

# 民营企业债务违约是内因驱动吗？

## ——基于短贷长投和多元化经营视角的分析

刘海明 步晓宁

(山东财经大学金融学院, 山东济南 250014)

**摘要:** 不同于以往从外部因素的角度关注民营企业债务问题, 本文从企业自身行为出发分析了民企债务违约是否由内因驱动。具体地, 本文考察了短贷长投和多元化经营对民营企业债务违约的影响。结果发现, 总体上短贷长投以及多元化程度提高了民企债务违约的可能性。从传导机制上看, 短贷长投和多元化降低了企业的盈利水平、提高了过度负债、增加了代理成本, 并通过以上三个渠道提高了企业债务违约的可能性。从异质性结果来看, 信贷紧缩会加大短贷长投对债务违约的促进作用。对于政府支持的行业而言, 短贷长投和多元化引发的债务违约问题更严重。最后, 更多的短贷长投和多元化在决策得当情况下不会引发债务违约风险。本文的结果表明, 民营企业债务违约主要是由内因驱动, 即由企业在“求大”“上层次”的心理下实施的粗放式发展模式驱动。本文对于追溯民企违约的根源、精准施策进而更好地支持民企发展具有一定的启示。

**关键词:** 债务违约; 短贷长投; 多元化战略; 民营企业

**JEL 分类号:** G31, G32, M13 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002 - 7246(2022) 03 - 0079 - 17

## 一、引言

民营企业在中国经济中占据重要地位, 在经济增长、创造就业、技术创新等方面扮演了重要角色。近年来, 国家愈加重视民营企业的发展。党的十九大将“两个毫不动摇”写入新时代坚持和发展中国特色社会主义的基本方略, 即“毫不动摇巩固和发展公有制经

收稿日期: 2020 - 03 - 09

作者简介: 刘海明, 经济学博士, 教授, 山东财经大学金融学院, E-mail: liuhaiming\_008@126.com.

步晓宁 (通讯作者), 经济学博士, 副教授, 山东财经大学金融学院, E-mail: buxiaoning@sdufe.edu.cn.

\* 本文感谢泰山学者工程专项经费( tsqn201909135)、中组部“万人计划”青年拔尖人才计划项目、国家社会科学基金一般项目( 21BJY245)、教育部人文社科基金青年项目( 20YJC630120)、山东省高等学校青创科技计划( 2019RWE004) 的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见, 文责自负。

济,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展”。2021 年中央经济工作会议再次强调了“坚持和完善社会主义基本经济制度,毫不动摇巩固和发展公有制经济,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展”。为了鼓励、支持民营企业发展,国家出台了包括金融政策在内的一系列政策,尤其是新冠肺炎疫情以来,国家对民营企业的扶持力度持续加大。2020 年,通过降低利率、中小微企业延期还本付息、支持企业进行重组和债转股等措施,金融系统实现向实体企业减费让利 1.5 万亿元,民营企业成为关键受益者。如何实现民营企业的高质量发展是政策层面关注的重要问题。近年来,民营企业的发展遭遇了一些难题,包括频繁的债务违约问题。Wind 数据库相关数据表明,2014 年 1 月至 2021 年 12 月,债券市场共有 339 只债券发生违约,其中发行主体为民企的占 74.6%。<sup>1</sup> 那么,民企债务违约到底是自身原因还是外部原因主导? 本文将对民企债务违约的主要原因进行分析,以对相关政策有所启发。

以往的研究更多是从银行的角度出发,分析银行的差别化贷款政策以及宏观经济环境等外部因素对民营企业债务问题的影响( Brandt and Li 2003; 白俊和连立帅 2012; 苟琴等 2014),较少地从企业自身决策的角度进行研究。然而,来自实践的结果表明,企业自身决策也是导致民营企业债务出现问题的重要驱动因素。在不断变化的环境下,更加科学的企业决策有利于降低企业本身的风险、提高运营的稳健性,而粗放式发展则会导致民营企业债务问题在经济环境变化时集中暴露。

基于此,本文分析了两种重要的企业行为,即短贷长投和多元化,对民企债务违约的影响。选择这两个角度的原因如下:

第一,在中国,短贷长投和多元化是重要的企业决策行为,并在一定程度上能够由企业自主决定,前者属于财务上的融资策略,后者属于投资战略。从重要性上看,多元化和短贷长投在民企中普遍存在,约有 30% 的民企存在短贷长投行为,并且短贷长投对企业业绩和风险产生了重要影响(钟凯等 2016; 刘海明和曹廷求 2018),而超过 70% 的企业存在着多元化投资方向(张纯和高吟 2010),其对企业价值和风险亦有很重要的影响(柳建华 2009)。第二,短贷长投和多元化在影响企业债务违约方面具有逻辑上的内在一致性。如果民营企业债务违约主要是由内因驱动,所谓内因是指民营企业出于“求大”“上层次”的心态盲目追求扩张规模、积极上马新概念项目进而使得民企出现债务违约,那么企业做出的短贷长投和多元化等重要决策会外在地表现为提高债务违约。这是因为,非理性的多元化决策会拖累企业绩效(柳建华 2009),过度激进的短贷长投会提高流动性风险并导致续借困境。如果民营企业债务违约并非主要由内因驱动,或者主要来自外因,所谓外因是指外部宏观环境和制度环境是驱动民企债务违约的主导因素,那么短贷长投和多元化更多是管理层基于政策和制度环境理性决策的结果,此时短贷长投和多元化会外在地表现为不太可能提高甚至会降低债务违约。这是因为,理性决策的多元化可

<sup>1</sup> 本文从 Wind 数据库信用债研究中提取了违约债券报表数据,在统计了企业在交易所发行的债券并且只保留首次违约的债券数据后得出了上述结论。

以带来分散风险、协同效应等优势(苏冬蔚 2005),而短贷长投这种财务策略可以充分利用高增长的投资机会和银行的监督激励(刘海明和曹廷求 2018),这都会提升企业业绩、降低违约风险。第三,实践中的大量民企债务违约的案例与无序的多元化扩张有关,而短贷长投也被认为是民企债务违约的重要推手。

我们的结果发现:(1)短贷长投和多元化均提高了民企债务违约的可能性。这意味着,总体而言,民营企业自身的非理性决策这一内因,外在地表现为“激进”的债务融资以及多元化扩张,是民企债务违约的主导因素。(2)从传导机制上看,短贷长投和多元化伴随着更低的盈利水平、更高的过度负债和更严重的代理问题,进而导致债务违约。(3)从异质性上看,信贷紧缩会放大短贷长投对民营企业债务违约的影响,而产业扶持政策一定程度上也提高了短贷长投和多元化对民企债务违约的影响,说明外部环境会催化短贷长投和多元化等内在因素引发的债务违约问题。(4)民企的多元化和短贷长投并非总是不可取或者引发风险,对于高增长的企业而言,多元化扩张和短贷长投不会引发债务违约。

与以往的研究相比,本文的边际贡献在于:第一,拓展了民营企业债务问题的相关研究。不同于之前的研究从银行角度分析民营企业的债务问题(Brandt and Li 2003;方军雄 2007;白俊和连立帅 2012;苟琴等 2014),本文从企业自身决策角度分析债务违约是否由内因决定,拓展了这一领域的研究视角。第二,增加了贷款期限结构研究的相关证据。之前的研究关注贷款期限以及短贷长投引发的流动性风险问题和治理效应(钟凯等 2016;刘海明和李明明 2020)。与此不同,本文分析了短贷长投与债务违约之间的关系,发现总体上短贷长投触发了违约风险。第三,增加了多元化现象的相关证据。以往的研究发现,多元化可能会伴随着代理问题,降低投资效率并折损公司价值(Rajan et al., 2000;柳建华 2009)。本文通过民企债务违约的研究进一步佐证了多元化的折价现象。

本文对于如何支持民营企业发展具有一定的启示。除了外在引导金融机提高对民营企业扶持力度之外,相关部门也应立足于企业家的文化背景和心理特征,鼓励民营企业实施高质量发展战略,引导企业避免为了面子或者基于“求大”“上层次”等心理采用粗放式发展模式。通过打造质量过硬的民企队伍,降低金融机构放贷风险,内在地为金融机构创造能贷、敢贷、愿贷的环境。通过多种措施,推动金融服务实体经济相关政策进一步落地,促进民营企业和实体经济高质量发展。

## 二、研究假设

本文从短贷长投和多元化两种重要的企业自身决策的角度出发,探讨企业债务违约是否由内因驱动。一方面,民营企业债务违约现象可能主要是由内因驱动。所谓内因是指企业内部人在“以大为尊”的文化氛围下存在盲目“求大”“上层次”心理并在这种心理下实施企业的重要决策,此时多元化和短贷长投属于非理性扩张决策,外在地表现为提高债务违约的可能性。另一方面,民企债务违约可能主要是由外因驱动。所谓外因是指外

部宏观环境驱动了民企的债务违约。在这种情境下,多元化和短贷长投属于内部人为了克服外部融资困境和制度障碍的理性决策,即多元化是为了克服融资障碍、寻求新的增长点以及充分利用协同效应(苏冬蔚,2005),而短贷长投是为了充分利用外部的投资机会和银行的监督激励(刘海明和曹廷求,2018)。此时两种决策不太可能提高甚至会降低债务违约的可能性。

本部分将分别分析短贷长投和多元化对民企债务违约的影响并提出基本假设。结合以往理论,本文认为,在内因驱动或者外因驱动的情境下,短贷长投(或者多元化)对债务违约存在两个方向的影响。

### 1. 短贷长投与民营企业债务违约

一方面,如果内因是民营企业债务违约的主导因素,即民营企业家在“求大”“上层次”的心理驱动下实施的非理性企业决策驱动了民企的债务违约,那么短贷长投在很大程度上可能是内部人过分追求做大心理下外在表现出来的激进财务决策,此时短贷长投会提高民企债务违约的可能性。在中国相关的文化背景下,很多民营企业存在着“求大”“上层次”的心理(柳建华,2009),民营企业倾向于规模上“求大”,而互相攀比的心态也使得民营企业存在竞相上马非必要的新技术、新概念、新产业项目这种“上层次”的心态(柳建华,2009)。在以银行为主的金融体系中,银行的短期借款发放偏好使得企业在很多情况下依赖短期借款支撑长期投资,这就是短贷长投。而在外部融资环境相对宽松时,部分民营企业可能盲目“求大”“上层次”,在长期融资不足的情况下过度依赖于短贷长投,忽视了项目本身的风险。此时,短贷长投不再是企业抓住投资机会的必要手段,而是追求粗放式发展情况下的激进财务策略。作为融资来源,短期借款可以支撑企业的长期投资。而企业在追求粗放扩张时,对于短期借款融资的依赖是过度的、超过最优水平的,这就产生了过度负债问题,进而提高了企业债务违约的可能性(陆正飞等,2015)。更为重要的是,短期借款本身具有续借风险(Diamond,1991)。如果企业项目本身的风险较高、前景较差,那么项目后期的盈利水平很难支撑企业在续借时的还款,续借风险和违约风险更高。而在盲目扩张项目的风险开始显现时,银行可能会加速抽贷和断贷,这减少了企业可支配的现金流,进一步提高了债务违约的可能性。综上所述,短贷长投如果是内部人“求大”“上层次”等心理下为了追求更大的规模而实施的融资策略,那么会提高债务违约的可能性。

另一方面,如果外因而非内因是引发民企债务违约的主导因素,即民企债务违约主要是由外部宏观政策环境和制度环境引发,那么短贷长投等重要决策在很大程度上可能是内部人基于企业的长远发展所决定,此时短贷长投会降低民企债务违约的可能性。出于对贷款风险的担忧,短贷长投在民营企业更加常见(钟凯等,2016)。从企业角度看,如果短贷长投是企业在既有融资环境和融资约束下追求自身发展的必要手段,是为了充分抓住高增长的投资机会,那么合理地使用这一财务手段有利于企业抓住市场投资机会、提高盈利水平,这会降低债务违约概率。从作为债权人的银行角度看,与发放长期借款相比,短期借款有利于债权人频繁地监督项目进展,发挥治理作用(Myers,1977)。由于短期借

款的期限低于长期投资期限,企业需要不断地续借。在每一次的续借过程中,如果债权人发现企业存在不利于债权人的行为,会直接断贷或者威胁断贷(Bharath et al., 2008),这会减轻债务的代理问题(刘海明和曹廷求, 2018),进而降低企业债务违约的可能性。因此,从银行角度讲,与短贷长投相关的短期借款的治理效应也会降低债务违约概率。综上,如果短贷长投是内部人理性决定的融资策略,那么这种决策不会带来债务违约风险的上升。

由此本文提出下面两个对立假设:

假设 1a: 总体而言,短贷长投会提高民企债务违约的可能性。

假设 1b: 总体而言,短贷长投会降低民企债务违约的可能性。

## 2. 多元化经营与民企债务违约

一方面,如果内因是民营企业债务违约的主导因素,那么多元化在很大程度上可能是内部人过分追求“做大”“上层次”等非理性决策的外在表现,此时多元化程度会提高企业债务违约的可能性。如前所述,在中国,民营企业可能存在规模上“求大”、新概念新技术等方面“上层次”等心理,这会导致企业的盲目多元化。由于有限的资金被分散在几个领域,难以产生竞争优势,并且没有制定完善的发展规划就上马新的领域,多个方向难以形成合力,无法发挥多元化的协同优势(柳建华, 2009),这会拖累集团整体的盈利水平。此外,过度的多元化经营也会提高业务复杂度,推高企业营运成本(林钟高等, 2015),降低公司盈利水平。除了拖累绩效外,多元化可能伴随着代理问题。企业家可能以上市公司的利益为代价追求集团整体规模的做大,侵占公司利益的风险上升(柳建华, 2009),这也会拖累企业的经营绩效(Servaes, 1996; 林钟高等, 2015)。最后,企业在自有资金不足的情况下,往往通过负债融资推进多元化战略,如果企业负债融资被用于无效投资上,负债增加反而降低了公司绩效。从最优资本结构的角度看,多元化企业承担的负债过多了,过度负债问题会进一步加剧企业的财务压力(Zhou et al., 2016)。所以,多元化经营会降低企业盈利并增加财务压力,使得企业自身现金流不足以偿还贷款的可能性上升,提高企业债务违约概率。综上,如果多元化是内部人过分追求“做大”“上层次”等心理因素驱动,那么企业自身的多元化扩张决策会提高债务违约风险。

另一方面,如果外因而非内因是引发民企债务违约的主导因素,即民企债务违约主要由外部宏观政策环境和制度环境引发,那么多元化战略在很大程度上是内部人基于企业长远发展的理性决策,此时多元化会降低民企违约的可能性。实践中,多元化经营具有分散风险和内部融资的优势,可以克服金融机构差别化贷款政策带来的影响。Khanna and Palepu(1997)认为,在外部融资不足、法律制度不完善的转型国家,多元化经营有利于企业通过内部资本市场获得稳定融资,克服外在的制度障碍。除此之外,多元化投资还有利于企业获得新的增长点并产生协同效应(苏冬蔚, 2005)。所以,相对于专业化经营(focused strategy),多元化经营在转型国家更具优势。Almeida et al. (2015)进一步发现,金融危机期间,多元化企业成功地克服了融资环境紧缩对企业投资和绩效的负向影响。内部资本市场的优势对于民营企业而言更加明显,多元化战略带来的内部资本市场会帮助民营企业获得稳定的内部资金、减少对外部融资的依赖,有利于消解外部融资差别政策

带来的影响、提高企业盈利水平(苏冬蔚,2005;王福胜和宋海旭,2012;杨威等,2019)。并且,平滑且稳定的现金流也有助于企业进一步获得外部融资。可以预见,必要的多元化经营会提高民营企业的盈利水平。需要说明的是,即使企业在多元化扩张中可能需要更多的贷款融资,只要多元化经营是必要的,通过内部资本市场的消化,企业的贷款融资也会被合理使用和分配,过度负债问题不会增加。通过上述渠道,多元化经营可以提高企业的盈利水平、合理利用内部资本市场调度资源获取协同效应、平滑现金流,所以会降低企业债务违约的可能性。综上,多元化如果是内部人基于企业长远发展所实施的,则有利于降低债务违约风险。

基于上述分析,本文提出下列两个对立假设:

假设 2a: 总体而言,多元化战略会提高民企债务违约的可能性。

假设 2b: 总体而言,多元化战略会降低民企债务违约的可能性。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文研究样本为 2003 - 2018 年中国 A 股民营上市公司,财务数据来自于 CSMAR 数据库。多元化数据来自于 WIND 数据库。信贷供给总量来自中国人民银行网站。我们剔除了金融类上市公司、ST 公司以及信息不全的公司样本。为了控制离群值可能对估计结果造成的偏差,我们对所有连续型变量在 1% 和 99% 水平上进行截尾处理。最终本文获得 2003 - 2018 年 1913 家民营上市公司共计 12953 家公司 - 年度样本。

#### (二) 变量定义

##### 1. 债务违约

本文采用公司重大诉讼仲裁数据判断企业是否存在债务违约行为。按照上市公司信息披露的相关要求,企业必须及时披露其涉及的重大诉讼和仲裁信息。本文判断企业债务违约的依据是,如果上市公司本身或者其子公司作为被告人与其他公司产生债务层面的诉讼纠纷,那么说明企业存在债务违约行为。我们从这一数据库中提取了那些上市公司或者子公司作为被告,并且诉讼理由为债务纠纷的诉讼,并排除了企业需要承担连带责任担保而产生的诉讼。由于同一诉讼可能存续多年并持续披露,我们只关注那些本年度新增的诉讼,这代表企业在本期的新增违约行为。如果企业在本年度存在新增的债务违约诉讼,那么债务违约变量 *Default* 等于 1,否则为 0(陈德球等,2013)<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 使用债务诉讼作为债务违约的代理变量具有理论和实践两个层面的合理性:第一,从理论上讲,诉讼是一种高成本的解决问题的方式,从自身利益角度出发,非到万不得已或者无法偿还,上市公司没有必要与其他公司产生重大的债务纠纷。所以,如果发现企业作为被告涉及重大债务诉讼中,可以基本认为其陷入了财务困境并且发生债务违约。第二,从实践角度看,根据《上市公司信息披露管理办法》的规定,上市公司披露的债务诉讼一般而言是重大诉讼,并且这些事项是必须披露的。在考虑到诉讼可能带来的高额成本、重大诉讼事项对利益相关者信心的冲击以及上市公司的声誉损失后,可以认为只有那些实在无法及时偿还的公司才会选择延期支付债务,让纠纷升级为法律纠纷。

## 2. 短贷长投、多元化经营程度

短贷长投(*SFLI*)的计算借鉴钟凯等(2016),其初始值等于(构建固定资产和无形资产使用的现金-处置固定资产和无形资产收到的现金-权益的变动-长期借款的变动-经营性现金流净额)/总资产。它代表企业进行长期投资所需的资金减去企业已获得的股权融资、长期贷款融资以及内部现金流融资,剩下的部分即为用短期借款支持的长期投资部分。由于本文主要关注企业实际进行短贷长投的情况,所以当初始值大于0时,企业存在短贷长投行为,*SFLI*等于初始值;当初始值小于0时,企业的长期资金足以用来弥补长期投资,此时企业不存在短贷长投行为,*SFLI*等于0。

多元化经营(*Diversify*)借鉴王福胜和宋海旭(2012)、林钟高等(2015)、孟庆斌等(2019)的做法,使用企业经营涉及的行业数量的自然对数来衡量。企业经营中涉及的行业数量越多,说明企业的多元化程度越高。

### (三) 基本模型设定

为了检验短贷长投和多元化对民企债务违约的影响,采用如下基本模型进行检验:

$$Default_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \times SFLI_{it} + \beta_2 \times Diversify_{it} + \beta_3 \times Asset_{it} + \beta_4 \times Leverage_{it} + \beta_5 \times ROA_{it} + \beta_6 \times Age_{it} + \beta_7 \times TobinQ_{it} + \beta_8 \times Turnover_{it} + \beta_9 \times Liquid_{it} + \beta_{10} \times FixAsset_{it} + \beta_{11} \times Cashflow_{it} + \beta_{12} \times Support_{it} + Industrydummy + Yeardummy + \varepsilon_{it+1} \quad (1)$$

被解释变量为 *Default*, 如果企业在  $t+1$  年发生债务违约行为,取值为1,否则为0。主要解释变量为短贷长投 *SFLI* 以及公司多元化程度 *Diversify*。

控制变量方面,借鉴 Jones and Hensher(2004)、陈德球等(2013)、孟庆斌等(2019),本文首先控制了影响企业债务违约的微观因素,包括公司资产的自然对数 *Asset*、资产负债率 *Leverage*、总资产收益率 *ROA*、公司年龄 *Age*、公司成长性 *TobinQ*、资产周转率 *Turnover* (销售收入与总资产之比)、流动性指标 *Liquid* (流动资产与流动负债之比)、固定资产占总资产之比 *FixAsset*、营运现金流占总资产之比 *Cashflow*。政府的产业扶持政策也可能影响企业债务违约,我们也控制了政府支持行业变量 *Support*,其构建方法借鉴陆正飞和韩非池(2013),如果某一企业所在行业属于当前5年计划的重点支持和鼓励行业,取值为1,否则为0。企业债务违约也存在行业效应,我们控制了行业效应。由于不同年度的宏观经济形势、信贷供给以及其他宏观经济政策会对企业债务违约产生影响,我们也控制了年度固定效应。上述方程采用 Logit 模型,并使用聚类稳健标准差进行估计。

### (四) 描述性统计

表1列示了主要变量的描述性统计结果。*Default*的均值为0.0321,说明样本期间,大约3.21%的民营上市企业发生了债务违约。*SFLI*的均值为0.0243,25分位数为0,75分位数为0.0118。在所有样本中,共有3699个样本*SFLI*大于0,即存在短贷长投现象,占民营企业总样本数的28.55%。之前的研究发现,约有24%的上市公司存在短贷长投现象,并且民营企业的短贷长投现象更加普遍(钟凯等2016),我们的样本结果与之前的研究相一致。*Diversify*的均值为1.1269。

表 1 描述性统计结果

	观测数	均值	中值	25 分位数	75 分位数	标准差
<i>Default</i>	12953	0.0321	0.0000	0.0000	0.0000	0.1763
<i>SFLI</i>	12953	0.0243	0.0000	0.0000	0.0118	0.0587
<i>Diversify</i>	12953	1.1269	1.0986	0.6931	1.3863	0.4219
<i>Asset</i>	12953	21.5896	21.5006	20.8333	22.2470	1.1098
<i>Leverage</i>	12953	0.4083	0.4022	0.2383	0.5619	0.2077
<i>ROA</i>	12953	0.0503	0.0460	0.0190	0.0796	0.1413
<i>Age</i>	12953	14.5780	14.0000	10.0000	19.0000	6.2840
<i>TobinQ</i>	12953	2.3442	1.8206	1.3607	2.6851	1.5936
<i>Turnover</i>	12953	0.5879	0.4902	0.3217	0.7258	0.4194
<i>Liquid</i>	12953	2.6547	1.7233	1.1755	2.9162	2.7780
<i>FixAsset</i>	12953	0.2052	0.1803	0.0908	0.2936	0.1468
<i>Cashflow</i>	12953	0.0393	0.0390	-0.0003	0.0825	0.0771
<i>Support</i>	12953	0.0472	0.0000	0.0000	0.0000	0.2122

## 四、实证结果分析

### (一) 短贷长投、多元化对债务违约的影响

表 2 汇报了本文基本方程(模型 1)的回归结果。其中第 1 列加入了短贷长投 *SFLI* 作为主要解释变量,第 2 列加入了多元化程度 *Diversify* 作为主要解释变量,第 3 列同时加入了短贷长投和多元化程度两个变量。*SFLI* 的系数显著为正,短贷长投水平越高,企业债务违约的可能性越大,这与假设 1a 一致。*Diversify* 的系数显著为正,说明民营企业的多元化程度越高,企业债务违约的可能性越大,这与假设 2a 一致。总体而言,上述结果表明,短贷长投和多元化更多地是企业内部基于“求大”“上层次”等所驱动,进而提高了企业债务违约的可能性,说明内因是驱动民企债务违约的主因。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 实践中,管理层做出短贷长投和多元化决策时并非一边倒的理性或者非理性,既可能出于公司发展的需要,也可能部分地为了求大、上层次等需要。在方法上,借鉴柳建华(2009)、姜付秀等(2009),我们只能从总体上、事后的视角出发,判断管理层在短贷长投和多元化决策方面是否偏向理性或者非理性。

表2 短贷长投、多元化战略与企业债务违约

	(1)	(2)	(3)
	<i>Default</i>	<i>Default</i>	<i>Default</i>
<i>SFLI</i>	2.0401** (2.47)		2.1009** (2.56)
<i>Diversify</i>		0.2650** (2.07)	0.2774** (2.16)
<i>Asset</i>	-0.0979* (-1.70)	-0.1355** (-2.26)	-0.1223** (-2.09)
<i>Leverage</i>	3.6414*** (9.64)	3.6530*** (9.35)	3.6385*** (9.67)
<i>ROA</i>	-0.6710 (-1.05)	-1.1955 (-1.29)	-0.6445 (-1.02)
<i>Age</i>	0.0071 (0.76)	0.0039 (0.41)	0.0048 (0.51)
<i>TobinQ</i>	0.0807** (2.03)	0.0889** (2.24)	0.0808** (2.03)
<i>Turnover</i>	-0.7440*** (-3.94)	-0.7499*** (-3.66)	-0.7459*** (-3.95)
<i>Liquid</i>	-0.0131 (-0.32)	-0.0099 (-0.25)	-0.0091 (-0.23)
<i>FixAsset</i>	-0.1048 (-0.25)	-0.0477 (-0.11)	-0.0808 (-0.19)
<i>Cashflow</i>	-1.7159** (-2.11)	-2.5367*** (-3.21)	-1.6742** (-2.07)
<i>Support</i>	0.0042 (0.01)	0.0471 (0.14)	0.0077 (0.02)
<i>Constant</i>	-2.9645** (-2.09)	-2.3838* (-1.66)	-2.8538** (-2.01)
行业和年度固定效应	Yes	Yes	Yes
观测值	12953	12953	12953
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1424	0.1417	0.1436

注：\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%、1%水平上显著，下同。括号中为z值，可决系数是准R<sup>2</sup>。

(二) 传导机制分析<sup>1</sup>

本部分将分析短贷长投和多元化影响债务违约的具体机制。根据假设部分的分析,多元化和短贷长投可能会通过企业盈利、过度负债、代理问题三个渠道影响债务违约的可能性。

首先,本部分检验短贷长投和多元化战略对民企盈利水平的影响。盈利水平的代理变量为公司息税前利润与总资产之比 *EBIT*。表 3 第 1 列汇报了相关结果。*SFLI* 和 *Diversify* 的系数均显著为负,说明短贷长投和多元化都降低了公司绩效。这也说明,民营企业实施的短贷长投和多元化战略更多是企业家盲目扩张驱使下做出的决策,负向影响公司盈利水平,进而提高了企业债务违约的可能性,进一步佐证了假设 1a 和 2a 的观点。

表 3 中介机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>EBIT</i>	<i>ExcessLev</i>	<i>AGS</i>	<i>Default</i>	<i>Default</i>
<i>SFLI</i>	-0.1042*** (-9.19)	0.0672*** (4.88)	0.0349*** (5.67)		0.3341 (0.37)
<i>Diversify</i>	-0.0063** (-2.35)	0.0102*** (5.28)	0.0055*** (3.81)		0.3716 (1.63)
<i>EBIT</i>				-3.7113*** (-4.16)	-3.5885*** (-3.58)
<i>ExcessLev</i>				3.9686*** (8.48)	3.9732*** (8.47)
<i>AGS</i>				5.5885*** (6.86)	5.5254*** (6.75)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	No	No
行业和年度固定效应	No	No	No	Yes	Yes
观测值	12413	12837	12413	12940	12940
R <sup>2</sup> 或 Pseudo R <sup>2</sup>	0.0288	0.1039	0.0154	0.1771	0.1778

注:各方程的控制变量存在差异,所以纳入回归的样本量也存在一些差别。1、2、3 列使用固定效应模型,所以括号中为 t 值,可决系数为 R<sup>2</sup>;4、5 列括号中为 z 值,可决系数为准 R<sup>2</sup>。

其次,本部分将检验短贷长投和多元化战略对民企过度负债的影响。被解释变量为过度负债水平 *ExcessLev*(陆正飞等,2015)。表 3 第 2 列汇报了相关回归结果。*SFLI* 和 *Diversify* 的系数均显著为正,即短贷长投和多元化都增加了企业的过度负债水平,这与假

<sup>1</sup> 囿于篇幅限制,本文省略了相关的模型设定过程以及控制变量回归结果,感兴趣的读者可向作者索取。

设 1a 和假设 2a 一致。总体上,短贷长投和多元化战略是过度追求规模扩张等非理性决策下的外在表现,这会导致企业负债超过最优水平,增加了企业还债压力,提高了企业债务违约风险。

再次,本部分将分析短贷长投和多元化战略对代理问题的影响。由于民营企业主要的代理问题是控股股东对中小股东的利益侵占,我们围绕控股股东产生的代理问题展开分析。被解释变量  $AGS$  等于其他应收款与总资产之比。回归结果如表 3 第 3 列所示。 $SFLI$  和多元化程度  $Diversify$  的系数均显著为正,说明短贷长投和多元化均带来了更多的控股股东掏空问题。这意味着,现阶段下,短贷长投并非民营企业应对银行短期贷款偏好下追求优质投资项目的选择,而是更多地体现了企业过度扩张冲动和控股股东自身的利益。民营企业在“求大”“上层次”等心理的驱动下不仅会推动企业多元化,还会在推动多元化过程中以上市公司利益为代价做大整个集团,这些会对公司本身造成负面影响,提高债务违约的可能性。

最后,本部分将检验上述三个中介变量对企业债务违约的影响。回归结果如表 3 第 4 列所示。 $EBIT$  的系数显著为负,表明企业盈利水平越低,债务违约的可能性越大; $ExcessLev$  的系数显著为正,说明企业过度负债水平越高,债务违约的可能性越大; $AGS$  的系数显著为正,说明企业代理问题越严重,债务违约的可能性越大,上述结果与我们的直觉一致。除此之外,我们在模型(1)中加入了三个中介变量,然后检验在纳入三个中介变量后短贷长投和多元化的系数是否发生变化。回归结果如表 3 第 5 列所示, $EBIT$  的系数依然显著为负, $ExcessLev$  和  $AGS$  的系数依然显著为正,而  $SFLI$  和  $Diversify$  的系数均变得不显著,说明中介效应发挥作用。总的来看,本部分的结果说明,短贷长投和多元化会降低公司盈利、增加过度负债和代理问题,并通过这些渠道提高了债务违约的可能性。

### (三) 异质性效应

本部分将进一步检验短贷长投和多元化在不同环境下的异质性效应。本文认为,在内因主导了民企债务违约的情况下,实际的债务违约可能在一定的外部环境下被催化和加速。

#### 1. 信贷供给的异质性效应

本部分分析信贷供给产生的异质性效应。我们在模型(1)的基础上加入了信贷供给周期  $Credit$  与短贷长投  $SFLI$  的交乘项以及  $Credit$  与多元化程度  $Diversify$  的交乘项。 $Credit$  等于信贷供给总量的增长率。回归结果如表 4 的第 1 到 3 列所示。 $SFLI \times Credit$  的系数显著为负,表明在信贷紧缩阶段,短贷长投导致债务违约的作用更强。然而,前两部分的结果表明,短贷长投总体上属于民营企业盲目追求扩张规模下激进的财务策略,降低了公司绩效并加重了代理问题。此处的结果则表明,信贷紧缩会加速挤出实施激进财务策略的民企,总体上有利于资源配置效率的上升。所以,紧缩的信贷环境并没有将优质民企挤出市场,我们也不能将民企面临的困境简单地归结为信贷环境的转变。 $Diversify \times Credit$  的系数不显著,说明在不同的信贷环境下,多元化程度对企业债务违约的影响没有差异。

表 4 异质性效应检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Default	Default	Default	Default	Default	Default	Default	Default
<i>SFLI</i>	10.2275 <sup>***</sup>	2.0988 <sup>**</sup>	10.1423 <sup>***</sup>	1.8467 <sup>**</sup>	2.1647 <sup>***</sup>	1.8935 <sup>**</sup>	2.9895 <sup>*</sup>	0.9783
	(3.20)	(2.55)	(3.15)	(2.17)	(2.65)	(2.25)	(1.86)	(0.94)
<i>Diversify</i>	0.2748 <sup>**</sup>	-0.1908	-0.0573	0.2773 <sup>**</sup>	0.2200 <sup>*</sup>	0.2187 <sup>*</sup>	0.3444 <sup>**</sup>	0.2595
	(2.13)	(-0.30)	(-0.09)	(2.16)	(1.67)	(1.67)	(1.96)	(1.40)
<i>SFLI</i> × <i>Credit</i>	-53.8025 <sup>***</sup>		-53.2843 <sup>**</sup>					
	(-2.60)		(-2.56)					
<i>Diversify</i> × <i>Credit</i>		2.9393	2.0777					
		(0.73)	(0.50)					
<i>SFLI</i> × <i>Support</i>				1.9971 <sup>*</sup>		2.3734 <sup>*</sup>		
				(1.74)		(1.85)		
<i>Diversify</i> × <i>Support</i>					1.1336 <sup>*</sup>	1.2646 <sup>*</sup>		
					(1.84)	(1.92)		
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业和年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	12953	12953	12953	12953	12953	12953	6322	6479
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1457	0.1438	0.1457	0.1442	0.1447	0.1454	0.1654	0.1494

## 2. 产业政策的异质性效应

本部分将分析产业政策的异质性效应,方法是在模型(1)的基础上加入支持行业 *Support* 与短贷长投 *SFLI* 的交乘项以及支持行业 *Support* 与多元化程度 *Diversify* 的交乘项。回归结果如表 4 的第 4 到 6 列所示。*SFLI* × *Support* 的系数显著为正,即在政府支持的行业中,短贷长投导致民企债务违约的作用更强。*Diversify* × *Support* 的系数也显著为正,说明在政府支持行业中,多元化战略导致民企债务违约的作用也更强。本文认为,此处的结果恰好进一步印证了民营企业过分追求做大企业的假设。当政府扶持某一些特定企业时,“求大”“上层次”会使民营企业在更大程度上追求扩张,表现为投资上更为多元、财务上更加激进。除此之外,产业扶持也容易造成民企投资的潮涌现象(林毅夫,2007),多元化和短贷长投更为激进,导致债务违约风险进一步上升。因此,在政府重点支持的行业中,更需要合理引导民营企业的投融资决策。

### (四) 多元化和短贷长投总会提高债务违约的可能性吗

之前的结果表明,多元化战略和短贷长投总体上提高了民企违约的可能性。然而,多元化经营和短贷长投总会导致民企债务违约吗?Lang and Stulz(1994)认为,在企业理性决策的条件下,企业追求扩张是为了挖掘更好的投资机会。如果企业的战略布局比较

得当,即当多元化经营和短贷长投后,企业处在快速成长阶段时,那么依赖于短期借款进行的投资以及多元化扩张都是必要的,也会避免多元化经营和短贷长投带来的负面效果。

为了验证上述分析,本文将样本按照  $t+1$  年的年度层面的账面市值比中值分为两组,增长较快组和增长较慢组,重新对模型(1)进行检验。进行上述处理的分组回归会导致 Logit 模型损失 152 个样本。表 4 第 7、8 两列分别汇报了增长较慢组和增长较快组的结果。在增长较快组的样本中,*SFLI* 和 *Diversify* 的系数不显著。在增长率较慢组,*SFLI* 和 *Diversify* 的系数依然显著为正。总体来看,短贷长投和多元化战略并不总是带来债务违约问题,其负面影响只集中在多元化经营和短贷长投时增长较慢的企业中。多元化战略和短贷长投战略在决策得当的条件下不会产生债务违约问题。

#### (五) 稳健性检验<sup>1</sup>

1. 使用替代性指标。首先,本文使用简化违约概率(孟庆斌等,2019)以及是否存在商业银行在债务诉讼中起诉上市公司分别作为企业债务违约的代理变量。其次,使用钟凯等(2016)的原始短贷长投指标衡量短贷长投。最后,使用企业跨行业收入的赫芬达尔指数以及收入熵衡量多元化经营。在分别进行上述处理后,本文的结论依然成立。

2. 更改模型估计方法。首先,对所有模型使用 Probit 模型重新进行检验。其次,使用补对数模型排除稀有事件偏差的影响。再次,在模型中控制城市层面的固定效应。最后,删除金融危机期间的样本。结果发现,本文的结论依然成立。

3. 工具变量法。借鉴 Li et al. (2020)的思路,使用与企业处在相同省份但不同行业的非违约企业的短贷长投和多元化变量的均值,分别作为短贷长投和多元化的工具变量。从相关性来看,同一地区其他企业具有示范效应,其投融资决策会对本企业的短贷长投和多元化产生影响,工具变量具有相关性。从外生性来看,由于我们选择的是非违约企业,所以这些企业的短贷长投(或者多元化)很难通过影响本企业短贷长投(或者多元化)以外的其他渠道影响本企业的违约,因为这些用于计算工具变量的邻近企业本身就是没有违约的企业,所以工具变量满足外生性。结果发现,本文的结论依然成立。

4. 排除其他选择性假设。根据债务的代理成本理论,如果企业家预期将在未来发生债务违约,那么他们更倾向于在当前实施激进的投融资策略(包括过度的短贷长投和多元化),这会让我们在回归中发现短贷长投和多元化导致了未来债务违约的发生。此时,短贷长投和多元化并非“求大”等心理下做出的非理性决策。为了排除这一假设,我们使用  $t$  期的过度投资对  $t+1$  期的债务违约变量进行回归,结果发现在预期未来违约概率上升后,企业当前的过度投资并未增加,这与债务的代理成本理论不符,因而可以排除这一选择性假设。

5. 更改模型设定。主回归将短贷长投和多元化变量纳入同一方程中回归,本部分将短贷长投 *SFLI* 和多元化变量 *Diversify* 分别放入不同的方程中回归,并且针对两个解释变量的方程分别使用不同的控制变量,结论依然成立。

<sup>1</sup> 囿于篇幅限制,本文省略了稳健性检验的回归结果,感兴趣的读者可向作者索取。

## 五、主要结论与启示

本文分析了短贷长投和多元化对民企债务违约的影响。结果发现,短贷长投和多元化程度提高了民企债务违约的可能性。从传导渠道上看,短贷长投和多元化程度通过降低公司绩效、提高过度负债水平、增加代理问题三个渠道提高企业债务违约的概率。从异质性上看,信贷供给越紧缩,短贷长投提升债务违约的可能性越大;相对于没有政府支持的行业,政府支持行业中的企业短贷长投和多元化程度增加债务违约的效应更强。最后,短贷长投和多元化并非总是导致债务违约。本文结果表明,总体而言,短贷长投和多元化战略是民营企业在“求大”“上层次”的心理下实施的粗放式发展模式驱动的结果,内因构成了民营企业债务违约的主因。

本文对于解决目前民企面临的困境具有一定的启示。除了外部宏观环境等因素外,企业自身的粗放式发展模式也是造成民企出现债务问题的主要动因。民营企业盲目求大、求新等粗放式发展会导致企业风险上升,并直接导致贷款银行出现损失。本文认为,引导民营企业追求高质量发展,避免在融资环境放松时盲目扩张,是降低民企自身风险的重要手段,也是创造银行“能贷、敢贷、愿贷”的氛围、实现金融更好地支持实体经济的重要途径。

需要注意的是,尽管本文的结果倾向于支持短贷长投和多元化总体上受到民营企业非理性扩张冲动的支配,成为民企债务违约的内因。但是,并非对于所有民营企业,短贷长投和多元化都是失败的、不可取的,那些高增长企业依然能够利用这两种决策实现公司价值的成长并成功避免债务违约陷阱。此外,外部环境也会在一定程度上催化和强化债务违约问题,对于成长前景好的民企而言,如果其在扩张经营中面临暂时的困难,也需要相关政策助力其实现高质量发展。

## 参考文献

- [1]白俊和连立帅 2012,《信贷资金配置差异:所有制歧视抑或禀赋差异》,《管理世界》第6期,第30~42页。
- [2]陈德球、刘经纬和董志勇 2013,《社会破产成本,企业债务违约与信贷资金配置效率》,《金融研究》第11期,第68~81页。
- [3]方军雄 2007,《所有制,制度环境与信贷资金配置》,《经济研究》第12期,第82~92页。
- [4]苟琴、黄益平和刘晓光 2014,《银行信贷配置真的存在所有制歧视吗?》,《管理世界》第1期,第16~26页。
- [5]姜付秀、张敏和陆正飞 2009,《管理者过度自信,企业扩张与财务困境》,《经济研究》第1期,第131~143页。
- [6]林毅夫 2007,《潮涌现象与发展中国家宏观经济理论的重新构建》,《经济研究》第1期,第126~131页。
- [7]林钟高、郑军和卜继栓 2015,《环境不确定性,多元化经营与资本成本》,《会计研究》第2期,第36~43页。
- [8]刘海明和曹廷求 2018,《续贷限制对微观企业的经济效应研究》,《经济研究》第4期,第108~121页。
- [9]刘海明和李明明 2020,《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》,《经济研究》第2期,第117~132页。
- [10]刘晓光和刘元春 2019,《杠杆率,短债长用与企业表现》,《经济研究》第7期,第127~141页。

- [11]柳建华 2009,《多元化投资,代理问题与企业绩效》,《金融研究》第7期,第104~120页。
- [12]陆正飞和韩非池 2013,《宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应》,《管理世界》第6期,第43~60页。
- [13]陆正飞、何捷和窦欢 2015,《谁更过度负债:国有还是非国有企业》,《经济研究》第12期,第54~67页。
- [14]孟庆斌、侯璨然和鲁冰 2019,《企业创新与违约风险》,《世界经济》第10期,第169~192页。
- [15]苏冬蔚 2005,《多元化经营与企业价值:我国上市公司多元化溢价的实证分析》,《经济学(季刊)》总第18期,第135~158页。
- [16]王福胜和宋海旭 2012,《终极控制人,多元化战略与现金持有水平》,《管理世界》第7期,第124~136页。
- [17]杨威、赵仲匡和宋敏 2019,《多元化并购溢价与企业转型》,《金融研究》第5期,第115~131页。
- [18]张纯和高吟 2010,《多元化经营与企业经营业绩——基于代理问题的分析》,《会计研究》第9期,第73~77页。
- [19]钟凯、程小可和张伟华 2016,《货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜》,《管理世界》第3期,第87~98页。
- [20]Almeida H., C. S. Kim, and H. B. Kim. 2015. “Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis”, *The Journal of Finance* 70(6): 2539~2586.
- [21]Bharath S. T., J. Sunder, and S. V. Sunder. 2008. “Accounting Quality and Debt Contracting”, *The Accounting Review* 83(1): 1~28.
- [22]Brandt L., and H. Li. 2003. “Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?” *Journal of Comparative Economics*, 31(3): 387~413.
- [23]Diamond D. W. 1991. “Debt Maturity Structure and Liquidity Risk”, *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3): 709~737.
- [24]Fan J. P. H., S. Titman, and G. Twite. 2012. “An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1): 23~56.
- [25]Jones S., and D. A. Hensher. 2004. “Predicting Firm Financial Distress: A Mixed Logit Model”, *Accounting Review*, 79(4): 1011~1038.
- [26]Khanna T., and K. G. Palepu. 1997. “Why Focused Strategies may be Wrong for Emerging Markets”, *Harvard Business Review*, 75(4): 41~51.
- [27]Lang L. H. P., and R. M. Stulz. 1994. “Tobin’s Q, Corporate Diversification, and Firm Performance”, *Journal of Political Economy*, 102(6): 1248~1280.
- [28]Li J., Y. Shan, G. Tian, and X. Hao. 2020. “Labor Cost, Government Intervention, and Corporate Innovation: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 64(5): 101668.
- [29]Myers S. C. 1977. “Determinants of Corporate Borrowing” *Journal of Financial Economics*, 5(2): 147~175.
- [30]Rajan R., H. Servaes, and L. Zingales. 2000. “The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment”, *The Journal of Finance*, 55(1): 35~80.
- [31]Servaes H. 1996. “The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave”, *The Journal of Finance*, 51(4): 1201~1225.
- [32]Stulz R. M. 1990. “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, 26(1): 3~27.
- [33]Zhou Q., K. J. K. Tan, R. Faff, and Y. Zhu. 2016. “Deviation from Target Capital Structure, Cost of Equity and Speed of Adjustment” *Journal of Corporate Finance*, 39(4): 99~120.

## Is the Debt Default of Non-state-owned Firms Driven by Internal Factors? From the Perspective of Short-term Loans for Long-term Investment and Diversification

LIU Haiming BU Xiaoning

(School of Finance, Shandong University of Finance and Economics)

**Summary:** In China, private enterprises occupy an important position. The Chinese government attaches great importance to the development of private enterprises and has introduced a series of measures including financial policies to encourage and support the development of private enterprises. In recent years, this development has encountered some difficulties, including frequent debt defaults. Between 2014 and 2021, bond market defaults became more frequent, with 339 corporate bonds in default, 74.6% of which were issued by private enterprises. This paper seeks to determine whether the main causes of private enterprises' debt default are internal factors or the external economic environment. Investigating this question has implications for how the government supports and guides private enterprises to overcome their difficulties, boost the economy, and achieve high-quality economic development.

To test whether private firms' debt default is driven by internal or external factors, this paper analyzes the impact of two important corporate behaviors on private firms' debt default, i. e., short-term loans for long-term investment (abbreviated as "SFLI" hereafter) and diversification. These two perspectives are chosen for two reasons. First, SFLI and diversification are important corporate decision-making behaviors in China. Diversification and SFLI are prevalent among private firms and have an impact on their value and risk. Second, SFLI and diversification can consistently influence firms' debt default from a theoretical perspective. On the one hand, the debt default of private enterprises may be mainly driven by internal factors. Internal factors refer to private entrepreneurs focusing on their face and enterprises blindly chasing expansion, causing private enterprises to default on their debts. Under this hypothesis, important decisions made by entrepreneurs such as SFLI and diversification are irrational and will increase their debt default. On the other hand, private enterprises' debt default may be mainly driven by external factors, i. e., the macroeconomic and institutional environment may be the main factor driving firms' debt default. Under this hypothesis, SFLI and diversification are the results of rational management decisions and will not increase firms' debt default.

Using a sample of Chinese listed private firms from 2003 to 2018, we find that both SFLI and diversification increase the likelihood of debt default for private firms, suggesting that internal factors or private entrepreneurs' own irrational decisions are the main cause of debt default. In terms of the transmission mechanism, SFLI and diversification lead to lower profitability, higher over-leverage, and higher agency costs, which in turn lead to debt default. In terms of heterogeneity, the credit crunch amplifies the effect of SFLI on private firms' debt default, while industrial support policies also increases this effect. Finally, diversification and SFLI by private enterprises do not always lead to default. This paper implies that in addition to guiding financial institutions to support private enterprises, given the cultural background and psychological characteristics of entrepreneurs, authorities should encourage private enterprises to implement high-quality

development strategies to solve the debt default problem.

The marginal contributions of this paper are as follows. First, it extends research on private enterprises' debt problems. Most studies analyze private firms' debt problems from the perspective of banks (Brandt and Li, 2003), whereas this paper analyzes these problems from the perspective of firms' decision-making. Other studies focus on the liquidity risk and monitoring effects of SFLI (Diamond, 2004; Bharath et al., 2008), whereas this paper analyzes how SFLI affects private firms' debt default. Finally, the paper adds evidence to firm diversification and supports the value discount of diversification (e.g. Rajan et al., 2000) by investigating private enterprises' debt default.

**Keywords:** Debt Default, Short-term Loans for Long-term Investment, Diversification, Non-state-owned Firms

**JEL Classification:** G31, G32, M13

(责任编辑:王 鹏)(校对:WH)