listed Companies in China's Securities and Futures Industry[J]. Economic Management Journal, 2019, 8(2):158-165.
- [15]Yazdanfar D , Peter Öhman. Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data[J]. Journal of Risk Finance, 2015, 16(1):102-118.
- [16]Zhou F,Wang Y Q,Ding X Y,et al.Partial replacement of fish meal by soy protein concentrates in diets for a new Japanese strain of juvenile soft-shelled turtle,*Pelodiscus sinensis*[J].Aquaculture Research,2014,47(3):875-886
- [17]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.
- [18]陈德萍. 资本结构与企业绩效的互动关系研究——基于制造业上市公司的实证检验[J]. 会计研究, 2012(8) :66-71.
- [19]褚玉春, 刘建平. 债务融资对制造业经营绩效的影响效应研究——基于广义矩法估计的动态面板数据分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2009(9) :79-91.
- [20]陈建勇, 王东静, 张景青. 公司债务期限结构与投资效率[J]. 数量经济技术经济研究, 2009, 26(04) :80-92.
- [21]陈耿, 刘星, 辛清泉. 信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构[J]. 会计研究, 2015(04) :40-46+95.
- [22]黄奇帆. 全国人大财经委原副主任委员, 2018年4月在亚布力论坛理事张家港市暨第四届“港城合伙人”峰会上的主题演讲时提到“中国经济的真正问题、是要着力去解决非金融企业的债务问题”。
- [23]何美琪. 我国上市公司资本结构与公司绩效关系的实证研究[D]. 河北经贸大学, 2020.
- [24]胡援成, 刘明艳. 中国上市公司债务期限结构影响因素: 面板数据分析[J]. 管理世界, 2011(02) :175-177.
- [25]江伟. 管理者过度自信, 融资偏好与公司投资 [J]. 财贸研究, 2010, 21(01) :130-138.
- [26]刘晓光, 刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现 [J]. 经济研究, 2019, 54(07) :127-141.

- [27] 刘海明, 曹廷求. 续贷限制对微观企业的经济效应研究[J]. 经济研究, 2018, 53(04):108-121.
- [28] 刘晓光, 刘元春. 杠杆率重估与债务风险再探讨[J]. 金融研究, 2018(08):33-50.
- [29] 刘晓光, 刘元春, 王健. 杠杆率、经济增长与衰退[J]. 中国社会科学, 2018(06):50-70+205.
- [30] 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(03):88-95.
- [31] 李永壮, 张博, 夏鸿义. 领导者过度自信、公司债务融资偏好与企业绩效[J]. 中央财经大学学报, 2014(06):89-96.
- [32] 李奎昕. 我国企业投融资期限错配存在性及其影响因素研究[D]. 山东大学, 2020.
- [33] 李科, 徐龙炳. 融资约束、债务能力与公司业绩[J]. 经济研究, 2011, 46(05):61-73.
- [34] 李扬、张晓晶, 常欣. 中国国家资产负债表 2015. 2015, 北京: 中国社会科学出版社.
- [35] 刘东姝. 新能源上市公司融资结构对公司绩效的影响——来自国内 A 股新能源上市公司的证据[J]. 技术经济与管理研究, 2017(05):50-54.
- [36] 李静瑶. 债务期限结构对经营绩效的倒 U 型影响[D]. 湘潭大学, 2020.
- [37] 廖秀梅. 会计信息的信贷决策有用性: 基于所有权制度制约的研究[J]. 会计研究, 2007(05):31-38+95.
- [38] 林毅夫, 李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究, 2001(01):10-18+53-93.
- [39] 罗宏, 贾秀彦, 陈小运. 审计师对短贷长投的信息识别——基于审计意见的证据[J]. 审计研究, 2018(06):65-72.
- [40] 马红, 侯贵生, 王元月. 产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究[J]. 南开管理评论, 2018, 21(03):46-53.
- [41] 马勇, 陈雨露. 金融杠杆、杠杆波动与经济增长[J]. 经济研究, 2017, 52(06):31-45.

- [42]彭熠,徐国锋,邵桂荣.债务融资与公司绩效关系再分析——基于汽车制造业上市公司数据的单方程模型 OLS 估计方法验证[J].金融理论与实践,2013,000(002):52-58.
- [43]钱雪松,李红林.货币政策、企业异质性和贷款期限决定——基于我国上市公司委托贷款公告数据的经验研究[J].华中科技大学学报(社会科学版),2015,29(05):85-96.
- [44]饶品贵,姜国华.货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J].经济研究,2013,48(01):68-82+150.
- [45]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(03):12-22+47+187.
- [46]孙凤娥.投融资期限错配:制度缺陷还是管理者非理性[J].金融经济学研究,2019,34(01):94-110.
- [47]唐洋,宋平,唐国平.企业生命周期、债务融资与企业绩效——来自我国制造业上市公司的经验证据[J].财经论丛,2014,V187(11):49-56.
- [48]王骁羿.公司治理环境、债务期限结构与公司可持续发展[D].东北财经大学,2019.
- [49]王雪,李向东,王桂新.企业盈利能力与杠杆率之间关系的实证分析——基于生命周期动态视角[J].商业经济研究,2020(11):143-146.
- [50]王彦超.金融抑制与商业信用二次配置功能[J].经济研究,2014,49(06):86-99.
- [51]王红建,杨筝,阮刚铭,曹瑜强.放松利率管制、过度负债与债务期限结构[J].金融研究,2018(02):100-117.
- [52]肖作平,廖理.公司治理影响债务期限水平吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2008(11):143-156+188.
- [53]薛永基,潘焕学,李健.融资方式影响科技创业型企业绩效的实证研究[J].经济与管理研究,2010,000(011):61-67.
- [54]尤利平.融资方式与企业绩效的实证研究——来自我国中小板企业的经验证据[J].商业经济研究,2013(24):68-69.
- [55]张兆国、何威风、梁志钢,2007:《资本结构与公司绩效——来自中国国有

控股公司和民营上市公司的经验证据》，《中国软科学》第12期。

- [56]钟凯, 邓雅文, 董晓丹. 短贷长投与企业风险[J]. 财务研究, 2019(06):94-104.
- [57]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(03):87-98+114+188.
- [58]钟宁桦, 刘志阔, 何嘉鑫, 苏楚林. 我国企业债务的结构性问题[J]. 经济研究, 2016, 51(07):102-117.
- [59]钟晓龙. 杠杆率与经济增长[D]. 山东大学, 2019.
- [60]钟凯, 刘金钊, 王化成. 家族控制权会加剧企业资金期限结构错配吗?——来自中国非国有上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2018, 32(02):3-20.

## 后 记

时光荏苒，光阴似箭，转瞬间研究生的三年学习生涯即将结束。

在此，首先我要感谢我的研究生导师。在这三年间她无论是对我学业上的指导还是生活上对我的关心都令我心怀感激之情。还记得三年前第一次见面，她就谆谆教导我们在这三年间要刻苦学习、多阅读经典文献，正是导师的悉心教导，让我得以比较顺利的开展毕业论文的撰写，在论文写作的各个阶段她也总是能给予一针见血的指导。其次，我要感谢我的每一位老师，他们传道、授业、解惑，让我在这三年间受益匪浅，在专业知识层面有一定的提升。最后，我要感谢我们班的全体同学，每一位都给予我或多或少的帮助，正是有他们的陪伴，研究生生活才精彩无限。尤其我要感谢和我一起写论文的小伙伴，是她的鼓励与帮助让我比较开心的度过了论文撰写这段煎熬的日子。

此时，我的学生生涯可能就要划上句号了，在母校的七年学习生涯让我受益一生，这将是我最宝贵的时光之一。