机构投资者交叉异质性与财务绩效的关系

——基于两阶段投资决策模型

郑钰佳，吕 沙

【摘要】基于两阶段投资决策模型，本文选取2010～2014年我国国有上市公司为研究样本，以机构投资者独立性与稳定性的交叉视角，采用普通最小二乘法和两阶段最小二乘法实证研究了异质机构投资者持股比例与企业财务绩效之间的相互影响关系。研究结果表明，我国机构投资者在国有企业中扮演着“选择治理”和“介入治理”的双重角色，压力抑制型机构投资者在提升企业财务绩效方面发挥着积极作用，持股稳定的机构投资者更有利于企业长远发展。

【关键词】机构投资者；异质性；财务绩效；公司治理

【中图分类号】F275　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)15-0034-6

一、引言

2015年经济峰会“公司治理与企业改革”论坛指出，公司治理对国企改革有着至关重要的作用，公司治理结构的进一步优化为国企混合所有制改革奠定了制度性基础。机构投资者在国外发达市场中被视为一种重要的公司外部治理机制，能有效缓解代理问题，提升公司价值。我国作为新兴转型经济体，机构投资者的发展要晚于西方发达国家。但是，在经历了2000年证监会“超常规发展机构投资者”战略以及2005年股权分置改革以后，我国机构投资者呈多元化发展并且持股比重得到大幅度提升，为其参与公司治理奠定了经济基础。在此背景下，国家鼓励具有管理、技术、资金优势的机构投资者参与国企混合所有制改革。那么，机构投资者在国有企业中是“选择治理”还是“介入治理”的治理角色?机构投资者能否改善国有企业公司治理，进而提高企业财务绩效?本文认为，明确机构投资者在国有企业中的治理角色对于国企混合所有制改革具有重要的理论价值和实践意义。

本文顺应我国“大力支持机构投资者参与国企混合所有制改革”的宏观导向，以两阶段投资决策模型为基础，创新地从机构投资者独立性与稳定性的交叉视角，研究机构投资者持股与企业财务绩效之间的相互影响。本文的经验证据表明，压力抑制型机构投资者持股比例与国企短期财务绩效和长期财务绩效是互为因果的双向关系，即压力抑制型机构投资者在国企中既是“选择治理”又是“介入治理”的治理角色，且压力抑制型机构投资者持股稳定时，国企长期财务绩效显著高于持股不稳定时；压力敏感型机构投资者持股比例对国企财务绩效没有显著影响，且国企短期财务绩效显著影响了压力敏感型机构投资者持股，与压力抑制型机构投资者不同，压力敏感型机构投资者持股稳定时国企短期财务绩效显著低于持股不稳定时，而国企长期财务绩效显著高于持股不稳定时。

二、文献综述与研究假设

(一)机构投资者异质性与企业财务绩效

近几年，随着对机构投资者研究的深入，部分学者依据机构投资者是否与被投资单位存在利益与业务关联，将机构投资者进行独立性划分，以研究机构投资者与企业绩效的关系。Barickly，Leas和Smith(1988)将机构投资者划分为压力抑制型(证券投资基金、社保基金和合格境外机构投资者)和压力敏感型(综合类券商、保险公司、信托公司、企业年金)，研究结果表明，压力抑制型机构投资者能参与公司治理，获取治理收益，而压力敏感型机构投资者常面临利益冲突，容易受到外界的影响。张爱丽(2012)选取2008～2010年每年同为压力抑制型和压力敏感型的机构投资者为研究对象，研究发现，压力抑制型机构投资者能积极促进公司绩效的提升，而压力敏感型机构投资者与公司绩效之间无显著相关性。刘颖斐(2015)以2009～2013年沪深两市A股制造业共487家上市公司为研究样本，采用平衡面板数据实证研究发现，独立机构投资者持股比例与企业绩效呈正相关关系，而非独立机构投资者持股比例与企业绩效的相关性不显著。

【基金项目】教育部人文社会科学青年基金项目(项目编号:12YJC630061)；四川省教育厅基金项目(项目编号:15SB0027)

部分学者从机构投资者持股行为特征的角度，对机构投资者进行稳定性划分，研究异质机构投资者对企业绩效的影响。Bushee（2001）将机构投资者分为短暂型、勤勉型和准指数型三类，研究发现短暂型机构投资者目光较为短浅，更加关注眼前利益，而不是企业长远利益。李争光等（2014）以2001～2012年沪深两市A股上市公司为研究对象，将机构投资者分为稳定型与交易型，研究发现稳定型机构投资者比交易型机构投资者更能提升企业绩效。本文从两个层面区分机构投资者异质性：第一个层面，从独立性角度将机构投资者分为压力抑制型机构投资者和压力敏感型机构投资者；第二个层面，从稳定性的角度在独立性划分的基础上，将机构投资者进一步划分为持股稳定型与持股非稳定型。

压力抑制型机构投资者与上市公司只存在投资关系，着眼于长期回报，出于长期收益和成本的考虑，他们有动机积极参与公司治理，发挥管理层的监督作用。根据效率监督假说，压力抑制型机构投资者持股比例的增加使机构投资者与公司利益趋于一致，他们会利用自身优势参与公司治理，在公司治理中发挥监督作用，促进公司财务绩效的提升。压力敏感型机构投资者的投资目的较为复杂，可能把与公司维持当前或者潜在的商业利益关系作为投资目标之一，他们往往眼光较为短浅，不能很好地发挥监督管理层、改善公司内部治理的作用。根据利益冲突和战略同盟假说，压力敏感型机构投资者可能存在代理问题，容易与管理层合谋攫取外部股东的利益。

本文认为，国有企业不以追求企业价值最大化为单一目标，并受政治、社会因素的影响，政府对国有企业的干预以及国有企业代理问题严重，监督作用减弱。由此导致压力抑制型机构投资者会不断改善当下财务状况以追求企业价值，并且持股比例越高，在公司中话语权越大，监督作用越强；而压力敏感型机构投资者出于对自身利益的权衡，对企业当下财务状况及企业价值没有促进作用。因此，本文提出假设1：

H1a：压力抑制型机构投资者持股比例越高，国企短期财务绩效和长期财务绩效越好。

H1b：压力敏感型机构投资者持股比例不影响国企短期财务绩效和长期财务绩效。

除了独立性，机构投资者持股稳定型也会在公司治理中发挥不同的作用。稳定型机构投资者是长线投资者，其更关注企业长期效益，会积极主动地参与公司治理，监督管理层行为；而交易型机构投资者以投机为目的，借助股票价格的波动获取收益。与交易型机构投资者相比，稳定型机构投资者更能发挥监督作用，改善公司治理，促进企业长期财务绩效的提高。Chen et al.（2007）研究发现，独立性持股比例高且进行长期投资的机构投资者对公司会起到监督作用，而非独立性持股比例低且投资期短的机构投资者不具有监督效用。因此，压力抑制型机构投资者持股越稳定，持股比例越高，越能促进企业长期财务绩效的提高，持股稳定的压力敏感型机构投资者也会在一定程度上表现出对长期财务绩效的促进作用。基于以上分析，本文提出假设2：

H2a：压力抑制型机构投资者持股是否稳定对国企短期财务绩效的影响不存在显著差异，而对长期财务绩效的影响存在显著差异。

H2b：压力敏感型机构投资者持股是否稳定对国企短期财务绩效的影响不存在显著差异，而对长期财务绩效的影响存在显著差异。

（二）异质机构投资者持股选择与企业财务绩效

国内外学者的研究表明，机构投资者为了获取更多的收益，除了选择“介入治理”改善公司治理、提高财务绩效，还会以“选择治理”的方式影响公司治理。根据“审慎人”假说，机构投资者是理性投资人，为确保获取预期收益，在考虑投资风险和可能的资本成本的基础上审慎地选择表现良好、风险低、收益高的公司进行投资。

Del Guercio（1996）在研究不同类型的机构投资者持股偏好后发现，机构投资者持股与每股收益及资产收益率呈正相关关系；Chan，Chen和Lakonishok（2000）分别用上市公司过去三年和过去一年的收益研究共同基金持股偏好，研究发现，共同基金偏好过去业绩较好的上市公司。

胡倩（2005）选取2000～2004年年报和半年报，考察证券投资基金的持股偏好，实证研究发现，证券投资基金偏好投资绩效好和流通盘大的公司；谭松涛和傅勇（2009）以2005年5月1日至2006年11月13日期间完成股权分置改革的上市公司为样本，研究机构投资者持股偏好，发现机构投资者偏好持有盈利能力强、流通股比例高、发展潜力大的公司股票。刘涛等（2013）研究发现，我国机构投资者以“选择治理”的方式影响公司治理。压力抑制型机构投资者基于其独立性，间接地获取企业信息，为达到预期盈利，会审慎地对企业短期财务绩效和长期财务绩效进行选择；而压力敏感型机构投资者与被投资企业有当前或者潜在的商业联系，能直接获取企业信息，所以对企业短期财务绩效的关注多于长期财务绩效。据此，本文提出假设3：

H3a：压力抑制型机构投资者持股比例选择与国企短期财务绩效和长期财务绩效呈正相关关系。

H3b：压力敏感型机构投资者持股比例选择与国企短期财务绩效正相关，但与国企长期财务绩效不相关。

三、研究设计

（一）样本选取与数据来源

本文以2010～2014年间有机构投资者持股的沪深A股国有上市公司为初始样本，并根据研究需要按以下原则进行筛选：①剔除金融、保险类上市公司；②剔除ST、*ST公司；③剔除发行A股且同时发行B股或H股的公司；④剔除上市不足一年的公司；⑤剔除数据缺失及异常的公司，最终得到5

个年度的平衡面板数据。数据主要来自锐思数据库和国泰安数据库。

（二）变量的定义与度量

1. 财务绩效的度量。本文的财务绩效分为两类进行度量，一类是采用Edward Altman的Z-score得分值作为综合指标，度量企业短期财务绩效。$Z\text{-}score=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.99X_5$。其中：$X_1$=营运资金/资产总额；$X_2$=留存收益/资产总额；$X_3$=息税前利润/资产总额；$X_4$=权益市值/负债账面价值；$X_5$=销售额/资产总额。另一类是采用市净率来度量企业长期财务绩效。

2. 机构投资者异质性的度量。我们借鉴Barickley（1988）的研究，将证券投资基金、社保基金、QFII划分为压力抑制型机构投资者，将各类券商、保险公司、信托公司、企业年金划分为压力敏感型机构投资者，在此基础上借鉴牛建波等（2013）的划分方法，从时间和行业两方面判断机构投资者的稳定性。具体公式为：

$$SD_{i,t}=\frac{INVH_{i,t}}{STD(INVH_{i,t-3},INVH_{i,t-2},INVH_{i,t-1})}$$

$$INVW_{i,t}=\begin{cases}1, & SD_{i,t}\geqq MEDIAN_{i,t}(SD_{i,t})\\ 0, & 其他\end{cases}$$

其中，$INVH_{i,t}$表示i公司在第t年的机构投资者持股比例，$STD(INVH_{i,t-3},INVH_{i,t-2},INVH_{i,t-1})$表示i公司前三年机构投资者持股比例标准差。$SD_{i,t}$值越大，表示机构投资者越稳定，$MEDIAN_{i,t}(SD_{i,t})$表示t年SD行业j的中位数。如果i公司在t年$SD_{i,t}$不小于其行业的中位数，$INVW_{i,t}$取值为1，表示该公司当年的机构投资者为稳定型机构投资者；否则，$INVW_{i,t}$取值为0，表示该公司当年的机构投资者为交易型机构投资者。

3. 控制变量。控制变量包括：公司规模、股权集中度、资产负债率、公司成长性、企业上市年限、年度虚拟变量和行业虚拟变量。

4. 工具变量。本文选择董事长与总经理两职合一、高管薪酬、流通股比例、每股未分配利润作为工具变量。

具体的变量定义及说明见表1。

（三）模型的构建

根据前文的分析及提出的假设，本文分两步来设计检验模型。

第一步，检验异质机构投资者持股比例对企业财务绩效的影响（下式中，ς为残差项，下同）。

$$Z\text{-}score_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1PINST_{i,t}+\alpha_2SIZE_{i,t}+\alpha_3FIRST_{i,t}+\alpha_4DEBT_{i,t}+\alpha_5GROWTH_{i,t}+\alpha_6AGE_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (1)$$

$$VAL_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1PINST_{i,t}+\alpha_2SIZE_{i,t}+\alpha_3FIRST_{i,t}+\alpha_4DEBT_{i,t}+\alpha_5GROWTH_{i,t}+\alpha_6AGE_{i,t}+\alpha_7Z\text{-}score_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (2)$$

表1　变量定义及说明

变量名称		变量符号	具体定义
被解释变量	短期财务绩效	Z-score	企业财务危机状况（阿特曼Z得分）
	长期财务绩效	VAL	市净率=股票价格/每股净资产
解释变量	压力抑制型机构投资者	PINST1	投资基金、社保基金、QFII
	压力敏感型机构投资者	PINST2	各类券商、保险公司、信托公司、企业年金
	压力抑制型机构投资者持股是否稳定	INVW1	1代表压力抑制型机构投资者持股稳定，0代表非稳定
	压力敏感型机构投资者持股是否稳定	INVW2	1代表压力敏感型机构投资者持股稳定，0代表非稳定
控制变量	公司规模	SIZE	年末总资产的自然对数
	财务杠杆	LEV	年末总负债/总资产
	股权集中度	FIRST	第一大股东持股比例
	公司成长性	GROWTH	（当年营业收入-上年营业收入）/上年营业收入
	上市年限	AGE	上市公司的上市年限
	年度虚拟变量	YEAR	控制不同年份宏观经济因素的影响，共设置四个年度虚拟变量
	行业虚拟变量	INDUSTRY	按证监会2001年分类标准（制造业分小类），共设置20个行业虚拟变量
公司绩效工具变量	两职合一	DUAL	董事长与总经理两职合一（虚拟变量），是为1，否为0
	高管薪酬	TOPSLR	采用高管前三名薪酬总额的自然对数
机构持股工具变量	流通股比例	OTS	流通股股数/总股本
	每股未分配利润	UPPS	未分配利润/总股本

第二步，检验压力抑制型与压力敏感型机构投资者持股稳定性对财务绩效的影响。

$$Z\text{-}score_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1INVW_{i,t}+\alpha_2SIZE_{i,t}+\alpha_3FIRST_{i,t}+\alpha_4DEBT_{i,t}+\alpha_5GROWTH_{i,t}+\alpha_6AGE_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (3)$$

$$VAL_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1INVW_{i,t}+\alpha_2SIZE_{i,t}+\alpha_3FIRST_{i,t}+\alpha_4DEBT_{i,t}+\alpha_5GROWTH_{i,t}+\alpha_6AGE_{i,t}+\alpha_7Z\text{-}score_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (4)$$

由于机构投资者持股比例与企业财务绩效之间可能不只是单方面的关系，为克服变量间的内生性问题，本文把机构投资者持股比例和企业财务绩效当做内生变量，建立联立方程，采用两阶段最小二乘法检验异质机构投资者持股选择与企业财务绩效之间的关系。

$$Z\text{-}score_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1 PINST_{i,t}+\alpha_2 SIZE_{i,t}+\alpha_3 FIRST_{i,t}+\alpha_4 DEBT_{i,t}+\alpha_5 GROWTH_{i,t}+\alpha_6 AGE_{i,t}+\alpha_7 DUAL_{i,t}+\alpha_8 TOPSLR_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (5)$$

$$PINST_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1 Z\text{-}score_{i,t}+\alpha_2 SIZE_{i,t}+\alpha_3 FIRST_{i,t}+\alpha_4 DEBT_{i,t}+\alpha_5 GROWTH_{i,t}+\alpha_6 AGE_{i,t}+\alpha_7 OTS_{i,t}+\alpha_8 UPPS_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (6)$$

$$VAL_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1 PINST_{i,t}+\alpha_2 SIZE_{i,t}+\alpha_3 FIRST_{i,t}+\alpha_4 DEBT_{i,t}+\alpha_5 GROWTH_{i,t}+\alpha_6 AGE_{i,t}+\alpha_7 DUAL_{i,t}+\alpha_8 TOPSLR_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (7)$$

$$PINST_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1 VAL_{i,t}+\alpha_2 SIZE_{i,t}+\alpha_3 FIRST_{i,t}+\alpha_4 DEBT_{i,t}+\alpha_5 GROWTH_{i,t}+\alpha_6 AGE_{i,t}+\alpha_7 OTS_{i,t}+\alpha_8 UPPS_{i,t}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varsigma \quad (8)$$

其中，PINST代表独立性机构投资者持股比例，具体由压力抑制型机构投资者和压力敏感型机构投资者持股比例反映，INVW为机构投资者稳定性哑变量。

四、实证结果分析

（一）描述性统计

1. 全样本特征分析。

表2　描述性统计

Panel A　主要变量的描述性统计

	极小值	极大值	均值	标准差
Z-score	0.044	59.916	3.761	4.371
VAL	0.499	27.424	2.994	2.469
PINST1	0.000%	55.795%	5.088%	0.069
PINST2	0.031%	57.490%	1.917%	0.027
SIZE	19.486	26.647	22.535	1.152
FIRST	0.001	0.837	0.306	0.192
DEBT	0.016	0.964	0.528	0.192
GROWTH	−57.733	273.237	14.365	27.685
AGE	1.000	24.000	13.170	4.720
DUAL	0.000	1.000	0.110	0.308
TOPSLR	10.308	16.319	14.132	0.675
OTS	38.000	100.000	99.960	1.548
UPPS	−2.896	39.900	1.387	2.061

Panel B　子样本均值差异统计

均值差异	压力抑制型机构投资者			压力敏感型机构投资者		
是否稳定	是	否	差异	是	否	差异
Z-score	3.816	3.652	0.707	3.504	4.258	−3.270***
VAL	3.101	2.781	2.437***	2.857	3.259	−3.089***
SIZE	22.663	22.280	6.33*	22.678	22.257	7.017**
FIRST	0.319	0.281	3.714	0.312	0.295	1.642
DEBT	0.522	0.539	−1.642	0.531	0.521	0.976**
GROWTH	14.778	13.541	0.84**	13.941	15.183	−0.847**
AGE	12.960	13.610	−2.597	13.550	12.440	4.473***

注：*、**、***分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著，下同。

从表2的Panel A可以看出，2010～2014年间样本的短期财务绩效，最小值为0.044，最大值为59.916；公司市净率最小值为0.499，最大值为27.424，说明企业间财务绩效在不同的年份或者企业间差异较大。在国有企业中压力抑制型机构投资者的持股比例较压力敏感型机构投资者的持股比例大（均值分别为5.088%、1.917%）。

2. 异质机构投资者的特征及差异分析。表2的Panel B分别对压力抑制型机构投资者和压力敏感型机构投资者这两类异质机构投资者持股比例是否稳定的公司相关变量进行了均值差异检验。我们发现，持股稳定的机构投资者，公司市净率、公司规模和企业成长性显著高于持股非稳定的公司，并且压力抑制型机构投资者和压力敏感型机构投资者中都存在这种情况。对于压力敏感型机构投资者，持股稳定的公司在资产负债率、企业上市年限和短期财务绩效方面也显著高于持股非稳定的公司。

（二）相关性分析

表3是主要变量的Pearson相关系数。从表3可以看出，压力抑制型机构投资者与公司规模、股权集中度、公司成长性、高管薪酬以及每股未分配利润显著相关；压力敏感型机构投资者与公司成长性没有显著的相关性，而与资产负债率和企业上市年限显著相关。这说明压力敏感型机构投资者往往不关心企业的长远发展，只注重短期盈利。由于压力抑制型机构投资者和压力敏感型机构投资者是显著相关的，所以分别放入模型中予以检验，可以避免回归模型出现多重共线性问题。

（三）回归分析

1. 异质机构投资者持股比例与企业财务绩效。表4报告了假设1、假设2的检验结果。表4第（1）列、（2）列、（5）列、（6）列为假设1的检验结果。PINST1与企业短期财务绩效和长期财务绩效均在1%的水平上显著正相关，说明压力抑制型机构投资者持股比例越高，对企业监督作用越强，国企财务绩效越好。PINST2与企业短期财务绩效和长期财务绩效没有显著的相关关系，说明压力敏感型机构投资者对国企财务绩效不存在显著影响，没有发挥积极的公司治理效应，由此验证了H1a、H1b。企业规模与国企财务绩效呈显著的负相关关系，而与公司成长性呈显著的正相关关系，说明成长性越好的公司，越注重财务绩效的提高；而国企规模的扩张，会对当下以及长期财务绩效产生负面影响。同时，Z-score系数都为正且显著，说明企业短期财务绩效越好，投资者对企业未来市场价值期望就越高。

表4第（3）列、（4）列、（7）列、（8）列为假设2的检验结果。INVW1与企业短期财务绩效不相关，但与企业长期财务绩效在1%的水平上显著正相关。这说明压力抑制型机构投资者持股是否稳定对企业长期财务绩效的影响存在显著差异，持股稳定的压力抑制型机构投资者比不稳定的压力抑制型

表3　主要变量的Pearson相关系数

	PINST1	PINST2	SIZE	FIRST	DEBT	GROWTH	AGE	DUAL	TOPSLR	OTS	UPPS
PINST1	1										
PINST2	0.138***	1									
SIZE	0.163***	0.083***	1								
FIRST	−0.077***	−0.093***	0.113***	1							
DEBT	−0.008	0.051**	0.445***	0.018	1						
GROWTH	0.138***	0.000	0.014	−0.060**	0.095***	1					
AGE	−0.013	0.079***	0.110***	0.052**	0.098***	−0.085***	1				
DUAL	0.105***	0.009	−0.063**	−0.081***	0.005	−0.039	0.018	1			
TOPSLR	0.282***	0.119***	0.377***	−0.004	0.035	0.022	0.096***	0.021	1		
OTS	0.018	0.016	0.048*	0.038	−0.008	−0.059**	−0.015	0.009	0.052**	1	
UPPS	0.273***	0.071***	0.298***	0.144***	−0.131***	0.002	0.051**	−0.001	0.312***	0.020	1

表4　异质机构投资者对企业财务绩效影响的检验

	短期财务绩效				长期财务绩效			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	压力抑制型机构投资者	压力敏感型机构投资者	压力抑制型持股稳定性	压力敏感型持股稳定性	压力抑制型机构投资者	压力敏感型机构投资者	压力抑制型持股是否稳定	压力敏感型持股是否稳定
常量	20.137*** (10.204)	18.262*** (9.426)	18.145*** (9.252)	17.718*** (9.101)	18.900 (16.356)	16.222*** (14.031)	17.255*** (14.928)	16.422*** (14.148)
Z−score					0.229*** (15.931)	0.244*** (16.606)	0.245*** (16.859)	0.246*** (16.735)
PINST1	5.604*** (4.350)				7.281*** (9.910)			
PINST2		0.916 (0.295)				3.116 (1.727)		
INVW1			−0.056 (−0.313)				0.644*** (6.246)	
INVW2				−0.405** (−2.280)				0.235** (2.274)
SIZE	−0.404*** (−4.571)	−0.308*** (−3.574)	−0.300*** (−3.392)	−0.273*** (−3.133)	−0.920*** (−18.217)	−0.794*** (−15.787)	−0.862*** (−16.898)	−0.807*** (−15.878)
FIRST	0.198 (0.450)	0.090 (0.204)	0.091 (0.205)	0.078 (0.177)	0.389 (1.562)	0.278 (1.080)	0.061 (0.241)	0.228 (0.894)
DEBT	−13.790*** (−26.829)	−14.022*** (−27.260)	−14.042*** (−27.049)	−14.081*** (−27.384)	5.839*** (16.575)	5.750*** (15.849)	6.021*** (16.673)	5.820*** (16.010)
GROWTH	0.016*** (5.061)	0.017*** (5.477)	0.017*** (5.486)	0.017*** (5.559)	0.006*** (3.635)	0.008*** (4.316)	0.008*** (4.296)	0.008*** (4.253)
AGE	0.010 (0.514)	0.008 (0.432)	0.008 (0.417)	0.011 (0.601)	0.007 (0.648)	0.005 (0.419)	0.009 (0.846)	0.003 (0.286)
INDUSTRY	控制							
YEAR	控制							
F	47.417***	46.209***	46.2108***	46.537***	45.142***	39.562***	41.673***	39.691***
调整后R^2	0.459	0.452	0.452	0.454	0.455	0.421	0.434	0.422
N	1591							

注:括号内数字表示t统计量,下同。

机构投资者更能提升企业长期财务绩效。持股稳定的压力抑制型机构投资者增强了对国企的监督作用，更积极独立地参与公司治理，对长期财务绩效的提升作用更大，但可能会忽视企业短期财务绩效，只注重长远发展，该结论支持了H2a。与H2b预期不同，INVW2与国企短期财务绩效在5%的水平上显著负相关，而与国企长期财务绩效在5%的水平上显著正相关。这说明压力敏感型机构投资者持股是否稳定对企业短期财务绩效的影响存在显著差异，而对企业长期财务绩效的影响也存在显著差异。

2. 异质机构投资者持股选择与企业财务绩效。当我们考虑机构投资者持股与企业财务绩效存在内生性后，采用两阶段最小二乘法进行回归，以检验异质机构投资者持股选择与企业财务绩效的关系，结果如表5所示。

表5　异质机构投资者持股选择与财务绩效的关系

	因变量为PINST1		因变量为PINST2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	短期财务绩效	长期财务绩效	短期财务绩效	长期财务绩效
常量	−1.145*** (−4.309)	−1.132*** (−4.336)	−0.116** (−2.105)	−0.090** (−1.110)
Z−score	0.044*** (3.226)		0.005* (1.827)	
VAL		0.038*** (3.102)		0.003 (0.865)
SIZE	0.031*** (5.349)	0.051*** (4.625)	0.003*** (2.892)	0.005 (1.401)
FIRST	−0.025 (−1.224)	−0.031** (−2.559)	−0.016*** (−3.745)	−0.016*** (−4.314)
DEBT	0.579*** (2.989)	−0.131*** (−4.082)	0.075* (1.859)	−0.006 (−0.594)
GROWTH	0.000* (−1.884)	0.000 (−1.330)	−7.272E−5 (−1.281)	−2.449E−5 (−0.462)
AGE	0.000 (−0.697)	0.000 (−1.009)	7.286E−5 (0.397)	9.264E−5 (0.580)
INDUSTRY	控制			
YEAR	控制			
F	12.802	6.709	2.958	3.835
调整后R^2	0.177	0.094	0.035	0.049
N	1591			

企业短期财务绩效和长期财务绩效显著影响了压力抑制型机构投资者持股比例，这说明压力抑制型机构投资者以“选择治理”和“介入治理”的双重角色参与国企公司治理。同时，企业规模、资产负债率、公司成长性也显著影响了压力抑制型机构投资者的持股选择，从而验证了H3a。企业短期财务绩效影响压力敏感型机构投资者持股比例，而长期财务绩效不影响压力敏感型机构投资者持股比例。这说明压力敏感型机构投资者没有发挥积极的治理作用，而是倾向选择短期效益好的公司作为持股对象，从而验证了H3b。

（四）稳健性检验

为了证明结论的可靠性，我们做了以下稳健性检验：①以行业调整的资产收益率（IAROA）为长期财务绩效的衡量指标进行回归；②采用滞后一期的异质机构投资者持股比例、异质机构投资者稳定性虚拟变量，检验他们对企业财务绩效的影响。回归结果与前文的研究结论基本一致，表明本文的研究结果具有稳健性。

五、研究结论与启示

本文选取2010～2014年我国国有上市公司为研究样本，以机构投资者独立性和稳定性为视角，采用普通最小二乘法和两阶段最小二乘法对异质机构投资者持股比例与企业短期财务绩效和长期财务绩效的关系进行了实证研究。研究发现：①压力抑制型机构投资者持股比例与国企短期财务绩效和长期财务绩效显著正相关，压力敏感型机构投资者持股比例与国企短期财务绩效和长期财务绩效相关性不显著。②压力抑制型机构投资者持股是否稳定对国企短期财务绩效的影响不存在显著差异，而对长期财务绩效的影响存在显著差异，压力敏感型机构投资者持股是否稳定对国企短期财务绩效和长期财务绩效的影响都存在显著差异。③国企短期财务绩效和长期财务绩效显著影响压力抑制型机构投资者持股比例，两者呈正相关关系；国企短期财务绩效影响了压力敏感型机构投资者持股比例，而长期财务绩效对压力敏感型机构投资者持股比例没有显著影响。

基于上述结论，笔者提出以下几点建议：①不同类型的机构投资者对公司的治理效应不同，政府和监管部门应重视机构投资者异质性，针对不同的机构投资者采取不同的政策，进一步提升机构投资者的投资理性，充分发挥机构投资者“介入治理”的作用。②提高独立性机构投资者在国企中的比重和持股比例，发挥独立性机构投资者“积极股东”的作用，提升企业竞争力，促进企业长远发展。③鼓励机构投资者长期投资。稳定型机构投资者在公司治理中发挥着积极作用，可以对其投资的公司进行有效监督，缓解代理问题，减少信息不对称程度，进而提升企业价值。

主要参考文献：

Brickley James A., Ronald C. Lease, Clifford W. Smith Jr.. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of Financial Economics, 1988(20).

刘颖斐，倪源媛. 异质机构投资者对企业绩效的影响[J]. 现代财经，2015(1).

谭松涛，傅勇. 管理层激励与机构投资者持股偏好[J]. 中国软科学，2009(7).

胡倩. 中国基金持股偏好的实证研究[J]. 财经问题研究，2005(5).

作者单位：四川师范大学商学院，成都610101