

机构投资者非基本面交易与企业经营效率*

宁 炜 庄 园 姜富伟

内容提要:在金融服务实体经济高质量发展背景下,本文以2006—2023年A股非金融与地产上市公司为研究样本,借助公募基金申购赎回数据构建代理变量,分析机构投资者非基本面交易对实体企业经营效率的影响及其微观机制。研究发现,机构投资者基于非基本面动机的交易行为会显著降低企业经营效率,并且对企业劳动生产率和资本生产率都具有显著的负向影响。从微观机制看,机构投资者非基本面交易向股价中引入噪声,会降低股价信息含量,并通过市场学习机制、薪酬激励机制和融资限制机制影响企业经营效率。我们发现国有企业管理层的经营策略和薪酬激励较少受股价影响,且国有企业面临更低的融资约束,因此在抵御外部非基本面冲击方面具有制度优势。本文对现有关于机构投资者实体经济效应的文献提供了有益补充,对我国资本市场高质量发展具有重要的借鉴意义。

关键词:机构投资者 基金赎回 非基本面交易 企业经营效率

作者简介:宁 炜,西南财经大学金融学院讲师,611130;

庄 园(通讯作者),对外经济贸易大学中国金融学院副教授,100029;

姜富伟,中央财经大学金融学院教授,102206。

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2024)05-0071-15

一、引 言

党的二十大报告强调“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”,为金融服务实体经济高质量发展提供了根本遵循。资本市场作为我国金融运行“牵一发而动全身”的纽带,始终肩负着服务实体经济的使命(吴晓求等,2022),而大力发展机构投资者是完善资本市场制度、提升资本市场服务实体经济能力的重要举措。一方面,机构投资者可以提升资本市场定价效率,引导资本向高质量企业配置(Kacperczyk等,2021);另一方面,机构投资者持股具有管理层监督效应,可以改善上市公

* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“‘三重压力’下‘双支柱’调控的政策效应评估与优化研究”(22&ZD063);国家自然科学基金面上项目“财务基本面信息与金融风险预测:机器学习与经济理论”(72072193);教育部人文社会科学研究青年基金项目“机构投资者有限注意与管理层行为研究:测度、影响机制与经济后果”(22YJC790195)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。庄园电子邮箱:yuanzhuang@uibe.edu.cn。

公司经营效率。充分发挥机构投资者的专业价值判断和资本配置功能,推动优秀企业价值发现,提升金融资本配置效率,对完善资本市场服务实体经济功能以及促进经济高质量发展具有重要意义。

然而,在机构投资者规模和市场定价权不断扩大的同时,其行为越发受到非基本面因素的影响,给其服务实体经济功能带来巨大挑战。在持股行为方面,中小机构投资者存在与管理层合谋的动机,对管理层资金侵占行为视而不见,并联合企业管理层进行企业信息的“主动媒体管理”(Ahern和Sosyura,2014)。另外,机构投资者业绩短视会加剧管理层采取短期机会主义的动机,不利于企业长期稳健经营。在交易行为方面,研究发现机构投资者存在羊群效应、趋势交易等行为偏差(Knyazeva等,2018),在公司基本面未发生显著变化的情况下,抛售所持有股份会引发股价崩盘风险,其借助ETF等金融工具的高频交易行为也不利于金融稳定,会降低金融市场定价效率(姜富伟等,2022)。

虽然作为外部监督人的机构投资者非理性行为对企业经营效率的影响已受到广泛关注,但其非基本面交易行为是否会通过金融市场进一步传导至企业经营效率仍有待考察。同时,此类研究的一大难点在于,机构投资者行为中纳入了大量企业基本面信息,如何从中分离出机构投资者基于非基本面因素的交易信息,并准确识别机构投资者对企业经营效率的外生影响。公募基金作为我国资本市场的一类重要机构投资者,为本文研究提供了合适视角。有别于产业资本、传统金融机构等“持股型”机构投资者,公募基金更具交易属性。而且,投资者情绪对资产价格也具有显著影响(Huang等,2015),基金投资者申赎行为较少关注基金所持有标的本身基本面的变化,其大额申赎行为往往基于自身流动性需求,因此可以较好地分离出机构投资者非基本面的交易行为。基于此,在金融服务实体经济高质量发展的背景下,本文以2006—2023年A股非金融与地产上市公司为研究样本,借助公募基金申购赎回数据构建企业层面非基本面交易代理变量,深入探讨机构投资者非基本面交易行为对企业经营效率的影响及其微观机制,以期为我国资本市场供给侧结构性改革提供事实参考和理论依据。

实证结果表明,机构投资者非基本面交易行为会降低以全要素生产率表征的企业经营效率,且对企业劳动生产率和资本生产率都会产生显著的负向影响。从微观机制看,机构投资者非基本面交易行为会增加股价噪声,降低股价信息含量,并通过市场学习机制、薪酬激励机制和融资限制机制影响企业经营效率。机构投资者非基本面交易会降低企业投资股价敏感性,导致管理层在下一期减持股份,增加企业债务融资成本。本文对企业所有制属性进行的异质性分析表明,国有企业经营活动更加稳健,其较低的股价关注度和融资约束有助于降低机构投资者非基本面交易对企业经营效率的负向影响。

相较于以往研究,本文的创新点主要包括以下四个方面。(1)本文揭示了机构投资者影响企业经营效率的新渠道。在讨论机构投资者对企业经营效率的影响时,现有研究主要聚焦机构投资者持股行为。本文关注机构投资者作为二级市场交易者时,基于非基本面因素的交易行为如何引入股价噪声,进而影响企业经营决策。(2)本文基于基金投资者赎回数据构建机构投资者非基本面交易代理变量,较好地克服了内生性问题。机构投资者会基于自身对企业基本面的价值判断交易股票,而如何从中分离出非基本面信息是一个难点。本文以受企业基本面信息影响较小的基金投资者赎回为非基本面冲击,按照基金个股持仓比例计算企业层面机构投资者非基本面交易强度指标。(3)本文丰富了机构投资者非基本面交易负向溢出效应的文献。现有研究发现,机构投资者非基本面交易行为会导致股价波动,加剧股价崩盘风险,不利于金融稳定,但这一负向溢出效应是否影响企业经营效率仍有待检验。本文发现机构投资者非基本面交易不仅影响股价信息含量,而且会通过多种渠道影响企业经营效率。(4)本文结果对中国市场具有特殊实践意义。本文充分考虑国有企业在我国经济体制

中的特殊性,分析机构投资者非基本面交易对国有企业经营效率的异质性影响,在此基础上提出缓解机构投资者非基本面交易对企业经营效率负向影响的政策建议。

二、文献回顾与研究假设

(一)机构投资者非基本面交易对企业经营效率的影响

金融市场价格不仅包含企业基本面信息,而且会影响企业经营决策,形成金融市场与实体经济之间的反馈效应(Ahern和Sosyura,2014)。机构投资者具有更强的信息获取能力和分析能力,其基于有效信息的交易行为对加速市场价格形成和改善股票定价效率具有显著的积极影响(钟覃琳、陆正飞,2018),进而通过高效的金融资源配置以及价格信号对实体经济的反馈效应改善企业经营状况(Goldstein,2023),提升企业经营效率。但随着机构投资者规模的不断扩大以及机构投资工具的迅速发展,机构投资者愈加呈现非基本面交易行为,可能对企业经营效率产生负向影响。

现有文献主要基于投资者理性假说,认为机构投资者按照理性人思维合理地进行投资决策,并通过预测判断在交易中纳入公司基本面信息。但大量研究发现,机构投资者存在羊群效应、趋势交易等非理性行为,而在信息处理能力上的差异导致机构投资者产生非理性投机交易行为(Knyazeva等,2018)。研究表明,机构投资者非基本面交易行为会影响资本市场定价效率(姜富伟等,2022;Xiao,2020),其过度交易行为也会损害股票市场信息效率,在市场危机时期基于避险动机的资产抛售行为甚至会放大股价崩盘风险,加剧市场波动。而且,机构投资者非基本面交易会进一步通过金融与实体经济之间的反馈效应对企业经营效率产生负向影响。一方面,较低的市场定价效率会导致金融市场扭曲,影响资本市场资源配置功能,损害企业经营绩效。金融摩擦和要素市场扭曲会加剧资源错配,造成资源配置效率下降和产出损失,降低企业全要素生产率(倪红福,2022;林东杰等,2022)。另一方面,机构投资者非基本面交易会降低股价信息含量,通过金融市场与实体经济之间的反馈效应影响企业经营效率,降低企业投资效率,增加企业融资负担,损害企业经营绩效(Dessaint等,2019)。基于此,本文提出假设1。

假设1:机构投资者非基本面交易会对企业经营效率产生负向影响。

(二)非基本面交易影响企业经营效率的潜在渠道

机构投资者非基本面交易可以通过以下三种渠道影响实体经济运行。首先,根据Bond等(2012)的综述,企业决策者可以从二级市场中获得新信息,基于新信息的决策将影响企业的现金流和价值。虽然管理者掌握大量的企业基本面信息(Piotroski和Roulstone,2004),但他们无法完全得知诸如投资者情绪、行业竞争、市场走向等外部信息,而这些信息会通过市场交易行为融入股价中。因此,股价中所传递的高质量外部信息可以引导管理层做出更好的决策。Goldman(2004)认为,最优企业决策不仅取决于企业管理者所掌握的内部信息,而且取决于经济状况、消费者需求等外部信息。然而,机构投资者非基本面交易增加了股价中的噪声含量,降低了管理层市场学习质量,给企业经营效率带来负向影响。Dessaint等(2019)发现,当同行业其他企业的股价下跌时,企业也会选择减少投资,其微观机制就在于企业管理层无法有效识别股价中包含的噪声。David等(2016)的理论分析亦发现,企业管理层的投资决策会依赖于企业生产经营信息,以及来源于股票市场的外部信息,股价中的噪声信息会导致严重的信息摩擦,造成企业产出损失。

其次,金融市场价格会影响股东和企业之间的委托代理机制,形成合同摩擦(Holmstrom和Tirole,1993)。股权激励是企业留住某些类型员工,并创造激励机制来提高企业价值的有效手段

(Core 和 Guay, 2001)。当高管薪酬与股价表现挂钩时,经理们更有动力为股东采取价值最大化的行动。大量研究表明,股价信息含量会显著影响股权激励有效性,有助于实施激励相容的高管薪酬合约(石阳等, 2023)。随着股价中包含更多噪声信息,股价无法准确反映管理层的业绩贡献,股权激励对管理层的激励作用减弱,基于股权的激励合同并不能成为激励管理者努力工作的有效工具(Xiao, 2020),难以发挥薪酬激励对企业绩效的正向促进作用。管理层情绪越高,盈利反而越低,总体投资增长越快(Jiang 等, 2019)。高管薪酬低于参照点则引发管理层激励不足和非公平厌恶,导致努力水平下降和主动离职风险增加,从而提高财务重述的概率(姜富伟等, 2023)。此时,努力工作但无法得到回报的落差可能导致管理层工作积极性下降,并选择提前兑现股票收益,从而影响企业业绩。

最后,金融市场价格不仅能够为企业决策者提供有用信号,而且可以为债权人决策提供信息(Goldstein, 2023)。大量研究表明,资金供给方会根据股票市场信息做出决策(Xiao, 2020),因此机构投资者非基本面交易可能限制企业筹集资金,影响企业融资成本。对于我国企业主要采取的间接债权融资而言,未来收益不确定性越高,资金供给方所要求的投资回报亦越高。高质量的信息披露有助于提升企业信息融入股价的速度,降低股价同步性,提高资本市场定价效率(李子健等, 2022)。然而,机构投资者基于非基本面因素的被动卖出会引入股价噪声,降低投资人对企业未来风险水平的预测效果,投资人要求更高的风险补偿,会增加企业融资成本,影响企业经营效率。例如, Baker 等(2003)的研究表明,对于需要外部股权融资为企业投资筹措资金的企业而言,股价非基本面波动会显著影响企业投资股价敏感性。Campello 和 Graham(2013)发现,高企的股价有助于增强资金出借方信心,缓解企业融资约束。基于上述分析,本文认为机构投资者非基本面交易会三个机制影响企业经营效率,并提出假设 2。

假设 2:机构投资者非基本面交易行为会通过市场学习机制、薪酬激励机制和融资限制机制影响企业经营效率。

(三)国有企业异质性

中国特色资本市场制度和企业治理背景下,机构投资者非基本面交易对企业经营效率的影响可能存在产权异质性。第一,国有企业委托代理人激励机制不同于民营企业。国有企业领导者隶属于党政系统,具备“准官员”属性(杨瑞龙等, 2013)。作为一种特殊的激励安排,国有企业晋升机制考核范围并不局限于管理者对企业的治理能力和个人能力(张霖琳等, 2015),其管理层倾向于稳健经营策略。因此,国有企业管理层对股价的关注度,以及股权激励效果有别于非国有企业,使得机构投资者非基本面交易可能较难通过市场学习机制和薪酬激励机制传导至企业经营层面。第二,国有企业和民营企业面临不同的融资约束。国有企业与银行之间存在更加紧密的联系,更容易获得银行贷款,而且以财政补贴为代表的政府隐性担保能够降低国有企业融资成本(Cong 等, 2019)。因此,机构投资者非基本面交易较难影响国有企业的融资成本,从而对企业经营效率影响较小。基于此,本文提出假设 3。

假设 3:机构投资者非基本面交易对国有企业经营效率的影响较小。

三、数据、变量与研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以 2006—2023 年我国沪深 A 股非金融与地产上市公司为研究对象,基于权益投资型基

金季度申购赎回数据,计算机构投资者非基本面交易代理变量。研究所需基金持股数据、季度投资者申购赎回数据、上市公司财务报表指标数据和市场行情数据均来源于 Wind 和国泰安数据库。在样本选择上,本文所选择的权益投资型基金包括灵活配置型、偏股混合型、平衡混合型和普通股票型基金,以及被动指数型股票基金。在基金样本处理上,为克服新发基金效应与小基金效应(Evans, 2010),剔除存续期小于1年的新基金以及存续期内报告期平均资产净值小于2000万元的小基金。为克服新股效应和小市值效应,剔除距离上市日期1年以内的样本观测值,以及总市值小于10亿元的样本。本文对所有非虚拟变量进行上下0.5%的缩尾处理以降低异常值影响,经过数据预处理后得到35350个企业-季度观测值的非平衡面板数据集。

(二)实证模型与核心变量

为检验机构投资者非基本面交易对企业经营效率的影响,本文以企业全要素生产率作为被解释变量,以企业非基本面交易强度作为核心解释变量,控制其他影响因素后,执行面板回归:

$$TFP_{i,t} = \alpha + \delta MFFlow_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + \theta_i + \psi_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量 $TFP_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 期的全要素生产率,是企业经营效率的代理变量。现有测算企业层面全要素生产率的方法包括最小二乘法、固定效应法、OP法和LP法。由于最小二乘法和固定效应法会损失信息量且无法解决内生性问题,本文参考鲁晓东和连玉君(2012)、杨汝岱(2015)的研究,对我国上市公司全要素生产率进行测算。指标选择方面,参考汪佩洁等(2022)的研究,选择企业营业收入的自然对数作为产出的代理变量,将企业员工人数的自然对数作为劳动力投入的代理变量,将固定资产的自然对数作为资本投入的代理变量。

核心解释变量 $MFFlow_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 期的非基本面交易强度代理变量。现有文献主要参考 Coval 和 Stafford(2007)的研究,将公募基金投资者大额申购赎回导致的基金现金流变化作为股票非基本面冲击的代理变量:

$$MFFlow_{i,t} = \sum_{j=1}^m \frac{F_{j,t} \times Share_{i,j,t-1} \times Price_{i,t-1}}{TAV_{j,t-1} \times Vol_{i,t}}$$

其中, $F_{j,t}$ 表示基金 j 在 t 期的净赎回金额, $Share_{i,j,t-1}$ 表示基金 j 在 $t-1$ 期末持有股票 i 的数量, $Price_{i,t-1}$ 表示 $t-1$ 期末股票 i 的收盘价, $TAV_{j,t-1}$ 表示基金 j 在 $t-1$ 期末披露的总资产价值, $Vol_{i,t}$ 则表示股票 i 在 t 期的成交额。

Wardlaw(2020)分解指标后发现,该指标始终与股票收益率高度相关,会受到报告期股票收益率以及成交量的影响,因此与企业基本面的正交性受到质疑,存在一定的内生性问题,在此基础上,Wardlaw(2020)提出了满足外生条件的测度指标:^①

$$MFFlow_{i,t} = \sum_{j=1}^m \frac{|F_{j,t}| \times Share_{i,j,t-1}}{TAV_{j,t-1} \times ShareOut_{i,t-1}} \quad (2)$$

其中, $ShareOut_{i,t-1}$ 表示股票 i 在 $t-1$ 期末的总股本。本文仅将 $|F_{j,t}|/TAV_{j,t-1} > 5\%$ 的基金净赎回

^① 基于 Coval 和 Stafford(2007)的经典研究,现有学者大多将公募基金投资者申购赎回导致的基金现金流变化作为股票非基本面冲击的代理变量。根据 Wardlaw(2020)的研究,这一指标中包含股价变动,而股价变动中包含企业基本面信息,因此这一测度并不能很好地代理企业股价的非基本面冲击。Wardlaw(2020)通过对公式进行变换分解后,得到了仅使用前期末持股信息和当期投资者赎回信息构建的指标,较好地克服了内生性问题。同时,这一指标基于基金持股比例而非基本面判断差异化抛售股票,不仅考虑了组合管理再平衡成本问题,而且克服了基金管理人基本面交易行为的影响。

纳入计算,以保证基金层面投资者赎回对持仓股票产生显著冲击。该指标按照基金持股比例计算个股所承担基金赎回金额,并计算当期所有持仓基金赎回金额占总市值的比例,由于该指标所使用变量与当期股价不相关,因此可作为企业层面机构投资者非基本面交易的代理变量。

$Control_{i,t}$ 表示一系列影响企业经营效率的其他变量,包括企业总资产、企业年龄、股价波动率、股价非流动性、基金和机构投资者持股比例、企业杠杆率、企业成长性以及企业总资产收益率。 θ_i 和 ψ_i 分别代表季度固定效应和公司固定效应,以控制时间层面不随个体变化特征(如宏观经济周期)和企业层面不随时间变化特征(如企业文化)对本文结果的潜在影响。为解决潜在序列相关和异方差问题,本文在所有回归中进行股票层面聚类并使用异方差稳健标准误。

四、实证结果与分析

(一)基准回归结果

表1列(1)至列(4)展示了机构投资者非基本面交易对企业经营效率的影响。列(1)中仅进行机构投资者非基本面交易对企业经营效率的单变量回归,列(2)中加入了反映市场层面特征的控制变量,并在控制季度固定效应和公司固定效应后执行面板回归,列(3)中进一步纳入与企业经营效率高度相关的企业成长性指标,列(4)则在回归中纳入滞后一期的企业全要素生产率以控制潜在内生性问题。列(1)至列(4)的回归结果表明,无论是否控制其他变量以及被解释变量的滞后项,机构投资者非基本面交易都显著降低了企业经营效率,回归系数至少在5%的水平下显著。从回归系数的经济学含义看,以列(4)为例,机构投资者非基本面噪声每增加1个单位标准差,平均而言将导致企业经营效率下降1.23%。

表1 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>TFP</i>				<i>InfoEfficiency</i>	<i>TFP</i>
<i>MFFlow</i>	-0.0225*** (-4.699)	-0.0215*** (-2.777)	-0.0151** (-2.071)	-0.0123*** (-2.588)	-0.0005** (-2.416)	-0.0124*** (-2.596)
<i>InfoEfficiency</i>						0.4731*** (3.048)
市场层面控制变量	否	是	是	是	是	是
基本面控制变量	否	否	是	是	是	是
滞后被解释变量	否	否	否	是	是	是
季度固定效应	否	是	是	是	是	是
公司固定效应	否	是	是	是	是	是
<i>N</i>	40125	40125	40125	29934	29934	29934
<i>R</i> ²	0.001	0.147	0.260	0.617	0.326	0.617

注:括号内为公司层面聚类的t值,*,**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。下同。后文中不再报告控制变量系数,留存备案。

上述回归初步证实了机构投资者非基本面交易对企业经营效率的负向影响,然而机构投资者非基本面交易是否因引入了更多的股价噪声而对企业产生实质性的经济影响仍有待检验。基于此,本

文检验机构投资者非基本面交易对股价信息含量的影响及其潜在中介作用。参考姜富伟等(2022)的研究,本文将股价信息含量(*InfoEfficiency*)定义为股价独立于市场与行业价格的程度,^①该指标值越大,公司股价与市场股价以及行业股价的涨跌相似度越低,股价包含的有效信息越多,股价信息含量越高。本文以当期公司股价信息含量作为被解释变量,以机构投资者非基本面交易作为解释变量进行面板回归。从表1列(5)的回归结果可以看出,机构投资者非基本面交易会向公司股价中引入噪声信息,显著降低公司的股价信息含量。而从列(6)基于股价信息含量的中介效应分析可以发现,在同时纳入机构投资者非基本面交易以及股价信息含量的回归中,机构投资者噪声仍然对下一期的企业经营效率具有显著的负向影响,且股价信息含量具有显著的中介效应。整体而言,以上发现支持假设1,机构投资者非基本面交易会降低企业股价信息含量,对企业经营效率产生负向影响。

(二)稳健性检验^②

1. 替换变量回归

为克服阈值选取对结果的影响,首先,本文将基金大额赎回标准由5%提升至10%,构建替换变量 $MFFlow(10)$ 。其次,根据周爱民和赵业翔(2023)的研究,当投资者抛售风险资产时,可能按照资产流动性而非持仓权重出售风险资产。基于此,本文综合考虑基金经理投资组合再平衡以及流动性两个因素,构建替换变量 $MFFlow(liq)$ 。^③结果表明,提升大额赎回标准以及在基金抛售股票时纳入流动性因素构建替换变量后,机构投资者非基本面交易仍对企业经营效率具有显著的负向影响,证明本文结果具备稳健性。

2. 克服投资者基于基本面因素赎回的影响

我国基金市场上存在部分行业主题型基金,投资者更容易对这类基金行业基本面变化形成一致性预期,引起基于对基本面担忧的大额赎回,由此引起的股票抛售会受基本面因素影响。为克服这一潜在内生性,本文将行业指数型基金以及主题型主动基金从基金样本中剔除,使用剩余平衡型基金样本作为基准构建机构投资者非基本面交易指标 $MFFlow(bls)$ 。结果表明,使用平衡型基金所构建的指标仍对企业经营效率具有显著的负向影响,证明本文结果不受指标构建中潜在基本面因素的影响。

3. 工具变量回归

本文采用同行业其他企业平均机构投资者非基本面交易强度作为工具变量后执行最小二乘法回归。我国公募基金行业存在大量投资于同一行业主题的基金产品,导致同一行业的个股在投资者赎回冲击上存在高度相关性,工具变量满足相关性要求。同时,基金投资者赎回中较少纳入所持个股基本面信息,对持仓股票同行业其他个股基本面的考量也较少,因此工具变量亦满足外生性要求。结果表明,本文所选择的工具变量与核心解释变量显著正相关,机构投资者非基本面交易的回归系数在1%的水平下显著为负,与基准回归结果保持一致。

4. 广义矩估计回归

为缓解静态面板模型的潜在内生性问题,本文使用两个动态面板广义矩估计方法,以降低机构投资者非基本面交易前期值与模型残差值之间,以及解释变量与模型残差值之间的潜在内生关联。本文对基本模型进行一阶差分处理以降低固定效应的影响,并使用滞后一期的机构投资者非基本面交易代理变量作为工具变量进行回归。结果表明,无论是差分GMM模型还是系统GMM模型,机

① 关于股价信息含量的计算细节可参见姜富伟等(2022)文献中的附录部分,本文与之处理方法相同。

② 限于篇幅,稳健性检验回归结果未列示,留存备案。

③ 限于篇幅,正文中未报告指标构建的具体细节,留存备案。

构投资者非基本面交易对企业经营效率都具有显著的负向影响,表明本文模型结果具备可靠性。

(三)机制分析^①

由假设2可知,机构投资者非基本面交易影响企业经营效率的微观机理为,股价为企业决策者提供了新的决策信息,而机构投资者非基本面交易将通过信息渠道影响企业现金流和价值。同时,债务市场资金供给方会根据股票市场信息做出决策,机构投资者非基本面交易可能会限制企业筹集资金。因此,机构投资者非基本面交易可以通过市场学习机制、薪酬激励机制和融资限制机制影响企业经营效率。

1.市场学习机制

本文假设机构投资者非基本面交易将降低企业管理层股价信息含量,影响企业经营效率。为验证这一假设,本文考虑机构投资者非基本面交易对企业投资股价敏感性的影响:

$$Invest_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Tobin's Q_{i,t} + \beta_2 MFFlow_{i,t} + \beta_3 MFFlow_{i,t} \times Tobin's Q_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + \theta_i + \psi_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,被解释变量 $Invest_{i,t+1}$ 是企业 i 在 $t+1$ 期的投资水平代理变量;核心解释变量 $Tobin's Q_{i,t}$ 是企业当季度的托宾 Q 值,是股价信息含量的代理变量。本文重点关注交互项的系数 β_3 。

本部分检验机构投资者非基本面交易对企业投资股价敏感性的影响。本文以(期末固定资产+期末无形资产-期初固定资产-期初无形资产)/期初总资产,以及(当期固定资产增加值+无形资产增加值+其他长期资产增加值)/期初总资产两个指标(分别用 $Invest 1$ 和 $Invest 2$ 表示)作为企业投资水平的代理变量,将托宾 Q 值($Tobin's Q$)定义为(期末总市值+期末总负债)/期末总资产,并构建机构投资者非基本面交易与 $Tobin's Q$ 的交互项,在控制相关变量后,执行固定效应面板回归,在股票层面进行聚类并使用异方差稳健标准误。

同时,在企业管理层从市场价格中学习信息的市场学习机制下,本文预期企业管理层对股价的关注度具有调节作用。根据现有学者的研究,短视管理层决策视域较窄,出于对当下业绩和股票表现的考虑,宁愿最大化短期财务业绩和股价而牺牲企业长远利益,因此具有更强的学习动机(Kraft等,2018)。对于管理层更加短视的企业,机构投资者对企业投资股价敏感性以及企业经营效率的负向影响会更加显著。本文参考胡楠等(2021)的研究,从WinGo财经文本数据平台获取A股上市公司管理者短视主义数据,该数据集通过文本分析和机器学习技术确定中文“短期视域”词集,并基于上市公司年报构建出管理者短视主义(*Shortvision*)指标。本文按照中位数构建高管理层短视(1)和低管理层短视(0)虚拟变量,并进行交互项回归。

从表2列(1)和列(2)的回归结果中可以看出, $Tobin's Q$ 的回归系数显著为正,具备正向投资股价敏感性,管理层投资决策中包含股价信息。显著为负的交互项系数表明,机构投资者非基本面交易会降低企业投资股价敏感性,受机构投资者非基本面交易的影响,企业管理层的投资决策受到噪声信息干扰,投资水平下降。表2列(3)的分析结果证实了管理层短视的调节作用,机构投资者非基本面交易会降低企业经营效率,这一效应对于管理层更加短视的企业而言更加显著。而从列(4)和列(5)的分析中可以看出,这一调节作用的主要原因在于,短视管理层在进行投资决策时更容易受到机构投资者非基本面交易所致噪声信息影响,无法从股价中获取与投资决策有关的信息,导致企业经营效率下降。整体而言,本文的分析结论支持市场学习机制。

^① 限于篇幅,本文在机制分析部分仅展示核心解释变量对中介变量的回归结果,各类中介变量对企业经营效率的回归结果符合现有文献的研究,留存备案。

表 2 市场学习机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Invest1</i>	<i>Invest2</i>	<i>TFP</i>	<i>Invest1</i>	<i>Invest2</i>
<i>MFFlow</i>	-0.0043* (-1.745)	-0.0036* (-1.813)	-0.0103 (-1.587)	-0.0079* (-1.893)	-0.0064* (-1.948)
<i>Tobin's Q</i>	0.0028*** (4.084)	0.0025*** (4.322)		0.0041*** (4.986)	0.0035*** (5.182)
<i>MFFlow</i> × <i>Tobin's Q</i>	-0.0009** (-2.221)	-0.0008** (-2.408)		-0.0020*** (-2.829)	-0.0016*** (-2.923)
<i>Shortvision</i>			-0.0574*** (-10.034)	-0.0105** (-2.455)	-0.0083** (-2.405)
<i>Shortvision</i> × <i>MFFlow</i>			-0.0089*** (-3.968)	-0.0051*** (-3.774)	-0.0041*** (-3.764)
<i>Shortvision</i> × <i>Tobin's Q</i>				-0.0025*** (-3.221)	-0.0019*** (-2.999)
<i>Shortvision</i> × <i>MFFlow</i> × <i>Tobin's Q</i>				-0.0017** (-2.084)	-0.0013** (-2.013)
控制变量	是	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是
<i>N</i>	29934	29934	29934	29934	29934
<i>R</i> ²	0.882	0.881	0.620	0.883	0.882

2. 薪酬激励机制

本部分检验机构投资者非基本面交易是否会通过薪酬激励机制影响企业经营效率。管理层的薪酬合同中通常包含股权激励等薪酬激励条款,并且许多企业将股票市值作为对管理层的考核目标之一(Armstrong和Vashishtha,2012),持有上市公司股票的高管有较强的动机通过努力工作来提升企业绩效和企业市值。然而,受机构投资者非基本面信息的影响,公司股价出现背离基本面因素的下跌,导致努力工作的管理层无法获得与工作投入相匹配的股票回报,此时管理层会选择提前兑换股票收益,其努力工作的动机下降,导致企业经营效率低下。

基于上述分析,首先,本文检验机构投资者非基本面交易对管理层持股的影响。本文选择下一期董监高持股比例(*HoldingRatio*,前一季度披露的董监高持股比例加上当季度董监高持股比例变化),以及下一期董监高减持比例(*ReduceRatio*,董监高减持总股数占企业总股本的比例)作为被解释变量。其次,管理层持股数量显著影响其激励薪酬,在不同的管理层持股水平下,股价对管理层努力程度以及企业经营效率的影响可能存在差异。因此,本文基于当期董监高持股比例中位数构建高管持股(*Highholding*)虚拟变量,将其与核心解释变量机构投资者非基本面交易强度做交互项执行面板回归,研究管理层持股水平的调节作用。

从表3列(1)至列(3)的回归结果中可以看出,机构投资者非基本面交易会带来更多的管理层减持,且显著降低管理层下一期的持股比例。而从对企业经营效率的影响看,机构投资者非基本面交易对企业经营效率的负向影响对于管理层持股比例更高的企业而言更加显著。这一结果支持薪酬激励机制。机构投资者非基本面交易增加了股价噪声,管理层持股价值受到影响,不能较

好地补偿和反映管理层对企业经营所做的努力,因此管理层会在下一期选择出售股权,工作努力程度下降,进而影响企业经营效率。

表 3 薪酬激励机制与融资限制机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ReduceRatio</i>	<i>HoldingRatio</i>	<i>TFP</i>	<i>lnDebt</i>	<i>DebtRatio</i>	<i>TFP</i>
<i>MFFlow</i>	0.0129 [*] (1.690)	-0.2908 [*] (-1.795)	-0.0260 ^{**} (-2.043)	0.2980 ^{***} (3.125)	0.0133 ^{**} (2.031)	-0.0816 ^{**} (-2.086)
<i>Highholding</i>			0.1421 ^{***} (2.742)			
<i>Highholding</i> × <i>MFFlow</i>			-0.0933 ^{***} (-3.963)			
<i>HighSA</i>						-0.0926 ^{***} (-3.934)
<i>HighSA</i> × <i>MFFlow</i>						-0.0735 [*] (-1.894)
控制变量	是	是	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	29934	29934	29934	29934	29934	29934
<i>R</i> ²	0.158	0.850	0.238	0.729	0.858	0.238

3. 融资限制机制

本部分检验机构投资者非基本面交易是否会通过融资渠道影响企业经营效率。股价反映了企业经营层面的信息,机构投资者非基本面交易将导致外部投资者低估企业价值,在融资合同中要求更高的风险补偿甚至中断融资合同,融资约束也会降低企业经营效率和盈利能力。为了检验上述机制,本文构建反映企业债务融资的代理变量作为被解释变量,其中将负债对数(*lnDebt*)定义为企业季度报表中所披露的流动负债的对数,将负债比例(*DebtRatio*)定义为企业当期非流动负债占总负债的比例。本文将机构投资者非基本面交易作为解释变量,执行固定效应面板回归,在股票层面进行聚类并使用异方差稳健标准误。由于我国金融体系中银行仍是最大资金供给方,企业主要采取间接方式进行融资,本文参考范小云等(2017)的研究,以企业季度报表中所披露的流动负债的对数反映债务融资绝对规模,以企业当期非流动负债占总负债的比例反映债务融资相对规模,将这两个变量作为企业债务融资的代理变量。不同企业在融资约束上存在差异,企业的融资成本以及融资难易程度与其本身所受的融资约束高度相关,企业的融资约束亦可能对本文结果具有调节作用。因此,本文基于SA指数中位数构建反映企业融资约束程度的虚拟变量(*HighSA*),执行交互项回归,检验机构投资者非基本面交易对企业经营效率的影响在不同融资约束水平的企业中是否存在异质性。从表3列(4)和列(5)的回归结果中可以看出,机构投资者非基本面交易会显著增加企业的债务融资成本。从列(6)对企业经营效率的回归结果中可以看出,融资约束具备调节作用,对于融资约束程度较高的企业而言,机构投资者非基本面交易对企业经营效率的负向影响更加明显。整体而言,本文结果支持融资限制机制。

五、进一步讨论

(一)对国有企业和民营企业的讨论

由上述分析可知,机构投资者非基本面交易会通过管理层市场学习机制和融资方融资限制机制影响企业经营效率。由假设3可知,国有企业作为我国经济发展的重要引擎,在经营活动中比非国有企业更加稳健,与银行等信贷机构的联系更加紧密,具有较低的融资约束。这类特征与本文的三类微观影响机制高度相关,国有企业与非国有企业之间可能存在影响机制异质性。基于此,本文将检验机构投资者非基本面交易对国有企业经营效率是否存在异质性影响,并有针对性地提出资本市场高质量发展的政策建议。

本文根据企业实控人是否为中央和地方国资委、地方政府、财政部等政府机构,构建国有企业属性虚拟变量(*SOE*),并将其纳入基准回归以及机制分析模型中执行交互项回归。从表4列(1)和列(2)的回归结果中可以看出,平均而言机构投资者非基本面交易对企业经营效率和股价信息含量仍具有显著的负向影响,国有企业属性对企业经营效率并不具备显著的调节作用,表明机构投资者非基本面交易对两类企业股价信息含量都具有显著的负向影响,二者并不存在差异。但从对企业经营效率的影响看,国有企业属性具有显著的正向调节效应,相对于非国有企业而言,国有企业属性可以显著降低机构投资者非基本面交易对企业经营效率的负向影响。^①

表4 国有企业异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>TFP</i>	<i>InfoEfficiency</i>	<i>Invest1</i>	<i>Invest2</i>	<i>HoldingRatio</i>	<i>ReduceRatio</i>	<i>lnDebt</i>	<i>DebtRatio</i>
<i>MFFlow</i>	-0.0115** (-2.279)	-0.0008*** (-8.879)	-0.0027*** (-3.021)	-0.0030*** (-3.762)	-0.7628*** (-3.782)	0.0251*** (7.368)	0.3241*** (3.711)	0.0391*** (4.193)
<i>SOE</i>	-0.0029 (-1.121)	-0.0005*** (-2.738)	0.0006 (0.746)	-0.0005 (-0.593)	-2.0490*** (-5.233)	-0.0048 (-0.940)	0.3241*** (3.711)	0.0047** (2.209)
<i>MFFlow</i> × <i>SOE</i>	0.0110*** (6.547)	0.0002* (1.935)			0.0561** (2.551)	-0.0086*** (-3.629)	-0.0645*** (-3.413)	-0.0038*** (-3.015)
<i>Tobin's Q</i>			0.0001 (0.775)	0.0005*** (3.329)				
<i>MFFlow</i> × <i>Tobin's Q</i>			-0.0087*** (-4.091)	-0.0004** (-2.417)				
<i>MFFlow</i> × <i>Tobin's Q</i> × <i>SOE</i>			0.0135*** (8.196)	0.0072*** (4.461)				
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	30139	30139	30139	30139	30139	30139	30139	30139
<i>R</i> ²	0.582	0.402	0.963	0.960	0.432	0.037	0.937	0.967

① 本文区分国有企业和非国有企业的子样本回归亦发现,机构投资者非基本面交易对两类企业的经营效率都具有显著的负向影响,但国有企业回归系数的显著性小于非国有企业,亦证明国有企业属性可以缓解机构投资者非基本面交易对企业经营效率的冲击。

从微观机制调节效应看,国有企业属性亦具有显著的改善作用。对于市场学习机制,虽然机构投资者非基本面交易会降低企业投资股价敏感性,但国有企业属性具有正向调整作用,可以降低股价噪声对企业投资决策的负向影响。对于薪酬激励机制,国有企业属性可以缓解机构投资者非基本面噪声对企业下一期持股比例和减持比例的影响。对于融资限制机制,虽然机构投资者非基本面交易会提升企业融资成本,但国有企业对这一效应具有抑制作用,相对于非国有企业而言,机构投资者非基本面交易对国有企业融资成本的冲击较小。整体而言,国有企业作为我国国民经济体系中的重要组成部分,可以更好地应对外部非基本面冲击对企业经营效率的影响。

(二)对企业劳动生产率和资本生产率的影响

在基准回归分析中,本文发现机构投资者非基本面交易对企业经营效率具有显著的负向影响。为进一步深入剖析机构投资者非基本面交易对企业经营效率影响的多元化特征,本文参考牛志伟等(2023)的研究构建企业劳动生产率(*TFPL*)和资本生产率(*TFPK*)指标。劳动生产率定义为企业报告期营业收入/员工人数,以反映企业单位劳动力产出;资本生产率定义为企业报告期投入资本回报率,以反映企业的资本利用效率和回报率。本文以企业劳动生产率和资本生产率作为被解释变量,以机构投资者非基本面交易作为解释变量执行面板回归。从表5的回归结果中可以看出,机构投资者非基本面交易对企业劳动生产率和资本生产率都具有负向影响,回归系数至少在10%的水平下具备统计显著性。从经济显著性看,企业非基本面交易每增加1个单位标准差,企业劳动生产率平均下降0.26%,能够解释样本均值的1.34%;资本生产率平均下降1.73%,能够解释样本均值的4.22%。^①

表 5 对企业劳动生产率和资本生产率的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>TFPL</i>			<i>TFPK</i>		
<i>MFFlow</i>	-0.0335*** (-2.936)	-0.0259** (-2.389)	-0.0086* (-1.727)	-0.2899** (-2.171)	-0.1231* (-1.836)	-0.0582*** (-2.744)
控制变量	否	是	是	否	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	否	是	是	否	是
<i>N</i>	40125	40125	29934	40125	40125	29934
<i>R</i> ²	0.880	0.892	0.962	0.536	0.875	0.928

六、结论和建议

本文以 2006 年第一季度至 2023 年第二季度我国沪深 A 股非金融与地产上市公司为研究对象,实证分析机构投资者非基本面交易对持股企业经营效率的影响及其微观机制。研究结果表明,机构投资者非基本面交易会显著降低企业经营效率,机构投资者非基本面噪声每增加 1 个单位标准差,平均而言将导致企业经营效率下降 1.23%。这一行为对企业劳动生产率和资本生产率都

① 限于篇幅,计算过程未展示,留存备索。

具有显著的负向影响。从微观机制看,机构投资者非基本面交易向股价中引入噪声,会降低股价信息含量,并通过市场学习机制、薪酬激励机制和融资限制机制影响企业经营效率。机构投资者非基本面交易会降低企业投资股价敏感性,且这一效应对于管理层短视程度较高的企业而言更显著;机构投资者非基本面交易会显著降低下一期管理层持股比例,提高下一期减持比例,其对企业经营效率的影响对高管持股企业更显著;机构投资者非基本面交易会提升企业债务融资成本,且这一效应对融资约束程度较高的企业更显著。对国有企业的异质性分析发现,国有企业管理层较低的股价关注度,以及企业所面临的较低的融资约束,可以缓解机构投资者非基本面交易对企业经营效率的影响,因此在抵御外部非基本面冲击方面具有制度优势。

本文为现有关于机构投资者实体经济效应的文献提供了有益补充,对我国资本市场高质量发展具有重要的借鉴意义。(1)辩证看待机构投资者对金融市场和实体经济的影响。在本文分析中,作为连接投资者和资本市场的金融产品,公募基金受限于流动性不足,在面临投资者大额赎回时抛售股票,向股票传递非基本面噪声信息,干扰资本市场的定价效率与资源配置功能,进而对企业经营效率产生负向影响。因此,机构投资者应强化市场压舱石和稳定器理念,在做企业价值发现者的同时,优化大类资产配置。监管机构应加强对公募基金等市场活跃型机构投资者的流动性监管,通过现金资产配置等提升赎回风险应对能力,防止流动性不足导致的风险资产抛售,缓解投资者层面的非流动性因素向资本市场传导。(2)加强资本市场价格发现机制建设,疏通实体企业融资渠道。本文发现国有企业具备制度优势,企业管理层决策中参考股价信息较少,且企业面临更低的融资约束。因此,应完善资本市场价格发现功能,引入更多有利于提升资本价格发现能力的金融工具和市场交易者,降低股价噪声。在融资机制上,应构建符合实体经济发展要求的金融体系,发挥中小银行在服务民营企业方面的优势,大力发展直接融资市场,拓展企业融资渠道,降低企业对银行信贷的过度依赖,缓解非国有企业的融资约束。

参考文献:

1. 范小云、方才、何青:《谁在推高企业债务融资成本——兼对政府融资的“资产组合效应”的检验》,《财贸经济》2017年第1期。
2. 胡楠、薛付婧、王昊楠:《管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习》,《管理世界》2021年第5期。
3. 姜富伟、丁慧、靳馥境:《参照点效应、公司治理与上市公司财务重述》,《经济研究》2023年第10期。
4. 姜富伟、宁炜、薛浩:《机构投资与金融稳定——基于A股ETF套利交易的视角》,《管理世界》2022年第4期。
5. 李子健、李春涛、冯旭南:《非财务信息披露与资本市场定价效率》,《财贸经济》2022年第9期。
6. 林东杰、崔小勇、龚六堂:《金融摩擦异质性、资源错配与全要素生产率损失》,《经济研究》2022年第1期。
7. 鲁晓东、连玉君:《中国工业企业全要素生产率估计:1999—2007》,《经济学(季刊)》2012年第2期。
8. 倪红福:《扭曲因子、进口中间品价格与全要素生产率——基于非竞争型投入产出网络结构一般均衡模型事后核算方法》,《金融研究》2022年第2期。
9. 牛志伟、许晨曦、武瑛:《营商环境优化、人力资本效应与企业劳动生产率》,《管理世界》2023年第2期。
10. 石阳、宋佳、康乐、闫一诺:《涨跌停制度对股票流动性的影响——基于拟停牌匹配方法的证据》,《财贸经济》2023年第12期。
11. 汪佩洁、蒙克、黄海、黄炜:《社会保险缴费率与企业全要素生产率和创新》,《经济研究》2022年第10期。
12. 吴晓求、何青、方明浩:《中国资本市场:第三种模式》,《财贸经济》2022年第5期。
13. 杨汝岱:《中国制造业企业全要素生产率研究》,《经济研究》2015年第2期。
14. 杨瑞龙、王元、聂辉华:《“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据》,《管理世界》2013年第3期。
15. 张霖琳、刘峰、蔡贵龙:《监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果——基于2003—2012年国企高管职位变更的数据》,《管理世界》2015年第10期。
16. 钟覃琳、陆正飞:《资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验》,《管理世界》2018年

第1期。

- 17.周爱民、赵业翔：《价格冲击、资产抛售与银行网络系统性金融风险》，《财贸经济》2023年第10期。
- 18.Ahern, K. R., & Sosyura, D., Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations. *The Journal of Finance*, Vol. 69, No. 1, 2014, pp.241–291.
- 19.Armstrong, C. S., & Vashishtha, R., Executive Stock Options, Differential Risk-Taking Incentives, and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No. 1, 2012, pp.70–88.
- 20.Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J., When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 3, 2003, pp.969–1005.
- 21.Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I., The Real Effects of Financial Markets. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 4, No. 1, 2012, pp. 339–360.
- 22.Campello, M., & Graham, J. R., Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble. *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, No. 1, 2013, pp.89–110.
- 23.Cong, L. W., Gao, H., Ponticelli, J., & Yang, X., Credit Allocation under Economic Stimulus: Evidence from China. *Review of Financial Studies*, Vol. 32, No. 9, 2019, pp.3412–3460.
- 24.Core, J. E., & Guay, W. R., Stock Option Plans for Non-Executive Employees. *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, No. 2, 2001, pp.253–287.
- 25.Coval, J., & Stafford, E., Asset Fire Sales (and Purchases) in Equity Markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, No. 2, 2007, pp.479–512.
- 26.David, J. M., Hopenhayn, H. A., & Venkateswaran, V., Information, Misallocation, and Aggregate Productivity. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No. 2, 2016, pp.943–1005.
- 27.Dessaint, O., Foucault, T., Fresard, L., & Matray, A., Noisy Stock Prices and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, Vol. 32, No. 7, 2019, pp.2625–2672.
- 28.Evans, R. B., Mutual Fund Incubation. *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 4, 2010, pp.1581–1611.
- 29.Goldman, E., The Impact of Stock Market Information Production on Internal Resource Allocation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, No. 1, 2004, pp.143–167.
- 30.Goldstein, I., Information in Financial Markets and Its Real Effects. *Review of Finance*, Vol. 27, No. 1, 2023, pp.1–32.
- 31.Holmstrom, B., & Tirole, J., Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, Vol. 101, No. 4, 1993, pp.678–709.
- 32.Huang, D., Jiang, F., Tu, J., & Zhou, G., Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns. *Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 3, 2015, pp.791–837.
- 33.Jiang, F., Lee, J., Martin, X., & Zhou, G., Manager Sentiment and Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 132, No. 1, 2019, pp. 126–149.
- 34.Kacperczyk, M., Sundaresan, S., & Wang, T. Y., Do Foreign Institutional Investors Improve Price Efficiency?. *Review of Financial Studies*, Vol. 34, No. 3, 2021, pp.1317–1367.
- 35.Knyazeva, A., Knyazeva, D., & Kostovetsky, L., Investor Heterogeneity and Trading. *European Financial Management*, Vol.24, No. 4, 2018, pp.680–718.
- 36.Kraft, A. G., Vashishtha, R., & Venkatachalam, M., Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia. *Accounting Review*, Vol. 93, No. 2, 2018, pp.249–275.
- 37.Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T., The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices. *Accounting Review*, Vol. 79, No. 4, 2004, pp.1119–1151.
- 38.Wardlaw, M., Measuring Mutual Fund Flow Pressure as Shock to Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6, 2020, pp.3221–3243.
- 39.Xiao, S. C., Do Noisy Stock Prices Impede Real Efficiency?. *Management Science*, Vol. 66, No. 12, 2020, pp. 5990–6014.

Institutional Investors' Non-Fundamental Trading and Enterprise Operational Efficiency

NING Wei (Southwestern University of Finance and Economics, 611130)

ZHUANG Yuan (University of International Business and Economics, 100029)

JIANG Fuwei (Central University of Finance and Economics, 102206)

Summary: Although the impact of irrational behavior of institutional investors on financial markets has received widespread attention, we know little about whether their non-fundamental trading behavior can be further transmitted to corporate business operations. Meanwhile, for the high-quality development of financial service, it becomes increasingly important to figure out how the institutional investors behave and how their behavior impacts markets and the real economy. By using mutual-fund subscription and redemption data, we isolated the institutional trading motivated by non-fundamental factors to analyze its exogenous impact on business efficiency.

Taking non-financial A-share companies from 2006 to 2023 as our research sample, we found that institutional investors' non-fundamental trading behavior reduced the operating efficiency of enterprises, and had a significant negative impact on both labor productivity and capital utilization efficiency. In terms of underlying mechanisms, we found that institutional investors' non-fundamental trading behavior would increase the stock price noise, reduce stock price information efficiency, and affect firms' operations through market learning, compensation incentives, and financing constraints. Heterogeneity analysis of the ownership attributes of these companies shows that business activities are more robust in SOEs. SOEs are less financially constrained and less sensitive to the stock price, which helps them mitigate the negative impact of institutional investors' non-fundamental trading.

This paper contributes to existing literature in the following aspects. First, it reveals a new channel via which institutional investors impact corporate operations. It focuses on how institutional trading driven by non-fundamental factors introduces stock price noises and influences corporate operation decisions. Second, it constructs proxy variables for institutional investors' non-fundamental trading based on fund investors' redemption data, which better overcomes the endogeneity problem. Third, it enriches the literature on the negative spillover effects of institutional investors' non-fundamental trading. It finds that institutional investors' non-fundamental trading affects not only the stock price information efficiency, but also the corporate operation efficiency through multiple channels. Fourth, the results have special practical significance for the Chinese market. Taking into full consideration the characteristics of SOEs in China's economic system, we put forward some policy recommendations to mitigate the negative impact of institutional investors' non-fundamental trading on corporate operations.

Keywords: Institutional Investors, Fund Redemption, Non-Fundamental Trading, Enterprise Operational Efficiency

JEL: G14, G30

责任编辑:非 同