

机构交叉持股对企业价值的影响

周泰云¹ 邢斐¹ 姚刚²

(1.华中科技大学经济学院, 湖北 武汉 430074; 2.合肥工业大学管理学院, 安徽 合肥 230009)

摘要: 基于2007—2018年中国A股上市公司数据, 本文考察了机构交叉持股对企业价值的影响及其作用机制。研究发现, 机构交叉持股显著提高了企业价值, 在考虑内生性问题和替换主要变量后结论依然较为稳健。交叉持股机构投资者能够成为更加积极的监督者, 主动参与公司治理, 缓解代理问题, 同时促进同行业企业间产品市场协作, 改善企业的产品市场表现, 进而提升企业价值。此外, 相比其他类型的投资者, 长期、独立以及稳定型的交叉持股机构投资者对企业价值的促进作用更显著, 进一步印证了监督治理渠道的作用。机构交叉持股推动产品市场协作, 主要是通过提高企业创新能力和营业利润率。本文结论证实了机构交叉持股的正向协同效应, 对完善中国资本市场制度体系和促进企业可持续发展具有重要意义。

关键词: 机构交叉持股; 企业价值; 公司治理; 产品市场协作

Abstract: Based on the data of China's A-share listed companies from 2007 to 2018, this paper examines the impact of institutional cross-ownership on corporate value. The positive impact holds robust after mitigating this possible endogeneity problem and conducting a series of other robustness checks. Further research shows that cross-ownership investors will become more active supervisors, actively participating in corporate governance, reducing agency problem, promoting product market coordination, and improving product market performance, thereby enhancing firm value. Moreover, compared with other types of investors, long-term, independent and stable cross-ownership investors have a more significant role in promoting value, which further confirms the monitoring channel. Product market coordination activities are enhanced through the improvement on innovation productivity and operating profit margins. The result confirms the positive effects of institutional cross-ownership, which has practical significance for improving the institutional system of China's capital market and promoting the sustainable development.

Key words: institutional cross-ownership, firm value, corporate governance, product market coordination

作者简介: 周泰云, 女, 华中科技大学经济学院博士生, 研究方向: 公司金融。邢斐, 华中科技大学经济学院副教授, 研究方向: 技术经济。姚刚, 合肥工业大学管理学院博士生, 研究方向: 信用风险预测。

中图分类号: F270 **文献标识码:** A

一、引言

机构交叉持股企业是指机构大股东持股企业, 并且该机构在同一行业的其他企业中也持有较多股份(He and Huang, 2017)^[22]。近年来, 上市公司通过机构投资者产生股权关联的现象越来越普遍, 其中, 美国存在机构交叉持股的企业从1980年的10%上升到2014年的70%(Harford et al., 2011)^[21], 主要原因在于美国资本市

场结构已经从个人投资者主导转变为机构投资者主导。截至2018年底, 美联储数据统计显示, 美国机构投资者持股比例达到60%以上。在作为新兴经济体的中国, 机构投资者的比重也在不断增加。中金公司研究报告显示, 我国机构投资者持股占总市值的比例已经从2014年的11%上升到2018年的19%, 机构投资者持股占流通市值的比例已经从2014年的28%上升到2018年的48%, 说明机构投资者正在成为中国资本市场的中坚力量, 机

机构投资者产生股权关联的模式也将越来越普遍。交叉持股的机构投资者作为专业化的大股东，常以长期持有多家企业的股权为目的，其投资组合收益与企业业绩的相关性更大，因此相比非交叉持股机构投资者，交叉持股机构投资者更有动机去履行监督职能，积极介入到公司治理体系中，进而影响企业的经营活动和投资决策。同时，交叉持股机构投资者作为企业间信息传递和资源流通的途径之一，还影响着企业间的竞争合作关系。因此，随着中国机构股权关联现象增多，厘清股权关联对企业绩效与价值的影响，对推动资本市场的完善和保障企业的可持续发展有着重要的现实意义。

虽然股权关联现象越来越普遍，但现有研究主要集中于探讨同行业企业间的相互持股问题，较少关注包括机构投资者在内的普通股大股东交叉持股的经济影响。近年来，随着研究数据的丰富，关于机构交叉持股的实证研究开始出现，主要以欧美发达国家的上市公司为研究对象，存在两种不同观点：一部分文献认为机构交叉持股对企业发展产生积极影响，交叉持股的机构投资者凭借其在技术支持、信息获取、专业性等方面的天然优势，在协同效应的作用下，有可能利用其投票权来影响投资企业管理层的决策，推动产品市场协作(He and Huang, 2017)^[22]，提高企业并购绩效(Brooks et al., 2018)^[8]，促进技术创新水平(Gao et al., 2018)^[18]；另一部分文献认为机构交叉持股对企业发展产生负面影响，交叉持股的机构投资者为了攫取短期超额收益，可能会增加大股东与管理者间的合谋倾向，侵占中小股东利益(Hou, 2007)^[25]，也可能激发关联企业间的合谋动机，扭曲市场价格形成机制(Azar et al., 2018)^[5]。显然，关于机构交叉持股对企业发展的影响并没有得到国内外学术界充分地探究，也未能形成一致结论。因此，我国A股市场如何借鉴发达资本市场的历史经验和制度安排，促进交叉持股机构投资者的健康发展，发挥其稳定市场的作用，是学术界较为关注的议题之一。

本文以2007—2018年中国A股上市公司为样本，考察机构交叉持股对企业价值的影响及其作用机制。研究结果表明，机构交叉持股有效地提高了企业价值，这种正向影响主要通过两个渠道实现：第一，交叉持股机构投资者履行监督职能的动机更强，更主动地参与公司

治理，抑制管理层的道德风险行为，缓解因所有权与经营权分离而产生的代理问题；第二，机构交叉持股增加了同行业企业间的产品市场协作，改善了企业产品市场表现。

本文可能的研究贡献在于：第一，丰富了机构交叉持股经济后果的相关研究。学术界关于机构交叉持股的实证研究仍处于起步阶段，尚未形成一致认知。本文的研究发现了中国上市公司的机构股权关联现象，考察了机构交叉持股的经济后果及其提升企业价值的路径，基于股权关联的视角找到了提升监督治理和促进同行业企业产品市场协作的机制，为机构交叉持股的正向协同效应提供了新的经验证据。第二，丰富了交叉持股机构投资者公司治理角色的相关研究。已有研究大多基于机构投资者视角，但结合中国独特的制度背景探讨交叉持股机构投资者在公司治理方面作用的研究并不多。本文的研究揭示了机构交叉持股可以作为一种有效的外部治理机制，能够发挥更加积极的监督者职能，主动参与公司治理过程，补充了Matvos and Ostrovsky(2008)^[31]关于交叉持股机构投资者对并购行为发挥着监督作用的相关研究，同时发现交叉持股机构投资者增加了企业间的信息透明度和产品市场协作，这与He and Huang(2017)^[22]在美国资本市场上发现具有相似性，可以为中国交叉持股机构投资者行为的市场监管提供理论依据。第三，丰富了企业价值影响因素的相关研究。现有文献从股权结构出发，主要考察实际控制人(邵帅和吕长江, 2015)^[41]、机构投资者(曾志远等, 2018)^[45]、管理层持股(Drakos and Bekiris, 2010)^[15]对企业价值的影响，但探讨交叉持股机构投资者影响企业价值的文献较为少见，本文对此进行了有益补充，同时也为企业价值创造增添了来自中国的经验证据。

二、文献回顾与理论分析

(一)文献回顾

交叉持股是资本市场中常见的经济现象，主要分为直接交叉持股(同行业企业相互持有股份)和间接交叉持股(大股东持有多家同行业企业股份)。作为投资规模更大、专业能力更高、回报和风险的要求更苛刻的外部投资者，机构投资者产生的间接交叉持股现象会带来怎样的

经济后果，引起了国内外学者的广泛关注。因此，本部分将回顾和梳理机构交叉持股的相关文献。

第一，关于机构交叉持股对企业决策和战略影响的相关文献。已有研究发现，交叉持股机构投资者作为大股东，可能会以监督者的身份来影响公司治理与投资决策(Edmans, 2009; Aghion et al., 2013; Luong et al., 2017)^{[16][1][29]}，也可能作为同业企业的信息传播渠道来影响企业经营战略(Massa and Zaldokasb, 2017)^[30]。一方面，基于监督作用，Chen et al.(2018)^[12]采用1981—2016年美国公司数据，发现机构交叉持股的企业在拥有投资机会的时候可以获得更多的外部融资，认为交叉持股机构投资者可以增强股东监督职能，从而减少逆向选择和代理问题。Gao et al.(2019)^[18]运用中国上市公司2003—2016年数据，发现机构交叉持股主要通过有效监督和知识共享来促进企业创新。He et al.(2019)^[23]发现交叉持股会激励机构投资者发挥更加积极的监督作用，其作为一种外部市场机制可以减轻效率低下问题。He et al.(2020)^[24]认为，机构交叉持股与盈余管理存在负相关关系，用金融机构合并作为机构交叉持股的外部冲击，结果验证了交叉持股机构投资者对财务报告的监督效果显著。另一方面，基于信息传递作用，Hou(2007)^[25]认为机构交叉持股增加了获取有效信息的可能性，可以在了解到对企业有利的消息后出售股票，对企业不利的消息后购买股票。Jung(2013)^[26]发现，机构交叉持股作为一种沟通渠道和反馈机制，与企业自愿披露水平存在显著的正相关关系。Brooks et al.(2018)^[8]认为机构交叉持股通过为收购者提供有关其真实价值的信息优势而在谈判中拥有更大的议价能力，进而降低了交易溢价，增加了股票支付的并购交易行为。Freeman(2018)^[17]发现共同大股东能够缓解企业间的信息不对称程度，从而维系更加稳定的供应链关系。

第二，关于机构交叉持股对市场行为影响的相关文献。根据现有文献，交叉持股机构投资者可能促进信息共享，协调资源分配，避免在同一产品中相互竞争或集体竞争，促进各种形式的产品市场协作(He and Huang, 2017)^[22]，也可能增加企业间的合谋倾向，扭曲市场运行机制(Azar et al., 2018)^[5]。一方面，基于协作视角，Allen and Phillips(2000)^[2]发现交叉持股能够发挥企业

所有者对管理者的监督职能，缓解融资约束，推动产品市场协作。He and Huang(2017)^[22]发现机构交叉持股通过促进同业企业间的产品市场协调合作，提高了企业的市场份额和绩效。另一方面，基于合谋视角，Parker and Röller(1997)^[32]考虑合谋因素来构建市场模型，发现交叉持股是解释非竞争性价格的重要因素。Gilo et al.(2006)^[19]发现交叉持股更容易在行业中产生合谋行为，表现为企业反对市场竞争，从而推高产品价格。Azar et al.(2018)^[5]以美国航空业作为研究对象，发现机构交叉持股会降低企业相互竞争的动机，达成合谋共识，提高产品价格，降低企业产量。

综上所述，现有文献关于机构投资者交叉持股的研究没有考虑投资组合企业间的外部性；研究样本多采用欧美成熟资本市场的微观企业数据，国内关于机构交叉持股的文献较少；同时，关于机构交叉持股及其经济后果的研究尚未达成一致结论。因此，本文以企业价值为切入点，考察机构交叉持股对企业行为的影响，可以丰富相关的研究成果。

(二)理论分析

企业价值与企业的财务决策密切相关，体现了企业资金的时间价值、风险以及持续发展能力。已有大量文献研究企业价值的影响因素，发现企业内部股权结构、外部制度环境都能对企业价值产生影响(逯东等，2014；王晓巍和陈逢博，2014)^{[38][44]}。机构交叉持股作为股权结构的特征之一，会引发企业间的股权关联现象，在实际经济活动中，机构投资者可能介入企业的经营活动与投资决策，进而影响持股企业的绩效与价值。机构交叉持股具有两个特点：第一，从能力来看，相比于个人投资者，机构投资者作为大股东，在与企业的博弈中拥有更强的话语权，机构投资者更有能力通过股价波动、实地调研、从管理层获取等多种方式对企业有效信息进行挖掘、掌握和处理，交叉持股机构投资者凭借其优势可以发挥监督和信息传递职能；第二，从动力来看，交叉持股机构投资者的目标是最大程度地提高其投资组合的总价值，与仅投资单一企业的机构相比，交叉持股机构投资者更有动力去参与和影响其投资企业的内部决策，从而更好地保障自身利益。那么，机构交叉持股会如何影响企业价值呢？

第一，交叉持股机构投资者可能发挥更积极的监督职能，参与公司治理，抑制管理层机会主义行为，减少代理问题，进而增加企业价值。一方面，交叉持股机构投资者扮演更加积极的外部监督者角色。基于委托-代理理论，由于投资者和管理者之间利益不完全一致，在投资者处于信息劣势、无法对管理者进行有效监督的情况下，管理者为谋取自身利益的最大化而实施机会主义行为的可能性增加，因此需要机构投资者凭借其专业能力和信息优势对企业管理层进行监督(Edmans, 2009)^[16]。而交叉持股机构投资者一般会长期大量持有同行业企业的股权，对投资企业能否为自身带来更多的理想收益更为关注，因此更有动力去履行监督的职能，能够更有效约束管理层的道德风险和机会主义行为(Chen et al., 2018; Gao et al., 2018)^{[12][18]}，进而提升企业价值。另一方面，交叉持股机构投资者会更主动地参与公司治理过程。基于股东积极主义论，机构投资者参与公司治理，缓解代理问题，重塑企业经营战略和投资决策，进而提升企业绩效和价值(Ling et al., 2020)^[28]。管理者基于业绩压力可能会更加关注短期回报，过度投资于风险低的日常项目，减少投资于价值提升大的创新项目，不利于企业的价值创造。相比于普通机构投资者，交叉持股机构投资者将投资企业治理外部性进行内部化的动机更大，因为在企业改善治理的边际成本相同时，交叉持股机构投资者可以获得更高的边际收益，从而更愿意参与公司治理，影响企业的投资决策，缓解代理问题，提高企业价值(He et al., 2019)^[23]。具体表现为，交叉持股机构投资者可能在企业内部决策时给管理层投反对票(He et al., 2019)^[23]，甚至可能迫使不合格的管理者离职(Kang et al., 2018)^[27]。因此，交叉持股机构投资者可能通过正向治理效应来增加企业价值。

第二，交叉持股机构投资者可能通过降低同行业企业的信息不对称程度，促进信息共享，增加战略合作的机会，从而提升企业价值。由于竞争效应的存在，同行业企业通常会向竞争对手隐瞒其私有信息，进而阻止企业间进行有效的市场协作(Asker and Ljungqvist, 2010)^[4]。契约的不完全性和同行业合作企业违约风险的存在(Williamson 1985)^[34]产生了大量交易成本，降低企业间协作的可能性。而交叉持股机构投资者为了最大化其投

资组合的总价值，可以凭借其信息优势，提高交易双方的信息透明度，减少合作过程中的摩擦成本，促进机构交叉持股的同行业企业进行有效协作(He and Huang, 2017; Brooks et al., 2018)^{[22][8]}，提升企业的经营绩效与价值。因此，交叉持股机构投资者可能通过产品市场协作来增加企业价值。

基于以上分析，本文提出如下假说：

H1：机构交叉持股会提高企业价值。

H2：机构交叉持股增强外部监督、优化公司治理，进而提升企业价值。

H3：机构交叉持股促进产品市场协作，进而增加企业价值。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文选择2007—2018年中国沪深A股上市公司作为初始研究样本，数据来源于CSMAR数据库和WIND数据库。对初始样本进行了如下处理：剔除金融类上市公司；剔除ST、*ST类上市公司；剔除关键变量缺失的样本；参考潘越等(2020)^[40]的研究，剔除上市当年的样本；为了减轻极端值对回归结果的影响，对所有连续型变量在上下1%分位进行了缩尾(winsorize)处理。最终得到2241家公司的21100个“年度-公司”样本。

(二)模型设计与变量定义

为了验证H1，本文构建如下实证模型来考察机构交叉持股对企业价值的影响：

$$Tobin_{i,t} = \alpha + \beta CrossOwn_{i,t-1} + \gamma Controls_{i,t-1} + Firm_i + Year_t + \varepsilon_{i,t}$$

1.被解释变量(Tobin)

参考王晓巍和陈逢博(2014)^[44]、邵帅和吕长江(2015)^[41]的研究，企业价值的主要衡量指标是托宾Q，计算方法为： $Tobin = (\text{流通股股数} \times \text{每股价格} + \text{非流通股股数} \times \text{每股净资产} + \text{总负债}) / \text{总资产}$ 。为了保证结果的可靠性，本文还使用总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)来度量企业价值。

2.核心解释变量(CrossOwn)

参考He and Huang(2017)^[22]、He et al.(2020)^[24]的做法，在季度层面保留持股数量与流通股股数之比不低于5%的机构投资者，如果这一机构投资者在同季度对同行

业的其他企业持股比也不低于5%，则说明该企业存在机构交叉持股。其中，以5%作为股权门槛的依据有两点：一是在中国5%表示重大股权变动警示线；二是国外文献普遍认为股东持股比超过5%可能对企业的经营决策产生重大影响(Bharath et al., 2013)^[6]。行业分类按照证监会2012年分类标准，非制造业保留一级代码，制造业保留二级代码。*CrossOwn*表示机构交叉持股，采用四种方法进行度量，其中，主要衡量指标是哑变量*CrossDum*，如果企业*i*存在机构交叉持股现象，则取值为1，否则为0；*LnNumCon*表示交叉平均企业数，定义为对每家企业，与其同季度同行业的机构交叉持股企业平均数量加1取自然对数；*LnAvgNum*表示交叉平均持股比，定义为对每家企业，与其同季度同行业的机构交叉持股企业中，机构平均持股比加1取自然对数；*TotalCross*表示总交叉持股比，定义为对每家企业，所有交叉持股机构投资者在该企业的持股比例之和。

表1 主要变量定义

| 变量符号 | 变量名称 | 计算方法 |
|-------------------|-----------|---|
| <i>Tobin</i> | 企业价值 | 托宾 Q = (流通股股数 × 每股价格 + 非流通股股数 × 每股净资产 + 总负债) / 总资产 |
| <i>CrossDum</i> | 机构交叉持股哑变量 | 在季度上，机构投资者持有本企业及同行业企业的股份数量与流通股股数的比例大于等于5%，则取值为1，否则为0 |
| <i>LnNumCon</i> | 交叉平均企业数 | 1 加上与该企业共同的机构大股东所持有同行业同季度的平均企业数量的自然对数 |
| <i>LnAvgNum</i> | 交叉平均持股比 | 1 加上与该企业共同的机构大股东所持有同行业同季度的企业平均持股比的自然对数 |
| <i>TotalCross</i> | 总交叉持股比 | 所有交叉持股机构在该企业的持股比例之和 |
| <i>Size</i> | 企业规模 | 企业总资产的自然对数 |
| <i>Age</i> | 上市年限 | 企业上市年限的自然对数 |
| <i>Cash</i> | 现金比率 | 现金及现金等价物 / 总资产 |
| <i>Lev</i> | 负债率 | 总负债 / 总资产 |
| <i>Roe</i> | 净资产收益率 | 净利润 / 所有者权益 |
| <i>Capex</i> | 资本支出 | (经营租赁所支付的现金 + 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金口处置固定资产、无形资产和其它长期资产而收回的现金净额) / 总资产 |
| <i>Growth</i> | 成长能力 | (期末营业收入 - 期初营业收入) / 期初营业收入 |
| <i>Soe</i> | 产权性质 | 国有企业取值为1，否则取0 |
| <i>Board</i> | 董事会规模 | 董事会人数的自然对数 |
| <i>Indep</i> | 独立董事占比 | 独立董事人数 / 董事会人数 |
| <i>Dual</i> | 是否二职合一 | 如果董事长和总经理同为同一人，取值为1，否则取0 |
| <i>First</i> | 第一大股东持股比 | 第一大股东持股比例 |
| <i>InstOwn</i> | 机构投资者持股比 | 机构投资者持股比例之和 |
| <i>BlockDum</i> | 机构大股东哑变量 | 机构投资者持股超过10%，则是企业的大股东，取值为1，否则为0 |

3. 控制变量

参考企业价值影响因素的相关研究(曾志远等, 2018)^[45]，本文控制了企业规模(*Size*)、上市年限(*Age*)、现金比率(*Cash*)、负债率(*Lev*)、净资产收益率(*ROE*)、资本支出(*Capex*)、成长能力(*Growth*)、产权性质(*Soe*)、董事会规模(*Board*)、独立董事占比(*Indep*)、是否二职合一(*Dual*)、第一大股东持股比(*First*)、机构投资者持股比(*InstOwn*)、机构大股东哑变量(*BlockDum*)等反映公司财务和治理特征的变量。

上述变量的具体定义见表1。

4. 其他设定

为了缓解机构交叉持股与企业价值之间可能存在的内生性问题，本文将核心解释变量和所有控制变量滞后一期，并且控制了企业固定效应(*Firm*)和年份固定效应(*Year*)，同时将估计系数的标准误差聚类到企业层面。

(三) 描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。机构交叉持股(*CrossDum*)的均值为0.0833，标准差为0.2763，说明大约8.3%的企业存在被机构投资者交叉持有的情况，不同企业之间机构交叉持股的差异较大，而美国在1980—2014年期间机构交叉持股的企业占比达41.5%(He and Huang,

表2 主要变量的描述性统计

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|-------------------|-------|---------|--------|---------|---------|
| <i>Tobin</i> | 21100 | 2.2386 | 1.5437 | 0.9087 | 9.7485 |
| <i>CrossDum</i> | 21100 | 0.0833 | 0.2763 | 0 | 1 |
| <i>LnNumCon</i> | 21100 | 0.1173 | 0.4279 | 0 | 3.0910 |
| <i>LnAvgNum</i> | 21100 | 0.0040 | 0.0139 | 0 | 0.1105 |
| <i>TotalCross</i> | 21100 | 0.0088 | 0.0347 | 0 | 0.6841 |
| <i>Size</i> | 21100 | 21.9404 | 1.2647 | 19.1204 | 25.7996 |
| <i>Age</i> | 21100 | 2.0158 | 0.8160 | 0 | 3.1355 |
| <i>Cash</i> | 21100 | 0.1810 | 0.1332 | 0.0092 | 0.7268 |
| <i>Lev</i> | 21100 | 0.4550 | 0.2156 | 0.0462 | 1.0372 |
| <i>Roe</i> | 21100 | 0.0642 | 0.1614 | -0.8895 | 0.5476 |
| <i>Capex</i> | 21100 | 0.0549 | 0.0510 | 0.0005 | 0.2480 |
| <i>Growth</i> | 21100 | 0.3073 | 0.8234 | -0.6897 | 5.7668 |
| <i>Soe</i> | 21100 | 0.4765 | 0.4995 | 0 | 1 |
| <i>Board</i> | 21100 | 2.1589 | 0.2005 | 1.6094 | 2.7081 |
| <i>Indep</i> | 21100 | 0.3708 | 0.0535 | 0.1818 | 0.5714 |
| <i>Dual</i> | 21100 | 0.2182 | 0.4131 | 0 | 1 |
| <i>First</i> | 21100 | 0.3485 | 0.1485 | 0.0880 | 0.7349 |
| <i>InstOwn</i> | 21100 | 0.0958 | 0.1189 | 0 | 0.5979 |
| <i>BlockDum</i> | 21100 | 0.0110 | 0.1045 | 0 | 1 |

2017)^[22]，可见与美国相比仍然存在较大差距。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归

表3报告了机构交叉持股与企业价值的回归结果。第(1)列单独考察机构交叉持股对企业价值的影响，结果显示 *CrossDum* 系数在1%水平下显著为正，说明机构交叉持股可以显著提高企业价值。第(2)、(3)列逐步引入企业的经营特征和治理情况的控制变量后，*CrossDum* 系数仍在1%水平下显著为正，且逐渐增大。第(4)列加入机构投资者持股比和机构大股东哑变量后，*CrossDum* 的系数有所减小，但仍在1%水平下显著为正，说明机构交叉持股与企业价值之间存在显著的正向关系，支持了本文H1。

(二) 稳健性检验

首先，替换解释变量和被解释变量。依据前文的变

表3 机构交叉持股与企业价值

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------------|---------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| <i>CrossDum</i> | 0.1211*** (3.43) | 0.1396*** (4.83) | 0.1411*** (4.86) | 0.0771*** (2.66) |
| <i>Size</i> | | -0.9019*** (-23.91) | -0.9024*** (-24.01) | -0.8972*** (-23.94) |
| <i>Age</i> | | 0.4818*** (14.68) | 0.4824*** (14.08) | 0.4797*** (14.21) |
| <i>Cash</i> | | 0.6205*** (4.51) | 0.6223*** (4.54) | 0.5471*** (3.98) |
| <i>Lev</i> | | 0.6397*** (5.07) | 0.6437*** (5.13) | 0.6253*** (4.96) |
| <i>Roe</i> | | 0.3069*** (3.54) | 0.3059*** (3.54) | 0.2500*** (2.90) |
| <i>Capex</i> | | -0.0134 (-0.06) | -0.0090 (-0.04) | -0.1310 (-0.57) |
| <i>Growth</i> | | -0.0010 (-0.07) | -0.0006 (-0.04) | -0.0066 (-0.46) |
| <i>Soe</i> | | -0.1741* (-1.70) | -0.1695* (-1.67) | -0.1534 (-1.52) |
| <i>Board</i> | | | 0.0684 (0.61) | 0.0569 (0.51) |
| <i>Indep</i> | | | 0.8426** (2.44) | 0.8626** (2.55) |
| <i>Dual</i> | | | -0.0243 (-0.61) | -0.0270 (-0.68) |
| <i>First</i> | | | -0.0137 (-0.07) | -0.0572 (-0.28) |
| <i>InstOwn</i> | | | | 1.0558*** (9.46) |
| <i>BlockDum</i> | | | | -0.4993*** (-5.63) |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 调整 R^2 | 0.5570 | 0.6285 | 0.6287 | 0.6329 |
| 样本量 | 21100 | 21100 | 21100 | 21100 |

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著，括号内是t值，下表同。

量定义，本文采用不同的机构交叉持股和企业价值的度量指标，表4报告了重新回归的结果。第(1)~(3)列将解释变量机构交叉持股哑变量(*CrossDum*)分别替换为交叉平均企业数(*LnNumCon*)、交叉平均持股比(*LnAvgNum*)和总交叉持股比(*TotalCross*)，结果显示，*LnNumCon*、*LnAvgNum*和*TotalCross*的系数均显著为正，说明替换机构交叉持股的度量方法后，本文的主要结论依然成立。第(4)、(5)列将被解释变量*Tobin*分别替换为总资产收益率(*ROA*)和净资产收益率(*ROE*)，第(6)列将相邻两期的*Tobin*进行差分，得到企业价值调整变量($\Delta Tobin$)作为被解释变量，结果显示，*CrossDum*的系数在5%水平下显著为正，说明替换企业价值的计算方法后，结论依然是稳健的。

其次，本文还从以下三个方面进行了稳健性检验：第一，控制固定效应，借鉴唐松等(2020)^[43]的研究，加

表4 稳健性检验：替换解释变量和被解释变量

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | <i>Tobin</i> | | | <i>ROA</i> | <i>ROE</i> | $\Delta Tobin$ |
| <i>LnNumCon</i> | 0.0628*** (3.54) | | | | | |
| <i>LnAvgNum</i> | | 1.6991*** (3.04) | | | | |
| <i>TotalCross</i> | | | 0.5143** (2.17) | | | |
| <i>CrossDum</i> | | | | 0.0036** (2.36) | 0.0079** (1.97) | 0.0773** (2.05) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 调整 R^2 | 0.6330 | 0.6329 | 0.6329 | 0.3388 | 0.1554 | 0.2069 |
| 样本量 | 21100 | 21100 | 21100 | 21100 | 21100 | 20026 |

注：限于篇幅，未在表中报告控制变量的结果。下表同。

表5 稳健性检验：控制固定效应、安慰剂检验、更改解释变量的范围

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|------------------------------|---------------------|---------------------|------------------|---------------------|--------------------|
| <i>CrossDum</i> | 0.0754*** (2.61) | 0.0797*** (2.82) | 0.0034 (0.10) | | |
| <i>CrossDum_{ps}</i> | | | | 0.1319*** (6.59) | |
| <i>CrossDum_{td}</i> | | | | | 0.0703** (2.31) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 不控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业固定效应 | 控制 | 不控制 | 不控制 | 不控制 | 不控制 |
| 行业-年份固定效应 | 不控制 | 控制 | 不控制 | 不控制 | 不控制 |
| 调整 R^2 | 0.6347 | 0.6503 | 0.3679 | 0.6336 | 0.6329 |
| 样本量 | 21100 | 21090 | 21095 | 21100 | 21100 |

入行业固定效应和行业-年份联合固定效应,尽可能地消除各种宏观行业因素对回归结果的影响,结果见表5第(1)、(2)列。第二,安慰剂检验,参考Cornaggia and Li(2019)^[13]的做法,本文采用随机分配的机构交叉持股变量进行安慰剂检验。具体而言,先将所有样本中的*CrossDum*变量提取出来,再将这些数值随机分配到每个样本中,最后重新进行回归估计,结果见表5第(3)列。第三,更改解释变量的范围,借鉴代昀昊(2018)^[35]和Gao et al.(2019)^[18]的做法,将门槛值更改为3%,并用证券投资基金公司代表所有机构投资者,重新计算机构交叉持股指标(*CrossDum_{ps}*和*CrossDum_{fd}*),结果见表5第(4)、(5)列。回归结果均验证了H1的稳健性。

(三)内生性检验

1.工具变量法(IV)

机构交叉持股与企业价值之间可能存在互为因果的内生性问题,价值水平高的企业可能会受到机构投资者更多的关注,从而会存在更多的交叉持股现象。为了缓解潜在的内生性问题,本文采用工具变量回归。借鉴Gao et al.(2019)^[18]的做法,把沪深300指数中新增或剔除一家公司作为外生冲击。沪深300指数的“进”或“出”与机构投资者的所有权高度相关,即当股票从指数新增(或剔除)后,机构投资者有可能开始投资(或出售)该股票。新增的沪深300指数中权重最高的公司与剔除的沪深300指数中权重最低的公司中,机构持股存在显著差异(Crane et al., 2016)^[14],沪深300指数成分股的增减可能会改变相应的机构交叉持股指标。但证券交易所决定从沪深

300指数中添加或剔除股票,选择标准并不是依据企业价值的高低,而是它们能否很好地代表一个行业的整体水平,能否反映证券市场股票价格变动的概貌和运行状况。因此,将沪深300指数的增减作为机构交叉持股的工具变量,满足一定的外生性和相关性条件。具体地,本文设置两个哑变量:若股票上一期从普通A股新增到沪深300指数中,则变量*In*取值为1,否则为0;若股票上一期从沪深300指数中剔除,则变量*Out*取值为1,否则为0。两阶段模型的回归结果见表6第(1)、(2)列,在第一阶段中,*In*的系数为负但不显著,*Out*的系数显著为负,说明股票从沪深300指数中剔除会减少企业的机构交叉持股现象。在第二阶段中,*CrossDum*的系数在5%水平下显著为正,表明在缓解内生性问题后,机构交叉持股与企业价值之间的正相关关系仍然成立。

2.倾向得分匹配法(PSM)和Heckman二阶段法

机构交叉持股的企业可能依据其价值水平被机构投资者有选择地持有股份,即存在样本选择偏差问题,因此,本文采用倾向得分匹配法和Heckman二阶段法进行检验。第一,倾向得分匹配法,首先将有和没有机构交叉持股的企业分为实验组和对照组,再运用Logit模型估计机构交叉持股的概率和倾向得分。结果如表6第(3)、(4)列所示,分别按照1:1和1:2的比例进行有放回邻近匹配,可以发现,*CrossDum*系数均在1%水平下显著为正,说明在重新匹配样本后,本文的结论依然成立。第二,Heckman二阶段法,在第一阶段中,将企业规模、负债率、现金比率、净资产收益率、资本支出、成长能力和第一大股东持股比例作为控制变量,然后让其滞后项对当期的*CrossDum*进行Probit回归,并计算出逆米尔斯比(*IMR*)。在第二阶段中,将第一阶段计算出的*IMR*代入基准模型进行拟合。回归结果见表6第(5)列,可以看出,*IMR*的系数显著为正,说明机构交叉持股样本的分布偏差确实存在,但*CrossDum*系数仍在5%水平下显著为正,可见在控制内生性问题后本文的结论依然稳健。

表6 内生性检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|-----------------|----------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| | 第一阶段 | 第二阶段 | 1:1 匹配 | 1:2 匹配 | Heckman |
| | <i>CrossDum</i> | | <i>Tobin</i> | | |
| <i>CrossDum</i> | | 9.5717** (2.27) | 0.1368*** (2.64) | 0.1465*** (3.35) | 0.0743** (2.56) |
| <i>IMR</i> | | | | | 3.1479** (2.15) |
| <i>In</i> | -0.0042 (-0.30) | | | | |
| <i>Out</i> | -0.0293** (-2.49) | | | | |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 调整 R^2 | 0.1470 | 0.0589 | 0.6372 | 0.6464 | 0.6332 |
| 样本量 | 21100 | 21100 | 2537 | 3714 | 21100 |

五、进一步分析

(一)作用机制检验

交叉持股机构投资者的目标是最大程度提高其投资组合的总价值。机构交叉持股影响企业价值,可能通过

激励交叉持股机构投资者发挥更加积极的股东监督作用,缓解管理层与股东之间的代理问题,抑制管理层机会主义行为;也可能通过降低机构交叉持股企业间的信息不对称程度,促进产品市场协作,避免同行业公司相互竞争产生的负面效应,进而提高企业价值。本部分将探讨机构交叉持股影响企业价值的机理,重点关注监督治理渠道和产品市场协作渠道两种作用机制。

1. 监督治理渠道

本文从三方面进行检验;首先,为了检验机构交叉持股的监督作用,本文选取会计稳健性(*CScore*)和股票流动性(*Illiquidity*)作为外部监督的代理变量。具体而言,会计稳健性采用扩展的Basu模型估算(祝继高,2011)^[46],其值越高说明企业财务报告的质量越好,信息透明度越高,监督压力越大。股票流动性采用价格冲击指标来刻画(Amihud,2002)^[3],依据Chen et al.(2019)^[11]的研究,价格冲击指标越大说明股票流动性越低,股价的信息含量越少,企业负面信息释放越少,干预管理层的价值难以及时反映在股票价格中,监督难度越大,监督压力越低。

其次,考察机构交叉持股对代理成本的影响,如果代理成本在机构交叉持股的企业中显著下降,说明交叉持股会提升机构投资者的监督动力,缓解代理问题。借鉴Luong et al.(2017)^[29]的研究,使用管理费用率(*ME*)和资产周转率(*Turnover*)衡量代理成本。管理费用率定义为管理费用与营业收入之比,资产周转率定义为营业收入与总资产之比,管理费用率越低,资产周转率越高,则企业的代理成本越低。

最后,检验在不同监督压力下机构交叉持股对企业价值的影响。借鉴孙雪娇等(2019)^[42]的研究,选择两种不同的监督压力情景进行分组检验:分析师跟踪度(*Ana*)和审计机构规模(*Big4*)。上述两种外部监督机制与机构投资者的作用相似,因而与交叉持股机构投资者呈现相互替代关系,在分析师跟踪人数较少和审计机构规模较小的企业中,外部监督治理可能更为薄弱,代理问题更为突出,如果机构交叉持股对企业价值的提升作用更强,说明机构交叉持股作为一种替代性的外部治理机制,发挥了监督效应。如果分析师跟踪人数高于同年度同行业的中位数,企业选择的审计机构是国际“四大”会计事

表7 监督治理渠道

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|-------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| | <i>CScore</i> | <i>Illiquidity</i> | <i>ME</i> | <i>Turnover</i> | <i>Ana=1</i> | <i>Ana=0</i> | <i>Big4=1</i> | <i>Big4=0</i> |
| <i>CrossDum</i> | 0.1168*** (3.21) | -0.0056** (-2.54) | -0.0034** (-2.52) | 0.0251*** (3.27) | 0.0228 (0.67) | 0.1447** (2.37) | -0.1203 (-1.34) | 0.0913*** (3.07) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 调整 R ² | 0.1005 | 0.4746 | 0.6665 | 0.7735 | 0.6454 | 0.6603 | 0.6581 | 0.6355 |
| 样本量 | 16553 | 21073 | 21097 | 21100 | 10324 | 10363 | 1190 | 19874 |

务所,则说明企业面临的监督压力较大,取值为1,否则为0。

表7报告了监督治理渠道的实证结果。由第(1)、(2)列可见,机构交叉持股会增加会计稳健性,提高股票的流动性。第(3)、(4)列的结果显示,机构交叉持股能够显著降低管理费用率,提高资产周转率,即减少管理层的代理成本。第(5)~(8)列是机构交叉持股对监督压力不同的企业价值的影响,可见在分析师跟踪度较低和审计机构规模较小的样本中,*CrossDum*的系数显著为正,即机构交叉持股对企业价值的提升作用更强。这说明在监督压力较小的企业,代理问题更为严重,机构交叉持股更能够发挥外部监督治理效应。以上结果说明,机构交叉持股能够发挥外部监督治理作用,进而提升企业价值,支持了本文H2。

2. 产品市场协作渠道

本文从三方面进行检验;首先,考察机构交叉持股能否提高企业的市场份额增长率,如果检验通过,则说明机构交叉持股能够促进企业间的产品市场协作。借鉴He and Huang(2017)^[22]、倪晓然(2020)^[39]的做法,采用两种方法来衡量企业的市场份额增长率:一是企业当年收入增长率减去行业当年收入增长率的平均值(*Mkt1*),二是企业当年营业收入占行业之比减去企业上一年营业收入占行业之比(*Mkt2*)。

其次,检验机构交叉持股是否促使企业的产品市场表现更好,本文用市场势力(*PCM*)和销售增长率(*Growth*)来衡量企业产品市场表现。其中,市场势力定义为税息折旧及摊销前利润与销售额之比。

最后,检验在不同市场竞争程度下,机构交叉持股对企业价值的影响。企业如果处于行业垄断地位,则对

同行业企业的协作需求较少,反之,在竞争激烈的行业,企业间产品市场协作能力更为重要,交叉持股机构投资者通过促进产品市场协作对企业价值的影响可能更明显(Chen et al., 2018)^[12]。参考Peress(2010)^[33]的做法,采用赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)和勒纳指数(Lerner)来衡量产品市场竞争程度。具体而言,HHI指数用每个企业的营业收入占行业营业收入的平方和表示,HHI越小表示市场集中度越低,行业间企业竞争越激烈。Lerner指数用每个企业的Lerner指数减去同行业企业以营业收入加权的平均Lerner指数,其中,单个企业勒纳指数=(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入,Lerner指数越小,说明企业的市场势力越小,竞争程度越高。如果HHI指数和Lerner指数高于同行业同年度的中位数,则取值为1,否则为0。

表8给出了产品市场协作渠道的实证结果。第(1)~(4)列的结果显示,机构交叉持股显著提高了企业的市场份额增长率、定价能力和销售增长率,使得企业的产品市场表现变好,因而企业价值的提高可能是机构交叉持股改善产品市场协作的结果。第(5)~(8)列是在不同市场竞争程度的行业中机构交叉持股对企业价值的影响。第(5)、(6)列报告了按HHI指数高低进行分组的回归结果,第(7)、(8)列报告了按Lerner指数高低进行分组的回归结果,可见在产品市场竞争程度更高的情况下,机构交叉持股对企业价值的正向影响更大。以上结果说明,机构交叉持股可能通过促进企业间产品市场协作来增加企业价值,支持了本文H3。

(二)不同类型的交叉持股机构投资者对企业价值的影响

Bushee(1998)^[9]将机构投资者分为长期投资者和短期投资者,认为长期投资者能够更好地扮演外部监督者角

表8 产品市场协作渠道

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|---------------------|
| | Mkt1 | Mkt2 | PCM | Growth | HHI=1 | HHI=0 | Lerner=1 | Lerner=0 |
| CrossDum | 0.0369** (2.12) | 0.0183* (1.78) | 0.0080** (2.22) | 0.0505** (2.37) | 0.0605 (1.25) | 0.0869** (2.33) | 0.0401 (1.04) | 0.1235*** (2.90) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 调整R ² | 0.0665 | 0.1250 | 0.3864 | 0.2926 | 0.6193 | 0.6480 | 0.6277 | 0.6857 |
| 样本量 | 21100 | 20026 | 21097 | 21100 | 10337 | 10353 | 10343 | 10351 |

色,从而缓解管理层短视问题和代理问题,短期投资者反而会加剧这两类问题的发生。Chen et al.(2007)^[10]发现,独立机构投资者更倾向于收集投资企业的信息并积极参与公司治理,有效监督企业运作。李争光等(2014)^[37]发现相比于交易型机构投资者,稳定型机构投资者发挥了监督作用,减少了代理冲突,对企业绩效的提升作用更显著。因此,通常情况下,与短期、非独立以及交易频繁的机构投资者相比,长期、独立以及稳定型的机构投资者拥有更强的动机和话语权,能够更好地发挥监督作用,可以对企业的经营策略、投资决策等施加影响。

参考Luong et al.(2017)^[29]的研究,本文将持股期限超过一年的投资者称为长期投资者,持股期限不超过一年的投资者称为短期投资者;将证券投资基金、社保基金和QFII称为独立机构投资者,保险公司、商业银行、信托公司等称为非独立机构投资者;企业当年交叉持股机构投资者平均持股比例除以其过去三年平均持股比例的标准差,如果得到的比值大于同年度同行业的中位数时,则认定该企业的机构投资者为稳定型机构投资者,反之,则为交易型机构投资者。回归结果如表9所示。其中,第(1)、(3)和(5)列显示,CrossDum的系数均显著为正,第(2)、(4)和(6)列中CrossDum的系数都不显著,说明长期、独立以及稳定型的交叉持股机构投资者对企业价值提升的影响更为显著,短期、非独立以及交易型的交叉持股机构投资者没有明显作用,进一步印证了监督治理渠道。

(三)交叉持股机构投资者与产品市场协作形式

上文结果表明,机构交叉持股可以通过促进产品市场协作来增加企业价值。He and Huang(2017)^[22]研究发现,交叉持股机构投资者利用其持股企业的信息对管

表9 不同类型的交叉持股机构投资者对企业价值的影响

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|------------------|--------------------|------------------|---------------------|------------------|---------------------|------------------|
| | 长期 | 短期 | 独立 | 非独立 | 稳定型 | 交易型 |
| CrossDum | 0.0753** (2.37) | 0.0507 (1.09) | 0.0783*** (2.68) | 0.0248 (0.23) | 0.1042*** (2.63) | 0.0554 (1.56) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 调整R ² | 0.6329 | 0.6328 | 0.6329 | 0.6328 | 0.6329 | 0.6328 |
| 样本量 | 21100 | 21100 | 21100 | 21100 | 21100 | 21100 |

表 10 交叉持股机构投资者与产品市场协作形式

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| | Grant | IGrant | Adj_OP | Adj_ROA |
| CrossDum | 0.0556* (1.65) | 0.0876*** (2.85) | 0.0208*** (3.31) | 0.0030** (2.12) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 调整 R ² | 0.7368 | 0.6661 | 0.1837 | 0.3341 |
| 样本量 | 13165 | 13165 | 21097 | 21100 |

理层产生影响,推动企业协作,一方面可以共享技术知识并协调研发工作,进而降低生产成本,提高创新能力(Grossman and Shapiro, 1986)^[20],另一方面可以提升定价能力,提高产品价格,增加营业利润率(Bolton and Scharfstein, 1990)^[7]。参考Aghion et al.(2013)^[11]的研究,本文采用专利授权量(Grant)和发明专利授权量(IGrant)来衡量创新能力,原因有两点:第一,相对于专利申请,专利授权得到了国家专利局的认证,其数量能够更真实地反映企业的创新水平;第二,相对于非发明专利,发明专利从申请到授权的审查过程更复杂,审查周期更长,技术要求更高,更能体现企业真实的创新能力。本文对上述两个创新能力变量加1后取自然对数。参考李林木等(2020)^[36]的研究,利润率采用经行业调整的营业利润率(Adj_OP)和总资产收益率(Adj_ROA)来衡量,其中营业利润率为利润总额与营业总收入之比。

回归结果如表10所示。第(1)、(2)列显示, CrossDum系数在10%水平下显著为正,表明机构交叉持股的确增加了企业的创新产出水平,这一发现可能归因于机构交叉持股促进了企业间的知识技术共享和研发活动协作。第(3)、(4)列显示, CrossDum系数显著为正,说明机构交叉持股能够提高企业的营业利润率和总资产收益率,这意味着在机构交叉持股的企业之间可能由此减少了相互竞争的市场策略,而是通过联合垄断策略或者其他形式打压其竞争对手,提高定价能力,增强交叉持股企业对其他同业竞争对手的市场影响力,进一步证实了产品市

场协作渠道。

六、结论与启示

在资本市场中,越来越多的企业通过机构交叉持股产生联系,本文研究机构交叉持股所带来的经济后果。基于2007—2018年A股上市公司数据,本文考察了机构交叉持股对企业价值的影响,研究发现:机构交叉持股提升了企业价值。在考虑内生性问题以及替换主要变量等一系列稳健性检验后,结论仍然成立。对作用机制的研究表明,交叉持股机构投资者一方面通过发挥更加积极的监督作用,参与公司治理,缓解代理问题;另一方面通过促进同行业企业间的产品市场协作,改善企业的产品市场表现,进而增加企业价值。此外,相对于其他交叉持股的机构投资者,长期、独立以及稳定的机构投资者对企业价值的促进作用更为显著,进一步证实了监督治理渠道;而机构交叉持股助推产品市场协作,主要是促进创新能力和营业利润率的提高。

本文研究结论对监管部门、企业和投资者的业务实践活动均具有一定启示。首先,应创造良好的制度环境。进一步出台和完善反垄断法及相关法律,增加对上市公司日常经营活动的监管力度,抑制同行业企业间合谋行为的出现,降低市场垄断势力形成的可能性,努力营造自由开放的市场环境。其次,应完善公司治理体系。机构交叉持股可以作为内部治理机制的补充,机构投资者通过积极介入企业管理,监督管理层行为,缓解代理问题,促进企业的价值创造,从而增强企业在中国经济转轨阶段的竞争力。再次,应发挥机构投资者的作用。交叉持股机构投资者应充分利用自身在技术支持、信息获取、专业性等方面的优势,帮助企业建立竞争优势的长效机制,通过促进技术创新、优化资源配置等方式,实现企业的长远健康发展。 ■

[基金项目:国家自然科学基金面上项目“企业集团、产业政策与企业技术创新”(项目编号:71874061)]

参考文献:

- [1] Aghion P, Van Reenen J, Zingales L. Innovation and institutional ownership[J]. American Economic Review, 2013, 103(1): 277-304.
[2] Allen J, Phillips G. Corporate equity ownership, strategic alliances, and product market relationships[J]. Journal of Finance, 2000,

55(6): 2791-2815.

- [3] Amihud Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects[J]. Journal of Financial Markets, 2002, 5(1): 31-56.

- [4] Asker J, Ljungqvist A. Competition and the structure of vertical

- relationships in capital markets[J]. *Journal of Political Economy*, 2010, 118: 599-647.
- [5] Azar J, Schmalz M C, Tecu I. Anticompetitive effects of common ownership[J]. *Journal of Finance*, 2018, 73(4): 1513-1565.
- [6] Bharath S T, Jayaraman S, Nagar V. Exit as governance: an empirical analysis[J]. *Journal of Finance*, 2013, 68(6): 2515-2547.
- [7] Bolton P, Scharfstein D. A theory of predation based on agency problems in financial contracting[J]. *American Economic Review*, 1990, 80(1): 93-106.
- [8] Brooks C, Chen Z, Zeng Y. Institutional cross-ownership and corporate strategy: the case of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48: 187-216.
- [9] Bushee B. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. *Accounting Review*, 1998, 73(3): 305-333.
- [10] Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: which institutions matter?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2): 279-305.
- [11] Chen Y, Ge R, Louis H, Zolotoy L. Stock liquidity and corporate tax avoidance[J]. *Review of Accounting Studies*, 2019, 24: 309-340.
- [12] Chen Y, Li Q, Ng J. Institutional cross-ownership and corporate financing of investment opportunities[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2018.
- [13] Cornaggia J, Li J Y. The value of access to finance: evidence from M&As[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 131(1): 232-250.
- [14] Crane A D, Michenaud S, Weston J P. The effect of institutional ownership on payout policy: evidence from index thresholds[J]. *Review of Financial Studies*, 2016, 29(6): 1377-1408.
- [15] Drakos A A, Bekiris F V. Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: a simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange[J]. *Research in International Business and Finance*, 2010, 24(1): 24-38.
- [16] Edmans A. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(6): 2481-2513.
- [17] Freeman K. The effects of common ownership on customer-supplier relationships[R]. *Kelley School of Business Research Paper*, 2018.
- [18] Gao K, Shen H, Gao X, Chan K C. The power of sharing: evidence from institutional investor cross-ownership and corporate innovation[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2019, 63: 284-296.
- [19] Gilo D, Moshe Y, Spiegel Y. Partial cross ownership and tacit collusion[J]. *Rand Journal of Economics*, 2006, 37(1): 81-99.
- [20] Grossman G M, Shapiro C. Research joint ventures: an antitrust analysis[J]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1986, 2(2): 315-337.
- [21] Harford J, Jenter D, Li K. Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 99(1): 27-39.
- [22] 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.
- [23] He J, Huang J, Zhao S. Internalizing governance externalities: the role of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(2): 400-418.
- [24] He J, Li L, Yeung P E. Two tales of monitoring: effects of institutional cross block holding on accruals[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2020.
- [25] Hou K. Industry information diffusion and the lead-lag effect in stock returns[J]. *Review of Financial Studies*, 2007, 20(4): 1113-1138.
- [26] Jung M J. Investor overlap and diffusion of disclosure practices[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18(1): 167-206.
- [27] Kang J, Luo J, Na H S. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(3): 576-602.
- [28] Ling D C, Wang C, Zhou T. Institutional common ownership and firm value: evidence from real estate investment trusts[J]. *Real Estate Economics*, 2020, Forthcoming.
- [29] Luong H, Moshirian F, Nguyen L, Tian X, Zhang B. How do foreign institutional investors enhance firm innovation?[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52(4): 1449-1490.
- [30] Massa M, Žaldokas A. Information transfers among co-owned firms[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2017, 31: 77-92.
- [31] Matvos G, Ostrovsky M. Cross-ownership, returns, and voting in mergers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(3): 391-403.
- [32] Parker P M, Röller L. Collusive conduct in duopolies: multimarket contact and cross-ownership in the mobile telephone industry[J]. *Rand Journal of Economics*, 1997, 28(2): 304-322.
- [33] Peress J. Product market competition, insider trading, and stock market efficiency[J]. *Journal of Finance*, 2010, 65(1): 1-43.
- [34] Williamson O. The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting[M]. *The Free Press*, 1985.
- [35] 代昀昊. 机构投资者、所有权性质与权益资本成本[J]. *金融研究*, 2018, (9): 143-159.
- [36] 李林木, 于海峰, 汪冲, 付宇. 赏罚机制、税收遵从与企业绩效——基于纳税信用管理制度的研究[J]. *经济研究*, 2020, 55(6): 89-104.
- [37] 李争光, 赵西卜, 曹丰, 卢晓璇. 机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2014, 29(5): 77-87.
- [38] 逯东, 孙岩, 周玮, 杨丹. 地方政府政绩诉求、政府控制权与公司价值研究[J]. *经济研究*, 2014, 49(1): 56-69.
- [39] 倪晓然. 卖空压力、风险防范与产品市场表现: 企业利益相关者的视角[J]. *经济研究*, 2020, 55(5): 183-198.
- [40] 潘越, 汤旭东, 宁博, 杨玲玲. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. *中国工业经济*, 2020, (2): 136-164.
- [41] 邵帅, 吕长江. 实际控制人直接持股可以提升公司价值吗?——来自中国民营上市公司的证据[J]. *管理世界*, 2015, (5): 134-146+188.
- [42] 孙雪娇, 翟淑萍, 于苏. 柔性税收征管能否缓解企业融资约束——来自纳税信用评级披露自然实验的证据[J]. *中国工业经济*, 2019, (3): 81-99.
- [43] 唐松, 伍旭川, 祝佳. 数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. *管理世界*, 2020, 36(5): 52-66+9.
- [44] 王晓巍, 陈逢博. 创业板上市公司股权结构与企业价值[J]. *管理科学*, 2014, 27(6): 40-52.
- [45] 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]. *金融研究*, 2018, (12): 157-173.
- [46] 祝继高. 会计稳健性与债权人利益保护——基于银行与上市公司关于贷款的法律诉讼的研究[J]. *会计研究*, 2011, (5): 50-57+96.

(责任编辑: 吴晶)