

机构投资者实地调研与上市公司融资约束

——基于信息效应和治理效应双维视角的实证研究

王乐 田高良 封华

摘要：基于机构投资者实地调研的信息效应和治理效应，本文以2013~2017年深市机构投资者实地调研数据为研究对象，实证检验了机构投资者实地调研与上市公司融资约束之间的关系。研究发现：机构投资者实地调研能够有效改善企业信息环境与治理环境，缓解上市公司融资约束。机构投资者实地调研对上市公司融资约束的缓解作用在信息环境好、治理效率高的情况下更为显著。进一步研究表明，机构投资者实地调研是通过信息效应和治理效应两个渠道缓解了企业的融资约束，特别是在非国有企业的样本中更为显著。在替换变量衡量方法以及控制内生性问题后，该结论依然稳健。研究结论不仅有助于加深对机构投资者实地调研行为的认识，同时为改善我国资本市场信息环境提供了有益的启示。

关键词：机构投资者实地调研；融资约束；信息效应；治理效应

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)05-0029-10

一、引言

当前，融资问题仍然是制约我国企业发展的主要障碍之一，尤其是民营企业，普遍存在融资难、融资贵的问题。随着金融改革的不断深入和金融市场的不断完善，尤其是创业板、科创板、新三板等市场的开启，我国企业的融资渠道越来越宽。但是，企业面临融资约束的一个重要原因还在于其自身的信息不对称和代理冲突，如何从企业层面缓解融资约束的问题，是学术界和实务界面临的重要课题。

已有研究表明，机构投资者通过与公司管理层直接沟通，能够获取有助于决策的增量信息，降低信息不对称程度，从而改善资本市场信息环境(Cheng, 2018; 黎文靖和潘大巍, 2018)。另外，机构投资者开展实地调研能够发挥

有效的监督作用，约束管理层行为(王珊, 2017)。机构投资者实地调研既是获取有价值私有信息的重要沟通渠道，也是机构投资者参与公司治理的方式之一。因此，本文在已有研究的基础上，通过对机构投资者实地调研信息效应和治理效应两个渠道的考察，进一步分析机构投资者实地调研是否能够降低公司融资成本、缓解融资约束的问题。

文章的贡献体现在：第一，基于企业外部治理机制与内部信息联动的视角，探讨了投资者实地调研对公司融资行为的影响，为研究机构投资者实地调研的经济后果提供了经验证据。第二，基于机构投资者实地调研的信息效应和治理效应，考察其对企业融资约束影响的作用机制，丰富了公司治理方面的文献。第三，发现了机构投资者实地调研可以作为其他外部监督形式的补充。

收稿日期：2020-06-03

基金项目：国家自然科学基金面上项目(71672141, 71372163)

作者简介：王乐，西安交通大学管理学院博士生，西安明德理工学院副教授；

田高良，西安交通大学管理学院/西安交通大学管理教学实验中心教授，博士生导师；

封华，西安交通大学管理学院博士生。

二、文献回顾与假设提出

融资约束问题一直以来都是理论研究的热点,已有大量文献主要从公司治理视角,围绕如何提高治理效率、强化监管作用和提高信息透明度等方面展开讨论。MM理论认为在完美无摩擦的资本市场中,公司的内外部资本成本一致,公司的资本结构并不会对公司价值产生影响(Modigliani和Miller, 1959)。但现实中,信息不对称在资本市场中普遍存在,从而造成企业内外部资本成本出现差异(Myers和Majluf, 2001)。Laeven(2003)、Whited和Wu(2006)、Buehlmaier和Whited(2018)的研究认为,信息不对称问题、代理问题及契约问题会增加异质性信息传递的摩擦,给公司带来经营风险、流动性风险等问题,增加公司的外部融资成本和融资约束风险。Diamond和Verrecchia(1991)、Healy等(1999)发现信息披露质量的提高可以降低信息不对称水平,吸引更多投资者的关注,从而增强股票的流动性,降低股票的交易成本以及融资成本,在一定程度上缓解企业的融资约束。曾颖和陆正飞(2006)认为提高信息披露质量可以降低投资者估计未来收益时考虑的风险水平,从而降低股权融资成本。彭桃英和谭雪(2013)则认为不仅应提高信息披露质量,对于一些自愿性披露的信息,还应主动增加信息披露频率。

信息包括公共信息和私有信息,机构投资者实地调研是一种以机构投资者与管理层直接沟通的行为,是获取私有信息的一种方式。自2012年起,深市上市公司开始通过深圳证券交易所互动易网站发布投资者关系活动记录表,详细披露机构投资者调研信息,机构投资者实地调研获得了理论界和实务界越来越多的关注。机构投资者实地调研通过与公司管理层直接接触得到增量信息,可以缓解双方的信息不对称,提高分析师预测准确度(Soltes, 2014; Cheng等, 2016),增加公司的信息透明度。分析师所获取的私有信息的传递也有利于发挥上市公司融资决策的边际作用(许汝俊等, 2018)。投资者调研信息的披露会在一定程度上缓解环境变化所带来的信息不对称,方便经销商及时调整对客户的商业信用规模以规避风险(肖翔等, 2018),也会引起资本市场的反应(Abarbanell, 1995; 谭松涛和崔小勇, 2015),对市场信息效率有提高作用(曹新伟等, 2015; 贾琬娇等, 2015)。因此,从信息不对称的视角来看,高质量的信息披露和机构投资者实地调研都具有信息效应,能够降低投资者与企业管理层之间的信息不对称

程度,从而减少融资成本,有利于企业缓解外部融资约束。

代理成本问题也是导致融资约束的重要原因。Jensen和Meckling(1976)提出管理层与投资者之间利益不完全一致,经理人的自利行为可能会损害投资者利益,加大投资者的委托代理风险,从而使得投资者要求通过更高的利率等方式获得补偿。Fazzari等(1988)、Bernanke和Gertler(1989)、Kaplan和Zingales(1997)都认为融资约束的主要问题之一是管理者与投资者间的代理问题。机构投资者具有信息优势和专业优势的特点,作为外部股东之一,持有公司大量股票,对公司治理水平的提高发挥了积极的作用(李维安和李滨, 2008)。谭劲松和林雨晨(2016)认为机构投资者调研行为是其参与治理的方式之一,而且相比其他调研形式,机构投资者的实地调研更能够显著促进公司的信息披露,其提升效果与调研次数和参与机构的数量正相关。王珊(2017)发现机构投资者调研是重要的外部监督机制,调研过程中公司接受广泛监督,有助于提升公司治理水平,降低公司管理层的盈余管理行为。此外,还有诸多文献表明投资者实地调研会对公司治理和管理层决策行为产生正面影响(Bowen等, 2018; 张勇和殷俊明, 2018; 李昊洋等, 2018)。

因此,通过机构投资者实地调研这种具体的行为方式,机构投资者不仅可以获得更多增量信息,还可以发挥治理效应,减少公司的代理成本,从而降低融资成本,缓解公司融资约束。基于以上分析,本文提出假设1:

H1: 其他影响因素不变时,机构投资者实地调研与企业融资约束水平负相关。

接下来,本文分析公司信息环境对机构投资者实地调研与融资约束关系的影响。当公司的信息环境好时,内外部信息不对称程度较低,企业因未来不确定性面临的风险较少,公司外部融资成本也会相对较少。而公司信息环境较差时,投资者获取的有用信息较少,需要对来自各渠道的公司信息进行相互印证(吴璇等, 2017),获取和处理这类公司信息时所需付出的成本更高。相比而言,在信息环境较好的公司中,机构投资者在实地调研中更容易收集到较为全面和真实的信息,解读公司相关信息时更容易做出正确判断,发布的机构实地调研报告更准确,更加有效地增加投资者对企业的了解,其缓解公司融资约束的作用在信息环境较好的公司中应表现得更为明显。因此,本文提出假设2:

H2: 其他影响因素不变时,公司信息环境越好,机构

投资者实地调研对公司融资约束的缓解作用越明显。

最后,本文考虑治理效率如何影响机构投资者实地调研与融资约束之间的关系。已有文献研究表明治理效率越高,公司应对经营过程中的各种不确定性、固有风险或控制风险等能力越强(刘博研和韩立岩,2010)。机构投资者持股比例较高的公司,机构投资者监督和治理作用相比于持股比例较低公司更强,持有股份的机构投资者可以通过董事会制度,发挥专业投资者的优势,其持股比例的提升有助于完善公司的治理机制,降低信息不对称和代理成本(姜付秀等,2017)。当机构投资者持股超过一定水平,机构投资者调研时更具有明显的话语权和重要影响力,机构投资者的专业背景和监督作用也会得到进一步发挥,从而降低企业对内部资金的过度依赖,发挥治理效应,降低代理成本,缓解公司的融资约束就会更明显。据此,本文提出假设3:

H3:其他影响因素不变时,公司治理效率越高的情况下机构投资者实地调研对公司融资约束的缓解作用越明显。

三、数据样本与变量测度

(一)样本选取和数据来源

2012年下半年起,深市上市公司开始在互动易网站上披露实地调研相关信息,因此本文选取2013~2017年的深圳A股上市公司为初始样本。参考已有文献研究,剔除了金融类上市公司,剔除了ST和*ST的公司,剔除了上市时

间不足5年的公司和重要数据缺失的观测值,经过上述筛选,共获得了7334个公司一年度观测值。其中,机构投资者实地调研的数据主要通过WIND数据库机构投资者调研公告和互动易网站数据整理而来,企业的相关财务数据主要来源于WIND数据库和CSMAR数据库。为了消除极端值对研究结果的影响,对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。

(二)变量定义

1.融资约束

若上市公司不易获得外部融资,则需用储备现金等措施来保证投资项目的实施,受融资约束影响越大的公司越需要充足的现金流作为保障,更为积极地持有现金等流动资产,表现出更高的现金—现金流敏感性,因此,参考Almeida等(2004)、于蔚等(2012)、黄宏斌等(2016)的做法,采用企业现金持有的变化($\Delta CASHHOLD$)和经营性现金流($COFF$)的交乘项来表示现金—现金流敏感性。如果交乘项显著为正,说明现金—现金流敏感性较大,企业面临的融资约束水平较高;交乘项显著为负或不显著,则说明现金—现金流敏感性较小,企业面临的融资约束水平较低。

2.机构投资者实地调研

参考王珊等(2017)的做法,利用每个上市公司一年内接待的机构投资者调研人员数量作为衡量机构投资者实地调研的指标。机构投资者实地调研($VISITRS$)为参加调研的机构投资者人员数量加1取自然对数。

表1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量解释
现金持有的变化	$\Delta CASHHOLD$	现金及现金等价物净增加额/总资产
经营性现金流	$COFF$	经营活动产生的现金流净额/总资产
机构投资者实地调研	$VISITRS$	参加实地调研活动的机构投资者人数加1取自然对数
信息不对称	$OPACITY$	计算方法见正文
信息透明度	$TRANS$	上市公司信息披露考核等级为A计4分,B计3分,C计2分,D计1分
机构持股比例	$INSHOLD$	机构投资者持股比例
成长机会	$TOBINQ$	(每股价格×流通股份数+每股净资产×非流通股份数+负债账面价值)/总资产
企业规模	$SIZE$	企业总资产的自然对数
公司上市年限	AGE	企业上市年限加1取自然对数
投资水平	$INVEST$	购买固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金除以期初总资产
营运资本变动	$WCMI$	(营运资本-存货净额)/期初总资产
资本支出变动	$CEXPENSE$	资本支出/期初总资产
账面市值比	BM	所有者权益账面价值/市场价值

3. 信息不对称

参考章卫东等(2017),设置信息不对称(OPACITY)变量,利用简化处理的非流动性比率衡量。该值越大,表明信息不对称程度越高。计量公式如下:

$$OPACITY = \sqrt{\frac{|\text{个股年平均收益率}|}{\ln \text{股票年交易量}}} \quad (1)$$

4. 其他主要变量

(1) 信息环境

参考方军雄(2007)、王凤华和张晓明(2009)的做法,设置信息透明度(TRANS)指标来衡量企业的信息环境。公司在深圳证券交易所的上市公司信息披露考核中等级为A计4分,B计3分,C计2分,D计1分。分数越高代表信息透明度越高。

(2) 公司治理效率

已有研究发现机构投资者的介入能够改善上市公司治理状况,降低公司代理成本(李维安和李滨,2008)。因此,本文参考于忠泊等(2011)的做法,将机构持股比例(INSHOLD)作为治理效应的一个替代变量。

另外,本文还借鉴已有文献,采用变量TOBINQ控制企业的成长机会,还设置了企业规模(SIZE)、公司上市年限(AGE)、投资水平(INVEST)、营运资本变动(WCMI)、资本支出变动(CEXPENSE)、账面市值比(BM)等控制变量,以及控制了年份和行业的固定效应。

主要变量介绍如表1所示。

(三) 描述性统计分析

表2报告了机构投资者实地调研、公司现金持有的变化、经营性现金流以及财务特征变量的描述性统计结果。从表2的结果来看,公司现金持有的变化均值为0.004,中

位数为0.002,总体分布呈右偏状态。经营性现金流COFF的均值和中位数分别为0.039和0.038较为接近,但最大值和最小值之间差异较大,说明上市公司的经营性现金流存在多样性。机构投资者实地调研VISITRS平均为2.593,说明平均每年每家上市公司接待机构投资者实地调研的平均人数为14人左右。成长机会TOBINQ的均值为2.901,与最大值16.668差异较大,说明上市公司的成长性存在明显不同。

四、模型构建与实证结果分析

(一) 机构投资者实地调研对融资约束的影响

为了检验机构投资者实地调研是否能够缓解企业的融资约束,模型(2)设定如下:

$$\Delta CASHHOLD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VISITRS_{i,t} + \beta_2 COFF_{i,t} + \beta_3 VISITRS_{i,t} \times COFF_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

在模型(2)中, $\Delta CASHHOLD$ 代表了公司现金持有的变化,VISITRS代表了机构投资者实地调研,COFF代表了公司经营性现金流变化,本文主要关注的是交乘项VISITRS $\times$ COFF的系数 β_3 的符号及显著性,以此来解释机构投资者实地调研是否能够缓解公司的融资约束问题。

表3报告了机构投资者实地调研与融资约束之间的关系,即对假设1的检验结果。其中,机构投资者实地调研与经营性现金流的交乘项(VISITRS $\times$ COFF)与现金持有变化($\Delta CASHHOLD$)在1%水平上负相关。这说明机构投资者实地调研参与人数多的公司融资约束更松,提取经营性现金流部分用作预防性储蓄的比例更少,现金—现金流敏感度更低,机构投资者实地调研能够显著缓解企业的融资

表2 主要变量描述性统计结果

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
$\Delta CASHHOLD$	7 334	0.004	0.088	-0.275	0.312	0.002
COFF	7 334	0.039	0.070	-0.202	0.236	0.038
VISITRS	7 334	2.593	1.700	0.000	5.673	3.045
TOBINQ	7 334	2.901	2.769	0.000	16.668	2.135
SIZE	7 334	21.968	1.099	19.687	25.383	21.845
AGE	7 334	2.488	0.436	1.946	3.296	2.303
INVEST	7 334	0.047	0.045	0.000	0.220	0.034
WCMI	7 334	0.127	0.307	-0.591	0.996	0.113
CEXPENSE	7 334	0.059	0.063	0.000	0.349	0.040
BM	7 334	0.677	0.706	0.000	4.121	0.468

约束,假设1得证。

(二)信息环境、治理效率影响下机构投资者实地调研与融资约束的关系

根据前文论述,“信息效应”与公司自身信息环境密切相关,“治理效应”与公司的治理水平密切相关。如果机构投资者实地调研的“信息效应”能够缓解公司融资约束,那么这一效应在信息环境越好的公司中应表现更为明显,同理,机构投资者实地调研的“治理效应”能够缓解公司融资约束,应在公司治理效率越高的公司中表现更为显著。为了进一步验证机构投资者实地调研是否发挥信息效应和治理效应,本文分别采用信息透明度变量作为信息环境的替代变量、机构投资者持股比例作为治理效应的替代变量进

行检验。

本文设计了模型(3)用来检验不同信息环境下机构投资者实地调研与融资约束之间的关系,模型(4)用来检验公司治理效率影响下机构投资者实地调研与融资约束之间的关系。

$$\begin{aligned}\Delta CASHHOLD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 VISITRS_{i,t} + \beta_2 COFF_{i,t} \\ & + \beta_3 VISITRS_{i,t} \times COFF_{i,t} + \beta_4 TRANS_{i,t} \\ & + \beta_5 TRANS_{i,t} \times COFF_{i,t} \\ & + \beta_6 VISITRS_{i,t} \times TRANS_{i,t} \times COFF_{i,t} \\ & + \sum CONTROLS_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t}\end{aligned}\quad (3)$$

$$\begin{aligned}\Delta CASHHOLD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 VISITRS_{i,t} + \beta_2 COFF_{i,t} \\ & + \beta_3 VISITRS_{i,t} \times COFF_{i,t} + \beta_4 INSHOLD_{i,t} \\ & + \beta_5 INSHOLD_{i,t} \times COFF_{i,t} \\ & + \beta_6 VISITRS_{i,t} \times INSHOLD_{i,t} \times COFF_{i,t} \\ & + \sum CONTROLS_{i,t} + \sum YEAR \\ & + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t}\end{aligned}\quad (4)$$

表3 机构投资者实地调研对融资约束回归结果

	$\Delta CASHHOLD$
COFF	0.278*** (5.93)
VISITRS $\times$ COFF	-0.066*** (-6.35)
VISITRS	0.002** (2.17)
TOBINQ	0.001 (0.89)
SIZE	0.015*** (9.49)
AGE	0.010** (3.45)
INVEST	-0.246*** (-9.39)
WCMI	0.002*** (5.76)
CEXPENSE	0.002 (1.60)
BM	-0.008*** (-4.65)
cons	-0.384*** (-9.31)
年份和行业	控制
观察值	7 334
R ²	0.095

注:括号内为经公司层面 Cluster 调整的 t 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。下同

表4第(1)列的回归结果显示,机构投资者实地调研、信息透明度与经营性现金流三者交乘项(VISITRS $\times$ TRANS $\times$ COFF)的系数在5%的水平上显著为负,说明信息透明度越高,即信息环境越好时,机构投资者实地调研对缓解融资约束的效果越显著。该结果验证了假设2。

表4第(2)列的回归结果显示,机构投资者实地调研、机构投资者持股比例与经营性现金流交乘项(VISITRS $\times$ INSHOLD $\times$ COFF)的系数在1%的水平上显著为负,说明公司的机构持股比例越高,即公司治理效率越高,机构投资者实地调研对融资约束的缓解作用越显著。该结果验证了假设3。

五、进一步研究

(一)机构投资者实地调研信息效应和治理效应的作用机制检验

本文利用中介效应分析机构投资者实地调研对融资约束的作用机制。首先,检验机构投资者实地调研对融资约束是否具有影响,即主检验的结果用来说明两者之间是否具有显著负相关关系;接下来,需要检验机构投资者实地调研是否会降低信息不对称的程度,以及检验降低信息不对称对融资约束是否具有显著影响;最后,继续检验机构投资者实地调研对企业融资约束的作用,在加入信息不对

称变量的影响后是否会减弱其间的关系甚至不再显著，以此来识别机构投资者实地调研缓解融资约束的作用机制。

为了检验机构投资者实地调研是否能够缓解企业融资约束作用机制，设计的模型如下：前文模型（2）用于验证前文假设 1，分析了机构投资者实地调研是否能够缓解融资约束的问题；模型（5）用来检验机构投资者实地调研与信息不对称之间的关系；模型（6）和模型（7）用来检验机构投资者实地调研、信息不对称与融资约束之间的关系。

$$\begin{aligned} OPACITY_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 VISITRS_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

表 4 信息环境、治理效率下机构投资者实地调研与融资约束的关系

	(1) 信息环境	(2) 治理效率
VISITRS × TRANS × COFF	-0.024** (-2.52)	
VISITRS × INSHOLD × COFF		-0.011*** (-3.08)
COFF	0.182* (1.81)	0.265*** (3.39)
VISITRS × COFF	0.002 (0.01)	-0.026 (-1.39)
VISITRS	0.001 (0.11)	-0.002 (-1.59)
TRANS × COFF	0.042 (1.30)	
TRANS	0.001 (0.04)	
VISITRS × TRANS	0.001 (0.95)	
INSHOLD × COFF		-0.035 (-0.31)
INSHOLD		-0.010 (-1.50)
VISITRS × INSHOLD		0.003*** (4.03)
控制变量	控制	控制
年份和行业	控制	控制
观察值	7 334	7 334
R ²	0.098	0.101

$$\begin{aligned} \Delta CASHHOLD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 OPACITY_{i,t} + \beta_2 COFF_{i,t} \\ & + \beta_3 OPACITY_{i,t} \times COFF_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \Delta CASHHOLD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 OPACITY_{i,t} + \beta_2 COFF_{i,t} \\ & + \beta_3 OPACITY_{i,t} \times COFF_{i,t} + \beta_4 VISITRS_{i,t} \\ & + \beta_5 VISITRS_{i,t} \times COFF_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

其中， $\Delta CASHHOLD$ 代表了公司现金持有的变化， $VISITRS$ 代表了机构投资者实地调研， $COFF$ 代表的是公司经营性现金流，并且，本文还控制了资本支出变动、营运资本变动等其他因素，以及年份和行业的固定效应的影响。根据前文分析，机构投资者实地调研能够发挥信息效应和治理效应，在模型（4）和（5）中本文主要分析机构投资者实地调研缓解融资约束的基本机制。参考于蔚等（2012）的做法，通过控制信息不对称水平与经营性现金流的交乘项（ $OPACITY \times COFF$ ）分离出信息效应后，机构投资者调研与经营现金流的交乘项（ $VISITRS \times COFF$ ）的系数 β_5 代表治理效应。由于前文已经验证了机构投资者实地调研具有信息效应和治理效应，因此，若控制了 $OPACITY \times COFF$ 后， β_5 不再显著，则说明信息效应占据主导；如果 β_5 不显著而 β_4 显著，则说明治理效应发挥主导；如果 β_3 和 β_5 均显著，则表明信息效应和治理效应同时存在。

表 5 中第（1）列检验了模型（2）中机构投资者实地调研人数与融资约束之间的关系，即对假设 1 的检验（已在前文主回归检验中报告）。结果显示，机构投资者实地调研能够显著缓解企业的融资约束。表 5 第（2）列报告了模型（5）的实证结果，检验了机构投资者实地调研与信息不对称之间的关系，机构投资者实地调研人数（ $VISITRS$ ）的系数在 1% 的水平上显著为负，表明机构投资者实地调研能够降低企业信息不对称的水平。表 5 第（3）列分析了模型（6）中信息不对称对融资约束的影响，信息不对称水平与经营性现金流的交乘项（ $OPACITY \times COFF$ ）的系数在 1% 的水平上显著为正，表明信息不对称越高的企业现金—现金流敏感度越高，即融资约束水平越高。

表 5 第（4）列同时引入机构投资者调研（ $VISITRS$ ）、信息不对称（ $OPACITY$ ）对现金流（ $COFF$ ）的交乘项，回归结果中 $VISITRS \times COFF$ 和 $OPACITY \times COFF$ 的系数均显著，但显著性水平均有所下降，Sobel 检验的 Z 值为 -2.236，

表5 机构投资者实地调研与融资约束作用机制检验

	(1) $\Delta CASHHOLD$	(2) OPACITY	(3) $\Delta CASHHOLD$	(4) $\Delta CASHHOLD$
COFF	0.278*** (5.93)		-0.175*** (-3.30)	0.109* (1.72)
VISITRS $\times$ COFF	-0.066*** (-6.35)			-0.050*** (-4.61)
VISITRS	0.002** (2.17)	-0.001*** (-2.95)		0.001 (1.51)
OPACITY			-0.019 (-0.79)	0.014 (0.60)
OPACITY $\times$ COFF			1.928*** (5.82)	1.130*** (4.07)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份和行业	控制	控制	控制	控制
观察值	7 334	7 334	7 334	7 334
R ²	0.095	0.336	0.091	0.102

在5%的水平上显著,通过了部分中介效应的检验。结合第(1)、(2)、(3)列中的结果,可以看出机构投资者实地调研对融资约束的影响,信息不对称具有部分中介作用,信息效应和治理效应同时对机构投资者实地调研降低融资约束方面发挥了重要的作用。因此,进一步支持前文假设1。

(二)所有权性质的分组检验

已有研究发现,国有企业与民营企业在融资约束方面有所差异(喻坤等,2014),国有企业承担更多的社会责任,更容易获得政府的政策支持,强化其信用能力和融资能力,相比民营企业能够获取更多的外部资金,而民营企业普遍规模相对较小,发行的股票和债券风险较高信用较低,导致其不容易得到投资者的认可。因此,机构投资者实地调研对民营企业改善信息环境和治理环境的作用应该更大,更能缓解其融资约束。

本文采用所有权性质分组检验的方法,对样本企业按国有(SOE=1)和非国有(SOE=0)进行划分,分析了机构投资者实地调研在缓解融资约束的作用方面是否会因产权性质存在差别。具体结果如表6所示,机构投资者实地调研与经营性现金流的交乘项(VISITRS $\times$ COFF)系数在非国有企业组中显著为负,在国有企业组中并不显著,说明机构投资者实地调研对融资约束的影响主要存在于非国有企业中。

表6 所有权性质分组检验结果

	(1) 非国有	(2) 国有
VISITRS $\times$ COFF	-0.067*** (-5.33)	-0.031 (-1.10)
COFF	0.280*** (4.63)	0.262*** (4.45)
VISITRS	0.001 (1.24)	0.002 (0.98)
控制变量	控制	控制
年份和行业	控制	控制
观察值	5 379	1 955
R ²	0.106	0.106

六、稳健性检验

(一)内生性处理

现有研究表明,投资者更倾向于选择公司特征较好的公司开展实地调研,公司特征较好的企业融资约束更低。本文的研究结论中机构投资者实地调研对融资约束的缓解作用,也可能是由于机构投资者实地调研更愿意选择参观融资约束低的公司而产生。因此,本文也可能存在反向因果的内生性问题。本文采取工具变量的方法对上述内生性问题进行控制,参考Houston等(2014)的研究,考虑到开会地点的高铁数量增多会提供投资者调研的便利性,对机

构投资者调研产生正向显著影响,而对企业缓解融资约束并无直接影响,符合工具变量选取的条件,因此,选取上市公司开展调研活动地点的高铁数量(GTRAIN),以及高铁数量与COFF交乘项作为工具变量,运用两阶段最小二乘法(2SLS)进行估计。具体回归结果如表7所示,第一阶段的F值都大于10,说明该工具变量通过弱工具变量检验,工具变量的选取较为合理。在表7中控制了行业和年份固定效应以及与前文一致的控制变量后,第二阶段的回归结果中交乘项VISITRS×COFF的系数仍然在1%的水平上显著为负,说明采用2SLS回归方法有效,而该结果与前文回归结果一致,进一步验证了前文研究结论。

(二)替换融资约束变量

融资约束指标的衡量方法较多,本文利用关键的公司财务指标作为融资约束的代理变量,参考魏志华等(2014)的研究,采用回归估计出各变量的回归系数,构建KZ指数来衡量企业的融资约束程度。具体计算公式为:

$$KZ = -6.315 \times COFF - 39.356 \times DIV - 3.494 \times CASH + 3.291 \times LEV + 0.460 \times TOBINQ \quad (8)$$

其中,COFF代表经营性净现金流/上期总资产,DIV代表派现,即现金股利/上期总资产,CASH为现金持有/上期总资产,LEV和TOBINQ为资产负债率和投资机会,计算出每一家上市公司KZ指数,作为该公司融资约束程

表8 替换融资约束指标后的回归结果

	KZ
VISITRS	-0.037** (-2.43)
控制变量	控制
年份和行业	控制
观察值	7 334
R ²	0.469

度的代理变量。其结果如表8所示,机构投资者实地调研(VISITRS)的系数显著为负,说明机构投资者实地调研能够降低公司的融资约束水平,机构投资者实地调研能够起到缓解企业融资约束的作用,支持了前文的结论。

七、研究结论

本文根据信息不对称和代理成本理论,从机构投资者实地调研行为具有的信息效应和治理效应两个维度出发,探讨了机构投资者实地调研对融资约束的影响效果与作用机理。研究发现,机构投资者实地调研参与人数越多的企业,面临的融资约束水平越低。该影响效应在信息环境好、治理效率高的情况下更加显著。进一步研究表明,机构投资者实地调研通过信息效应和治理效应缓解企业融资约束;相比国有企业,机构投资者实地调研缓解民营企业的融资约束作用更为明显。研究表明机构投资者实地调研可以作为其他外部监督形式的补充,也为机构投资者实地调研具有信息效应和治理效应提供了经验证据。

本文通过揭示机构投资者实地调研对缓解企业融资约束的经济后果,得到以下启示:机构投资者实地调研不仅可以增加机构投资者对企业的感性认识,利用其专业优势对公司基本面、投资价值做出科学合理的分析,增加公司的信息透明度,而且可以充分发挥机构投资者的监督作用,改善公司治理,优化企业的融资环境,使企业能够以较低的成本、较高的效率获得资金,有效帮助企业缓解融资约束问题。因此,上市公司应将调研活动作为公司信息发布的窗口,投资者关系管理和缓解融资约束的途径,重视投资者调研活动;机构投资者应积极参与实地调研活动,深入了解公司经营状况、运行态势和竞争格局,通过实地调研更加充分地发挥信息传递和外部监督作用;市场监管部门应加强对上市公司实地调研信息披露的管理力度,促使调研提供更加真实准确的信息,促进资本市场信息环境的改善和企业的创新发展。

表7 IV-2SLS检验结果

	第一阶段 VISITRS×COFF	第二阶段 ΔCASHHOLD
GTRAIN	-0.050*** (-4.39)	
GTRAIN×COFF	3.046*** (5.24)	
VISITRS		-0.001 (-0.28)
VISITRS×COFF		-0.043*** (-2.77)
COFF	0.959*** (5.28)	0.176*** (2.61)
控制变量	控制	控制
年份和行业	控制	控制
观察值	7 334	7 334
R ²	0.431	0.092
F值	35.27	

主要参考文献：

- [1] 曹新伟, 洪剑峭, 贾琬娇. 分析师实地调研与资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. 经济管理, 2015, (8): 141-150.
- [2] 程小可, 李昊洋, 高升好. 机构投资者调研与管理层盈余预测方式[J]. 管理科学, 2017, (1): 131-145.
- [3] 方军雄. 所有制、市场化进程与资本配置效率[J]. 管理世界, 2007, (11): 27-35.
- [4] 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. 金融研究, 2016, (7): 96-112.
- [5] 贾琬娇, 洪剑峭, 徐媛媛. 我国证券分析师实地调研有价值吗?——基于盈余预测准确性的一项实证研究[J]. 投资研究, 2015, (4): 96-113.
- [6] 姜付秀, 王运通, 田国. 多个大股东与企业融资约束——基于文本分析的经验证据[J]. 管理世界, 2017, (12): 61-74.
- [7] 黎文靖, 潘大巍. 分析师实地调研提高了信息效率吗?——基于年报市场反应的分析[J]. 会计与经济研究, 2018, (5): 21-39.
- [8] 李昊洋, 程小可, 姚立杰. 机构投资者调研抑制了公司避税行为吗?——基于信息披露水平中介效应的分析[J]. 会计研究, 2018, (9): 56-63.
- [9] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGI^{NK}的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008, (1): 4-14.
- [10] 刘博研, 韩立岩. 公司治理、不确定性与流动性管理[J]. 世界经济, 2010, 33(2): 141-160.
- [11] 彭桃英, 谭雪. 信息披露、审计意见与上市公司融资约束——来自深圳A股市场的经验证据[J]. 系统工程, 2013, (3): 34-40.
- [12] 谭劲松, 林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. 南开管理评论, 2016, 19(5): 115-126.
- [13] 谭松涛, 崔小勇. 上市公司调研能否提高分析师预测精度[J]. 世界经济, 2015, (4): 126-145.
- [14] 王凤华, 张晓明. 我国上市公司会计信息透明度对股价同步性影响的实证研究[J]. 中国软科学, 2009, (1): 321-326.
- [15] 王珊. 投资者实地调研发挥了治理功能吗?——基于盈余管理视角的考察[J]. 经济管理, 2017, (9): 182-196.
- [16] 魏志华, 曾爱民, 李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014, (5): 73-80+95.
- [17] 吴璇, 田高良, 司毅, 于忠泊. 网络舆情管理与股票流动性[J]. 管理科学, 2017, (6): 51-64.
- [18] 肖翔, 张靖, 权忠光. 投资者调研影响上市公司商业信用融资研究——基于深市A股上市公司的实证[J]. 财经理论与实践, 2018, (6): 92-99.
- [19] 许汝俊, 袁天荣, 龙子午. 分析师跟进网络会引起上市公司融资决策同群效应吗?——分析师角色视角的一个新解释[J]. 经济管理, 2018, (10): 158-174.
- [20] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012, (9): 125-139.
- [21] 于忠泊, 田高良, 齐保垒. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 管理世界, 2011, (9): 127-140.
- [22] 喻坤, 李治国, 张晓蓉. 企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击[J]. 经济研究, 2014, (5): 106-120.
- [23] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006, (2): 69-79.
- [24] 张勇, 殷俊明. 投资者实地调研活动能够促进企业创新吗?——来自深市上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2018, (9): 94-109.
- [25] 章卫东, 黄一松, 李斯蕾. 信息不对称、研发支出与关联股东认购定向增发股份——来自中国证券市场的经验数据[J]. 会计研究, 2017, (1): 68-74+96.
- [26] Abarbanell, J.S., Lanen, W.N., Verrecchia, R.E. Analysts' Forecasts as Proxies for Investor Beliefs in Empirical Research[J]. Journal of Accounting and Economics, 1995, 20(1): 31-60.
- [27] Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. Journal of Finance, 2004, 59(4): 1777-1804.
- [28] Bernanke, B., Gertler, M. Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations[J]. American Economic Review, 1989, 79(1): 14-31.
- [29] Bowen, R.M., Dutta, S., Tang, S., Zhu, P. Inside the "Black Box" of Private In-House Meetings[J]. Review of Accounting Studies, 2018, 23(2): 487-527.
- [30] Buehlmaier, M., Whited, T.M. Are Financial Constraints Priced? Evidence from Textual Analysis[J]. Review of Financial Studies, 2018, 31: 2693-2728.
- [31] Cheng, Q., Du, F., Wang, B.Y., Wang, X. Do Corporate Site Visits Impact Stock Prices?[J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 36(1): 1-50.
- [32] Cheng, Q., Du, F., Wang, X. Seeing is Believing: Analysts' Corporate Site Visits[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(4): 1245-1286.

- [33] Diamond, D.W., Verrecchia, R.E. Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital[J]. Journal of Finance, 1991, 46(4): 1325-1359.
- [34] Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C. Financing Constraints and Corporate Investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, 19: 141-206.
- [35] Healy, P.M., Hutton, A.P., Palepu, K.G. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 1999, 16(3): 485-520.
- [36] Houston, F., Jiang, L., Chen, L., Ma, Y. Political Connections and the Cost of Bank Loans[J]. Journal of Accounting Research, 2014, 52(1): 193-243.
- [37] Jensen, M.C., Meckling, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [38] Kaplan, S.N., Zingales, L. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints?[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1): 159-216.
- [39] Laeven, L. Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints?[J]. Financial Management, 2003, 32(1): 5-34.
- [40] Myers, S.C., Majluf, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J]. Social Science Electronic Publishing, 2001, 13(2): 187-221.
- [41] Soltes, E. Private Interaction Between Firm Management and Sell-Side Analysts[J]. Social Science Electronic Publishing, 2014, 52(1): 245-272.
- [42] Whited, T.M., Wu, G. Financial Constraints Risk[J]. The Review of Financial Studies, 2006, 19(2): 531-559.

Institutional Investors' Site Visits and Financing Constraints of Listed Companies

——An Empirical Study on the Basis of Two-Dimensional Perspectives of Information Effect and Governance Effect

WANG Le, TIAN Gao-liang, FENG Hua

Abstract: Based on the foundation of two potential co-existent effects of institutional investors' site visits, information effect and governance effect, this paper empirically investigates the relationship between institutional investors' site visits and financing constraints by adopting the data of investors' site visits in Shenzhen Stock Exchange from 2013 to 2017. Empirical results indicate that institutional investors' site visits can significantly mitigate the financial constraints of publicly listed companies, which effectively improve enterprise information environment and governance environment. Our main result is more pronounced for firms with higher information environment and higher corporate governance. Furthermore, through two channels: information effect and governance effect, institutional investors' site visits mitigate the financing constraints, especially in the sample of private companies. The above finding is robust to a series of sensitivity checks, including alternative measures of test variables and additional tests that address endogeneity concerns. Overall, the research conclusions can help us to better understanding the behaviors of institutional investors' site visits, and provide important implications on the information efficiency improvement of China's capital market.

Key words: institutional investors' site visits; financing constraints; information effect; governance effect

(责任编辑 周愈博)