

短贷长投、信息透明度与企业财务风险

朱 欣

新疆大学经济与管理学院 新疆乌鲁木齐 830046

摘 要：随着市场竞争的加剧和融资环境的不断变化，我国企业面临着资金压力增大的挑战，短贷长投现象日益严重，成为影响企业财务稳健性的重要因素。本文以 2007–2022 年 A 股上市公司为研究样本，构建多元回归模型，从信息透明度的视角探究短贷长投对企业财务风险的影响。研究发现，企业过度依赖短贷长投会显著增加其财务风险，而信息透明度的提高能够显著缓解短贷长投加剧造成的企业财务风险。最后，本文对企业优化融资战略、缓解财务风险提出相关启示建议。

关键词：短贷长投；财务风险；信息透明度

1. 引言

“短贷长投”作为一种企业投融资策略，其核心在于企业利用短期贷款来支持长期投资项目的资金需求，旨在解决资金流转问题，从而推动企业项目的持续进行与扩张。据钟凯（2016）研究显示，“短贷长投”行为在样本公司中的普遍存在，大约四分之一的上市公司存在“短贷长投”行为^[1]。然而，这一策略在带来资金运作便利性的同时，也潜藏着对企业财务风险的影响。

信息披露作为连接企业与外部投资者、债权人等利益相关者的重要桥梁，对于降低信息不对称、增强市场透明度具有关键作用。现有研究表明，“短贷长投”行为出现的主要原因在于金融机构偏向短期信贷合约，企业债务期限结构与长期资金需求无法匹配（刘贯春和叶永卫，2022）。^[2]由于银行等债权人无法掌握企业运行的客观信息，难以评估企业的真实风险（Ratti，2008），^[3]为避免风险，会选择减低贷款额度，增加贷款利率。信息披露质量的高低直接影响着外部资本提供者对企业风险评估的准确性与及时性，进而对企业获取融资的难易程度、融资成本以及整体的财务风险水平产生深远影响。

因此，深入探讨企业“短贷长投”行为对与财务风险的影响，以及信息透明度在这一过程中所扮演的角色，不仅有助于优化企业更加理性地选择融资与投资方式、提升财务风险管理水平、促进企业的可持续发展，也为政策制定者提供了优化金融环境、促进企业健康发展的参考依据。

2. 理论分析与研究假设

关于财务风险成因，学者从不同角度进行了深入探讨，

严真红（2001）将财务风险的成因分为内因与外因。^[4]内因主要包括收益分配、监管、资本结构、决策有效性及会计信息真实性等因素；外因则主要集中在政策和市场环境的影响。短贷长投使企业在资金链上处于紧绷状态，一旦短期贷款到期，企业若无法及时还款，将面临巨大的财务风险。钟凯、程小可等学者（2016）发现，短贷长投行为显著增加了企业的财务风险，并对公司业绩产生负面效应。^[1]潘文英（2018）进一步指出，企业需重视短贷长投所招致的财务经营风险，以稳定其生产经营环境。^[5]由于短期贷款无法满足企业长期投资的资金需求，短贷长投的期限错配使得企业面临利率风险、流动性风险等财务风险，一旦市场环境恶化，企业将难以应对。基于以上分析，本文提出研究假设：

H1：短贷长投行为会加剧企业财务风险。

信息透明度是指企业对财务状况和运营状况的清晰、准确、及时的描述。近年来，国内外学者从不同角度对信息披露与财务风险之间的关系进行了深入探讨。姜付秀（2019）认为，企业在向外部资本市场融资时，由于信息不对称，会面临信用约束，导致融资难度增加和融资成本上升。^[6]一方面，信息透明度增加有助于市场对企业进行更准确的估值，降低融资成本，缓解短贷长投带来的财务压力。Chang（2019）指出，企业的信息披露质量能够在一定程度上制约内部人的机会主义行为，进而降低其财务风险。^[7]另一方面，信息透明度增加能够促使企业加强内部财务管理，提高资金使用效率，减少不必要的财务风险。基于以上分析，本文提出研究假设：

H2：信息透明度的增加会缓解企业“短贷长投”带来

的财务风险。

3. 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

本文以 2008–2022 年 A 股上市公司为研究样本，本文上市公司主要财务数据来自国泰安 (CSMAR) 经济金融研究数据库。借鉴已有做法，文中对样本数据进行如下处理：剔除金融类企业、ST 或 *ST 等企业、剔除数据缺失或明显异常的企业；对所有连续变量进行前后 1% 缩尾处理，最终获得 26153 个样本观测值。

3.2 模型构建

为了检验“短贷长投”行为对企业财务风险的影响，本文构建了模型 (1)：

$$FR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 SFLI_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \sum Firm + \sigma_{i,t} \quad (1)$$

为了检验信息透明度增加对企业“短贷长投”带来的财务风险的影响，本文构建了模型 (2)：

$$FR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 SFLI_{i,t} + \beta_2 SFLI_{i,t} \times Analy_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \sum Firm + \sigma_{i,t} \quad (2)$$

其中，FR 代表企业财务风险，SFLI 代表企业短贷长投，Analysis 代表信息透明度，Controls 为控制变量，Year 和 Firm 分别为年份和企业。模型 (1) 的核心解释变量 Sellrq 系数反映的是卖空强度对企业短贷长投的影响。若回归系数 β_2 显著为负，说明股票卖空强度越大，企业短贷长投行为缓解越明显。

3.3 变量定义

3.3.1 短贷长投

借鉴钟凯等 (2016) [1] 的研究方法，本文将 [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)]/ 上一年度总资产作为短贷长投 (SFLI) 的代理变量，其数值越大，表明企业“短贷长投”的现象越显著。

3.3.2 企业财务风险

参考于富生 (2008) [8] 的做法，本文使用 Altman Z 值衡量财务风险，其计算公式为：Z=3.3× 息税前利润 / 资产总额 +0.999× 全年销售收入 / 资产总额 +1.4× 留存收益 / 资产总额 +1.2× 营运资金 / 资产总额 +0.6× 股票总市值 / 资产总额，其值越小，企业财务风险越大。

3.3.3 中介变量

信息透明度。本文参考孙泽宇等 (2022) 的研究，以当年企业被分析师关注度数量来衡量，该指标越大，说明信息透明度越高。

3.3.4 控制变量

结合已有文献 (钱明, 2023) [10] 等的做法，本文选取可能影响企业财务风险的控制变量，包括公司规模 (Val)、资产负债率 (Lev)、资产回报率 (ROA)、现金流水平 (CF)、独立董事比例 (Indep)、董事会规模 (Board)、股权集中度 (First)、两职合一情况 (Dual) 等，此外，还控制年度 (Year)、公司 (Firm) 固定效应和公司层面聚类效应。

4. 实证结果分析

4.1 变量描述性统计

表 1 报告了本文中变量的描述性统计结果，可以看到，上市公司短贷长投 (SFLI) 的均值为 -0.107，标准差为 0.244，与以往研究得出的结果基本一致，样本企业短贷长投行为总体上并不剧烈，但是最小值为 -1.767，最大值为 0.351，这表明不同企业之间的融投资期限错配有较大的差异。财务风险 (FR) 代理变量 (Altman Z) 的均值为 1.385，中位数为 1.352，说明样本公司普遍存在着一定的财务风险。

表 1 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
FR	26153	1.385	0.718	1.352	-3.037	3.477
SFLI	26153	-0.107	0.244	-0.0652	-1.767	0.351
Analy	26153	9.938	10.12	6	1	46
Value	26153	22.43	1.313	22.24	19.84	26.21
Lev	26153	0.432	0.198	0.430	0.0573	0.895
Roa	26153	0.0477	0.0561	0.0442	-0.254	0.199
CF	26153	0.0638	0.0881	0.0601	-0.207	0.340
Indep	26153	0.374	0.0529	0.333	0.333	0.571
Board	26153	2.147	0.200	2.197	1.609	2.708
First	26153	0.352	0.151	0.334	0.0848	0.743
Age	26153	2.837	0.354	2.890	1.792	3.526
Dual	26153	0.271	0.445	0	0	1

4.2 回归结果分析

表 2 报告了模型 (1)、(2) 的回归结果。第 (1) 列为短贷长投 (SFLI) 对企业财务风险 (FR) 影响的结果，其中短贷长投 (SFLI) 的回归系数为 -0.523 且在 1% 的水平

上显著，第（2）列为加入了控制变量的回归结果，其中短贷长投的回归系数为-0.557，仍然在1%的水平显著，这说明企业短贷长投行为会加剧企业财务风险，验证了假设H1。

第（3）列为信息透明度对企业财务风险的影响结果，其中信息透明度（Analy）的回归系数为0.00901且在1%的水平上显著，这说明信息透明度的增加能够降低企业的财务风险，第（4）列为信息透明度缓解短贷长投对企业财务风险影响的回归结果，其中短贷长投与信息透明度交乘项SFLI×Analy的回归系数为0.0276且在5%的水平上显著，这说明信息透明度的提高能够有效的缓解企业“短贷长投”行为带来的财务风险，验证了假设H2。

为了消除可能造成的影响，本文借鉴刘贯春和叶永卫（2022）的研究^[4]，使用（长期资产-长期负债-所有者权益）/长期资产来重新表示企业短贷长投（SFLI1），结果发现主命题结论并未发生改变。

表 2 短贷长投对企业财务风险影响的回归结果

		(1)	(2)	(3)
	FR	FR	FR	FR
SFLI	-0.523*** (-24.09)	-0.571*** (-20.58)		-0.442*** (-14.08)
Analy			0.00901*** (14.43)	0.00710*** (11.64)
SFLI×Analy				0.0276*** (5.96)
_cons	1.321*** (66.34)	0.0585*** (5.13)	4.067*** (10.73)	2.625*** (6.57)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm/year	Yes	Yes	Yes	Yes
R2	0.0429	0.3064	0.2728	0.2821
N	26153	26153	26153	26153

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著，括号内为 t 值

5. 对策建议

第一，企业应进一步优化信息披露质量，优化投资策略。本文的实证检验说明，信息透明度的增加可以缓解企业短贷长投造成的企业财务风险增加。提高企业信息透明度能够促进企业不断优化债务资本结构，从而避免因投资策略失误导致的企业风险。

第二，政府部门应继续推动金融市场化改革。充分发挥金融市场作用，活跃银行市场，利用金融科技优势，降低

银行与企业之间的信息不对称程度，防止由于对企业信息掌握不足，银行等金融机构减少对企业长期贷款意愿，缓解企业的融资约束问题，促进企业投资活动顺利进行。

第三，金融监管机构应进一步发挥作用，提升企业信息披露质量。高质量的信息披露能够增强企业的信息透明度，让投资者等其他利益相关者更加了解企业的运营状况和财务状况，增加对企业的信任感，这有助于缓解企业的资金困境，降低企业风险。

参考文献：

- [1] 钟凯、程小可和张伟华，货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜，管理世界，2016 第 3 期，87-98、114、188.
- [2] 刘贯春和叶永卫，经济政策不确定性与实体企业“短贷长投”，统计研究，2022，第 3 期，69-82.
- [3] Ratti R A, Lee S, Seol Y. Bank concentration and financial constraints on firm-level investment in Europe, Journal of Banking & Finance, 2008, Vol.12.
- [4] 严真红. 我国企业财务风险的成因及其防范 [J]. 江西财经大学学报, 2001, (04): 38-40.
- [5] 潘文英. 论短贷长投的财务风险 [J]. 时代经贸, 2018, (08):12-14. DOI:10.19463/j.cnki.sdjm.2018.08.003.
- [6] 姜付秀、蔡文婧和蔡欣妮等，银行竞争的微观效应：来自融资约束的经验证据，经济研究，2019，第 6 期，72-88.
- [7] Chang EC, Lin T, Ma X. Does Short-selling Threat Discipline Managers in Mergers and Acquisitions Decisions?[J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 68(1): 101223.
- [8] 于富生，张敏，姜付秀，等. 公司治理影响公司财务风险吗？[J]. 会计研究，2008, (10): 52-59+97.
- [9] 孙泽宇，孙凡，董春晖. 资本市场开放对管理层业绩预告的影响研究 [J]. 管理工程学报，2023, 37 (04): 57-66. DOI:10.13587/j.cnki.jieem.2023.04.005.
- [10] 钱明，徐光华，孔繁晴. 企业异质性信息披露与融资约束——基于民营企业的经验证据 [J]. 会计之友，2018, (23): 60-65.

作者简介：

朱欣（1999 年 11 月 -），女，汉族，陕西西安人，硕士研究生，研究方向：企业管理。