

国有资产监管如何改善国有企业投融资期限错配?*

——基于经营投资问责制度的证据

张志远¹, 张正懿², 顾 炜²

(1. 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025; 2. 西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130)

摘 要: 国有企业经营投资问责制度是完善国有资产监管体系的关键环节, 旨在落实国有资本保值增值责任和防止国有资产流失。文章基于各地区分时段实施经营投资问责制度的现实背景, 通过构建双重差分模型检验经营投资问责对国有企业投融资期限错配的影响。研究发现, 经营投资问责抑制了国有企业短贷长投的增长趋势, 而且管理层风险承担水平与短视倾向下降以及企业内部控制完善是问责抑制短贷长投增长的主要机制。异质性检验表明, 经营投资问责抑制短贷长投增长的效应主要表现在直接融资相对不发达的地区, 以及政府补助较少、战略较为激进、代理成本较高的企业中。进一步研究表明, 经营投资问责未能显著改变国有企业借款规模, 但抑制了国有企业过度投资倾向; 此外, 经营投资问责还降低了地区层面的商业银行不良贷款率。文章的研究丰富了与投融资期限错配有关的文献, 从中国特色经营投资问责体系的视角提供了国有资产监管助力防范化解重大风险的微观证据, 为如何有效推动国有资本做强做优做大提供了一定的政策启示。

关键词: 经营投资问责; 国有企业; 投融资期限错配; 短贷长投; 国有资产监管

中图分类号: F272; F822 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2025)02-0154-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20241122.301

一、引言

党的二十大报告指出, 我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期, 如何保障宏观经济平稳运行和防范化解重大风险是经济社会发展的核心任务。国有企业是经济发展的“压舱石”与“排头兵”, 完善国有资产监管与强化国有企业风险管控是稳定宏观经济大盘的基础。但已有研究关于国资监管体系对国有企业经营行为影响的考察尚不充分。2016年《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》(国办发〔2016〕63号)(以下简称《意见》)颁发, 随后各省市在不同年度相应出台了各自的国有企业违规经营投资责任追究制度文件, 国有企业违规经营投资责任追究(以下简称经营投资问责)制度框架逐渐完善, 成为国有资产监管体系的关键组成部分。与传统的问责不同, 国有企业经营投资问责并非满足于只做“事后诸葛亮”, 而是首次建立了终身追责的概念, 实行重大决策终身责任追究制

收稿日期: 2024-05-20

基金项目: 辽宁省教育厅基本科研项目青年项目(JYTQN2023175); 国家自然科学基金国际(地区)合作与交流项目(72010107001); 国家自然科学基金面上项目(72372135); 国家社会科学基金一般项目(23BGL114); 教育部人文社会科学研究规划基金项目(23YJA790073)

作者简介: 张志远(1992-), 男, 内蒙古二连浩特人, 东北财经大学会计学院副教授, 硕士生导师;

张正懿(1999-)(通讯作者), 男, 江苏徐州人, 西南财经大学会计学院博士研究生;

顾 炜(1999-), 女, 江苏盐城人, 西南财经大学会计学院博士研究生。

度，明确了固定资产投资、投资并购、资金管理和风险管理等责任追究的具体范围，严格管控高风险经营投资行为。

中国企业投融资安排存在的一个突出问题就是过度依赖短期债务支持长期投资，即投融资期限错配(钟凯等, 2016)。由于预算软约束和内部人控制等因素的存在，国有企业经营投资过度依赖短期借款的风险日益加剧(陆正飞等, 2015; 白云霞等, 2016; 刘晓光和刘元春, 2019; 沈红波等, 2019)。国有资本要想实现保值增值和做强做优做大，关键前提就在于严防各类经营和投资风险，投融资期限错配正是其中的重点防范领域(李增福等, 2022)。投融资期限错配在微观上会导致企业经营困难、违约风险高悬，一旦银行续贷条件严格了，大肆举短债的企业将面临资金链断裂，陷入流动性危机(Acharya 等, 2014)，进而造成资产损失，甚至在宏观层面引发系统性金融风险(Custódio 等, 2013)。有效改善和治理国有企业投融资期限错配不仅是防范化解系统性风险的要求，也是国家宏观经济发展行稳致远的前提。作为国有资产监管体系建设的重要里程碑，国有企业经营投资问责制度首次确立了违规终身追责的制度安排，这对国有企业管理层决策产生了强力的“事前威慑”，从而能纠正国有企业管理层过高的风险偏好与短视倾向，并促使管理层完善内部控制建设(陈运森等, 2022; 辛宇等, 2022)，进而规避产生高风险决策。可以预见，经营投资问责制度能在一定程度上抑制国有企业投融资期限错配。

本文基于各地区在不同年度分批实施国有企业经营投资问责制度这一场景，设计多期双重差分模型，检验经营投资问责是否能够改善国有企业投融资期限错配，并探讨其作用机制与经济后果。研究发现：(1)经营投资问责缓解了国有企业短贷长投的增长趋势，降低了国有企业的投融资期限错配风险；(2)机制分析表明，经营投资问责能通过降低管理层的风险承担水平、完善企业内部控制体系和抑制管理层的短视倾向来影响国有企业短贷长投；(3)经营投资问责抑制短贷长投的效果主要表现在直接融资相对不发达的地区，以及政府补助较少、战略较为激进、代理成本较高的企业中；(4)经营投资问责发挥投融资期限错配风险的治理作用具体体现在减少过度投资，而非改变国有企业贷款融资规模；(5)经营投资问责还有助于降低地区商业银行不良贷款率，缓解宏观层面的银行业信用风险。

本文可能的边际贡献主要体现在以下几个方面：(1)本文将投融资期限错配置于中国特色问责体系的框架中，拓展了国资监管与投融资行为的研究视角。现有文献较少探讨国资监管对投融资期限错配的影响，与经营投资问责有关的文献则仅分析其对高管的违规与风险承担等个人特征的影响(陈运森等, 2022; 辛宇等, 2022)，缺乏对该制度作用于投融资等实体性决策的机制及经济后果的考察，本文深入检验了该制度如何改善投融资期限错配，拓展了相关研究的边界。(2)本文将国资国企改革和国有企业决策与银行领域的研究相结合，深化了对实体经济与金融市场互动关系的考察。中国的国有企业与银行体系联系紧密，国有企业短贷长投这一高风险投融资行为容易诱发银行体系风险。本文的研究发现，经营投资问责在宏观层面降低了地区商业银行不良贷款率，有助于剖析国有企业发挥防范化解重大风险功能的内在原理，揭示了中国情境下实体经济影响银行体系风险的微观理论机制。(3)本文的研究为如何推动国有企业高质量发展与牢牢守住不发生系统性风险底线提供了实践路径。本文聚焦如何优化投融资策略这一国有企业高质量发展中的关键性问题，发现经营投资问责有助于缓解国有企业投融资期限错配，并降低银行业信用风险，从而加深了对国有企业在推动高质量发展与稳定宏观经济大盘中所扮演角色的理解，对提升国有企业投融资效率与质量以及有效化解国有企业债务风险具有重要的实践参考价值，也为推动金融强国建设、守住不发生系统性金融风险底线提供了来自国资监管层面的新思路。

二、制度背景与文献回顾

(一) 制度背景

经营投资问责制度,是指对国有企业经营管理有关人员违反国家法律法规和企业内部管理规定,未履行或未正确履行职责致使发生系列违规行为并造成国有资产损失以及其他严重不良后果的,应当追究其责任。从 2010 年《关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》对国有企业事后追责机制提出要求,到 2015 年《关于深化国有企业改革的指导意见》和《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》的出台,经营投资责任追究体系的建立思路逐渐清晰。2016 年国务院办公厅印发《意见》,意味着经营投资问责制度的框架基本形成。《意见》首次提出要实行重大决策终身责任追究制度,以落实国有资本保值增值责任,完善国有资产监管,防止国有资产流失。《意见》还指出,经营投资问责制度要遵循“依法合规、违规必究”等原则,明确了固定资产投资、投资并购、资金管理、风险管理等应当追责的业务范围,同时对资产损失金额及影响给出了认定标准,对责任追究的具体处理方式也做出了明确规定。

《意见》发布后,各地区陆续发布各自的省属或市属国有企业经营投资问责制度的文件。省级层面,内蒙古、四川、辽宁等 14 省份在 2017 年出台了针对省属国有企业的经营投资问责制度,河北、山西、新疆等 4 省份于 2018 年出台了相应制度,广东、山东、西藏等 8 省份在 2019 年出台了相应制度,上海、浙江、湖北等 4 省份于 2020 年出台了相应制度,海南则在 2021 年出台相应制度。到 2021 年底,所有省份均出台了各自的省级层面国有企业经营投资问责制度。地级市层面,玉溪、盐城、绍兴 3 市在 2016 年出台了针对市属国有企业的经营投资问责制度,南京、昆明、宜昌等 14 市在 2017 年出台相应制度,成都、沈阳、厦门等 24 市在 2018 年出台相应制度,深圳、南昌、柳州等 10 市在 2019 年出台相应制度,哈尔滨、呼和浩特、徐州等 50 市在 2020 年出台相应制度,扬州、开封、嘉兴等 18 市在 2021 年出台相应制度,武汉、东莞、益阳等 9 市在 2022 年出台相应制度。到 2022 年底,共有 128 个城市出台了各自的地级市层面国有企业经营投资问责制度。此外,尚有 205 个城市或地区无法确认是否自行颁布了经营投资问责制度。

经营投资问责制度以终身追责为核心。一方面,任期制下的管理者责任具有阶段性和区间性的特点,决策责任只能追溯到相关人员在任期间,甚至还存在责任人在造成巨额亏损后通过退休或调离等形式一走了之的情形(张明等,2016),终身追责打破了“离任保护”,将任期责任记入了个人“终身账”;另一方面,国有产权主体缺位等原因导致经营投资失误的追责难以具体到个人层面,让管理层有充分动机推卸决策失误和投资失败等责任,经营投资问责制度会对责任起因进行倒查与追究,从而降低了管理层转嫁责任的可能。因此,作为国有资产监管的关键环节,经营投资问责制度在防范化解重大经营投资风险和保障国有企业高质量发展方面发挥了积极作用。例如,在国有企业改革三年行动期间,责任追究工作直接和间接挽回损失近 200 亿元,同时对 30 余名中央企业负责人进行了问责处理,开展核查追责事项 5000 余件。^①

(二) 投融资期限错配影响因素的文献综述

已有研究主要从外部环境与企业自身两方面考察投融资期限错配的影响因素。外部环境因素包括金融抑制与政策影响等。金融抑制方面,中国金融市场尚存在结构不甚完备、利率期限结构不甚合理等问题,导致商业银行供给长期资金的意愿和能力不强(Custódio 等,2013),使得企业获取长期债务融资的渠道受限(沈红波等,2019),短贷长投成为了企业缓解融资约束的

^① 详见 <https://www.toutiao.com/article/7197388003285991948/>。

替代性手段(钟凯等, 2016), 而银行金融科技发展能通过提升银行信息的甄别能力缓解投融资期限错配(李逸飞等, 2022)。政策方面, 经济政策不确定性恶化了银行信贷配给(Francis 等, 2014; 李增福等, 2022), 导致企业债务期限结构与长期资金需求无法有效匹配, 进而加剧投融资期限错配(刘贯春和叶永卫, 2022), 而金融强监管政策(刘冲等, 2023)、货币政策适度性水平(钟凯等, 2016)、地方政府债务管理体制改革(刘贯春等, 2022)以及《社会保险法》实施(汪伟和张少辉, 2022)则有助于缓解投融资期限错配。企业自身因素方面, 当企业内源融资能力不强时, 投资就会更依赖举债, 从而引发投融资期限错配(沈红波等, 2019)。管理层风险偏好也是导致投融资期限错配的动因, 管理层的过度自信(Huang 等, 2016)、较低的法律风险(赖黎等, 2019)和进攻性战略倾向(叶志伟等, 2023)均会加剧企业短贷长投。此外, 控股股东质押压力(王百强等, 2021)也会引发短贷长投。在如何改善投融资期限错配方面, 已有研究从 ESG 表现(李增福和陈嘉滢, 2023)和参股金融机构(马红等, 2018)等维度进行了考察。

在国有企业投融资期限错配方面, 已有研究还特别基于国资背景和国有企业治理特征进行了探讨。一方面, 由于国有企业承担保障经济发展与社会稳定的职能, 政府会为其提供资金支持, 这可能导致国有企业在获得金融资源的同时扭曲其自身投融资期限匹配结构。邱穆青和白云霞(2019)发现, 国有企业会借助滚动短期负债来支撑其非理性投资。此外, 国有企业管理层面临着晋升激励, 一旦盈利不足且回报率不及市场预期便可能会加剧投融资期限错配(白云霞等, 2016)。另一方面, 国有企业本身存在所有者缺位问题, 导致银行为控制风险而降低提供长期贷款的意愿, 这也使得企业较依赖短期贷款(沈红波等, 2019), 从而加剧投融资期限错配。

综上, 针对投融资期限错配形成机制的探究多聚焦于宏观政策和金融市场等维度, 对于来自国资监管层面因素的探究相对较少。此外, 现有文献多关注国有企业投融资期限错配的成因, 较少探讨具体治理举措, 这也使得改善国有企业投融资期限错配的建议缺乏针对性。

三、理论分析与研究假说

经营投资问责制度的核心在于对国有企业经营管理有关人员造成国有资产损失以及其他严重不良后果的行为开展终身追责。投融资期限错配这种通过滚动短期贷款投资长期项目的投融资策略本身就具有高风险属性, 容易引发流动性问题(Gopalan 等, 2014), 使企业深陷债务危机。例如, 2021 年年末云南水务的短期有息负债超过 200 亿, 而流动资产不足 80 亿, 被出具了“无法表示意见”的审计结论。^①高风险的投融资决策使得企业背负巨额债务, 不得不通过变卖资产等形式缓解流动性危机, 这将进一步引发国有资产流失, 增加管理层被事后追责的可能性。因此, 在经营投资问责制度实施后, 为规避可能产生的终身追责, 国有企业管理层会减少投融资期限错配这种高风险投融资策略。综上, 本文提出假说 1: 经营投资问责制度改善了国有企业投融资期限错配。

本文认为, 经营投资问责制度主要通过降低国有企业管理层风险承担水平、完善国有企业内部控制体系和缓解国有企业管理层短视倾向三条途径改善国有企业投融资期限错配。

首先, 经营投资问责制度降低了国有企业管理层的风险承担水平, 进而能改善国有企业投融资期限错配。依据制度背景部分所述, 经营投资问责的终身追责机制打破了任期制对管理层的“离任保护”, 增加了管理者追求高风险的成本, 降低了管理者承担过度风险的净效用, 管理者风险承担意愿会随之下降, 实施高风险策略的意愿也会减弱。在投融资期限错配策略下, 以

^① 资料来源: 上海证券交易所官网《云南水务投资股份有限公司公司债券年度报告(2021 年)》。

短期负债为主的债务期限结构更容易引发流动性风险,加大企业经营困难,甚至导致资金链断裂(Gopalan 等, 2014),从而引发资产损失。短贷长投的风险具有较强的隐蔽性和突发性特征(刘晓光和刘元春, 2019),投融资期限错配会使得管理层背负较大的资产损失风险,进而导致未来被终身追责的可能性上升。而债务与资产期限相匹配有利于优化企业投资效率,并降低流动性风险(Demarzo 和 Fishman, 2007),从而保障资本保值增值。在经营投资问责制度下,国有企业管理层风险偏好下降,对预期风险持更多悲观态度,决策容错空间更小,因而将更加关注企业的流动性并注重发挥资金的蓄水池功能,将短期资金用于长期项目的倾向减弱,投融资期限错配应当能得以缓解。此外,投融资期限错配往往伴随着企业过度扩张(刘海明和步晓宁, 2022)。我国国有企业存在较为普遍的过度投资现象,这会导致企业价值下降与风险上升(马永强和张志远, 2020)。经营投资问责制度会促使国有企业管理层更审慎地评估项目风险与企业投资能力的适配度,抑制企业盲目无序扩张,减少过度投资这一高风险行为,进而在抑制过度投资层面缓解投融资期限错配。综上,本文提出假说 2: 经营投资问责制度能通过降低国有企业管理层风险承担水平,进而改善国有企业投融资期限错配。

其次,经营投资问责制度促使国有企业管理层优化内部控制体系(辛宇等, 2022),进而改善国有企业投融资期限错配。第一,风险管控是内部控制的核心内容之一,在缓解债务违约风险(李萌和王近, 2020)、抑制高管违规(辛宇等, 2022)以及减少高风险投资决策(Bargeron 等, 2010)等方面发挥了关键的治理约束作用。经营投资问责制度强化内部控制体系有助于建立科学、规范、透明的决策机制,提升项目决策的质量与效率,从而对易引发资产流失的高风险投融资决策产生强约束(张吉鹏等, 2021),抑制短贷长投这类高风险投融资策略。第二,高质量的内部控制能提高企业资金使用效率,提升投融资效率,进而缓解投融资期限错配(叶志伟等, 2023)。完善的内部控制体系抑制了管理层过度的资金自由裁量权,强化了对企业资金使用过程的有效监督,减少了管理层行使机会主义的空间,从而倒逼管理层对投融资模式进行审慎决策,将资金运用到期限适当、规模合理的投资项目。第三,完善的内部控制还有利于改善企业信息环境,帮助金融机构等外部资金供给方更好地识别企业的信用风险和真实经营情况,从而缓解企业融资面临的银企信息不对称(夏芸和徐欣, 2011),帮助企业获取与长期投资更为适配的长期贷款资金,进而缓解投融资期限错配困境。综上,本文提出假说 3: 经营投资问责制度能通过优化国有企业内部控制体系,进而改善国有企业投融资期限错配。

最后,经营投资问责制度缓解了国有企业管理层的短视倾向(辛宇等, 2022),促使国有企业管理层基于长远发展的导向制定投融资决策,进而改善国有企业投融资期限错配。短视倾向表现为管理层的决策视域较短,为快速追求短期利益而牺牲企业长远利益(胡楠等, 2021)。国有企业缺乏有效的激励与约束机制特别是长效追责机制,使得国有企业管理层往往存在任期内的短视化决策倾向。一方面,如前文所述,投融资期限错配蕴含了较高风险,在任期制保护下,国有企业管理层更关注短期任期内的业绩与规模扩张,随之制定的一系列决策所潜藏的风险可能在其任期结束后才显现,故而短视的管理层更可能实施短期高风险的投融资方案。另一方面,国有企业管理层为实现任期内收益最大化而倾向于过度投资,致使融资需求增加,而相比于长期借款等方式,企业获取短期借款的难度相对较低,因此短视的管理层更有可能制定短贷长投的投融资决策。问责强化了管理层的个人权责意识,促使其减少短视倾向,并基于长远高质量发展导向参与企业经营管理,以获取更多非经济收益和未来发展机会(辛宇等, 2022)。经营投资问责制度实施后,国有企业管理层的离职保护被打破,其短视倾向应有所缓解,会尽量避免短期视角下的高风险投融资行为,更加注重有助于企业长远发展的高质量投融资决策,从而改善

投融资期限错配。综上，本文提出假说 4：经营投资问责制度能通过缓解国有企业管理层短视倾向，进而改善国有企业投融资期限错配。

四、研究设计

（一）模型构建与变量说明

为了考察经营投资问责制度对国有企业投融资期限错配的影响，本文参考相关研究(陈运森等, 2022; 辛宇等, 2022)，设计了下列多期双重差分模型。下标 i 与 t 分别代表公司与年度。

$$\Delta SFLI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

1. 被解释变量($\Delta SFLI$)。 $\Delta SFLI$ 是短贷长投增长，即短贷长投的本期数值相比于上期数值的增长率，反映投融资期限错配的变动程度。其中，短贷长投的定义参考钟凯等(2016)的研究，等于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 -(长期借款本期增加额 + 本期所有者权益增加额 + 经营活动现金净流量 + 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)，然后除以期初总资产，得到短贷长投数值。在此基础上，计算出本期短贷长投数值相比于上期短贷长投数值的增长率 $\Delta SFLI$ ，作为被解释变量。

2. 解释变量($WenZe$)。 $WenZe$ 是虚拟变量。当样本企业产权性质为国有属性且其所在省份(城市)当年已经实施了经营投资问责制度时等于 1，否则等于 0，其中省属国有企业适用于省份层面制度，市属国有企业适用于城市层面制度。对于中央企业，本文不以其所在地区为准界定 $WenZe$ 。由于 2018 年国资委印发《中央企业违规经营投资责任追究实施办法(试行)》，因此中央企业的 $WenZe$ 在 2018 年及之后年度取 1。借鉴陈运森等(2022)的做法，本文以国有上市公司为实验组，非国有上市公司为控制组，并同时控制年度固定效应与公司固定效应。 $WenZe$ 实际上是是否属于实验组虚拟变量与经营投资问责制度是否已实施虚拟变量的交互项，其系数 β_1 反映了经营投资问责制度实施后国有企业投融资期限错配增长趋势的变化。

3. 控制变量($Controls$)。模型(1)控制了企业规模($Size$)、资产负债率(Lev)、盈利能力(Roa)、成长性($Growth$)、现金持有($Cash$)、董事会规模($DirNum$)、独董比例($IDRatio$)、高管持股($MShare$)、两职合一($Dual$)、股权集中度($Top1$)、股权制衡度($Balance$)、企业成立年限(Age)、市账比(MB)、经济增长(ΔGDP)、金融发展水平(Fin)、物价变动(ΔCPI)、年度固定效应和公司固定效应。变量具体定义详见表 1。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
$\Delta SFLI$	短贷长投增长	当期短贷长投数值减上期短贷长投数值的差除以上期短贷长投数值的绝对值
$WenZe$	经营投资问责	虚拟变量，对地方国有企业而言，当样本企业所在省份(或城市)当年已经实施了经营投资问责制度时等于1，否则等于0；对中央企业而言，2018年及之后年度等于1，否则等于0
$Size$	企业规模	期末总资产的自然对数值
Lev	资产负债率	期末总负债除以期末总资产
Roa	盈利能力	当期净利润除以期末总资产
$Growth$	成长性	当期主营业务收入增长率
$Cash$	现金持有	期末货币资金余额除以期末总资产
$DirNum$	董事会规模	期末董事会人数加1，然后取自然对数值
$IDRatio$	独董比例	期末独立董事人数占董事会总人数的比
$MShare$	高管持股	期末高管持股比例
$Dual$	两职合一	虚拟变量，董事长与总经理为同一人时等于1，否则等于0

续表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Top1</i>	股权集中度	期末第一大股东持股比例
<i>Balance</i>	股权制衡度	期末第二到第十大股东持股比例和除以第一大股东持股比例
<i>Age</i>	企业成立年限	企业已成立年份数加1, 然后取自然对数值
<i>MB</i>	市账比	期末总市值除以期末总资产
ΔGDP	经济增长	企业所在省份当年GDP增长率
<i>Fin</i>	金融发展水平	企业所在省份当年末金融机构人民币存款余额除以当年GDP
ΔCPI	物价变动	企业所在省份当年居民消费价格指数增长率

(二)数据与样本

2016 年国务院办公厅发布《意见》后,各省份与城市随后在不同年度分批出台了各自的经营投资问责制度。基于此背景,本文以 2011—2022 年中国 A 股上市公司为研究对象,并剔除 ST、金融类公司以及变量缺失样本,最终获得 28 164 个公司一年度观测值。上市公司数据来源于 CSMAR 数据库和 CNRDS 数据库。为减少极端值带来的影响,所有连续变量均进行上下 1% 分位数的缩尾处理。

五、实证结果分析

(一)描述性统计

全体样本的统计数据显示,短贷长投增长率($\Delta SFLI$)的均值为-0.0154,中位数为-0.0002,标准差为 0.0984,变化范围从最小值-0.6702 到最大值 0.4380,变动范围相对较大。经营投资问责(*WenZe*)的均值为 0.1086。各控制变量的分布与已有研究基本相符。此外,本文还分别对实验组与控制组的变量进行了描述性统计,发现实验组样本短贷长投增长率($\Delta SFLI$)的平均值为-0.0150,大于控制组的-0.0156。^①

(二)回归分析

模型(1)的回归结果如表 2 所示,可以看到 *WenZe* 的系数显著为负。未报告的控制变量的系数大小也与已有研究基本相符,且多数控制变量的系数通过了显著性检验。因此,基准回归结果表明,经营投资问责制度的实施能够显著减缓国有企业短贷长投的增长趋势,抑制投融资期限错配风险,从而验证了假说 1。

(三)稳健性检验^②

1. 倾向得分匹配。本文使用 1:1 且卡尺值为 0.01 的倾向得分匹配,采用匹配后样本重新回归。结果表明, *WenZe* 的系数仍显著为负。
2. 本文在模型(1)中进一步控制省份固定效应,结果显示, *WenZe* 的系数仍显著为负。
3. 安慰剂检验。本文将经营投资问责制度的出台年份前推 4 年,利用虚拟的制度出台时间重新构造解释变量 *WenZe*, 样本期间相应变为 2010—2015 年。结果显示,在虚拟的制度出台年份

表 2 经营投资问责与投融资期限错配

变量	(1) $\Delta SFLI$	(2) $\Delta SFLI$
<i>WenZe</i>	-0.0094***(-3.4826)	-0.0097***(-3.5738)
控制变量	不控制	控制
年度与公司固定效应	控制	控制
观测值	28 164	28 164
<i>Adj. R</i> ²	0.0053	0.0509

注:***、**和*分别代表在1%、5%和10%的水平下显著。括号内为White异方差修正并经公司聚类调整的t值。限于篇幅,控制变量和常数项的估计结果未予列出,感兴趣的读者可以向作者索取。下表统同。

① 受篇幅限制,文中未报告描述性统计结果,如有需要可向作者索取。

② 受篇幅限制,文中未报告稳健性检验结果以及倾向得分匹配变量、资管新规等变量的定义,如有需要可向作者索取。

下，*WenZe* 的系数不显著。此外，本文根据每年实施经营投资问责制度的地区数量，对所有地区进行不重复随机抽样，将抽中的地区设定为“伪处理组”，从而虚构一个当年企业所在地区是否实施经营投资问责制度的变量来进行安慰剂检验。为了排除其他因素的干扰，本文将上述过程重复 500 次。500 次“伪处理组”的估计系数核密度的分布显示，其均值接近于 0，且与基准回归的系数值 -0.0097 存在明显差异，从而排除伪回归的可能。

4. 控制其他经济政策的影响。考虑到资管新规(刘冲等, 2023)、固定资产加速折旧政策(刘贯春等, 2023)、经济政策不确定性(李增福等, 2022)等也可能影响企业投融资期限错配程度，因此本文在模型(1)中进一步控制前述政策的影响。回归结果显示，在控制上述政策因素后，经营投资问责同样表现出对投融资期限错配的抑制效应。

5. 平行趋势检验。将模型(1)的 *WenZe* 替换为虚拟变量 *Before4*、*Before3*、*Before2*、*Before1*、*Current*、*After1*、*After2*、*After3* 开展平行趋势检验。如果样本企业所在地于 4 年(3 年、2 年、1 年)后实施经营投资问责制度，*Before4*(*Before3*、*Before2*、*Before1*)取值为 1；如果样本企业所在地于 1 年(2 年、3 年)前实施经营投资问责制度，*After1*(*After2*、*After3*)取值为 1；如果样本企业所在地于当年实施经营投资问责制度，*Current* 取值为 1。回归结果显示，*Before4*、*Before3*、*Before2*、*Before1* 的系数并不显著，说明满足平行趋势假设。

6. 替换被解释变量。本文变更长期投资与长期资金的口径，重新计算被解释变量。(1)将“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”视为长期投资，并将“处置子公司及其他营业单位收到的现金净额”视为长期资金；(2)在上一种口径的基础上，进一步将“支付其他与投资活动有关的现金”与“收到的其他与投资活动有关的现金”视为长期投资与长期资金；(3)将“本期研发投入费用化金额”视为长期投资；(4)将“长期债券本期募集资金额”视为长期资金，并从长期资金中剔除“一年内到期的非流动负债本期增加额”；(5)以“本期吸收权益性投资收到的现金”替换“本期所有者权益增加额”。基于上述五种方法计算的被解释变量的回归结果显示，*WenZe* 的系数均显著为负。

7. 更换检验模型。本文设定了模型(2)，用以估计经营投资问责制度实施后国有企业长期投资对短期借款依赖程度的变化，进一步验证经营投资问责制度对投融资期限错配的影响：

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_SL_{i,t} + \beta_2 WenZe \times D_SL_{i,t} + \beta_3 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，下标 *i* 代表公司，*t* 代表年度；*Invest* 是投资水平，计算方法为：(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额) / 期初总资产；*D_SL* 等于当期短期借款增加值除以期初总资产；控制变量和 *WenZe* 的定义与模型(1)相同。回归结果显示，*D_SL* 的系数显著为正，说明中国企业使用短期借款支持长期投资的现象普遍存在；*WenZe × D_SL* 的系数显著为负，表明在经营投资问责制度实施后，国有企业长期投资对于短期借款的依赖程度有所下降，短贷长投得以缓解。此外，本文还设置了模型(3)与模型(4)，以考察经营投资问责制度实施后，长期投资对于内部长期资金依赖程度的变化：

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_RE_{i,t} + \beta_2 WenZe \times D_RE_{i,t} + \beta_3 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_NI_{i,t} + \beta_2 WenZe \times D_NI_{i,t} + \beta_3 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中，*D_RE* 等于当期留存收益除以期初总资产，*D_NI* 等于当期净利润除以期初总资产，其余变量定义与模型(2)一致。回归结果显示，*WenZe × D_RE* 和 *WenZe × D_NI* 的系数均显著为正，说明

经营投资问责加强了国有企业投资对于内部留存收益及净利润的依赖程度。综上,经营投资问责制度实施后,国有企业长期投资对短期借款的依赖程度下降,同时也更加依赖内部留存资金,这也再次验证了经营投资问责对投融资期限错配的改善效应。

8. 考虑双向固定效应(*TWFE*)的估计偏误。根据 *TWFE* 估计量的培根分解结果显示,“先处理 VS 后处理”“后处理 VS 先处理”“处理 VS 从未处理”三类 2×2 DID 分别占 *TWFE* 估计量的 4.7%、2.3%、92.4%,说明 *TWFE* 估计量主要来自于“处理 VS 从未处理”这类 2×2 DID,而“后处理 VS 先处理”这类可能导致 *TWFE* 估计量偏误的 2×2 DID 占比非常少,因此不会导致估计量产生明显偏差(He 等, 2022)。此外,本文还提供了多期 DID 政策效应的稳健估计量 *CSDID*,该稳健估计量的系数为-0.0107,且在 1% 水平上显著,说明经营投资问责效应的稳健估计量同样显著为负。因此,在考虑多期 DID 中 *TWFE* 估计量可能存在的估计偏误后,本文的结论依然成立。

(四)机制分析

本文认为,国有企业的管理层风险承担水平下降、内部控制完善、管理层短视倾向减弱是经营投资问责制度缓解国有企业投融资期限错配风险的主要路径。基于此,本文设置模型(5)至模型(7)验证上述机制,即本文的假说 2 至假说 4。模型(5)至模型(7)的被解释变量分别为风险承担水平(*Risk*)、内部控制完善程度(*ICIndex*)和管理层短视程度(*Myopia*), *WenZe* 的定义及控制变量选择与模型(1)一致。*Risk* 用当年各季度的息税前利润标准差衡量,其中息税前利润用期末总资产标准化,然后再经行业均值调整;*ICIndex* 等于当年迪博内部控制指数的自然对数值;*Myopia* 按照胡楠等(2021)的做法,用当年年报 MD&A 部分中“短视”关键词词频衡量。

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$ICIndex_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Myopia_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

表 3 显示,经营投资问责显著抑制了国有企业管理层的风险承担水平与短视程度,并提高了国有企业的内部控制完善程度,进而验证了理论机制。此外,本文也将模型(5)至模型(7)的 *WenZe* 替换为虚拟变量 *Before4*、*Before3*、*Before2*、*Before1*、*Current*、*After1*、*After2*、*After3* 开展平行趋势检验,虚拟变量的定义与基准回归稳健性检验的平行趋势检验部分的定义一致。结果显示 *Before4*、*Before3*、*Before2*、*Before1* 的系数并不显著,说明满足平行趋势假设。^①

表 3 机制检验

变量	(1) <i>Risk</i>	(2) <i>ICIndex</i>	(3) <i>Myopia</i>
<i>WenZe</i>	-0.5783***(-5.7812)	0.1432*** (3.0794)	-0.0020**(-2.2540)
控制变量与固定效应	控制	控制	控制
观测值	28 164	28 164	28 164
<i>Adj. R</i> ²	0.0479	0.0933	0.0152

(五)异质性检验^②

1. 地区直接融资发达程度。在直接融资较为发达的地区,企业能够更加便利地获取直接融资,从而缓解对债务资金的依赖,这本身就有助于改善投融资期限错配,因此经营投资问责缓解

① 受篇幅限制,表 3 未报告平行趋势检验结果,如有需要可向作者索取。

② 受篇幅限制,文中未报告异质性检验结果,如有需要可向作者索取。此外,结果均通过了各分组的组间系数差异检验。

短贷长投增长的效应在直接融资较为发达的地区可能不明显。本文借鉴相关研究(马永强和张志远, 2021), 采用各地区股票市场总交易额衡量直接融资发达程度。结果显示, 经营投资问责对国有企业短贷长投的抑制效应主要表现在直接融资相对不发达的地区。

2. 政府补助。政府补助是企业开展长期投资所需资金的一大来源。如果企业缺乏足够的政府补助, 企业投资对“短贷”的依赖程度就相对较高, 更可能引发短贷长投, 经营投资问责将产生明显的政策效力。本文用企业当期获得的政府补助金额除以期末总资产衡量政府补助水平。结果显示, 经营投资问责对投融资期限错配的影响主要表现在政府补助较少的企业中。

3. 战略激进程度。依据本文的理论分析, 经营投资问责抑制了管理层的高风险偏好, 进而能缓解企业短贷长投, 因此, 对于管理层更偏好高风险的企业而言, 经营投资问责缓解短贷长投的作用应当较为明显。企业的战略激进程度直接反映了管理层的风险偏好。企业战略越激进, 意味着管理层越偏好高风险, 因此经营投资问责缓解投融资期限错配的作用应当主要表现在战略更加激进的企业中。此外, 激进的战略也意味着管理层更倾向于产品结构升级和科技创新研发等项目的投资, 增加了企业的长期投资需求, 一定程度上也容易扩大长期投资的资金缺口。而且, 激进战略下管理层更可能盲目追求投资机会, 容易加剧企业内部代理人风险和内部控制缺陷等问题, 放大企业原本的经营风险和财务风险, 加剧短贷长投(叶志伟等, 2023)。因此, 企业的战略激进程度越高, 经营投资问责抑制高风险投融资决策的效果应当越明显。本文按照马永强和张志远(2020)的方法计算战略激进得分, 以反映企业战略激进程度。回归结果显示, 经营投资问责缓解短贷长投的作用主要表现在战略较激进的企业中。

4. 代理成本。依据本文的理论分析, 经营投资问责完善了企业的内部控制体系, 进而能缓解企业短贷长投。代理问题与内部控制有效性密切相关(杨德明等, 2009)。代理问题较轻的企业, 其内部控制的有效性原本就较强, 短贷长投的程度原本也相对较低, 经营投资问责对完善内部控制的增量支持作用也较为有限, 对投融资期限错配的治理作用可能相对不明显。本文使用当期销售费用与管理费用之和除以当期营业收入表征代理成本, 衡量企业面临代理问题的严重程度。结果显示, 经营投资问责抑制短贷长投增长的作用主要表现在代理成本较高的企业中。

六、进一步分析

(一)经营投资问责影响了“贷”还是“投”？

短贷长投是指更多地将“短贷”资金运用至“长投”。从短贷长投的计算方法来看, 缓解短贷长投既可以通过增加长期贷款这一“贷”的方式, 也可以通过减少长期投资这一“投”的方式。既然经营投资问责能够缓解短贷长投, 那么其缓解的具体方式是通过“贷”这一方式还是“投”这一方式呢? 接下来, 本文将从投资与贷款两个视角开展进一步分析。

对于“投”的方式, 缓解短贷长投可以通过减少过度投资来实现。国有企业投融资期限错配之所以形成, 很大程度上是因为资本无序扩张。即使出现亏损, 预算软约束也使得国有企业可以继续获得低成本融资, 从而引发其更加激进的盲目投资行为。经营投资问责如果可以降低经营投资违规风险, 那么就可以预期国有企业管理层会显著减少过度投资。对于“贷”的方式, 国有企业存在过度依赖举债进行长期投资的现象, 尤其是短期借款, 这将导致较高的债务风险。经营投资问责制度对债务违约等高风险行为形成了有效的事前震慑, 促使国有企业管理层合理化借款结构, 有助于减少将短期借款作为长期资金使用的情形。基于此, 本文设置模型(8), 以检验经营投资问责对国有企业投资与融资的影响:

$$InvFin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中, $WenZe$ 的定义及控制变量与模型(1)一致。被解释变量($InvFin_{i,t}$)是投资或融资变量, 具体包括: (1)投资水平($Invest$), 定义同模型(2); (2)投资过度($OverInvest$), 用模型(9)回归中大于 0 的残差值衡量; (3)短期借款($ShortLoan$), 等于期末短期借款除以期末总资产; (4)长期借款($LongLoan$), 等于期末长期借款除以期末总资产。

模型(9)用于测度企业投资过度水平, $Invest$ 的定义同模型(2), X 是影响企业投资水平的变量, 控制变量同模型(1)。

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \sum X_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

表 4 列(1)与列(2)的结果显示, 经营投资问责并未显著降低投资水平, 但显著抑制过度投资。列(3)和列(4)则表明, 无论是短期借款还是长期借款, 经营投资问责制度实施后均未发生显著变化, 这可能是因为中国企业通常无法主动选择信贷结构, 金融抑制等制度因素是导致企业大量使用短期借款支撑长期投资的主因(白云霞等, 2016; 沈红波等, 2019)。因此, 经营投资问责只对企业拥有决策权的投资行为有显著影响, 而对企业的借款行为无显著影响。也就是说, 经营投资问责主要缓解了投资过度的倾向, 而非增加银行借款或改变银行借款结构, 即主要通过“投”而非“贷”的渠道抑制短贷长投增长。

表 4 基于投资水平、投资过度与银行借款的检验

变量	(1) $Invest$	(2) $OverInvest$	(3) $ShortLoan$	(4) $LongLoan$
$WenZe$	-0.0044(-0.9180)	-0.0055*(-2.3191)	-0.0022(-0.1727)	0.0015(0.5947)
控制变量与固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	28 164	13 773	28 164	28 164
$Adj. R^2$	0.0184	0.1046	0.0255	0.0636

(二)经营投资问责制度对宏观金融风险的防范作用

中国金融机构存在国有企业信贷供给偏好(Borisova 等, 2015), 信贷资源并未按照最有效率的资金供给方式进入企业部门, 造成了低效企业低效使用有限资金的困境。信贷资源的严重错配一方面会加剧低效率企业的债务违约风险, 另一方面会对地方银行贷款质量带来负面冲击, 导致银行不良贷款率上升(钟宁桦等, 2016), 引发银行业信用风险。银行信用风险来自企业这一信贷对象。企业的高风险投融资决策与银行信贷质量密切相关, 不仅关乎银行经营效率, 更可能通过银行体系的连锁反应诱发系统性金融风险。短贷长投蕴含着较高的续借风险, 一旦资金链断裂, 企业将迅速陷入流动性危机(Acharya 等, 2014), 无法如期还本付息, 违约风险会骤然上升。由于国有企业占据了大多数信贷资源, 国有企业高水平的投融资期限错配风险将导致银行无法如期收回本息的可能性增加, 不良贷款率故而上升, 将在宏观层面引发潜在的银行业信用风险。依据前文分析, 在经营投资问责制度实施后, 国有企业投融资期限错配风险得以缓解, 过度投资减少, 投资对短期借款的依赖程度下降, 对内源资金的依赖程度增加, 违约风险因而下降, 总体上将提高银行贷款质量, 降低银行业信用风险。

基于此, 本文设定模型(10), 以检验经营投资问责制度对银行业信用风险的影响:

$$NPLR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WenZe_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Year + Province + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中, 下标 i 代表省份, t 代表年度。 $WenZe$ 的定义同前述模型。 $NPLR$ 是各省份商业银行不良贷

款率。^① 国有企业的主要信贷资金来源是各地区商业银行，不良贷款率又是商业银行风险监管的核心指标，故本文选择各省份商业银行不良贷款率测度银行业信用风险。控制变量有： ΔGDP ，等于 GDP 增长率； $PerGDP$ ，等于人均 GDP 的自然对数值； REI ，等于房地产开发投资额除以 GDP； ΔGov ，等于地方财政一般预算支出与 GDP 比值的增长率； $\Delta Loan$ ，等于金融机构人民币贷款余额增长率； $LoanGDP$ ，等于金融机构的人民币贷款余额除以 GDP； $\Delta M2$ ，等于 M2 增长率； $LoanRate$ ，等于 1 年期贷款利率； RR ，等于存款准备金率；年度固定效应与省份固定效应。由于各省份的不良贷款率数据只截至 2020 年，且各省份经营投资问责制度的首次实施年份为 2017 年，故该部分检验的样本期间调整为 2015–2020 年。

经营投资问责与地区商业银行不良贷款率的检验结果如表 5 所示。列(1)显示， $WenZe$ 的系数显著为负，说明经营投资问责有助于降低银行业信用风险。此外，本文也将模型(10)的 $WenZe$ 替换为 $Before23$ 、 $Before1$ 、 $Current$ 、 $After1$ 、 $After2$ 、 $After3$ 进行平行趋势检验。如果样本地区于 2 至 3 年后实施经营投资问责制度， $Before23$ 取 1；如果样本地区于 1 年后实施经营投资问责制度， $Before1$ 取 1；如果样本地区于当年实施经营投资问责制度， $Current$ 取 1；如果样本地区于 1 年前(2 年前、3 年前)已实施了经营投资问责制度， $After1$ ($After2$ 、 $After3$)取 1。结果显示， $Before23$ 、 $Before1$ 的系数并不显著，说明满足平行趋势假设。^②

表 5 经营投资问责与地区商业银行不良贷款率

变量	(1) <i>NPLR</i>	(2) <i>NPLR</i>	(3) <i>NPLR</i>	(4) <i>NPLR</i>	(5) <i>NPLR</i>
	全样本	国有企业税收占比较高	国有企业税收占比较低	国有企业营业收入占比较高	国有企业营业收入占比较低
<i>WenZe</i>	-0.0042*(-2.1724)	-0.0049*(-2.3508)	-0.0044(-1.6871)	-0.0042*(-1.9388)	0.0010(0.4862)
控制变量与固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	180	90	90	91	89
<i>Adj. R</i> ²	0.4574	0.2843	0.7135	0.2786	0.5492

表 5 列(2)至列(5)是基于国有经济对地区经济发展贡献程度的分组检验结果。由于国有企业占据商业银行大多数信贷资源，因此在国有经济占比较大的地区，国有企业投融资行为引发的风险更容易传导至银行体系，经营投资问责产生的监管效应对商业银行不良贷款的影响将更加突出。基于此，本文选取国有企业税收占比与国有企业营业收入占比两个指标，将各省份样本分别划分为国有企业税收占比较高组与较低组、国有企业营业收入占比较高组与较低组，分别通过模型(10)分组检验。国有企业税收占比等于地区内国有企业税收收入占所有企业税收收入的比；国有企业营业收入占比等于该地区国有控股企业营业收入除以该地区规模以上工业企业营业收入。结果显示，在国有企业税收占比较高和国有企业营业收入占比较高的地区，经营投资问责能显著降低地区商业银行不良贷款率，即经营投资问责缓解银行业信用风险的效应主要表现在国有经济对经济发展贡献程度较大的地区。

七、结论与政策建议

在深入实施国有企业改革深化提升行动的关键时期，构建以重大决策终身责任追究为核心的经营投资问责制度是完善国有资产监管体系的基础，更是防范化解重大风险的保障。本文以投融资期限错配为切入点，研究发现经营投资问责制度抑制了国有企业的短贷长投增长，而且

^① 由于缺乏城市层面的商业银行不良贷款率数据，故与前述检验不同，本部分只基于省份层面的经营投资问责制度是否实施而开展检验。

^② 受篇幅限制，表 5 未报告平行趋势检验结果，如有需要可向作者索取。

管理层风险承担水平下降、内部控制体系完善和管理层短视倾向减弱是其中的影响路径。异质性检验发现,经营投资问责制度发挥投融资期限错配风险治理的效果在直接融资欠发达的地区,以及政府补助较少、战略较为激进和代理成本较高的企业中更为明显。进一步研究发现,经营投资问责制度缓解了国有企业的过度投资倾向,但并未显著增加国有企业的银行借款。此外,本文发现经营投资问责制度对宏观层面银行业信用风险产生了治理效用。

依据研究结论,本文提出以下政策建议:

第一,以监督追责自转围绕国资监管大局公转,继续完善权责清晰、约束有效的经营投资责任追究体系。本文聚焦于以重大决策终身责任追究为核心的经营投资问责制度,研究发现该制度有助于抑制管理层的过高风险偏好与短视倾向,能优化内部控制体系,进而可以改善国有企业投融资期限错配。因此,当前国资监管的重点方向要继续锚定构建完善的国有企业经营投资责任追究体系,强化国有资产流失的追责力度,以强有力的刚性制度约束保障国有企业高质量发展。

第二,以严防国有企业投融资期限错配风险为切入点,保障金融高质量发展,扎实推进金融强国建设。国有企业占据了多数信贷资源,其投融资期限错配风险容易扩散至整个宏观经济运行系统。本文发现经营投资问责制度降低了地区商业银行的不良贷款。因此,充分关注国有企业投融资策略有助于及时监测宏观层面潜在的系统性金融风险,这对优化国有资源配置效率、牢牢守住不发生系统性风险底线具有重要现实意义。

第三,丰富企业融资体系,赋能国有企业高质量发展。经营投资问责固然是国有资产监管体系的重要组成部分,但单纯依赖问责尚难以完全实现国有资本保值增值、做强做优做大的目标。本文发现,经营投资问责虽然抑制了国有企业过度投资倾向,但并未显著增加银行借款。因此,改善国有企业投融资期限错配除了要强化责任追究外,还应辅之以金融体制机制的深化改革,丰富多层次的企业外部融资体系,共同保障国有企业深化改革行稳致远。

*感谢东北财经大学校级科研项目(DUFE2022C80)的支持,同时也特别感谢审稿专家和编辑部提出的宝贵意见。

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]陈运森,蒋艳,何玉润.违规经营投资责任追究与国有企业风险承担[J].会计研究,2022,(4):53-70.
- [3]胡楠,薛付婧,王昊楠.管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J].管理世界,2021,(5):139-156.
- [4]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.
- [5]李萌,王近.内部控制质量与企业债务违约风险[J].国际金融研究,2020,(8):77-86.
- [6]李逸飞,李茂林,李静.银行金融科技、信贷配置与企业短债长用[J].中国工业经济,2022,(10):137-154.
- [7]李增福,陈嘉滢.企业ESG表现与短债长用[J].数量经济技术经济研究,2023,(12):152-171.
- [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.
- [9]刘冲,曾琪,刘莉亚.金融强监管、存贷长期化与企业短债长用[J].经济研究,2023,(10):75-92.
- [10]刘贯春,程飞阳,姚守宇,等.地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J].管理世界,2022,(11):71-85.
- [11]刘贯春,叶永卫.经济政策不确定性与实体经济“短贷长投”[J].统计研究,2022,(3):69-82.
- [12]刘贯春,叶永卫,陈肖雄,等.固定资产折旧、税收筹划与异常投资[J].经济研究,2023,(4):23-40.

- [13]刘海明,步晓宁.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[J].金融研究,2022,(3):79-95.
- [14]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.
- [15]马红,侯贵生,王元月.产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究[J].南开管理评论,2018,(3):46-53.
- [16]马永强,张志远.固定资产信息与宏观经济增长预测[J].会计研究,2020,(10):50-65.
- [17]马永强,张志远.去杠杆与实体企业金融资产配置[J].国际金融研究,2021,(12):14-23.
- [18]邱穆青,白云霞.官员访问与企业投融资期限错配[J].财经研究,2019,(10):138-152.
- [19]沈红波,华凌昊,郎宁.地方国有企业的投融资期限错配:成因与治理[J].财贸经济,2019,(1):70-82.
- [20]王百强,鲍睿,李馨子,等.控股股东股权质押压力与企业短贷长投:基于质押价格的经验研究[J].会计研究,2021,(7):85-98.
- [21]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.
- [22]夏芸,徐欣.企业内部控制信息披露与债务契约——来自于中国房地产上市公司的经验证据[J].经济管理,2011,(3):114-122.
- [23]辛宇,宋沛欣,徐莉萍,等.经营投资问责与国有企业规范化运作——基于高管违规视角的经验证据[J].管理世界,2022,(12):199-219.
- [24]杨德明,林斌,王彦超.内部控制、审计质量与代理成本[J].财经研究,2009,(12):40-49.
- [25]叶志伟,张新民,胡聪慧.企业为何短贷长投——基于企业战略视角的解释[J].南开管理评论,2023,(1):29-42.
- [26]张吉鹏,衣长军,李凝.国有企业控制权转移对企业风险承担的影响[J].财贸经济,2021,(8):130-144.
- [27]张明,翟继光,章荣君,等.终身追责:国企投资决策再上“紧箍咒”[J].财政监督,2016,(19):29-36.
- [28]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.
- [29]钟宁桦,刘志阔,何嘉鑫,等.我国企业债务的结构性问题[J].经济研究,2016,(7):102-117.
- [30]Acharya V, Drechsler I, Schnabl P. A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(6):2689-2739.
- [31]Bargeron L L, Lehn K M, Zutter C J. Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(1-2):34-52.
- [32]Borisova G, Fotak V, Holland K, et al. Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118(1):168-191.
- [33]Custódio C, Ferreira M A, Laureano L. Why are US firms using more short-term debt?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(1):182-212.
- [34]Demarzo P M, Fishman M J. Optimal long-term financial contracting[J]. *Review of Financial Studies*, 2007, 20(6):2079-2128.
- [35]Francis B B, Hasan I, Zhu Y. Political uncertainty and bank loan contracting[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2014, 29:281-286.
- [36]Gopalan R, Song F H, Yerramilli V. Debt maturity structure and credit quality[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(4):817-842.
- [37]He W J, Chen X Y, Liu Z Y J. Can anti-corruption help realize the “strong” porter hypothesis in China? Evidence from chinese manufacturing enterprises[J]. *Journal of Asian Economics*, 2022, 80:101473.
- [38]Huang R H, Tan K J K, Faff R W. CEO overconfidence and corporate debt maturity[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 36:93-110.

How does the Supervision of State-owned Assets Alleviate the Investment-Financing Maturity Mismatch in State-owned Enterprises? Evidence from the Accountability System for Operation and Investment

Zhang Zhiyuan¹, Zhang Zhengyi², Gu Wei²

(1. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China;
2. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

Summary: Investment-financing maturity mismatch is a typical problem in investment and financing arrangements in China's state-owned enterprises (SOEs), which will result in operational difficulties and capital chain disruption, leading to the loss of state-owned assets and even triggering systemic financial risks. The establishment of the accountability system for operation and investment (ASOI) of SOEs is a crucial measure for strengthening the supervision of state-owned assets, fulfilling the responsibility of maintaining and increasing the value of state-owned capital, and preventing the loss of state-owned assets.

In 2016, the State Council issued the policy for implementing the ASOI of SOEs. Subsequently, several provinces and cities successively issued corresponding policies. The backdrop of the annual policies issued by different regions provides a quasi-natural experimental setting. Using this setting, this paper designs a DID model and investigates that the ASOI of SOEs effectively alleviates the investment-financing maturity mismatch in SOEs. Mechanism testing reveals that the ASOI reduces the risk-taking and myopic level of the management and enhances the internal control system of SOEs. Heterogeneity analysis indicates that in regions with lower direct financing and in enterprises with less government subsidies, more aggressive strategies, and higher agency costs, the inhibitory effect of the ASOI on investment-financing maturity mismatch is more prominent. Further analysis also finds that the ASOI curbs over-investments. Additionally, this paper also examines the governance effect of the ASOI from a regional macro perspective, and the result indicates that the ASOI contributes to lowering the bad loan ratio of local commercial banks.

This paper has the following contributions: First, it enriches the literature related to the impact of the ASOI on major decisions of SOEs. Second, it contributes to providing the solutions to the investment-financing maturity mismatch of SOEs from the perspective of national regulation, thereby facilitating the understanding on the key path of credit risk transmission in the banking industry from micro to macro. Third, it provides a new perspective on the supervision of state-owned assets regarding how to promote high-quality financial development and maintain the bottom line of preventing systemic financial risks.

Key words: accountability system for operation and investment; SOEs; investment-financing maturity mismatch; short-term loans used for long-term investments; supervision of state-owned assets

(责任编辑 石 慧)