

机构投资者如何影响企业全要素生产率?

于成永, 李昊翔

(南京财经大学 会计学院 江苏 南京 210023)

[摘要] 作为证券市场主导力量,机构投资者在提升企业全要素生产率方面发挥着积极作用。在理论推演了二者关系的基础上,运用2009—2017年沪深A股上市公司进行数据检验,研究发现:机构持股者对被投资企业全要素生产率具有明显促进作用,且稳定型机构投资者对全要素生产率的促进作用明显强于交易型机构投资者。进一步研究发现,稳定型机构投资者能够通过影响财务冗余与内部控制提升全要素生产率,而交易型机构投资者对全要素生产率并无直接影响,但可以通过影响企业内部控制水平促进全要素生产率。

[关键词] 机构投资者;全要素生产率;财务冗余;内部控制水平;创新驱动;资本市场发展;信息不对称

[中图分类号] F272.1 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2020)02-0059-11

一、引言

随着中国经济增长主要驱动力由投资驱动转向创新驱动,如何提升企业全要素生产率已经成为学术界研究热点和实务界亟待解决的难点。自2000年开始,证监会提出“超常规发展机构投资者”政策,以券商为代表的机构投资者队伍迅速崛起,成为影响中国资本市场发展的重要力量,标志着资本市场针对机构投资者改革的序幕正式拉开。根据申万宏源《中国证券投资者结构分析》公布数据显示,中国专业机构投资者持股市值占A股市场比重呈现逐年上升的趋势,并且以长期价值投资为代表的保险机构正成为超越公募基金的重要力量。既有研究表明,机构投资者在企业信息披露、企业绩效和企业创新能力的提升等方面发挥着重要作用^[1-2]。

机构投资者能够提升企业全要素生产率吗?如是,机构投资者的异质性在影响企业全要素生产率中是否存在差异?现阶段,直接研究机构投资者影响企业全要素生产率的文献尚未见报道。有关机构投资者与创新能力关系的研究观点大致分为两类:一类是机构投资者短视论。这类观点认为机构投资者关注企业短期利益而较少关注企业的长期发展。Porter认为机构投资者由于较难获得企业的内部信息而难以捕捉企业的长远发展机会是造成其短视行为的主要动因^[3]。Ederer等提出,机构投资者虽然以专业技能参与企业管理,但与企业内部经理人存在信息不对称,企业进行研发创新活动导致的短期利益下降会让机构投资者误认为企业管理层能力不足,进而会导致管理层因恐惧被解雇而放弃创新行为^[4]。赵洪江和夏晖研究发现,中国机构投资者对企业创新影响并不显著,进一步研究发现,部分类型的机构投资者并不关注企业的长期发展行为^[5]。另一类是机构投资者的前瞻论。该观点认为,机构投资者倾向于参与企业管理,通过增强企业创新能力进而从企业中长期发展中取得利益。Black认为机构投资者由于持股份额较大,因此有动机通过细致分析市场与企业信息,对企业长期发展进行合理全面的评估^[6]。Gillan等认

[收稿日期] 2019-08-27

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71272239);国家社会科学基金项目(18BGL073);江苏省研究生科研创新计划(KYCX18-1362);江苏省哲学社会科学项目(17GLB024);江苏省财税协同创新中心课题(XDCSXTZB011)

[作者简介] 于成永(1971—),男,江苏淮安人,南京财经大学会计学院教授,硕士生导师,主要研究方向为企业兼并与重组、企业价值评估,邮箱:yycynju@126.com.;李昊翔(1995—),男,安徽淮北人,南京财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为公司理财、企业创新绩效。

为,由于机构投资者对企业投入大量资金而更倾向于进行长期投资,其能够凭借专业能力选择具有创新能力的企业作为投资对象,并通过参与企业管理进一步激发企业创新能力^[7]。王新红等认为,相比于其他投资者,机构投资者较容易获得企业内部信息,积极将这些信息传达给企业利益相关者,并能够通过与企业互换信息的方式达到规避目标企业披露信息不足的劣势^[8]。曾春华等基于经理人职业生涯假说,通过对2013—2016年中国A股上市公司数据进行分析发现,长期机构投资者显著促进了企业的创新能力,并且这种促进作用在高度产品竞争市场与民营企业中效果更为显著^[9]。

综上可以发现,现有文献在机构投资者影响企业创新能力以及异质机构投资者参与企业治理的问题上已经进行了相对充分的研究,形成了正反两种针锋相对的理论观点和相应假设的支持证据,这为本文关注的企业创新能力的相似视角——全要素生产率提供了理论推演基础,为认识机构投资者对全要素生产率的影响提供了有益思路。但是,在探究机构投资者的“生产率效应”的微观作用机制方面,学者始终未进行系统性的实证探究。因此,本文从全要素生产率的视角出发,重点研究机构投资者对于企业全要素生产率的影响以及两者的微观作用机制。

本文可能的贡献在于:(1)从企业层面上探讨机构投资者与被投资企业全要素生产率的关系以及机构投资者的异质性在这一影响中地位的差异性,可以丰富现有机构投资者影响企业创新的文献,从机构投资者及其异质性视角发展企业全要素生产率理论;(2)在机构投资者与全要素生产率关系相关理论基础上进行机构投资者影响全要素生产率的作用机制分析,剖析财务冗余决策与内部控制的中介作用,可以为机构投资者影响全要素生产率路径寻找经验证据。

二、理论分析与研究假设

机构投资者基于企业的长期价值与持续发展能力的判断做出是否对上市公司进行投资的决策,因而可以推断,机构投资者持股有利于提升企业全要素生产率。一是机构持股者使用自有资金或由各方筹集而来的资金在资本市场上进行运作和管理,以期获得利益。从散户投资者的视角出发,基于信托关系要求,机构投资者有义务采取各种决策措施参与公司治理来保护投资者利益,且机构投资者进出目标企业往往意味着千万级甚至数亿级的资金流通。因此,当企业因各种原因导致经营业绩变差时,机构投资者要想在短时间内退出目标企业并不可能。从这个角度看,机构投资者应更倾向于对目标企业实施监管并积极向其提供各种市场信息以弥补高级管理层进行决策时的信息不足^[10]。二是从目标企业的视角出发,机构持股者购买其股票成为股东的过程,为企业带来大量的“源泉活水”,即以“冗余资源”的形式存在于公司之中,扩大了企业冗余资源存量,一方面缓解了企业的融资约束,另一方面,当机构投资者凭借着庞大的资金量介入成为拥有话语权的股东后,便拥有对“冗余资源”的决策建议权,即如何使得企业的冗余资源更好地为企业长期目标所服务^[11-12]。三是机构投资者以“用手投票”的方式优化了企业内部控制环境,缓解了因经理人短视行为而导致的委托代理问题。这是因为,以技术创新、组织架构变革等带来的全要素生产率的提升往往具有长期性、高风险性以及信息不对称等特征,极易诱使管理层产生因惧怕创新活动失败而减少投资的避险情绪以及对组织结构变革的抵触情绪。在此情境中,一方面,机构投资者凭借着其庞大的投资网络整合目标企业所需的信息与知识,在其所投资的企业间建立起沟通的桥梁,产生企业间的思维碰撞,为目标企业的管理层带来先进的经营理念与管理思维,实现对企业经营决策和投融资决策深度优化以及企业资源的高效整合,提升企业价值;另一方面,机构投资者可以凭借其较大的持股比例向管理层施压和改变企业组织架构,实现管理层目标与股东利益的趋同性,使得管理层更加注重企业的长期发展^[13]。四是机构投资者对目标企业的投资强化了企业对管理层决策的容错机制。这是由于公司股东通常将提升全要素生产率的活动失败原因归结于企业管理层决策的失误,为促使企业创新与机构改革的“实干型”领导者贴上能力不足和管理不善等标签,从而极易使得管理层产生职业忧虑与声誉

担忧。而机构投资者相较于目标企业的个人股东而言,其拥有的多元化投资组合往往使得其具有较高的风险承受能力,从而降低由于决策失败对管理层问责的可能性,增强对管理层的保护^[14]。从上述分析看,机构投资者通常通过直接或间接的方式促进企业管理效率,帮助企业决策,改进企业治理,因而能够促进企业全要素生产率提升。因此本文提出如下假设:

假设1:机构投资者持股对企业全要素生产率的提升具有显著正向促进作用。

不同类型的机构投资者对企业的监督积极性存在较大差异。已有研究表明,机构投资者由于存在持股动机和持股偏好的差异,其投资企业的交易行为、参与企业管理的积极性等方面均有所不同。如Bush-ee将机构投资者分为短暂型、准指数型以及专注型机构投资者三种,并指出专注型机构投资者更倾向于关注企业的长期发展^[15]。Brickley等根据机构持股者独立性问题,将机构持股者分类为压力敏感型机构投资者与压力抵抗型机构投资者,并指出压力敏感型机构投资者因与被投资企业存在直接或间接的商业联系而缺乏参与公司治理的积极性,而压力抵抗型机构投资者则与之相反^[16]。

牛建波等按照投资偏好与投资期限将机构投资者分为稳定型机构投资者与交易型机构投资者^[17]。其中,稳定型机构投资者往往关注的是企业的长期利益并且具备较高的参与企业经济管理的积极性;而交易型机构投资者的持股目的往往是获得股价差额,具有明显的投机性,是企业的“短线投资客”。企业全要素生产率提升往往需要整合各项资源,包括机构投资者的持续参与。因此,对于稳定型机构投资者,其为企业提供持续的资金支持并且关注企业资本增值为其带来的利润,往往会积极地从公司内外部获得与企业相关的信息,积极与企业管理层沟通,参与公司治理,并依据企业的长期经营业绩表现对企业进行较为客观的评价。而对于交易型机构投资者而言,他们由于缺乏参与公司治理的积极性而懒于参与公司治理,甚至在极端情况下,当企业为了长期目标而牺牲短期利益时交易型机构投资者会以“用脚投票”的方式对待他们,因此,交易型机构投资者往往会成为市场“暴涨暴跌”的始作俑者,这不利于企业全要素生产率的提升。由上述分析可知,企业的稳定型机构投资者相对于交易型机构投资者更加关注企业的长期发展。因此本文提出如下假设:

假设2:相较于交易型机构投资者而言,稳定型机构投资者更有利于企业全要素生产率的提升。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

考虑到2008年次贷危机可能产生的影响以及数据的可获得性,本文选取2009—2017年沪深两市上市公司为样本,并依次剔除了金融业、ST类、PT类企业以及主要变量缺失的样本。企业全要素生产率计算数据、机构投资者以及人力投入回报率数据来自Wind数据库,其余变量均来自国泰安数据库。为减少异常值对回归结果的影响,本文对连续性变量进行了1%和99%的Winsorize处理。

(二)机构投资者的划分

参考牛建波等的观点,我们将机构持股者划分为稳定型机构持股者和交易型机构持股者^[17]。具体划分方法如下:

$$SD_{it} = \frac{INVH_{it}}{STD(INVH_{it-3}, INVH_{it-2}, INVH_{it-1})} \quad (1)$$

$$STABLE_{it} = \begin{cases} 1, SD_{it} \geq MEDIAN(SD_{ij}) \\ 0, \text{其他} \end{cases} \quad (2)$$

我们分别采用时间和行业两个维度划分机构持股者类型。首先,以机构投资者持股比例除以其前三年持股比例标准差来度量机构持股者的持股动机,其中前三年机构持股比例标准差表示企业机构持股者的持股稳定性,即:标准差越小,该公司机构投资者稳定性越强;反之,则越弱。其次,计算同年度、同行业

机构投资者持股比例除以其前三年持股比例标准差的中位数。最后,当该公司机构投资者持股比例除以其前三年持股比例标准差数值大于同行业、同年度中位数,则认定为稳定型机构投资者;反之,则为交易型机构投资者。

(三)实证模型

为检验机构投资者对全要素生产率影响,本文构建如下检验模型:

$$TFP_{ijkt} = \alpha_1 + \alpha_2 \times INVH_{ijk(t-1)} + \sum \beta_n \times Control_{ijkt} + industry_{ij} + province_{ik} + year_{it} + \xi_{ijkt} \quad (3)$$

为检验异质性机构投资者对全要素生产率的影响,并考虑“虚拟变量陷阱”(即虚拟变量对模型解释变量间的多重共线性问题)对回归结果的影响,本文借鉴许长新和杨李华的研究^[18],构建如下检验模型:

$$TFP_{ijkt} = \alpha_1 + \alpha_2 \times INVH_{ijk(t-1)} + \alpha_3 \times INVH_{ijk(t-1)} \times STABLE_{ijk(t-1)} + \sum \beta_n \times Control_{ijkt} + industry_{ij} + province_{ik} + year_{it} + \xi_{ijkt} \quad (4)$$

其中,被解释变量 TFP 为企业的全要素生产率,本文以企业当期投资作为代理变量的OP法(非参数法)计算全要素生产率进行基准回归分析,并将常规方法OLS法(参数法)计算的全要素生产率作为稳健性检验,以确保结论的稳健性。解释变量 $INVH$ 是企业机构持股者持股数占总股本的比值。若方程(3) $INVH$ 的系数 α_2 显著大于0,则意味着机构持股者对目标企业全要素生产率的提升具有显著的正向促进作用。若方程(4)的 $INVH \times STABLE$ 的系数 α_3 显著大于0,则说明稳定型机构投资者相比于交易型机构投资者对 TFP 的影响更大,即说明机构异质性对企业全要素生产率的提升发挥重要作用。 $Control$ 表示影响全要素生产率(TFP)的控制变量。既有研究探究企业全要素生产率的影响因素主要包括以下几个方面:(1)企业所处的市场及其环境,如融资约束、政策扶持力度和知识产权保护等。(2)企业自身特性,如企业规模、企业年龄和企业性质等。(3)企业行为特征,如董事会参与企业管理的力度、企业投资回报率等。据此,本文选取的控制变量具体包括:企业规模($Lnasset$)、资产负债率(Lev)、第一大股东股权比例($Shareholder-1$)、企业年龄(Age)、董事会规模($Board$)、企业性质(SOE)、公司成长性($TobinQ$)、人力投入回报率(Rop)等作为控制变量。 $Industry$ 、 $province$ 、 $year$ 表示行业、省份、时间固定效应。 ζ 为随机扰动项,假设 $E(\zeta)=0$ 。变量定义参见表1。

表1 主要变量含义

变量名	符号	含义
全要素生产率	TFP	基于OP法计算全要素生产率,并以OLS法计算全要素生产率进行稳健性检验
机构持股比例	$INVH$	公司每年年末机构投资者持股数与公司总股本之比表示
企业规模	$Lnasset$	公司年末总资产的自然对数
资产负债率	Lev	公司负债总额占企业资产总额的百分比
第一大股东股权比例	$Shareholder-1$	公司第一大股东所持股份数占总股份数的比值
企业年龄	$lnage$	公司年龄的自然对数
董事会规模	$Boardnum$	公司董事会人员总人数
企业性质	SOE	若为国有企业则为1,反之则为0
公司成长性	$tuobingQ$	企业的托宾Q值
人力投入回报率	$human$	公司税前利润与员工薪酬合计之比
财务冗余	$Slack$	[货币资金+交易性金融资产+0.7×(应收票据净额+应收账款净额)+0.5×存货净额-短期借款]/资产总额;以上指标超过所在行业均值的数量衡量企业财务冗余
内部控制质量	ICQ	深圳迪博企业风险管理股份有限公司公布的内部控制指数的自然对数

四、实证分析

(一)描述性统计和相关性分析

表2为主要变量的描述性统计结果。从表2可以看出,企业OP法计算的全要素生产率的均值为

7.478,且标准差在0.5左右,说明企业间全要素生产率的差距不大,提升全要素生产率是当前企业共同面对的问题。机构投资者持股比例为0.431,标准差为0.224,表明目前A股上市公司的机构持股比例存在一定差距。样本中稳定型机构持股者的比例为0.505,则说明中国资产市场中机构投资者持股动机向长期稳定型持股靠拢。

本文对主要变量进行了Pearson相关性分析,检验结果如表3所示,其中,机构持股比例与全要素生产率存在显著的正相关关系,表明机构持股比例越大,公司全要素生产率越大。全要素生产率与公司资产规模、股权集中度等指标呈现显著的正相关关系,表明具备良好的经营业绩与规模经济的企业全要素生产率较高。

表2 主要变量的描述性统计

variable	N	mean	p50	min	max	sd
<i>tfp op</i>	15321	7.478	7.446	6.115	9.210	0.530
<i>INVH</i>	15321	0.431	0.443	0.00400	0.890	0.224
<i>STABLE</i>	15321	0.505	1	0	1	0.500
<i>lnasset</i>	15321	22.26	22.10	19.23	26.11	1.272
<i>lnage</i>	15321	2.811	2.833	1.792	3.555	0.292
<i>Boardnum</i>	15321	8.838	9	5	15	1.770
<i>Shareholde~1</i>	15321	34.79	32.77	8.259	75.84	15.09
<i>tuobingQ</i>	15321	2.123	1.547	0.143	18.68	2.012
<i>SOE</i>	15321	0.476	0	0	1	0.499
<i>Lev</i>	15321	0.470	0.471	0.0530	1.100	0.207
<i>human</i>	15321	156.3	92.80	-460.4	1695	235.0
<i>Market</i>	15321	7.890	8.070	-0.300	11.11	1.932
<i>CPI</i>	15321	1.350	1.359	1.079	1.735	0.0970
<i>Slack</i>	11646	-0.0310	-0.0290	-0.617	0.432	0.172
<i>ICQ</i>	14783	6.493	6.515	2.194	6.903	0.154

表3 主要变量相关性分析

variable	<i>tfp op</i>	<i>INVH</i>	<i>lnasset</i>	<i>lnage</i>	<i>Boardnum</i>	<i>Shareholde~1</i>	<i>tuobingQ</i>	<i>SOE</i>	<i>Lev</i>	<i>human</i>
<i>tfp op</i>	1									
<i>INVH</i>	0.214***	1								
<i>lnasset</i>	0.499***	0.369***	1							
<i>lnage</i>	0.607***	-0.023***	0.060***	1						
<i>Boardnum</i>	0.109***	0.173***	0.266***	-0.025***	1					
<i>Shareholde~1</i>	0.081***	0.469***	0.278***	-0.177***	0.060***	1				
<i>tuobingQ</i>	-0.165***	-0.120***	-0.517***	-0.0110	-0.190***	-0.129***	1			
<i>SOE</i>	0.100***	0.307***	0.269***	-0.018**	0.253***	0.279***	-0.260***	1		
<i>Lev</i>	0.142***	0.126***	0.417***	0.071***	0.164***	0.097***	-0.431***	0.260***	1	
<i>human</i>	0.270***	0.107***	0.209***	0.049***	-0.00800	0.095***	-0.052***	-0.024***	0.020**	1

注:***表示1%的水平显著,**表示5%的水平显著。

(二)机构投资者与全要素生产率关系基准回归

表4列(1)至列(3)汇报了企业机构投资者持股比例对全要素生产率影响的检验结果,即对模型(3)的检验结果。列(1)为未加入控制变量和控制行业、时间、地区固定效应的简单检验,可以发现机构投资者持股比例的系数为0.4724,在1%水平上显著为正,即机构投资者持股比例与全要素生产率(*TFP*)存在显著的正向关系,表现为机构投资者对全要素生产率的促进作用。列(2)为仅加入控制变量的估计结果,可以发现,机构投资者持股比例的系数在数值和显著性方面均有所下降,但仍然显著。考虑到全要素生产率(*TFP*)在行业、时间、地区方面存在差异,列(3)控制了行业、时间、地区固定效应,即控制了不可观察因素在行业、时间、地区上对全要素生产率的影响,结果显示机构投资者持股比例与全要素生产率的系数为0.0714,并且在1%水平上仍然显著为正。综上所述,本文认为,机构投资者对全要素生产率具有显著的促进作用,即假设1得到支持。

表4列(4)至列(6)为异质性机构与全要素生产率关系的回归结果。本文重点关注列(6),即在加入控制变量以及控制了行业、时间、地区固定效应后的估计结果,由之可以发现,交互项*INVH*×*STABLE*系数为0.0240,并且在5%的水平下显著,表现为相对于交易型机构投资者而言稳定型机构投资者对全要素生产率的更具有显著促进作用。上述证据支持了假设2。

(三)稳健性检验

1. 剔除样本与更换变量

为保证本文结论的稳健性,本文进行了一系列稳健性检验。(1)考虑到并购活动对探究机构投资者对企业全要素生产率关系产生的外部影响,剔除了2009—2017年发生重大资产重组后的样本。(2)为避免特殊样本对本文结果的干扰,即四大一线城市的全要素生产率水平及增速明显高于国内其他地区^[19],剔除了四大一线城市后的样本。(3)更换被解释变量:基于OLS法计算的全要素生产率(TFP)进行稳健性检验。检验结果如表5所示,三组稳健性检验结果表明,机构投资者持股比例与全要素生产率的系数显著为正,即机构投资者对企业全要素生产率具有明显的促进作用;投资者持股比例和机构异质性交互项INVH×STABLE系数显著为正,即相比于交易型机构投资者,稳定型机构投资者对全要素生产率的影响更大。稳健性结果与前文结果基本一致,说明本文的结果是稳健的。

2. 内生性问题的处理

虽然本文在相应模型中已经考虑了影响企业全要素生产率的一系列变量,并且控制了行业、时间、地区固定效应,但仍存在遗漏变量的可能性,这可能导致本文检验结果存在偏误。另外,机构投资者与企业全要素生产率之间也可能存在反向因果关系,表现为注重提升企业全要素生产率的企业偏向于选择稳定型机构投资者,以便于为其提供及时的市场信息。为进一步确保研究的可靠性,本文以两阶段最小二乘估计方法(2SLS)和解决弱工具变量问题的有限信息最大似然法(LIML)进行检验。借鉴温军和冯根福的做法^[20],本文以样本公司是否属于沪深300指数包括的公司以及企业所在行业机构平均持股比例作为工具变量进行回归分析,这是因为:(1)机构投资者偏好蓝筹股和行业偏好度等原因决定了机构投资者持股比例和是否属于沪深300与机构投资者行业持股比例均值具有高度相关性,表明该工具变量满足相关性;(2)无证据指出上述工具变量与企业的全要素生产率具有相关性,即满足了排他性的要求。具体回归结果见表6。表6的列(1)和列(2)汇报了总样本采用2SLS与LIML回归的结果,机构持股比例(INVH)的系数分别为0.8048与0.8054且1%水平上显著,进一步支持了假设1的稳健性。为进一步探究稳定型机构投资者对全要素生产率的影响

表4 机构投资者对全要素生产率影响的回归检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>
INVH	0.4724*** (23.82)	0.0773*** (5.02)	0.0714*** (4.73)	0.3668*** (14.93)	0.0585*** (3.34)	0.0541*** (3.16)
INVH*STABLE				0.1416*** (7.28)	0.0261** (2.12)	0.0240** (2.02)
<i>lnasset</i>		0.1990*** (64.77)	0.1866*** (54.90)		0.1988*** (64.68)	0.1864*** (54.84)
<i>lnage</i>		1.0859*** (97.31)	1.0774*** (89.33)		1.0843*** (96.76)	1.0757*** (88.88)
<i>Boardnum</i>		0.0058*** (3.28)	0.0069*** (3.89)		0.0058*** (3.26)	0.0068*** (3.86)
<i>Shareholders1</i>		0.0015*** (6.34)	0.0015*** (6.55)		0.0015*** (6.36)	0.0015*** (6.56)
<i>tuobingQ</i>		0.0205*** (8.71)	0.0188*** (7.33)		0.0203*** (8.64)	0.0187*** (7.28)
<i>SOE</i>		0.0028 (0.42)	0.0121* (1.73)		0.0016 (0.25)	0.0109 (1.56)
<i>Lev</i>		-0.2033*** (-10.78)	-0.1218*** (-6.21)		-0.2032*** (-10.77)	-0.1220*** (-6.23)
<i>human</i>		0.0003*** (17.28)	0.0004*** (20.01)		0.0003*** (17.28)	0.0004*** (19.99)
<i>_cons</i>	7.3291*** (762.69)	-0.1414** (-1.96)	0.1291 (1.54)	7.3386*** (758.60)	-0.1303* (-1.80)	0.1403* (1.67)
行业固定效应	否	否	是	否	否	是
时间固定效应	否	否	是	否	否	是
省份固定效应	否	否	是	否	否	是
N	12508	12508	12508	12508	12508	12508
<i>r2_a</i>	0.0418	0.6132	0.6389	0.0459	0.6133	0.6390

注:括号内为t统计量;***表示1%的水平显著,**表示5%的水平显著,*表示10%的水平显著。下同。

表5 稳健性检验:剔除样本与更换变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	剔除重大资产重组	剔除一线城市	剔除一线城市	剔除一线城市	更换被解释变量	更换被解释变量
	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_ols</i>	<i>tfp_ols</i>
INVH	0.0782*** (4.80)	0.0610*** (3.30)	0.0654*** (3.80)	0.0352* (1.83)	0.0730*** (5.47)	0.0433*** (2.85)
INVH*STABLE		0.0237* (1.89)		0.0419*** (3.03)		0.0411*** (3.86)
N	11166	11166	9249	9249	12498	12498
<i>r2_a</i>	0.6389	0.6390	0.6325	0.6328	0.0831	0.0841

效果是否大于交易型机构投资者,本文分组对稳定型机构投资者与交易型机构投资者样本采用2SLS与LIML法进行了回归,结果如列(3)至列(6)所示。以2SLS法回归结果为例,稳定型机构投资者持股比例的系数与交易型机构投资者的系数分别为1.1659和0.7094,两者呈现倍数关系,且在1%的水平上显著。这一结果表明,稳定型机构投资者对全要素生产率的促进作用强于交易型机构投资者,进一步支持了假设2的稳健性。

从表6的回归结果可以看出,机构持股比例与全要素生产率(TFP)之间仍然存在显著的正向相关性,并且异质机构投资者与全要素生产率的关系的检验结果与前文一致。

五、中介路径探索

(一) 冗余资源

冗余资源管理是现代企业管理中的重要组成部分,Bourgeois认为冗余资源是企业中存在的起缓冲作用的各项资源的集合,其存在的目的是缓解企业的内外部压力对企业造成的风险^[21]。

财务冗余作为冗余资源的重要组成部分,凭借着其高流动性等特点,成为企业可以迅速调用的低风险资金。根据资源配置理论和组织行为理论分析,企业内部各项资源转化为“生产率”往往受到资源稀缺性、有限性的限制,财务冗余作为企业内部存在的、可以在企业各种用途上自由流动的非沉淀资产,其存在不仅增强了管理层应对内外部风险的可操作性,而且促使决策者积极探索提升企业价值的方式,有利于企业各项创新活动的有效开展^[22]。毕晓方等以高新技术上市公司数据为样本研究发现,企业财务冗余可以显著促进企业创新投入的增加,并且对探索式创新的正向促进作用显著大于开放式创新^[23]。由此可以推断,企业财务冗余管理对TFP的提升应具有影响。

综上,对于企业而言,高财务冗余决策是企业全要素生产率提升的催化剂。一方面,由于全要素生产率是除企业资本和劳动力投入以外其他资源导致的产出增加,是企业技术升级、组织架构改造的综合作用结果,实施这些行为会给企业带来较高风险;另一方面,虽然企业“无形资源”是全要素生产率提升的动因,但全要素生产率的提升仍需要资本的不断推动。企业的财务冗余资源不仅能够一定程度缓解企业提升全要素生产率的风险,而且为企业提供了大量的低成本的资金来源。机构投资者作为企业治理的重要参与者,其有动机通过影响企业财务冗余的相关决策,进而促进全要素生产率的提升。

(二) 内部控制质量

企业的内部控制管理本质上是企业旨在确保经营目标的有效实现、资产完整性以及会计信息准确性

表6 稳健性检验:工具变量法

变量	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)	
	总样本		总样本		稳定型机构投资者		稳定型机构投资者		交易型机构投资者		交易型机构投资者	
	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>
	2SLS	LIML	2SLS	LIML	2SLS	LIML	2SLS	LIML	2SLS	LIML	2SLS	LIML
<i>INVH</i>	0.8048***	0.8054***	1.1578***	1.1659***	0.7094***	0.7525***	(9.31)	(9.32)	(6.46)	(6.47)	(4.40)	(4.49)
<i>lnasset</i>	0.1501***	0.1501***	0.1344***	0.1340***	0.1500***	0.1483***	(27.22)	(27.20)	(12.14)	(12.05)	(16.74)	(16.14)
<i>lnage</i>	1.0639***	1.0639***	1.1607***	1.1612***	1.0735***	1.0728***	(82.15)	(82.13)	(43.46)	(43.39)	(50.58)	(49.98)
<i>Boardnum</i>	0.0015	0.0015	0.0005	0.0005	0.0015	0.0012	(0.77)	(0.77)	(0.18)	(0.17)	(0.41)	(0.34)
<i>Shareholders1</i>	-0.0022***	-0.0022***	-0.0036***	-0.0037***	-0.0023***	-0.0025***	(-4.44)	(-4.44)	(-3.70)	(-3.72)	(-2.68)	(-2.82)
<i>tuobingQ</i>	0.0110***	0.0110***	0.0011	0.0009	0.0168***	0.0166***	(4.76)	(4.76)	(0.22)	(0.19)	(4.53)	(4.45)
<i>SOE</i>	-0.0320***	-0.0320***	-0.0126	-0.0127	-0.0092	-0.0122	(-3.57)	(-3.57)	(-1.03)	(-1.03)	(-0.52)	(-0.67)
<i>Lev</i>	-0.0820***	-0.0820***	0.0001	0.0007	-0.1181***	-0.1169***	(-4.21)	(-4.21)	(0.00)	(0.02)	(-3.54)	(-3.47)
<i>human</i>	0.0004***	0.0004***	0.0003***	0.0003***	0.0005***	0.0005***	(26.76)	(26.76)	(13.27)	(13.23)	(17.38)	(17.20)
<i>_cons</i>	0.9670***	0.9677***	0.8380***	0.8437***	0.9624***	0.9948***	(7.86)	(7.86)	(4.26)	(4.28)	(4.82)	(4.87)
行业固定效应	是	是	是	是	是	是						
时间固定效应	是	是	是	是	是	是						
省份固定效应	是	是	是	是	是	是						
<i>N</i>	12508	12508	4491	4491	4092	4092						
<i>r²_a</i>	0.5677	0.5675	0.5340	0.5327	0.5772	0.5682						

的一系列管理活动。因此,提升内部控制质量是企业降低代理成本、提升企业价值的关键。2008年《企业内部控制基本规范》等一系列法律法规要求企业建立并完善内部控制制度,并且需要企业管理层以及会计师定期对企业内部控制质量作出合理评价。现有研究证明,企业内部控制质量在解决企业非效率投资、融资约束以及促进企业创新等方面发挥着重要作用。基于“有效监督假说”,作为企业重要的外部监督者,机构投资者凭借着雄厚的资金优势、专业的技术团队以及多渠道的信息来源,比个人投资者更有动力抑制企业内部控制缺陷、提升内部控制质量。一方面,董事会作为企业内部控制制度制定的重要参与者,对企业的内部控制管理起到决定性作用。机构投资者一般持有上市公司较多的股权,通常能够在企业的董事会中拥有相应的席位,其能够凭借自己的专业知识以及参与其他企业先进经验的董事会涉及提升企业内部控制质量的相关决议提出合理意见。另一方面,对于机构投资者而言,其往往能够从企业外部获得大量与企业内部控制质量相关的信息并将这些信息传递给企业,能够使得企业合理评价企业内部控制质量,进一步提升企业内部控制水平。由此可见,机构投资者在提升企业内部控制质量方面发挥着重要作用。而对于内部控制与全要素生产率的相关研究主要集中在内部控制质量与创新的关系上。钟凯和吕洁等基于研发投资视角研究发现,内部控制质量与上市公司创新投资效率呈现显著的正相关关系^[24]。但也有研究认为,有效的内部控制对企业的创新具有显著的抑制作用,如Bargeron等认为,有效的内部控制制度抑制了企业管理层的风险意识,进而降低了企业的创新能力^[25]。由此可见,机构投资者能够通过影响企业的内部控制水平进而影响企业的全要素生产率。

机构投资者是否积极干预企业财务冗余资源管理与协助企业完善的内部控制制度,取决于机构持股者的持股动机、投资偏好等因素。稳定型机构投资者由于关注企业的长期利益而积极参与企业的治理,其凭借着拥有的专业知识团队,能够协助企业制定合理的财务冗余策略与完善的内部控制制度,进而影响企业的全要素生产率的提升。相较而言,交易型机构投资者的短视行为则使得其参与企业监管的意识不足,仅可能在企业行为为机构投资者带来损失的前提下才会积极参与企业治理,而在企业高级管理层基于自利行为调整企业冗余结构或降低内部控制质量以求获得更大利益等情况下可能持有视而不见的态度。

(三)模型设计

为探究机构持股者影响全要素生产率的作用路径,本文采用Baron等提出的中介模型^[26]进行检验:

$$Slack_{ijk(t-1)} = \alpha + \alpha_3 \times INVH_{ijk(t-1)} + \sum \beta_n \times Control_{ijk} + industry_{ij} + province_{ik} + year_{it} + \xi_{ijk} \quad (5)$$

$$TFP_{ijk} = \alpha + \alpha_4 \times INVH_{ijk(t-1)} + \alpha_5 Slack_{ijk(t-1)} + \sum \beta_n \times Control_{ijk} + industry_{ij} + province_{ik} + year_{it} + \xi_{ijk} \quad (6)$$

$$ICQ_{ijk(t-1)} = \alpha + \alpha_3 \times INVH_{ijk(t-1)} + \sum \beta_n \times Control_{ijk} + industry_{ij} + province_{ik} + year_{it} + \xi_{ijk} \quad (7)$$

$$TFP_{ijk} = \alpha + \alpha_4 \times INVH_{ijk(t-1)} + \alpha_5 ICQ_{ijk(t-1)} + \sum \beta_n \times Control_{ijk} + industry_{ij} + province_{ik} + year_{it} + \xi_{ijk} \quad (8)$$

其中 $Slack$ 表示财务冗余程度,本文借鉴Cleary的方法度量企业的财务冗余水平^[27]; ICQ 为内部控制的代理变量,本文借鉴国内关于内部控制的相关研究,选取了深圳迪博企业风险管理公司公布的内部控制指数的自然对数进行衡量^[28]。其余变量与模型(3)一致。

(四)机构投资者对全要素生产率影响路径分析

在模型(3)的基础上,本文进一步探究了机构投资者对企业全要素生产率提升的路径,即机构投资者如何通过干预企业财务冗余管理与内部控制质量进而促进全要素生产率的提升问题。表7中列(2)的估计结果显示,机构投资者可以显著提升企业财务冗余水平,其系数为0.0313并在1%的水平上显著;列(3)显示,企业的财务冗余水平有利于全要素生产率的提升,机构投资者可以通过影响企业财务冗余决策来影响企业的全要素生产率。表7的列(4)至列(6)的估计结果显示,在对财务冗余的影响上,稳定型机构投资者有利于提升企业财务冗余水平,进而提升了企业全要素生产率,而交易型机构持股者对财务冗余的影响不显著。上述结果初步表明,机构投资者通过参与企业决策提升财务冗余水平,从而提升了由财务冗

余增加而带来的TFP提升效应,但这一影响机制因不同类型的机构投资者而存在差异。

同理,表8汇报了机构投资者影响全要素生产率的另一条路径的估计结果,从列(2)至列(3)的估计结果可以看出,机构投资者对企业内部控制质量存在显著的正向促进作用(系数为0.0480并在1%的水平上显著);并且企业的内部控制水平的提升有利于全要素生产率的提升。由上述结果可以得出,机构投资者可以通过提升被投资企业的内部控制水平进而提升企业的全要素生产率。表8的列(4)至列(6)的结果表明,稳定型机构投资者的持股水平对企业的内部控制水平具

有显著的正向促进作用,并且最终正向影响企业全要素生产率;列(7)至列(9)的结果表明,交易型机构投资者对全要素生产率并没有直接影响,但其可以通过影响企业的内部控制水平进而对企业全要素生产率造成间接影响。上述研究结果表明,稳定型机构投资者对内部控制质量的影响远高于交易型机构投资者,即在相同的持股条件下,稳定型机构投资者对内部控制质量的影响更大,且最终均能正向促进全要素生产率的提升。因此可以得出,无论是稳定型机构投资者还是交易型机构投资者,其均可以通过影响企业内部控制水平影响企业全要素生产率,且稳定型机构投资者作用于内部控制质量进而对全要素生产率的影响更强。

(五)中介比例估计

在上述初步检验的基础上,本文对模型的中介效应是否显著进行了Sobel检验。由检验结果可以看出:(1)从财务冗余的视角出发,稳定型机构投资者对企业财务冗余影响较大,而交易型机构投资者对企业财务冗余几乎不存在影响;从内部控制水平的视角出发,稳定型机构投资者对全要素生产率不仅具有直接影响,而且可以通过影响企业的内部控制水平提升全要素生产率,而对于交易型机构投资者而言,其对全要素生产率的提升并不具有直接影响,但其可以通过影响企业内部控制质量进而影响全要素生产率。(2)从间接效应占总效应的比例可以看出,无论是OP法还是OLS法计算的全要素生产率,稳定型机构投资者对企业全要素生产率的影响均有10%左右的比例通过提升企业财务冗余水平和内部控制质量来实现,而对于交易型机构投资者而言,其对全要素生产率水平影响也有10%~20%的比例通过影响内部控制质量来实现。以上结果进一步说明,对于交易型机构投资者而言,其对全要素生产率影响的路径少于稳定型机构投资者;对于企业的发展而言,企业应尽可能吸引稳定型机构投资者。

六、结论性评述

本文以2009—2017年A股上市公司为样本,构建了机构投资者影响企业全要素生产率的理论框架,

表7 路径分析:财务冗余管理

	总样本			稳定型机构投资者			交易型机构投资者		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>tfp_op</i>	<i>Slack</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>Slack</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>Slack</i>	<i>tfp_op</i>
<i>INVH</i>	0.0714*** (4.73)	0.0313*** (3.89)	0.0647*** (3.75)	0.1179*** (4.97)	0.0530*** (4.30)	0.1141*** (4.37)	0.0330 (1.62)	0.0050 (0.46)	0.0216 (0.92)
<i>Slack</i>			0.2298*** (9.88)			0.2072*** (6.52)			0.2529*** (7.27)
<i>N</i>	12508	9210	9210	6567	4910	4910	5941	4300	4300
<i>r²_a</i>	0.6389	0.2118	0.6387	0.6264	0.2169	0.6259	0.6439	0.2169	0.6448

注:以上回归均加入了的控制变量,并控制了行业、时间、地区的固定效应。

表8 路径分析:内部控制质量

	总样本			稳定型机构投资者			交易型机构投资者		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>tfp_op</i>	<i>ICQ</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>ICQ</i>	<i>tfp_op</i>	<i>tfp_op</i>	<i>ICQ</i>	<i>tfp_op</i>
<i>INVH</i>	0.0714*** (4.73)	0.0480*** (6.48)	0.0698*** (4.59)	0.1179*** (4.97)	0.0613*** (6.93)	0.1151*** (4.78)	0.0330 (1.62)	0.0342*** (2.99)	0.0306 (1.50)
<i>ICQ</i>			0.1189*** (4.65)			0.1492*** (4.38)			0.0900** (2.51)
<i>N</i>	12508	12048	12123	6567	6315	6338	5941	5733	5785
<i>r²_a</i>	0.6389	0.1436	0.6445	0.6264	0.1794	0.6313	0.6439	0.1133	0.6499

注:以上回归均加入了的控制变量,并控制了行业、时间、地区的固定效应。

从微观层面探究机构投资者与全要素生产率之间的关系,关注机构投资者异质视角下稳定型机构投资者与交易型机构投资者对企业全要素生产率的不同影响。通过回归分析发现,机构投资者总体持股比例对全要素生产率具有显著的提升作用,其中,无论是OP法或OLS法计算的全要素生产率,结果都是注重企业长期发展的稳定型机构投资者对全要素生产率的提升作用大于以追求短期价格差为主的交易型机构投资者对全要素生产率的影响。在进一步研究中,本文创新性地引入“财务冗余”与“内部控制质量”指标,探究其在机构投资者与全要素生产率关系中的作用,基于机构投资者异质性视角探究机构投资者是否通过影响企业财务冗余管理水平进一步作用于全要素生产率的提升。研究发现,财务冗余与内部控制是机构投资者影响全要素生产率两种重要途径。可以看到,稳定型机构投资者一方面较为积极地参与被投资企业财务冗余管理,即更倾向于企业保持一种较高的财务冗余水平,并且有效促进了全要素生产率的提升;另一方面,其通过信息共享、参与董事会治理等方式提升内部控制质量,进而发挥提升全要素生产率水平的作用。而交易型机构投资者对全要素生产率并无直接影响,但其可以通过影响企业内部控制质量水平提升被投资企业的全要素生产率。

当前中国外部经济与政治环境正面临严峻考验,经济转型换挡升级处于关键期。基于上述研究,本文认为:(1)从宏观层面上,中国应大力鼓励机构投资者发展,注意外部经济环境与政策对资本市场的冲击,注重稳定型机构投资者群体的发展,不能让机构投资者沦为“投机”行为的始作俑者;鼓励机构投资者参与企业管理,以使之成为企业重要的外部监管力量。(2)从微观层面进行分析,企业应当进一步完善公司治理结构,以便投资者更好地参与企业的经营管理,引入注重企业长期发展的稳定型机构投资者,同时也应引导短期机构投资者投资行为,做到扬长避短。

基于未来研究考虑,一方面,鉴于目前国内外文献对机构投资者的分类方式较多,本文研究了稳定型与交易型两类机构投资者,在此基础上,建议后续研究重点可以考虑其他的划分方式,如压力敏感型机构投资者与压力抵抗型机构投资者以及战略投资者与财务投资者等;另一方面,从本文的研究结论看,机构投资者影响全要素生产率路径的“黑匣子”极其丰富,除本文探究的财务冗余、内部控制质量外,一些中介路径,如信息不对称、代理问题等仍具有进一步探索的价值。

参考文献:

- [1] Pound J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1-2):237-265.
- [2] Brav A, Jiang W, Thomas R S, et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4):1729-1775.
- [3] Porter M E. Capital disadvantage: america's failing capital investment system[J]. *Harvard business review*, 1992, 70(5):65-82.
- [4] Ederer F, Manso G. Is Pay-For-Performance detrimental to innovation?[J]. *Management Science*, 2013, 59(7):1496-1513.
- [5] 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.
- [6] Black B. Watching agents: The promise of institutional investor voice[J]. *Jouranal of Applied Corporate Finance*, 1992, 5(3):19-32.
- [7] Gillan S L, Starks L T. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional Investors: A global perspective[J]. *Journal of Applied Finance*, 2003, 13(2):4.
- [8] 王新红,刘利君,王倩.异质机构投资者持股对融资约束的影响研究[J].*南京审计大学学报*,2018(1):69-78.
- [9] 曾春华,张弛,陈险峰.机构投资者能促进企业创新吗?——基于“经理人职业生涯假说”的视角[J].*海南大学学报(人文社会科学版)*,2019(2):44-53.
- [10] 罗付岩.机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理[J].*管理评论*,2015(3):174-184.
- [11] 龙婷,衣长军,李雪,等.股权集中度、机构投资者与企业对外直接投资决策——冗余资源的调节作用[J].*国际贸易问题*,2019(2):129-144.
- [12] Bowen F E. Organizational slack and corporate greening: broadening the debate[J]. *British Journal of Management*, 2002, 13(4):305-316.

- [13] 李越冬,严青.机构持股、终极产权与内部控制缺陷[J].会计研究,2017(5):85-91.
- [14] 邓伟,成园园,王涛.反收购条款、机构投资者与股价信息含量[J].会计与经济研究,2019(2):62-82.
- [15] Bushee B J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. Accounting Review, 1998, 73(3): 305-333.
- [16] Brickley J A, Lease R C, Smith C. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2):267-291.
- [17] 牛建波,吴超,李胜楠.机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J].管理评论,2013(3):48-59.
- [18] 许长新,杨李华.异质性视角下机构投资者影响企业创新的路径[J].金融经济学研究,2018(6):67-78.
- [19] 余泳泽.异质性视角下中国省际全要素生产率再估算:1978—2012[J].经济学(季刊),2017(3):1051-1072.
- [20] 温军,冯根福.异质机构、企业性质与自主创新[J].经济研究,2012(3):53-64.
- [21] Bourgeois L J. On the measurement of organizational slack[J]. Academy of Management Review, 1981(1):29-39.
- [22] 陈晓红,王艳,关勇军.财务冗余、制度环境与中小企业研发投入[J].科学学研究,2012(10):1537-1545.
- [23] 毕晓方,翟淑萍,姜宝强.政府补贴、财务冗余对高新技术企业二元创新的影响[J].会计研究,2017(1):46-52+95.
- [24] 钟凯,吕洁,程小可.内部控制建设与企业创新投资:促进还是抑制?——中国“萨班斯”法案的经济后果[J].证券市场导报,2016(9):30-38.
- [25] Bargeron L, Lehn K, Zutter C J. Sarbanes-oxley and corporate risk-taking[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 49(1-2):34-52.
- [26] Baron R M, Kenny D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic and statistical considerations.[J]. Journal of personality and social psychology, 1986, 51(6):1173-1182.
- [27] Cleary S. The relationship between firm investment and financial status[J]. Journal of Finance, 2010(2):673-692.
- [28] 刘浩,许楠,时淑慧.内部控制的“双刃剑”作用——基于预算执行与预算松弛的研究[J].管理世界,2015(12):130-145.

[责任编辑:黄 燕]

How Do Institutional Investors Affect TFP?

YU Chengyong, LI Haoxiang

(School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, China)

Abstract: As a leading force in the securities market, institutional investors play an active role in improving the total factor productivity of enterprises. Based on the theoretical deduction of the relationship between institutional investors and total factor productivity, using the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2017, the paper finds that institutional shareholders have a significant role in promoting the total factor productivity of invested enterprises. And the stable institutional investors have a significantly stronger role in promoting total factor productivity than transactional institutional investors. Further research finds that stable institutional investors can increase total factor productivity by influencing financial redundancy and internal control, while transactional institutional investors have no direct impact on total factor productivity, but can promote total factor productivity by affecting internal control levels.

Key Words: institutional investors; total factor productivity; financial redundancy; internal control level; innovation-driven; capital market development; information asymmetry