

短贷长投、代理成本与重资产企业投资效率

赵玉珍,付美琪

(内蒙古工业大学 经济管理学院, 内蒙古 呼和浩特 010051)

[摘要] 基于 2010—2022 年沪深 A 股重资产企业数据,运用双重固定效应模型,从代理成本与融资约束角度深入剖析短贷长投策略对重资产企业投资效率的影响机理。研究发现:短贷长投与重资产企业非效率投资显著正相关,代理成本在短贷长投与重资产企业非效率投资之间发挥中介作用,融资约束在二者之间起到调节作用,短贷长投通过增加重资产企业代理成本进而降低重资产企业投资效率,尤其是加剧了过度投资倾向,且融资约束越高,短贷长投越低对重资产企业投资效率的影响越严重。进一步研究显示:股权集中度高的重资产企业相对于股权集中度低的重资产企业能有效抑制短贷长投的负面影响;在不同机构关注度组别中,短贷长投对重资产企业非效率投资的正向影响均存在差异,且该正向作用在低机构关注度组别中更为强烈。研究结论为重资产企业优化融资结构、强化风险管理以及高效进行投融资活动提供了新思路 and 实证支撑,对完善市场融资环境的监管措施、优化金融信贷资源配置具有一定的启示意义。

[关键词] 短贷长投;企业投资效率;代理成本;融资约束;股权集中度;机构关注度

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2025)04-0067-13

一、引言

债务融资作为企业外源融资的重要组成部分,其期限结构直接影响着企业资本结构的调整与财务策略的制定。近年来,为防范化解金融风险、维护市场稳定,国家出台了一系列“去杠杆”政策^[1],但实体经济仍普遍存在“融资贵、融资难”等^[2]问题。截至 2019 年,我国短期债务融资占比已达 80%^[3],而长期债务融资比例不足 15%,呈现明显的期限结构失衡态势,此种债务融资分布格局,在一定程度上折射出国内金融市场尚不完善的发展现状以及企业的融资偏好。在此现实背景下,短贷长投自然成为多数企业于特定经济环境中的策略选择。截至 2021 年底,我国 A 股上市企业的“短期贷款用于长期投资”现象显著,比例高达 32.9%^[4],这种策略虽能缓解暂时的资金压力,但也潜藏着较高的资金链断裂风险。此外,债务期限错配在不同行业间存在显著异化现象,王苑琢等人调查研究显示,2018 年重资产企业短期债务占比高达 139.04%,远超轻资产企业的 24.93%,资本杠杆亦高于轻资产企业,这一现象表明重资产企业面临着更严重的短贷长投问题和财务风险^[5]。实际上,企业层面的投融资期限错配现象,作为宏观金融资源配置效率在微观层面的映射,从一定程度上揭示了当前资金供给结构难以充分契合企业实际投资需求^[6]。这种不匹配会对企业财务风险、资金成本和投资效率产生重要影响。其中,投资效率作为衡量资本利用效能的关键指标,通过对投资效率与短贷长投二者关系的深入研究,不仅可以识别并优化重资产企业低效投资,提升资金使用效率,还能为企业合理配置资产、实现资本保值增值提供理论指导。鉴于重资产企业资金需求量大、投资回收期长等投资决策特征,在资金筹措与投资决策环节更易面临挑战,非效率投资风险亦更为突出。因此,短贷长投对重资产企业投资效率会产生何种影

[收稿日期] 2024-09-14

[基金项目] 内蒙古社会科学规划重点项目(2022NDA280)

[作者简介] 赵玉珍(1976—),女,内蒙古鄂尔多斯人,内蒙古工业大学经济管理学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为企业债务治理研究,邮箱:jgzhzy@163.com;付美琪(2001—),女,山东潍坊人,内蒙古工业大学经济管理学院硕士生,主要研究方向为企业

响?又通过何种机制作用于其投资决策?已然成为亟待探究的问题。故本文通过探讨短贷长投对重资产企业投资效率的影响及内在机制,对洞察重资产企业融资策略本质、投资效益评估及融资结构优化路径探索,具有重要的理论与实践价值。

短贷长投作为一种激进型财务融资策略,在加速资金周转和提升投资灵活性方面具有一定优势,但同时也伴随着较高的财务风险。关于短贷长投形成机制的研究主要集中在探讨该行为是企业在融资约束下的无奈之举还是企业管理层基于内外环境所做出的内因驱动。白云霞等人的研究指出,我国企业短贷长投的核心问题在于制度上的不足和金融市场不完善等因素导致商业银行长期借款供给意愿低,企业被迫接受短期贷款融资^[7]。而赖黎、孙凤娥、方军雄等学者则认为,管理者的非理性行为会加剧企业的投融资期限错配现象,因此企业资本结构中短期债务比例高,也可能是企业自主选择的结果^[8-10]。Fan等人基于国家体制环境的影响研究发现,制度环境因素如腐败程度和税收政策也会影响企业的债务期限选择^[11]。从影响因素看,宏观层面的经济政策不确定性^[3]、货币政策收紧、预期通货膨胀增加^[12]、金融市场压抑程度^[13]等因素,以及微观层面的企业产权特性等都会影响短贷长投行为。陈耿等人从信贷歧视的角度研究表明,非国有企业面临更严格的信贷标准,获得的贷款期限普遍较短,这种现象在民营企业和小型企业中更为明显^[14]。关于经济后果,早期研究强调短贷长投的治理效益,如Campello等、郭瑾等认为其能增强资金流动性,使企业获得更多信贷支持^[15-16]。但随着研究深入,更多学者关注其负面影响。钟凯等学者指出,短贷长投会通过多重渠道损害企业绩效,包括加剧经营不确定性、诱发非效率投资及推高财务成本等^[17]。同时,这一策略还会削弱企业盈利能力、增加代理成本,以及提升违约风险。其他研究也证实,短贷长投会通过加剧企业杠杆风险^[18]、影响企业自身的信贷质量^[19]和营运资金流动性,进而降低企业投资效率。聚焦于投资效率方面,主流观点认为短贷长投会对企业投资效率产生负面影响。短贷长投策略会向外部传递负面信号^[20],增加融资成本和流动性风险,还可能诱发管理者盈余操纵,损害信息质量,加剧代理冲突,甚至引发过度投资^[21]。不过也有研究指出,在特定条件下,短贷长投能为企业提供流动性支持,对优质企业还可能降低融资成本。通过梳理国内外相关文献,我们观察到短贷长投策略的形成既受宏观政策环境影响,也与企业微观决策因素相关,更多是企业应对市场环境变化的被动选择,而非主动行为。融资约束及代理成本等因素均与其密切相关。尽管短贷长投对企业投资效率的影响具有双重性,但现有研究多聚焦于全行业分析,缺乏对特定行业的深入探讨。鉴于重资产企业投资决策模式的特点,本研究认为重资产企业若广泛采取短贷长投策略,可能会对其投资效率的提升产生制约性影响。本文主要贡献为:(1)区别于以往宏观视角研究,本文聚焦重资产行业,分析短贷长投对其投资效率的影响,更具行业针对性和实践指导意义;(2)将短贷长投与重资产企业投资效率纳入统一框架,基于代理成本和融资约束视角,揭示其作用机制与内在机理,既为重资产企业根据自身行业特性制定适宜投融资策略提供依据,也拓展了相关理论研究范畴。

二、理论分析与研究假设

(一) 短贷长投与重资产企业投资效率

短贷长投不仅会使重资产企业短时间内面临还本付息的偿债压力,加剧企业流动性风险敞口及融资约束,而且在无法按期偿还贷款时,极有可能引发管理者盈余操纵、提升代理成本和财务风险,进而降低重资产企业整体投资效率。重资产企业的核心特征在于其可控资源高度固化于固定资产等形式,导致资产流动性较低,进而限制了企业动用外部资源以追求相应的经济利益^[22],在资产结构上直观体现为固定资产和存货等占比偏高^[23],就负债结构而言,重资产企业往往承载着更高比例的有息负债,因此,与轻资产企业相比,重资产企业在资本结构层面展现了更“重”的特征。

短贷长投加剧了企业的流动性风险,并在债务治理失效的情况下,进一步降低投资效率。首先,从信贷市场供给角度看,囿于重资产企业的议价能力受限,银行更倾向于提供短期贷款,迫使企业依赖滚

动融资来满足长期资金需求。这一模式不仅削弱了债务的治理效应,还降低了投资门槛,促使重资产企业进行非效率投资。同时,重资产企业资产周转率低、变现能力差,若采用短贷长投模式,一旦资金链断裂,极易引发债务违约、信用评级下调等问题,使企业陷入“借新还旧”的恶性循环,严重制约其投资能力。其次,从重资产企业投资决策特性分析,其主要面临两大挑战:一是面临资产变现能力差、偿债压力大等流动性风险,在重资产运营模式下,固定资产和存货占比较高,而现金类资产及表外资源较少,致使企业整体资产流动性较差,周转效率低,变现周期长。尽管对厂房、设备升级及技术研发的投入为长期发展所必需,但这些投入短期内难以形成现金流入,反而加剧净现金流出的压力,进一步放大变现风险。同时,资产高度固化导致可用偿债的流动资产不足,叠加高经营杠杆,使企业偿债风险显著提升。若采用短贷长投模式,一旦再融资受阻,极易引发债务违约、信贷评级下调及融资成本攀升,迫使企业陷入“以新债补旧债”“拆东墙补西墙”的恶性循环^[6],最终降低重资产企业投资效率。二是重资产模式需承担高昂的初始投资及后续维护、折旧成本。相较于轻资产企业,重资产模式对资金实力、运营能力要求更高,虽然大规模固定资产投资可形成规模优势,但技术迭代会加速资产贬值,降低实际回报率^[23]。运营后期,企业还需持续投入资金用于维修、折旧及高额交易费用,这不仅挤占盈利空间,还削弱再投资能力,对重资产企业投资效率构成一定程度的“拖累”。最后,从委托代理理论视角看,短贷长投在我国行业中存在明显的同群效应^[9],既加剧了企业间的竞争性投资,又降低了管理者的风险意识。由于债权人与股东的利益冲突,在信息不对称和监督缺位的情况下,管理者可能将短期资金投向高风险项目,引发过度投资,或在融资约束下操纵盈余,导致会计信息失真,进一步加剧融资约束和投资低效。同时,管理者为保全其控制权附带的私有利益,也可能投资不足。这表明,在债务治理失效时,短贷长投不仅为管理者的非理性决策提供了“温床”,还会破坏企业风险管控体系,降低资金配置效率,最终加重非效率投资问题。

当然在既有研究中,关于短贷长投对企业投资效率的影响,学术界也存在不同观点。部分学者指出,该策略可能对企业产生以上不利影响,加剧企业财务风险与非效率投资等;而另一部分学者则持正面观点,他们认为短贷长投能减少交易成本^[15],向外部释放有利信号,增强资金流动性^[24],并且短期债务能够更好地发挥监督效力以减少管理层的道德风险与逆向选择,进而降低企业非效率投资的风险。然而,童盼基于我国上市公司的实证研究指出,长期化的短期借款并未发挥优于长期债务的优势,反而导致高代理成本和投资效率低下^[25]。综上所述,短贷长投会通过增加重资产企业财务困境、干扰其正常投融资活动稳健性等方式进一步加剧重资产企业的非效率投资状况,降低重资产企业的投资效率。根据以上分析,本文提出假设1:

H1:在其他因素保持不变的条件下,短贷长投会显著降低重资产企业投资效率。

(二) 短贷长投、代理成本与重资产企业投资效率

短贷长投主要通过加剧重资产企业信息不对称、引发管理层道德风险等方式增加重资产企业监督成本、剩余损失等代理成本,而代理成本的增加又会进一步导致管理层投资决策扭曲、资源浪费以及风险的增加,进而降低重资产企业的投资效率。首先,从债务代理成本的角度看,短期债务相比于长期债务具有更高的违约风险和偿债压力,使得债权人在监督和约束股东及管理层行为时面临更高的成本,而短贷长投策略无疑又会进一步加剧重资产企业的财务危机,并提升代理问题的风险敞口,当重资产企业的盈利能力下降或经营活动现金流出现短缺时,这种策略极易导致重资产企业陷入财务泥潭,故债权人在因信息不对称难以准确判断重资产企业资金的真实流向和使用效率的情况下,会采用增加债务成本的方式来补偿因信息不对称和利益冲突所带来的额外风险,通过提高利率、缩短贷款期限等方式来转嫁这部分成本给股东,进而增加重资产企业代理成本^[26]。其次,代理问题不仅会使风险厌恶型经理人因规避风险选择次优项目而导致投资不足,也会使得经理人为追求个人利益并非股东利益最大化而投资过度。而过度投资导致的资金浪费及整体风险的加剧、投资不足导致的机会成本等都会进一步降低重

资产企业的投资效率。具体而言,经理人在企业的投资决策中拥有很大的决策权,由于不断滚动续借短期债务支持的是回报周期长的投资项目,经理人可能面临更大的资金压力和再融资风险,从委托代理成本的角度看,经理人基于私人利益导向,可能会采取更激进的投资策略或融资方式来应对这些风险^[4],他们通常会选择扩大投资规模来保持其经营控制权,进而导致重资产企业的过度投资,增加代理成本中的剩余损失。当然,增加产融互动的方式可以显著降低短贷长投水平,进而减少代理成本^[13]。最后,经理人在采用短贷长投策略时,可能诱发盈余操纵行为,不仅损害了会计信息的真实性和准确性,还会加剧信息不对称,进一步激化代理冲突,负向影响重资产企业投资效率。综上,短贷长投通过增加筹资风险、加剧信息不对称、诱发管理层自利与短视行为^[17]以及提高债务代理成本等方式,间接加剧重资产企业的代理成本负担,这些额外成本的累积不仅会削弱重资产企业投资回报率,还可能对其长远战略规划与可持续发展造成不利的深远影响。为此,本文提出假设2:

H2:在其他因素保持不变的条件下,短贷长投会显著增加重资产企业的代理成本,而重资产企业代理成本的增加会进一步降低重资产企业投资效率,主要影响体现在加剧重资产企业的过度投资行为。

(三) 短贷长投、融资约束与重资产企业过度投资

在短贷长投的背景下,融资约束的存在会进一步影响重资产企业的投资效率,主要通过限制投资机会、加剧代理问题、触发盈余管理和增大财务流动性风险等方面加剧短贷长投对重资产企业投资效率的负面影响。融资约束不仅会使重资产企业资金来源受限,导致企业无法抓住有利的投资机会。在短贷长投的情况下,重资产企业更可能被迫放弃或推迟有价值的长期投资项目,从而降低整体的投资效率。在信息不对称和代理问题的背景下,短贷长投不仅会加剧债权人与股东之间的代理冲突也会引发股东与经营者之间存在利益冲突。当融资约束较高时,经营者可能在债务结构上作出次优选择以维持企业运营和扩张,更加过度依赖短期债务来维系长期投资,而这种债务配置的不合理性会进一步加剧重资产企业非效率投资。此外企业管理者还可能采取盈余管理行为来满足短期的财务指标和债务契约要求,这种行为可能会损害会计信息的真实性,增加重资产企业的财务风险,进而影响投资效率。Myers 和 Majluf 提出的优序融资理论指出,企业倾向于首先利用内部生成的资金,随后转向风险相对较低的债务融资方式,而将股权融资视为最后的选项^[27]。流动性风险是影响企业投资行为的重要因素之一,在融资约束高的环境下,重资产企业面临更大的流动性风险,因为短期贷款需要企业在较短时间内还本付息,这可能会引发企业资金链的紧绷乃至断裂危机,从而迫使重资产企业进行过度投资以维持现金流的稳定。过度投资可能并非出于理性决策,而是出于对重资产企业生存和资金链安全的担忧。为此,本文提出假设3:

H3:在其他因素保持不变的条件下,融资约束会显著调节短贷长投与重资产企业投资效率关系,即融资约束程度越高,短贷长投对降低重资产企业投资效率的影响越严重。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取2010—2022年沪深A股重资产上市公司为研究样本,为确保分析结果的准确性,根据2012年证监会行业分类对数据进行了筛选:(1)排除了金融行业的企业;(2)将ST和*ST的企业排除在外;(3)剔除不完整及存在明显错误的数据样本。最终获取1994家全部A股上市企业,共计9249条样本数据,根据重资产比(期末固定资产+期末在建工程+期末工程物资/期末总资产)是否超过同行行业均值,设置0-1变量将总体A股样本进一步划分为重资产企业与轻资产企业。最终获取3922个重资产企业样本观测值,数据均来源于Wind和CSMAR数据库。为抵消极端值带来的不良影响,对所有连续变量在1%和99%的分位范围内进行了缩尾处理,分析软件为Stata17.0。

(二) 模型设计与变量定义

本文用 0-1 变量来衡量是否存在短贷长投行为,使用聚类标准误下的双重固定效应模型(控制年份和行业)来检验假设。

对于假设 1,本文采用如下基本模型(1)进行检验:

$$Inveffi_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUM_SDLI_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Overinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUM_SDLI_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Underinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUM_SDLI_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Invest_t = \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 NEG_{t-1} + \beta_3 Growth_{t-1} \times NEG_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

1. 被解释变量

本文被解释变量为非效率投资(*Inveffi*),表示企业非效率投资程度或偏离最优投资水平的程度,以此衡量重资产企业投资效率。借鉴 Chen 等的研究^[28],对模型(4)分行业、分年度展开回归,用回归得出的残差构建衡量企业投资效率的指标。其中,*Growth* 和 *NEG* 分别代表营业收入增长率和营业收入增长率的虚拟变量(营业收入增长率小于 0 时取 1,其他取 0),模型(4)的解释变量均滞后一期加入方程。采用模型(4)的残差绝对值作为衡量非效率投资的代理变量(*Inveffi*),*Inveffi* 值越大表明企业非效率投资程度越高。同时,基于残差正负进一步将模型(1)的非效率投资样本划分为两组行为倾向进行分析:若残差大于 0,则表明企业投资过度(*Overinv*);若残差小于 0,则表明企业投资不足(*Underinv*)。

2. 解释变量

本文解释变量为短贷长投(*DUM_SDLI*),衡量企业是否存在短贷长投行为。借鉴钟凯等的研究^[17],以长期资本用于长期投资的资金缺口来表示,若 *SDLI* > 0, *DUM_SDLI* 取 1,表明企业存在短贷长投行为,反之取 0。其中 *SDLI* = [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)] / 期初总资产,用上一年度总资产剔除规模效应,该指标越大,代表短贷长投行为越严重。

本文预计若假设 H1 成立,则基本模型(1)中 *DUM_SDLI_{i,t}* 的系数 β_1 显著为正。

3. 中介变量

针对假设 H2,本文采用了温忠麟与叶宝娟提出的中介效应逐步检验法作为研究工具^[29],旨在详尽阐述短贷长投策略对重资产企业投资效率的具体作用机制。首先构建模型(5),用以揭示短贷长投行为与代理成本之间的相互作用关系,进一步构建模型(6)与模型(7),深入剖析代理成本在短贷长投策略与重资产企业投资效率之间是否起到了桥梁和纽带的中介作用。具体拓展模型构建如下:

$$AC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUM_SDLI_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Inveffi_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUM_SDLI_{i,t} + \beta_2 AC_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Overinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUM_SDLI_{i,t} + \beta_2 AC_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中,*AC* 为企业代理成本。本文使用 Singh 和 Davidson 的方法^[30],以总资产周转率来度量代理成本,总资产周转率越高,代理成本越低,反之越高。

本文预计若假设 H2 成立,则拓展模型(5)中 *DUM_SDLI_{i,t}* 的系数 α_1 显著为负,拓展模型(6)和模型(7)中 *AC_{i,t}* 的系数 β_2 均显著为负,且 $\alpha_1 \times \beta_2$ 与 β_1 同号,这代表企业代理成本在短贷长投降低重资产企业投资效率的影响中起到了部分中介的作用。

4. 调节变量

本文引入 Hadlock 和 Pierce 构造的 SA 指数作为评估企业融资约束程度的指标^[31],相较于传统的 KZ 指数等衡量方式,SA 指数展现出更高的外生性特质与较低的内生性干扰,从而能够更为精准地刻画

企业所面临的融资约束实际状况。为验证 SA 指数在短贷长投与重资产企业投资效率间的调节效应,构建计量模型(8)如下:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUM_SDLI_{i,t} + \beta_2 SA_{i,t} + \beta_3 DUM_SDLI \times SA_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t}$$

(8)

$Y_{i,t}$ 作为综合性因变量,其取值分别对应 $Inveffi_{i,t}$ 、 $Overinv_{i,t}$ 及 $Underinv_{i,t}$,将三者依次代入模型中分别检验融资约束在其中的调节效应。本文预计若假设 H3 成立,模型中交叉项系数 β_3 应显著为正。

5. 控制变量

$Control$ 为控制变量, $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。 i 代表企业, t 代表年度,本文加入了一系列可能影响企业短贷长投的重要因素作为控制变量,具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	$Inveffi$	非效率投资	回归残差的绝对值
	$Overinv$	过度投资	回归残差大于 0 的部分
	$Underinv$	投资不足	回归残差小于 0 的部分取绝对值
解释变量	$SDLI$	短贷长投	基于“资金缺口”测度,资金缺口越大,短贷长投行为越严重
	DUM_SDLI	短贷长投哑变量	$SFLI > 0$, 则 DUM_SFLI 为 1,反之 DUM_SFLI 为 0
中介变量	AC	代理成本	主营业务收入/总资产
调节变量	SA	融资约束	$SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$ SA 值越高,表明企业融资约束程度越高
	Age	企业年龄	$Ln(1 + \text{观测年度} - \text{上市年份})$
控制变量	$Size$	企业规模	$Ln(\text{期末总资产})$
	Lev	资本结构	资产负债率
	Roa	盈利能力	净利润/总资产
	$Indboard$	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
	$Institution$	机构投资者持股比例	机构投资者持股数/总股数
	$Board$	董事规模	董事会人数的自然对数

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计与相关性分析

从表 2 数据可知,全样本范围内非效率投资规模($Inveffi$)的平均值为 0.051,中位数则为 0.039,表明样本企业总体在投资效率上普遍未能达到最优状态,存在一定程度上的投资低效现象。同时,标准差为 0.050 揭示了不同企业间投资效率存在较大的差异性。由表 3 分组样本描述来看,重资产企业的非效率投资均值达到了 0.055,且标准差为 0.056,两项指标均超过了全样本水平,显示出该行业内企业投资效率的离散度较大且整体效率偏低。相比之下,轻资产行业的非效率投资均值较低,为 0.0470,标准差也较小,反映出该行业企业在投资效率上表现更为稳定。其次,全样本短贷长投($SDLI$)均值为 -0.104,由哑变量(DUM_SDLI)均值与标准差可知,样本研究期内约有

表 2 全部样本描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$Inveffi$	9249	0.0510	0.0500	0.0390	0.00100	0.298
$Overinv$	3412	0.0660	0.0750	0.0400	0	0.356
$Underinv$	5837	0.0420	0.0290	0.0380	0.00100	0.137
$SDLI$	9249	-0.104	0.194	-0.0680	-1.040	0.240
DUM_SDLI	9249	0.254	0.435	0	0	1
AC	9249	0.651	0.446	0.547	0.0810	2.494
SA	9249	-3.709	0.227	-3.713	-4.392	-2.959
Age	9249	2.253	0.631	2.398	1.099	3.258
$Size$	9249	22.25	1.306	22.04	20.13	26.75
Lev	9249	0.457	0.207	0.460	0.0690	0.885
Roa	9249	0.0390	0.0490	0.0340	-0.179	0.187
$Indboard$	9249	0.371	0.0540	0.333	0.182	0.800
$Institution$	9249	50.49	24.22	52.88	0.659	96.00
$Board$	9249	2.171	0.197	2.197	1.609	2.708

25.4%的企业存在短贷长投行为且错配水平差异较大,表示上市公司普遍选择债务期限错配的融资策略,本文自变量衡量分布特性与盛明泉和钟凯^[6,17]等前人的研究基本相符,控制变量分布亦与既有文献相似,保持了良好的一致性。最后,进一步将非效率投资分为过度投资与投资不足,两类现象占比约为4:6,分组结果显示非效率投资主要体现在过度投资方面,且在重资产行业占比更高,均值为0.071。

由 Pearson 相关系数检验可知,短贷长投与重资产企业非效率投资之间存在显著正相关关系,反之与企业代理成本在 5% 水平上显著负相关,进一步揭示了短贷长投通过加剧代理成本,间接降低重资产企业投资效率。经检验,模型中所有变量的方差膨胀因子(VIF)均保持在 10 以下,说明模型内部未出现显著的多重共线性问题,确保了变量间的独立性及模型分析的有效性和可靠性。

表 3 轻重资产行业分组样本描述性统计

	重资产样本						轻资产样本					
	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Inveffi</i>	3922	0.0550	0.0560	0.0400	0.00100	0.298	5327	0.0470	0.0450	0.0380	0.00100	0.298
<i>Overinv</i>	1924	0.0710	0.0750	0.0470	0	0.356	1487	0.0590	0.0740	0.0330	0	0.356
<i>Underinv</i>	1997	0.0410	0.0290	0.0360	0.00100	0.137	3839	0.0430	0.0290	0.0390	0.00100	0.137
<i>SDLI</i>	3922	-0.0790	0.170	-0.0580	-1.040	0.240	5327	-0.122	0.208	-0.0760	-1.040	0.240
<i>DUM_SDLI</i>	3922	0.281	0.450	0	0	1	5327	0.234	0.423	0	0	1
<i>AC</i>	3922	0.646	0.415	0.557	0.0810	2.494	5327	0.656	0.467	0.538	0.0810	2.494
<i>SA</i>	3922	-3.708	0.227	-3.714	-4.392	-2.959	5327	-3.710	0.228	-3.712	-4.392	-2.959
<i>Age</i>	3922	2.295	0.599	2.485	1.099	3.258	5327	2.222	0.652	2.398	1.099	3.258
<i>Size</i>	3922	22.44	1.373	22.23	20.13	26.75	5327	22.11	1.235	21.91	20.13	26.75
<i>Lev</i>	3922	0.485	0.189	0.494	0.0690	0.885	5327	0.436	0.217	0.424	0.0690	0.885
<i>Roa</i>	3922	0.0290	0.0500	0.0270	-0.179	0.187	5327	0.0460	0.0480	0.0390	-0.179	0.187
<i>Indboard</i>	3922	0.367	0.0510	0.333	0.182	0.667	5327	0.374	0.0570	0.333	0.182	0.800
<i>Institution</i>	3922	53.04	23.43	55.97	0.659	96.00	5327	48.60	24.61	50.00	0.659	96.00
<i>Board</i>	3922	2.206	0.199	2.197	1.609	2.708	5327	2.145	0.191	2.197	1.609	2.708

注:为方便理解,将衡量投资不足的回归残差取绝对值,表示投资不足的程度。

(二) 基准回归分析

表 4 中,列(1)、列(4)、列(7) 分别展示了模型(1) 的回归分析结果,针对全样本数据,结果显示短贷长投行为与企业非效率投资之间存在显著的正向关系,即该行为显著降低了企业投资效率,具体表现为促进了过度投资现象的发生,并抑制投资不足。进一步,列(2)、列(5)、列(8) 与列(3)、列(6)、列(9) 分别对应于模型(2) 与模型(3) 的回归结果,通过分组回归分析发现,短贷长投对重资产企业非效率投资的正向影响在 1% 的水平上显著为正,且对加剧过度投资(*Overinv*) 的效应更为突出。具体而言,当 *DUM_SDLI* 增加时,*Overinv* 也呈现上升趋势,这表明在重资产企业中,企业可能更倾向于将短期贷款来用于长期投资,从而导致过度投资现象的出现。然而,在投资不足(*Underinv*) 方面,*DUM_SDLI* 的影响并不显著,这可能是因为重资产企业通常具有较大的规模和较强的融资能力,即使面临短期贷款压力,也能够通过其他渠道获得资金来支持投资。这一发现支持了假设 H1。相反,轻资产行业在短贷长投与投资效率的关系中展现异质性模式,其中短贷长投对非效率投资的影响在 1% 显著性水平上呈负相关,表明该策略对轻资产行业的投资效率具有正向提升作用。通过比较回归的分组结果,本文发现短贷长投对企业非效率投资的影响在不同资产类型的企业中差距较大,短贷长投对降低企业投资效率的消极影响在重资产行业中更为凸显。

表4 基准回归结果

	全样本			重资产			轻资产		
	(1) <i>Inveffi</i>	(2) <i>Overinv</i>	(3) <i>Underinv</i>	(4) <i>Inveffi</i>	(5) <i>Overinv</i>	(6) <i>Underinv</i>	(7) <i>Inveffi</i>	(8) <i>Overinv</i>	(9) <i>Underinv</i>
<i>DUM_SDLI</i>	0.004 ** (2.49)	0.005 * (1.69)	-0.003 *** (-2.91)	0.015 *** (6.14)	0.018 *** (4.62)	-0.003 (-1.46)	-0.006 *** (-4.20)	-0.016 *** (-3.62)	-0.004 *** (-3.45)
<i>Age</i>	-0.003 ** (-2.49)	-0.012 *** (-4.55)	0.008 *** (9.52)	-0.009 *** (-4.02)	-0.015 *** (-4.51)	0.008 *** (5.30)	0.001 (1.06)	-0.009 ** (-2.44)	0.008 *** (8.87)
<i>Size</i>	-0.002 *** (-2.89)	-0.002 (-0.97)	-0.002 *** (-5.11)	-0.002 (-1.62)	-0.002 (-0.90)	-0.004 *** (-4.34)	-0.002 ** (-2.48)	-0.000 (-0.07)	-0.002 *** (-3.96)
<i>Lev</i>	0.019 *** (4.23)	0.041 *** (3.62)	0.005 (1.48)	0.041 *** (5.10)	0.059 *** (3.97)	0.006 (1.13)	0.011 ** (2.09)	0.030 * (1.81)	0.004 (1.08)
<i>Roa</i>	0.057 *** (3.67)	0.129 *** (3.37)	-0.007 (-0.65)	0.199 *** (7.52)	0.338 *** (6.47)	-0.022 (-1.27)	-0.016 (-0.84)	-0.029 (-0.51)	-0.022 * (-1.74)
<i>Indboard</i>	0.005 (0.44)	0.022 (0.74)	0.003 (0.32)	-0.000 (-0.01)	-0.002 (-0.05)	-0.000 (-0.02)	0.007 (0.49)	0.036 (0.84)	0.005 (0.50)
<i>Institution</i>	0.000 ** (1.97)	0.000 * (1.78)	-0.000 (-0.76)	0.000 * (1.90)	0.000 (1.29)	0.000 (0.55)	0.000 (0.88)	0.000 (1.36)	-0.000 (-1.08)
<i>Board</i>	-0.007 ** (-2.16)	-0.007 (-0.89)	-0.004 * (-1.65)	-0.016 *** (-2.90)	-0.022 ** (-2.16)	-0.004 (-1.06)	-0.006 (-1.40)	-0.005 (-0.36)	-0.002 (-0.64)
<i>_cons</i>	0.097 *** (6.42)	0.103 *** (2.71)	0.082 *** (7.58)	0.115 *** (4.66)	0.142 *** (3.06)	0.111 *** (5.85)	0.090 *** (4.96)	0.076 (1.13)	0.070 *** (5.73)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	9249	3412	5837	3922	1922	1995	5327	1482	3839
R-squared	0.065	0.073	0.168	0.119	0.160	0.142	0.093	0.105	0.232
<i>r</i> ² _a	0.0573	0.0534	0.158	0.103	0.130	0.114	0.0811	0.0654	0.217
F	4.331	5.477	16.99	10.74	9.448	6.700	3.987	3.264	15.61
		重资产 <i>Inveffi</i>	轻资产 <i>Inveffi</i>	重资产 <i>Overinv</i>	轻资产 <i>Overinv</i>	重资产 <i>Underinv</i>	轻资产 <i>Underinv</i>		
组间差异 P 值	0.000 ***			0.000 ***			0.262		

注:系数组间差异检验的P值采用费舍尔组合检验自体抽样(Bootstrap)1000得到。

(三) 中介效应分析

本文借鉴温忠麟与叶宝娟的中介效应逐步检验法^[29],旨在验证代理成本是否在短贷长投对企业投资效率产生影响的过程中扮演了中介角色。表5揭示了模型(1)关于短贷长投与重资产企业非效率投资的回归结果,列(1)表示未纳入控制变量时,短贷长投对重资产企业非效率投资的影响显著为正,列(2)加入控制变量后,该正向关系依然稳健显著。此外,列(4)是模型(5)的回归结果,可知短贷长投与企业代理成本在5%水平上显著负相关,这表明需要进一步验证短贷长投和代理成本同时在模型中对重资产企业投资效率的影响。并且与列(1)相比,列(2)、列(3)中回归模型在R²值上有所上升,表明模型对样本数据拟合优度提高,一定程度验证了模型设计的合理性。列(3)显示,短贷长投显著提升重资产企业非效率投资,尤其表现为过度投资,且此影响通过增加代理成本而加剧。即代理成本在二者之间起到了部分中介效应,假设H2得以验证。进一步检验回归对比发现,代理成本的中介效应在全样本和轻资产行业中并不成立^①。综上所述,短贷长投通过加剧股东和债权人之间的利益冲突、刺激管理层短视行为、增加监督成本和担保成本等方式增加企业的代理成本,而代理成本的增加可能又通过抑制投资意愿、扭曲投资决策和抑制创新活动等方式降低重资产企业的投资

①限于篇幅,全样本和轻资产样本的中介效应检验结果未列示,留存备索。

效率。为验证研究结论的可靠性,本文继续使用中介检验效力更高的 Bootstrap 检验(1000 次抽样)和 Sobel 检验,可知,Bootstrap 中介间接效应 95% 置信区间均不包含 0,Sobel 检验 P 值显著,进一步证实了上述中介效应的存在。

表 5 重资产行业样本中介效应回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(8)	(9)	(10)	(11)
	<i>Inveffi</i>	<i>Inveffi</i>	<i>Inveffi</i>	<i>AC</i>	<i>Overinv</i>	<i>Overinv</i>	<i>Overinv</i>	<i>Underinv</i>	<i>Underinv</i>	<i>Underinv</i>
<i>DUM_SDLI</i>	0.009 *** (4.09)	0.015 *** (6.14)	0.014 *** (5.97)	-0.032 ** (-2.40)	0.011 *** (2.95)	0.018 *** (4.62)	0.017 *** (4.34)	-0.001 (-0.63)	-0.003 (-1.46)	-0.003 (-1.43)
<i>AC</i>			-0.020 *** (-5.77)				-0.034 *** (-5.78)			-0.002 (-0.80)
<i>_cons</i>	0.053 *** (45.13)	0.115 *** (4.66)	0.139 *** (5.70)	1.190 *** (4.30)	0.067 *** (30.22)	0.142 *** (3.06)	0.175 *** (3.78)	0.041 *** (48.23)	0.111 *** (5.85)	0.113 *** (5.85)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3922	3922	3922	4133	1922	1922	1922	1995	1995	1995
R-squared	0.087	0.119	0.132	0.376	0.116	0.160	0.181	0.108	0.142	0.142
<i>r</i> ² _a	0.0725	0.103	0.117	0.364	0.0871	0.130	0.151	0.0825	0.114	0.114
F	16.71	10.74	12.10	14.19	8.683	9.448	11.94	0.397	6.700	5.972
Sobel 检验	1.977 **			Sobel 检验	2.105 **					
Bootstrap 检验	P > z	95% 置信区间		Bootstrap 检验	P > z	95% 置信区间				
间接效应	0.041	[0.0000242 0.00113636]		间接效应	0.032	[0.0001125 0.0025534]				
直接效应	0.000	[0.0093283 0.0179725]		直接效应	0.000	[0.0096516 0.0246244]				

(四) 调节效应分析

由模型(8)回归结果可知,融资约束对短贷长投与重资产企业投资效率的关系起到了一定的调节作用,交叉项(*DUM_SDLI* × *SA*)回归系数为 0.035 且在 1% 水平上显著正相关,假设 H3 得以验证。具体表现为,当融资渠道受限和融资成本上升时,重资产企业倾向于利用短期贷款进行长期投资,以缓解资金压力,但此策略往往导致投资决策偏离最优水平,造成非效率投资,从而增加过度投资的风险。

(五) 异质性分析^①

股权集中度是衡量企业内部权力分布的重要指标,股权集中度高的企业与股权集中度低的企业无论是在公司治理结构、决策效率还是在内部监督机制及风险承担等方面都有着明显不同,因此其在投融资决策上所采取的策略也会有所差异,所表现的投资行为也会有所异化。股权集中度分组回归揭示了股权集中度对短贷长投与重资产企业投资效率间关系的影响。实证结果显示,相较于高股权集中度企业,低集中度情境下,短贷长投对重资产企业投资效率的负面效应更为凸显,其影响主要体现于加剧企业的过度投资倾向。在高股权集中度的重资产企业中,控股股东因掌握较大的管理话语权,往往具备更强的监督动力,以减少管理层与企业间的代理摩擦,从而促使管理层决策更为审慎与合理。并且这种监督效应能够显著降低短贷长投这种非理性行为的发生频率^[9],此外,股权集中度高的企业通常能够更有效地利用自身的金融资本参与度^[13],通过产融互动的方式降低对短期借款的依赖,进而减少短贷长投的水平。而低股权集中度往往意味着企业的股权较为分散,缺乏主导性的控股股东或大股东群体,这一现象往往伴随着监督机制的相对薄弱,难以形成强有力的内部监督力量。在这种情况下,管理层可能更容易出现机会主义行为,追求个人利益而倾向于采取短贷长投这种高风险的投资方式,降低重资产企

①限于篇幅,调节效应和异质性分析检验结果未列示,留存备案。

业投资效率。

机构投资者作为资本市场的重要参与者,其关注程度常被视为衡量企业外部监督效力的关键指标。机构关注度分组回归结果表明,相较于高机构关注度的样本,在低关注度情境下,短贷长投对重资产企业投资效率的削弱效应更为显著。表明在外部监督较弱的环境下,管理层可能更容易受到短期财务压力或利益驱动,采取不匹配资金期限结构的融资策略以及高风险或低效投资策略,进而牺牲长期投资项目的有效性和可持续性。相反,在高机构关注样本组中,虽然短贷长投也会显著降低重资产企业投资效率,但其负面效应相对较弱,这可能是由于机构投资者较强的监督能力和信息优势,以及更为积极的股东治理行为,对企业管理层的投资决策形成了有效约束,促使管理层在投资决策时更加审慎和高效。

(六) 稳健性检验^①

1. 替换关键指标测度方式

参考 Richardson 的研究^[32],本文更换被解释变量衡量方式,为防止潜在的内生性变量问题,采用系统 GMM 模型分行业分年度回归企业最优投资水平。对模型(1)重新检验,结果显示,短贷长投(*DUM_SDLI*)与重资产企业非效率投资(*GMM_Inveffi*)的关系在模型(1)中呈现高度统计显著性,假设 H1 短贷长投与重资产企业非效率投资正相关的关系得到验证且稳健;中介效应模型(5)中的代理成本变量(*AC*)与短贷长投在 5% 的水平上显著负相关,直接效应模型(6)和模型(7)中的代理成本变量的系数显著为负、短贷长投(*DUM_SDLI*)的系数显著为正,表明代理成本的中介效应仍然成立,同样支持了假设 H2。经验证,融资约束的调节效应结果也依旧稳健。

2. 滞后解释变量与控制变量的方法

为了缓解潜在的反向因果内生性问题,即重资产企业投资效率可能反向影响短贷长投决策,本文进行了稳健性检验,具体方法是将解释变量短贷长投和控制变量均取滞后一期重新代入基础模型进行回归分析。滞后一期的处理旨在探究短贷长投对后期企业投资效率的潜在影响,同时尽可能消除当期投资效率对短贷长投的直接或即时反馈效应。回归结果显示,滞后一期的 *L. DUM_SDLI* 仍然对重资产企业投资效率(*Inveffi*)具有显著的影响,中介效应仍成立且其系数方向与预期一致,表明即使在控制了潜在的反向因果后,短贷长投策略仍然对重资产企业投资效率产生显著影响,本研究结论仍然成立。

3. 工具变量法

考虑到“短贷长投”决策还会受到一系列未观测到因素的影响,以至于模型存在不可忽视的内生性问题,故本文借鉴钟凯等人的做法^[33],选取短贷长投行业年度中值(*SDLI_Med*)作为工具变量,鉴于行业年度中值与行业虚拟变量二者间的相关性,故采用两阶段(2SLS)回归时,一阶段未纳入行业虚拟变量作为控制项,但进一步控制了个体效应。由表 6 第一阶段回归结果可知,工具变量与解释变量 *DUM_SDLI* 的回归系数显著,满足工具变量相关性要求。同时, Kleibergen-Paap rk LM 统计量 P 值均小

表 6 工具变量法内生性检验

	第一阶段 <i>DUM_SDLI</i>	第二阶段 <i>Inveffi</i>	第一阶段 <i>DUM_SDLI</i>	第二阶段 <i>Overinv</i>
<i>SDLI_Med</i>	1.164 *** (7.14)		1.542 *** (6.71)	
<i>DUM_SDLI</i>		0.019 ** (1.77)		0.016 *** (3.18)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>id</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Kleibergen-Paap rk LM		45.146 ***		39.611 ***
Kleibergen-Paap rk Wald F		50.985 [16.38]		44.976 [16.38]
Hansen J 统计 P 值		0.000		0.000
Observations	3922	3922	1922	1922
R-squared	0.265	0.022	0.341	0.014

注:[] 内为 Stock-Yogo 弱工具变量检验 10% 水平上的临界值。

^①限于篇幅,稳健性检验结果未列示,留存备案。

于0.1且F检验值大于10,故拒绝“不可识别”假设,Kleibergen-Paap rk Wald F统计量均大于10%水平上的临界值,通过弱工具变量检验,以上检验表明工具变量的选取相关且有效。由第二阶段回归可知,*DUM_SDLI*估计系数显著为正,与基准回归结果一致。两阶段回归结果表明在控制样本的内生性问题后,本文结论仍然稳健。

4. Heckman 二阶段

本文借鉴 Bartik、易行健等人的方法^[34-35],构建滞后一阶短贷长投与短贷长投在时间上一阶差分的交叉项作为工具变量(*Bartik_IV*),来纠正样本选择偏差,结果如表7所示,列(1)为 Heckman 第一阶段回归结果,*Bartik_IV*回归系数显著,表明外生变量的选择有效,列(2)和列(3)为第二阶段回归结果,表明在控制样本选择偏差的潜在影响后,短贷长投对重资产企业非效率投资和过度投资的影响依然显著为正,与基准回归结果保持一致。

5. 个体固定效应

为减少遗漏重要变量及数据波动而导致的估计偏差,本文在固定年份与行业层面后,又进一步固定了企业个体层面,对模型(1)至模型(3)重新进行回归,以提供更可靠的因果关系估计,经检验回归结果与主研究假设保持一致,本文结论仍然成立。

表7 Heckman 二阶段检验

	第一阶段	第二阶段	
	(1) <i>DUM_SDLI</i>	(2) <i>Inveffi</i>	(3) <i>Overinv</i>
<i>Bartik_IV</i>	-1.7370 ** (-2.2895)		
<i>DUM_SDLI</i>		0.0377 ** (1.9701)	0.1048 ** (2.3829)
<i>IMR</i>		0.0266 ** (2.3030)	0.0673 *** (3.1193)
<i>_cons</i>	3.5694 *** (6.4858)	-0.2783 (-1.3184)	-1.1811 *** (-2.7261)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
Observations	7427	3068	1456
R-squared	0.312	0.067	0.141

五、结论性评述

本文以2010—2022年间沪深A股上市公司按一定标准进一步划分的重资产企业为研究样本,通过探讨短贷长投与其投资效率的关系,发现该关系与企业代理成本、融资约束及股权集中度高低等密切相关。研究结果表明:短贷长投会显著降低重资产企业投资效率,主要通过提升代理成本加剧过度投资,且融资约束加剧此负面效应。不同股权集中度与机构关注度下,短贷长投对重资产非效率投资影响各异。高股权集中度能在一定程度上显著降低短贷长投这种非理性行为的发生频率及其对重资产企业投资效率产生的负面影响,而低机构关注度企业则因信息不对称与监督弱化等而致使短贷长投降低重资产企业投资效率的影响更为凸显。

综上,本文提出以下建议:第一,优化金融政策环境、加强监管与引导,推进利率市场化,使金融机构能够更灵活地定价。加强货币政策的透明度以减少政策不确定性对企业融资行为的影响。通过稳定的货币政策预期,引导重资产企业合理安排融资和投资计划,避免短期行为。支持重资产行业企业通过发行债券、股票等直接融资方式筹集资金,以降低对银行短期贷款的依赖,匹配长期资金需求。第二,重资产企业应优化投融资策略、加强内部治理与监督。首先,重资产企业应审慎评估短贷长投策略的适用性,以减少代理成本上升和过度投资风险。其次,重资产型企业需聚焦于长期项目投资及负债期限的合理性评估,通过进行全面可行性分析、实施多样化投资组合策略以控制和分散投资风险,切实增强企业投资质量与风险管理能力。最后,完善公司治理结构,增强大股东的内部监督效应,通过独立董事制度、审计委员会等,加强对管理层行为的监督,减少非理性融资与投资决策。选择高质量审计服务以提升企业财务报告的透明度和可信度。同时,积极吸引机构投资者关注,通过定期沟通、业绩说明会等方式,加强与投资者的联系,提高市场对重资产企业经营状况和战略目标的认知度。第三,盘活固有资产,对现持存量资产实施动态且高效的配置策略。在资金盈余的情形下,重资产企业不仅可通过售后回租模式来增强当期的现金流水

平,还可以通过信托融资来拓宽资金来源,减少自身资本的投入。同时,资产证券化也是重资产企业减少资本占用并优化财务结构的有效手段。通过这些策略,重资产企业能够更有效地管理和运用其资产,以提升资本效率和财务稳健性。

本研究围绕重资产企业投融资决策模式,探讨了短贷长投与投资效率的关系,得出契合行业特性的结论,但仍具进一步拓展空间。后续研究可从多视角深化二者关系的探讨。一方面,剖析不同行业特征、宏观经济周期下,短贷长投对企业投资效率差异化影响的内在机制,以此充实既有理论架构。另一方面,融合绿色金融等新兴要素,分析其对短贷长投行为及投资效率的调节作用。同时,关注宏观经济变动时短贷长投对重资产企业影响的动态走向,探索构建高效政策与企业治理协同机制,助力企业提升投资效率、实现可持续发展。

参考文献:

- [1]周茜,许晓芳,陆正飞.去杠杆,究竟谁更积极与稳妥?[J].管理世界,2020(8):127-148.
- [2]朱太辉.企业融资难融资贵问题的根源和应对研究——一个系统分析框架[J].金融与经济,2019(1):4-11.
- [3]刘贯春,叶永卫.经济政策不确定性与实体企业“短贷长投”[J].统计研究,2022(3):69-82.
- [4]刘晓光,刘元春.杠杆率、短债长用与企业表现[J].经济研究,2019(7):127-141.
- [5]王苑琢,宋晓滨,孙莹,等.中国上市公司资本效率与财务风险调查:2018[J].会计研究,2019(11):56-63.
- [6]盛明泉,任侨,鲍群.“短贷长投”与全要素生产率关系研究[J].亚太经济,2020(1):116-126.
- [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]赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等.董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J].管理世界,2019(10):160-171.
- [9]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.
- [10]方军雄.民营上市公司,真的面临银行贷款歧视吗?[J].管理世界,2010(11):123-131.
- [11]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.
- [12]李四海,江新峰.通货膨胀预期与企业投融资期限错配[J].经济管理,2021(3):129-144.
- [13]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(3):46-53.
- [14]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(4):40-46.
- [15]Campello M, Giambona E, Graham J R, et al. Liquidity management and corporate investment during a financial crisis[J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24(6): 1944-1979.
- [16]郭瑾,刘志远,彭涛.银行贷款对企业风险承担的影响:推动还是抑制?[J].会计研究,2017(2):42-48.
- [17]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.
- [18]李逸飞,李茂林,李静.银行金融科技、信贷配置与企业短债长用[J].中国工业经济,2022(10):137-154.
- [19]Gopalan R, Song F, Yerramilli V. Debt maturity structure and credit quality[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014, 49(4): 817-842.
- [20]王百强,鲍睿,李馨子,等.控股股东股权质押压力与企业短贷长投:基于质押价格的经验研究[J].会计研究,2021(7):85-98.
- [21]刘丽娜,郭威.短贷长投、会计信息质量与企业投资效率[J].财会月刊,2023(10):50-57.
- [22]袁媛.我国企业重资产化的态势分析及其财务风险管控[J].财会月刊,2013(3):5-8.
- [23]王芳.对重资产单位提升营运能力的几点建议[J].中国总会计师,2020(9):161-163.
- [24]Goyal V K, Wang W. Debt maturity and asymmetric information: Evidence from default risk changes[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013, 48(3): 789-817.
- [25]童盼.负债期限结构与企业投资规模——来自中国A股上市公司的经验研究[J].经济科学,2005(5):93-101.
- [26]李小荣,张瑞君.股权激励影响风险承担:代理成本还是风险规避?[J].会计研究,2014(1):57-63.
- [27]Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J].

- Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187–221.
- [28] Chen F, Hope O K, Li Q, et al. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets[J]. The Accounting Review, 2011, 86(4): 1255–1288.
- [29] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014(5): 731–745.
- [30] Singh M, Davidson III W N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. Journal of Banking & Finance, 2003, 27(5): 793–816.
- [31] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909–1940.
- [32] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159–189.
- [33] 钟凯, 邓雅文, 董晓丹. 短贷长投与企业风险[J]. 财务研究, 2019(6): 94–104.
- [34] Bartik T. How do the effects of local growth on employment rates vary with initial labor market conditions[R]. Upjohn Working Paper, 2009.
- [35] 易行健, 周利. 数字普惠金融发展是否显著影响了居民消费——来自中国家庭的微观证据[J]. 金融研究, 2018(11): 47–67.

[责任编辑: 高 婷]

Short-Term Loans for Long-Term Investments, Agency Cost and Investment Efficiency of Heavy Asset Enterprises

ZHAO Yuzhen, FU Meiqi

(Inner Mongolia University of Technology, School of Economics and Management, Hohhot 010051, China)

Abstract: The article is based on the data of A-share heavy asset enterprises in Shanghai and Shenzhen from 2010 to 2022, and uses the double fixed-effect model to deeply analyze the impact mechanism of short-term loans for long-term investments on the investment efficiency of heavy asset enterprises from the perspectives of agency costs and financing constraints. The study found that short-term loans for long-term investments is significantly positively correlated with heavy asset enterprise inefficient investments, with agency costs serving as a mediator between the two, and financing constraints playing a moderating role. Short-term loans for long-term investments increase agency costs, thereby lowering the investment efficiency of heavy asset enterprises, especially exacerbating over-investment tendencies. Moreover, the impact of short-term loans for long-term investments on the investment efficiency of heavy asset enterprises is more severe as financing constraints are higher. Further research shows that heavy asset enterprises with high ownership concentration can effectively inhibit the negative impact of short-term loans and long-term investments compared with heavy asset enterprises with low ownership concentration; The positive effect of short-term loans and long-term investments on the investment inefficiency of heavy asset enterprises varies across institutional attention groups, and the positive effect is stronger in the low institutional attention group. The conclusion of the study, provides new ideas and empirical support for heavy asset enterprises to optimise their financing structure, strengthen their risk management, and efficiently carry out their investment and financing activities, and is of some revelation to the improvement of the regulatory measures of the financing environment in the market and the optimisation of financial and credit resource allocation.

Key Words: short-term loans for long-term investments; enterprise investment efficiency; agency costs; financing constraints; ownership concentration; institutional attention