

中国大型机构投资者的“颗粒性”与公司价值*

吴晓晖¹ 杨 静^{1,2} 郭晓冬³

(1. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005;

2. 贵州师范大学经济与管理学院, 贵州 贵阳 550025;

3. 贵州财经大学会计学院, 贵州 贵阳 550025)



内容提要: 鉴于已有文献较少研究中国资本市场上的大型机构投资者的“颗粒性”, 本文以 2005—2021 年中国 A 股上市公司作为样本, 研究中国大型机构投资者对公司价值产生的影响, 并从公司治理视角检验中国资本市场上的大型机构投资者是否具有“颗粒性”, 以及对公司价值是否会产生“颗粒效应”。通过研究发现, 中国资本市场上的大型机构投资者具有“颗粒性”, 并对公司价值产生“颗粒效应”, 即大型机构投资者对公司价值产生的影响大于由其他较小独立机构组成的同等规模机构群体对公司价值产生的影响, 且经济影响明显。机制检验发现, 大型机构投资者通过更加积极的调研挖掘更多丰富全面的信息提升威慑监督作用以及利用资金规模的优势进行集中交易, 给投资标的公司提供流动性使标的公司的股价能较快回归内在价值, 从而提升公司价值, 发挥“颗粒效应”。本文研究结果可以为我国政府制定、实施“做优做强机构投资者、引导头部机构切实发挥表率引领作用”以及金融强国战略背景下培育具有中国特色的世界一流顶级资管机构等政策提供一定的理论和经验证据支撑。

关键词: 机构投资者 公司价值 颗粒性 颗粒效应

中图分类号: F832.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2024)04—0132—21

一、引言

自 2000 年证监会提出超常规发展机构投资者以来, 中国政府一直出台相关政策支持鼓励机构投资者发展壮大, 以期望机构投资者在资产定价、稳定资本市场以及在公司治理中起到积极的作用。经过多年的发展, 我国虽然已经培育出多家规模庞大的大型机构投资者, 但是它们在资产管理规模、专业理财能力以及全球影响力等方面仍然比较弱小, 尚不能与国际资管巨头相抗衡^①。2023 年 10 月底召开的中央金融工作会议提出了“加快建设金融强国”的战略, 创造性地提出“要培育一流投资银行和投资机构”的重要任务。由此可见, 培育具有强大全球影响力的世界一流顶级

收稿日期: 2023-01-06

* 基金项目: 国家自然科学基金地区项目“机构投资者派系对基金期末业绩拉升行为的影响研究”(72162005); 教育部人文社会科学青年基金项目“机构投资者网络团体与企业效率研究”(20YJC630031)。

作者简介: 吴晓晖, 男, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 研究领域是公司财务与创业金融, 电子邮箱: wuxiaohui@hotmail.com; 杨静, 女, 副教授, 博士研究生, 研究领域是公司财务与创业金融, 电子邮箱: 241035632@qq.com; 郭晓冬, 男, 副教授, 硕士生导师, 管理学博士, 研究领域是机构投资者、公司财务与资本市场, 电子邮箱: guo517348019@163.com。通讯作者: 郭晓冬。

① 据 WIND 数据统计, 截至 2022 年 8 月末, 中国公募基金和私募基金总规模达到 47.7 万亿元, 相比于 2012 年增长约 10 倍。《2023 年全球最大 500 家资产管理机构》的调查报告显示, 截至 2022 年年底, 中国有 46 家机构入围全球 500 强资管名单, 有 9 家冲进全球 100 强, 有 15 家资产管理规模超过万亿元。但是, 美国机构分别在前十大、前二十大机构当中分别占 8 个、17 个席位; 美国和中国排名均为第一的机构管理的资产规模是中国排名第一的机构管理资产规模的 12 倍, 美国前二十大机构管理的资产规模占全球 500 强机构管理资产总规模的 42.27%, 是中国前二十大机构管理资产规模的近 10 倍。

资管机构是建设金融强国的重要内容,也是加强金融安全防护的重大举措。然而,遗憾的是,很少有文献深入探究并剖析中国资管巨头在资本市场上所发挥的真正作用及机理,难以为培育具有中国特色的世界一流顶级资管机构提供理论和经验支撑。

另外,学术界对于机构投资者能否真正发挥政府监管部门所期望的积极作用存在激烈的争论。一方面,由于机构投资者具有更强的分析能力、坚持长期价值投资、持股更多、身份比较独立等特征,使得其有更强的动机监督管理层和控股股东,抑制管理层的短期机会主义行为,约束控股股东利益侵占行为,并能发挥稳定资本市场的功能(李蕾和韩立岩,2013^[1];曾志远等,2018^[2];李维安和李滨,2008^[3];卿小权等,2022^[4];胡大春和金赛男,2007^[5])。另一方面,也有不少学者指出,在我国资本市场上,由于机构投资者持股比例较低,大多数机构处于“搭便车”状态,使得它们参与公司治理的动机和能力不足,对管理层的代理行为难以发挥抑制作用,反而通过与管理层合谋、羊群行为、骑乘股价泡沫以及加速公司坏消息的传递等行为,加大股价崩盘风险(曹丰等,2015^[6];陈国进和张贻军,2010^[7];许年行等,2013^[8];代昀昊等,2015^[9];陈新春等,2017^[10];吕昊和贾海东,2022^[11])。之所以存在以上争论,可能的关键原因在于现有文献大多将持有上市公司股份的多家机构投资者视为一个同质的整体或者将它们分为几个不同的类型去探究机构投资者发挥的作用,很少严格区分机构投资者的异质性并关注某个具体的大型机构投资者。虽然有少数文献关注大型机构投资者并发现它们在美国资本市场上发挥了“双刃剑”的作用(Azar等,2021^[12];Ben-David等,2021^[13]),但是,却并没有涉及中国资本市场上大型机构投资者,也没有探究它们在公司治理方面产生的效力以及如何发挥“颗粒效应”。

鉴于此,本文选择2005—2021年中国A股上市公司作为样本,研究中国大型机构投资者对公司价值产生的影响,并从公司治理视角检验中国资本市场上大型机构投资者是否具有“颗粒性”,以及对公司价值是否会产生“颗粒效应”。本文的边际贡献如下:第一,从公司价值视角研究了大型机构投资者是否具有“颗粒性”以及是否会产生“颗粒效应”、如何产生“颗粒效应”,并补充了中国资本市场的证据。第二,从“颗粒性”和“颗粒效应”视角丰富拓展了机构投资者在公司治理领域的相关研究,现有文献大多将持有上市公司股份的多家机构投资者个体视为一个同质的整体或者将它们分为几个不同的类型去探究机构投资者发挥的作用,没有涉及某个或者某些规模庞大且实力超强的大型机构投资者,并考察它们是否具有“颗粒性”以及发挥“颗粒效应”。第三,本文的研究结果可以为我国政府制定、实施“做优做强机构投资者、引导头部机构切实发挥表率引领作用”以及金融强国战略背景下培育具有中国特色的世界一流顶级资管机构等相关政策实施提供一定的理论和经验证据支撑。

二、理论分析与研究假设

现有研究表明,在资本市场上,大型机构投资者会产生“颗粒效应”,即大型机构投资者个体对股价波动、股票的流动性及其联动性、市场风险及市场风险的相互依赖性的影响大于由多个规模较小机构组成的同等规模机构群体的影响,由大型机构投资者这些“颗粒”机构投资者个体产生的冲击会引发巨大的总体冲击(Ben-David等,2021^[13];Jinjarak和Zheng,2014^[14])。Gabaix等(2006)^[15]提出的股票市场过度波动理论模型指出,消息或专业的分析引发“颗粒”投资者交易某只特定的股票,股票交易和收益的峰值是由“颗粒”投资者的消息和交易共同决定的。为了避免对股票价格造成很大的影响,这些“颗粒”投资者会在实际交易过程中调整其期望的交易量,然而它们最后的交易量仍然很大,足以导致股价在缺乏基本面相关重要消息的情况下发生显著的变化。此外,流动性相对较差的股票市场的波动是由“颗粒”投资者的交易引起的,其交易促使股票收益和交易达到很高的峰值。Gabaix(2011)^[16]进一步明确提出“颗粒(granular)”假说,认为很多经济的波动最初

都不是由直接影响每个公司的细小可分散的冲击引起的,而是由经济活动中不可压缩的“颗粒”——大公司引起的;大公司的特定冲击会产生巨大的总体冲击,影响国家GDP,并且在达到均衡后进而影响所有公司。而现有研究在用总体冲击解释经济周期时,通常将总体冲击中的个体冲击平均化,认为每个公司的冲击是相同的,然而,当公司规模分布是厚尾的时候,将每个个体的冲击所发挥的作用视为相同的观点是不成立的。该文进而通过美国的经济数据检验发现,美国排名前100的公司的特定变化约可解释美国整体产出三分之一的增长变化,据此认为,宏观经济的研究应该考虑大公司的行为。Jinjarak和Zheng(2014)^[14]运用2003—2011年国际共同基金的周数据估计其条件风险价值发现,“颗粒”的个体冲击能够同时解释整体的市场风险以及跨市场风险的相互依赖性。在美国发生金融危机期间,规模排名前10%的投资于美国的基金可以解释40%美国以外的其他市场风险波动。Ben-David等(2021)^[13]指出,大型机构投资者管理的资产规模非常庞大,通常由很多内部单位构成,内部各个单位可以共享公司平台上的资源、信息、销售、研究、风险管理等集中职能,以及对外使用相同的公司身份,致使公司内部各个单位可以在相同的时间点从公司平台那里获取公司研究团队通过调研搜集、整理分析和挖掘到的相同信息,并基于这些相同信息一起进行集中交易投资组合公司股票,在短时间内给投资组合公司股票提供巨大的交易量和流动性,从而对公司股价产生巨大的涨跌压力。导致各个内部单位彼此间的资金流动、交易策略具有更强的相关性,进而导致大型机构投资者“颗粒效应”的产生,即大型机构投资者对投资组合公司股价波动产生的正向影响大于由一些独立机构组成的同等规模机构群体所产生的影响。

Chen等(2007)^[17]指出,除非持股规模大、具有长期的投资视野,否则,机构投资者很难有动机和能力去监督它们所持股的上市公司。然而,中国资本市场上的信息不对称程度较高和上市公司的股权集中度较高,最大股东往往是国家或家族企业,单个机构投资者的持股比例较低,加上中小投资者利益保护制度相对不完善,致使机构投资者往往是短线买卖的投机者(Jiang和Kenneth,2015^[18];Allen等,2005^[19];Pistor和Xu,2005^[20];Zou等,2008^[21])。因此,中国机构投资者没有足够的动机和能力通过“用手投票”的方式发挥积极的监督治理作用(Jiang和Kenneth,2015^[18];Firth等,2016^[22]),更可能通过“用脚投票”的方式发挥“退出威胁”的威慑监督作用(Firth等,2016^[22];Yuan等,2008^[23];Lin和Fu,2017^[24];吴晓晖等,2019^[25])。而“退出威胁”作用能否发挥以及发挥作用的大小取决于公司股票定价效率的高低,即公司股价准确、及时、全面反映公司内在价值的程度大小。如果公司股票的定价效率较低,股价不能很好地反映公司内在价值,那么股价变化就不能很好地反映出企业的生产、经营、管理活动的效率和效果,投资者通过“用脚投票”抛售其所持有的股票引发的股价下跌甚至是暴跌就不能反映公司控股股东和管理层的经营管理不善及其程度大小,公司控股股东和管理层可以寻找更多的借口或者理由(比如投资者的情绪化交易)去推脱责任、避免遭受惩罚,进而减小或者消除股价下跌甚至暴跌对公司控股股东和管理层的惩罚,从而减少投资者通过“用脚投票”方式发挥“退出威胁”的治理作用(Edmans和Manso,2011)^[26]。因此,大型机构投资者会通过加大股价对公司价值的偏离以减少投资者通过“用脚投票”方式发挥“退出威胁”的治理作用,从而减小公司价值;而大型机构投资者对投资组合公司股价波动的加剧作用所具有的“颗粒性”会导致大型机构投资者对公司价值的负向影响具有“颗粒效应”,即大型机构投资者对公司价值的负向影响大于由一些独立较小机构组成的同等规模机构群体所产生的影响。因此,本文提出以下假设:

H_{1a}:大型机构投资者具有“颗粒性”,对公司价值会产生负向影响,且这种影响具有“颗粒效应”,即大型机构投资者对公司价值产生的负向影响大于由其他较小独立机构组成的同等规模机构群体对公司价值产生的影响。

另一方面,与一般机构投资者相比,大型机构投资者在资金规模、投研人才、投研能力等方面

具有其他机构无法匹敌的实力和优势(Bushee 和 Goodman, 2007)^[27]。首先,在资产管理规模方面,全球资管行业的市场集中度越来越高,头部效应越来越明显,市场上的绝大多数资金加速流向头部机构,特别是前三大资管巨头。全球资产管理机构的管理规模集中度也持续提升,资产管理规模全球排名前二十的机构市占率由 2008 年的 38.3% 提升到 2020 年的 44%。在中国,根据 WIND 数据统计显示,截至 2022 年 10 月 21 日,资产管理规模排名前五的基金公司所管理的基金资产净值合计达到 62487 亿元,占有基金管理资产总净值的 23.03%,资产管理规模排名前二十的基金公司所管理的基金资产净值合计已达 19.32 万亿元,占有基金管理资产总净值的 71.18%^①。其次,在投研人才方面,基金管理行业是人才密集型行业,大型机构投资者不光是在规模、品牌、薪资、股权、资源等方面具有得天独厚、其他中小机构无法比拟的优势和条件(孟庆斌等, 2015^[28];肖继辉等, 2016^[29];Knyazeva 等, 2018^[30]),还拥有更广阔的平台,对优秀人才很具有吸引力,而优秀人才的加入又能帮助公司形成良好的业绩口碑,进而不断促进公司管理资产规模的扩大和品牌的提升,如此,不断形成正反馈。最后,在投研能力方面,鉴于大型机构投资者资产管理规模非常庞大,促使其投研边际成本较低,投研团队成员愿意花费大量的时间和精力通过调研、访谈、电话等方式收集挖掘投资标的公司的信息(Kim 和 Verrecchia, 1994^[31];Tan 等, 2014^[32]);再加上,其具有庞大顶级的投研人才队伍,使其在市场的变化和预判以及投资标的公司发展前景等方面的研究更加全面、透彻、真实。另外,很多大型机构投资者非常注重并积极打造了相互协作、全平台分享的投研一体化团队,在团队内部根据每个投资经理或者经理所擅长的领域进行分组并定期在投资交流会上进行交流、分享,使所有投研团队的各小组成员可以相互吸收整合其他小组所擅长的研究成果,进而能充分发挥集体的智慧、大力提升团队成员和整个团队的投研能力(Crawford, 2017^[33];Chen 等, 2014^[34];Shiller 和 Pound, 1989^[35];郭白滢和李瑾, 2019^[36];罗荣华等, 2020^[37])。基于此,本文认为,由于在资金规模、投研人才、投研能力等方面具有其他较小独立机构组成的同等规模机构群体无法比拟的实力和优势,大型机构投资者的投研团队成员更愿意花费大量的时间和精力通过调研、访谈、电话等方式收集挖掘投资标的公司的信息,对投资标的公司收集、挖掘到的信息更加全面、透彻、真实,更能准确评估标的公司的内在价值,能选择更有价值的公司进行投资。选好投资标的公司或者挖掘到相关利好信息后,能利用资金规模的优势进行集中交易、给投资标的公司提供流动性,使标的公司的股价能较快地回归内在价值,从而提升公司价值。此外,大型机构投资者所具有的庞大平台优势和强大的投研能力,以及通过积极频繁的调研获得的信息优势,促使大型机构投资者更有能力鉴定、评估企业的生产、经营、管理活动的效率和效果,更可能发现、甄别出公司控股股东和管理层的私利行为,进而更能发挥对公司控股股东和管理层的威慑监督作用。因此,本文提出以下假设:

H₁₀:大型机构投资者具有“颗粒性”,对公司价值会产生正向影响,且这种影响具有“颗粒效应”,即大型机构投资者对公司价值产生的正向影响大于由其他较小独立机构组成的同等规模机构群体对公司价值产生的影响。

三、研究设计

1. 数据来源与样本选择

鉴于 2004 年之前缺失的观测值过多,本文所研究的核心自变量比因变量滞后一期,因此,选择 2005—2021 年中国 A 股上市公司作为样本,实证检验大型机构投资者的“颗粒性”对公司价值产生

① 大资管系列之一:美国基金市场繁荣发展的借鉴与启示[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/1VDS7Q1xU1dPderfWWMozw>, 2022-12-01。

的影响。参照主流的研究,本文研究的机构投资者包括阳光私募基金、银行、财务公司、社保基金、券商集合理财、券商、公募基金、QFII、保险公司、信托公司。为了确保将私募基金、公募基金与它们所属的基金管理公司进行精准匹配,本文所研究的阳光私募基金持股明细数据来自国内知名权威私募基金数据库公司——朝阳永续,公募基金持股明细数据来自CSMAR数据库,社保基金、券商集合理财、券商等其他类型的机构投资者持股明细数据来自WIND数据库。公司价值TobinQ、财务绩效指标ROA、ROE以及其他控制变量的数据均来自CSMAR数据库。

2. 变量定义

(1)被解释变量:公司价值。国内外文献主要采用财务业绩指标ROA、ROE和市场价值指标TobinQ来衡量公司价值(Anderson和Reeb,2003^[38];邵帅和吕长江,2015^[39]),考虑到ROA、ROE等财务业绩指标可能受到会计粉饰、盈余管理以及股市相对不成熟、相关制度不完善的影响而导致这两个指标容易被操控、失真较严重(李新春等,2008)^[40]。因此,本文在主回归模型中选择托宾Q(TobinQ)衡量公司价值,将财务业绩指标ROA、ROE作为公司价值的替代衡量指标进行稳健性检验,以提升研究结果可靠性。

(2)解释变量:借鉴Ben-David等(2021)^[13]的方法,先识别出大型机构投资者并根据其持股市值构造一些较小独立机构组成的同等规模机构群体;然后,计算出大型机构投资者及其同等规模机构群体持有投资组合公司股份比例并将这些变量代入公司价值影响因素的回归模型;最后,比较大型机构投资者及其同等规模机构群体持有投资组合公司股份比例回归结果以判定大型机构投资者是否具有“颗粒性”以及是否发生“颗粒效应”,如果大型投资者的回归系数及回归结果展示的经济效应显著大于其同等规模机构群体,就说明大型机构投资者具有“颗粒性”,并对公司价值的影响产生了“颗粒效应”。

对于大型投资者的识别,首先,在每个年度年末,根据机构投资者持股明细的数据计算出每家机构投资者公司持有其投资组合公司股份的总市值;然后,根据每家机构在任意一个年度持有其投资组合公司股份的总市值从大到小进行排序,将排名在前三(TOP1to3)、前五(TOP1to5)、前七(TOP1to7)、前十(TOP1to10)、第11~20位(TOP11to20)、第21~30位(TOP21to30)、第31~50位(TOP31to50)称为大型机构投资者。确定大型机构投资者后,将持股总市值排名靠后的一些独立机构且它们的持股总市值累计之和与大型机构投资者持股总市值相当的机构群体作为大型投资者的同等规模机构群体。将持股总市值排名处在大型投资者和大型投资者的同等规模机构群体之间的机构界定为中型机构投资者群体。识别出大型机构群体、中型机构群体、大型投资者的同等规模机构群之后,对于任意的一个年度年末,计算出大型机构投资者持有任意一家上市公司的股份比例,并分别用TOP1to3(1to5,1to7,1to10,11to20,21to30,31to50)InstOwnership_{*i,t*}表示持股市值排名前三、前五、前七、前十、第11~20位、第21~30位、第31~50位的大型机构投资者持有任意一家上市公司*i*的股份比例。然后,计算出大型投资者的同等规模机构群持有任意一家上市公司的股份比例,分别用Bottom1to3(1to5,1to7,1to10,11to20,21to30,31to50)InstOwnership_{*i,t*}表示持股市值排名前三(前五、前七、前十、第11~20位、第21~30位、第31~50位)的大型投资者的同等规模机构群体持有上市公司的股份比例。最后,计算出中型机构群体总的持有任意一家上市公司的股份比例,用Middle1to3(1to5,1to7,1to10,11to20,21to30,31to50)InstOwnership_{*i,t*}表示持股市值排名前三(前五、前七、前十、第11~20位、第21~30位、第31~50位)的大型机构投资者相对应的中型机构群体持有上市公司的股份比例。

3. 回归模型

为检验研究假设H₁,本文构建模型(1)来检验大型投资者的“颗粒性”对公司价值产生的影响,控制变量包括企业规模(Asset_{*i,t-1*})、营收规模(Sale_{*i,t-1*})、企业资本密集度(CI_{*i,t-1*})、企业上市年

龄 ($Age_{i,T-1}$)、净资产收益率 ($ROE_{i,T-1}$)、财务杠杆 ($Lev_{i,T-1}$)、股权集中度 ($Top1_{i,T-1}$)、两职合一 ($Dual_{i,T-1}$)、审计意见 ($Audit_{i,T-1}$)、产权性质 ($State_{i,T-1}$)。

$$TobinQ_{i,T} = \alpha + \alpha_1 TopInstOwnership_{i,T-1} + \alpha_2 BottomInstOwnership_{i,T-1} + \alpha_3 MiddleInstOwnership_{i,T-1} + \alpha_4 Controls_{i,T-1} + YearFixed + FirmFixed + \varepsilon_{i,T} \quad (1)$$

在模型(1)中,回归中的被解释变量为公司价值($TobinQ_{i,T}$),核心解释变量为大型机构投资者持股比例 ($TOPInstOwnership_{i,T-1}$)及大型机构投资者的同等规模机构群体的持股比例 ($BottomInstOwnership_{i,T-1}$), $MiddleInstOwnership_{i,T-1}$ 为中型机构投资者持股比例, $Controls_{i,T-1}$ 为控制变量, $YearFixed$ 和 $FirmFixed$ 分别为年度和公司固定效应相关变量, $\varepsilon_{i,T}$ 为模型随机误差项。为提升回归结果可靠性,本文还进行如下基本处理:第一,考虑到大型机构投资者通过“退出威胁”的威慑监督对公司价值所发挥的效力具有一定的时滞,以及尽可能减少反向因果产生的内生性干扰,核心解释变量和控制变量均选择上一期的数据。第二,在所有回归方程中,均默认采用了公司和年度的双重 Cluster 聚类稳健标准误调整的 t 统计量。第三,本文同时控制了时间($Year$)和公司固定效应($Firm$)的虚拟变量,以尽可能地吸收固定效应。

本文主要变量定义及计算如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量类别	变量名	变量定义
因变量	$TobinQ_{i,T}$	T 年年末 i 公司的 $TobinQ$, 计算公式为, $TobinQ = (\text{公司股票市值} + \text{债务账面价值}) / \text{总资产}$, 其中: 非流通股市值用流通股股价代替计算
	$ROA_{i,T}$	T 年年末 i 公司的 ROA , $ROA = \text{扣除非经常损益后的净利润} / \text{总资产}$
	$ROE_{i,T}$	T 年年末 i 公司的 ROE , $ROE = \text{扣除非经常损益后的净利润} / \text{股东权益}$
自变量	$TOP1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10, 11to 20, 21to 30, 31 to 50)$ $InstOwnership_{i,T-1}$	根据机构 $T-1$ 年年末持有所有 A 股投资组合公司股票总市值排名前三 (前五, 前七, 前十, 第 11~20 位, 第 21~30 位, 第 31~50 位) 的大型机构投资者持有 i 公司的股份比例
	$Bottom1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10, 11to 20, 21to 30, 31 to 50)$ $InstOwnership_{i,T-1}$	表示 $T-1$ 年持股市值排名前三 (前五、前七、前十、第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位) 的大型机构投资者的同等规模机构群体持有上市公司 i 的股份比例
	$Middle1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10, 11to 20, 21to 30, 31 to 50)$ $InstOwnership_{i,T-1}$	表示 $T-1$ 年持股市值排名前三 (前五、前七、前十、第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位) 的大型机构投资者相对应中型机构群体持有上市公司 i 的股份比例
控制变量	$Asset_{i,T-1}$	企业资产的规模, 等于 $T-1$ 年年末 i 公司的总资产取自然对数
	$Sale_{i,T-1}$	营收规模, 等于 $T-1$ 年年末 i 公司的营业收入总额取自然对数
	$CI_{i,T-1}$	企业资本密集度, 等于 $T-1$ 年年末 i 公司总资产与营业收入之比
	$Age_{i,T-1}$	企业上市年龄, 等于 $T-1$ 年年末 i 公司上市年数取自然对数
	$ROE_{i,T-1}$	$T-1$ 年年末 i 公司净资产收益率
	$Lev_{i,T-1}$	杠杆率, 等于 $T-1$ 年年末 i 公司总负债与总资产之比
	$TOP1_{i,T-1}$	股权集中度, $T-1$ 年年末 i 公司第一大股东持股比例
	$State_{i,T-1}$	产权性质, $T-1$ 年年末 i 公司为国企时, $State_{i,T-1} = 1$, i 公司为非国企时, $State_{i,T-1} = 0$
	$Dual_{i,T-1}$	两职合一, $T-1$ 年年末 i 公司董事长和总经理两职合一时, $Dual_{i,T-1} = 1$, 否则为 $Dual_{i,T-1} = 0$
$Audit_{i,T-1}$	审计意见, $T-1$ 年年末会计师事务所对 i 公司财务报告出具标准无保留意见时, $Audit_{i,T-1} = 1$, 否则为 $Audit_{i,T-1} = 0$	

四、实证检验

1. 描述性统计分析

表2列示了主要变量的描述性统计结果, $TobinQ_{i,T}$ 的均值和中位数分别为2.0397和1.6072, 两者差异不大, 标准差为1.3229, 说明样本公司价值的观测值分布比较合理, 且各个观测值之间的差异不是很大。TOP1to3InstOwnership $_{i,T-1}$ 和Bottom1to3InstOwnership $_{i,T-1}$ 的均值(中位数)分别为0.0051(0.0000)和0.0141(0.0063), 75分位数分别为0.0024和0.0193, 最大值分别为0.0726和0.0980, 前者的均值和中位数以及75分位数、最大值均明显小于后者, 说明中国资本市场上持股市值排名前三的大型机构投资者持有A股上市公司的股份比例整体平均水平比较偏低, 明显低于其同等规模机构群体的持股水平, 且排名前三的大型机构投资者持有A股上市公司的股份比例有75%是低于0.24%的。TOP1to5(1to7, 1to10, 11to20, 21to30, 31to50) InstOwnership $_{i,T-1}$ 和Bottom1to5(1to7, 1to10, 11to20, 21to30, 31to50) InstOwnership $_{i,T-1}$ 的均值、中位数、75分位也呈现以上类似的特征。这可能意味着, 中国资本市场上大型机构投资者持股水平较低, 很难通过“用手投票”对上市公司发挥监督治理的作用。

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	25分位数	75分位数	最大值
$TobinQ_{i,T}$	27186	2.0397	1.6072	1.3229	0.8547	1.2189	2.3346	8.5501
$ROA_{i,T}$	27186	0.0424	0.0399	0.0578	-0.2169	0.0169	0.0702	0.2013
$ROE_{i,t}$	27186	0.0677	0.0754	0.1228	-0.6561	0.0352	0.1215	0.3195
TOP1to3InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0051	0.0000	0.0128	0.0000	0.0000	0.0024	0.0726
Bottom1to3InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0141	0.0063	0.0194	0.0000	0.0009	0.0193	0.0980
Middle1to3InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0228	0.0039	0.0401	0.0000	0.0000	0.0270	0.2060
TOP1to5InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0079	0.0000	0.0178	0.0000	0.0000	0.0059	0.0967
Bottom1to5InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0177	0.0083	0.0237	0.0000	0.0014	0.0243	0.1185
Middle1to5InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0164	0.0017	0.0301	0.0000	0.0000	0.0190	0.1544
TOP1to7InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0101	0.0000	0.0217	0.0000	0.0000	0.0085	0.1164
Bottom1to7InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0206	0.0098	0.0272	0.0000	0.0018	0.0281	0.1343
Middle1to7InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0113	0.0004	0.0224	0.0000	0.0000	0.0117	0.1177
TOP1to10InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0131	0.0004	0.0265	0.0000	0.0000	0.0129	0.1400
Bottom1to10InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0239	0.0114	0.0315	0.0000	0.0023	0.0327	0.1572
Middle1to10InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0052	0.0000	0.0127	0.0000	0.0000	0.0026	0.0712
TOP11to20InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0077	0.0001	0.0167	0.0000	0.0000	0.0063	0.0892
Bottom11to20InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0160	0.0073	0.0219	0.0000	0.0011	0.0219	0.1112
Middle11to20InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0183	0.0023	0.0330	0.0000	0.0000	0.0211	0.1680
TOP21to30InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0050	0.0000	0.0115	0.0000	0.0000	0.0037	0.0646
Bottom21to30InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0127	0.0052	0.0182	0.0000	0.0006	0.0169	0.0937
Middle21to30InstOwnership $_{i,T-1}$	27186	0.0243	0.0041	0.0427	0.0000	0.0000	0.0283	0.2130

续表 2

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	25 分位数	75 分位数	最大值
$TOP31to50InstOwnership_{i,T-1}$	27186	0.0053	0.0003	0.0111	0.0000	0.0000	0.0051	0.0632
$Bottom31to50InstOwnership_{i,T-1}$	27186	0.0125	0.0053	0.0179	0.0000	0.0006	0.0169	0.0923
$Middle31to50InstOwnership_{i,T-1}$	27186	0.0261	0.0043	0.0466	0.0000	0.0000	0.0303	0.2456
$Asset_{i,T-1}$	27186	22.2089	22.0244	1.2946	19.9426	21.2747	22.9456	26.2067
$Sale_{i,T-1}$	27186	20.6142	20.7217	1.9139	13.6744	19.7544	21.6953	24.9948
$CI_{i,T-1}$	27186	0.4189	0.3411	0.3775	0.0001	0.1484	0.5731	1.9648
$Age_{i,T-1}$	27186	1.9692	2.1972	0.9218	0.0000	1.3863	2.7081	3.2958
$ROE_{i,T-1}$	27186	0.0766	0.0791	0.1000	-0.4641	0.0404	0.1219	0.3191
$Lev_{i,T-1}$	27186	0.4223	0.4192	0.2032	0.0503	0.2593	0.5778	0.8600
$TOP1_{i,T-1}$	27186	0.3580	0.3381	0.1523	0.0889	0.2372	0.4637	0.7579
$State_{i,T-1}$	27186	0.4078	0.0000	0.4914	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
$Dual_{i,T-1}$	27186	0.2626	0.0000	0.4401	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
$Audit_{i,T-1}$	27186	0.9825	1.0000	0.1312	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000

2. 主回归

表 3 列示了大型机构投资者与公司价值的回归结果,结果显示, $TOP1to3(1to5, 1to7, 1to10) InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正, $Bottom1to3(1to5, 1to7, 1to10) InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数至少在 5% 的水平上显著为正;而且, $TOP1to3(1to5, 1to7, 1to10) InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数的绝对值均远大于 $Bottom1to3(1to5, 1to7, 1to10) InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数的绝对值,前者至少是后者的 2.40 倍以上。除了第(6)列外,第(5)和第(7)列中 $TOP11to20(31to50) InstOwnership_{i,T-1}$ 和 $Bottom11to20(31to50) InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数差异基本与第(1)~(4)列的回归结果基本相同。从经济意义上说,以持股市值排名前十的大型机构投资者及其同等规模机构群体为例,当排名前十的大型投资者的持股比例每增加一个标准差会导致公司价值增加 8.06% ($4.0252 \times 0.0265/1.3229$) 个标准差,当排名前十的大型投资者的同等规模机构群体的持股比例每增加一个标准差,会导致公司价值增加 3.80% ($1.5973 \times 0.0315/1.3229$) 个标准差,前者是后者的 2.12 倍。以上结果表明,中国资本市场上的大型机构投资者具有“颗粒性”,并对公司价值产生“颗粒效应”,即大型机构投资者对公司价值产生的影响大于由其他较小独立机构组成的同等规模机构群体对公司价值产生的影响,假设 H_{1b} 得到验证。

表 3 大型机构投资者的“颗粒性”与公司价值

变量	$TOP1to3$	$TOP1to5$	$TOP1to7$	$TOP1to10$	$TOP11to20$	$TOP21to30$	$TOP31to50$
	<i>institutions</i>						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
$TOPInstOwnership_{i,T-1}$	4.4203*** (4.0841)	3.8694*** (5.6263)	3.5607*** (7.2872)	4.0252*** (6.7672)	2.4953*** (2.9269)	0.9358 (1.0068)	2.4577** (2.3196)
$BottomInstOwnership_{i,T-1}$	1.3286** (2.4657)	1.4944** (2.8161)	1.4852** (2.8829)	1.5973*** (3.3175)	1.6259*** (3.0726)	0.8963* (1.7740)	0.9946* (1.7993)
$Asset_{i,T-1}$	-0.4524*** (-7.9236)	-0.4530*** (-7.9503)	-0.4537*** (-7.9303)	-0.4534*** (-7.9206)	-0.4521*** (-7.9399)	-0.4550*** (-8.0346)	-0.4495*** (-7.8409)

续表 3

变量	<i>TOP1to3</i>	<i>TOP1to5</i>	<i>TOP1to7</i>	<i>TOP1to10</i>	<i>TOP11to20</i>	<i>TOP21to30</i>	<i>TOP31to50</i>
	<i>institutions</i>						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Sale</i> _{<i>i,T-1</i>}	-0.0178** (-2.8046)	-0.0177** (-2.7991)	-0.0177** (-2.8104)	-0.0175** (-2.7618)	-0.0177** (-2.7876)	-0.0176** (-2.7941)	-0.0171** (-2.7019)
<i>CI</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.1965*** (5.0929)	0.1967*** (5.0934)	0.1961*** (5.0793)	0.1958*** (5.0752)	0.1974*** (5.1063)	0.1955*** (5.0736)	0.1946*** (5.0769)
<i>Age</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.3632*** (10.6563)	0.3618*** (10.6416)	0.3614*** (10.6050)	0.3632*** (10.5847)	0.3621*** (10.6053)	0.3640*** (10.6448)	0.3648*** (10.7398)
<i>ROE</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.7815*** (7.0723)	0.7802*** (7.0356)	0.7790*** (7.0522)	0.7800*** (7.0697)	0.7822*** (7.1149)	0.7737*** (7.0470)	0.7817*** (7.1089)
<i>Lev</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.0965 (0.9366)	0.0972 (0.9515)	0.1023 (1.0080)	0.0975 (0.9572)	0.0973 (0.9418)	0.0997 (0.9687)	0.0914 (0.8828)
<i>TOP1</i> _{<i>i,T-1</i>}	-0.0419 (-0.3177)	-0.0406 (-0.3069)	-0.0428 (-0.3257)	-0.0387 (-0.2919)	-0.0426 (-0.3209)	-0.0443 (-0.3340)	-0.0431 (-0.3237)
<i>State</i> _{<i>i,T-1</i>}	-0.1468** (-2.4070)	-0.1456** (-2.3869)	-0.1448** (-2.3837)	-0.1439** (-2.3642)	-0.1465** (-2.3882)	-0.1460** (-2.3896)	-0.1474** (-2.4208)
<i>Dual</i> _{<i>i,T-1</i>}	-0.0118 (-0.5122)	-0.0121 (-0.5244)	-0.0124 (-0.5402)	-0.0124 (-0.5368)	-0.0121 (-0.5261)	-0.0117 (-0.5107)	-0.0115 (-0.5007)
<i>Audit</i> _{<i>i,T-1</i>}	-0.1660* (-1.8077)	-0.1643* (-1.7896)	-0.1639* (-1.7841)	-0.1643* (-1.7931)	-0.1645* (-1.7926)	-0.1677* (-1.8192)	-0.1672* (-1.8086)
<i>MiddleInstOwnership</i> _{<i>i,T-1</i>}	2.8065*** (6.6661)	3.0434*** (5.2262)	3.6002*** (3.9494)	3.0355** (2.4371)	3.4194*** (7.2268)	3.6148*** (6.1880)	2.9413*** (7.3308)
年份/公司固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	26656	26656	26656	26656	26656	26656	26656
F 统计量	31.9709	31.5611	34.4520	31.5950	37.9924	31.9700	32.1258
调整 R ²	0.6445	0.6444	0.6446	0.6446	0.6442	0.6450	0.6442

注: *、** 和 *** 分别表示在 1%、5% 和 1% 的水平上显著; 括号内的数值为 *t* 值; 标准误差均经过公司和年度两个层面聚类调整, 下同

3. 稳健性检验

(1) 替换公司价值的衡量方法。为了提升研究结果的可靠性, 根据已有文献的做法, 用 *ROA* 和 *ROE* 替换 *TobinQ* 来衡量公司价值, 重新带入模型 (1) 进行回归, 回归结果如表 4 所示^①, *TOP1to3* (1to5, 1to7, 1to10, 11to20, 21to30, 31to50) *InstOwnership*_{*i,T-1*} 的回归系数均显著为正, 且均为 1% 的显著水平; 除了第 (3) 和 (4) 例外, 其余列中的 *BottomInstOwnership*_{*i,T-1*} 的回归系数均不显著; 而且, *TOP1to3* (1to5, 1to7, 1to10, 11to20, 21to30, 31to50) *InstOwnership*_{*i,T-1*} 的回归系数绝对值均远大于 *Bottom1to3* (1to5, 1to7, 1to10, 11to20, 21to30, 31to50) *InstOwnership*_{*i,T-1*} 的回归系数绝对值, 前者至少是后者的 4.6 倍以上。从经济意义上说, 以持股市值排名前十的大型机构投资者及其同等规模机构群体为例, 当排名前十的大型机构投资者的持股比例每增加一个标准差, 会导致公司 *ROA* 增加 7.13% (0.1556×0.0265/0.0578) 个标准差, 当排名前十的大型机构投资者的同等规模机构群体的持股比例每增加一个标准差, 会导致公司 *ROA* 增加 1.75% (0.0321×0.0315/0.0578) 个标准差, 前者是后者的 4.07 倍。表 5 的结果与表 4 基本相似, 这一结果表明, 在替换公司价值的衡量方法后, 本文的研究结论依然稳健。

① 因篇幅限制, 未汇报控制变量的回归结果, 留存备案, 下同。

表 4 大型机构投资者的“颗粒性”与公司价值——用 ROA 衡量公司价值

变量	<i>TOP1to3</i>	<i>TOP1to5</i>	<i>TOP1to7</i>	<i>TOP1to10</i>	<i>TOP11to20</i>	<i>TOP21to30</i>	<i>TOP31to50</i>
	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>TOPInstOwnership</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.1454*** (5.2173)	0.1182*** (4.2890)	0.1355*** (5.4953)	0.1556*** (6.6131)	0.0887*** (3.4074)	0.1127** (2.5974)	0.1269*** (3.1462)
<i>BottomInstOwnership</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.0138 (0.7228)	0.0199 (1.1334)	0.0289* (1.8765)	0.0321** (2.3482)	0.0178 (0.9912)	0.0020 (0.0864)	-0.0105 (-0.5007)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/公司固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	26656	26656	26656	26656	26656	26656	26656
F 统计量	39.0758	39.4503	47.7721	37.4636	38.1738	35.8244	37.8075
调整 R ²	0.4562	0.4562	0.4562	0.4563	0.4563	0.4564	0.4565

表 5 大型机构投资者的“颗粒性”与公司价值——用 ROE 衡量公司价值

变量	<i>TOP1to3</i>	<i>TOP1to5</i>	<i>TOP1to7</i>	<i>TOP1to10</i>	<i>TOP11to20</i>	<i>TOP21to30</i>	<i>TOP31to50</i>
	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>TOPInstOwnership</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.2864*** (5.7605)	0.2388*** (4.5180)	0.2586*** (5.2053)	0.2875*** (6.2509)	0.1621** (2.7617)	0.2123** (2.3713)	0.2474** (2.8883)
<i>BottomInstOwnership</i> _{<i>i,T-1</i>}	0.0262 (0.6442)	0.0383 (1.0478)	0.0609* (1.9388)	0.0673** (2.3741)	0.0282 (0.7610)	-0.0029 (-0.0586)	-0.0286 (-0.5914)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/公司固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	26656	26656	26656	26656	26656	26656	26656
F 统计量	40.0901	37.2210	42.3492	41.5102	35.7214	34.9215	36.9314
调整 R ²	0.3191	0.3190	0.3190	0.3190	0.3191	0.3192	0.3193

(2)以 2007 年中信证券收购控股华夏基金为外生冲击。尽管以上研究结果比较稳健,但是,不能排除反向因果关系的影响,比如,研究结果可能是大型机构投资者具有其他中小机构无法比拟的强大投研能力,促使其选股能力很强,从而选择了具有很大公司价值的公司进行投资所致。为减小反向因果关系产生的影响,本文选择中信证券在 2007 年实现 对华夏基金收购控股以及 100% 的控股^①作为外部冲击,以检验研究结论是否存在一定的因果关系。

本文所寻找的外部冲击具有一定的合理性,主要理由如下:第一,中信证券在 2007 年完成收购后,华夏基金和中信基金两家基金公司同属于中信证券,两家基金公司可以通过同一实际控制人

① 经 2006 年 7 月 3 日证监基金字[2006]127 号批准,华夏基金管理有限公司股权变更为:中信证券股份有限公司 40.725%、西南证券有限责任公司 35.725%、北京证券有限责任公司 20%、中国科技证券有限责任公司 3.55%。2007 年 8 月,华夏基金管理有限公司股权变更为:中信证券股份有限公司(出资比例 60.725%)、西南证券有限责任公司(出资比例 35.725%)和中国科技证券有限责任公司(出资比例 3.55%)。2007 年 12 月,华夏基金管理有限公司股东变更为中信证券股份有限公司,出资比例为 100%。根据《关于核准中信经典配置证券投资基金等四只基金基金份额持有人大会决议的批复》(证监许可[2009]1 号),华夏基金管理公司吸收合并中信基金管理公司,中信经典配置证券投资基金、中信稳定双利债券型证券投资基金、中信现金优势货币市场基金、中信红利精选股票型证券投资基金的基金管理人更换为华夏基金管理有限公司。

充分利用对方以及母公司——中信证券的资源和平台提升各自的投研能力、资金实力和信息优势,从而有助于提升华夏基金公司对投资组合公司的监督能力。因而选择这一事件作为外生事件满足相关性要求。第二,中信证券收购并控股华夏基金管理有限公司的事件,旨在通过增强华夏基金的投研实力、资金基础以及信息优势,进而提升其对于投资组合公司的监督能力,从而影响并提升公司的整体价值。除此之外,这一事件对华夏基金持股的投资组合公司的生产经营管理活动没有其他直接相关的影响。因而,选择这一事件作为冲击事件具有一定的外生性。

据此,本文选择2007年作为合并冲击的时间节点,设置时间虚拟变量 $postmerge$,当回归样本年度在2007年之前, $postmerge=0$,回归样本年度在2007年及其之后, $postmerge=1$,并用 $HXInstOwnership$ 表示华夏基金管理有限公司持有上市公司的股份比例,并参照Ben-David等(2021)^[13]、Chen(2017)^[41]、陈思霞等(2017)^[42]以及徐超等(2020)^[43]的方法,采用模型(2)和模型(3)进行检验:

$$TobinQ_{i,T} = \alpha + \alpha_1 HXInstOwnership_{i,T} \times postmerge + \alpha_3 Controls_{i,T-1} + FirmFixed + YearFixed + \varepsilon_{i,T} \quad (2)$$

$$TobinQ_{i,T} = \alpha + \alpha_1 HXInstOwnership_{i,T} \times postmerge + \alpha_2 HXInstOwnership_{i,T} \times year2005 + \alpha_3 HXInstOwnership_{i,T} \times year2006 + \alpha_3 Controls_{i,T-1} + FirmFixed + YearFixed + \varepsilon_{i,T} \quad (3)$$

回归结果如表6所示,不管是否加入2005年和2006年的时间虚拟变量, $HXInstOwnership$ 和 $postmerge$ 交互项的回归系数在1%的水平上显著为正,表明主回归的结果在考虑反向因果关系的影响后是稳健的。 $HXInstOwnership$ 与 $Year2005$ 、 $Year2006$ 的交互项的回归系数分别显著为负、为负不显著,说明模型(2)的检验满足平行趋势假设。中信证券收购控股后,两家基金管理公司可能会由于同受同一实际控制人的并购整合,同时减持或者增持某些投资组合公司的股票股份,进而导致属于两家不同基金公司的两只基金同时一起集中交易,短时间内增大投资组合公司股票交易量,增大股价涨跌压力,进而影响公司价值($TobinQ$)。为减小并购整合产生的这一影响,删除收购控股当年2007年的样本后进行回归,结果如表7所示, $HXInstOwnership$ 和 $postmerge$ 交互项的回归系数仍然在1%的水平上显著为正, $HXInstOwnership$ 与 $Year2005$ 、 $Year2006$ 的交互项的回归系数分别显著为负、为负不显著,表明模型(3)的检验满足平行趋势假设,本文的研究结果在考虑基金管理公司并购整合的影响后是稳健的。

表6 以2007年中信证券收购控股华夏基金为外生冲击

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$TobinQ$	$TobinQ$	$TobinQ$	$TobinQ$
$HXInstOwnership \times postmerge$	4.6666*** (3.9489)	4.6408*** (3.9249)	4.6621*** (3.9470)	4.6357*** (3.9224)
$HXInstOwnership \times Year2005$		-7.0184*** (-3.6335)		-7.0465*** (-3.5523)
$HXInstOwnership \times Year2006$			-0.7271 (-0.3414)	-0.8282 (-0.3886)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/公司固定效应	是	是	是	是
观测值	26656	26656	26656	26656
F统计量	32.2701	29.8334	29.9067	31.2237
调整R ²	0.6441	0.6442	0.6441	0.6441

表 7 以 2007 年中信证券收购控股华夏基金为外生冲击(删除收购控股当年的样本)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>
<i>HXInstOwnership</i> × <i>postmerge</i>	4.7326*** (3.6411)	4.7045*** (3.6169)	4.7288*** (3.6408)	4.7000*** (3.6163)
<i>HXInstOwnership</i> × <i>Year2005</i>		-7.4625*** (-3.6955)		-7.4951*** (-3.6045)
<i>HXInstOwnership</i> × <i>Year2006</i>			-0.7820 (-0.3429)	-0.8972 (-0.3930)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/公司固定效应	是	是	是	是
观测值	26097	26097	26097	26097
F 统计量	32.5708	30.1408	30.1679	31.6031
调整 R ²	0.6473	0.6473	0.6473	0.6473

(3)控制资本市场中大型事件的冲击。为了减小 2008 年金融危机、2015 年股灾以及 2019 年新 冠疫情大型极端事件冲击对本文研究结果产生的影响,剔除 2008 年、2015 年、2019 年这三年的样 本重新进行回归,回归结果如表 8 所示, *TOP1to3*(1to5, 1to7, 1to10)*InstOwnership*_{*i, T-1*} 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,这一回归系数的绝对值和 T 值均大于 *Bottom1to3*(1to5, 1to7, 1to10) *InstOwnership*_{*i, T-1*} 的回归系数的绝对值和 T 值,与主回归的结果基本保持一致,表明本文的研究结果 在考虑资本市场中大型极端事件的冲击后是稳健的。

表 8 大型机构投资者的“颗粒性”与公司价值—控制资本市场中大型事件的冲击

变量	<i>TOP1to3</i> <i>institutions</i>	<i>TOP1to5</i> <i>institutions</i>	<i>TOP1to7</i> <i>institutions</i>	<i>TOP1to10</i> <i>institutions</i>	<i>TOP11to20</i> <i>institutions</i>	<i>TOP21to30</i> <i>institutions</i>	<i>TOP31to50</i> <i>institutions</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>TOPInstOwnership</i> _{<i>i, T-1</i>}	3.9123*** (3.2313)	3.4566*** (5.2454)	3.3181*** (6.7872)	3.9128*** (6.1178)	1.9708** (2.5175)	1.6879* (1.8625)	2.7186* (2.1119)
<i>BottomInstOwnership</i> _{<i>i, T-1</i>}	1.5204** (2.8546)	1.7022*** (3.0830)	1.8135*** (3.6003)	1.9390*** (4.1271)	1.9638*** (3.9232)	0.9917* (1.8136)	1.0384* (1.8477)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/公司固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	21473	21473	21473	21473	21473	21473	21473
F 统计量	70.7028	66.3781	67.9218	68.0529	68.5534	65.0706	63.2247
调整 R ²	0.6415	0.6415	0.6416	0.6415	0.6413	0.6421	0.6413

五、影响机制检验

1. 大型机构投资者内部各个单位交易的相关性

由于共享公司平台上的资源、信息、销售、研究、风险管理等集中职能以及相同公司身份,致使 大型机构投资者各个内部单位可以同时从公司调研团队获得相同信息(Ben-David 等, 2021)^[13],加 上基金经理之间信息的沟通和共享(Hong 等, 2005)^[44],以及受到共同风险管理原则的约束(Auh 和 Bai, 2020)^[45],致使各个内部单位彼此间的资金流动、交易策略具有更强的相关性。基于上述理 论分析,本文以私募证券投资基金和公募基金的季度持股数据为样本检验大型机构投资者内部各 单位之间交易的相关性是否强于不同公司各个单位之间交易的相关性。具体地,用基金 *j* 在 *T* 季度

持有*i*公司的股份比例变化($\ln(\Delta IO_{i,j,t+1})$)与同基金*j*同属于一家基金管理公司的其他基金持股比例变化($\ln(\Delta SameIO_{i,j,t+1})$)、同基金*j*不同属于一家基金管理公司的其他基金持股比例变化($\ln(\Delta DiffIO_{i,j,t+1})$)进行回归并比较两个回归系数的差异。回归结果如表9所示,不管是否控制机构与公司交互项的固定效应、季度固定效应,以及公司规模、销售规模等股票特征, $\ln(\Delta SameIO_{i,j,t+1})$ 和 $\ln(\Delta DiffIO_{i,j,t+1})$ 的回归系数均在1%的水平上显著为正,且 $\ln(\Delta SameIO_{i,j,t+1})$ 回归系数的绝对值和T值均大于 $\ln(\Delta DiffIO_{i,j,t+1})$ 回归系数的绝对值和T值,两个回归系数差异的T检验均在1%的水平上显著为正。以上结果表明,在中国资本市场上,各个基金管理公司所管理的基金对投资组合公司的交易具有一定的相关性,但是同属于同一基金管理公司内部各个基金之间的交易相关性强于不同属于同一基金管理公司的基金之间交易的相关性。

表9 大型机构投资者内部各个单位交易的相关性是否更强

变量	$\ln(\Delta IO_{i,j,t+1})$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\ln(\Delta SameIO_{i,j,t+1})$	0.4314*** (455.8859)	0.4794*** (136.9777)	0.4092*** (392.5045)	0.4581*** (124.6432)
$\ln(\Delta DiffIO_{i,j,t+1})$	0.4176*** (349.5705)	0.3366*** (70.6663)	0.3156*** (217.1060)	0.2723*** (53.1244)
控制变量	控制	控制	控制	控制
$ttest(\ln(\Delta SameIO_{i,j,t+1}), \ln(\Delta DiffIO_{i,j,t+1}))$	0.014*** (8.2000)	0.143*** (22.5000)	0.094*** (48.9700)	0.186*** (27.9000)
机构投资者公司固定效应	否	是	否	是
季度固定效应	是	是	是	是
观测值	2359991	1582406	1943281	1433739
F 统计量	8800	789.0352	6200	605.4620
调整 R ²	0.2054	0.1075	0.2035	0.1111

2.大型机构投资者“颗粒性”与公司调研

前面的理论分析指出,鉴于大型机构投资者资产管理规模非常庞大,促使其投研边际成本较低,投研团队成员更愿意花费大量的时间和精力通过调研、访谈、电话等方式收集挖掘投资标的公司的信息,在此,本文运用中国资本市场上特有的机构调研数据对这一推断进行检验。回归结果如表10所示^①,是否为持股总市值排名前三(前五、前七、前十、第11~20位、第21~30位、第31~50位)大型机构投资者指示变量与机构在一年内调研公司数量($ResStkNum$)、一年内总的调研次数($TotalResTimes$)均在1%的水平上显著为正,说明持股总市值排名前三(前五、前七、前十、第11~20位、第21~30位、第31~50位)大型机构投资者比其他一般机构一年内多调研232(213、207、205、180、162、140)家公司,总的调研次数也多出914(840、809、810、645、526、433)次,这表明大型机构投资者更愿意调研投资组合公司,投入的人力和精力更多。

表10 大型机构投资者在一年内调研公司的家数和调研次数

变量	(1)	(2)
	$ResStkNum$	$TotalResTimes$
$TOP1To10$	2.0465*** (5.9307)	8.1006*** (7.9155)
年份固定效应	是	是

^① 因篇幅限制,在此只汇报持股总市值排名前十的大型机构投资者与公司调研的回归结果,未汇报持股总市值排名前三(前五、前七、第11~20位、第21~30位、第31~50位)的大型机构投资者与公司调研的回归结果,留存备索。

续表 10

变量	(1)	(2)
	<i>ResStkNum</i>	<i>TotalResTimes</i>
观测值	87944	87944
F 统计量	35.1734	62.6556
调整 R ²	0.0670	0.0691

3. 调研的中介效应检验

以上检验发现,大型机构投资者对其投资组合公司调研更多,但是,大型机构投资者的积极调研能否帮助其挖掘到更丰富全面的信息以对上市公司进行威慑监督,从而提升公司价值有待检验。基于此,本文以上市公司在一年内被调研的次数(*ResTimes_stk_{i,T}*)为中介变量,检验大型机构投资者是否通过调研对公司价值产生“颗粒效应”,回归结果如表 11 所示^①,*TOP1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10)InstOwnership_{i,T-1}*和 *Bottom1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10)InstOwnership_{i,T-1}*的回归系数基本显著为正,且 *TOP1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10)InstOwnership_{i,T-1}* 与公司价值 (*TobinQ_{i,T}*) 在加入公司被调研次数 (*ResTimes_stk_{i,T}*) 后的回归系数的绝对值均远大于 *Bottom1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10)InstOwnership_{i,T-1}* 的回归系数的绝对值,前者至少是后者的 1.73 倍以上。从经济意义上说,以持股市值排名前十的大型机构投资者及其同等规模机构群体为例,当排名前十的大型机构投资者的持股比例每增加一个标准差,会导致公司价值增加 8.58% ($4.2845 \times 0.0265 / 1.3229$) 个标准差;当排名前十的大型机构投资者的同等规模机构群体的持股比例每增加一个标准差,会导致公司价值增加 3.72% ($1.5620 \times 0.0315 / 1.3229$) 个标准差,前者是后者的 2.31 倍。而且表 11 第(1)~(3)列的中介效应 Sobel 检验在 1% 的水平上显著。*TOP1to20(21to30, 31to50)InstOwnership_{i,T-1}* 的中介效应 Sobel 检验基本不显著,且 *TOP1to20(21to30, 31to50)InstOwnership_{i,T-1}* 与公司被调研次数 (*ResTimes_stk_{i,T}*) 的回归系数基本不显著。以上结果表明,持股总市值排名前三(五、七、十)位的大型机构投资者通过公司调研这一渠道对公司价值产生“颗粒效应”,而持股总市值排名第 11~20 位(第 21~30 位、第 31~50 位)大型机构投资者没有通过公司调研这一渠道对公司价值产生“颗粒效应”。

4. 流动性的中介效应检验

理论分析当中指出,大型机构投资者能利用资金规模的优势进行集中交易、给投资标的公司提供充分流动性,使标的公司的股价能迅速回归内在价值,从而提升公司价值,发挥“颗粒效应”。因此,本文以上市公司股票流动性(*Liquidity_{i,T}*)为中介变量检验大型机构投资者是否通过股票流动性对公司价值产生“颗粒效应”,回归结果如表 11 所示^②,*TOP1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}* 的回归系数至少在 5% 的水平上显著为正, *Bottom1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}* 与上市公司股票流动性 (*Liquidity_{i,T}*) 的回归系数为正,但基本不显著;而且, *TOP1to3(1to5, 1to7, 1to 10)InstOwnership_{i,T-1}* 与公司价值 (*TobinQ_{i,T}*) 在加入上市公司股票流动性 (*Liquidity_{i,T}*) 后的回归系数的绝对值均远大于 *Bottom1to3(1to 5, 1to 7, 1to 10)InstOwnership_{i,T-1}* 的回归系数的绝对值,前者至少是后者的 2.40 倍以上。从经济意义上说,以持股市值排名前十的大型机构投资者及其同等规模机构群体为例,当排名前十的大型机构投资者的持股比例每增加一个标准差,会导致公司价值增加 7.65% ($3.8184 \times 0.0265 / 1.3229$) 个标准差;当排名前十的大型机构投资者的同等规模机构群体的持股比例每增加一个标准差,会导致公司价值增加 3.57% ($1.4995 \times 0.0315 / 1.3229$) 个标准差,前者是后者的

① 因篇幅限制,在此只列示持股总市值排名前十的大型机构投资者中介效应检验的结果,未列示持股总市值排名前三(前五、前七、第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位)的大型机构投资者中介效应的检验结果,留存备案。

② 因篇幅限制,在此只列示持股总市值排名前 10 的大型机构投资者中介效应检验的结果,未列示持股总市值排名前三(前五、前七、第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位)的大型机构投资者中介效应的检验结果,留存备案。

2.14倍。而且表11第(4)~(6)列的中介效应Sobel检验在1%的水平上显著。而TOP11to20(31to50) $InstOwnership_{i,T-1}$ 和 Bottom11to20(21to30, 31to 50) $InstOwnership_{i,T-1}$ 与上市公司股票流动性($Liquidity_{i,T}$)的回归系数不显著, TOP21to30 $InstOwnership_{i,T-1}$ 与上市公司股票流动性($Liquidity_{i,T}$)的回归系数显著,但在加入上市公司股票流动性($Liquidity_{i,T}$)后与公司价值($TobinQ_{i,T}$)的回归系数变得不显著。以上结果表明,持股总市值排名前三(五、七、十)的大型机构投资者通过提升上市公司股票流动性这一渠道对公司价值产生“颗粒效应”,而持股总市值排名第11~20位(第21~30位、第31~50位)的大型机构投资者没有通过上市公司股票流动性这一渠道对公司价值产生“颗粒效应”。

表 11 中介效应检验

变量	调研中介			流动性中介		
	$TobinQ_{i,T}$	$ResTimes_stk_{i,T}$	$TobinQ_{i,T}$	$TobinQ_{i,T}$	$Liquidity_{i,T}$	$TobinQ_{i,T}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$TOP1to10InstOwnership_{i,T-1}$	4.7821*** (4.7511)	2.6240** (2.8826)	4.2845*** (4.5248)	4.0252*** (6.7672)	0.1786*** (3.1340)	3.8184*** (6.4041)
$Bottom1to10InstOwnership_{i,T-1}$	1.8521*** (3.4000)	1.5294** (2.6100)	1.5620** (3.0281)	1.5973*** (3.3175)	0.0844* (1.7632)	1.4995*** (3.0237)
$ResTimes_stk_{i,T}/Liquidity_{i,T}$			0.1896*** (6.9571)			1.1584*** (3.0216)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Sobel 检验	0.498*** (3.220)				0.207*** (5.199)	
Ind_eff 检验(P-val)	0.001				0.000	
年份/公司固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	9305	9305	9305	26656	26656	26656
F 统计量	30.8524	23.2713	40.9687	31.5950	12.7568	34.5797
调整 R ²	0.6582	0.4915	0.6680	0.6446	0.5733	0.6462

5. 颗粒机构持股是否持股超过5% 与公司价值

现有研究表明,持股比例越大,机构投资者越有动机通过“用手投票”积极参与公司治理。基于此,本文将大型机构投资者及其同等规模的较小机构群体的持股比例是否大于5%进行区分,并设置 $Lar(Sma)TOP1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}$ 和 $Lar(Sma)Bottom1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}$ 分别表示持股比例大于(小于)5%的大型机构投资者持股比例及其持股比例大于(小于)5%的同等规模的较小机构群体的持股比例,然后同时代入模型进行回归。回归结果如表12所示, $Lar(Sma)TOP1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数仍然显著为正,其绝对值和T值均远大于 $Lar(Sma)Bottom1to3(1to5, 1to7, 1to10)$ 的回归系数的绝对值和T值,而且, $LarTOP1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数的绝对值和T值均远小于 $Sma TOP1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数的绝对值和T值。以上结果表明,在中国资本市场上,无论持股比例是否超过5%,大型机构投资者对公司价值均产生了“颗粒效应”,持股比例低于5%的大型机构投资者发挥的作用更明显。

表 12 颗粒机构持股是否持股超过5% 与公司价值

变量	$TOP1to3institutions$	$TOP1to5institutions$	$TOP1to7institutions$	$TOP1to10institutions$
	$TobinQ_{i,T}$	$TobinQ_{i,T}$	$TobinQ_{i,T}$	$TobinQ_{i,T}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$LarTOPInstOwnership_{i,T-1}$	3.1094*** (3.4426)	3.3391*** (5.7445)	3.2874*** (7.2989)	3.9808*** (6.9800)

续表 12

变量	TOP1to3institutions	TOP1to5institutions	TOP1to7institutions	TOP1to10institutions
	TobinQ _{i,T}	TobinQ _{i,T}	TobinQ _{i,T}	TobinQ _{i,T}
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>SmaTOPInstOwnership</i> _{i,T-1}	7.0203*** (4.3165)	6.6687*** (4.5193)	6.5364*** (5.4595)	5.7358*** (5.1805)
<i>LarBottomInstOwnership</i> _{i,T-1}	1.0461* (1.8299)	1.2995** (2.4017)	1.3795** (2.6571)	1.5508*** (3.2663)
<i>SmaBottomInstOwnership</i> _{i,T-1}	2.1133** (2.4459)	2.7947*** (3.7493)	2.5888*** (3.9005)	2.8972*** (4.5049)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/公司固定效应	是	是	是	是
观测值	26656	26656	26656	26656
F 统计量	34.3909	35.1517	39.0543	29.3354
调整 R ²	0.6450	0.6451	0.6452	0.6449

6. 威慑监督与合谋减持掏空作用的差异表现

本文参照吴育辉和吴世农(2010)^[46]的方法,从控股股东和高管的减持掏空视角检验大型机构投资者和与其规模相当的较小独立机构群体是否发挥了威慑监督作用,使他们不敢轻易去谋取私利、损害公司价值。抑或发挥了合谋减持作用,帮助公司控股股东和管理层哄抬拉升股价以便他们能在较高价位减持套现。具体地,运用公司控股股东和高管减持公告日披露的减持股份数量取自然对数($\ln RSH_{i,t}$)作为因变量^①,减持公告日上一个季度末的大型机构投资者和其同等规模机构群体以及中型机构群体持股比例作为自变量,同时控制减持公告日上一个季度末的资产负债率($Lev_{i,T-1}$)、总资产规模($Lev_{i,T-1}$)和总资产收益率($Lev_{i,T-1}$)以及行业和季度固定效应,标准误在公司和季度两个维度进行聚类回归以控制异方差对回归结果产生的影响。检验结果如表 13 所示, $TOP1to3(1to5, 1to7, 1to10, 11to20, 21to30, 31to50)InstOwnership_{i,T-1}$ 与公司控股股东和高管减持股份数量的回归系数均为负,且除了 $TOP1to3InstOwnership_{i,T-1}$ 外, $TOP1to5(1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数至少在 5% 的水平上显著为负, $Bottom1to3(1to5, 1to7, 1to10, 11to20, 21to30, 31to50)InstOwnership_{i,T-1}$ 与公司控股股东和高管减持股份数量的回归系数均为正, $Bottom1to3(1to5, 1to7, 1to10)InstOwnership_{i,T-1}$ 的回归系数不显著, $Bottom11to20(21to30, 31to50)$ 的回归系数显著至少在 10% 的水平上显著为正。这表明,持股总市值排名前十的大型机构投资者持股比例越大,公司控股股东和高管未来一季度减持股份的数量越少,持股总市值排名第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位的大型机构投资者持股对公司控股股东和高管未来一季度减持股份的数量没有显著影响,持股总市值排名前十的大型机构投资者的同等规模机构群体持股对公司控股股东和高管未来一季度减持股份的数量没有显著影响,持股总市值排名第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位的大型机构投资者的同等规模机构群体持股对公司控股股东和高管未来一季度减持股份的数量存在显著正向的影响。以上结果说明,持股总市值排名前十的大型机构投资者对公司控股股东和高管的减持掏空起到了威慑监督作用,而持股总市值排名第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位的大型机构投资者以及持股总市值排名前十以及排名第 11~20 位、第 21~30 位、第 31~50 位的大型机构投资者的同等规模机构群体对公司控股股东和高管减持掏空没有发挥明显的威慑监督作用。

① 上市公司控股股东和高管、机构投资者以及其他股东减持、增持公告日、减持和增持股份数量的数据来源于锐思 (RESSET) 数据库当中股权转让_扩展表,大型、中型、底部机构的识别是将股权受让方名称、股权出让方名称与本文中根据持有投资组合公司股份总市值大小鉴别出的大型、中型、底部机构的名称进行人工逐一识别、匹配出来的。

表 13 大型机构投资者和其同等规模机构群体与控股股东和管理层减持股份数量

变量	<i>TOP1to3</i>	<i>TOP1to5</i>	<i>TOP1to7</i>	<i>TOP1to10</i>	<i>TOP11to20</i>	<i>TOP21to30</i>	<i>TOP31to50</i>
	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>	<i>institutions</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>TOPInstOwnership_{i,T-1}</i>	-6.4064 (-1.0295)	-10.7634** (-2.1070)	-11.0469*** (-2.7483)	-10.8820*** (-3.9265)	-3.6782 (-1.1975)	-2.8916 (-0.5196)	-3.6294 (-0.7490)
<i>BottomInstOwnership_{i,T-1}</i>	4.8362 (1.6184)	3.8828 (1.6272)	3.4665 (1.5974)	0.9623 (0.4820)	4.4363* (1.6977)	7.0243** (2.5788)	6.6503** (2.3422)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
季度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	3164	3164	3164	3164	3164	3164	3164
F 统计量	24.0482	20.7109	19.6179	25.6973	24.5928	21.6774	19.6449
调整 R ²	0.2626	0.2634	0.2644	0.2628	0.2634	0.2641	0.2639

为了探究大型机构投资者和其同等规模机构群体以及中型机构群体在公司控股股东和公司高管减持掏空过程当中是否发挥合谋帮衬的作用,本文采用大型机构投资者和其同等规模机构群体以及中型机构群体增持投资组合公司股份的数量取自然对数($\ln ISH_{i,t}$)作为因变量,以大型机构投资者和其同等规模机构群体以及中型机构群体增持投资组合公司股份的日期是否分别在控股股东和公司高管减持公告日前30个交易日内的指示变量(dif_{-30})以及是否在公告日后30个交易日内的指示变量(dif_{30})作为解释变量进行回归,检验大型机构投资者和其同等规模机构群体以及中型机构群体是否倾向于在公司控股股东和公司高管减持公告日前30个交易日内增持投资组合公司更多股份,以帮助控股股东和公司高管哄抬拉升股价以便在较高价位减持套现。回归结果如表14—16所示,*TOP1to3*(*1to5*, *1to7*, *1to10*, *11to20*, *21to30*, *31to50*)增持的股份数量与 dif_{-30} 的回归系数均为正、不显著,*Bottom1to3*(*1to5*, *1to7*, *1to10*, *11to20*, *21to30*, *31to50*)增持的股份与 dif_{-30} 的回归系数至少在5%的水平上显著为正,*Middle1to3*(*1to5*, *1to7*, *1to10*, *11to20*, *21to30*, *31to50*)增持的股份与 dif_{-30} 的回归系数均为正,除了在模型(3)和模型(4)中不显著,其他模型大多在10%的水平上显著。以上结果表明,大型机构投资者的同等规模机构群体以及中型机构群体机构会在减持公告日前30个交易日内增持更多股份,以帮助公司实际控制人和管理层哄抬拉升股价以便他们能在较高价位减持套现;而大型机构投资者不会在他们减持公告日前30个交易日内增持更多股份,以帮助公司实际控制人和管理层哄抬拉升股价以便他们能在较高价位减持套现。

表 14 大型机构投资者是否会在控股股东和公司高管减持公告日前30个交易日内增持更多股份

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>TOP1to3</i>	<i>TOP1to5</i>	<i>TOP1to7</i>	<i>TOP1to10</i>	<i>TOP11to20</i>	<i>TOP21to30</i>	<i>TOP31to50</i>
dif_{-30}	0.1331 (0.5046)	0.1359 (0.6240)	0.2531 (1.4827)	0.2169 (1.4867)	0.2354 (1.0644)	0.3397 (1.1316)	0.2568 (1.5699)
dif_{30}	-0.3802* (-1.7650)	-0.3550** (-2.4773)	-0.2130 (-1.2524)	-0.1937 (-1.4067)	0.2933 (1.3856)	-0.1198 (-0.3145)	0.2054 (0.8820)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
季度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	1102	1705	2344	2781	1417	691	1212
F 统计量	11.3907	7.8503	18.9096	8.2415	2.1073	8.7459	11.1906
调整 R ²	0.2171	0.1583	0.1463	0.1531	0.2196	0.1907	0.2510

表 15 中型机构投资者群体是否会在控股股东和公司高管减持公告日前 30 个交易日内增持更多股份

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>Middle</i> 1to3	<i>Middle</i> 1to5	<i>Middle</i> 1to7	<i>Middle</i> 1to10	<i>Middle</i> 11to20	<i>Middle</i> 21to30	<i>Middle</i> 31to50
<i>dif</i> ₃₀	0.2635* (1.9490)	0.3001* (1.7546)	0.2000 (1.0725)	0.2576 (0.7708)	0.2568* (1.8024)	0.2594** (2.0825)	0.2683* (1.9044)
<i>dif</i> ₃₀	0.0656 (0.3659)	0.0465 (0.2382)	0.0949 (0.5606)	0.5836* (1.8863)	-0.1124 (-0.7799)	0.0257 (0.1956)	-0.0119 (-0.0872)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
季度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	3792	2650	1671	504	3424	4893	4645
F 统计量	4.9350	4.4291	1.6064	2.4788	13.6149	8.0208	5.9542
调整 R ²	0.1678	0.1996	0.2010	0.2233	0.1417	0.1679	0.1522

表 16 同等规模机构群体是否会在控股股东和公司高管减持公告日前 30 个交易日内增持更多股份

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>Bottom</i> 1to3	<i>Bottom</i> 1to5	<i>Bottom</i> 1to7	<i>Bottom</i> 1to10	<i>Bottom</i> 11to20	<i>Bottom</i> 21to30	<i>Bottom</i> 31to50
<i>dif</i> ₃₀	0.4323** (2.6376)	0.4165** (2.6562)	0.4203*** (3.0103)	0.4075*** (2.6991)	0.4315*** (2.7995)	0.4859** (2.5227)	0.4433** (2.3635)
<i>dif</i> ₃₀	0.2054 (1.3022)	0.2072 (1.3932)	0.1621 (1.2101)	0.1961 (1.5048)	0.2207 (1.3788)	0.1278 (0.6555)	0.1644 (0.8993)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
季度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	4463	5054	5388	5976	4598	3722	3772
F 统计量	6.7024	7.1706	7.3842	5.3223	6.9774	6.8105	5.9277
调整 R ²	0.1575	0.1504	0.1513	0.1503	0.1586	0.1510	0.1611

六、研究结论与启示

鉴于已有文献较少研究中国资本市场上的大型机构投资者是否具有“颗粒性”及其是否产生“颗粒效应”，本文选择 2005—2021 年中国 A 股上市公司作为样本，研究中国大型机构投资者对公司价值产生的影响，并从公司治理视角检验中国资本市场上的大型机构投资者是否具有“颗粒性”，对公司价值是否会产生“颗粒效应”。通过研究发现，中国资本市场上的大型机构投资者具有“颗粒性”，并对公司价值产生“颗粒效应”，即大型机构投资者对公司价值产生的影响大于由其他较小独立机构组成的同等规模机构群体对公司价值产生的影响，且经济影响明显。具体以持股市值排名前十大型机构投资者及其同等规模机构群体为例，当排名前十大型投资者的持股比例每增加一个标准差，会导致公司价值增加 8.06% (4.0252×0.0265/1.3229) 个标准差；当排名前十大型投资者的同等规模机构群体的持股比例每增加一个标准差，会导致公司价值增加 3.80% (1.5973×0.0315/1.3229) 个标准差，前者是后者的 2.12 倍。机制检验发现，大型机构投资者通过更加积极的调研提升威慑监督作用以及利用资金规模优势进行集中交易给投资标的公司提供流动性而提升公司价值，发挥“颗粒效应”。

本文的研究结论具有以下启示：第一，相关学者以及政府相关部门在评估机构投资者真正发挥的作用及其大小时，应充分考虑大型机构投资者对公司价值发挥的积极促进作用及其产生的

“颗粒效应”,以便更加全面、准确地评估大型机构投资者在我国资本市场上所发挥的真正作用。第二,鉴于大型机构投资者在“退出威胁”方面所发挥的积极作用,应强化大型机构投资者不断做优做强,鼓励它们加强对所持有投资组合公司的股份比例的政策扶持力度,促使大型机构投资者不仅能发挥“退出威胁”威慑作用,还能发挥“用手投票”的治理作用。第三,投资者应加入大型机构投资者“颗粒性”及其“颗粒效应”视角全面评价资管巨头在我国资本市场所发挥的积极作用,可以适当利用资管巨头强大的信息优势和定价作用帮助自己评估投资标的公司价值。第四,对于上市公司而言,应关注长远发展、创造自身优势,大力发展、强化公司核心竞争优势,以大幅提升公司价值,并积极地披露高质量的信息,以吸引大型机构投资者对公司长期重仓或者不断增仓,从而进一步大力提升公司价值,为公司大股东和广大中小投资者创造更多财富。

参考文献

- [1]李蕾,韩立岩.价值投资还是价值创造?——基于境内外机构投资者比较的经验研究[J].北京:经济学(季刊),2013,(1):351-372.
- [2]曾志远,蔡东玲,武小凯.“监督管理层”还是“约束大股东”?基金持股对中国上市公司价值的影响[J].北京:金融研究,2018,(12):157-173.
- [3]李维安,李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGINK的经验研究[J].天津:南开管理评论,2008,(1):4-14.
- [4]卿小权,董启琛,武瑛.股东身份与企业杠杆操纵——基于机构投资者视角的分析[J].上海:财经研究,2022,(11):1-17.
- [5]胡大春,金赛男.基金持股比例与A股市场收益率波动的实证分析[J].北京:金融研究,2007,(4):129-142.
- [6]曹丰,鲁冰,李争光,徐凯.机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J].北京:会计研究,2015,(11):55-61.
- [7]陈国进,张貽军.机构投资者是股市暴涨暴跌的助推器吗?——来自上海A股市场的经验证据[J].北京:金融研究,2010,(11):45-59.
- [8]许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].北京:管理世界,2013,(7):31-43.
- [9]代昀昊,唐齐鸣,刘莎莎.机构投资者,信息不对称与股价暴跌风险[J].北京:投资研究,2015,(1):50-64.
- [10]陈新春,刘阳,罗荣华.机构投资者信息共享会引来黑天鹅吗?——基金信息网络与极端市场风险[J].北京:金融研究,2017,(7):140-155.
- [11]吕昊,贾海东.机构投资者参与公司治理行为指引制度研究[J].深圳:证券市场导报,2022,(1):72-79.
- [12]Azar, J., M. Duro, M. Kadach, and G. Ormazabal. The Big Three and Corporate Carbon Emissions around the World[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, (142): 674-696.
- [13]Ben-David, I., F. Franzoni, R. Moussawi, and J. Sedunov. The Granular Nature of Large Institutional Investors[J]. *Management Science*, 2021, 67, (11): 6629-6659.
- [14]Jinjarak, Y., and H. H. Zheng. Granular Institutional Investors and Global Market Interdependence[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2014, (46): 61-81.
- [15]Gabaix, X., P. Gopikrishnan, V. Plerou, and H. E. Stanley. Institutional Investors and Stock Market Volatility[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2006, (5): 461-504.
- [16]Gabaix, X. The Granular Origins of Aggregate Fluctuations[J]. *Econometrica*, 2011, 79, (3): 733-772.
- [17]Chen, X., J. Harford, and K. Li. Monitoring: Which Institutions Matter?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86, (2): 279-305.
- [18]Jiang, F., and A. K. Kenneth. Corporate Governance in China: A Modern Perspective[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32, (3): 190-216.
- [19]Allen, F., J. Qian, and M. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77, (1): 57-116.
- [20]Pistor, K., and C. Xu. Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China[J]. *American Law and Economics Review*, 2005, 7, (1): 184-210.
- [21]Zou, H., S. Wong, C. Shum, J. Xiong, and J. Yan. Controlling-Minority Shareholder Incentive Conflicts and Directors' and Officers' Liability Insurance: Evidence from China[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2008, 32, (12): 2636-2645.
- [22]Firth, M., J. Gao, J. Shen, and Y. Zhang. Institutional Stock Ownership and Firms' Cash Dividend Policies: Evidence from China

- [J].Journal of Banking and Finance,2016,65,(1):91-107.
- [23] Yuan, R., J.Z.Xiao, and H.Zou.Mutual Funds' Ownership and Firm Performance: Evidence from China[J].Journal of Banking and Finance,2008,32,(8):1552-1565.
- [24] Lin, Y., and X.Fu.Does Institutional Ownership Influence Firm Performance? Evidence from China[J].International Review of Economics and Finance,2017,49,(1):17-57.
- [25] 吴晓晖,郭晓冬,乔政.机构投资者抱团与股价崩盘风险[J].北京:中国工业经济,2019,(2):117-135.
- [26] Edmans, A., and G.Manso.Governance through Trading and Intervention: A theory of Multiple Blockholders [J].Review of Financial Studies,2011,24:2395-2428.
- [27] Bushee, B.J., and T.H.Goodman.Which Institutional Investors Trade Based on Private Information about Earnings and Returns [J].Journal of Accounting Research,2007,45,(2):289-321.
- [28] 孟庆斌,吴卫星,于上尧.基金经理职业忧虑与其投资风格[J].北京:经济研究,2015,(3):115-130.
- [29] 肖继辉,彭文平,许佳,王琦.业绩排名与预期风险调整——考虑报酬激励与解职风险交互影响的新证据[J].北京:经济学(季刊),2016,(4):1177-1204.
- [30] Knyazeva, A., D.Knyazeva, and D.Kostovetsky.Investor Heterogeneity and Trading[J].European Financial Management,2018,24,(4):680-718.
- [31] Kim, O., and R.E.Verrecchia.Market Liquidity and Volume around Earning Announcements [J].Journal of Accounting and Economics,1994,17,41-67.
- [32] Tan, H., E.Wang, and B.Zhou.When the Use of Positive Language Backfires: The Joint Effect of Tone, Readability, and Investor Sophistication on Earnings Judgments[J].Journal of Accounting Research,2014,52,(1):273-302.
- [33] Crawford, S., W.Gray, and A.Kern.Why Do Fund Managers Identify and Share Profitable Ideas?[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2017,52,(5):1903-1926.
- [34] Chen, H., P.De, Y.Hu, and B.Hwang.Wisdom of Crowds: The Valve of Stock Opinions Transmitted through Social Media[J].Review of Financial Studies,2014,27,(8):1367-1403.
- [35] Shiller, R., and J.Pound.Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information among Investors [J].Journal of Economic Behavior & Organization,1989,12,(1):47-66.
- [36] 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].北京:经济管理,2019,(7):171-189.
- [37] 罗荣华,田正磊,方红艳.“和而不群”还是“卓尔不群”? ——基于基金网络信息使用的视角[J].北京:金融研究,2020,(8):188-206.
- [38] Anderson.R.C., and D.M.Reeb.Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500[J].The Journal of Finance,2003,58:1301-1328.
- [39] 邵帅,吕长江.实际控制人直接持股可以提升公司价值吗?[J].北京:管理世界,2015,(5):134-146.
- [40] 李新春,杨学儒,姜岳新,胡晓红.内部人所有权与企业价值——对中国民营上市公司的研究[J].北京:经济研究,2008,(11):27-39.
- [41] Chen, S.X.The Effect of a Fiscal Squeeze on Tax Enforcement: Evidence from a Natural Experiment in China [J].Journal of Public Economics,2017,147,62-76.
- [42] 陈思霞,许文立,张领祎.财政压力与地区经济增长——来自中国所得税分享改革的政策实验[J].北京:财贸经济,2017,(6):37-53.
- [43] 徐超,庞雨蒙,刘迪.地方财政压力与政府支出效率——基于所得税分享改革的准自然实验分析[J].北京:经济研究,2020,(6):138-154.
- [44] Hong, H., J.D.Kubik, and J.C.Stein.Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers [J].The Journal of Finance,2005,60,(6):2801-2824.
- [45] Auh, J., and J.Bai.Cross-Asset Information Synergy in Mutual Fund Families [R].National Bureau of Economic Research,2020.
- [46] 吴育辉,吴世农.股票减持过程中的大股东掏空行为研究[J].北京:中国工业经济,2010,(5):121-130.

Large Institutional Investors' "Granular Nature" in China and Corporate Value

WU Xiao-hui¹, YANG Jing^{1,2}, GUO Xiao-dong³

(1.School of Management,Xiamen University,Xiamen,Fujian,361005, China;

2.School of Economics and Management,Guizhou Normal University,Guiyang,Guizhou,550025, China;

3.School of Accounting,Guizhou University of Finance and Economics,Guiyang,Guizhou,550025, China)

Abstract: In view of the fact that there is almost no literature on whether large institutional investors in China's capital market are "Granular" and whether they produce "Granular Effect", this paper chooses China's A-share listed companies from 2005 to 2021 as samples to study the impact of large institutional investors on corporate value in China. From the perspective of corporate governance, it also tests whether large institutional investors in China's capital market are "granular" and whether they have "Granular Effects" on corporate value. It is found that large institutional investors in China's capital market are "Granular" and have a "Granular Effect" on corporate value. The influence of large institutional investors on corporate value is greater than that of the same size group made of other small independent organizations, and the economic impact is obvious. Take the top 10 large institutional investors and their same size group made of other small independent organizations as an example. When the shareholding ratio of the top 10 large institutional investors increases by one standard deviation, the corporate value will increase by 8.06% ($4.0252 \times 0.0265 / 1.3229$) standard deviation. When the shareholding ratio of the top 10 large institutional investors' same size group made of other small independent organizations increases by one standard deviation, the value of the company will increase by 3.80% ($1.5973 \times 0.0315 / 1.3229$) standard deviation, and the former is 2.12 times that of the latter. According to the mechanism test, large institutional investors excavate more abundant and comprehensive information through more active research to enhance the deterrent effect, make use of the advantages of capital scale to carry out concentrated trading, provide sufficient liquidity to the investment target company, so that the stock price of the target company can quickly return to the intrinsic value, improve the governance effect of the overall "Exit Threat" of institutional investors, and thus enhance the corporate value, playing the "Granular Effect".

The research conclusions of this paper have the following implications. First, when relevant scholars and government departments evaluate the real role and size of institutional investors in the future, they should fully consider the positive role of large institutional investors in promoting corporate value and the "Granular Effect" generated, so as to more comprehensively and accurately evaluate the real role of large institutional investors in China's capital market. Second, in view of the positive role played by large institutional investors in the "Exit Threat", it is necessary to strengthen the policy support of large institutional investors to continuously improve and strengthen, encourage them to invest intensively to increase the proportion of shares held by portfolio companies, and promote large institutional investors to not only play the deterrence role of "Exit Threat," but also play the governance role of "Voting by Hand." Third, investors should join the perspective of "Granular Nature" and "Granular Effect" of large institutional investors to comprehensively evaluate the positive role played by asset management giants in China's capital market. They can make appropriate use of the powerful information advantages and pricing role of asset management giants to help them evaluate the value of the investment target company. Fourth, for listed companies, they should pay attention to long-term development, create their own advantages, vigorously develop and strengthen the core competitive advantages of the company, so as to greatly improve the value of the company, and actively disclose high-quality information, so as to attract large institutional investors to take long-term heavy positions or continuously increase positions of the company, so as to further greatly enhance the value of the company, and create wealth for the company's major shareholders and the majority of small and medium investors. Fifth, in view of the "Double-edged Sword" role played by asset management giants in the US capital market, when cultivating world-class asset management institutions with Chinese characteristics under the background of the financial power strategy, it is necessary to adhere to and strengthen the overall leadership of the Party for these institutions, to make their political position firm and strong, and truly be mindful of "the greatness of the country". That is, it can shoulder its mission and have strong global influence, contribute due positive force to the construction of a financial power and a community with a shared future for mankind, and prevent its harm to China's capital market and even the global capital market.

Key Words: institutional investor; corporate value; granular nature; granular effect

JEL Classification: G12, G14, G23

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2024.04.008

(责任编辑:张任之)