

机构共同持股与非金融企业影子银行化： “防微杜渐”还是“推波助澜”

黄丹华, 杜勇, 马文龙, 娄靖

(西南大学经济管理学院, 重庆 400715)

摘要: 机构共同持股是近年来资本市场频繁出现的现象, 其是否会影响非金融企业的影子银行化活动是值得关注的重要话题。文章基于中国沪深A股非金融上市公司数据, 探究机构共同持股对非金融企业影子银行化的影响。研究发现, 机构共同持股显著抑制了非金融企业影子银行化; 机制分析表明, 机构共同持股主要通过缓解委托代理问题和促进实物投资等途径抑制非金融企业影子银行化; 进一步分析发现, 机构共同持股对非金融企业影子银行化的抑制作用在机构共同股东为压力抵制型组、机构共同持股时间长组以及国有企业组中更显著, 相较于“信用中介”类影子银行, 机构共同持股对“信贷链条”类影子银行的抑制作用更显著; 经济后果分析发现, 机构共同持股通过抑制非金融企业影子银行化显著降低了企业股价崩盘风险, 提高了企业价值。研究结论不仅有助于深化对资本市场中机构共同持股现象的认识, 而且能够为政府防范系统性金融风险 and 推动经济高质量发展提供微观依据和政策参考。

关键词: 机构共同持股; 影子银行化; 实物投资; 协同治理

中图分类号: F832.51; F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2024)02-0003-15

一、引言

“金融活, 经济活; 金融稳, 经济稳”。实体经济的发展离不开金融的支持, 但当前虚拟经济飞速发展与实体经济增速放缓的结构性矛盾日益突出, 越来越多的非金融企业将金融资源从主业发展中剥离出来, 用于从事影子银行化活动。宏观层面上, 影子银行化活动致使大量资本涌入虚拟经济部门, 导致货币“空转”, 经济出现严重的“脱实向虚”现象(韩珣和李建军, 2020); 微观层面上, 影子银行化活动降低了企业资源错配效率, 挤出主业投资(杜勇等, 2017), 降低其盈余可持续性(黄贤环等, 2021), 加剧企业经营风险和股价崩盘风险等(李建军和韩珣, 2019; 司登奎等, 2021)。为此, 党的十九届六中全会要求在经济建设上, 坚持金融为实体经济服务, 防

收稿日期: 2023-08-31

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“机构共同持股下的实体企业影子银行化同群效应: 表征识别、驱动机理与经济后果”(72072146); 重庆市社会科学规划重大项目“西部陆海新通道沿线物流跨部门数字化协同监管体系研究”(2023ZDLH13); 重庆教委科学技术研究重点项目“工业互联网推动重庆市制造企业数字化转型的动力机制与制度创新研究”(KJZD-K202300201)。

作者简介: 黄丹华(1995—), 女, 河南商丘人, 西南大学经济管理学院博士研究生;
杜勇(1977—), 男, 湖北麻城人, 西南大学经济管理学院教授、博士生导师(通讯作者);
马文龙(1996—), 男, 山东济南人, 西南大学经济管理学院硕士研究生;
娄靖(1996—), 女, 河南驻马店人, 西南大学经济管理学院博士研究生。

范化解经济金融领域的风险,激发各类市场主体特别是中小微企业的活力。党的二十大报告提出,要把经济发展的着力点放在实体经济上,建设现代化产业体系。在此背景下探究非金融企业影子银行化的影响因素,从根源上规范非金融企业从事影子银行化行为,对于防范系统性金融风险 and 推动实体经济高质量发展具有重要意义。以往影子银行影响因素的文献主要从金融错配、资管新规、国家审计(韩珣和李建军,2020;彭俞超和何山,2020;窦炜和张书敏,2022)等宏观视角进行探讨。尽管也有部分文献从股权治理视角关注到机构投资者对非金融企业影子银行化的影响(Arora和Kashiramka,2023;Liu等,2023),但这些研究主要是基于机构投资者持股企业相互独立的假设,忽视了由机构共同持股形成的企业网络视角,没有考虑到共同机构投资者持股同行多家企业形成的关联效应,鲜有学者从机构共同持股视角探究非金融企业影子银行化的影响因素。

机构共同持股是指机构投资者同时持有同一行业中两家及以上企业股权的现象(He和Huang,2017)。近年来,随着我国经济高速发展和资本市场的不断完善,机构投资者在资本市场上的持股数量和持股比例稳步上升,同时机构投资者持股同行业中多家企业的现象也愈发普遍(杜勇等,2021)。一方面,机构共同股东拥有更为丰富的信息和资源,不仅可以作为企业间信息共享的“桥梁”,加强企业间的了解和合作,促进创新知识溢出(赖烽辉和李善民,2023),提升企业并购绩效(Harford等,2011;Brooks等,2018),加快企业转型升级(杜勇等,2023);而且能够有效降低其信息搜寻和处理成本,加强对企业的监督(He等,2019),抑制企业盈余管理(Ramalingegowda等,2020),减少企业财务重述(杜勇等,2021)等。另一方面,机构共同股东会降低企业间的相互竞争,促使同行业企业串联合谋,扭曲市场价格机制(Azar等,2022),降低企业投资效率(潘越等,2020)。既有研究表明,机构共同持股会对企业经营投资决策产生重要影响,但研究结论存在两面性(Harford等,2011;潘越等,2020;Chen等,2021)。影子银行是企业金融投资活动的主要内容,但相较于普通的金融投资活动,影子银行化活动由于信息不对称、高杠杆以及法律主体不明确等特质,使得其具有更高的风险(李建军和韩珣,2019;韩珣和李建军,2020)。机构共同股东作为企业重要的利益相关者和金融投资决策的参与者,对非金融企业影子银行化活动产生重要影响。探究机构共同持股对非金融企业影子银行化的影响,不仅有助于深化相关部门对机构共同持股的认识,而且能够为政府防范系统性金融风险 and 推动经济高质量发展提供政策参考。鉴于此,本文基于中国沪深A股非金融上市公司2007—2020年的数据尝试回答以下问题:机构共同持股是否会影非金融企业影子银行化?其内在作用机制是怎样的?本文研究发现,机构共同持股通过降低企业代理成本和提高实物投资显著抑制了非金融企业影子银行化,并最终降低了企业股价崩盘风险,提升了企业价值。

本文的边际贡献在于:第一,为规范非金融企业影子银行化行为、抑制其“脱实向虚”提供新的视角。既有对非金融企业影子银行化影响因素的研究主要聚焦于金融错配、资管新规、国家审计(韩珣和李建军,2020;彭俞超和何山,2020;窦炜和张书敏,2022)等宏观视角,忽视了由机构共同持股形成的企业网络视角。本文以机构共同持股为切入点,深入探究其对非金融企业影子银行化的影响,丰富了非金融企业影子银行化影响因素的相关研究。第二,拓展了机构共同持股经济后果的相关研究。在当前经济“脱实向虚”的背景下,机构共同股东是企业影子银行化投资决策的重要参与者。本文从非金融企业影子银行化视角,探究机构共同持股对企业行为产生的影响,发现机构共同持股可以发挥积极的协同治理效应来抑制非金融企业影子银行化,这对于理解中国资本市场中机构共同持股对企业行为影响的文献做了有益补充。第三,为探索防范金融风险、促进实体经济发展的具体路径提供政策参考。本文发现机构共同持股通过缓解

代理问题和促进企业实物投资抑制了非金融企业影子银行化。这启发相关部门应充分发挥机构共同股东在壮大实体经济中的积极作用,建立有效的考核制度,充分发挥机构共同股东的协同治理的积极性,引导实体企业回归本源,推动经济高质量发展。

二、理论分析与研究假设

影子银行主要是从事资金借贷业务,并通过信用和担保链条进行延伸,具有“类银行”功能(司登奎,2021)。理论上,在企业资金充足但缺乏良好的投资项目时,将闲置资金借贷给资金匮乏但有优质项目投资的企业,有助于提高金融资源的配置效率,辅助实体经济发展。然而,现实中诸多企业将攫取高额利差、获取绝对利润作为首要目标,影子银行化业务逐渐成为企业实现套利的工具,导致金融系统的风险性不断增加(李建军和韩珣,2019)。作为金融学领域的重要话题之一,学者们对非金融企业影子银行化的成因进行了广泛讨论,发现金融错配、资管新规、国家审计等外部环境因素可以对非金融企业影子银行化产生重要影响(韩珣和李建军,2020;彭俞超和何山,2020;窦炜和张书敏,2022)。此外,也有少数文献注意到微观股权治理层面机构投资者对非金融企业影子银行化的影响(Arora和Kashiramka,2023;Liu等,2023),但这些研究主要聚焦于机构投资者持股企业互相独立、互不干扰的假设,鲜有学者从企业间关联视角探究机构共同持股对非金融企业影子银行化的影响作用。相较于单一机构投资者,共同机构投资者同时持股同行业多家企业,其信息优势和资源优势将促使其有更强烈的动机介入企业的影子银行化决策。从现有研究来看,机构共同股东对非金融企业影子银行化的影响可能存在分歧,机构共同持股既可能通过发挥监督效应和协同效应,抑制非金融企业的影子银行化,即起到“防微杜渐”的作用;也可能引发传染效应和合谋效应,加剧非金融企业的影子银行化,即起到“推波助澜”的作用。具体分析如下:

(一)“防微杜渐”:机构共同持股通过监督效应和协同效应抑制非金融企业影子银行化

相较于单一的机构投资者,机构共同股东因其持股同行业多家企业,具有监督治理功能和行业信息优势,可能会发挥积极的协同治理作用来抑制非金融企业影子银行化。

1. 机构共同持股可以发挥更强的监督作用,抑制管理层或大股东通过影子银行化活动谋取私利的行为。根据委托代理理论,企业内部普遍存在两类代理冲突,即管理层与大股东间的代理冲突,以及大股东与中小股东间的代理冲突。相关研究表明,在双重代理冲突下,非金融企业影子银行化业务由于其隐匿性、计量的灵活性,极易成为经理人和大股东谋取私利的渠道(黄贤环和贾敏,2023)。机构共同持股作为有效的监督机制(Brooks等,2018;Chen等,2021),其具有更低的监督成本和更强的监督能力(杜勇等,2023),或有助于缓解委托代理问题,抑制非金融企业影子银行化。一方面,同行业企业一般具有相似的业务环境和治理模式等,机构共同股东能够把在单个企业的监督经验,迁移到其持股的同行业其他企业中(杜勇等,2023),产生监督的“规模效应”,降低机构共同股东对非金融企业影子银行化的监督成本(Kang等,2018),增强机构共同股东的监督动机(Ramalingegowda等,2021),从而抑制非金融企业影子银行化行为。另一方面,机构共同持股能够在参与同行业企业经营的过程中获得丰富的管理经验、监督技巧以及行业专长等(潘越等,2020),使得其在解读企业行为、甄别信息方面更具优势(He等,2018),能够有效识别管理层或大股东进行影子银行化投资的动机,并通过委派董监高或退出威胁等方式监督企业,减少管理层或大股东的主观决策行为,进而抑制管理层或大股东利用影

子银行化进行套利的动机。现有研究表明,在公司治理中机构共同股东拥有更强的监督能力和更大的话语权(Edmans等, 2019),不仅可以对高管的不当决策投反对票(He等, 2019),甚至可以撤换不合格的高管(Kang等, 2018)。

2. 机构共同持股在促进企业实物投资上展现出更多的协同优势,进而抑制影子银行化。企业从事影子银行化主要的驱动因素之一是将闲置资金最大化利用,从而发挥“蓄水池效应”,间接提高企业业绩。如果企业有更好的实物投资机会,企业则会减少影子银行化或金融化活动,从而促进实体经济发展(杜勇等, 2017)。相较于单一机构投资者,机构共同股东作为同行业企业联结的枢纽,拥有更强的信息优势和资源优势,能够帮助企业把握实物投资机会(李世刚等, 2022),提高实物投资的收益率(He和Huang, 2017),进而挤出影子银行化投资。一方面,机构共同股东同时参与多家同行业企业的经营,可以依托累积的行业发展经验为持股企业提供与行业发展机会相关的信息(He等, 2019),提高企业投资实体经济的信心,削弱非金融企业影子银行化的动机。另一方面,机构共同股东同时持股同行业多家企业,有助于促进企业间进行战略协作(Park等, 2019; 杜勇等, 2021),提高实物投资的收益率,进而抑制非金融企业影子银行化。通常来说,同行业企业间由于其竞争属性,往往难以进行有效的市场协作,而机构共同股东出于最大化投资组合价值的动机,有动机来协调其持股同行业企业间的行为,促进其进行战略协作(Park等, 2019)。譬如,促进同行业企业联合与供应商讨价还价,降低企业经营成本,从而提高实物投资的收益。相关研究也表明,机构共同持股通过促进同行业企业间的战略协作,提高了企业的盈利能力(He和Huang, 2017)。

(二)“推波助澜”:机构共同持股通过传染效应和合谋效应加剧非金融企业影子银行化

尽管机构共同持股有可能发挥监督效应和协同效应来抑制非金融企业影子银行化,但机构共同持股也可能通过引发传染效应和合谋效应加剧非金融企业影子银行化。

1. 机构共同持股网络可能会引发传染效应,从而加剧非金融企业影子银行化。从社会网络视角看,企业制定相关决策和实施计划在考虑企业自身发展的同时,也会借鉴同一网络中其他企业的类似决策(Leary和Roberts, 2014),而机构共同持股网络为企业间的学习模仿提供了重要的渠道。相关研究表明,机构共同股东作为信息枢纽,掌握着行业内持股企业有关公司经营战略、投融资等信息,这些信息依托机构共同持股网络形成的“信息传递桥梁”被传递到网络中的其他企业中,能够引发企业类似决策的同群效应(李世刚等, 2022)。聚焦到影子银行化活动,非金融企业影子银行化活动既是企业获取短期高额收益的源泉(韩珣和李建军, 2020),也是机构共同股东短期内获取投资组合价值最大化的重要渠道,因此,机构共同股东可能会促进非金融企业的影子银行化信息在持股网络中进行传播,从而压缩被持股企业间的信息距离和提高金融资源的暴露程度。企业可以根据基础变量的相似性和示范对象信息的真实度,分析其资金来源渠道和投资模式,提高模仿学习的效率。尤其是在当前实体经济疲软的情况下,当企业通过机构共同持股网络了解到同行业其他企业通过影子银行化投资的方式获取高额利润时,企业也可能通过增加影子银行化投资获得短期超额收益,最终加剧企业影子银行化。

2. 机构共同持股可能会通过合谋效应加剧非金融企业影子银行化。一方面,机构共同股东通过促进同行业企业合谋,削弱积极竞争,加剧非金融企业影子银行化。相较于一般的机构投资者,机构共同股东的目标是投资组合价值最大化,因此缔结企业进行集体联动,无疑是共同股东获取投资组合收益最大化的有效方式。相关研究表明,机构共同股东通过促使同行业多个企业联合起来,能够降低产品市场的竞争程度,提高企业市场的垄断势力(Azar等, 2018)。这种合谋带来的市场竞争程度的下降,使得企业的经营风险降低(Antón等, 2023)。此时,企业可能

不愿将注意力集中在提高企业市场竞争力的固定资产投资、创新投资等实体投资上(何玉润等, 2015), 而可能会更加倾向于将闲置资金配置在高额收益的影子银行化投资上, 从而加剧非金融企业的影子银行化。另一方面, 机构共同股东可能借助其信息或资源优势, 与大股东或管理层合谋, 加重非金融企业影子银行化。相较于固定资产、创新投资等投资回报周期较长、变现能力较差的实物投资, 影子银行化投资具有短期高额收益的特征(韩珣和李建军, 2020), 机构共同股东可能因其短期价值导向而更加倾向于影子银行化投资, 因此, 其可能不会发挥积极的监督治理作用, 进而阻碍管理层或大股东影子银行化的行为; 反而可能会利用其掌握的信息优势和资源优势与管理层或大股东合谋来谋取利益, 恶化代理冲突, 加剧非金融企业影子银行化。

综上所述, 机构共同持股既可能会抑制非金融企业影子银行化, 也可能会促进非金融企业影子银行化, 因此, 本文提出竞争性假设:

Ha: 在其他条件一定时, 机构共同持股会抑制非金融企业影子银行化。

Hb: 在其他条件一定时, 机构共同持股会促进非金融企业影子银行化。

三、数据来源和变量界定

(一) 样本选择与数据来源

本文以2007—2020年中国沪深A股上市公司为研究样本, 并进行以下筛选: 为控制异常值的影响, 本文剔除了资不抵债的企业样本、ST类企业样本以及关键变量缺失样本。考虑到金融行业企业相较于其他行业的特殊性, 本文将此类企业剔除; 对连续变量在1%和99%分位上进行缩尾处理, 以此减少样本极端值对结论的影响。企业委托贷款数据源于企业年报公告并手工整理得到, 其他数据来源于Wind、CSMAR和CNRDS数据库。

(二) 变量定义

1. 企业影子银行化(*SB*)。关于非金融企业影子银行化的度量, 本文参考李建军和韩珣(2019)对于影子银行规模的测算。此外, 为便于进一步明晰机构共同持股对不同影子银行化类型的影响差异, 参考李建军和韩珣(2019)的做法, 具体测算时按照业务模式将影子银行化划分为信用中介类影子银行(*SB_CC*)和信贷链条类影子银行(*SB_CI*)进一步分类测算。其中, 信用中介类影子银行用委托理财、委托贷款以及民间借贷规模之和取自然对数来度量; 信贷链条类影子银行用信托产品、理财产品、资产管理计划、结构性存款等规模之和取自然对数来度量。非金融企业影子银行的总体规模用上述两类影子银行规模加总取自然对数来度量。

2. 机构共同持股(*CIO*)。借鉴He和Huang(2017)、杜勇等(2021)的研究, 本文构建了以下三个反映机构共同持股的指标: 一是企业是否存在机构共同持股(*CIO1*), 若企业存在共同股东, 则取值为1, 否则取值为0, 其中, 机构共同股东是指同时持股企业与其同行业企业均超过5%的机构投资者。选择5%作为门槛的原因在于, 证券法将持股5%作为重大股权变动的警示线, 持股5%以上的共同股东更有可能影响企业的经营投资决策(Beatty等, 2013)。二是机构共同持股联结程度(*CIO2*), 以企业拥有的机构共同股东的个数, 并加1取自然对数来衡量。三是机构共同持股比例(*CIO3*), 以企业拥有的机构共同股东的持股比例之和来衡量。

3. 控制变量。借鉴韩珣等(2022)、韩珣和封玥(2023)等的研究, 本文控制了机构投资者的持股比例(*Inst*)、企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、企业成长性(*Growth*)、净资产利润率(*Roe*)、现金流水平(*Cashdire*)、两职合一(*Dual*)、董事会持股(*Boardshare*)、独立董事比例(*Indep*)。此外, 本文还控制了行业和年份固定效应, 具体见表1。

表1 变量名称与定义

变量类型	变量名称	符号	变量定义
被解释变量	影子银行规模	SB	“信用中介”与“信贷链条”类影子银行加总的自然对数值
	信用中介类 影子银行规模	SB_CC	委托贷款、委托理财、民间借贷加总的自然对数值
	信贷链条类 影子银行规模	SB_CI	理财产品、信托产品、结构性存款、资产管理计划四大类金融产品规模加总的自然对数值
解释变量	是否存在机构共同持股	$CIO1$	共同机构投资者指在同行业两家及以上公司中均持有不低于5%的股份,“是”则取值1,否则取值0
	机构共同持股联结程度	$CIO2$	共同机构投资者数量,年度均值,加1取对数
	机构共同持股比例	$CIO3$	共同机构投资者持股比例之和
控制变量	机构投资者持股比例	$Inst$	机构投资者持股数量/上市公司总股份
	企业规模	$Size$	企业年末总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	企业年末总负债/年末总资产
	成长性	$Growth$	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	净资产利润率	Roe	净利润/总资产
	现金流水平	$Cashdire$	经营性现金流量/总资产
	是否二职合一	$Dual$	如果董事长和总经理为同一人,则取值为1,否则取0
	董事会持股比例	$Boardshare$	董事会持股数量/上市公司总股份
	独立董事比例	$Indep$	独立董事人数/董事会总人数
	行业效应	$Industry$	行业虚拟变量
年度效应	$Year$	年度虚拟变量	

(三) 模型设定

为检验机构共同持股对非金融企业影子银行化的影响,构建如下模型:

$$SB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CIO_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + Year_t + Industry_j + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, SB 表示非金融企业影子银行化程度, CIO 是机构共同持股指标, $Controls$ 是控制变量集, $Year$ 和 $Industry$ 分别是年度与行业固定效应, ε 是残差项。若 α_1 显著为负,则研究假设Ha成立;反之,则假设Hb成立。

(四) 描述性统计

表2为主要变量的描述性统计结果。非金融企业影子银行化(SB)的均值为18.340,最小值为13.257,最大值为23.215,表明不同企业间影子银行化程度的差距较大。机构共同持股虚拟变量($CIO1$)的均值为0.133,说明样本中约有13.3%的企业拥有机构共同股东。机构共同持股比例($CIO3$)的均值为3.4%,最大值为54.7%,说明我国机构共同股东对企业已经具有相当的影响力。控制变量方面的描述统计结果与现有研究基本一致,此处不再赘述。

四、实证检验结果

(一) 基本回归结果

表3报告了基准回归结果。由结果可知, $CIO1$ 、 $CIO2$ 、 $CIO3$ 的系数均在1%的水平上显著为负,说明机构共同持股与非金融企业影子银行化存在负相关关系。从经济意义上看,以第(1)列为例, $CIO1$ 的估计系数为-0.1742,说明拥有机构共同股东的非金融企业相较于没有机构共同股东的非金融企业的影子银行化程度低17.42个基点。以上结果支持了假设Ha,即机构共同持股可以发挥积极的协同治理效应,抑制非金融企业影子银行化。

表2 变量描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>SB</i>	28331	18.340	2.130	13.257	18.279	23.215
<i>CIO1</i>	28331	0.133	0.340	0.000	0.000	1.000
<i>CIO2</i>	28331	0.085	0.222	0.000	0.000	0.811
<i>CIO3</i>	28331	0.034	0.106	0.000	0.000	0.547
<i>INST</i>	28331	0.383	0.234	0.001	0.386	0.877
<i>Size</i>	28331	22.134	1.283	19.731	21.963	26.074
<i>Lev</i>	28331	0.439	0.204	0.056	0.436	0.888
<i>Growth</i>	28331	0.186	0.460	-0.568	0.110	3.099
<i>Roe</i>	28331	0.059	0.134	-0.754	0.069	0.331
<i>Cashdire</i>	28331	0.092	0.184	-0.650	0.081	0.711
<i>Dual</i>	28331	0.253	0.434	0.000	0.000	1.000
<i>Indenp</i>	28331	0.373	0.052	0.333	0.333	0.571
<i>Boardshare</i>	28331	0.115	0.183	0.000	0.001	0.660

(二) 稳健性检验^①

前述研究结论可能受到逆向因果、遗漏变量以及选择偏误等问题的影响。为保证结果的稳健性,本文进一步进行如下检验:

1.工具变量模型估计。上述研究结论表明机构共同持股虽然抑制了非金融企业影子银行化,但也可能是低影子银行化水平的企业,因其经营风险较低,吸引了更多的共同机构投资者对其进行持股,即研究结论可能会受到逆向因果问题的影响。为了克服这一问题对本文结论的潜在影响,参考杜勇等(2023)的研究,本文选用工具变量法进行稳健性检验。具体地,选择以下两个变量作为机构共同持股的工具变量:一是机构投资者是否发生并购事件(*IV1*);二是企业所在行业内其他企业的机构共同持股平均水平(*IV2*)。结果表明,第一阶段两个工具变量

*IV1*和*IV2*均在1%的水平上显著,说明机构投资者并购事件和同行业其他企业共同持股均会增加上市公司的机构共同股东。且从变量检验结果来看,工具变量分别通过了不可识别检验和弱工具变量检验,符合统计意义上的相关要求。第二阶段模型估计结果中,机构共同持股对非金融企业影子银行化的影响均显著为负,与前文回归结果基本一致,总体来看上述研究结论是稳健的。

2.多时期双重差分模型。前述研究结论还可能受到某些不可遗漏变量的影响,为控制这一内生性问题,借鉴王运通和姜付秀(2017)、杜勇等(2023)的研究,结合机构共同股东的联结特点,构建多时期双重差分模型检验机构共同股东发生变化前后,非金融企业影子银行化的差异。具体模型如下:

表3 机构共同持股与非金融企业影子银行化基准回归

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>SB</i>	<i>SB</i>	<i>SB</i>
<i>CIO1</i>	-0.1742*** (-5.99)		
<i>CIO2</i>		-0.2808*** (-6.30)	
<i>CIO3</i>			-0.6594*** (-7.18)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-4.2326*** (-19.35)	-4.2382*** (-19.37)	-4.2849*** (-19.54)
<i>r2_a</i>	0.4363	0.4363	0.4365
<i>F</i>	679.2064***	679.4685***	679.1554***
<i>N</i>	28331	28331	28331

注:*,**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著,下同。

①篇幅所限,稳健性检验结果未列示,留存备索。

$$SB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 After_{i,t} \times Treat_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Firm_i + Year_t + Industry_j + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式(2)中, $After$ 为年份变更前后的虚拟变量, 将机构共同股东变更之前的年份赋值为0, 变更之后的年份赋值为1。 $Treat$ 为分组虚拟变量, 将由“无”变为“有”机构共同股东的企业作为处理组, $Treat$ 赋值为1; 将始终“无”机构共同股东的企业作为对照组, $Treat$ 赋值为0。同时考虑到处理组和控制组在机构共同股东变更前后存在的差异可能会导致结果受样本选择偏差的影响, 因此, 本文首先进行PSM(1:1和1:2)的最近邻匹配, 其匹配变量为前文所述的控制变量, 然后采用匹配后的样本进行多时期双重差分检验。结果显示, $After \times Treat$ 的系数显著为负, 说明当机构共同股东从“无”到“有”的变化显著抑制了非金融企业影子银行化, 研究结论依然成立。

3.安慰剂检验。本文观测到的非金融企业的影子银行化活动随着机构共同持股的提高而降低, 这可能仅是一种特殊情况, 即可能是其他未观测到的因素引起的。为此, 本文采用Placebo检验的方法对研究结论进行验证。通过生成模拟的解释变量, 将模型(1)的回归重复进行1000次与2000次。检验结果显示, 当随机模拟1000次与2000次时, LNRI的估计系数均未显著异于0, 且安慰剂检验图显示估计系数的真实值分布在模拟系数的左侧, 说明机构共同持股对非金融企业影子银行化的影响并非只是一种安慰剂, 前述研究结论稳健。

4.更改机构共同持股比例门槛。前文主要将机构共同持股比例界定为5%以上, 参考潘越等(2020)的研究, 在稳健性检验中, 本文将判断机构共同持股的持股比例门槛从5%分别调高至10%以上和调低到3%以上, 并按照前述变量的构建方法生成机构共同持股指标, 重新计算得到机构共同持股指标, 并与非金融企业影子银行化变量进行回归。结果显示, 不论是调高还是调低共同持股比例, 机构共同持股均显著抑制非金融企业影子银行化, 进一步证明本文结论的可靠性。

5.缩短样本区间。考虑受到2008年经济危机对我国经济冲击的影响, 同年国家“四万亿”投资也对我国经济金融发展有重大影响。为避免经济危机以及投资计划对企业影子银行化的影响, 我们将2008年、2009年的样本剔除。同时, 考虑到2018年出台资管新规, 影子银行活动显著收敛, 资管业务逐步回归本源, 因此本文删减2018年及之后样本进行回归。结果显示, 机构共同持股对非金融企业影子银行化的影响系数均显著为负, 表明在控制资管新规与经济危机的干扰后, 前述研究结论依然稳健。

五、影响机制分析

根据前文研究假设部分的影响机制分析, 本文认为机构共同持股可能通过缓解委托代理问题和提高企业实物投资等途径对非金融企业影子银行化行为产生抑制作用。本部分主要对这两个途径进行检验, 借鉴温忠麟等(2004)的研究, 构建如下中介检验模型:

$$Y_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 X_{i,t} + \delta_2 Controls + Year + Indu + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$M_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{i,t} + \gamma_2 Controls + Year + Indu + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Y_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 X_{i,t} + \mu_2 M_{i,t} + \mu_3 Controls + Year + Indu + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Y_{i,t}$ 为因变量, $X_{i,t}$ 为自变量, $M_{i,t}$ 为中介变量。中介效应需要满足: (1)系数 γ_1 显著, 否则中介效应不成立。(2)在 γ_1 与 μ_2 均显著的情况下, 若 μ_1 不显著, 则存在完全中介效应; 若 μ_1 显著, 则存在部分中介效应。

首先, 对机构共同持股通过缓解企业的双重委托代理问题抑制非金融企业影子银行化这一机制进行检验。参考杜勇等(2023)的研究, 第一类代理成本($Agency1$)采用管理费用与销售费用之和除以营业收入表示, $Agency1$ 越大, 表示企业管理层与股东间的代理问题越严重; 第二

类代理成本 (*Agency2*) 采用企业关联交易占总资产的比例来衡量, *Agency2* 越大, 表明大股东与中小股东之间的代理问题越严重。表4报告了第一类委托代理成本作为中介变量的检验结果。由结果可以看出, 机构共同持股显著降低了第一类代理成本, 进而抑制非金融企业影子银行化, 为部分中介效应。从估计系数看, 以第(1)、(2)列为例, 第一类代理成本作为中介变量的间接效应为-0.007 ($=-0.0044 \times 1.5445$), 其中中介效应在总效应中的占比约为4.01%。此外, Sobel检验结果具有统计显著性。这说明机构共同持股可以通过缓解股东与管理层之间的代理问题, 进而抑制企业影子银行化。

表4 中介效应模型估计结果 (缓解第一类代理问题)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Agency1</i>	<i>SB</i>	<i>Agency1</i>	<i>SB</i>	<i>Agency1</i>	<i>SB</i>
<i>CIO1</i>	-0.0044**(-2.31)	-0.1734***(-5.53)				
<i>CIO2</i>			-0.0065**(-2.29)	-0.2749***(-5.74)		
<i>CIO3</i>					-0.0269***(-5.33)	-0.5763***(-5.79)
<i>Agency1</i>		1.5445*** (14.32)		1.5445*** (14.32)		1.5372*** (14.25)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.4329*** (14.84)	-4.9401*** (-20.02)	0.4329*** (14.85)	-4.9437*** (-20.04)	0.4293*** (14.73)	-4.9743*** (-20.12)
<i>r2_a</i>	0.242	0.446	0.242	0.446	0.243	0.446
<i>F</i>	190.4436	604.9873	190.4238	605.0523	191.2023	604.2676
<i>N</i>	23117	23117	23117	23117	23117	23117

表5报告了第二类委托代理成本作为中介变量的检验结果。由表5可以看出, 机构共同持股显著降低了第二类代理成本, 进而抑制非金融企业影子银行化, 为部分中介效应。从估计系数看, 以第(1)、(2)列为例, 第二类代理成本作为中介变量的间接效应为-0.0003 ($=-0.0687 \times 0.0037$), 其中中介效应在总效应中的占比约为0.17%。此外, Sobel检验结果具有统计显著性。这说明机构共同持股可以通过缓解大股东与中小股东之间的代理问题, 进而抑制非金融企业影子银行化。

表5 中介效应模型估计结果 (缓解第二类代理问题)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Agency2</i>	<i>SB</i>	<i>Agency2</i>	<i>SB</i>	<i>Agency2</i>	<i>SB</i>
<i>CIO1</i>	-0.0687*(-1.69)	-0.1691***(-5.72)				
<i>CIO2</i>			-0.1049*(-1.65)	-0.2708***(-5.99)		
<i>CIO3</i>					-0.1779*(-1.66)	-0.6416***(-6.88)
<i>Agency2</i>		0.0037*** (3.34)		0.0037*** (3.33)		0.0037*** (3.34)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.7612(1.08)	-4.3676*** (-19.52)	0.7604(1.08)	-4.3736*** (-19.54)	0.7559(1.07)	-4.4238*** (-19.72)
<i>r2_a</i>	0.086	0.495	0.086	0.495	0.086	0.495
<i>F</i>	38.5058	837.8347	38.6966	837.5749	39.7029	836.8921
<i>N</i>	27632	27632	27632	27632	27632	27632

然后, 对机构共同持股通过促进实物投资抑制非金融企业影子银行化这一作用机制进行检验。借鉴杜勇等 (2017) 的做法, 本文采用 (固定资产投资+在建工程+工程物资+无形资产)/总资产来衡量企业的实物资本投资。表6报告了实物投资规模作为中介变量的估计结果。由表6可以看出, 机构共同持股提高了企业的实物投资, 进而抑制非金融企业影子银行化, 为部分中介

(二) 机构共同股东类型异质性分析

不同类型共同股东在目标偏好、投资方式等方面存在差异,其对企业的影子银行化决策的影响可能存在差异。首先,从机构共同股东持股时间的视角,短期机构共同股东将更有可能促进所持有的同行业企业减少长期投入,从而增加短期收益,这将导致非金融企业影子银行化程度的加剧。然后,从机构共同股东类型的视角,与企业具有业务关系的机构投资者,即压力敏感型机构投资者,通常不愿干预或者会支持管理层决策,而与上市公司仅存在投资关系的机构投资者,即压力抵制型机构投资者,有足够的动机去干预企业决策。因此,当机构共同股东的类型为压力抵制型时,其更有可能积极发挥协同治理的作用。

基于此,本部分进一步区分机构共同股东类型进行探究,将连续持股超过四个季度划分为长期机构共同股东,其余为短期机构共同股东;将保险公司、信托公司、券商理财以及财务公司等划分为压力敏感型机构共同股东,其余为压力抵制型机构共同股东。回归结果如表8所示,相较于短期机构共同股东,长期机构共同股东对非金融企业影子银行化的抑制作用更显著。此外,压力抵制型的机构共同股东可以显著降低非金融企业影子银行化水平,压力敏感型的机构共同投资者对非金融企业影子银行化也存在负向影响,但是结果不显著。以上结果表明,压力抵制型和持股时间较长的机构共同股东的协同治理动机和能力更强,可以发挥其专业知识和能力,有效抑制非金融企业影子银行化。

表8 机构共同股东异质性分析

变量	长期型	短期型	压力敏感型	压力抵制型
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CIO1</i>	-0.1934*** (-6.15)	-0.1109** (-2.11)	-0.1182 (-1.64)	-0.1823*** (-6.19)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-4.2919*** (-19.38)	-3.9506*** (-16.84)	-3.9955*** (-16.91)	-4.2341*** (-19.31)
<i>r2_a</i>	0.4345	0.4284	0.4278	0.4354
<i>F</i>	662.9457***	589.0566***	581.1786***	674.2361***
<i>N</i>	27772	25508	25116	28250

(三) 企业产权异质性分析

相较于非国有企业,国有企业相对拥有更充裕的资金,其代理问题也较为严重。其管理层为业绩考评和政治晋升,往往具有更强的动机和能力进行短期性且收益性较高的影子银行化活动。因此,共同股东的协同治理效应在国有企业的边际效应更为显著。为验证这一推论,本文按照产权性质区分国有与非国有企业进行检验,检验结果如表9显示,*CIO1*、*CIO2*、*CIO3*的回归系数在国有企业中均为负,且在1%的水平上显著,而在非国有企业,虽具有负向影响,但不显著,表明相对于非国有企业,机构共同持股的协同治理作用在国有企业更显著,能够显著抑制国有非金融企业影子银行化行为。

(四) 机构共同持股抑制非金融企业影子银行化的经济后果分析

以往研究表明,企业从事影子银行化活动会提升企业面临的风险(司登奎等,2021),毁损企业价值(黄贤环和王翠,2021)。前文研究结论显示机构共同持股能够通过协同效应和监督效应抑制非金融企业影子银行化。进一步地,企业在机构共同股东的协同治理下降低影子银行化

投资后,企业面临的风险能否显著降低?企业的价值能否得到有效改善?对此,参考杜勇等(2023)的研究,本部分对以上问题进行检验,回归结果见表10。其中,经济后果指标为股价崩盘风险(*Risk*)和企业价值(*TobinQ*)。借鉴梁上坤等(2020)的研究,对股价崩盘风险进行衡量,若一年中公司某一周独特的周回报率低于其分布均值2.58个标准差,则取1,否则取0。借鉴朱武祥等(2001)的研究,采用托宾*Q*值来衡量公司价值。表10中经济后果检验结果显示,第(1)–(3)列中 $SB \times CIO1$ 、 $SB \times CIO2$ 、 $SB \times CIO3$ 的系数均负显著,说明机构共同持股显著抑制了企业影子银行化对股价崩盘风险的促进作用;第(4)–(6)列中 $SB \times CIO1$ 、 $SB \times CIO2$ 、 $SB \times CIO3$ 的系数均正显著,说明机构共同持股显著削弱了企业影子银行化对企业价值的毁损作用。

表9 企业产权性质异质性分析

变量	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CIO1</i>	-0.096***(-2.73)	-0.022(-0.41)				
<i>CIO2</i>			-0.146***(-2.75)	-0.057(-0.67)		
<i>CIO3</i>					-0.358***(-3.55)	-0.083(-0.33)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-3.949***(-12.94)	-5.110***(-14.91)	-3.946***(-12.93)	-5.111***(-14.92)	-3.980***(-13.03)	-5.113***(-14.92)
<i>r2_a</i>	0.505	0.401	0.505	0.401	0.506	0.401
<i>F</i>	279.307***	263.564***	279.313***	263.575***	279.556***	263.562***
<i>N</i>	11439	16892	11439	16892	11439	16892

表10 经济后果检验

变量	股价崩盘风险			企业价值		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SB</i>	0.0036(1.31)	0.0032(1.16)	0.0032(1.17)	-0.0217**(-2.37)	-0.0221**(-2.41)	-0.0213**(-2.36)
<i>CIO1</i>	0.2066**(2.00)			-0.8293**(-2.33)		
$SB \times CIO1$	-0.0119**(-2.14)			0.0442**(2.30)		
<i>CIO2</i>		0.2359(1.54)			-1.3773**(-2.53)	
$SB \times CIO2$		-0.0139*(-1.68)			0.0725**(2.48)	
<i>CIO3</i>			0.5796*(1.95)			-2.9210***(-2.66)
$SB \times CIO3$			-0.0323**(-2.02)			0.1517***(-2.60)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	1.5963***(-13.59)	1.6066***(-13.67)	1.6097***(-13.69)	11.8729***(-32.87)	11.8744***(-32.91)	11.8516***(-32.92)
<i>r2_a</i>	0.114	0.114	0.114	0.139	0.139	0.139
<i>F</i>	60.7656	60.7875	60.7556	94.8036	94.8303	94.8490
<i>N</i>	21400	21400	21400	26777	26777	26777

七、研究结论与启示

在中国资本市场中,机构共同持股究竟是发挥积极的协同治理作用还是负向的合谋舞弊作用是当前学术界争论的焦点。本文基于中国A股非金融上市公司2007—2020年的数据,从非金融企业影子银行化视角探究机构共同持股的经济效应,结果表明机构共同持股显著抑制了非金融企业影子银行化。该结论经工具变量、多时点双重差分以及安慰剂等多种方法进行稳健

性检验后依然成立。机制分析结果发现,机构共同持股主要通过缓解委托代理问题和促进实物投资等途径抑制非金融企业影子银行化。异质性分析表明,在机构共同股东为压力抵制型组、机构共同持股时间越长组以及国有企业组中,机构共同持股对非金融企业影子银行化的抑制作用更显著;相较于信用中介类影子银行,机构共同持股对信贷链条类影子银行的抑制作用更显著。经济后果检验发现,机构共同持股在抑制企业影子银行化后可以显著降低企业股价崩盘风险,提高企业价值。

基于上述研究,本文提出以下政策建议:第一,企业应根据自身发展情况,适时引入机构共同股东,充分利用机构共同股东的信息优势和资源优势,促进企业脱虚向实。本文的研究表明,机构共同股东能够发挥协同治理效应,抑制非金融企业影子银行化,且这种促进作用在国有企业中尤为显著。因此,对于企业,尤其是国有企业而言,应重视机构共同股东的作用,将机构共同股东作为完善公司治理、促进企业主营业务发展的重要抓手,通过积极引入机构共同股东,推动企业脱虚向实和高质量发展。第二,机构共同股东应注重企业的战略和长远发展,充分发挥自身的积极作用,促使企业专注于主营业务,为经济高质量发展提供支撑。机构共同股东凭借其行业信息优势和监督治理优势成为公司治理体系的重要组成部分,其更应该利用自身优势,发挥协同共治作用,积极参与公司治理,缓解代理问题,促进企业实物投资,引导实体经济回归本源。第三,在促进实体经济发展中,政府应充分发挥机构共同股东这一非正式途径的协同治理作用。本文的研究表明,在当前实体经济“脱实向虚”较为严重的背景下,机构共同股东能够抑制非金融企业影子银行化,且相较于短期机构共同股东和压力敏感型的机构共同股东,长期机构共同股东和压力抵制型的机构共同股东对非金融企业影子银行化的抑制作用更加显著。因此,在现阶段,相关部门应充分发挥机构共同股东的积极作用:一是政策层面要围绕机构共同股东对公司治理的积极作用,建立有效的考核制度,充分发挥机构共同股东的协同治理的积极性,培育更多关注企业长远发展的机构共同股东;二是监管部门应加快完善企业关于机构共同股东的信息披露制度,为投资者提供信号引导。

主要参考文献:

- [1] 窦炜,张书敏.国家审计能有效抑制企业的影子银行业务吗?[J].审计研究,2022,(1).
- [2] 杜勇,孙帆,曹磊.共同机构所有权可以促进企业升级吗?[J].数量经济技术经济研究,2023,(10).
- [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,(6).
- [4] 杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017,(12).
- [5] 韩珣,封玥.社会信任对非金融企业影子银行化的影响研究[J].管理学报,2023,20,(4).
- [6] 韩珣,李建军,彭俞超.政策不连续性、非金融企业影子银行化与企业创新[J].世界经济,2022,(4).
- [7] 韩珣,李建军.金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚”[J].金融研究,2020,(8).
- [8] 何玉润,林慧婷,王茂林.产品市场竞争、高管激励与企业创新——基于中国上市公司的经验证据[J].财贸经济,2015,(2).
- [9] 黄贤环,贾敏.多个大股东与非金融企业影子银行化[J].运筹与管理,2023,(7).
- [10] 黄贤环,王翠.非金融企业影子银行化与盈余可持续性[J].审计与经济研究,2021,(4).
- [11] 赖烽辉,李善民.共同股东网络与国有企业创新知识溢出——基于国有企业考核制度变迁的实证研究[J].经济研究,2023,(6).
- [12] 李建军,韩珣.非金融企业影子银行化与经营风险[J].经济研究,2019,(8).
- [13] 李世刚,蒋煦涵,蒋尧明.连锁股东与企业创新投入[J/OL].南开管理评论,<http://kns.cnki.net/kcms/detail/>

- 12.1288.F.20220516.1121.002.html, 2022-05-17.
- [14] 梁上坤, 徐灿宇, 王瑞华. 董事会断裂带与公司股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2020, (3).
- [15] 刘珺, 盛宏清, 马岩. 企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J]. 金融研究, 2014, (5).
- [16] 潘越, 汤旭东, 宁博, 等. 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).
- [17] 彭俞超, 何山. 资管新规、影子银行与经济高质量发展[J]. 世界经济, 2020, (1).
- [18] 司登奎, 李小林, 赵仲匡. 非金融企业影子银行化与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2021, (6).
- [19] 王运通, 姜付秀. 多个大股东能否降低公司债务融资成本[J]. 世界经济, 2017, (10).
- [20] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, (5).
- [21] 朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析[J]. 经济研究, 2001, (12).
- [22] Antón M, Ederer F, Giné M, et al. Common ownership, competition, and top management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 2023, 131(5): 1294–1355
- [23] Arora D, Kashiramka S. What drives the growth of shadow banks? Evidence from emerging markets[J]. *Emerging Markets Review*, 2023, 54: 100993.
- [24] Azar J, Schmalz M C, Tecu I. Anticompetitive effects of common ownership[J]. *Journal of Finance*, 2018, 73(4): 1513–1565.
- [25] Azar J, Raina S, Schmalz M. Ultimate ownership and bank competition[J]. *Financial Management*, 2022, 51(1): 227–269
- [26] Beatty A, Liao S, Yu J J. The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 55(2-3): 183–205.
- [27] Brooks C, Chen Z, Zeng Y Q. Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48: 187–216.
- [28] Chen Y Y, Li Q Y, Ng J, et al. Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 69: 102041.
- [29] Edmans A, Levit D, Reilly D. Governance under common ownership[J]. *Review of Financial Studies*, 2019, 32(7): 2673–2719.
- [30] 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.
- [31] He J, Huang J K. Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(8): 2674–2718.
- [32] He J, Huang J K, Zhao S. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(2): 400–418.
- [33] He J, Li L, Yeung E. Two tales of monitoring: Effects of institutional cross-blockholding on accruals[R]. SSRN Working Paper, 2018.
- [34] Kang J K, Luo J, Na H S. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(3): 576–602.
- [35] Leary M T, Roberts M R. Do peer firms affect corporate financial policy?[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(1): 139–178.
- [36] Liu H, Tao Y, Zeng L, et al. Investor-enterprise interactions and shadow banking of non-financial enterprises in China[J]. *Finance Research Letters*, 2023, 55: 103979.
- [37] Park J, Sani J, Shroff N, et al. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 67(2-3): 387–415.
- [38] Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. Common institutional ownership and earnings management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(1): 208–241.

Common Institutional Ownership and Shadow Banking of Non-financial Enterprises: “Prevent Small Changes” or “Add Fuel to the Fire”

Huang Danhua, Du Yong, Ma Wenlong, Lou Jing

(College of Economics and Management, Southwest University, Chongqing 400715, China)

Summary: The real economy is the foundation of a great nation. However, in recent years, the structural contradiction between the rapid development of the virtual economy and the slowdown of the real economy has become increasingly prominent. More and more non-financial enterprises have been separating financial resources from their core businesses and engaging in shadow banking activities, leading to a serious “divergence from reality to virtual” in the economy. The Sixth Plenary Session of the 19th Central Committee of the Communist Party of China called for upholding the principle of serving the real economy in economic construction and preventing and resolving risks in the economic and financial fields. In this context, it has become an urgent issue to address how to restrain the shadow banking of non-financial enterprises, redirect finance back to the real economy, and promote high-quality economic development. This paper takes China’s A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2020 as the research object to examine the impact and inherent mechanism of common institutional shareholding on the shadow banking of non-financial enterprises. The findings indicate that common institutional shareholding generally has a significant inhibitory effect on the shadow banking of non-financial enterprises. Mechanism analysis suggests that common institutional shareholding mainly suppresses the shadow banking of non-financial enterprises by alleviating agency problems and promoting physical investment. Further analysis reveals that, in the groups of pressure-resistant shareholders, longer duration of common institutional ownership, and state-owned enterprises, the inhibitory effect of common institutional ownership on the shadow banking of non-financial enterprises is more significant. Compared to shadow banks of “credit intermediary”, common institutional ownership has a more significant inhibitory effect on shadow banks of “credit chain”. In terms of economic consequences, the study shows that common institutional ownership increases the value of corporate stock prices by restraining the shadow banking of non-financial enterprises and reducing the risk of stock price collapse. This paper contributes to a better understanding of common institutional ownership in the capital market and provides valuable insights for policymakers in preventing systematic financial risks and promoting high-quality economic development.

Key words: common institutional ownership; shadow banking; physical investment; collaborative governance

(责任编辑: 王西民)