

官员访问与企业投融资期限错配

邱穆青¹, 白云霞²

(1. 华东理工大学 商学院, 上海 200237; 2. 同济大学 经济与管理学院, 上海 200082)

摘要: 文章基于2006—2012年官员访问上市公司的事件, 利用PSM和DID方法, 考察了官员访问对企业投融资期限错配的影响。研究发现, 官员访问显著增加了被访企业, 尤其是国有企业的投资水平和期限错配程度。这种效应与地区GDP增长压力正相关, 而与管理层过度自信的倾向无关。这说明这种效应受到官员政绩激励的影响, 而不是官员访问引起管理层过度自信所导致的。官员访问引起的投资往往是低效率的, 并进一步加剧了未来的期限错配程度。文章研究表明, 出于政绩和晋升诉求, 官员可能会促使企业采用期限错配的激进策略进行无效率投资, 以在短期内改善GDP表现。文章为认识中国制度背景下官员访问的动机和后果提供了一个新视角, 也有助于从制度层面廓清中国企业普遍存在的投融资期限错配现象。

关键词: 政府干预; 官员访问; 期限错配; 官员治理

中图分类号: F275; F423 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)10-0138-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.10.011

一、引言

中国经济处在转型发展中, 政府官员经常深入企业进行访问调研。官员访问尤其是中央官员访问企业的新闻, 常被放置在公司网页上最醒目之处进行报道, 甚至有很多公司将其制作成滚动新闻连续播放。同时, 官员访问的新闻往往也受到公众的广泛关注。一些重要媒体也会用专门的版面汇总中央和地方领导会见企业家及访问企业的新闻。

2008年以来, 中国经济增长压力渐增, 与之相伴的一个现象是官员访问企业变得频繁。各级政府明确要求领导干部深入企业, 帮助企业解决困难。党的十八大以来, 在习近平总书记“大学习、大调研、大改进”的号召下, 作为与企业建立“清”而“亲”的新型关系的一种方式, 政府官员深入企业访问调研被提倡。而我们观察到, 目前许多产能过剩行业以及倒闭的企业, 曾经都是政府官员访问的重点对象。我们不禁会问, 由负债支持的大量投资所形成的产能过剩和随之而来的高杠杆问题是否与官员访问有关? 如果如此, 在经济下行的当下, 政府官员更加频繁地访问企业, 是否会催生出新一批产能过剩的行业和高负债的企业?

更重要的是, 与产能过剩相伴的不仅仅是高负债, 还有短期负债支持长期投资的期限错配问题。高负债可能会随时间而逆转, 负债率恢复到比较合理的水平, 而“短贷长投”的期限错配问题极易使企业的资金链断裂而进入破产清算, 没有时间寻求投融资期限结构的再平衡。期限

收稿日期: 2018-06-11

基金项目: 国家自然科学基金项目(71472138, 71172079); 教育部人文社会科学研究青年基金项目(19YJC630133); 中国博士后科学基金资助项目(2018M640353); 中央高校基本科研业务费探索基金项目(WN1824001)

作者简介: 邱穆青(1988—), 男, 河南信阳人, 华东理工大学商学院讲师, 博士;

白云霞(1973—)(通讯作者), 女, 甘肃天水人, 同济大学经济与管理学院教授, 博士。

错配问题引起的风险日益成为中国各类系统性金融风险的根源(李扬, 2014)。然而, 有关我国期限错配问题的研究文献非常少, 特别是在经济意义上直接度量期限错配程度的研究几乎没有。

值得注意的是, 只有很少部分的官员访问是应企业邀请参加剪彩、开业典礼等活动, 绝大部分是政府部门主动安排官员访问企业。官员访问可能是希望了解企业面临的困难, 帮助企业解决难题。但在“锦标赛”考核压力下, 特别是在经济下行时, 政府官员更可能是带着政治任务进入企业, 通过影响被访企业的经营决策来带动经济发展, 而刺激企业投资无疑是最能短期见效的。在中国制度背景下, 官员访问往往是对企业的认可, 能给企业管理者带来鼓舞和信心。因此, 官员访问也有可能使管理层产生过度自信心理, 而过度自信会使其高估投资项目的净现值, 从而产生过度投资(李云鹤, 2014)。那么, 一个重要的问题是, 官员访问影响企业投资究竟是因为官员受到政绩激励, 还是因为引发管理层过度自信。探讨这一问题有助于加深对官员访问现象的认识。

目前, 有关官员访问企业的研究仍然有限, 仅有的几篇文献分别从企业绩效(罗党论和应千伟, 2012)、政府补助(戴亦一等, 2015)、企业创新(赵晶和孟维烜, 2016)以及股票市场反应(Douglas 等, 2017)等角度研究了官员访问对企业的影响。但这些研究仍然延续“政治关联”的框架, 将官员访问视为企业动态构建、维护与重塑政治关系的途径, 从企业主动与政府建立联系来研究官员访问给企业带来的好处。事实上, 官员访问受到社会各界的广泛关注, 其内涵是很丰富的, 不应仅局限在被访企业可获得好处这一方面。

基于此, 本文考察了官员访问对企业投资的影响, 并探究了支持这些投资的融资期限, 以剖析中国企业投融资期限错配问题的原因。研究发现, 官员访问上市公司显著提高了投资水平, 并加剧了期限错配程度, 这种影响在国有企业尤为明显。进一步分析发现, 上述影响主要是因为官员出于晋升激励而干预企业经营, 而不是管理层在官员访问后产生过度自信心理所导致的。本文还发现, 官员访问引起的投资往往是低效率的, 并进一步加剧了未来的期限错配程度。本文结果表明, 在晋升压力下, 官员通过访问促使企业扩张投资, 以提升 GDP 表现。企业为迎合官员政绩诉求而进行投资, 既忽视了高负债, 尤其是短贷长投所蕴含的巨大风险, 也忽视了作为市场竞争主体对投资回报率的基本要求。

本文的贡献主要体现在: 首先, 从政府角度探讨了官员访问的性质及其对企业的影响, 而非延续已有文献从企业角度分析政治联系的作用。本文排除了官员访问对管理层信心的影响, 证实了其对企业的影 响在很大程度上反映了官员的自身激励。其次, 已有文献基本上只研究了政府对企业投资或融资其中一个方面的影响(马连福和曹春方, 2011; 覃家琦和邵新建, 2015), 对政府影响下投资问题的研究忽视了其融资来源和模式是什么, 以及是否蕴含巨大的风险; 而对政府影响下融资问题的研究则没有进一步关注它与投资的期限是否匹配, 本文从投融资期限错配的视角将两者结合起来进行了分析。最后, 有关投融资期限错配问题的探讨还比较少, 白云霞等(2016)以及钟凯等(2016)利用“投资-流动负债”敏感性来反映期限错配状况, 从金融制度和货币政策角度探讨了这一问题的成因, 但该敏感性回归系数不能反映经济意义上期限错配的程度。本文构建指标直接度量投融资期限错配程度, 并从官员访问这一现象出发, 剖析了期限错配问题产生的原因。

二、官员访问现象及其制度分析

我国企业频繁有官员来访, 图 1 描述了 2006—2012 年被访上市公司的占比情况。从中可以看出, 被访上市公司占比呈现逐年上升的趋势, 由 2006 年约 8% 上升到 2012 年的 22%; 在受金融

危机影响严重的2010年和2011年,近1/4的上市公司受到官员访问。同时,与政府有着“天然联系”的国有企业受访更普遍。特别是近些年经济存在较大的下行压力,国有企业受访的比例明显增加。从国际对比来看,中国官员访问调研企业的频繁程度也是比较高的。根据《Fortune》公布的最新世界500强公司在2012年受到本国官员访问的新闻报道,中国官员访问的平均次数为25.7次,远高于其他国家。

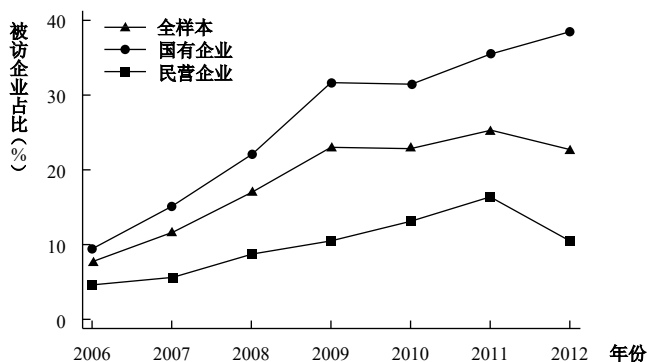


图1 被访企业占比的年度变化情况

那么,在中国制度背景下,政府官员为何频繁地访问企业?本文尝试以“经济人”假设的理论框架来探讨官员访问现象。传统的政治经济理论认为,政府和官员是大公无私的,基于公众利益制定公共政策。该理论将政府抽象为“守夜人”,而忽视了政府及其官员的行为动机,对现实中政府扩张和低效的解释不足。公共选择理论和现代财政联邦主义理论摒弃“仁慈政府”假设,提出了政治市场中的“经济人”假设,认为政治市场和政治决策中的个体具有经济人特征,他们追求自身利益最大化,而非社会福利最大化(Weingast, 2009)。政府无法像企业对待经理人那样对官员实施股权激励等长期激励方案,无法有效地将地方官员利益和地方长期经济绩效紧密地联系在一起。因此,地方官员没有激励致力于经济的长远发展,而是选择周期短、见效快、风险小的发展模式。

我国官员的人事任免采用“自上而下”的治理模式,由此形成了官员对上级负责的政治激励(Xu, 2011)。在这种模式下,上级组织基于官员对上级目标和政策的执行情况“选贤任能”,地方政府和官员围绕GDP增长、财政收入、社会就业以及上级政策的贯彻情况等展开“晋升锦标赛”(周黎安, 2007)。另外,我国官员的任期相对较短,官员组织呈现金字塔结构,官员必须在短期内层层爬升。在这种激励下,为了快速在锦标赛中脱颖而出,官员往往紧盯眼前目标做“立竿见影”的工作,^①官员行为的短期化倾向比较明显。企业活动是实现上述目标的重要基础,特别是对经济影响举足轻重的上市公司的活动。官员通过积极主动地访问上市公司,可以有效地将自身激励目标内化到企业经营决策中,从而影响企业经营行为。因此,官员访问企业可能是其晋升动机下的“自利行为”。

而中央向地方的经济分权为官员自利性偏好影响企业活动创造了条件(吴延兵, 2017)。中国逐步建立了市场经济体制,市场在资源配置中的作用逐步加强,以产权为基础建立起来的政府和企业界限得到明确,企业拥有自主经营权。而政府对经济仍具有较大的影响力,掌握着行政

^① 例如,2009年8月28日,马钢股份报道了时任安徽省委书记王金山来访,号召企业“加大自主创新,提升核心竞争力,使马钢尽快走出困境”;9月11日,当地市委书记郑为文和市长周春雨访问企业,承诺“全力支持马钢,多给一份理解,多给一份支持,支持企业创新脱困”。

审批、土地征用、融资便利、政策优惠等重要资源的配置权。官员通过访问企业,将掌握的资源配置给被访企业,影响企业决策和行为,从而帮助其完成考核和实现晋升。

企业与政府和官员建立紧密的联系通常也是有利可图的(赵晶和孟维炬,2016)。官员访问会使企业产生获取政府资源的预期。为了获得支持,企业会迎合政府和官员的目标,将其诉求内化到企业的决策中。响应政府号召,利用政府资源,扩大热门领域的投资规模,是经理人在短期内构建“企业帝国”的捷径。因此,管理层与官员之间的“协同效应”也有助于官员通过访问企业实现自身目标。

三、理论分析与研究假设

本文从投资和融资两方面来分析官员访问对企业投融资期限错配的影响。本文预期在官员访问后,企业投资在短期内会快速扩张,这主要是因为:第一,官员访问可能反映了其在政绩激励下希望企业扩大投资的诉求。官员在访问企业时通常会表达政策意向,甚至要求企业积极参与相关项目的投资。同时,政府通过财政补贴、信用担保、土地供应、税收减免等优惠政策,可以使企业的投资成本外部化,而投资收益内部化。因此,企业也愿意配合官员“短期出成绩”的需求而在短期内进行大量投资。

第二,在中国制度背景下,官员访问通常表明对企业的认可。这很容易给企业管理者带来鼓舞和信心,使其具有更强的风险偏好与承受能力,从而产生过度自信心理。企业管理者的过度自信心理往往会使其高估投资项目的净现值,从而产生过度投资(李云鹤,2014),甚至在长期融资不足的情况下,以滚动短期资金的方式来扩张投资。

第三,官员访问具有“认证”效应,会被银行、供应商、客户以及竞争对手等利益相关者解读为企业具有更强的资源调动与风险抵御能力(Douglas等,2017),从而有助于提升企业在市场上的谈判能力和竞争能力。这种认证效应可以显著提高市场对企业的认可度,降低与利益相关者的交易成本,为企业在官员访问后进行大量投资提供便利。

企业在官员访问后扩张投资往往需要银行部门的资金支持,但其获得的往往是短期贷款。官员出于短期目标而支持的投资往往具有较大的不确定性,银行对其中蕴含的风险有较强的敏感性,发放相关贷款也比较谨慎。在银行业市场化改革后,官员不能通过指令方式帮助企业获得融资,但可以为企业的贷款项目提供政府信用或财政担保等。我国大部分银行特别是城商行的管理者通常由政府任命,在这种情况下,政府更能影响银行信贷决策。在很多时候,官员访问企业时,当地银监局和主要国有银行负责人一同随行。因此,银行很难不考虑政府的诉求,从而倾向于发放风险较小的短期贷款。即使政府官员没有直接影响银行的信贷决策,官员访问的“认证”效应向银行传递了企业获得政府支持的信号,也可以帮助企业在短期内从银行获得较多融资,特别是短期资金。此外,官员访问通常被新闻报道而广泛传播,信贷员据此做出的信贷决策可以因“社会认可”而承担较小的责任,从而促使他们更敢于发放贷款,也更有可能会默许企业将短期资金用于长期投资。

根据上述分析,无论是企业迎合政府官员的诉求,还是官员访问激发企业高管的过度自信,我们预期在官员访问后,企业会积极扩张投资。而政府官员对银行信贷的直接影响,或者官员访问的“认证”效应,都有助于企业获得扩张投资所需的短期资金,且容易获得银行的默许而将短期资金用于长期投资。据此,本文提出以下假设:

假设1: 官员访问会使企业扩张投资,加剧投融资期限错配程度。

我国国企高管具有职业经理人和政府官员的双重身份,且作为政府官员的身份倾向性更加明显。例如,国企高管参照同级别公务员管理,高管的显性薪酬也与同级别公务员一样,受国家

有关规定影响较大,而对企业的业绩弹性则相对较低,其主要激励是寻求“政治晋升”(杨瑞龙等,2013)。因此,为了获得晋升或政治利益,国有企业高管更有动机配合官员访问后“短期出成绩”的需求,从而在短期内进行大量投资。

由于国有企业与政府和官员同在“体制内”,官员来访无疑提高了国有企业在“体制内”的认可度,强化了国企负责人的自信心。此时,国企负责人可能表现出较强的冲动性,而不是完全理性地做出经济决策。在这种过度自信心理的作用下,管理层在短期内会快速扩张投资,甚至为了实现更大规模的扩张,采用激进的融资策略,从而导致投融资期限错配。同时,一些国企高管存在政府事后兜底的预期,即使投资产生不良后果,也会以执行政府政策和承担社会负担为由推卸责任,这会进一步激励国企高管盲目扩张投资。此外,官员访问的“认证”效应在国有企业中更加明显,可以帮助其获得再融资便利,从而加剧其投融资期限错配程度。

而民营企业主属于“体制外”人员,并不像国有企业经营者那样受到政治约束。在官员访问后,即使民营企业回应官员的诉求而扩张投资,也并不能保证未来获得政府的持续支持和经济利益。因此,官员访问刺激民营企业投资的作用相对较小。同时,面对激烈的市场竞争,官员访问所带来的认可和鼓舞不容易使民营企业的管理者盲目自信而激进扩张,其投资决策仍更多地基于商业因素和市场环境。此外,银行向民营企业发放贷款更多地基于市场原则,贷款使用监控更加严格,短期贷款到期后展期的不确定性也更大。因此,对民营企业而言,官员访问所引起的投融资期限错配程度较小。据此,本文提出以下假设:

假设2:与民营企业比,官员访问更会加剧国有企业的投融资期限错配程度。

四、研究设计

(一)数据来源和关键变量

官员访问上市公司总部或其下属子公司,是上市公司最重要的事件之一,因而会在其官方网站上作为新闻报道出来。我们从上市公司的官方网站上收集了有关官员访问的新闻报道。官员访问上市公司也是当地的重要新闻,通常在地方日报、都市报等媒体上进行报道。中国资讯行报纸全文数据库收录了中国1000多家媒体的公开报道,几乎涵盖了所有的正规新闻媒体,从而被广泛使用。为了保证数据的完整性,我们按照上市公司的代码和简称,在中国资讯行报纸全文数据库中进行检索,补充公司网站上可能未报道的官员访问新闻。本文研究官员访问对公司投融资行为的影响,而没有从传播的角度探讨这一事件的关注度。因此,对于同一访问事件,不管被如何转载,本文都当作一次官员访问。按照上述方法,我们收集了2006—2012年733家非金融类上市公司共12536次官员访问事件。本文使用的公司财务数据和股票交易数据来自CSMAR数据库,公司控制权性质数据来自CCER数据库,地市层面的相关宏观数据来自Wind数据库。

Barclay和Smith(1995)在研究债务期限结构时,直接使用资产负债表上流动性和非流动性的分类来度量资产和负债的期限。借鉴这种思路,我们构建了以下指标来度量期限错配程度: $Mis_la=(长期资产-长期负债-股东权益)/长期资产$,其含义是由短期融资支持的长期资产所占比重。在财务匹配原则下,长期负债为长期资产和非季节性变动的流动资产融资,而流动负债则仅为季节性变动的流动资产融资,从而表现为流动负债小于流动资产,且流动负债相对于流动资产基本上是稳定的。^①因此,在期限匹配的情况下, Mis_la 为负数,且在各年间保持稳定;期限

^① 流动负债相对于流动资产的比例取决于企业的营运资本政策。Eugene和Besley(2004)对美国1000家公司的抽样调查显示,30%的企业正式实施了营运资本政策,60%的企业中存在一种非正式的、但所有管理人员都熟悉的营运资本政策,而且公司规模越大,正式实施营运资本政策的可能性越大。

错配越严重, Mis_la 越大, 且随着长期资产的变化, 在各年间的波动较大。该指标的优点是直观, 但它仅仅以一年为标准来划分资产和负债的期限, 并没有考虑具体长度。

Guedes 和 Opler(1996)、Stohs 和 Mauer(1996)以及 Jun 和 Jen(2003)在估计各单项资产和负债具体期限的基础上, 采用加权法分别计算资产和负债的平均期限。借鉴这种思路, 我们分别估计出资产期限和负债期限。对于资产的期限, 存货和应收项目从资金占用到回收的周转天数是其具体期限, 固定资产和无形资产的使用年限可以用折旧和摊销年限来度量, 以占总资产的比例为权重计算资产的加权期限 AMA 。对于负债的期限, 应付项目从资金借用到偿付的周转天数是其具体期限, 短期借款和一年内到期的长期借款的期限被假定为 1 年。而对于长期借款和债券, 本文手工收集获得单笔的明细数据, 从而确定其期限。主要的长期贷款信息在财务报表附注部分披露, 公司债券信息也从财务报表附注部分收集, 并以 Wind 数据库中的信息作为补充。我们以占总负债的比例为权重计算负债的加权期限 AMD 。我们假定权益的期限等于资产的期限, 以加权平均法估计出资金来源(包括负债和权益)的期限 AMF 。参照现有文献构建大股东现金权与控制权分离程度的方法, 我们构建了以下指标来度量期限错配程度: $Mis_mm=AMA/AMF$ 。该比率等于 1 表明期限完全匹配, 小于 1 表明企业将部分长期资金投在短期资产上, 大于 1 则表明企业用短期负债为长期资产融资, 数值越大说明期限错配越严重。

(二)模型设定

本文使用双重差分(DID)和倾向得分匹配(PSM)相结合的方法。官员访问企业的行为受到宏观外部因素的影响, DID 方法能够有效控制随时间变化的不可观测宏观因素的影响。我们将官员访问前两年作为对照期间, 选取 2008 年之前未被访但之后受到访问的公司作为处理组, 而样本期内一直未被访的公司作为控制组。同时, 官员访问也受到企业因素的影响, 本文利用 PSM 方法, 对所处行业和所有制性质相同的公司, 根据被访前一年的总资产、营业收入、负债率、 ROA 和期限匹配程度, 进行逐年最近邻 1:1 放回匹配。我们最终得到处理组公司 421 家, 对照组公司 381 家。

图 2 比较了配对后以 Mis_la 度量的期限错配程度在受访前后的变化情况。可以发现, 在官员来访前两年, 两类企业的期限匹配程度大致相当, 而在访问发生后, 被访企业的期限匹配状况迅速恶化, 出现期限错配。这是因为企业在官员访问后扩张投资, 但长期融资无法支撑。图 3 中, 在官员来访前, 两类企业的长期投资水平基本接近, 官员来访后被访企业的投资水平大幅增加, 增幅约为总资产的 2%, 而未被访企业的长期投资水平增长较慢。同时, 被访企业的长期贷款并没有随投资的增加而同步增加, 图 4 中被访企业在官员访问后的长期贷款增幅仅为总资产的 0.5%。^①不难发现, 官员访问加剧了企业的投融资期限错配。

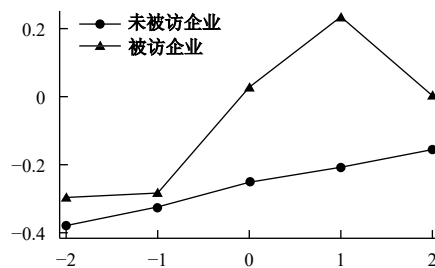


图 2 官员访问前后的企业投融资期限错配变化情况

^① 我国主要的外部融资来源为银行贷款, 这里只使用了银行长期贷款。在加上发债或 SEO 后, 结论仍然成立。

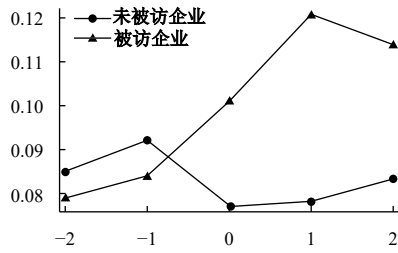


图3 官员访问前后的企业投资变化情况

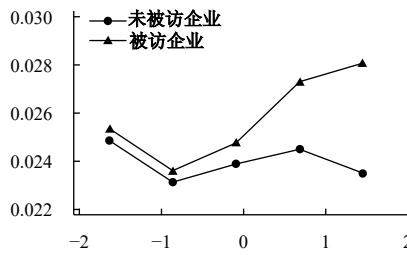


图4 官员访问前后的企业长期贷款变化情况

为了进一步识别官员访问对企业投融资期限错配的影响效应,本文建立了以下计量模型:

$$Mismatch = \beta_0 + \beta_1 politic + \beta_2 event + \beta_3 politic \times event + \beta_4 X + \varepsilon \quad (1)$$

其中,因变量期限错配 *Mismatch* 采用上文构建的基于资产负债表结构的 *Mis_la* 与基于资产和负债具体期限加权平均的 *Mis_mm* 来度量。*event* 为官员访问前后的时间变量,基准回归的研究窗口为(-2, 2),即访问当年及之后1年取1,访问前两年取0。我们还将研究窗口缩短为(-1, 1)进行稳健性检验,即访问当年取1,前1年取0。*politic* 为组间变量,如果样本期内企业有官员来访则取1,否则取0。*politic×event* 表示官员访问的处理效应,根据假设1,预期 *politic×event* 的系数显著为正。

根据以往的研究文献(Fazzari 和 Peterse, 1993; Ding 等, 2013),模型中的控制变量包括:企业规模(*size*),定义为营业收入的自然对数;负债率(*lev*),等于负债除以总资产;资产报酬率(*roa*),定义为息税前利润与年末和年初总资产平均余额的比率;销售增长率(*sales_growth*),定义为营业收入的同比增长率;总资产增长率(*asset_growth*);货币政策预期(*exp*),用未来一期的 *MP* 指数($MP=M2$ 增长率- GDP 增长率- CPI 增长率)来表示。此外,我们还设置了行业(*industry*)、年份(*year*)、地区(*province*)和企业性质(*state*)虚拟变量。

我们对连续变量进行了上下1%的 *Winsorize* 缩尾处理。表1列示了主要变量的描述性统计结果。可以看出, *Mis_la* 的均值为-0.66,中位数为-0.11,标准差为1.71;而 *Mis_mm* 的均值为0.99,中位数为0.881。这说明上市公司的期限匹配程度普遍较低,且在企业间存在较大差异。由于使用的是1:1的匹配方法,约50%的样本公司有官员来访(*politic*)。销售增速(*sales_growth*)和总资产增速(*asset_growth*)平均达到了24%,这为官员访问刺激企业投资提供了基础。样本中68%是国有企业(*state*)。另外,货币政策预期(*exp*)的标准差达到了3.66,说明样本期内货币政策的波动较大。

表1 主要变量描述性统计

变量	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
<i>Mis_la</i>	-0.66	-10.34	-0.11	0.87	1.71
<i>Mis_mm</i>	0.989	0.091	0.881	3.631	0.644

续表 1 主要变量描述性统计

变量	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
<i>politic</i>	0.54	0.00	1.00	1.00	0.44
<i>lev</i>	0.55	0.05	0.58	1.79	0.20
<i>roa</i>	0.04	-0.33	0.03	0.24	0.06
<i>size</i>	22.00	16.49	21.99	24.72	1.48
<i>sales_growth</i>	0.25	-0.75	0.15	4.50	0.59
<i>asset_growth</i>	0.19	-0.34	0.11	2.15	0.34
<i>exp</i>	0.62	-4.06	0.75	9.13	3.66
<i>state</i>	0.68	0.00	1.00	1.00	0.47

五、实证结果分析

(一)官员访问与企业投资扩张

本文预期在官员访问后,企业在短期内会急剧扩张投资,但没有获得相应的长期资金与之匹配,从而导致投融资期限错配。因此,在检验期限错配之前,我们首先分析官员访问对企业投资的影响。我们以新增经营性长期投资作为被解释变量,^①其定义为经营性长期资产的期内变化量除以期初总资产。表 2 报告了 DID 检验结果。可以发现,当考察窗口是(-1, 1)时,无论是只控制企业固定效应和年份效应,还是进一步控制影响企业投资的其他因素,*politic×event* 的系数都在 1% 的水平上显著为正。这说明在官员访问当年和随后一年,企业投资大幅增加。当将事件窗口延长至(-2, 2)时,*politic×event* 的系数在 5% 的水平上都显著为正。以上结果说明官员访问可以显著刺激企业增加投资。

表 2 官员访问与企业投资扩张

	(-1, 1)	(-1, 1)	(-2, 2)	(-2, 2)
<i>politic×event</i>	0.136*** [0.018]	0.093*** [0.019]	0.032** [0.016]	0.031** [0.012]
<i>politic</i>	-0.078*** [0.013]	-0.059*** [0.013]	-0.011 [0.013]	-0.009 [0.011]
<i>event</i>	-0.033** [0.015]	-0.031* [0.018]	-0.030** [0.012]	-0.015 [0.012]
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/行业/年份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 087	1 087	2 167	2 167
<i>R</i> ²	0.059	0.393	0.053	0.340

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$; 括号内为稳健标准差。

(二)官员访问与企业期限错配

如果企业长期投资的扩张速度超过长期融资的增长速度,则长期资金无法满足投资需要。此时,企业采用短期资金来弥补,从而出现期限错配现象。我们利用模型(1)来检验官员访问对期限错配的影响,相关结果见表 3。列(1)和列(2)基于资产负债表来度量期限错配程度,其中列(1)只控制了企业固定效应,*politic×event* 的系数在 5% 的水平上显著为正,说明官员访问显著加

^① 这里剔除了持有至到期投资等金融资产和长期应收款及递延所得税资产等长期资产,因为它们与经营活动的关系较小。

剧了企业期限错配。列(2)进一步控制了影响企业期限错配状况的其他因素, $politic \times event$ 的系数稍有下降, 但仍在 5% 的水平上显著为正。列(3)和列(4) 基于加权法来度量期限错配程度, 我们得出一致的结果。列(3)只控制了企业固定效应, $politic \times event$ 的系数在 5% 的水平上显著为正。列(4)进一步控制了影响企业期限错配状况的其他因素, $politic \times event$ 的系数仍在 5% 的水平上显著为正。这证实了假设 1, 即官员访问加剧了被访企业的期限错配状况。

表 3 官员访问与企业期限错配

	<i>Mis_la</i>		<i>Mis_mm</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>politic</i> × <i>event</i>	0.386** [0.183]	0.378** [0.172]	1.082** [0.512]	1.057** [0.482]
<i>politic</i>	-0.06 [0.144]	-0.190 [0.128]	-0.168 [0.404]	-0.532 [0.358]
<i>event</i>	0.11 [0.148]	0.066 [0.145]	0.308 [0.414]	0.184 [0.406]
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/行业/年份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2 167	2 167	987	987
<i>R</i> ²	0.019	0.066	0.019	0.107

注: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$; 括号内为稳健标准差。

(三)企业性质对官员访问与期限错配关系的影响

由于所有制性质不同的企业与政府和官员关系的紧密程度存在显著差异, 官员访问对国有企业和民营企业的影响不同。为此, 我们对模型(1)进行了分组回归, 结果见表 4。对于国有企业样本, 无论是基于资产负债表还是具体期限加权法, $politic \times event$ 的系数都在 5% 的水平上显著为正。对于民营企业样本, 在两种度量方法下, $politic \times event$ 的系数大小和显著性水平都有所下降。在两种期限错配度量方法下, 国有企业与民营企业间 Chow 检验的 *F* 值分别为 9.103 和 11.271, 在 1% 的水平上显著, 表明 $politic \times event$ 的系数在两组间的差异是显著的。这与假设 2 是一致的, 即与民营企业相比, 官员访问更会加剧国有企业的期限错配。

表 4 企业性质对官员访问与期限错配关系的影响

	国有企业		民营企业	
	<i>Mis_la</i>	<i>Mis_mm</i>	<i>Mis_la</i>	<i>Mis_mm</i>
<i>politic</i> × <i>event</i>	0.673** [0.342]	1.886** [0.959]	0.438* [0.332]	0.782* [0.445]
<i>politic</i>	0.076 [0.254]	0.213 [0.712]	0.104 [0.255]	-0.923*** [0.351]
<i>event</i>	0.097 [0.278]	0.270 [0.778]	0.068 [0.270]	0.127 [0.323]
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/行业/年份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 471	696	631	356
<i>R</i> ²	0.175	0.119	0.142	0.127

注: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$; 括号内为稳健标准差。

(四)官员访问与期限错配: 官员激励还是管理层过度自信

上文发现官员访问引起企业投资扩张和期限错配,那么其内在原因是什么呢?一种可能是,出于自身激励,官员带着政治任务访问企业,刺激企业进行激进的投资扩张行为,进而导致企业期限错配。我们将其称为“官员激励”假说。另一种可能是,官员访问是想了解企业面临的困难,并非出于政治任务。在中国制度情景下,官员来访往往表明对企业的认可,能给企业管理者带来信心,使其产生过度自信心理,进而实施激进的投资,导致期限错配。我们将其称为“管理层过度自信”假说。接下来,我们将通过分组回归的方式从一个侧面来实证检验是哪一种可能。

以 GDP 增长为核心的官员“晋升锦标赛”被广泛认为是解释我国政府和官员激励的制度基础。GDP 增长目标的完成情况是官员考核体系中权重最高的项目,且 GDP 增长也是实现投资、财政、就业等其他目标的基础。因此,各级政府会将 GDP 增长率作为经济工作的首要目标(周黎安,2007)。考虑到我国地方政府的 GDP 目标设置存在向下“层层加码”的现象,即省级 GDP 目标会被“层层摊派”到地市级乃至更低层级,省级经济目标可被看成地方各级官员经济工作的目标压力。为此,我们手工收集了 2006—2012 年各省《政府工作报告》,整理了 GDP 增长目标数据。考虑到上级对官员的考核通常会采取相对绩效评价,且遵循地区可比的原则(周黎安等,2005),我们使用在事件发生年份,上市公司所在省份的 GDP 目标相对增长率,度量 GDP 增长的目标压力。我们将所在地 GDP 目标增长率与全国目标均值进行比较,将 GDP 目标相对增长率小于全国目标均值的地区定义为 GDP 增长目标压力大的地区,大于全国目标均值则为 GDP 增长目标压力小的地区。

我们观察上述分组下被访公司占比和平均被访次数发现,GDP 增长压力越大,官员越有可能访问上市公司,访问也越频繁。^①表 5 报告了上述分组下基本模型的分样本回归结果。可以发现,在 GDP 增长目标压力大的地区,*politic*×*event* 的系数在 5% 的水平上显著;而在 GDP 增长目标压力小的地区,*politic*×*event* 的系数则不显著。在两种期限错配度量方法下,组间 Chow 检验 F 值分别为 13.961 和 10.973,都在 1% 的水平上显著,说明 *politic*×*event* 的系数在两组的差异是显著的。上述结果表明,官员积极走访企业在很大程度上出于自身完成经济考核目标的压力,促使企业扩张投资,从而导致期限错配问题。

表 5 GDP 增长目标压力对官员访问与期限错配关系的影响

	GDP 增长目标压力大		GDP 增长目标压力小	
	<i>Mis_la</i>	<i>Mis_mm</i>	<i>Mis_la</i>	<i>Mis_mm</i>
<i>politic</i> × <i>event</i>	0.570** [0.245]	1.596** [0.686]	0.258 [0.252]	0.722 [0.706]
<i>politic</i>	-0.171 [0.174]	-0.478 [0.487]	-0.146 [0.196]	-0.409 [0.548]
<i>event</i>	-0.027 [0.206]	-0.076 [0.577]	0.085 [0.208]	0.237 [0.581]
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/行业/年份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	869	396	1 298	591
<i>R</i> ²	0.142	0.121	0.112	0.107

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$; 括号内为稳健标准差。

① 我们基于 *Logit* 和 *Poisson* 计数模型,使用 GDP 增长压力变量对是否受到访问和受访次数进行了回归。在控制了一系列变量后,GDP 增长压力变量的系数在 1% 的水平上显著为正。受篇幅限制,文中未报告相关结果。

接下来,我们讨论另一种可能性。大量文献探讨了管理层过度自信对企业投资行为的影响(姜付秀等,2009;王山慧等,2013)。这些研究采用薪酬排在前三的董事、监事和高管与其他管理者的相对薪酬来度量管理层过度自信程度。^①其内在逻辑是,核心管理者的相对薪酬越高,表明其地位越高,过度自信倾向越强。根据年初薪酬排在前三的“董监高”与其他管理者的相对平均薪酬,我们以其中位数将样本公司分为两组。^②表 6 报告了分样本回归结果,在管理层过度自信倾向较强的样本中,*politic*×*event* 的系数在 5% 的水平上显著;在管理层过度自信倾向较弱的样本中,*politic*×*event* 的系数同样在 5% 的水平上显著。另外,在两组回归中,*politic*×*event* 系数的显著性水平相同,组间 Chow 检验 *F* 值分别为 1.826 和 1.734,都不显著。^③这说明官员访问后企业投资扩张和期限错配并不是因为官员访问增强了管理者信心。

表 6 管理层过度自信对官员访问与期限错配关系的影响

	管理层过度自信倾向强		管理层过度自信倾向弱	
	<i>M_la</i>	<i>Mis_mm</i>	<i>M_la</i>	<i>Mis_mm</i>
<i>politic</i> × <i>event</i>	0.573** [0.240]	1.603** [0.671]	0.559** [0.265]	1.566** [0.741]
<i>politic</i>	-0.177 [0.173]	-0.497 [0.486]	-0.215 [0.189]	-0.603 [0.530]
<i>event</i>	-0.034 [0.203]	-0.094 [0.568]	0.091 [0.198]	0.254 [0.555]
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/行业/年份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	782	359	1 385	628
<i>R</i> ²	0.137	0.135	0.137	0.135

注:****p*<0.01,***p*<0.05,**p*<0.1;括号内为稳健标准差。

(五)稳健性检验

本文做了以下稳健性检验:^④(1)在采用“类田野实验”识别因果效应的同时,反映实验全貌的统计信息也很重要。我们使用未配对的全样本进行了检验,结论保持不变。(2)*PSM* 方法可以有效处理样本自选择产生的内生性问题,但其结果对配对维度和配对方式有较强的敏感性。我们尝试使用公司金融学中普遍使用的行业、年份和规模,在期限匹配程度单一维度上进行了上下 5% 范围内的最优 1:1 匹配,仍得出一致的结论。

六、对投资效率的进一步讨论

上文证实了官员出于自身晋升和考核激励,干预企业的投资行为,导致期限错配问题。在此背景下,企业扩张在很大程度上是为了满足官员的政绩诉求,而不是基于经济效益决策的结果。那么,这种干预是否会导致企业投资的无效率呢?如果企业投资是有效率的,能够在未来产生足

① 我们还采用了管理者持股变化和业绩预告是否乐观等度量方法,仍得出类似的结论。

② 该指标度量的是管理者自信的可能性或倾向性,这里使用年初数以观察官员来访是否诱发了具有这种倾向的高管的过度自信行为。

③ 均值 *T* 检验和中位数 *Z* 检验表明,在 *GDP* 增长目标压力大小不同的两个地区,企业管理层过度自信并不存在系统性差异。因此,管理层过度自信分组和 *GDP* 增长目标压力分组是独立的。

④ 受篇幅限制,文中没有报告稳健性检验结果,如有需要可向作者索取。

够的现金流,则期限错配问题会逐步改善。如果官员干预下的企业投资是无效率的,无法产生足够的利润甚至发生亏损,则投资扩张所引起的期限错配问题将无法得到缓解,甚至日益严重。我们在这一部分将讨论官员访问所引起的企业投资是否有效率以及对未来期限错配程度的影响。我们以文献中广泛使用的 Richardson(2006)方法来衡量无效率投资^①,将其作为被解释变量,表7报告了相关结果。

表7 官员访问、GDP增长压力与投资效率

	GDP增长压力小	GDP增长压力大		
		全样本	国有企业	民营企业
<i>politic×event</i>	-0.007 [0.011]	0.026** [0.011]	0.033*** [0.013]	0.004 [0.020]
<i>politic</i>	0.001 [0.008]	-0.013 [0.008]	-0.021** [0.010]	-0.007 [0.016]
<i>event</i>	0.015 [0.010]	-0.014 [0.009]	-0.014 [0.011]	-0.013 [0.019]
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/行业/年份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 298	869	522	347
<i>R</i> ²	0.258	0.333	0.399	0.216

注:*** $p < 0.01$,** $p < 0.05$,* $p < 0.1$;括号内为稳健标准差。

表7结果显示,在GDP增长目标压力小的地区,*politic×event*的系数为负,但并不显著。而在GDP增长目标压力大的地区,*politic×event*的系数在5%的水平上显著。组间Chow检验*F*值为11.293,在1%的水平上显著。这说明在GDP增长压力下,官员访问导致企业投资效率下降。在GDP增长压力大的地区,我们进一步将样本分为国有企业和民营企业。在国有企业样本中,*politic×event*的系数在1%的水平上显著,在民营企业样本中则不显著。组间Chow检验*F*值为10.216,在1%的水平上显著。这说明在GDP增长压力较大的情况下,官员访问对企业的干预所形成的无效率投资主要体现在国有企业中。在以GDP考核为核心的官员晋升制度下,官员访问往往导致企业尤其是国有企业产生大量无效投资。

上述结果表明,官员访问引起企业低效率投资。由于低效率投资在未来可能无法产生足够的利润和现金流,期限错配问题无法得到缓解,反而可能进一步加剧。我们使用官员访问后第2年和第3年的平均期限错配程度与访问当年和访问后第1年的平均期限错配程度之差来衡量期限错配加剧程度,以此替换模型(1)中的被解释变量来检验上述猜测,表8报告了相关结果。在GDP增长压力小的地区,无论是基于资产负债表还是加权法来衡量期限错配程度,*politic×event*的系数都不显著。而在GDP增长压力大的地区,*politic×event*的系数显著。这说明在GDP增长压力下,官员访问引起企业投资效率下降,会进一步加剧未来的期限错配状况。在GDP增长压力大的地区,我们将样本分为国有企业和民营企业。可以发现,在国有企业样本中,*politic×event*的系数在5%的水平上显著,在民营企业样本中则不显著。这表明官员访问刺激企业投资扩张越大,未来的期限错配问题越严重,主要体现在国有企业中。

^① 我们还以投入资本回报率(ROIC)来衡量投资效率,得出一致的结论。ROIC=息税前收益(EBIT)/期初和期末平均的股东权益和有息负债之和。

表 8 官员访问、投资效率与期限错配

	GDP 增长压力小		GDP 增长压力大					
			全样本		国有企业		民营企业	
	Mis_la	Mis_mm	Mis_la	Mis_mm	Mis_la	Mis_mm	Mis_la	Mis_mm
<i>politic</i> × <i>event</i>	0.215 [0.240]	1.340 [1.172]	0.297* [0.166]	1.077** [0.738]	0.588** [0.272]	1.432** [0.662]	0.404 [0.341]	2.267 [1.691]
<i>politic</i>	-0.167 [0.183]	-0.650 [0.887]	-0.185 [0.124]	-0.648 [0.572]	-0.514*** [0.195]	-1.252*** [0.476]	0.038 [0.261]	-0.207 [1.351]
<i>event</i>	0.102 [0.191]	0.129 [0.930]	0.070 [0.141]	0.242 [0.635]	0.003 [0.217]	0.008 [0.529]	0.102 [0.294]	0.776 [1.346]
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份/行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 298	591	869	396	521	238	348	158
<i>R</i> ²	0.116	0.112	0.121	0.147	0.139	0.139	0.112	0.151

注：*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$; 括号内为稳健标准差。

七、结论与启示

本文发现在官员自身激励下,官员访问引起企业采取激进的融资模式来支持投资扩张,从而导致期限错配问题。高杠杆比较容易直接观察到,其蕴含的风险已经引起社会各界的广泛关注。而投融资期限错配则比较隐蔽,其风险仍尚未引起足够的重视。本文的研究对于理解和防范投融资期限错配问题具有重要的现实意义。

本文发现,官员访问引起的企业投资扩张和期限错配主要体现在 GDP 增长目标压力大的地区。这表明官员出于政绩和晋升诉求,刺激企业扩张投资,以在短期内改善 GDP 表现。因此,需要改变官员评价中的“唯 GDP 论”,切实纠正官员激励制度对企业行为的扭曲。在党的“十九大”报告中没有出现 GDP 目标的表述,这在改革开放后的历次党代会报告中尚属首次,反映了党中央已经注意到政府官员追求 GDP 目标所引发的不良后果。

本文还发现,官员访问引起国有企业投资大幅增加,投资效率下降,期限错配加剧,但对民营企业的影响不明显。这主要是因为,政府掌握着重要经济资源的配置权,且倾向于配置给国有企业。为了获得资源优势,国有企业也乐于迎合官员的诉求而扩张投资,甚至不惜牺牲投资效率。而民营企业更多地考虑投资回报。如果政府给予的资源不能补偿投资效率的损失,民营企业便没有动力迎合政府官员的诉求。因此,需要进一步厘清政府与企业之间的边界,发挥市场在资源配置中的决定性作用,让企业理性地追求效率和效益。

主要参考文献:

- [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]戴亦一,洪群,潘越. 官员视察、媒体关注与政府补助——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2015, (7): 13-25.
- [3]姜付秀,张敏,陆正飞,等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, (1): 131-143.
- [4]李扬. 完善金融的资源配置功能——十八届三中全会中的金融改革议题[J]. 经济研究, 2014, (1): 8-11.
- [5]李云鹤. 公司过度投资于管理者代理还是过度自信[J]. 世界经济, 2014, (12): 95-117.

- [6]罗党论, 应千伟. 政企关系、官员视察与企业绩效——来自中国制造业上市企业的经验证据[J]. 南开管理评论, 2012, (5): 74–83.
- [7]马连福, 曹春方. 制度环境、地方政府干预、公司治理与 IPO 募集资金投向变更[J]. 管理世界, 2011, (5): 127–139.
- [8]覃家琦, 邵新建. 交叉上市、政府干预与资本配置效率[J]. 经济研究, 2015, (6): 117–130.
- [9]王山慧, 王宗军, 田原. 管理者过度自信与企业技术创新投入关系研究[J]. 科研管理, 2013, (5): 1–9.
- [10]吴延兵. 中国式分权下的偏向性投资[J]. 经济研究, 2017, (6): 137–152.
- [11]杨瑞龙, 王元, 聂辉华. “准官员”的晋升机制: 来自中国央企的证据[J]. 管理世界, 2013, (3): 23–33.
- [12]赵晶, 孟维焜. 官员视察对企业创新的影响——基于组织合法性的实证分析[J]. 中国工业经济, 2016, (9): 109–126.
- [13]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.
- [14]周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. 经济研究, 2007, (7): 36–50.
- [15]周黎安, 李宏彬, 陈烨. 相对绩效考核: 中国地方官员晋升机制的一项经验研究[J]. 经济学报, 2005, (1): 83–96.
- [16]Barclay M J, Smith Jr C W. The maturity structure of corporate debt[J]. The Journal of Finance, 1995, 50(2): 609–631.
- [17]Ding S, Guariglia A, Knight J. Investment and financing constraints in China: Does working capital management make a difference?[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(5): 1490–1507.
- [18]Fazzari S M, Petersen B C. Working capital and fixed investment: New evidence on financing constraints[J]. The Rand Journal of Economics, 1993, 24(3): 328–342.
- [19]Guedes J, Opler T. The determinants of the maturity of corporate debt issues[J]. The Journal of Finance, 1996, 51(5): 1809–1833.
- [20]Jun S G, Jen F C. Trade-off model of debt maturity structure[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2003, 20(1): 5–34.
- [21]Stohs M H, Mauer D C. The determinants of corporate debt maturity structure[J]. The Journal of Business, 1996, 69(3): 279–312.
- [22]Weingast B R. Second generation fiscal federalism: The implications of fiscal incentives[J]. Journal of Urban Economics, 2009, 65(3): 279–293.
- [23]Xu C G. The fundamental institutions of China’s reforms and development[J]. Journal of Economic Literature, 2011, 49(4): 1076–1151.

Official Visits and Investment and Financing Term Mismatch of Enterprises

Qiu Muqing¹, Bai Yunxia²

(1. Business School, East China University of Science and Technology, Shanghai 200237, China;

2. School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 200082, China)

Summary: Compared with Western developed countries, China’s government officials often visit on site. Especially, when involving Central Government officials, the news is commonly placed conspicuously on the enterprise’s home page and even made into rolling news to attract public attention. Since 2008, the pressure on China’s economic growth has been increasing, and a concomitant phenomenon is that officials visit enterprises more frequently. We have observed that many industries with excess capacity and failed enterprises

have been the focus of government officials' visits. This leads us to wonder whether the excess capacity and subsequent high leverage caused by debt-backed investments are related to official visits. If so, in the current economic downturn, will more frequent visits by government officials to enterprises spawn a new batch of overcapacity industries and highly indebted enterprises? More importantly, with excess capacity, there are not only high liabilities, but also the term mismatch of short-term liabilities to support long-term investment. The risk caused by term mismatch has increasingly become the source of all kinds of systemic financial risks in China. In addition, we need to answer what the nature of official visits is and whether the possible reasons for the impact of official visits on enterprises are the incentives for officials' achievements or the overconfidence of management.

However, there is very little literature on the issue of term mismatch in China, and the systematic research on the phenomenon of official visits to enterprises is also very limited. Based on the data of official visits to listed companies collected manually from 2006 to 2012, this paper investigates the phenomenon of official visits and their impact on the term mismatch of enterprises by using PSM and DID methods. The results show that official visits significantly increase the level of investment and the degree of term mismatch of the enterprises interviewed, especially state-owned enterprises; then it is found that this effect is positively correlated with the pressure of regional GDP growth, but not with the tendency of management overconfidence, indicating that the mechanism of official visits affecting enterprises is the performance incentive of officials rather than the overconfidence of management caused by them. The investment incurred by current official visits are inefficient and further exacerbate term mismatch in the future. The findings of this paper show that officials' visits to enterprises reflect that officials, out of their political achievements and promotion demands, are willing to stimulate enterprises to invest inefficiently in radical strategies with mismatched deadlines in order to improve GDP performance in a short period of time.

The contributions and significance of this paper are as follows: Firstly, this paper attempts to discuss the nature of official visits and their impact on enterprises from the perspective of the government, rather than continuing the existing literature on the role of political links from the perspective of enterprises, which provides a new perspective for understanding the motives and effects of official governance in China. Secondly, the existing literature is basically a separate study of the government. From the perspective of investment and financing term mismatch, this paper combines the two to study the impact of enterprise investment and financing, which is helpful to fully understand the financing mode and risk of enterprise investment supported by the government. Thirdly, the research on the term structure of debt is very rich, but there are few discussions on the term mismatch caused by the mismatch between term structure and investment term. On the basis of the degree of term mismatch in quantitative investment and financing, this paper studies the impact of official visits on term mismatch in enterprises, which helps to clarify the common phenomenon of term mismatch in Chinese enterprises from the institutional level.

Key words: government intervention; official visits; term mismatch; official governance

(责任编辑 康健)