

机构投资者持股对企业价值的影响研究

张 炎

上海大学，中国·上海 200444

【摘要】随着我国资本市场深化改革持续推进，机构投资者在市场中的地位日益凸显，其对企业价值的影响机制成为学术界关注的重要议题。本文基于2013-2022年中国沪深A股上市公司数据，通过实证分析，考察了机构投资者持股影响企业价值的机制。结果表明：机构投资者的参与有助于缓解企业融资约束，从而对企业价值产生积极影响。

【关键词】机构投资者；融资约束；企业价值

1 引言

近年来，随着我国资本市场深化改革持续推进，机构投资者在市场中的参与度和影响力显著提升。根据中国证券投资基金业协会公布数据显示，截至2023年底，公募基金、社保基金等各类专业机构投资者合计持有A股流通市值15.9万亿元，持股占比达23%，成为资本市场的重要力量^[1]。鉴于此，深入剖析机构投资者持股影响企业价值的内在机理，兼具重要的理论价值与现实意义。

融资约束问题是困扰中国企业的长期挑战，研究发现，我国近1/3的制造业企业面临融资约束问题，融资约束显著降低了我国制造业企业从事创新活动的概率以及进行产品创新和过程创新的可能性^[2]。机构投资者持股可能通过多种渠道缓解企业融资约束，并最终传导至企业价值层面。

基于此，本文重点探讨机构投资者持股通过缓解融资约束影响企业价值的内在机制，剖析了机构投资者影响企业价值的传导路径，丰富了公司治理领域的研究。

2 理论分析与研究假设

2.1 机构投资者持股与企业价值

基于有效监督假说，机构投资者作为专业化的价值投资者，可为被投资企业提供自身的专业知识、风险管理能力和实操经验等资源支持，能够在一定程度上对管理层的短视行为发挥约束和监督作用，从而促进持股企业的可持续发展^[3]。一方面，机构投资者的进入可向资本市场传递企业经营状况良好，经营收益稳定的积极信号，同时机构投资者可利用其行业研究能力与市场信息收集能力，为被投资企业提供各类市场信息补充，提高经营管理水平，从而促进企业价值提升^[4]。另一方面，机构投资者通过同行业公司大额持

股积累行业专业知识，如资产特性、财务政策、竞争格局等，形成信息优势和决策精准性，最终通过更有效的CEO监督、长期价值创造提升公司治理^[5]。已有的研究表明，机构投资者持股将对企业价值产生一定的影响。因此，本文提出以下假设：

H1：机构投资者持股对企业价值有显著正向影响。

2.2 机构投资者持股、融资约束与企业价值

王竹泉等（2015）研究发现，传统的融资约束理论认为产生融资约束的原因主要是信息不对称、代理问题和交易成本。融资约束的存在致使拥有好的投资机会的公司被迫放弃某些投资机会，偏离最优投资水平不利于企业价值的提升。

机构投资者作为证券市场的主要参与者，可以降低信息不对称程度、缓解企业委托代理问题，进而起到缓解融资约束的作用。首先，机构投资者持股可缓解企业信息不对称问题。依据信息不对称理论，机构投资者凭借其专业的信息处理能力，能够显著改善企业的信息环境。具体而言，机构投资者通过要求企业提高信息披露质量包括环境信息和会计稳健性等方面，有效降低了企业的权益资本成本。其次，机构投资者持股可缓解企业委托代理问题。根据委托代理理论，机构投资者通过积极参与公司治理机制，能够有效缓解两类代理冲突问题。陈明利等（2018）研究发现，机构投资者的公司治理行为通过降低企业内部第一类、第二类代理成本，缓解融资约束，减轻企业非效率投资对公司价值造成的损害。因此，本文提出以下假设：

H2：融资约束在机构投资者持股与企业价值中起中介作用。

3 研究设计

3.1 样本数据选取与数据来源

本文以2013–2022年沪深A股上市公司为初始样本，并进行如下处理：（1）剔除存续时间不足的单一观测值；（2）删除变量数据缺失的样本；（3）排除金融行业企业；（4）剔除ST、*ST及PT等特殊状态公司；（5）对连续变量进行上下1%的缩尾处理。研究所用机构投资者持股及财务数据均来自国泰安（CSMAR）数据库。

3.2 变量设置

3.2.1 被解释变量

本文被解释变量为企业价值，采用上市公司TobinQ作为企业价值的衡量指标。

3.2.2 解释变量

本文解释变量为机构投资者持股比例，从整体持股层面考虑机构投资者对企业的股票持有情况，将机构投资者持有股份总数量与上市公司总股份比例的比率衡量机构投资者持股比例，数据来源于国泰安数据库。

3.2.3 中介变量

本文所选中介变量为企业融资约束，参照行雷雷等（2020）的测算方法。

3.2.4 控制变量

控制变量方面，本文分别选择公司规模Size、资产负债率Lev、应收账款占比REC、营业收入增长率Growth、董事人数Board、股权集中度Top10作为控制变量。

3.3 模型构建

基于本文研究内容，构建实证分析模型如下：

(1) 模型一：基准回归模型

$$TobinQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 REC_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 Board_{i,t} + \alpha_7 Top10_{i,t} + \lambda_i + year_t + \epsilon_{i,t}$$

式中， i, t 为第 i 家企业第 t 年数据， α_0 为截距， $\alpha_1 - \alpha_7$ 为变量系数， λ_i 为个体固定效应， $year_t$ 为时间固定效应， $\epsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

(2) 模型二：中介效应模型

$$FC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 REC_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 Board_{i,t} + \alpha_7 Top10_{i,t} + \lambda_i + year_t + \epsilon_{i,t}$$

$$TobinQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{i,t} + \alpha_2 FC_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 REC_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Board_{i,t} + \alpha_8 Top10_{i,t} + \lambda_i + year_t + \epsilon_{i,t}$$

式中，各符号含义同模型一。

4 实证结果与分析

为初步考察主要变量的数据分布特征，本文进行了描述性统计分析，结果可以看出，TobinQ平均值为2.083，标准差为1.323，最小值为0.852，最大值为8.632，平均值大于标准差，反映出上市公司企业价值整体离散程度较低，总体差异性相对较小，但极值存在较大差距，也反映出部分上市企业价值水平较高，而部分上市企业价值水平较低的情况。INST平均值为0.416，标准差为0.248，最小值为0.003，最大值为0.903，平均值大于标准差，极值差距较大，反映出上市公司机构投资者持股水平差异性较为明显，部分上市公司机构投资者持股水平极低，而部分上市公司机构投资者持股水平极高。

基准模型的回归结果列示于表4-1。列（1）为不加入控制变量的回归结果，列（2）为加入企业财务指标控制变量的回归结果，列（3）为包含全部控制变量的回归结果，INST的系数在1%的水平上显著为正（系数=2.776），这意味着机构投资者持股比例每增加1个单位，企业价值将相应提升2.776个单位。该结果与列（1）、列（2）一致，共同证实了机构投资者持股对企业价值存在显著的正向影响，本文研究假设H1得到验证。

另外，本文通过以下三种方法检验研究结论的稳健性：

第一，为缓解大样本数据中可能存在的异方差问题，在回归中使用了稳健标准误；第二，将样本时间范围缩短，使用2018–2022年数据进行重新估计；第三，为进一步控制行业层面不随时间变化的特征，在模型中加入了行业固定效应。通过回归结果可以看出，在三组稳健性检验结果中，

回归结果均显示, INST对TobinQ依旧为显著正向影响, 表明本文稳健性检验通过, 回归结果具有可靠性。

本文通过所建立的中介效应模型进行检验, 解释变量对中介变量进行回归的结果显示, INST对FC的影响系数为-0.188, 在1%水平显著, 即表明INST对FC的影响为显著负向影响, 企业机构投资者持股水平的提升能够显著降低企业融资约束。解释变量和中介变量共同对被解释变量进行回归的结果显示, INST对TobinQ依旧为显著正向影响, FC对TobinQ为显著负向影响。结合温忠麟(2014)提出的三步法中介效应检验方法表明, 企业机构投资者持股能够通过降低企业融资约束, 对企业价值产生显著正向影响, 中介效应成立, 本文研究假设H2得到验证。

表4-1 基准回归

	(1)	(2)	(3)
	TobinQ	TobinQ	TobinQ
INST	1.006*** (15.08)	1.473*** (21.92)	2.776*** (33.55)
Size		-0.542*** (-35.44)	-0.545*** (-36.02)
Lev		0.554*** (10.47)	0.398*** (7.58)
REC		0.653*** (6.51)	0.819*** (8.27)
Growth		0.105*** (6.97)	0.129*** (8.65)
Board			-0.118* (-1.88)
Top10			-2.679*** (-26.14)
_cons	1.664*** (58.98)	13.13*** (40.34)	14.52*** (42.29)
Firm	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	27613	27613	27613
F	227***	308***	326***
r2	0.667	0.685	0.694
r2_a	0.604	0.625	0.636

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

5 结论及建议

本文基于2013–2022年中国A股上市公司数据, 实证检验了机构投资者持股对上市企业价值的影响及作用机制。研究结果表明: 机构投资者持股可以促进上市企业价值的提升。对影响机制进行探究, 机构投资者持股会通过缓解企业融资约束问题提升企业价值。根据上述结论, 提出如下建议:

第一, 政策制定和监管部门须持续完善上市公司信息披露等相关基础制度, 吸引机构投资者持有上市公司股票, 壮大机构投资者的规模, 优化股权结构。

第二, 引导机构投资者参与上市公司治理, 提升上市公司治理水平。相关机构应采取措施切实为机构投资者参与公司治理、改善公司治理结构创造有利条件。

参考文献:

- [1] 杜卿卿, 周斌. 事关IPO节奏和中长期资金证监会新年首场发布会回应 [N]. 第一财经日报, 2024-01-15 (A03).
- [2] 王笳旭, 王淑娟. 融资约束抑制了制造业企业创新吗? ——基于世界银行中国企业调查数据的实证分析 [J]. 兰州财经大学学报, 2022, 38 (03): 78–91.
- [3] 张鲜华, 赵建琴, 张扬. 机构投资者持股与企业可持续发展: 基于公司治理视角的研究 [J]. 金融理论与实践, 2024, (01): 66–78.
- [4] 曾婉晴, 杨永忠. 会计信息质量、机构投资者持股与企业价值 [J]. 财会通讯, 2024, (21): 25–28.

[5] Kang, Jun-Koo, Juan Luo, and Hyun Seung Na. "Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors?" Journal of Financial Economics 128.3 (2018): 576-602.

作者简介:

张炎 (1999-) 女, 汉族, 安徽宿州人, 本科, 研究方向: 量化投资。