

金融股权关联对公司流动性错配的影响研究^{*}

孟科学,赵瞳瞳,魏 霄

(山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

摘要:以沪深两市持股非上市金融机构的非金融类公司为样本的研究发现,金融股权关联对公司流动性错配在总体上具有较显著的正向影响,这种影响是二者之间直接与间接关系协调的结果。直接关系揭示了金融股权关联对公司流动性错配直接的显著正向影响;以融资约束为渠道的间接关系中,金融股权关联引起的融资约束缓解对公司流动性错配有显著正向影响;以内部控制为渠道的间接关系中,金融股权关联引起的内部控制优化对公司流动性错配有显著负向影响;以公司融资约束和内部控制的链式关系为渠道的间接关系也有助于减少公司流动性错配。同时,参股型金融股权关联影响公司流动性错配的结论与不区分金融股权关联强度时的结论类似,而在控股型金融股权关联下,分别以融资约束和内部控制为渠道的间接关系不成立。研究结论为系统性解决公司流动性错配问题提供了启示。

关键词:金融股权关联;流动性错配;融资约束;内部控制

中图分类号:F832.5;F425;F406.7 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2025)02-0093-15

一、引言

目前,非金融公司通过持股金融机构形成金融股权关联,虽然可以在一定程度上改善公司资金可得性,有助于促进金融业与实体经济的良性互动,但也可能因局部监管松弛催生道德风险,弱化公司治理,降低资金使用效率,极大地提高了工商企业与金融机构之间风险交叉传递的可能性。对此,2018 年金融监管各方联合实施《加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》,强化股东资质,加大监管力度,在促进金融行业更好地服务实体经济的同时着力防控金融风险。银行业、保险业和证券业等金融机构也不断加强针对金融股权关联交易的监管,2022 年《金融控股公司关联交易管理办法(征求意见稿)》明确提

^{*} 收稿日期:2023-09-29

基金项目:山东省社会科学规划研究项目(SKDZR20230032)“新发展格局下 RCEP 对山东省产业链升级的影响机制与优化路径研究”

作者简介:孟科学(1975—),男,陕西富平人;博士,山东科技大学经济管理学院副教授,主要从事金融学研究。

赵瞳瞳(1999—),女,河北衡水人;山东科技大学经济管理学院硕士研究生,主要从事金融学研究。

魏霄(1984—),女,湖北建始人;博士,山东科技大学经济管理学院副教授,主要从事财务风险管理研究。

本文引用格式:孟科学,赵瞳瞳,魏霄.金融股权关联对公司流动性错配的影响研究[J].重庆工商大学学报(社会科学版),2025,42(2):93-107.

出了金融控股公司及其附属机构的10项禁止性行为,金融监管和公司治理的要求越来越高。事实上,工商企业与金融机构之间的金融股权关联确实提升了公司融资的便利性,但资金可得性的提高和可支配资源边界的扩展也会助长管理者的私益心理,导致公司决策中非理性行为增加,公司治理效率和金融资源使用效率下降^{[1][2]}。从实践来看,公司资金可得性的提高往往会带来公司流动性资源的结构改变,结果是在公司投融资层面产生流动性错配问题,这既是公司发生流动性风险的源起,也是激发系统性金融风险的重要原因。比如,在公司和金融机构之间关系密切的背景下,前期货币政策宽松导致随后公司能比较容易地获取资金,叠加长期和短期融资成本的结构问题,在公司内部会形成以短期负债为长期项目融资的激励,从而可能造成严重的流动性错配。实际上,公司流动性错配在国内资本市场上是一种常见现象^[3]。我国非金融上市公司融资大都以中短期贷款为主,而实体经济发展中的物质资本积累和创新研发却需要较长周期的投资,长期地在较大范围内以前者匹配后者是我国公司普遍存在严重的流动性错配现象的重要原因^[4]。除此之外,管理层决策也会影响公司投融资期限的匹配情况,孙凤娥^[5]证实,融资能力强的公司虽然可以通过长期融资满足长期投资,但其仍选择了短期借款,说明流动性错配并非完全是公司投融资过程中的被动选择,也极有可能是公司主动实施激进策略的结果。总体上看,国内学者认为流动性错配带来的影响是消极的,比如严重的流动性错配可能会加剧公司流动性风险,增大公司违约概率,甚至引发系统性金融风险^{[6][7]}。因此,本文以缓释流动性错配产生的消极经济影响为目的,探讨金融股权关联对流动性错配的影响及影响路径,探索解决流动性错配问题的突破点。

从公司决策和公司治理的角度看,金融股权关联与公司流动性错配有密切联系。因此,本文分别从融资约束和内部控制方面探索金融股权关联对公司流动性错配的影响及具体路径。从经济决策角度看,金融股权关联是否有助于缓释公司资金约束,公司资金可得性的改变是否会影响管理者决策,进而催生流动性错配现象;从监督治理角度来看,金融股权关联是否有助于金融机构介入公司治理并在管理者监督和内部控制等方面发挥积极作用,以及金融股权关联强弱程度的差别是否会导致上述方面结果迥异。因此,与以往研究相比,本文可能的贡献在于:一是考虑公司的经济决策和监督治理问题,将融资约束、内部控制以及二者关系协调导入金融股权关联影响公司流动性错配的关系探讨中,拓宽金融股权关联与流动性错配关系的范畴。二是区分金融股权关联强度大小,揭示不同强度的金融股权关联与公司流动性错配的关系,有助于金融股权关联衍生的协同治理问题的深入研究。

二、理论分析与文献回顾

当前研究金融股权关联经济影响的文献,主要集中在融资约束、投资效率、财务绩效和经营风险等问题,对影响流动性错配的实际因素问题的研究主要聚焦于过度投资、公司管理者过度自信、内部控制等方面。已有的大量研究表明,金融股权关联产生的经济影响确实能够引起流动性错配的变化,但二者之间的具体关系尚需进一步研究。

(一) 相关概念范畴

国内外学者对金融股权关联的研究,通常着眼于公司和金融机构双向持股形成的股权关联关系。由于制度所限,我国金融机构一般不能直接持股工商企业,因此,国内相关文献所涉金融股权关联通常都是指公司持股金融机构所建立的股权关联关系。通过这种关系,公司旨在与金融机构建立协同价值,包括

经营和财务方面的协同。在此过程中,金融股权关联对公司融资决策产生重要影响,双方的信息壁垒被打破,有助于缓解融资困境、降低借贷成本以及优化资本结构,进而对企业绩效产生积极作用。有关公司持股金融机构的动机和后果的探讨也未形成一致观点。尽管多数学者都认为公司持股金融机构是为了获得融资便利,但也有学者认为这是公司主动优化资源配置以实现资源保值增值的积极选择^[8];与银行分享利润、追求经营领域多元化也是公司参股银行的主要原因,尤其对于国有大型公司,通过持股金融机构来拓宽业务模块,可以满足集团多元化发展和战略性需求,提升自身市场竞争力和可持续发展的能力。目前,相关研究主要聚焦于金融股权关联与公司融资、公司治理、研发投资和公司创新等方面的关系。在量化研究过程中,不同的研究目标导致金融股权关联测量方法和口径等方面的差异。比如,侧重金融股权关联事实及其影响的研究,通常要对金融股权关联的存在性进行认定,此时,有些学者用虚拟变量法处理,若公司持股金融机构,取值为1,反之则为0^[9];也有学者根据《商业银行与内部人和股东关联交易管理办法》,以5%的持股比例为标准,公司持股单家金融机构的股份比例超过5%则被认定为公司参股金融机构。此外,更进一步的研究带来对金融股权关联更复杂的处理,蔺元等^[10]将公司持股金融机构细分为参股和控股两种模式,李维安等^[11]用20%的持股比例临界值对这两种模式进行了区分。考虑到公司可能会同时持股多家金融机构,蒋水全等^[12]选择按最大持股比例衡量公司与金融机构的亲密程度及公司对金融机构信贷决策的影响力。由于金融股权关联的实质是公司持股金融机构,因此为更深入地刻画公司与金融机构的关联程度,本文用公司持有金融机构股权价值占其总资产的比重来量化金融股权关联,同时揭示公司配置在金融机构方面的资产占总资产的比重。

公司流动性错配一般指公司流动资产和流动负债在期限方面不匹配的现象,也有文献将这种现象称为“短贷长投”或者“投融资期限不匹配”。一些关注上市公司财务数据的外国学者如 Kahl 等^[13]较早注意到了公司债务逐渐短期化的趋势,之后, Brunnermeier 等^[14]明确提出了流动性错配的概念,包括流动性资产负债期限的错配,也包括资产变现能力的差距。但实际研究中使用的公司流动性错配的概念并不完全一致,如白云霞等^[3]将流动性错配现象定义为流动负债增长的规模超过其应当匹配的流动资产规模的现象;也有些学者将流动性错配定义为债务期限和资产使用期限的不匹配,认为当公司现有长期资金难以满足其长期投资需求时,一旦剩余的资金缺口将由短期资金替代,就会出现流动性错配现象;或者在公司不需要短期资金时,短期借款依旧增加也会导致流动性错配现象出现^[5]。本文将流动性错配定义为公司不断进行短期融资以满足长期项目资金需求的现象,即投融资期限结构不匹配的现象。公司流动性错配产生的影响,国外一些学者坚持积极态度,如将公司倾向于多选择短期债务视为传递给投资者公司拥有充足的现金流和良好的经营情况的一种信号, Kahl 等^[13]则将公司流动性错配看成是公司降低融资成本的主动行为。国内学者则主要是将流动性错配现象的影响视为消极影响^{[15][16]}。

(二) 金融股权关联与流动性错配

从经济决策视角入手,金融股权关联能够通过降低信息不对称程度和提高公司声誉等方式缓解融资约束^[17],也可以借助被持股的金融机构迅速融入金融圈,扩大融资渠道,缓解融资压力^[18]。此时若合理分配信贷资源,选择长期融资,则能够缓解短期融资期限与长期投资期限的不匹配程度,进而降低公司的流动性错配程度^[19]。若选择短期融资,虽然一定程度上可以为公司提供流动资金,但在管理者过度自信和自利心理的影响下,可能会加剧公司的过度投资行为,导致公司更倾向于依赖短期借款进行长期投资,引起严重的流动性错配现象^[20]。类似研究揭示的金融股权关联影响公司流动性错配的机制主要从两个

方面展开,一是在过度自信的心理助推下,公司管理者极大可能选择扩张公司投资规模,这种盲目乐观往往会造成过度投资^[17];二是融资增加会加剧公司内部的委托代理成本,管理者为获取私利很有可能做出过度投资的决策行为^[21]。由于过度投资大多为非效率的长期投资,需要较多的资金支持,金融机构为了防范风险也会选择提高代理成本并倾向于提供短期贷款,公司为满足资金需求会选择短期融资,这两方面的共同作用会加剧公司的流动性错配。除此之外,过度自信的管理者为节约融资成本,往往偏好于采取激进的短贷长投决策,当融资困难的顾虑减弱,公司流动性错配可能会更加严重^[22]。这些研究都说明,金融股权关联确实缓释了公司融资束紧,资金可得性的改变给公司流动性错配提供了基础条件,公司主要融资方式的不同是金融股权关联与公司流动性错配之间差异性影响的重要原因。从监督治理角度看,金融股权关联对公司经营者决策行为的影响,使金融机构在事实上扮演了监督者的角色。这些金融机构监督公司资金运用,评估公司后续还款能力,在降低公司内外信息不对称的同时,还有助于监督与约束公司内部管理过程中的非理性行为,从而提高公司内部控制水平^[23]。完善的内部控制能够约束管理者的财务决策行为,有效制衡高管权利,减少公司管理者的决策风险,缓解公司股东与高管间的委托代理问题,进而降低公司的流动性错配程度,也可以通过改善盈余管理水平抑制管理者谋取私利的行为,弱化公司内部的道德风险问题,降低公司流动性错配的程度^[24]。

实际上,金融股权关联影响公司流动性错配的经济决策路径和监督治理路径并非是相互独立的,金融股权关联会提高公司融资可得性,公司资金束紧缓解,可支配经济资源的扩张会提高管理者非理性投资倾向,同时,金融机构对公司资金使用乃至运营管理的监督作用,推动了公司内控水平改善。这意味着,融资约束和内部控制在起作用的时候表现出复杂的相互交织的关系。在这个角度上,国内学者的前期研究主要集中在两个方面:一是从内部激励切入考察其对内部控制的影响,如卢慧芳等^[25]认为,所有者会根据公司发展所遭遇的资金束紧的程度对管理层的薪酬激励机制进行调整,当资金束紧缓解,股东给予管理层的激励性薪酬也会比较多。较高的薪酬激励有助于调动管理者执行内部控制要求的积极性,从而对内部控制质量提高产生积极影响^[26]。二是从代理成本入手考察公司可支配资源规模变化引发的内部不利倾向及对高水平内控的需求。金融股权关联带来的公司资金可得性提高会诱使公司管理者加重过度自信和自利的倾向,出现公司过度投资等有损公司价值的非理性行为,此时,股东为了提升公司价值和增加持股收益,会设法提升公司内部控制水平以降低公司代理成本。这些文献说明,借助金融股权关联关系,公司资金束紧得到缓解后,所有者可能会通过增加激励性薪酬和降低代理成本等一些手段,提升公司内部控制水平。一旦内部控制水平提升,管理者的非理性行为得到遏制,公司过度投资现象就会减少^[27],公司流动性错配程度就会降低。

(三)金融股权关联强度的影响

由于金融股权关联关系产生于非金融机构持股金融机构,持股比例高低及其影响的探讨自然是重要问题。考虑到因持股比例高低形成的参股或控股关系在公司治理等各方面的作用以及作用力度的不同,区分金融股权关联强度并展开更深入的讨论就具有重要现实意义。非金融公司持有金融机构股权的比例较低或者不是主要的大股东,就会形成参股型金融关联关系,关系的紧密程度通常与持股比例高低呈正向结构。参股型金融关联关系比较松散,公司通常不能左右金融机构的决策,在金融机构的常规管理等方面也缺少话语权。但持股金融机构建立起来的联系依然给公司提供了在经济利益、管理决策、信息沟通乃至协同治理等方面不断靠近金融机构的机会。一方面,通过参股金融机构建立起的金融关联关

系,公司可以更方便地建立和加深与金融机构之间的合作型关系和信任型关系,从而在降低资金市场信息不对称、建设内部资本市场、提高公司声誉和拓宽协作关系等方面获得利益,提高公司资金可得性或者优化公司融资的期限结构,缓解资金束紧的状况。公司融资期限结构的优化有助于公司改善流动资产配置结构与效率,这也为公司改变“短贷长投”或者“长贷短投”等流动性错配现象提供了基本条件。另一方面,公司短期融资便利提高意味着公司流动性结构调整空间扩大,一旦公司内控松弛,叠加管理者过度自信和私益动机,可能会诱使公司管理者利用短期融资进行过度投资以谋取私利,从而加深流动性错配程度。当公司意识到这些问题并强化内部治理,注重发挥金融机构的外部监督作用,完善内部投融资决策机制,给予管理者更多的激励性薪酬,从而推动内部控制的结构优化和水平提升,也可能使公司的流动性错配的程度得到缓解。但公司参股金融机构缓解融资约束进而对公司的流动性错配的影响机制和影响程度尚待明确。

控股型金融关联和参股型金融关联在很多方面存在不同,这些不同都源于控股带来的公司与金融机构之间更加紧密的各种经济和非经济关系。控股金融机构后,公司能方便地进入金融业务圈拓宽融资渠道,能利用影子银行进行信用扩张,并通过各种内部途径对金融机构的信贷决策进行干预等,从而极大地提高融资便利程度^[28]。与金融机构所有权关系的紧密推动了公司对资金可得性信心的改变,鉴于长短期资金成本的差异,很容易形成以续接的短期融资匹配长期投资的激励,结果是公司过度投资与流动性错配现象同时出现^[27]。同时,控股金融机构后,公司也会利用与金融机构建立的控制权关系、情感关系和业务关系,影响金融机构信贷决策,学习应对金融机构监督的技巧,既削弱了金融机构的监督力度,也激发了管理者的过度自信,这些都是公司内部控制水平降低的诱因^[29]。一旦内部控制水平下降,金融机构对公司信贷风险的担忧就会降低公司资金可得性,推动公司内部展开对日益紧张的资源争夺,各层级各部门之间信息交流障碍增多,公司代理问题变得更加严重,债务期限结构失衡,从而加重公司的流动性错配^[30]。当然,控股型金融关联带来公司与金融机构之间更加紧密的关联,更有利于金融机构发挥监督和制衡作用,有助于提高公司信息透明度和降低代理成本,对管理者的非理性决策行为进行及时地识别与纠偏,从而为优化公司内部控制和缓解公司流动性错配提供积极力量。

(四) 金融股权关联影响流动性错配的逻辑结构

公司通过金融股权关联缓解融资约束,不仅会直接对公司的流动性错配产生影响,而且还可能影响股东决策行为,对管理者行为产生影响,进而牵动内部控制的变化,最终作用于公司流动性选择,这种结构关系如图1所示。

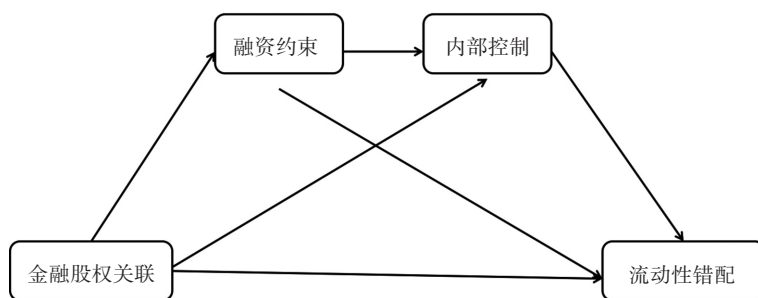


图1 金融股权关联影响流动性错配的逻辑结构

结合文献和经典理论,图1揭示了4种影响,一是公司金融股权关联对公司流动性错配问题的直接影响;二是金融股权关联通过缓解公司融资约束进而影响流动性错配问题;三是金融股权关联可能会通

过改善公司内部控制进而影响流动性错配问题;四是公司融资约束的缓解也会对内部控制产生积极影响,进而作用于流动性错配问题。在这四种可能情形中,融资约束缓解的影响最为复杂。融资约束得到缓解后,一方面,公司不同期限资金可得性提高,公司流动资产配置效率改善,“短贷长投”现象减少,流动性错配程度就会降低;但是公司融资便利性提高后,拥有过度自信和自利动机的公司管理者也容易做出非理性决策,以短期融资过度匹配长期项目,公司流动性错配程度就会提高。另一方面,受公司自我保护机制和股东薪酬激励影响,公司融资约束缓解也可能带来管理水平提高,公司内部控制改善,进而缓解公司的流动性错配程度。融资约束缓解带来的最终影响,可能具有明显的经济背景特征。此外,上述结构中的作用效果还与金融股权关联的强度关系密切。

三、实证设计与实证结果

(一) 数据说明

本文选取2011—2020年沪深A股所有非金融类上市公司为样本,剔除ST、*ST公司;考虑到上市金融机构股票易手便捷,可能会引发短期内的各种机会主义行为,为提高考察期内样本数据的纯净度,并考虑数据可得性,采用公司持有非上市金融公司相关数据代表金融股权关联数据,持股上市金融机构的情况未被考虑,所有数据均来自CSMAR数据库。

(二) 变量定义

1. 金融股权关联。金融股权关联(*FINHOLD*)的实质是企业持股金融机构的比例,当公司持股多家金融机构时,按照持有的最大比例计算。这样做的主要原因是:现实情况中各金融机构的规模、股权集中程度不尽相同,采用公司持股金融机构的数量或将公司持有的多家金融公司股权比例简单相加会有较大误差,而采用公司持有的金融机构的股权价值占其总资产的比重能够表明公司有多少资产配置在金融机构中,也能体现出公司与金融机构的关联程度,因此该指标更为恰当。

2. 公司流动性错配。本文对公司流动性错配(*SFLI*)的定义借鉴钟凯等对短贷长投的定义^[4],用“购建固定资产等投资活动现金支出”代表长期投资,用“长期借款本期增加额(本期长期借款+一年内到期非流动负债-前期长期借款)”代表长期贷款,两者的差额再减去股权融资和内源融资得到“短贷长投”,而后除以总资产剔除规模效应得到*SFLI*作为流动性错配的代理变量。

3. 融资约束。已有文献中衡量融资约束的指标较多,当前被广泛应用的有KZ指数、WW指数、SA指数等。由于KZ指数和WW指数包含了很多具有内生性的金融变量,可能会引起内生性问题,因此本文选取Edward等^[31]构建的SA指数衡量公司面临融资约束的程度,其中SA指数越大,公司面临的融资约束越小。

4. 内部控制。内部控制指数综合评价了企业内部控制各个方面,相对而言能够全面地评价上市公司内部控制质量,是一种较为可靠且被广泛运用的方法^[32]。因此本文将以迪博内控指数衡量内部控制,由于内部控制指数值与其他变量在数位上差距较大,可能会影响结果的显著性,为了使研究结果更加精确,将内部控制指数/1 000进行处理,并且该指数越大,代表企业内控质量越好。

5. 控制变量。本文的控制变量以*X*表示,具体包括:总资产报酬率(*ROA*)、资产负债率(*LEV*)、管理费用率(*ADMIN*)、股权集中度(*TOP10*)、公司盈利能力(*CR*)、经营活动现金净流量(*CF*)、托宾*Q*(*TQ*)、

时间虚拟变量(*YEAR*)、行业虚拟变量(*INDUSTRY*)。

变量定义见表1。

表1 变量选取及定义

变量	符号	定义	计算公式
因变量	<i>SFLI</i>	流动性错配	(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))/总资产
自变量	<i>FINHOLD</i>	金融股权关联	公司持股金融机构的比例,若持有多家金融机构,以持有最大值为准
	<i>ROA</i>	总资产报酬率	总净利润/总资产账面价值
	<i>LEV</i>	资产负债率	负债合计/资产合计
	<i>ADMIN</i>	管理费用率	管理费用与营业收入之比
控制变量 X_i	<i>TOP10</i>	股权集中度	前十大流通股股东持股数/公司流通股数
	<i>CF</i>	经营活动现金净流量	经营活动产生的现金净流量/期末总资产
	<i>TQ</i>	托宾 Q	公司市值/总资产
	<i>INDUSTRY</i>	行业虚拟变量	以证监会发布的行业分类标准划分
	<i>YEAR</i>	时间虚拟变量	以年份划分
中介变量	<i>SA</i>	融资约束	$SA = -0.737 \times SIZE + 0.043 \times SIZE^2 - 0.04 \times AGE$
	<i>IC</i>	内部控制	迪博·中国上市公司内部控制指数/1000

(三) 模型选择

结合图1,检验金融股权关联对流动性错配的影响,重点在于讨论前者与后者之间变化的因果关联,引入融资约束和内部控制,是厘清金融股权关联对流动性错配的影响关系的重要环节。尽管江艇^[33]和温忠麟等^[34]有关于中介效应的争论,但在图1的关系结构中,根据金融经济学的各经典理论,首先可以确认金融股权关联和流动性错配之间的理论关系,只是这种关系的性质和稳定性尚待进一步探索;其次,金融股权关联确实可以引起公司多方面的变化,这些变化最终会作用于公司流动性选择,具体作用的性质和程度需要进一步探索;换句话说,金融股权关联导致的公司融资约束缓解和内部控制水平提高,是否介入和如何介入了金融股权关联和流动性错配的关系,较之其介入程度更具有实际意义。融资约束和内部控制在模型中的出现,是对金融股权关联影响流动性错配的可能渠道或者可能作用路径的探索,是对图1中复杂关系的量化再现。为减弱量化结果的可能偏误,实证过程中加强了变量间相关性和多重共线性检验。

构建如下实证模型:

$$SFLI_{it} = \beta_0 + \alpha_1 FINHOLD_{it} + \sum \alpha_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$SA_{it} = \beta_1 + b_1 FINHOLD_{it} + \sum b_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$SFLI_{it} = \beta_2 + c_1 FINHOLD_{it} + c_2 SA_{it} + \sum c_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$IC_{it} = \beta_3 + d_1 FINHOLD_{it} + \sum d_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$SFLI_{it} = \beta_4 + e_1 FINHOLD_{it} + e_2 IC_{it} + \sum e_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$IC_{it} = \beta_5 + f_1 FINHOLD_{it} + f_2 SA_{it} + \sum f_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$SFLI_{it} = \beta_6 + g_1 FINHOLD_{it} + g_2 SA_{it} + g_3 IC_{it} + \sum g_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

上述模型中, $SFLI$ 代表被解释变量流动性错配, $FINHOLD$ 是解释变量金融股权关联; SA 指数和 IC 分别指代两个中介变量,即融资约束和内部控制,其中, SA 指数与融资约束呈负相关关系; X 代表一系列控制变量,包括总资产报酬率(ROA)、资产负债率(LEV)、管理费用率($ADMIN$)、股权集中度($TOP10$)、公司盈利能力(CR)、经营活动现金净流量(CF)、托宾 Q (TQ)、时间虚拟变量($YEAR$)、行业虚拟变量($INDUSTRY$); ε_{it} 代表随机扰动项; i 为样本中的 557 个不同的公司, t 代表 2011—2020 年。

(四) 变量间的相关性与多重共线性检验

利用 Stata 统计软件对样本数据中的变量进行相关性检验,得到的相关性系数矩阵如表 2 所示,各变量间的相关系数均较小,进一步做 VIF 检验,如表 3 所示。

表 2 全样本变量相关性

变量	$SFLI$	$FINHOLD$	SA	IC	ROA	$ADMIN$	CF	TQ	LEV	$TOP10$	CR
$SFLI$	1										
$FINHOLD$	0.05***	1									
SA	0.07***	0.18***	1								
IC	-0.17***	0.11***	0.28***	1							
ROA	-0.51***	-0.00	-0.01	0.31***	1						
$ADMIN$	0.06***	-0.06***	-0.09***	-0.19***	-0.07***	1					
CF	-0.54***	0.02	0.01	0.11***	0.39***	-0.08***	1				
TQ	0.02*	-0.03**	-0.08***	-0.07***	-0.02	0.11***	-0.06***	1			
LEV	0.20***	0.10***	0.15***	0.06***	-0.39***	-0.34***	-0.14***	-0.16***	1		
$TOP10$	0.02	0.06***	0.18***	0.11***	0.04***	-0.15***	0.13***	-0.10***	0.19***	1	
CR	-0.33***	0.01	-0.05***	0.18***	0.65***	0.05***	0.18***	-0.03**	-0.29***	0.06***	1

注:***、**和*分别表示在 1%、5%、10%水平下显著。

表 3 VIF 检验

变量	VIF
ROA	2.42
CR	1.80
LEV	1.52
$ADMIN$	1.26
CF	1.24
IC	1.22
SA	1.16
$TOP10$	1.11
TQ	1.04
$FINHOLD$	1.04
MEAN VIF	1.38

由表3可以看出,VIF的最大值仅为2.42,远小于10,变量间不存在明显的共线性问题。

(五) 金融股权关联影响流动性错配的各路径

表4给出了金融股权关联影响流动性错配的各路径的回归结果。第(1)列表明了金融股权关联与公司流动性错配具有显著为正的直接关系的基本事实。考虑到金融股权关联势必引起公司内部多方面的变化,从而对公司流动性产生系统影响,因此系数大小不必过度重视。第(2)(3)列表明,金融股权关联通过缓解融资约束加剧了公司的流动性错配,揭示了得到缓解的融资约束在上述直接关系中的渠道作用。这个结果说明,尽管此前在理论分析中探讨了融资约束缓解后的多种复杂影响,但在样本公司考察时段的经济环境下,融资约束缓解对流动性错配的正向影响超过了负向影响,从而在总体上呈现出对公司流动性错配的加剧。第(4)(5)列表明金融股权关联能通过优化内部控制来减弱公司流动性错配,揭示了内部控制改善在上述直接关系中的渠道作用。第(2)(6)(7)的结果表明,融资约束缓解带来的内部控制优化,这种链锁关系也会对公司流动性错配起到减弱的作用。综上,在考察期的经济背景下,表4揭示了金融股权关联与公司流动性错配之间存在的显著为正的直接关系、分别以融资约束和内部控制为作用渠道的部分间接关系,以及以融资约束与内部控制之间链式关系为渠道的部分间接关系的存在性。

表4 全样本回归分析结果

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>SFLI</i>	<i>SA</i>	<i>SFLI</i>	<i>IC</i>	<i>SFLI</i>	<i>IC</i>	<i>SFLI</i>
<i>FINHOLD</i>	0.030 3*** (2.59)	0.097 7*** (2.90)	0.029 4** (2.51)	0.041 1*** (3.20)	0.032 3*** (2.76)	0.033 5*** (2.66)	0.031 3*** (2.68)
<i>SA</i>			0.009 2** (1.97)			0.078 3*** (15.55)	0.013 6*** (2.84)
<i>IC</i>					-0.048 6*** (-3.96)		-0.055 9*** (-4.47)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.442 8	0.276 4	0.443 2	0.171 2	0.444 4	0.206 1	0.445 2
样本量	5 520	5 520	5 520	5 520	5 520	5 520	5 520

注:***、**、*分别表示双尾检验中1%、5%、10%的显著性水平;括号内为*t*值。

结合表4,用Bootstrap检验进一步明确金融股权关联对流动性错配的直接关系、3种间接关系和整体关系情况,研究结果如表5所示。首先,直接关系的置信区间不包含0,说明金融股权关联对公司流动性错配影响路径中正向直接关系存在。

表5 全样本变量关系的Bootstrap检验结果

传导过程	系数	<i>SE</i>	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值	置信区间
直接关系	0.055 0	0.010 3	5.36	0.000	(0.034 9, 0.075 1)
<i>FINHOLD</i> → <i>SA</i> → <i>SFLI</i>	0.017 2	0.002 8	6.20	0.000	(0.011 7, 0.022 5)
<i>FINHOLD</i> → <i>IC</i> → <i>SFLI</i>	-0.011 7	0.002 2	-5.21	0.000	(-0.016 1, -0.007 3)
<i>FINHOLD</i> → <i>SA</i> → <i>IC</i> → <i>SFLI</i>	-0.007 9	0.001 2	-6.70	0.000	(-0.010 2, -0.005 6)
整体关系	0.052 6	0.010 2	5.16	0.000	(0.032 6, 0.072 6)

其次,间接关系一共有 3 条路径:第一条是金融股权关联→融资约束→公司流动性错配;第二条是金融股权关联→内部控制→公司流动性错配;第三条是金融股权关联→融资约束→内部控制→公司流动性错配。由于 3 条中介路径的置信区间均不包含 0,因此以融资约束、内部控制、融资约束与内部控制的链式关系为渠道的间接关系均存在。最后,在直接关系和间接关系的共同影响下,整体关系也显著为正。

(六) 内生性与稳健性问题

根据前文的实证结果可知,金融股权关联程度越高,公司的流动性错配越严重。但是,由于金融股权关联在影响公司流动性错配的过程中,可能还存在其它不可预测的变量没有纳入回归模型中,即可能存在一些变量能同时对金融股权关联和公司流动性错配产生影响,它们可能作为遗漏变量包含在随机误差扰动项中,此时就会出现内生性问题。

表 6 内生性检验

变量	系数
<i>FINHOLD</i>	0.050 8 *** (3.02)
控制变量	控制
R^2	0.381
样本量	3 318

注:***、**、*分别表示双尾检验中 1%、5%、10%的显著性水平;括号内为 t 值。

一般来说,内生变量的上一期与当期误差项并不存在相关关系,所以可以考虑使用内生变量的滞后一期替代当期的内生变量,本文选择将金融股权关联的滞后一期作为工具变量解决内生性问题。

表 7 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>SFLI</i>	<i>SA</i>	<i>SFLI</i>	<i>IC</i>	<i>SFLI</i>	<i>IC</i>	<i>SFLI</i>
<i>FINHOLD</i>	0.049 7 * (1.91)	0.170 3 *** (4.84)	0.044 7 * (1.72)	0.048 7 *** (3.47)	0.056 1 ** (2.16)	0.034 9 ** (2.53)	0.050 0 * (1.93)
<i>SA</i>			0.029 5 *** (2.87)			0.081 3 *** (14.88)	0.041 9 *** (4.00)
<i>IC</i>					-0.131 0 *** (-5.09)		-0.152 3 *** (-5.81)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.266 7	0.272 1	0.267 9	0.176 5	0.270 4	0.210 5	0.272 6
样本量	5 160	5 160	5 160	5 160	5 160	5 160	5 160

注:***、**、*分别表示双尾检验中 1%、5%、10%的显著性水平;括号内为 t 值。

内生性检验结果如表 6 所示,滞后一期的回归结果仍然显著。其他未知因素也可能会对数据结果产生影响,为了消除这种影响,该部分采用替换被解释变量计算方法的方式,来验证金融股权关联与公司流动性错配之间的关系,使文章实证部分的结论更可靠且更具说服力。本文将流动性错配计算公式替换为: $SFLI = \text{短期负债} / \text{总负债} - \text{短期资产} / \text{总资产}$,并再次进行链式中介回归,结果如表 7 所示。对比原 *SFLI* 与替换之后的 *SFLI* 发现,二者之间所有传递路径的显著性及系数正负号均相同,这也说明替换变量之后,金融股权关联与流动性错配之间的传导路径并未发生改变。

四、区分股权关联强度的进一步研究

(一) 参股型金融关联的各路径回归分析

表 8 给出了参股型金融关联影响流动性错配的回归结果。第(1)列结果表明参股型金融关联会加剧公司的流动性错配。第(2)(3)列的结果表明参股型金融关联通过缓解融资约束,进而加剧公司流动性错配,存在以融资约束为渠道的正向间接关系。第(4)(5)列的结果表明参股型金融关联通过优化内部控制,进而缓解公司流动性错配,存在以内部控制为渠道的负向间接关系。第(2)(6)(7)列的结果表明参股型金融关联下,存在以融资约束缓解和内部控制优化的链式关系为渠道的负向间接关系。

表 8 参股型样本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>SFLI</i>	<i>SA</i>	<i>SFLI</i>	<i>IC</i>	<i>SFLI</i>	<i>IC</i>	<i>SFLI</i>
<i>FINHOLD</i>	0.098 5 ** (2.00)	0.342 4 *** (2.75)	0.091 8 * (1.86)	0.122 5 *** (2.98)	0.106 3 ** (2.15)	0.090 2 ** (2.28)	0.099 7 ** (2.02)
<i>SA</i>			0.019 6 * (1.90)			0.094 4 *** (11.43)	0.027 9 *** (2.59)
<i>IC</i>					-0.063 6 ** (-2.03)		-0.087 7 *** (-2.69)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.400 9	0.287 3	0.402 3	0.256 5	0.402 6	0.317 2	0.405 3
样本量	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500

注:***、**、*分别表示双尾检验中 1%、5%、10%的显著性水平;括号内为 *t* 值。

结合表 8,Bootstrap 检验结果如表 9 所示。首先,直接关系的置信区间不包含 0,说明参股型金融关联对公司流动性错配影响路径中的正向直接关系存在。其次,3 条间接关系路径的置信区间均不包含 0,说明分别以融资约束、内部控制和融资约束与内部控制的链式关系为渠道的间接关系均成立。最后,在直接关系和间接关系共同影响下,总体正向关系也显著存在。

表 9 参股型变量关系的 Bootstrap 检验结果

传导过程	系数	<i>SE</i>	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值	置信区间
直接关系	0.120 1	0.049 5	2.43	0.015	(0.023 2, 0.217 1)
<i>FINHOLD</i> → <i>SA</i> → <i>SFLI</i>	0.028 5	0.012 8	2.22	0.027	(0.003 3, 0.053 6)
<i>FINHOLD</i> → <i>IC</i> → <i>SFLI</i>	-0.034 9	0.012 2	-2.85	0.004	(-0.058 9, -0.010 9)
<i>FINHOLD</i> → <i>SA</i> → <i>SFLI</i>	-0.008 0	0.003 8	-2.14	0.032	(-0.015 4, -0.000 7)
整体关系	0.105 7	0.051 0	2.07	0.038	(0.005 7, 0.205 6)

(二) 控股型金融关联对流动性错配的回归分析

表 10 给出了控股型金融关联影响流动性错配的回归结果。类似地,第(1)列说明控股型金融关联下,金融股权关联与公司流动性错配之间存在正向直接关系。对比表 8 和表 10,参股型和控股型金融关联对流动性错配的显著性结果分别为 0.098 5 和 0.092 0,说明在不考虑其他经济因素影响时,金融股权

关联强度并不重要。表 10 第(2)(3)列表明控股型金融关联下,以融资约束为渠道的正向间接关系的存在性。表 8 和表 10 中,不同强度金融股权关联对 SA 指数回归结果分别为 0.342 4 和 0.355 2,SA 指数对流动性错配的影响结果为 0.019 6 和 0.037 5,控股型组别的显著性和影响系数均大于参股型组别,说明控股型组别中融资增加加剧流动性错配的程度大于参股型金融关联。表 10 第(4)(5)列显示,控股型金融关联与内部控制的系数为负且不显著,说明考察时段的公司经济环境下,控股型金融关联未能明显影响内部控制,此时,以内部控制为渠道的间接关系不成立。对比表 8 和表 10,参股型和控股型金融关联对内部控制的回归结果分别为 0.122 5 和-0.007 5,说明就降低公司流动性错配而言,金融股权关联强度很高时,内部控制很难发挥作用。表 10 第(2)(6)(7)列的结果表明控股型金融关联可以通过融资约束与内部控制的链式关系,间接缓解公司流动性错配。对比表 8 和表 10,不同强度的金融股权关联对 SA 指数的回归结果分别为 0.342 4 和 0.355 2,SA 指数对内部控制的回归结果分别为 0.094 4 和 0.073 4,内部控制对流动性错配的影响结果分别为-0.087 7 和-0.174 0,反映出链式关系发挥作用时,金融股权关联强度越大对流动性错配的减弱作用越明显。

表 10 控股型样本回归结果

变量	(1) <i>SFLI</i>	(2) <i>SA</i>	(3) <i>SFLI</i>	(4) <i>IC</i>	(5) <i>SFLI</i>	(6) <i>IC</i>	(7) <i>SFLI</i>
<i>FINHOLD</i>	0.092 0 ** (2.52)	0.355 2 *** (3.31)	0.078 7 ** (2.13)	-0.007 5 (-0.24)	0.091 1 ** (2.51)	-0.033 5 (-1.11)	0.072 9 ** (1.99)
<i>SA</i>			0.037 5 ** (2.01)			0.073 4 *** (4.78)	0.050 3 *** (2.63)
<i>IC</i>					-0.129 2 ** (-1.98)		-0.174 0 *** (-2.61)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.368 6	0.385 9	0.376 4	0.249 5	0.376 2	0.298 7	0.389 1
样本量	355	355	355	355	355	355	355

注:***、**、*分别表示双尾检验中 1%、5%、10%的显著性水平;括号内为标准差。

结合表 10,Bootstrap 检验结果如表 11 所示。首先,直接关系检验的置信区间不包含 0,说明控股型金融股权关联对公司流动性错配影响的正向直接关系存在。其次,分别以融资约束和内部控制为渠道的间接关系检验的置信区间包含 0,因此这两种间接关系不存在。以融资约束和内部控制的链式关系为渠道的间接关系检验的置信区间不包含 0,表明以链式关系为渠道的间接关系存在。在直接关系和间接关系的共同影响下,整体关系也显著存在,控股型金融关联正向加剧公司流动性错配。

表 11 控股型变量关系的 Bootstrap 检验结果

传导过程	系数	SE	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值	置信区间
直接关系	0.066 6	0.029 5	2.25	0.024	(0.008 7, 0.124 5)
<i>FINHOLD</i> → <i>SA</i> → <i>SFLI</i>	0.013 6	0.008 3	1.65	0.099	(-0.002 6, 0.029 8)
<i>FINHOLD</i> → <i>IC</i> → <i>SFLI</i>	0.016 7	0.012 0	1.40	0.162	(-0.006 7, 0.040 2)
<i>FINHOLD</i> → <i>SA</i> → <i>IC</i> → <i>SFLI</i>	-0.012 7	0.005 9	-2.13	0.033	(-0.024 2, -0.001 0)
整体关系	0.084 2	0.031 6	2.66	0.008	(0.022 3, 0.146 2)

五、结论与建议

近年来,我国非金融类公司脱实向虚问题和委托代理问题不容忽视,较严重的流动性错配现象也时有发生。金融股权关联为金融服务实体经济和缓释实体产业资金束紧提供了新思路,且有助于完善公司治理,但也会引起公司股东及管理者的非理性决策行为。研究发现,金融股权关联产生的经济决策效应与监督治理效应可以引起流动性错配的变化,以融资约束、内部控制和融资约束与内部控制的链式关系为渠道的间接关系中,不同强度的金融股权关联对公司流动性错配的影响呈现出明显的不同特征。具体通过以下几个方面表现出来。

首先,在直接关系方面,金融股权关联在总体上对公司流动性错配有显著的正向影响,这也是二者的基本关系。其次,在3种间接关系中,一是以融资约束为渠道,金融股权关联通过缓解融资约束,进而对流动性错配产生显著的正向作用;二是以内部控制为渠道,金融股权关联通过优化内部控制,从而对减弱公司流动性错配程度发挥积极作用;三是在融资约束和内部控制的链式关系发挥作用时,金融股权关联同样有助于减弱公司流动性错配的程度。最后,金融股权关联影响公司流动性错配的各种渠道作用,因金融股权关联强度的差别呈现出差异化特征。参股型金融关联对流动性错配的直接关系和整体关系强于控股型金融关联,且二者均正向加剧流动性错配;融资约束和内部控制两个因素介入后,参股型金融股权关联下的结论比较接近于不考虑金融股权关联强度时的结论,直接关系和3种间接关系都存在;控股型金融股权关联下,分别以融资约束和内部控制为作用渠道的间接关系不成立,但二者的链式关系作用下的间接关系力度较前改善。这种结论也说明在探讨金融机构和工商企业关系时所有权关系不容忽视。考虑到金融股权关联与公司流动性错配之间的复杂关系,相关问题的解决,需要公司、金融机构和政府共同努力,在保证金融股权关联带来的经济效益的同时,妥善解决流动性错配问题。

公司在选择持股金融机构的事前和事后,都需进行客观审慎地评估,并不断完善公司治理体系,维护公司内部秩序,以防止管理者做出非理性决策行为,造成公司资金链断裂陷入流动性危机。公司也需要着力优化内部控制,吸引优秀的专业审计人才,出具合理的内控有效性报告,向外界清晰传递公司内控的信息。常规管理中,公司要培育管理层的风险意识,同时加强制度建设,降低过度自信和自利心理对管理者决策的影响。公司所有权和控制权机构,也要科学合理地制定高管薪酬,激励管理层不断提升自身的管理能力,以外部监督、制度约束和管理者内驱力三方合力来减少管理者的非理性决策行为。同时,应进一步加快金融业体制改革,减少公司在金融资产配置过程中的低效率转化,降低流动性错配带来的风险;逐步完善金融市场定价机制和风控机制,促进金融行业改革,降低金融行业准入门槛,实现金融机构形式和经营方式多元化,深化金融对实体经济的支持;在金融机构内部,也要不断完善能有效制衡的股权结构,严格监管股东关联贷款业务和完善信息披露机制,进一步完善金融监管制度,根据股权结构实施分类管理。政府也应该为市场提供一个良好的宏观环境,深化金融体系改革,完善金融市场结构,不断扩大社会融资规模,同时要进一步加强宏观审慎金融监管,严格把控长期资金的来源及走向,控制和规范公司合理使用所筹集资金,有效抑制公司股东和管理者的机会主义行为。

参考文献:

- [1] 杜勇,何硕颖,陈建英. 企业金融化影响审计定价吗?[J]. 审计研究, 2019(4): 101-110.
- [2] 于建玲,佟孟华,朱泽君. 企业金融化对财务风险的影响——基于经济政策不确定性的调节效应研究[J]. 国际金

- 融研究, 2021(10): 88-96.
- [3] 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.
- [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(3): 87-98.
- [5] 孙凤娥. “短贷长投”是企业的被迫行为吗? ——基于管理者过度自信的视角[J]. 财经论丛, 2019(6): 73-82.
- [6] 李明明, 刘海明. 银行业竞争对企业投融资期限错配的影响研究[J]. 国际金融研究, 2022(7): 68-76.
- [7] 张馨月, 郝涛. 投融资期限错配与企业债券违约风险[J]. 财经问题研究, 2022(2): 63-71.
- [8] 支燕, 吴河北. 动态竞争环境下的产融结合动因——基于竞争优势内生论的视角[J]. 会计研究, 2011(11): 72-77.
- [9] 李茉蕊, 章新蓉. 金融股权关联、产权性质与研发投入[J]. 财会月刊, 2019(15): 45-51.
- [10] 蔺元, 刘志新. 基于 DEA 的上市公司产融结合效率研究[C]. 第十二届中国管理科学学术年会论文集, 2010: 254-257.
- [11] 李维安, 马超. “实业+金融”的产融结合模式与企业投资效率——基于中国上市公司控股金融机构的研究[J]. 金融研究, 2014(11): 109-126.
- [12] 蒋水全, 刘星, 徐光伟. 金融股权关联对上市公司现金持有之影响: 基于货币政策波动视角的实证考察[J]. 管理工程学报, 2018(1): 9-23.
- [13] KAHL, CHRISTIAN, HUNDT. Employment performance in times of crisis[J]. Competitiveness Review, 2015(4): 371-391.
- [14] BRUNNERMEIER M K, GORTON G, KRISHNAMURTHY A. Risk topography[J]. NBER Macroeconomics Annual, 2012(1): 149-176.
- [15] 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.
- [16] 黄大禹, 谢获宝. 股市过度投机与企业短贷长投[J]. 河南社会科学, 2022(6): 39-51.
- [17] 李文贵, 蔡雅蓉. 产融结合: “助推主业”还是“脱实向虚”? ——基于上市公司持股金融机构的研究[J]. 会计之友, 2019(3): 63-67.
- [18] 罗劲博. 参股非上市金融企业: 优化资本配置还是创造融资通道——基于上市公司过度投资视角的实证检验[J]. 山西财经大学学报, 2015(4): 21-33.
- [19] 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.
- [20] 韩启龙. 战略性新兴产业公司治理、融资约束与投资效率[D]. 济南: 山东财经大学, 2022.
- [21] 郝颖, 于冰, 李雪轶. 产融结合、治理相嵌与企业绩效——实体企业持股金融机构的经验证据[J]. 会计之友, 2022(4): 45-54.
- [22] 洪金明, 桑倩兰. 管理者过度自信、内部控制与企业“短贷长投”[J]. 统计与决策, 2021(23): 165-169.
- [23] 张新民, 叶志伟, 胡聪慧. 产融结合如何服务实体经济——基于商业信用的证据[J]. 南开管理评论, 2021(1): 4-16.
- [24] 施屹舟, 范黎波. 内部控制、盈余管理和管理者在职消费[J]. 财经问题研究, 2017(7): 88-94.
- [25] 卢慧芳, 吴华晶. 融资约束对管理层薪酬激励机制的影响——来自上市公司的实证研究[J]. 上海经济研究, 2013(2): 86-97.
- [26] 许宁宁. 管理层能力、激励与内部控制质量研究——基于沪深两市主板上市公司 2012—2015 年的样本分析[J]. 商业研究, 2019(2): 92-100.
- [27] 戴文涛, 马超. 企业控股金融机构、债务治理与代理成本[J]. 财经问题研究, 2015(8): 42-49.
- [28] 刘坤, 戴文涛. 企业控股金融机构与现金持有水平——基于中国 A 股非金融类上市公司的经验研究[J]. 财经问题研究, 2016(5): 95-102.
- [29] 景奎, 王磊, 徐凤敏. 产融结合、股权结构与公司投资效率[J]. 经济管理, 2019(11): 174-192.
- [30] 罗宏, 贾秀彦, 吴君凤. 内部控制质量与企业投融资期限错配[J]. 国际金融研究, 2021(9): 76-85.
- [31] EDWARD F C, HADLOCK C J, PIERCE J R. Investment, financing constraints, and internal capital markets: Evidence

- from the advertising expenditures of multinational firms[J]. The Review of Financial Studies, 2009(6): 2361-2392.
- [32] 叶康涛,曹丰,王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗?[J]. 金融研究, 2015(2): 192-206.
- [33] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.
- [34] 温忠麟,叶宝娟. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014(5): 731-745.

Research on the Impact of Financial Equity Connection on Corporate Liquidity Mismatch

MENG Kexue, ZHAO Tongtong, WEI Xiao

(School of Economics and Management, Shandong University of Science and Technology,
Qingdao 266590, Shandong, China)

Abstract: This study, using non-financial companies holding equity in non-listed financial institutions from the Shanghai and Shenzhen stock exchanges as samples, finds that financial equity connection has a significantly positive overall impact on corporate liquidity mismatch. This effect is the result of the coordination between direct and indirect relationships. The direct relationship reveals a significant positive effect of financial equity connection on corporate liquidity mismatch. In the indirect relationship with financing constraint as a channel, the alleviation of financing constraint caused by financial equity connection significantly positively impacts corporate liquidity mismatch. In the indirect relationship with internal control as a channel, the optimization of internal control caused by financial equity connection significantly negatively impacts corporate liquidity mismatch. The indirect relationship through the chain relationship between corporate financing constraint and internal control also helps reduce corporate liquidity mismatch. Additionally, the conclusions regarding the impact of equity participation-type financial equity connection on corporate liquidity mismatch are similar to those when financial equity connection intensity is not differentiated. However, in the case of holding-type financial equity connection, the indirect relationships through financing constraints and internal control do not hold. The findings provide insights for systematically addressing the issue of corporate liquidity mismatch.

Keywords: financial equity connection; liquidity mismatch; financing constraint; internal control

(责任编辑:杨 睿)