

激进策略、短贷长投与非理性短期借款

孙凤娥 苏宁 卢欣韵

(北京林业大学经济管理学院, 北京 100083)

〔摘要〕以2008~2015年A股上市公司为样本,经测算发现:平均每年约有32.95%的上市公司存在非理性短期借款行为。实证分析表明,非理性短期借款主要用于企业长期投资,即“短贷长投”,这不仅给金融机构流动资金贷款管理带来了挑战,而且提高了金融系统的潜在风险。进一步分析表明,短贷长投的主因并非实务界公认的金融制度缺陷,而是企业采取了过于激进的融资策略,因此对短贷长投的治理要“疏”、“堵”结合。

〔关键词〕非理性短期借款 短贷长投 融资策略 金融制度 Logit模型 金融市场体系

DOI: 10.3969/j.issn.1004-910X.2017.09.006

〔中图分类号〕F270 〔文献标识码〕A

引言

中国银行业监督管理委员会于2010年2月颁布的《流动资金贷款管理暂行办法》(银监会令2010年1号)规定贷款人应合理测算借款人营运资金需求,不得超过其实际需求发放流动资金贷款,并附流动资金需求测算方法供银行参考,但具体实施中,众多政策执行者发现该方法测算结果并不准确^[1-3],也有学者提出了改进的、更为科学的测算方法,但以此预测的流动资金贷款需求仍与实际值存在较大偏差,准确率在60%以下,其中一个重要原因是企业存在实际无流动资金贷款需求却增加了短期借款的行为,即非理性短期借款^[4]。

为判断企业短期借款行为是否理性,本文借鉴张金昌等^[4]的研究方法,引入现金支付能力(APC)这一指标,可将现金支付能力定义为“ $APC = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} - \text{短期借款} - \text{交易性金融负债}$ ”,表示企业以现有的货币性资产偿还货币性负债的能力。如果 $APC < 0$,表明企业当前现金支付能力不足,有营运资金需求,这种情况下增加的短期借款是合理的;如果 $APC > 0$,表明企业当前有较强的现金支付能力,甚至有资金的闲置浪费,

不存在流动资金需求,若此时企业仍增加短期借款,则是非理性的。按上述方法本文对2008~2015年沪深A股上市公司的非理性短期借款行为进行了测度,2008~2015年各年存在非理性短期借款行为的企业占比分别为:23.46%、25.69%、37.54%、41.45%、32.80%、31.36%、35.09%、32.37%,即近1/3的上市公司存在非理性短期借款行为,说明这一不合理现象并非个例,而是具有相当的普遍性。对非理性短期借款行为的研究不仅有助于银行业更好地进行流动资金贷款管理,对其背后动因的探究更有助于发现企业投融资领域以及中国的金融体系可能存在的问题,为经济下行阶段金融系统风险的控制带来一定的启示。

1 企业非理性短期借款成因剖析

1.1 非理性短期借款形成机理分析

企业非理性短期借款形成的原因在于:(1)企业营运资本管理水平低下,流动资金周转速度较慢,因此不得不进行较多的资金储备,以应对各种突发的流动资金需求;(2)企业现金账户虽有大量余额,但属于专款专用资金,不可随意挪为他用,在企业产生新的流动资金需求时必须再融资;(3)企业可能利用借入的资金从事高

收稿日期:2017-05-23

基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(项目编号:RW2015-21)。

作者简介:孙凤娥,北京林业大学经济管理学院讲师,经济学博士。研究方向:产业发展与公司战略。苏宁,北京林业大学经济管理学院教授,研究方向:财务理论与实务。卢欣韵,北京林业大学经济管理学院硕士研究生。研究方向:财务理论与实务。

息委托贷款业务。但从现有研究及企业具体实践来看,中国上市公司总体营运资本管理水平较高,即便存在营运资本管理效率低下的企业,也属个别现象。而且现实中,拥有专款专用资金的企业毕竟是极少数。另外,余琰^[5]通过手工搜集上市公司发布的委托贷款相关数据,发现从事高息委托贷款业务的上市公司占比约为1.2%,总体占比较低。由此可见,以上3种可能的情形在中国上市公司中均不具有普遍性,造成如此普遍的非理性短期借款行为的可能性较低。除以上情形外,还可能存在一个重要原因导致企业非理性短期借款,即:企业可能未将短期借款用于日常生产经营周转,而是投入到长期投资项目中,也就是我们通常所说的短贷长投。短贷长投是一种过度激进的融资策略,会大大增加企业陷入财务危机的风险^[6],而存在非理性借款行为的企业超过1/3,如此众多的企业都会采取投融资期限极不匹配的高风险行为吗?为探究这一问题,首先假设短贷长投是企业非理性短期借款的背后动因,则一个合理的推论是:随着企业长期投资的增长,企业非理性短期借款行为发生的机率会随之增长,或者随着企业长期负债率的上升,企业非理性短期借款行为发生的几率会下降。由此提出本文研究假设1:

H1: 如果非理性短期借款行为发生的机率随着长期投资的增长而增长,或随着长期负债率的上升而下降,则短贷长投是企业非理性短期借款行为的主要动因。

1.2 非理性短期借款成因的实证检验

为检验假设H1,本文进行如下实证研究设计。

1.2.1 变量选取

(1)被解释变量:非理性短期借款(IR)。运用前述非理性借款识别方法,首先计算企业当

$$IR_{it} = \alpha + \beta_1 faca_{it} + \beta_2 \ln ass_{it} + \beta_3 roa_{it} + \beta_4 art_{it} + \beta_5 int_{it} + \beta_6 State_{it} + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \quad (1)$$

稳健性检验中,将公式(1)中 $\beta_1 faca_{it}$ 替换为 $\beta_1' llev_{it}$,如果长期投资变动率的回归系数 $\beta_1' > 0$,表明随着长期投资的增长,非理性借款行为发生的可能性上升,如果长期负债率的回归系数 $\beta_1' < 0$,表明随着长期负债率的上升,非理性借款行

期现金支付能力(APC),如果 $APC > 0$,且企业在当期增加了短期借款,则该项借款为非理性借款,记 $IR = 1$,否则, $IR = 0$ 。

(2)解释变量:长期投资变动率(faca)、长期负债率(llev)。将长期投资变动率定义为长期资产期末余额与期初余额的差额除以期初总资产,由于长期资产中长期应收款等项目的变动并未导致实际的现金流出,因此将该类项目从长期资产中予以剔除。长期负债率具体指长期负债总额除以总资产,作为稳健性检验中主要解释变量。

(3)控制变量。参考以往相关研究,控制变量具体包括:企业规模、盈利能力、营运能力、企业性质、所处行业、年份,其中,以总资产的自然对数(lnass)作为企业规模的代理变量,以总资产报酬率(roa)作为企业盈利能力的代理变量,以应收账款周转率(art)和存货周转率(int)作为营运能力的代理变量,企业性质(state)按控股股东类别进行划分,国有控股取值为0,非国有控股取值为1。

1.2.2 样本选择及数据来源

本文以中国沪深交易所全部A股上市公司2008~2015年数据作为研究样本。同时按照以下标准对样本进行筛选:(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,以避免财务信息质量和异常值影响实证结果;(4)剔除关键数据缺失的样本。由此构造了共包含12552个观察值的非平衡面板数据样本。本文的基础数据均来自CCER经济金融数据库。

1.2.3 模型设计

由于本文被解释变量为离散变量且估计值在0~1之间、数据为面板数据,因此本文选择面板Logit模型,回归模型1如式(1)所示:

为发生的可能性下降,也就是说,企业长期投资的资金需求可由增加的长期负债补充,无需进行非理性短期借款。这两者均表明短贷长投是非理性短期借款的动因。

1.2.4 实证检验结果及分析

通过 Hausman 检验, 本文选择固定效应面板 Logit 模型对模型 1 进行估计, 模型 1 的回归结果如表 1 所示, 其中, (1)~(3) 列为以长期投资变动率为因变量的回归结果。从第 (1) 列全样本回归结果可见, 长期资产变动率对企业非理性短期借款的回归系数为 3.0103, 且在 1% 水平上显著, 表明企业长期资产的增加是非理性短期借款的重要诱因, 企业超出流动资金需求的那部分短期借款极有可能用在了企业的长期资产投资上, 即短贷长投。过于激进的融资策略极大的提高了企业财务风险和整个金融系统的潜在风险, 在经济不景气时, 企业无法提供稳定的、持续的经营活动现金流, 这种潜在风险便逐渐暴露出来, 这也是近年来金融系统不良贷款率居高不下的主要原因。第 (2)、(3) 列分别是以长期资产减少组和长期资产增加组为样本对模型 1 的回归结果, 两组样本中, 长期资产变动率均对非理性短期借款具有显著正向影响, 这进一步证明短贷长投是非理性短期借款的一个主要动因, 由此验证

了假设 H1。为检验上述结果的稳健性, 表 1(4)~(6) 列以长期负债率代替长期资产变动率对模型 1 进行回归, 由第 (4) 列全样本回归结果可见, 长期负债率对非理性短期借款具有显著负向影响, 即长期负债率的提高能够有效抑制企业的非理性短期借款行为, 也就是说, 当企业长期资金来源不足时, 长期投资的资金需求由非理性短期借款补足, 而当长期资金充足时, 便形成了对非理性短期借款的替代, 这从侧面印证了企业的非理性短期借款主要用于了长期投资。第(5)、(6)列分别为以低长期负债率组和高长期负债率组为样本对模型 1 的回归结果, 虽然高长期负债率组 llev 的回归系数绝对值较小, 但仍显著为负, 说明在高长期负债率组仍存在短贷长投行为, 表明我国上市公司投融资期限不匹配问题极为严重, 整体风险水平较高。这也说明文初所提出的“流动资金需求预测不准确”本身就是一个伪命题, 因为有大量企业打着流动资金贷款的幌子借得资金, 却用于了长期投资项目。

表 1 模型 1 回归结果

IR	全样本面板 Logit (1)	长期资产减少面板 Logit (2)	长期资产增加面板 Logit (3)	全样本面板 Logit (4)	低长期负债率面板 Logit (5)	高长期负债率面板 Logit (6)
faca	3.0103*** (12.51)	1.8746* (1.68)	2.8621*** (9.82)			
llev				-1.7304*** (-4.10)	-4.1577*** (-2.62)	-3.4582*** (-4.78)
LR chi2 (14)	491.58	28.67	396.93	336.83	206.59	113.76
Prob > chi2	0.0000	0.0116	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Log likelihood	-3498.6257	-325.35696	-2617.6444	-3575.9984	-2057.711	-1034.9405
N	9048	910	6912	9048	5336	2668

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著, 括号中为 z 检验值; 受篇幅所限, 控制变量回归结果未予列示, 如有需求可向作者索取。

资料来源: 作者基于 Stata12.0 计算整理。

2 短贷长投动因分析

2.1 短贷长投形成的机理分析

企业采取短贷长投行为的原因可能出于两方面: 客观上, 金融制度缺陷导致长期资金供给不足; 主观上, 企业采取了激进的融资策略。

(1) 金融制度缺陷与短贷长投。金融市场所

能提供的长期融资方式主要有发行股票、发行长期债券和长期贷款, 由于中国目前缺乏一个多层次、立体的、完善的资本市场体系, 尤其是直接融资市场发展较不成熟, 导致能够通过发行股票和长期债券实现融资的企业仅为极少数, 这使得企业仍主要依赖银行信贷来满足资金需求。而在中国利

率管制的背景下,由于利率期限结构不合理^[7],与短期借款相比,长期借款的风险收益比相对较高,长期资金提供者无法获取必要的风险溢价,加之我国货币政策较不稳定,金融市场无法对企业形成稳定预期,为了保持自身的流动性,银行更愿意为企业提供风险更小的短期贷款^[8-10]。由于无法获取长期资金支持,面对可行的长期投资项目,企业被迫利用短期资金来弥补长期资金不足。

(2) 激进融资策略与短贷长投。由于短期借款利率较低,为了节约成本支出,企业可能采取激进的短期筹资策略,这种策略虽然提高了企业风险,但却节约了财务费用。相对而言,短贷长投则更为激进,长期投资项目资金需要量往往较大,而通过短贷长投,利用长短期贷款利差可以为企业节省大量成本。对企业而言,短期负债虽然成本低、但期限短、风险高,将其用于长期投资会极大地提高企业财务风险,甚至于陷入资金链断裂危机,那为何融资能力强的企业不去努力争取更为稀缺的长期贷款资源,而甘愿冒巨大财务风险?原因可能在于,融资能力强的企业借助自身优势,在短期借款到期时,可通过借新还旧、贷款展期、银行债转股等方式降低当期还款压力,即使陷入财务危机,仍然可以利用与政府的良好关系,获取政府的低息甚至无息担保贷款而转危为安,不会真正陷入破产,而且一旦有一家企业获取类似好处,其他企业纷纷效尤,由此导致短贷长投行为不断蔓延。

以上两方面何为短贷长投的主导因素?要验证这一问题,关键是识别企业是否是在融资约束较强的情况下实施的短贷长投行为。一个合理的推论是,假如短贷长投主要由长期资金供给不足

导致,那么在长期贷款供不应求的背景下,融资能力强的企业更能够筹集到长期贷款,表现为企业长期负债率的提升,而融资能力弱的企业由于无法筹集到长期贷款,被迫选择采用短期贷款以满足长期投资需求,表现为长期负债率较低,也就是说,如果能够证明融资能力强的企业长期负债率较高,则佐证了企业短贷长投是迫于无奈,否则证明企业采取了过于激进的融资策略。由此提出本文研究假设:

H2: 如果企业的长期负债率与其融资能力正相关,则表明企业的短贷长投行为是由金融制度缺陷导致的,否则是由企业主动采取的激进融资策略所导致。

2.2 短贷长投成因的实证检验

2.2.1 变量选择

衡量企业融资能力的指标较多,现实中应用较为广泛的主要是资产负债率、有形资产净值率、企业规模、利息保障倍数等财务指标,但这些指标与被解释变量长期负债率可能产生互为因果的内生性问题,影响回归结果的可靠性。而大量研究均表明^[11-13],政治关联程度与企业的融资约束程度高度相关,且与被解释变量长期负债率间不存在内生性问题,因此,本文选取该指标作为衡量企业融资约束程度的代理变量。政治关联度具体以企业高管是否担任人大代表、政协委员、是否在政府部门担任过或在任职务为判断标准,所任职务隶属中央赋值为5,省、直辖市为4,市为3,区、县为2,乡镇为1,乡镇以下为0。

2.2.2 模型设计

为验证H2,本文建立回归模型2,如式(2)所示:

$$llev_{it} = \alpha + \beta_1 rel_{it} + \beta_2 fac_{it} + \beta_3 lnass_{it} + \beta_4 roa_{it} + \beta_5 stat_{it} + D_{year} + D_{ind} + \mu_{it} \quad (2)$$

如果政治关联回归系数 β_1 显著为正,表明融资能力强的企业长期负债率较高,企业短贷长投是不合理的金融制度下“被迫”的选择,如果该系数显著为负,则说明融资能力强的企业主动选择了极为激进的融资策略。此外,本文还选取社会资本丰富度(scap)^[14-16]作为政治关联的替代变量以保证研究结果的稳健性。结合高凤莲和王志强^[14]、刘丽颖^[17]等的研究,本文将高管社会

资本定义为“外部关联+社会声誉”,并从这两个维度来测度高管社会资本水平,具体的,外部关联维度包括政治关联、金融机构关联、其他企业关联三方面指标,社会声誉维度包括获奖情况及媒体正面报道情况两方面指标。

模型2的回归结果如表2所示,其中,(1)~(3)列是以政治关联作为企业融资能力的代理变量的回归结果,从第(1)列全样本回归结果来看,

政治关联对企业长期负债率具有显著负向影响,企业政治关联度提高1,长期负债率下降0.13%,即政治关联度强、融资能力强的企业长期负债率反而较低,这说明短贷长投行为并非仅仅出于客观的金融市场长期资金供给不足,主要还在于企业的主观激进策略选择。第(2)、(3)列分别是以长期资产减少组和长期资产增加组为样本的回归结果,长期资产减少组中,政治关联对长期负债率无显著影响,长期资产减少表明当期无长期投资或仅有较少长期投资,此时企业无需进行短贷长投;长期资产增加组中,政治关联对长期负债率具有显著负向影响,长期资产增加表明企业当期有较高的长期投资资金需求,与融资能力

弱的企业相比,融资能力强的企业借入了较少的长期负债,由此所形成的长期资金需求缺口将由短期借款补充,这进一步表明短贷长投主要是企业的主观激进行为。为验证上述结果的稳健性,以企业社会资本水平代替政治关联度作为融资能力的代理变量,对模型2重新进行回归,结果如表2(4)~(6)列所示,全样本回归结果表明社会资本水平对企业长期负债率具有负向影响,但结果不显著,在长期资产增加组中,该负向影响在5%水平下显著,与前述回归结果较为一致,这进一步表明短贷长投主要由企业的主观激进融资策略所导致。

表2 模型2 回归结果

llev	全样本 FE (1)	长期资产减少 FE (2)	长期资产增加 FE (3)	全样本 FE (4)	长期资产减少 FE (5)	长期资产增加 FE (6)
relp	-0.0013*** (-2.74)	0.0004 (0.21)	-0.0014*** (-2.78)			
scap				-0.0003 (-1.55)	0.0013 (1.5)	-0.0005** (-2.31)
R ²	0.2403	0.1972	0.3619	0.2384	0.1982	0.3601
N	12552	2773	9779	12552	2773	9779

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著,括号中为 t 检验值;受篇幅所限,控制变量回归结果未予列示,如有需求可向作者索取。

资料来源:作者基于 Stata12.0 计算整理。

3 结论

本文通过测算发现中国上市公司大量存在非理性短期借款行为,这不仅对金融机构流动资金贷款管理带来了诸多挑战,而且提高了金融系统的潜在风险。实证分析表明,企业的非理性短期借款主要是用在了长期投资项目中,短贷长投是非理性短期借款的主要动因。进一步分析表明,虽然不完善的金融制度可能会迫使企业采取短贷长投策略,但短贷长投的主要原因还在于企业采取了过于激进的融资策略。对金融机构而言,针对不良贷款率不能只通过贷款展期、债转股或资产重组等治标不治本的方式进行治理,还应该从源头上关注投融资期限严重不匹配的问题。

为防止短贷长投行为的发生,应采取疏堵结合的方式,所谓“堵”,就是要堵住流动资金贷款流向长期投资项目之路;所谓“疏”,就是为企业长期投资项目开拓新的资金来源。“堵”主要依

托金融机构,具体就是要加强流动资金贷款管理,在流贷审批环节,应优化流动资金需求预测方法,对企业流动资金贷款需求做出尽量精准的预测,审批额度不得超过贷款人日常运营周转所需,对于超额的贷款需求应重点考察其合理性,并在后续贷后管理中予以重点监督;流动资金贷款发放后,应密切监督贷款的后续使用情况,严防流动资金贷款被挪为他用。“疏”主要依托金融监管机构,当短贷不能用于长投,企业转型期赖以生存和发展的长期投资项目可能由于缺乏资金支持而夭折,甚至影响整个实体经济的发展,因此需为企业开拓中长期融资来源:(1)非理性短期借款的减少会在一定程度上增加银行可贷资金,通过提高利率市场化水平,使长短期贷款收益与风险相匹配,可以鼓励银行按风险评估给予优质企业中长期贷款;(2)企业资金来源除银行贷款外,还包括股权融资、发行债券融资等,而且在中长期融资方面,

直接融资市场要优于间接融资市场^[18],但由于中国金融市场体系不健全,导致企业过于依赖银行贷款,在此,可以借鉴美国的金融体系构建,除银行、债券市场外,还针对不同类型企业建立全国性和区域性权益市场,通过构建多层次、立体的金融市场体系,使企业能够灵活便利地安排所需期限的融资。

参 考 文 献

- [1] 叶振芳, 邓丽东. 刍议如何做好商业性流动资金贷款需求量测算——基于农发行的调研[J]. 金融与经济, 2012, (1): 74~76.
- [2] 石战辉. 对流动资金贷款需求量测算方法的探讨[J]. 金融理论与实践, 2013, (9): 60~64.
- [3] 邹卫萍. 浅议《流动资金贷款管理暂行办法》存在的问题及改进[J]. 财经界, 2014, (3): 96~97.
- [4] 张金昌, 杨国丽, 周亚平. 流动资金需求测算方法研究[J]. 中国工业经济, 2016, (5): 144~160.
- [5] 余琰, 李怡宗. 高息委托贷款与企业创新[J]. 金融研究, 2016, (4): 99~114.
- [6] Morris, J. On Corporate Debt Maturity Strategies [J]. The Journal of Finance, 1976, (1): 29~37.
- [7] 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.
- [8] Bryant J. A Model of Reserves Bank Runs and Deposit Insurance [J]. Journal of Banking and Finance, 1980, (4): 335~344.
- [9] Diamond D., and Dybvig P. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity [J]. Journal of Political Economy, 1989, (3): 401~419.
- [10] Lucas R.E. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs [J]. American Economic Review, 1973, (3): 326~334.
- [11] 孙凤娥, 田治威, 苏宁. 政治关联、融资约束与资本结构周期性变动[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2016, (4): 65~79.
- [12] Claessens S, Feijen E, and Laeven L. Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions [J]. Journal of Financial Economics, 2008, (88): 554~580.
- [13] Chen Y.S., Shen C.H., and Lin C.Y. The Benefits of Political Connection: Evidence from Individual Bank Loan Contracts [J]. Journal of Finance Service Research, 2014, (45): 287~305.
- [14] 高凤莲, 王志强. 独立董事个人社会资本异质性的治理效应研究[J]. 中国工业经济, 2016, (3): 146~160.
- [15] 戴亦一, 张俊生, 曾亚敏, 潘越. 社会资本与企业债务融资[J]. 中国工业经济, 2009, (8): 99~108.
- [16] 刘素荣, 等. 融资结构对创业板公司业绩影响的实证研究[J]. 工业技术经济, 2016, (9): 85~91.
- [17] 刘丽颖. 中国上市公司高管声誉的效应研究[D]. 南开大学, 2013.
- [18] Lin, J. Y., X. Sun, and Jiang Y. Endowment, Industrial Structure and Appropriate Financial Structure: A New Structural Economics Perspective [J]. Journal of Economic Policy Reform, 2013, (2): 109~122.

Aggressive Strategy, Short-term Loans Long Cast and Irrational Short-term Borrowing

Sun Fenge Su Ning Lu Xinyun

(School of Economics & Management, Beijing Forestry University, Beijing 100083, China)

[Abstract] Taking 2008-2015 A-share listed companies as samples, the calculation is that about 32.95% of the listed companies have the irrational short-term borrowing behavior average annual. The empirical analysis shows that short-term loans long cast is the main cause of irrational short-term borrowing. This not only presents a big challenge to financial institutes, but also raises the potential risk of the financial system. Further analysis shows that, although financial system defects would force companies to take short-term loans long cast strategy, the main cause is companies taking the initiative to take an overly aggressive financing strategies.

[Key words] irrational short-term borrowing; short-term loans long cast; financing strategy; financial system; logit model; financial market system

(责任编辑:王平)