

机构投资者网络团体的风险缓释效应

——基于企业风险承担的经验证据

徐玉德,程 东,刘晓颖

(中国财政科学研究院,北京 100142)

[摘要]以共同持股产权关联为基础形成的投资者网络关系,对于促进企业合理控制风险承担水平、实现可持续稳定发展至关重要。基于 2007—2022 年 A 股上市公司数据,利用 Louvain 算法测度机构投资者网络团体紧密程度,探究网络中机构投资者抱团行为是否以及如何影响企业风险承担。研究发现:机构投资者网络团体具有风险缓释效应,通过发挥联合治理效应和咨询支持效应抑制企业风险承担。异质性分析表明,前述影响在不同企业特征、不同机构投资者特征以及不同外部信息环境下差异明显。研究结论为有效发挥机构投资者网络团体治理效果、降低企业风险行为提供了经验证据和情境依据。

[关键词]机构投资者网络团体;风险缓释效应;联合治理效应;咨询支持效应;企业风险承担

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2025)03-0048-11

一、引言

增强资本市场内在稳定性是深化金融体制改革的重要组成部分,党的二十届三中全会指出,“健全投资和融资相协调的资本市场功能,防风险、强监管,促进资本市场健康稳定发展”,为增强资本市场内在稳定性作出了前瞻性、系统性的顶层设计。在微观层面,企业作为资本市场稳定性的主要载体,其风险承担水平的合理控制不仅关乎企业主体的持续经营,也影响着宏观经济的平稳运行和均衡发展。企业风险承担反映了企业追求利润、并为之付出代价的天然属性^[1],管理者通常需要面对诸如主营业务多元化扩张、规模并购等具有风险特性的行为决策,但在经济下行压力增大的环境下,我国多数企业经营风险仍居高不下。国家金融与发展实验室数据显示,截至 2024 年第三季度,实体经济部门杠杆率高达 298.1%,企业经营风险较高仍是经济稳定发展的重大隐患。虽然激进冒险行为在一定程度上有助于企业把握有利发展时机,提高资源配置能力,形成竞争优势^[2],但近年来诸多研究也指出,企业承担过高风险并不符合股东利益最大化原则^[3]。过度激进的冒险行为非但不能带来与风险成比例的收益,反而极易诱发财务舞弊、违规担保和关联交易等机会主义,造成企业整体业绩下降,甚至会加剧企业过度投资等非效率行为,提高股价异常风险^[3]。基于利益相关者理论,企业所承担的风险本质上要由利益相关者所共担,风险承担过高容易导致利益相关者承受更大的风险,而且不能获取相应的风险收益^[4]。当前经营环境日趋复杂,如何引导企业在追求利润的同时稳妥把控风险承担水平,对于稳定我国经济社会发展大局,实现经济高质量发展具有重要理论和现实意义。

企业持续稳定发展离不开强有力的外部监督,作为重要的利益相关方和外部监督力量,机构投资者凭借其专业的决策判断能力、成熟的投资经验以及综合的信息处理能力,被誉为“理性的知情交易者”,能够

[收稿日期]2024-08-14

[基金项目]国家社会科学基金项目(23STA017)

[作者简介]徐玉德(1972—),男,江苏连云港人,中国财政科学研究院研究员,博士生导师,主要研究方向为会计理论与公司治理;程东(1999—),男,安徽安庆人,中国财政科学研究院硕士生,主要研究方向为会计理论与公司治理;刘晓颖(1997—),女,山东烟台人,中国财政科学研究院博士生,主要研究方向为会计理论与公司治理,通信作者,邮箱:lxycafs@163.com。

为优化企业风险行为提供有力支持^[5]。然而,既往研究多倾向于将机构投资者视作独立且同质的个体,未能充分考量他们之间的信息沟通与互动差异。事实上,资本市场中机构投资者间构成了一个动态的、错综复杂的社会关系网络,其中日益频繁的信息流通、策略共享和联合行动正逐步形成紧密的网络团体^[6]。机构投资者网络团体是指两家以上机构投资者通过共同重仓持有同一公司股票而构成的网络合作关系。如图

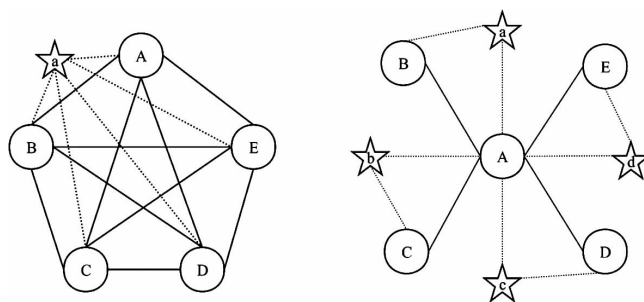


图1 机构投资者网络团体示意图

1所示,左边五家机构投资者共同重仓持有公司a的股票,机构投资者之间均建立了联系,形成一个网络团体。右边AB共同持有公司a的股票建立联系,AC共同持有公司b的股票建立联系,而B若与C联系则需要经过A传导,BC之间不能形成网络团体。因此,左图中机构投资者之间交流更为紧密,信息传递更高效,对所持股企业作用更强。相较于单一的机构投资者,机构投资者网络团体特征在投资目标、治理效能上有着明显的不同。在投资目标上,从关注单个公司的价值最大化转向投资组合的价值最大化^[7],在治理效能上,团队网络可以为公司内部的信息传递、共享和学习搭建桥梁,降低了参与公司治理的单位成本,在完善公司治理与促进机构协同合作方面提供便利^[8]。基于社会网络理论,机构投资者网络团体成员之间基于共同持股利益,相互沟通交流、学习模仿,逐渐形成网络中同进同退的合作机制^[9]。那么,机构投资者网络团体的合作互动行为是否能够有效发挥风险缓释作用,抑制企业风险性行为,降低企业承担过高风险水平?

本文选取2007—2022年我国沪深A股上市公司作为研究样本,实证检验机构投资者网络团体与企业风险承担的关系,聚焦以下问题:(1)机构投资者网络团体能否影响企业风险承担及作用范围;(2)机构投资者网络团体如何影响企业风险机制,通过何种方式降低企业风险行为;(3)结合公司内外部治理环境异质性,分析不同情境下机构投资者网络团体的治理效应是否产生变化。本文可能的边际贡献在于:一是基于社会网络这一非正式治理制度,补充了机构投资者网络团体领域的相关文献。本文不再局限于单一持股模式的股权结构,而是基于“投资组合价值最大化”理论研究,且相关研究多关注机构投资者网络团体的“监督者”角色,对其作为重要的“顾问团”身份挖掘尚且不足,本文从联合治理和咨询支持两个视角检验对企业风险承担的影响,完善了机构投资者网络团体的相关研究。二是丰富了企业风险承担的相关研究,区别于现有研究从整体视角考察企业风险承担,本文将风险承担水平进一步区分为过度风险承担和风险承担不足,细致研究机构投资者网络团体影响企业风险承担的作用范围,有助于科学认识并合理化解企业风险承担问题,为公司治理领域提供了新的研究视角。三是揭示了机构投资者网络团体影响企业风险作用路径,同时探讨了在不同企业特征、不同机构投资者特征、不同外部信息环境下企业风险承担作用差异,有助于企业正确认识风险背景下投资者抱团的行为依据与经济后果,也为不同情境下有效发挥机构投资者网络团体治理效应、有序引导机构投资者共同持股提供了经验证据。

二、文献回顾

(一) 关于企业风险承担的研究

风险承担反映着企业投资决策过程中的风险偏好,企业风险承担水平越高,意味着企业更愿意选择高风险的投资项目。然而,所有权与经营权的分离导致管理层处于信息优势地位,信息不对称赋予了管理层在运营过程中过度承担风险的潜在动机。风险承担水平也因此成为管理层操纵投资决策、大股东侵占公司资源的手段,加剧委托代理问题。风险承担被视为一种不确定性,过高的风险承担水平意味着企业存在过度冒险行为,将过多资金投向高风险项目容易给企业带来高度不确定的后果,损害其经营绩效^[10]。尤其是在金融危机或经济下行时期,过高的风险承担水平不仅会使企业陷入盲目扩张和决策失

败的困境,而且可能给资本市场与社会经济平稳发展埋下隐患^[11]。

关于企业风险承担的影响因素,诸多文献从内部治理和外部环境视角展开讨论。基于企业内部治理视角,风险承担是管理层代理问题的一种体现,加强对管理层的监督有利于降低风险承担,如独立董事参加股东大会能有助于其获取更多真实信息,抑制因代理问题而导致的企业风险承担^[12]。基于外部环境视角,社保基金持股^[13]、违规经营投资责任追究制度^[14]等充当外部监督角色,其作用机理在于减少非效率投资来优化风险治理。此外,良好的投资者关系管理在一定程度上能形成企业内外部监督机制的弥补,通过抑制企业过度负债和过度投资等风险性行为实现风险缓释^[15]。综合分析,保障投资者对上市公司的监管权、提高公司治理水平是抑制企业风险性行为、降低过高风险水平的重要举措。

上述研究显示企业过高或过低的风险承担均可能给公司的长远发展和未来业绩带来不良影响。然而,传统委托代理理论假定企业为风险规避型,使得研究多聚焦于如何有效激励企业提高风险承担水平,至于企业的最优风险水平以及偏离最优风险水平的异常风险承担,尚未引起学者们的充分重视与深入探究。

(二) 关于机构投资者网络团体的研究

机构投资者网络团体是指两家以上机构投资者通过共同重仓持有同一公司股票而构成的网络合作关系,其形成主要源自非正式的社会网络能填补现有制度不足的外在动因和机构投资者对资源依赖与协同治理的内在需要。社会网络理论认为,经济个体的行为特征会受到其自身所嵌入的社会关系网络的影响,基于共同持股利益,机构投资者之间不是独立存在的,而是具有“社会人”属性。从博弈论的角度看,网络中机构投资者之间处于双边锁定的、重复的囚徒困境博弈中,最终会演化为合作的博弈平衡。他们之间通过频繁的学习沟通与信息传递,逐渐形成了相似的思维模式和行动策略,进而构建起一种同进同退的合作机制。

目前关于机构投资者网络团体的经济后果的讨论尚未达成一致,存在“监督治理”“利益合谋”以及“旁观者”等不同观点,但作为资本市场信息流通的关键枢纽,机构投资者网络团体具有“激浊扬清”的治理功效,在联合治理、行业专长上拥有的显著优势已被多方面研究证实^[16],这为本文进一步探索企业风险管理提供了重要的理论支撑。具体而言,机构投资者网络团体在组织中发挥着“认知地图”功能,是实现信息交流、降低信息收集成本的主要渠道,拓展了个体的信息资源获取渠道和投资行为的学习模仿空间。同时也是发挥股东积极主义、监督非理性行为的有效载体,扮演着资本市场压舱石的角色。网络中机构投资者间的联合治理还能显著降低股价异常风险^[17],改善上市公司的信息透明度^[18]。机构投资者网络团体可以凭借持股数量的增加和专业投资能力,使得参与公司监督的收益逐渐超过成本,成为公司经营决策的重要监督者。

当前,机构投资者网络团体对于企业风险承担的研究还未形成相应体系,而风险治理是不确定环境下的常态性问题,凭借联合治理、行业专长等优势,机构投资者网络团体是否会对企业风险承担产生影响、通过何种机制来影响均尚未可知。本文尝试打开机构投资者影响企业治理的“黑箱”,探索机构抱团的治理效果,为进一步考察机构投资者网络团体的经济效应开拓新的视角。

三、理论分析与假设提出

我国资本市场发展起步较晚,机构投资者个体总体持股相对分散且比例较低,缺乏足够动机“用手投票”直接参与公司治理,更愿意被动接受公司决策。机构投资者网络团体可以增强单个成员的投资决策能力,且同进同退的合作机制放大了治理能力,通过网络联结形成有效监督能显著降低过激的风险行为。在组合价值最大化目标的驱使下,机构投资者网络团体一方面担任“监督者”角色,有强烈动机监督治理共同持股公司,积极履行外部监督职能,发挥联合治理效应;另一方面担任“顾问团”身份,给予经验建议和认知纠偏,降低非效率投资,发挥咨询支持效应。本文理论分析框架如图2所示。

(一) 机构投资者网络团体的联合治理效应

由于委托代理问题的存在,管理层具有构建商业帝国的强大动机,并倾向于通过自利的机会主义策略来谋取更多的个人收益。在缺乏有效的监督与制约机制的情况下,管理层可能采取激进的投资决策,以此作为实现权力寻租的手段来满足其个人利益诉求,从而导致较高的风险。机构投资者网络团体作为一种有效的外部治理机制,基于投资组合价值最大化目标,会主动参与联合治理,降低风险过高导致的负外部性损失。一方面,基于社会网络理论,机构投资者网络团体相较于单个机构投资者而言,具有更强的治理动机和治理能力,产生治理效应^[19]。机构投资者网络团体通过共同持股关系建立合作联盟形成利益共同体,话语权与利益相关度随其共同持股比例的提高而增大,放大机构投资者的治理损益。为保护私人利益,网络中的诸多机构投资者在指导与监督企业投资时会更加稳健,反对风险冒进和频繁并购,采用“Voice”集体发声策略或“Exit”退出威胁策略进行主动监督治理,约束管理层激进型投资行为,从而达到降低企业风险的目的^[20]。另一方面,股东积极主义认为,机构投资者网络团体的联合治理可以约束管理层的道德风险和机会主义行为。机构投资者网络团体成员达成同进同退的合作机制后,为避免企业可能发生的违规行为和高风险偏好的自利行为,会倒逼企业提高信息披露质量,缓解公司与投资者之间的信息不对称水平,从而削弱承担过度风险的动机^[21]。

(二) 机构投资者网络团体的咨询支持效应

企业投资活动中面临较高的风险与不确定性,常由于能力有限或信息不足,产生“理性决策”下的“非理性投资”。而机构投资者关系网络具有精湛全面的专业能力和更加丰富多元的社会资源,在经验专长和信息获取上具有天然优势,能有效抑制企业非理性决策和与之相伴的高负债问题。一方面,机构投资者通常被认为是专业投资者,其网络团队不仅汇集了深厚的投资经验,还精通科学的避险策略与多元的运营模式,擅长在上市公司的投资与运营活动中实现风险的有效平衡^[22]。与单一的机构投资者相比,团体成员凭借其长期积累的经验优势,在形成联盟后展现了更为高效的信息获取与分析处理能力。机构投资者网络团体可以洞察并警示企业防范因盈利幻象所驱动的过度投资与盲目扩张行为,进而帮助管理层及时调整投资策略,提高决策质量^[23]。另一方面,机构投资者网络团体也是价值投资者,在进行决策时对信息的挖掘、甄别、分析更为独到,希冀于获取长期的稳定收益^[24]。基于行为决策理论,管理者在有限理性约束下往往难以精准评估投资决策的成本收益结构,激烈的行业竞争导致的负外部性会进一步扭曲企业的投资决策。当管理者受认知偏差影响出现风险收益误判时,机构投资者网络团体能够基于信息优势和行业专长为投资决策提供咨询支持,帮助管理者矫正认知偏差,从而抑制非效率投资^[25]。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H:在其他条件不变的情况下,机构投资者网络团体能够降低企业风险承担。

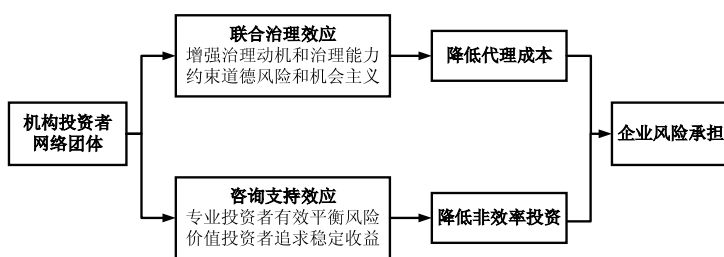


图2 理论分析框架

四、研究设计

(一) 样本选择与数据处理

本文选取2007—2022年A股上市公司数据作为研究样本,选择2007年作为研究起点主要是考虑到中国2007年开始实施新制定的《企业会计准则》,会对财务指标产生影响。本文对样本数据进行如下处理:剔除金融公司数据;剔除ST、PT公司数据;剔除数据缺失或数据出现异常的企业数据;为避免受到极端值影响,对所有连续变量进行1%和99%分位处缩尾处理,最终得到29916个观测数据。企业财务数据来自CSMAR数据库。

(二) 模型设定

为探究机构投资者关系网络对企业风险承担的影响,构建模型(1)进行实证分析。具体模型如下:

$$Risk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Clique_{i,t} + \alpha_n Controls_{i,t} + Year_t + Industry_u + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Risk_{i,t}$ 表示第 i 个公司第 t 年的企业风险承担水平, $Clique_{i,t}$ 表示第 i 个公司第 t 年的机构投资者网络团体持股比例, $Controls_{i,t}$ 是本文选取的控制变量。此外,本文还控制了年份与行业,并对异方差稳健标准误进行了控制。

(三) 变量设定与计量

1. 被解释变量:企业风险承担

企业风险承担有主动风险承担和被动风险承担之分,主动风险承担是风险承担意愿的及时反映,表现为风险的理性决策。被动风险承担是指预先不了解风险但不得不承担的风险,表现为风险的危害性,通常由盈利波动性衡量,企业盈利波动程度越剧烈,其承担的风险则越大^[26]。基于此,本文通过检验降低被动风险承担达到风险缓释效果。参考已有研究,以3年考察期内企业ROA波动性衡量企业风险承担水平^[27]。具体做法是:利用ROA减去行业年度均值得到 adj_ROA ,再以3年(t 年到 $t+2$ 年)为考察期,滚动计算 adj_ROA 的标准差。计算公式为:

$$Risk_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left(adj_ROA_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T adj_ROA_{i,t} \right)^2} \quad (2)$$

其中, $Risk$ 表示企业盈利波动性的标准差指标,数值越大,其承担的风险则越多,越不利于企业发展。

2. 解释变量:机构投资者网络团体

参考已有文献^[28],以一家公司是否被两个或两个以上机构投资者持有5%以上股份为标准,建立机构投资者之间的关系网络。具体做法是:根据两家机构持股是否大于等于5%构建关系网络矩阵 X ,大于等于5%时, X 取1,反之取0;利用Louvain算法将网络矩阵划分为若干个关联程度很高的社区;在关联程度较高的各社区内使用Bron-Kerbosch算法来近似提取机构投资者网络团体并编号;最后根据公式(3)计算出机构投资者团队的持股比例。

$$Clique_{i,t} = \sum_{i=1}^N Institutionalshare_{i,t}^j \quad (3)$$

其中, $Clique_{i,t}$ 表示第 t 年 i 公司所享有的机构投资者关系网络持股之和, $Institutionalshare_{i,t}^j$ 表示网络团体中单个机构投资者 j 第 t 年所持有 i 公司股份。由此,计算得出机构投资者关系网络衡量指标 $Clique$, $Clique$ 值越大,说明机构投资者网络团体关系越紧密。

3. 控制变量

本文选取企业规模($Size$)、营业收入增长率($Growth$)、现金流比率($Cashflow$)、账面市值比(BM)、财务杠杆(Lev)、托宾Q值($TobinQ$)、董事会规模($Board$)、应收账款占比(Rec)、两职合一($Dual$)、公司上市年龄($Listage$)作为控制变量。以年末总资产的对数衡量企业规模;以营业收入增长额除以上年营业收入衡量企业收入增长率;以现金流除以总资产衡量现金流比率;以营业收入除以平均资产总额衡量账面市值比;用企业负债除以资产计算企业杠杆;用市场价值与其重置价值之比衡量托宾Q值;用董事会人数取自然对数表示董事会规模;用董事长与总经理是同一人取1,否则取0表示两职合一;用上市年限的自然对数表示公司上市年龄。

表1报告了主要变量的描述性统计结果,企业风险承担水平的标准差为3.632,最大值为

表1 主要变量描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$Risk$	29916	3.303	3.632	0.172	2.052	20.180
$Clique$	29916	0.228	0.264	0	0.037	0.839
$Size$	29916	22.159	1.279	19.829	21.980	26.135
$Growth$	29916	0.173	0.411	-0.559	0.108	2.609
$Cashflow$	29916	0.048	0.070	-0.161	0.047	0.247
BM	29916	1.037	1.093	0.099	0.678	6.599
Lev	29916	0.439	0.204	0.056	0.436	0.883
$TobinQ$	29916	2.033	1.286	0.866	1.619	8.430
$Board$	29916	2.142	0.201	1.609	2.197	2.708
Rec	29916	0.115	0.101	0	0.091	0.459
$Dual$	29916	0.251	0.433	0	0	1
$Listage$	29916	2.167	0.743	0.693	2.303	3.296

20.180,最小值0.172,说明企业间的风险行为存在较大差异。机构投资者网络团体指标的平均值在23%左右,中位数约为3.7%,表明我国机构投资者网络团体持股比例仍然较小,大多数集中在5%以下,远低于发达经济体资本市场机构投资者持股比例。

五、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

机构投资者网络团体与企业风险承担的回归结果如表2所示,列(1)表示机构投资者关系网络持股之和与企业盈利波动性的相关关系,不考虑控制变量情况下两者在1%水平上显著负相关;列(2)显示,在加入控制变量和固定效应后,二者依然在1%水平上负相关。表明机构投资者抱团形成网络团体能够降低盈余波动性水平,抑制企业的风险水平,起到风险缓释效果,支持本文的基本假设。

然而,机构投资者网络团体的风险缓释效应有助于降低企业风险承担,对于那些风险承担水平可能本就偏低的企业而言,是否有可能产生适得其反的“过犹不及”效应,进而加剧这些企业的风险承担不足状况?本文参考已有对异常风险承担的衡量方法^[14],构建模型(4)计算企业的异常风险承担水平。

$$Risk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Roa_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 Lev_{i,t-1} + \alpha_4 GDPgrowth_{i,t} + \alpha_5 Compretreturn_{i,t} + Year_t + Industry_u + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)中 Roa 为息税前资产收益率, MB 为市值除以账面价值, $GDPgrowth$ 为当年GDP增长率, $Compretreturn$ 为市场综合指数年回报率。运用模型(4)中回归残差的绝对值衡量企业整体异常风险承担,残差大于零为过度风险承担,残差小于零为风险承担不足。将企业风险承担分别替换为异常风险承担($Risk_{ab}$)、过度风险承担($Risk_{over}$)、风险承担不足($Risk_{under}$)。建立模型(5)检验机构投资者网络团体对企业风险承担水平的具体影响。

$$Risk_{ab_{i,t}}/Risk_{over_{i,t}}/Risk_{under_{i,t}} = \alpha_0 + \alpha_1 Clique_{i,t} + \alpha_n Controls_{i,t} + Year_t + Industry_u + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

回归结果如表3所示。列(1)为异常风险承担,回归结果显著为负,表明机构投资者网络团体在有效约束持股企业异常风险承担行为方面具有积极作用;列(2)为过度风险承担,结果显示机构投资者网络团体可以显著抑制企业的过度风险承担;而列(3)为风险承担不足,回归系数为正,但不显著,说明机构投资者网络团体不会对企业风险承担不足产生影响。综合以上结果,机构投资者网络团体具有风险治理效应,主要体现在能够有效遏制企业异常及过度的风险承担行为,但对企业风险承担不足的情况则未产生显著影响,从而避免了“矫枉过正”的风险管理困境。

(二) 稳健性检验^①

1. 替换被解释变量

参考已有文献^[29],用风险系数 $ZScore$ 作为企业风险的替代变量, $ZScore$ 越大,企业风险越小。回归结果显示,机构投资者网络团体能降低企业风险,表明前文结论稳健。

表2 基准回归结果

	(1) <i>Risk</i>	(2) <i>Risk</i>
<i>Clique</i>	-0.867 *** (-12.174)	-0.454 *** (-6.245)
<i>Size</i>		-0.329 *** (-14.358)
<i>Growth</i>		0.021 (0.314)
<i>Cashflow</i>		-2.720 *** (-7.888)
<i>BM</i>		-0.243 *** (-9.763)
<i>Lev</i>		1.972 *** (12.250)
<i>TobinQ</i>		0.250 *** (11.250)
<i>Board</i>		-0.527 *** (-4.752)
<i>Rec</i>		-1.266 *** (-4.975)
<i>Dual</i>		0.216 *** (4.090)
<i>Listage</i>		0.319 *** (10.294)
常数项	5.388 *** (23.432)	11.324 *** (21.165)
行业/年份	控制	控制
样本量	29916	29916
调整的 R^2	0.059	0.096

注:括号内为t值;***、**、*分别表示在1%、5%、10%的置信水平上显著。下同。

表3 机构投资者网络团体与异常风险承担

	(1) <i>Risk_ab</i>	(2) <i>Risk_over</i>	(3) <i>Risk_under</i>
<i>Clique</i>	-0.302 *** (-5.990)	-0.656 *** (-5.014)	0.022 (0.879)
常数项	5.425 *** (14.822)	6.984 *** (7.605)	4.294 *** (22.388)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制
样本量	29916	10275	19641
调整的 R^2	0.089	0.122	0.243

①限于篇幅,稳健性检验结果未列示,留存备索。

2. 替换解释变量

除通过 Louvain 算法计算网络持股比例以外,还可以通过网络集中度来衡量机构投资者的联系水平,本文选取赫芬达尔指数衡量机构持股集中度。*Clique_HHI* 表示机构团体持股比例的赫芬达尔指数,等于每个团体的所有成员持股比例之和的平方和。回归结果显示,机构投资者网络团体集中度与风险承担负相关,回归结果保持稳健。

3. 更换机构投资者网络团体衡量阈值

由于我国机构投资者持股比例普遍较小,大部分持股小于 5%,以 5% 为阈值会造成较小团体的误差,因此以同一家公司是否被两个或两个以上机构投资者持有 3% 以上股份为标准重新构建网络指标 *Clique_3per*,回归结果显示,机构投资者网络团体依然能显著抑制企业风险承担水平。

4. 更换样本区间

考虑到 2008 年金融危机、2015 年中国股灾以及 2020 年新冠疫情引致的企业风险水平较高,投资者抱团投资的作用效果会被外部环境遮掩,本文分别剔除这三年的数据重新进行回归,回归结果保持稳健,进一步支持了本文的假设。

(三) 内生性检验

1. Heckman 两阶段

机构投资者是否会形成网络也会受到目标企业风险承担水平等企业特质的限制,即可能存在样本自选择问题,本文采用 Heckman 两阶段法开展内生性检验。第一阶段,建立模型(6)作为第一阶段回归模型,计算逆米尔斯比率(*IMR*),其中,*Pr_Clique* 为公司机构投资者是否存在网络团体的虚拟变量。

$$Pr_Clique_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_n Controls_{i,t} + Year_t + Industry_u + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

第二阶段,将得到的逆米尔斯比率(*IMR*)作为控制变量加入模型(1)。表 4 列(1)汇报了 Heckman 两阶段结果,机构网络团体在剔除样本偏差后显著为负,说明机构网络团体降低风险水平依旧成立。

2. 工具变量法

基准回归可能出现逆向因果问题,即风险承担水平低更容易吸引机构投资者抱团,而不是机构投资者主动治理的效果。本文采用同行业、同年度机构投资者网络团体均值水平(*Clique_mean*)作为工具变量。表 4 列(2)和列(3)汇报了工具变量的回归结果,工

具变量和解释变量 *t* 值为 31.340,说明工具变量对解释变量有较强的解释能力。工具变量与企业风险承担显著为负,说明在替换工具变量后模型依然保持显著。

3. PSM-DID

本文进一步采用多期双重差分模型估计机构投资者网络团体变化对企业风险承担水平的影响。具体来说,*Treat* 为公司分组虚拟变量,将机构投资者从未加入网络团体到加入网络团体的公司为处置组,*Treat* = 1;将始终没有加入网络团体的公司作为控制组,*Treat* = 0。*After* 为时间虚拟变量,当机构投资者加入网络团体后,*After* = 1;未加入网络团体时,*After* = 0。同时,为提高估计准确性,本文首先采用近邻匹配法匹配后,剔除不匹配的样本,再对模型进行检验。表 4 列(4)汇报了 PSM-DID 的回归结果,交乘项 *Treat* × *After* 的回归系数为 -0.134,结果保持显著,表明企业从没有被机构投资者网络持股到被机构投资者网络团体持股,企业风险水平显著降低,进一步说明机构投资者网络团体具有风险缓释效应,可

表 4 内生性检验结果

	(1) Heckman	(2) 第一阶段回归	(3) 第二阶段回归	(4) PSM-DID
<i>Clique</i>	-0.540*** (-5.197)			
<i>Clique_mean</i>		0.831*** (31.340)	-1.426*** (-3.173)	
<i>Treat</i> × <i>After</i>				-0.134** (-2.033)
<i>IMR</i>	-2.359*** (-3.600)			
常数项	23.124*** (7.607)	-1.186*** (-29.991)	10.291*** (14.064)	11.170*** (8.814)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
样本量	29916	29916	29916	15368
调整的 R ²		0.137	0.092	0.109

以抑制企业的风险投资和非理性行为,改善公司治理。

六、进一步分析

(一) 影响机制分析

为进一步探究机构投资者团队持股如何影响企业风险承担,本文构建模型(7)和模型(8),检验机构投资者网络团体的影响机制,其中 *Inter* 是中介变量。基于前文分析,机构投资者网络团体主要通过发挥联合治理和咨询支持两条路径参与企业治理。

$$Inter_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Clique_{i,t} + \alpha_n Controls_{i,t} + Year_t + Industry_u + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Risk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Clique_{i,t} + \alpha_2 Inter_{i,t} + \alpha_n Controls_{i,t} + Year_t + Industry_u + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

1. 联合治理效应

委托代理问题是加剧企业风险的重要成因。机构投资者网络团体基于共同持股利益,通过担任“监督者”角色,约束管理层道德风险和机会主义行为,履行外部监督职能,降低企业风险承担。本文参考已有文献^[30],用经营费用率(*INTEREST*)衡量代理成本,经营费用率越大,委托代理越严重。回归结果如表5列(1)与列(2)所示,代理成本与机构投资者网络团体显著为负,与企业风险承担显著正相关,说明机构投资者网络团体发挥联合治理效应缓解委托代理问题,抑制机会主义行为,降低企业风险承担。

2. 咨询支持效应

机构投资者网络团体可以担任“顾问团”身份,给予经验建议和认知纠偏,降低非效率投资,发挥咨询支持效应。本文参考已有文献^[15],使用非效率投资(*ABINVEST*)衡量企业的非理性决策,非效率投资越大,企业非理性决策行为越多。回归结果如表5列(3)与列(4)所示,非效率投资与机构投资者网络团体负相关,与企业风险承担正相关,说明机构投资者网络团体可以通过咨询支持减少企业非效率投资,从而降低企业风险。

表5 联合治理效应与咨询支持效应分析

	(1) <i>INTEREST</i>	(2) <i>Risk</i>	(3) <i>ABINVEST</i>	(4) <i>Risk</i>
<i>Clique</i>	-0.011 *** (-4.191)	-0.429 *** (-5.918)	-0.002 * (-1.678)	-0.460 *** (-5.911)
<i>INTEREST</i>		2.352 *** (11.669)		
<i>ABINVEST</i>				6.151 *** (10.479)
常数项	0.457 *** (25.066)	10.252 *** (18.987)	0.076 *** (10.001)	11.109 *** (19.637)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
样本量	29916	29916	29916	29916
调整的 R ²	0.196	0.102	0.107	0.097

(二) 异质性检验

1. 基于企业特征的检验

企业自身特征不同,可能导致研究结论存在较大差异。本文从产权性质和融资约束视角将企业分为国企组和非国企组、高融资约束组和低融资约束组分别进行回归。

企业风险管控能力因产权性质而异。与非国有企业相比,国有企业天然具有资源优势,享受较多的财政资助、保护和政策优惠^[31],企业风险承担水平受持股比例较低的机构投资者网络团体影响较小。而非国有企业缺乏相关优势,机构投资者网络团体联结是实现风险抑制的有效途径。为进一步检验不同产权性质下机构投资者网络团体对企业风险承担的影响是否存在显著差异,本文将企业按产权分组进行回归。表6列(1)和列(2)显示产权性质分组结果,机构投资者网络团体对企业风险承担的影响在非国企组显著为负,但在国企组系数为正且不显著,说明机构投资者网络团体对企业风险水平的抑制作用主要体现在非国有企业中。

表6 基于不同企业特征的检验

	(1) 国企	(2) 非国企	(3) 高融资约束	(4) 低融资约束
<i>Clique</i>	0.043 (0.472)	-0.438 *** (-3.534)	-0.197 * (-1.740)	-0.712 *** (-6.380)
常数项	9.208 *** (14.493)	11.870 *** (13.331)	12.314 *** (14.873)	9.472 *** (12.443)
组间系数差异	0.000 ***		0.000 ***	
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
样本量	11965	17951	15914	14002
调整的 R ²	0.093	0.106	0.125	0.084

企业融资约束的存在将会限制投资活动,当企业面临较高的融资约束时,由于资源有限且风险投资

成本较高,其风险规避行为更为显著^[32]。出于价值最大化考虑,管理层整体上会降低投资概率或者偏好于更为稳健的投资决策,而不愿进行高风险、高投入的投资活动。而融资约束较低时,企业更倾向于进行风险投资,导致承担的风险水平相应提高。机构投资者网络团体的形成则能对风险投资行为进行有效监督,继而优化投资水平,降低企业风险。故本文推断融资约束较低时,机构投资者网络团体的治理效果更为显著。表6列(3)和列(4)显示融资约束分组结果,按照同行业、同年份融资约束 kz 指数的中位数将样本划分为高融资约束组和低融资约束组。回归结果可以看出,机构投资者网络团体在低融资约束组的公司中更显著。

2. 基于机构投资者特征的检验

机构投资者网络团体中个体特征不同,其对企业风险承担的降低效应也会有所差异,本文基于机构投资者网络团体的行为特征和持股策略分为有无机构投资者调研组、机构投资者持股集中度高组分别回归。调研是摸清企业真实脉搏的有效途径,通过面对面沟通交流,机构投资者不仅能获取财务数据等可量化的硬信息,还能获得更有价值的文化软信息,从而更准确评估企业现状^[33]。同时,机构投资者参与调研也是股东参与治理的重要方式,对于增强信息透明程度起到了显著的促进作用,放大了网络团体的监管能力,能够更有效抑制管理层自利行为。基于此,进行实地调研的机构投资者具有更显著的企业风险缓释效应。本文参考已有文献^[34],将上市公司在一个会计年度是否被机构投资者参与调研分为有机构投资者调研和无机构投资者调研两组,由于调研数据从2013年起才开始披露,此处数据区间为2013—2022年。表7列(1)和列(2)的分组结果显示,机构投资者网络团体的治理效应在有机构投资者调研组更显著,验证了以上猜想。

机构投资者持股集中度是衡量机构投资者之间紧密关系的指标,相较于分散的机构投资者,联系更为紧密的机构投资者可以更加有效地掌握公司信息,充分发挥自身信息优势和治理作用,获取稳定长期收益。因此,机构投资者持股集中度更高的公司,网络治理效能更为显著。本文在赫芬达尔指数基础上,根据是否大于同行业、同年份赫芬达尔指数中位数分为机构投资者持股集中度高组。表7列(3)和列(4)显示,在机构投资者持股集中度高的子样本中,机构投资者治理效能显著,而在持股集中度低组不显著。这说明,机构投资者网络团体的风险缓释效能在紧密程度更高的机构投资者间更明显,进一步验证了机构投资者网络团体具有风险治理效果。

机构投资者持股集中度是衡量机构投资者之间紧密关系的指标,相较于分散的机构投资者,联系更为紧密的机构投资者可以更加有效地掌握公司信息,充分发挥自身信息优势和治理作用,获取稳定长期收益。因此,机构投资者持股集中度更高的公司,网络治理效能更为显著。本文在赫芬达尔指数基础上,根据是否大于同行业、同年份赫芬达尔指数中位数分为机构投资者持股集中度高组。表7列(3)和列(4)显示,在机构投资者持股集中度高的子样本中,机构投资者治理效能显著,而在持股集中度低组不显著。这说明,机构投资者网络团体的风险缓释效能在紧密程度更高的机构投资者间更明显,进一步验证了机构投资者网络团体具有风险治理效果。

3. 基于外部信息环境特征的检验

公司所处外部信息环境越好,机构投资者越能有效发挥联合治理和咨询支持,同时良好的外部信息环境也会提高上市公司的信息透明度,增强投资者网络对企业经营风险的抑制作用。分析师作为重要的信息中介和金融中介,是企业外部监督的重要参与者,分析师解读和信息传递对公司经营情况起到“放大镜”作用,有助于强化机构投资者网络团体的治理效应^[35]。因此,本文选取分析师跟踪作为企业所处信息环境的指标,根据企业年度行业分析师跟踪人数的中位数将样本分为两组,表8列(1)和列(2)显示相较于分析师关注程度低的企业,关注程度越高,越容易发挥其“有效监督”的作用,表明分析师关注可以增强机构投资者网络团体的风险抑制能力,进一步检验了机构投资者网络团体能够通过发挥风险缓释效应抑制公司风险行为的观点。

表7 基于不同机构投资者的检验

	(1) 有机构投资者 调研	(2) 无机构投资者 调研	(3) 持股集中 度高	(4) 持股集中 度低
<i>Clique</i>	-1.100*** (-6.597)	-0.214 (-1.572)	-0.928*** (-6.535)	-0.237 (-0.715)
常数项	13.351*** (11.093)	14.965*** (15.879)	12.960*** (17.601)	9.266*** (10.618)
组间系数差异	0.000***		0.029**	
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
样本量	9784	11483	14393	15523
调整的 R^2	0.096	0.123	0.097	0.103

表8 基于不同外部信息环境的检验

	(1) 分析师关注程度高	(2) 分析师关注程度低
<i>Clique</i>	-0.673*** (-6.463)	-0.357*** (-2.997)
常数项	9.295*** (12.076)	8.434*** (7.975)
组间系数差异	0.028**	
控制变量	控制	控制
行业/年份	控制	控制
样本量	13737	16179
调整的 R^2	0.091	0.109

七、结论性评述

本文以 2007—2022 年 A 股上市公司为研究样本,利用 Louvain 算法测度机构投资者网络团体紧密程度,实证检验了机构投资者抱团行为是否以及如何影响企业风险承担。研究发现:机构投资者网络团体能够对企业风险水平起到显著的抑制作用。机制分析揭示,机构投资者网络团体通过发挥联合治理效应和咨询支持效应抑制企业风险水平。异质性分析表明,机构投资者网络团体对企业风险的治理主要体现在非国有企业、融资约束较低、有机构投资者调研、机构投资者持股集中度较高以及分析师关注程度较高的样本中。上述研究结论为有效发挥机构投资者网络团体治理效果、降低企业风险行为提供了经验证据和情境依据。其政策意义在于:一是推进完善机构投资者网络团体的制度设计,有序扩大机构投资者入市规模。监管机构应正视机构投资者网络团体在公司治理与市场稳定中的积极作用,推动完善相关法律法规与规则设计,对机构投资者行为进行合理的引导与规范,充分发挥机构投资者网络团体对企业风险承担水平的抑制效应,全方位保障资本市场稳定健康发展。同时,强化机构投资者网络团体多维度与立体化建设,持续倡导和鼓励机构投资者积极有效地参与信息共享,为机构网络关系治理效能的充分发挥提供有利的客观条件和良好的政策环境,促进机构投资者资本市场“压舱石”功能的行使,全面推进机构投资者的长效治理。二是积极参与信息共享与公司治理,发挥机构投资者网络团体的“助推器”战略职能。机构投资者应重视机构网络关系的构建,积极利用网络优势,主动共享风险信息,合理把握与团体中其他机构投资者的紧密程度,充分发挥机构投资者网络团体对上市公司的联合治理和咨询支持效应。同时,机构投资者应不断提高自身管理意识、强化管理能力,树立长期价值投资理念,减少短期投机行为,不断提高机构持股的持续性,积极参与企业的经营发展与管理监督,推动资本市场更加稳健可持续发展。三是主动与机构投资者搭建紧密网络关系,加强企业内部管理层风险管理意识。机构投资者网络团体联结具有降低企业风险承担水平的治理效应,企业可通过积极与机构投资者建立联系这一外部非正式制度来优化企业内部治理、抑制高管自利行为等“痼疾沉疴”,促进企业整体保持适度风险承担水平。此外,管理者短视与风险偏好极易受到外部监督压力的影响,上市公司可通过邀请机构投资者调研、吸引分析师关注、建设信息互动平台等方法,不断提高会计信息质量、丰富公司治理维度,实现企业风险的合理管控与长远发展。

参考文献:

- [1] Runyan R C, Ge B, Dong B, et al. Entrepreneurial orientation in cross-cultural research: Assessing measurement invariance in the construct[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2012, 36(4): 819-836.
- [2] Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641-658.
- [3] 夏子航,马忠,陈登彪. 债务分布与企业风险承担——基于投资效率的中介效应检验[J]. *南开管理评论*, 2015(6): 90-100.
- [4] 郭瑾,王存峰,刘志远,等. 债券契约条款对企业风险承担的治理机制研究:约束效应还是威慑效应[J]. *南开管理评论*, 2022(5): 148-158.
- [5] 朱玉杰,倪晓然. 机构投资者持股与企业风险承担[J]. *投资研究*, 2014(8): 85-98.
- [6] Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. Common institutional ownership and earnings management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(1): 208-241.
- [7] 黄沁雪,周冬华. 共同所有权会促进企业创新吗?[J]. *中央财经大学学报*, 2024(8): 57-70.
- [8] 李晨溪,陈宋生,谭韵. 机构投资者社会网络与关键审计事项信息质量[J]. *当代财经*, 2023(5): 142-156.
- [9] 陈子昂,张俊瑞. 机构投资者网络团体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): 2034-2054.
- [10] 洪金明,林润雨,崔志坤. 企业风险承担水平、审计投入与审计意见[J]. *审计研究*, 2021(3): 96-105.
- [11] 张龔,程六兵,王竹泉. 担保网络、经济周期与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J]. *山西财经大学学报*, 2019(12): 62-79.

- [12]秦帅,谭劲松,孔祥婷. 独立董事参加股东大会具有治理效果吗——来自风险承担的证据[J]. 会计研究,2024(10):69-81.
- [13]韩贺洋,杨兴全,周全,等. 社保基金持股与企业风险承担:过度监督还是风险治理[J]. 会计研究,2024(1):108-121.
- [14]陈运森,蒋艳,何玉润. 违规经营投资责任追究与国有企业风险承担[J]. 会计研究,2022(4):53-70.
- [15]伊志宏,丁艳平,陈钦源,等. 投资者关系管理与企业风险承担[J]. 经济理论与经济管理,2020(11):4-20.
- [16]王凯,丁宁,高皓,等. 机构投资者网络团体如何影响企业 ESG 表现? [J]. 研究与发展管理,2024(1):14-26.
- [17]郭白滢,李瑾. 机构投资者信息共享与股价崩盘风险——基于社会关系网络的分析[J]. 经济管理,2019(7):171-189.
- [18]刘新争,高闯. 机构投资者抱团、外部治理环境与公司信息透明度[J]. 中南财经政法大学学报,2021(3):26-35.
- [19]邵剑兵,李娜. 机构投资者抱团与企业金融资产动态配置:“监督”抑或“合谋”? [J]. 经济管理,2023(9):122-144.
- [20]He J J, Huang J, Zhao S. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 134(2):400-418.
- [21]Chen R, Chen Y. The impact of institutional commitments on corporate risk-taking: Evidence from the United Nations Principles for responsible investment[J]. International Review of Economics and Finance, DOI:10.1016/j.iref.2024.103715.
- [22]张志平,潘爱玲,吕风光. 连锁机构投资者的双重功能与企业并购价值[J]. 经济管理,2022(11):148-166.
- [23]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.
- [24]张俊瑞,仇萌,张志超. 机构投资者抱团与公司前瞻性信息披露[J]. 统计与信息论坛,2023(5):53-66.
- [25]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):155-173.
- [26]涂国前,石琦. 如何衡量企业风险承担水平[J]. 当代会计评论,2023(3):59-80.
- [27]何瑛,于文蕾,杨棉之. CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. 中国工业经济,2019(9):155-173.
- [28]吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济,2019(2):117-135.
- [29]孙光国,陈思阳. 董事在关联行业任职能够降低企业经营风险吗——基于产业链信息溢出的经验证据[J]. 会计研究,2022(11):87-101.
- [30]韩晴,王华. 独立董事责任险、机构投资者与公司治理[J]. 南开管理评论,2014(5):54-62.
- [31]李文贵,余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济,2012(12):115-127.
- [32]John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.
- [33]杨鸣京,程小可,李昊洋. 机构投资者调研、公司特征与企业创新绩效[J]. 当代财经,2018(2):84-93.
- [34]谭松涛,崔小勇. 上市公司调研能否提高分析师预测精度[J]. 世界经济,2015(4):126-145.
- [35]肖奇,吴文锋. 投资者关注具有治理功用吗? ——基于公司违规行为的考察[J]. 经济评论,2023(3):152-168.

[责任编辑:高 婷]

Risk Mitigation Effect of Institutional Investor Network Clique: Based on Evidence of Corporate Risk-Taking

XU Yude, CHENG Dong, LIU Xiaoying

(Institute of Fiscal Science, Ministry of Finance, Beijing 100142, China)

Abstract: The institutional investor network clique formed on the basis of the joint shareholding property right correlation is of great significance for promoting the reasonable control of risk bearing level of enterprises and realizing long-term stable development. Based on the data of A-share listed companies from 2007 to 2022, this paper uses Louvain algorithm to measure the tightness of institutional investor network clique, and explores whether and how institutional investors group behavior in the network affects corporate risk-taking. It is found that the institutional investor network clique has the risk mitigation effect, which can suppress enterprise risk-taking levels through the joint governance effect and the consulting support effect. The heterogeneity analysis shows that the above effects are markedly different in different enterprise characteristics, institutional investor characteristics, and external information environments. The research conclusion provides empirical evidence and situational basis for effectively exerting the governance effect of institutional investor network clique and reducing corporate risk behavior.

Key Words: institutional investor network clique; risk mitigation effect; joint governance effect; consulting support effect; corporate risk-taking