

# “沪港通”对企业投融资期限错配的影响研究

林笑雨

山东工商学院, 山东烟台, 264005;

**摘要:** 2014 年“沪港通”政策的落地, 实现了中国资本市场的境内外双向开放, 加快了中外资本流动, 提升了资本市场效率。本文以 2010-2020 年中国上海证交所上市企业为样本, 实证研究“沪港通”交易机制对企业投融资期限错配的影响。研究发现, “沪港通”能够抑制企业短贷长投问题, 缓解企业投融资期限错配。本文得出的研究结论为理解企业投融资期限错配提供了新的研究视角, 丰富了“沪港通”政策在微观领域的经济效果研究, 为各国推进资本市场发展提供了经验证据。

**关键词:** “沪港通”政策; 投融资期限错配; 短贷长投

**DOI:** 10.69979/3041-0673.25.01.087

## 引言

近年来中国坚持积极推动资本市场的对外开放, 中共二十大报告中指出要“深化金融体制改革, 健全资本市场功能”。“沪港通”政策于 2014 年 11 月落地, 促成了中国资本市场的双向开放局面。从目前中国资本市场的发展状况出发, 当中国的大多数企业存在程度不一的投融资期限错配, 具体表现为短贷长投问题。虽然短贷长投可使企业能以低成本获取资金, 缓解企业的融资约束, 但另一方面可能产生大面积的信用违约, 形成严重的系统性风险。

据此, 本文考察相关企业能否借助“沪港通”政策来改善企业的短贷长投现象, 有效抑制投融资期限错配问题。

## 1 理论分析与研究假设

从理论层面分析, “沪港通”机制引入的境外投资群体具备鲜明的权益保护意识和价值导向型投资理念。这类投资者在决策过程中更注重企业基本面分析, 倾向于选择信息披露透明度较高的企业。这种示范效应可能引发中国境内投资者的策略模仿现象, 通过投资行为的趋同性形成市场传导机制, 进而推动中国内地资本市场治理结构的优化升级。这种制度的演进有效改善了上市公司内部治理与外部市场监督的互动关系。具体表现为: 一、信息不对称问题的缓解显著降低了逆向选择与道德风险发生的概率, 使得风险溢价水平回归合理区间; 二、金融机构基于更完善的信息披露机制, 提升了对企业长期信贷的支持力度; 三、企业融资渠道的结构性改善有助于调整债务期限配置, 具体表现为长期债务融资比例的提升, 从而有效矫正了原有投融资期限错配问题。因此本文提出假设 H1。

假设 H1: “沪港通”对企业投融资期限错配有缓解作用。

“沪港通”改善了上市企业的信息环境, 提高了银行等贷款机构的信心, 有助于企业获得长期债务来进行融资, 从而缓解了上市企业面临的融资约束。另外, “沪港通”引入了境外投资者, 他们不仅有着更高的信息披露需求, 也有着更明显的维权意识, 境外投资者带来的外部监督能够迫使相关企业的管理者提供更加真实的内部信息, 因而可以更好的改善企业的信息环境, 降低企业与贷款机构之间的信息不对称的程度, 从而鼓励贷款机构提供更为合理的长期贷款, 这会有助于改善企业面临的融资约束问题。因此本文提出假设 H2。

假设 H2: “沪港通”通过缓解企业的融资约束, 来缓解企业的投融资期限错配程度。

## 2 研究设计

### 2.1 数据来源

本文选取了上海证券交易所 2010-2020 年 A 股上市企业为研究样本。为了保证得到数据的合理与准确, 剔除了下列样本: 金融行业样本; 数据缺失样本; 样本期间被纳入 ST、ST\* 的样本; 2014 年 11 月 17 日后被调入或调出过“沪港通”名单的上市企业样本。最终得到 7210 个样本构成的非平衡面板数据观测值。另外为弱化极端值对结果造成的影响, 本文对所有连续变量按 1% 的标准缩尾处理。

### 2.2 变量定义

#### 1. 被解释变量

投融资期限错配程度是本文的被解释变量。本文借鉴钟凯的做法, 选用短贷长投指标 (Sfli)。

## 2. 解释变量

“沪港通”政策虚拟变量（Did）是本文的解释变量。若企业当年在“沪港通”标的内则赋值 1，否则为 0。

## 3. 控制变量

本文借鉴了贾秀彦的做法设置了如下控制变量：营业收入增长率、亏损虚拟变量、董事人数、独立董事占比、托宾 Q 值。另外为避免行业特征和宏观环境对观测样本的干扰，本文加入行业虚拟变量及年份虚拟变量进行控制。

## 4. 中介变量

融资约束程度是本文的中介变量，本文借鉴江艇的做法，选用 Ww 指标，Ww 的值越大则企业的融资约束程度越大。

## 2.3 模型设定

本文构建了双重差分模型，来对前文假设 H1 进行检验，模型设定如下所示。

$$Sfli_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Did_{i,t} + \sum \alpha_2 Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，被解释变量 Sfli 是衡量企业投融资期限错配即短贷长投程度的指标，若  $\alpha_1$  显著小于 0，则表明“沪港通”开放有助于缓解企业投融资期限错配程度，支持了假设 H1。

## 4 实证结果分析

### 4.1 实证检验结果

实证检验结果如表 1 所示：未加入控制变量时，Did 在 1% 的显著性水平下为负；加入其他控制变量后，Did 系数为 -0.034 且在 1% 的水平上显著。核心解释变量系数与企业投融资期限错配程度显著负相关说明了“沪港通”的开通对企业投融资期限错配现象有缓解作用，从而验证了前文的假设 H1。

表 1

变量名称	(1)	(2)
	Sfli	Sfli
Did	-0.037***	-0.034***
控制变量		Control
观测值	7210	7210
R2	0.283	0.259
注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平上显著		

### 4.2 平行趋势检验

平行趋势假设是需要满足的假设条件之一，本文需满足在“沪港通”开通前，实验组与对照组间应具有相同发展趋势。表 2 为平行趋势检验结果，可看出在企业

纳入“沪港通”时点前几年的系数均不显著异于 0，表明在“沪港通”机制实施前，对照组与处理组的投融资期限错配程度的变化趋势并没有显著的差异，平行趋势假设成立。

表 2

年份	Sfli
2012	-0.003
2013	-0.013
2014	-0.1803***
2015	-0.180***
2016	-0.237***
控制变量	控制
观测值	7210
R2	0.230
注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平上显著	

### 4.3 倾向得分匹配回归

由于“沪港通”的标的样本不具备随机性，存在由特征性差异导致的内生性问题，因此本文通过对样本进行倾向性得分匹配处理来解决内生性问题。将控制变量作为匹配变量，采用卡尺值 0.01、1:1 且不放回的倾向得分匹配重新筛选出对照组样本。匹配平衡性结果如表 3 所示，匹配后各变量标准化偏差明显缩小，说明倾向得分匹配显著削弱了两组样本的特征性差异。

表 3

变量名称	样本类别	标准偏差	T 检验
Growth	匹配前	-23.7	-4.86***
	匹配后	3.6	1.05
Loss	匹配前	24.6	5.98***
	匹配后	1.8	0.34
Board	匹配前	10.7	2.67***
	匹配后	6.5	1.19
Indep	匹配前	-9.8	-2.25**
	匹配后	1.4	0.28
TobinQ	匹配前	41	9.02***
	匹配后	-2.7	-0.55
注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平上显著			

剔除未匹配的样本后剩余的样本数据重新进行实证检验，结果如表 4 所示。可看出回归结果与基准回归结果没有实质性差异，证明“沪港通”机制可以降低企业投融资期限错配程度，假设 H1 得到验证。

表 4

变量	Sfli
Did	-0.048**
控制变量	Control
观测值	4026
R2	0.224
注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。	

### 4.4 影响机制分析

本文提出“沪港通”通过缓解融资约束程度来抑制企业短贷长投行为，为验证中介机制的成立，本文借鉴

江艇的研究思路进行中介检验。根据表 5 回归结果显示,第 II 列中 Did 的系数在 1% 的水平上显著为负,说明“沪港通”缓解了企业的融资约束。第 III 列中 Ww 的系数在 1% 水平上显著为正,Did 系数在 1% 的水平上显著为负,说明融资约束在“沪港通”对企业投融资期限错配的缓解作用中发挥了中介效应,验证前文的假设 H2。

表 5

变量	I	II	III
	Sfli	Ww	Sfli
Did	-0.034***	-0.066***	-0.071***
Ww			0.517***
控制变量	控制	控制	控制
观测值	7210	7210	7210
R2	0.170	0.174	0.546

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

#### 4.5 异质性分析

国际四大会计师事务所的优势具体体现在:一、标准化审计流程可提升企业的信息披露透明度;二、审计师通过深度财务诊断形成有效外部约束。与之形成对比的是非四大审计企业群体,其面临的治理挑战主要表现在:一、财务信息可验证性不足引发的监管真空;二、利益相关方沟通渠道不畅导致的信息壁垒。在此市场结构下,“沪港通”制度对这类企业的治理改善具有靶向性作用:通过引入境外投资者的监督诉求和估值标准,显著强化了企业长期融资决策的合规性要求,从而对企业的投融资期限错配问题产生结构性矫正效应。

本文将未聘用国际四大审计和聘用四大审计的企业进行分组回归,表 6 显示未聘用国际四大审计组的核心解释变量 Did 的系数 -0.036 在 1% 的水平上显著为负,聘用国际四大审计组的核心解释变量系数不显著,证明“沪港通”的开通能够显著缓解未聘用国际四大会计师事务所上市企业的投融资期限错配现象。

表 6

变量名称	未聘用四大	聘用四大
	Sfli	Sfli
Did	-0.036***	0.003
控制变量	控制	控制
观测值	6720	490
R2	0.163	0.168

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

#### 5 结论与建议

全球金融治理视阈下,如何构建有效的系统性金融风险防控体系并强化金融资源配置效能,已成为各国政策制定者的核心关切。本研究基于金融深化理论框架,运用多期双重差分模型对中国资本市场开放的代表性

制度“沪港通”进行机制解构。实证研究揭示了:一、市场约束机制方面,沪港通带来的跨境资本流动显著抑制企业短债长投的动机;二、融资约束传导路径中,境外机构投资者的参与使企业债务融资成本降低,提升了长期信贷可得性;三、治理效能异质性分析显示,在审计质量相对差的样本组,政策干预效应强度更大,印证了沪港通政策与监管体系的协同增效作用。

对于上述结论,本文提出如下建议,中国资本市场开放政策的优化路径可从三个维度构建:一、设计制度型开放扩容机制。建议实施沪港通准入标准的动态迭代机制,建立优质资产与跨境资本的双向筛选通道。二、建设信息披露韧性体系。构建“监管科技+市场约束”的复合型治理框架,实现信息披露穿透式监管,或发展绿色债券等结构化融资工具,借助期限利率弹性设计改善债务期限结构适配性。三、治理能级跃迁工程。实施战略投资者配额管理制度,形成内外联动的监督制衡网络。

#### 参考文献

- [1] 钟凯、孙昌玲、王永妍, 2018, 《资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据》,《金融研究》,第 7 期,第 174-192 页。
- [2] 连立帅、朱松、陈超, 2019, 《资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于“沪港通”交易制度的经验证据》,《中国工业经济》,第 3 期,第 100-118 页。
- [3] 钟覃琳、陆正飞, 2018, 《资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验》,《管理世界》,第 1 期,第 169-179 页。
- [4] 钟凯、程小可、张伟华, 2016, 《货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜》,《管理世界》,第 3 期,第 87-98 页。
- [5] 江艇, 2022, 《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》,《中国工业经济》,第 5 期,第 100-120 页。
- [6] 姜永宏、张馨颖、穆金旗、何鲁丽, 2022, 《资本市场开放如何影响上市企业的盈余管理:基于“陆港通”数据的实证检验》,《金融监管研究》,第 4 期,第 40-57 页。
- [7] 齐荻, 2020, 《“沪深港通”机制与企业创新研究——基于多期 DID 的实验证据》,《当代财经》,第 2 期,第 76-88 页。