

共同机构所有权对企业创新的影响研究

李晓娟

西北师范大学管理学院, 甘肃 兰州

收稿日期: 2025年12月29日; 录用日期: 2026年1月3日; 发布日期: 2026年2月11日

摘要

本文以2014年~2023年我国沪深A股上市公司为研究对象,实证检验共同机构所有权对企业创新的影响。研究结果表明,共同机构所有权的联结程度越高,越有利于企业创新,且通过更改样本区间、解释变量滞后一期的方法展开稳健性检验致力于提升前述结论的说服力。更进一步地,当企业所处生命周期为成熟期时,共同机构所有权与企业创新的正向关系更为显著。相较于内陆地区而言,沿海地区的资本市场环境较为发达,不同市场参与主体间的沟通效率较高,机构投资者对于企业创新的促进作用更强。本文深化了共同机构所有权影响企业创新的进一步了解,对于提升企业价值具有积极作用。

关键词

共同机构所有权, 企业创新, 高管激励, 商业信用融资

Research on the Impact of Common Institutional Ownership on Enterprise Innovation

Xiaojuan Li

School of Management, Northwest Normal University, Lanzhou Gansu

Received: December 29, 2025; accepted: January 3, 2026; published: February 11, 2026

Abstract

This paper takes China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2014 to 2023 as the research object, and empirically tests the impact of common institutional ownership on enterprise innovation. The research results show that the higher the degree of connection of common institutional ownership, the more conducive it is to enterprise innovation, and the robustness test is carried out by changing the sample interval and the explanatory variable lagging one period to improve

the persuasiveness of the above conclusions. Furthermore, when the life cycle of an enterprise is a growth period, the positive relationship between common institutional ownership and enterprise innovation is more significant. Compared with inland areas, the capital market environment in coastal areas is more developed, the communication efficiency between different market participants is higher, and institutional investors have a stronger role in promoting enterprise innovation. This paper deepens the further understanding of the impact of common institutional ownership on enterprise innovation, and has a positive effect on enhancing enterprise value.

Keywords

Ownership of Common Institutions, Enterprise Innovation, Executive Incentive, Trade Credit Financing

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

实施创新驱动发展战略、到 2035 年实现高水平科技自立自强并进入创新型国家前列，已被写入中国最新一轮国家发展纲领。高质量发展是推动我国经济稳步提升的重要路径，高质量发展取决于企业的经济活力、创新力和竞争力，创新可以推动企业技术进步，是实现国家整体经济发展的活力源泉，当前我国创新水平虽在逐步提高，但创新成果仍未达到与发达国家比肩的水平，部分领域依然存在，许多关键核心技术仍受制于人。创新活动是企业的一项重要投资活动，与机构投资者的行为息息相关，共同机构所有权作为资本市场中新出现的力量，能够减少资本市场中的信息壁垒，优化金融资源配置。

现有研究认为机构投资者对公司治理的影响具有两种竞争性观点，分别是协同治理观点和竞争合谋观点。协同治理观点认为机构投资者能够缓解企业的委托代理问题，直接或间接地参与公司治理[1]-[3]，避免管理层的机会主义行为和大股东的掏空行为导致公司利益受损的局面，能够降低企业盈余管理水平[4]，对企业经营决策进行优化；竞争合谋观点认为机构投资者注重短期利益的获取，可能通过与公司内部人隐秘沟通所获得的信息在股票市场进行交易[5] [6]，增加企业违规行为、股价崩盘风险等。相较于单个机构投资者而言，共同机构投资者是指位于同一行业的多个企业的机构投资者，凭借行业枢纽的优势，拥有更丰富的行业经验和信息资源，具有较低的信息搜寻和处理成本，能够整合和协调组合内同行业企业的行动[7]，从而影响公司管理和企业战略决策，对于创新行为产生影响[8] [9]。

共同机构投资者能够增加企业的商业信用规模，缓解企业资金压力，对企业创新产生积极作用吗？共同机构投资者能够通过提高管理者激励，调动管理者工作积极性，进而促进创新水平的提升吗？因此，有必要将共同机构投资者对于企业创新的影响聚焦于供应链的上下游企业和微观的管理者层面，进而探究共同机构所有权对二者的影响机制与效应，本文以共同所有权这一社会网络关系作为独特的切入点，研究企业管理者的激励和商业信用融资对于共同机构所有权和企业创新之间的关系就尤为重要，以期为实务界提供一条可参考的路径。

本研究以 2014 年至 2023 年中国沪深 A 股上市公司为研究对象，实证检验了共同机构所有权对企业创新的关系及影响机制，并通过一系列内生性和稳健性检验，最终验证了结果的可靠性和稳定性。研究结果表明，共同机构所有权正向影响企业创新，管理者激励和商业信用融资在二者之间具有传导作用。

相比已有的研究成果，本文研究的可能贡献在于：第一，本文丰富了共同机构所有权影响企业创新

的研究机制。从高管激励和商业信用融资规模探讨二者关系的作用机制，补充了共同机构所有权在促进企业创新行为的传达作用。第二，论文拓展了不同研究情境下共同机构所有权对企业创新行为的影响差异，分析了企业所处生命周期、市场环境对二者关系的影响。

2. 理论分析与研究假设

信息不对称与委托代理问题的存在为管理者短期利益的获得提供了空间，企业管理人员考虑到创新投入带来的短期经营业绩波动及个人声誉的维护，往往不热衷于技术创新活动。相较于普通的机构投资者而言，在同一行业持股多家企业的机构投资者由于同行业企业间相似的特征使得其具有更为丰富的行业经验和信息来源，可以更好地解读公开信息，从而发现并识别管理层机会主义行为，促进企业创新活动的开展。一方面，行业间不同企业的相似性能够使得机构投资者一定程度上在企业间进行迁移[3]，降低了共同机构所有权的监督成本，并通过影响董事会和管理层对企业经营管理和投资决策施加实质影响，改善公司治理水平[1]，另一方面，持股同一行业多家企业的机构投资者具有更高的行业势力，退出威胁和规模效应的存在提升了共同机构所有权的监督效果。公司治理水平的提高能够优化企业的资源配置，提升外部利益相关者对于企业的信息，推动企业管理者关注企业长期竞争优势的获得，促进企业创新活动。

企业创新活动的进行除了依靠企业内部的自有资金外，商业信用融资来自于与企业具有交易往来的个体，在一定程度上也能够弥补企业所面临的资源短缺问题。当外部利益相关者难以对企业风险进行评估时，会减少对企业的投资，或者要求较高的风险报酬率。为了保证自身利益不受损，共同机构所有权会主动加强对被投资企业的监督，要求企业提高信息披露质量，缓解被投资企业与外部利益相关者的信息不对称。企业之间依据于共同所有权而建立的关系网络，加强了联结企业之间对于某一经济活动的会计处理的相似性，直接提高了企业的会计信息可比性，企业与上下游客户的信息不对称，使得企业获得更多的商业信用融资[10]。

综上所述，共同机构所有权能够提高高管激励水平，缓解委托代理问题，并提高被持股企业的信息披露质量，增加企业的商业信用融资规模，从而促进企业创新活动的发生。

H1：共同机构所有权对企业创新具有正向影响。

现代企业普遍存在委托代理问题，根本原因在于管理者与所有者的利益可能存在一定的偏差，已有研究表明通过设计合理的激励机制能够缓解上述问题。激励就是通过一定的方式，来激发、引导和保持个体行为，保证预定目标的实现，现有对高管实施激励的研究普遍认为其能够缓解委托代理问题，但也有学者认为管理层激励可能会加重代理问题，对企业经营产生负面影响。

技术研发活动具有研发周期长、风险高等特点，管理者出于保护自身业绩、声誉不受损等目的，对于研发创新带来的不确定性会选择放弃投资未来可获得超额回报的研发项目。从最优化理论出发，重视高管在创新活动中的作用，对管理者的激励能够促使经理人和股东的利益达到一致，引导高管将企业的战略重心放在长期的创新活动上，而不是仅仅关注短期的财务指标。就薪酬激励而言，企业通过合理的薪酬设计在一定程度上弥补高管因放弃短期高收益项目而产生的机会成本，进而推动管理者投身到企业技术创新活动。就高管持股而言，该机制所需承担的损失小于未持股的情况，从而促使高管投入研发费用开展创新活动，增加企业的创新投资，从而有利于企业创新活动的开展。

由于共同机构投资者对企业进行监管获得的收益高于成本的付出，共同机构投资者有意愿和能力对企业管理者行为进行监督，促使高管激励政策的实施达到应有的效果。一方面，共同机构所有权的专业能力和信息规模优势监督管理者行为[8]，发现并识别高管的不当行为，对于降低管理者短视、促使企业中的管理者关注企业未来的发展具有重要作用。另一方面，管理层可能担忧投资者出售股票带来的股价波动对其经营业绩的影响，进而会自行约束自己的行为，注重公司长期营业能力的提升。

综合以上分析，共同机构投资者出于监督治理成本和收益的考虑，会提升高管激励水平，而对管理者的激励能够增强高管的归属感和责任感，从而促进企业创新。据此，本文提出假设 2：

H2：高管激励在共同机构所有权与企业创新的关系中发挥中介作用。

企业创新活动具有隐蔽性高、回收周期长、资金投入较多等特点，替代性融资理论认为，企业与银行等金融机构的信息不对称使得具有超额资金需求的企业可能无法从银行获得贷款，具备信息比较优势的上下游企业更能够缓解创新活动的资金需求，促进技术研发活动的进行。然而，当研发项目的技术路线、专利壁垒与商业化前景难以被外部验证时，供应商仍可能出于违约风险担忧而削减信用额度或缩短账期，商业信用的“替代功能”随之失灵。

共同机构所有权的存在加强了企业与外部的沟通和交流，对于降低信息不对称，对于缓解融资约束具有重要的作用。一方面，相较于其他投资者而言，机构投资者拥有专业的分析能力并具有丰富的网络资源，共同机构投资者的行为是其他利益相关者决策的重要参考依据。被共同机构投资者持股的企业能够向外界释放积极的信号，从而提高上下游企业对于核心企业的信任度，使企业获得更多的商业信用融资。另一方面，共同机构所有权能够提高企业的信息透明度，降低企业与外部利益相关者之间的信息不对称。信息不对称的缓解使得商业信用供给者能够预估企业可能面临的经营风险，当企业的供应商和客户能够更加准确地评估企业的偿还能力和偿还意愿时，企业获得商业信用融资的规模将增加。

综合以上分析，共同机构所有权能够提高企业信息披露质量，并增强企业的可信程度，从而增加企业商业信用融资规模，而商业信用融资规模的增加缓解企业创新面临的融资约束，从而提升企业创新。据此，本文提出假设 3：

H3：商业信用融资在共同机构所有权与企业创新间发挥中介作用。

3. 研究设计

(一) 样本选择

本文选取我国 2014~2023 年沪深 A 股上市公司的非平衡面板数据为研究样本。为保证数据的可获得性、完整性和有效性，在对于选取研究样本的过程中基于原始样本进行了以下筛选和整理工作：① 剔除了在研究期间为 ST、*ST 以及 PT 上市公司样本；② 剔除了金融类和保险类上市公司；③ 本文依据中国证监会 2012 年版行业分类标准；④ 剔除了重要变量缺失的研究样本；⑤ 对所有的连续变量依据于不同的观测年份进行了上下 1% 的缩尾处理。本研究中使用的数据来自于中国研究数据服务平台(CNRDS)和国泰安数据库(CSMAR)，其中与创新相关的数据来自中国研究数据服务平台，涉及到的其他数据则来自国泰安数据库。

(二) 变量定义

(1) 被解释变量：企业创新(Rcx)

本文参考已有研究，使用创新投入的自然对数来衡量企业创新投入的强度。在稳健性检验中参考，采取研发投入与上期总资产之比进行衡量，并为全面获得共同机构所有权与企业创新的关系，在进一步分析中选取企业的专利申请数量衡量共同机构所有权对企业创新产出的关系。

(2) 解释变量：共同机构所有权(Coz)

参照已有文献的研究，本文使用共同机构所有权的联结程度对于该指标进行衡量。该指标越大，表明上市公司拥有的共同机构投资者的数量越多，同时共同机构投资者对企业施加的影响也更大。首先，计算每家企业在各季度同时在本企业及同行业企业持股都不低于 5% 的机构投资者的数量，再对上述数据求年度均值并加 1 取对数，即计算得出本文的共同机构所有权指标。

(3) 中介变量

① 高管激励(*MY*)

高管激励政策包括显性激励和隐形激励，显性激励包括薪酬、股权等，隐形激励包括晋升、在职消费等。考虑到显性激励的普遍性和可测量性，本文探讨显性激励在共同机构所有权与企业之间的关系，本文的中介变量为高管激励，具体包括货币薪酬激励、股权激励。

② 商业信用融资(*TC*)

考虑到供应商和客户的影响，采用企业公布的财务年报上的应付账款、应付票据与预收账款之和与总资产的比值表示企业获取的商业信用融资。

(4) 控制变量：考虑其他可能影响企业创新的因素，参照已有文献，本文选取产权性质(*SOE*)、流动比率(*CR*)、资产负债率(*Lev*)等作为本文的控制变量，同时，对年度及行业虚拟变量进行控制。具体变量定义及说明详见表 1。

Table 1. Variable definition

表 1. 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	企业创新	<i>Rcx</i>	Ln(研发投入 + 1)
解释变量	共同机构所有权联结程度	<i>Coz</i>	公司拥有的共同机构投资者数量加 1 取对数
中介变量	高管薪酬激励	<i>HMY</i>	Ln(前三名高管薪酬总额)
	高管股权激励	<i>SMY</i>	Ln(高管持股数 + 1)
	商业信用融资	<i>TC</i>	(应付账款 + 应付票据 + 预收账款)/总资产
控制变量	产权性质	<i>SOE</i>	国有企业为 0，非国有企业为 1
	流动比率	<i>CR</i>	流动资产/流动负债
	资产负债率	<i>Lev</i>	年末总负债/年末总资产
	独立董事占比	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事人数
	股权集中度	<i>Top3</i>	前三股东持股数量/总股数
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理是同一人为 1，否则为 0
	上市年限	<i>ListAge</i>	Ln(当年年份 - 上市年份 + 1)
	行业固定效应	<i>Industry</i>	属于分类行业时，取值为 1；否则取 0
	年份固定效应	<i>Year</i>	属于某一年份时，取值为 1；否则取 0

(三) 模型设计

为考察共同机构所有权对企业创新的影响，本文模型(3.1)来验证前文中假设共同机构所有权与企业创新的关系，具体的模型如下：

$$Rcx_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Coz_{it} + \alpha_i Controls_{it} + \sum_j Industry_j + \sum_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

其中，*Rcx* 代表企业创新，数值越大，说明企业创新水平越高；*Coz* 代表共同机构所有权，*Controls* 代表本研究用到的全部控制变量；*Industry* 代表行业固定效应；*Year* 代表年份固定效应； ε 代表误差项。根据假设 1 的预期，共同机构所有权的系数 α_1 显著为正，表明共同机构所有权对企业创新具有促进作用。

在假设 1 得到验证的基础上，为检验高管激励、商业信用融资在共同机构所有权与企业创新的中介作用，本章参考温忠麟(2014) [11]的中介效应检验方法，构建模型(3.2)、模型(3.3)检验商业信用融资与高管激励在共同机构所有权与企业创新之间的中介作用，具体模型所示：

$$Median_{it} = \delta_0 + \delta_1 Coz_{it} + \sum_j Industry_j + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

$$Rcx_{it} = \beta_0 + \beta_1 Coz_{it} + \beta_2 Median_{it} + \sum_j Industry_j + \sum_i Year_i + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

其中, $Median_{it}$ 具体包括薪酬激励(HMY)、股权激励(SMY)和商业信用融资(TC); Coz 代表共同机构所有权, $Controls$ 代表本研究使用到的全部控制变量; $Industry$ 代表行业固定效应; $Year$ 代表年份固定效应; ε 代表误差项。

(四) 描述性统计

表 2 呈现了相关变量的特征。由表 2 中的结果可以看出, 企业创新指标方面, Rcx 的均值和标准差分别为 18.277 和 1.404, 最小值为 13.617, 最大值为 22.345。这进一步说明我国存在上市公司创新研发投入水平参差不一的情况, 总体研发投入比例普遍较低变量。 Coz 的均值为 0.069, 标准差为 0.202, 最小值为 0, 最大值为 1.099。同时, 与以往的文献相比, 控制变量的描述性统计结果基本保持一致。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

Variable	Obs	Mean	SD	Min	Max
Coz	16,876	0.069	0.202	0	1.099
Rcx	16,876	18.277	1.404	13.617	22.345
Lev	16,876	0.404	0.185	0.048	0.870
$ListAge$	16,876	2.278	0.721	0	3.434
$Dual$	16,876	0.295	0.456	0	1
$Indep$	16,876	0.376	0.053	0.308	0.571
$Top3$	16,876	0.461	0.146	0.162	0.859
SOE	16,876	0.294	0.455	0	1
CR	16,876	2.412	2.189	0.360	20.109

4. 实证结果和分析

(一) 基准回归

表 3 考察了上市公司存在共同机构投资者对企业创新的影响。从表 3 可以看出, 第(1)列和第(2)列中 Coz 的系数分别为 1.636 和 1.484, 并且均在 1% 的水平上显著, 说明了上市公司存在共同机构投资者对企业创新具有显著的提升作用, H1 得到验证。

Table 3. Baseline regression

表 3. 基准回归

	(1)	(2)
	Rcx	Rcx
Coz	1.636*** (32.620)	1.484*** (27.707)
Lev	1.542*** (21.256)	1.554*** (20.220)
$ListAge$	0.426***	0.388***

续表

	(26.229)	(22.640)
<i>Dual</i>	0.067***	0.023
	(2.998)	(1.152)
<i>Indep</i>	0.103	-0.217
	(0.557)	(-1.211)
<i>Top3</i>	0.422***	0.957***
	(5.953)	(13.420)
<i>SOE</i>	-0.126***	-0.009
	(-5.015)	(-0.360)
<i>CR</i>	-0.012**	-0.022***
	(-2.032)	(-4.407)
<i>_cons</i>	16.384***	14.780***
	(173.758)	(94.191)
<i>Year</i>	No	Yes
<i>Industry</i>	No	Yes
<i>N</i>	16,876	16,876
<i>r2</i>	0.193	0.318

注: ***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的水平下显著性检验; 括号内为 t 值。

(二) 稳健性检验

(1) 改变样本区间

为规避极端经济事件对研究结论的潜在干扰, 本研究将 2015 年、2020 年的观测值进行剔除处理, 保留样本区间内的其他年份重新对研究问题进行实证分析, 旨在消除重大外部冲击对参数估计的干扰, 确保研究结论能更客观地反映经济系统的内在作用机制。回归结果如表 4 所示, 共同机构所有权的系数仍旧显著为正, 证明了结论的稳健性。

Table 4. Change the sample interval

表 4. 改变样本区间

	(1)	(2)
	<i>Rcx</i>	<i>Rcx</i>
<i>Coz</i>	1.614*** (29.396)	1.466*** (27.997)
<i>Lev</i>	1.529*** (18.874)	1.547*** (19.520)
<i>ListAge</i>	0.427*** (22.973)	0.401*** (21.178)
<i>Dual</i>	0.062** (2.455)	0.022 (0.960)

续表

<i>Indep</i>	0.095	-0.223
	(0.461)	(-1.168)
<i>Top3</i>	0.424***	0.974***
	(5.352)	(12.986)
<i>SOE</i>	-0.129***	-0.020
	(-4.620)	(-0.774)
<i>CR</i>	-0.015**	-0.025***
	(-2.245)	(-3.981)
<i>_cons</i>	16.421***	14.770***
	(155.088)	(105.163)
<i>Year</i>	No	Yes
<i>Industry</i>	No	Yes
<i>N</i>	13581	13581
<i>r2</i>	0.192	0.316

注: ***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的水平下显著性检验; 括号内为 t 值。

(2) 解释变量滞后一期

考虑到共同机构所有权对企业创新的影响效应可能具有一定的滞后性, 同时为了规避由于反向因果问题导致的偏差, 本文将解释变量 *Coz* 滞后一期, 重新对模型(3.1)进行回归。回归结果如表 5 所示, 滞后一期的解释变量(*L.Coz*)与当期创新投入(*Rcx*)间的回归系数分别为 1.698 和 1.557, 均在 1% 水平上正向显著, 结论不变, 进一步验证了本文的研究。

Table 5. Lagged explanatory variables by one period

表 5. 解释变量滞后一期

	(1)	(2)
	<i>Rcx</i>	<i>Rcx</i>
<i>L.Coz</i>	1.698*** (28.426)	1.557*** (27.735)
<i>Lev</i>	1.536*** (19.700)	1.513*** (19.722)
<i>ListAge</i>	0.454*** (23.136)	0.441*** (22.208)
<i>Dual</i>	0.085*** (3.555)	0.044** (1.971)
<i>Indep</i>	0.064 (0.323)	-0.218 (-1.187)
<i>Top3</i>	0.456*** (6.051)	0.992*** (13.842)

续表

<i>SOE</i>	-0.093*** (-3.471)	-0.005 (-0.180)
<i>CR</i>	-0.021*** (-3.137)	-0.034*** (-5.389)
<i>_cons</i>	16.396*** (158.311)	15.363*** (109.603)
<i>Year</i>	No	Yes
<i>Industry</i>	No	Yes
<i>N</i>	14,757	14,757
<i>r2</i>	0.178	0.298

注: ***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的水平下显著性检验; 括号内为 t 值。

5. 拓展性分析

(一) 中介机制

(1) 高管激励的中介作用

表 6 汇总了高管激励作为共同机构所有权与企业创新影响机制的检验结果。具体来说, 第(1)、(2)、(3)列为高管薪酬激励的回归结果, 第(4)、(5)列为高管股权激励的回归结果。第(2)列显示, 共同机构所有权的系数为 0.566 且在 1% 的水平上显著, 第(3)列显示, 共同机构所有权和高管薪酬激励的系数分别为 1.007 和 0.842, 并且都在 1% 的水平上显著, 表明上市公司的共同机构所有权提高了企业的高管薪酬激励, 而高管薪酬激励的提高有助于促进高管企业创新决策和行为实施; 第(4)列显示, 共同机构所有权的系数为 1.440 且在 1% 的水平上显著, 第(5)列显示, 共同机构所有权和高管股权激励的系数分别为 1.414, 并且在 1% 的水平上显著, 共同机构所有权的系数依旧显著, 表明共同机构所有权通过促进高管股权激励显著提高了企业创新。综上分析, 假设 2 得到验证。

Table 6. The intermediary role of executive incentive

表 6. 高管激励的中介作用

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Rcx</i>	<i>HMY</i>	<i>Rcx</i>	<i>SMY</i>	<i>Rcx</i>
<i>Coz</i>	1.484*** (27.707)	0.566*** (21.588)	1.007*** (20.874)	1.440*** (6.664)	1.414*** (27.053)
<i>HMY</i>			0.842*** (59.777)		
<i>SMY</i>				0.049*** (25.511)	
<i>Lev</i>	1.554*** (20.220)	0.309*** (8.316)	1.294*** (18.472)	0.005 (0.014)	1.554*** (20.770)
<i>ListAge</i>	0.388*** (22.640)	0.143*** (15.784)	0.268*** (17.209)	-1.824*** (-22.916)	0.477*** (27.535)

续表

<i>Dual</i>	0.023	-0.036***	0.054***	0.478***	0.000
	(1.152)	(-3.397)	(3.016)	(5.497)	(0.008)
<i>Indep</i>	-0.217	-0.224**	-0.028	-3.090***	-0.067
	(-1.211)	(-2.467)	(-0.179)	(-4.047)	(-0.378)
<i>Top3</i>	0.957***	0.332***	0.678***	-6.622***	1.279***
	(13.420)	(9.099)	(10.691)	(-21.833)	(18.068)
<i>SOE</i>	-0.009	-0.140***	0.108***	-5.483***	0.257***
	(-0.360)	(-10.926)	(4.730)	(-45.346)	(9.423)
<i>CR</i>	-0.022***	-0.003	-0.020***	0.019	-0.023***
	(-4.407)	(-1.054)	(-4.215)	(0.785)	(-4.585)
<i>_cons</i>	14.780***	13.747***	3.210***	22.016***	13.712***
	(94.191)	(176.360)	(13.795)	(38.631)	(87.945)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	16,876	16,876	16,876	16,876	16,876
<i>r2</i>	0.318	0.215	0.447	0.314	0.349

注: ***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的水平下显著性检验; 括号内为 t 值。

(2) 商业信用融资的中介作用

表 7 汇总了商业信用融资作为共同机构所有权与企业创新影响机制的中介作用的检验结果。第(1)列中 *Coz* 的系数为 1.484, 在 1% 的水平上显著, 表明共同机构所有权联结程度高, 会促使企业创新投入增加; 第(2)列显示, 共同机构所有权的系数为 0.008 且在 1% 的水平上显著, 这说明上市公司的共同机构所有权提高了企业的商业信用融资。第(3)列显示, 共同机构所有权和商业信用融资的系数分别为 1.472 和 1.513, 并且都在 1% 的水平上显著, 表明共同机构所有权通过提高商业信用融资促进企业创新, 且共同机构所有权起到部分中介作用, 假设 H3 得以验证。

Table 7. The intermediary role of trade credit financing**表 7.** 商业信用融资的中介作用

	(1)	(2)	(3)
	<i>Rcx</i>	<i>TC</i>	<i>Rcx</i>
<i>Coz</i>	1.484*** (27.707)	0.008** (2.183)	1.472*** (27.628)
<i>TC</i>			1.513*** (12.768)
<i>Lev</i>	1.554*** (20.220)	0.268*** (50.277)	1.149*** (13.188)
<i>ListAge</i>	0.388*** (22.640)	-0.005*** (-4.240)	0.396*** (23.095)

续表

<i>Dual</i>	0.023	-0.002	0.026
	(1.152)	(-1.114)	(1.274)
<i>Indep</i>	-0.217	-0.050***	-0.142
	(-1.211)	(-4.253)	(-0.795)
<i>Top3</i>	0.957***	0.051***	0.881***
	(13.420)	(10.763)	(12.324)
<i>SOE</i>	-0.009	0.017***	-0.035
	(-0.360)	(10.257)	(-1.373)
<i>CR</i>	-0.022***	-0.003***	-0.017***
	(-4.407)	(-12.597)	(-3.462)
<i>cons</i>	14.780***	0.001	14.780***
	(94.191)	(0.062)	(94.670)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	16,876	16,876	16,876
<i>r2</i>	0.318	0.438	0.325

注：***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的水平下显著性检验；括号内为 t 值。

(二) 异质性分析

(1) 企业所处市场环境

企业所处的市场环境中信息流通越顺畅，越有利于机构投资者充分发挥其应有的作用，对被投资企业行为和其他利益相关者的决策产生影响。本文将企业所在地分为沿海地区和内陆地区对企业所处的市场环境进行衡量，回归结果如表 8 所示，表示了共同机构所有权对企业创新的影响与企业所处外部市场环境的关系，第(1)列为“内陆地区”，第(2)列为“沿海地区”。具体来说，当企业所在地为“内陆地区”时，*Coz* 的系数为 1.413 且在 1% 的水平下显著，当为“沿海地区”时，*Coz* 的系数为 1.724 且在 1% 的水平下显著，以上表明共同机构所有权与企业创新的正向关系。

Table 8. The heterogeneity of market environment

表 8. 市场环境的异质性

	(1) 内陆地区	(2) 沿海地区
	<i>Rcx</i>	<i>Rcx</i>
<i>Clnum</i>	1.413*** (27.815)	1.724*** (13.495)
<i>Lev</i>	1.574*** (21.186)	1.716*** (7.514)
<i>ListAge</i>	0.389*** (22.497)	0.546*** (9.894)
<i>Dual</i>	0.034	-0.180***

续表

	(1.575)	(-2.782)
<i>Indep</i>	-0.660*** (-3.669)	2.876*** (5.467)
<i>Top3</i>	0.905*** (12.908)	1.432*** (6.118)
<i>SOE</i>	-0.054** (-2.189)	0.001 (0.015)
<i>CR</i>	-0.027*** (-4.570)	0.023 (1.507)
<i>_cons</i>	14.938*** (114.182)	13.485*** (28.666)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	15,313	1563
<i>r2</i>	0.309	0.477
系数差异 P 值		0.039

注：***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的水平下显著性检验；括号内为 t 值。

(2) 企业所处的生命周期

相较于成长期而言，处于成熟期的企业在产品和服务的发展日趋成熟，同时企业也面临更加激烈的竞争，从而有更强烈的动机和能力通过创新来提升企业的竞争力，因此本文认为在成熟期共同机构所有权对于企业创新的影响更为显著。回归结果如表 9 所示，表示了共同机构所有权对企业创新的影响与企业不同生命周期阶段的关系，第(1)列为“成长期”，第(2)列为“成熟期”。具体来说，当企业生命周期为“成长期”时，*Coz* 的系数为 0.580，当企业处于成熟期时，*Coz* 的系数为 1.490 且在 1% 的水平下显著，以上表明共同机构所有权对于企业创新的影响随着生命周期的发展而发生变化。

Table 9. The heterogeneity of the life cycle of enterprises

表 9. 企业所处生命周期的异质性

	(1)	(2)
	<i>Rcx</i>	<i>Rcx</i>
<i>Coz</i>	0.580* (1.910)	1.490*** (30.895)
<i>Lev</i>	2.719*** (8.498)	1.514*** (20.873)
<i>ListAge</i>	0.503*** (8.499)	0.405*** (23.348)
<i>Dual</i>	-0.152* (-1.854)	0.032 (1.500)

续表

<i>Indep</i>	1.427** (2.020)	-0.336* (-1.911)
<i>Top3</i>	1.772*** (6.221)	0.900*** (13.086)
<i>SOE</i>	0.501*** (4.082)	-0.025 (-1.042)
<i>CR</i>	0.032* (1.766)	-0.024*** (-4.157)
<i>_cons</i>	12.6510*** (20.0016)	14.8280*** (114.3916)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	671	16,205
<i>r2</i>	0.485	0.316
系数差异 P 值		0.009

注: ***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的水平下显著性检验; 括号内为 t 值。

6. 研究结论与启示

本文的研究结果表明: (1) 共同机构所有权促进企业的创新发展; (2) 商业信用融资和高管激励在共同机构所有权与企业创新起中介作用, 即共同机构所有权通过提高高管激励和商业信用融资水平, 进而促进企业创新; (3) 相较于内陆地区而言, 共同机构所有权对企业创新促进的影响作用对于所在地为沿海地区的企业时更为显著; 相较于处于成长阶段的公司而言, 共同机构所有权对企业创新促进的影响作用在企业所处生命周期为成熟期中更为显著。

参考文献

- [1] 曾春华, 林仪凤. 共同机构所有权与企业创新: 协同治理与信息共享视角[J]. 科技进步与对策, 2022, 39(13): 21-31.
- [2] 邓明君, 唐皓, 罗文兵. 共同机构所有权对企业金融化的影响: 促进还是抑制[J]. 审计与经济研究, 2023, 38(6): 106-116.
- [3] 宫兴国, 李贺杰. 股票流动性、机构投资者持股与商业信用融资[J]. 财会通讯, 2021(16): 65-69.
- [4] 黄沁雪, 周冬华. 共同所有权会促进企业创新吗? [J]. 中央财经大学学报, 2024(8): 57-70.
- [5] 陈作华, 吕风君. 共同机构投资者与股票市场定价效率[J]. 上海财经大学学报, 2024, 26(2): 35-49.
- [6] 吴秋生, 任晓姝. 共同机构所有权与关联方交易[J]. 经济与管理, 2025, 39(1): 76-84.
- [7] 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): 155-173.
- [8] Edmans, A., Levitt, D. and Reilly, D. (2019) Governance under Common Ownership. *The Review of Financial Studies*, 32, 2673-2719. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy108>
- [9] Koch, A., Panayides, M. and Thomas, S. (2021) Common Ownership and Competition in Product Markets. *Journal of Financial Economics*, 139, 109-137. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.007>
- [10] Ramalingegowda, S., Utke, S. and Yu, Y. (2020) Common Institutional Ownership and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 38, 208-241. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12628>
- [11] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5): 731-745.