# 财务指标错估与企业投融资期限错配

王　惠[1],王贞洁[2a,2b],杨钰洁[2a,2b]

(1. 山东社会科学院 经济研究所,山东 济南 250002;
2. 中国海洋大学 a. 管理学院 b. 中国企业营运资金管理研究中心,山东 青岛 266000)

[摘　要]以缓解企业投融资期限错配问题为落脚点,利用 2008—2023 年 A 股上市公司数据,探讨杠杆和收益率等财务指标错估与企业投融资期限错配之间的关系。研究发现,杠杆错估和收益率错估均加剧了企业投融资期限错配,这一影响在企业成长性高、货币政策宽松、经济政策不确定性高时表现得更为明显。机制分析发现,财务指标错估会加剧银企信息不对称,表现为信贷成本上升和信贷配给加剧,进而导致投融资期限错配。进一步检验发现,财务指标错估造成的投融资期限错配会提高债务违约概率,促进银行业竞争有助于缓解财务指标错估导致的企业投融资期限错配问题。

[关键词]财务指标错估;投融资期限错配;信息不对称;信贷配给;杠杆错估;收益率错估

[中图分类号]F275　　[文献标志码]A　　[文章编号]1004-4833(2025)03-0082-11

## 一、引言

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,但高速增长阶段中“投资驱动”发展模式所暴露出的金融风险问题尚未得到妥善解决。例如,金融抑制导致中国企业的长期债务比例一直处于低水平,企业依靠滚动短期融资支撑部分长期投资,产生了严重的投融资期限错配问题[1]。这虽然在短期内缓解了资金压力,却极大增加了企业流动性风险和经营风险[2],极端情况下资金链断裂产生的债务违约风险会沿着信贷网络迅速传染,成为诱发系统性金融风险的因素之一[3]。因此,在稳字当头、稳中求进成为中国经济工作总基调的背景下,探讨我国企业投融资期限错配的成因对防范化解重大金融风险、构建资本市场良好生态具有重要意义。

我国金融体系以间接融资为主,投融资期限错配的影响因素与金融机构的信贷决策过程密切相关。在信贷资源配置过程中,银行等金融机构作为外部投资者并不参与企业生产经营活动,由此造成信贷供需双方长期存在严重的信息不对称问题。此时,高质量的财务信息成为银行掌握企业经营状况、进行信贷决策的重要基础[4]。作为财务信息的主要载体,财务指标是银行判断企业财务风险和资本效率的核心依据。财务指标设计有效性对于降低银企间信息不对称、缓解信贷资源错配至关重要。然而,由于存在“资产”与“资本”概念混淆等设计的局限性,我国企业整体财务风险被高估、资本效率被低估,企业财务信息被严重扭曲[5],信息不对称进一步加剧。已有研究指出,财务指标错估不仅降低了企业传统投资决策和研发决策的有效性[6],还会误导市场投资者和分析师等利益相关者对公司价值的判断,导致信贷资源错配和股票定价偏误[4,7]。

那么,财务指标错估是否会导致企业投融资期限错配?从理论上来讲,财务指标错估会加剧银企间信息不对称,当银行难以完全掌握企业实际的财务风险和资本效率,无法准确判断其真实还款能力时,可能会倾向于通过短期贷款将风险溢价部分转移给企业[8],进而导致企业投融资期限错配水平的上升。然而,现有针对企业投融资期限错配的研究多从外部制度和内部治理因素角度展开,发现外部经济政策不确定性[8-9]、金融市场结构单一[1]、货币供给不稳定[10]、内部控制不完善[11]、董监高责任保险缺失[12]均是影响投融资期限错配的因素。这些研究均建立在传统财务指标能准确传递企业财务信息的假设基础上,更关注由制度因素造成的信息传递效率

[收稿日期]2024-08-28

[基金项目]山东省社会科学规划研究一般项目(24CGLJ47)

[作者简介]王惠(1996— ),女,山东临沂人,山东社会科学院经济研究所副研究员,博士,从事资本市场与企业行为研究;王贞洁(1982— ),女,山东青岛人,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心教授,博士生导师,博士,从事公司财务与资本市场研究;杨钰洁(1997— ),女,山西晋中人,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心博士研究生,从事公司财务与资本市场研究,通信作者,E-mail:yangyujie5701@163.com。

损失问题,尚未有研究回归到银行把控信贷质量的源头——财务指标体系,重新审视关键财务指标设计对企业投融资期限错配的影响。基于此,本文从银企信息不对称的视角切入,追溯到微观企业财务指标设计的合理性,聚焦于衡量财务风险和资本效率的关键杠杆指标和收益率指标,从财务信息扭曲的角度探索企业投融资期限错配的成因,这可以为优化金融资源配置、降低金融风险提供新视角。

本文利用2008—2023年沪深两市A股上市公司数据,重点探讨财务指标错估与企业投融资期限错配之间的关系,潜在的创新点和边际贡献体现在:第一,从财务指标错估角度拓展企业投融资期限错配的成因研究。基于"财务指标错估→信息不对称→企业投融资期限错配"的逻辑,深入分析以杠杆错估、收益率错估为代表的财务指标错估对企业投融资期限错配的影响及作用机制,为我国企业"短贷长投"之谜提供新的解释。第二,丰富了财务指标错估的经济后果研究。已有研究从不同利益相关者的角度论证和检验了财务指标错估引发的投资效率下降、股票定价偏误及信贷资源错配等经济后果,但尚未有研究立足于投融资期限错配展开深入分析。本研究为修正财务指标错估能够缓解信息不对称、提升资本市场信息传递效率,进而降低金融风险提供了经验证据。第三,从金融需求、金融供给等角度,分析了在不同企业成长性、货币政策与经济政策存在不确定性情况下,财务指标错估对企业投融资期限结构的异质性影响,进一步探讨了企业投融资期限错配的经济后果。研究结果有利于明确财务指标错估可能产生的风险效应,提示企业、金融机构和相关政府部门有重点地进行监控,为优化财务指标体系、促进银企间信息沟通、防范金融风险提供了借鉴。

## 二、理论分析与研究假设

资产负债期限匹配理论最早由Morris提出,认为资产和负债的期限匹配能够降低企业无法偿还本金利息的风险[13]。此后,基于委托代理理论,Myers指出了投融资期限匹配对于缓解企业代理冲突的必要性[14]。基于债务契约理论,Hart和Moore又进一步强调了投融资期限匹配对于明确债务人和债权人双方权利和义务的重要意义[15]。然而,现实中企业投融资期限错配的问题长期普遍存在。在此基础上,诸多研究关注了企业投融资期限错配的成因,可以分为两种:一是信贷需求方主导的"自愿性"错配。对于企业而言,短期债务不仅可以节约企业的资金成本[16],还可以抑制管理层代理问题[17],并向外界传递资金流充裕的信号,因此投融资期限错配可能是企业的主动选择。二是信贷供给方主导的"被迫性"错配。对于银行等金融机构而言,期限是影响贷款风险权重及资本计提的重要因素,贷款期限越长,意味着银行等金融机构面临的风险越大①,因此,当银行信贷供给无法满足企业的长期资金需求时,企业就不得不采用滚动的短期贷款方式来支持长期投资,投融资期限错配成为企业的无奈之举[9]。显然,我国现阶段还没有形成完善的多层次资本市场,企业还不能主导投融资期限结构[16],且已有研究普遍证实,对于我国上市公司的投融资期限错配问题,"被迫性"错配的适用性和解释力更强[1,8,10,18]。也就是说,我国上市公司投融资期限错配是企业在面临融资约束时的替代性选择。

契约经济理论指出,银行信贷决策的基本约束条件是保障信用契约如期履行、贷款资金的安全性和获益性。在无法直接参与企业生产经营活动的情况下,高效的财务信息能够帮助银行等金融机构了解企业的财务风险和资本效率,降低了信息不对称。在此过程中,财务信息的有效性应该至少体现在两个层面:一是能够客观反映经济主体运行的真实状况;二是能够满足财务信息使用者的主观需求[19],进而引导金融资源实现高效配置。然而,由于"资产"和"资本"概念的混淆,在传统财务指标体系下,杠杆率和收益率作为评价企业财务风险和资本使用效率的关键指标却难以满足上述要求,从而导致资本市场尤其是银行等金融机构对企业财务信息的评价失真,银企间信息不对称加剧。诸多研究发现,银企间信息不对称是导致企业融资约束的直接原因[20]。有效的信息传递是缓解银企间信息不对称、帮助企业获取长期信贷资源的关键[21]。本文认为,财务指标错估会从信息供给侧和信息需求侧两个方面加剧银企间信息不对称,降低企业信息透明度并加剧银行惜贷倾向,导致企业面临更严重的融资约束,从而加剧企业投融资期限错配。

从企业这一财务信息供给侧角度来看,财务指标错估模糊了投资关系和负债分类,导致传统杠杆率和收益率指标难以反映企业真实的财务风险和资本效率情况,降低了企业财务信息供给质量,增大了信息传递偏差,进而加剧了信息不对称,导致企业投融资期限错配。具体而言,"资本"是企业在资本市场上从投资者手

①例如,即便是标准普尔AAA级的优质客户,一年期违约率为0,五年期累计违约率也会升至0.24%,十年期累计违约率则达到1.24%。

中获取的资金,获取过程中伴随着股权关系和债权关系的形成;而“资产”的来源不仅包含企业从投资关系中产生的资本,还包含由供应链关系和生产关系中产生的应付账款、应付职工薪酬等营业性负债,这类非金融性负债基于商业信用机制而形成,本质上并不存在对企业偿债的硬约束,与金融类负债带来的财务压力有着显著不同[22]。对于企业财务风险信息而言,以总资产为基础计算的传统财务指标混淆了投资关系和交易关系,造成传统杠杆指标(总资产/所有者权益)分子数值的夸大,导致企业财务风险的高估,使得实体企业投资价值被普遍唱衰[5]。如果考虑传统财务指标导致的杠杆错估这一因素,传统杠杆所引发的负面效应在很大程度上会被抵消[6],因此企业财务风险信息被严重扭曲。对于企业资本效率信息而言,盈利性指标是债权人判断企业偿债和未来发展能力的另一个重要信息来源,收益率的内涵应该体现为企业资本的增值水平,而传统收益率(息税前利润/总资产)用全部资产产生的收益替代全部资本所产生的收益,将资本的增值水平和其他利益相关者投入的劳动等其他要素的增值水平混淆,夸大了指标的分母,从而低估了投资者投入的资本所产生的真实收益率和企业化解金融负债的能力,导致资本盈利能力和资本效率信息被扭曲。进一步地,这会误导投资者的判断,导致信息不对称程度上升,不仅加剧了银行等金融机构的惜贷倾向[4],信贷成本随之增加,使得企业难以从银行等金融机构获取长期借款,还降低了权益资本市场对企业价值的判断,不利于企业吸收股权融资[7],此时企业不得不利用信贷门槛和成本相对较低的短期贷款来满足长期投资需求,最终使得投融资期限错配程度进一步加剧。

从银行这一财务信息需求侧角度来看,财务指标错估导致传统财务指标难以满足银行作为金融债权人对企业财务信息的需求,增大了信息需求与信息接收偏差,进而加剧了信息不对称,导致银行信贷决策效率下降,最终加剧企业投融资期限错配。具体来看,对于银行这类金融债权人而言,更需要关注的是企业运用金融性负债所承担的风险和获得的收益,而传统财务指标将其他利益相关者与投资者之间的信息需求一概而论,没有区分银行等金融债权人和供应商等营业性负债债权人的财务信息需求差异。实际上,忽视金融性负债与营业性负债的性质差异,意味着向银行传递了将所有负债基于“硬约束”测算的财务风险信号,这会导致银行等金融机构高估企业的财务风险,低估企业的资本收益能力,从而对错估严重的企业实施更严格的信贷配给[4]。这主要是因为对于银行而言,一方面,尽管利率市场化改革扩大了贷款利率的上下浮动空间,但当前央行公布的五年期以上贷款基准利率仍仅有一档,在贷款利率通常与基准利率挂钩的情况下,利率对长期贷款的风险补偿并不充足。贷款期限越长,企业经营状况、抵押物价值和保证状况可能发生的变化越大,贷款偿还的不确定性和贷款风险越大[23]。另一方面,在存款期限短期化的情况下,贷款期限越长,银行自身存贷款期限错配越严重,流动性风险和利率风险越大。因此,当信息接受偏差导致的信息不对称程度加剧时,银行倾向于对企业实施信贷配给,具体表现为两个方面:一是降低信贷规模,银行会通过更为严格的审批程序减少信贷审批规模;二是缩短信贷展期,为降低不良贷款率,增加贷款收益和资产流动性,银行会缩短债务期限,减少对长期债务的审批,这导致企业难以获得长期贷款,面临更严重的融资约束,进而加剧企业投融资期限错配。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 1:财务指标错估(杠杆错估、收益率错估)程度越高,企业投融资期限错配越严重。

## 三、研究设计

### (一)样本选取与数据来源

本文以 2008—2023 年沪深 A 股上市公司作为初始研究样本,从财务信息质量的视角出发,实证检验财务信息扭曲对企业投融资期限错配的影响及作用机制。为避免特殊行业及异常数据对研究结果的影响,本文按照以下标准筛选样本:(1)删除金融保险类行业样本;(2)删除当年被 ST 的样本;(3)删除当年 IPO 的样本;(4)删除相关数据缺失的样本。经过上述筛选之后,本文最终得到 20350 个观测值。企业财务数据来自国泰安数据库和万得数据库,地区层面数据来自国家统计局,银行地理位置数据来源于银行业金融机构许可证信息。此外,为减小离群值对研究结果的影响,本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行缩尾处理。

### (二)变量定义

1. 财务指标错估

借鉴王竹泉等[4]的研究,基于资产的概念,传统杠杆等于总资产除以所有者权益,传统收益率等于息税前利

润除以总资产;基于资本的概念,修正杠杆等于总资本除以所有者权益①,修正收益率等于调整后的息税前利润除以总资本②。杠杆错估程度(*DLR*)等于传统杠杆与修正杠杆之差除以修正杠杆后取绝对值,*DLR* 值越大,表明企业杠杆错估程度越高。收益率错估程度(*DRR*)等于修正收益率与传统收益率之差除以修正收益率后取绝对值,*DRR* 值越大,表明收益率错估程度越高。

2. 企业投融资期限错配

借鉴钟凯等[10]、汪伟和张少辉[24]的研究,本文利用资金缺口法计算企业的"短贷长投"水平,用以衡量投融资期限错配程度。具体而言,短贷长投 = [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)]/上一年度总资产。其中,长期借款本期增加额为企业本期长期借款与一年内到期非流动负债之和减去上一期长期借款。

3. 控制变量

借鉴李增福等[8]的研究,本文从企业财务特征、治理特征和地区经济发展层面选取控制变量,具体包括:企业规模(*Size*),总资产的自然对数;资产负债率(*Lev*),总负债与总资产之比;盈利能力(*Roa*),净利润与总资产之比;总资产周转率(*TAT*),销售收入与总资产之比;有形资产比例(*TANG*),固定资产净额与总资产之比;经营活动现金流(*CFO*),经营活动现金流量净额与总资产之比;破产风险(*Zscore*),采取 *Z* 评分法计算得到的 *Z* 值③;股权集中度(*Hsr*10),企业前十大股东持股比例的平方和;独立董事占比(*Indep*),独立董事人数占董事总人数之比;管理层持股比例(*Mshare*),管理层持股数量占总股数之比;地区 *GDP* 增长率(*GDPG*),企业所在省份当年生产总值与上一年度生产总值之差再除以上一年度生产总值。

(三)模型构建

为检验所提研究假设,本文构建模型如下:

$$SFLI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FIM_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,*SFLI* 表示企业投融资期限错配,*FIM* 表示财务指标错估,包括杠杆错估(*DLR*)和收益率错估(*DRR*),*Controls* 表示选取的控制变量。本文重点关注估计系数 $\beta_1$,结合前文的理论分析,预期 $\beta_1$ 显著为正。此外,模型均控制了年份固定效应和行业固定效应,并在公司层面进行了聚类处理,$\varepsilon$ 表示随机扰动项。

(四)描述性统计与分析

表 1 列示了主要变量的描述性统计结果。企业投融资期限错配(*SFLI*)的最大值为 0.2881,最小值为 -1.3954,可见投融资期限错配在企业间存在较大差异;投融资期限错配虚拟变量(*DSFLI*)的均

**表 1　主要连续变量的描述性统计**

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 25 分位数 | 中位数 | 75 分位数 | 最大值 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *DLR* | 20350 | 0.3812 | 0.3285 | 0.0373 | 0.1728 | 0.2825 | 0.4680 | 1.9869 |
| *DRR* | 20350 | 0.2441 | 0.1504 | 0.0137 | 0.1366 | 0.2157 | 0.3186 | 0.8346 |
| *SFLI* | 20350 | -0.1283 | 0.2530 | -1.3954 | -0.1847 | -0.0831 | -0.0025 | 0.2881 |
| *DSFLI* | 20350 | 0.2437 | 0.4293 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| *Size* | 20350 | 22.5650 | 1.3329 | 19.9512 | 21.6164 | 22.3869 | 23.3577 | 26.4045 |
| *Lev* | 20350 | 0.5041 | 0.1794 | 0.1028 | 0.3726 | 0.5061 | 0.6360 | 0.9052 |
| *Roa* | 20350 | 0.0278 | 0.0565 | -0.2332 | 0.0095 | 0.0291 | 0.0547 | 0.1767 |
| *TAT* | 20350 | 0.6322 | 0.4395 | 0.0755 | 0.3488 | 0.5333 | 0.7807 | 2.6041 |
| *TANG* | 20350 | 0.2406 | 0.1691 | 0.0024 | 0.1066 | 0.2111 | 0.3440 | 0.7263 |
| *CFO* | 20350 | 0.0433 | 0.0669 | -0.1667 | 0.0067 | 0.0427 | 0.0824 | 0.2360 |
| *Zscore* | 20350 | 3.2131 | 2.9450 | -0.0375 | 1.4947 | 2.3873 | 3.8846 | 20.0285 |
| *Hsr*10 | 20350 | 0.1532 | 0.1131 | 0.0144 | 0.0677 | 0.1212 | 0.2099 | 0.5603 |
| *Indep* | 20350 | 0.3737 | 0.0537 | 0.3077 | 0.3333 | 0.3333 | 0.4286 | 0.5714 |
| *Mshare* | 20350 | 0.0599 | 0.1238 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0001 | 0.0376 | 0.5272 |
| *GDPG* | 20350 | 0.0966 | 0.0486 | 0.0046 | 0.0577 | 0.0907 | 0.1221 | 0.2470 |

①总资本 = 总资产 - 营业性负债 = 总资产 + (存货跌价准备 + 其他应收款减值 + 预付账款减值 + 应收账款减值准备) + (固定资产减值损失 + 长期应收款坏账损失 + 工程物资减值损失 + 在建工程减值损失 + 商誉减值损失 + 无形资产减值损失 + 可供出售金融资产减值损失 + 持有至到期投资减值损失 + 长期股权投资减值损失 + 长期债权投资减值损失 + 投资性房地产减值损失 + 生产性生物资产减值损失 + 油气资产减值损失 + 其他非流动资产减值损失) - [(向中央银行借款 + 吸收存款及同业存放 + 拆入资金 + 交易性金融负债 + 衍生金融负债 + 应付票据 + 应付账款 + 预收账款 + 卖出回购金融资产款 + 应付手续费及佣金 + 应付职工薪酬 + 应交税费 + 应付赔付款 + 应付保单红利 + 保户储金及投资款 + 保险合同准备金 + 其他应付款 + 应付分保账款 + 代理买卖证券款 + 代理承销证券款 + 预收保费 + 其他流动负债 + 递延收益_流动负债) + (递延收益_非流动负债 + 独立账户负债 + 专项应付款 + 预计负债 + 递延所得税负债 + 其他非流动负债 + 其他负债)]

②由于投资收益的部分属于其他企业的税后收益,理论上不应重复征税,调整后的息税前利润 = 利润总额 + 财务费用 + 对联营企业和合营企业的投资收益 × [所得税率/(1 - 所得税率)]。

③Z = 1.2 × (营运资金/总资产) + 1.4 × (留存收益/总资产) + 0.6 × (EBIT/总资产) + 0.999 × (权益市场价值/负债账面价值) + 3.3 × TAT。Z 值得分越高,表明企业破产风险越小。

值为 0.2437,表明 24.37% 的样本企业存在较为严重的投融资期限错配问题,这一结果与钟凯等[10]、赖黎等[12]的研究基本一致。杠杆错估(*DLR*)的均值为 0.3812,最大值为 1.9869,最小值为 0.0373,表明杠杆率整体上被高估,造成了财务风险信息的严重失真。收益率错估(*DRR*)的均值为 0.2441,最大值为 0.8346,最小值为 0.0137,收益率整体被低估造成了资本效率信息的严重失真。杠杆错估(*DLR*)和收益率错估(*DRR*)的标准差分别为 0.3285 和 0.1504,说明不同上市公司之间的杠杆错估和收益率错估程度存在较大差异。

## 四、实证结果与分析

### (一)财务指标错估与企业投融资期限错配

表 2 显示了杠杆错估和收益率错估对企业投融资期限错配影响的基准回归结果。列(1)和列(2)中未加入控制变量的回归结果显示,杠杆错估(*DLR*)和收益率错估(*DRR*)的系数均在 1% 水平上显著为正,这表明杠杆错估和收益率错估均加剧了企业的投融资期限错配。列(3)和列(4)中加入控制变量之后的结果显示,杠杆错估(*DLR*)和收益率错估(*DRR*)的系数仍在 1% 水平上显著为正。回归结果支持本文的假设 1,即财务指标错估(杠杆错估、收益率错估)使得企业财务风险和资本效率信息发生扭曲,加剧了银企之间的信息不对称,进而提高了企业投融资期限错配程度。

**表 2　财务指标错估与企业投融资期限错配**

| 变量 | (1) *SFLI* | (2) *SFLI* | (3) *SFLI* | (4) *SFLI* |
|---|---|---|---|---|
| *DLR* | 0.0474*** | | 0.0223*** | |
| | (7.4326) | | (3.7981) | |
| *DRR* | | 0.1172*** | | 0.0606*** |
| | | (8.7890) | | (4.9063) |
| *Size* | | | −0.0119*** | −0.0120*** |
| | | | (−7.0758) | (−7.1377) |
| *Lev* | | | 0.0115 | 0.0099 |
| | | | (0.6906) | (0.6152) |
| *Roa* | | | −1.5525*** | −1.5524*** |
| | | | (−42.1259) | (−42.1943) |
| *TAT* | | | 0.0397*** | 0.0398*** |
| | | | (10.0683) | (10.2342) |
| *TANG* | | | 0.1292*** | 0.1303*** |
| | | | (10.1583) | (10.3957) |
| *CFO* | | | −0.7617*** | −0.7586*** |
| | | | (−26.0426) | (−26.0333) |
| *Zscore* | | | 0.0012 | 0.0012 |
| | | | (1.2959) | (1.2743) |
| *Hsr*10 | | | 0.0211 | 0.0211 |
| | | | (1.2283) | (1.2255) |
| *Indep* | | | 0.0424 | 0.0423 |
| | | | (1.4094) | (1.4063) |
| *Mshare* | | | −0.0503*** | −0.0486*** |
| | | | (−2.8861) | (−2.7934) |
| *GDPG* | | | −0.1187* | −0.1210* |
| | | | (−1.8771) | (−1.9122) |
| 年份 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 常数项 | −0.0410*** | −0.0505*** | 0.1947*** | 0.1917*** |
| | (−2.6655) | (−3.2588) | (5.0352) | (4.9619) |
| 样本量 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 |
| Adjusted_$R^2$ | 0.0453 | 0.0464 | 0.2516 | 0.2521 |

注:括号内为 *t* 值,标准误差为异方差稳健标准误并在公司层面聚类,***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。下同。

### (二)稳健性检验

1. 排除竞争性解释

市场择时是解释企业投融资期限错配的另一个重要理论,即为了降低融资成本,当信贷市场上的长期利率和短期利率存在较大差异时,企业会主动选择短期贷款[25]。因此,财务指标错估严重的企业也可能是主动倾向于短期贷款,而并非因银行信贷配给被迫进行投融资期限错配。为排除这一竞争性解释,本文利用央行历年公布的基准长期利率减去短期利率构建期限利差变量(*RateDiff*),并将其加入控制变量中。结果显示,*RateDiff* 的系数显著为负,这与汪伟和张少辉[24]的研究结果一致,表明在我国金融市场上,期限利差并不会导致企业自主性的短贷长投行为。另,财务指标错估变量的检验结果与前文均保持一致,说明本文结论稳健。

2. 替换主要变量衡量方式

首先,本文采用两种方式重构被解释变量企业投融资期限错配指标。(1)构造企业投融资期限错配虚拟变量(*DSFLI*),*SFLI* 大于 0 取值为 1,否则为 0;(2)借鉴李增福等的研究[8],构造"短债长用"程度(*SDLA*)衡量企业投融资期限错配,*SDLA* 等于短期负债比例(短期负债/总负债)与短期资产比例(短期资产/总资产)之差,数值越大表示企业投融资期限错配程度越高。结果显示,改变被解释变量衡量方式后,财务指标错估变量的系数均依然显著为正,表明前文结论稳健。其次,替换解释变量财务指标错估。本文设置经年度行业均值调整后的杠杆错估(*DLR*2)和收益率错估指标(*DRR*2),重新进行回归检验,结论依然稳健。

3. 变更检验模型

借鉴刘贯春和叶永卫[9]的研究,本文重新构建检验模型如下:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SD_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,*INV* 采用购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金之和的增加额占期初总资产的比值

度量,*SD* 采用短期借款增加额占期初总资产的比例衡量。若企业存在短贷长投的投融资期限错配问题,短期债务增加会引起长期投资增加,即 *SD* 的估计系数 $\alpha_1$ 应显著为正。进一步地,我们根据年度行业中位数设置财务指标错估的虚拟变量 *DLR_D* 和 *DRR_D*,高于年度行业中位数分别意味着企业存在较高杠杆错估、收益率错估问题,取值为 1,否则为 0。我们在回归模型中加入交乘项 $SD \times DLR_D$、$SD \times DRR_D$,关注较严重的财务指标错估问题如何对"长期投资—短期负债"之间的敏感度产生影响。结果显示,交乘项的系数均显著为正,这意味着当财务指标错估较严重时,企业长期投资对短期借贷的依赖程度较高,与前文检验结果的逻辑一致,进一步增强了结论的稳健性。

4. 内生性处理

第一,利用倾向得分匹配法(PSM)进行验证。首先,本文将协变量特征相似的两组样本分别作为处理组和控制组,以避免选择性偏误。具体而言,分别将杠杆错估、收益率错估高于年份行业第三四分位数的样本设置为处理组,然后选择模型(1)中的控制变量作为协变量计算倾向匹配得分,使用最近邻匹配方法(一对三匹配)构建控制组,输出变量为企业投融资期限错配(*SFLI*),共同支撑检验的结果显示,匹配后控制组倾向得分分布的核密度曲线与处理组更为接近,满足共同支撑假设。其次,本文利用匹配后的样本进行检验,杠杆错估与收益率错估的回归系数均显著为正,检验结果与前文保持一致。

第二,解决可能存在的反向因果关系问题。由于难以获取长期融资,那些经常通过短期贷款进行长期投资的企业,更倾向于利用商业信用的资源再配置功能获取营业性负债,由此造成财务指标错估程度更高。为了缓解这一潜在问题,本文采用两种方式进行检验:一是将被解释变量前置一期,对主回归进行重新检验,结论与前文保持一致;二是利用工具变量法进行回归。王贞洁和王竹泉[26]指出,营运资金管理受到供应商采购业务和融资两个方面的影响,由于营业性负债是引发财务指标错估的因素,这意味着企业是否利用供应商管理库存与财务指标错估存在关系,但与投融资期限错配并无直接关系,满足外生性假设条件。因此,借鉴王竹泉等的研究[4],本文运用企业采购渠道的存货平均额除以销售成本计算供应商管理库存,运用行业内剔除企业自身后其他样本的均值构建工具变量 *CGCH*,运用行业内剔除企业自身后其他样本杠杆错估、收益率错估的均值分别构建工具变量 *DLR_z* 和 *DRR_z*,工具变量有效性的检验结果显示,弱工具变量检验 F 统计值远超过 Stock-Yogo weak ID test critical value 在 10% 水平上的临界值,表明所选工具变量非弱工具变量。Sargan 检验未拒绝原假设,说明工具变量不存在过度识别问题。基于工具变量法重新进行 2SLS 估计所得结论与前文基本保持一致。

以上稳健性检验结果未列示,留存备索。

(三)机制检验

前文指出,加剧资本市场上财务信息扭曲、提高银企间信息不对称程度、增加银行惜贷倾向是财务指标错估加剧企业投融资期限错配的主要理论机制。从信贷过程来看,信贷成本上升和信贷配给加剧是银企间信息不对称的直接表现[27]。为此,本文从信贷成本和信贷配给两个方面进行机制检验。

1. 增加信贷成本

在信贷过程中,根据所付出成本是否直接由贷款产生,企业付出的成本可以分为两类:一类是与贷款成本直接相关的正式信贷成本,如利息支出;另一类则是企业为强化与银行联系而付出的非正式信贷成本[28],如吃饭、娱乐等[27]。财务指标错估越严重,银行通过企业财务信息指标等主要渠道获取的信息质量越低,银行对企业信息搜集、处理和分析的成本上升,越倾向于将成本转移给企业,不确定性更高的长期贷款更是如此。这也就意味着,财务指标错估会极大提高企业为获取长期贷款而付出的信贷成本,进一步恶化企业的融资环境,企业不得不选择信贷成本更低的短期债务,导致投融资期限错配程度上升。为检验这一影响机制,本文从正式信贷成本和非正式信贷成本两个方面检验在银企间信息不对称情况下,财务指标错估是否会增加企业信贷成本,从而加剧投融资期限错配。模型设置如下:

$$Tradecost_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FIM_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,信贷成本 *Tradecost* 包括正式信贷成本 *Tradecos_F* 和非正式信贷成本 *Tradecos_I*。借鉴周楷唐等的研究[29],正式信贷成本 *Tradecos_F* 采用利息支出除以借款总额衡量;由于无法直接获得企业为寻求银行贷款而付出的非正式性贷款成本数据,借鉴姜付秀等[27]的研究,非正式信贷成本 *Tradecost_I* 采用支付的其他与经营活动

相关的现金流量取自然对数衡量。两个指标越大,表明企业付出的信贷成本越高,意味着银企间信息不对称越严重。检验结果如表 3 所示,列(1)和列(2)中,杠杆错估(*DLR*)和收益率错估(*DRR*)的回归系数均显著为正,表明财务指标错估显著提高了企业正式信贷成本。列(3)和列(4)中,杠杆错估(*DLR*)和收益率错估(*DRR*)的回归系数均显著为正,表明财务指标错估显著提高了企业非正式信贷成本。综上,财务指标错估加剧了银企间信息不对称性,增加了企业信贷成本,恶化了企业融资环境,成为企业投融资期限错配的直接诱因。

**表 3　机制检验:增加信贷成本**

| 变量 | (1) *Tradecost_F* | (2) *Tradecost_F* | (3) *Tradecost_I* | (4) *Tradecost_I* |
|---|---|---|---|---|
| *DLR* | 9.0921*** | | 0.4249*** | |
| | (2.5932) | | (16.6568) | |
| *DRR* | | 16.2117** | | 0.7665*** |
| | | (2.3922) | | (15.5038) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度/行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 常数项 | -43.2055 | -44.0911 | 0.4752*** | 0.4335*** |
| | (-1.5044) | (-1.5210) | (3.4434) | (3.1429) |
| 样本量 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 |
| Adjusted_$R^2$ | 0.0034 | 0.0033 | 0.6814 | 0.6804 |

2. 加剧信贷配给

前文指出,传统财务指标体系对于不同债权主体的模糊界定导致传统杠杆和收益率含义脱离了不同利益相关者的实际需求,体现在杠杆错估造成了对企业财务风险产生不同程度的高估,收益率错估造成了对企业资本回报率产生不同程度的低估。另外,金融债权人获取的信息失真会使得信贷配给加剧。本文从两个方面研究财务指标错估造成的信贷配给问题,以此来验证财务指标错估会导致企业难以获得融资,且相较于短期借款,长期借款受到的影响更大,这些都将加剧企业的短贷长投问题。一是企业面临的融资约束程度,二是企业获取的信贷期限结构,即信贷展期。为检验上述影响机制,本文构建如下模型:

**表 4　机制检验:加剧信贷配给**

| 变量 | (1) *FC* | (2) *FC* | (3) *Structure* | (4) *Structure* |
|---|---|---|---|---|
| *DLR* | 0.0234*** | | -0.0472*** | |
| | (2.6257) | | (-3.5928) | |
| *DRR* | | 0.0347** | | -0.0910*** |
| | | (2.4645) | | (-3.8901) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度/行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 常数项 | -4.3418*** | -4.3438*** | -0.9752*** | -0.9704*** |
| | (-47.8580) | (-47.7400) | (-10.8407) | (-10.7720) |
| 样本量 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 |
| Adjusted_$R^2$ | 0.8412 | 0.8411 | 0.2935 | 0.2935 |

$$Ration_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FIM_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,*Ration* 表示信贷配给,用融资约束(*FC*)和信贷展期(*Structure*)两个指标反映。借鉴 Hadlock 和 Pierce[30] 的研究,融资约束(*FC*)采用 SA 指数来衡量,值越大表示企业面临的融资约束程度越高①;借鉴马君潞等[31] 的研究,信贷展期(*Structure*)采用长期借款占长期借款与短期借款之和的比例来衡量,值越大表示企业获得的债务结构期限越长。表 4 列(1)和列(2)中,杠杆错估和收益率错估的系数均显著为正,表明杠杆错估和收益率错估均显著提高了企业融资约束;列(3)和列(4)是分别检验杠杆错估和收益率错估对信贷展期影响的回归结果,杠杆错估(*DLR*)、收益率错估(*DRR*)的系数均显著为负,表明财务指标错估显著影响了企业的信贷期限结构,降低了长期贷款的比例。以上结果表明,杠杆错估和收益率错估加剧了银行信贷配给,通过提高企业融资约束程度和缩短信贷期限加剧了短贷长投问题。

(四)异质性检验

1. 金融需求侧——基于企业成长性差异的分析

从金融需求侧角度来看,成长性企业与银行之间的信息不对称程度更大,更容易因财务指标错估产生的信息扭曲而导致投融资期限错配。第一,基于企业契约成本理论,高成长性意味着更多投资机会和市场势力扩张需求,信息成本、判断成本等明显上升,内部现金流更紧张,企业对外源融资的依赖程度更高,财务指标错估对企业融资产生的负面影响可能更为严重。第二,高成长性企业未来收益的不确定性会增加银行和企业在投资机会选择时的冲突,金融机构作为仅有固定收益索取权的利益相关者,并不愿意为有限的回报承担更大的风险。为此,本文在主回归模型中加入企业成长性与财务指标错估的交乘项(*DLR* × *Growth*、*DRR* × *Growth*),回归结果见表 5 列(1)和列(2),杠杆率错估、收益率错估与企业成长性交乘项(*DLR* × *Growth*、*DRR* × *Growth*)的系数分别在

①$SA = -0.737 \times size + 0.043 \times size^2 - 0.040 \times age$,$size = ln$(总资产/1000000),$age$ 为企业上市年龄。

5%和1%水平上显著为正,表明企业成长性在财务指标错估和企业投融资期限错配之间发挥了正向调节作用,即成长性越好、信贷需求越大的企业,财务指标错估越会加剧其投融资期限错配。

2. 金融供给侧——基于货币政策差异的分析

从金融供给侧角度来看,货币政策不仅会直接影响市场货币供应量,还会作用于银行等金融机构的贷款审查和贷后监督,间接影响企业投融资环境和投融资决策[32]。因此,在不同货币政策下,财务指标错估所导致的企业投融资期限错配程度可能存在不同。为此,借鉴韩东平和张鹏[33]的研究,本文采用货币供应量M1增长率构建货币政策哑变量,若当年M1增长率高于中位数,则表明该年度为货币宽松期,取值为1,否则为货币紧缩期,取值为0。我们在主回归模型中加入货币政策和财务指标错估的交乘项,检验结果如表5列(3)和列(4)所示,交乘项(*DLR*×*MP*、*DRR*×*MP*)的系数均在1%水平上显著为正,这意味着当货币政策宽松时,财务指标错估更会加剧企业投融资期限错配。可能的解释是:在货币紧缩期,银行会普遍提高自身流动性,缩减整体贷款规模和期限[34],更为谨慎全面地评估企业的财务及非财务信息,财务指标信息的可替代性信息增多,财务指标错估对信贷配给的边际影响下降,高融资成本使得企业的筹资意愿和投资能力下降,投资决策更偏向于风险规避;而在货币宽松时期,政策刺激下的企业长期投资行为增多,但财务指标作为核心会计信息仍是信贷决策的重要依据,财务指标错估严重的企业面临信贷配给问题,进而导致投融资期限错配。

**表5　财务指标错估与投融资期限错配:异质性检验**

| 变量 | (1) *SFLI* | (2) *SFLI* | (3) *SFLI* | (4) *SFLI* | (5) *SFLI* | (6) *SFLI* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *DLR* | 0.0141*** | | 0.0003 | | 0.0026 | |
| | (2.6492) | | (0.0438) | | (0.3808) | |
| *DRR* | | 0.0439*** | | 0.0200 | | 0.0140 |
| | | (3.7485) | | (1.4357) | | (0.9002) |
| *DLR*×*Growth* | 0.0487** | | | | | |
| | (2.3503) | | | | | |
| *DRR*×*Growth* | | 0.1411*** | | | | |
| | | (3.0034) | | | | |
| *DLR*×*MP* | | | 0.0447*** | | | |
| | | | (5.5231) | | | |
| *DRR*×*MP* | | | | 0.0793*** | | |
| | | | | (4.1095) | | |
| *DLR*×*EPU* | | | | | 0.0377*** | |
| | | | | | (4.7788) | |
| *DRR*×*EPU* | | | | | | 0.0842*** |
| | | | | | | (4.4148) |
| *Growth* | −0.2371*** | −0.2537*** | | | | |
| | (−18.8083) | (−16.5782) | | | | |
| *MP* | | | −0.1194*** | −0.1239*** | | |
| | | | (−9.4014) | (−9.2538) | | |
| *EPU* | | | | | −0.0123 | −0.0179 |
| | | | | | (−1.1607) | (−1.6180) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度/行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 常数项 | 0.2212*** | 0.2186*** | 0.2017*** | 0.1986*** | 0.1988*** | 0.1998*** |
| | (6.1672) | (6.1039) | (5.2332) | (5.1459) | (5.0978) | (5.1187) |
| 样本量 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 |
| Adjusted_$R^2$ | 0.3504 | 0.3513 | 0.2524 | 0.2526 | 0.2522 | 0.2526 |

3. 金融摩擦——基于经济政策不确定性差异的分析

基于金融摩擦理论,市场中存在诸多阻碍资本自由流动的因素,包括政策性扭曲、不对称信息、不完美契约等。经济政策不确定性会影响企业的信息传递、资本获取和投资行为,进而影响财务指标错估与企业投融资期限错配的关系。当经济政策不确定性增大时,银行等金融机构会通过增加贷款审批程序或要求抵押担保来降低贷款可获得性,将长期贷款转向短期贷款以降低自身流动性风险,财务指标错估影响了银行对企业真实偿债能力的评估,使得错估严重的企业更难以获得长期贷款。但在风险规避动机下,经济政策不确定性会削弱管理层的投资意愿[35],企业可能会采取更谨慎的投资决策,从而降低投融资期限错配程度。因此,经济政策不确定性如何影响财务指标错估与企业投融资期限错配之间的关系存在不确定性。为此,本文根据Baker等[36]编制的经济政策不确定性指数衡量经济政策不确定性(*EPU*),采取年度算术平均值将月度指数转化为年度数据后除以100,当指数高于年度中位数时,*EPU*取值为1,否则为0。我们在主回归模型中加入经济政策不确定性与财务指标错估的交乘项,检验结果如表5列(5)和列(6)所示,杠杆率错估和经济政策不确定性交乘项(*DLR*×*EPU*)、收益错估与经济政策不确定性交乘项(*DRR*×*EPU*)的系数均在1%水平上显著为正,表明经济政策不确定性加剧了金融摩擦,在财务指标错估与企业投融资期限错配之间发挥了正向调节作用,这意味着当经济政策不确定性较大时,财务指标错估所导致的企业投融资期限错配问题会更严重。

## 五、进一步讨论

前文检验结果表明,财务指标错估加剧了银企间信息不对称,进而加剧了企业投融资期限错配。在此基础上,本文进一步探讨财务指标错估导致企业投融资期限错配会带来怎样的经济后果以及如何缓解财务指标错估导致的企业投融资期限错配问题。

### (一)经济后果检验

投融资期限错配作为企业缓解长期资金不足的权宜之计,会增大企业的短期偿债压力,一旦资金链断裂,债务契约无法履行,就会产生债务违约风险,因此,财务指标错估所导致的投融资期限错配很可能会进一步提高企业债务违约概率。借鉴许红梅和李春涛的研究[37],本文以企业上年度短期借款(包括一年内到期的长期借款)与当期偿还借款额度(对应现金流量表中"偿还债务所支付的现金")的差额来衡量公司是否按期偿还借款,设置企业事后违约概率变量 *Violate*,当该差额大于零时,意味着企业未能按期偿还借款,属于事后违约,*Violate* 取 1,否则取 0。检验模型设置如下:

$$Logit[P_{Violate_{i,t}=1}/(1-P)] = \beta_0 + \beta_1 FIM_{i,t} + \beta_2 SFLI_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

检验结果如表 6 所示,列(1)和列(2)为财务指标错估对企业违约概率的回归结果,杠杆错估和收益率错估的回归系数均在 1% 水平上显著为正,表明财务指标错估提升了企业债务违约概率,增加了企业的违约风险。列(3)和列(4)进一步将企业投融资期限错配(*SFLI*)加入回归模型中,结果显示杠杆错估、收益率错估与企业投融资期限错配的回归系数均显著为正,表明杠杆错估和收益率错估通过加剧投融资期限错配,进一步造成了企业债务违约概率的上升,不利于金融市场的稳定。

**表 6　经济后果与缓解路径检验**

| 变量 | (1) *Violate* | (2) *Violate* | (3) *Violate* | (4) *Violate* | (5) *SFLI* | (6) *SFLI* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *DLR* | 0.6106*** | | 0.6076*** | | 0.0277*** | |
| | (4.7491) | | (4.7299) | | (4.6431) | |
| *DRR* | | 0.7646*** | | 0.7440*** | | 0.0717*** |
| | | (3.3610) | | (3.2719) | | (5.3967) |
| *SFLI* | | | 0.3953*** | 0.3879*** | | |
| | | | (3.2540) | (3.1861) | | |
| *DLR × BankComp* | | | | | -0.0259** | |
| | | | | | (-2.2445) | |
| *DRR × BankComp* | | | | | | -0.0495** |
| | | | | | | (-1.9629) |
| *BankComp* | | | | | 0.0145** | 0.0167** |
| | | | | | (2.3792) | (2.2026) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度/行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 常数项 | 2.3386*** | 2.3338*** | 2.2638** | 2.2595** | 0.1909*** | 0.1882*** |
| | (2.6320) | (2.6125) | (2.5428) | (2.5236) | (4.9391) | (4.8674) |
| 样本量 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 | 20350 |
| Pseudo $R^2$/ Adjusted_$R^2$ | 0.0435 | 0.0416 | 0.0444 | 0.0424 | 0.2518 | 0.2522 |

注:列(1)至列(4)括号内为 *z* 值,列(5)和列(6)括号内为 *t* 值,。

### (二)缓解路径分析

在前文分析基础上,本文试图进一步探讨由财务指标错估引发的企业投融资期限错配问题的应对措施。已有研究发现,银行业竞争有助于增加信贷供给,改善信贷期限结构[38]。那么,银行业竞争能否有效缓解财务指标错估导致的企业投融资期限错配问题呢?从理论上讲,当银行业竞争程度较高时,为争夺客户资源,银行会增强信息搜集主动性,了解更多的非财务信息辅助信贷决策,这在一定程度上能够缓解依赖传统财务指标掌握企业财务风险和资本效率等情况的局限性,降低了银行与企业之间的信息不对称程度。此外,为追求长期稳定的信贷关系,银行会增加对长期贷款的资源配置,从而有助于降低企业的投融资期限错配程度[39]。为对此进行检验,借鉴 Chong 等的研究[40],本文采用支行数量占比衡量各地区银行业竞争情况,利用每年度各个银行在不同省份地区分支机构数量,构建各个地区银行业的 HHI 指数,具体计算公式如下:

$$HHI = \sum_{j=1}^{j} (Branch_j/Total_Branches)^2 \quad (6)$$

其中,*Branch* 代表银行 *j* 在该省份地区设置分支机构的数量,*Total_Branches* 表示该省份地区拥有的全部银行分支机构数量。*HHI* 值越大,表示银行分支机构占比越高,银行业竞争程度越低。设置变量 *BankComp*,当 *HHI* 小于年度中位数时,表示该地区银行业竞争程度较高,取值为 1,否则表示该地区银行业竞争程度较低,取值为 0。

表 6 列(5)和列(6)的结果显示,杠杆错估与银行业竞争交乘项(*DLR × BankComp*)、收益率错估与银行业竞

争交乘项($DRR \times BankComp$)的系数均在5%的水平上显著为负,这意味着银行业竞争能够促进银行多渠道了解企业财务状况,降低银企间信息不对称,进而缓解财务指标错估导致的企业投融资期限错配问题。

## 六、结论与建议

传统财务指标错估加剧了银行与企业之间的信息不对称,提高了银行在被动信息接收和低效信息搜索情况下的惜贷倾向,对我国企业难以获取长期贷款的现状是雪上加霜,影响了金融服务实体经济的效率和实体经济复苏的进程。本文以缓解企业投融资期限错配问题为落脚点,研究发现:(1)财务指标错估(包括杠杆错估和收益率错估)显著加剧了企业的投融资期限错配。机制检验结果表明,财务指标错估在资本市场上产生了信息扭曲效应,加剧了银企间信息不对称,使得企业正式信贷成本与非正式信贷成本同时增加、融资约束加剧、信贷展期缩短,最终导致投融资期限错配程度上升。(2)从金融需求侧、金融供给侧和金融摩擦视角展开异质性检验发现,当企业成长性较高、货币政策宽松、经济政策不确定性较高时,财务指标错估对企业投融资期限错配的影响程度更大。(3)进一步的检验结果显示,财务指标错估通过提高企业投融资期限错配程度,提高了债务违约概率,这意味着财务指标错估会导致金融市场资本配置效率下降,进而诱发了实体企业的真实债务困境,而促进银行业竞争能够缓解财务指标错估对企业投融资期限错配的负向影响。

基于所得研究结论,本文得到以下启示:第一,应充分认识到资本与资产概念混淆所导致的传统财务指标体系的局限性,统筹不同利益相关者的信息需求,矫正传统财务指标体系产生的信息扭曲现象,弥补资本投资者的信息需求缺口。杠杆指标和收益率指标应真实反映企业面临的财务风险和价值创造过程中的资本效率,模糊资本投资者与其他利益相关者的边界会导致市场资本配置效率的下降。对企业投融资期限错配问题的审视需要从微观企业真实财务信息出发,当前企业在融资过程中处于劣势地位,还原企业真实财务风险和资本效率有助于缓解投融资期限错配问题。第二,银行等金融机构在开展风险管理、保证自身流动性和防止风险外溢的同时,应避免因财务指标设计局限性而对企业风险评估过度、收益预期不足,进而导致长期贷款供给动力下降的问题,因为这不仅会造成银行错失部分低信贷风险的客户,还不利于实体企业抓住有利投资机会带动经济增长。因此,信贷决策辅助信息的全面性和科学性亟须提高,以缓解实际信贷风险被高估的企业尤其是高成长性企业的融资困境,防止因信息不对称而形成"信贷配给—投融资期限错配—债务违约—融资困境"的恶性循环,真正发挥各类信息(包括财务信息和非财务信息)在提升资源配置效率中的重要基础作用。第三,政府应推进金融市场结构改革,加快建立多层次资本市场结构。我国资本市场仍面临直接融资发展不足、实体经济发展过度依赖银行贷款等问题,应进一步完善融资制度、发展多样化融资工具,拓宽企业融资渠道。同时,适当放松对于中小商业银行的市场准入管制,促进银行业逐步形成多元化竞争的格局,这不仅有助于缓解企业融资难、融资贵问题,还有利于提高银行信息获取和分析的主动性,进而缓解银企间信息不对称,提高信贷配置效率,降低企业投融资期限错配对金融系统造成的潜在风险。

**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):23-39.

[2]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.

[3]李扬.完善金融的资源配置功能——十八届三中全会中的金融改革议题[J].经济研究,2014(1):8-11.

[4]王竹泉,王惠,王贞洁.杠杆系列错估与信贷资源错配[J].财经研究,2022(11):154-168.

[5]王竹泉,王苑琢,王舒慧.中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在?[J].管理世界,2019(2):58-73+114+198-199.

[6]王贞洁,王竹泉.我国上市公司杠杆错估及其关联效应——对"去杠杆"政策的思考[J].经济管理,2018(4):20-35.

[7]王贞洁,王惠.财务指标错估与股票定价偏误——基于证券分析师中介作用的视角[J].中南财经政法大学学报,2021(5):3-15+158.

[8]李增福,陈俊杰,连玉君,等.经济政策不确定性与企业短债长用[J].管理世界,2022(1):77-89+143+90-101.

[9]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.

[10]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+114+188.

[11]罗宏,贾秀彦,吴君凤.内部控制质量与企业投融资期限错配[J].国际金融研究,2021(9):76-85.

[12]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.

[13]Morris J R. On corporate debt maturity strategies[J]. Journal of Finance,1976,31(1):29-37.

[14]Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics,1977,5(2):147-175.
[15]Hart O,Moore J. A theory of debt based on the inalienability of human capital[J]. The Quarterly Journal of Economics,1994,109(4):841-879.
[16]Kahl M,Shivdasani A,Wang Y. Short-term debt as bridge financing:Evidence from the commercial paper market[J]. Journal of Finance,2015,70(1):211-255.
[17]Opler T C. The determinants of the maturity of corporate debt issues[J]. Journal of Finance,1996,51(5):1809-1833.
[18]张浩,杨炜妮,谭雯倩. 境外投资者持股与企业投融资期限错配[J]. 国际金融研究,2024(10):87-96.
[19]王竹泉,江玮滢,宋晓缤,等. 高质量发展与中国宏观会计信息质量综合评价[J]. 会计研究,2021(4):39-48.
[20]Kaplan S N,Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The Quarterly Journal of Economics,1997(1):169-215.
[21]李维安,马超. "实业+金融"的产融结合模式与企业投资效率——基于中国上市公司控股金融机构的研究[J]. 金融研究,2014(11):109-126.
[22]张新民,钱爱民,陈德球. 上市公司财务状况质量:理论框架与评价体系[J]. 管理世界,2019(7):152-166+204.
[23]刘海明,李明明. 货币政策对微观企业的经济效应再检验——基于贷款期限结构视角的研究[J]. 经济研究,2020(2):117-132.
[24]汪伟,张少辉.《社会保险法》实施是否缓解了企业投融资期限错配[J]. 财贸经济,2022(3):34-49.
[25]Graham J R,Harvey C R. The theory and practice of corporate finance:Evidence from the field[J]. Journal of Financial Economics,2001,60(3):187-243.
[26]王贞洁,王竹泉. 基于供应商关系的营运资金管理——"锦上添花"抑或"雪中送炭"[J]. 南开管理评论,2017(2):32-44.
[27]姜付秀,蔡文婧,蔡欣妮,等. 银行竞争的微观效应:来自融资约束的经验证据[J]. 经济研究,2019(6):72-88.
[28]Chen Y,Liu M,Su J. Greasing the wheels of bank lending:Evidence from private firms in China[J]. Journal of Banking &Finance,2013,37(7):2533-2545.
[29]周楷唐,麻志明,吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 经济研究,2017(7):169-183.
[30]Hadlock C J,Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints:Moving beyond the KZ Index[J]. Review of Financial Studies,2010,23(5):1909-1940.
[31]马君潞,郭牧炫,李泽广. 银行竞争、代理成本与借款期限结构——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2013,(4):71-84.
[32]Maggio M D,Kacperczyk M T. The unintended consequences of the zero lower bound policy[J]. Journal of Financial Economics,2016,123(1):59-80.
[33]韩东平,张鹏. 货币政策、融资约束与投资效率——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2015(4):121-129+150.
[34]饶品贵,姜国华. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩[J]. 管理世界,2013(3):12-22+47+187.
[35]Gulen H,Ion M. Policy uncertainty and corporate investment[J]. Review of Financial Studies,2016,29(3):523-564.
[36]Baker S R,Bloom N,Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. Quarterly Journal of Economics,2016,131(4):159-1636.
[37]许红梅,李春涛. 劳动保护、社保压力与企业违约风险——基于《社会保险法》实施的研究[J]. 金融研究,2020(3):115-133.
[38]边文龙,沈艳,沈明高. 银行业竞争度、政策激励与中小企业贷款——来自 14 省 90 县金融机构的证据[J]. 金融研究,2017(1):114-129.
[39]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.
[40]Chong T T,Lu L,Ongena S. Does banking competition alleviate or worsen credit constraints faced by small and medium-sized enterprises? Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance,2013,37(9):3412-3424.

[责任编辑:王丽爱]

# Miscalculation of Financial Indicators and Corporate Maturity Mismatch of Investment and Financing

WANG Hui[1], WANG Zhenjie[2a,2b], YANG Yujie[2a,2b]

(1. Institute of Economics, Shandong Academy of Social Sciences, Jinan 250002, China; 2. a. College of Management, b. China Business Working Capital Management Research Center, Ocean University of China, Qingdao 266000, China)

**Abstract**: Due to the confusion of capital and assets, the limitation of traditional financial indicators leads to the serious distortion of financial risk and capital efficiency information, which hinders the development of real economy. Using the data of A-share listed companies from 2008 to 2023, this paper explores the relationship between the miscalculation of financial indicators such as leverage and return rate and the mismatching of investment and financing term of enterprises. It is found that both leverage miscalculation and yield miscalculation exacerbate the maturity mismatch of investment and financing, and this impact is more obvious in high-growth enterprises, loose monetary policy and high economic policy uncertainty. According to the mechanism analysis, the miscalculation of financial indicators will lead to the intensification of information asymmetry between banks and enterprises, which are manifested as the increase of credit cost and credit rationing, and then lead to the mismatching of investment and financing terms. Further inspection shows that the mismatching of investment and financing term caused by miscalculation of financial indicators will increase the probability of debt default, and promoting banking competition will help alleviate the mismatching of investment and financing term caused by miscalculation of financial indicators.

**Key Words**: miscalculation of financial indicators; maturity mismatch of investment and financing; information asymmetry; credit rationing; leverage miscalculation; yield rate miscalculation