

“短贷长投”缘何传染？

——基于行业同群效应的视角

孙凤娥

(北京林业大学 经济管理学院, 北京 100083)

[摘要] 利用 2010—2017 年中国 A 股上市公司样本, 从“同群效应”视角对“短贷长投”进行考察, 结果发现: “短贷长投”存在行业同群效应; 机制研究显示, 行业同群效应主要源于竞争型模仿; 特征研究表明, 行业同群效应遵循先内后外律。在弱化内生性问题和稳健性检验后, 上述结果依然稳健。进一步研究发现, “去杠杆”政策的实施、内部控制水平的提高均能有效减弱“短贷长投”行业同群效应。研究结论揭示了“短贷长投”的传染性特征, 具有重要监管启示。

[关键词] “短贷长投”; 同群效应; “去杠杆”; 内部控制水平; 货币政策; 偿债能力; 先内后外律; 竞争型模仿

[中图分类号] F270; F832.4 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2021)03-0081-11

一、引言

近年来, 商业银行不良贷款率的不断攀升^①及信用债市场违约的频发令我国债务市场的高风险得以暴露。与债务市场高风险遥相呼应的, 是众多实体企业深陷债务泥潭。为何会形成这一局面? 一个重要的原因便是“短贷长投”, 即企业将短期贷款用于长期投资。

关于“短贷长投”的成因, 已有研究主要从外部环境的视角来解释, 重点探讨了金融制度缺陷如何导致公司被迫“短贷长投”。金融制度缺陷导致长短期资金供给结构不合理, 短端流动性较充沛, 长端则供给严重不足^[1]。具体表现为: 第一, 资本市场结构单一, 直接融资市场发展迟缓。根据 Fan 等、Agca 等的研究, 银行占主导地位、证券市场不发达的国家, 债务期限普遍较短^[2-3]。第二, 市场利率已基本实现名义上的放开, 但从现实来看仍受隐性管制。存贷款利差较稳定, 导致金融机构难以利用利率工具调节长短期资金供给^[4]。在金融抑制导致的固定利率下, 大多数质量一般或质量较差的公司只能被动接受银行分配的不同期限结构的债务^[5]。第三, 货币政策不稳定。中国货币政策稳定性较低, 增加了银行投资组合的风险, 作为对此的回应, 银行可以在贷款的同时缩短贷款期限, 以加强对公司的监管^[3]。

现有研究较少从公司自身角度探究“短贷长投”的成因, 仅有的研究主要从管理者过度自信的视角来分析^[6], 忽略了管理者决策时同群效应的影响。同群效应指在未来环境存在不确定时, 决策者出于节约信息收集成本^[7]、维护自身声誉^[8]等目的, 模仿其他同类市场参与者的做法进行决策的行为。已有研究表明, 公司财务决策中普遍存在同群效应, 例如, 高管薪酬制定、社会责任履行、股票分割、现金储备决策、营运资本管理、投融资决策中均存在同群效应^[9-17]。尽管目前存在大量关于财务决策的同群效应的研究, 但对“短贷长投”同群效应的研究却较缺乏, 而“短贷长投”的模仿行为无疑会放大先行者的错误或危害, 导致众多企业的融资期短于投资期, 投资活动无法及时创造足够的现金流来偿还到期债

[收稿日期] 2020-11-02

[基金项目] 全国统计科学研究重点项目(2018LZ31)

[作者简介] 孙凤娥(1988—), 女, 山东潍坊人, 北京林业大学经济管理学院副教授, 硕士生导师, 博士, 主要研究方向为公司金融、科技创新管理, 邮箱: sunfenge88@126.com。

①据银保监会发布的数据, 2011—2019 年商业银行不良贷款率分别为 1.00%、0.95%、1.00%、1.25%、1.67%、1.74%、1.74%、1.83%、1.86%。

务,一旦后续融资困难,企业会陷入资金链断裂的危机,如果众多企业均陷入财务危机,则会导致整个金融系统陷入大面积违约的境地。

基于现有文献,本文将利用中国 2010—2017 年 A 股上市公司样本,试图研究“短贷长投”的行业同群效应,并对“短贷长投”行业同群效应的特征、形成机制及内外部治理因素进行分析。本文可能的边际贡献在于:第一,从管理者模仿这一“人为因素”角度入手分析“短贷长投”的成因,区别于当前主要从制度环境角度解释“短贷长投”的文献,可以为“短贷长投”行为的解释提供新的视角;第二,对“短贷长投”行业同群效应治理因素的研究可为金融机构降低系统性金融风险、实体企业降低财务风险提供决策参考。

二、理论分析与研究假设

(一) “短贷长投”行业同群效应形成机理

同行公司的“短贷长投”行为可能通过信息获取型模仿、竞争型模仿^[18-19]两种机制影响本公司的“短贷长投”决策,具体传导路径如图 1 所示。

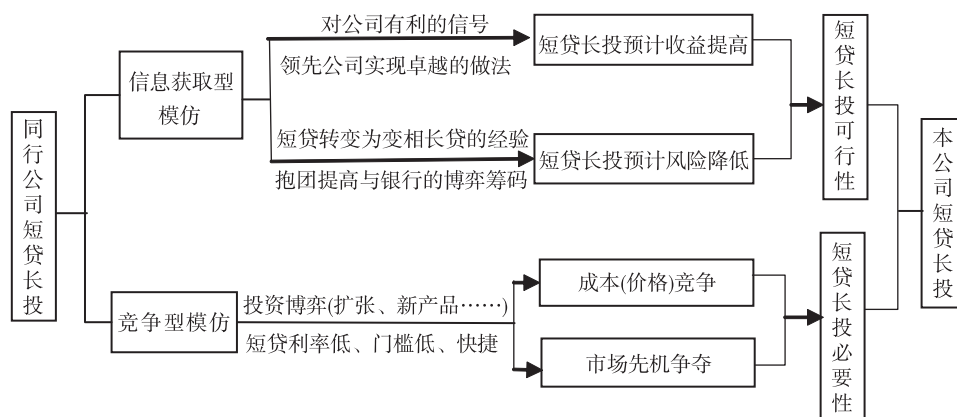


图 1 “短贷长投”行业同群效应形成机理

在不确定的经济、政策环境下,“短贷长投”行业同群效应可能源自对同行公司的信息获取。一方面,同行公司的“短贷长投”行为会提高本公司对“短贷长投”的预计收益。当越来越多的同行公司采取“短贷长投”行为时,本公司会认为“短贷长投”对公司有利,尤其是当领先公司也采取“短贷长投”行为时,本公司可能会下意识地认为该行为是领先公司实现其卓越绩效的一种做法,因此会采取模仿行为。另一方面,同行公司的“短贷长投”行为会降低本公司对“短贷长投”的预计风险。“短贷长投”跟随者可以从行业先行者处获取如何将短贷转换为变相长贷,从而规避资金链断裂风险的信息和经验,例如,在短期贷款到期时,使用过桥资金“倒一倒”,以绕过续贷限制等规制。此外,当获知越来越多公司进行“短贷长投”,甚至“短贷长投”在某些行业形成贷款文化后,本公司会本着法不责众的心态,与同行公司抱团来提高与银行的讨价还价能力。众多公司无法偿付到期短贷,必然导致银行不良贷款率大幅提高,为避免此种状况,银行反而可能会替公司出谋划策,寻找绕过现有政策限制的方法,开拓资金周转的途径,而非立即申请公司清算,这进一步降低了本公司对“短贷长投”的预计风险。以上分析表明,对同行公司“短贷长投”信息的获取提高了本公司“短贷长投”的可行性。

“短贷长投”行业同群效应也可能源自同行间的竞争。具有相似资源禀赋和市场地位的公司间竞争非常激烈,价格和利润容易被侵蚀。公司要想保持竞争地位,一方面,可以通过降低成本从而压低价格实现,而降成本的一条重要途径是通过规模扩张实现规模经济效益。伴随投资规模的增长,公司融资成本会大幅提高。由于短期贷款利率较低,如果竞争对手通过“短贷长投”节约了利息成本,其可能会

凭借较低的产品成本在市场上制定掠夺性价格,长期贷款较高的公司为保证本公司的市场占有率并实现盈利,必然需要降低成本,因此将会模仿“短贷长投”公司,以成本较低的“短贷”来代替“长贷”。另一方面,公司要保持竞争地位,还需要不断研发新产品,实现技术升级,争夺市场先机,公司间会陷入你追我赶的投资博弈循环。为了抓住转瞬即逝的投资机会,在竞争中“不掉队”,公司需要快速有效地获取投资所需资金。由于审批严格、程序复杂,长期贷款筹资难度大、速度慢,公司在等待长期贷款批复的过程中可能错失最佳投资时机。因此,为了不落后于竞争者,公司便可能铤而走险,模仿竞争者“短贷长投”。也就是说,如果同行没有利用“短贷长投”压低成本进而压低价格,在原来的价格水平上本企业能够获得合理利润的情况下,本企业也无须冒险跟随同行进行“短贷长投”以保证合理回报;如果同行没有利用“短贷长投”快速、轻易地获取投资所需资金,各企业维持正常的投资步调,本企业也不会因陷入“你追我赶”的投资博弈循环而模仿同行“短贷长投”以防掉队。以上分析表明,公司间竞争的加剧提高了本公司模仿同行公司“短贷长投”的必要性。

基于上述分析,本文提出以下研究假设:

H1:“短贷长投”存在行业同群效应。

如何判断“短贷长投”行业同群效应主要是看其源于信息获取型模仿机制还是竞争型模仿机制,抑或两者兼而有之?从信息获取型模仿机制来看,有过“短贷长投”经历的公司没有必要再通过同行获取“短贷长投”的相关信息或经验,而没有“短贷长投”经历的公司往往需要通过模仿来获取相关信息,因此,“短贷长投”经验应该能够减少公司出于信息获取目的的模仿。从竞争型模仿机制来看,存在较强竞争关系的公司间“短贷长投”行业同群效应较强,由此,本文提出以下研究假设:

H2:如果有“短贷长投”经历的公司表现出较弱的行业同群效应,则表明“短贷长投”行业同群效应部分源于信息获取型模仿机制;如果竞争激烈的公司间表现出较强的“短贷长投”行业同群效应,则表明“短贷长投”行业同群效应部分源于竞争型模仿机制。

(二)“短贷长投”行业同群效应特征

“短贷长投”行业同群效应表现为同行业公司间的模仿和被模仿,那么究竟谁在模仿谁?是遵循逻辑模仿律还是先内后外律^[20]?表现为组内模仿还是组间模仿?逻辑模仿律是指经营绩效较低、规模较小的公司倾向于模仿经营绩效较高、规模较大的公司的行为。由于领先公司对高质量的投资机会等的判断和把握更加准确,更易做出科学的决策,因此落后公司倾向于模仿领先公司的选择或做法^[16]。Haunschild 和 Miner 的研究表明,规模较大和盈利能力较强的组织更有可能被效仿,因为这类公司释放的信号的信息含量更大^[21]。Leary 和 Roberts 的实证研究也表明,规模较小、不太成功的公司对规模较大、更成功的同行决策非常敏感^[16]。因此,根据逻辑模仿律,“短贷长投”模仿行为更易发生在不同组别公司之间,表现为小公司倾向于模仿大公司、低绩效公司倾向于模仿高绩效公司,即组间模仿。

先内后外律是指模仿者更可能将与自身关系更亲近或具有相似特征(如规模、经营绩效)的个体作为模仿对象。相同的群体面临相似的制度环境并具有相似的特征,如生产技术和投资水平,由于无法准确地建立财务政策的选择机制模型,同类公司的措施在企业确定财务政策方面就会发挥作用。从本质上说,公司的财务政策与其同类公司的行为或特征之间的相关性反映了一种内生性偏见^[16]。类似地,新制度理论认为,在“合法性”压力下,公司会将与其处于同一“组织场域”中的个体视为模仿对象。社会网络理论也认为,社会规范会迫使具有相似的结构或位置特征的公司某些方面表现出一致性行为。

就“短贷长投”而言,公司的偿债能力和借贷限制可能会阻碍其模仿行业领导者。例如,小型和未评级公司可能无法像大型评级公司那样自由地筹集长期债券。此外,虽然公司的管理者薪酬和业绩评价常常以同行公司为基准,但更会参照同规模的其他公司。因此,委托代理模型也意味着,公司决策更有可能与同类公司趋同,而非与领先公司趋同。基于此,在 Leary 和 Roberts 研究^[16]的基础上,Hong 进

一步考察了债务期限决策中的同群效应^[17]，与前者研究结果不同的是，Hong 通过分类回归得出结论，模仿行为更遵循先内后外律，表现为“组内模仿”特征。由此，本文提出如下研究假设：

H3：“短贷长投”行业同群效应遵循先内后外律，主要表现为组内模仿。

三、研究设计

(一) 变量定义

被解释变量为短贷长投(*lncg1*)。参考钟凯等对“短贷长投”水平的衡量方式^[22]，本文以公司是否存在长期投资“资金缺口”来衡量其是否存在“短贷长投”行为，即以“资金缺口”(*cg*)作为“短贷长投”的代理变量。其中，“资金缺口”测算的具体公式为：资金缺口 = 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)。如果资金缺口 > 0，则表明公司存在“短贷长投”，此时，令 *cg1* = 资金缺口值，否则，令 *cg1* = 0。回归中，为消除自变量数量级不一致的影响，本文对 *cg1* 采取对数化处理，即 *lncg1*。

解释变量、调节变量、控制变量等的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量定义
解释变量	<i>lnacg1</i>	同行公司平均“短贷长投”水平，以剔除本公司的同行公司短贷长投(<i>lncg1</i>)均值衡量
	<i>bacg1</i>	同行大公司平均“短贷长投”水平，以剔除本公司的同行业大公司短贷长投(<i>lncg1</i>)的均值衡量
	<i>hacg1</i>	同行高绩效公司平均“短贷长投”水平，以剔除本公司的同行业高绩效公司短贷长投(<i>lncg1</i>)的均值衡量
	<i>sacg1</i>	同行小公司平均“短贷长投”水平，以剔除本公司的同行业小公司短贷长投(<i>lncg1</i>)的均值衡量
	<i>lacg1</i>	同行低绩效公司平均“短贷长投”水平，以剔除本公司的同行业低绩效公司短贷长投(<i>lncg1</i>)的均值衡量
调节变量	<i>sllc</i>	过去三年是否存在短贷长投行为，若存在， <i>sllc</i> 取 1，否则取 0
	<i>psm</i>	通过倾向得分匹配获得，若属于匹配样本， <i>psm</i> 取 1，否则取 0
控制变量	<i>lnass</i>	公司规模 = 总资产的自然对数
	<i>roa</i>	总资产收益率 = 净利润/总资产
	<i>lev</i>	资产负债率 = 负债总额/资产总额
	<i>lnnetcash</i>	经营活动产生的现金流量净额的自然对数
	<i>tobinq</i>	托宾 Q 值 = 市场价值/期末总资产
	<i>board</i>	董事人数
	<i>revisor</i>	监事会规模 = 监事人数
	<i>reserve</i>	存款准备金率 = 存款准备金/存款总额

(二) 样本与数据选取

考虑到公司在 2007 年开始采用新会计准则编制财务报表，以及 2008 年金融危机对企业的冲击，为避免此类差异对研究结果产生的影响，本文以中国沪深交易所全部 A 股上市公司 2010—2017 年数据作为研究样本，同时按照以下标准对样本进行处理：(1) 剔除金融类上市公司样本；(2) 剔除 A 股上市公司中发行 B 股或发行 H 股的样本；(3) 剔除财务状况异常的 ST、*ST 类上市公司；(4) 剔除关键数据缺失的样本，并对相关变量进行了 1% 和 99% 水平的缩尾处理，以避免财务信息质量和异常值影响实证结果。由此构造了共包含 17275 个观察值的非平衡面板数据样本。本文的基础数据主要来自国泰安 (CS-MAR)、Wind 资讯等数据库。其中，“短贷长投”等数据通过前文所述方法计算获得。

(三) 模型设计

1. “短贷长投”行业同群效应检验

为检验 H1，本文借鉴 Leary 和 Roberts^[16]、Hong^[17]、李志生等^[23]、赵颖^[24]等的做法，设定模型(1)：

$$lncg1_{it} = \alpha + \beta_1 lnacg1_{it} + \beta_2 lnass_{it} + \beta_3 roa_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 lnnetcash_{it} + \beta_6 tobinq_{it} + \beta_7 board_{it} + \beta_8 revisor_{it} + \beta_9 reserve_{it} + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \tag{1}$$

如果“短贷长投”行业均值($\ln acg1$)的回归系数 β_1 显著为正,则表明随着同行业其他公司“短贷长投”水平的提高,本公司“短贷长投”水平也会提高,即“短贷长投”存在行业同群效应。

2. “短贷长投”行业同群效应形成机制检验

如果“短贷长投”经验对 $\ln cg1$ 与 $\ln acg1$ 间的相关性具有反向调节作用,则能够在一定程度上表明“短贷长投”行业同群效应部分源自信息获取型模仿机制。本文借鉴万良勇等的做法^[25],以公司近三年是否存在“短贷长投”行为($sllc$)作为“短贷长投”经验的代理变量,并构造模型(2)进行检验:

$$\ln cg1_{it} = \alpha + \beta_1 sllc_{it} \times \ln acg1_{it} + \beta_2 sllc_{it} + \beta_3 \ln acg1_{it} + control + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \quad (2)$$

如果回归系数 β_1 显著为负,则表明“短贷长投”经验能够在一定程度上抑制“短贷长投”行业同群效应,“短贷长投”行业同群效应部分源于信息获取型模仿机制。如果同行业中竞争较激烈的公司间“短贷长投”的相互模仿程度更高,则表明行业同群效应部分源于竞争型模仿机制。通常认为,具有相似特征(如在公司规模、盈利能力、负债水平、成长性、公司治理水平等方面均相似)的公司间存在更强的竞争关系,因此,本文通过倾向得分匹配从总样本中筛选出拥有相似特征的匹配样本子集,以是否隶属于该子集(psm)作为竞争程度的代理变量,若属于该子集,则 psm 取1,否则, psm 取0,相比于全样本,子集中的样本间竞争程度更高。具体模型设定如下:

$$\ln cg1_{it} = \alpha + \beta_1 psm_{it} \times \ln acg1_{it} + \beta_2 psm_{it} + \beta_3 \ln acg1_{it} + control + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \quad (3)$$

如果回归系数 β_1 显著为正,则表明竞争越激烈的公司间“短贷长投”行业同群效应越强,“短贷长投”行业同群效应部分源于竞争型模仿机制。

3. “短贷长投”行业同群效应特征检验

为检验“短贷长投”是符合逻辑模仿律还是先内后外律(H3),本文首先按照公司规模(总资产)、公司绩效(总资产收益率)分别将总样本划分为小公司组与大公司组、低绩效公司组与高绩效公司组。如果存在小公司模仿大公司、低绩效公司模仿高绩效公司的行为,则“短贷长投”符合逻辑模仿律;如果存在同类公司间的相互模仿,则“短贷长投”符合先内后外律。具体模型设定如下:

$$\ln cg1_{it} = \alpha + \beta_1 bacg1_{it} + \beta_2 sacg1_{it} + \beta_3 hacg1_{it} + \beta_4 lacg1_{it} + control + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \quad (4)$$

为检验同行业小公司是否模仿大公司、小公司间是否存在互相模仿,本文以小公司为样本对模型(4)进行回归,如果回归系数 β_1 显著为正,则表明存在小公司模仿大公司现象;如果回归系数 β_2 显著为正,则表明存在小公司间的互相模仿。

为检验同行业低绩效公司是否模仿高绩效公司、低绩效公司间是否存在互相模仿,以低绩效公司为样本对模型(4)进行回归,若回归系数 β_3 显著为正,则表明存在低绩效公司模仿高绩效公司现象;如果回归系数 β_4 显著为正,则表明存在低绩效公司间的互相模仿。

为检验同行业大公司间是否存在互相模仿,以大公司为样本对模型(4)进行回归,若回归系数 β_1 显著为正,则表明存在大公司间互相模仿。

为检验同行业高绩效公司间是否存在互相模仿,以高绩效公司为样本对模型(4)进行回归,若回归系数 β_3 显著为正,则表明存在高绩效公司间互相模仿。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计及相关性分析

表2为主要变量的描述性统计结果。其中,代表公司“短贷长投”水平的 $\ln cg1$ 均值为4.52,标准差为8.02,该值较高,表明不同公司“短贷长投”水平差别较大。代表公司是否存在“短贷长投”的 $cg2$ 均值为0.24,表明约有24%的样本公司存在“短贷长投”行为。

表3为主要变量的相关性分析结果,由表3可见,除经营活动产生的现金流量净额的自然对数($\ln netcash$)与总资产自然对数($\ln ass$)间的相关系数、存款准备金率($reserve$)与“短贷长投”行业均值

(*lnacg1*) 间的相关系数高于 0.5 外,其他变量间的相关系数绝对值均较低,说明回归模型不存在严重的多重共线性问题。

表 2 变量描述性统计结果

统计量	<i>lncg1</i>	<i>cg2</i>	<i>lnass</i>	<i>roa</i>	<i>lev</i>	<i>lnnetcash</i>	<i>tobinq</i>	<i>board</i>	<i>revisor</i>	<i>reserve</i>
均值	4.52	0.24	22.11	0.04	0.44	19.11	2.96	8.72	3.63	18.77
标准差	8.02	0.43	1.31	0.04	0.21	1.69	2.19	1.75	1.14	1.49
最小值	0.00	0.00	15.58	-0.11	0.05	9.73	0.95	0.00	0.00	16.96
最大值	24.19	1.00	28.51	0.19	0.89	26.63	13.42	19.00	15.00	20.79
中位数	0.00	0.00	21.93	0.04	0.43	19.06	2.24	9.00	3.00	18.63

表 3 相关性分析

	<i>lncg1</i>	<i>lnacg1</i>	<i>lnass</i>	<i>roa</i>	<i>lev</i>	<i>lnnetcash</i>	<i>tobinq</i>	<i>board</i>	<i>revisor</i>	<i>reserve</i>
<i>lncg1</i>	1.000									
<i>lnacg1</i>	0.213 ***	1.000								
<i>lnass</i>	-0.163 ***	-0.220 ***	1.000							
<i>roa</i>	-0.323 ***	0.015 *	-0.029 ***	1.000						
<i>lev</i>	0.009	-0.079 ***	0.487 ***	-0.375 ***	1.000					
<i>lnnetcash</i>	-0.261 ***	-0.202 ***	0.787 ***	0.143 ***	0.327 ***	1.000				
<i>tobinq</i>	-0.046 ***	-0.156 ***	-0.463 ***	0.217 ***	-0.364 ***	-0.280 ***	1.000			
<i>board</i>	-0.033 ***	0.010	0.281 ***	0.001	0.169 ***	0.244 ***	-0.189 ***	1.000		
<i>revisor</i>	-0.048 ***	-0.003	0.282 ***	-0.059 ***	0.207 ***	0.236 ***	-0.175 ***	0.350 ***	1.000	
<i>reserve</i>	0.124 ***	0.593 ***	-0.097 ***	-0.010	0.015 **	-0.079 ***	-0.183 ***	0.059 ***	0.040 ***	1.000

注：*** 表示 $p < 0.01$, ** 表示 $p < 0.05$, * 表示 $p < 0.1$,下同。

(二) 初步回归结果

表 4 为模型(1)至模型(4)的初步回归结果,其中,列(1)、列(2)为模型(1)回归结果。从列(1)全样本面板固定效应检验结果来看,“短贷长投”行业均值(*lnacg1*)的回归系数显著为正,表明“短贷长投”存在行业同群效应,H1 得到初步支持。此外,为消除模型异方差影响,本文采用广义最小二乘法(GLS)对模型(1)进行了再回归,*lnacg1*的回归系数仍显著为正。

表 4 列(3)、列(4)分别为模型(2)和模型(3)的回归结果。列(3)显示,“短贷长投”经验与“短贷长投”行业均值的交乘项(*sllc* × *lnacg1*)回归系数并非为负,说明公司模仿同行业“短贷长投”并非是为了获取优势信息,即信息获取型模仿机制并不成立。列(4)显示,企业间竞争程度与“短贷长投”行业均值的交乘项(*psm* × *lnacg1*)回归系数显著为正,表明存在较强竞争关系的企业间“短贷长投”同群效应程度更高。由此表明,“短贷长投”行业同群效应主要源于竞争型模仿机制,是同行业公司为维持竞争地位,保持在你追我赶的投资竞争中“不掉队”而采取的防御行为。

表 4 列(5)至列(8)为模型(4)回归结果:列(5)为以小公司为样本的回归结果,其中,*bacg1*的回归结果不显著为正,*sacg1*的回归结果显著为正;列(6)为以低绩效公司为样本的回归结果,其中,*hacg1*、*lacg1*的回归结果均不显著;列(7)为以大公司为样本的回归结果,其中,*bacg1*回归结果显著为正;列(8)为以高绩效公司为样本的回归结果,其中,*hacg1*回归结果不显著。以上结果表明,并不存在小公司模仿大公司、低绩效公司模仿高绩效公司的组间模仿现象,即“短贷长投”行业同群效应并不遵循逻辑模仿律;而小公司间、大公司间均存在“短贷长投”的组内互相模仿,即“短贷长投”行业同群效应遵循先内后外律,而且主要表现为同规模企业间的相互模仿。可能的原因在于,“短贷长投”主要源于竞争型模仿,而同规模企业间一般存在较强的竞争关系,小企业与大企业间往往竞争性较弱,因此,“短贷长投”同群效应主要表现出组内模仿特征。由此,H3 得到初步支持。

表4 模型(1)一(4)初步检验结果

	全样本				小公司	低绩效公司	大公司	高绩效公司
	面板 FE(1)	GLS(2)	面板 FE(3)	面板 FE(4)	面板 FE(5)	面板 FE(6)	面板 FE(7)	面板 FE(8)
<i>lnacg1</i>	0.48 *** (6.05)	0.54 *** (11.96)	0.23 * (1.85)	0.21 *** (3.47)				
<i>bacg1</i>					-0.67 ** (-2.31)		0.44 *** (2.66)	
<i>hacg1</i>						0.18 (0.95)		0.17 (1.31)
<i>sacg1</i>					0.59 *** (2.85)			
<i>lacg1</i>						0.20 (0.79)		
<i>sllc × lnacg1</i>			0.80 *** (3.99)					
<i>psm × lnacg1</i>				0.63 *** (6.36)				
<i>sllc</i>			-6.93 *** (-8.38)					
<i>psm</i>				6.69 *** (13.25)				
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	8473	8473	4801	8473	3624	4223	4849	4250
R-squared	0.14	0.38	0.17	0.48	0.17	0.16	0.10	0.08

注:因篇幅限制,控制变量结果未列出,如有需要可向作者索取;括号中为t值/Z值,下同。

(三) 内生性处理

1. 工具变量法

有时模仿与非模仿很难直接区分,在非模仿的情况下,公司对相同的外部冲击也可能做出独立但相同的反应。例如,经济形势的变化、新政策的出台等会同时影响行业内所有公司,公司可能会采取同样的财务决策以应对外部环境的变化,这种行业内公司“短贷长投”的同时性并不是由于“同群效应”,而是由共同的“外部冲击”所致。此外,遗漏变量、可能的测量误差会导致模型的内生性问题。为解决上述问题,本研究参考 Leary 和 Roberts 的工具变量选取方法^[16],选取股票特质收益率(η_{it})作为行业短贷长投均值(*lnacg1*)的工具变量。一方面,该工具变量与内生变量显著正相关,故满足相关性;另一方面,股票特质收益率仅包含股票自身信息,同行公司股票特质收益率均值不包含影响整个经济和行业的因素,故满足外生性。

除利用工具变量本身对模型(1)进行回归外,为更好地解决遗漏变量导致的内生性问题,本文还采用工具变量的一阶差分对模型(1)进行再回归。此外,为了保证研究结果的稳健性,本文分别采用证监会2012版行业分类标准、CSMAR数据库的行业分类两种方式来计算工具变量值,并对模型(1)进行检验。表5列(1)至列(4)分别为在证监会2012版行业分类、CSMAR数据库行业分类方式下利用行业股票特质收益率均值作为行业短贷长投均值(*lnacg1*)工具变量的回归结果。由列(1)可见,行业短贷长投均值(*lnacg1*)的回归系数在1%水平上显著为正,表明同行业公司存在正相关性,而且这一正相关关系主要来自“短贷长投”同行间的相互模仿,并非由“外部冲击”导致。表5中列(2)的回归结果表明,对工具变量进行一阶差分后,回归结果仍显著为正。此外,在CSMAR数据库行业分类方式下进行回归,*lnacg1*系数估计结果仍均显著为正。以上均与初步回归结果基本一致。

2. 倾向得分匹配法(PSM)

本文通过倾向得分匹配法(PSM)来进一步弱化模型存在的内生性问题。本文利用匹配后样本对模

型(1)至模型(4)再次进行了估计,估计结果如表6所示。由表6列(1)可知,模型(1)中lnacg1回归系数仍显著为正,列(2)至列(5)对模型2的回归结果仍表明,“短贷长投”行业同群效应主要表现为组内模仿。倾向得分匹配样本回归结果与初步回归结果基本一致。

(四) 稳健性检验

本文主要采取了以下两种方式验证研究结论的稳健性:(1)变更“短贷长投”代理变量。以是否存在资金缺口(cg2,如果资金缺口>0,则令cg2=1,否则,令cg2=0)代替lnacg1,对模型(1)至模型(4)进行了再回归,结果与初步回归基本一致。(2)反事实推断。既然“同群效应”来自同行业公司,那么非同行间的模仿行为应该较弱,对此,本研究在设置反事实时将非同行企业视作同行企业,构造“伪同行”样本数据,基于“伪同行”样本对模型(1)进行再回归。结果表明,模型(1)中解释变量(lnacg1、acg2)的回归系数均不显著,进一步表明企业短贷长投水平与行业均值间的正相关关系并非由其他因素所致,而是受行业“同群效应”的影响。因篇幅所限,稳健性检验结果未列出,留存备案。

表 5 工具变量回归结果

	证监会 2012 版行业分类		CSMAR 数据库行业分类	
	IV(1)	一阶差分 IV(2)	IV(3)	一阶差分 IV(4)
lnacg1	0.74 *** (2.59)	0.57 *** (2.75)	0.68 *** (2.75)	0.53 ** (2.17)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Anderson canon. corr. LM statistic	236.881	430.349	315.550	308.004
Chi-sq(1) P-val	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Cragg-Donald Wald F statistic	244.249	459.024	328.913	322.276
10% maximal IV size	16.38	16.38	16.38	16.38
Observations	7531	6739	7531	6739

表 6 倾向得分匹配样本回归结果

	全样本	小公司	低绩效公司	大公司	高绩效公司
	面板 FE(1)	面板 FE(2)	面板 FE(3)	面板 FE(4)	面板 FE(5)
lnacg1	0.69 ** (2.47)				
bacg1		-0.07 (-0.19)		1.04 *** (3.08)	
hacg1			0.12 (0.44)		0.57 (1.50)
sacg1		0.40 * (1.77)			
lacg1			0.92 ** (2.21)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	2169	1210	1440	959	662
R-squared	0.07	0.16	0.12	0.07	0.15

五、内外部治理因素的调节作用分析

“短贷长投”行业同群效应不仅提高了微观企业的财务风险,降低了企业绩效,而且提高了整个经济体的投融资期限错配程度,加剧了系统性金融风险,那么如何抑制“短贷长投”的行业同群效应?本文认为可以从公司内部风险管理与外部金融监管两个角度入手。

(一) 公司内部风险管理水平的影响

公司内部风险管理水平的提高能够在一定程度上抑制管理者的模仿行为。竞争的压力或决策环境的不确定性,会使得管理者在决策时忽略或无法准确估计“短贷长投”引发的财务风险,导致其模仿行为的发生。因此,从公司的角度看,加强风险管理是抑制“短贷长投”行业同群效应的关键,而公司内部控制的核心便是风险管理。方红星和陈作华的研究表明,高质量的内部控制能够有效抑制因特定因素发生导致的公司特质风险,因为内控要素中包含一系列能抑制管理者跟随行为的手段^[26]。例如,风险评估能够对“短贷长投”所引起的风险进行合理界定,如风险超过了公司的可承受范围,则“短贷长投”便不能通过集体审批;内部监督机制的建立有助于完善公司治理机制,加强对管理者权利的约束,削弱管理者的控制权,从而使得其模仿行为决策难以获得执行。

(二) 外部金融监管严格程度的影响

外部金融监管严格程度的提高会增大公司获取短期贷款的难度,尤其是不合理短期贷款(不存在流动资金贷款需求时增加的短期借款)的难度,进而使得公司丧失模仿其他企业进行“短贷长投”的客观条件。2015年,中央经济工作会议提出“三去一降一补”,明确了2016年重点任务之一是“去杠杆”。2016年下半年以来,中国“去杠杆”措施密集出台,这使得2016、2017年全部金融机构本外币贷款增加额显著下降,尤其是短期贷款及票据融资增加额降幅极大,2011—2017年短期贷款及票据融资增加额分别为3.11万亿元、4.47万亿元、2.81万亿元、2.37万亿元、3.10万亿元、1.43万亿元、0.07万亿元,如图2所示。此外,“去杠杆”政策的实施也导致企业投资规模锐减,民企融资成本的显著上升使得其负债端压力增大,从而抑制了其资产端的投资扩张,国企则直接受制于资产负债率的约束,从而减少了投资行为。综上,“去杠杆”政策能够抑制“短贷长投”的行业同群效应。

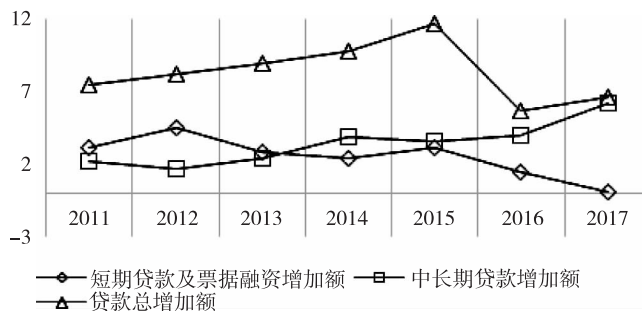


图2 2011—2017年全部金融机构本外币贷款增加额(单位:万亿元)

为验证公司内部控制水平对“短贷长投”行业同群效应的影响,本文设定模型(5):

$$\ln cgl_{it} = \alpha + \beta_1 IC_{it} \times \ln acg1_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 \ln acg1_{it} + control + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \quad (5)$$

其中, IC 代表迪博内部控制指数。如果 $IC \times \ln acg1$ 的回归系数 β_1 显著为负,则表明公司内部控制水平的提高能够在一定程度上弱化“短贷长投”行业同群效应。

为验证“去杠杆”政策对“短贷长投”行业同群效应的影响,本文设定模型(6):

$$\ln cgl_{it} = \alpha + \beta_1 del_{it} \times \ln acg1_{it} + \beta_2 del_{it} + \beta_3 \ln acg1_{it} + control + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \quad (6)$$

其中, del 代表是否为去杠杆政策实行年度(2015)以后(del),如果是,取值为1,否则,取值为0。如果 $del \times \ln acg1$ 的回归系数 β_1 显著为负,则表明去杠杆政策能在一定程度上抑制“短贷长投”行业同群效应。

模型(5)、模型(6)的回归结果如表7所示。列(1)、列(3)为模型(6)回归结果, $IC \times \ln acg1$ 、 $IC \times acg2$ 的回归系数 β_1 显著为负,表明内控水平的提高能够降低“短贷长投”的行业同群效应程度,且具备一定的稳健性;第(2)(4)列为模型(6)的回归结果, $del \times \ln acg1$ 、 $del \times acg2$ 回归系数均显著为负,表明“去杠杆”政策能够在一定程度上抑制“短贷长投”的同业间模仿。由此可见,通过提高公司的内外部治理水平,可以有效降低“短贷长投”行业同群效应。

表7 内外部治理因素的调节作用回归结果

	被解释变量: $\ln cgl$		被解释变量: $acg2$	
	面板 FE(1)	面板 FE(2)	面板 FE(3)	面板 FE(4)
$IC \times \ln acg1$	-0.01** (-2.01)			
$IC \times acg2$			-0.01*** (-2.99)	
$del \times \ln acg1$		-0.41** (-2.51)		
$del \times acg2$				-0.02* (-1.73)
IC	-1.37* (-1.67)		0.05 (0.76)	
del		-16.46 (-0.96)		-1.20 (-1.09)
$\ln acg1$	0.56*** (6.10)	0.51*** (6.31)		
$acg2$			1.38*** (3.75)	0.39*** (2.74)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Observations	8195	8195	8195	8195
R-squared	0.13	0.13	0.13	0.12

六、结论性评述

本文以2010—2017年A股上市公司为

样本,对“短贷长投”行业同群效应进行了实证分析,研究发现:(1)“短贷长投”存在行业同群效应。(2)“短贷长投”行业同群效应主要源于竞争型模仿机制,而非信息获取型模仿机制,是同行业具有竞争关系的企业间为了在你追我赶的投资博弈中“不掉队”所采取的防御行为。(3)“短贷长投”行业同群效应表现出先内后外律特征,未表现出逻辑模仿律特征,主要表现为小公司间、大公司间的组内模仿,而非组间模仿。(4)企业内部控制水平的提高、“去杠杆”政策的实施能够在一定程度上发挥对“短贷长投”同群效应的抑制作用。

本研究的政策启示在于:

首先,加强对“短贷长投”行业先行者的监管,可对后来者更好地起到警示作用。本研究表明,行业先行者的“短贷长投”行为具有传染效应,会引发行业内同类企业的模仿,进而放大整个行业的财务风险。如果某行业正处于“短贷长投”的“初发期”,可通过遏制先行者的行为来防止“短贷长投”的蔓延。但就目前情况来看,“短贷长投”已进入“急性期”,因此只能通过对“短贷长投”先行者的严格监管向后来者释放信号。实践中,应严防企业利用贷款展期、借新还旧等手段轻松化解“短贷长投”引发的债务危机,而其他化解危机的方式,如调整业务结构、“瘦身”还贷等必然会让企业付出沉重代价。通过抓典型来儆效尤,防止“短贷长投”在全行业的进一步蔓延。

其次,完善资本市场结构,满足企业正常的长期资金需求。由图2可知,“去杠杆”以来,虽然金融机构对贷款期限结构进行了适当调整,提高了长期贷款的比例,但金融机构的本外币总贷款增加额却显著下降,由2015年的11.72万亿降到2017年的6.6万亿,降幅近一半。从“去杠杆”这一目标出发,总贷款额的降低是较为合理的,但监管机构在缩窄贷款渠道后,也为企业开拓其他融资渠道,如股权融资。但现实是,“去杠杆”以来,股权融资的占比不升反降,以2017年为例,非金融企业境内股票融资仅占4.5%,且同比降低了2.5个百分点,这就导致整个实体经济陷入资金极其紧张的局面。因此,要从供给端解决“短贷长投”问题,除了要调整长短期贷款的占比外,还要进一步发展股权融资市场。

本文的研究局限在于:一方面,以企业过去是否存在“短贷长投”经历来对信息获取型模仿机制进行检验存在一定不足,因为现实中有过“短贷长投”经验的公司也有可能参考同行公司的做法来调整本公司“短贷长投”的力度,故“短贷长投”行业同群效应是否源于信息获取型模仿机制这一问题还有待后续进一步验证。另一方面,本文在考察“短贷长投”影响因素时主要考虑了行业层面、公司特征层面因素,忽略了管理层特征因素,因此,下一步研究中可进一步探索管理层特征对“短贷长投”的影响。

参考文献:

- [1]白云霞,丘穆青,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.
- [2]Fan J P H, Titman S, Twite G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2012, 47(1):23-56.
- [3]Agca S, De Nicrolo G, Detragiache E. Financial reforms, financial openness, and corporate debt maturity: International evidence [J]. Borsa Istanbul Review, 2015, 15(2):61-75.
- [4]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.
- [5]Tao Y. The effect of Chinese interest rate liberalization on corporate debt maturity structure[C]. International Conference on Management & Service Science. IEEE, 2009.
- [6]孙凤娥.“短贷长投”是企业的被迫行为吗?——基于管理者过度自信的视角[J].财经论丛,2019(6):73-82.
- [7]Banerjee A A. Simple mode of herd behavior [J]. Quarterly Journal of Economics, 1992, 107(3):797-817.
- [8]Scharfstein D S, Stein J C. Herd behavior and investment [J]. American Economic Review, 1990, 80(3):465-479.
- [9]Shue K. Executive networks and firm policies: Evidence from the random assignment of MBA peers[J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(6):1401-1442.
- [10]Cao J, Liang H, Zhan X. Peer effects of corporate social responsibility[J]. Management Science, 2019, 65(12):5487-5503.

- [11] Kaustia M, Rantala V. Social learning and corporate peer effects[J]. Social Science Electronic Publishing, 2015, 117(3):653-669.
- [12] Joo C, Yang I, Yang T. Peer group effect in firm cash holding policy: Evidence from Korean manufacturing firms[J]. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 2016, 45(4):535-573.
- [13] 房小兵, 胡思玥. 行为财务与建筑企业营运资金管理:影响机理分析[J]. 会计研究, 2016(3):50-55.
- [14] Bustamante M C, Frésard, Laurent. Does firm investment respond to peers' investment[J]. Swiss Finance Institute Research Paper Series, 2020, 84(3):20-43.
- [15] 刘静, 王克敏. 同群效应与公司研发——来自中国的证据[J]. 经济理论与经济管理, 2018(1):21-32.
- [16] Leary M T, Roberts M R. Do peer firms affect corporate financial policy? [J]. The Journal of Finance, 2014, 69(1):139-178.
- [17] Hong K D. Industry peer effect and the maturity structure of corporate debt[J]. Managerial Finance, 2015, 41(7):714-733.
- [18] Lieberman M B, Asaba S. Why do firms imitate each other? [J]. Academy of Management Review, 2006, 31(2):366-385.
- [19] Chevalier J A, Scharfstein D S. Capital-market imperfections and countercyclical markups: Theory and evidence[J]. American Economic Review, 1996, 86(4):703-725.
- [20] Tarde G. The laws of imitations[M]. New York: Henry Holt, 1903.
- [21] Haunschild P R, Miner A S. Modes of interorganizational imitations: The effects of outcome salience and uncertainty[J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(3):472-500.
- [22] 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.
- [23] 李志生, 苏诚, 李好, 等. 企业过度负债的地区同群效应[J]. 金融研究, 2018(9):78-94.
- [24] 赵颖. 中国上市公司高管薪酬的同群效应分析[J]. 中国工业经济, 2016(2):116-131.
- [25] 万良勇, 梁婵娟, 饶静. 上市公司并购决策的行业同群效应研究[J]. 南开管理评论, 2016(3):40-50.
- [26] 方红星, 陈作华. 高质量内部控制能有效应对特质风险和系统风险吗? [J]. 会计研究, 2015(4):70-77.

[责任编辑:黄 燕]

Why is “Deposit and Loan Maturity Mismatch” Contagious? From the Perspective of Industry Peer Effects

SUN Feng'e

(Institute of Economics and Management, Beijing Forestry University, Beijing 100083, China)

Abstract: Based on the sample of A-share listed companies in China from 2010 to 2017, this paper investigates the “Maturity Mismatch” from the perspective of peer effects. The results show that there exist industry peer effects in “Maturity Mismatch”, which mainly come from competitive imitation, as shown in mechanism research, and follow the internal law before external law, as presented in characteristics study. After weakening the endogenous problem and robustness test, the above results are still robust. Further research shows that the implementation of “deleveraging” policy and the improvement of internal control level can effectively weaken the industry peer effect of “Maturity Mismatch”. The conclusion reveals the contagious characteristics of “Maturity Mismatch”, which has important regulatory implications.

Key Words: deposit and loan maturity mismatch; peer effects; “deleveraging” policy; internal control level; monetary policy; solvency; internal law before external law; competitive imitation