

企业创新信息披露与耐心资本认同

——基于机构投资者结构的经验证据

张悦, 汪顺, 周泽将

(安徽大学商学院, 安徽合肥 230601)

摘要: 基于长期价值投资原则, 耐心资本往往更注重企业的创新能力和长期发展潜力。然而创新是一项周期长、风险大的投资活动, 信息不对称程度极高, 难以准确反映企业的投资价值。因此, 探究如何有效缓解创新信息不对称, 进而吸引更多的耐心资本投资对企业可持续发展具有重要意义。为此, 文章基于上市公司创新文本信息数据, 从机构投资者结构的视角, 考察了企业创新信息披露对耐心资本认同的影响。研究发现, 创新信息披露能够通过优化信息环境效应和提升风险共担效应获取耐心资本认同, 表现为长期机构投资者持股比例明显上升。在外部信息环境更好、内部治理水平更高以及管理层决策视阈更长期、自身创新禀赋更丰裕的企业组中, 创新信息披露提升耐心资本认同的作用更为显著。此外, 相对于交易型和压力敏感型机构投资者而言, 创新信息披露更利于获取稳定型和压力抵抗型机构投资者的认同。文章有助于理解企业信息披露与机构投资者结构之间的内在关联, 为公司合理制定创新信息披露策略、引入更多的长期耐心资本提供理论参考。

关键词: 创新信息披露; 创新文本信息; 耐心资本; 机构投资者结构; 长期机构投资者

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2025)01-0031-16

一、引言

2024年4月30日, 中共中央政治局召开会议, 强调要积极发展风险投资, 壮大耐心资本。耐心资本是一种不追求短期高收益而注重长期持有和持续回报的投资形式, 其核心思想在于秉持耐心, 追求企业价值的持续增长, 这与长期机构投资者的投资理念相辅相成。与注重投机套利的短期机构投资者和散户投资者相比, 长期机构投资者不仅拥有相对优秀的投资回报表现, 还具备投资周期长、投资风格稳健等特征, 对于抑制短期市场波动、提高资本市场韧性具有重要作用, 并且由于这类投资者更追求中长期收益, 他们也更加关注企业的成长性和创新性(周方召等, 2021)。然而, 尽管创新能够为企业带来长久的竞争力, 但企业的创新活动并非一蹴而就。企业创新不仅需要高昂的前期投入, 其专有成本属性也加剧了企业与外界的信息不对称程度。尤其是在现行较为模糊的研发确认标准下, 投资者既难以确切地掌握企业研发支出的详细情况, 也难以准确预判企业的未来经济收益(于李胜等, 2024)。与此同时, 企业的创新研发过程

收稿日期: 2024-10-07

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“组织权威、经济独立性与监事会治理研究: 理论框架与实证检验”(72172001)。

作者简介: 张悦(1995—), 女, 安徽宣城人, 安徽大学商学院博士后、管理学博士;

汪顺(1993—), 男, 安徽枞阳人, 安徽大学商学院副教授、管理学博士;

周泽将(1983—), 男, 安徽枞阳人, 安徽大学商学院教授、管理学博士(通信作者)。

同样具有高度的不确定性,极易造成短期内经营业绩下行,降低股票收益(Svensson, 2007),甚至有可能扭曲投资者的创新偏好,造成低创新偏好问题,致使越是创新的企业,其潜在价值越容易被低估。鉴于此,如何有效展现企业的创新潜力和竞争优势,缓解创新信息不对称,进而获取更多的长期耐心资本的认同,已成为一个亟须解决的重要问题。

根据信息不对称理论,企业能够通过对外界释放相关创新信息以缓解创新活动导致的信息不对称,进而促进价格真实反映企业长期价值。然而,企业创新定量信息披露,如研发投入和专利产出等信息的确认标准依赖于主观判断,并且部分企业为满足如“高新技术企业认定”等政策要求,甚至会策略性地操纵创新的定量信息(杨国超等, 2017),使创新信息失真。而创新文本信息作为公司创新行为的介绍、解释和补充,其信息表达形式更为灵活,信息内涵更加丰富,能够一定程度上弥补定量信息的不足,提高企业创新信息的披露质量,从而降低其与投资者之间的信息不对称。同时,创新文本信息中包含着企业的核心技术及其所处阶段的发展情况(Li等, 2018),能够预示企业未来的增长潜力,这恰好符合耐心资本基于价值投资原则的投资偏好。那么,企业创新信息的有效披露能否获取耐心资本的认同,吸引更多长期机构投资者的投资?二者之间的作用机制如何?

为回答上述问题,本文以2007—2021年中国A股上市公司为研究样本,构建了创新文本信息披露指标,考察企业创新信息披露对耐心资本认同的影响。研究发现,创新信息披露有助于企业获取耐心资本的认同,表现为长期机构投资者持股比例显著提升。机制检验表明,创新信息披露通过优化信息环境效应和提升风险共担效应影响长期机构投资者的投资偏好。在外部信息环境更好、内部治理水平更高、管理层决策视阈更长期以及创新基础更丰裕的企业组中,创新信息披露对长期机构投资者持股的影响更为显著。此外,相较于交易型机构投资者和压力敏感型机构投资者,稳定型机构投资者和压力抵抗型机构投资者更偏好于投资创新信息披露更多的上市公司。

本文可能的边际贡献如下:第一,丰富了现有的耐心资本的相关研究。目前鲜有研究基于耐心资本的属性特征来剖析机构投资者结构,并且对机构投资者结构影响因素的研究也大多聚焦经营业绩和社会绩效(田澍等, 2012; 黎文靖和路晓燕, 2015)、治理水平(Bushee等, 2014)、地理距离和社会交往(Bernile等, 2015; Kuchler等, 2022)等方面,从创新信息披露的角度探究耐心资本投资偏好的影响因素的研究尚不多见,本文为更充分地理解耐心资本的内涵提供了理论参考。第二,进一步验证了创新文本信息的信息增量效应。机构投资者作为影响企业资本市场表现的关键利益方,其对企业未来创新活动及收益的产生均具有重要作用,而长期机构投资者持股更有助于企业吸引更多的耐心资本进入。本文所发现的创新文本信息能够吸引更多的长期机构投资者关注这一结果,一定程度上验证了创新文本信息这一非财务信息的信息增量效应,对企业优化其特质信息披露策略具有一定的借鉴意义。第三,拓展了异质性机构投资者投资行为差异性的研究。在拓展性分析中按照机构投资者的投资行为差异进行分组,得出异质性机构投资者对企业创新信息披露的偏好也存在差异的结论。在现有的文献中,大多关注异质性机构投资者的治理效应,包括对会计稳健性(李争光等, 2015)、企业绩效(李争光等, 2014)、盈余管理(高喜兰和陈沉, 2017)、企业声誉(宋岩等, 2023)以及股价崩盘风险(杨棉之等, 2020)等方面的影响,而鲜有文献关注何种因素导致机构投资者的异质性投资行为,本文则从公司创新信息披露的角度进一步拓展了上述研究。

二、理论分析与研究假设

企业创新从研发到实践是一个不可预测的过程,信息不对称程度极高,投资者不能准确判断创新未来的真实价值(Verhoeven等,2016),可能导致企业价值被低估(陈欣等,2023)。同时,作为一项投入大、风险高的内部管理行为,企业创新前期虽投入大量的成本,但无法及时获得预期成果或转化为商业产品,因而创新频繁的企业短期绩效波动较大,这种短期业绩变脸通常难以被投资者所包容(孔高文等,2019)。为此,企业有动机加强创新信息披露以缓解信息不对称,进而吸引更多的长期耐心资本投资。

相较于普通投资者,长期机构投资者通常基于长期价值导向进行投资,一般其具有投资周期长、投资风格稳健等特征,能够为企业提供长期的耐心资本支持。正是由于长期机构投资者追求长期价值,因而他们更加注重企业的未来发展潜力和持久竞争力。已有研究表明,机构投资者对创新型公司的股票可能更加青睐(周方召等,2021;Cohen等,2013),尤其是具有长期稳定投资的长期投资者,他们对被投资公司的长期价值更感兴趣(罗付岩,2015)。与此同时,作为“聪明的投资者”,长期机构投资者们具有更强的信息解读能力,对上市公司发布的财务信息和其他重要的各类信息能够更全面、更充分地挖掘和理解(Bushee等,2019;张宗新和王海亮,2013)。McLemore等(2022)的研究也表明,基金经理们能够深刻理解企业披露的相关信息,尤其是针对企业创新活动有关的披露,他们往往能够从中挖掘重要且有价值的信息,为其获得超额收益奠定基础。此外,长期机构投资者对企业创新可能存在的短期风险具有更高的容忍度,擅于从创新风险中挖掘企业的真实价值(李蕾和韩立岩,2013;Zhou等,2017),同时也有能力承担更高的风险。

而企业创新信息的披露既有助于增强企业与外部投资者之间的信息透明度,优化创新信息环境;同时还能够发挥信号价值,为企业匹配到与其未来发展潜力相契合、共担短期风险的长期机构投资者。具体而言,一方面,由于创新信息具有较高的专有成本,是企业第一大专有信息(Li等,2018)。根据成本收益原则,管理层会及时评估披露创新信息可能存在的披露成本以及能够获取的披露收益,一旦收益高于成本,其披露的动机便会有所增强。正因如此,创新信息的披露质量十分关键,当信息披露质量较高时,管理层主动披露信息的意图也相应增强(林钟高和韦文滔,2023)。在进行创新信息披露决策过程中,管理层会更多地考虑将已经获得的一定程度实质性进展的创新项目信息以及研发优势等相对真实可靠的信息对外披露,以期获得更高的披露收益(李岩琼和姚颀,2020)。因此,高质量的创新信息披露更加明确了企业未来的发展方向和趋势,有助于降低机构投资者对企业认识的不足,缓解企业的信息不对称程度,进而有助于吸引更多长期机构投资者的关注。另一方面,创新信息往往包含企业核心技术及其所处阶段的发展情况,预示着企业未来的发展潜力(程新生等,2020)。Bellstam等(2021)通过研究分析师报告文本发现,报告中关于企业创新主题文本与企业未来的专利水平正相关。基于企业创新战略信号传递的视角,从企业年报中的描述性创新披露可以捕捉到传统真实创新活动之外与企业创新行为相关的增量信息。而创新行为作为企业实现差异化战略的重要途径,具有较强的持续性(Kabanoff和Brown,2008),即从当前的创新行为可以预测未来的创新行为。因此,企业创新信息披露的增加,隐含企业未来的高收益,这对长期机构投资者持股这类耐心资本而言具有相当程度上的吸引力。综上,本文提出如下研究假设:

H: 企业创新信息披露能够获得耐心资本的认同,表现为长期机构投资者持股比例提升。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以2007—2021年中国上市公司A股年报数据为研究样本,创新文本信息数据来源于WinGo财经文本数据平台,该平台提供了沪深A股上市公司年报文本数据。此外,控制变量中的财务特征因素与公司治理因素来自国泰安数据库,机构投资者持股比例的数据则来自锐思数据库。对初始研究样本进行如下处理:剔除经营状况异常的ST类上市公司样本;由于金融行业迥异的财务结构,剔除了金融保险类样本;删除变量缺失样本以及存有明显数值错误的样本(例如资产负债率大于1),并对所有连续变量在1%和99%水平上进行缩尾处理。经处理后,最终共获得34 508个观测值。

(二) 变量定义与模型设计

为检验企业创新信息披露对耐心资本认同的影响,本文构建如下模型:

$$\begin{aligned} Long_inshold_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Inno_Disc_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Cfo_{i,t} + \beta_6 Tang_{i,t} \\ & + \beta_7 BM_{i,t} + \beta_8 Tobinq_{i,t} + \beta_9 RD_{i,t} + \beta_{10} Patent_{i,t} + \beta_{11} Msh_{i,t} + \beta_{12} Top1_{i,t} \\ & + \beta_{13} Dual_{i,t} + \beta_{14} Boardsize_{i,t} + \beta_{15} Indratio_{i,t} + \beta_{16} Big4_{i,t} \\ & + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

在模型(1)中,选取长期机构投资者持股比例(*Long_inshold*)来衡量耐心资本认同,由于公司年报为第二年年年初发布,为此,被解释变量选取*t+1*期的指标,并将其除以百分数。解释变量为创新信息披露水平(*Inno_Disc*),采用如下步骤对其进行测算:(1)确定创新方面的“种子词集”。参考周泽将等(2022)的做法,将种子词集确定为“技术创新”“研发”“发明”“研究”“开发”“专利”。(2)对样本企业年报进行文本分析。在前述“种子词集”的基础上对样本期间的企业年报采用Word2vec神经网络相似词算法进行相似创新词汇扩充,最终得到401个与创新相关的词汇。(3)计算创新词频占比,并构建创新信息披露指标。使用上述词集在年报中的词频总数除以企业年报文本总词数,并将其作为创新信息披露指标(*Inno_Disc*)。*Inno_Disc*指标数值越大,表示企业创新信息披露越多。为表述方便,本文将该指标乘以100。

在已有研究基础上(王勇等,2023),本文选取如下控制变量:(1)财务特征变量,包括企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、资产报酬率(*ROA*)、经营现金流量比(*Cfo*)、固定资产占比(*Tang*)、账面市值比(*BM*)、企业成长性(*Tobinq*);(2)创新的定量信息披露指标,包括研发支出(*RD*)和专利申请数(*Patent*);(3)公司治理因素,包括管理层持股比例(*Msh*)、股权集中度(*Top1*)、两职合一(*Dual*)、董事会规模(*Boardsize*)、独立董事占比(*Indratio*)以及是否为四大审计(*Big4*)。最后,本文控制了年份(*Year*)和行业层面(*Industry*)的固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。变量释义如表1所示。

(三) 描述性统计

表2展示了总样本的描述性统计结果。从中可以看出,创新信息披露(*Inno_Disc*)均值为0.803,表示样本企业的年报全文平均每100个词中含0.803个有关创新方面的关键词,且其均值大于中位数0.730,表明样本企业创新信息披露可能呈右偏分布特征。长期机构投资者持股均值约为1.014%,表明只有少数的机构投资者会进行长期持股。从中还可以看出,长期机构投资者持股比例的最小值为0,与其最大值差距显著,表明长期机构投资者持股比例在不同企业中有较大差异。此外,研发强度和专利水平的均值分别为3.319和2.582。其他控制变量的数据特征与现有文献基本一致。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
长期机构投资者持股	<i>Long_inshold</i>	企业 $t+1$ 期的长期机构投资者持股比例(%)
创新信息披露	<i>Inno_Disc</i>	创新关键词数目占年报总词数的比例乘以100
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产取自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	企业总负债与总资产的比值
资产报酬率	<i>ROA</i>	企业总利润与总资产的比值
经营现金流量比	<i>Cfo</i>	经营活动产生的现金流量净值与年末总资产之比
固定资产占比	<i>Tang</i>	企业固定资产净额与总资产的比值
账面市值比	<i>BM</i>	账面价值/总市值
成长性	<i>Tobinq</i>	托宾Q值
研发强度	<i>RD</i>	研发投入占营业收入的比值(%)
专利水平	<i>Patent</i>	专利申请数量加1,取自然对数
管理层持股	<i>Msh</i>	管理层持股比例(%)
股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例(%)
两职合一	<i>Dual</i>	当企业董事长兼任总经理时,取值为1,否则为0
董事会规模	<i>Boardsize</i>	董事会总人数
独立董事占比	<i>Inratio</i>	独立董事人数与董事会总人数的比值
是否四大审计	<i>Big4</i>	公司经由四大审计为1,否则为0

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Long_inshold</i>	34 508	1.014	1.976	0	0.093	11.190
<i>Inno_Disc</i>	34 508	0.803	0.413	0.045	0.730	3.410
<i>Size</i>	34 508	22.148	1.301	19.567	21.976	26.156
<i>Lev</i>	34 508	0.442	0.209	0.036	0.437	0.998
<i>ROA</i>	34 508	0.034	0.070	-0.343	0.035	0.204
<i>Cfo</i>	34 508	0.047	0.072	-0.180	0.046	0.249
<i>Tang</i>	34 508	0.223	0.168	0	0.188	0.971
<i>BM</i>	34 508	0.610	0.253	0.001	0.606	1.559
<i>Tobinq</i>	34 508	2.116	1.456	0.641	1.649	9.893
<i>RD</i>	34 508	3.319	4.428	0	2.340	24.540
<i>Patent</i>	34 508	2.582	1.855	0	2.708	9.861
<i>Msh</i>	34 508	11.180	18.300	0	0.102	66.911
<i>Top1</i>	34 508	34.400	14.927	8.570	32.165	74.300
<i>Dual</i>	34 508	0.255	0.436	0	0	1
<i>Boardsize</i>	34 508	2.136	0.201	1.609	2.197	2.708
<i>Inratio</i>	34 508	0.374	0.054	0.308	0.333	0.571
<i>Big4</i>	34 508	0.060	0.237	0	0	1

四、实证结果与分析

(一) 基准回归分析

表3展示了本文的基准回归结果,其中,列(1)为未加入其他控制变量和固定效应的单变量回归结果。从中可以看出,创新信息披露(*Inno_Disc*)的系数为0.321,在1%水平上显著,初步验

证了企业创新信息披露与长期机构投资者持股之间的正向关系。列(2)至列(4)则在列(1)的基础上依次加入控制变量、年份固定效应和行业固定效应。列(4)创新信息披露(*Inno_Disc*)的回归系数为0.238,且同样在1%的水平上显著,表明企业创新信息披露提升长期机构投资者持股比例,即创新信息披露越多,越有利于企业获取耐心资本的认同,进而验证了研究假设H。

表3 创新信息披露与耐心资本认同

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>
<i>Inno_Disc</i>	0.321*** (7.415)	0.167*** (3.469)	0.246*** (5.279)	0.238*** (5.088)
常数项	0.755*** (18.567)	-9.086*** (-19.828)	-10.523*** (-21.399)	-10.784*** (-20.203)
控制变量	否	是	是	是
年份固定效应	否	否	是	是
行业固定效应	否	否	否	是
样本量	34 508	34 508	34 508	34 508
<i>Adj_R</i> ²	0.004	0.082	0.124	0.130

注:***、**、*分别表示1%、5%和10%的统计显著性;括号内为经企业层面聚类稳健标准误差调整后的t值。下同。

(二) 内生性处理

1. 基于年报披露政策外生冲击的双重差分检验

2012年证监会发布了第22号公告《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(以下简称《公告》),规定上市公司不仅要说明报告期内研发项目的目的、进展、拟达到的目标和预计对未来发展的影响,还应当披露新年度包括研发计划在内的经营计划及为达到目标拟采取的策略和行动等。同时,公司应当说明本年度研发支出总额分别占公司最近一期经审计净资产、营业收入的比例,如相关数据同比变化达30%以上,应当说明变化原因。相较于以往准则,该政策对创新信息披露的内容作出了更加详细的指引和要求。因此《公告》发布后,企业创新信息披露水平会有所提升。为此,本文基于该《公告》的外生冲击进一步检验了创新信息披露与长期机构投资者持股的关系,以缓解二者之间的内生性问题。具体地,本文构建如下双重差分模型:

$$Long_inshold_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 TP_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + Firm + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, *TP*为反映发布年报披露政策的外生冲击变量,该变量为处理组虚拟变量(*Treat*)与时间虚拟变量(*Post*)的交乘项。根据年报披露政策,当公司本年度研发支出总额^①分别占公司最近一期经审计净资产、营业收入的比例同比变化达30%以上时, *Treat*取值为1,否则取值为0;而当样本期处于2012年及以后年份时, *Post*取值为1,否则为0,其他控制变量的选取与前文基准模型(1)保持一致;另外,在模型(1)中同样控制了

表4 年报披露政策的双重差分检验结果

变量	(1)	(2)
	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>
<i>TP</i>	0.159*** (5.219)	0.177*** (5.835)
常数项	0.949* (1.926)	-11.303*** (-10.996)
控制变量	否	是
个体/年份/行业 固定效应	是	是
样本量	24 176	24 176
<i>Adj_R</i> ²	0.326	0.352

个体、年度和行业层面的固定效应。双重差分检验结果如表4所示,可以看出,无论是否加入控制变

^①由于在样本期间内上市公司的研发支出数据存在一定的缺失值,为缓解缺失值对实验组设置的干扰,本文将研发支出数据缺失的样本进行剔除,导致采用双重差分法进行回归的样本量与基准回归中的样本量存在一定差异。

量, TP 的系数均显著为正,且在1%的水平上显著,表明在2012年年报信息披露政策颁布之后,企业创新信息披露水平的提升显著增加了长期机构投资者持股。此外,本文进行了平行趋势检验以充分验证上述双重差分模型的可靠性。^①

2.工具变量法

企业创新信息披露与机构投资者结构之间的关系同样可能受到反向因果问题的干扰,即长期机构投资者持股更多的企业,其投资者对企业创新信息披露的需求更大,因而促使企业披露更多的创新信息。为了验证企业创新信息披露与机构投资者之间稳健的因果关系,本文同样采用工具变量的方法对其中可能存在的内生性问题进行控制。已有研究表明地方专利侵权案件越多,意味着企业创新信息披露的专有成本也越高,从而会影响企业创新信息披露意愿(周泽将等,2022)。为此,本

表5 工具变量回归

变量	(1)	(2)
	第一阶段回归	第二阶段回归
	<i>Inno_Disc</i>	<i>Long_inshold</i>
<i>IV</i>	0.683*** (5.957)	
<i>Inno_Disc</i>		3.186*** (2.817)
常数项	0.195 (1.564)	-13.331*** (-12.805)
控制变量	是	是
年份/行业固定效应	是	是
样本量	34 508	34 508
<i>Adj_R</i> ²	0.461	0.129
<i>Anderson LM statistic</i>		35.525***
<i>Cragg-Donald Wald F</i>		35.484

文以省际知识产权局受理专利侵权纠纷案件数作为创新信息披露的工具变量,尝试解决可能存在的内生性问题。具体而言,测算企业所在地区专利侵权纠纷案件数占当地专利总数的比值,即为专利侵权率,再将1减去该比重得出专利被保护率(IV)。通常地区的专利被保护率越高,企业披露创新信息的意愿也越强烈。同时,也很难在地方知识产权方面的案件数与机构投资者持股之间寻找到其他的影响路径,较好地满足了工具变量选取所需注意的相关性与排他性的要求。具体的回归结果如表5所示,在第一阶段回归结果中,地区专利被保护率(IV)与企业创新信息披露水平高度相关;而从第二阶段回归结果可以看出,创新信息披露对长期机构投资者持股($Long_inshold$)的影响仍然显著为正向。最后,本文对工具变量进行有效性检验,进一步保证了已有结果的稳健性。

(三)稳健性检验^②

1.替换解释变量的衡量方法

为了控制核心变量可能存在的衡量误差问题的影响,本文替换了解释变量的衡量指标,并在此基础上重塑上文的结果。管理层讨论与分析(MD&A)作为财务报告中的主要组成部分,披露了大量重要的创新信息。现有文献指出,MD&A中包含的信息能显著增强信息接收者对企业未来增长预期的判断能力,有助于投资者对企业未来运营情况进行全面而精确的估(黄方亮等,2019),满足了投资者对前瞻性信息的需求。因此,借鉴周泽将等(2022)的做法,分别使用管理层讨论与分析部分的文本以及年报附注的文本对企业创新信息披露水平指标重新进行计算,获取*Inno_MDA*和*Inno_fz*变量。此外,考虑到财务报告具有一定的模板化,可能导致企业每年创新信息变化程度不大,为此,本文同样计算了创新信息披露的年度变化率指标(*Inno_change*),用以替换原有基准回归模型中的创新信息披露变量。在进行一系列变量替换后,创新信息披露的系数均保持显著为正。

①限于篇幅,正文未展示平行趋势检验结果,留存备索。

②限于篇幅,正文未展示详细稳健性检验结果,留存备索。

2.调整回归模型

其一,考虑到本文的被解释变量是长期机构投资者持股比例,对这类在某一特定范围内取值的数据,本文采取Tobit模型重新检验前文基准回归的结果;其二,为缓解模型的异方差问题,本文将标准误差聚类到城市层面,并再次检验企业创新信息披露对机构投资者结构的影响效应;其三,在基准回归模型中依此引入地区固定效应、时间与地区虚拟变量的交互固定效应,以控制地区层面的因素在线性维度对估计结果的干扰;其四,由于解释变量创新信息披露是企业层面的数据,仍可能存在公司层面的遗漏变量问题,本文在前述主回归模型的基础上控制了更为严格的公司固定效应。在上述稳健性检验中,解释变量中 $Inno_Disc$ 的系数均显著为正,充分保证了核心研究结果的稳健性。

3.熵平衡法检验

熵平衡匹配方法能够最大限度地降低实验组与控制组在各协变量上的差异,按照Hainmueller(2012)的研究设计,本文根据企业创新信息披露水平设置虚拟变量 $High_disc$,若当年企业创新信息披露大于其行业年度中位数时,则表明企业创新信息披露水平较高,将 $High_disc$ 赋值为1,否则赋值为0。在加入全部控制变量并控制固定效应后, $High_disc$ 的系数仍保持显著为正,表明在充分控制可测变量中的选择性偏差问题后,创新信息披露对耐心资本认同的正向促进作用较为稳健。

五、进一步研究

(一)作用机制分析

遵循前文理论分析,本文从“优化信息环境效应”“提升风险共担效应”两个视角对创新信息披露与长期机构投资者持股之间的作用机制进行分析。首先,本文借鉴许晨曦等(2021)的做法,采用应计盈余管理程度来衡量企业信息不对称程度(DA),具体地,采用修正后的Jones模型,该值越大,表示盈余管理程度越高,即企业信息不对称程度越高,信息环境越差。然后,采用企业未来三年经行业调整的ROA的标准差来衡量短期业绩波动风险($Risk$),盈余波动率越大,表示企业短期业绩波动越大。结果如表6所示,其中,列(1)和列(2)展示了优化信息环境的作用机制结果。在列(1)中,创新信息披露($Inno_Disc$)的系数为-0.020,且在1%统计水平上显著,表明创新信息的披露能够降低信息不对称,优化企业信息环境。同时,列(2)中 DA 的系数显著为负,说明企业信息不对称程度越高,越不利于吸引长期机构投资者关注。类似地,列(3)和

表6 作用机制分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	优化信息环境效应		提升风险共担效应	
	DA	$Long_inshold$	$Risk$	$Long_inshold$
$Inno_Disc$	-0.020***(-15.083)		0.009**(2.191)	
DA		-0.281**(-2.071)		
$Risk$				0.126***(-2.789)
常数项	0.131***(-8.194)	-10.547***(-19.800)	0.118***(-3.044)	-10.595***(-32.689)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业固定效应	是	是	是	是
样本量	34 508	34 508	34 508	34 508
Adj_R^2	0.119	0.131	0.131	0.129

列(4)则展示了长期机构投资者风险共担效应的作用机制结果。不难看出,列(3)中 *Inno_Disc* 的系数显著为正,这是由于创新信息披露越多的企业,往往具有越频繁的创新活动,而创新不确定性越高,且前期投入成本越大,越容易导致短期盈余波动加大,增加了企业短期风险。列(4) *Risk* 的系数也显著为正,表明长期机构投资者更愿意与企业共担短期盈余波动风险,即由于创新活动导致的短期盈余波动不会导致长期机构投资者的减少。综上,企业创新信息披露能够通过优化信息环境效应和提高短期风险共担效应获取耐心资本的认同。

(二) 异质性分析

1. 公司外部信息环境的异质性。从优化信息环境机制来看,创新信息披露降低了企业信息不对称程度,从而吸引更多的长期机构投资者关注。由于信息是长期机构投资者决策的重要依据,在信息环境较好的企业中,创新信息传递的效率应当更高,更有利于长期机构投资者决策。证券分析师作为重要的信息中介,在改善资本市场信息环境中发挥着重要作用。因此,本文预期分析师关注度可能会调节创新信息对长期机构投资者的影响。分析师利用其专业的信息收集、处理和分析技能,能够显著增强信息传递的效率,并提升信息的透明度(潘越等, 2011),帮助投资者了解上市公司披露的信息,从而加强信息的市场反应(刘建梅和王存峰, 2021)。因此,企业创新信息能够被分析师充分挖掘和解析,从而为投资者提供投资建议。企业的分析师跟踪数量越多,意味着挖掘该公司信息的渠道越多,而企业所披露的创新信息内容也能够更准确地被投资者解读,从而发挥其披露价值。

为验证上述推论,本文分别按照分析师团队的跟踪数和分析师研报发布数来衡量分析师关注度,并对全样本进行分组,回归结果如表7所示。在分析师跟踪人数更多以及研报发布更多的企业组中, *Inno_Disc* 的系数均在1%统计水平上显著为正,表明企业的信息环境越优越,创新信息披露对长期机构投资者持股的积极影响越明显;而在信息环境较差,即分析师关注度较低的企业组中, *Inno_Disc* 的系数则不显著。上述结果表明企业信息环境越透明,越有利于创新信息披露所提供的增量信息发挥价值,从而获取更多耐心资本的认同。

表7 异质性分析:外部信息环境

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	外部信息环境差	外部信息环境好	外部信息环境差	外部信息环境好
	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>
<i>Inno_Disc</i>	0.065(1.094)	0.267*** (3.405)	0.080(1.311)	0.260*** (3.398)
常数项	-7.788*** (-7.386)	-3.215*** (-3.109)	-6.107*** (-7.359)	-3.212*** (-3.090)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业固定效应	是	是	是	是
样本量	11 347	11 466	11 313	11 490
<i>Adj_R</i> ²	0.058	0.137	0.050	0.143
组间差异实证p值	0.010		0.022	

2. 公司内部治理水平的异质性。除了外部信息环境,企业内部的治理水平亦可对创新信息披露与机构投资者认同之间的关系发挥调节作用。企业加强内部治理有助于约束管理者从事信息操控的机会行为(曹雅楠等, 2023)。伍燕然等(2016)的研究表明,公司治理水平的提升有助于降低代理成本,并提高信息披露质量。若企业内部治理欠佳,其内部环境则通常会表现出不稳定性。在这种状况下,即便公司具备显著的创新及市场竞争能力,这些优势也难以被有效识别并得到充分披露。反之,若企业拥有良好的治理结构,其内部环境与控制系统则更为健全

与稳固,其创新潜能也能得到准确评估与充分展示,进而提升其创新信息披露质量(黎来芳等,2023)。因此,本文预期在内部治理水平越高的公司,创新信息披露的质量越高,长期机构投资者越会给予更高的关注度。

为此,本文借鉴黎来芳等(2023)的研究,分别采用前五大股东持股比例和管理层持股比例度量公司内部治理水平,并分别将其进行三等分。当处于上三分位数时划分为内部治理水平较低的企业组,当处于下三分位数时则划分为内部治理水平较高的企业组,分组回归结果如表8所示。可以看出,在内部治理水平较高的企业组中,创新信息披露(*Inno_Disc*)的系数更为显著,表明公司内部治理水平能够有效调节创新信息披露与长期机构投资者持股之间的关系,且内部治理水平越高,创新信息披露对长期机构投资者价值认同的影响越显著。

表8 异质性分析:内部治理水平

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	治理水平较高	治理水平较低	治理水平较高	治理水平较低
	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>
<i>Inno_Disc</i>	0.326***(4.066)	0.084(1.149)	0.412***(4.900)	0.075(1.034)
常数项	-15.867***(-18.771)	-6.964***(-8.359)	-9.240***(-13.743)	-14.193***(-12.920)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业固定效应	是	是	是	是
样本量	11 279	11 502	11 254	11 562
<i>Adj_R</i> ²	0.186	0.113	0.144	0.149
组间差异实证p值	0.000		0.000	

3.管理层决策视阈的异质性。根据短期风险共担效应的机制分析结果,相对于普通的机构投资者,长期机构投资者更倾向于基于长期发展导向进行投资决策,而创新文本信息往往包含企业核心技术的发展情况,能够预示企业未来的增长潜力(Jones, 2007),因此,长期机构投资者更能够与企业共同承担创新活动不确定性带来的短期业绩波动风险。基于此,本文预期如果披露创新信息更多的企业同样具有长远的决策视阈,理论上与长期机构投资者的投资理念更加契合,则应当更易获取耐心资本的认同。相反,对管理层决策视阈较为短期的企业而言,长期机构投资者与其共担风险的意愿应当会大大减弱。这是因为管理层短视主义的特质会决定其行为(Chen和Nadkarni, 2017),当面对绩效压力时,他们会倾向于舍弃长远利益而选择短期利益,这种短视行为不利于公司创新,会削弱公司成长动力。胡楠等(2021)的研究表明管理层对公司发展视阈越短期,越容易导致投资效率不足和研发支出减少,进而损害企业长期价值。

为验证上述推论,本文借鉴胡楠等(2021)的做法,采用管理层讨论与分析文本中的短视词频来衡量企业管理层的决策视阈,即管理层的短视程度。短期词频越高,表明企业管理层决策视阈更短期。参考周泽将等(2023)的方法,本文还采用管理层在职消费的高低来衡量其投机套利的动机,在职消费越多,表明管理层投机套利的动机越强。同样按照管理层短视主义的行业年度三分位数对全样本进行分组,回归结果如表9所示。不难发现,在管理层短视主义以及投机套利动机较强的企业组内,即当管理层决策视阈更为短期时,*Inno_Disc*的系数不再显著,表明长期机构投资者与决策视阈短浅的企业共担风险的意愿较低。而在列(1)和列(3)中,*Inno_Disc*的系数均分别为0.432和0.352,且在1%统计水平上显著,表明企业创新活动是一项漫长的过程,若企业只顾眼前利益而忽视可持续性发展,创新信息的披露价值会显著降低,不利于获得稳定的耐心资本的认同。

表 9 异质性分析: 管理层决策视阈

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	管理层非短视	管理层短视	投机套利动机弱	投机套利动机强
	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>
<i>Inno_Disc</i>	0.432 ^{***} (5.514)	0.067(1.347)	0.352 ^{***} (4.288)	0.0850(1.358)
常数项	-10.700 ^{***} (-13.992)	-11.039 ^{***} (-21.997)	-10.109 ^{***} (-11.979)	-11.119 ^{***} (-11.706)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业固定效应	是	是	是	是
样本量	11 018	12 068	11 240	11 581
<i>Adj_R</i> ²	0.140	0.139	0.136	0.132
组间差异实证p值	0.000		0.000	

4.企业创新基础的异质性。企业长期创新价值的塑造不仅需要管理层有长远的决策视阈,还需要企业以自身充足的资源禀赋作为支撑。创新基础较好的企业在研究开发阶段能够有充足的资源支持,创新成功的概率较大,未来面临的不确定性也相对较低,同时承担风险的能力更高(Jia, 2018)。相反,由于创新的复杂性,大量资源的投入短时间内很难获得收益,这对于缺乏资源禀赋的企业来说具有一定的业绩压力,创新失败的概率较高,有可能会使公司陷入“探索—变革—失败”的过度探索陷阱(王凤彬等, 2012)。机构投资者具有强大的投研团队,能够一定程度上识别企业未来的创新风险。当他们意识到风险较高时,其与企业共担短期风险的意愿也会有所降低。从企业自身的基础条件来看,企业的技术吸收能力对未来创新水平的提升十分关键,是企业重要的创新资源基础。为此,本文预期,对创新基础较好尤其是技术吸收能力较强的企业而言,创新信息的披露对长期机构投资者的影响应当更为显著。

为验证上述推论,本文借鉴Kostopoulos等(2011)的做法,分别采用研发人员和技术人员占总员工人数的比例来衡量企业技术吸收能力,这两类员工占比越高,表明企业对新技术和新知识的接收能力越强,企业的创新基础也越好。进一步按照技术吸收能力的三分位数将全样本分为两组,当处于上三分位数时为创新基础较好的企业组,当处于下三分位数时则为创新基础较差的企业组,分组回归结果如表10所示。在创新基础较好的企业组中,*Inno_Disc*的系数分别为0.375和0.308,且均在1%统计水平上显著,表明技术吸收能力能够进一步强化创新信息对长期机构投资者的吸引力;而在创新基础较弱的企业组中,*Inno_Disc*的系数则不再显著,表明企业通过创新信息披露吸引长期机构投资者关注,需要有一定的创新基础尤其是高水平的技术吸收能力作为支撑。

表 10 异质性分析: 企业创新基础

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	研发人员占比少	研发人员占比多	技术人员占比少	技术人员占比多
	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>	<i>Long_inshold</i>
<i>Inno_Disc</i>	0.092(1.625)	0.375 ^{***} (6.773)	0.078(1.388)	0.308 ^{***} (5.397)
常数项	-11.033 ^{***} (-20.297)	-11.354 ^{***} (-19.698)	-10.956 ^{***} (-19.858)	-10.781 ^{***} (-18.330)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业固定效应	是	是	是	是
样本量	11 498	11 374	11 501	11 378
<i>Adj_R</i> ²	0.134	0.141	0.123	0.140
组间差异实证p值	0.000		0.006	

(三) 异质性机构投资者偏好

在中国资本市场上,机构投资者可以划分为多种类型,如公募基金、保险公司等。现有研究将各种机构投资者按照不同的标准进行划分,考察异质性机构投资者的投资偏好,得到了异质性的结论(Almazan等, 2005; 梁上坤, 2018; 杨棉之等, 2020; 宋岩等, 2023)。为此,本文试图进一步拓展性分析创新信息披露是否会对不同类型的机构投资者产生差异性的影响。现有文献大多从两个角度对机构投资者进行分类:第一类文献基于投资视阈期限将机构投资者分为交易型机构投资者与稳定型机构投资者;第二类文献则基于监督动机将其分为压力敏感型机构投资者和压力抵抗型机构投资者。第一类文献指出,交易型机构投资者一般以短期逐利为目的,通过频繁交易的短期价差获利(卿小权等, 2023),因而不太关注企业长期价值。相对而言,稳定型机构投资者更加重视企业是否具有持续的竞争力,决策视阈更长,这类机构投资者通常是依赖于公司分红来获取收益,因此,稳定型机构投资者具有更长的持股期限和更高的持股比例,也正因如此,其获取上市公司信息的成本更低(杨棉之等, 2020)。而第二类文献认为,如果机构投资者与其持股的上市公司之间仅有投资关系而没有其他业务上的往来,这类机构投资者被称为压力抵抗型机构投资者,他们往往会关注企业的治理水平,并对公司管理层进行监督;而那些不仅持有上市公司股份,同时还与公司有密切业务关系的机构投资者,则被认为是压力敏感型机构投资者,他们通常与管理层的决策态度保持一致,对管理层进行监督的动机也较弱(Almazan等, 2005; 梁上坤, 2018)。Kochhar和David(1996)对机构投资者投资行为进行了多角度考察,发现压力抵抗型机构投资者持股之后能从公司内部治理的角度激励创新产出。因此,与压力敏感型机构投资者相比,压力抵抗型机构投资者更有动机去关注企业长期价值和可持续发展。综上所述,结合耐心资本的属性特征,稳定型机构投资者和压力抵抗型机构投资者的投资原则与耐心资本的长期主义更为贴合。为此,本文预期创新信息披露对稳定型机构投资者和压力抵抗型机构投资者的影响更为显著。

首先,本文借鉴杨棉之等(2020)的研究,计算出*i*公司第*t*年的机构投资者持股比例,再将其除以过去三年持股比例的标准差得到比值(*SD*)。若*i*公司的*SD*大于同年同行业的中位数水平,则定义其机构投资者为稳定型机构投资者(*Invw*),并将变量*Invw*赋值为1,否则为交易型机构投资者,将变量*Invw*赋值为0,并以此为被解释变量,对模型(1)进行回归。由于*Invw*为二值选择变量,本文采用Probit模型,回归结果如表11中的列(1)所示。从中可以看出,*Inno_Disc*的系数显著为正,一定程度上表明创新信息披露同样有利于吸引稳定型机构投资者的认同。然后,参考杨海燕等(2012)的做法,本文将基金、社保、QFII、企业年金的持股比例之和作为压力抵抗型机构投资者持股代理变量(*Dk_inshold*),而将保险公司、信托公司、券商理财产品等持股之和作为压力敏感型机构投资者持股的代理变量(*Mg_inshold*),并按照上述分类进行分组回归,结果如

表 11 创新信息披露与异质性机构投资者

变量	(1)	(2)	(3)
	稳定型机构投资者	压力抵抗型机构投资者	压力敏感型机构投资者
	<i>Invw</i>	<i>Dk_inshold</i>	<i>Mg_inshold</i>
<i>Inno_Disc</i>	0.070*** (2.906)	1.028*** (4.730)	-0.016 (-0.046)
常数项	-2.222*** (-9.393)	-50.374*** (-19.492)	-9.347*** (-2.908)
控制变量	是	是	是
年份/行业固定效应	是	是	是
样本量	34 505	34 508	34 508
<i>Adj_R² / Pseudo_R²</i>	0.156	0.265	0.060

表11的列(2)和列(3)所示。不难发现,在列(2)中,*Inno_Disc*的系数为1.028,且在1%的水平上显著;在列(3)中,*Inno_Disc*的系数则不再显著。这表明创新信息披露对压力抵抗型的机构投资者持股比例的影响更为明显,而对压力敏感型机构投资者持股比例的影响的显著性明显降低。上述回归结果也验证了本文的逻辑,即创新信息披露越多的企业,其短期业绩的波动越大,而长期稳定且具有一定抗压能力的机构投资者更愿意与企业共同承担创新活动不确定性所带来的短期风险,为企业带来更多的耐心资本。

六、研究结论与启示

本文基于2007—2021年沪深A股的创新文本信息数据,考察了企业创新信息披露对耐心资本认同的影响及其作用机制,主要结论为:(1)企业创新信息披露能够吸引更多的长期机构投资者,从而获取耐心资本的认同。经过双重差分检验、工具变量法、替换变量衡量方式等一系列稳健性测试后,该结论依旧保持不变。(2)机制检验发现,创新信息披露主要通过优化信息环境效应和提升风险共担效应这两条作用路径吸引更多耐心资本的认同。(3)在外部信息环境更好、内部治理水平更高以及管理层决策视阈更长期、创新基础更丰裕的企业组中,创新信息披露对获取耐心资本认同的促进作用更为显著。(4)对异质性机构投资者类型分析发现,创新信息披露有利于吸引稳定型和压力抵抗型机构投资者,一定程度上表明创新信息蕴含企业未来发展趋势和潜在价值。

本文的政策启示如下:(1)对政府部门而言,尽管耐心资本和长期创新更为匹配,是促进企业创新发展、培育新质生产力的关键,但在实践中,由于创新的复杂性和不确定性,资本市场对高创新企业反而更容易低估,导致企业的创新活动难以获得与之匹配的耐心资本的认同。从本文的研究结果来看,充分的创新信息披露是企业获取耐心资本认同的关键,这意味着对政府部门而言,要培育耐心资本,不仅要着眼于机构投资者本身,同样需要培育与之相对应的信息环境,通过缓解创新信息不对称问题,从而提升耐心资本的创新认同。(2)对监管部门而言,应加强对企业非财务信息的披露,尤其是创新信息披露的监管,提升创新信息披露的准确性与可读性。从前文的结果来看,以创新信息为代表的非财务信息具有重要的增量价值,但目前对企业信息披露的监管要点更多的是针对财务数字信息,而对以文本方式披露的创新信息及其他非财务信息的监管措施仍不够完善,这会导致投资者难以准确识别企业的创新实质,因此,需要监管部门对上市公司的非财务信息披露进行更严格的监督,以优化创新信息环境。(3)对企业而言,本文的实证结果提供了可供借鉴的信息披露优化方向,即可通过扎实的创新信息披露吸引长期稳定的机构投资者进入;而对投资者而言,则需从多元化的视角评估企业价值,不仅可以关注企业的创新信息,还可以从企业的外部环境和内部治理角度切入,从而作出更为准确的投资决策。

主要参考文献:

- [1] 曹雅楠,赵子夜,孙文龙.数字化转型披露存在信息操纵吗——来自经营期望落差公司的证据[J].经济管理,2023,(6).
- [2] 陈欣,汪顺,周泽将.企业分配公平的融资外部性:基于债券发行利差的经验证据[J].当代会计评论,2023,(4).
- [3] 程新生,郑海埃,程昱.创新信息披露、分析师跟踪与市场反应研究[J].科研管理,2020,(1).
- [4] 高喜兰,陈沉.机构投资者异质性与盈余管理——来自应计盈余管理和真实盈余管理的经验证据[J].云南财经大学学报,2017,(3).
- [5] 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[J].管理世

- 界,2021,(5).
- [6] 黄方亮,崔红燕,任晓云,等. 年报管理层讨论与分析的语调倾向——基于A股市场的检验[J]. 投资研究, 2019,(5).
- [7] 孔高文,胡林峰,孔东民,等. 基金持股的创新偏好与基金业绩研究[J]. 管理科学学报,2019,(12).
- [8] 李蕾,韩立岩. 价值投资还是价值创造?——基于境内外机构投资者比较的经验研究[J]. 经济学(季刊), 2013,(1).
- [9] 黎来芳,张洁,孙昌玲. 核心竞争力信息披露与分析师关注[J]. 中国软科学,2023,(3).
- [10] 黎文靖,路晓燕. 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,2015,(12).
- [11] 李岩琼,姚颀. 研发文本信息:真的多说无益吗?——基于分析师预测的文本分析[J]. 会计研究,2020,(2).
- [12] 李争光,赵西卜,曹丰,等. 机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究,2014,(5).
- [13] 李争光,赵西卜,曹丰,等. 机构投资者异质性与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2015,(3).
- [14] 梁上坤. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J]. 管理世界,2018,(12).
- [15] 林钟高,韦文滔. ESG表现有助于降低客户集中度吗?[J]. 安徽大学学报(哲学社会科学版),2023,(1).
- [16] 刘建梅,王存峰. 投资者能解读文本信息语调吗[J]. 南开管理评论,2021,(5).
- [17] 罗付岩. 机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理[J]. 管理评论,2015,(3).
- [18] 潘越,戴亦一,林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究,2011,(9).
- [19] 卿小权,董启琛,武瑛. 股东身份与企业杠杆操纵——基于机构投资者视角的分析[J]. 财经研究,2023,(2).
- [20] 宋岩,刘悦婷,张鲁光. 异质机构投资者持股与企业声誉——基于企业社会责任的中介效应检验[J]. 中国管理科学,2023,(7).
- [21] 田澍,林树,俞乔. 新兴市场环境下机构投资者投资行为——基于中国大陆资本市场的研究[J]. 金融研究,2012,(8).
- [22] 王凤彬,陈建勋,杨阳. 探索式与利用式技术创新及其平衡的效应分析[J]. 管理世界,2012,(3).
- [23] 王勇,窦斌,宋培睿,等. 管理层语调偏离会影响投资者决策吗?——基于我国上市公司文本与财务数据的经验研究[J]. 金融研究,2023,(3).
- [24] 伍燕然,江婕,谢楠,等. 公司治理、信息披露、投资者情绪与分析师盈利预测偏差[J]. 世界经济,2016,(2).
- [25] 许晨曦,杜勇,鹿瑶. 年报语调对资本市场定价效率的影响研究[J]. 中国软科学,2021,(9).
- [26] 杨海燕,韦德洪,孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究,2012,(9).
- [27] 杨棉之,赵鑫,张伟华. 机构投资者异质性、卖空机制与股价崩盘风险——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2020,(7).
- [28] 于李胜,王泽豪,王艳艳,等. 创新对企业MD&A叙述性信息披露策略的影响[J]. 南开管理评论,2024,(3).
- [29] 张宗新,王海亮. 投资者情绪、主观信念调整与市场波动[J]. 金融研究,2013,(4).
- [30] 周方召,潘婉颖,傅亚静. 上市公司技术创新与异质性机构投资者持股偏好[J]. 软科学,2021,(4).
- [31] 周泽将,汪顺,张悦. 知识产权保护与企业创新信息困境[J]. 中国工业经济,2022,(6).
- [32] 周泽将,汪顺,张悦. 税制绿色化的微观政策效应——基于企业环保新闻文本情绪数据的检验[J]. 中国工业经济,2023,(7).
- [33] Almazan A, Hartzell J C, Starks L T. Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation [J]. *Financial Management*, 2005, 34(4): 5–34.
- [34] Bellstam G, Bhagat S, Cookson J A. A text-based analysis of corporate innovation [J]. *Management Science*, 2021, 67(7): 4004–4031.
- [35] Bernile G, Kumar A, Sulaeman J. Home away from home: Geography of information and local investors [J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(7): 2009–2049.

- [36] Bushee B J, Carter M E, Gerakos J. Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms [J]. *Journal of Management Accounting Research*, 2014, 26(2): 123–149.
- [37] Bushee B J, Goodman T H, Sunder S V. Financial reporting quality, investment horizon, and institutional investor trading strategies [J]. *The Accounting Review*, 2019, 94(3): 87–112.
- [38] Chen J H, Nadkarni S. It's about time! CEOs' temporal dispositions, temporal leadership, and corporate entrepreneurship [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2017, 62(1): 31–66.
- [39] Cohen H L, Hatchett B, Eastridge D. Intergenerational service-learning: An innovative teaching strategy to infuse gerontology content into foundation courses[A]. Tompkins C J, Rosen A L. *Fostering social work gerontology competence*[M]. New York: Routledge, 2013: 161–178.
- [40] Hainmueller J. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies [J]. *Political Analysis*, 2012, 20(1): 25–46.
- [41] Jia N. Corporate innovation strategy and stock price crash risk [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 53: 155–173.
- [42] Jones D A. Voluntary disclosure in R&D-intensive industries [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2007, 24(2): 489–522.
- [43] Kabanoff B, Brown S. Knowledge structures of prospectors, analyzers, and defenders: Content, structure, stability, and performance [J]. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(2): 149–171.
- [44] Kochhar R, David P. Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses [J]. *Strategic Management Journal*, 1996, 17(1): 73–84.
- [45] Kostopoulos K, Papalexandris A, Papachroni M, et al. Absorptive capacity, innovation, and financial performance [J]. *Journal of Business Research*, 2011, 64(12): 1335–1343.
- [46] Kuchler T, Li Y, Peng L, et al. Social proximity to capital: Implications for investors and firms [J]. *The Review of Financial Studies*, 2022, 35(6): 2743–2789.
- [47] Li Y H, Lin Y P, Zhang L D. Trade secrets law and corporate disclosure: Causal evidence on the proprietary cost hypothesis [J]. *Journal of Accounting Research*, 2018, 56(1): 265–308.
- [48] McLemore P, Sias R, Wan C, et al. Active technological similarity and mutual fund performance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2022, 57(5): 1862–1884.
- [49] Svensson R. Commercialization of patents and external financing during the R&D phase [J]. *Research Policy*, 2007, 36(7): 1052–1069.
- [50] Verhoeven D, Bakker J, Veugelers R. Measuring technological novelty with patent-based indicators [J]. *Research Policy*, 2016, 45(3): 707–723.
- [51] Zhou F Z, Fan Y Q, An Y B, et al. Independent directors, non-controlling directors, and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from Chinese non-state owned enterprises [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2017, 43: 55–71.

Enterprise Innovation Information Disclosure and Patient Capital Recognition: Empirical Evidence Based on Institutional Investor Structure

Zhang Yue, Wang Shun, Zhou Zejiang
(School of Business, Anhui University, Anhui Hefei 230601, China)

Summary: Patient capital is an investment approach that emphasizes long-term holdings and sustained returns. Its core philosophy is to maintain patience, adhere to long-term investments, and

anticipate continuous growth in corporate value. The innovation capability of an enterprise is a crucial indicator of its sustainable development. However, innovation is a long-term and risky investment activity with high information asymmetry, and it is difficult to accurately reflect the investment value of enterprises. Therefore, it is of great significance to explore how to effectively mitigate the information asymmetry of innovation and thus attract more patient capital investment for the sustainable development of enterprises. The long-termism advocated by patient capital complements the investment philosophy of long-term institutional investors. Based on the data of listed companies' innovation text information, this paper examines the impact of enterprise innovation information disclosure on patient capital recognition from the perspective of institutional investor structure. It is found that innovation information disclosure can gain patient capital recognition by optimizing the information environment effect and enhancing the risk-sharing effect, which shows that the proportion of long-term institutional investors' holdings increases significantly. In enterprise groups with a better external information environment, a higher internal governance level, a longer-term decision-making perspective of management, and more abundant innovation endowment, the role of innovation information disclosure in patient capital recognition is more significant. In addition, compared with the trading and pressure-sensitive institutional investors, innovation information disclosure is more conducive to the recognition of stable and pressure-resistant institutional investors. This paper is helpful to understand the internal relationship between enterprise information disclosure and institutional investor structure, and provides theoretical reference for enterprises to formulate innovation information disclosure strategies and introduce more long-term patient capital.

Key words: innovation information disclosure; innovation text information; patient capital; institutional investor structure; long-term institutional investors

(责任编辑: 王西民)

(上接第30页)

competition. Heterogeneity analysis reveals that this system particularly facilitates the de-zombification of state-owned enterprises and those in regions with higher promotion pressure on officials. Dynamic effect testing shows that this system effectively prevents normal enterprises from deteriorating into zombie enterprises. This paper not only enriches the literature on the economic consequences of the Fair Competition Review System from the perspective of zombie enterprise governance, but also provides valuable references and empirical evidence for maintaining fair market competition, optimizing resource allocation, and advancing high-quality economic development.

Key words: Fair Competition Review System; zombie enterprises; resource allocation; market competition

(责任编辑: 王西民)