

机构投资者有限关注与公司创新

曹 丰 代 明

(湖南大学 工商管理学院, 湖南 长沙 410082)

摘要:外源冲击导致机构投资者部分持仓公司的股价发生大幅波动,致使其对该类公司关注增加并相应减少对其他公司的关注,进而对关注度降低的公司形成机构投资者有限关注。本文以 2003—2019 年沪深 A 股上市公司为样本,探究机构投资者有限关注对公司创新的影响及其内在机理。研究发现,机构投资者有限关注通过减少机构投资者实地调研,削弱减持股份的威慑,进而抑制了机构投资者关注度下滑公司的创新。进一步研究发现,上述负向影响主要表现在实质性创新上,对策略性创新的影响并不显著。此外,该负向影响在公司治理较差、国有产权、顺周期行业以及法治环境较差地区的企业中更明显。本研究揭示了机构投资者有限关注对公司创新的抑制作用及其内在机制,对优化公司创新以及推动机构投资者发展均具有一定的参考意义。

关键词:有限关注;公司创新;机构投资者;公司治理

中图分类号:F272.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2023)04-0003-13

一、引言

2022 年 4 月,中国证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》,旨在推动公募基金等专业机构投资者积极参与上市公司治理。虽然目前机构投资者已成为我国资本市场的重要参与者,但监管层和学术界关于促进机构投资者发展的思路大多聚焦于提高其持股数量。然而,机构投资者持股数量增加能否有效改善上市公司治理尚存争议^{[1][2]};同时,机构投资者持股数量的提高难以一蹴而就,需要较长时间的发展。例如,截至 2022 年底,A 股市场中机构投资者持股市值仅占总市值的 13.47%^①,而同时期的美国机构投资者持股占比为 56.76%^②,可见两者间的差距依然明显。基于此,探究在机构投资者持股比例有限的前提下,如何引导机构投资者更好地发挥公司治理作用,实现我国上市公司高质量发展,已经成为当前技术变革时期,提升企业核心竞争力所亟须解决的重要理论前沿问题。

收稿日期:2022-07-11

基金项目:国家自然科学基金项目“交易所问询函监管、上市公司信息披露质量与股票市场定价效率”(71972068);国家自然科学基金项目“机构投资者股权集中度影响股价崩盘风险的传导路径研究”(71602053);湖南省自然科学基金“控股股东股权质押对中小股东的利益侵占研究”(2018JJ3087);全国会计领军(后备)人才项目阶段性研究成果

作者简介:曹 丰(1986—),男,安徽蚌埠人,湖南大学工商管理学院副教授,博士生导师;
代 明(1995—),男,四川宜宾人,湖南大学工商管理学院博士生。

加强对机构投资者关注度的引导可能是促进机构投资者发展的新思路。机构投资者因时间和精力等资源约束,对部分持仓公司关注有限^[3]。当宏观环境或某些行业出现重大外生冲击时,相关行业股票容易出现极端正向或负向收益^[4],机构投资者为确保投资收益,会对此类公司保持较高关注,并相应减少对其他公司的关注^{[3][4]}。学者们围绕并购绩效^[3]、董事会治理^[4]、企业社会责任^[5]以及信息透明度^[6]等财务和非财务决策,聚焦于关注度下滑的公司,探究了机构投资者有限关注对其决策的影响。证监会主席易会满在2019年7月召开的“证券基金经营机构座谈会”上,提出中国机构投资者的功能定位之一是市场创新的“领头羊”。进一步,创新是企业价值创造和财务决策的重要组成部分,但机构投资者有限关注是否以及如何影响公司创新?依旧不得而知。

国家“十四五”规划提出:“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位,把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”。理论上,已有文献围绕公司创新的影响因素开展了一系列探讨,认为政府补助^[7]、法律保护^[8]、资本市场改革^{[9][10]}、机构投资者调研^[11]和机构投资者持股比例^{[12][13]}等因素均显著影响公司创新。进一步,也有不少研究涉及机构投资者对企业创新的影响,但大多是从机构投资者的客观能动性视角(例如机构投资者持股比例^{[12][13]})探究其对公司创新的影响,尚未探索机构投资者的主观能动性(例如主观精力分配)能否改善公司创新。因此,基于我国机构投资者持股比例有限的现实背景,探究机构投资者有限关注对公司创新的影响,不但有助于完善和拓展公司创新影响因素的研究框架与内容,也能够更加清晰和全面地认识机构投资者的作用。

本文的研究贡献如下:第一,本文有助于监管层拓展引导机构投资者发展的新思路。已有促进机构投资者发展的相关政策大多聚焦于提高其持股数量,然而,机构投资者持股数量提高到接近成熟资本市场的水平仍需时日,而在持股数量较低时机构投资者能否发挥积极作用依然存在争议^[13]。本研究立足于机构投资者持股数量有限的现实背景,从机构投资者有限关注的新视角切入,发现监管层可通过适当引导机构投资者提高关注度来促进公司创新,从而拓展了监管层未来进一步引导机构投资者发展的思路。

第二,本文聚焦于机构投资者有限关注对公司创新的影响研究。一方面,已有文献探究了有限关注对公司并购^[3]、信息披露^[6]和董事会治理^[4]等方面的影响。不同的是,本研究聚焦于机构投资者有限关注对公司创新的影响,响应了Baker和Wurgler关于探索机构投资者有限关注对公司财务决策影响的号召^[14],拓展了机构投资者有限关注经济后果的相关文献。另一方面,在我国资本市场中,机构投资者对公司财务决策影响的相关研究尚存争议。例如,有研究发现机构投资者持股对企业创新无显著影响,甚至证券投资基金持股显著降低了企业创新^[13];另有研究发现机构持股可以提升企业创新^[15]。上述差异可能是由于已有文献在考察机构投资者的作用时,往往局限于以机构投资者持股比例度量其对持仓公司的客观话语权,而忽视了机构投资者主观精力投入差异的影响,如机构投资者有限关注度。本文在控制机构投资者持股数量的前提下,发现机构投资者有限关注显著影响公司创新。这表明已有关于机构投资者对公司治理影响的研究存在争议的原因,可能是由于遗漏了机构投资者有限关注这一重要因素。

第三,本研究丰富了公司创新影响因素的相关文献。已有研究主要从政府补助^[7]、资本市场改革^{[9][17]}等角度探究其对公司创新的影响,但关于机构投资者持股与公司创新之间的关系尚存争议^{[1][2]},其原因之一是机构投资者持股与公司创新之间存在内生性问题,即机构投资者倾向于持股创新能力较强的公司^[12],同时机构投资者持股也有助于提升公司创新水平^[15],两者形成互为因果的内生关系^[12]。本文参考Kempf等对机构投资者有限关注的度量,因分心的投资者不会显著改变其关注度降低公司的持仓比例^[3],故而可在机构投资者对持仓公司客观话语权恒定的情境下,探究机构投资者主观精力投入变化对公司创新的影响。这不仅在一定程度上缓解了上述内生性问题,而且进一步丰富了公司创新影响因素的相关文献。

二、文献回顾

学者们主要从融资约束和公司治理两个视角探究了公司创新的影响因素。基于融资约束视角,

部分学者认为创新具有高风险、长周期且信息不透明等特征^[16],对投资者而言具有较大的投资风险,导致创新企业难以获取外部融资^[8]。而政府通过研发补助等财政政策调节有助于降低投资者的投资风险,增加企业现金留存,缓解融资约束,进而提升公司创新水平^[7]。亦有学者基于公司治理视角,认为公司因两权分离导致股东与经理人之间存在委托代理关系,管理层可能出于自利动机而降低风险承担水平^[2]。同时,研发创新的潜在风险也会有损经理人个人收益,削弱经理人进行创新投资的动机^[13]。因此,良好的公司治理机制可有效约束管理层的自利行为,提升公司创新水平^[12]。沿此思路,后续学者陆续考察了卖空机制^{[9][10]}、机构投资者实地调研^[11]以及股东异质性^{[1][15]}等对公司创新的影响。

机构投资者作为公司重要的外部股东,对持仓公司治理和创新决策均有重要影响,但影响的方向存在争议。积极观点认为,机构投资者持股比例的增加有助于改善公司治理、促进创新。相关学者发现,机构投资者持股有助于改善盈余质量^[17],提升经理人风险容忍和薪酬激励^[12],约束管理层和大股东的自利行为^[17],优化公司治理^[12],进而提升公司创新^[2]。消极观点则认为,机构投资者持股会诱使经理人采取一系列短视行为,进而削弱公司创新。囿于信息不对称或代理问题,机构投资者可能难以准确评估公司长期价值;或与持股公司的管理层合谋,重视短期收益,因此降低对经理人的监督强度,削弱公司治理,以此抑制公司创新^[18]。此外,机构投资者持股也可能因短期业绩压力,或因机构管理者对自身职业发展的忧虑,逼迫管理层实施短视行为,减少公司研发投入^{[1][13]},导致创新不足。

可见,现有关于机构投资者对公司创新影响的研究结论尚未达成一致。已有关于机构投资者对持股公司财务决策的影响研究,主要以机构投资者持股比例来度量其对持仓公司的客观话语权,尚未考虑机构投资者有限关注导致的主观精力投入差异对公司决策的影响。机构投资者有限关注是指机构投资者因资源约束且持仓公司数量庞大,导致其无法对所有持仓公司分配同样的注意力^[4],当宏观环境或某些行业出现重大外生冲击时,相关行业股票随之出现极端正向或负向收益,机构投资者为确保投资组合收益,会对此类公司保持较高关注,并相应减少对其他公司的关注^[3]。沿此思路,聚焦于关注度下滑的公司,学者们陆续考察了机构投资者有限关注对公司并购^[3]、董事会监督^[4]、公司信息透明度^[6]、会计稳健性^[19]以及企业社会责任^[5]等财务和非财务决策的影响。

尽管创新活动是企业价值创造和财务决策的重要组成部分,但已有文献就机构投资者有限关注对公司创新影响的探究仍然较为有限。少量研究从机构投资者调研频率、公司网络搜索指数以及政府关注的角度进行了尝试^{[20][21][22]},但是,在证监会2018年出台新修订的《上市公司治理准则》之前,受限于机构投资者调研数据来源的限制,仅能对深交所上市公司进行研究;并且,公司网络搜索指数主要衡量所有投资者(甚至包含非投资者)对公司的关注,如将其视为机构投资者关注指标则存在较大的噪音。此外,基于外生冲击所计算的机构投资者有限关注,则有助于在不失有效性的前提下排除内生性的干扰,较干净地捕捉机构投资者关注度变化对持仓公司创新的影响。因此,本文基于机构投资者有限关注的视角,探究其对关注度降低公司创新的影响及其作用机理。

三、理论分析与假设提出

本文预期,机构投资者有限关注对持仓公司创新存在正反两方面的影响,即“代理成本效应”和“短视舒缓效应”。

“代理成本效应”认为,对于关注度降低公司的管理层而言,机构投资者有限关注会削弱机构投资者对其的监督强度,导致经理人实施自利行为的成本相对降低,代理冲突加剧,进而抑制了机构投资者关注度下滑公司的创新。尽管机构投资者有动机和能力监督持仓公司经理人行行为^[17],但受限于有限关注,被迫降低对关注度下降的公司管理层的监督水平,具体表现为两种途径。其一,有限关注导致机构投资者的直接监督行为减少,例如机构投资者与管理层沟通减少,降低参加股东大会并提案和投票的频率,以及弱化董事任免有效性等^[4]。其二,有限关注也会降低机构投资者对持仓公司管理层

的间接监督。一方面,有限关注下,机构投资者无暇实地调研,导致机构投资者与公司间信息不对称增加,削弱了机构投资者减持股份或带动其他投资者共同抛售股份的及时性,降低了机构投资者外部监督的强度^[11]。另一方面,有限关注还可能约束机构投资者联合中小投资者发起股东直接诉讼或派生诉讼的能力,导致诉讼风险对高管的威慑减弱。可见,对于关注度下降公司,机构投资者有限关注可能直接或间接降低对其经理人自利行为的约束,加剧代理冲突,从而抑制公司创新。

相反,“短视舒缓效应”则认为,对于关注度降低公司的管理层而言,有限关注会降低机构投资者对其的“短期业绩压力传导”,缓解经理人迫于机构投资者压力造成的短视行为,进而有助于促进公司创新。具体而言,一方面,短期业绩在机构投资者绩效评价体系中的比重较大^③,导致机构投资者倾向于追求短期收益^④,从而面临较高的短期业绩压力。这可能导致机构投资者通过股东提案投票、管理层约谈和股价波动等方式将该短期业绩压力传导给公司管理者^[18],诱使经理人实施短视行为。因此,机构投资者可能将较大的短期业绩压力传导至持仓公司高管,导致持仓公司高管发生短视行为。当机构投资者受限于有限关注时,机构投资者不得不减少对关注度下降公司的“干预”,例如减少对公司管理层约谈或者在股东大会上的短视提案,这有助于减少对关注度下降公司高管的“短期业绩压力传导”,进而缓解经理人迫于机构投资者压力造成的短视决策,以此改善公司创新。另一方面,为机构投资者提供资金的投资人与机构投资者的管理人之间存在委托代理关系,导致机构管理人因自利动机与持仓公司管理层形成“合谋”行为^[13]。加之机构投资者可能与持股公司存在商业关联,商业利益的纠缠可能导致机构管理者对公司管理层存在监督不足^[1],进而加剧公司代理冲突。而有限关注会削弱机构投资者与关注度下降公司管理层的“合谋”程度,减少两者间的利益输送行为,以此缓解公司内部代理冲突,进而促进关注度下降公司的创新。

简而言之,对于关注度下降公司而言,机构投资者有限关注对其创新水平存在正反两方面的影响:负面“代理成本效应”预期机构投资者有限关注会降低公司创新,正面“短视舒缓效应”预期机构投资者有限关注会提升公司创新。因此,本文提出如下竞争性假设:

假设 H_a:基于负面“代理成本效应”,机构投资者有限关注会降低公司创新。

假设 H_b:基于正面“短视舒缓效应”,机构投资者有限关注会提升公司创新。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

中国在 2002 年正式施行《企业会计制度》以规范企业会计政策,加之 2020 年新冠疫情对投资者身体健康、交通出行以及宏观经济运行均产生较大冲击,可能扭曲机构投资者行为。因此,本文选取 2003—2019 年沪深 A 股上市公司为研究样本。参考 Xiang 等的研究^[5],将机构投资者根据主体特征划分为证券投资基金(以下简称基金)、QFII、券商、保险、社保基金、信托、财务公司和银行等八类。其中,基金在发展成熟度、持股市值和持仓数据披露等方面,均处于绝对主体地位^⑤。不同类型的机构投资者对持仓公司的治理动机和能力存在较大差异^[6],因此,考察机构投资者整体关注度变化对关注度下降公司创新的影响,难免受到机构投资者异质性的干扰。基金是机构投资者的典型代表。根据本文统计,样本期间基金持股占机构投资者整体的 50%,基金所披露的持仓明细季度数据占机构投资者整体的 90%。考虑到机构投资者季度持仓数据的可获得性,计算机构投资者关注度指标的各类机构投资者的构成与实际市场结构偏差较大,即便以机构投资者整体所计算的机构投资者有限关注指标,其捕捉的经济影响的主体依然是基金。反之,若聚焦于机构投资者主体的基金,则可在不失一般性的前提下排除机构投资者异质性的干扰,较干净地捕捉机构投资者关注度变化对持仓公司创新的影响。基于此,本文选择基金作为机构投资者的代表。

参考已有研究^{[3][5]},本文对初始样本进行如下处理:剔除金融保险类、ST 和 *ST 以及存在缺失值的上市公司;为保证机构投资者持仓组合的丰富性以及持仓公司的收益波动对机构投资者有足够的影 响,剔除所持股份总市值小于 1000 万元或所持股数小于 1 万股的机构投资者主体;为缓解极端

值的影响,对连续变量在上下 1%分位处做缩尾处理。经筛选共获得 13214 家公司一年度观测值。本文数据主要来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。

(二)模型设定与变量定义

参考已有研究^{[8][16]},本文同时运用 OLS 模型和 Tobit 模型检验机构投资者有限关注对公司创新的影响,具体待检验模型如下:

$$PAT_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 SIFatti_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + Ind + Year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,被解释变量 $PAT_{i,t+1}$ 为企业 i 在 $t+1$ 期专利申请总数加 1 的自然对数值。一般而言,研发支出只反映创新投入的可观测部分,且可操纵空间较大^[1];专利授予存在审核不确定性与时间滞后性。而专利申请数量不仅能直接表明企业对资源的转换绩效,而且反映了公司投入的各种可观测与不可观测的创新要素^[7]。因此,参考已有研究^{[7][16]},对于未申请专利的企业,将该指标设置为 0,并采用 $t+1$ 期的企业专利申请总数加 1 的自然对数值(PAT)来衡量公司创新。在稳健性检验部分,使用 Poisson 模型和 Nbreg 模型检验本文模型敏感性,故而被解释变量采用 $t+1$ 期的企业专利申请总数(PATA);将公司创新滞后两期以度量指标敏感性,因而被解释变量采用 $t+2$ 期的专利申请总数加 1 的自然对数值(PATA2),以及 $t+2$ 期的专利授予总数加 1 的自然对数值(PATG2)。

解释变量 $SIFatti_{i,t}$ 表示机构投资者有限关注。参考已有研究^[3],本文基于宏观环境或行业极端事件的外生冲击,计算机构投资者对持仓公司关注度的变化,以此度量机构投资者有限关注。指标计算逻辑为:如果持股公司 f 的机构投资者 i 在给定时间内,因其他行业发生外生冲击,且受冲击行业对机构投资者 i 也具有重要性,则机构投资者 i 更可能关注受冲击行业的持仓公司,而对所持未受冲击行业公司 f 的关注度产生变化。就指标度量的有效性而言,学者们提供的直接证据表明,指标可有效度量机构投资者有限关注对经理人和董事会的影响,进而对持仓公司治理产生直接影响^{[3][4]}。因此,本研究使用机构投资者有限关注(SIFatti)来度量机构投资者因外生冲击吸引关注,降低对非相关行业持仓公司的关注水平,进而考察其对管理层代理行为和公司财务决策产生的影响。

参考已有计算方法^[3],公司 f 在季度 q 的机构投资者有限关注程度的计算方法如下:

$$SIFatti_{i,q} = \sum_{f \in F_{q-1}} \sum_{IND \neq IND_f} w_{i,f,q-1} \times w_{i,q-1}^{IND} \times IS_q^{IND} \quad (2)$$

式(2)中, $SIFatti_{i,q}$ 表示持股公司 f 的所有基金在 q 季度末对其的有限关注程度。 $SIFatti_{i,q}$ 数值越大,机构投资者有限关注越高,对公司 f 的关注度越低。 F_{q-1} 表示公司 f 在 $q-1$ 季度末的基金集合; IND 表示公司行业(证监会 2012 年修订版的行业门类); IND_f 表示公司 f 所在的行业门类; IS_q^{IND} 为虚拟变量,若行业 IND 在 q 季度末发生重大外生冲击事件,即行业 IND 在 q 季度末的回报率在所有行业中最高或最低时,则为 1,否则为 0; $w_{i,q-1}^{IND}$ 表示基金 i 在 $q-1$ 季度末对行业 IND 的关注度,即行业 IND 在 $q-1$ 季度末在基金 i 的投资组合中的权重; $w_{i,f,q-1}$ 表示公司 f 对基金 i 在 $q-1$ 季度末的相对重要性权重,即基金对持仓公司的关注度因其相对重要性和持股比例而存在差异。参考已有研究,采用加权平均计算机构投资者关注度^[3],权重指标 $w_{i,f,q-1}$ 的计算方法如下:

$$w_{i,f,q-1} = \frac{QPFweight_{i,f,q-1} + QPercOwn_{i,f,q-1}}{\sum_{i \in F_{q-1}} (QPFweight_{i,f,q-1} + QPercOwn_{i,f,q-1})} \quad (3)$$

式(3)中, $PFweight_{i,f,q-1}$ 是基金 i 在 $q-1$ 季度末的持仓组合中,公司 f 的市值权重; $PercOwn_{i,f,q-1}$ 是基金 i 在 $q-1$ 季度末所持公司 f 的股权比。为缓解异常值影响,将 $QPercOwn_{i,f,q-1}$ 定义为基金 i 在 $q-1$ 季度末的投资组合中,持有各公司股权比例排序的五分位数;将 $QPFweight_{i,f,q-1}$ 定义为基金 i 在 $q-1$ 季度末的投资组合中,持有各公司市值权重排序的五分位数。最后,将上述计算的机构投资者有限关注季度数值,对过去四个季度进行平滑以获得其年度数值(SIFatti)。

$Controls_{i,t}$ 为本文控制变量,参考相关研究^{[9][16]},选取如下控制变量:资产规模(Size),以总资产的自然对数值度量;资产负债率(Lev),以总负债与总资产的比值度量;盈利能力(Roa),以净利润与总资产的比值度量;自由现金流(Fcf),以经营现金流量与总资产的比值度量;固定资产占比(Ppe),以

固定资产净额与总资产的比值度量;产权性质(Soe),国有企业取值为1,否则为0;公司年龄(Age),以公司上市时间的自然对数值度量;公司成长性(TobinQ),以公司的托宾Q值度量;大股东持股比例(First),以第一大股东持股比例度量;基金持股比例(Fund),以基金持股占公司总股数的比重度量;两职合一(Dual),董事长和CEO为一人兼任时取1,否则为0;年度效应(Year)和行业效应(Ind)。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计与相关性分析

表1报告了描述性统计结果。其中,公司创新指标(PAT)的均值和中位数分别为2.591和2.708,说明企业专利申请的均值为12.343件,中位数为14件,这与谭小芬和钱佳琪所报告的数值基本一致^[10];标准差为1.833,说明企业间专利申请数量存在较大差异,即不同企业的创新能力参差不齐。机构投资者有限关注(SIFatti)的均值和中位数分别为0.025和0.007,这与Wang的研究相一致^[19]。其他变量的统计结果也与已有研究基本一致,均分布在合理范围内^[16]。未汇报的各变量相关系数检验和VIF值也均在合理范围内,说明本文实证模型的多重共线性问题影响较小。

表1 主要变量的描述性统计

| 变量 | 样本数 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 25分位数 | 中位数 | 75分位数 | 最大值 |
|---------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| SIFatti | 13214 | 0.025 | 0.039 | 0.000 | 0.002 | 0.007 | 0.031 | 0.173 |
| PAT | 13214 | 2.591 | 1.833 | 0.000 | 1.099 | 2.708 | 3.912 | 7.081 |
| Size | 13214 | 22.527 | 1.295 | 20.243 | 21.591 | 22.330 | 23.271 | 26.407 |
| Lev | 13214 | 0.431 | 0.201 | 0.055 | 0.269 | 0.428 | 0.586 | 0.860 |
| Roa | 13214 | 0.055 | 0.051 | -0.126 | 0.024 | 0.049 | 0.081 | 0.211 |
| Fcf | 13214 | 0.056 | 0.072 | -0.147 | 0.014 | 0.054 | 0.099 | 0.255 |
| Ppe | 13214 | 0.225 | 0.171 | 0.002 | 0.094 | 0.185 | 0.319 | 0.739 |
| Soe | 13214 | 0.456 | 0.498 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 1.000 | 1.000 |
| Age | 13214 | 2.068 | 0.834 | 0.000 | 1.609 | 2.197 | 2.773 | 3.219 |
| TobinQ | 13214 | 2.155 | 1.273 | 0.935 | 1.315 | 1.751 | 2.520 | 7.732 |
| First | 13214 | 0.366 | 0.156 | 0.090 | 0.240 | 0.351 | 0.479 | 0.758 |
| Fund | 13214 | 0.067 | 0.072 | 0.000 | 0.015 | 0.041 | 0.092 | 0.341 |
| Dual | 13214 | 0.203 | 0.403 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 1.000 |

(二)基准回归结果

表2报告了实证模型的回归结果。第(1)和(3)列分别运用OLS模型和Tobit模型,未加入相关控制变量,发现机构投资者有限关注的回归系数在两种模型中均显著为负,初步说明机构投资者有限关注会降低公司创新。第(2)和(4)列进一步加入控制变量,发现机构投资者有限关注的回归系数依然为负,且均在5%的水平下显著,表明机构投资者有限关注越高,公司专利申请数量越少,支持了研究假设H_a,而假设H_b未被证实。从经济意义上看,平均而言,机构投资者有限关注每提升一个单位标准差,其持仓公司的专利申请减少约0.02个标准差(-0.949×0.039/1.833),这说明机构投资者有限关注对公司创新的影响在经济意义上也很重要。此外,上述结果表明,机构投资者有限关注会降低

表2 基本回归结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
|--------------------------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|
| | OLS模型 | | Tobit模型 | |
| | PAT | PAT | PAT | PAT |
| SIFatti | -4.260*** (-8.60) | -0.949** (-2.04) | -5.085*** (-8.20) | -1.239** (-2.13) |
| Controls | No | Yes | No | Yes |
| Year&Ind | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 13214 | 13214 | 13214 | 13214 |
| Adj-R ² /P-R ² | 0.266 | 0.369 | 0.083 | 0.117 |

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号中是经公司层面聚类并经稳健性标准误调整的t值,下表同。

低持仓公司的创新水平。作为资本市场的重要参与主体,机构投资者有限关注一方面减少了对关注度下滑公司的直接监督行为,另一方面也降低了对该公司减持股份和派生诉讼等间接监督强度,从而降低对经理人自利行为的约束,加剧代理冲突,并最终抑制了关注度降低公司的创新水平。以上结果说明,机构投资者充分关注对引导机构投资者发挥治理作用具有重要意义。

(三)稳健性检验

1.控制内生性问题。尽管上文基于外生冲击计算的机构投资者有限关注指标对公司创新具有较好的外生性^[3],但为确保研究结论稳健,本文仍考虑了可能潜在的内生性问题。

首先,为缓解机构投资者与持仓公司间可能存在的选择性偏误问题,本文采用倾向得分匹配法(PSM),再次检验上文结论。参考钱雪松等的研究^[8],将公司的机构投资者有限关注按行业一年度从高到低排序,将最高的1/3公司设定为对照组,最低的1/3公司设定为实验组,选取上述控制变量作为匹配依据,采取一对一最邻近不放回匹配,对匹配后的样本进行回归检验。表3第(1)和(2)列报告了配对样本的回归结果,发现匹配后的机构投资者有限关注与公司创新之间依然在5%的水平上显著负相关,与基准结论一致,说明上文结果具有较好的稳健性。

其次,通过公司固定效应模型控制模型中不随时间变化的遗漏变量问题。表3第(3)和(4)列报告了加入公司固定效应的检验结果,发现机构投资者有限关注依然可以显著降低公司创新。

最后,以中美贸易摩擦的外生冲击缓解可能潜在的内生性问题。参考已有研究^[23],选择2018年美国对华加征关税的500亿和2000亿美元输美商品所在行业为受冲击行业,当公司所在行业属于受冲击行业时,Shock取值为1,否则为0;当公司年度为2018年及以后时,After取值为1,考虑到样本区间的平衡性,当公司年度为2016年和2017年时,After取值为0。表3第(5)和(6)列报告了中美贸易摩擦的影响,发现Shock * After与公司创新的回归系数均显著为负,说明中美贸易摩擦会吸引机构投资者的注意力,引发机构投资者有限关注,由此减少公司创新,结论与上文一致。究其原因,一方面,中美贸易摩擦会降低受冲击行业销售收入,同时提高进口成本,导致持仓的机构投资者遭受损失,从而提升机构投资者对该类行业的关注,降低对其他未受影响行业的关注程度,因此产生机构投资者有限关注。另一方面,对于关注度下滑的公司而言,机构投资者降低对其管理层的监督会进一步刺激经理人实施自利行为,加剧代理冲突,进而抑制公司创新。

表3 内生性问题检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 倾向得分匹配 | | 公司固定效应 | | 2018年中美贸易摩擦 | |
| | OLS模型 | Tobit模型 | OLS模型 | Tobit模型 | OLS模型 | Tobit模型 |
| | PAT | PAT | PAT | PAT | PAT | PAT |
| SIFatti | -0.966** (-2.06) | -1.234** (-2.09) | -0.313* (-1.81) | -0.375* (-1.92) | | |
| Shock * After | | | | | -0.202*** (-3.64) | -0.123* (-1.84) |
| Shock | | | | | 1.175*** (14.33) | 1.255*** (13.76) |
| After | | | | | -0.708*** (-16.21) | -0.813*** (-14.64) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year&Ind | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 8618 | 8618 | 13214 | 13214 | 5499 | 5499 |
| Adj-R ² /P-R ² | 0.336 | 0.108 | 0.289 | — | 0.419 | 0.133 |

2.敏感性检验。第一,模型敏感性。为增强实证结果的稳健性,本文使用t+1期的企业专利申请总数(PATA)来度量公司创新。同时,参考陈怡欣等的研究^[9],选择Nbreg模型和Poisson模型对上文结果重新进行估计。回归结果如表4第(1)和(2)列所示,发现机构投资者有限关注与公司创新

的回归系数均至少在 5% 的水平上显著,与上文研究结论一致,说明本文研究结论不受模型设定的影响。

第二,样本区间敏感性。在本文样本期间(2003—2019 年),股权分置改革和美国次贷危机对机构投资者持股和机构投资者有限关注均存在较大影响。中国股权分置改革时间为 2005 年 4 月到 2006 年底^⑥,股权分置改革提升了机构投资者持股比例,改变了持仓组合,因而对机构投资者有限关注具有重要影响。此外,2007 年美国次贷危机吸引了机构投资者对金融保险业风险的长期较高关注,进而影响其对非金融保险业持仓公司的关注度。基于此,本文以 2007—2019 年和 2009—2019 年沪深 A 股上市公司为样本,再次检验上文模型,回归结果如表 4 第(3)~(6)列所示。第(3)和(4)列报告了剔除股权分置改革影响的结果,发现机构投资者有限关注显著降低了公司创新。第(5)和(6)列报告了剔除金融危机影响的结果,发现上述结论不变。综上所述,机构投资者有限关注对公司创新的抑制作用对样本区间选择不敏感。

表 4 模型与样本敏感性检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|---|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| | 模型敏感性检验 | | 剔除股权分置改革影响 | | 剔除金融危机影响 | |
| | Nbreg 模型 | Poisson 模型 | OLS 模型 | Tobit 模型 | OLS 模型 | Tobit 模型 |
| | PATA | PATA | PAT | PAT | PAT | PAT |
| SIFatti | -1.386 ** (-2.38) | -1.548 ** (-2.36) | -0.909 * (-1.93) | -1.152 ** (-1.96) | -0.910 * (-1.92) | -1.141 * (-1.95) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year&Ind | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 13214 | 13214 | 12528 | 12528 | 11928 | 11928 |
| Wald-Chi ² /Adj-R ² /P-R ² | 2695.17 | 4692.29 | 0.356 | 0.110 | 0.356 | 0.110 |

第三,指标敏感性。为避免研究结论因机构投资者有限关注或公司创新指标衡量方式的差异而不稳健,本文进行指标敏感性检验。首先,上文以基金代表机构投资者整体,所计算的有限关注可能未完全覆盖所有机构投资者的影响。故参考已有研究^[3],本文基于所有机构投资者,重新计算机构投资者整体有限关注(INSatti)。其次,上文对机构投资者有限关注的计算周期为一个季度,但可能存在影响周期超过一个季度的重大事件,如金融危机等。因此,参考已有研究^[5],将机构投资者有限关注的计算周期延长至两个季度,计算延期机构投资者有限关注(Lag_SIFatti)。再次,机构投资者对不同的宏观或行业外生冲击可能采取不同的应对策略,如正向冲击与负向冲击等,上文指标计算对此是混合平等处理。为检验机构投资者对不同冲击的敏感性,借鉴已有研究^[4],分别计算基于正向冲击的机构投资者有限关注(Pos_SIFatti)和负向冲击的机构投资者有限关注(Neg_SIFatti)。最后,参考已有研究^[10],基于公司创新固有的高风险和长周期等特征,当公司申请相关专利时,意味着该项创新基本完成,而公司在一年内完成创新且申请专利的难度较大,故选择 t+2 期的专利申请总数加 1 的自然对数值(PATA2)来度量公司创新;此外,企业专利申请与授予之间存在时间差,本文同时采用 t+2 期的专利授予总数加 1 的自然对数值(PATG2)作为公司创新的度量指标。

表 5 报告了 OLS 模型的回归结果,列(1)~(4)报告了机构投资者有限关注的指标敏感性检验结果。其中,第(1)列控制变量“机构投资者持股(Inst)”为各类机构投资者持股占公司总股数的比重之和,其余各列控制变量“基金持股(Fund)”均为基金持股占公司总股数的比重。第(1)列结果显示,INSatti 在 5% 的水平上显著降低了公司创新;第(2)列结果显示,延期机构投资者有限关注(Lag_SIFatti)与公司创新之间的回归系数在 5% 的水平上显著为负;第(3)和(4)列结果显示,正向冲击的机构投资者有限关注(Pos_SIFatti)和负向冲击的机构投资者有限关注(Neg_SIFatti)与公司创新之间的回归系数分别为-0.837 和-0.946,且均保持一定的显著性。第(5)和(6)列报告了公司创新的指标敏感性检验结果,发现对于 t+2 期的公司专利申请数量和专利授予数量,机构投资者有限关注

(SIFatti)的回归系数均在5%的水平上显著为负,与上文结论一致。上述结果说明机构投资者有限关注对公司创新的负向作用不受指标度量的影响。

表 5 指标敏感性检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | 机构投资者有限关注指标敏感性 | | | | 公司创新指标敏感性 | |
| | PAT | PAT | PAT | PAT | PATA2 | PATG2 |
| INSatti | -0.567** (-2.43) | | | | | |
| Lag_SIFatti | | -0.773** (-2.55) | | | | |
| Pos_SIFatti | | | -0.837* (-1.79) | | | |
| Neg_SIFatti | | | | -0.946** (-1.99) | | |
| SIFatti | | | | | -1.223** (-2.15) | -0.431** (-2.06) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year&Ind | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 13032 | 13030 | 13062 | 13077 | 9757 | 9757 |
| Adj-R ² | 0.365 | 0.367 | 0.367 | 0.367 | 0.362 | 0.334 |

六、进一步分析

(一)创新异质性分析

本文根据管理层的创新动机,将公司创新划分为策略性创新和实质性创新。策略性创新是管理层在寻求自利的同时,为应对政府政策(如获取政府补助)或投资者监督,实施投入少、风险低和回报快的创新行为。实质性创新是管理层以改进生产技术并提升核心竞争力为目标创新行为,具有研发风险大、资源投入高且回报周期长等特征,但实用性较强。管理层对不同创新的收益函数存在差异,策略性创新为管理层提供的收益与风险比值较高,而实质性创新对其产生的收益与风险比值较低。基于上文逻辑,当机构投资者有限关注降低经理人的自利成本时,高管为寻求自利而实施诸如削减研发支出等短视行为,这将直接减少公司实质性创新,而对策略性创新的影响可能不明显。

参考 He 和 Tian 以及谭小芬和钱佳琪的研究^{[1][10]},以公司发明专利申请数量度量实质性创新(Substantive PAT),以公司外观设计专利申请和实用新型专利申请数量之和度量策略性创新(Tactical PAT),上述指标均以加1的自然对数值度量,且均为t+1期。表6第(1)和(2)列报告了机构投资者有限关注与不同类型公司创新的回归结果,第(1)列显示机构投资者有限关注与实质性创新的回归系数均显著为负,第(2)列显示机构投资者有限关注与策略性创新的回归系数虽然也为负,但未通过显著性检验。上述结果说明,机构投资者有限关注对公司创新的降低作用主要表现在实质性创新上,对策略性创新的影响不明显,这进一步印证了上文提出的经理人自利路径。

(二)公司内外部异质性分析

1.基于公司治理的视角。已有研究指出,良好的公司治理可以有效约束管理者的自利行为,缓解代理冲突,促使管理者为了公司长期发展而增加研发投入,提升公司创新水平^{[24][25]}。因此,在公司治理水平较低时,管理层更容易实施机会主义行为,此时机构投资者有限关注对企业创新的负向影响应该更明显。反之,良好的公司治理机制不仅可有效约束管理层自利行为,而且可作为机构投资者有限关注的内部替代,降低公司代理成本,此时机构投资者有限关注对企业创新的负向影响应该较弱。基于此,参考已有研究,以公司是否存在多个大股东度量股东治理^[24];以公司内部控制自我评价报告是否披露重大缺陷度量管理层治理^[25]。其次,当公司不存在多个大股东时,Mutip取1,否则为0;当公

司在当年存在内控缺陷时, Defic 取值为 1, 否则为 0。表 6 第(3)和(4)列报告了公司治理调节效应的检验结果, 发现交互项 SIFatti * Mutip 和 SIFatti * Defic 与公司创新的回归系数均至少在 5% 的水平上显著为负, 说明相较于公司治理水平较高的企业, 机构投资者有限关注对公司创新的负面作用在公司治理水平较低的企业中更显著。

2. 基于公司产权属性的视角。一方面, 国有企业承担着较高的政策性使命, 因而为政府特定目标服务的优先级高于股东利益^[17]; 另一方面, 民营企业经理人通常受市场化的约束, 而国有企业多数管理者由政府任命。并且, 由于所有者缺位问题的存在, 国有企业更加缺乏有效的内部监督, 因而国有企业的代理问题更严重^[21]。这导致机构投资者在有限关注期间, 对国有企业的监督水平更差。因此本文预期, 机构投资者有限关注对国有企业创新的负面影响更显著。基于产权性质的调节效应如表 6 第(5)列所示, 交互项 SIFatti * Soe 的回归系数在 5% 的水平上显著为负, 与预期一致, 说明相较于非国有企业, 机构投资者有限关注对企业创新的负面影响在国有企业中更显著。

表 6 异质性分析

| 变量 | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | | (5) | | (6) | | (7) | |
|--------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----|------------|-----|---------|--|-----|--|
| | 创新类型 | | 公司治理 | | | | 产权性质 | | 行业周期 | | 法治环境 | | | |
| | | | X = Mutip | | X = Defic | | X = Soe | | X = Policy | | X = Law | | | |
| | Substantive PAT | Tactical PAT | PAT | PAT | PAT | PAT | PAT | PAT | PAT | PAT | | | | |
| SIFatti | -0.975 ** (-2.31) | -0.686 (-1.60) | 0.090 (0.15) | -0.423 (-0.89) | -0.415 (-0.82) | -0.696 (-1.44) | 0.233 (0.33) | | | | | | | |
| X | | | 0.098 (1.56) | -0.043 (-0.58) | 0.071 (0.86) | 0.440 *** (3.62) | 0.202 *** (3.10) | | | | | | | |
| SIFatti * X | | | -1.746 ** (-2.48) | -2.920 *** (-2.71) | -1.558 ** (-1.97) | -2.246 ** (-2.05) | -1.743 ** (-2.24) | | | | | | | |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | | | | | | | |
| Year&Ind | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | | | | | | | |
| N | 13214 | 13214 | 13023 | 12529 | 13214 | 13214 | 12247 | | | | | | | |
| Adj-R ² | 0.334 | 0.363 | 0.368 | 0.357 | 0.369 | 0.371 | 0.358 | | | | | | | |

3. 基于行业周期的视角。吴世农等认为^[26], 受产业政策扶持而处于顺周期的企业更容易获取银行和投资者资金支持。管理层往往呈现过度自信的倾向, 导致公司代理问题更加严重, 进而引致公司投资效率下滑, 股价崩盘风险上升。因此, 对于顺周期行业的企业而言, 广阔的资金渠道降低了机构投资者对其的监督能力, 加剧了公司代理冲突, 导致机构投资者有限关注对企业创新的负向影响更明显。反之, 逆周期行业的企业受限于融资约束, 更加依赖机构投资者对其提供的资金支持。因此, 机构投资者可发挥更强的监督效能, 约束管理者自利行为, 此时机构投资者有限关注对企业创新的负向影响应该较弱。基于此, 参考已有研究, 以公司是否属于国家“五年计划”重点支持行业度量行业周期^[26], 表 6 列(6)报告了相应的回归结果。结果显示, 交互项 SIFatti * Policy 的回归系数也在 5% 的水平上显著为负, 与预期相符, 说明相较于逆周期企业, 机构投资者有限关注对企业创新的负面影响在顺周期企业中更明显。

4. 基于法治环境的视角。La Porta 等指出, 法律体系决定着地区对投资者和债权人权利的保护程度以及对产权的保障水平, 进而对地方金融发展和经济绩效产生重要影响^[27]。在法治环境完善程度较低的地区, 政府过多地干预市场经济行为, 降低了产权保护对经济主体资源配置的促进和保护效应, 导致企业创新激励较差。在此环境中, 机构投资者也因缺乏有效的监督渠道和治理动机, 导致机构投资者有限关注对企业创新的负面影响更明显。因此, 本文预期, 机构投资者有限关注对企业创新的负面影响在法治环境较差地区的企业中更明显。本文以樊纲和王小鲁编撰的各省市场化指数的中介及法律发展指数排名度量法治环境, 当公司所在省份的法治环境排名低于年度中位数时, Law 取 1, 否则为 0。表 6 列(7)报告了法治环境调节效应的检验结果, 发现交互项 SIFatti * Law 与公司创新

的回归系数在 5% 的水平上显著为负,说明相较于法治环境较完善地区的企业,机构投资者有限关注对公司创新的负面影响在法治环境较差地区的企业中更显著。

(三)机制检验

上文研究发现,机构投资者有限关注会抑制公司创新,由此衍生的问题是,机构投资者关注如何影响企业创新? 本文理论分析认为,机构投资者有限关注会减少机构投资者调研,降低股份减持的威慑,从而加剧管理层代理冲突,降低企业创新水平。为此,本文将验证上述作用路径。

因不同交易所对机构投资者调研信息披露的要求存在较大差异,故本文参考 Jiang 和 Yuan 的做法^[11],选取 2012—2019 年深交所上市公司被基金调研次数的自然对数(Vist)以及调研基金数量的自然对数(Vistnum)度量机构投资者调研,选取基金是否减持(Decrease)和基金减持比例(Deratio)作为机构投资者持股威慑的度量指标。表 7 报告了相应的回归结果,列(1)和列(2)结果显示,机构投资者有限关注与机构投资者调研两个指标的回归系数均显著为负,说明机构投资者有限关注度越高,其对关注降低公司的实地调研频次越低,参与调研的机构投资者数量也越少。列(3)和列(4)的结果显示,机构投资者有限关注与减持威慑两个指标的回归系数也均显著为负,这意味着机构投资者有限关注度的增加不仅降低了机构投资者减持股份的概率,而且显著降低了机构投资者减持股份的比例。上述结果表明,机构投资者有限关注通过减少机构投资者实地调研,降低减持股份威慑,进而抑制了机构投资者关注度下滑公司的创新,这进一步证明上文的“代理成本效应”成立。

表 7 作用机制检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
|---|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|
| | Vist | Vistnum | Decrease | Deratio |
| SIFatti | -0.744 ** (-2.55) | -1.101 ** (-2.53) | -1.082 * (-1.86) | -5.610 *** (-2.89) |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year&Ind | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 6287 | 6287 | 13064 | 9757 |
| Adj-R ² /Pseudo R ² | 0.155 | 0.191 | 0.096 | 0.047 |

七、研究结论与建议

加大机构投资者培育力度,推动上市公司高质量发展是当下我国经济建设的重要任务。以提高机构投资者持股数量为核心的传统机构投资者扶持思路,存在执行难度大、见效慢等困境。那么,如何立足于当前机构投资者持股数量有限的现实背景,促进机构投资者监督与治理作用的发挥,便成为当前亟须解决的重要问题。基于此,本文以 2003—2019 年沪深 A 股上市公司为样本,考察了机构投资者有限关注对公司创新的影响及其内在机理。研究发现,机构投资者有限关注显著降低了公司创新水平。进一步检验发现,机构投资者有限关注主要降低了公司的实质性创新,而对策略性创新的影响并不显著。此外,较高的公司治理水平、非国有产权、逆周期行业以及完善的外部法治环境可发挥替代性监督作用,进而有效缓解机构投资者有限关注对公司创新的负面影响。机制检验发现,机构投资者有限关注通过减少机构投资者实地调研,削弱股份减持的威慑,进而降低了机构投资者关注度下滑公司的创新水平。

结合上述研究结果,本文得出如下启示:

首先,对于监管层而言,应当全面认识机构投资者的治理优势和不足,制定有效的政策以促进机构投资者有序发展。一方面,基于有限关注视角,本研究发现机构投资者有限关注增加了管理层的自利行为,降低了关注减少公司的创新水平,从而有助于解释我国机构投资者监督薄弱的深层次原因,为监管层未来的改革提供切入点与着力点。另一方面,本文也为国务院 2014 年颁布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》的有效落实提供理论依据,即政府在出台支持机构投资者发展的政策时,不可急于追求快速提高机构投资者持股比例,应立足于机构投资者持股数量有限的现状,抑制

机构投资者关注度过度分散(例如通过适时约谈机构投资者的负责人来引导机构投资者关注),以更好地发挥机构投资者的治理作用。

其次,对于机构投资者而言,应坚定长期价值投资理念,在改善公司创新发展策略方面发挥应有的监督与治理作用。鉴于机构投资者在有限关注期间不能对部分持仓公司发挥有效监督,故监管部门应在宏观或行业外生冲击期间,加强对上市公司的监管力度以弥补机构投资者监督减少的不足。例如,在金融危机等重大外生事件期间,各地证监局应加强对上市公司的走访调研,适当提高监管强度,防范管理层自利行为,促进上市公司高质量发展。

最后,对于企业而言,高质量的公司内部治理机制能够在外部机构投资者监督不足时,发挥积极的替代效应,进而对公司创新具有助推效应。因此,上市公司应完善以内部控制为代表的内部治理建设,改善内部监督体系,约束经理人自利行为,从而更好地推动企业研发创新。

注释:

①数据来源:Wind数据库的内地股票专题整理,其中,截至2022年底,上交所、深交所和北交所上市公司总市值为79.012万亿元,中国机构投资者持股市值为10.646万亿元,占比13.47%。

②数据来源:Wind数据库的美国股票专题整理,其中,截至2022年底,纽交所、纳斯达克和美交所上市公司总市值为53.083万亿美元,美国机构投资者持股市值为29.562万亿美元,占比56.76%。

③以证券投资基金为例,根据“中国基金业金牛奖”“中国‘金基金’奖”和“中国基金业明星基金奖”的评奖说明(2016年版本)。

④以证券投资基金为例,根据中国证券基金业协会公布的《全国公募基金市场投资者状况调查报告(2020年度)》,44.1%的投资者持有单只基金的平均时间不超过一年。数据来源:中国基金业协会, <https://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/tzzbg/202201/P020220107702402352747.pdf>。

⑤根据Wind数据库统计,一方面,自淄博基金于1992年11月成立以来,中国基金已快速发展三十年,行业发展历史和监管政策数量均远超其他机构投资者;另一方面,截至2022年底,中国公募基金(股票基金和混合基金)持股市值为7.475万亿元,占机构投资者持股市值总和的70.214%。

⑥资料来源:http://www.gov.cn/ztlz/gclszfgzbg/content_554986.htm。

参考文献:

[1] He, J. J., Tian, X. The Dark Side of Analyst Coverage: The Case of Innovation[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 856—878.

[2] Brav, A., Jiang, W., Ma, S., Tian, X. How does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation? [J]. Journal of Financial Economics, 2018, 130(2): 237—264.

[3] Kempf, E., Manconi, A., Spalt, O. Distracted Shareholders and Corporate Actions[J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30(5): 1660—1695.

[4] Liu, C., Low, A., Masulis, R. W., Zhang, L. Monitoring the Monitor: Distracted Institutional Investors and Board Governance[J]. The Review of Financial Studies, 2020, 33(10): 4489—4531.

[5] Xiang, C., Chen, F., Jones, P., Xia, S. The Effect of Institutional Investors' Distraction on Firms' Corporate Social Responsibility Engagement: Evidence from China [J]. Review of Managerial Science, 2021, 15(6): 1645—1681.

[6] Xue, X., Zhang, J., Yu, Y. Distracted Passive Institutional Shareholders and Firm Transparency[J]. Journal of Business Research, 2020, 110: 347—359.

[7] 唐大鹏,于倩.地方财政政策支持能提升企业创新吗? [J].中南财经政法大学学报,2022(2):64—77.

[8] 钱雪松,丁滋芳,陈琳琳.缓解融资约束促进了企业创新吗? ——基于中国《物权法》自然实验的经验证据[J].经济科学,2021(1):96—108.

[9] 陈怡欣,张俊瑞,汪方军.卖空机制对上市公司创新的影响研究——基于我国融资融券制度的自然实验[J].南开管理评论,2018(2):62—74.

[10] 谭小芬,钱佳琪.资本市场压力与企业策略性专利行为:卖空机制的视角[J].中国工业经济,2020(5):156—173.

[11] Jiang, X., Yuan, Q. Institutional Investors' Corporate Site Visits and Corporate Innovation[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 48: 148—168.

[12] Aghion, P., Reenen, J. V., Zingales, L. Innovation and Institutional Ownership[J]. American Economic Review, 2013, 103(1): 277—304.

[13] 温军,冯根福.异质机构、企业性质与自主创新[J].经济研究,2012(3):53—64.

- [14] Baker, M., Wurgler, J. Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey[M]. New York: Handbook of the Economics of Finance, 2013: 357—424.
- [15] 李仲泽.机构持股能否提升企业创新质量[J].山西财经大学学报,2020(11):85—98.
- [16] 申宇,赵玲,吴风云.创新的母校印记:基于校友圈与专利申请的证据[J].中国工业经济,2017(8):156—173.
- [17] 薛坤坤,王凯.机构持股与公司行为:迎合还是改进?——基于公司盈余管理的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2021(3):15—25.
- [18] Manconi, A., Massa, M., Yasuda, A. The Role of Institutional Investors in Propagating the Crisis of 2007—2008[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 104(3): 491—518.
- [19] Wang, R. The Attention of Long-term Institutional Investors and Timely Loss Recognition[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2021, 48: 1596—1629.
- [20] 张佩,彭斐然,郝东洋.机构投资者关注促进上市公司创新了吗?——基于深交所“互动易”平台的经验证据[J].首都经济贸易大学学报,2020(4):103—112.
- [21] 张文菲,金祥义.投资者关注、融资成本与企业创新[J].世界经济文汇,2022(3):85—102.
- [22] 胡海鹰,刘备.政府关注对企业技术创新重要吗?——基于企业面板数据的经验证据[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2022(6):31—42.
- [23] 吕频捷,顾艳伟.中美贸易争端对两国股市影响的实证研究——基于宣告效应的分析比较[J].中南财经政法大学学报,2020(6):78—90.
- [24] 高磊,赵雨笛.多个异质大股东的混合所有制与企业创新——基于风险承担与融资约束的中介作用[J].管理评论,2023(2):1—16.
- [25] 倪静洁,吴秋生.内部控制有效性与企业创新投入——来自上市公司内部控制缺陷披露的证据[J].山西财经大学学报,2020(9):70—84.
- [26] 吴世农,尤博,王建勇等.产业政策工具、企业投资效率与股价崩盘风险[J].管理评论,2023,35(1):272—282.
- [27] Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113—1155.

Institutional Investors Limited Attention and Corporate Innovation

CAO Feng DAI Ming

(School of Business Administration, Hunan University, Changsha 410006, China)

Abstract: External shocks cause significant volatility in the stock prices of some firms owned by institutional investors, which makes them focus more on these firms and neglect others, resulting in limited attention from institutional investors to the firms that receive less attention. Using A-share listed firms in Shanghai and Shenzhen from 2003 to 2019 as samples, this paper examines the effect of institutional investors limited attention on firm innovation and its underlying mechanism. We find that institutional investors limited attention diminishes the innovation of the firms with declining attention from institutional investors by decreasing institutional investors' site visits and reducing the threat of share sell-off. Further analysis shows that the above negative effect is mainly manifested in substantive innovation, while the effect on strategic innovation is not significant. Moreover, the negative effect is more pronounced in firms with poor corporate governance, state ownership, pro-cyclical industries, and regions with weak legal environment. In summary, this study reveals the inhibitory effect of institutional investors limited attention on firm innovation and its mechanism, which has implications for enhancing firm innovation and promoting the development of institutional investors.

Key words: Limited Attention; Corporate Innovation; Institutional Investors; Corporate Governance

(责任编辑:胡浩志)