异质机构投资者与企业商业信用融资

霍远^{1,2}, 陶圆¹

(1. 石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832003;

2. 石河子大学 公司治理与管理创新研究中心, 新疆 石河子 832003;)

摘要: 深化供给侧改革对促进供给侧高质量发展具有重要意义。采用2007—2019年A股上市公司为研究对象,探究异质机构投资者对商业信用融资的影响,本文的结果表明:机构投资者持股企业通过提升信息披露质量而提升企业商业信用规模。专注型机构投资者持股对商业信用融资促进作用更显著。使用替换变量、倾向得分匹配法、更换变量衡量方式、滞后一期及工具变量法检验后,结果依然稳健。进一步分析,专注型机构投资者仅对研发强度大的企业商业信用融资的具有促进效用;机构投资者在市场化进程弱、融资约束高的企业发挥更好的治理作用。本文揭示了机构投资者影响企业商业信用融资的黑箱,同时建议资本市场发展持股稳定、持股比例高的专注型机构投资者,提高商业信用融资规模,促进供给侧高质量发展。

关键词: 机构投资者; 商业信用融资; 信息披露质量; 异质性分析; 有效监督

中图分类号: F832.48 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—980X(2022)5—0122—12

一、引言

2021年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出:“深化供给侧结构性改革,把提高供给体系质量作为主攻方向,显著增强我国经济质量优势”。在此背景下,优化供应链关系在供给体系质量及发展中发挥着重要作用。商业信用滋生于供应链中,目前成为公司重要的融资渠道,也是缓解企业流动性压力的有效手段。据公开报表显示,2019年我国A股上市公司中应付账款占总资产比重及应付账款占营业收入比重分别为11.79%和19.07%,足以可见商业信用在缓解企业融资约束及促进经营活动占据着重要地位。2019年以来,五洲国际、新光集团、银亿集团等知名企业由于资金链断裂纷纷破产,当企业面临资金链断裂风险时,商业信用融资是重要的解决方式。与银行借贷相比,商业信用融资更高效的优化企业资源配置(石晓军和张顺明,2010)。目前多数研究针对商业信用的影响因素从企业自身如企业战略、内部控制质量及管理特征等,外部治理通过信号传递路径如分析师跟踪(徐虹等,2013;宋华等,2021; Liu et al, 2022; 黄波和王满, 2018)。尽管对于商业信用融资的影响因素已有诸多研究,但是鲜有从资本市场角度切入,机构投资者作为资本市场的重要抓手,如何影响企业商业信用融资值得探索。

近年来,机构投资者发展速度迅猛,逐渐凭借其信息优势、持股比例及专业能力参与企业监督治理中,对于扩大资本市场开放、增进市场化进程大有裨益。2021年3月20日,在中国发展高层论坛上,证监会主席易会满提出要进一步扩大资本市场的开放,放开机构持股比,提高机构门槛、机构的专业性,督促中介提升履职尽责的素质^①。根据有效监督假说,机构投资者发挥监督功能有利于增加企业信息透明度(宋云玲和宋衍蘅, 2020; Blankespoor et al, 2020),增加公司会计信息可比性(郭白滢和李瑾, 2019; 孙光国和杨金凤, 2017)。此外,机构投资者持股企业发挥信号传递作用,向供应链传递积极信号。鉴于此,本文假设机构投资者持股有利于改善企业公司信息透明度,降低企业与供应商之间的信息不对称,从而增加企业商业信用规模。然而,对于机构投资者公司治理效应的研究仍存在一些争议,当机构投资者扮演利益攫取者角色,增加管理层短视行为、盈余管理、损害被投资公司价值等,降低企业信息透明度。机构投资者“合谋”动机随着持股比例增加而增多(潘越等, 2011);机构投资者加剧管理层超额薪酬,降低公司运营效率,降低企业信息环境透明度

收稿日期:2022-01-05

基金项目:国家社会科学基金西部项目“‘互联网+精准扶贫’视域下新疆深度贫困地区电商扶贫研究”(19XGL019);石河子大学公司治理与管理创新研究中心项目“新收入准则对房地产企业的影响研究”(ZZZC201847A)

作者简介:霍远,博士,石河子大学经济与管理学院教授,研究方向:资本市场与财务管理;陶圆,石河子大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向:资本市场与会计行为。

① 资料来源:http://www.csrc.gov.cn/wcm/websearch/zjh_simp_list.jsp,中国证券监督管理委员会,2021-3-20日。

(刘新民等,2021;郭晓冬等,2020;王垒等,2020)。机构投资者存在“合谋”动机时,助长管理层扭曲会计信息行为。进一步的,根据替代性融资理论,机构投资者持股通过增加企业直接融资而降低商业信用融资需求,即起到替代商业信用融资的作用。因此,本文同时假设机构投资者持股企业,降低企业商业信用融资规模。

与此同时,机构投资者本身存在异质性,发挥不同治理效果,汪玉兰和易朝辉(2017)研究发现投资权重大的机构投资者可以有效抑制盈余管理;孙光国和杨金凤(2017)研究得出专注型机构投资者更显著的促进了企业会计信息可比性。考虑到机构投资者异质性特点,本文的研究将机构投资者划分为专注型机构投资者与临时型机构投资者,研究发现专注型机构投资者对商业信用具有显著的促进作用。随后,通过机制检验发现机构持股通过提升企业信息披露质量而促进商业信用融资。进一步的,由于研发投入强度高的企业文本信息披露复杂、融资约束更高,本文通过对研发强度分组并发现专注型机构投资者只有在企业研发强度高时促进商业信用融资。蔡海静和许慧(2016)认为市场化进程高的地区信息透明度高,本文检验发现在市场化进程较低的地区机构投资者作用更加明显。融资约束越高,机构投资者对商业信用融资的促进作用更强。

本文可能具有以下两个边际贡献:①揭示机构投资者影响企业商业信用融资的黑箱,同时检验其作用机制,为资本市场影响企业融资提供了新的证据;②相比于临时型机构投资者,专注型机构投资者持股的促进作用更强。政策上建议国家进一步发展专注型机构投资者,尤其针对融资约束较高、所在市场化进程较低、研发强度较大的企业。

二、文献综述

(一)异质机构投资者影响公司治理

20世纪90年代,机构投资者诞生,随着资本市场的开放,机构投资者数量逐渐增多。与个人投资者相比,机构投资者具有明显的信息和资源优势(Ongena和Zalewska,2018;Zhong et al,2017)。同时,国内机构投资者的研究众多,学者针对机构投资者影响企业的公司治理等内容进行了不同方面的探讨。西方发达国家的研究大多认为发展机构投资者有益于提高公司治理和市场效率,部分对于机构投资者分情况讨论其治理效应或产生的经济后果,即划分异质性来进行研究(An和Zhang,2013)。

部分学者研究认为机构投资者承担“监督人”的治理角色,机构投资者监督管理层及大股东,缓解双重代理问题。一方面,机构投资者运用专业能力及信息优势而干涉管理层损害公司价值行为,增加企业信息透明度,缓解第一类代理问题(Shleifer和Vishny,1986)。机构投资者降低高管谋取超额薪酬及货币私有收益(吴聪,2015),降低管理层盈余管理(李青原和时梦雪,2018);另一方面,机构投资者缓解第二类代理问题,发挥信号传递及股权制衡效应。机构投资者能够增加信息披露影响股价,显著抑制控股股东掏空行为(杨侠和马忠,2020),有效限制大股东的关联交易(吴先聪等,2016),制衡大股东而抑制股价暴跌风险(肖鹏,2021)。

机构投资者“合谋”假说则认为,机构投资者参与公司治理存在相机抉择。外部监管环境弱为机构投资者提供了寻租空间,即选择与管理层利益合谋。机构投资者扮演“利益攫取者”、成为消极股东,有损被投资公司业绩(唐松莲和袁春生,2010)。进一步的,学者将机构投资者抱团行为作为研究主体,研究机构投资者合谋的经济后果。吴晓晖等(2019)研究发现机构投资者抱团通过隐藏负面信息及延迟负面信息披露。机构投资者抱团增加“整体发声”能力,降低“退出威胁”治理效力,与管理层利益捆绑(Crane et al,2018)。因此,机构投资者治理也存在加重盈余管理、不利于负面信息披露的问题。

机构投资者本身的异质性同样影响其持股动机,已有研究对于机构投资者不同划分主要分为持股时长、持股稳定性及风险偏好等。专注型机构投资者具有持股稳定、持股时间长的特点,根据成本效益原则,专注型机构投资者更有动机参与公司治理中去(王垒等,2020)。Portor(1992)将机构投资者划分为长期专注型机构投资者与临时型交易机构投资者,专注型机构投资者发挥监督作用,有利于企业业绩发展。同时,专注型机构投资者对于企业会计信息可比性具有显著促进作用(孙光国和杨金凤,2017)。

(二)商业信用影响因素分析

商业信用滋生于供应链中,下游企业通过延期付款、借贷款等方式形成的融资,缓解由于信息不对称造成的融资约束(Jain,2001)。区别于发展较为成熟的银行借贷,被投资企业商业信用融资具备主观性。

企业获取商业信用融资因素已有众多学者探索,供应商与企业之间信任度为企业获取商业信用的直接

影响因素(Wu et al, 2014)。目前,影响供应商信任的因素主要分为两条路径。首先,企业内部治理及特征影响供应商商业信用供给决策。企业纳税信用等级越高,树立自身良好形象而获得更多的商业信用(张勇, 2021),企业社会信任度高,获取商业信用融资越多,从而提升创新产出(李双建等, 2020)。高质量信息披露有利于降低企业与供应商之间的信息不对称,便于供应商了解企业财务风险状况而有利于双方长期合作(刘惠好和冯永佳, 2020)。其次,外部环境冲击影响企业商业信用融资。外部媒体报道与企业内部治理协同,促进企业获取商业信用(于波等, 2021)。外部分析师通过发布盈余公告而提升企业信息环境,增加企业商业信用融资(黄波和王满, 2018)。此外,外部环境如财政政策变化同样具有影响作用,目前学者研究了货币政策、财政补贴及银行利率调整等同样影响企业商业信用融资(徐小晶和徐小林, 2021)。

综上所述,目前已有文献主要针对企业内部治理效果、自身企业特征较多或外部环境及政策作用于企业商业信用融资,而对于企业资本市场的重要监督力量即机构投资者如何影响企业商业信用融资缺乏探讨,其作用路径也有待进一步的研究。

三、理论分析及假设提出

(一)机构投资者与企业商业信用融资

已有研究表明,机构投资者持股作为外部因素,通过监督或合谋方式影响企业内部治理。根据有效监督理论,机构投资者持股通过监督抑制管理层盈余管理水平及大股东隧道行为,缓解企业存在的双重代理问题。商业信用是由供应商提供给企业,商业信用的提供取决于供应商与企业间的信任度。一方面,机构投资者发挥监督作用时,减少过度投资,促进企业业绩发展。供应商根据客户财务数据及风险承担能力判断企业经营状况的好坏,当企业业绩向好时,供应商提供商业信用意愿增强,增加企业商业信用融资获取;另一方面,机构投资者监督盈余管理行为,提升企业信息透明度,降低企业与供应商存在的信息不对称,维护供应商与客户交易关系,提升供应商信任度而向客户提供商业信用。

另一方面,机构投资者持股企业发挥信号传递作用。作为价值投资者的代表,机构投资者持股企业向供应链传递正面信息。机构投资者对上市公司的关注能够作为积极信号传递到资本市场,向供应商传递为企业前景尚优的良好信号,增加供应商对企业的信任度。供应商提供商业信用的意愿增强,有助于提升企业商业信用融资规模。鉴于以上分析,提出如下假设:

机构投资者持股比例越高,企业商业信用融资规模越大(H1a)。

由于机构投资者同样可扮演“合谋角色”,当机构投资者与管理层合谋有机会攫取更高的利益时,机构投资者选择合谋而非监督。一方面,机构投资者合谋行为降低公司信息透明度,加剧了企业与供应商公司之间的代理问题,不利于供应商与企业信任建立;另一方面,机构投资者在更替管理者方面存在合谋现象,随着机构投资者持股增加,高管因企业业绩差而被更换的概率降低(潘越等, 2011),不利于企业业绩提升。根据价格压力假说,机构投资者关注过度诱使企业过度投资以迎合投资者需求,延迟管理层发布盈余公告(汤晓冬和陈少华, 2017;王英允等, 2019)。不利于企业与供应商信息同步,降低供应商信任度,减少企业商业信用获取。

同时,作为一种直接融资的方式,机构投资持股为企业提供了投资资金。机构投资者具备广泛的信息渠道及专业的分析能力,其将信息广泛传播至其他股东和债权人,帮助缓解企业的融资约束,促进直接投资(张纯和吕伟, 2007;甄红线和王谨乐, 2016)。此外,随着资本市场的开放,境外投资者涌入,而机构投资者持股吸引境外投资者的投资(罗进辉等, 2015)。资本市场开放作为正式股权融资渠道,可以通过抑制企业的正式债权融资渠道(银行信贷),实现对商业信用融资这一非正式债权融资的替代性融资效应。因此,机构投资者持股企业同样可能发挥替代性融资作用。因此,本文提出假设:

机构投资者持股比例越高,企业商业信用融资规模越小(H1b)。

(二)异质性机构投资者对企业商业信用融资的影响分析

根据资源稀缺理论,投资者的时间、精力及财力有限,当其监督成本高于监督所获收益时,投资者选择“用脚投票”。机构投资者投资动机因持股量及持股稳定性等存在差异。通常情况下,持股比例高、稳定型的机构投资者更有动力参与到企业的治理中。而专注型机构投资者相比于临时型机构投资者对企业商业信用影响作用更强主要有以下几点原因:①相对于话语权不高、投机性较强的临时型机构投资者,专注型机构投

投资者秉承“价值投资”的理念,关注企业的长远发展,有能力和动机积极参与治理;②作为中小股东的代表,专注型机构投资者具有持股优势,形成网络后可与大股东形成制衡作用,即增加信息披露而降低大股东掏空行为;③基于成本收益原则,专注型机构投资者为追求投入与收益匹配,期望更高且更稳定收益时,诱发与管理层合谋动机,深化了第一类代理问题。临时型机构投资者相对较低的持股量、时长,监督成本高于其获得收益而更可能选择无作为;④专注型机构投资者相对关注企业信息,过度关注则施加管理层过度压力,助长管理层盈余管理。

综上所述,相对于临时型机构投资者,专注型机构投资者更具有参与公司治理动机与攫取公司利益的能力。相比于临时型机构投资者,专注型机构投资者发挥监督作用时,抑制管理层自利行为,增加信息透明度从而增加供应商与企业的信任度;专注型机构投资者持股企业,持股比例较高产生相对发挥更强的信号传递作用;当专注型机构投资者与管理层合谋时,体现出减缓企业信息披露,进行内幕交易损害其他股东利益及公司业绩,降低企业与供应商信任度,减少企业商业信用的获取。因此,本文提出假设:

相对于临时型机构投资者,专注型机构投资者持股对商业信用融资的促进作用更加显著(H2a);

相对于临时型机构投资者,专注型机构投资者持股对商业信用融资的抑制作用更加显著(H2b)。

四、实证研究设计

(一)样本数据及来源

本文选取2007—2019年所有A股上市公司为研究对象,探究外部异质机构投资者对企业商业信用融资的作用影响。使用的信息包括机构持股、公司注册地、财务信息及市场化指标等。其中解释变量机构投资者持股及企业财务数据来自于国泰安数据库,研发数据、信息披露数据源于Wind数据库,部分异常样本为手工对照财务报表后修正。在样本处理上做出了以下筛选:①剔除金融保险类企业;②删除明显缺失数据的样本;③剔除ST公司;④对所有连续变量进行了上下1%分位数的Winsor处理。

(二)变量定义

1. 被解释变量

商业信用的衡量参考陆正飞和杨德明(2011)的研究,采用企业公布的财务年报上的应付账款、应付票据与预收账款之和比总资产的比值表示企业获取的商业信用。在稳健性检验中,本文更换商业信用的衡量方式,借鉴Petersen和Rajan(1997)使用应付账款与总资产的比值。

2. 解释变量

对于机构投资者持股的衡量,以机构持股数量占上市公司总股本的比例(黎文靖和路晓燕,2015)。进一步的,区分专注型机构投资者与临时型机构投资者参考王垒等(2020),本文首先控制行业与年度,将机构持股比例与同一行业同一年度的机构持股比例的中位数进行比较。设定虚拟变量 $Linst$,如果机构持股比例大于等于同行业同年度的中位数,则令 $Linst = 1$,否则 $Linst = 0$ 。

随后借鉴牛建波等(2013)的研究,根据持股稳定性将企业划分为稳定型机构投资者与交易型机构投资者。按照模型(1)进行划分,主要考察了机构投资者持股稳定性以反映出其治理意愿。模型如式(1)所示。

$$\begin{cases} SD_{i,t} = \frac{INVH_{it}}{STD(INVH_{it-3}, INVH_{it-2}, INVH_{it-1})} \\ STABLE_{i,t} = \begin{cases} 1, SD_{it} \geq MEDIAN_j(SD_{jt}) \\ 0, \text{其他} \end{cases} \end{cases} \quad (1)$$

其中: $INVH_{it}$ 为某公司当年机构投资者的总比例; STD 为该公司的机构投资者前三年持股比例的标准差; i 为公司代码; t 为当年; $t-1$ 为上一年; j 为行业; $SD_{i,t}$ 为企业该年机构投资者持股比例除以其机构投资者前三年持股比例的标准差; $MEDIAN_j$ 为该公司所在年度和行业的机构投资者持股中位数,设定虚拟变量 $Sinst$,若 $MEDIAN_j \leq SD_{it}$ 则将 $Sinst$ 赋值为1,否则赋值为0; $STABLE_{i,t}$ 为机构投资者持股的稳定性。

设定虚拟变量 $Hinst$,当同时满足了 $Linst$ 和 $Sinst$ 都取值为1时,将机构投资者归为专注型机构投资者,将 $Hinst$ 赋值为1。专注型机构投资者同时满足了持股比例大及持股稳定的特点,专注型机构投资者持股比例命名为 sum_HO 。对应的,当 $Hinst$ 取0时为临时型机构投资者。

3. 控制变量

为排除企业的自身影响对机构持股和商业信用获得的干扰,公司经营层面的控制变量有:企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、成长机会(*Growth*)、资产收益率(*Roa*)、托宾 *Q* 值(*Tobins' Q*),为避免存在机构投资者可能选择投资市场地位高的企业还控制了市场地位(*MP*)。在股权特征方面选取第一大股东持股比例(*First*)、股权性质(*State*)和管理层持股(*Maghold*),在董事会特征等方面选取监事会规模(*lnBoa*),此外,控制了公司个体、年份哑变量。

4. 模型

本文使用固定面板模型来验证机构投资者对企业商业信用发挥的作用。

$$Credit_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sum_HM_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \beta_3 \sum Year + \beta_4 \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

使用模型(3)和模型(4)来进一步验证异质机构投资者对企业商业信用融资的影响:

$$Credit_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Hinst_{i,t} + \gamma_2 Controls_{i,t} + \gamma_3 \sum Year + \gamma_4 \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Credit_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 Sum_HO_{i,t} + \rho_2 Controls_{i,t} + \rho_3 \sum Year + \rho_4 \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

主要变量及控制变量的名称及衡量方式见表 1。

表 1 主要变量定义表

变量名称	变量类型	变量说明
商业信用(<i>Credit</i>)	因变量	(应付账款+应付票据+预收账款)/年末总资产
机构投资者(<i>Sum_HM</i>)	自变量	机构投资者持股数 / 总股数
专注型机构投资者(<i>Sum_HO</i>)		当 <i>Hinst</i> 为 1 时的持股比例
异质性哑变量(<i>Hinst</i>)		机构投资者专注型赋值为 1
信息披露质量(<i>KV</i>)	中介变量	股票收益与成交率回归斜率
研发投入比例(<i>Rate</i>)	调节变量	研发投入/营业收入
市场化进程(<i>Market</i>)		市场化进程指数,高于中位数为 1,否则为 0
融资约束程度(<i>SA</i>)		使用企业规模和企业年龄两个随时间变化不大,但具有很强外生性的变量构建 <i>SA</i> 指数, $SA = -0.737 \times \text{公司规模} + 0.043 \times \text{公司规模}^2 - 0.04 \times \text{公司年龄}$
企业规模(<i>Size</i>)	经营状况	年末资产总额的自然对数
财务杠杆(<i>Lev</i>)		年末总负债与年末总资产的比值
企业成长性(<i>Growth</i>)		主营业务收入增长率
市场地位(<i>MP</i>)	公司股权	营业收入/行业总营业收入
资产收益率(<i>Roa</i>)		净利润/销售收入
托宾 <i>Q</i> 值(<i>Tobins' Q</i>)		总资产市场价值/总资产账面价值
第一大股东持股(<i>First</i>)	董事会状况	第一大股东持股比例
股权性质(<i>State</i>)		根据公司实际控制人性质,国有则为 1,否则为 0
管理层持股(<i>Maghold</i>)		管理层持股数/总股数
监事会规模(<i>lnBoa</i>)	虚拟变量	监事会人数加一取对数
公司(<i>Firm</i>)		公司哑变量
年份(<i>Year</i>)		年度哑变量

五、实证结果

(一)主要变量的描述性统计

经过缩尾处理后,表 2 报告了全样本的描述性统计,商业信用最大值达到 0.800,但是最小值为 0.001,可以看出不同企业的商业信用差异较大,部分企业对商业信用融资的依赖性强。对于机构持股,由于部分企业的机构持股较小,因而最小值显示为 0.295%,但是专注型机构投资者持股平均值达到了 63.241% 说明我国上市 A 股的机构持股规模大,部分专注型机构投资者积极参与公司治理,标准差较小说明分布较为稳定。*Hinst* 变量均值为 0.402 表明在机构投资者中,专注型机构投资者占比低于临时型

表 2 全样本描述性统计

变量	样本	均值	方差	最小值	最大值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数
<i>Credit</i>	22538	0.163	0.120	0.001	0.800	0.0730	0.133	0.225
<i>Sum_HM</i>	22538	43.58	24.80	0.295	90.26	22.33	45.89	63.69
<i>Sum_HO</i>	9070	63.241	14.371	13.334	90.258	53.088	63.955	73.910
<i>Hinst</i>	22538	0.402	0.490	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	22538	22.13	1.299	19.86	26.15	21.18	21.95	22.86
<i>Lev</i>	22538	0.422	0.210	0.049	0.904	0.251	0.413	0.581
<i>Growth</i>	22538	0.189	0.587	-0.890	3.996	-0.027	0.110	0.276
<i>MP</i>	22538	0.177	0.774	0	6.617	0.0030	0.011	0.051
<i>Roa</i>	22538	0.042	0.0540	-0.199	0.190	0.0160	0.039	0.069
<i>Tobins' Q</i>	22538	1.993	1.208	0.879	7.941	1.244	1.598	2.277
<i>First</i>	22538	35.52	14.76	9.330	74.45	23.79	33.84	45.61
<i>State</i>	22538	0.406	0.491	0	1	0	0	1
<i>Maghold</i>	22538	0.145	0.208	0	0.698	0	0.005	0.281
<i>lnBoa</i>	22538	1.503	0.200	1.386	2.079	1.386	1.386	1.609

机构投资者数目。

表3报告了专注型机构投资者和临时型机构投资者下商业信用及其他变量的描述性统计,表4报告了两者主要变量的差异性检验。可以看出样本中相比于临时型机构投资者,专注型机构投资者持股比例显著较高,其商业信用等也偏高。在差异性检验中主要变量差异显著,表明分组具可行性。

表3 子样本描述性统计

变量名	专注型机构投资者			临时型机构投资者			变量名	专注型机构投资者			临时型机构投资者		
	均值	1/2分位数	方差	均值	1/2分位数	方差		均值	1/2分位数	方差	均值	1/2分位数	方差
<i>Credit</i>	0.179	0.146	0.132	0.152	0.125	0.111	<i>Roa</i>	0.0460	0.0420	0.051	0.0380	0.0370	0.0550
<i>Sum_HM</i>	63.24	63.94	14.37	30.34	28.58	21.31	<i>Tobins'Q</i>	1.967	1.558	1.229	2.011	1.617	1.193
<i>Size</i>	22.51	22.32	1.426	21.87	21.74	1.135	<i>First</i>	42.26	41.81	14.34	30.98	29.15	13.23
<i>Lev</i>	0.445	0.440	0.205	0.406	0.392	0.212	<i>State</i>	0.564	1	0.496	0.299	0	0.458
<i>Growth</i>	0.220	0.113	0.642	0.168	0.106	0.547	<i>Maghold</i>	0.041	0	0.100	0.215	0.122	0.232
<i>MP</i>	0.247	0.0190	0.921	0.130	0.008	0.652	<i>lnBoa</i>	1.535	1.386	0.216	1.481	1.386	0.184

表4 子样差异性检验

变量名	临时型机构投资者		专注型机构投资者			变量名	临时型机构投资者		专注型机构投资者		
	样本	均值	样本	均值	差异		样本	均值	样本	均值	差异
<i>Credit</i>	13468	0.1524	9070	0.1792	-0.0268***	<i>Roa</i>	13468	0.0383	9070	0.0463	-0.0079***
<i>Sum_HM</i>	13468	30.3407	9070	63.2406	-32.8999***	<i>Tobins'Q</i>	13468	2.0109	9070	1.9672	0.0437***
<i>Size</i>	13468	21.8714	9070	22.5116	-0.6402***	<i>First</i>	13468	30.9805	9070	42.2634	-11.2829***
<i>Lev</i>	13468	0.4059	9070	0.4450	-0.0391***	<i>State</i>	13468	0.2995	9070	0.5642	-0.2647***
<i>Growth</i>	13468	0.1676	9070	0.2201	-0.0526***	<i>Maghold</i>	13468	0.2146	9070	0.0412	0.1734***
<i>MP</i>	13468	0.1295	9070	0.2466	-0.1171***	<i>lnBoa</i>	13468	1.4812	9070	1.5352	-0.0540***

注: *、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性。

(二)相关性分析

表5展示出了为本文主要变量的相关性分析,从中可以看出我国A股上市公司商业信用(*Credit*)与机构持股(*Sum_HM*)呈正相关关系。同时,哑变量(*Hinst*)与商业信用(*Credit*)呈现出正相关关系。专注型机构持股(*Sum_HO*)与商业信用(*Credit*)之间的相关系数更高,且Pearson、Spearman检验均在1%水平下显著,基本符合假设预期。

表5 主要变量相关性分析

变量	<i>Credit</i>	<i>Sum_HM</i>	<i>Hinst</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Growth</i>	<i>MP</i>	<i>Roa</i>	<i>Tobins'Q</i>	<i>First</i>	<i>State</i>	<i>Maghold</i>
<i>Credit</i>	1	0.100***	0.091***	0.209***	0.512***	0.084***	0.135***	-0.146***	-0.155***	0.054***	0.121***	-0.091***
<i>Sum_HM</i>	0.128***	1	0.657***	0.436***	0.243***	0.030***	0.281***	0.037***	-0.166***	0.515***	0.462***	-0.655***
<i>Hinst</i>	0.109***	0.651***	1	0.224***	0.094***	0.026***	0.193***	0.066***	-0.051***	0.375***	0.264***	-0.368***
<i>Size</i>	0.221***	0.456***	0.242***	1	0.531***	0.094***	0.479***	-0.132***	-0.541***	0.179***	0.376***	-0.345***
<i>Lev</i>	0.523***	0.251***	0.091***	0.519***	1	0.066***	0.252***	-0.452***	-0.358***	0.062***	0.334***	-0.363***
<i>Growth</i>	0.076***	0.060***	0.044***	0.082***	0.086***	1	0.100***	0.225***	0.046***	-0.010	-0.064***	0.065***
<i>MP</i>	0.123***	0.103***	0.074***	0.210***	0.129***	0.016***	1	0.026***	-0.245***	0.144***	0.226***	-0.193***
<i>Roa</i>	-0.123***	0.060***	0.072***	-0.055***	-0.394***	0.134***	-0.007	1	0.260***	0.100***	-0.195***	0.244***
<i>Tobins'Q</i>	-0.132***	-0.077***	-0.018***	-0.413***	-0.235***	0.002	-0.074***	0.141***	1	-0.146***	-0.209***	0.148***
<i>First</i>	0.075***	0.511***	0.375***	0.228***	0.068***	0.013***	0.066***	0.115***	-0.119***	1	0.220***	-0.236***
<i>State</i>	0.146***	0.473***	0.264***	0.385***	0.335***	-0.029***	0.083***	-0.129***	-0.126***	0.227***	1	-0.638***
<i>Maghold</i>	-0.130***	-0.706***	-0.408***	-0.377***	-0.370***	-0.010	-0.062***	0.180***	0.021***	-0.128***	-0.549***	1

注: *、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性。

(三)多元回归分析

表6报告了专注型机构持股、临时型机构持股与商业信用融资。在回归(1)、(2)中不加入控制变量与加入控制变量*Sum_HM*系数均显著为正,该结果验证了H1a。在回归(4)中,*Hinst*对商业信用融资在1%上呈现显著正相关关系。并且回归(5)报告了专注型机构投资者与商业信用融资的结果,专业型机构投资者与商业信用融资在1%上显著正相关,相关系数为0.0458高于0.0445这支持了H2a。

此外,企业的商业信用融资与企业规模(*Size*)、托宾Q值(*Tobins'Q*)、监事会规模(*lnBoa*)均呈现出1%上显著的负相关关系,而市场地位、股权性质呈现1%上显著正相关关系。说明了企业规模越大,其商业信用融资规模相对越低。企业市场地位、国企性质有利于企业商业信用规模扩大。

表 6 专注型机构持股、临时型机构持股与商业信用融资

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>		<i>Credit</i>	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>
<i>Sum_HM</i>	0.076*** (24.78)	0.0445*** (9.95)				<i>First</i>		0.000*** (5.20)		0.000*** (8.39)	0.000*** (7.20)
<i>Hinst</i>			0.058*** (17.87)	0.013*** (8.45)		<i>State</i>		0.017*** (9.53)		0.016*** (9.27)	0.017*** (9.38)
<i>Sum_HO</i>					0.0458*** (12.26)	<i>Maghold</i>		0.044*** (9.24)		0.024*** (6.56)	0.025*** (6.86)
<i>Size</i>		-0.010*** (-13.39)		-0.009*** (-12.17)	-0.010*** (-12.76)	<i>lnBoa</i>		-0.017*** (-4.49)		-0.016*** (-4.34)	-0.016*** (-4.36)
<i>Lev</i>		0.340*** (70.44)		0.339*** (70.14)	0.340*** (70.21)	<i>cons</i>	0.064*** (12.71)	0.175*** (10.25)	0.089*** (18.33)	0.163*** (9.59)	0.176*** (10.25)
<i>Growth</i>		0.004*** (2.81)		0.004*** (2.95)	0.004*** (2.90)	<i>Firm&Year</i>	Control	Control	Control	Control	Control
<i>MP</i>		0.004*** (3.87)		0.004*** (3.84)	0.004*** (3.80)	<i>N</i>	22538	22538	22538	22538	9070
<i>Roa</i>		0.211*** (14.25)		0.223*** (15.23)	0.221*** (15.08)	<i>R²</i>	0.169	0.400	0.159	0.400	0.400
<i>Tobins' Q</i>		-0.007*** (-10.08)		-0.006*** (-9.75)	-0.007*** (-9.91)						

注：*、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性；括号内为 *t* 值。

(四) 内生性及稳健性检验

1. PSM 倾向得分

为排除实验组(专注型机构投资者)和观察组(临时型机构投资者)两类样本存在的公司特征差异对本文结论的干扰,首先,将样本按照解释变量异质机构投资者进行分组,企业中有专注型机构投资者和临时型机构投资者划分为“实验组”(王垒等,2020),本文采用 PSM 后进行回归检验方法,通过倾向得分匹配法(propensity score matching)克服实验组和观察组之间的特征差异,从而估计机构持股对商业信用融资的影响。由表 7 所示可以看出,其结果并未改变。

2. 商业信用重新度量

本文借鉴已有研究对商业信用变量进行了重新界定,分别将被解释变量界定为应付账款、应付票据和预收账款之和,并采用总负债标准化,生成 *Credit1* 进行回归,(Fisman 和 Love, 2003)其次,将被解释变量为应付账款与总资产的比值生成 *Credit2* 带入模型回归(Petersen 和 Rajan, 1997)。表 8 展示了稳健性检验的结果,可以看出结果依然稳健。

3. 滞后一期

商业信用融资与专注型机构持股之间的关系可能存在反向因果的内生性问题,如专注型机构投资者会倾向于商业信用融资水平较高的公司股票,而商业信用融资多的公司往往被投资者青睐,从而存在样本选择偏误。为了缓解反向因果和遗漏变量所带来的内生性问题将解释变量均比被解释变量滞后一期,并且控制了公司和年份固定效应后结果依然显著。

4. 采用工具变量回归

为了进一步排除可能存在的内生性问题,克服存在的反向因果问题,本文借鉴王晓艳和温冬子(2020)的研究,选取本行业同年度的平均持股值(*Investmean*)、本行业同年度持股中位数(*Investmedian*)作为机构投资者的工具变量,进行两阶段最小二乘法进行回归,结果见表 9,得到结果依然显著。

表 7 PSM 匹配后回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>	<i>Credit</i>
<i>Sum_HM</i>	0.045***(6.76)		
<i>Hinst</i>		0.011***(4.91)	
<i>Sum_HO</i>			0.026**(2.53)
<i>Size</i>	-0.012***(-9.06)	-0.010***(-8.02)	-0.014***(-7.41)
<i>Lev</i>	0.344***(43.11)	0.341***(42.85)	0.379***(31.31)
<i>Growth</i>	0.00200(1.25)	0.00300(1.41)	0.00400(1.38)
<i>MP</i>	0.005**(2.49)	0.005**(2.51)	0.005*(1.89)
<i>Roa</i>	0.271*** (10.79)	0.286*** (11.37)	0.321*** (9.10)
<i>Tobins' Q</i>	-0.005***(-4.81)	-0.005***(-4.51)	-0.005***(-3.49)
<i>First</i>	0.000***(4.25)	0.001***(7.28)	0.000***(3.31)
<i>State</i>	0.020***(7.53)	0.019***(7.30)	0.027***(6.87)
<i>Maghold</i>	0.025***(2.95)	0.00400(0.50)	0.00700(0.59)
<i>lnBoa</i>	-0.00800(-1.39)	-0.00800(-1.36)	-0.023**(-2.53)
<i>cons</i>	0.185*** (6.58)	0.164*** (5.87)	0.228*** (5.83)
<i>Firm&Year</i>	Control	Control	Control
<i>N</i>	8304	8304	4117
<i>R²</i>	0.393	0.392	0.407

注：*、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性；括号内为 *t* 值。

表8 商业信用重新度量后检验结果

变量	Credit1			Credit2		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Sum_HM	0.142***(4.78)			0.034***(11.47)		
Sum_HO		0.445***(5.03)			0.041***(6.65)	
Hinst			0.020**(2.88)			0.008***(8.37)
Size	0.281***(21.07)	0.356***(19.12)	0.285***(21.11)	-0.006***(-11.40)	-0.007***(-8.96)	-0.005***(-9.85)
Lev	-0.225***(-6.55)	-0.426***(-6.42)	-0.231***(-6.72)	0.146***(46.31)	0.159***(30.01)	0.145***(45.99)
Growth	-0.039***(-7.25)	-0.052***(-4.64)	-0.038***(-7.14)	0.003***(3.94)	0.004***(2.69)	0.004***(4.12)
MP	0.172***(4.74)	0.246***(4.32)	0.172***(4.74)	0.003***(3.61)	0.003***(2.45)	0.003***(3.62)
Roa	-0.893***(-10.79)	-1.506***(-8.13)	-0.839***(-10.47)	0.051***(4.99)	0.102***(6.11)	0.062***(6.04)
Tobins' Q	0.061***(12.28)	0.059***(7.93)	0.062***(12.33)	-0.002***(-4.51)	-0.003***(-3.81)	-0.002***(-4.10)
First	0.003***(6.00)	0.004***(4.52)	0.004***(7.89)	0(1.51)	0(1.00)	0.000***(-5.49)
State	0.048***(4.66)	0.048***(2.40)	0.048***(-4.60)	0.013***(-11.77)	0.019***(-11.10)	0.013***(-11.50)
Maghold	0.373***(-11.55)	0.391***(-5.45)	0.287***(-13.15)	0.031***(-10.10)	0.00400(0.54)	0.015***(-5.95)
lnBoa	0.0390(0.83)	0.0580(0.64)	0.0410(0.87)	-0.008***(-3.45)	-0.015***(-3.96)	-0.008***(-3.26)
cons	-6.598***(-20.24)	-8.475***(-18.05)	-6.653***(-20.29)	0.102***(-9.26)	0.119***(-7.32)	0.091***(-8.35)
Firm&Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control
N	22538	9070	22538	22538	9070	22538
R ²	0.190	0.270	0.189	0.343	0.358	0.341

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平下的显著性；括号内为t值。

表9 工具变量法检验结果

变量	第一阶段	Sum_HM	第二阶段	Credit
	系数	T	系数	T
Investmean	0.212***	8.53		
Investmedian	0.358***	7.62		
Sum_HM			0.155***	3.74
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm&Year	Yes	Yes	Yes	Yes

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平下的显著性；括号内为t值。

六、机制检验

根据上文分析,机构投资者影响企业信息披露质量影响供应商与企业的信任度。因此,本文将信息披露质量作为中介变量。机构投资者发挥监督功能时,持股比例高增加企业信息透明度,降低管理层盈余管理及大股东掏空行为从而缓解供应商与企业的信息不对称。当机构投资者合谋管理层时,不利于企业信息及时公开,抑制企业从供应商获取商业信用。

根据实证结果表明,机构投资者持股越多,商业信用融资越高,专注型机构投资者因持股稳定、持股数量多而发挥更显著的作用。机构投资者提升企业的信息披露质量,提升供应商信任度,促进企业获取商业信用。但是,文中推测信息披露质量只发挥部分中介作用,因机构投资者持股同样发挥信号传递功能,供应商根据了解企业被机构投资者持仓情况而影响商业信用供给决策。

衡量信息披露质量已有多种方式,本文借鉴李春涛等(2018)选择的衡量方式,采用KV度量法来衡量公司的信息披露质量。KV值为股票收益率与成交量回归的斜率。由于股票交易会会影响股价的变动,股东对于交易方面的信息比较敏感但是对于企业的信息披露不够敏感。交易信息披露质量越高对应信息不对称程度低,股东按照成交量决策概率低,因而KV指数是一个反指标。具体公式如式(5)所示。

$$\begin{cases} \ln \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \alpha + \beta (Vol_t - Vol_0) + u_i \\ KV = \beta \times 10^6 \end{cases} \quad (5)$$

在模型(5)中, P_t 为t日的股票收盘价, Vol_t 为第t日的交易股数, Vol_0 为研究期间所有交易日的平均日交易量。采用普通最小二乘法针对每家上市公司回归得到的 λ 值构建KV指数, λ 越小说明信息披露越充分。因此KV指数为反指标。为验证信息披露质量发挥的中介作用,本文借鉴温忠麟(2004)等所讨论的中介效应检验模型进行研究,使用所有样本数据对式(6)、式(7)和式(8)的系数进行估计,回归的关键结果记录在表

10 中。

$$Credit_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 sum_HM_{i,t} + \partial_2 Controls_{i,t} + \partial_3 \sum year + \partial_4 \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$KV_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 sum_HM_{i,t} + \partial_2 Controls_{i,t} + \partial_3 \sum year + \partial_4 \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Credit_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 sum_HM_{i,t} + \partial_2 Controls_{i,t} + \partial_3 \sum year_t + \partial_4 \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

由表 10 可以看出,列(2)KV 指数与机构投资者持股呈现 1% 上的显著负相关关系,列(3)中机构投资者持股系数显著正相关,列(3)中 Sum_HM 的系数 0.029 小于第一列的 0.047,而 KV 指数系数为负且在 1% 上呈现显著负相关关系。因此,信息披露质量发挥了部分中介作用。

表 10 中介效应分析

变量	(1)	(2)	(3)
	Credit	KV	Credit
Sum_HM	0.047*** (9.66)	-0.027*** (-4.03)	0.029*** (5.17)
KV			-0.021*** (-3.72)
控制变量	Control	Control	Control
cons	0.174*** (9.53)	0.154*** (15.76)	0.093*** (10.10)
Year&Firm	Control	Control	Control
N	22538	22538	22538
R ²	0.392	0.144	0.206

注: *、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性;括号内为 t 值。

七、进一步分析

(一)研发投入的异质性分析

由于我国资本市场有待开放,众多企业尤其科研强度大的企业资金需求高、融资约束大,资金难以满足企业创新的发展。企业通过债务融资有限,其中信息不对称是重要的原因,企业难以用资金维持研发的投入(庄芹芹和司登奎,2021)。研发信息披露困难主要源于企业保护知识产权。因此研发信息文本复杂,存在一定的误导性(江轩宇等,2020)。供应商授信主要通过财务报告等,对于研发投入多的企业年报文本理解困难。因此,供应商难以研读难度较大的研发信息进而减少提供商业信用。

此外,机构持股对于企业促进公司创新能力提升对公司高质量发展具有重要意义,长期机构投资者、主动机构投资者对企业创新质量提升具有促进作用,而短期机构投资者、被动机构投资者对企业创新质量无显著影响;机构投资者会通过缓解融资约束促进企业创新质量提升(李仲泽,2020)。

为检验研发投入异质性对专注型机构投资者对商业信用融资的影响,文中采取了分组检验,按照企业的研发强度与行业当年的研发强度中位数将样本分为研发投入高(High_rate)与研发投入低(Low_rate)的两组进行分组回归。表 11 报告了检验结果,其中:列(1)、列(2)展现了在研发强度较小时专注型机构持股对商业信用融资无显著影响。列(3)、列(4)专注型机构投资者持股在 1% 上显著正相关表明在搞研发投入的企业专注型机构投资者发挥了作用。

表 11 研发强度不同下专注型机构投资与商业信用融资

变量	Low_rate		High_rate	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Credit	Credit	Credit	Credit
Sum_HO	0.005 (0.35)	0.017 (1.22)	0.059*** (4.51)	0.048*** (3.42)
控制变量	Control	Control	Control	Control
cons	0.128*** (6.60)	0.501*** (10.16)	0.099*** (5.67)	0.409*** (11.35)
Year&Firm	Control	Control	Control	Control
N	4995	4995	4490	4490
R ²	0.144	0.413	0.180	0.447

注: *、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性;括号内为 t 值。

(二)市场化进程的异质性分析

企业获取商业信用的环境也存在影响,而市场化进程正是衡量公司外部环境的一个综合指标,是一系列经济、社会、法律制度的变革,或者说是一系列的大规模制度的变化。理论上,在市场化程度较高的地区,信息不对称程度较低,资源配置效率更高。市场化进程会促进商业信用在配置(张庆君和郭永光,2018)。因此,在理论上,在市场化进程较弱的地区,信息不对称程度较高,融资约束较高,通过专注性机构持股的治理效应减少信息不对称,促进商业信用融资具有更强的效应。

为检验这一假设,本文将市场化进程分组进行检验市场化进程差异下,专注性机构持股对商业信用融资的影响。市场化指数来源于王小鲁等(2018)发布的《中国分省份市场化指数报告(2018)》,对相关年份缺失的数据,参照郭桂花等(2014)的做法,采用平均法计算得出。鉴于此,本文以市场化进程的中位数进行分组,讲样本划分为两部分进行分组回归,Low_market 为市场化指数低于行业中位数的企业,而 High_market 为市场化指数大于等于行业中位数的企业。表 12 中列(1)的机构持股系数及显著性高于列(3),且在列(4)中专注型机构持股的系数及显著性降低,信息披露质量在 5% 上显著。因此,在市场化程度较低的地区,专注型机构投资者对商业信用融资的促进作用更加显著。

表 12 市场化进程异质性分析结果

变量	Low_market		High_market	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Credit	Credit	Credit	Credit
sum_HM	0.043***(6.70)		0.038***(5.18)	
sum_HO		0.051***(3.73)		0.032**(2.34)
控制变量	Control	Control	Control	Control
_cons	0.116***(4.64)	0.122***(3.41)	0.207***(7.90)	0.266***(6.99)
Year&Firm	Control	Control	Control	Control
N	11234	4616	11258	4442
R ²	0.390	0.407	0.425	0.466

注：*、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性；括号内为 *t* 值。

(三) 基于融资约束的异质性分析

按照上文逻辑,机构持股通过提升信息披露质量来促进商业信用融资,而高融资约束企业对商业信用融资的需求更大。因此,可以预期机构投资者对商业信用的影响在高融资约束的公司中更明显。

本文参考鞠晓生等(2013),用 SA 指数来衡量融资约束。如式(9)所示。

$$SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times age \quad (9)$$

其中:*age*为企业上市年限,*Size*=ln(企业资产总额/1000000)。由于上述计算得到的数值为负。因此,绝对值越大表示企业面临的融资约束越严重。本文将 SA 指数绝对值是否大于该年度-行业样本中位数来划分企业融资约束高低。若高于中位数,则说明企业融资约束高,变量设置为 *High_SA*,反之,则为较低融资约束(*Low_SA*)。回归结果见表 13,列(1)、列(2)显示高融资约束的结果,列(3)、列(4)显示了低融资约束组下的结果。从表 11 中可以看出:①专注型机构投资影响在融资约束高的样本组中显著;②机构持股对影响商业信用融资上两组中均显著,但在融资约束高的一组中系数更大。以上证据表明,专注型机构持股对商业信用融资的促进作用在高融资约束下作用比较明显。

表 13 融资约束异质性分析结果

变量	Low_SA		High_SA	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Credit	Credit	Credit	Credit
Sum_HM	0.068***(9.27)		0.030***(5.41)	
Sum_HO		0.078***(5.28)		0.022*(1.80)
控制变量	Control	Control	Control	Control
cons	0.201***(6.48)	0.260***(5.33)	0.161***(7.62)	0.169***(5.63)
Year&Firm	Control	Control	Control	Control
N	11045	4535	11412	4501
R ²	0.365	0.393	0.445	0.482

注：*、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下的显著性；括号内为 *t* 值。

八、研究结论与启示

随着资本市场的不断完善和发展 and 机构持股的规模的扩大,机构投资者成为企业中积极参与公司治理以解决信息不对称、缓解融资困难的重要组成部分。本文选取 A 股上市公司 2007—2019 年非金融类企业的财务数据,分析异质机构投资者对企业商业信用的影响。根据上市企业机构投资者持股数及持股稳定性,进一步分析其稳定型将机构投资者分为专注型与临时型,以研究不同类型机构投资者对企业融资的影响。研究表明:①机构投资者通过提高信息披露质量,促进商业信用融资,能够改善公司治理;②专注型机构持股对商业信用融资的促进作用更强;③对于研发强度大的企业,专注型机构持股发挥的作用更显著;④进一步的研究发现,在不同市场化进程及融资约束程度下,市场化进程较低、融资约束更强的企业,专注性机构持股影响更加显著。

本文从信息披露质量视角探讨了机构持股对商业信用融资的促进作用,验证了机构投资者的治理机制,同时也提供了机构投资者缓解企业融资约束的治理路径。本文研究了机构投资者在企业获取商业信用方面的促进作用,其理念为外部力量与内部治理协同下企业的发展。而针对机构投资者的治理效应,不能简单将其作为一个整体进行研究,机构投资者在持股动机中存在差异,专注型即持股稳定及持股比例高的情境中发挥更好的治理作用,这一点符合成本效益原则。此外,实证结果显示在企业研发投入强度较大时,专注型机构投资者对商业信用促进作用较强,表明机构投资者对于缓解企业研发对企业造成的融资约束具有缓解作用。本文的结论对于我国机构投资者的培养和发展政策的制定具有重要的现实意义,首先,机构投资者发挥良好的治理效果,对深化供给侧改革具有推动作用,建议进一步扩大开放,发展机构投资者。其次,专注型机构投资者因持股比例大、持股较为稳定而积极参与公司治理中,对于未来机构投资者的培养,应着重专业性与稳

定性,鼓励发展长期专注机构投资者,降低投机行为带来的噪音。

参考文献

- [1] 蔡海静,许慧,2016.市场化进程、投资者注意力与投资效率[J].财经论丛,(8):59-66.
- [2] 郭白滢,李瑾,2019.机构投资者信息共享与股价崩盘风险——基于社会关系网络的分析[J].经济管理,41(7):171-189.
- [3] 郭桂花,池玉莲,宋晴,2014.市场化进程、会计信息质量与融资约束的相关性分析:基于最终控制人的视角[J].审计与经济研究,29(1):68-76,85.
- [4] 郭晓冬,王攀,吴晓晖,2020.机构投资者网络团体与公司非效率投资[J].世界经济,43(4):169-192.
- [5] 黄波,王满,2018.分析师跟踪影响了商业信用融资吗——基于我国上市公司的实证分析[J].山西财经大学学报,40(8):42-55.
- [6] 江轩宇,陈玥,于上尧,2020.股价暴跌风险与企业创新[J].南开管理评论,23(3):200-211.
- [7] 鞠晓生,卢荻,虞义华,2013.融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J].经济研究,48(1):4-16.
- [8] 黎文靖,路晓燕,2015.机构投资者关注企业的环境绩效吗?——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J].金融研究,(12):97-112.
- [9] 李春涛,刘贝贝,周鹏,等,2018.它山之石:QFII与上市公司信息披露[J].金融研究,(12):138-156.
- [10] 李青原,时梦雪,2018.监督型基金与盈余质量——来自我国A股上市公司的经验证据[J].南开管理评论,21(1):172-181.
- [11] 李双建,李俊青,张云,2020.社会信任、商业信用融资与企业创新[J].南开经济研究,(3):81-102.
- [12] 李仲泽,2020.机构持股能否提升企业创新质量[J].山西财经大学学报,42(11):85-98.
- [13] 刘惠好,冯永佳,2020.经济政策不确定性、信息披露与债务融资——基于债权人异质性视角[J].经济经纬,37(1):140-149.
- [14] 刘新民,沙一凡,王垒,等,2021.机构投资者抱团与高管超额薪酬[J].财经论丛,(7):90-100.
- [15] 陆正飞,杨德明,2011.商业信用:替代性融资,还是买方市场?[J].管理世界,27(4):6-14,45.
- [16] 罗进辉,谢达熙,李莉,2015.企业会计准则的国际趋同是否吸引了更多的QFII投资[J].山西财经大学学报,37(4):78-91.
- [17] 潘越,戴亦一,魏诗琪,2011.机构投资者与上市公司“合谋”了吗:基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析[J].南开管理评论,14(2):69-81.
- [18] 石晓军,张顺明,2010.商业信用、融资约束及效率影响[J].经济研究,45(1):102-114.
- [19] 宋华,黄千员,杨雨东,2021.金融导向和供应链导向的供应链金融对企业绩效的影响[J].管理学报,18(5):760-768.
- [20] 宋云玲,宋衍蘅,2020.机构投资者持股与注册会计师视角下的会计信息质量——来自审计调整的经验证据[J].会计研究,(11):136-151.
- [21] 孙光国,杨金凤,2017.机构投资者持股能提高会计信息可比性吗?[J].财经论丛,(8):65-74.
- [22] 汤晓冬,陈少华,2017.投资者关注与过度投资及权益资本成本的中介效应[J].商业研究,(8):90-98.
- [23] 唐松莲,袁春生,2010.监督或攫取:机构投资者治理角色的识别研究——来自中国资本市场的经验证据[J].管理评论,22(8):19-29.
- [24] 汪玉兰,易朝辉,2017.投资组合的权重重要吗?——基于机构投资者对盈余管理治理效应的实证研究[J].会计研究,(5):53-59,97.
- [25] 王垒,曲晶,刘新民,2019.异质机构投资者投资组合、环境信息披露与企业价值[J].管理科学,32(4):31-47.
- [26] 王垒,曲晶,赵忠超,等,2020.组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择:双重委托代理视角[J].管理世界,36(7):132-153.
- [27] 王小鲁,樊纲,胡李鹏,2018.中国分省份市场化指数报告[M].北京:社会科学文献出版社.
- [28] 王晓艳,温东子,2020.机构投资者异质性、创新投入与企业绩效——基于创业板的经验数据[J].审计与经济研究,35(2):98-106.
- [29] 王英允,彭正银,高敬忠,2019.投资者注意力与管理层业绩预告择机——积极监督抑或过度压力[J].经济管理,41(2):139-155.
- [30] 温忠麟,张雷,侯杰泰,等,2004.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,(5):614-620.
- [31] 吴先聪,张健,胡志颖,2016.机构投资者特征、终极控制人性与大股东掏空——基于关联交易视角的研究[J].外国经济与管理,38(6):3-20.
- [32] 吴晓晖,郭晓冬,乔政,2019.机构投资者抱团与股价崩盘风险[J].中国工业经济,(2):117-135.
- [33] 肖鹏,2021.机构投资者持股,过度投资对股价暴跌风险的影响——基于股权制衡视角[J].预测,40(5):69-75.
- [34] 徐虹,林钟高,余婷,等,2013.内部控制有效性、会计稳健性与商业信用模式[J].审计与经济研究,28(3):65-73.
- [35] 徐小晶,徐小林,2021.财政补贴对企业商业信用融资的影响研究——基于新能源汽车补贴退坡政策的实证分析

- [J]. 南开管理评论, 24(3): 213-226.
- [36] 杨侠, 马忠, 2020. 机构投资者调研与大股东掏空行为抑制[J]. 中央财经大学学报, (4): 42-64.
- [37] 于波, 王威, 霍永强, 2021. 媒体报道、内部控制与商业信用融资——基于内外部协同治理机制检验[J]. 南方金融, (9): 44-56.
- [38] 张纯, 吕伟, 2007. 机构投资者、终极产权与融资约束[J]. 管理世界, 23(11): 119-126.
- [39] 张庆君, 郭永光, 2018. 市场化进程、银行理财产品发展与商业信用再配置[J]. 会计与经济研究, 32(6): 98-112.
- [40] 张勇, 2021. 诚信纳税与企业商业信用融资——来自中国纳税信用A级企业的经验证据[J]. 金融论坛, 26(6): 60-70.
- [41] 甄红线, 王谨乐, 2016. 机构投资者能够缓解融资约束吗? ——基于现金价值的视角[J]. 会计研究, (12): 51-57, 96.
- [42] 庄芹芹, 司登奎, 2021. 异质债务、金融配给与研发投入——基于金融供给侧结构性改革视角[J]. 当代经济科学, 43(1): 91-104.
- [43] AN H, ZHANG T, 2013. Stock price synchronicity, crash risk and institutional investors[J]. Journal of Corporate Finance, 21(1): 1-15.
- [44] BLANKESPOOR E, DEHAAN E, MARINOVIC I, 2020. Disclosure processing costs, investors information choice, and equity market outcomes: A review[J]. Journal of Accounting and Economics, 70(2-3): 108-132.
- [45] CRANE A D, KOCH A, MICHENAUD S, 2018. Institutional investor cliques and governance [J]. Journal of Financial Economics, 133(1): 175-197.
- [46] FISMAN R, LOVE I, 2003. Trade credit, financial intermediary development, and industry growth[J]. Journal of Finance, 58(1): 353-374.
- [47] JAIN N, 2001. Monitoring costs and trade credit[J]. Quarterly Review of Economics & Finance, 41(1): 89-110.
- [48] LIU B, JU T, CHAN H K, 2022. The diverse impact of heterogeneous customer characteristics on supply chain finance: Empirical evidence from Chinese factoring[J]. International Journal of Production Economics, 243: 13-44.
- [49] ONGENA S, ZALEWSKA A, 2018. Institutional and individual investors: Saving for old age[J]. Journal of Banking and Finance, 92: 257-268.
- [50] PETERSEN M A, RAJAN R G, 1997. Trade credit: Theories and evidence [J]. Review of Financial Studies, 10(3): 661-691.
- [51] PORTOR G, 1992. Accounting earnings announcements, institutional investor concentration and common stock return [J]. Journal of Accounting Research, 30: 146-155.
- [52] SHLEIFER A, VISHNY R W, 1986. Large shareholders and corporate control [J]. Journal of Political Economy, 94(3): 461-488.
- [53] WU W F, FIRTH M, RUI O M, 2014. Trust and the provision of trade credit [J]. Journal of Banking and Finance, 39: 146-159.
- [54] ZHONG L, CHOUROU L, NI Y, 2017. On the association between strategic institutional ownership and earnings quality: Does investor protection strength matter?[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 36(6): 429-450.

The Influence of Heterogeneous Institutional Investors on Enterprise Commercial Credit

Huo Yuan^{1,2}, Tao Yuan¹

(1. School of Economics and Management, Shihezi University, Shihezi 832003, Xingjiang, China;

2. Research Center of Corporate Governance and Management Innovation, Shihezi University, Shihezi 832003, Xingjiang, China;)

Abstract: Deepening supply-side reform is of great significance to promoting high-quality development on the supply side. Taking A-share listed companies from 2007 to 2019 as the research object, the influence of heterogeneous institutional investors on commercial credit financing was explored. The results show that the scale of commercial credit of enterprises held by institutional investors can be improved by improving the quality of information disclosure. The shareholding of focused institutional investors plays a more significant role in promoting commercial credit financing. The results remained robust after using substitution variables, propensity score matching method, substitution variable measurement method, one-stage lag and instrumental variable method. Further analysis shows that focused institutional investors can only promote the commercial credit financing of enterprises with strong R&D intensity. Institutional investors play a better governance role in enterprises with weak marketization process and high financing constraints. The black box of institutional investors' influence on corporate commercial credit financing is revealed, and the capital market develop focus institutional investors with stable shareholding and high shareholding ratio, improve the scale of commercial credit financing, and promote high-quality development of the supply side are suggested.

Keywords: institutional investors; commercial credit financing; quality of information disclosure; heterogeneity analysis; effective supervision