

共同机构投资者改善了投融资期限错配吗？ ——基于供应链关系治理机制

邹颖, 祁亚, 石福安

(首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070)

摘要: 共同机构投资者同时关联行业内多家上市公司, 集成强大的信息资源网络, 影响企业投融资结构安排。文章以2007—2022年A股上市公司为研究样本, 探讨共同机构投资者与投融资期限错配之间的作用关系。研究发现, 共同机构投资者的存在、持股比例、横向联结均有助于改善投融资期限错配。机制检验发现, 共同机构投资者能够通过增强供应链上话语权、提高商业信用水平以及降低交易成本等, 在公司生产经营过程中产生“开源节流”效应, 进而减少投融资期限错配。拓展分析表明, 共同机构投资者能够与内外部公司治理机制协同作用, 对内部控制有效和媒体关注较高的企业作用更为明显; 共同机构投资者还能弥补不完全契约和正式制度的缺陷, 尤其是对契约环境较差、行业竞争度较低的弱势群体起到了替代性治理作用。经济后果检验发现, 共同机构投资者还能进一步强化供应链系统稳定和推动可持续发展, 这对助力我国实体经济高质量发展和畅通国内经济循环具有一定的启示作用。

关键词: 共同机构投资者; 投融资期限错配; 供应链关系治理; 开源节流

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2024)02-0018-17

一、引言

党的二十大报告提出, “高质量发展是全面建设社会主义现代化经济体系的首要任务”, 强调“要强化金融稳定保障体系”“守住不发生系统性风险的底线”。归根结底, 要真正激励实体经济提质增效, 需微观实体企业和市场投资者共同努力, 全面促进要素资源协同配置, 统筹投融资协调与均衡发展。在我国企业资源配置实践中, 信贷配给结构的扭曲引致长期资金供需失衡, 信息不对称滋生非理性投融资决策, 导致企业普遍存在较为严重的投融资期限错配现象(白云霞等, 2016; 刘贯春等, 2022), 即运用不断滚动的短期贷款来支持长期投资的期限错配策略, 加剧资金流动性风险, 极易引发资金链断裂的财务危机。如何促进金融市场和实体经济良性互动、防范化解重大金融风险, 成为推动实体经济高质量发展的关键。

作为联结资本市场与实体企业的关键纽带, 引导和规范机构投资者推动公司治理的完善

收稿日期: 2023-10-27

基金项目: 国家社会科学基金资助项目“杠杆监管对国有企业财务行为的影响机理研究”(20BGL072); 首都经济贸易大学科研创新项目“共同机构投资者的资源配置效应研究——基于供应链治理驱动视角”(2024KJCX044); 首都经济贸易大学研究生学术新人计划项目“‘三链’协同视域下新基建赋能企业韧性的机制与路径研究”(2024XSXR09)。

作者简介: 邹颖(1972—), 女, 山东龙口人, 首都经济贸易大学会计学院教授、博士生导师;

祁亚(1996—), 女, 甘肃定西人, 首都经济贸易大学会计学院博士研究生;

石福安(1997—), 男, 甘肃白银人, 首都经济贸易大学会计学院博士研究生(通讯作者)。

和经济高质量发展,一直是业界和学界共同关注的重要议题。2023年8月,中国证监会召开机构投资者座谈会,强调“要推动资本市场与中长期资金良性互动,引导各类专业机构发挥市场稳定器和经济助推器的作用”。近年来,随着投资组合多元化发展,机构投资者同时持股多家上市公司(尤其是同行业)的现象日趋普遍。据本文数据统计,截至2022年底,我国A股非金融类上市公司中机构投资者同时持股(超过5%)同行业两家及以上的样本达到13.4%,并且持股规模呈逐年递增趋势。共同机构投资者对被投资企业生产经营和投融资决策带来的重要影响也日益受到关注。已有研究发现,共同机构投资者通过同时持股多家同行上市公司,掌握了大量的公司私有信息和丰富的行业治理经验,形成规模经济和协同监督优势(Ramalingegowda等, 2021),这为企业信息共享和资源流通搭建了重要桥梁。更为重要的是,共同机构投资者在资本市场上具有强大的声誉地位和资源吸附优势,跨组织边界的资源协同与战略合作(Brooks等, 2018)对构建利益相关者关系产生一定的信息溢出效应(杜勇等, 2023)。机构共同持股集成规模化的投资者关系网络,打通企业与同行其他组织、金融机构等市场主体之间的信息壁垒,实现利益相关者信息传递和资源共享,最终反映到企业资金流向和投融资结构的安排上。

目前关于共同机构投资者经济后果的讨论尚未达成一致,存在“协同治理”和“利益合谋”的对立观点。尽管监管机构和部分学者提出对反价格竞争和“合谋垄断”的担忧(Azar等, 2018; 吴晓晖等, 2022),但作为资本市场信息流通的关键枢纽,共同机构投资者的规模经济、行业专长以及信息治理等优势已得到学界证实(He和Huang等, 2017; 杜勇等, 2021)。这为本文深入探讨共同机构投资者能否帮助持股企业获取更多的长期资金支持,及时发现投融资决策和债务期限结构中的同行差距,寻找资源错配的“症结”和“解药”等提供了重要的理论支撑。与此同时,随着经济一体化进程的加快,产品市场竞争由“企业个体”转向“供应链关系”,高效的资源配置更依赖于企业与利益相关者之间的联动作用。基于投资组合利益最大化,共同机构投资者有动机、有能力促使企业开展供应链关系治理(Gao等, 2024; Cheung等, 2020),将行业同群关系产生的协同监督和信息治理效应,逐渐由投资组合内部渗透到企业供应链关系中(杜勇等, 2023)。提高供应链上话语权和商业信用,降低供应链交易成本,逐渐成为企业获取稀缺资源和价值创造的关键(李颖等, 2023; 于苏等, 2023)。

为此,本文致力于探讨的关键问题是:凭借信息共享、行业专长、资源协同等优势,共同机构投资者能否对企业投融资期限错配问题产生“纠偏”作用?共同机构投资者能否通过促使企业建立良好的供应链关系,从自身经济产能出发来实现“开源节流”,帮助企业争取更多的利润空间和现金流储备,进而主动调整其投融资期限错配行为?共同机构投资者如何与公司内外部治理机制、外部营商环境等正式制度相互作用?在优化投融资期限结构的基础上,能否进一步保证供应链系统稳定和推动企业可持续发展?这是一组兼具理论价值和实践意蕴的重要命题。

综上,本文以2007—2022年A股上市公司为研究样本,探究共同机构投资者对企业投融资期限错配的影响及作用机制。相较于以往文献,本文的主要增量贡献在于:第一,以投融资期限错配为切入点展开研究。以往研究主要关注宏观政策和产业调整等正式制度,较少有文献深入考察共同机构所有权这一非正式制度对投融资期限错配的微观影响及其作用原理。第二,从企业自身开源节流的视角,挖掘了改善投融资期限错配的供应链关系机制。现有文献大多侧重于从资金供给者的宏观视角分析,缺少对公司内部产能和现金流的分析。本文将供应链关系治理聚焦为供应链上话语权、商业信用、交易成本三个维度,从价值联合创造和内源资金稳定的供应链视角,挖掘共同机构投资者对投融资期限错配发挥作用的特殊路径。第三,为共同机构投资者在中国资本市场上发挥“协同治理”的学术观点提供新的经验证据。尽管已有较多文献

围绕信息质量和公司治理等展开了较多讨论,但目前鲜有研究关注到共同机构投资者对企业投融资期限错配的“纠偏”作用。第四,为我国政府监管部门大力引导和支持机构投资者多元化持股,企业开展供应链关系治理、优化投融资结构安排等提供理论支持,为进一步推动高质量发展和“双循环”经济战略提供政策指引和实践启示。

二、理论分析与假设提出

在加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局背景下,探讨如何激发市场参与者活力,优化企业投融资结构安排,防范化解重大金融风险,成为推动实体经济高质量发展的出发点和落脚点。然而,现阶段我国企业资源配置效率低下(李志生和金凌,2021),存在严重的投融资期限错配等问题(罗宏等,2021;刘贯春等,2022)。学术界围绕投融资期限错配的成因展开了诸多讨论。从金融供给端来看,在有限的信息甄别和风险管控下,传统金融市场为降低监督成本、控制债务违约风险,对长期资金供给意愿较低,倾向于发放风险可控的短期贷款,迫使企业被动选择投融资期限错配策略(Fan等,2012;钟凯等,2016)。从融资需求端来看,企业长期项目投资风险溢价较高,增加了获取长期资金的资本成本。外部融资约束压力和管理层机会主义会使企业选择短期贷款来支撑长期项目投资(Leary和Roberts,2014;孙凤娥,2019)。要真正解决投融资期限错配问题,还须真正落实到资金供需均衡和公司生产经营上。综上,为分析共同机构投资者对投融资期限错配的影响,本文将从直接长期资金流入和间接信息资源效应以及供应链关系管理等方面构建理论逻辑和研究框架,如图1所示。

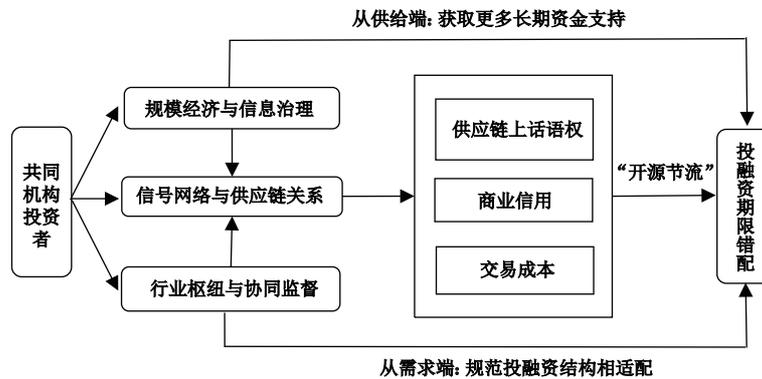


图1 研究框架与逻辑关系

(一) 共同机构投资者与投融资期限错配

相较于一般投资者,共同机构投资者同时在行业内多家企业交叉持股,形成行业枢纽和规模经济优势(Kang等,2018;He等,2019),使其倾向于为投资组合内企业注入持续稳定的资金支持。更为重要的是,共同机构投资者处于同群股权关系网络的中心地位,尤其具备协同监督和整合能力(Ramalingegowda等,2020),形成其作为共同机构大股东对外部社会关系和经济资源的集聚吸附效应,从而增加企业可支配的长期资金存量,减少“短贷长投”行为。由此,本文从外部融资和治理监督两方面分析共同机构投资者对企业投融资期限错配的影响。

1.从外部融资角度,获取更多长期资金支持。由于信息不对称和不完备契约的存在,资本市场对长期资金供给意愿较低,企业被迫采用投融资期限错配策略(李逸飞等,2022)。一方面,传统金融机构偏好风险可控的短期贷款,单一机构又存在“短线交易”或“赚取利差”的投机动机,使得企业缺乏稳定的资金来源。共同机构投资者凭借雄厚的资金规模和专业化的投资团

队,能够为企业直接注入部分稳定的长期资金支持,有助于缓解企业长期融资约束。同行企业间具有相似或同质化的经营环境和运作模式,降低信息搜寻和治理监督成本(Koch等,2021),使其更愿意对组合内企业增加投资规模,从而为长期投资项目争取到可支配的资金支持。与此同时,共同机构大股东享有较高的影响力和话语权,在某种程度上具备“领头羊”的身份效应,能够吸引大量QFII、保险机构、社保基金等稳定型机构入驻企业,促使中长期投资者与公司创新项目共同成长。另一方面,企业获取长期贷款的风险溢价较高,面临无法还本付息的债务融资压力。共同机构投资者能够发挥行业专长和协同监督作用,有利于降低银企信息不对称,提高信息共享和传递速度(Park等,2019)。这为金融机构及时掌握基本面信息、甄别评估信用风险以及实施动态化风险管控措施等创造条件,有助于降低企业债务资本成本(Wang和Barrese,2019),争取到更多与投资期限相匹配的债务融资。在投资组合效益最大化的目标下,共同机构投资者有动机调整和优化同行间的竞争激励措施,为持股企业带来正外部性(He和Huang,2017),规避市场竞争可能引起的经营风险,降低银行提供长期资本的风险补偿要求,改善资金供需失衡引致的资源错配。

2.从治理监督视角,规范投融资期限结构的适配性。依据期限匹配理论,合理的投资结构安排应与融资期限相匹配,使得企业资金来源与投资活动形成良性循环,防范短期逐利动机可能引起的现金流断裂风险。本质上看,“短贷长投”作为一种激进型的投融资策略,往往与管理层风险偏好和机会主义等息息相关(罗宏等,2021)。相较于一般股东或单一机构,共同机构投资者掌握丰富的行业信息和治理经验,对管理层的投融资决策更具信息鉴别和专业解读能力(Edmans等,2019)。共同机构大股东在股东大会或董事会议上拥有较高的话语权,有能力和动机对管理层的提案投“反对票”,或利用共同股东身份产生“退出威胁”(Kang等,2018),甚至还可通过委派董事等方式对经济决策进行干预,以提升投资效率(潘越等,2020),减少资源错配(杜勇和马文龙,2021)。作为知识密集型的专业投资机构,共同机构投资者具备极强的信息挖掘、分析处理以及系统整合能力(Azar等,2018; Park等,2019),能够不断获取行业发展动态和投融资风险等特质信息,及时发现企业在投融资结构安排上的行业差距和潜在风险。通过发挥同行“协调人”的枢纽功能,不断向共同持股企业传递同群信息、治理经验、决策方案等(李维安等,2017),引导企业向行业领先者进行经验学习和跟踪模仿,主动调整投资结构,使其与债务期限相适应,以规避投融资期限错配行为。由此,提出如下假设:

假设1:共同机构投资者有助于改善企业投融资期限错配,即共同机构投资者的存在、持股比例以及横向联结度均与投融资期限错配程度负相关。

(二)共同机构投资者、供应链关系治理与投融资期限错配

基于上述分析,稳定的资金流是支撑企业合理安排投融资期限结构的关键。共同机构投资者在资本市场上建立由同行多家企业相互联结的信息资源网络,为企业带来直接的资金流入和间接的资源吸附优势。随着资本市场互联互通和开放式发展,共同机构投资者建立更加密切且广泛的利益相关者网络(陈子昂等,2023),很可能将这种由行业同群关系产生的信息治理作用逐渐渗透至企业供应链关系中,从而产生一定的信号传导和外溢效应(Bajo等,2020; 杜勇等,2023)。因此,共同机构投资者有助于企业建立良好的供应链关系,通过释放更多的经济产能和内部现金流,增强企业自身应对流动性风险的能力,从而减少“短贷长投”倾向。本文将从驱动供应链关系治理的视角剖析共同机构投资者改善投融资期限错配的路径。

1.供应链上话语权助力企业获取更多的盈利空间。当企业高度依赖单一客户或与供应商建立“锁定”关系时,资产专用化导致较高的“退出损失”,专用资产投资的调整成本较高,削弱

企业在供应链上的话语权,难以及时调整内部资本配置方式(黄贤环等, 2022; 邹美凤和张信东, 2020)。共同机构大股东在投资组合内部或同行企业间交叉持股,有能力和动机调整产品市场竞争关系,促进企业建立战略联盟和经济合作关系(Brooks等, 2018),在面临市场竞争威胁时能够向供应商和客户施加压力,增强其在供应链上的话语权,从而创造更多的利润空间和经济产能,激励企业主动延长债务期限结构。另外,共同机构投资者通过参与同行多家企业的经济活动,实现将公司经营信息与行业发展趋势迅速整合,培育更加专业化和规模化的信息传递网络,提高产品市场议价能力,强化被投资企业在供应链上的话语权,形成其对经济资源的拉动和吸附效应,进而支撑企业长期项目投资。与此同时,共同机构投资者还能将供应链信息与资本市场供给主体互联互通,实现资金供需双方精准对接和高效匹配,避免“牛鞭效应”造成的信息传递风险,大幅提升企业资金需求和市场响应速度,缓解企业投融资期限结构失衡。

2.商业信用吸附外部经济资源,缓解企业融资约束。长期以来,传统金融市场更愿意为商业信用良好的企业提供长期资金,信息披露质量成为获取更多商业信用的前提条件(修宗峰等, 2021)。共同机构投资者在大量同质化经营中积累了丰富的行业治理经验,能够监督企业减少盈余管理、提高会计信息可比性(周冬华和黄沁雪, 2021),便于供应商和客户甄别企业发展潜能,更愿意为这些机构共同持股企业增加商业信用供给,从而对金融机构评估信用质量起到一定的信用背书作用。共同机构投资者占据信息资源网络的中心位置,具有更为丰富的社会关系和专业投资团队,能够向外界释放并传递有关企业声誉和发展潜力的积极信号(杜勇等, 2021),更易获得优质供应商和大客户的青睐,促使金融机构愿意降低可抵押“硬资产”的信贷标准。凭借市场声誉和信号传导优势,共同机构投资者充当着市场交易“协调人”的经济角色,将多重持股形成的信息网络和商业信用转化为“软信息”,替代可抵押资产(陈子昂等, 2023),促进长期融资由抵押贷款转向信用贷款,缓解企业长期融资约束。共同机构投资者运用强大的市场影响力和话语权(Edmans等, 2019),通过发挥桥梁作用实现供应链企业间的利益共享与风险共担,增强契约缔结者的交易信心和正向预期,为企业实现投资结构和债务期限匹配创造条件。

3.供应链交易成本影响现金流稳定和价值联合创造。由于信息不对称和不完备契约的存在,企业与上下游成员之间信任程度较低,逐利动机可能致使相互侵占交易双方的经济利益,增加供应链交易和协作成本(于苏等, 2023)。共同机构投资者能够缓解内部管理层与外部利益相关者之间因信息不充分诱发的决策失误和道德风险等问题(Ramalingegowda等, 2020),向外界传递更加充分、透明的经营状况和财务信息,降低供应链交易中的信息搜寻和契约缔结成本,节约更多的自由现金流来维持内源资金稳定,防止出现“短贷长投”的非理性决策。根据资源依赖理论,基于投资组合价值最大化,共同机构投资者具备股东积极主义动机,通过行使股东权力协调整合其投资组合内各企业的信息资源,帮助企业与同行其他企业建立商业合作关系。一旦交易方机会主义导致上下游之间发生利益冲突,其有动机、有能力在行业内跨组织边界协调和统筹信息资源,降低由不完备契约引致的供应链交易成本,推动供应链成员实现利益共享和风险共担,与长期资金供给者达成契约签订条件。因此,当企业借助共同机构投资者与外界建立起较为密切且广泛的信息互换和合作网络时,有助于供应链成员之间沟通衔接与互惠协作,促使共同持股企业联合供应链成员进行价值创造,增强企业应对流动性风险的能力,减少被迫采用期限错配策略的可能性。由此,提出如下假设:

假设2:共同机构投资者促使企业开展供应链关系治理,即通过增强供应链上话语权、提高商业信用以及降低供应链交易成本,起到改善投融资期限错配的作用。

三、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文以2007—2022年中国沪深A股上市公司为研究样本,共同机构投资者相关原始数据依托于CSMAR数据库通过手工整理季度数据获得,其他财务数据来源于国泰安数据库(CSMAR)。在剔除金融行业、特殊处理(ST、*ST、PT等)、已退市、2022年上市及核心变量数据缺失的样本后,共获得38275个公司-年度观测值。为了排除极端值的影响,本文对所有连续变量进行了1%上下分位数的缩尾处理。

(二) 变量定义与实证模型

1.被解释变量:投融资期限错配(*SFLI*)。借鉴刘晓光等(2019)的做法,基于“长期资金缺口”思想构造投融资期限错配程度的衡量指标,记为*SFLI*。该指标越大,长期资金缺口越大,投融资期限错配越严重。具体而言,选取企业短期负债比例(短期负债/总负债)与短期资产比例(短期资产/总资产)之差反映企业债务期限结构与资产期限结构的匹配情况,其中短期负债包括短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债等,短期资产包括货币资金、应收款项净额、存货净额和一年内到期的非流动资产等。

2.解释变量:共同机构投资者(*COZ*)。借鉴He和Kuang(2017)、杜勇等(2021)的研究方法,具体包括以下三项指标:第一,共同机构是否存在(*COZ1*)。如果当年该上市公司有共同机构持股,则*COZ1*取值为1,否则为0。其中,共同机构指在同行业两家及以上公司中均持有不低于5%股份的机构投资者。第二,共同机构横向联结(*COZ2*)。以样本公司当年共被多少家共同机构投资者共同持有,采用总数量加1的自然对数度量。第三,共同机构持股比例(*COZ3*)。以样本公司当年所有共同机构持股比例的总和度量,其中自变量基于季度数据进行构建。当企业在某年度任何一个季度被共同机构投资者持股时,则判定该季度内公司存在共同机构投资者,并取季度指标均值作为相应的年度指标数据。

3.控制变量。借鉴既有研究,综合考虑可能影响企业投融资期限错配的因素,对企业规模(*SIZE*)、财务杠杆(*LEV*)、公司年龄(*AGE*)、盈利能力(*ROE*)、机构投资者持股(*INS*)、成长能力(*GROWTH*)、股权集中度(*TOP1*)、董事会规模(*BOARD*)、独立董事占比(*INDEP*)、产权性质(*SOE*)、年份(*Year*)和行业(*Ind*)固定效应进行控制,具体变量定义如表1所示。

4.实证模型设定。借鉴已有共同机构投资者、企业投融资期限错配等相关文献的研究设计思路,构建模型(1),以检验共同机构投资者与企业投融资期限错配之间的作用关系。

$$SFLI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COZ_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,*SFLI_{i,t}*代表投融资期限错配。*COZ_{i,t}*代表自变量的三个维度,即是否存在共同机构(*COZ1*)、共同机构联结度(*COZ2*)、共同机构持股比例(*COZ3*)。*Controls*表示所有控制变量集合,*Year*为年份固定效应,*Ind*为行业固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项, β_0 - β_2 为回归系数。此外,为缓解异方差和自相关对回归结果的影响,回归中均加入公司-年度层面聚类稳健标准误。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表2为主要变量的描述性统计结果。其中,*SFLI*均值为0.256,中位数为0.277,标准差为0.233,说明A股上市公司投融资期限错配的现象较为普遍。*COZ1*均值为0.109,说明在我国资本

表 1 变量定义表

变量	变量名	变量含义	变量衡量方式
因变量	<i>SFLI</i>	投融资期限错配	短期负债比与短期资产比之差
自变量	<i>COZ1</i>	共同机构投资者是否存在	样本企业当年存在共同机构投资者取值为1, 否则为0
	<i>COZ2</i>	共同机构投资者横向联结	在季度层面对企业共同机构投资者数量取自然对数
	<i>COZ3</i>	共同机构投资者持股比例	在季度层面求共同机构投资者持股比例总和, 并取年度均值
控制变量	<i>SIZE</i>	企业规模	企业员工人数取自然对数
	<i>LEV</i>	财务杠杆	负债总额 / 资产总额
	<i>AGE</i>	企业年龄	上市年限加1取自然对数
	<i>ROE</i>	盈利能力	净利润/年初年末平均净资产
	<i>INS</i>	机构投资者持股	机构投资者持股数量/总股数
	<i>GROWTH</i>	成长能力	营业收入增长率
	<i>TOP1</i>	股权集中度	第一大股东占总股本的比例
	<i>BOARD</i>	董事会规模	董事会总人数的自然对数
	<i>INDEP</i>	独立董事占比	独立董事数量/董事会人数
	<i>SOE</i>	产权性质	国有企业取1, 否则取0
	<i>Year</i>	年份	年份固定效应
<i>Ind</i>	行业	行业固定效应	

市场上存在共同机构投资者的上市公司仅达到10.9%, 共同机构投资者分布差异较大。*COZ2*均值为0.078, 标准差为0.224。*COZ3*均值为0.027, 标准差为0.093, 共同机构所有权联结程度和持股比例的标准差较大, 表明中国资本市场中虽然上市公司间共同机构所有权差异较大, 但其持股比例已经达到能够对上市公司施加影响的水平。

表 2 描述性统计表

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>SFLI</i>	0.254	0.275	0.236	-0.471	0.745
<i>COZ1</i>	0.109	0.000	0.312	0.000	1.000
<i>COZ2</i>	0.078	0.000	0.224	0.000	0.896
<i>COZ3</i>	0.027	0.000	0.093	0.000	0.535
<i>SIZE</i>	7.659	7.594	1.270	4.489	11.135
<i>LEV</i>	0.434	0.429	0.203	0.057	0.894
<i>AGE</i>	2.188	2.303	0.766	0.693	3.367
<i>ROE</i>	0.061	0.071	0.136	-0.672	0.371
<i>INS</i>	0.458	0.475	0.248	0.004	0.937
<i>GROWTH</i>	0.173	0.109	0.418	-0.586	2.632
<i>TOP1</i>	0.342	0.320	0.149	0.085	0.743
<i>BOARD</i>	2.131	2.197	0.200	1.609	2.708
<i>INDEP</i>	0.375	0.357	0.054	0.308	0.571
<i>SOE</i>	0.389	0.000	0.487	0.000	1.000

(二) 基准回归分析

表3汇报了共同机构投资者(*COZ*)三个维度与投融资期限错配(*SFLI*)之间的基准回归结果。其中, 列(1)至列(3)是只加入行业与年份固定效应的估计结果, *COZ1*、*COZ2*和*COZ3*回归系数均在1%的水平上显著为负。列(4)至列(6)是控制公司个体层面其他可能的影响因素及固定

效应后的估计结果, $COZ1$ 、 $COZ2$ 和 $COZ3$ 的回归系数分别为 -0.027 、 -0.038 、 -0.082 , 且通过了1%水平的显著性检验。上述估计结果表明, 引入共同机构投资者能够显著改善企业投融资期限错配问题, 并且机构共同持股比例和横向联结度越高, 企业投融资期限错配程度越低, 证实了本文假设1成立。基于中国A股上市公司的数据表明, 随着共同持股规模的扩大和横向关联程度的加深, 共同机构投资者发挥信息治理和协同监督效能, 表现出对投融资期限错配的“纠偏”作用。

表3 基准回归结果^①

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI
$COZ1$	$-0.037^{***}(-11.282)$			$-0.027^{***}(-7.998)$		
$COZ2$		$-0.052^{***}(-5.508)$			$-0.038^{***}(-8.110)$	
$COZ3$			$-0.123^{***}(-5.937)$			$-0.082^{***}(-8.160)$
$_Cons$	$0.253^{***}(14.068)$	$0.253^{***}(5.628)$	$0.253^{***}(5.620)$	$0.292^{***}(10.441)$	$0.291^{***}(10.397)$	$0.293^{***}(10.460)$
Controls	否	否	否	是	是	是
Year	是	是	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是	是	是
N	38275	38275	38275	38275	38275	38275
Adj-R ²	0.224	0.224	0.224	0.264	0.264	0.263

注: *、**、***分别代表10%、5%、1%的显著性水平, 括号内为采用企业-年度层面聚类稳健标准误差调整的t值, 下同。

(三) 内生性处理与稳健性检验^②

1. 内生性处理

(1) 倾向得分匹配。鉴于公司特征差异很可能影响共同机构投资者选择性持股上市公司, 根据企业是否为共同机构投资者持股企业设置处理组和对照组, 以上述基准回归过程中所有的控制变量为匹配变量, 使用一对一最近邻匹配为处理组, 寻找特征相似的对照组进行检验, 以缓解可能存在的样本自选择问题。匹配后重新回归的结果显示, $COZ1$ 、 $COZ2$ 、 $COZ3$ 对SFLI估计系数在1%水平上显著为负, 表明在缓解样本自选择问题后, 前文结论稳健。

(2) 工具变量法。本文还可能存在一定的反向因果问题。例如, 共同机构投资者具备专业投资和行业专长优势, 在投资决策时可能倾向于选择投融资效率高的企业, 即很可能是这些优质企业吸引了共同机构投资者。为此, 选取共同机构投资者行业年度均值作为工具变量(IV)以缓解内生性。由第一阶段回归结果可知, 工具变量(IV)对共同机构投资者(COZ)的估计系数均在1%水平上显著为正, 表明工具变量的选择具有相关性。由第二阶段回归结果可知, $COZ1$ 、 $COZ2$ 、 $COZ3$ 对SFLI的估计系数均在1%水平上显著为负, 表明使用工具变量法缓解内生性问题后, 前文结论依然成立。同时, 工具变量的检验结果显著拒绝了识别不足和弱工具变量的原假设, 工具变量选择合理有效。

2. 稳健性检验

(1) 替换被解释变量。参考钟凯等(2016)的研究, 采用计算长期资金动态缺口方法重新测度被解释变量。该缺口越大, 投融资期限错配现象越严重。具体代理变量为: 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+经营活动净现金流量+出售固定资产

①篇幅所限, 基准回归的控制变量结果均未予汇报, 留存备案。

②篇幅所限, 内生性处理和稳健性检验结果未予列示, 留存备案。

现金流入),并采用期初总资产,剔除了规模效应。结果表明,COZ1、COZ2、COZ3均通过了5%水平的显著性检验,验证了前文结论稳健。

(2)重新界定共同机构投资者口径。考虑到相较于西方成熟的资本市场,中国A股上市公司机构持股比例相对较小,大股东股权集中度高,前十大股东就可能对公司治理产生重要影响。本文更换共同机构持股5%的界定标准,进行稳健性检验。当样本公司前十大股东中存在持有2家及以上公司股份的机构投资者时,则认为该企业存在共同机构投资者,令CLDUM取值为1,否则为0,基于季度数据构建相应的年度指标,重新构建横向联结程度(CLNUM)和持股比例(CLRATIO)。结果表明,CLDUM、CLNUM、CLRATIO估计系数均通过了1%水平的显著性检验,前文结论稳健。

(3)公司固定效应模型。为尽可能缓解时间、个体层面的遗漏变量对回归结果的影响,将回归模型更换为公司固定效应模型,控制了公司和年份的双重固定效应。更换回归模型后COZ1、COZ2、COZ3的估计系数均为负,且通过了5%水平的统计检验,表明前文结论仍然成立。

(4)子样本回归。考虑到2008年金融危机对企业投融资期限错配的影响冲击,本文通过剔除2008年与2009年金融危机前后的样本,重新验证共同机构投资者与企业投融资期限错配的关系。由划分子样本后的回归结果可以发现,COZ1、COZ2、COZ3的估计系数均在1%水平上显著为负,表明前文结论稳健。

五、机制检验:驱动供应链关系治理“开源节流”

正如前文理论分析所言,作为要素资源流通的重要渠道,供应链关系质量影响企业金融通和资本配置方式。共同机构投资者在行业同群关系网络内具有信息治理和协同监督优势,为利益相关者建立信息共享和高效传递的特殊通道,促使企业构建高质量的供应链关系,通过“开源节流”为长期投融资活动争取更多的自由现金流,从而尽可能减少投融资期限错配。

为此,基于前文假设2的理论分析,本部分立足于企业层面的供应链关系治理,从供应链上话语权、商业信用、供应链交易成本三个维度深度挖掘减少企业投融资期限错配的具体作用路径。为缓解内生性问题,本文借鉴江艇(2022)、李万利等(2023)的研究,构建如下中介模型:

$$Median_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 COZ_{i,t} + \gamma_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$SFLI_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 Median_{i,t} + \phi_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中 $Median_{i,t}$ 表示中介变量,即供应链上话语权、商业信用与交易成本,其他变量同模型(1)。

1.供应链上话语权。供应链集中度越高,在产品市场博弈中企业议价能力和话语权较弱,商业契约缔结条件更加严苛,越可能引发投融资结构失衡和期限错配。参考李颖等(2023)的研究,运用供应链集中度来评价供应链上话语权,为了方便直观显示机制检验结果,采用对供应链集中度相反数作为供应链上话语权的代理变量(BP),BP数值越大,企业议价能力越强,供应链话语权越大。表4汇报了供应链上话语权机制的检验结果。列(1)至列(3)显示,COZ1、COZ2、COZ3对BP的估计系数均在1%水平上显著为负。列(4)显示,BP对SFLI的估计结果在1%水平上显著为负。这表明共同机构投资者通过提高企业供应链上话语权,起到改善投融资期限错配的经济作用。

2.商业信用。商业信用是获取供应链竞争优势、争取更多稀缺资源的关键(吴娜等,2022)。共同机构投资者促使企业信息流、资金流以及产品流等信息共享和传递,便于获取优质供应商

和大客户的信任和青睐,向资本市场传递积极声誉和信用。机构共同持股网络和商业信用水平能够作为一种“软信息”支持,将成为可抵押“硬资产”的替代,促使银行愿意提供长期信用贷款,实现企业投融资决策均衡。为此,参考黄贤环等(2022)的研究,商业信用 $CCF=(应付账款+应付票据-预付账款)/期末营业收入$, CCF 指标越大,商业信用水平越高。表5汇报了商业信用机制检验结果。列(1)至列(3)显示,在1%水平上 $COZ1$ 、 $COZ2$ 、 $COZ3$ 系数均显著为正。列(4)显示, CCF 对 $SFLI$ 的估计结果在1%水平上显著为负。这表明共同机构投资者能够通过提高商业信用水平降低投融资期限错配,验证了商业信用这一机制的成立。

3.供应链交易成本。共同机构投资者跨越组织边界集成了庞大的信息资源网络,提高信息共享与传递效率,缓解供应链关系中信息壁垒和交易摩擦,实现对供应商、客户信息的精准识别,提升供应链的整体响应速度,降低供产销经济活动中的交易成本,对缓解投融资期限错配产生“节流效应”。参考杜勇等(2023)的研究,采用企业销售费用、管理费用以及财务费用占营业收入的比重,作为供应链交易成本的代理变量 TC 。检验结果如表6所示, $COZ1$ 、 $COZ2$ 、 $COZ3$ 与 TC 的估计系数均在1%水平上显著为负。列(4)显示, TC 对 $SFLI$ 的估计结果在1%水平上显著为正,验证了供应链交易成本这一机制的成立。以上检验结果表明本文假设2成立。

表4 供应链上话语权机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	BP	BP	BP	SFLI
$COZ1$	0.010*** (3.632)			
$COZ2$		0.013*** (3.358)		
$COZ3$			0.056*** (5.660)	
BP				-0.070*** (-8.593)
$_{-}Cons$	-0.633*** (-32.671)	-0.633*** (-32.679)	-0.631*** (-32.620)	0.247*** (8.320)
Controls	是	是	是	是
Year	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是
N	35 561	35 561	35 561	35 561
$Adj-R^2$	0.339	0.339	0.339	0.260

表5 商业信用机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CCF	CCF	CCF	SFLI
$COZ1$	0.005*** (3.012)			
$COZ2$		0.006*** (2.658)		
$COZ3$			0.029*** (4.260)	
CCF				-0.209*** (-14.737)
$_{-}Cons$	0.013 (1.167)	0.013 (1.147)	0.014 (1.264)	0.307*** (10.747)
Controls	是	是	是	是
Year	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是
N	34 844	34 844	34 844	34 844
$Adj-R^2$	0.460	0.460	0.460	0.266

表6 供应链交易成本机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	TC	TC	TC	SFLI
$COZ1$	-0.002*** (-3.103)			
$COZ2$		-0.003*** (-3.190)		
$COZ3$			-0.010*** (-5.371)	
TC				0.341*** (9.343)
$_{-}Cons$	0.081*** (17.640)	0.081*** (17.629)	0.080*** (17.573)	0.266*** (9.267)
Controls	是	是	是	是
Year	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是
N	36 544	36 544	36 544	36 544
$Adj-R^2$	0.348	0.348	0.348	0.263

六、异质性分析

为进一步深入探究共同机构投资者对投融资期限错配的影响,本文从公司治理特征和外部环境两方面展开异质性分析。一方面,继续考察在不同公司治理特征下的作用效果差异,验证共同机构持股能否与良好的公司治理机制形成互补效应,从而改善企业投融资期限错配;另一方面,考虑外部契约环境和市场竞争差异,验证共同机构投资者能否对正式制度和不完全契约缺陷等产生替代性治理作用。

(一) 公司治理特征异质性

1. 内部控制质量。作为一种信号传导机制,有效的内部控制可保证高质量的信息披露与传递效率,避免信息不对称引发的投融资期限错配(罗宏等, 2021)。共同机构投资者具备较强的公司治理和专业监督能力,有助于重塑交易双方信息环境和信任关系,很可能与有效的内部控制协同发挥治理作用,最大化改善投融资资源错配。本文认为,当共同机构持股内部控制有效的企业时,更有利于其作为积极股东实施有效监督和协同治理,改善企业投融资期限错配的效果更好。为验证以上分析,参考张爱美等(2021)的研究,依据CSMAR公开内部控制缺陷数据,将没有缺陷的组赋值为1,确定为内控有效组,存在内部控制缺陷的组赋值为0,确定为内控缺陷组。表7汇报了内部控制分组检验结果,可以发现,内部控制有效组COZ1、COZ2、COZ3的估计系数均在1%水平上显著为负,内部控制缺陷组COZ1和COZ2的估计系数在10%水平上显著为负,COZ3的估计系数在1%水平上显著为负,且由组间系数差异检验可知,相较于内部控制缺陷企业,共同机构持股对内部控制有效的企业降低资源错配的作用更为明显。

表7 异质性分析: 内部控制质量

变量	内控有效组			内控缺陷组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI
COZ1	-0.030***(-6.672)			-0.009*(-1.652)		
COZ2		-0.042***(-6.606)			-0.013*(-1.717)	
COZ3			-0.080***(-5.391)			-0.042***(-2.647)
_Cons	0.162***(3.692)	0.162***(3.682)	0.168***(3.813)	0.249**(2.248)	0.249**(2.239)	0.243**(2.178)
Controls	是	是	是	是	是	是
Year	是	是	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是	是	是
N	23867	23867	23867	10238	10238	10238
Adj-R ²	0.251	0.251	0.251	0.321	0.321	0.321
Fisher	0.003	0.003	0.073			

注: Fisher 代表费雪尔组合检验的经验 p 值,由自抽取法(bootstrap)1000 次而得,下同。

2. 媒体监督。作为联结上市公司和资本市场的信息中介,新闻媒体能够及时解读和发布企业相关信息,对管理层决策和生产经营具有外部治理监督作用,有助于提高企业资源配置效率(刘维奇和武翰章, 2021)。共同机构投资者在大量同质化经营中储备了丰富的行业经验和专业团队,协同监督和治理优势促使企业信息披露和传递共享,更有利于引导和支持外部媒介持续跟踪报道。在机构共同持股与外界媒体关注的双重治理监督下,有助于进一步强化信息治理效能,最大限度地协调资金配置(邢斐等, 2021),督促企业进行声誉维护和理性决策,合理安排投融资结构和债务期限。因此,共同机构投资者可能与外界媒体关注等产生联动治理效应,

即相较于媒体关注较低的企业,共同机构持股对媒体关注度较高的企业投融资期限错配的“纠偏”效果更佳。参考王福胜等(2022)的研究,选用报刊媒体标题中出现该公司的新闻总数作为媒体关注程度的衡量指标,并依据样本中位数分组,高于中位数样本定义为“媒体关注度高组”,否则为“媒体关注度低组”。表8为媒体关注度分组回归结果,COZ1、COZ2、COZ3的估计系数在两组中均在1%水平上显著为负,但媒体关注度高组的估计系数相对更大,且由组间差异检验可知,共同机构投资者对企业投融资期限错配的“纠偏”作用在媒体关注度高组更显著。

表8 异质性分析:媒体关注度

变量	媒体关注度高组			媒体关注度低组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI
COZ1	-0.032***(-6.955)			-0.020***(-4.171)		
COZ2		-0.045***(-7.076)			-0.028***(-4.194)	
COZ3			-0.088***(-6.435)			-0.075***(-5.081)
_Cons	0.283***(7.895)	0.281***(7.852)	0.286***(7.982)	0.305***(6.748)	0.304***(6.731)	0.303***(6.704)
Controls	是	是	是	是	是	是
Year	是	是	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是	是	是
N	17974	17974	17974	20301	20301	20301
Adj-R ²	0.295	0.295	0.294	0.239	0.239	0.239
Fisher	0.059	0.061	0.528			

(二) 外部环境特征

1. 契约环境。良好的契约环境能保证企业稳定的生产经营,促进企业与供应链上下游的协调合作,更能为金融机构等市场投资者创造有利的信贷契约缔结条件。当企业面临的契约环境较差时,共同机构股东关联会起到“桥梁”作用,形成庞大的专业信息网络,为企业带来丰富和多元化的异质性信息和资源,增强企业获取外部稀缺资源的竞争力。共同机构投资者建立同行业企业间沟通合作关系,帮助企业在薄弱的契约环境中提高社会信任和商业信用,促进市场交易中商品流、信息流、资金流等高效传递,弥补不完备契约的缺陷。本文认为,共同机构投资者尤其对契约环境较差的企业带来强烈的信息治理和资源吸附作用,改善投融资期限错配的作用空间更大。

为此,本文采用中国城市营商环境指数来衡量企业所在地区的契约环境,并依据样本中位数划分为契约环境较好和契约环境较差两组进行分组回归。表9列(1)至列(3)为契约环境较好组的检验结果,列(4)至列(6)为契约环境较差组的检验结果。可以发现,COZ1、COZ2、COZ3在契约环境较好组与契约环境较差组的估计系数均在1%水平上显著为负,但契约环境较差组的估计系数相对更大,且由组间系数差异检验结果可知,相较于契约环境较好地区企业,共同机构投资者对契约环境较差地区的企业投融资期限错配的“纠偏”作用更为明显。

2. 市场竞争。一般认为,行业竞争度较高的企业,在资本市场上更拥有投资吸引力,这不可避免地会对竞争度较低的行业群体施加负外部性,在经济资源争夺中逐渐成为“长尾群体”,长期面临融资约束和投资不足,整体资源配置效率低下。共同机构投资者在横向关联下拥有广泛而相互影响的股权网络,倾向于发挥协同治理来内化同行负外部性,促进资源共享和有效协作(He和Huang, 2017)。凭借资金规模和信号传递效能,能为其共同持股的行业群体带来直接资源效应,优化企业资源配置结构。因此,相较于竞争度较高的行业,共同机构投资者对行业竞

争度较低的弱势群体尤其发挥了替代性治理作用,改善投融资期限错配的效果更为明显。

本文选取勒纳指数衡量市场竞争程度,勒纳指数越高,市场垄断程度越高,竞争程度越低。具体地,采用勒纳指数的上下25分位数将样本企业划分为竞争程度强、竞争程度中等和竞争程度低三组,并对竞争程度高与竞争程度低的两组进行分组检验。表10列(1)至列(6)汇报了分组回归结果,可以发现,在市场竞争较弱的组,COZ1、COZ2、COZ3的估计系数均在1%水平上显著为负,而在市场竞争较强的组,COZ1、COZ2、COZ3的估计系数均不显著。且由组间系数差异检验结果可知,共同机构投资者对行业竞争程度较弱的组更显著。

表 9 异质性分析: 契约环境

变量	契约环境较好组			契约环境较差组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI
COZ1	-0.016***(-3.603)			-0.038***(-7.598)		
COZ2		-0.023***(-3.736)			-0.054***(-7.707)	
COZ3			-0.052***(-4.033)			-0.114***(-7.013)
_Cons	0.293***(7.335)	0.292***(7.299)	0.292***(7.317)	0.256***(5.908)	0.256***(5.894)	0.259***(5.976)
Controls	是	是	是	是	是	是
Year	是	是	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是	是	是
N	20189	20189	20189	18086	18086	18086
Adj-R ²	0.284	0.284	0.284	0.232	0.232	0.231
Fisher	0.001	0.001	0.003			

表 10 异质性分析: 市场竞争

变量	行业竞争较强组			行业竞争较弱组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI	SFLI
COZ1	-0.009(-1.295)			-0.030***(-3.737)		
COZ2		-0.014(-1.373)			-0.041***(-3.728)	
COZ3			-0.031(-1.614)			-0.084***(-3.726)
_Cons	0.335***(5.409)	0.334***(5.385)	0.332***(5.369)	0.288***(3.225)	0.287***(3.216)	0.289***(3.238)
Controls	是	是	是	是	是	是
Year	是	是	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是	是	是
N	6848	6960	6848	6960	6848	6960
Adj-R ²	0.434	0.134	0.434	0.134	0.433	0.134
Fisher	0.048	0.061	0.073			

七、经济效果分析

近年来,随着“放管服”改革深入推进,有效激发了市场主体活力和实体企业创造力。在促进要素资源高效配置的基础上,为推动企业可持续发展,必须优化和稳定供应链产业链。本文结合前文研究,探讨共同机构在驱动供应链治理、改善投融资期限错配的基础上,最终能否强化供应链系统稳定和企业可持续发展。

1.供应链系统稳定(SCS)。共同机构有助于同行信息共享和资源集聚,通过供应链治理和投融资结构优化,形成良性循环的供应链交易关系,有助于增强供应链系统稳定性。参考杜勇等(2023)的研究,采用企业前五大供应商采购额占比的近三年标准差与前五大客户销售额占比的近三年标准差之和来衡量,两者的标准差之和越小,表明供应链系统稳定性越强。为了便于解释,采用所得标准差之和的相反数作为供应链稳定性的代理变量,该值越大,表明企业所处供应链越稳定。表11列(1)至列(4)汇报了检验结果,COZ1、COZ2、COZ3对SCS的估计系数在5%水平上显著为正,SFLI对SCS的估计系数在1%水平上显著为负,表明共同机构投资者通过改善企业投融资期限错配,进一步起到增强供应链系统稳定性的经济效果。

表 11 经济后果分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	SCS	SCS	SCS	SCS	ESG	ESG	ESG	ESG
COZ1	0.003** (1.979)				0.863*** (9.813)			
COZ2		0.005** (2.151)				1.239*** (10.155)		
COZ3			0.013** (2.032)				2.519*** (8.676)	
SFLI				-0.013*** (-4.375)				-2.172*** (-17.278)
_Cons	-0.263*** (-19.377)	-0.262*** (-19.350)	-0.262*** (-19.372)	-0.262*** (-19.356)	58.299*** (87.921)	58.342*** (87.943)	58.272*** (87.792)	58.239*** (89.532)
Controls	是	是	是	是	是	是	是	是
Year	是	是	是	是	是	是	是	是
Ind	是	是	是	是	是	是	是	是
N	28491	28491	28491	28491	35014	35014	35014	35014
Adj-R ²	0.191	0.191	0.191	0.192	0.197	0.198	0.197	0.202

2.可持续发展(ESG):共同机构投资者拥有更强的治理监督动机和能力,不仅能够借助特有的信息网络和资源整合优势,通过要素资源合理配置督促企业可持续盈利增长,而且共同机构的协调监督效能促使其合理利用各项经济资源,更易获得利益相关者的长期支持,通过为企业长期项目投资合理匹配相应的资金支持,从而提高企业可持续发展能力。参考王博等(2023)的研究,采用华证ESG评价数据作为可持续发展指标,ESG得分越高,可持续发展能力越强。表11列(5)至列(8)汇报了检验结果,在1%水平上COZ1、COZ2、COZ3对ESG的估计系数均显著为正,且SFLI对供应链稳定性ESG的估计系数在1%水平上显著为负,表明共同机构投资者能够通过改善投融资期限错配防范并化解资金链断裂引起的财务风险,助力企业实现基业长青和可持续发展。

八、结论与启示

在我国双循环发展新格局背景下,要推动实体经济高质量发展,必须激发资本市场参与者活力,优化供应链关系治理,并防范化解重大金融风险。本文基于共同机构投资者的规模经济、行业枢纽、信号传递等优势,考察了共同机构投资者、供应链关系治理与投融资期限错配三者之间的关系,主要结论为:第一,共同机构投资者持股行为可改善投融资期限错配现象,

横向联结度和持股比例均有助于降低投融资期限错配程度。这说明共同机构投资者在我国资本市场上发挥良好的治理监督和资源配置效能。第二,影响机制检验显示,共同机构投资者通过提高供应链上话语权、商业信用水平以及降低供应链交易成本改善投融资期限错配。这表明共同机构投资者能够鼓励企业建立高质量的供应链关系,助力企业从自身生产经营出发“开源节流”,从而创造更多的经济产能。第三,进一步讨论发现,共同机构投资者对内部控制完善、媒体关注度高的企业作用更为明显,说明共同机构投资者能够与良好的公司治理机制协同作用。当契约环境较差、行业竞争度较低时其作用效果更明显,表现出共同机构投资者对不完备契约的替代性治理作用,并佐证其对弱势群体的资源配置效应。第四,经济效果检验表明,通过改善投融资期限错配,共同机构投资者还能进一步增强供应链系统稳定,助力可持续发展。

基于上述研究结论,本文得到如下研究启示与建议:(1)上市公司应深刻认识到主动引入共同机构投资者能够带来积极的资源配置效应。企业应该充分运用并发挥共同机构大股东的行业同群关系和通过资源吸附优势构建利益相关者关系,吸引更多持续稳定的中长期资金来支持创新项目投资。借助机构共同持股的同群网络和信号传导优势,充分汲取共同机构投资者的行业经验,主动向行业内优质企业进行经验学习和跟踪模仿,合理优化投融资的结构安排。(2)中国公司治理实践要真正优化投融资期限结构、实现高质量可持续发展,迫切需要开展供应链关系治理,保证自身核心产能和内源资金的稳定。长期投资项目不仅需要外界投资者稳定的资金支持,还需要企业从生产经营和价值联合创造出发,充分运用共同机构投资者的行业协同优势来增强供应链上话语权,积极主动地争取供应商和客户的信赖。加强与上下游企业之间的联结和协作,创造具有核心竞争力的经济产能和资金流,实现要素资源高效流动和合理配置。(3)面对我国资源配置效率低下的问题,监管机构应充分认识到共同机构投资者在优化资本配置、治理供应链关系、防范并化解金融风险等方面的积极作用。政府监管部门应积极引导和培育机构投资者在同行多家企业共同持股,逐步发挥其作为资本市场“压舱石”的积极作用,防止微观企业资金链断裂可能引起的财务风险上升为金融系统风险。通过出台一系列政策引导以及规范共同机构在资本市场上和公司治理实践中的参与深度和覆盖广度,弥补正式制度和不完全契约的缺陷,实现机构共同持股效益与上市公司高质量发展互惠双赢,助力我国“双循环”战略更好地实现。

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).
- [2] 陈子昂,张俊瑞.机构投资者网络对企业商业信用的影响研究——基于融资与供给视角[J].系统工程理论与实践,2023,(7).
- [3] 杜勇,娄靖,胡红燕.供应链共同股权网络下企业数字化转型同群效应研究[J].中国工业经济,2023,(4).
- [4] 杜勇,马文龙.机构共同持股与企业全要素生产率[J].上海财经大学学报,2021,(5).
- [5] 杜勇,孙帆,邓旭.共同机构所有权与企业盈余管理[J].中国工业经济,2021,(6).
- [6] 黄贤环,贾敏,王瑶.产业链中的话语权与非金融企业金融投资——基于产业链中商业信用水平的视角[J].会计研究,2022,(5).
- [7] 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).
- [8] 李维安,齐鲁骏,丁振松.兼听则明,偏信则暗——基金网络对公司投资效率的信息效应[J].经济管理,2017,(10).
- [9] 李万利,刘虎春,龙志能,等.企业数字化转型与供应链地理分布[J].数量经济技术经济研究,2023,(8).
- [10] 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).
- [11] 李颖,吴彦辰,田祥宇.企业ESG表现与供应链话语权[J].财经研究,2023,(8).

- [12] 李志生, 金陵. 银行竞争提高了企业投资水平和资源配置效率吗?——基于分支机构空间分布的研究[J]. 金融研究, 2021, (1).
- [13] 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).
- [14] 刘维奇, 武翰章. 分析师改善了市场信息环境吗?——来自公司特质风险的证据[J]. 中央财经大学学报, 2021, (1).
- [15] 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).
- [16] 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).
- [17] 潘越, 汤旭东, 宁博, 等. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. 中国工业经济, 2020, (2).
- [18] 孙凤娥. 投融资期限错配: 制度缺陷还是管理者非理性[J]. 金融经济研究, 2019, (1).
- [19] 王博, 康琦. 数字化转型与企业可持续发展绩效[J]. 经济管理, 2023, (6).
- [20] 王福胜, 王也, 刘仕煜. 媒体关注、管理者过度自信对盈余管理的影响研究[J]. 管理学报, 2022, (6).
- [21] 吴娜, 白雅馨, 安毅. 主动模仿还是被动反应: 商业信用同群效应研究[J]. 南开管理评论, 2022, (3).
- [22] 吴晓晖, 李玉敏, 柯艳蓉. 共同机构投资者能够提高盈余信息质量吗[J]. 会计研究, 2022, (6).
- [23] 邢斐, 周泰云, 李根丽. 机构交叉持股能抑制企业避税吗?[J]. 经济管理, 2021, (5).
- [24] 修宗峰, 刘然, 殷敬伟. 财务舞弊、供应链集中度与企业商业信用融资[J]. 会计研究, 2021, (1).
- [25] 于苏, 于小悦, 王竹泉. “链主”企业的供应链治理与链上企业全要素生产率[J]. 经济管理, 2023, (4).
- [26] 张爱美, 杨雪宁, 吴卫红, 等. 内部控制缺陷及修复对盈余持续性的影响研究——基于代理成本视角[J]. 宏观经济研究, 2021, (11).
- [27] 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).
- [28] 周冬华, 黄沁雪. 共同所有权与会计信息可比性——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2021, (4).
- [29] 邹美凤, 张信东. 供应商集中度影响企业创新吗?[J]. 投资研究, 2020, (12).
- [30] Azar J, Schmalz M C, Tecu I. Anticompetitive effects of common ownership[J]. *The Journal of Finance*, 2018, 73(4): 1513–1565.
- [31] Bajo E, Croci E, Marinelli N. Institutional investor networks and firm value[J]. *Journal of Business Research*, 2020, 112: 65–80.
- [32] Brooks C, Chen Z, Zeng Y Q. Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48: 187–216.
- [33] Cheung Y L, Haw I M, Hu B, et al. Common institutional investors and supplier performance in supply chains[J]. *Journal of Operations Management*, 2020, 66(6): 670–696.
- [34] Edmans A, Levit D, Reilly D. Governance under common ownership[J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(7): 2673–2719.
- [35] Fan J P H, Titman S, Twite G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2012, 47(1): 23–56.
- [36] Gao L, Han J, Kim J B, et al. Overlapping institutional ownership along the supply chain and earnings management of supplier firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2024, 84: 102520.
- [37] He J, Huang J K. Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(8): 2674–2718.
- [38] He J, Huang J K, Zhao S. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(2): 400–418.
- [39] Kang J K, Luo J, Na H S. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(3): 576–602.
- [40] Koch A, Panayides M, Thomas S. Common ownership and competition in product markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 139(1): 109–137.
- [41] Leary M T, Roberts M R. Do peer firms affect corporate financial policy?[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(1): 139–178.
- [42] Park J, Sani J, Shroff N, et al. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 67(2-3): 387–415.

- [43] Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. Common institutional ownership and earnings management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(1): 208–241.
- [44] Wang P, Barrese J. Institutional investors, common control, and risk: An investigation into motives and consequences[J]. *Review of Business*, 2019, 39(1): 45–59.

Do Common Institutional Investors Improve Investment-Financing Maturity Mismatch? Based on Supply-chain Relationship Governance Mechanism

Zou Ying, Qi Ya, Shi Fuan

(School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Summary: Common institutional investors integrate a powerful information resource network by simultaneously linking multiple listed companies in the industry, affecting the investment structure and debt maturity arrangement of enterprises. This paper takes China's A-share listed companies from 2007 to 2022 as the research sample, mainly exploring the relationship between common institutional investors and investment-financing maturity mismatch. The study finds that common institutional investors can help to improve investment-financing maturity mismatch. That is, the presence of common institutional investors, their shareholding ratio, and horizontal linkage all contribute to reducing the degree of investment-financing maturity mismatch. Mechanism testing shows that common institutional investors can effectively alleviate investment-financing maturity mismatch by driving enterprises to actively carry out high-quality supply-chain relationship governance, which includes enhancing the discourse power in the supply chain, improving the level of business credit, and reducing transaction costs in the supply chain. This creates more economic capacity in the production and operation process, and thus plays a positive role in actively improving investment-financing maturity mismatch. Expansion analysis shows that common institutional investors can collaborate with internal and external corporate governance mechanisms, with a more significant impact on enterprises with effective internal controls and higher media attention; common institutional investors can also compensate for the shortcomings of incomplete contracts and formal systems, and play a substitute governance role especially for vulnerable groups with poorer contract environments and weaker market competition. Economic effect testing finds that common institutional investors can further strengthen the stability of the supply chain system and promote sustainable development. From the perspective of supply-chain relationship governance, this paper provides certain insights to guide and support diversified shareholding by common institutional investors, optimize micro-enterprise resource allocation, prevent and resolve liquidity risks, and assist in the high-quality development of China's real economy.

Key words: common institutional investors; investment-financing maturity mismatch; supply-chain relationship governance; increase revenue and reduce expenditure

(责任编辑: 王西民)