监督与纾困！机构投资者持股与企业投资效率的关系研究

尚航标，宋学瑞，王智林

（东北林业大学 经济管理学院，哈尔滨150040）

摘 要：本文采用上海和深圳证券交易所2008—2019年全部A股上市公司为实证样本，探索机构投资者持股与投资效率之间的关系。结论表明，机构投资者能够同时发挥监督治理效应与纾困治理效应，通过抑制企业过度投资，缓解企业投资不足，进而改善企业投资效率。在控制潜在内生性影响及一系列稳健性之后结论依然成立。探讨影响路径发现，机构投资者主要通过降低代理成本来抑制企业过度投资。同样，机构投资者主要通过缓解内源融资缓解企业投资不足。进一步考虑外部信息环境的作用，发现良好的信息环境更有利于机构投资者缓解企业内部融资，降低代理成本，最终优化企业投资水平。异质性分析表明，机构投资者在非国有企业中对企业投资效率的影响更加显著。本文在一定程度上拓展了机构投资者治理效力的研究，为更好的探寻机构投资者参与上市公司治理的路径与机理提供了参考。

关键词：投资效率；机构持股；监督治理；信息环境

中图分类号：F230 **文献标志码：**A **文章编号：**1002—980X(2022)3—0128—11

一、引言

中国经济正从高速增长转向高质量发展，并正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关时期。这一时期，经济增长动能主要从投资规模驱动转向投资效率驱动（姚立杰等，2020），而企业作为市场经济活动的主体，改善投资效率一直是其永恒追求的目标。然而在现实的投资情景中，企业投资决策者往往因多种因素干扰偏离最佳投资决策，导致企业非效率投资现象严重，影响了企业的健康持续发展。如何提高投资效率，使企业资源配置达到帕累托最优成为亟须解决的难题之一。较高的投资效率不仅为企业带来充足的现金流量，同时对于企业价值的提升也起到推动作用。相反，较低的投资效率不仅损害企业价值，还会造成股价崩盘等经营风险（Habib和Hasan，2017）。

为了探究影响投资效率的原因，学术界对此也展开了大量研究，有的学者从高管特征层面出发，基于高阶理论等，研究了海外经历（代昀昊和孔东民，2017）、从政经历（邢华等，2020）、管理层能力（姚力杰等，2020）及管理者自信（刘艳霞和祁怀锦，2019）等与投资效率之间的关系。也有学者聚焦于宏观层面，基于制度理论，从产业及外部环境等因素出发，考察了产业政策（王克敏等，2017）及法治环境（万良勇，2013）等与企业投资效率之间的关系。自从中国资本市场开放并进入新的发展阶段以来，机构投资者等投资机构对企业发展的影响备受瞩目。一方面，机构投资者作为公司重要股东及治理机制，通过积极行驶监督权力、参与公司治理等方式，能够对公司管理者进行有效监督，防止其产生机会主义行为，有效提高了企业价值；另一方面，机构投资者作为资本市场中的知情交易者，其拥有雄厚的资金资本、信息资源及社会网络关系等，可以帮助企业缓解当前遇到的发展困境，有利于促进企业整体业绩的提升。

企业投资作为企业决策中的重要一环，是创造股东财富、实现企业高质量发展的重要手段。值得一提的是，近年来，学术界逐渐开始关注到机构投资者对企业投资效率的影响。唐松莲等（2015）指出，机构投资者持股比例高的公司，其提高公司投资效率的意愿和能力都会显著增强，并由于机构投资者具有丰富的社会网络资源及卓越的谈判能力，会表现出抑制企业过度投资同时减少投资不足。庄明明和梁权熙（2021）则探讨

收稿日期：2021-10-19

基金项目：国家自然科学基金面上项目“中层管理者战略变革应对模式、关键影响因素与管理对策：基于案例的方法”（71972034）

作者简介：尚航标，博士，东北林业大学经济管理学院教授，博士研究生导师，研究方向：战略管理、组织行为学；宋学瑞，东北林业大学经济管理学院硕士研究生，研究方向：公司治理、战略管理；王智林，东北林业大学经济管理学院博士研究生，研究方向：绿色创新、产业转型。

了境外机构投资者与投资效率的关系，结论表明境外机构投资者能够显著提高企业投资效率。而郭晓冬等（2020）研究却提出了不同的见解，认为机构投资者网络团体持股比例越大时，公司的投资不足及过度投资现象越恶劣，企业非效率投资越严重，主要是由于投资者与大股东的合谋行为所导致。由此可以看出，学术界针对机构投资者与企业投资效率之间的关系并未得出一致结论，并且，根据以往研究，企业非效率投资的两个方面过度投资与投资不足在成因上可能存在不同，那么一个直观的问题是，机构投资者对投资不足与过度投资的作用机理是否存在差异？若存在，那么具体的影响机制分别是什么？

鉴于此，本文采用上海和深圳证券交易所2008—2019年全部A股上市公司为实证样本。在探究机构投资者持股对企业投资效率影响的基础上，深度分析了机构投资者作用于过度投资与投资不足的影响机制。本文可能存在的边际贡献有以下几点：第一，深度刨析了过度投资与投资不足的成因，更加明晰了机构投资者与企业投资效率之间的关系，不仅证明了机构投资者发挥的监督治理效应，同时也从机构投资者拥有的资源优势视角出发，验证了机构投资者发挥的纾困治理效应，进一步丰富了机构投资者与企业投资效率之间的相关研究，肯定了机构投资者发挥的积极作用；第二，不同于“机构投资者-投资效率”的研究路径，本文深层次的考察了非效率投资的两个方面：过度投资与投资不足，并构建出了机构投资者与二者之间的研究路径，其一、“机构投资者-代理成本-过度投资”，其二、“机构投资者-内源融资-投资不足”，更深入的揭示了机构投资者对投资效率的作用机理；第三，将外部信息环境引入机构投资者与投资效率的研究框架下，探讨不同外部信息环境对企业经营活动产生的不同影响，弥补了在探讨机构投资者与投资效率关系时，缺少外部信息环境作用的不足。

二、理论分析与研究假说

（一）机构投资者与企业投资效率

近年来，伴随着经济转型及资本市场的全面开放，机构投资者产生的影响越发受到重视。相比于个人投资者“跟风炒作”的投资特点，机构投资者更倾向于长期价值投资，并且在资金储备、知识储备、信息储备及专业人才储备等多个方面均优于个人投资者。因此，机构投资者不论是在稳定资本市场方面，还是对上市公司发展的影响方面，都受到了广泛关注。针对机构投资者对企业投资效率的影响，以往研究提出了不同的见解。本文认为，企业投资作为企业增值的重要手段，较高的投资效率不仅有助于企业顺利完成投资目标，还能够帮助股东实现投资收益。而当机构投资者持股目标企业时，并随着持股比例的提高，机构投资者的投资收益与公司的经营利益相捆绑，促使其积极行使监督职责。另外，机构投资者所掌握的信息及其他资源，对企业投资效率产生的影响也不可忽视。因此，本文基于以往相关研究，并结合机构投资者的特征，将机构投资者对企业投资效率的促进作用称之为监督效应与纾困效应，以阐述机构投资者对企业投资效率产生的影响。

监督效应。Grossman和Hart（1980）指出，机构投资者持股比例越高，对企业监督产生的收益就会超过其成本，从而避免“搭便车”问题。而从持股动机层面分析，机构投资者持股公司比例越高，其可能注重公司长期价值的发展，为实现自身投资收益最大化，机构投资者也会积极行使监督职责，发挥监督治理作用。在机构持股比例高的公司，往往具有较低的资本支出及较高的利润率，可以有效降低企业的过度投资行为（Ferreira和Matos，2008）。“监控假说”则认为，机构投资者与企业之间存在投资关系，这种投资关系促使机构投资者对企业实施监控，达到减少管理层的短视和机会主义行为的目的（Shleifer和Vishny，1986），从而会抑制管理者为自身利益而进行的盲目投资行为，有效减少了企业的过度投资情况。同样，“有效监督假说”认为，机构投资者不仅会主动参与到公司治理当中，发挥监督治理作用，同时能够提高企业内部控制有效性，改善公司治理水平（Pound，1988）。机构投资者也会采用“用手投票”的方式行使其监督权力，监督大股东与管理层的行为，提高自身的持股收益（Cheng et al，2010）。国内学者也针对机构投资者的监督效应进行了分析。梁上坤（2018）指出，机构投资者会以股东身份参加公司的股东大会，并针对公司的运营决策发表见解，同时提出有针对性的治理意见。在一定情况下，也可能直接参与公司的战略决策制定、董事会成员的选取等等，以此来监督公司的大股东及管理者。李维安和李滨（2008）则指出，机构投资者显著降低了公司代理成本，有利于提升企业治理水平，其进一步指出，机构持股比例越高，公司绩效越好。因此，机构投资者能够发挥监督

治理效应,抑制企业过度投资,促使企业投资效率的提升。

纾困效应。机构投资者拥有众多资源优势,如信息、资金及投融资经验等多种有形或无形资源,都会对企业投资效率产生一定影响。具体表现为:第一,“信息假说”认为,机构投资者拥有较多的专业化投融资人才,大规模的物力、财力,可以使其有效地对市场中的信息进行收集、分析与处理(Attig et al,2013)。而当前,信息作为资本市场中重要资源,可能影响投资者的投资决策。及时准确的信息资源使得管理者做出正确的投资决策,避免企业产生非效率投资。管理者作为企业投资决策的制定实施人,对于掌握同领域、同行业的信息资源具有较大优势。而企业发生的投资行为一般都是跨行业、跨领域、跨地区的投资,例如跨国并购、投资新领域等,对于这种投资决策时所需的信息资源,管理者掌握的信息远远不足。机构投资者作为资本市场与企业之间信息传播与资源流动的纽带,同样作为外部信息拥有的优势方,能通过提供给企业“高质量”的信息带动其实施“高质量”的投资决策,最终可能提高企业的投资效率。第二,在外部动荡的环境中,较大的不确定性给企业投资决策造成了巨大干扰,内部决策者会在决策之前会收集大量的信息,但是基于信息不对称的博弈行为,可能导致收集到的外部信息对公司内部决策产生影响(Wahlen,1994)。而机构投资者了解最新的市场行情、行业发展状况及相关政策的信息,出于自身的持股动机,更倾向将自身所知信息共享给企业管理者,以便弥补企业管理者进行投资决策时的信息不足,有效降低了企业获取外部信息时产生的交易成本,并且将外部信息对内部人决策产生的影响降到最低。另外,准确的信息会在制定企业投资决策过程中显得尤为关键(杨德明和毕建琴,2019),避免管理者错失最佳投资时机,利于改善企业投资效率。第三,机构投资者不仅具有信息方面的优势,同样作为资本市场中的重要金融机构,也具备资金规模、社会网络关系与投融资经验等多种有形或无形的资源优势(李维安和李滨,2008;明亚欣和刘念,2018)。丰富的投融资经验不仅有利于帮助企业提高投资决策质量,还能把握最佳投资机会,促进企业提升投资效率,改善投资水平。同时,机构投资者持股企业,也会促使专业投资知识向企业溢出,企业通过模仿机构投资者的投资技巧、投资行为等,提高投资决策质量,进而改善企业的投资效率。第四,投资通常拥有较大的不确定性,充足的现金流是保障企业顺利投资的基础,当企业面临资金短缺的困境时,机构投资者作为公司股东,为保障自身的持股收益,会尽力缓解企业面临资金短缺的困境,从而减少企业投资不足的现象。另外,机构投资者丰富的社会网络关系也会促使企业在投融资时更加便利,进而能缓解企业的投资不足。因此,机构投资者能够发挥纾困效应,缓解企业投资不足,促使企业投资效率提升。

基于分析,本文提出假设:

机构投资者持股促进了企业投资效率的提升(H1);

机构投资者持股抑制了企业过度投资(H2);

机构投资者持股缓解了企业投资不足(H3)。

(二)机制分析:代理成本与内源融资的中介作用

上文分析表明,机构投资者持股有利于提高企业投资效率,并主要通过抑制过度投资,缓解投资不足来改善企业投资水平。然而机构投资者对企业投资效率产生影响的路径是什么?过往研究主要集中探讨“机构投资者-投资效率”之间的路径,却忽略了提升企业投资效率可以从抑制过度投资与缓解投资不足两个方面来进行。因此本文深度刨析了过度投资与投资不足的成因,并构建出“机构投资者-过度投资”与“机构投资者-投资不足”之间的路径,更深层次的明确了机构投资者持股如何作用于企业投资效率。

过度投资主要是指造成企业净现值NPV为负的投资。管理权与经营权的分离,造成企业存在严重的代理问题。在信息不对称的境况下,管理层为了自己利益,盲目扩大企业规模,树立个人声誉,并从中获取利益。当企业内部现金流过多时,管理者倾向投资净现值为负的项目,不断盲目扩张企业,导致企业过度投资(Jensen,1986)。Shleifer和Vishny(1997)则从代理理论角度对投资效率进行解释,指出外部的投资者与内部管理者之间存在严重的信息不对称,加剧了代理成本,从而促使企业管理者投资不利于企业发展而符合自身利益最大化的项目,造成过度投资。彭若弘和于文超(2018)则指出,企业代理成本越高,企业非效率投资行为越严重,并且在外部环境越不稳定时,这种关系更加显著。戴嘉贺等(2013)通过实证分析表明,企业代理成本会随着机构持股比例的增加而下降。因此,当机构投资者持股目标企业时,一方面,会注重目标企业的投资收益,监督企业管理者,减少其盲目的投资行为,抑制企业发生过度投资;另一方面,机构投资者与企业

间信息等资源共享，能够及时了解企业真实经营情况，降低机构投资者与管理者之间存在的信息不对称，从而有效降低代理成本。因此，基于分析，本文提出假设：

机构投资者持股能够显著降低代理成本，进而抑制企业过度投资，即代理成本在机构投资者与过度投资之间起中介作用（H4）。

投资不足主要是由于企业内部资金不足，无法进行项目投资所造成的。当企业内部现金流不充分时，企业管理者往往通过外部融资缓解企业资金短缺的困境，从而提高企业投资效率。然而Fazzari et al（1988）指出，由信息不对称造成的市场不完备，提高了企业的外部融资成本，使得外部融资无法有效替代内部资金，企业投资难以达到最优水平。当前，外源融资如银行贷款等，需要企业拥有良好的信用记录及一定的抵押品才能获取资金，并且审批流程较为严格，同时还会评估企业存在风险、投资项目的难易程度等等，企业投资一般具有较大不确定性。因此企业获取外源融资的难度较高。罗军（2018）指出，根据优序融资理论，企业偏好采用内源融资的方式进行研发创新，即将企业内部留存收益与资本公积等用于研发支出。已有研究指出，机构投资者拥有巨大的资金优势，当企业面临资金短缺时，机构投资者会积极行使股东权力，帮助企业缓解内部融资困境，有效帮助企业提升投资效率，促使自身投资收益最大化。同时，通过提供项目投资资金，对企业投资情况更加了解，有利于调整接下来的持股计划。不仅如此，机构投资者的社会网络关系，也促使企业投融资时更加便利，缓解了企业面临的融资困境，也助于企业减少投资不足的境况。因此，基于分析，本文提出假设：

机构投资者持股能够缓解企业内部融资约束，进而缓解企业投资不足，即内源融资在机构投资者与投资不足之间起到中介作用（H5）。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文采用上海和深圳证券交易所2008—2019年全部A股上市公司为实证样本，并对样本数据进行以下处理：第一、删除了缺失的样本数据；第二、删除了ST（special treatment）、*ST与PT（particular transfer）等样本数据；第三、删除了金融类行业样本数据。最终获取2797家上市企业16036个样本观测值。本文所有数据均源于万得（Wind）与国泰安（CSMAR）数据库，并对所有连续变量进行上下1%winsor处理，所有普通最小二乘法（OLS）回归结果的标准误经过公司层面聚类调整。本文用Stata16.0软件进行数据的处理分析。

（二）变量定义

（1）被解释变量：非效率投资（*Invef*）。本文参考姚立杰等（2020）学者。采用Richardson（2006）的投资模型来估计企业投资效率，首先测算出企业正常的投资水平，然后对模型（1）进行OLS回归，取得残差的绝对值衡量企业的非效率投资。具体模型如下。

$$Inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ret_{t-1} + \alpha_7 Inv_{t-1} + \alpha_8 \sum Industry + \alpha_9 \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

残差绝对值越高，代表企业投资效率越低。当残差大于0时，代表企业过度投资，当残差小于0时，代表投资不足。因变量*Inv*为公司投资支出；*Growth*为营业收入增长率；*Cash*为现金持有水平；*Lev*为资产负债率；*Size*为企业规模；*Age*为企业上市年限；*Ret*为公司股票年度回报。

（2）解释变量：机构持股比例（*Ins*），参考黎文靖和路晓燕（2015），以所有机构投资者对公司的持股比例总和来衡量。

（3）中介变量：代理成本（*Agent*），参考高凤莲和王志强（2016）做法，采取资产周转率衡量代理成本，资产周转率越高，代表企业代理成本越低。内源融资（*IFC*），参考陈娟娟等（2021）衡量方法，本文采用企业现金流量占据总资产的比例来衡量内部融资约束，企业现金流量占比与内部融资约束呈负向关系，现金流量越小，内部融资程度越高。

（4）控制变量：企业规模（*Size*）、企业年龄（*Age*）、独董比例（*Boardind*）、董事会规模（*Boardsize*）、第一大股东持股比例（*Top*1）、现金持有水平（*Cash*）、年度回报率（*Ret*）、股权制衡（*Cs*）、资产负债率（*Lev*）、资产收益率（*Roa*）、营业收入增长率（*Growth*）、固定资产比率（*Far*）。变量定义见表1。

表1　变量定义

变量类型	变量名称	变量解释
被解释变量	非效率投资(*Invef*)	模型1回归残差的绝对值
	过度投资(*Over_Inv*)	模型1回归中残差大于零的样本
	投资不足(*Under_Inv*)	模型1回归中残差小于零的样本取绝对值
解释变量	机构持股比例(*Ins*)	所有机构投资者对公司的持股比例总和
中介变量	代理成本(*Agent*)	资产周转率
	内源融资(*IFC*)	现金流量/总资产
控制变量	企业规模(*Size*)	总资产取自然对数
	企业年龄(*Age*)	实际上市年限+1取自然对数
	独董比例(*Boardind*)	独立董事人数/董事人事
	董事会规模(*Boardsize*)	实际董事人数
	第一大股东持股比例(*Top*1)	第一大股东持股比例
	现金持有水平(*Cash*)	货币资金/总资产
	年度回报率(*Ret*)	考虑现金红利再投资的年个股回报率
	股权制衡(*Cs*)	第二大股东到第十大股东的持股比例之和/与第一大股东的持股比例
	资产负债率(*Lev*)	负债总计/总资产
	资产收益率(*Roa*)	净利润/总资产
	营业收入增长率(*Growth*)	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	固定资产比率(*Far*)	固定资产净额/资产合计
	Year	年度虚拟变量
	Industry	行业虚拟变量

(三)模型设定

本文为验证假设H1,构建如下回归模型,其中模型(2)被解释变量为非效率投资,其值越大,代表企业非效率投资越严重,模型(3)与模型(4)的被解释变量分别为过度投资与投资不足,以验证H2与H3,以便进一步考察机构投资者与投资效率的关系。另外,为验证代理成本与内源融资的中介作用,本文参考温忠麟等(2004)的研究,构建如下中介回归模型,其中模型(5)与模型(6)验证代理成本的中介作用。模型(7)与模型(8)验证内源融资的中介作用。考虑到年份和行业因素的影响,本文进一步控制了年份固定效应与行业固定效应。*Controls*为所有控制变量的合集。回归模型如下:

$$Invef = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 Controls + \alpha_3 \sum Year + \alpha_4 \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$Over_Inv = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 Controls + \alpha_3 \sum Year + \alpha_4 \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

$$Under_Inv = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 Controls + \alpha_3 \sum Year + \alpha_4 \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$Agent = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 Controls + \alpha_3 \sum Industry + \alpha_4 \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

$$Over_inv = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 Agency + \alpha_3 Controls + \alpha_4 \sum Industry + \alpha_5 \sum Year + \varepsilon \quad (6)$$

$$IFC = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 Controls + \alpha_3 \sum Industry + \alpha_4 \sum Year + \varepsilon \quad (7)$$

$$Under_inv = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 IFC + \alpha_3 Controls + \alpha_4 \sum Industry + \alpha_5 \sum Year + \varepsilon \quad (8)$$

四、实证分析①

(一)描述性统计与相关性分析

描述性统计分析见表2。描述性统计结果显示:企业非效率投资的均值为0.0237,最大值为0.13,最小值为0.000306,这表明在不同公司之间,投资效率存在较大差异,与陈志斌和汪官镇(2020)研究一致。从总样本量来看,过度投资占有6420个样本值,投资不足占有9616个样本值,表明我国企业多数情况下的非效率投资是由于投资不足引起的,更加反映了我国企业融资难的实际境况。另外,机构持股比例均值为43.61%,最小值为0.424%。表明相对于成熟的资本市场而言,中国机构持股比例仍然偏低,但由于不断扩大开放资本市场,以及对投资者的保护和培育,中国机构投资者持股比例也在逐渐上升,同时体现出上市公司对投资者重视程度在不断提高。

① 为了避免某些估计系数因为小数位过多而出现显示不清的情况,本文对自变量数字除以100以调整量纲。这种处理不影响回归系数的符号和显著性,只影响回归系数的小数点位置。处理此过程在描述性统计之后,不影响统计结果。

表2　描述性统计分析

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Ins	16036	43.61	23.51	0.424	45.11	89.15
Invef	16036	0.0237	0.0244	0.000306	0.0164	0.130
Over_Inv	6420	0.0317	0.0337	0.000210	0.0202	0.165
Under_Inv	9616	0.0186	0.0151	0.000372	0.0151	0.0803
Age	16036	2.825	0.332	1.842	2.865	3.472
Size	16036	22.47	1.288	19.96	22.28	26.23
Lev	16036	0.442	0.196	0.0590	0.441	0.855
Growth	16036	0.218	0.416	−0.469	0.136	2.745
Roa	16036	0.0570	0.0456	−0.00762	0.0465	0.221
Boardsize	16036	8.859	1.787	5	9	15
Boardind	16036	0.373	0.0536	0.333	0.333	0.571
*Top*1	16036	35.96	15.16	8.774	34.29	74.82
Cs	16036	0.868	0.763	0.0382	0.651	3.868
Cash	16036	0.176	0.118	0.0169	0.145	0.592
Ret	16036	0.177	0.606	−0.695	0.0258	2.425
Far	16036	0.227	0.169	0.00205	0.192	0.722

根据各变量之间的相关性分析显示。机构投资者与非效率投资之间在1%水平上显著，相关系数为−0.056，初步验证H1，然而，最终回归结果也受到控制变量的影响，需要进一步进行多元回归验证。另外，为防止变量间多重共线性造成回归结果偏误，本文进行VIF检验，其中VIF均值为1.53，最大值为2.65，远小于阈值5，由此判断回归结果不受多重共线性的影响。

（二）基准回归分析

表3主要报告了机构持股比例与非效率投资（*Invef*）、过度投资（*Over_Inv*）、投资不足（*Under_Inv*）的回归结果。根据模型（1）结果显示，在控制了一系列重要的公司属性及财务层面的控制变量后，机构投资者持股与非效率投资的回归系数为−0.3877，且在1%的水平上显著，表明机构投资者持股能够提升企业的投资效率。进一步观察模型2与模型3的回归结果，系数为−0.5332与−0.3361，并且分别在5%与1%的水平上显著，表明机构投资者持股与过度投资及投资不足都负向相关，说明机构投资者主要是通过抑制过度投资与缓解企业投资不足提升了企业投资效率，H1、H2与H3均得到验证。

表3　基准回归分析

变量	模型（1）	模型（2）	模型（3）	变量	模型（1）	模型（2）	模型（3）
	Invef	*Over_Inv*	*Under_Inv*		*Invef*	*Over_Inv*	*Under_Inv*
Ins	−0.3877***（−3.3830）	−0.5332**（−2.2429）	−0.3361***（−4.1686）	*Cash*	0.0032（1.5887）	−0.0059（−1.1907）	0.0132***（9.4449）
Size	−0.0014***（−4.8369）	−0.0022***（−3.6039）	−0.0006***（−3.2858）	*Ret*	0.0004（0.8929）	0.0014（1.2820）	−0.0004（−1.1445）
Age	−0.0047***（−5.1966）	−0.0056***（−3.1541）	−0.0041***（−7.2586）	*Far*	0.0228***（11.1649）	0.0261***（6.6257）	0.0097***（7.5367）
Growth	0.0037***（6.4698）	0.0038***（2.9983）	0.0033***（7.3697）	年份	控制	控制	控制
Lev	0.0033*（1.9033）	0.0102***（2.7603）	−0.0036***（−3.1776）	行业	控制	控制	控制
Roa	0.0260***（4.1050）	0.0451***（3.5344）	−0.0045（−1.1099）	*_cons*	0.0626***（9.6184）	0.0896***（6.8735）	0.0412***（9.8450）
Boardind	0.0086*（1.8539）	0.0125（1.2984）	0.0049（1.6140）	R^2	0.0863	0.0692	0.1406
Boardsize	−0.0002（−0.9876）	−0.0004（−1.0935）	−0.0001（−0.7224）	*F*	26.5095	9.4773	41.5964
*TOP*1	0.0001**（2.1521）	0.0001**（2.5623）	0.0000***（2.9493）	*N*	16036	6420	9616
Cs	0.0017***（3.4219）	0.0031***（3.2151）	0.0011***（3.6175）				

注：*、**、***分别表示10%、5%、1%统计意义上的显著；括号内为*t*值；R^2为回归的调整R^2（Adjusted *R*-square）；回归结果经过公司层面cluster调整。

（三）内生性检验

根据本文的模型设定，可能存在双向因果与遗漏变量偏误等内生性问题，为缓解内生问题产生影响，本文借鉴温军和冯根福（2012）的做法，选取分行业年度的机构投资者持股比例均值为工具变量，因不同机构的投资决策之间是相互独立的。因此持股比例均值符合外生性要求，并与模型设定中未能控制的因素不存在

直接相关性。采取工具变量法两阶段最小二乘法(2SLS)方法进行回归,回归结果见表4。

其中,本文首先进行了Durbin-Wu-Hausman内生性检验,当以*Invef*、*Over_Inv*、*Under_Inv*为被解释变量时,DWH(Durbin-Wu-Hausman)统计量分别为13.99、6.83、10.46,*P*值均为0.00,证明本文模型存在内生性问题。根据表4模型(1)结果显示,工具变量的回归系数为0.7331,且在1%的水平上显著,表明行业机构持股比例均值越高,机构持股比例越高,符合工具变量相关性假定。同时,模型(2)、模型(3)、模型(4)的回归结果均在1%的水平上负向显著,与基准回归结论一致,进一步证明在克服内生性的潜在影响之后,本文结论依然成立。此外,LM检验显著拒绝原假设,表明不存在识别不足的问题。Cragg-Donald Wald *F*统计量为263.48,远大于弱工具变量检验的临界值,拒绝原假设。因此不存在弱工具变量问题。

表4　内生性分析

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	Ins	*Invef*	*Over_Inv*	*Under_Inv*
	第一阶段	第二阶段		
IV	0.7331*** (16.2320)			
*F*统计量(值)	263.48 (0.0000)			
Ins		−3.1965*** (−4.1185)	−5.4932*** (−2.7707)	−2.1173*** (−3.7062)
Controls	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
_cons	−0.0163*** (−40.1121)	0.0230* (1.9230)	0.0219 (0.7500)	0.0159* (1.7785)
N	16036	16036	6420	9616

注:*、**、*** 分别表示10%、5%、1%统计意义上的显著;括号内为*t*值。

(四)稳健性检验

为确保本文结果的稳健性,本文还进行以下稳健性检验:①更换衡量投资效率的方法。参考刘慧龙等(2014)的做法,将营业收入增长率更换为Tobin*Q*值衡量投资机会,重新回归。根据表5的回归结果显示,非效率投资、过度投资及投资不足与机构持股比例之间的回归系数分别为−0.3784、−0.4709、−0.3307,且均在1%、5%与1%的水平上显著,与基准回归结果一致,证明结论稳健性。②考虑行业也随时间变化的影响。不同行业在经历不同发展周期可能会发生变化,并且在不同周期内,外部宏观环境的改变可能影响机构投资者的持股意愿及选择,可能对本文的回归结果造成影响。因此本文参考潘越等(2020)的做法,在基准回归中加入年度与行业的交互项重新进行回归,以此消除行业随时间变化带来的潜在影响,回归结果仍然与基准回归结果一致,表明在考虑了行业随时间变化的影响后,结果依然稳健。③剔除金融危机后三年的研究样本。国际金融危机对全球资本市场造成巨大冲击,股市动荡、投融资困难等问题对企业投资产生巨大影响,并且会持续时间较长。因此本文为了避免特殊时期对研究结果的影响,本文剔除金融危机后三年的研究样本重新进行回归,回归结果如表所示,机构持股比例对三者之间的回归系数分别在1%、5%、1%的水平上显著,证明结果的稳健性。

表5　稳健性分析

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	Invef	*Over_Inv*	*Under_Inv*
稳健性A:更换投资效率衡量方式			
Ins	−0.3784*** (−3.2823)	−0.4709** (−1.9689)	−0.3307*** (−4.1107)
Controls	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
R^2	0.0880	0.0701	0.1456
N	15717	6302	9415
稳健性B:控制年度行业交互效应			
Ins	−0.3378*** (−2.9277)	−0.4592* (−1.9067)	−0.2922*** (−3.6160)
Controls	控制	控制	控制
年份×行业	控制	控制	控制
R^2	0.0878	0.0712	0.1462
N	16036	6420	9616
稳健性C:剔除特殊时期研究样本			
Ins	−0.4452*** (−3.3978)	−0.6108** (−2.2518)	−0.3397*** (−3.5965)
Controls	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
R^2	0.0766	0.0608	0.1353
N	12428	4983	7445

注:*、**、*** 分别表示10%、5%、1%统计意义上的显著;括号内为*t*值;R^2为回归的调整R^2(Adjusted R-square)。

(五)机制检验

1. 代理成本的中介作用

根据表6回归结果显示,模型(1)为机构投资者与过度投资的回归结果,与基准模型一致。模型(2)被解释变量为代理成本(*Agent*),代理成本与机构投资者回归系数显著为正,并且在5%的水平上显著,表明,机构

持股比例越高，资产周转率越高，企业代理成本越低。模型(3)与模型(4)中，回归系数均在1%水平上显著为负，证明资产周转率越低，代理成本越高，过度投资越严重。同时模型(4)中机构投资者与过度投资系数显著负相关，且在10%的水平上显著，系数绝对值由0.5332降到0.4596，表明代理成本中介作用成立，起到部分中介作用。因此，机构投资者能够降低企业代理成本，抑制企业过度投资行为。另外，本文为进一步验证中介效应成立，采用Bootstrap进行检验。Bootstrap检验结果见表7，在95%置信区间不含0，验证中介效应成立。

表6　代理成本的中介作用

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	Over_Inv	*Agent*	*Over_Inv*	*Over_Inv*
Ins	−0.5332**(−2.2429)	8.0448**(2.3465)		−0.4596*(−1.9586)
Agent			−0.0093***(−6.4377)	−0.0092***(−6.3687)
Controls	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0896***(6.8735)	0.2475(1.1240)	0.0981***(7.9382)	0.0919***(7.1620)
R^2	0.0692	0.3038	0.0779	0.0784
F	9.4773	30.4705	10.4289	10.5558
N	6420	6420	6420	6420

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%统计意义上的显著；括号内为*t*值；R^2为回归的调整R^2(Adjusted *R*-square)。

表7　Bootstrap检验

Bootstrap	系数	误差	自抽样标准误	95%置信区间
中介效应	−0.07368603	−0.0008708	0.02442927	(−0.1229589，−0.0301606)(P)
				(−0.1229589，−0.0301606)(BC)

注：P表示 percentile confidence interval；BC表示 bias-corrected confidence interval。

2. 内源融资的中介作用

根据表8回归结果显示，模型(1)为机构投资者与投资不足的回归结果，与基准模型一致。模型(2)中被解释变量为*IFC*，机构持股比例系数为1.4416，在1%的水平上显著，说明机构投资者持股比例越高，企业现金流量占比越高，内部融资约束程度越低，证明机构投资者持股能缓解企业内部融资约束。在模型(3)与模型(4)中，*IFC*与投资不足之间归回系数均在1%水平上负向系显著，说明企业现金流占比越低(内部融资约束程度越高)，投资不足越严重。模型(4)中机构投资者与投资不足回归系数为−0.3092，在1%的水平上显著，表明内源融资在机构投资者与投资不足之间中介作用成立，且起到部分中介作用。因此，机构投资者通过缓解内部融资约束，进而缓解了企业投资不足的状况。另外，本文为进一步验证中介效应成立，同样采用Bootstrap进行检验，结果见表9显示，在95%置信区间中，不包含0。因此中介效应成立。

表8　内源融资的中介作用

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	Under_Inv	*IFC*	*Under_Inv*	*Under_Inv*
Ins	−0.3361***(−4.1686)	1.4416***(4.1827)		−0.3092***(−3.8481)
IFC			−0.0192***(−7.5864)	−0.0187***(−7.4106)
Controls	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0412***(9.8450)	−0.0610***(−3.3085)	0.0445***(10.9952)	0.0401***(9.6096)
R^2	0.1406	0.3600	0.1441	0.1455
F	41.5964	99.5611	42.5016	42.0816
N	9616	9616	9616	9616

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%统计意义上的显著；括号内为*t*值；R^2为回归的调整R^2(Adjusted *R*-square)。

表9　Bootstrap检验

Bootstrap	系数	误差	自抽样标准误	95%置信区间
中介效应	−0.02690262	−0.0004807	0.00732219	(−0.0436602，−0.0136147)(P)
				(−0.042632，−0.0134012)(BC)

注：P表示 percentile confidence interval；BC表示 bias-corrected confidence interval。

五、进一步分析

（一）信息环境的作用

企业的发展往往与所处的信息环境相互依存，不同的信息环境可能对企业经营活动产生不同的影响。信息环境不仅影响企业自身的投资决策，同时也会影响外部投资者的投资决策。良好的信息环境可以有效缓解外部投资者与企业内部之间的信息不对称（Hutton et al，2009），同时意味着外部投资者更加掌握企业当前经营状况，可以有效降低外部融资成本，利于吸外部融资。良好的信息环境也能够提升企业投资行为的可预见性，减少外部环境不确定性给投资决策产生的影响。当企业外部信息环境较好时，机构投资者能够及时发现企业发展面临困境，作为持股股东，持股动机促使机构投资者帮助企业解决困难，提高决策有效性，从而保证持股收益，并且在这种境况下，管理者的行为处于较高透明度中，有利于投资者监督并减少管理者行驶机会主义行为，从而缓解企业存在的代理问题。不仅如此，企业管理者也会因此得知更精准的决策信息，发现投资机会，最终提升企业价值。相反，当企业外部信息环境较差时，外部投资者与企业之间的信息不对称程度就会提高，并且基于投资风险的考虑，投资者会尽量避免不确定性较大的投资，导致企业融资困难，加剧了企业的融资困境。另外，信息环境较差也可能致使管理者行驶机会主义，隐瞒或减少披露相关信息，控制自身收益最大化，增大代理成本。

基于以上分析，本文参考潘越等（2011）采取衡量方法，采用跟踪上市公司的分析师人数来衡量企业外部信息环境（*Infar*），跟踪上市公司的分析师人数越多，一定程度上表明企业所处信息环境越好。因此，本文为了进一步厘清在不同信息环境下，信息环境对企业经营活动产生的影响，本文将机构投资者与信息环境交互项引入中介模型中，探讨在外部信息环境作用下，机构投资者持股对企业内部融资与代理成本的影响。回归结果见表10，机构投资者与信息环境的交互项均在10%的水平上正向显著，表明信息环境越好，机构投资者越有利于缓解企业内部融资，降低企业代理成本，最终优化企业投资水平。

表10　信息环境的作用

变量	模型1	模型2
	IFC	*Agent*
Ins	1.5058***（4.3395）	6.9280**（2.0627）
Infor	−0.0007（−0.8087）	0.0162*（1.7303）
Ins×Infor	0.5840*（1.9526）	6.8525*（1.9034）
Controls	控制	控制
年份	控制	控制
行业	控制	控制
_cons	−0.0626***（−3.2951）	0.3363（1.4849）
R^2	0.3631	0.3100
F	96.0463	29.8876
N	9616	6420

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%统计意义上的显著；括号内为*t*值；R^2为回归的调整R^2（Adjusted *R*-square）。

（二）产权性质异质性分析

以往研究表明，不同产权性质的上市公司，在公司的治理模式、发展目标等多方面存在较大差异。相比于非国有企业，国有企业在考虑经济效益的同时，往往也会兼顾社会效益或环境效益等，其需要承担的社会责任更大。不仅如此，国有企业在内部成员任命时也与非国有企业存在巨大不同，国有企业的董事会成员一般由政府任命或委派，其经营也一般受到政府部门的干预。因此，当机构投资者持股国有企业时，其监督治理作用无法充分表现出来，对国有企业的影响远低于非国有企业；另外，由于国有企业天然的“优势”属性，使其在信息、资金等多方面优于非国有企业。因此也消弱了机构投资者资源优势产生的作用。

基于以上分析，本文参考以往研究，针对产权性质进行异质性分析，以研究机构投资者持股不同性质的企业，对投资效率产生的影响如何。回归结果见表11，其中模型（1）为国有企业样本，机构投资者持股的回归系数为−0.1746，结果不显著，而在模型（2）非国有企业样本中，机构投资者持股的回归系数在10%的水平上显著。结果表明，与国有企业相比，在非国有企业中，机构投资者持股对企业投资效率的影响更显著。

表11　产权性质异质性分析

变量	模型（1）	模型（2）
	国有企业	非国有企业
	Invef	*Invef*
Ins	−0.1746（−0.8863）	−0.2841*（−1.8574）
Controls	控制	控制
年份	控制	控制
行业	控制	控制
_cons	0.0621***（6.4965）	0.0420***（4.1775）
R^2	0.1152	0.0754
F	15.6079	18.1757
N	7099	8687

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%统计意义上的显著；括号内为*t*值；R^2为回归的调整R^2（Adjusted *R*-square）。

六、结论与启示

本文以2008—2019年沪深上市公司为样本，通过实证检验了机构投资者持股对企业投资效率产生的影响，并进一步探讨其影响路径及影响因素。研究发现：①机构投资者通过发挥监督治理效应与纾困治理效应，改善了企业投资效率，通过抑制企业过度投资并缓解企业投资不足，进而提升企业投资水平；②机构投资者持股能够有效降低代理成本，缓解代理问题，进而抑制企业过度投资。同时，机构投资者通过缓解企业内部融资，改善企业融资困境，进而缓解了企业投资不足；③良好的外部信息环境更有利于机构投资者缓解企业内部融资，降低代理成本，最终优化企业投资结构，防止企业非效率投资；④相比于国有企业，机构投资者持股在非国有企业中对企业投资效率的影响更加显著，更能凸显其发挥的监督效应与纾困效应，从而促使企业投资水平的提升。

根据上述得出的研究结论，本文提出以下建议：

第一，针对机构投资者提出的建议。机构投资者作为资本市场中的重要“稳定器”，在优化金融体系过程中发挥着重要作用。首先、机构投资者作为公司外部重要治理机制，要凭借自身拥有的信息、资金及管理经验等多方面优势帮助企业提高价值，有效发挥其监督治理效应与纾困治理效应，促进企业实现高质量发展。其次，服务实体经济发展，帮助企业改善当前融资难、融资贵的困境，优化持股公司的投资水平，提高其资源配置，进而提升企业竞争能力。最后，要注重长远的价值投资理念而非投机性投资行为，强化责任意识，在新的经济发展格局下，牢记自身的使命和功能，稳固资本市场，促进经济转型发展。

第二，针对企业提出的建议。企业作为市场经济主体，与经济高质量发展不可分割，而企业当前外部融资难导致发展受限。企业应当积极披露公司财务信息、发展情况等，增强与外部投资者之间的联系，提高双方的信任程度，缓解自身的融资困境。同时，与机构投资者要实现双赢，共同发展进步，充分利用机构投资者优势资源来弥补自身短板，进而实现自身高质量发展。

第三，针对政府部门提出的建议。当前中国面临经济转型，机构投资者与企业在转型的过程中都发挥了不可替代的作用。一方面，政府部门要加强机构投资者保护和培育，强化资本市场建设，以保证经济发展的需求。不仅如此，要提升机构投资者质量，优化投资者结构，推动投资者建立价值投资导向，以帮助企业顺利发展；另一方面，改善实体企业融资难，融资贵的困境，拓展融资渠道，优化产业结构，实现资源的最优化配置，为公司创建一个良好的发展环境。

参考文献

[1] 陈娟娟，赵红岩，杨肖丽，2021. 经济政策不确定性、融资约束与企业创新[J]. 预测，40(2)：55-60.

[2] 陈志斌，汪官镇，2020. CEO自由裁量权与企业投资效率[J]. 会计研究，(12)：85-98.

[3] 戴嘉贺，刘可，杨竹清，2013. 机构投资者持股与公司治理间关系的实证研究——基于代理成本的视角[J]. 技术经济，32(7)：109-116.

[4] 代昀昊，孔东民，2017. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 世界经济，40(1)：168-192.

[5] 高凤莲，王志强，2016. 独立董事个人社会资本异质性的治理效应研究[J]. 中国工业经济，(3)：146-160.

[6] 郭晓冬，王攀，吴晓晖，2020. 机构投资者网络团体与公司非效率投资[J]. 世界经济，43(4)：169-192.

[7] 黎文靖，路晓燕，2015. 机构投资者关注企业的环境绩效吗？——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J]. 金融研究，(12)：97-112.

[8] 李维安，李滨，2008. 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，(1)：4-14.

[9] 梁上坤，2018. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J]. 管理世界，34(12)：133-148.

[10] 刘慧龙，王成方，吴联生，2014. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. 经济研究，49(8)：93-106.

[11] 刘艳霞，祁怀锦，2019. 管理者自信会影响投资效率吗——兼论融资融券制度的公司外部治理效应[J]. 会计研究，(4)：43-49.

[12] 罗军，2018. 融资约束与民营企业技术创新类型选择[J]. 软科学，32(1)：73-77.

[13] 明亚欣，刘念，2018. 机构持股与企业研发投入——基于外部治理的视角[J]. 技术经济，37(8)：20-27.

[14] 潘越，戴亦一，魏诗琪，2011. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗：基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析[J]. 南开管理评论，14(2)：69-81.

[15] 潘越，汤旭东，宁博，等，2020. 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，(2)：136-164.

[16] 彭若弘，于文超，2018. 环境不确定性、代理成本与投资效率[J]. 投资研究，37(10)：41-52.

[17] 唐松莲，林圣越，高亮亮，2015. 机构投资者持股情景、自由现金与投资效率[J]. 管理评论，27(1)：24-35.
[18] 万良勇，2013. 法治环境与企业投资效率——基于中国上市公司的实证研究[J]. 金融研究，(12)：154-166.
[19] 王克敏，刘静，李晓溪，2017. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. 管理世界，34(3)：113-124，145，188.
[20] 温军，冯根福，2012. 异质机构、企业性质与自主创新[J]. 经济研究，47(3)：53-64.
[21] 温忠麟，张雷，侯杰泰，等，2004. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报，(5)：614-620.
[22] 邢华，奚浩彬，王海军，2020. 管理者从政经历是否会导致国企非效率投资?[J]. 上海财经大学学报，22(5)：33-48.
[23] 杨德明，毕建琴，2019. "互联网+"、企业家对外投资与公司估值[J]. 中国工业经济，(6)：136-153.
[24] 姚立杰，陈雪颖，周颖，等，2020. 管理层能力与投资效率[J]. 会计研究，(4)：100-118.
[25] 庄明明，梁权熙，2021. 境外机构投资者能促进企业投资效率提升吗?[J]. 世界经济研究，(2)：102-117，136.
[26] ATTIG N，CLEARY S，El G S，et al，2013. Institutional investment horizons and the cost of equity capital[J]. Financial Management，42(2)：441-477.
[27] CHENG C S A，HUANG H H，LI Y，et al，2010. Institutional monitoring through shareholder litigation[J]. Journal of Financial Economics，95(3)：356-383.
[28] FAZZARI S M，HUBBARD R G，PETERSEN B C，et al，1988. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity，19(1)：141-206.
[29] FERREIRA M A，MATOS P，2008. The colors of investors' money：The role of institutional investors around the world[J]. Journal of Financial Economics，88(3)：499-533.
[30] GROSSMAN S J，HART O D，1980. Takeover bids，the free-rider problem，and the theory of the corporation[J]. The Bell Journal of Economics，11(1)：42-64.
[32] HUTTON A P，MARCUS A J，TEHRANIAN H，2009. Opaque financial reports，R-2，and crash risk[J]. Journal of Financial Economics，94(1)：67-86.
[33] HABIB A，HASAN M M，2017. Business strategy，overvalued equities，and stock price crash risk[J]. Research in International Business and Finance，39：389-405.
[33] JENSEN M C，1986. Agency costs of free cash flow，corporate finance，and takeovers[J]. The American Economic Review，76(2)：323-329.
[34] POUND J，1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. Journal of Financial Economics，20：237-265.
[35] RICHARDSON S，2006. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies，11(2-3)：159-189.
[36] SHLEIFER A，VISHNY R W，1986. Large shareholders and corporate control[J]. The Journal of Political Economy，94(3)：461-488.
[37] SHLEIFER A，VISHNY R W，1997. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance(New York)，52(2)：737-783.
[38] WAHLEN J M，1994. The nature of information in commercial bank loan loss disclosures[J]. The Accounting Review，69(3)：455-478.

Supervision and Relief! Research on the Relationship between Institutional Investor's Shareholding and Enterprise Investment Efficiency

Shang Hangbiao，Song Xuerui，Wang Zhilin
(School of Economics and Management，Northeast Forestry University，Harbin 150040，China)

Abstract：Based on the empirical samples of all A-share listed companies on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2008 to 2019，the relationship between institutional investor shareholding and investment efficiency was explored. The conclusion shows that institutional investors can exert both the supervisory governance effect and the bailout governance effect at the same time，by inhibiting the over-investment of enterprises，alleviating the under-investment of enterprises，and then improving the investment efficiency of enterprises. The conclusion holds after controlling for potential endogenous effects and a range of robustness. Exploring the impact path finds that institutional investors mainly suppress corporate over-investment by reducing agency costs. Likewise，institutional investors alleviate corporate underinvestment mainly by easing endogenous financing. Further considering the role of the external information environment，it is found that a good information environment is more conducive to institutional investors to ease the internal financing of enterprises，reduce agency costs，and ultimately optimize the level of enterprise investment. Heterogeneity analysis shows that institutional investors have a more significant impact on enterprise investment efficiency in non-state-owned enterprises. To a certain extent，this paper expands the research on the effectiveness of institutional investors' governance and provides a reference for better exploring the path and mechanism of institutional investors' participation in the governance of listed companies.

Keywords：investment efficiency；institutional investors holdings；supervision and governance；information environment