

风险资本持股与企业短贷长投

范 润¹, 翟淑萍², 孙佳豪²

(1. 扬州大学 商学院, 江苏 扬州 225127; 2. 天津财经大学 会计学院, 天津 300222)

[摘 要]在防范化解重大风险的背景下,探究风险资本如何缓解企业短贷长投具有重要意义。选取 2010—2023 年沪深 A 股上市公司为研究样本,实证检验了风险资本持股对企业短贷长投的影响。研究发现:风险资本持股可以有效缓解企业短贷长投程度。机制检验表明,风险资本可以发挥增值服务和监督控制作用,通过提高企业长期借款可得性、抑制企业过度投资从而抑制企业短贷长投。结合风险资本特征研究发现,参与度较高、声誉较高以及联合投资的风险资本能够强化对企业短贷长投的抑制作用。异质性分析发现,在企业信息透明度较低、公司治理水平较低以及地区银行竞争程度较低的企业中,风险资本对企业短贷长投的抑制作用更显著。研究结论拓展了风险资本领域以及短贷长投领域的研究范畴,为我国企业如何缓解短贷长投问题提供了参考,同时为我国持续大力发展风险资本提供了经验证据。

[关键词]风险资本;短贷长投;长期借款;过度投资;信息透明度;公司治理;银行竞争

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2025)05-0090-10

一、引言

党的十八大以来,习近平总书记高度重视防范化解重大经济金融风险,明确把强化监管、提高防范化解金融风险能力作为做好金融工作的重要原则之一。为此,各级政府着力实施了一系列强有力的去杠杆政策,要求去除企业的不合理负债,以保证企业的平稳健康发展。国家金融与发展实验室(NIFD)的统计数据显示,中国非金融企业杠杆率稳中有降,去杠杆政策自 2017 年以来取得了显著成效。值得关注的是,我国债务规模中短期债务占较大比例且短期债务的增长速率远高于长期债务,其中长期债务规模显著低于长期资产规模,这意味着中国企业普遍存在“短贷长投”现象,具有较为严重的投融资期限结构性错配问题。期限匹配理论认为,企业投资回收期限应与融资期限相匹配,但是中国金融系统发展滞后,信息透明度较低,银行出于风险考虑,往往只愿意提供短期信贷,导致长期资金的供给严重短缺,故企业进行长期投资只能借助于滚动的短期融资,从而造成企业普遍存在用短期融资支持长期投资的期限错配现象^[1]。此时,倘若投资项目后期的盈利能力无法满足企业续借时的还款要求,资金链就极有可能断裂。这不仅会让企业陷入财务危机,还会借助债务违约风险向整个金融体系蔓延,进而导致市场出现动荡局面。因此在中国经济新常态背景下,深入探究企业短贷长投的影响因素及其作用机理,对降低宏观金融体系风险、保障微观企业高质量发展,具有重要的理论和现实意义。

短贷长投作为企业被动接受的决策结果,是一种激进型的投融资财务策略。已有研究主要从货币政策适度水平^[2]、利率市场化^[3]、银行业竞争^[4]等宏观环境因素,以及产融结合^[5]、董事高管责任保险^[6]、供应链透明度^[7]等公司特征因素为缓解企业短贷长投提供了可行路径。然而,尚未有文献从风险资本视角展开研究。而最早起源于美国的风险投资,随着互联网信息产业的快速发展及跨国投资的

[收稿日期]2025-03-06

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(71972140);2024 年天津市哲学社会科学规划基金重点项目(TJGL24-015)

[作者简介]范润(1996—),男,江苏海安人,扬州大学商学院讲师,主要研究方向为资本市场与公司财务,邮箱:ffarris@163.com;翟淑萍(1975—),女,天津市人,天津财经大学会计学院教授,博士生导师,主要研究方向为资本市场与公司财务;孙佳豪(1998—),男,河北石家庄人,天津财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为资本市场与公司财务。

兴盛,其正在全球范围内迅速扩张,因其投资偏好及方式的特殊性,各国纷纷将其作为解决高科技企业与中小规模企业融资问题的重要途径。与此同时,我国风险投资机构的数量与投资金额呈现出逐年递增的态势,逐步成长为我国资本市场中一股不可忽视的关键力量。现有研究普遍认为,风险资本分别对企业的融资行为和投资活动产生了积极影响。例如,风险资本所具有的广泛社会关系网络有助于企业信息传递,降低企业信息不对称程度^[8-9],并发挥认证作用,使得银行向企业发放贷款的意愿增强,从而缓解企业融资约束^[10]。同时,风险资本通过发挥监督控制作用可以降低企业代理成本,提高企业资金使用效率,抑制企业金融化^[11]。那么值得思考的是,风险资本能否同时从融资和投资两个角度影响企业的投融资期限的匹配程度,进而纾解企业短贷长投?现有研究对此尚缺乏探讨。

本文可能的研究贡献主要体现在以下几个方面:第一,从风险投资视角探讨其对企业投融资期限错配的影响,拓展了企业短贷长投的影响因素研究,为解决我国企业短贷长投现象提供新的思路。第二,丰富了风险资本持股经济后果的研究,为分析风险资本持股对企业投融资活动的影响提供新的见解,也在一定程度上补充了股权结构与企业投融资决策的相关研究。第三,深入剖析了风险资本持股影响企业短贷长投的影响路径和异质性情境,有助于深入理解风险资本持股对企业投融资决策影响的内在机制,也对如何保护我国企业健康发展,维持我国经济活力具有重要意义。

二、理论分析与假设提出

Morris 提出的期限匹配理论认为,资产与债务的期限应当相互匹配,以此规避因资产产生的现金流无法偿付债务利息而引发的风险^[12]。而在实践中,企业短贷长投现象普遍存在,现有文献为此分别从信贷需求和信贷供给角度提供了解释。信贷需求理论认为,由于短期债务有助于增加融资成功概率、降低融资成本,并且新借贷合约的签订往往需要对企业经营状况进行重新核查与评估,这能帮助股东对企业管理层实施有效监督,进而降低委托代理成本^[13],因此,短贷长投可能是企业有意为之。信贷供给理论则认为,信贷供给方在长期信贷资金上供给不足,导致企业不得不将短期融资投入长期投资中^[1]。其背后的原因包括:长期信贷资金所能带来的溢价难以弥补信贷供给方的流动性偏好,致使金融市场上长期信贷资金的供给受到限制;信贷供给方与企业之间存在严重的信息不对称,这使得前者更倾向于发放短期债务以把控信贷风险^[14];此外,信贷供给方可借助短期债务合约的重新签订,通过审查和评估企业经营状况来管控企业的道德风险^[15]。然而,结合中国制度背景开展的经验研究大多认同信贷供给理论,认为金融市场结构不完备、利率期限结构不合理、货币政策不稳定等制度缺陷致使企业长期投资的融资需求无法得到满足,由此产生的债务期限短期化将导致企业短贷长投行为趋于增加^[1,4,13]。

短贷长投主要涉及融资活动和投资活动的期限匹配问题,因此探索如何缓解短贷长投可以分别从融资视角和投资视角展开分析。从融资视角出发,解决短贷长投问题的关键在于提高企业长期借款可得性,以便企业投融资期限相匹配。第一,基于债务期限结构的信息不对称理论,提供短期债务是金融机构应对信息不对称的主要手段之一^[15],而风险资本持股有利于降低融资中的信息不对称问题。其一,风险资本可以利用行业专长帮助企业建立更加完善的治理结构^[16],定期审核企业财务报表,促进职业经理人及时披露企业重大事项^[9],这可以提高企业信息披露水平,有利于企业获得更多的长期债务。其二,风险资本具有认证作用。风险资本非常重视自己耗费巨大成本建立的声誉,他们知道一旦声誉受损会丧失未来大量的合作机会,继而可能会遭受市场的严厉惩罚^[17],因此外部投资者往往认为风险资本是更积极的投资者^[18],其对风险资本所传递出来的关于公司质量的信息也更为信任。可见,风险资本这一认证作用能够向市场传递该企业质量较好的信号,这有利于缓解企业融资中的信息不对称,提高银行进行长期借贷的意愿。其三,风险资本利用其社会资本,将自己所拥有的社会资源应用到企业中,使得企业快速融入社会网络关系中去,有助于其获得广泛的关注,同时关系网络具有信息交流传播功能^[8,19],可以缓解企业融资中的信息不对称,使企业获取更多的长期债务。因此,风险资本持股可以通

过缓解信息不对称,提高企业长期借款可得性,最终抑制短贷长投。第二,风险资本持股可以提高企业对银行的吸引力。一方面,风险资本利用其社会网络增强企业后续融资能力,加强企业与其他公司和专业机构的沟通合作,有利于企业获得更多的资源,实现企业的迅速增值^[20]。另一方面,风险资本通过向企业直接派驻高管,利用自身行业专长等方式积极参与被投资企业的经营管理活动为企业创造价值,有利于提高企业经营绩效,改善企业盈利能力^[19,21]。这使得企业对银行的吸引力增强,激励银行通过延长债务期限来争夺、锁定客户^[22]。因此,风险资本持股可以使得企业获得更多的资源,同时改善企业盈利能力,进而提高企业对银行的吸引力,提高企业长期借款可得性,从而缓解短贷长投。

从投资视角出发,过度投资意味着企业的非效率投资过多,即便企业获得了部分长期贷款,也不足以弥补快速扩张的投资需求。因此,降低企业的过度投资行为也能抑制企业短贷长投,从而减小企业错配投融资期限的可能。风险资本具有监督控制作用,可以缓解代理问题,进而抑制过度投资,缓解短贷长投。首先,委托代理理论认为,由于所有权与管理权相分离,管理者与股东利益目标并不一致,管理层会基于构建个人帝国、追求短期利益、职业发展规划等自利动机进行投资扩张,从而导致过度投资^[23]。而风险资本可以通过股权激励计划、聘任或解聘 CEO 等方式对高管进行激励和监督,增强管理层与投资者的利益一致性,抑制管理层自利动机^[24],并且这种效应在风险资本持股比例较高时效果更强^[25]。不仅如此,风险资本持股比例较高时,其企业中的话语权更高,监督作用更强,更易控制代理成本^[26],同时可以更好地抑制管理层滥用自由现金流进行过度投资的行为,进而抑制短贷长投。其次,风险资本可以通过参与公司治理制衡大股东。第二类代理理论指出,大股东与中小股东的利益冲突往往使企业更注重追求企业规模和投资规模的扩大,以此增加大股东控制的资源,并会通过盲目的多元化投资或以关联投资等方式将资金转入大股东囊中,即大股东会倾向于利用控制权侵害中小股东的利益,进而导致过度投资^[27]。而风险资本通常会谋求企业董事会席位,以强化其企业董事会中的地位和作用,这增加了企业董事会外部董事的人数,使董事会独立性增强,减少了大股东通过过度投资侵占中小股东利益的可能^[9]。同时,不同于其他投资者的“搭便车”行为,风险资本参与企业治理的积极性更高,通过列席董事会获得更多关于企业发展的真实信息,利用自己的专业知识对企业投资行为进行判断,也使得大股东利用私有信息侵占小股东利益的机会更少^[26],从而抑制过度投资,缓解企业短贷长投。

据此,本文提出假设 H。

假设 H: 风险资本持股能有效缓解企业短贷长投程度。

三、研究设计

(一) 数据来源

本文选取 2010—2023 年沪深 A 股上市数据作为研究样本,并作如下处理:(1)剔除金融公司样本;(2)剔除 IPO 年度、ST、*ST 类公司样本;(3)剔除样本期间关键数据缺失样本;(4)由于变量异常值可能对回归结果产生影响,本文对连续数据作上下 1% 分位缩尾。经过上述处理后得到最终样本 32866 个。本文风险投资机构数据来源于 CVSource 投资数据库、清科私募通及 Wind 数据库,其余公司财务数据均来于 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

1. 企业短贷长投

参照刘晓光和刘元春的做法^[28],本文利用短期负债比例(短期负债/总负债)与短期资产比例(短期资产/总资产)之差来衡量企业的短贷长投(*SDLA*),指标数值越大意味着企业短贷长投的程度越高。

2. 风险资本持股

参照强皓凡等的研究^[10],风险资本持股(*VC*)是衡量上市企业前十大股东中是否有风险资本投资的虚拟变量,企业前十大股东中有风险资本投资时取值为 1,否则为 0。

3. 控制变量

本文选择公司规模(*Size*)、资产负债率(*LEV*)、净资产收益率(*ROE*)、两职合一(*Dual*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Inditor*)、投资机会(*TobinQ*)、管理层持股(*Manager*)、机构投资者持股(*Ins*)、股权集中度(*Top1*)、股权再融资(*Seo*)、金融发展水平(*FDL*)、GDP 增长率(*GDP*)、金融监管强度(*Supervision*)作为控制变量,并控制了行业(*Industry*)和年份(*Year*)固定效应。变量具体衡量方法如表1所示。

表1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	短贷长投	<i>SDLA</i>	短期负债/总负债 - 短期资产/总资产
解释变量	风险资本持股	<i>VC</i>	前十大股东中是否有风险资本持股,是取1,否则为0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	总资产取自然对数
	资产负债率	<i>LEV</i>	总负债/总资产
	净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/股东权益
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理是否兼任,是取1,否则为0
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	<i>Inditor</i>	独立董事人数/董事会总人数
	投资机会	<i>TobinQ</i>	市值/总资产
	管理层持股	<i>Manager</i>	管理层持股数量/总股数
	机构投资者持股	<i>Ins</i>	前十大股东中机构投资者持股数量/总股数
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
	股权再融资	<i>Seo</i>	(增发净额 + 配股总额)/总资产
	金融发展水平	<i>FDL</i>	各省金融机构各项贷款余额/各省 GDP
	GDP 增长率	<i>GDP</i>	(所在省当期 GDP - 上期 GDP)/上期 GDP
	金融监管强度	<i>Supervision</i>	各省金融监管支出/金融业增加值

(三) 模型设定

为了检验风险资本持股对企业短贷长投的影响,本文设置如下回归模型:

$$SDLA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 VC_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量为企业短贷长投(*SDLA*),解释变量为风险资本持股(*VC*),其他为控制变量(*Controls*), $\varepsilon_{i,t}$ 为扰动项。若假设 H 成立,即风险资本持股缓解了企业短贷长投程度,则模型(1)中 *VC* 的回归系数 α_1 应显著为负。

表2 各变量描述性统计

变量名称	样本量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>SDLA</i>	32866	0.255	0.250	0.178	-0.216	0.700
<i>VC</i>	32866	0.259	0	0.438	0	1
<i>Size</i>	32866	22.205	22.022	1.246	19.960	26.168
<i>LEV</i>	32866	0.413	0.406	0.199	0.056	0.893
<i>ROE</i>	32866	0.052	0.067	0.144	-0.860	0.315
<i>Dual</i>	32866	0.295	0	0.456	0	1
<i>Board</i>	32866	2.237	2.303	0.176	1.609	2.944
<i>Inditor</i>	32866	0.376	0.357	0.053	0.333	0.571
<i>TobinQ</i>	32866	2.077	1.654	1.318	0.842	8.579
<i>Manager</i>	32866	0.139	0.011	0.195	0	0.677
<i>Ins</i>	32866	0.430	0.443	0.248	0.004	0.913
<i>Top1</i>	32866	0.335	0.312	0.147	0.084	0.738
<i>Seo</i>	32866	0.007	0	0.041	0	0.306
<i>FDL</i>	32866	1.507	1.436	0.493	0.552	2.615
<i>GDP</i>	32866	0.088	0.085	0.051	-0.052	0.237
<i>Supervision</i>	32866	0.008	0.005	0.009	0.001	0.090

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

主要变量的描述性统计分析如表2所示,短贷长投程度(*SDLA*)均值为0.255,中位数与平均值接近,最小值为-0.216,最大值为0.700,说明我国上市公司普遍存在短贷长投现象,且不同公司之间短贷长投程度存在较大差异;风险资本持股(*VC*)均值为0.259,表明上市公司前十大股东中含有风险投资机构的比例为25.9%。其他变量的分布与既有文献基本一致,均在合理范围内。

(二) 回归结果

表3为风险资本持股(*VC*)对企业短贷长投(*SDLA*)的基准回归结果。其中,列(1)未加入任何控制变量的结果显示,风险资本持股(*VC*)的回归系数为-0.007,在1%水平上显著。这说明风险资本持股

有利于缓解企业短贷长投程度。列(2)在列(1)的基础上控制时间和行业固定效应后,系数变为 -0.015 ,且在1%水平上显著,列(3)进一步加入全部控制变量后,系数变为 -0.013 ,仍在1%水平上显著,说明风险资本持股对企业短贷长投的缓解作用是较为稳健的,支持了本文假设H。

(三) 稳健性检验

1. 替换关键变量^①

(1) 替换解释变量。风险资本持股比例能够反映出风险资本对企业的认可程度,也能够刻画出风险资本对企业治理的参与度,风险资本持股比例越大时,风险资本越有能力与动机参与被投资企业的经营管理与监督。因此,本文使用风险资本持股比例(*VCShare*)来衡量企业前十大股东的风险资本持股水平。结果显示,风险资本持股比例(*VCShare*)的回归系数显著为负,本文结论依然稳健。

(2) 替换被解释变量。本文基于钟凯等的研究^[2],进一步改进了以资金缺口度量企业短贷长投程度的度量方法,采用“[购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 $-($ 长期借款本期增加额 $+$ 长期债券本期增加额 $+$ 融资租赁本期增加额 $+$ 本期所有者权益增加额 $+$ 经营活动产生的现金流量净额 $+$ 处置固定资产无形资产和其他长期资产收回的现金净额 $)]$ /期初总资产”度量企业短贷长投程度(*SFLI*),并替换被解释变量进行稳健性检验。结果显示,风险资本持股(*VC*)的回归系数显著为负,说明风险资本持股能显著缓解企业短贷长投程度,假设H仍然成立。

2. 改变样本量^②

(1) 剔除金融危机和新冠疫情影响的样本。考虑到由于2008年国际金融危机的影响持续到2011年,且2019年爆发的新冠疫情会对企业经济特征产生不同程度的影响,故将样本期间缩小为2011年至2019年。结果显示,风险资本持股(*VC*)的回归系数显著为负,与基准回归结果基本一致。

(2) 剔除直辖市样本。为了排除直辖市自身特殊性可能对回归结果产生的影响,本文将注册地在北京市、上海市、天津市、重庆市的样本予以剔除。结果显示,风险资本持股(*VC*)的回归系数显著为负,说明在剔除直辖市样本后,风险资本持股能够显著缓解企业短贷长投程度。

3. 内生性检验

风险资本持股与企业短贷长投的关系可能存在一定程度的内生性问题。首先,风险资本可能对于某些企业特征具有投资偏好,这会产生一定的自选择偏误。其次,企业被迫进行短贷长投的现象可能会影响风险资本参股的积极性,即短贷长投程度越低的企业越吸引风险资本投资,这可能会产生反向因果的问题。基于此,本文分别采用处理效应模型和工具变量法(2SLS)来缓解潜在的内生性问题。

表3 风险资本持股与企业短贷长投

	(1) <i>SDLA</i>	(2) <i>SDLA</i>	(3) <i>SDLA</i>
<i>VC</i>	-0.007 *** (-3.25)	-0.015 *** (-6.63)	-0.013 *** (-5.62)
<i>Size</i>			-0.002 ** (-2.19)
<i>LEV</i>			-0.058 *** (-8.93)
<i>ROE</i>			-0.105 *** (-13.12)
<i>Dual</i>			-0.002 (-0.71)
<i>Board</i>			0.026 *** (3.71)
<i>Inditor</i>			0.025 (1.16)
<i>TobinQ</i>			-0.005 *** (-5.27)
<i>Manager</i>			-0.119 *** (-16.32)
<i>Ins</i>			-0.070 *** (-10.25)
<i>Top1</i>			0.026 *** (3.19)
<i>Seo</i>			0.213 *** (8.39)
<i>FDL</i>			-0.009 *** (-3.83)
<i>GDP</i>			0.007 (0.22)
<i>Supervision</i>			0.329 *** (2.81)
<i>_cons</i>	0.256 *** (223.53)	0.294 *** (26.07)	0.355 *** (11.45)
<i>Industry</i>	No	Yes	Yes
<i>Year</i>	No	Yes	Yes
<i>N</i>	32866	32866	32866
<i>Adj R²</i>	0.001	0.066	0.088

注:括号内数字为t值;***、**、*分别表示系数在1%、5%、10%显著性水平上显著。下同。

①限于篇幅,替换关键变量的稳健性检验结果未列示,留存备案。

②限于篇幅,改变样本量的稳健性检验结果未列示,留存备案。

(1) 处理效应模型。借鉴吴超鹏和张媛的研究^[29],使用各省有风险资本持股的上市公司占该省当前已上市公司总数的比例(*VCdensity*)作为工具变量。原因在于,风险资本往往更倾向于投资本地企业,这有利于风险投资机构降低与企业间的信息不对称程度且便于机构实施监督控制,因而风险资本的“本土效应”会影响其对投资目标的选择,但这一比例不会直接影响企业的短贷长投程度,故使用该变量作为风险资本持股的工具变量符合工具变量外生性以及内生解释变量相关性的要求。

第一阶段回归结果如表4列(1)所示,工具变量(*VCdensity*)的回归系数在1%的水平上显著为正,表明风险资本的“本土效应”能显著影响风险资本投资目标的选择。第二阶段回归结果如表4列(2)所示,在加入第一阶段回归所得到的逆米尔斯比率(*lambda*)后,*lambda*的回归系数在1%水平上显著为正,且风险资本持股(*VC*)的回归系数在1%的水平上显著为负,表明研究中确实存在自选择问题,而在控制这一影响后,风险资本持股对于企业短贷长投仍有显著抑制作用,假设H仍然成立。

(2) 工具变量法(2SLS)。本文使用工具变量法以缓解潜在的反向因果问题,这里仍然使用各省有风险资本持股的上市公司占该省当前已上市公司总数的比例(*VCdensity*)作为工具变量进行内生性处理。回归结果如表5所示,工具变量(*VCdensity*)通过了弱工具变量检验,并拒绝了工具变量识别不足原假设。第一阶段回归结果显示,*VCdensity*的回归系数在1%水平上显著为正,表明风险资本确实更倾向于投资本土企业。第二阶段回归结果显示,拟合得到的风险资本持股(*VC*)的回归系数在1%水平上显著为负,表明在缓解了反向因果问题后,风险资本仍然能够显著抑制企业短贷长投,本文研究结论依然稳健。

(四) 作用机制分析

前文研究证实了风险资本持股可以有效缓解企业短贷长投程度,本文进一步探讨风险资本持股通过何种路径缓解企业短贷长投。如理论分析所述,一方面,从融资视角出发,风险资本持股能够通过缓解企业融资中的信息不对称并提高企业对银行吸引力来提高企业长期借款可得性,缓解企业短贷长投程度。另一方面,从投资视角出发,风险资本持股可以通过缓解企业第一类和第二类代理问题来抑制企业过度投资,进而抑制企业短贷长投。因此,本文借鉴温忠麟和叶宝娟的中介变量检验方法进行渠道验证^[30]。

1. 基于长期借款可得性的中介效应检验

本文采用长期借款增加额(*Loan*)来刻画企业长期借款可得性,其度量方式为长期借款增加额除以总资产。表6列(1)风险资本持股(*VC*)的回归系数在1%水平上显著,这表明风险资本持股可以提高企业长期

表4 处理效应模型

	(1) <i>VC</i>	(2) <i>SDLA</i>
<i>VCdensity</i>	3.167 *** (22.44)	
<i>VC</i>		-0.111 *** (-7.97)
<i>lambda</i>		0.058 *** (6.96)
<i>_cons</i>	-4.248 *** (-16.79)	0.249 *** (8.17)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	32866	32866
Pseudo <i>R</i> ² /Adj <i>R</i> ²	0.098	0.052

表5 工具变量法

	第一阶段 (1) <i>VC</i>	第二阶段 (2) <i>SDLA</i>
<i>VCdensity</i>	0.953 *** (22.89)	
<i>VC</i>		-0.171 *** (-10.29)
<i>_cons</i>	-0.820 *** (-11.06)	0.213 *** (6.89)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	32866	32866
Adj <i>R</i> ²	0.106	0.052
Kleibergen-Paap rk LM		476.367 ***
Kleibergen-Paap rk Wald F		523.728 [16.38]

表6 机制检验结果

	(1) <i>Loan</i>	(2) <i>SDLA</i>	(3) <i>Overinv</i>	(4) <i>SDLA</i>
<i>VC</i>	0.001 ** (2.39)	-0.012 *** (-5.31)	-0.001 *** (-2.83)	-0.012 *** (-5.51)
<i>Loan</i>		-0.857 *** (-24.14)		
<i>Overinv</i>				0.189 *** (6.97)
<i>_cons</i>	-0.012 * (-1.95)	0.345 *** (11.29)	0.016 ** (2.45)	0.352 *** (11.37)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	32866	32866	32866	32866
Adj <i>R</i> ²	0.029	0.116	0.028	0.090

借款可得性。列(2)显示风险资本持股(*VC*)与长期借款增加额(*Loan*)的回归系数均在1%的显著水平上为负,说明风险资本通过提高企业长期借款可得性这一路径缓解了企业短贷长投程度。

2. 基于过度投资的中介效应检验

参考 Biddle 等的研究^[31],本文使用企业投资对成长机会的回归模型来估计企业过度投资程度(*Overinv*)。由表6列(3)可以看到,风险资本持股(*VC*)对企业过度投资(*Overinv*)的影响系数在1%的水平上显著为负,说明风险资本的参与抑制了企业过度投资。列(4)的回归结果表明,风险资本持股与企业短贷长投的关系呈显著负相关,且过度投资(*Overinv*)对企业短贷长投(*SDLA*)的回归系数在1%水平上显著为正,说明风险资本通过抑制企业过度投资这一路径抑制了企业短贷长投。

五、进一步分析

(一) 风险资本特征与企业短贷长投^①

1. 风险资本参与度。吴超鹏和张媛认为^[29],参与董事会的风险资本将拥有更大的话语权,从而影响企业经营管理决策的制定。具体而言,风险资本直接参与到企业经营决策中,意味着风险资本更加重视被参股的企业,对该企业提供的增值服务与监督控制也更为突出,也更有利于缓解企业融资中的信息不对称问题、提高企业对银行的吸引力,由此提高企业长期借款可得性。与此同时,深度参与企业经营决策中的风险资本有利于其更好地发挥监督职能,及时发现并抑制管理层或大股东的过度投资行为。因此,当风险资本在企业中参与度更高时,风险资本持股对企业短贷长投的抑制作用更加明显。本文使用风险资本是否拥有董事会席位(*VCdirector*)作为风险资本参与度的代理变量,并将其与核心解释变量交乘进行检验。结果显示, $VC \times VCDirector$ 的回归系数显著为负,表明参与度较高的风险资本对企业短贷长投的抑制作用更明显。

2. 风险资本声誉。声誉越高的风险资本越能够调动更多的资源,从而影响企业经营决策^[32]。一方面,高声誉的风投资本在挑选被投资公司时往往更为谨慎,其入股企业后向市场传递被投资公司品质的信息,这类公司也更容易被市场认可,从而有效缓解融资过程中信息不对称程度,提高企业长期借款可得性。另一方面,高声誉的风投资本具有长期性和稳定性,对企业短贷长投这类短视行为的容忍度更低。因此,当风险资本声誉更高时,风险资本持股对企业短贷长投的抑制作用更加明显。本文参考李志斌等的研究^[32],将风险资本已成功投资上市公司的数量大于或等于中位数的情形认定为高声誉风险资本(*VcRepu*),并将其与核心解释变量交乘进行检验。结果显示, $VC \times VcRepu$ 的回归系数显著为负,表明声誉较高的风险资本对企业短贷长投的抑制作用更明显。

3. 风险资本联合。不同于单个风险资本,风险资本联合投资有利于相互证实投资机会,推动企业获取资本市场的支持,并为企业提供多方面的增值服务^[17]。具体地,风险资本联合投资具备更丰富的专业知识、信息和资源,其产生的“协同效应”能够带来更大的信息资源优势 and 认证效应,充分证实公司的投资价值,传递良好的市场信号,从而改善企业融资能力、规范企业投资决策,缓解企业短贷长投。因此,当风险资本联合投资时,风险资本持股对企业短贷长投的抑制作用更加明显。本文将前十大股东中存在两家及以上风险投资机构认定为联合投资(*VcNum*),并将其与核心解释变量交乘进行检验。结果显示, $VC \times VcNum$ 的回归系数显著为负,表明联合投资的风险资本对企业短贷长投的抑制作用更明显。

(二) 异质性分析^②

1. 企业信息透明度。一方面,较低的信息透明度可能会滋生产生道德风险和逆向选择问题,导致大股东或管理层受自利动机驱使的过度投资行为不仅更容易实施,也更容易被掩盖。与之相反,较高的

①限于篇幅,风险资本特征与企业短贷长投的检验结果未列示,留存备案。

②限于篇幅,异质性分析的检验结果未列示,留存备案。

信息透明度能够加强外部利益相关者对管理层经营行为的监督效力,从而抑制企业过度投资行为。另一方面,信息透明度较高的企业面临的融资约束程度较低,便于企业根据需以合适的成本进行外源融资。因此,较高的企业信息透明度会导致风险资本持股对企业短贷长投的边际影响较弱。为检验以上推论,本文使用分析师跟踪数量来衡量企业信息透明度,并以分析师跟踪数量的年度中位数为界进行分组回归。结果显示,在信息透明度较低的样本中,风险资本持股(VC)的回归系数显著为负,而在信息透明度较高的样本中,风险资本持股对企业短贷长投无显著作用。该结果表明,在信息透明度较低的样本组中,风险资本持股更能显著缓解企业短贷长投。

2. 公司治理水平。较高的公司治理水平能够提高企业运营管理效率、改善企业财务状况,降低银企信息不对称所带来的风险,从而降低银行放贷顾虑。这有助于提高企业的银行贷款融资能力,使投融资期限结构更加匹配^[33]。另外,较高的公司治理水平意味着企业越能有效保护各利益相关者的利益,企业的第一类代理成本和第二类代理成本也会随之降低,这减少了企业过度投资的机会。因此,当公司治理水平较高时,风险资本持股通过提高企业长期借款可得性、抑制企业过度投资的治理作用减弱,使得缓解企业短贷长投的作用也不太明显。为检验以上推论,本文借鉴顾乃康和周艳丽的做法^[34],基于管理层薪酬、管理层持股比例、独立董事比例、董事会规模、机构投资者持股比例、股权制衡度、两职合一共七个公司治理指标,运用主成分分析法构建公司治理水平的度量指标,并以公司治理水平的年度中位数为界进行分组回归。结果显示,在公司治理水平较低的样本中,风险资本持股(VC)的回归系数显著为负,而在公司治理水平较高的样本中,风险资本持股对企业短贷长投无显著作用。该结果表明,在公司治理水平较低的样本组中,风险资本持股更能显著缓解企业短贷长投。

3. 地区银行竞争程度。较高的银行竞争程度能够拓宽企业融资渠道、降低企业融资成本,并促使银行增加长期贷款的信贷资源配置,从而为企业适配投资活动提供更多的长期贷款^[4]。不仅如此,银行竞争加剧导致的竞争压力会促使其更加重视借款企业的财务信息,并通过业绩审查、采用更先进的信用评级技术来提高其风险控制的能力,充分发挥监督职能,从而降低企业投融资期限错配发生的可能性。因此,本文预期风险资本持股对企业短贷长投的影响主要体现在地区银行竞争程度较低的企业中。为检验以上推论,本文基于各地级市在不同年度的商业银行分支机构数量,采用前五大银行市场份额来衡量银行竞争程度,并以银行竞争程度的年度中位数为界进行分组回归。结果显示,在银行竞争程度较低的样本中,风险资本持股(VC)的回归系数显著为负,而在银行竞争程度较高的样本中,风险资本持股对企业短贷长投无显著作用。该结果表明,在银行竞争程度较低的样本组中,风险资本持股更能显著缓解企业短贷长投。

六、结论性评述

本文选取2010—2023年度沪深A股上市公司作为研究样本,理论分析并实证检验了风险资本持股与企业短贷长投的关系。研究发现:第一,风险资本持股能够显著缓解企业短贷长投程度。第二,机制检验发现,风险资本通过提高企业长期借款可得性、抑制企业过度投资进而缓解企业短贷长投。第三,参与度较高、声誉较高以及联合投资的风险资本能够强化对企业短贷长投的抑制作用。第四,对于企业信息透明度较低、公司治理水平较低以及企业所处地区银行竞争程度较低的样本中,风险资本持股更能显著缓解企业短贷长投程度。

鉴于本文的研究结论,得出以下启示:首先,企业应树立风险防范意识,提高对短贷长投背后所隐藏风险的重视程度。在我国经济高质量发展时期,企业虽然可以借助滚动的短期资金以缓解长期资金融资约束,但在我国信贷资源紧缩之后,企业应谨慎使用短期资金进行长期资产投资,根据自身发展需要及市场变化协调投融资活动的匹配性,以此来防范资金链断裂风险,避免因此陷入财务危机,维持企业健康稳定发展。其次,各级政府应大力支持风险资本的发展,重视风险资本在我国资本市场中的重要作

用。2023年2月1日,我国开始进行全面注册制改革,这进一步完善了风险资本的退出机制,各级政府应抓住机遇,大力发展风险资本。同时,通过异质性分析可以得到,在企业信息透明度较低、公司治理水平较低以及企业所处地区银行竞争程度较低的样本中,风险资本对企业短贷长投能够发挥更加显著的抑制作用,这有助于政府明确如何引导风险资本的投资方向,最大程度地发挥风险资本的作用。最后,应继续深化经济体制改革,促进金融系统发展完善。我国企业普遍存在短贷长投现象的重要原因是金融系统尚不完善,信息透明度低,银行进行长期贷款的意愿不高。因此,完善我国金融系统是打赢防范化解重大金融风险攻坚战의必由之路。由此,监管部门应制定完善的监督机制,提高企业进行信息披露的意愿和质量,降低银企之间的信息不对称程度,以使企业获得更多与投资期限相匹配的资金。同时,应继续建立和完善社会主义市场经济体制,深化经济体制改革,提高资源配置效率,使优质企业得到应有的资源支持,以保证经济活力,推进企业的高质量发展。

参考文献:

- [1]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):23-29.
- [2]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.
- [3]徐亚琴,陈娇娇.利率市场化能抑制企业投融资期限错配么? [J].审计与经济研究,2020(5):116-127.
- [4]肖继辉,李辉煌.银行业竞争与微观企业投融资期限错配[J].南京审计大学学报,2019(3):38-45.
- [5]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.
- [6]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.
- [7]宋丽颖,张仁杰,祝贵仪.供应链透明度与企业短贷长投——基于供应商和客户信息披露视角[J].审计与经济研究,2024(6):73-84.
- [8]Ellison G, Fudenberg D. Word-of-mouth communication and social learning[J]. The Quarterly Journal of Economics,1995,110(1):93-125.
- [9]Hochberg Y V, Ljungqvist A, Lu Y. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance[J]. The Journal of Finance,2007,62(1):251-301.
- [10]强皓凡,严晗,张文铖,等.国有风险资本与企业融资约束:如愿以偿还是事与愿违? [J].财经研究,2021(11):154-169.
- [11]肖峻,朱密.风险投资持股能抑制实体企业“脱实向虚”吗——来自中国上市公司的经验证据[J].当代财经,2022(6):63-74.
- [12]Morris J R. On corporate debt maturity strategies[J]. The Journal of Finance,1976,31(1):29-37.
- [13]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.
- [14]Fan J P H, Titman S, Twite G J. An international comparison of capital structure and debt maturity choices[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2012,47(1):23-56.
- [15]Flannery M J. Asymmetric information and risky debt maturity choice[J]. Journal of Finance,1986,41(1):19-37.
- [16]Bonini S, Alkan S, Salvi A. The effects of venture capitalists on the governance of firms[J]. Corporate Governance: An International Review,2012,20(1):21-45.
- [17]Tian X. The role of venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms[J]. Review of Finance,2012,16(1):245-283.
- [18]付雷鸣,万迪昉,张雅慧.VC是更积极的投资者吗?——来自创业板上市公司创新投入的证据[J].金融研究,2012(10):125-138.
- [19]董静,汪江平,翟海燕,等.服务还是监控:风险投资机构对创业企业的管理——行业专长与不确定性的视角[J].管理世界,2017(6):82-103.
- [20]Sapienza H J, Gupta A K. Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction[J]. Academy of Management Journal,1994,37(6):1618-1632.
- [21]Rosenstein J, Bruno A V, Bygrave W D, et al. The CEO, venture capitalists, and the board[J]. Journal of Business Venturing,1993,8(2):99-113.

- [22] 邹静娴,申广军,刘超. 减税政策对小微企业债务期限结构的影响[J]. 金融研究,2022(6):74-93.
- [23] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review,1986,76(2):323-329.
- [24] Suchard J A. The impact of venture capital backing on the corporate governance of Australian initial public offerings[J]. Journal of Banking & Finance,2009,33(4):765-774.
- [25] Krishnan C N V, Ivanov V I, Masulis R W, et al. Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2011,46(5):1295-1333.
- [26] 彭涛,黄福广,李少育. 风险资本对企业代理成本的影响:公司治理的视角[J]. 管理科学,2018(4):62-78.
- [27] 黎来芳,程雨,张伟华. 投资者保护能否抑制企业过度投资?——基于投融资关系的研究[J]. 中国软科学,2012(1):144-152.
- [28] 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.
- [29] 吴超鹏,张媛. 风险投资对上市公司股利政策影响的实证研究[J]. 金融研究,2017(9):178-191.
- [30] 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.
- [31] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics,2009,48(2-3):112-131.
- [32] 李志斌,李敏诗,许莲艳,等. 风险投资与企业 ESG 表现[J]. 科学决策,2024(4):1-21.
- [33] 范文林,胡明生. 固定资产加速折旧政策与企业短贷长投[J]. 经济管理,2020(10):174-191.
- [34] 顾乃康,周艳利. 卖空的事前威慑、公司治理与企业融资行为——基于融资融券制度的准自然实验检验[J]. 管理世界,2017(2):120-134.

[责任编辑:苗竹青]

Venture Capital Holdings and Corporate Short-term Loans and Long-term Investments

FAN Run¹, ZHAI Shuping², SUN Jiahao²

(1. School of Business, Yangzhou University, Yangzhou 225127, China;

2. School of Accounting, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 20022, China)

Abstract: In the context of preventing and mitigating major risks, it is of great significance to explore how venture capital can alleviate enterprises' short-term loans for long-term investment. Taking listed companies on the Shanghai and Shenzhen A-share markets from 2010 to 2023 as research samples, this paper empirically examines the impact of venture capital holdings on enterprises' short-term loans for long-term investment. The study finds that venture capital holdings can effectively alleviate the extent of enterprises' short-term loans for long-term investment. Mechanism tests indicate that venture capital can play a role in value-added services and supervisory control, inhibiting enterprises' short-term loans for long-term investment by improving the availability of long-term loans and curbing over-investment. Combined with the characteristics of venture capital, the study finds that venture capital with higher participation, higher reputation, and syndication can strengthen the inhibitory effect on enterprises' short-term loans for long-term investment. Heterogeneity analysis reveals that in enterprises with lower information transparency, lower corporate governance levels, and lower regional bank competition, the inhibitory effect of venture capital on enterprises' short-term loans for long-term investment is more significant. The research conclusion expands the research scope of the venture capital field and the short-term loans for long-term investment field, provides a reference for Chinese enterprises to alleviate the problem of short-term loans for long-term investment, and provides empirical evidence for the continuous and vigorous development of venture capital in China.

Key Words: venture capital; short-term loans for long-term investments; long-term borrowings; over-investment; information transparency; corporate governance; bank competition