

机构投资者持股与企业短贷长投：抑制还是促进？

董 礼,陈金龙

(华侨大学 工商管理学院,福建 泉州 362021)

[摘 要]利用 2007—2019 年 A 股上市公司的年度数据,针对中国上市公司短贷长投这一现象,研究了机构投资者在其中发挥的作用。研究发现,机构投资者持股使得上市公司进行了更多的短贷长投,且该效应在非国有企业中更加明显。进一步研究发现,只有当机构投资者为非独立型机构投资者时,这种促进作用才显著,且机构投资者数量同样加剧了企业短贷长投。从短贷长投视角考察机构投资者对上市公司债务风险的影响,为治理上市公司短贷长投行为和进一步推动独立型机构投资者发展、完善机构投资者监管提供了参考。

[关键词]短贷长投;机构投资者持股;产权性质;去杠杆;债务危机;融资;金融风险;信息传递;企业价值

[中图分类号]F275;F830.9 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)06-0092-09

一、引言

防范和化解重大金融风险是中国当前及今后一段时期极为重要的任务。与西方发达国家相比,中国的投融资期限错配问题更为普遍和严重^[1],企业债务以短期债务为主,长期债务比例明显低于长期资产比例,由此带来的债务违约风险也更加严峻。融资期限与投资期限匹配是公司金融的基本原则之一,稳健的投融资期限匹配策略应当是用短期资金去投资短期资产,用长期资金去投资长期资产^[2],然而融资约束和长短期资金成本差异促使部分企业短贷长投,当外部冲击导致企业在短期内无法偿还到期贷款时,就会造成企业债务危机。中国不仅在宏观上存在较为严重的投融资期限错配现象,微观上也有大量企业进行短贷长投^[1,3],2008 年金融危机后大量企业资金链断裂、2018 年由民营上市公司债务危机引发的“国货救市”风波,其背后都有短贷长投的身影。中国正处在经济结构转型时期,亟须摆脱以往依赖“债务-投资”驱动的发展模式,为此党中央采取了一系列去杠杆措施,旨在降低高债务率可能带来的系统性金融风险。有研究发现,企业杠杆率与短贷长投之间存在交互效应,短贷长投既弱化了杠杆率的积极作用,又强化了杠杆率的消极作用,并认为如果解决好企业的短贷长投问题,可以达到与去杠杆相同的作用,反之,如果去杠杆导致了企业短贷长投的强化,那么就会削弱去杠杆的效果甚至加剧债务风险^[4]。因此,如何妥善解决中国长期存在的短贷长投问题是防范债务危机的重要内容。

同时,随着中国资本市场的逐步发展,机构投资者在公司投融资和治理方面发挥越来越重要的作用,尤其是伴随着注册制的试点和全面铺开,机构投资者又会迎来一个崭新的发展阶段。那么,机构投资者对上市公司短贷长投行为是否存在显著影响,如果存在,又是如何影响的?这是本文要回答的核心问题。本文拟研究机构投资者持股对企业短贷长投的影响,以丰富关于机构投资者持股的经济后果和企业短贷长投的影响因素等方面的研究。本文可能的贡献在于:(1)尽管来自发达国家的研究普遍认为机构投资者可以提高公司治理水平和资本市场效率,但许多学者对中国资本市场上机构投资者的治理效力存在疑虑。为此,本文从上市公司短贷长投角度出发,分析并检验机构投资者持股对上市公司短贷长投的影响,拓展

[收稿日期]2021-05-15

[基金项目]国家自然科学基金项目(71571074)

[作者简介]董礼(1995—),男,江西赣州人,华侨大学工商管理学院博士生,主要研究方向为公司金融与跨国投资;陈金龙(1965—),男,福建漳州人,华侨大学工商管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为公司金融与金融工程,邮箱:jnlong@hqu.edu.cn。

关于我国机构投资者对上市公司行为的影响研究。(2)短贷长投是影响企业风险的重要因素,也事关我国去杠杆政策的成效,本文的研究结果可以为更好地治理上市公司短贷长投提供参考。(3)资本市场注册制背景下,如何发展机构投资者对于资本市场健康运行至关重要,本文检验异质性机构投资者持股对上市公司短贷长投的影响,将从企业短贷长投视角拓展对独立型和非独立型机构投资者在企业风险治理方面的差异性认识,有助于更加精确地理解不同类型机构投资者发挥的作用,具有一定的启示意义。

二、文献综述

关于机构投资者持股的治理效力,已有文献从多个方面,如公司治理水平、投资者保护、股价崩盘风险、企业投融资效率、企业金融化等对机构投资者的治理效力进行了研究。来自成熟资本市场的证据表明,机构投资者在公司治理和风险治理方面发挥了积极作用^[5-6]。陆瑶等研究发现,我国的机构投资者持股能够显著抑制上市公司的违规倾向^[7],梁上坤发现企业的费用粘性会随着机构投资者持股比例的增加而降低,从而肯定了我国机构投资者的积极治理效应^[8]。但也有文献表明,由于我国市场监督机制的不完善,机构投资者会与上市公司合谋,加剧了代理冲突^[9-10]。机构投资者对企业投资效率的影响因机构类型而异,基金、长线机构投资者可以缓解企业投资不足,提高企业投资效率^[11]。在当前我国经济“脱实向虚”的背景下,机构投资者进一步推动了上市公司尤其是民营企业的金融化^[12]。董纪昌等研究发现,机构投资者持股与股价崩盘风险的关系因市场化程度和资本市场效率而异,由于我国总体市场环境较差,机构投资者对股价崩盘风险的影响以加剧效应为主^[13]。

短贷长投指的是企业将短期贷款投入到长期资产项目,是一种激进的投融资期限匹配策略。已有文献表明,短贷长投会降低投资效率^[3]、增加企业风险^[3-4,14]。针对实践中出现的短贷长投现象,一些学者对其成因进行了研究。从宏观上看,货币政策和金融市场是造成企业短贷长投的关键因素。钟凯等利用A股上市公司数据的经验研究结果表明,尽管短贷长投对企业绩效和财务风险具有负面影响,但这是除了商业信用之外企业应对融资不足的又一替代性方案,他们并且认为货币政策适度性水平的提高有利于抑制企业短贷长投^[3]。Fan和Titman基于中国和美国的跨国样本实证研究发现,制度环境稳定性及法律制度健全性可以抑制企业对短期贷款的依赖程度,增强银行供给长期贷款的意愿^[15]。马红等的研究结果也支持了这些观点,他们认为,中国商业银行提供长期贷款的意愿不强,导致短贷长投更可能是一种被动接受,这是造成企业短贷长投的关键因素,而产融结合则有利于缓解企业短贷长投行为^[16]。作为金融市场改革的重要部分,利率市场化增强了银行提供长期贷款的意愿,并降低了企业的融资约束程度,进而缓解了企业的短贷长投行为^[17]。此外,政府官员的政绩诉求也是导致企业短贷长投的重要因素^[18]。从微观上看,企业管理者的过度自信是造成短贷长投的主观因素^[19]。上市公司为高管购买董责险诱发了董事高管的风险行为,企业短贷长投程度显著提高^[20]。

综上所述,现有文献从不同角度研究了机构投资者持股对上市公司的影响,但并没有取得一致的结论。部分研究认为机构投资者能够发挥积极治理的作用,而部分研究则认为机构投资者的投机主义行为对上市公司的治理和风险起到了负面作用。关于上市公司短贷长投的影响因素研究已有很多,但注意到机构投资者持股在其中发挥作用的文献尚未见到。本文拟将二者纳入同一研究框架,考察机构投资者持股对上市公司短贷长投行为的影响及分析企业产权性质的调节效应,并进一步探索不同类型机构投资者对上市公司短贷长投影响的差异,为治理企业短贷长投提供新的思路。

三、理论分析与研究假说

机构投资者可以通过内部行动和外部行动来参与公司治理。前者指的是机构投资者以股东身份对公司的发展和经营管理提出意见和建议,当持股比例达到一定程度时,还可以提名并委任董事,从而对企业的经营管理产生实质性影响,并对其他大股东和管理层展开监督。后者指的是机构投资者通过控

制权市场阻止管理层的反收购行动,还可以“用脚投票”,抛售公司股票,通过资本市场的“信号传递”机制对管理层进行施压。因此,机构投资者持股对企业短贷长投应当存在影响。本文认为,机构投资者持股对企业短贷长投的影响存在两种不同的渠道,即抑制渠道和加剧渠道。

抑制渠道主要是通过机构投资者监督企业的机会主义行为以及缓解企业融资约束来发挥作用。首先,机构投资者作为公司大股东,与企业的投资、经营和管理息息相关,从而更有动力监督管理层^[21-22]。其次,机构投资者较个人投资者更加理性和专业,从而更有能力监督管理层^[23-24]。多数研究表明,企业短贷长投会加剧财务风险,降低企业的投资效率和财务绩效^[3-4],通常会带来负面的经济后果。因此,机构投资者可以发挥其监督作用,通过内部行动和外部行动来遏制企业短贷长投行为。此外,企业进行短贷长投的直接原因在于融资约束^[3,16]。对商业银行来说,信贷契约中的一项重要条款就是债务期限结构,提高短期贷款占比可以加强对企业的监督,约束企业的机会主义行为^[25],而机构投资者能够有效缓解信息不对称^[26],从而降低债权人面临的逆向选择风险,进而缓解企业融资约束^[27]。因此,机构投资者可能遏制了企业短贷长投行为。

加剧渠道主要源自机构投资者的“掏空效应”。机构投资者可能追求短期投资回报,对企业管理层的机会主义行为视而不见,甚至与企业管理层合作,协助管理层进行市值管理,操纵股价。尤其是在中国这个新兴市场上,投资者以散户为主,机构投资者所占比重不高,且中小投资者保护机制薄弱,这就使得机构投资者容易忽视长期价值投资,转而把重心放在“割韭菜”上。李志生等就发现,中国股市上的机构投资者分析师会通过向个人投资者“荐股”进行利益输送和内幕交易,导致个人投资者的利益向机构投资者转移^[10]。有研究认为,高质量企业有能力承担短贷长投带来的流动性风险,在信息不对称的金融市场中,投融资期限错配可以向投资者传递出企业具有高质量、抗风险能力强的积极信号,从而有利于提升企业的市场价值^[28]。基于这个理论,机构投资者可能会促使企业进行短贷长投以提高公司市值。并且,企业进行短贷长投的重要原因在于,即使面临长期资金约束,但为了快速“做大”企业,还是会选择进行长期资产投资。而中国资本市场的投资者又以散户为主,这些投资者通常没有能力判断企业快速扩张下隐藏的风险或者缺乏规避风险的理性,反而会因为企业的快速扩而对企业的未来充满信心,再配合上机构投资者的“炒作”和“操纵”,公司股价就会在一定时期内保持高位。当内外部形势发生变化,企业现金流受到冲击时,机构投资者由于在信息获取和甄别方面的优势,可以提前退出,最后当企业因短贷长投入入资金链断裂的困局时,广大散户便成为公司股权的最终持有者,从而机构投资者既能快速实现投资收益,又能提前规避风险。因此,机构投资者可能助长了企业短贷长投。

综上所述,机构投资者在上市公司短贷长投行为中既可能遏制企业短贷长投行为,又可能助长企业短贷长投,因此,本文提出以下竞争性假说:

H_{1a}: 机构投资者持股比例越高,企业短贷长投程度越低。

H_{1b}: 机构投资者持股比例越高,企业短贷长投程度越高。

在中国特殊的经济制度环境下,产权性质差异是上市公司的典型特征之一。一方面,与非国有企业相比,国有企业需要额外承担诸如稳定就业、社会养老、支持地方经济发展等政策性负担^[29]。无论是从抑制渠道还是加剧渠道来看,机构投资者对非国有企业短贷长投的影响都可能强于其对国有企业短贷长投的影响。一些研究认为,虽然机构投资者能够改善公司治理水平,但是国有企业面临较多的行政干预,导致机构投资者的治理作用无法在国有企业中充分发挥^[30],而甄红线和王谨乐研究发现,机构投资者持股对企业融资约束的缓解作用在非国有企业中更加明显^[27]。因此,若机构投资者通过抑制渠道对企业短贷长投发挥作用,那么这种作用应当在非国有企业中更明显。另一方面,国有企业的性质决定了其在经营目标方面与非国有企业存在巨大差异。国有企业的高管以政治晋升为首要目标,企业价值并非其主要追求,加之国有企业的风险激励不足,国企高管通常具有“求稳”心态,会规避高风险的投融资行为,以谋求在任内不出现重大投资及经营失误,而国有企业的风险承担水平较低也被一些经验研究所

证实^[31-32]。短贷长投是一种高风险的投融资行为,若没有来自政府投资任务的压力,国有企业一般不会主动进行短贷长投。因此,若机构投资者通过加剧渠道对企业短贷长投发挥作用,这种作用也应当在非国有企业中更明显。综上,本文提出如下假说:

H₂:机构投资者持股对企业短贷长投的影响在非国有企业中更加明显。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择2007—2019年A股上市公司的年度数据作为研究样本,遵照通常的数据处理办法,剔除了金融行业公司、ST公司、资产负债率大于1的公司、IPO当年及相关变量缺失的样本,同时对公司层面的连续型变量进行上下1%的winsorize处理,最终参与基准回归的样本观测数为17930条。本文的数据全部来自于CSMAR数据库和RESSET数据库。

(二) 相关变量

1. 被解释变量。本文的被解释变量为企业短贷长投程度(*SFLI*),参考相关文献的做法^[3,16],我们利用长期资金缺口来衡量企业短贷长投程度,具体计算公式为:短贷长投程度=[购建长期资产支付的现金-(长期借款增加额+权益增加额+出售长期资产收回的现金+经营现金流量净额)]/上一年末总资产。其中,长期借款增加额=本期长期借款余额-上期长期借款余额+一年内到期的非流动负债,权益增加额=本期权益余额-上期权益余额。该指标大致可以反映企业当期购建长期资产中需要由短期贷款提供资金支持的程度,在有关企业短贷长投方面的文献上得到了广泛应用^[3,16]。

2. 解释变量。本文的解释变量为机构投资者持股比例(*InsShare*),参考已有文献做法^[8],以机构投资者持股数占公司总股数的比例衡量。

3. 控制变量。借鉴已有文献^[3,16],本文选取企业规模(*Size*)、杠杆率(*Lev*)、盈利能力(*ROA*)、公司成长性(*Growth*)、投资机会(*Q*)、固定资产占比(*Fixed*)、公司年龄(*Age*)、股权集中度(*Top*)、高管持股比例(*HS*)作为企业层面的控制变量,同时控制了时间固定效应(*Year*)和个体固定效应(*Firm*)。变量具体说明详见表1。

(三) 模型设定

为检验机构投资者持股对企业短贷长投的影响,本文构建以下回归模型:

$$SFLI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 InsShare_{i,t} + \alpha_j Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon \quad (1)$$

其中,*Controls*表示控制变量。本文进一步在模型(1)的基础上加入机构投资者持股与企业产权性质的交乘项,以考察产权性质差异带来的影响:

$$SFLI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 InsShare_{i,t} + \alpha_2 InsShare_{i,t} \times SOE_{i,t} + \alpha_3 SOE_{i,t} + \alpha_j Controls_{i,t} + Year + Firm + \varepsilon \quad (2)$$

考虑到企业短贷长投程度越高,可能越容易获得机构投资者青睐,本文将机构投资者持股比例设定为年初值(上一年年末值),而短贷长投程度取年末值,从而可以在一定程度上缓解反向因果的关系。

表1 变量说明

变量符号	变量名称	变量含义
<i>SFLI</i>	短贷长投程度	[购建长期资产支付的现金-(长期借款增加额+权益增加额+出售长期资产收回的现金+经营现金流量净额)]/上一年末总资产
<i>InsShare</i>	机构投资者持股比例	机构投资者持股数量与总股数之比
<i>Size</i>	企业规模	总资产的自然对数
<i>Lev</i>	杠杆率	资产负债率
<i>ROA</i>	盈利能力	总资产净利率
<i>Growth</i>	成长性	营业收入增长率
<i>Q</i>	投资机会	托宾Q值
<i>Fixed</i>	固定资产占比	固定资产净额与总资产之比
<i>Age</i>	企业年龄	成立年限的自然对数
<i>Top</i>	股权集中度	第一大股东持股数量与总股数之比
<i>HS</i>	高管持股比例	高管持股数量与总股数之比
<i>SOE</i>	产权性质	若为国有企业取值为1,否则取值为0

五、回归结果分析

(一) 描述性统计

表2为主要变量的描述性统计结果。从表2可以看到,短贷长投程度(*SFLI*)的最大值为0.259,最小值为-1.712,均值为-0.119,标准差为0.256,尽管均值较小,表明上市公司的总体短贷长投程度不高,但不同上市公司之间的短贷长投程度差异较大,部分上市公司存在较为严重的短贷长投行为。机构投资者持股比例(*InsShare*)的均值为0.39,标准差为0.261,说明中国资本市场的机构投资者相对薄弱,且不同企业之间的机构持股比例差距较大。

表2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	样本量
<i>SFLI</i>	-0.119	0.256	-1.712	0.259	17930
<i>InsShare</i>	0.390	0.261	0.000	0.906	17930
<i>SOE</i>	0.481	0.500	0.000	1.000	17930

(二) 回归结果分析

表3报告了模型(1)和模型(2)的回归结果。从第(1)列可以看到,机构投资者持股(*InsShare*)的系数在1%水平上显著为正,说明机构投资者持股比例越高,企业短贷长投程度就越高,从而拒绝了假说H_{1a},支持了假说H_{1b},即机构投资者助长了企业短贷长投。第(2)列是国有企业子样本的回归结果,第(3)列是非国有企业子样本的回归结果,可以看到,无论是国有企业样本还是非国有企业样本,机构投资者持股(*InsShare*)的系数均在1%水平上显著为正,说明机构投资者持股既加剧了国有企业短贷长投,也加剧了非国有企业短贷长投。同时,在国有企业样本中,*InsShare*的系数为0.0578,小于其在非国有企业样本中的系数0.1547,说明机构投资者持股对企业短贷长投的加剧作用可能在非国有企业中更明显。为此,对模型(2)进行回归,结果如表3第(4)列所示,*InsShare*的系数依然显著为正,同时机构投资者持股比例与企业产权性质的交互项(*InsShare* × *SOE*) 在5%水平上显著为负,从而支持了假说H₂,即机构投资者对企业短贷长投的影响在非国有企业中更加明显。

表3 回归结果

	(1)全样本	(2)国有企业	(3)非国有企业	(4)全样本
<i>InsShare</i>	0.0964 *** (6.6642)	0.0578 *** (3.4242)	0.1547 *** (5.5752)	0.1390 *** (5.6204)
<i>InsShare</i> × <i>SOE</i>				-0.0679 ** (-2.4660)
<i>SOE</i>				0.0659 *** (3.5261)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.3186	0.3567	0.3059	0.3195
观测值	17930	8632	9298	17930

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。下同。

(三) 机制检验

回归结果表明,机构投资者持股不仅没有抑制企业短贷长投,反而加剧了企业短贷长投。正如理论分析部分指出的,加剧渠道主要源自机构投资者和上市公司的“合谋”,机构投资者可能为了追求短期投资回报,对企业管理层的机会主义行为视而不见,甚至默许企业通过短贷长投这种风险行为来盲目扩张。因此,如果机构投资者持股对企业短贷长投的加剧作用源于“合谋”,那么机构投资者持股对企业短贷长投的加剧效应应当在掏空行为较严重的企业中更加明显。为此,本文将全部样本划分为掏空行为较轻组和掏空行为较重组。若企业当年掏空行为的严重程度低于全部企业掏空行为严重程度的中位数,那么就属于掏空行为较轻组,反之则属于掏空行为较重组。参考已有文献^[33],本文将“其他应收款增加额/营业收入”作为企业当年掏空行为的代理变量,其依据在于,其他应收款能够较好地衡量关联交易和直接的资金占用,可以较为全面地反映出大股东掏空行为。回归结果如表4所示,在掏空行为较重的样本

表4 “合谋”检验结果

	(1)掏空行为较重	(2)掏空行为较轻
<i>InsShare</i>	0.1393 *** (5.5185)	0.0505 *** (2.6816)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes
R ²	8961	8969
观测值	0.3760	0.2361
组间系数差异P值	0.067	

组, *InsShare* 的系数为 0.1393,而在掏空行为较轻的样本组, *InsShare* 的系数为 0.0505,小于掏空行为较重组中的系数,且系数差异在 10% 的统计水平上显著。这说明,在当前市场环境较差的情况下,机构投资者表现出了与企业合谋的倾向,这使得机构投资者持股不仅没有抑制企业短贷长投,反而加剧了企业短贷长投这一风险行为。

(四) 稳健性检验

因果识别涉及内生性问题,包括因果倒置、测量误差、遗漏变量。尽管本文采用了机构投资者持股比例的年初值,在一定程度上缓解了因果倒置的内生性问题,但由此可能造成测量偏差,因为机构投资者持股比例的年初值可能无法全面反映本期的机构投资者持股情况。然而,使用年末的机构投资者持股比例又可能存在反向因果的问题。要解决内生性问题,最好的途径是找到一个合适的工具变量。为此,本文参考已有文献的做法^[13,34],并借鉴财务学领域常用的工具变量构造方法,进行了以下内生性处理:使用当年机构投资者持股比例的季度平均值衡量机构投资者持股情况,同时使用上一年末机构持股比例的行业均值作为工具变量,进行面板工具变量回归。使用上一年末机构持股比例的行业均值作为工具变量的依据在于,机构持股比例的行业均值对单个企业而言是外生的,与模型中未控制的变量没有直接关系,不会直接影响单个企业的短贷长投行为,而滞后一期值又进一步强化了其外生性,从而满足工具变量的外生性要求,并且上一年末的机构持股比例行业均值显然会对当年的机构投资者持股行为产生影响,从而满足工具变量的相关性要求。从面板工具变量的检验结果看,工具变量的不可识别检验、弱工具变量检验和过度识别检验均得以通过,说明工具变量的选取是适当的。在使用当期机构投资者持股比例和工具变量进行回归后,机构投资者持股比例(*InsShare*)的回归系数仍然显著为正,与产权性质的交互项系数(*InsShare* × *SOE*)仍然显著为负。以上回归结果见表 5 第(1)列和第(2)列。由于机构投资者持股比例的季度数据缺失较多,导致样本量从 17930 条减少至 13629 条,为防止因样本量较大规模减少导致的计量偏误,我们用这 13629 条观测值对基准模型进行重新回归,结果仍然不变。

本文还进行了以下稳健性检验:第一,构造短贷长投哑变量(*SFLI_DUM*),替换被解释变量。当变量 *SFLI* 大于 0 时,*SFLI_DUM* 取值为 1,表示企业在当期进行了短贷长投,反之取值为 0,表示企业在当期没有进行短贷长投。由于被解释变量 *SFLI_DUM* 是二值变量,故进行 Logit 回归,回归结果见表 5 第(3)列和第(4)列。第二,在计算长期借款增加额时不考虑一年内到期的非流动负债,重新计算短贷长投程度,回归结果见表 5 第(5)列和第(6)列。第三,考虑到房地产行业具有较强的金融属性及比较特殊的投融资模式,将其从样本中剔除,回归结果见表 5 第(7)列和第(8)列。上述一系列的稳健性检验说明机构投资者持股确实加剧了企业短贷长投,且该作用在非国有企业中更加明显。

表 5 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>InsShare</i>	0.1918 ** (2.2932)	0.3650 *** (2.6362)	0.2025 * (1.8952)	0.5071 *** (3.7949)	0.0909 *** (6.5077)	0.1302 *** (5.4600)	0.0964 *** (6.6642)	0.1390 *** (5.6204)
<i>InsShare</i> × <i>SOE</i>		-0.1777 ** (-2.4504)		-0.6253 *** (-3.4855)		-0.0628 ** (-2.3609)		-0.0679 ** (-2.4660)
<i>SOE</i>		0.1012 *** (3.3867)		0.0802 (0.9135)		0.0617 *** (3.2953)		0.0659 *** (3.5261)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
识别不足检验 P 值	0.0000	0.0000						
弱工具变量检验 F 值	411.170	120.248						
过度识别检验	equation exactly identified							
R ² /伪 R ²	0.3016	0.2918	0.2069	0.2082	0.3190	0.3198	0.3186	0.3195
观测值	13629	13629	17930	17930	18600	18600	17930	17930

六、进一步探讨

(一) 考虑机构投资者类型

已有文献指出,不同类型的机构投资者会产生不同的经济后果^[8,35]。通常认为,与企业存在业务关系的机构投资者一般会对企业的投融资决策和经营管理秉持中立态度乃至完全支持企业管理层,这类机构投资者被称为非独立型机构投资者或压力敏感型机构投资者。而与企业仅存在投资关系的机构投资者既有动力也有能力去监督企业管理层,这类机构投资者被称为独立型机构投资者或压力抵制型机构投资者。为了进一步探索不同类型机构投资者对企业短贷长投的影响是否存在异质性,本文借鉴已有研究^[8,35],将基金、合格境外投资者、社保基金划归为独立型机构投资者,持股比例之和记为 *InsShare_A*;将券商、银行、保险公司、信托公司、财务公司等划归为非独立型机构投资者,持股比例之和记为 *InsShare_B*;其余机构投资者持股比例之和记为 *InsShare_C*。然后,将 *InsShare_A*、*InsShare_B* 和 *InsShare_C* 放入模型(1)中进行回归。

表6第(1)至第(3)列分别列示了仅加入 *InsShare_A*、*InsShare_B* 和 *InsShare_C* 的回归结果。从第(1)列可以看到,在仅加入独立型机构投资者持股比例时,*InsShare_A* 的系数在5%水平上显著为负,说明独立型机构投资者持股不仅不会促使企业短贷长投,还可能抑制企业短贷长投。第(2)列和第(3)列的回归结果表明,非独立型机构投资者和其他机构投资者加剧了企业短贷长投。第(4)列同时加入 *InsShare_A*、*InsShare_B* 和 *InsShare_C*,此时 *InsShare_A* 的系数为负但不显著,*InsShare_B* 和 *InsShare_C* 的系数依然显著为正。根据以上回归分析可以得出结论:只有非独立型机构投资者才会加剧企业短贷长投,而独立型机构投资者不会加剧企业短贷长投。

(二) 考虑机构投资者数量

除了机构投资者持股比例以外,机构投资者数量也可能影响企业短贷长投。然而,机构投资者数量如何影响企业短贷长投也不明确。一方面,机构投资者数量越多,进行“合谋”或“一致行动”的协调就越困难,“合谋”或“一致行动”失败的概率就越大,提高了机构投资者炒作股票价格的风险成本,从而形成“抑制效应”。另一方面,机构投资者数量越多,一些机构投资者“搭便车”的可能性就越大,从而削弱了原本可能存在的监督效力,且一些主力机构投资者可以发挥其“领头羊”的作用,使用自身资金撬动其他机构投资者的资金,从而形成“加剧效应”。本文对此进行了检验,结果如表7所示。从第(1)列可以看到,在不控制机构投资者持股比例(*InsShare*)的情况下,机构投资者数量(*InsNum*)的系数在1%水平上显著为正;第(2)列同时加入了机构投资者持股数量(*InsNum*)和机构投资者持股比例(*InsShare*),二者均显著为正。以上结果表明,随着机构投资者数量的增加,企业短贷长投程度会提升。这也从另一个角度反映了机构投资者对企业短贷长投的加剧效应。

七、结论性评述

降低企业债务风险关系到中国经济的可持续发展。本文针对中国长期以来存在的短贷长投现象,

表6 考虑机构投资者类型

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>InsShare_A</i>	-0.0738 ** (-2.4360)			-0.0496 (-1.6243)
<i>InsShare_B</i>		0.6300 *** (5.9735)		0.6449 *** (6.0588)
<i>InsShare_C</i>			0.0947 *** (6.4546)	0.0956 *** (6.4911)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.2949	0.2967	0.2978	0.3001
观测值	16904	16904	16904	16904

表7 考虑机构投资者数量

	(1)	(2)
<i>InsShare</i>		0.0832 *** (5.7309)
<i>InsNum</i>	0.0009 *** (12.0465)	0.0008 *** (11.5294)
Controls	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes
R ²	0.3229	0.3251
观测值	17912	17912

研究了机构投资者对企业短贷长投的影响。研究发现,随着机构投资者持股比例的上升,上市公司的短贷长投程度也会提升,且这种加剧效应在非国有企业中更加明显。进一步研究发现,只有当机构投资者为非独立型机构投资者时,这种促进作用才显著,且机构投资者数量同样加剧了企业短贷长投。

据此,本文提出如下政策建议:(1)上市公司短贷长投是诱发债务违约和股价崩盘的重要因素,而在投机氛围浓厚的中国股市,机构投资者治理效应较弱,机构投资者持股后与企业内部人“合谋”,放任甚至推动企业进行风险较高的短贷长投行为。因此,要进一步健全资本市场监管制度,规范机构投资者行为,重视机构投资者对企业债务风险的影响,积极抑制机构投资者对企业债务风险的负面效应。(2)由于非独立型机构投资者的利益与上市公司深度关联,较难发挥其监督治理作用,从而显著提高了企业短贷长投程度,而独立型机构投资者可以更好地发挥监督治理作用。因此,建议监管者要重点监控非独立型机构投资者在企业短贷长投行为上发挥的作用,加快发展独立型机构投资者,妥善处理非独立型机构投资者在企业债务风险方面的不利影响。(3)对企业来说,短贷长投会加剧债务风险,应当努力克制自身短贷长投的意愿,并利用好机构投资者持股对企业融资约束的缓解作用,合理调整自身的投融资期限结构,降低财务风险。

本文丰富了机构投资者持股的经济后果及企业短贷长投影响因素方面的研究,对于治理企业短贷长投问题,倡导独立型机构投资者发展具有一定的启示意义。未来研究还可以从以下方面进行拓展:(1)企业短贷长投的一个重要成因是金融市场的不完备,那么机构投资者持股对企业短贷长投的影响是否会受到如货币政策、资本市场效率等外部环境的影响?(2)完善公司内部治理能否抑制机构投资者持股对企业短贷长投的加剧效应?

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]Morris J. On corporate debt maturity strategies[J]. Journal of Finance, 1976,31(1):29-37.
- [3]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.
- [4]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):127-141.
- [5]Hartzell J C, Starks L T. Institutional investors and executive compensation[J]. Journal of Finance,2003, 58(6):2351-2374.
- [6]Callen J L, Fang X. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? [J]. Journal of Banking & Finance,2013,37(8):3047-3063.
- [7]陆瑶,朱玉杰,胡晓元.机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究[J].南开管理评论,2012(1):13-23.
- [8]梁上坤.机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J].管理世界,2018(12):133-148.
- [9]雷倩华,柳建华,季华.机构投资者、内幕交易与投资者保护——来自中国上市公司资产注入的证据[J].金融评论,2011(3):29-39.
- [10]李志生,李好,刘淳.天使还是魔鬼?——分析师媒体荐股的市场效应[J].管理科学学报,2017(5):66-81.
- [11]唐松莲,林圣越,高亮亮.机构投资者持股情景、自由现金与投资效率[J].管理评论,2015(1):24-35.
- [12]刘伟,曹瑜强.机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗?[J].财贸经济,2018(12):80-94.
- [13]董纪昌,庞嘉琦,李秀婷,等.机构投资者持股与股价崩盘风险的关系——基于市场变量的检验[J].管理科学学报,2020(3):73-88.
- [14]Cheng F, Chiao C, Fang Z, et al. Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China [J]. Finance Research Letters, 2020,33.
- [15]Fan J P H, Titman S. An international comparison of capital structure and debt maturity choices[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2012,47(1):23-56.
- [16]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.
- [17]徐亚琴,陈娇娇.利率市场化能抑制企业投融资期限错配么?[J].审计与经济研究,2020(5):116-127.

- [18] 邱穆青,白云霞. 官员访问与企业投融资期限错配[J]. 财经研究, 2019(10):138-152.
- [19] 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.
- [20] 赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等. 董事高管责任保险降低了企业风险吗? ——基于短贷长投和信贷获取的视角[J]. 管理世界, 2019(10):160-171.
- [21] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy. 1986, 94(3):461-488.
- [22] 潘越,戴亦一,魏诗琪. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗:基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析[J]. 南开管理评论, 2011(1):69-81.
- [23] Utama S, Cready W M. Institutional ownership, differential predisclosure precision and trading volume at announcement dates: The case of earnings announcements[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24(2):129-150.
- [24] 叶松勤,徐经长. 机构投资者治理与公司现金持有价值[J]. 经济与管理研究, 2013(8):15-27.
- [25] Datta S M, Raman K. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt[J]. Journal of Finance, 2012, 60(5):2333-2350.
- [26] Cornett M M, Marcus A J, Saunders A. The impact of institutional ownership on corporate operating performance[J]. Journal of Banking & Finance, 2007, 31(6):1771-1794.
- [27] 甄红线,王谨乐. 机构投资者能够缓解融资约束吗? ——基于现金价值的视角[J]. 会计研究, 2016(12):51-57.
- [28] Campello M, Giambona E, Graham J R, et al. Liquidity management and corporate investment during a financial crisis[J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24(6):1944-1979.
- [29] Lin J Y, Cai F, Li Z. Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform[J]. American Economic Review, 1998, 88(2):422-427.
- [30] 孙光国,刘爽,赵健宇. 大股东控制、机构投资者持股与盈余管理[J]. 南开管理评论, 2015, 18(5):75-84.
- [31] Boubakri N, Cosset J, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization[J]. Journal of Finance and Economics, 2011, 108(3):641-658.
- [32] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究, 2013(9):112-124.
- [33] 刘井建,李惠竹,张冬妮,等. 高管股权激励与大股东掏空抑制研究:大股东异质特征和制度情境的调节效应[J]. 管理工程学报, 2020(3):20-31.
- [34] 张涤新,李忠海. 机构投资者对其持股公司绩效的影响研究——基于机构投资者自我保护的视角[J]. 管理科学学报, 2017(5):82-101.
- [35] Brickley J A, Lease R C, Smith C W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20:267-291.

[责任编辑:黄燕]

Do Institutional Investors Holding Stocks Inhibit or Improve Enterprise Short-term Debt for Long-term Investment?

DONG Li, CHEN Jinlong

(Business School, Huaqiao University, Quanzhou 362021, China)

Abstract: In view of the phenomenon of short-term debt for long-term investment of China's listed companies, this paper studies the role of institutional investors in it. Based on the data of listed companies from 2007 to 2019, we find that institutional investors promoted more short-term debt for long-term investment in listed companies and the effect is more obvious in non-state-owned enterprises. Further research shows that the promotion effect is remarkable only when the institutional investors are non-independent ones, and the number of institutional investors also aggravates the phenomenon. This paper examines the impact of institutional investors on debt risk of listed companies from the perspective of short-term debt for long-term investment, which provides a reference for the governance of short-term debt for long-term investment behavior, further promotes the development of independent institutional investors and improves the supervision of institutional investors.

Key Words: short-term debt for long-term investment; institutional investors holding stocks; nature of property right; deleveraging; debt crisis; financing; financial risk; information delivery; enterprise value