

异质机构投资者持股对融资约束的影响研究

王新红,刘利君,王 倩

(西安科技大学 管理学院,陕西 西安 710054)

[摘 要]随着机构投资者持股份额增大,其对公司内部治理产生的作用也增大,上市公司的信息不对称现象和代理成本可以由此得到改善。采用 Almeida 的融资约束模型,从异质性视角出发来验证机构投资者与融资约束存在的关系,研究结果表明:融资约束问题在企业中普遍存在;非国有企业中,压力抵抗型机构投资者可以减缓企业的融资困境问题,而压力敏感型作用则不明显;国有企业中,压力抵抗型与压力敏感型对减轻融资约束的作用很小或不明显。由于证券投资基金、社保基金及 QFII 作为机构持股时,其持股周期较长,偏好长期的稳定收益,因此更愿意参与上市公司内部治理,通过改善公司内部治理结构,进而缓解非国有企业融资约束问题。

[关键词]融资约束;异质机构投资者;非国有企业;国有企业;企业治理;企业融资决策;资本市场

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)01-0069-10

一、引言

Modigliani 和 Miller 认为完美的证券市场是没有交易成本的^[1]。因此,在完美的资本市场结构中,公司自身的财务状况与其实际投融资决策应该是不相关的。然而,实际上,完美的资本市场结构并不存在。Greenwald 等、Myers 等研究发现信息不对称现象在企业中普遍存在,造成了内外部融资无法相互代替,并且外部市场的融资成本显著高于企业内部,进而引起内外部融资成本的显著性差别^[2-4]。当两者之间的成本差距较大时,企业进行的一系列投资活动只能依靠内部融资来进行,由此引发了相关的融资约束问题。Bernanke 等和 Gertler 证明,因为信息不对称现象以及代理成本的普遍存在,企业对外融资的相关成本会增大,进而引起一系列的融资约束问题^[5-7]。因此,企业能否在证券市场上及时有效地筹集到足够的资金将影响企业的长远发展和竞争力。融资约束问题已经成为企业良好发展的一道屏障,如何缓解融资约束问题不仅成为企业管理层关注的焦点,更是受到了广大学者的密切关注。

机构大股东能够从管理层内部获取更多的内部信息,其作为信息的传播中介将这些私有信息传达给其他的股东和利益关联者,此举对于缓解信息不对称发挥了重要的作用,并且公司自愿通过与大规模的机构股东沟通信息来弥补其主动披露信息的不足,因此,机构投资者能够降低公司面临的融资约束。但是,绝非所有机构投资者都能够主动发挥监管作用,现实中,各类型的机构投资者参股风格和规模各异,他们在治理决策方面的表现有所差异,这种不同特质可定义为机构投资者异质性。Brickley 研究认为,各种机构投资者的持股偏好有一定差异,以投资者是否会受到管理层关系支配为

[收稿日期]2017-09-06

[基金项目]陕西省软科学研究计划项目(2016KRM024);陕西省会计学会科研课题(sx201710)

[作者简介]王新红(1966—),女,陕西西安人,西安科技大学管理学院教授,博士,主要研究方向为财务管理;刘利君(1990—),女,陕西渭南人,西安科技大学管理学院硕士生,主要研究方向为财务管理;王倩(1992—),女,陕西渭南人,西安科技大学管理学院硕士生,主要研究方向为财务管理。

标准,其可分为压力敏感型和压力抵抗型两大类,其中压力敏感型的机构投资者与其所在企业之间有一定的商业联系,这决定了他们更多关注自身眼前利益,与企业长期发展的有关治理问题并不关注,因此这类机构参与经营管理与决策的积极性受到限制^[8]。而压力抵抗型机构投资者与其持股企业之间因为没有商业(或潜在的)关系,所以他们不用担心被管理层施压,更倾向于以“长视目光”对公司的治理发挥作用,对企业长远发展较为关注,对减轻信息不对称现象和减少代理成本起到积极影响,以此来改善企业的融资困境。基于此,本文拟将机构投资者划分为压力敏感型和压力抵抗型两类,并对不同产权性质背景下异质机构投资者和融资约束问题之间的关系进行实证检验,旨在探讨机构投资者对于缓解融资约束问题的作用机理。

二、文献综述

机构投资者最早出现在西方发达国家,它通过筹措个人及企业自有资金而在资本市场进行大规模投资活动。他们由于拥有股份相对较大,因此更加重视公司的长期绩效,是企业经营治理的积极参与者。20世纪90年代以来,越来越多的持股机构参与到企业经营治理中,利用其专业优势和才能,监管管理层,提出治理议案,与控股股东形成制衡。不同类型的机构在投资理念、投资规模及偏好上存在较大差异。随着持股份额的扩大,机构投资者能够行使更多的话语权和表决权,发挥内部人的作用对管理者实行监督,缓解信息不对称及代理成本等问题;自愿、积极地参与到企业经营治理中,从而缓解参股公司当前的融资约束困境。国内外学者从不同视角探讨了机构持股参与治理的问题。

关于机构投资者参与公司治理的问题,学者们进行了大量探索。Chemmanur等、Demiralp等研究发现机构投资者在信息搜集、相关知识的积累和内部资源的整合方面具有特有的优势,因此善于在企业治理活动中发挥其专业才能。而且,由于大规模持股的规模效应使得收益远远大于其付出和投入,他们更有介入治理活动的动力^[9-10]。李善民等认为机构参股份额稳步提高,正逐步成为市场的主力军,他们能够主动参与到公司治理相关决策活动中^[11]。杨宝和袁天荣通过实证分析发现,在一定程度上,中国机构投资者在决策能力方面发挥了监督作用,其不断发展壮大和参股份额的扩大能够保障中小股东的利益,特别是在分红这方面^[12]。方毅等认为机构股东者持股份额越多,对于企业的监管职能作用就越明显,其业绩也越好^[13]。吴先聪等研究发现,国企中机构大股东在一定程度上能够减少大股东的掏空行为,而在家族企业中机构则很难减少大股东的侵占活动^[14]。

不同的机构投资者在公司治理方面的作用也不同。Wahal研究发现养老基金机构虽然能够参与公司治理,但促进作用不明显^[15]。Muniandy等研究认为,压力抵抗型机构能显著提高公司的短期业绩,但对长期业绩的监督作用不明显;压力敏感性机构考虑到自身与所持股公司有着潜在的业务交易活动,所以作用尚不清楚^[16]。陈佳等认为压力抵抗型机构投资者持股与企业债务融资比例显著正相关,而压力敏感型股东的作用不明显或者没有作用^[17]。伊志宏等认为各类机构参股的目的各有不同,压力抵抗型机构占股比例越高则高管薪酬变动越高,即压力抵抗型机构选择积极投入到公司管理中^[18]。李争光等研究发现,稳健型机构投资者比交易型机构投资者更能降低代理成本、提高信息透明度和发挥主动治理的作用^[19]。

关于机构投资者对企业融资的作用,学者们也进行了相关研究。Philips认为,相较于一般的持股股东,机构股东由于其持股规模大,会更加重视企业的发展水平和盈利能力,他们为了公司的长远发展和增加企业价值,会尝试通过各种手段影响融资决策^[20]。Hellman发现,机构股东通过影响企业融资活动的相关议案来改善企业负债融资比例,进而增加企业价值^[21]。谷婵研究发现机构持股者更倾向于关注企业的长远发展,他们通过平衡融资结构、减少短期负债融资和股权融资,积极成为长视治理者的角色^[22]。黄铮的实证结果显示,相较于个人投资者,机构投资者有更强的监管作用和介入公司治理的权力,他们能够缓解上市公司现有的融资困难,提高其外部融资能力且敢于与第一大股东形

成抗衡^[23]。李琰等人认为,较高比例的机构投资者持股份额能够提升非国有企业潜在的融资能力,在一定程度上降低非国有企业投资对内部留存资金的过度依附,显著减轻融资约束^[24]。

综上所述,学者们对机构投资者持股影响融资决策及异质性投资者参与企业治理做了相关研究,但尚未得出一致的结论,而且在基于不同股权性质的条件下,学者们所进行的相关研究较少,因此,本文从股权异质性出发,分析不同股权性质下机构股东对于减缓所持股公司融资约束的作用机理。

三、理论基础与研究假说

在不完善的资本市场结构中,融资约束问题往往是制约企业长远且稳定发展的关键因素,而信息不对称和代理成本问题是引发融资约束问题的两个最重要的原因。而若要改善公司融资约束情况,提高融资能力,就必须解决由信息不对称与代理成本带来的问题。基于信息不对称理论和优序融资理论,有学者认为信息不对称导致内外部融资不能相互代替,从而引起内外部融资成本差异,当外部融资成本远高于内部融资成本时,公司将只能依靠内部融资进行投资经营活动,因此产生了融资约束问题。

机构投资者的兴起对西方国家的资源合理配置、治理结构调整等都发挥着重要作用。国外学者从不同视角对机构投资者进行了探讨,并认为发展机构投资者是减少企业信息不对称及代理成本的主要途径之一。Shleifer 和 Vishny 发现,由于机构持股规模的持续扩大,其专业信息的搜集及鉴别能力越来越强,而且,其拥有强大资金资源,能不断地监管管理层的决策,影响管理层关于相关融资方案的选择,从而缓解融资约束^[25]。

根据“理性人”假设,“理性”的个人或机构都在不断地追求自身利益的最大化,机构投资者也不例外。宋渊洋、唐跃军分析认为,机构投资可以显著提高企业业绩,而且持股比例越高,越有动力去改善企业业绩以获得业绩提升后的利润回报^[26]。因此,机构股东发挥股东积极性,参与融资治理和监督管理层,目的是保护自身权益不被损害。机构投资者通过大规模持股成为公司的大股东后,凭借其专业的团队优势、良好的社会资源、较强的信息搜集和分析优势以及雄厚的资金实力,能够搜寻并分析更多公司经营、信贷配给、销售和资金流向方面的信息,并通过专业的团队鉴别和整合搜寻到的信息,减少管理层和股东、大股东和小股东之间的信息不对等。而且,作为持股比例大的机构投资者,在关于企业融资决策等方案的选择上拥有更多的话语权和决策权,更敢于和其他股东抗衡,为企业选择最适合的融资方案,以保护投资人的利益。

然而,绝非所有类型机构投资者都能够主动发挥监管行动,实际上,各种类型的投资者参股风格各异,在治理决策方案中表现也有所不同。美国最早开始研究机构投资者的异质性问题。不同类别的机构投资者在资本市场中的表现存在差异,一部分机构投资者主动积极地发挥治理作用并且拥有决策话语权,而另外一些机构投资者则表现正好相异。机构投资者参与公司治理后,存在影响公司经营绩效的内动力和外压力,并期望从融资治理中获取收益。上市公司失衡的资本结构影响了其经营绩效,因此,机构投资者有足够的动机来参与融资治理,影响管理层决策,以形成合理的融资结构,并缓解融资约束,虽然不同的机构投资者的诉求不同,影响也不同。

机构投资者主要是指证券投资基金、社保基金、企业年金、信托公司、保险公司、财务公司、券商和QFII。我国市场机构投资者也具有明显差异,主要体现在持股比例、是否具有商业联系等方面。本文基于 Brickley 的理论,根据赵洪江等的划分方法^[27]并结合我国资本市场的政策导向,将上述机构投资者分成压力抵抗型和压力敏感型两类。具体分类见表1。证券投资基金受到资本市场多重监管,它独立于上市公司,与上市公司没有商业关系;社保基金基数大,受到社会各方关注,监管严格,很难与上市公司有商业联系;QFII 引入中国时间较短,且入市门槛高,需要通过专门账户进行管理,一般与上市公司没有商业联系;企业年金(即企业补充养老保险)是企业自己倡议且自愿建立的员工退休养老补充计划,故其和企业的商业关系密切;财务公司通常不会单独存在,其附属于大型集团而存在,

因此其与大型集团之间本身就存在一定的商业联系;保险公司与被保险的上市公司之间必然存在很强的业务合作关系;券商对自营业务运作也常与被投资公司产生商业合作。通过以上对机构特性的分析可知,证券投资基金、社保基金、QFII 属于压力抵抗型机构投资者,由于与公司之间不存在商业往来,同时受到资本市场监管部门的多方监管,他们会出于长远发展的诉求而采取“用手投票”,积极参与治理,介入融资管理,使融资决策及其后果有利于投资者;对于企业信托公司、财务公司、保险公司等压力敏感型投资者来说,由于与企业有各种商业往来,因此存在业务上的利益关系,他们会考虑眼前利益,这限制了这些机构投资者的行为,从而对公司治理的参与度不高。

相对于国有企业来说,民营企业受到政府的干预较少,市场化程度也更高。以追求公司价值最大化为目标,机构投资者更具有加入公司内部治理的动力,他们通过减少信息不对称和代理成本来影响融资环境,进而降低融资困难。压力抵抗型机构投资者与其所持股公司间并不存在业务往来,他们倾向于以“长视目光”对公司的治理发挥积极作用。他们通过公司内部“三会”形式参与公司治理,促使企业主动披露相关信息,加强公司财务透明度建设,提高信息透明度并降低代理成本,进而缓解企业的融资困难问题。因此,本文提出如下假说:

假说 1:非国有产权性质下,压力抵抗型机构投资者能够明显减轻其融资约束问题,压力敏感型机构投资者不能减轻其融资约束问题或者作用很小。

国有企业要承担更多的社会责任和负担,比如解决更多的社会就业问题、安排冗余人员上岗和缴纳更多的社会保险等。由于这些责任与政府有关,因此,国有企业的发展与政府有着密不可分的关系。当国有企业陷入融资困境时,政府会提供各种资助,帮助其继续存续和经营,比如提供财政补贴和无偿贷款等。国有企业的领导不但具有行政身份,而且有政治背景,因此,政府和国有企业的领导者都会寻求更多的促使其发展壮大的融资机会。由此,在强大的政府背景下,国有企业的机构投资者对于缓解融资约束无法正常发挥效用或者发挥的作用很小。因此,本文提出下面假说:

假说 2:国有产权性质下,压力抵抗型机构和压力敏感型机构减轻融资约束的作用不明显。

表 1 异质机构投资者归类标准

种类	名称	与上市公司商业联系程度
压力抵抗型	证券投资基金	较低
	社保基金	较低
	QFII	低
压力敏感型	券商	较高
	保险公司	高
	信托公司	高
	财务公司	一般
	企业年金	一般

四、研究设计

(一) 模型设计

本文运用 Almeida 提出的融资约束模型^[28],以现金-现金流敏感度作为融资约束的代表变量。若公司受到的融资约束较大,则公司将从当年的现金流中提取一部分现金,加大内部的现金留存,以保证以后的投资活动能够顺利进行,现金-现金流敏感度从而更高;相反,如果融资约束程度不高,公司就没有必要为未来的资金担忧,不需要从现金流中提取过多现金,即融资约束越小,现金-现金流敏感性越弱。本文提出模型(1)来研究机构整体持股对融资约束的影响:

$$\Delta CH_{it}/A_{it-1} = \alpha + \beta_1 CF_{it}/A_{it-1} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Tobin'sQ + \varepsilon \quad (1)$$

根据不同类别机构投资者的偏好,我们构建模型进一步探讨异质型机构是否产生不同作用,同时关注现金流和异质型机构投资者所占公司股份比例的交叉乘积这一项,探讨异质型机构投资者持股对于现金-现金流敏感度的影响,如果显著为负,则表示机构持股的增加明显降低了回归中 CF 的系数(现金-现金流敏感度),即减轻了公司所面临的融资约束。模型(2)是压力敏感型机构对融资约束的计量模型,模型(3)是压力抵抗型机构对融资约束的计量模型。

$$\Delta CH_{it}/A_{it-1} = \alpha + \beta_1 CF_{it}/A_{it-1} + \beta_2 (CF_{it}/A_{it-1}) \times Presenti_{it} + \beta_3 Presenti_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Tobin'sQ + \beta_6 \Delta STD_{it}/A_{it-1} + \beta_7 \Delta NWC_{it}/A_{it-1} + \beta_8 Expen_{it} + \sum Ind-dummy + \sum Year-dummy + \varepsilon \quad (2)$$

$$\Delta CH_{it}/A_{it-1} = \alpha + \beta_1 CF_{it}/A_{it-1} + \beta_2 (CF_{it}/A_{it-1}) \times Preresi_{it} + \beta_3 Preresi_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Tobin'sQ + \beta_6 \Delta STD_{it}/A_{it-1} + \beta_7 \Delta NWC_{it}/A_{it-1} + \beta_8 Expen_{it} + \sum Ind-dummy + \sum Year-dummy + \varepsilon \quad (3)$$

(二) 变量说明

1. 被解释变量

现金及现金等价物本年度增加量用 ΔCH_{it} 表示。数据取值来自现金流量报表“现金及现金等价物净增加额”项,企业存在融资约束,便从日常经营性现金流量中留存一部分作为现金持有,则现金及现金等价物增多。相关模型中使用 $\Delta CH_{it}/A_{it-1}$ 进行运算。

2. 解释变量

经营现金流量 CF_{it} 表示“经营活动产生的现金流量净额”,取值来自现金流量表。当企业处于较高的融资问题困境时,就需要将经营性现金流留存一部分进行现金留存,以备后续投资需要,因此该模型中 CF_{it}/A_{it-1} 的系数即现金-现金流敏感度,代表公司所承受的融资约束水平,这是我们重点关注的指标。

压力抵抗型机构 (*Preresi*) 持股与经营性现金流量的交叉乘积用 $(CF_{it}/A_{it-1}) \times Preresi_{it}$ 表示,该值说明压力抵抗型机构持股对现金-现金流敏感度增量的影响。当该交叉乘积项的系数显著为负数时,说明压力抵抗型机构持股比例的增加降低了现金-现金流敏感度,即降低了融资约束程度。

压力敏感型机构 (*Presenti*) 持股与经营性现金流量的交叉乘积用 $(CF_{it}/A_{it-1}) \times Presenti_{it}$ 表示。该值说明压力敏感型机构持股对现金-现金流敏感度增量的影响,同样用系数来说明问题。

3. 控制变量

由于影响融资约束的因素较多,本文参考相关的文献并结合本文的研究要点选取控制变量如下:
 (1) 企业成长机会,即 *Tobin'sQ*,用总市值/资产重置成本表示,当企业未来拥有较多的成长空间,未来盈利水平较强,则企业管理层就会增加投机性现金的留有。
 (2) 公司规模 $Size_{it}$,用总资产的自然对数表示,通常学者们认为,企业之间其规模大小不同,进行融资相关活动的的能力各异。
 (3) 非现金营运资本增加额 ΔNWC_{it} ,用流动性资产增加额减去流动性负债增加额再减去现金及现金等价物增加额来表示。权衡理论认为,当企业现金性代替物(即非现金的流动性资产)充足时,企业就会减少其所留有的现金存量。
 (4) 短期流动负债增加额 ΔSTD_{it} ,本文选用短期借款和应付票据的期末减期初数的差值表示。在企业日常经营中,短期流动负债通常可以替代现金使用。
 (5) 资本性支出 $Expen_{it}$,用公司购买固定资产和无形资产的现金流量加总值表示。

本文的变量定义见表 2 说明。

表 2 融资约束模型相关变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量 $\Delta CH_{it}/A_{it-1}$	现金及现金等价物的增加量	(现金 + 现金等价物)/上年资产总额
解释变量 CF_{it}/A_{it-1}	现金-现金流敏感度	经营性现金流量/上年资产总额
$Inst_{it}$	机构投资者持股比例	机构投资者持有 A 股比例
$Presenti_{it}$	压力敏感型机构投资者持股比例	券商、保险、信托、财务公司持有 A 股比例
$Preresi_{it}$	压力抵抗型机构投资者持股比例	社保基金、证券投资基金和 QFII 持有 A 股比例
控制变量 $Size_{it}$	公司规模	总资产取自然对数
$Tobin'sQ$	企业成长机会	总市值/资产重置成本
$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	非营运资本	(流动资产增加额 - 流动负债增加额 - 现金及现金等价物增加额)/上年资产总额
$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	短期性流动负债	短期借款和应付票据的年末减期初数/上年资产总额
$Expen_{it}/A_{it-1}$	资本性支出	购买固定资产和无形资产的现金流量/上年资产总额

(三) 数据来源与样本选择

本文以 2013—2015 年连续三年沪深 A 股全部公司作为样本进行研究。由于 Almeida 现金-现金流模型要用上一期的总资产,因此,总资产数据涉及 2012 年的数据。

原始样本筛选原则为:(1)剔除所有 ST、* ST 和 PT 的样本企业。(2)剔除各变量数据值缺失、异常以及无法计算的样本企业。(3)剔除金融类和证券保险类的相关公司。(4)剔除托宾 Q 为负的样本。筛选过后,样本数量最终确定为 6415 个,其中非国有企业 3814 个,国有企业 2601 个,形成一个平衡面板数据。本文的数据处理采用 Excel2013 和 SPSS19.0 统计软件;选取的数据均来自于深圳国泰安财务数据库(CSMAR)和 Wind 资讯数据库及 2013—2015 年指定网站公开披露的年报。

五、实证分析

(一) 变量的描述性分析

表 3 为变量的描述性统计结果。由表 3 可知 CH/A 均值是 0.045,说明目前上市公司有留有部分现金备用的行为,这或许是因为上市公司受到融资困境问题时会优先选择内部资金。因此,我们可以暂时推断样本公司存在融资约束。 CF/A 均值为 0.049,说明公司经营性现金流量在总资产中比重并不大。 $Tobin'sQ$ 均值为 2.748,说明企业有良好的成长空间和发展空间。

机构持股比例均值为 7.258%,压力抵抗型机构持股比例均值为 4.2%,压力敏感型机构持股比例均值为 1.7%,这些结果表明现阶段整体看来机构持股比例还不高,尚有较大的发展空间,并且压力抵抗型机构持股份额明显大于压力敏感型机构持股份额。

(三) 主要变量的相关性分析

表 4 的相关性分析结果说明:第一,现金及现金等价物增加额 $\Delta CH_{it}/A_{it-1}$ 与经营性现金流量 CF_{it}/A_{it-1} 在 0.01 水平上显著正相关,则可预测上市公司存在融资约束问题,企业会从经营活动现金流中留取一部分资金作为现金持有来缓解融资约束。第二,机构投资者与经营性现金流量的交叉变量 $Inst \times CF_{it}/A_{it-1}$ 和 $\Delta CH_{it}/A_{it-1}$ 之间正相关,与预期相反,原因可能是机构在整个上市公司中的作用不是很明显。

表 3 变量描述性统计

变量	样本量	极小值	极大值	均值	标准差	方差
$Preresi_{it}$	6415	0	0.581	0.042	6.086	37.034
$Presenti_{it}$	6415	0	0.575	0.017	3.184	10.141
$Inst_{it}$	6415	0	0.876	0.073	9.576	91.702
$\Delta CH_{it}/A_{it-1}$	6415	-0.674	1.309	0.045	0.162	0.026
CF_{it}/A_{it-1}	6415	-0.93	1.727	0.049	0.099	0.01
$Tobin'sQ$	6415	0.083	121.483	2.748	3.479	12.104
$Size_{it}$	6415	16.251	28.504	21.896	1.326	1.759
$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	6415	-2.681	5.753	0.025	0.142	0.02
$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	6415	-6.577	3.492	0.006	0.272	0.074
$Expen_{it}/A_{it-1}$	6415	0	4.559	0.063	0.092	0.009

表 4 融资约束指标的相关性分析

	$\Delta CH_{it}/A_{it-1}$	CF_{it}/A_{it-1}	$Inst_{it}$	$Inst \times CF_{it}/A_{it-1}$	$Size_{it}$	$Tobin'sQ$	$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$
$\Delta CH_{it}/A_{it-1}$	1							
CF_{it}/A_{it-1}	0.130***	1						
$Inst_{it}$	0.039***	0.051***	1					
$Inst \times CF_{it}/A_{it-1}$	0.069***	0.568***	0.493***	1				
$Size_{it}$	0.029**	0.007	0.050***	0.014	1			
$Tobin'sQ$	0.169***	0.058***	0.103***	0.110***	-0.412***	1		
$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	0.034***	-0.066***	0.048***	-0.036***	0.065***	-0.033***	1	
$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	-0.492***	0.008	0.017	0.018	-0.022*	-0.002	0.032**	1

注:***、**、* 分别表示在 0.01、0.05、0.1 水平(双侧)上显著相关,下同。

(四) 回归分析

接下来,本文的回归分析要分别探讨国有上市公司和非国有上市公司中 $Inst \times CF_{it}/A_{it-1}$ 和

$\Delta CH_{it}/A_{it-1}$ 的关系。表5—8中的各个控制变量及解释变量之间的相关系数不高,相关关系低于80%的警戒线,说明各变量之间存在多重共线性的可能性不大。

1. 整体视角下探究异质机构投资者与融资约束问题

表5是对模型(1)的回归结果,即验证我国上市公司是否存在融资约束问题。回归结果主要关注 CF_{it}/A_{it-1} 的系数,即现金-现金流敏感度。

从表5可知,无论国有企业样本还是非国有企业样本,各模型的 CF_{it}/A_{it-1} 系数均显著为正,也即现金-现金流敏感度为正,表明国有企业和非国有企业都面临着融资约束。在 Almeida 等的基本模型中,国有企业样本 CF_{it}/A_{it-1} 的回归系数为 0.180,非国有企业样本的这一回归系数为 0.230,两者均在 1% 的水平上显著。F 检验表明,回归结果显著。 CF_{it}/A_{it-1} 变量系数(即现金-现金流敏感度)代表着企业面临融资约束的大小,在各模型回归结果中国有企业样本的系数均小于非国有企业样本,且回归系数的差异也是显著的,表明国有企业面临的融资约束显著小于非国有企业。假说 1 得到验证。

2. 非国有产权性质下异质机构投资者与融资约束问题

表6是对非国有产权性质下异质机构与融资约束关系的回归结果。我们重点关注现金流和机构持股比例的交叉乘积变量,其表示机构持股对于现金-现金流敏感度的增量影响。

在非国有产权性质下,异质型机构对融资约束的作用,主要关注现金流和异质型机构持股比例的交叉乘积变量 ($CF_{it}/A_{it-1}) \times Preresi_{it}$ 和 ($CF_{it}/A_{it-1}) \times Presenti_{it}$ 的系数,这两个交叉乘积变量代表异质型机构持股对于现金-现金流敏感度增量的影响,如果显著为负,则表明机构持股的增加可以显著降低回归中 CF_{it}/A_{it-1} 的系数(现金-现金流敏感度)大小,也即显著降低了企业所面临的融资约束。表6的回归结果显示:压力抵抗型机构持股和现金流的交叉乘积变量系数为 -0.010,符号为负且在 1% 水平下显著。压力敏感型机构股东持股份额和现金流的交叉乘积变量系数是 -0.010,且符号为负但不显著,说明在非国有产权性质下,压力抵抗型机构股东占股能够显著减缓其持股公司所受的融资约束困境。 $\Delta STD_{it}/A_{it-1}$ 与被解释变量 ΔCH 在两组样本下均呈正相关关系,说明企业的短期借款可以作为现金使用; $\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$ 与被解释变量 ΔCH 在两组样本下均呈负相关关系,说明企业现金替代物越多,越可以减少留存的现金。假说 2 得到验证。

3. 国有产权性质下异质机构投资者持股与融资约束问题

表7是对国有产权性质下异质机构投资者与融资约束关系的回归结果。我们重点关注现金流和

表5 不同产权性质企业融资约束的回归结果

变量	非国有企业	国有企业
常数	-0.141	-0.083
CF_{it}/A_{it-1}	0.230*** (0.000)	0.180*** (0.000)
Tobin'sQ	0.005*** (0.000)	0.002 (0.197)
Size _{it}	0.004 (0.139)	0.008 (0.919)
$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	0.046*** (0.010)	0.091*** (0.000)
$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	-0.315*** (0.000)	-0.196*** (0.000)
Expen _{it} /A _{it-1}	-0.053 (0.042)	-0.004 (0.916)
N	3814	2601
F值	120.53	55.12
R ²	0.396	0.292
调整的R ²	0.393	0.286

注:括号内为P值。模型中解释变量的方差膨胀因子VIF的值为[1.075,1.479],被解释变量为 $\Delta CH_{it}/A_{it-1}$ 。

表6 非国有产权性质下异质机构投资者与融资约束的回归结果

变量	压力抵抗型	变量	压力敏感型
常数	-0.04	常数	-0.152
CF_{it}/A_{it-1}	0.280*** (0.000)	CF_{it}/A_{it-1}	0.257*** (0.000)
$(CF_{it}/A_{it-1}) \times Preresi_{it}$	-0.010*** (0.002)	$(CF_{it}/A_{it-1}) \times Presenti_{it}$	-0.010 (0.125)
Preresi _{it}	0.001 (0.466)	Presenti _{it}	0.004*** (0.000)
Tobin'sQ	0.006*** (0.000)	Tobin'sQ	0.005*** (0.000)
Size _{it}	0.005 (0.089)	Size _{it}	0.003 (0.262)
$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	0.045** (0.011)	$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	0.048*** (0.007)
$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	-0.313*** (0.000)	$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	-0.317*** (0.000)
Expen _{it} /A _{it-1}	-0.045 (0.087)	Expen _{it} /A _{it-1}	-0.061** (0.020)
N	3177	N	2620
F值	110.876	F值	111.123
R ²	0.399	R ²	0.4
调整的R ²	0.396	调整的R ²	0.396

注:括号内为P值。模型中被解释变量的方差膨胀因子VIF的值为[1.026, 2.11],解释变量为 $\Delta CH_{it}/A_{it-1}$ 。

机构持股比例的交叉乘积变量,这一项表示机构持股对于现金-现金流敏感度的增量影响。

从表7回归结果可知,压力抵抗型机构持股和现金流的交叉乘积变量(CF_{it}/A_{it-1}) \times $Preresi_{it}$ 系数为正且在5%的水平下显著,说明压力抵抗型机构并没有缓解国企的融资约束问题。压力敏感型机构持股和现金流的交叉乘积变量(CF_{it}/A_{it-1}) \times $Presenti_{it}$ 系数为正但不显著,说明压力敏感型机构持股不能缓解国企的融资约束问题。回归结果表明,在国有产权性质下,机构持有国有上市公司的股份不能减轻企业的信息不对称,不能起到降低融资约束的作用。这可能和我国国企的股权结构有关,在国有控股情况下,国有股东拥有较为强势的背景,对公司所有者较多干预和间接控制,机构无论是参与董事会还是依靠市场机制都较难发挥其作用。假说3得到验证。

表7 国有产权性质下异质机构投资者持股与融资约束的回归分析结果

变量	压力抵抗型	变量	压力敏感型
常数	0.082	常数	0.087
CF_{it}/A_{it-1}	0.142*** (0.000)	CF_{it}/A_{it-1}	0.168*** (0.000)
$(CF_{it}/A_{it-1}) \times Preresi_{it}$	0.013** (0.046)	$(CF_{it}/A_{it-1}) \times Presenti_{it}$	0.009 (0.192)
$Preresi_{it}$	0.001** (0.029)	$Presenti_{it}$	0.002*** (0.000)
Tobin's Q	0.002** (0.039)	Tobin's Q	0.002*** (0.000)
Size _{it}	0.008*** (0.000)	Size _{it}	0.008*** (0.000)
$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	0.092*** (0.000)	$\Delta STD_{it}/A_{it-1}$	0.106*** (0.000)
$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	-0.197*** (0.000)	$\Delta NWC_{it}/A_{it-1}$	-0.227*** (0.000)
$Expen_{it}/A_{it-1}$	-0.003** (0.046)	$Expen_{it}/A_{it-1}$	-0.087** (0.024)
N	2221	N	1860
F值	50.097	F值	51.166
R ²	0.293	R ²	0.297
调整的R ²	0.287	调整的R ²	0.291

注:括号内为P值。模型中自变量的方差膨胀因子VIF的值域为[1.023, 2.069],被解释变量为 $\Delta CH_{it}/A_{it-1}$ 。

六、结论与政策建议

(一) 结论

本文验证了不同产权性质下异质机构投资者与融资约束的关联性,主要研究结论如下:

第一,我国企业中普遍存在融资约束问题,且非国有企业比国有企业的融资约束更为严重。这一问题与我国当前不完善的资本市场发展有关。而国有上市公司有强大的政府背景做支撑,政府通过一系列的财政手段或者货币手段满足国有企业的融资需求;非国有上市公司使用外部资金受到的限制强于国有上市公司,因此,非国有企业面临的融资约束显著强于国有企业。

第二,在非国有产权性质的上市公司中,压力抵抗型机构持股对改善融资约束问题的作用明显,而压力敏感型对于减轻融资困难作用很小或者没有作用。代理成本和信息不对称导致了公司内部人相较于外部人可以掌握更多、更全面的内部消息。实践证明,引进机构投资者是减轻信息不对称和减少参与成本的有力举措。压力抵抗型机构投资者与其所在公司不具有潜在的商业联系,而仅仅是单纯的投资交易,因此,其能积极参与内部治理活动,也会权衡最符合企业长远盈利的融资方案。而压力敏感型机构投资者与其所参股公司间有一定的商业关系,致使他们参与经营的主动性和积极性因潜在利益冲突的阻碍而受限制,他们较多倾向于看重自身短期投资回报,对公司长期发展的积极性不高。

第三,在国有产权性质下,压力抵抗型和压力敏感型的机构均不能减轻融资约束问题。政府对国有上市公司进行干预和控制,而其他股东难以施加影响,机构股东所起到的作用很小,对公司融资约束起不到显著作用。

(二) 政策建议

基于以上实证研究结论,本文提出以下建议:

第一,发展各类机构投资者,形成机构投资者的协调多元化共同发展。随着我国资本市场不断规范,机构投资者的规模迅速壮大崛起,其在公司内部治理中发挥的效用也愈发显著。然而,并非所有

类型的机构都能真正参与到内部治理活动中进而对改善企业融资环境发挥作用。由本文的研究结论可知,压力抵抗型机构能改善融资约束问题,因此我们建议培育发展各类机构投资者,同时通过多种方式加大对机构投资者的进一步监管,实现各种类型机构投资者的多元化共同协调发展,学习西方发达国家机构投资者运作管理机制及参与治理的路径。

第二,构建机构投资者参与公司治理的有效路径。首先,进一步加强对上市公司信息披露制度的建设,以便机构投资者及时了解真实的企业融资信息,使他们可以对相关融资方案的选择、资金的使用等问题提出客观的意见和建议。其次,完善上市公司管理层与机构投资者沟通机制,如监管部门可以以立法的形式规定管理层要定期与机构投资者就相关信息(如公司融资信息)进行沟通,减少信息不对称,保障机构投资者有效参与公司融资治理。

第三,加强机构投资者的相关信息披露与引导。机构投资者近几年不断发展,已经成为资本市场发展不可或缺的力量,而且,随着机构投资者持股比例的不断增大,我国机构投资者参与公司融资治理已初见成效,他们对上市公司的监督管理也略显效果。但我国机构投资者还不成熟,为了使机构投资者规范参与治理,需加强对其监管与引导,这样不仅有利于上市公司的发展,也有利于资本市场的稳定。

参考文献:

- [1] MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. American Economic Review, 1958, 48(3):261-297.
- [2] GREENWALD B, STIGLITZ J, WEISS A. Information imperfections and macroeconomic fluctuations[J]. American Economic Review, 1984, 74(3):194-199.
- [3] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 13(2):187-221.
- [4] MYERS S C. The Capital Structure Puzzle[J]. Journal of Finance, 1984, 39(3):574-592.
- [5] BERNANKE B, GERTLER M. Agency costs, net worth, and business fluctuations[J]. American Economic Review, 1989, 79(1):14-31.
- [6] BERNANKE B, GERTLER M. Financial fragility and economic performance[J]. Quarterly Journal of Economics, 1990, 105(1):87-114.
- [7] GERTLER M. Financial capacity and output fluctuations in an economy with multi-period financial relationships[J]. Review of Economic Studies, 1992, 59(3):455-472.
- [8] BRICKLEY J A, LEASE R C, JR SMITH C W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2):267-291.
- [9] CHEMMANUR T J, HE S, HU G. The role of institutional investors in seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(3):384-411.
- [10] DEMIRALP I, D'MELLO R, SCHLINGEMANN F P, et al. Are there monitoring benefits to institutional ownership? Evidence from seasoned equity offerings[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(5):1340-1359.
- [11] 李善民,王彩萍. 机构投资者参与公司治理决策的模型分析[J]. 管理学报, 2009(4):458-463.
- [12] 杨宝,袁天荣. 机构投资者介入、代理问题与公司分红[J]. 山西财经大学学报, 2014(6):90-101.
- [13] 方毅,高莉,蒋逸杨. 机构投资者对企业业绩影响的实证研究——来自于我国中小板企业的证据[J]. 税务与经济, 2013(3):37-44.
- [14] 吴先聪,张健,胡志颖. 机构投资者特征、终极控制人性质与大股东掏空——基于关联交易视角的研究[J]. 外国经济与管理, 2016(6):3-20.

- [15] WAHAL S. Pension fund activism and firm performance[J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 1996, 31(1):1-23.
- [16] MUNIANDY P, TANEWSKI G, JOHL S K. Institutional investors in Australia: Do they play a homogenous monitoring role? [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016, 40(2):266-288.
- [17] 陈佳, 吴立源, 吴泽福. 机构投资者持股、异质性对上市公司债务融资的研究——基于2009—2013年沪深A股的经验证据[C]. 第九届(2014)中国管理学年会—会计与财务分会论文集, 2014.
- [18] 伊志宏, 李艳丽, 高伟. 市场化进程、机构投资者与薪酬激励[J]. *经济理论与经济管理*, 2011(6):75-84.
- [19] 李争光, 赵西卜, 曹丰, 等. 机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2014(5):77-87.
- [20] DAVIS E P. Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector[J]. *Economic Systems*, 2002, 26(3):203-229.
- [21] HELLMAN N. Can we expect institutional investors to improve corporate governance? [J]. *Scandinavian Journal of Management*, 2005, 21(3):293-327.
- [22] 谷婵. 机构投资者持股对上市公司债务融资的影响研究[D]. 长沙: 湖南大学, 2013.
- [23] 黄铮. 机构投资者与上市企业融资约束研究[J]. *经济师*, 2015(11):153-155.
- [24] 李琰, 张立民, 邢春玉. 机构投资者、持续经营审计意见与融资约束——基于非国有企业的证据[J]. *中南财经政法大学学报*, 2016(6):58-67.
- [25] SHLEIFER A, VISHNY R. Large shareholders and corporate control[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3):461-470.
- [26] 宋渊洋, 唐跃军. 机构投资者有助于企业业绩改善吗? ——来自2003—2007年中国上市公司的经验证据[J]. *南方经济*, 2009(12):56-68.
- [27] 赵洪江, 夏晖. 机构投资者持股与上市公司创新行为关系实证研究[J]. *中国软科学*, 2009(5):33-39.
- [28] ALMEIDA H, CAMPELLO M, WEISBACH M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(4):1777-1804.

[责任编辑:黄燕]

A Research on the Influence of Share-holdings of Heterogeneous Institutional Investors on Financing Constraints

WANG Xinhong, LIU Lijun, WANG Qian

(School of Management, Xi'an University of Science & Technology, Xi'an 710054, China)

Abstract: With the increase of institutional investors' shareholding, the institutional investors have more effect on corporate governance, because of this, the asymmetric phenomenon of information and agency costs of listed companies can be improved. Based on the financing constraint model of Almeida, this paper verifies the relationship between institutional investors and financing constraints from the perspective of heterogeneity. The results show that the problem of financing constraints is prevalent in the enterprise. In the non-state-owned enterprises, the pressure-resistant type of institution investors can obviously slow down the financing difficulties, while the pressure-sensitive effect is not obvious. In the state-owned enterprises, the pressure resistance type and the pressure sensitive type have little or no obvious effect on reducing the financing constraints. Being institutional shareholdings, the securities investment funds, social security funds and QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) have longer holding period and the characteristics of pursuit of long-term stable income, so the institutional investors are more willing to participate in internal governance of listed companies and improve corporate governance structure, thereby easing non-state-owned enterprise financing constraints.

Key Words: financing constraints; heterogeneous institutional investors; non-state-owned enterprises; state-owned enterprises; corporate governance; corporate financing decision; capital market