机构投资者对上市公司定向增发前盈余管理的影响

李丰也　孙　丹

（中国人民大学商学院　北京　100872　中国人民银行北京营业管理部　北京　100045）

【摘要】本文以2005～2010年间有过定向增发公告的A股上市公司为样本，从监管意愿和监管能力的角度考察和解释机构投资者对上市公司定向增发前普遍存在的盈余管理行为的抑制作用。研究发现：①机构投资者持股水平与盈余管理水平显著负相关。②因为监管意愿的差异，使得压力抑制型机构投资者比压力敏感型机构投资者更好地抑制了盈余管理。③进一步区分盈余管理的方向后发现，由于监管能力存在差异，机构投资者对盈余管理的抑制作用在正向盈余管理样本中更为显著。本文的研究不仅丰富了机构投资者参与公司治理研究领域的内容，对我国的相关政策制定也具有借鉴意义。

【关键词】定向增发　机构投资者　公司治理　监管意愿　监管能力　盈余管理

一、引言

在中国证监会2001年提出的“超常规发展机构投资者”的战略下，近几年来我国的机构投资者迅猛发展，逐渐成为我国资本市场上的重要和主导力量，对我国的资本市场乃至金融体系的发展产生了重大而深远的影响。随着上世纪90年代关于“股东积极主义”的相关研究的兴起，机构投资者作为上市公司的股东在公司治理中发挥的作用逐渐引起学界和实务界的关注。

公司治理的重要目标之一就是有效控制上市公司的盈余管理水平，保护投资者利益。由于我国的资本市场发展的时间较短，相关的法律法规还不够完善，监管机制还不够健全，使得市场经济背景下上市公司的盈余管理行为在一定程度上扩散，很多上市公司出于上市、再融资、避免亏损、避免退市等原因进行盈余管理，造成了比较严重的会计信息质量的下降，干扰了投资者的正常判断，损害了投资者的利益并干扰了资本市场的正常运作，其负面效果已经引起了广泛关注。

那么机构投资者是否发挥了治理作用，能有效监管和抑制上市公司的盈余管理呢？国内相关研究认为机构投资者抑制了上市公司的盈余管理行为。但是现有研究存在以下不足：一是在研究过程中缺乏分析机构投资者行为背后的动因，本文将其归纳为机构投资者的监管意愿和监管能力。以往的研究采用的是所有上市公司每年年末的财务数据来计算盈余管理程度，而上市公司一般财政年度的盈余管理行为不会对机构投资者利益造成重大影响，鉴于监管成本等原因，机构投资者由于缺乏监管意愿而选择漠视。从监管能力的方面说，某些对上市公司有重大利益的盈余管理行为，由于缺少必要的抑制措施，机构投资者并没有能力对上市公司决策施加影响。二是由于现有文献对于机构投资者监管意愿和监管能力的分析缺失，使得这样的研究很难避免内生性问题。

因此，本文的创新之处在于选定目前在我国股权再融资市场上最主要的融资方式——定向增发作为研究背景，研究机构投资者与上市公司定向增发前普遍存在的盈余管理之间的关系。这样做有两个好处：一是由于定向增发属于上市公司的重大融资事件，它能够显著影响相关投资者的利益，因此相比于每年例行的财务公开，在这个敏感时期上市公司的行为和状态必定会引起机构投资者的高度关注；二是定向增发由于其发行制度和相关政策的规定，比如没有盈利水平要求，发行对象的设定灵活，使得这个时期上市公司的盈余管理行为具备其他时期没有的特点。已有文献研究了定向增发制，上市公司盈余管理的动机和方向，这有利于我们分析这些盈余管理行为对于机构投资者利益的影响，从而推测机构投资者对于盈余管理的监管意愿和监管能力，避免出现内生性问题。更重要的是，通过研究监管意愿和监管能力，我们可以全面合理地解释实证中观察到的机构投资者持股水平和盈余管理之间的关系，补充了之前研究的不足。

此外本文为了进一步验证监管意愿对于机构投资者行为的影响，区分了机构投资者种类。国外大量研究表明机构投资者并非完全同质，不同类型的机构投资者与被投资公司存在不同的商业、投资关系从而影响不同类型机构投资者与上市公司之间的利益关系，进而影响机构投资者的治理和监管意愿，使机构投资者的治理效果存在差异。有鉴于此，本文按照国外和国内研究普遍采用的方法将机构投资者分类为压力敏感型和压力抑制型机构投资者。压力敏感型机构包括保险公司、信托公司、综合类券商和企业年金，它们更容易服从上市公司决策；压力抑制型机构投资者包括证券投资基金、社保基金和QFII，它们在参与公司治理过程中往往表现得更加强硬。

研究结果表明，在不考虑盈余管理方向的时候，机构投资者总体上有效抑制了上市公司定向增发前的盈余管理行为，其中压力抑制型机构投资者总体上有效抑制了盈余管理，而

压力敏感型机构投资者没有发现显著结果。在考虑盈余管理方向的时候，不同类型机构投资者和机构投资者总体对于上市公司定向增发前的正向盈余管理的影响与上面的结论相同，而二者对于负向盈余的抑制作用均不明显。这些结果也说明监管意愿和监管能力会影响机构投资者对上市公司盈余管理行为的抑制作用。

二、理论分析与研究假设

上市公司股权再融资过程中的盈余管理问题得到了广泛关注，Toah、Welch 和 T.J.(1998)就证实了美国的上市公司在进行股权再融资前通过正向的盈余管理操纵利润、美化业绩，误导了投资者的决策，降低了市场效率。Frankel(1994)，Chaney 和 Lewis(1995)，Healy 和 Wahlen(1999)，Dechow 和 Skinner(2000)，Stolowy 和 Vreton(2004)等研究表明上市公司往往通过对会计应计项目操纵和进行真实交易方式来实施盈余管理，从而影响市场和投资者对于公司的认同和价值评估。

在我国，近年来证券市场虚假财务信息披露不断出现，上市公司的盈余管理行为比较普遍。国内大量研究表明，出于获得 IPO 上市资格、达到政策规定的配股和公开增发的盈利要求，及掩饰上市公司的亏损和保持公司良好形象、避免退市等动机，上市公司实施了盈余管理。

关于机构投资者与盈余管理之间关系的研究中，程书强(2006) 证明了机构投资者可以提高上市公司信息披露质量，降低盈余管理水平；高雷、张杰(2008)发现了类似的结果；薄仙慧、吴联生(2009)发现机构投资者只在非国有上市公司中抑制正向盈余管理，对于负向盈余管理没有影响。

2005 年后，定向增发逐渐成为了我国资本市场最主要的再融资模式，逐渐取代了配股和公开增发。定向增发作为上市公司重大财务事件，对利益相关者会产生重大影响。因此在定向增发前上市公司的盈余管理行为必然会受到来自各方尤其是机构投资者的关注，从总体上看，机构投资者的监管意愿和监管能力会随着持股水平的增加而增加。但是由于不同类型的机构投资者会由于其与上市公司利益关系的不同而表现出不同的监管意愿，压力抑制型的机构投资者对盈余管理的抑制作用明显，压力敏感型机构投资者由于与上市公司较为紧密的商业往来从而可能选择顺从或漠视其盈余管理行为。

基于上述分析，本文提出假设 1：

H1：机构投资者总体的持股水平与上市公司定向增发前的盈余管理程度负相关；其中压力抑制型机构投资者的持股水平与上市公司定向增发前的盈余管理程度负相关；压力敏感型机构投资者的持股水平与上市公司定向增发前的盈余管理程度关系不显著。

在定向增发前，上市公司盈余管理的动机与其他时期不同：由于证券管理部门对上市公司的定向增发行为没有硬性的盈利要求，因此上市公司的盈余管理目标不再是为了达到再融资门槛，而是通过盈余管理影响发行价格来获利。章卫东(2010)发现上市公司在针对大股东和子公司进行定向增发新股用以收购大股东及子公司的资产时，在前一年进行负向盈余管理，而其针对机构投资者的定向增发前一年，进行正向的盈余管理。郑琦(2009)也证明了在有机构投资者参与的定向增发中，随着机构投资者参与程度的加深，上市公司的盈余管理程度也随之上升。

上市公司在针对机构投资者的定向增发中，倾向采用正向的盈余管理，因为这样做可以提高发行价格，以较低的股权稀释损失换来较多的资金，这种盈余管理会直接影响到机构投资者利益，因此机构投资者对于正向盈余管理有强烈的监管动机；而且由于机构投资者是增发对象，拥有话语权，所以机构投资者对于上市公司盈余管理行为的抑制能力也会大大加强。而上市公司在针对大股东和关联方的定向增发中，往往倾向采用负向的盈余管理，这样可以降低发行价格，使得大股东和关联方以同样的资产换得较多的股权。这种盈余管理行为间接损害了机构投资者利益，但是由于机构投资者并不是定向增发的直接参与者，缺乏制约上市公司的手段，因此对于上市公司定向增发前的负向盈余管理，机构投资者缺乏能力对之产生影响。

基于上述分析，本文提出假设 2 和假设 3：

H2：机构投资者总体的持股水平与上市公司定向增发前的正向盈余管理程度负相关；其中压力抑制型机构投资者的持股水平与上市公司定向增发前的正向盈余管理程度负相关；压力敏感型机构投资者的持股水平与上市公司定向增发前的正向盈余管理程度关系不显著。

H3：机构投资者总体的持股水平与上市公司定向增发前的负向盈余管理程度关系不显著；两类机构投资者的持股水平均与上市公司定向增发前的负向盈余管理程度的关系不显著。

三、研究设计

(一)变量的选择和度量

1. 盈余管理程度度量。本文采用 Dechow 等(1995)修正的横截面 Jones 模型，首先对公司 i 在年度 t 的总应计利润(Total Accrual，$TA_{i,t}$)进行以下回归分析：

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}}=\alpha_1\frac{1}{A_{i,t-1}}+\alpha_2\frac{\triangle REV_{i,t}}{A_{i,t-1}}\alpha_2\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \qquad (1)$$

其中：$TA_{i,t}=(\triangle CA_{i,t}-\triangle Cash_{i,t})-(\triangle CL_{i,t}-\triangle CLD_{i,t})-DEP_{i,t}$。

$\triangle CA_{i,t}$ 为流动资产增加额，$\triangle Cash_{i,t}$ 为现金及现金等价物增加额，$\triangle CL_{i,t}$ 为流动负债增加额，$\triangle CLD_{i,t}$ 为一年内到期的长期负债增加额，$DEP_{i,t}$ 为折旧和摊销成本；$A_{i,t}$ 为上年度总资产，$\triangle REV_{i,t}$ 为销售收入增加额，$PPE_{i,t}$ 为固定资产。

其次，用估计得到的 $\hat{\alpha}_1$、$\hat{\alpha}_2$ 和 $\hat{\alpha}_3$，估计公司 i 每年的非操控性应计利润(NDA)，$\triangle AR_{i,t}$ 为应收账款净增加额。

$$NDA_{i,t}=\hat{\alpha}_1\frac{1}{A_{i,t-1}}+\hat{\alpha}_2\left[\frac{\triangle REV_{i,t}}{A_{i,t-1}}-\frac{\triangle AR_{i,t}}{A_{i,t-1}}\right]+\hat{\alpha}_3\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \qquad (2)$$

则可操纵应计利润 DA_{it} 为：

$$DA_{i,t}=\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}}-NDA_{i,t} \qquad (3)$$

2. 主要考察变量和控制变量。机构投资者持股水平的度

量，INS。由于考查的是上市公司定向增发公告前一年的盈余管理水平，故机构投资者的持股水平也采用上一年年末的持股水平，本文界定的机构投资者主要包括基金、券商、保险公司、QFII、财务公司、企业年金、社保基金。压力抑制型的机构投资者包括基金、QFII、社保基金，它们的持股水平为 IINS；压力敏感型机构投资者包括券商、保险公司、财务公司、企业年金，它们的持股水平为 GINS。

除了本文主要的考察变量外，还有其他因素会影响公司盈余管理水平，主要包括：

（1）公司成长性。Koh（2007）认为，高成长性公司为了盈余达到期望而更可能进行正向盈余管理，因此，本文通过公司销售增长率 Growth 及市账比 MB 对成长性进行控制，其中，MB=[（年末股价×流通股数+每股净资产×非流通股数目）+负债账面价值]/总资产账面价值。

（2）公司规模（Size）。为公司总资产的自然对数。相比较小公司，大公司的市场关注度更高，信息更透明，管理层进行盈余管理的难度更大。

（3）总资产收益率（ROA）。为衡量公司的盈利能力。苏冬蔚和林大庞（2010）发现 ROA 和公司盈余管理正相关。

（4）公司负债比率（Lev）。为公司总负债与总资产的比值。一方面，蔡宁和魏明海（2009）认为债权人的外部监督有助于降低公司盈余管理；另一方面，负债比率越高，公司陷入财务困境的几率就越大，管理层进行盈余管理的动机也就越强（沈红波等，2009），因此，负债比率与盈余管理的关系并不确定。

（5）年度控制变量（YEAR）和行业控制变量（IND）。

（二）检验模型

本文分别采用如下模型（4）、（5）来检验假设 1，用模型（6）、（7）来检验假设 2，用模型（8）、（9）来检验假设 3：

$$|DA_{i,t}|=\beta_0+\beta_1 INS_{i,t}+\beta_i\sum Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$|DA_{i,t}|=\beta_0+\beta_1 IINS_{i,t}+\beta_2 GINS_{i,t}+\beta_i\sum Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$|DA_{i,t}|^{+}=\beta_0+\beta_1 INS_{i,t}+\beta_i\sum Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$|DA_{i,t}|^{+}=\beta_0+\beta_1 IINS_{i,t}+\beta_2 GINS_{i,t}+\beta_i\sum Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$|DA_{i,t}|^{-}=\beta_0+\beta_1 INS_{i,t}+\beta_i\sum Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$|DA_{i,t}|^{-}=\beta_0+\beta_1 IINS_{i,t}+\beta_2 GINS_{i,t}+\beta_i\sum Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

模型中各变量的具体含义和定义见表 1。

（三）样本与数据

本文的研究样本为我国深、沪市场 2005～2010 年之间提出过定向增发意向的 A 股上市公司，即在研究区间内在沪深交易所网站上发布定向增发公告的 A 股上市公司。研究模型中的 t 年指的是上市公司发布定向增发公告的前一年，机构投资者持股比例和相关财务数据均为 t 年年末数据。文中用到的数据部分来自 WIND 数据库，部分为手工收集。

对于初始数据，我们进行了如下处理：①剔除了金融类上市公司样本；②剔除了 ST 公司样本；③剔除负债比例大于 1 的样本公司（薄仙慧和吴联生，2009）；④保证每年每个行业至少存在 15 家上市公司（Yu，2008）。根据上述标准，最终得到 832 个公司年观测值。表 1 提供了各变量的含义和基本统计量。变量间通过 VIF 检验多重共线性的值都不大于 3，因此，多重共线性不会影响回归结果。

表 1　　变量说明和描述性统计结果

名称	定　义	观测数	平均值	标准差	最小值	最大值
$\|DA_{i,t}\|$	可操纵应计利润	832	0.143	0.246	0.000	3.382
INS	t-1年机构投资者持股占总股本比例	832	0.049	0.084	0.000	0.634
IINS	t-1年压力抑制型机构投资者持股占总股本比例	832	0.045	0.082	0.000	0.614
GINS	t-1年压力敏感型机构投资者持股占总股本比例	832	0.004	0.009	0.000	0.089
Growth	t-1年营业收入增长率	832	0.506 1	0.490	-0.975	0.911
MB	t-1年市账比	832	1.670	1.165	0.904	14.462
Size	t-1年公司资产的自然对数	832	21.61 5	1.226	17.056	26.466
ROA	t-1年总资产利润率	832	0.038	0.155	-1.548	2.569
Lev	t-1年负债比例，总负债/总资产	832	0.600	0.433	0.021	9.307

四、实证结果分析

本文以上市公司进行定向增发公告前一年年末的财务数据和机构投资者持股水平数据，考察了机构投资者对上市公司定向增发前普遍存在的盈余管理行为的抑制作用。

表 2 列示了回归结果。全样本检验指不区分盈余管理方向，对应假设 1；正向盈余管理样本的检验对应假设 2；负向盈余管理样本的检验对应假设 3。在每个样本检验中的第一列，主控制变量为机构投资者作为总体的持股水平，第二列则将机构投资者划分为压力抑制型和压力敏感型，分别考察这两类机构投资者的持股水平与盈余管理之间的关系。

从第（1）、（2）列来看，INS 系数为-0.293 且显著为负，说明随着机构投资者总体持股水平的增加，上市公司定向增发前的盈余管理程度下降；IINS 系数-0.324 显著为负，说明压力抑制型机构投资者有效抑制了盈余管理行为，而 GINS 代表的压力敏感型机构投资者的治理作用不明显，回归系数不显著。这些结果与假设 1 相符，说明对于上市公司定向增发前普遍存在程度比平时更高的盈余管理行为，机构投资者的监管意愿和动机随着持股水平增加而增加，相比于压力敏感型机构投资者，压力抑制型机构投资者发挥了更有效的抑制作用。

从第（3）、（4）列来看，考察的是正向盈余管理样本，上市公司一般会在针对机构投资者的定向增发中采用正向盈余管理的手段来抬高股价，最终提高发行价格来获得更多的融资，因此这一行为直接影响到机构投资者的利益，故机构投资者会表现出很强的监管意愿；同时由于机构投资者参与定向增发，故其有足够的能力影响上市公司决策，从而有效抑制盈余管理行为。研究结论支持了这一点，比如：第（3）列中 INS 系数为-0.347，显著为负；第（4）列中 IINS 系数为-0.379，显著为负。但是压力敏感型的机构投资者依旧没有发挥抑制盈余管理的作用。

表 2　机构投资者持股水平与上市公司定向增发前一年盈余管理回归结果

因变量|DA|	全样本:假设1		正向盈余管理样本:假设2		负向盈余管理样本:假设3	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	−0.170	−0.169	−0.124	−0.006	−0.299	−0.306
	(0.350)	(0.352)	(0.949)	(0.976)	(0.366)	(0.356)
INS	−0.293 **		−0.347 ***		−0.206	
	(0.002)		(0.001)		(0.233)	
IINS		−0.324 ***		−0.379 ***		−0.240
		(0.001)		(<0.001)		(0.200)
GINS		0.492		0.562		0.537
		(0.514)		(0.434)		(0.734)
MB	0.015 *	0.015 *	0.018 **	0.018 **	0.005	0.006
	(0.068)	(0.065)	(0.042)	(0.045)	(0.734)	(0.711)
Size	0.013	0.013	0.006	0.006 **	0.019	0.020
	(0.102)	(0.107)	(0.479)	(0.500)	(0.163)	(0.160)
ROA	0.325 ***	0.325 ***	0.387 ***	0.389 ***	0.199 **	0.200 **
	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(0.050)	(0.050)
Lev	0.083 ***	0.083 ***	0.024	0.022 *	0.088 ***	.0.088 ***
	(<0.001)	(<0.001)	(0.516)	(0.553)	(<0.001)	(<0.001)
Growth	0.001 ***	0.001 ***	0.018 **	0.018 **	0.001 **	0.001 **
	(<0.001)	(<0.001)	(0.021)	(0.021)	(0.014)	(0.014)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	832	832	443	443	388	388
AdjR	0.244	0.245	0.379	0.382	0.198	0.199

注:括号里是双尾t检验的P值;***,**和*分别代表在1%,5%和10%的水平上显著。

从第(5)、(6)列来看,结果同前面形成强烈反差,针对负向盈余管理,机构投资者没能发挥有效的治理作用,这与薄仙慧、吴联生(2009)的结论相同,但是意义更加丰富。之前的研究认为负向盈余管理主要是对利润进行平滑,在利润较高的年份降低当年业绩,以便应对未来的不时之需,投资者遭受的损失较小,受到的关注也相对较少,因而机构投资者因缺乏监管意愿而没能发挥抑制作用。

但是在定向增发中,负向盈余通常出现在上市公司针对大股东和关联方的定向增发中,通过调低盈余降低股价,最终降低发行价格,使得用同样的资产获取更多的股权,这对于机构投资者的利益是有较大影响的,所以机构投资者是有充分监管意愿的。不过由于这个时期上市公司负向盈余管理为大股东和关联方带来很大的收益,会促使上市公司一意孤行;而机构投资者由于不是定向增发的直接参与方从而缺少话语权和必要的抑制手段,因此机构投资者应当有监管意愿但是缺乏监管能力,从而不能有效发挥出抑制上市公司盈余管理的作用。

从其他控制变量来看,Growth、MB、Lev 的系数显著为正,表明成长机会好、负债水平高的企业盈余管理动机更强,这也与前人的研究相吻合(苏冬蔚、林大庞,2006; Koh,2007)。ROA 的系数在全样本中显著为正也与薄仙慧、吴联生(2009)的实证结果相吻合。

本文的显著性检验包括使用机构投资者在上市公司定向增发公告前一年第三季度的持股水平数据作为主考察变量;使用真实盈余管理作为盈余管理程度的代理变量。显著性检验结果支持上述结论。

五、结论

机构投资者作为上市公司的股东,在降低信息不对称,增加上市公司信息透明度,监督管理层行为等方面发挥着重要的作用,越来越受到理论界和实务界的关注。定向增发是上市公司的重大财务事件,上市公司定向增发前的盈余管理由于发行方式和政策的原因有着自己鲜明的特点,对各个利益主体会产生不同的影响,这让我们有机会从监管意愿和监管能力的角度考察机构投资者在这一过程对于上市公司盈余管理行为的影响。

研究结果表明:①机构投资者在总体上有效抑制了上市公司定向增发前的盈余管理行为,压力抑制型的机构投资者发挥了有效的作用,而压力敏感型的机构投资者作用不明显;②对于正向盈余管理,出于较强的监管动机和监管能力,机构投资者有效抑制了盈余管理行为;③对于负向盈余管理,由于缺乏监管能力,机构投资者对于上市公司定向增发前的盈余管理没有发挥有效的抑制作用。

本文的研究结论对监管政策和发行政策的制定具有一定的现实意义:首先,应当继续鼓励和推动机构投资者的发展壮大,在上市公司本身治理结构不完善的情况下,机构投资者可以发挥有效的监管和治理作用;其次,可以看出,设计合理的发行制度和政策可以调动机构投资者对于上市公司监管的积极性,可以通过改善机构投资者发挥公司治理作用的途径以提高机构投资者的监管能力。完善的发行制度和政策可以最大化机构投资者对上市公司的治理效果和监管效率,对于我国资本市场的稳定和健康发展有着重要的意义。

主要参考文献

1. 薄仙慧,吴联生.国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角.经济研究,2009;2

2. 程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究.管理世界,2006;9

3. 章卫东.定向增发新股与盈余管理.管理世界,2010;1

4. 郑琦.定向增发公司盈余管理研究.上海金融学院学报,2009;3

5. Dechow, P. M.,D. J. Skinner. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. Accounting Horizons,2004;14