

股价信息含量对企业短贷长投的影响研究

马新松^{1 2 3} 徐帆¹

1. 贵州财经大学应用经济学院, 贵州贵阳, 550025;
2. 绿色金融与生态环保协同创新中心, 贵州贵阳, 550025;
3. 人工智能与数字金融实验室, 贵州贵阳, 550025;

摘要: 本文基于 2008-2023 年 A 股上市公司面板数据, 研究股价信息含量如何影响企业短贷长投。研究结果显示: 股价信息含量的提高能缓解企业短贷长投程度; 机制研究发现, 缓解融资约束和提高机构持股比例是股价信息含量缓解企业短贷长投程度的作用机制。本文对研究资本市场影响企业短贷长投提供可能的边际贡献。

关键词: 股价信息含量; 融资约束; 短贷长投

DOI: 10.69979/3029-2700.24.7.013

引言

对近年来上市公司的资产债务配比情况研究发现, 企业的投资与融资在期限匹配上存在着不平衡^[1], 这种以短期债务支撑长期投资缺口的投融资期限错配现象, 在目前企业经营中大量存在^[2]。基于防范和化解系统性风险的底线思维, 企业投融资期限的合理匹配对于确保整体经济运行风险处于可控状态至关重要^[3]。因此探讨如何切实可行地缓解企业短贷长投具有深刻现实意义。本文将目光投向资本市场, 股价信息含量反映着资本市场的运行效率。因此本文将探索以下问题: 企业短贷长投这种投融资期限错配行为是否会受到股价信息含量的影响? 其效应与传导机制又为如何? 这有利于更清晰地理解资本市场对企业投融资决策的影响机制, 提出应对措施以期保障金融资源更好地支持实体经济发展。

1 理论分析与研究假设

短贷长投是与 Morris 所提出的期限匹配理论相悖的一种企业投融资期限错配现象: 一方面, 由于受到来自资金提供方的融资限制, 企业被动地选择短贷长投。短贷长投一般是由于企业没有合适的措施来应对来自外部的金融抑制, 从而做出一种替代性的次优选择^[4]; 另一方面, 出于利润最大化的动机, 企业主动地采取激进的短贷长投策略。进攻型企业长期资金需求更大, 采取短期债务滚动融资能用较低的债务融资成本支撑较高的长期投资收益^[5], 使得企业利益最大化。

股价信息含量作为资本市场配置的衡量指标, 反映着资本市场的信息传递效率。本文认为, 股价信息含量的提升可从以下两个方面缓解企业短贷长投。

第一, 企业股价信息含量提升有助于增强银行长期放款意愿, 扩大企业长期资金来源, 缓解企业被动选择短贷长投。一方面, 由于投融资双方信息不对称, 长期

贷款面临的逆向选择和道德风险较大, 投融资双方的合作成本更高^[6]。为了更好地风控并全程监督, 银行长期放款意愿下降, 而偏向于放出短期贷款。另一方面, 随着我国资本市场的制度不断完善和股价信息含量的提升, 股价的资源配置功能不断提升^[7], 企业直接融资渠道拓宽, 企业融资的外部环境得到改善, 利好其长期资金需求, 缓解企业的被动式短贷长投。

第二, 企业股价信息含量提升有助于增强企业外部监督, 优化企业投融资决策, 抑制企业主动选择短贷长投。一方面, 企业短贷长投的行为, 可能是企业管理层等决策主体为追求其效益最大化而采取的主动举措。当股价信息含量提升时, 外部投资者利用公司特质信息来监督的可能性增大, 使外部监督更有效。另一方面, 短贷长投与企业采取的战略导向有关, 丰富的股价信息能产生融资替代效应, 使企业倾向于股权融资, 在一定程度上缓解了企业采取短贷长投式的激进融资策略, 缓解企业的主动式短贷长投。

由于掌握的企业信息较少, 不足以评判未来投资的风险性, 投资者对此类企业会不可避免地出现惜贷现象, 反将视线转向更稳定的地方性政府债务, 出现地方政府债务对企业长期信贷资源的挤占^[8]。因此, 实体企业获取长期融资的能力受到限制。而股价信息含量的提升, 映射出更多公司特质信息, 降低企业与外部的信息不对称, 能够减轻此问题。

机构投资者比普通投资者更理性, 拥有专业的信息搜集能力, 而较高的股价信息含量意味着较多的企业特质信息, 机构持股比例的提升增强了特质信息搜集的效率。机构投资者退出的不确定性, 倒逼企业进行更完善的内控和信息管理, 在一定程度上对短贷长投行为有抑制作用。

综上所述, 本文提出:

- H1 股价信息含量的提升能缓解企业短贷长投
H2 股价信息含量通过缓解融资约束缓解企业短贷长投
H3 股价信息含量通过提高机构持股比例缓解企业短贷长投

2 研究设计

2.1 数据来源

本文数据来自 CSMAR 数据库, 选取 2008—2023 年上市企业数据集, 在原始数据的基础上作了剔除、缩尾等必要的数据清洗操作。

2.2 变量定义

企业短贷长投(SFLI)。参考钟凯等 (2016) [4] 的衡量办法, 本文定义企业短贷长投 SFLI (见表 1), 其值越大, 说明企业有越严重的短贷长投程度。

股价信息含量(INF)。本文参考前人做法, 在股价波动的同步性指标的基础上, 采用简化的 CAPM 模型得出的可决系数构建股价信息含量代理指标。得模型 (1)

~ (3) :

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times R_{m,t} + \beta_2 \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times R_{m,t} + \beta_2 \times R_{i,t} + \beta_3 \times R_{m,t-1} + \beta_4 \times R_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, 方程左边为以周度时间跨度考量的个股 i 收益率, 三种方程右边为纳入考量的市场、行业收益率因子。分别得到可决系数 R_i^2 , 作对数转换后得股价信息含量 $INF_{i,t}$ 。据模型 (4), R_i^2 越小, $INF_{i,t}$ 越大, 即股价信息含量越大。

$$INF_{i,t} = \ln \left((1 - R_{i,t}^2) / R_{i,t}^2 \right) \quad (4)$$

本文依据模型 (1) ~ (3) 分别得到股价信息含量代理指标 $INF1$ 、 $INF2$ 、 $INF3$, 机制检验选用更精确的 $INF3$ 作为代理变量。

融资约束(SA)。本文参照 Hadlock 和 Pierce (2010) [9] 的衡量办法构造融资约束代理变量, 得出结果的绝对值越大, 融资约束越大, 见模型 (5) :

$$SA = -0.73 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age \quad (5)$$

机构持股比例(INI)与控制变量见表 1.

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	短贷长投	SFLI	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), 再除以期初总资产
解释变量	股价信息含量	INF	个股拟合优度对数化
中介变量	融资约束	SA	SA 指数
	机构持股比例	INI	机构持股/总股本
控制变量	企业年龄	Age	公司上市年龄距样本观察期差值
	总资产	Size	总资产取对数
	现金资产比	Cash	现金及现金等价物/总资产
	资产回报率	Roa	税后净利润/总资产
	流动比例	Ldr	流动资产/流动负债
	主营业务收入增长率	Growth	主营业务收入期差/上期主营业务收入
	独立董事占比	Indep	独立董事占董事人数比例
	二职合一	Dual	董事长与总经理是同一人为 1, 否则为 0

2.3 模型设计

为检验 H1, 本文构建如下双固定模型来检验基准影响。其中, $SFLI_{it}$ 衡量企业短贷长投, INF_{it} 衡量股价信息含量。

$$SFLI_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times INF_{it} + \beta_2 \times controls_{it} + \Sigma year + \Sigma industry + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

3 实证结果与分析

3.1 基准回归分析

表 2 中, 列 (1) (2) (3) 三种测量方式下的 IN

F 的系数都呈 1% 水平上负向显著。说明股价信息含量与短贷长投之间呈显著的负相关, H1 得到支持。

表 2 基准回归结果

变量	(1) SFLI	(2) SFLI	(3) SFLI
INF1	-0.006*** (0.001)		
INF2		-0.009*** (0.001)	
INF3			-0.009*** (0.001)
控制变量	YES	YES	YES
年份/个体	YES	YES	YES

常数项	1.418*** (0.072)	1.417*** (0.072)	1.412*** (0.072)
样本量	33568	33568	33568
调整 R2	0.408	0.408	0.408

注: *、**、***分别代表显著性为 10%、5% 和 1%，表中数值为变量回归系数，对应括号内为标准误，下同。

3.2 渠道机制分析

本文构建如下模型来检验股价信息含量对企业短贷长投影响的机制渠道。

$$SA_{it} (INI_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \times INF_{it} + \sum \beta_2 \times controls_{it} + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中， SA_{it} 为融资约束程度， INI_{it} 为机构持股比。

表 3 的列 (1) 显示，股价信息含量显著缓解了融资约束的程度；列 (2) 显示，股价信息含量通过影响融资约束进而作用于企业短贷长投。效应比为 6.38%，融资约束发挥部分中介作用。列 (3) 显示，股价信息含量越高，机构持股比例越大；列 (4) 显示，股价信息含量通过影响机构持股比例进而作用于企业短贷长投。效应比为 5.17%，机构持股比例发挥部分中介作用。H2、H3 得到验证。

表 3 渠道机制检验

变量	(1) SA	(2) SFLI	(3) INI	(4) SFLI
INF3	-0.0027*** (0.0006)	-0.0087*** (0.0013)	0.0096*** (0.0009)	-0.0088*** (0.0014)
SA		0.2128*** (0.0199)		
INI				-0.0485*** (0.0136)
控制变量	YES	YES	YES	YES
年份/个体	YES	YES	YES	YES
常数项	-4.0542*** (0.1013)	2.2795*** (0.1157)	-0.6429*** (0.1064)	1.3819*** (0.0730)
样本量	34285	33568	34232	33515
调整 R2	0.962	0.411	0.897	0.408
中介效应比	6.38%		5.17%	

4 结论与建议

本文研究发现：股价信息含量越丰富，企业短贷长投行为越受到抑制；股价信息含量越丰富，越会缓解企业所受的融资约束，并提升机构投资者持股比例，缓解短贷长投程度。

本文结论对经济实际有所启示。金融工作需要深化资本市场改革，完善准入与退出机制，最大程度保护投资参与者；企业需要提升改观自身治理，坚持稳步发展的经营理念，确保主营业务水平的稳定，优化投融资结构，以真实资本支撑适度债务；对于融资约束的难题要对症施药，多方位配合，尊重市场本身规律的同时，更好地发挥政府作用，积极引导市场各部门发挥正常职能，做到有的放矢、不偏不倚。

参考文献

- [1] 谢雁翔, 覃家琦, 金振等. 增值税留抵退税与企业短贷长投[J]. 财政研究, 2022, (09): 58-74.
 - [2] 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, (07): 23-39.
 - [3] 张新民, 叶志伟. 得“信”者多助?——社会信任能缓解企业短贷长投吗?[J]. 外国经济与管理, 2021, 43(01): 44-57+72.
 - [4] 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, (03): 87-98+114+188.
 - [5] Kahl M, Shivedasani A, Wang Y. Short-term debt as bridge financing:evidence from the commercial paper market[J]. The Journal of Finance, 2015, 70(1): 211-255.
 - [6] 仲从林, 宋琪, 井一涵等. 我国金融机构与实体企业的投融资决策研究[J]. 系统工程理论与实践, 2023, 43(10): 2846-2862.
 - [7] 游家兴. 市场信息效率的提高会改善资源配置效率吗?——基于 R^2 的研究视角[J]. 数量经济技术经济研究, 2008, (02): 110-121.
 - [8] 张莉, 徐君蕊, 黄伟. 地方政府债务对企业投融资期限结构的影响[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2023, 63(04): 180-193.
 - [9] 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.
- 基金：贵州省科技计划项目“基于机器学习的金融时间序列模式匹配理论与关键技术研究”（项目编号：黔科合基础-ZK[2021]一般 343）