

# 国有机构投资者持股能提升企业投资效率吗？\*

冯晓晴<sup>1</sup> 文雯<sup>2</sup>



(1. 中国石油大学(北京)经济管理学院,北京 102249;

2. 北京外国语大学国际商学院,北京 100089)

**内容提要:**具有国资背景的机构投资者,对于资本市场平稳发展具有重要意义。本文基于我国2015—2019年A股上市公司样本,考察以“国家队”为代表的国有机构投资者持股对企业投资效率的影响。研究发现,国有机构投资者持股显著提升了企业投资效率,并且该影响在代理冲突更严重和所处信息环境更不透明的公司中更加显著。机制检验表明,降低企业内外部信息不对称和代理成本是国有机构投资者持股提升企业投资效率的重要渠道。进一步研究发现,国有机构投资者持股时间越长,对企业非效率投资的治理效果越好;细分国有机构投资者类型后发现,致力于长期维护资本市场稳定和上市公司长期健康发展的证金公司和汇金公司对企业投资效率的提升作用显著,但没有发现“救市”基金和外管局旗下的投资平台对企业投资效率有提升作用。研究结论从企业投资效率视角为国有机构投资者持股在微观企业日常经营中发挥的治理作用提供了新的经验证据,对进一步提高我国上市公司质量具有启示意义。

**关键词:**国有机构投资者持股 企业投资效率 信息不对称 代理成本 公司治理

**中图分类号:**F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)01—0065—20

## 一、引言

企业投资决策是公司财务中的基本问题,投资效率的高低是影响企业能否基业长青的重要因素。在完美市场中,企业投资效率的唯一影响因素是投资机会的盈利能力,任何净现值为正的项目都应该被投资,直到边际收入等于边际资本成本(Modigliani和Miller,1958)<sup>[1]</sup>。然而,在充满信息不对称的现实世界中,股东与管理层之间以及大股东与中小股东之间的代理问题会导致企业偏离最优投资决策,出现过度投资或投资不足现象,损害投资效率(Jensen,1986<sup>[2]</sup>;Jensen和Meckling,1976<sup>[3]</sup>)。对此,学者们针对提升企业投资效率的影响因素进行了较为丰富的探讨。已有文献发现,机构投资者可以缓解公司内外部的信息不对称和代理冲突,从而促进企业投资效率的提升(庄明明和梁权熙,2021<sup>[4]</sup>;李维安等,2017<sup>[5]</sup>;Cao等,2020<sup>[6]</sup>)。但是,现有研究主要从基金类机构投资者和合格境外机构投资者视角切入,而忽略了具有国资背景的国有机构投资者这一类特殊的机构投资者对企业投资效率的影响。

国有机构投资者作为具有国资背景的特殊机构投资者,对资本市场稳定和健康发展起着举足

收稿日期:2021-10-09

\* 基金项目:国家自然科学基金项目“上市公司精准扶贫行为的同群效应:作用机制与经济后果”(72002014);中央高校基本科研业务费项目“国家队持股的违规治理效应研究:作用机制与影响因素”(2022JJ011);中央高校基本科研业务费项目“双碳目标下集团内部资本市场对企业绿色创新的作用路径研究”(2462021YJRC023)。

作者简介:冯晓晴,女,讲师,管理学博士,研究领域是公司财务与公司治理,电子邮箱:fxq1993@163.com;文雯,女,副教授,管理学博士,研究领域是公司财务与公司治理,电子邮箱:wenwen\_bfsu@bfsu.edu.cn。通讯作者:文雯。

轻重的作用。本文研究的国有机构投资者特指“国家队”机构投资者,包括中国证券金融股份有限公司、中央汇金投资有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司、中证金融资产管理计划、五个救市基金和外管局旗下的投资平台(于雪航和方军雄,2020<sup>[7]</sup>;李志生等,2019<sup>[8]</sup>)。我国资本市场在2015—2016年发生了严重的“千股跌停”现象,被投资者称为“股灾”。在危急情况下,国有机构投资者直接进入二级市场大量买入股票,积极救市(李志生等,2019<sup>[8]</sup>;Dang等,2020<sup>[9]</sup>;李志生和金凌,2019<sup>[10]</sup>;王雄元和何雨晴,2020<sup>[11]</sup>)。此后,国有机构投资者并未退出二级市场,而是继续为股市长期稳定健康发展保驾护航<sup>①</sup>。随着中国资本市场由剧烈异常波动逐步趋向常态化波动,国有机构投资者持股是否以及如何影响微观企业日常经营及投资、融资决策是亟待研究的重要议题。企业投资决策及其结果决定着未来现金流和盈利能力,对长期生存和发展至关重要。因此,本文将从企业投资效率的视角探究国有机构投资者持股的治理效应。

本文认为,国有机构投资者既有动力也有能力提升企业投资效率。信息不透明和代理冲突是企业投资决策扭曲的关键成因(Jensen和Meckling,1976<sup>[3]</sup>;La Porta等,1999<sup>[12]</sup>;Claessens等,2000<sup>[13]</sup>)。国有机构投资者的职能是维护资本市场长期稳定健康发展,因而国有机构投资者的投资视野相对长远,不会以短期经济利益为目标,能够改善管理层短视问题。同时,国有机构投资者的意见和主张更容易被管理层接受和采纳,因而本文预期国有机构投资者持股能够提升企业的投资效率。

本文潜在的研究贡献在于如下两方面:第一,从企业投资效率的视角为国有机构投资者促进资本市场稳中求进发展提供经验证据。现有研究主要考察国有机构投资者持股在“股灾”期间的短期救市效果及其对投资者行为和资本市场效率的影响(李志生等,2019<sup>[8]</sup>;Dang等,2020<sup>[9]</sup>;李志生和金凌,2019<sup>[10]</sup>),鲜有研究关注国有机构投资者持股对微观企业的日常经营、投资及融资决策的长期效应。本文从企业投资效率的视角切入,发现国有机构投资者持股能够通过降低企业内外部信息不对称和代理成本的路径提升企业的投资效率,并且国有机构投资者持股对于企业投资过度和投资不足的非效率投资现象均产生了显著的抑制作用;随着国有机构投资者持股时间的延长,上述影响也更为明显。本文的结果表明,国有机构投资者作为长期机构投资者在资本市场中发挥了积极作用,拓展了国有机构投资者持股的经济后果研究,也说明中国证监会做出的让国有机构投资者扮演长期机构投资者角色、促进股市长期稳定发展的决定具有较为长远的现实意义。第二,从特殊机构投资者视角拓展了企业投资效率的影响因素研究。已有文献主要研究了机构投资者整体、机构投资者网络团体、境外机构投资者对企业投资效率的影响(庄明明和梁权熙,2021<sup>[4]</sup>;Cao等,2020<sup>[6]</sup>;郭晓冬等,2020<sup>[14]</sup>)。国有机构投资者是资本市场中的特殊机构投资者,具有专业化的投资经验和较强的监管能力,在维护股市稳定中发挥了重要作用。本文的研究结论表明,相对于股市发生剧烈下跌的“股灾”时期,国有机构投资者持股对企业投资效率的改善作用在“股灾”后期间更为显著。因此,本文从国有机构投资者这类特殊机构投资者的视角有力补充了企业投资效率的影响因素研究。

## 二、文献回顾

### 1. 国有机构投资者持股的经济后果研究

已有研究主要关注“国家队”机构投资者持股对于资本市场稳定和投资者信心恢复的影响。李志生和金凌(2019)<sup>[10]</sup>研究发现,国有机构投资者持股发挥了稳定资本市场的作用。李志生等(2019)<sup>[8]</sup>研究表明,国有机构投资者持股发挥稳定市场的作用主要是通过向市场注入流动性和提振市场信心,并以此降低公司股价暴跌的可能性。Dang等(2020)<sup>[9]</sup>研究发现,相对于未被国有机

<sup>①</sup> 信息来源于中国证监会2015年发布的第21号公告, [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201508/t20150814\\_282857.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201508/t20150814_282857.htm)。

构投资者持股的公司而言,被国有机构投资者持股的公司股票交易量显著下降,股价波动性显著降低,股价信息含量也大幅下降。王雄元和何雨晴(2020)<sup>[11]</sup>的研究也显示国有机构投资者降低了股价波动性,并且权威媒体的报道强化了国有机构投资者持股的治理效应。

由于中国证监会明确公告国有机构投资者在未来将持续发挥稳定资本市场的功能,并且引导长期价值投资。因此,学者们开始关注国有机构投资者持股在公司日常经营决策中发挥的治理作用。于雪航和方军雄(2020)<sup>[7]</sup>研究发现,国有机构投资者持股通过缓解融资约束和委托代理冲突两个渠道显著增加了企业创新投资,说明国有机构投资者持股在维护市场稳定的同时,也在实体企业的投资决策中发挥了治理作用。文雯等(2021)<sup>[15]</sup>研究发现,企业风险在国有机构投资者持股的公司中显著更低。目前,有关国有机构投资者持股对企业经营、投资及融资方面决策的影响研究仍相对缺乏,本文从企业投资效率的角度进行研究,以期完善现有文献的研究框架。

## 2. 企业投资效率的影响因素研究

代理冲突是企业投资决策扭曲的重要影响因素(Jensen, 1986<sup>[2]</sup>; Jensen 和 Meckling, 1976<sup>[3]</sup>)。诸多文献从公司内外部治理机制的视角探究企业投资效率的影响因素。

基于公司内部治理的视角,现有研究发现公司股权结构、董事会治理、管理层特征、内部控制等因素均会对企业投资效率产生影响。在股权结构方面,多个大股东的股权结构能够对控股股东形成很好的制衡,从而提升企业投资效率(Jiang 等, 2018)<sup>[16]</sup>;同时持股多家企业的连锁股东会出现“竞争合谋”,从而诱发非效率投资(潘越等, 2020)<sup>[17]</sup>。在董事会治理方面,处于网络中心位置的独立董事更能提升企业投资效率(陈运森和谢德仁, 2011)<sup>[18]</sup>。在管理层特征方面,CEO 自由裁量权与企业投资效率呈倒 U 型关系(陈志斌和汪官镇, 2020)<sup>[19]</sup>, CFO 兼任董事有助于提高公司的投资效率(袁建国等, 2017)<sup>[20]</sup>, 管理层能力也与企业投资效率显著正相关(姚立杰等, 2020)<sup>[21]</sup>。

从外部监督机制的视角,现有研究探讨了审计师、媒体及机构投资者对企业投资效率的影响。具体而言,行业专长审计师对企业投资效率有正向影响(赵艺和倪古强, 2020<sup>[22]</sup>; Bae 等, 2017<sup>[23]</sup>)。媒体关注度的增加会缓解企业的投资不足现象,但会导致 CEO 过度自信,进而加剧过度投资现象(Gao 等, 2021)<sup>[24]</sup>。基于机构投资者的视角,相比于散户投资者,机构投资者具备一定的信息优势和专业知识优势,更有能力监督公司的经营管理活动,进而提升企业的投资效率(李维安等, 2017)<sup>[5]</sup>;相比于压力敏感型机构投资者,压力抵抗型机构投资者更关注企业的长期发展,更积极地发挥监督治理作用,更能够显著提高企业投资效率(Cao 等, 2020)<sup>[6]</sup>;相比于境内机构投资者,境外机构投资者发挥的作用更大(庄明明和梁权熙, 2021)<sup>[4]</sup>。

综上,现有关于机构投资者对企业投资效率的影响研究主要基于基金公司、境外机构投资者和机构投资者压力类型等视角。本文考察国有机构投资者持股对企业投资效率的影响,有助于从机构投资者异质性视角拓展现有文献。

## 三、理论分析与研究假设

信息不对称和代理问题是造成企业投资决策扭曲的重要原因。基于信息不对称的视角,当企业内外部信息不对称问题较为严重时,内部经理人难以向外部资本市场准确传达企业真实的资产质量和投资机会(Myers 和 Majluf, 1984)<sup>[25]</sup>,这可能导致企业无法及时以合理的资本成本筹措资金,从而错失良好的投资机会,进而出现投资不足现象。同时,管理层为获取私利可能会做出损害股东权益的决策(Jensen, 1986<sup>[2]</sup>; Bertrand 和 Mullainathan, 2003<sup>[26]</sup>)。就企业投资决策而言,管理层可能会为了构建自己的商业帝国而不顾成本效益原则进行大规模投资,导致企业过度投资(董红晔和李小荣, 2014<sup>[27]</sup>; Jensen, 1993<sup>[28]</sup>);管理层还可能为规避风险而放弃净现值可观的投资项目,导致企业投资不足(刘艳霞和祁怀锦, 2019<sup>[29]</sup>; Hirshleifer 和 Thakor, 1992<sup>[30]</sup>)。除管理层之外,

控股股东私利行为也可能导致非效率投资现象。控股股东可能采用关联交易的方式从上市公司转移资源,包括与上市公司签订共同投资协议,与上市公司签订偏离市场价格的资产购销合同,要求上市公司违规担保等(李增泉等,2004<sup>[31]</sup>;Johnson等,2000<sup>[32]</sup>;柳建华等,2008<sup>[33]</sup>)。在此背景下,控股股东的私利攫取行为会导致上市公司进行非效率投资(王英英和潘爱玲,2008<sup>[34]</sup>;刘朝晖,2002<sup>[35]</sup>;柯艳蓉和李玉敏,2019<sup>[36]</sup>)。一方面,控股股东将资源从上市公司转出或者侵占上市公司的发展机会将造成上市公司缺乏资金或丧失机会而无法投资于有发展前景的项目,导致投资不足;另一方面,控股股东为获取更多的控制性资源将促使上市公司进行更多的固定资产投资或股权并购,导致过度投资。

国有机构投资者持股能够通过缓解企业内外部信息不对称和代理问题提升企业的投资效率。首先,国有机构投资者的投资体量较大,引发较多的分析师跟踪和投资者关注,其投资行为具有较强的信号传递和导向功能,引导者资本市场上大量的资金流向(于雪航和方军雄,2020<sup>[7]</sup>;Dang等,2020<sup>[9]</sup>)。由国有机构投资者持股引发的分析师及投资者关注度的增加能够对管理层形成更强的外部监督和约束,提高企业的信息透明度,降低由管理层偷懒卸责行为引发的投资不足现象和由经理层“帝国构建”动机导致的投资过度行为。其次,国有机构投资者具有较为长期的投资视野,不会以短期经济利益最大化为目标,因而能够减少由管理层短视引发的非效率投资行为。中国证监会在2015年第21号公告中明确指出,“国家队”机构投资者在未来相当长的时间内不会退出资本市场,并将持续发挥稳定资本市场的功能,秉承价值投资的理念。因此,国有机构投资者作为具有长期投资观念的机构投资者,不以获取短期利益为目标,能够利用自身专业知识协助公司建立健全内部控制制度,降低管理层业绩操纵行为,抑制非效率投资现象,降低企业的投资风险。最后,国有机构投资者具有国资背景,在持有上市公司股份后,能够直接与被持股公司的管理层就非效率投资决策进行沟通,及时要求其停止非效率投资活动(段亚林,2000)<sup>[37]</sup>。由于国有机构投资者的特殊性,它们通常具备较强的话语权,其意见和主张也较容易被管理层所接受。综合上述分析,国有机构投资者既有动力也有能力积极履行监督职能,降低企业非效率投资行为,因此,本文提出以下研究假设:

$H_1$ :在其他条件不变的情况下,国有机构投资者持股能够提升企业投资效率。

本文进一步探讨代理冲突对国有机构投资者持股与企业投资效率关系的调节效应。Jensen和Meckling(1976)<sup>[3]</sup>对比分析了是否存在所有权和经营权分离时的管理层的决策行为及其引发的代理成本。如果某企业的所有权与经营权没有分离,其所有者就是管理层,拥有全部剩余收益索取权,相对应地也承担全部的责任。管理层做出最优投资决策的标准是边际收益与边际成本相一致,管理层没有动机扭曲公司的投资决策。相反,如果所有权与经营权完全分离,即代理冲突非常严重,此时管理层在一项投资中获取的收益和需要承担的成本之间不匹配的程度最严重。管理层通过扭曲公司的投资决策所获取的收益远高于其需要付出的成本。因此,管理层为个人私利而扭曲上市公司投资决策的动机越强。在此情况下,具有国资背景的国有机构投资者能够在更大程度上遏制管理层以损害上市公司利益为代价的机会主义行为。因此,本文提出以下研究假设:

$H_2$ :在代理冲突更严重的公司中,国有机构投资者持股对企业投资效率的提升作用更强。

接下来,本文探讨信息环境如何影响国有机构投资者持股对企业投资效率的治理效应。如果公司所处的信息环境较好,上市公司各类投融资决策会被放在聚光灯下接受较强的监督与审视,那么公司内部人为个人私利而扭曲上市公司投资决策的能力受到抑制(Biddle等,2009<sup>[38]</sup>;To等,2018<sup>[39]</sup>;李青原,2009<sup>[40]</sup>)。相反,如果公司所处的信息环境较差,公司内部人受到的监督较弱,实施机会主义行为受到的阻力较小。在此情况下,具有国资背景的国有机构投资者持有上市公司股票对于公司内部人投资决策扭曲行为的抑制作用更强,进而对企业投资效率的促进作用更强。因

此,本文提出以下研究假设:

H<sub>3</sub>:在信息环境较不透明的公司中,国有机构投资者持股对企业投资效率的提升作用更强。

## 四、研究设计

### 1. 研究样本与数据来源

2015 年中国资本市场发生“股灾”,促使国有机构投资者开始大规模持有上市公司股票。因此,本文在 2015—2019 年 A 股上市公司的数据基础上,剔除金融业和存在缺失值的观测后得到 12,543 个公司-年度观测值。国有机构投资者持股数据取自 Choice 金融数据库。其他数据均取自 CSMAR 数据库。所有连续变量按上下 1% 分位数缩尾处理。

### 2. 主要变量定义

(1)被解释变量。本文的被解释变量为企业投资效率。借鉴已有研究(姚立杰等,2020<sup>[21]</sup>; Biddle 等,2009<sup>[38]</sup>;Choi 等,2020<sup>[41]</sup>),本文采用 Richardson(2006)<sup>[42]</sup>模型计算投资效率。首先构建以下模型:

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INV_{it-1} + \alpha_2 CASH_{it-1} + \alpha_3 TOBINQ_{it-1} + \alpha_4 RET_{it-1} + \alpha_5 AGE_{it-1} + \alpha_6 SIZE_{it-1} + \alpha_7 LEV_{it-1} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

其中,INV<sub>it</sub>代表 i 企业在第 t 年的实际新增投资水平,等于构建长期资产的净现金流出占资产总额的比重;解释变量包括现金持有(CASH)、成长性(TOBIHQ)、股票回报率(RET)、公司年龄(AGE)、公司规模(SIZE)、资产负债率(LEV)。模型(1)回归残差的绝对值(INVEFF)反映了企业实际投资偏离预期投资水平的程度,因此可用于衡量投资效率。同时,正残差项(OVERINV)可用于衡量过度投资,负残差项的绝对值(UNDERINV)可用于衡量投资不足。

(2)解释变量。本文解释变量为“国家队”机构投资者持股情况。参考已有研究(于雪航和方军雄,2020<sup>[7]</sup>;李志生和金凌,2019<sup>[10]</sup>),本文采用两种度量方法:第一,是否存在“国家队”机构投资者持股哑变量,如果公司被国有机构投资者持股则取 1,否则取 0;第二,“国家队”机构投资者持股比例。

(3)控制变量。借鉴已有研究(潘越等,2020<sup>[17]</sup>;姚立杰等,2020<sup>[21]</sup>;文雯等,2019<sup>[43]</sup>),本文控制一系列影响企业投资效率的变量,包括:公司规模(SIZE),资产负债率(LEV),盈利能力(ROA),股权集中度(TOP10),其他机构投资者持股比例(OINSI),高管持股比例(MANO),是否两职合一(DUAL),四委个数(COMNUM),产权性质(SOE),公司年龄(AGE),自由现金流占比(FCF),股票回报率(RET),固定资产占比(PPE),行业(INDUSTRY)和年度(YEAR)。

本文变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量说明
INVEFF	非效率投资	模型(1)的残差取绝对值
OVERINV	过度投资	模型(1)的正残差项
UNDERINV	投资不足	模型(1)的负残差项取绝对值
GOVER_D	是否被“国家队”机构投资者持股	如果公司被“国家队”机构投资者持股则取 1,否则取 0
GOVER_P	“国家队”机构投资者持股比例	公司被“国家队”机构投资者持股的数量/公司总股数
SIZE	公司规模	Ln(资产总额)
LEV	资产负债率	负债总额/资产总额
ROA	盈利能力	净利润/总资产
TOP10	股权集中度	前十大股东持股数量/公司总股数

续表 1

变量符号	变量名称	变量说明
<i>OINSI</i>	其他机构投资者持股占比	除“国家队”机构投资者以外其他机构投资者持股比例之和
<i>MANO</i>	管理层持股占比	管理层持股数量/公司总股数
<i>DUAL</i>	是否两职合一	董事长和总经理两职合一则取 1, 否则取 0
<i>COMNUM</i>	四委个数	设立审计、战略、薪酬、提名等委员会的个数
<i>SOE</i>	股权性质	国有取值为 1, 民营取值为 0
<i>AGE</i>	公司年龄	$\ln(\text{公司成立年数} + 1)$
<i>FCF</i>	自由现金流占比	自由现金流/总资产
<i>RET</i>	股票回报率	考虑现金红利再投资的公司股票年度回报率
<i>PPE</i>	固定资产占比	公司固定资产/总资产
<i>INDUSTRY</i>	行业	行业虚拟变量
<i>YEAR</i>	年份	年份虚拟变量

资料来源:作者整理

### 3. 模型设定

为检验假设  $H_1$ , 构建模型:

$$\begin{aligned}
 INVEFF_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GOVER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TOP10_{it} + \beta_6 OINSI_{it} \\
 & + \beta_7 MANO_{it} + \beta_8 DUAL_{it} + \beta_9 COMNUM_{it} + \beta_{10} SOE_{it} + \beta_{11} AGE_{it} + \beta_{12} FCF_{it} \\
 & + \beta_{13} RET_{it} + \beta_{14} PPE_{it} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (2)$$

其中,下标  $i$  代表公司,  $t$  代表年份。被解释变量  $INVEFF$  代表公司投资效率,采用三个测度指标,包括非效率投资总额 ( $NINVEFF$ )、投资过度 ( $OVERINV$ ) 和投资不足 ( $UNDERINV$ )。解释变量  $GOVER$  代表公司被“国家队”机构投资者持股情况,由两个指标进行测度:是否被“国家队”机构投资者持股哑变量 ( $GOVER\_D$ ) 和“国家队”机构投资者持股比例 ( $GOVER\_P$ )。其他变量均为控制变量。如果  $GOVER$  的系数  $\beta_1$  显著为负,说明国有机构投资者持股抑制了企业的非效率投资,即提高了企业投资效率。

为检验假设  $H_2$ , 构建模型:

$$\begin{aligned}
 INVEFF_{it} = & \lambda_0 + \lambda_1 GOVER_{it} + \lambda_2 AGCOST_{it} + \lambda_3 GOVER_{it} \times AGCOST_{it} + \lambda_4 SIZE_{it} \\
 & + \lambda_5 LEV_{it} + \lambda_6 ROA_{it} + \lambda_7 OINSI_{it} + \lambda_8 TOP10_{it} + \lambda_9 DUAL_{it} + \lambda_{10} COMNUM_{it} \\
 & + \lambda_{11} SOE_{it} + \lambda_{12} AGE_{it} + \lambda_{13} FCF_{it} + \lambda_{14} RET_{it} + \lambda_{15} MANO_{it} \\
 & + \lambda_{16} PPE_{it} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (3)$$

其中,  $AGCOST$  代表公司内部代理冲突,采用管理层是否持股哑变量来衡量。如果管理层持股,则其与股东的利益一致性程度更高,企业内部代理冲突更小。 $GOVER \times AGCOST$  为国有机构投资者持股指标与管理层持股哑变量的交乘项。根据假设  $H_2$ , 即国有机构投资者持股对企业投资效率的促进作用在代理冲突更严重的公司中更强,预期该交乘项的系数  $\lambda_3$  的显著为正。

为检验假设  $H_3$ , 构建模型:

$$\begin{aligned}
 INVEFF_{it} = & \theta_0 + \theta_1 GOVER_{it} + \theta_2 ANALYST_{it} + \theta_3 GOVER_{it} \times ANALYST_{it} + \theta_4 SIZE_{it} + \theta_5 LEV_{it} \\
 & + \theta_6 ROA_{it} + \theta_7 OINSI_{it} + \theta_8 TOP10_{it} + \theta_9 DUAL_{it} + \theta_{10} MANO_{it} + \theta_{11} COMNUM_{it} \\
 & + \theta_{12} SOE_{it} + \theta_{13} AGE_{it} + \theta_{14} FCF_{it} + \theta_{15} RET_{it} + \theta_{16} PPE_{it} \\
 & + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (4)$$

其中, *ANALYST* 代表企业信息环境, 参考已有研究 (王晓珂等, 2020<sup>[44]</sup>; 王艳艳等, 2014<sup>[45]</sup>; Fernandes 和 Ferreira, 2008<sup>[46]</sup>) 的做法, 本文采用分析师跟踪人数的自然对数来测度, 分析师跟踪人数越多, 代表企业面临的监督机制越强, 企业内外部信息不对称程度越低。 *GOVER* × *ANALYST* 为国有机构投资者持股两个测度指标与企业信息环境的交乘项。依据假设  $H_3$ , 国有机构投资者持股对企业投资效率的促进作用在信息环境较差的公司中更加显著, 预期该交乘项的系数  $\theta_3$  的符号为正。

## 五、实证结果与分析

### 1. 描述性统计

表 2 结果显示, 企业非效率投资 (*NINVEFF*)、过度投资 (*OVERINV*)、投资不足 (*UNDERINV*) 的均值分别为 0.027、0.038、0.021。以上企业投资效率的三个测度指标的描述性统计结果与已有研究结果 (赵艺和倪古强, 2020)<sup>[22]</sup> 相似。国有机构投资者持股哑变量 (*GOVER\_D*) 的均值为 0.362, 这一统计结果与已有研究结果 (李志生等, 2019)<sup>[8]</sup> 类似, 说明在样本期间平均有 36.2% 的上市公司存在国有机构投资者持股。在全样本中, 国有机构投资者持股比例 (*GOVER\_P*) 的均值为 0.008, 如果排除未被国有机构投资者持股的 63.8% 的样本, 仅考虑存在国有机构投资者持股的样本时, 国有机构投资者平均持股比例为 2.2%。此外, 方差膨胀因子 (*VIF*) 最大值为 2.10, 表明自变量之间共线性不严重。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25% 值	中位数	75% 值	最大值	VIF
<i>NINVEFF</i>	12543	0.027	0.032	0.000	0.008	0.017	0.031	0.200	
<i>OVERINV</i>	4553	0.038	0.051	0.000	0.007	0.020	0.046	0.294	
<i>UNDERINV</i>	7990	0.021	0.019	0.000	0.009	0.017	0.027	0.109	
<i>GOVER_D</i>	12543	0.362	0.481	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.22
<i>GOVER_P</i>	12543	0.008	0.015	0.000	0.000	0.000	0.010	0.083	1.31
<i>SIZE</i>	12543	22.370	1.260	20.050	21.480	22.210	23.070	26.250	2.10
<i>LEV</i>	12543	0.431	0.201	0.067	0.271	0.420	0.578	0.905	1.76
<i>ROA</i>	12543	0.053	0.073	-0.278	0.028	0.053	0.086	0.249	1.42
<i>TOP10</i>	12543	0.581	0.146	0.245	0.475	0.587	0.689	0.900	1.20
<i>OINSI</i>	12543	0.053	0.061	0.000	0.005	0.032	0.080	0.273	1.22
<i>MANO</i>	12543	0.071	0.134	0.000	0.000	0.002	0.068	0.600	1.50
<i>DUAL</i>	12543	0.280	0.449	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.32
<i>COMNUM</i>	12543	3.891	0.399	0.000	4.000	4.000	4.000	4.000	1.02
<i>SOE</i>	12543	0.317	0.465	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.43
<i>AGE</i>	12543	2.930	0.292	2.197	2.773	2.944	3.135	3.497	1.23
<i>FCF</i>	12543	0.034	0.172	-0.625	-0.022	0.059	0.130	0.410	1.18
<i>RET</i>	12543	0.084	0.543	-0.613	-0.288	-0.066	0.282	2.300	2.06
<i>PPE</i>	12543	0.441	0.195	0.062	0.296	0.431	0.574	0.900	1.49

资料来源: 作者整理

表 3 为单变量检验结果。对于存在国有机构投资者持股子样本, 非效率投资 (*NINVEFF*) 的均值和中位数分别为 0.023 和 0.016, 显著低于不存在国有机构投资者持股子样本的 0.029 和 0.018; 过度投资 (*OVERINV*) 和投资不足 (*UNDERINV*) 的检验结果类似, 说明国有机构投资者持股抑制了包括过度投资和投资不足在内的非效率投资, 促进了企业投资效率的提升, 由此初步验证了本文的假设  $H_1$ 。

表 3 单变量检验

变量	GOVER_D = 0			GOVER_D = 1			差异检验	
	样本量	均值	中位数	样本量	均值	中位数	均值差	中位数差
NINVEFF	8001	0.029	0.018	4542	0.023	0.016	0.006***	0.002***
OVERINV	2931	0.042	0.022	1622	0.031	0.017	0.011***	0.005***
UNDERINV	5070	0.022	0.018	2920	0.019	0.015	0.003***	0.003***

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源:作者整理

## 2. 多元回归分析

(1) 国有机构投资者持股与企业投资效率。表 4 列示了回归结果,第(1)列和第(2)列考察国有机构投资者持股对整体非效率投资(NINVEFF)的影响,第(3)列和第(4)列是对过度投资(OVERINV)的回归,第(5)列和第(6)列是对投资不足(UNDERINV)的回归。从实证结果中可以看出,国有机构投资者持股哑变量(GOVER\_D)和持股比例变量(GOVER\_P)均在 1% 的水平上显著为负,表明国有机构投资者持股显著减少了企业非效率投资行为。上述结果也支持了假设 H<sub>1</sub>,说明国有机构投资者持股有助于降低企业内外部信息不对称和代理问题,进而改善了上市公司的投资效率。

表 4 国有机构投资者持股与企业投资效率

变量	NINVEFF		OVERINV		UNDERINV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GOVER_D	-0.003*** (-4.24)		-0.006*** (-3.26)		-0.002*** (-3.22)	
GOVER_P		-0.088*** (-4.25)		-0.128*** (-2.59)		-0.056*** (-4.19)
SIZE	-0.003*** (-7.61)	-0.003*** (-7.27)	-0.006*** (-5.64)	-0.006*** (-5.66)	-0.002*** (-7.25)	-0.002*** (-6.62)
LEV	0.007*** (2.92)	0.007*** (2.96)	0.008 (1.29)	0.009 (1.40)	-0.001 (-0.83)	-0.001 (-0.92)
ROA	0.049*** (8.79)	0.049*** (8.79)	0.066*** (4.15)	0.066*** (4.15)	0.016*** (4.15)	0.015*** (4.13)
TOP10	0.012*** (4.77)	0.012*** (4.64)	0.014** (2.30)	0.014** (2.23)	0.007*** (4.39)	0.007*** (4.26)
OINSI	0.005 (0.84)	0.006 (0.97)	-0.002 (-0.13)	0.001 (0.04)	-0.003 (-0.82)	-0.004 (-0.85)
MANO	-0.004 (-1.11)	-0.003 (-1.05)	-0.012 (-1.63)	-0.012 (-1.54)	-0.003 (-1.54)	-0.003 (-1.53)
DUAL	0.002** (2.34)	0.002** (2.41)	0.004* (1.71)	0.004* (1.73)	0.001** (2.33)	0.001** (2.41)
COMNUM	0.001 (0.92)	0.001 (0.89)	0.000 (0.12)	0.000 (0.15)	0.001 (1.02)	0.000 (0.95)
SOE	-0.002*** (-2.83)	-0.002*** (-2.76)	-0.003* (-1.78)	-0.003* (-1.77)	-0.002*** (-3.27)	-0.002*** (-3.12)
AGE	-0.004*** (-2.97)	-0.004*** (-2.84)	-0.006* (-1.73)	-0.005 (-1.59)	-0.004*** (-5.47)	-0.004*** (-5.38)
FCF	-0.018*** (-7.76)	-0.018*** (-7.71)	-0.018*** (-3.02)	-0.018*** (-2.98)	-0.018*** (-10.21)	-0.018*** (-10.17)



续表 4

变量	NINVEFF		OVERINV		UNDERINV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RET	0.008*** (9.58)	0.008*** (9.51)	0.016*** (6.24)	0.016*** (6.18)	0.006*** (9.44)	0.006*** (9.40)
PPE	0.027*** (12.30)	0.027*** (12.27)	0.038*** (6.89)	0.037*** (6.89)	0.015*** (10.91)	0.015*** (10.87)
常数项	0.087*** (8.65)	0.085*** (8.37)	0.155*** (6.52)	0.156*** (6.50)	0.065*** (9.87)	0.062*** (9.33)
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12543	12543	4553	4553	7990	7990
调整 R <sup>2</sup>	0.088	0.088	0.089	0.088	0.126	0.127

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表  $p < 0.1$ 、 $p < 0.05$  和  $p < 0.01$ ；括号内的  $t$  值经过 cluster(firm) 处理，下同

资料来源：作者整理

(2)代理冲突、国有机构投资者持股与企业投资效率。假设 H<sub>2</sub> 考察代理冲突对国有机构投资者持股与企业投资效率之间关系的调节效应,实证结果报告在表 5 中,采用管理层持股衡量公司内部代理冲突。实证结果显示,国有机构投资者持股与管理层持股哑变量的交乘项 ( $GOVER\_D \times AGCOST$  和  $GOVER\_P \times AGCOST$ ) 的系数显著为正,说明在代理冲突更严重的公司中,企业非效率投资行为越严重,此时国有机构投资者持股作为具有政府背景的机构投资者能够在提升企业投资效率中发挥更强的促进作用,支持了假设 H<sub>2</sub> 的预期。

表 5 代理冲突、国有机构投资者持股与企业投资效率

变量	NINVEFF		OVERINV		UNDERINV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GOVER_D	-0.004*** (-3.98)		-0.010*** (-3.40)		-0.003*** (-2.88)	
GOVER_D × AGCOST	0.002* (1.70)		0.007** (1.98)		0.001 (1.28)	
GOVER_P		-0.133*** (-4.81)		-0.257*** (-3.30)		-0.096*** (-4.14)
GOVER_P × AGCOST		0.070** (2.27)		0.179** (2.05)		0.043* (1.73)
AGCOST	-0.003*** (-2.91)	-0.002*** (-2.93)	-0.007*** (-2.62)	-0.005** (-2.33)	-0.003*** (-3.09)	-0.002*** (-3.49)
常数项	0.081*** (9.95)	0.078*** (9.37)	0.148*** (7.19)	0.148*** (7.03)	0.055*** (8.32)	0.052*** (7.42)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12543	12543	4553	4553	7990	7990
调整 R <sup>2</sup>	0.083	0.083	0.085	0.084	0.107	0.107

资料来源：作者整理

(3)信息环境、国有机构投资者持股与企业投资效率。假设 H<sub>3</sub> 考察信息环境对国有机构投资者持股与企业投资效率之间关系的影响,实证结果报告在表 6 中。国有机构投资者持股与信息环境的交乘项 ( $GOVER\_D \times ANALYST$  和  $GOVER\_P \times ANALYST$ ) 的系数分别在 10% 和 5% 的统计水平

上显著为正,说明当公司受到更多的分析师关注,即面临的信息环境更加透明时,企业的非效率投资行为在分析师这一有力的“聚光灯”下得到抑制。相反,当公司内部外部的信息不对称程度更高时,公司内部人为个人私利而进行过度投资或投资不足等非效率投资的能力越大,此时国有机构投资者持股作为具有政府背景的机构投资者能够在抑制企业非投资效率中发挥更强的监督作用,支持了假设 H<sub>3</sub> 的预期。

表 6 信息环境、国有机构投资者持股与企业投资效率

变量	NINVEFF		OVERINV		UNDERINV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>GOVER_D</i>	-0.003 *** (-5.07)		-0.006 *** (-3.62)		-0.001 *** (-3.04)	
<i>GOVER_D</i> × <i>ANALYST</i>	0.001 * (1.87)		0.002 * (1.72)		0.001 * (1.86)	
<i>GOVER_P</i>		-0.087 *** (-5.45)		-0.136 *** (-3.20)		-0.052 *** (-4.16)
<i>GOVER_P</i> × <i>ANALYST</i>		0.029 ** (2.32)		0.068 ** (2.29)		0.022 ** (2.31)
<i>ANALYST</i>	-0.000 (-0.60)	0.000 (0.32)	-0.000 (-0.35)	0.000 (0.45)	-0.001 *** (-2.88)	-0.001 ** (-2.46)
常数项	0.088 *** (10.22)	0.086 *** (9.72)	0.159 *** (7.25)	0.158 *** (7.09)	0.062 *** (9.84)	0.060 *** (9.18)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12543	12543	4553	4553	7990	7990
调整 R <sup>2</sup>	0.087	0.087	0.088	0.087	0.126	0.126

资料来源:作者整理

### 3. 控制内生性问题

(1)倾向评分匹配与双重差分法(PSM + DID)。本文样本包括被国有机构投资者持股的公司和未被国有机构投资者持股的公司,这两组样本之间可能存在系统性差异。此外,国有机构投资者持股与企业投资效率之间可能存在反向因果问题,具体表现为投资效率较高的企业更可能成为国有机构投资者的投资标的。因此,为了控制样本选择性偏差和反向因果等问题的影响,本文采用基于倾向评分匹配样本的双重差分模型。

由于从 2015 年中国股票市场发生剧烈波动开始,国有机构投资者大举进入资本市场,开始大规模持有上市公司股票,因此本文以 2015 年作为事件冲击时点,考察该年份前后国有机构投资者持股公司与未持股公司的投资效率水平的变化情况。为了保证在事件前后年份有相对均衡的样本分布,本文在 PSM + DID 检验中将样本期间由 2015—2019 年扩展至 2011—2019 年。在处理组和控制组的界定方面,本文将 2015 年之前没有被国有机构投资者持股、自 2015 年开始被国有机构投资者连续持股的企业作为处理组样本,将 2011—2019 年从未被国有机构投资者持股的企业作为控制组样本。本文通过 1:1 最近邻有放回进行匹配,匹配后的样本满足平衡性假设(结果未报告,留存备案)。

在倾向评分匹配样本的基础上,本文构建如下双重差分模型:

$$\begin{aligned}
 INVEFF_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 TREAT_{it} + \alpha_2 POST_{it} + \alpha_3 TREAT \times POST_{it} + \sum CONTROLS_{it} \\
 & + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

其中, *TREAT* 代表是否为处理组哑变量,若公司自 2015 年开始连续被国有机构投资者持股,则取值为 1,若公司从未被国有机构投资者持股,则取值为 0; *POST* 为时期哑变量,如果观测值属于国有机构投资者大举进入资本市场之后的年份(2015—2019 年)取值为 1,在国有机构投资者大规模持股之前的年份(2011—2014 年)样本期间取值为 0。 *TREAT* × *POST* 是本文关注的核心变量,它的估计系数  $\alpha_3$  衡量国有机构投资者持股前后处理组样本与控制组样本相比在投资效率水平上的变化。 *CONTROLS* 代表控制变量,与基准模型(2)相同。

PSM + DID 的检验结果报告在表 7 中,其中第(1)~(3)列为包含 2015 年样本的检验结果,第(4)~(6)列为不含 2015 年样本的检验结果。实证结果显示, *TREAT* × *POST* 的系数在所有回归中均在至少 5% 的统计水平上显著为负,说明相对于控制组样本,处理组样本在国有机构投资者持股后的非效率投资规模显著下降。上述检验结果进一步支持了本文的研究结论,即国有机构投资者持股提高了企业投资效率,不仅降低了投资过度行为,也缓解了投资不足现象。

表 7 稳健性检验:PSM + DID 的回归结果

变量	2011—2019 年(含 2015 年)			2011—2019 年(不含 2015 年)		
	<i>NINVEFF</i>	<i>OVERINV</i>	<i>UNDERINV</i>	<i>NINVEFF</i>	<i>OVERINV</i>	<i>UNDERINV</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>TREAT</i>	-0.000 (-0.25)	-0.002 (-0.83)	-0.001 (-0.90)	-0.000 (-0.20)	-0.002 (-0.76)	-0.001 (-0.94)
<i>POST</i>	-0.005*** (-3.59)	-0.017*** (-3.98)	-0.005*** (-4.62)	-0.004*** (-2.89)	-0.007* (-1.79)	-0.009*** (-7.20)
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	-0.005*** (-4.24)	-0.006** (-2.05)	-0.002*** (-2.99)	-0.006*** (-5.53)	-0.007** (-2.39)	-0.004*** (-4.47)
常数项	0.097*** (12.62)	0.164*** (8.50)	0.076*** (12.78)	0.101*** (12.21)	0.178*** (8.63)	0.075*** (11.33)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份/行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	15736	5537	10199	13786	4865	8921
调整 R <sup>2</sup>	0.085	0.098	0.127	0.090	0.103	0.127

资料来源:作者整理

(2) Heckman 两阶段模型。公司股票是否被国有机构投资者持有可能是随机外生的,投资效率更高的企业可能更容易吸引国有机构投资者的投资。为此,本文借鉴于雪航与方军雄(2020)<sup>[7]</sup>的研究,采用 Heckman 两阶段模型重新检验。第一阶段使用 Probit 模型估计国有机构投资者持股决定因素,解释变量中加入同行业除本公司外其他被国有机构投资者持股的公司占比(*IND\_GOVER*),并在此基础上计算逆米尔斯比(*IMR*),然后将 *IMR* 加入基准模型(2)中对企业投资效率做第二阶段回归。回归结果报告在表 8 中,在控制 *IMR* 后,本文主要研究结论依然成立。

表 8 稳健性检验:Heckman 两阶段模型回归结果

变量	第一阶段	第二阶段					
	<i>GOVER_D</i>	<i>NINVEFF</i>		<i>OVERINV</i>		<i>UNDERINV</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>GOVER_D</i>		-0.003*** (-4.26)		-0.006*** (-3.30)		-0.002*** (-3.22)	
<i>GOVER_P</i>			-0.097*** (-4.68)		-0.147*** (-2.98)		-0.060*** (-4.48)

续表 8

变量	第一阶段	第二阶段					
	<i>GOVER_D</i>	<i>NINVEFF</i>		<i>OVERINV</i>		<i>UNDERINV</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>IND_GOVER</i>	2.528*** (8.47)						
<i>IMR</i>		0.008** (2.13)	0.010*** (2.62)	0.018** (1.97)	0.020** (2.26)	0.004 (1.37)	0.005* (1.87)
常数项	-14.349*** (-21.37)	0.028 (0.95)	0.010 (0.35)	0.029 (0.43)	0.008 (0.12)	0.039** (2.05)	0.027 (1.37)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份/行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12543	12543	12543	4553	4553	7990	7990
Pseudo R <sup>2</sup> /调整 R <sup>2</sup>	0.155	0.089	0.088	0.090	0.089	0.126	0.127

资料来源:作者整理

#### 4. 其他稳健性检验

为增强研究结论的可靠性,本文考察国有机构投资者持股对未来一年企业投资效率的影响。国有机构投资者持股对上市公司发挥的监督治理作用传导到企业投资效率可能需要一定的时间,为此,本文将基准模型中  $t$  年的企业投资效率替换为  $t+1$  年的企业投资效率,重新进行回归。回归结果表明,国有机构投资者持股哑变量 (*GOVER\_D*) 和国有机构投资者持股比例 (*GOVER\_P*) 的系数均至少在 10% 的统计水平上显著为负,说明国有机构投资者持股对未来企业投资效率依然具有促进作用,进一步支持本文主要研究结论。检验结果留存备索。

## 六、影响机制检验

经过前文分析,本文得到了国有机构投资者持股能够提升企业投资效率的结论。那么,国有机构投资者持股降低企业非效率投资,提高投资效率的具体机制是什么? 本文借鉴 Baron 和 Kenny (1986)<sup>[47]</sup> 的中介检验模型,从信息不对称和代理成本两个方面考察国有机构投资者持股对企业投资效率的影响机制。

### 1. 信息不对称的中介机制检验

国有机构投资者作为体量庞大的特殊机构投资者,其持股具有信号传递功能。国有机构投资者持股有助于提升被投资企业的社会关注度和影响力,提高企业信息透明度,从而降低高管从事非效率投资行为的空间和机会。因此,本文认为缓解信息不对称是国有机构投资者持股改善企业投资效率的关键机制。在实证方面,本文从内在的公司信息透明度和外在的资本市场信息中介行为两个维度开展信息不对称的中介效应检验。

其一,基于内在的公司信息透明度视角,如果公司的盈余信息透明度较高,外部投资者理解公司财务信息的难度越小,企业内外部信息不对称程度相应降低。参考已有研究(王化成等,2015)<sup>[48]</sup>,本文以修正的琼斯模型计算的操控性应计的绝对值(*ADA*)来测度公司信息披露质量,该数值越大,代表信息不对称程度越高。回归结果报告在表 9 的 Panel A。回归结果表明,国有机构投资者持股通过提高内在的公司信息透明度,从而提高企业投资效率。

其二,基于外在的资本市场信息中介行为视角,如果企业与外部投资者之间的信息不对称程度较高,作为资本市场重要信息媒介的分析师难以依据经验和常识对企业的盈余信息进行精确预测,

从而分析师的盈余预测分歧度会增加。参考已有研究(何熙琼和尹长萍,2018)<sup>[49]</sup>,本文采用分析师盈余预测的标准差(*FDISP*)来测度公司的分析师盈余预测分歧度,如果*FDISP*的数值越大,代表信息透明度越低。回归结果报告在表9的Panel B。实证结果表明,外在的资本市场信息中介行为在国有机构投资者持股与企业投资效率中发挥了部分中介作用,国有机构投资者持股通过降低分析师盈余预测分歧度,提高信息透明度,从而提高企业投资效率。

表9 信息不对称中介效应

Panel A: 公司信息透明度中介效应

变量	<i>ADA</i>		<i>NINVEFF</i>		<i>OVERINV</i>		<i>UNDERINV</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>GOVER_D</i>	-0.003 ** (-2.00)		-0.003 *** (-4.15)		-0.005 *** (-3.22)		-0.001 *** (-3.10)	
<i>GOVER_P</i>		-0.094 ** (-1.98)		-0.084 *** (-4.16)		-0.126 ** (-2.54)		-0.054 *** (-4.12)
<i>ADA</i>			0.034 *** (6.57)	0.034 *** (6.57)	0.028 ** (2.19)	0.028 ** (2.20)	0.032 *** (7.91)	0.032 *** (7.90)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12541	12541	12541	12541	4551	4551	7990	7990
调整 R <sup>2</sup>	0.140	0.140	0.094	0.094	0.091	0.090	0.142	0.142
Sobel Z	-	-	-4.075 ***	-4.027 ***	-2.012 **	-1.993 **	-3.419 **	-3.515 **

Panel B: 分析师预测分歧度中介效应

变量	<i>FDISP</i>		<i>NINVEFF</i>		<i>OVERINV</i>		<i>UNDERINV</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>GOVER_D</i>	-0.001 *** (-3.18)		-0.003 *** (-2.75)		-0.005 ** (-2.57)		-0.001 * (-1.88)	
<i>GOVER_P</i>		-0.048 *** (-5.59)		-0.066 ** (-2.53)		-0.100 * (-1.66)		-0.045 ** (-2.31)
<i>FDISP</i>			0.139 *** (2.81)	0.136 *** (2.76)	0.208 ** (2.00)	0.206 ** (1.99)	0.109 ** (2.33)	0.107 ** (2.27)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	7221	7221	7221	7221	2861	2861	4360	4360
调整 R <sup>2</sup>	0.085	0.089	0.105	0.104	0.104	0.103	0.122	0.122
Sobel Z	-	-	-2.446 **	-2.917 ***	-1.648 *	-2.007 **	-1.995 **	-3.114 ***

资料来源:作者整理

## 2. 代理成本的中介机制检验

国有机构投资者作为成熟的机构投资者,不以追逐短期利益为目标,有助于缓解管理层的短视行为,降低代理冲突,从而压缩管理层从事非效率投资行为的机会和空间;同时,国有机构投资者持股也有助于缓解大股东的私利攫取行为,提高企业的投资效率。基于上述分析,本文从第一类代理问题和第二类代理问题两个维度进行中介效应检验,探究降低代理成本是否在国有机构投资者持

股与企业投资效率中发挥中介效应。

基于第一类代理问题,参考已有研究(刘孟晖和高友才,2015<sup>[50]</sup>;肖土盛和孙瑞琦,2021<sup>[51]</sup>),本文采用销售管理费用率(*AGENCY*)来测度由管理层机会主义行为而引发的代理成本,计算公式为:(营业费用+管理费用)/主营业务收入。基于第一类代理成本的中介效应检验结果报告在表10的Panel A。回归结果说明,股东与管理层之间的第一类代理成本发挥了部分中介作用,国有机构投资者持股通过降低由管理层机会主义行为诱发的第一类代理成本促进了企业投资效率的提升。

基于第二类代理问题,参考已有研究(姜付秀等,2020<sup>[52]</sup>;姜付秀等,2015<sup>[53]</sup>;王晗等,2016<sup>[54]</sup>),本文采用上市公司关联交易总额(*RPT*)来测度由控股股东私利攫取而引发的代理成本。基于第二类代理成本的中介效应检验结果报告在表10的Panel B。回归结果说明,国有机构投资者持股通过降低由控股股东私利攫取行为诱发的第二类代理成本促进了企业投资效率的提升。

表10 代理成本中介效应

Panel A: 第一类代理成本中介效应								
变量	<i>RPT</i>		<i>NINVEFF</i>		<i>OVERINV</i>		<i>UNDERINV</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>GOVER_D</i>	-0.009** (-2.17)		-0.003*** (-4.10)		-0.005*** (-3.12)		-0.001*** (-3.12)	
<i>GOVER_P</i>		-0.309* (-1.96)		-0.084*** (-4.11)		-0.113** (-2.32)		-0.056*** (-4.13)
<i>AGENCY</i>			0.012*** (4.07)	0.012*** (4.08)	0.030*** (3.81)	0.030*** (3.78)	0.005*** (2.62)	0.005*** (2.65)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12543	12543	12543	12543	4553	4553	7990	7990
调整 R <sup>2</sup>	0.380	0.380	0.0902	0.0898	0.0938	0.0927	0.127	0.128
Sobel Z	-	-	-3.044***	-3.079***	-2.018**	-3.034***	-2.083**	-1.766*

  

Panel B: 第二类代理成本中介效应								
变量	<i>RPT</i>		<i>NINVEFF</i>		<i>OVERINV</i>		<i>UNDERINV</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>GOVER_D</i>	-0.002*** (-3.36)		-0.003*** (-4.27)		-0.006*** (-3.27)		-0.002*** (-3.19)	
<i>GOVER_P</i>		-0.050*** (-2.92)		-0.086*** (-4.12)		-0.125** (-2.52)		-0.055*** (-4.00)
<i>RPT</i>			0.069*** (3.66)	0.070*** (3.70)	0.155*** (3.28)	0.155*** (3.28)	0.037*** (3.21)	0.037*** (3.25)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12146	12146	12146	12146	4412	4412	7734	7734
调整 R <sup>2</sup>	0.525	0.524	0.091	0.090	0.095	0.094	0.127	0.127
Sobel Z	-	-	-3.126***	-2.996***	-2.020**	-2.614***	-2.285**	-2.407**

资料来源:作者整理

## 七、拓展性研究

### 1. 国有机构投资者持股时间的影响

国有机构投资者持股在上市公司中发挥的监督治理作用可能需要一定的时间。国有机构投资者持股时间越长,发挥的监督治理作用越强,从而对企业投资效率的促进效果越好。对此,本文将基准模型(2)中的主要解释变量替换为国有机构投资者持股时长(*GOVER\_DURATION*)。该变量等于截止当期期末,国有机构投资者持有某上市公司股票的年数。回归结果报告在表 11 中,国有机构投资者持股时长(*GOVER\_DURATION*)的系数均在 1% 的统计水平上显著为负,说明国有机构投资者持股时间越长,对企业非效率投资的抑制作用越强。

表 11 国有机构投资者持股时间与企业投资效率

变量	<i>NINVEFF</i>	<i>OVERINV</i>	<i>UNDERINV</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>GOVER_DURATION</i>	-0.001 *** (-5.27)	-0.002 *** (-3.26)	-0.001 *** (-4.22)
常数项	0.085 *** (8.55)	0.155 *** (6.52)	0.064 *** (9.75)
控制变量	YES	YES	YES
行业/年份固定效应	YES	YES	YES
N	12543	4553	7990
调整 R <sup>2</sup>	0.089	0.089	0.127

资料来源:作者整理

### 2. 国有机构投资者持股类型的影响

经过前文分析,本文得到了国有机构投资者持股能够抑制企业非效率投资的结论。进一步,本文考察国有机构投资者持股对企业投资效率的促进作用主要是由哪些类型国有机构投资者投资主体发挥的?

本文将基准模型(2)中的主要解释变量国有机构投资者持股情况变量细化为五个不同类型国有机构投资者持股情况变量。具体而言,*GOVER\_D1* ~ *GOVER\_D5* 分别代表证金公司、汇金公司、中证金融资产管理计划、五个救市基金、外管局旗下的投资平台这五类国有机构投资者持股哑变量;*GOVER\_P1* ~ *GOVER\_P5* 分别代表上述五类国有机构投资者当年度对某公司的持股比例。回归结果报告在表 12 中,回归结果表明证金公司、汇金公司、中证金融资产管理计划这三类国有机构投资者对企业投资效率有显著的促进作用。本文没有发现救市基金和外管局旗下投资平台对企业投资效率的影响,可能的原因是这两类国有机构投资者在股票市场上的主要角色是维护市场稳定、降低股票价格波动性,在公司内部发挥的治理效应较为有限。

表 12 国有机构投资者持股类型与企业投资效率

变量	<i>NINVEFF</i>									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>GOVER_D1</i>	-0.003 *** (-3.55)									
<i>GOVER_D2</i>		-0.003 ** (-2.30)								
<i>GOVER_D3</i>			-0.003 *** (-3.77)							

续表 12

变量	NINVEFF									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
GOVER_D4				-0.000 (-0.20)						
GOVER_D5					0.004 (0.66)					
GOVER_P1						-0.001*** (-3.50)				
GOVER_P2							-0.001*** (-3.42)			
GOVER_P3								-0.001** (-2.21)		
GOVER_P4									-0.000 (-0.07)	
GOVER_P5										0.002 (0.42)
常数项	0.090*** (9.00)	0.093*** (9.41)	0.085*** (8.21)	0.095*** (9.59)	0.095*** (9.74)	0.085*** (8.08)	0.092*** (9.34)	0.093*** (9.47)	0.095*** (9.61)	0.095*** (9.70)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份/行业 固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12543	12543	12543	12543	12543	12543	12543	12543	12543	12543
调整 R <sup>2</sup>	0.088	0.087	0.087	0.086	0.087	0.087	0.087	0.087	0.086	0.087

资料来源:作者整理

### 3.“股灾”期间与“股灾”之后的分样本检验

由于国有机构投资者大规模持有上市公司股票的起因是 2015—2016 年股市发生剧烈波动,国有机构投资者大举进入资本市场的主要目的是救市。而在之后的样本期间,我国资本市场渐趋稳定,此时国有机构投资者持股可能更多关注上市公司的长远健康发展。为考察在不同样本期间内,国有机构投资者持股对企业投资效率的影响是否存在差异,本文此处将样本期间划分为“股灾”期间(2015—2016 年)和“股灾”后期间(2017—2019 年),在两个样本期间内分别回归基准模型(2)。表 13 报告了回归结果,回归结果表明,在“股灾”后期间,国有机构投资者持股对企业投资效率的提升作用更明显。

表 13 “股灾”期间与“股灾”后的分样本检验结果

变量	NINVEFF			
	“股灾”期间 (2015—2016 年)	“股灾”后期间 (2017—2019 年)	“股灾”期间 (2015—2016 年)	“股灾”后期间 (2017—2019 年)
	(1)	(2)	(3)	(4)
GOVER_D	-0.000 (-0.56)	-0.001*** (-3.11)		
GOVER_P			-0.006 (-0.42)	-0.041*** (-3.32)
常数项	0.060*** (10.23)	0.054*** (11.79)	0.060*** (9.95)	0.053*** (11.24)
控制变量	YES	YES	YES	YES



续表 13

变量	NINVEFF			
	“股灾”期间 (2015—2016年)	“股灾”后期间 (2017—2019年)	“股灾”期间 (2015—2016年)	“股灾”后期间 (2017—2019年)
	(1)	(2)	(3)	(4)
行业/年份固定效应	YES	YES	YES	YES
系数差异检验	0.001* (1.67)		0.035** (2.05)	
N	4581	7962	4581	7962
调整 R <sup>2</sup>	0.129	0.116	0.129	0.116

资料来源:作者整理

## 八、研究结论与启示

### 1. 研究结论

本文从企业投资效率的视角切入,考察了以“国家队”为代表的国有机构投资者持股对微观企业行为的影响。结果表明:国有机构投资者持股促进了企业投资效率的提升,不仅抑制了投资过度,也缓解了投资不足。同时,国有机构投资者持股对投资效率的促进作用在代理冲突更严重以及所处信息环境更不透明的公司中更强,说明国有机构投资者有效缓解了企业的代理冲突和信息不对称。作用机制检验发现,国有机构投资者持股能够通过降低企业内外部信息不对称程度,具体体现在降低企业信息不透明度和分析师预测分歧度,从而提升企业的投资效率;同时,降低代理成本也是国有机构投资者持股促进企业投资效率提升的重要渠道。进一步考虑国有机构投资者持股的时间长短、国有机构投资者投资主体类型和国有机构投资者持股期间后发现,国有机构投资者持股时间越长,对企业非效率投资的治理效果越好;致力于长期维护资本市场稳定和上市公司长期健康发展的证金公司和汇金公司持股对企业投资效率的促进作用显著,而本文并没有发现在“股灾”期间为紧急救市组建的五支救市基金和外管局旗下的投资平台对企业投资效率有促进作用;相比于“股灾”期间,在“股灾”后的平稳期间,国有机构投资者持股对企业投资效率的提升作用更明显,说明国有机构投资者投资主体更加关注上市公司的长期健康发展。

### 2. 研究启示与政策建议

本文从企业投资效率视角切入来考察国有机构投资者持股对微观企业日常经营的影响,拓展了国有机构投资者持股的经济后果研究。同时具有较强的现实启示:第一,本文研究发现国有机构投资者持股促进了企业投资效率的提升,该结论为助力微观企业高质量发展提供了微观经验证据。致力于长期维护资本市场稳定的国有机构投资者能够有效引导上市公司开展高效率投资活动,有助于提高上市公司质量。监管部门应积极鼓励以国有机构投资者为代表的具有长期视野的机构投资者积极参与公司治理。专业机构投资者应该积极引导资本市场投资者由追求短期经济利益转向追求长期价值投资,从而缓解管理层短视问题,减少非理性投资行为,推动上市公司及资本市场的高质量发展。第二,本文研究发现,国有机构投资者持股对投资效率的影响受到企业内部管理能力的影响,在代理冲突更严重的公司中,国有机构投资者持股对企业投资效率的提升作用更明显。为尽可能地缓解代理成本所带来的效率损失,企业应当推行管理层股权激励机制,完善内部控制制度,降低管理层私利攫取风险。第三,本文研究发现,在信息环境较弱的公司中,国有机构投资者持股对企业非效率投资的抑制作用更强。较好的信息环境是抑制公司内部人在投资决策时出现道德风险的重要因素。企业应当增强信息披露的主动性和质量。外部利益相关者应该对企业进行有效监督,维护

市场交易的公平性和公开性,从而抑制企业非效率投资行为,促进企业发展行稳致远。

### 3. 研究局限与展望

本研究还存在不足之处。由于数据的局限性,本文无法观测国有机构投资者是否通过进行实地调研和派出董事等形式对企业投资效率施加影响。未来可以通过深度访谈和调研的方法,深入探究国有机构投资者发挥治理效应的具体机制和渠道,从而深化该领域的研究。

### 参考文献

- [1] Modigliani, F., and M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J]. *The American Economic*, 1958, 48, (3): 261 – 297.
- [2] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986, 76, (2): 323 – 329.
- [3] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3): 305 – 360.
- [4] 庄明明,梁权熙. 境外机构投资者能促进企业投资效率提升吗? [J]. *上海:世界经济研究*, 2021, (2): 102 – 117.
- [5] 李维安,齐鲁骏,丁振松. 兼听则明,偏信则暗——基金网络对公司投资效率的信息效应 [J]. *北京:经济管理*, 2017, (10): 44 – 61.
- [6] Cao, Y., Y. Dong, Y. Lu, and D. Ma. Does Institutional Ownership Improve Firm Investment Efficiency? [J]. *Emerging Markets Finance & Trade*, 2020, 56, (12): 2772 – 2792.
- [7] 于雪航,方军雄. “国家队”持股与企业创新投资决策 [J]. *北京:国际金融研究*, 2020, (8): 87 – 96.
- [8] 李志生,金凌,张知宸. 危机时期政府直接干预与尾部系统风险——来自 2015 年股灾期间“国家队”持股的证据 [J]. *北京:经济研究*, 2019, (4): 67 – 83.
- [9] Dang, T. V., W. Li, and Y. Wang. Managing China's Stock Markets: The Economics of the National Team [R]. Working Paper, 2020.
- [10] 李志生,金凌. “国家队”救市、股价波动与异质性风险 [J]. *天津:管理科学学报*, 2019, (9): 67 – 81.
- [11] 王雄元,何雨晴. 国家队持股、媒体报道与股市稳定 [J]. *武汉:中南财经政法大学学报*, 2020, (6): 3 – 12.
- [12] La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. Corporate Ownership around the World [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54, (2): 471 – 517.
- [13] Claessens, S., S. Djankova, and L. H. Plangb. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, (1 – 2): 81 – 112.
- [14] 郭晓冬,王攀,吴晓晖. 机构投资者网络团体与公司非效率投资 [J]. *北京:世界经济*, 2020, (4): 169 – 192.
- [15] 文雯,胡慧杰,李倩. “国家队”持股能降低企业风险吗? [J]. *深圳:证券市场导报*, 2021, (10): 12 – 22.
- [16] Jiang, F., W. Cai, X. Wang, and B. Zhu. Multiple Large Shareholders and Corporate Investment: Evidence From China [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, (50): 66 – 83.
- [17] 潘越,汤旭东,宁博,杨玲玲. 连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋 [J]. *北京:中国工业经济*, 2020, (2): 136 – 164.
- [18] 陈运森,谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率 [J]. *北京:管理世界*, 2011, (7): 113 – 127.
- [19] 陈志斌,汪官镇. CEO 自由裁量权与企业投资效率 [J]. *北京:会计研究*, 2020, (12): 85 – 98.
- [20] 袁建国,范文林,程晨,肖华芳. CFO 兼任董事能促进公司提高投资效率吗? ——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *北京:管理评论*, 2017, (3): 62 – 73.
- [21] 姚立杰,陈雪颖,周颖,陈小军. 管理层能力与投资效率 [J]. *北京:会计研究*, 2020, (4): 100 – 118.
- [22] 赵艺,倪古强. 审计师行业专长、产权性质与投资效率 [J]. *北京:审计研究*, 2020, (1): 87 – 95.
- [23] Bae, G. S., S. U. Choi, D. S. Dhaliwal, and P. T. Lamoreaux. Auditors and Client Investment Efficiency. [J]. *The Accounting Review*, 2017, 92, (2): 19 – 40.
- [24] Gao, X., W. Xu, D. Li, and L. Xing. Media Coverage and Investment Efficiency [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2021, 63: 270 – 293.
- [25] Myers, S. C., and N. S. Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13, (2): 187 – 221.

- [26] Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences [J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111, (5): 1043 – 1075.
- [27] 董红晔, 李小荣. 国有企业高管权力与过度投资 [J]. 北京: 经济管理, 2014, (10): 75 – 87.
- [28] Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems [J]. *Journal of Finance*, 1993, 48, (3): 831 – 880.
- [29] 刘艳霞, 祁怀锦. 管理者自信会影响投资效率吗——兼论融资融券制度的公司外部治理效应 [J]. 北京: 会计研究, 2019, (4): 43 – 49.
- [30] Hirshleifer, D., and A. V. Thakor. Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt [J]. *The Review of Financial Studies*, 1992, 5, (3): 437 – 470.
- [31] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. 北京: 会计研究, 2004, (12): 3 – 13.
- [32] Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. Tunneling [J]. *American Economic Review*, 2000, 90, (2): 22 – 27.
- [33] 柳建华, 魏明海, 郑国坚. 大股东控制下的关联投资: “效率促进”抑或“转移资源” [J]. 北京: 管理世界, 2008, (3): 133 – 141.
- [34] 王英英, 潘爱玲. 控股股东对企业投资行为的影响机理分析 [J]. 北京: 经济与管理研究, 2008, (9): 24 – 29.
- [35] 刘朝晖. 外部套利、市场反应与控股股东的非效率投资决策 [J]. 北京: 世界经济, 2002, (7): 71 – 79.
- [36] 柯艳蓉, 李玉敏. 控股股东股权质押、投资效率与公司期权价值 [J]. 北京: 经济管理, 2019, (12): 123 – 139.
- [37] 段亚林. 监管控股股东滥用股权的博弈分析 [J]. 北京: 中国工业经济, 2000, (5): 70 – 75.
- [38] Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48, (2 – 3): 112 – 131.
- [39] To, T. Y., M. Navone, and E. Wu. Analyst Coverage and the Quality of Corporate Investment Decisions [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 51: 164 – 181.
- [40] 李青原. 会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 北京: 审计研究, 2009, (4): 65 – 73.
- [41] Choi, J. K., R. N. Hann, M. Subasi, and Y. Zheng. An Empirical Analysis of Analysts' Capital Expenditure Forecasts: Evidence from Corporate Investment Efficiency [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37, (4): 2615 – 2648.
- [42] Richardson, S. Over-Investment of Free Cash Flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11, (2 – 3): 159 – 189.
- [43] 文雯, 黄雨婷, 宋建波. 交通基础设施建设改善了企业投资效率吗? ——基于中国高铁开通的准自然实验 [J]. 武汉: 中南财经政法大学学报, 2019, (2): 42 – 52.
- [44] 王晓珂, 于李胜, 王艳艳. 衍生工具应用能改善资本市场信息环境吗? ——基于分析师预测行为的视角 [J]. 北京: 金融研究, 2020, (7): 190 – 206.
- [45] 王艳艳, 于李胜, 安然. 非财务信息披露是否能够改善资本市场信息环境? ——基于社会责任报告披露的研究 [J]. 北京: 金融研究, 2014, (8): 178 – 191.
- [46] Fernandes, N., and M. A. Ferreira. Does International Cross-Listing Improve the Information Environment [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88, (2): 216 – 244.
- [47] Baron, R. M., and D. A. Kenny. 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.
- [48] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险 [J]. 北京: 管理世界, 2015, (2): 45 – 57.
- [49] 何熙琼, 尹长萍. 企业战略差异度能否影响分析师盈余预测——基于中国证券市场的实证研究 [J]. 天津: 南开管理评论, 2018, (2): 149 – 159.
- [50] 刘孟晖, 高友才. 现金股利的异常派现、代理成本与公司价值——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (1): 152 – 160.
- [51] 肖土盛, 孙瑞琦. 国有资本投资运营公司改革试点效果评估——基于企业绩效的视角 [J]. 北京: 经济管理, 2021, (8): 5 – 22.
- [52] 姜付秀, 申艳艳, 蔡欣妮, 姜禄彦. 多个大股东的公司治理效应: 基于控股股东股权质押视角 [J]. 北京: 世界经济, 2020, (2): 74 – 98.
- [53] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 北京: 管理世界, 2015, (5): 147 – 159.
- [54] 王晗, 陈传明, 张曼丽, 奚荣建. 管理层持股如何影响关联交易? [J]. 福州: 中国经济问题, 2016, (5): 125 – 136.

# Can State-owned Institutional Investor Ownership Improve Corporate Investment Efficiency?

FENG Xiao-qing<sup>1</sup>, WEN Wen<sup>2</sup>

(1. School of Economics and Management, China University of Petroleum, Beijing, 102299, China;

2. International Business School, Beijing Foreign Studies University, Beijing, 100089, China)

**Abstract:** As special institutional investors with the government background, the state-owned institutional investors (so called the “national team”) play a pivotal role in the stable and healthy development of the capital market. From year 2015 to 2016, the Chinese stock market experience severe stock price crash, which greatly damaged the investors’ confidence. In this special circumstance, the state-owned institutional investors directly entered the capital market and stabilize the stock price. However, it is not clear whether the state-owned institutional investors impact corporate daily operations, investment and financing decisions. This paper explores the governance effect of state-owned institutional ownership on corporate investment efficiency.

This paper finds that the state-owned institutional ownership significantly improves corporate investment efficiency, and the increasing effect is more pronounced in firms with more serious agency conflicts and in firms with higher information opacity. The mechanism test shows that reducing the information asymmetry between firms and external investors and reducing agency cost are the channels through which state-owned institutional ownership improves corporate investment efficiency. Further analyses reveal that the governance effect of investment inefficiency of the state-owned institutional investors is more pronounced when its share-holding time gets longer. Considering the types of the state-owned institutional investors, China Securities Finance Corporation and Central Huijin Investment Corporation, which plays the role of maintaining the stability of the capital market and the long-term healthy development of firms, can significantly promote corporate investment efficiency. However, we don’t find that the market rescue fund and the investment platforms wholly owned by the State Administration of Foreign Exchange can promote corporate investment efficiency.

This paper provides novel empirical evidence for the governance role played by the state-owned institutional ownership from the perspective of corporate investment efficiency. Prior studies mainly investigate the short-term market rescue effect of the state-owned institutional investors during the stock price crash in years 2015 and 2016, and its impact on investor behavior and capital market efficiency. Few studies investigate the long-term effect of the state-owned institutional investor ownership on micro firms. From the perspective of corporate investment efficiency, this paper finds that of the state-owned institutional investor ownership can improve corporate investment efficiency by reducing internal and external information asymmetry and agency costs. With the extension of the holding time of the state-owned institutional investors, the above impact is more pronounced. The results of this paper show that the decision made by the CSRC to let the of the state-owned institutional investors play the role of long-term institutional investors and promote the stable development of the stock market has practical significance.

This paper extends the literature on the determinants of investment efficiency from the perspective of special institutional investors. The existing literature mainly studies the impact of institutional investors as a whole, institutional investor network groups and foreign institutional investors on corporate investment efficiency. The state-owned institutional investor is a special institutional investor in the capital market. It has professional investment experience and strong supervision ability, and has played an important role in maintaining the stability of the stock market. The conclusion of this paper shows that compared with the stock price crash period, the improvement effect of the state-owned institutional investor ownership on corporate investment efficiency is more significant in the post-period of stock price crash.

This paper also has policy implications for improving the quality of listed firms. The state-owned institutional investors can effectively guide listed firms to carry out efficient investment activities. Regulators should encourage investors with long-term vision represented by the state-owned institutional investors to guide capital market investors from short-term speculation to long-term value investing. Therefore, the above method can help the capital market reduce managerial myopia, reduce the irrational investment behavior, and promote the high-quality development of listed firms.

**Key Words:** State-owned institutional investors; investment efficiency; information asymmetry; agency cost; corporate governance

**JEL Classification:** M12, G30, G38

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.01.004

(责任编辑:刘建丽)