

机构投资者交叉持股对企业风险承担的影响研究

张小雨

南京师范大学，江苏省南京市，210023；

摘要：企业风险承担反映了企业在选择高收益投资策略时所能承担的不确定性，较高的风险承担有利于股东和企业实现价值最大化。此外，随着机构投资者持股和投资机构并购现象的增加，机构投资者持有同行业多家公司股权的现象也越来越普遍，该模式被称为机构投资者交叉持。本文基于 2013-2022 年沪深 A 股上市公司的数据，分析机构投资者交叉持股对于企业风险承担的影响。实证结果表明：机构投资者交叉持股能够有效发挥协同治理效应促进企业的风险承担。

关键词：企业风险承担；机构投资者交叉持股；协同治理

DOI：10.69979/3029-2700.25.02.077

引言

风险作为一种客观存在是伴随着收益产生的，企业是以盈利为根本目的的存在，想要获得收益的同时必然要面对风险。然而，现有研究表明企业的风险承担受到诸多因素的影响，既受决策者承担风险意愿的主观影响，也受企业获取资源能力的客观限制（张敏，童丽静，2015^[1]）。因此，探究如何提升企业风险承担是关系我国企业甚至是经济社会可持续发展的重要问题。中国机构投资者自从 21 世纪初证监会鼓励机构投资者的发展战略后迅速发展壮大，尽管发展水平与发达国家资本市场水平仍有很大差距，但是其在发展过程中逐渐在国内资本市场上占据重要地位。那么，机构投资者交叉持股是否会促进企业风险承担能力的提升？

1 文献回顾与假说提出

1.1 文献回顾

1.1.1 机构投资者交叉持股效应研究。

从现有文献来看，有关机构投资者交叉持股对微观企业的效应研究，主要有以下两种不同的观点。一部分研究认为机构投资者交叉持股会产生“协同治理效应”。首先信息优势，Kang 等（2018）^[2]研究发现交叉所有权能够为机构投资者提供信息优势，机构投资者交叉持股能够借助同行业更多的投资信息对企业产生更好的治理效应；杜勇等发现机构投资者交叉持股能够更好改善上市盈余信息质量（杜勇，孙帆，邓旭，2021）^[3]，增强企业的信息披露（Park et al. 2019）^[4]，同时提高企业披露信息的质量（王思瑞、叶勇，2023）^[5]。另一部分则持相反的

观点，认为机构投资者交叉持股会发挥“合谋舞弊效应”。

1.1.2 企业风险承担影响因素研究

企业在成长道路上不可避免地遭遇各种变数，这些变数实质上就是所谓的风险通过回顾现有文献资料，可以发现关于这一主题的研究已经相当完备，本文主要从企业内部和外部两大类因素展开论述。在公司外部治理机制方面，John 等从投资者的视角研究公司外部治理机制如何影响企业的风险承担水平，认为更好的投资者保护会提升企业风险承担水平；Acharya 等人从债权人视角展开研究，探讨外部监管机制如何对企业风险承担水平产生影响，认为强化债权人权益有助于降低企业风险承担水平。在企业的内部治理结构方面，如企业性质、股东构成、管理层特点以及企业声誉等因素，均显著作用于企业的风险承担能力。

1.2 研究假设

本文认为机构投资者交叉持股可能会提高企业风险承担。原因如下：一是机构投资者交叉持股会产生监督效应，交叉持股的机构投资者持有同行业多家企业股份，为了自身的最大化利益，会更加主动的履行外部监督的职能，在公司进行各种投资决策时也更有话语权，甚至能够直接参与到公司治理中（Kang et al.），会影响企业的决策。二是机构投资者交叉持股能发挥协同效应，掌握多家同行业企业股份的机构投资者，可以使得各个企业之间形成战术同盟，提高信息透明度，以此降低企业之间的信息不对称和信任风险（李维安等），由此本文提出如下假设：机构投资者交叉持股会提升企业风险承担水平。

2 研究设计

2.1 数据来源和样本选取

本文采纳了我国沪深两市所有A股上市公司作为研究对象，研究时段覆盖2013年至2021年。本文用到的所有数据都来自于WIND数据库和CSMAR数据库。为了确保数据的可靠性和精确度，本文对初始样本采取必要的处理和筛选：（1）剔除金融保险行业公司样本；（2）剔除ST和*ST的上市企业样。最终得到的年度-企业样本数据。

2.2 定义变量

2.2.1 被解释变量——企业风险承担

本文的被解释变量为企业的风险承担（Risk），为了结果的稳健性，本文借鉴John et al. (2008)的方法采用盈利波动性来衡量（John et al.）。一般在计算标准差之前先将企业每一年的ROA减去该年度企业所在行业的ROA平均值。其具体计算公式如下：

$$Risk_i = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (ADJ_{it} ROA_i - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N ADJ_{it} ROA_i)^2} | N = 3$$

$$\text{其中: } ADJ_{it} ROA_i = \frac{EBIT_{it}}{ASSETS_{it}} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT_{kx}}{ASSETS_{kx}},$$

2.2.2 解释变量——机构投资者交叉持股

本文参考He and Huang 和 Chen et al. 的做法，机构投资者在多个同行业公司中持有的股份交叉统计指标（Cross），是指所有参与交叉持股的机构投资者所持有的同业公司数量的平均值之后再加一，并取其自然对数，这一指标揭示了机构投资者在监督方面的积极性与实力。

2.2.3 控制变量

参考企业风险承担影响因素的相关研究（谢获宝等），本文将企业资产规模（Size）、资产负债率（Le v）、净资产收益率（ROE）、现金流量比（Cashflow）、固定资产占比（FIXED）、企业成长能力（Growth）、公司价值（TobinQ）、股权集中度（Top1）、董事规模（Board）、独立董事比（Indep）、两职合一（Dual）、企业年龄（FirmAge）等指标作为控制变量，此外，本文还控制了行业差异和年份的影响。

2.3 模型设计

为了验证上述假设，构建以下模型：

$$Risk = \beta_0 + \beta_1 Cross_{it} + \alpha Controls_{it} + \sum Year_t + \sum Industry_j + \varepsilon_{it} \quad (4-1)$$

其中 Risk 代表企业风险承担，Cross_{it}表示企业 i 在 t 年的机构投资者交叉持股指标，为交叉持股企业平均数（Cross），Controls_{it}表示控制变量。

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计

本文各变量的描述性统计情况详见表 3-1。从表中可以看出 Risk 的均值为 3.700，标准差为 3.763，最小值为 0.429，最大值为 21.39。因此，可以从中看出我国上市企业的整体风险承担表现相对较低，不同企业之间的风险承担能力有较大的差异。从解释变量来看，机构交叉持股企业平均数（Cross）均值为 0.442，说明大多数机构交叉持股股东持有 1 家以上同行业公司。从控制变量来看，各控制变量的样本数值之间也存在着差异。

表 3-1 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Risk	19119	3.700	3.763	0.429	21.39
Cross	19119	0.442	0.899	0	4.784
Size	19119	22.64	1.339	19.92	26.58
Lev	19119	0.465	0.201	0.070	0.912
ROE	19119	0.051	0.148	-0.727	0.389
Cashflow	19119	0.049	0.068	-0.155	0.246
FIXED	19119	0.222	0.169	0.001	0.707
Growth	19119	0.153	0.447	-0.582	2.925
Cap1	19119	14.71	0.953	12.82	17.76
Board	19119	2.141	0.196	1.609	2.708
Indep	19119	37.52	5.413	33.33	57.14
Dual	19119	0.209	0.407	0	1
FirmAge	19119	3.038	0.266	2.197	3.555

3.2 基准回归结果

为检验机构投资者交叉持股对企业风险承担，本文基于面板双向固定效应模型进行回归分析，表 3-3 报告了本文的基准回归结果。结果显示，列（2）的解释变量 Cross 系数在 5% 水平上正向显著，列（1）、列（3）和列（4）的解释变量 Cross 的估计系数均在 1% 水平上

正向显著，具有统计显著意义。基准结果表明，机构投资者交叉持股可以显著的提升企业风险承担。

表 3-3 基准回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	Risk	Risk	Risk	Risk
Cross	0.103*** (4.518)	0.057** (2.493)	0.085*** (3.527)	0.082*** (3.395)
Size	-0.764*** (-25.373)	-0.799*** (-26.204)	-0.901*** (-30.072)	-0.874*** (-28.628)
Lev	0.632*** (3.318)	0.878*** (4.523)	1.853*** (9.343)	1.800*** (9.025)
ROE	-7.684*** (-23.278)	-7.328*** (-22.306)	-6.591*** (-20.618)	-6.594*** (-20.604)
Cashflow	3.503*** (6.652)	2.811*** (5.363)	2.024*** (4.026)	2.068*** (4.111)
FIXED	-0.750*** (-4.849)	-0.459*** (-2.982)	-0.944*** (-4.561)	-0.920*** (-4.447)
Growth	0.683*** (8.491)	0.725*** (9.008)	0.639*** (8.156)	0.638*** (8.173)
Cap1	0.203*** (6.520)	0.178*** (5.777)	0.317*** (8.148)	0.304*** (7.835)
Board	-0.837*** (-5.377)	-0.568*** (-3.665)		-0.561*** (-3.674)
Indep	0.000 (0.069)	0.002 (0.341)		0.001 (0.216)
Dual	0.259*** (3.852)	0.168** (2.530)		0.135** (2.067)
FirmAge	0.897*** (10.345)	0.187* (1.953)		0.483*** (4.971)
Constant	16.944*** (24.119)	19.505*** (26.218)	18.883*** (25.772)	18.132*** (21.181)
Observations	19,119	19,119	19,119	19,119
Adjusted R-squared	0.174	0.191	0.250	0.251
Year FE	No	Yes	Yes	Yes
Industry FE	No	No	Yes	Yes

注：***、**、*分别代表在 1%、5%、10% 水平上显著。
括号内为稳健标准误对应的 t 值。下同。

4 结论与建议

本研究以 2013 年至 2022 年间，沪深两市 A 股市场中，剔除金融行业及 ST 标识的上市公司作为研究对象，对机构投资者之间的交叉持股与企业风险承担度进行了基础性的回归分析。本研究得出了以下的结论：验证了机构投资者交叉持股能有效地发挥协同治理效应，显著提高企业的风险承担水平。

参考文献

- [1] 张敏, 童丽静, 许浩然. 社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2015 (11): 161-175.
- [2] He J, Huang J. Product market competition in a world of cross-ownership: evidence from institutional blockholdings [J]. Review of Financial Studies, 2017, 30(8): 2674-2718.
- [3] 杜勇, 孙帆, 邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理 [J]. 中国工业经济, 2021(06): 155-173.
- [4] Park, J., J. Sani, N. Shroff, and H. White. Disclosure Incentives When Competing Firms Have Common Ownership [J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 67(2-3): 387-415.
- [5] 王思瑞, 叶勇. 共同机构所有权与企业信息披露质量 [J]. 华东经济管理, 2023, 37(01): 108-118.

作者简介：张小雨（1998），女，汉族，湖北荆门，硕士研究生，研究方向：公司金融学