

机构投资者持股能提高会计信息可比性吗?

孙光国¹, 杨金凤^{1,2}

(1. 东北财经大学会计学院, 辽宁 大连 116025; 2. 山东工商学院会计学院, 山东 烟台 264005)

摘 要: 本文针对机构投资者如何影响会计信息可比性以及产生影响的渠道和路径展开研究。研究发现: 首先, 机构投资者持股能够提升会计信息可比性, 对投资者保护有积极作用。其次, 将机构投资者细分为交易型机构投资者和稳定型机构投资者, 前者对会计信息可比性有显著影响, 而後者的影响并不显著, 表明机构投资者主要通过发挥信息中介效应影响可比性。最后, 在控制盈余管理的因素后, 机构投资者持股仍对会计信息可比性有直接影响。

关键词: 机构投资者; 会计信息可比性; 投资者保护

中图分类号: F234.4 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004-4892(2017)08-0065-10

一、引 言

投资者保护程度是资本市场发展水平的重要体现, 保护中小投资者就是保护资本市场。可比性被包括我国在内的多个国家和国际组织的准则制定机构认定为一项重要的会计信息质量特征。可比的会计信息是投资决策的基本前提, 是市场公平竞争和正确评价企业业绩的必要条件^[1]。会计信息可比意味着投资者解读信息的难度低、分析成本少、被误导的可能性小, 从而有助于缓解信息不对称程度, 提高决策效率, 促进投资者保护和资本市场的发展(FASB, 1980; IASB & FASB, 2008)^{[2][3]}。从投资者保护的角度, SEC 前主席 Arthur Levitt 提出了投资者保护观的会计目标, 认为高质量的会计信息必须具有可比性^[4]。由于可比性对投资者保护有重要意义, 相关研究也开展的较晚(袁知柱和吴粒, 2012)^[5], 因此, 围绕可比性展开研究有重要的理论和实践意义。

我国证监会早在 2000 年就提出了“超常规发展机构投资者”的战略方针, 机构投资者被赋予了稳定市场的重要使命。截至 2014 年 12 月 31 日, 我国上市公司的总市值为 37.3 万亿元, 机构投资者持有的流通市值占比达 60.75%^①。机构投资者已成为资本市场的重要参与者, 其行为可能对资本市场产生重要影响。因此, 机构投资者究竟扮演何种角色成为了焦点问题, 许多学者针对机构投资者到底扮演了“市场稳定器”, 还是“崩盘加速器”(许年行等, 2013)^[6]; 是提高了股票波动性, 还是降低了股票波动性(史永东等, 2014)^[7]; 是价值创造还是价值投资(李蕾等, 2013)^[8]等问题展开了研究。那么, 机构投资者在我国资本市场中对会计信息的影响方面扮演着何种角色?

收稿日期: 2016-11-15

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71272051); 山东省社科规划基金资助项目(15CGLJ22); 山东工商学院青年科研基金资助项目(2015QN010)

作者简介: 孙光国(1971-), 男, 四川宣汉人, 东北财经大学会计学院教授, 中国内部控制研究中心教授; 杨金凤(1988-), 女, 黑龙江伊春人, 东北财经大学会计学院博士生, 山东工商学院会计学院讲师。

① 数据摘自《中国发展报告 2015》。

是偏好不透明、不可比的会计信息以投机获利,还是能促进会计信息可比,担当起稳定市场的重任?

本文以2007~2014年A股上市公司为研究对象,针对以下问题进行了研究:机构投资者持股能否影响会计信息可比性?机构投资者通过哪种渠道对可比性产生影响,是发挥外部治理效应还是信息中介效应?不同类型的机构投资者是否对可比性产生的影响不同?机构投资者对可比性的影响路径如何,是直接产生影响还是通过影响盈余质量间接产生影响?本文可能的贡献在于:(1)丰富了机构投资者角色甄别的文献,以会计信息可比性为切入点,检验了机构投资者在稳定资本市场和促进投资者保护方面扮演的角色。虽然Vivian et al. (2015)发现外国机构投资者持股能够提高全球财务报告的可比性^[9],但是机构投资者能否在单一资本市场中对会计信息可比性产生影响,目前还少有涉及。(2)丰富了关于机构投资者持股影响会计信息质量的文献,从会计信息可比性的角度探索了机构投资者影响会计信息质量的渠道和路径。

二、文献综述

在资本市场中,机构投资者主要通过发挥公司治理效应和信息中介效应对上市公司产生影响。根据潘越等(2011)的归纳,机构投资者在公司治理中的角色定位存在三种竞争性观点^[10]。第一种称为机构股东积极主义,认为机构投资者在公司治理中发挥了积极的监管作用,能够有效抑制管理层的自利行为(Aggarwal et al., 2011)^[11]。第二种观点认为,机构投资者往往不会深入到具体的公司治理层面,在公司治理中更多扮演着“旁观者”的角色(Holderness et al., 1988)^[12]。第三种观点认为,机构投资者可能与上市公司的管理层“合谋”(Pound, 1988)^[13]。从机构投资者发挥信息中介效应来看,Holden et al. (1992)认为机构投资者作为信息交易者,能够促进股价对市场信息的反应和渗透,提高市场的信息效率^[14]。蔡庆丰等(2013)发现,我国机构投资者既偏好无形信息(如行业利好、题材故事和内幕消息),又偏好反映资产内在价值的有形信息^[15]。然而,Mark Maffett(2012)的研究表明,对于信息不透明的公司,被投资公司的信息不透明能够为机构投资者创造私有信息优势,使机构投资者通过内幕交易获利^[16]。

目前许多研究从盈余管理、盈余持续性、信息披露质量等角度考察了机构投资者与会计信息质量之间的关系,得出的结论不尽相同。从盈余管理角度,一方面,有研究发现机构投资者持股能够抑制管理层进行真实盈余管理(李增福等,2013)^[17];另一方面,也有研究表明机构投资者增加了管理层的应计盈余管理行为(杨海燕等,2012)^[18]。从盈余持续性角度,宋建波等(2012)发现机构投资者持股的公司盈余持续性更低^[19]。从信息披露角度,牛建波等(2013)认为机构投资者降低了上市公司的自愿性信息披露^[20],也有研究发现,机构投资者能够抑制信息披露的违规倾向(陆瑶等,2012)^[21]。

虽然会计信息可比性十分重要,但是可比性的研究进展相对缓慢。De Franco et al. (2011)将可比性定义为,同行业同年度、受到相同冲击的两公司之间,经济事项反映在会计利润上的相似程度^[22]。目前,关于会计信息可比性影响因素的检验,主要集中于IFRS的强制执行对可比性产生的影响(Defond et al., 2011)^[23]、审计师风格对可比性的影响(Francis et al., 2014)^[24]、资产减值对可比性的影响(张姗姗等,2016)^[25]等方面。Vivian et al. (2015)发现外国机构投资者能够提高全球财务报告的可比性^[9],不同于以往研究认为机构投资者主要是被动地需要会计信息可比性(DeFond et al., 2011)^[23],该研究发现外国机构投资者能够对会计信息可比性产生影响。

纵观现有文献,还比较缺乏从会计信息可比性角度展开的研究,从其他角度得出的结论也并不一致,我国机构投资者能否对会计信息可比性产生影响仍是一个值得探索的问题。

三、研究假说

机构投资者主要通过两种渠道影响会计信息可比性：一种是发挥外部治理效应，通过影响公司治理从而影响会计信息质量；另一种是发挥信息中介效应，机构投资者在投资决策时，对会计信息的需求和反应反过来影响会计信息可比。这两种影响渠道不论是哪一种都存在着机构投资者发挥积极作用和消极作用两种不同的声音，也因此，机构投资者能否提高会计信息可比性存在两种可能。

首先，相对于个人投资者，机构投资者通常投资金额较大，更少采用“用脚投票”的方式维护其资本价值，往往具有信息和专业优势，因而能够发挥积极的监督作用(李维安等, 2008)^[26]。2002年，我国证监会出台的《上市公司治理准则》明确规定：“机构投资者应在企业董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用。”如果“有效监督”假说成立，为了缓解信息不对称程度，使资本市场充分认识上市公司的价值，进而从红利增长和股价上升中获得更多回报(Healy et al., 2001)^[27]，机构投资者有动机推动上市公司提供更具可比性的会计信息。同时，机构投资者积极参与公司治理能够充分抑制上市公司隐瞒坏消息的可能，约束管理层的自利行为(Chung et al., 2002)^[28]，促进上市公司提供更加透明、更加可比的会计信息。

其次，作为会计信息的需求方，机构投资者往往投资多家上市公司。在机构投资者解读信息并进行投资决策的过程中，由于精力有限以及资源的稀缺性，机构投资者为了正确评价公司业绩并提高决策效率，会要求上市公司的会计信息具有可比性。许多学者的研究均证实了机构投资者需要会计信息可比(DeFond et al., 2011)^[23]。可比性与会计信息的其他质量特征相似，都是由影响管理层和审计师动机的各种经济和政治因素构成的一种成本效益的权衡(Ball et al., 2003)^[29]。显然，机构投资者作为资本市场重要的投资主体，能够影响管理层提供可比的会计信息的动机。机构投资者在进行投资决策时通过实地调研、采访沟通等方式向管理层了解公司状况的同时，也能对管理层的行为产生影响。因此，根据供求理论，上市公司为了满足机构投资者的信息需求，倾向于披露具有可比性的会计信息。基于以上分析，本文提出如下假说：

H1a：机构投资者持股能够提高上市公司的会计信息可比性。

另一方面，机构投资者是兼具投资性与投机性、以逐利为原则的市场主体，虽然投资金额较大，但通常所持公司股份比例不高，投资比较分散，因此，机构投资者不会积极参与公司治理，甚至可能与管理层“合谋”(Holderness et al., 1988；潘越等, 2011；宋建波等, 2012)^{[12][10][19]}。如果“无效监督”假说成立，机构投资者将无法通过影响公司治理进而影响会计信息可比性。进一步而言，无论机构投资者是否参与公司治理活动，他们的投资目的只是获利，机构投资者为了获利可能与管理层合谋，凭借私有信息进行套利活动(杨海燕等, 2012)^[18]。从信息中介角度来说，Mark Maffett(2012)发现，被投资公司的信息不透明能够为机构投资者创造私有信息优势，使机构投资者投机获利^[16]。Schadewitz et al. (1998)也发现，机构投资者与管理层的共谋会降低公司的自愿性信息披露程度^[30]。因此，当不透明信息带来的私有信息优势或者与管理层的共谋能够带来更高的利益时，机构投资者将没有动机影响上市公司提升会计信息可比性，反而会选择一种旁观和默认的态度。基于以上分析，本文提出如下假说：

H1b：机构投资者持股对上市公司的会计信息可比性没有显著影响。

四、研究设计

(一) 会计信息可比性的度量

本文借鉴 De Franco et al. (2011)^[22] 的定义和方法度量会计信息可比性, 将一家公司的会计信息可比性界定为, 它与同行业所有其它公司之间会计信息可比性的平均情况。

首先, 使用公司 i 第 t 期连续 16 个季度的数据, 以季度会计盈余为被解释变量, 季度股票收益率为解释变量, 估计公司 i 第 t 期的 α_i 和 β_i , 如公式(1)所示。然后, 假设两公司的经济情况相同, 都为 Return_{it} , 分别用公司 i 和公司 j 估计的 α 和 β 计算预期盈余, 如式(2)和式(3)所示。公司 i 和 j 在 t 期的会计信息可比性 (CompAcct_{ijt}) 为两公司预期盈余差异绝对值的平均值, 为了便于解释取相反数, 如式(4)所示。

$$\text{Earnings}_{it} = \alpha_i + \beta_i \text{Return}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$E(\text{Earnings})_{iit} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \text{Return}_{it} \quad (2)$$

$$E(\text{Earnings})_{ijt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \text{Return}_{it} \quad (3)$$

$$\text{CompAcct}_{ijt} = -1/16 \times \sum_{t=15}^t |E(\text{Earnings}_{iit}) - E(\text{Earnings}_{ijt})| \quad (4)$$

根据上述方法, 依次计算出公司 i 与同行业其它公司的会计信息可比性, 然后分别取平均数和中位数作为公司 i 在 t 期会计信息可比性的测度值, 记为 CompAcct_{iit} 和 CompAcct_{2it} 。

(二) 模型设定

为了缓解内生性问题, 本文借鉴 Vivian et al. (2015)^[9] 的研究方法, 分别采用会计信息可比性的变化量、机构投资者持股的滞后一期和变化量构建如下回归模型(模型 1 和 2)^①:

$$\Delta \text{CompAcct}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{INST}_{it-1} + \alpha_2 \text{Controls}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\Delta \text{CompAcct}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{INST}_{it} + \alpha_2 \Delta \text{Controls}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中, $\Delta \text{CompAcct}_{it}$ 为公司 i 在 t 期的会计信息可比性的变化量, 模型 1 中 INST_{it-1} 为滞后一期的机构投资者持股比例, 模型 2 中 ΔINST_{it} 为机构投资者持股比例的变化量。控制变量分别从公司经营情况、公司治理情况、宏观与市场层面进行考虑, 具体定义见表 1。

(三) 数据来源与样本选取

2004 年 1 月, 国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》, 积极推进资本市场改革开放和稳定发展。2006 年, 我国机构投资者进入了快速发展时期, 形成了多元化格局(杨海燕等, 2012)^[18]。因此, 本文以 2007~2014 年我国 A 股上市公司为研究对象, 上市公司数据来自国泰安数据库。

本文对数据进行了如下处理: (1) 剔除金融保险上市公司; (2) 剔除上市不满 4 年的公司; (3) 剔除公司数小于 15 家的行业; (4) 剔除数据缺失值; (5) 对连续变量进行前后 1% 的缩尾处理, 最终得到共 8352 个观测值。

^① 借鉴 Vivian et al. (2015)^[9], 我们没有直接采用可比性的数值做因变量, 而是取其变化量。这是由于 CompAcct_{it} 本身是由过去 4 年的数据回归得到, 用它与滞后一期的机构投资者持股比例回归将无法判断是机构投资者影响可比性, 还是相反。

表 1 变量定义

类型	名称	符号	描述
会计信息可比性	可比性指标 1	CompAcct ₁	公司 i 在 t 年同行业可比性的均值
	可比性指标 2	CompAcct ₂	公司 i 在 t 年同行业可比性的中位数
	可比性的变化 1	ΔCompAcct ₁	公司 i 在 t 年与 t-1 年的可比性指标 1 的差值
	可比性的变化 2	ΔCompAcct ₂	公司 i 在 t 年与 t-1 年的可比性指标 2 的差值
机构投资者持股	持股比例	INST	公司 i 在 t-1 年机构投资者持股占总股份比例(以百分数表示)
	持股比例变化	ΔINST	公司 i 在 t 年与 t-1 年持股比例的变化量(以百分数表示)
	持股波动性	IOS	定义 IO 为机构投资者近三年持股比例的标准差/近三年持股比例的平均值, 如果 IO 在该年度该行业的中位数以上, 则 IOS = 1, 为交易型投资者; 否则 IOS = 0, 为稳定型投资者
	行业工具变量	IVIndu	公司 i 在 t-1 年同行业所有其它公司的机构投资者持股比例的均值
	地区工具变量	IVRegion	公司 i 在 t-1 年同省/直辖市/自治区所有其它公司的机构投资者持股比例均值
公司经营情况	盈利能力	ROA	净利润/总资产
	市账比	MB	市场账面价值比
	上市年龄	AGE	公司从 IPO 到样本年度止的年数
	成长性	GROWTH	过去三年平均营业收入增长率
	负债率	LEV	总负债/总资产
	公司规模	SIZE	股票市场价值自然对数
公司治理情况	控股股东性质	CONT	终极控制人为国有时, 值为 1; 否则值为 0
	股权制衡度	BALANCE	第 2 到第 5 大股东持股之和与第 1 大股东比值
	董事会人数	LnBdSize	年末董事会人数的对数
	前五大股东持股	OwnCon	年末前五大股东持股数量合计/总股本
	审计意见类型	OPIN	标准无保留意见取值为 1, 否则取值为 0
宏观与市场层面	审计机构类型	AUD	国际 4 大为 1, 否则 0
	投资风险	BETA	最近 24 个月的 Beta 值
	双重上市	BHSHARE	当公司同时在 B 股或 H 股上市取 1, 否则取值为 0
	流通股比例	FLSH	年末流通股数/年末总股本
	股票年波动率	RETVOL	每个月股票收益的波动率乘以 $\sqrt{12}$

五、实证检验

(一)描述性统计

如表 2 所示, 会计信息可比性的变化 $\Delta\text{CompAcct}_1$ 和 $\Delta\text{CompAcct}_2$ 的均值分别为 0.031 和 0.028, 这表明在样本期间, 我国 A 股上市公司的会计信息可比性平均而言有所提高。机构投资者持股比例 INST 的平均值为 8.68%, 最大值为 60.36%, 最小值为 0.19%, 表明我国上市公司的机构投资者持股存在较大差异。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	极小值	中位数	极大值
CompAcct ₁	8352	-0.254	0.147	-0.872	-0.205	-0.094
CompAcct ₂	8352	-0.222	0.151	-0.868	-0.172	-0.071
ΔCompAcct ₁	7257	0.031	0.066	-0.131	0.021	0.302
ΔCompAcct ₂	7257	0.028	0.070	-0.147	0.018	0.317
INST	8351	8.680	11.03	0.190	5.180	60.36
ΔINST	8351	-0.24	4.480	-12.98	-0.220	14.16
IOS	8352	0.490	0.500	0	0	1
IVIndu	8352	7.360	1.740	4.070	6.830	12.22
IVRegion	8352	7.560	2.070	3.810	7.230	14.49
ROA	8352	8.600	10.75	-36.56	7.910	40.39

续表 2

变量	样本量	均值	标准差	极小值	中位数	极大值
MB	8352	1.010	0.920	0.110	0.710	5.060
AGE	8352	10.85	5.020	1	11	24
GROWTH	8352	0.250	0.470	-0.240	0.160	3.520
LEV	8352	0.490	0.200	0.070	0.500	0.890
SIZE	8352	15.45	0.930	13.63	15.33	18.17
StkRet	8352	0.370	0.850	-0.740	0.140	3.690
CONT	8352	0.530	0.500	0	1	1
BALANCE	8352	0.540	0.510	0.020	0.370	2.380
LnBdSize	8352	2.190	0.200	1.610	2.200	2.710
OwnCon	8352	50.13	15.14	18.01	50.54	85
OPIN	8352	0.970	0.160	0	1	1
AUD	8352	0.060	0.240	0	0	1
BETA	8352	1.060	0.240	0.450	1.070	1.670
BHSHARE	8352	0.070	0.260	0	0	1
FLSH	8352	0.810	0.220	0.240	0.910	1
RETVOL	8352	0.460	0.180	0.190	0.420	1.080

(二) 多元回归分析

本文采用固定效应模型进行回归分析^①，结果如表 3 所示。由(1)~(4)栏可见，INST 的系数分别在 1% 和 5% 的水平显著为正， Δ INST 的系数在 1% 的水平显著为正。这表明机构投资者持股对会计信息可比性产生了显著为正的影响，回归结果支持假说 1a，证明我国机构投资者有动机对上市公司的会计信息可比性产生影响，机构投资者能够通过发挥公司治理效应和信息中介效应提升会计信息可比性，而非对上市公司的会计信息可比性选择“旁观”。

表 3 机构投资者持股对会计信息可比性的影响

变量	模型1 (N = 7257)		变量	模型2 (N = 6587)	
	(1) Δ CompAcct ₁	(2) Δ CompAcct ₂		(3) Δ CompAcct ₁	(4) Δ CompAcct ₂
INST	0.042 *** (2.60)	0.043 ** (2.49)	Δ INST	0.071 *** (3.49)	0.076 *** (3.50)
LEV	-3.941 *** (-3.49)	-4.373 *** (-3.63)	Δ LEV	1.034 (0.88)	1.092 (0.88)
MB	-0.253 (-1.23)	-0.191 (-0.87)	Δ MB	1.213 *** (7.20)	1.203 *** (6.73)
ROA	0.002 (0.17)	-0.002 (-0.15)	Δ ROA	0.002 (1.29)	0.001 (0.56)
AUD	-0.654 (-0.74)	-0.507 (-0.54)	Δ AUD	1.791 * (1.86)	1.932 * (1.89)
CONT	-1.693 *** (-4.49)	-1.499 *** (-3.71)	Δ CONT	-1.030 *** (-3.21)	-1.056 *** (-3.11)
OPIN	2.189 *** (2.92)	2.251 *** (2.81)	Δ OPIN	0.635 (1.04)	0.711 (1.10)
SIZE	-0.670 ** (-2.50)	-1.189 *** (-4.14)	Δ SIZE	2.156 *** (7.59)	1.527 *** (5.07)
RETVOL	-7.138 *** (-11.59)	-5.919 *** (-8.99)	Δ RETVOL	-3.577 *** (-7.90)	-3.073 *** (-6.40)
LnBdSize	1.513 (1.57)	1.295 (1.25)	Δ LnBdSize	0.185 (0.21)	-0.015 (-0.02)
BALANCE	-0.391 (-0.95)	-0.333 (-0.76)	Δ BALANCE	-0.578 (-1.32)	-0.496 (-1.07)
OwnCon	0.003 (0.18)	-0.011 (-0.56)	Δ OwnCon	-0.035 * (-1.70)	-0.031 (-1.40)
BHSHARE	0 (.)	0 (.)	Δ BHSHARE	0 (.)	0 (.)
FLSH	6.483 *** (10.50)	6.021 *** (9.12)	Δ FLSH	2.133 *** (3.87)	1.332 ** (2.28)
AGE	-1.104 *** (-17.58)	-0.984 *** (-14.64)	Δ AGE	0 (.)	0 (.)
BETA	-0.143 (-0.33)	-0.417 (-0.88)	Δ BETA	2.009 *** (5.57)	1.475 *** (3.86)
GROWTH	0.324 (1.24)	0.234 (0.84)	Δ GROWTH	0.003 * (1.70)	0.003 (1.53)
Cons	21.636 *** (4.71)	29.334 *** (5.97)	Cons	2.797 *** (31.49)	2.591 *** (27.52)
R - sq	0.102	0.082	R - sq	0.091	0.082

注：括号中为 t 值；***、**和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下同。

^① 本文进行了 Hausman 检验，结果在 1% 水平上拒绝采用随机效应模型。我们也进行了混合 OLS 检验，结论仍然成立。

(三) 稳健性检验^①

考虑到研究结论依然可能受内生性问题的干扰, 本文分别采用二阶段最小二乘法(2SLS)和倾向匹配得分法(PSM)进行内生性控制。首先, 借鉴 Kim et al. (2011)^[31]和陆瑶等(2012)^[21]的研究, 我们选取同行业其它公司的机构投资者持股比例平均值(IVIndu)、同地区其它公司的机构投资者持股比例平均值(IVRegion)作为工具变量。采用二阶段最小二乘法的回归结果显示, 机构投资者持股的系数依然正向显著, 表明机构投资者持股能够提升会计信息可比性。其次, 本文采取倾向匹配得分(PSM)模型, 筛选出与机构投资者持股公司在所有匹配变量的特征上尽量相同的普通股公司^②。借鉴史永东等(2014)的研究, 本文选择了包括财务指标和公司治理指标在内的 17 个匹配变量^[7]。在分别采用最邻近匹配、半径匹配和核匹配三种方法控制了匹配变量的差异后, 本文发现, 有机构投资者持股的公司的会计信息可比性显著高于没有机构投资者持股的公司, 再次证明了本文的结论。

六、进一步分析

(一) 不同类型的机构投资者对会计信息可比性的影响

借鉴牛建波等(2013)的分类方式, 本文将投资某一家上市公司的所有机构投资者整体分类为交易型机构投资者与稳定型机构投资者^[20]。一般来说, 交易型机构投资者以股票交易为目的、换手率较高、持股波动性大, 稳定型机构投资者则是长期持有公司股份, 持股波动性小。因此, 我们采用上市公司机构投资者持股的波动性作为分类依据, 以行业的中位数为标准, 令高于标准的上市公司为交易型投资者投资的公司; 低于标准的上市公司为稳定型投资者投资的公司(详见变量定义表 1)。

如前文所述, 机构投资者主要通过发挥公司治理效应和信息中介效应影响可比性, 不同类型的机构投资者在发挥两种效应时存在较大差异。Chen 等(2007)、牛建波等(2013)发现稳定型机构投资者往往更有监督动机, 而交易型机构投资者主要出于交易动机, 发挥公司治理效应的程度较为有限^{[32][20]}。同时, 不同于稳定型机构投资者的长期持股, 交易型机构投资者进行交易决策更加频繁, 发挥信息中介效应也更加明显。我们认为, 比起稳定型机构投资者, 交易型机构投资者对会计信息可比性的影响更大。

为了验证本文的预期, 我们分别对交易型机构投资者和稳定性机构投资者投资的两类上市公司, 按照模型 1 和模型 2 进行回归。如表 4 所示, 结果发现, 交易型机构投资者持股对投资公司的会计信息可比性有显著为正的, 没有发现稳定型机构投资者持股对投资公司的会计信息可比性有显著影响, 回归结果印证了本文的预期。

(二) 机构投资者对会计信息可比性影响路径的进一步检验

我们已经发现, 机构投资者持股能够提升会计信息可比性, 同时, 也有研究表明机构投资者持股能够抑制管理层的盈余管理行为。值得探讨的是, 在控制了盈余管理的因素后, 机构投资者对会计信息可比性的影响是否仍然存在? 针对这一问题, 本文在模型 1 和模型 2 的基础上分别加入了应计盈余管理(DACC_{it})和真实盈余管理管理(REM_{it}), 以及对应的交乘项构建模型 3 和模型 4。

$$\begin{aligned} \Delta CompAcct_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 INST_{it-1} + \alpha_2 DACC_{it} + \alpha_3 REM_{it} + \alpha_4 INST_{it-1} \times DACC_{it} \\ & + \alpha_5 INST_{it-1} \times REM_{it} + \alpha_6 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

^① 限于篇幅, 本文没有在正文中列示稳健性检验的实证结果。如有需要, 可向作者索取。

^② 借鉴史永东等(2014)^[7]的研究, 本文以固定持股比例(10%)作为划分机构股和普通股的分界点。限于篇幅, 本文没有报告匹配变量, 如有需要, 可向作者索取。

表 4 不同类型的机构投资者持股对会计信息可比性的影响

Panel A : 模型1				
变量	IOS = 1 交易型机构投资者 (N = 3536)		IOS = 0 稳定型机构投资者 (N = 3721)	
	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_2$	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_2$
INST	0.045 ** (2.03)	0.049 ** (2.00)	-0.009 (-0.27)	0.008 (0.24)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
R-sq	0.099	0.084	0.121	0.097
Panel B : 模型2				
变量	IOS = 1 交易型机构投资者 (N = 3185)		IOS = 0 稳定型机构投资者 (N = 3402)	
	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_2$	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_2$
ΔINST	0.108 *** (4.29)	0.123 *** (4.61)	0.035 (0.39)	0.030 (0.70)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
R-sq	0.092	0.087	0.096	0.086

$$\Delta \text{CompAcct}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{INST}_{it} + \alpha_2 \Delta \text{DACC}_{it} + \alpha_3 \Delta \text{REM}_{it} + \alpha_4 \Delta \text{INST}_{it} \times \Delta \text{DACC}_{it} + \alpha_5 \Delta \text{INST}_{it} \times \Delta \text{REM}_{it} + \alpha_6 \Delta \text{Controls}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中, 应计盈余管理 (DACC_{it}) 采用修正的 Jones 截面模型度量的操控性应计利润衡量, 真实盈余管理 (REM_{it}) 根据 Roychowdhury (2006)^[33] 的方法计算得到。

我们依然采用固定效应模型进行回归, 回归结果如表 5 所示, 在控制盈余质量的情况下, 机构投资者持股对可比性仍然有显著为正的影响, 说明机构投资者对会计信息可比性有直接影响。交乘项 $\text{INST}_{it-1} \times \text{DACC}_{it}$ 在模型 3 中负向显著, 表明机构投资者持股能够抑制应计盈余管理从而提升可比性, 但是在模型 4 中该交乘项变得不显著, 使得结论不够稳健。

表 5 机构投资者持股对会计信息可比性影响路径的检验

变量	模型3 (N = 7067)				模型4 (N = 6386)			
	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_2$	$\Delta \text{CompAcct}_2$	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_1$	$\Delta \text{CompAcct}_2$	$\Delta \text{CompAcct}_2$
INST	0.042 ** (2.55)	0.046 *** (2.76)	0.045 ** (2.55)	0.048 *** (2.69)				
ΔINST					0.061 *** (3.02)	0.068 *** (3.14)	0.063 *** (3.08)	0.068 *** (3.15)
DACC	-4.56 (-1.55)	-0.14 (-0.04)	-4.44 (-1.41)	-0.90 (-0.25)				
REM	0.79 (1.14)	1.10 (1.26)	0.68 (0.91)	0.95 (1.02)				
ΔDACC					-6.88 *** (-3.26)	-7.44 *** (-3.33)	-6.73 *** (-3.18)	-7.40 *** (-3.30)
ΔREM					-0.82 (-1.56)	-0.97 * (-1.73)	-0.79 (-1.49)	-0.93 * (-1.66)
INST × DACC		-0.48 ** (-2.51)		-0.38 * (-1.88)				
INST × REM		-0.04 (-0.65)		-0.03 (-0.53)				
$\Delta \text{INST} \times \Delta \text{DACC}$						0.34 (0.75)		0.06 (0.12)
$\Delta \text{INST} \times \Delta \text{REM}$						0.11 (0.90)		0.12 (0.91)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R - sq	0.103	0.083	0.105	0.084	0.095	0.086	0.095	0.087

七、结论与启示

整体而言,本文发现我国机构投资者持股显著地提升了会计信息可比性,从一个侧面表明我国机构投资者在资本市场中确实表现出积极的作用,有利于投资者保护。进一步研究发现,对于交易型机构投资者投资的公司,机构投资者持股对可比性有显著提升,而对于稳定型机构投资者投资的公司,机构投资者持股对可比性的影响不显著。这说明交易型机构投资者更加关注会计信息可比性,并且与机构投资者通过发挥外部治理效应影响盈余质量的渠道不同,机构投资者主要通过交易决策过程发挥信息中介效应促进可比性的提升。此外,本文发现在控制两种盈余管理的情况下,机构投资者仍然对会计信息可比性有直接影响。

本文的研究结论具有重要的启示:(1)与“超常规发展机构投资者”战略方针的初衷相一致,我国机构投资者在投资者保护和稳定资本市场方面起到了重要作用,今后应该继续鼓励机构投资者健康发展。(2)与以往研究强调通过长期持股发挥公司治理效应不同,我们发现机构投资者也能通过在资本市场中进行短期交易决策发挥作用。这与以往认知中,与机构投资者长期持股相反的就是短期投机行为不同,与长期持股相对的也包括正常的短期交易行为,该行为对提升会计信息可比性以及资本市场有积极作用。当然,不可否认的是,现实中部分机构投资者存在短期投机行为,应该加大对内幕交易等违法行为的打击力度。

参考文献:

- [1] 会计信息质量特征研究课题组. 对建立我国会计信息质量特征体系的认识 [J]. 会计研究, 2006, (1): 16-24.
- [2] FASB. SFAC No. 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information [S]. 1980.
- [3] IASB/FASB. Exposure Draft(ED): The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision——useful Financial Reporting Information [S]. 2008.
- [4] Arthur Levitt. The Importance of High Quality Standards [J]. Accounting Horizons, 1998, 12 (1): 79-82.
- [5] 袁知柱, 吴粒. 会计信息可比性研究评述及未来展望 [J]. 会计研究, 2012, (9): 9-15.
- [6] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2013, (7): 31-43.
- [7] 史永东, 王瑾. 中国机构投资者真的稳定市场了吗? [J]. 经济研究, 2014, (12): 100-112.
- [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), 2014, (1): 351-372.
- [9] Vivian F. W., M. Maffett, B. ZHANG. Foreign Institutional Ownership and the Global Convergence of Financial Reporting Practices [J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(3): 593-631.
- [10] 潘越, 戴亦一, 魏诗琪. 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, 2011, (2): 69-81.
- [11] Aggarwal R., Erel I., Ferreira M., Matos P. Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100(1): 154-181.
- [12] Holderness C. G., Sheehan D. P. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2): 317-346.
- [13] Pound J. Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2): 237-265.
- [14] Holden C. W., Sunbrahmanyarn A. Long-lived Private Information and Imperfect Competition [J]. Journal of Finance, 1992, 47(1): 247-270.
- [15] 蔡庆丰, 杨侃. 是谁在“捕风捉影”: 机构投资者 VS 证券分析师——基于 A 股信息交易者信息偏好的实证研究 [J]. 金融研究, 2013, (6): 193-206.
- [16] Maffett M. Financial Reporting Opacity and Informed Trading by International Institutional Investors [J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 54(2-3): 201-220.

- [17] 李增福, 林盛天, 连玉君. 国有控股、机构投资者与真实活动的盈余管理 [J]. 管理工程学报, 2013, (3): 35-44.
- [18] 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): 16-23.
- [19] 宋建波, 高升好, 关馨姣. 机构投资者持股能提高上市公司盈余持续性吗? ——基于中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 中国软科学, 2012, (2): 128-138.
- [20] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露 [J]. 管理评论, 2013, (3): 48-59.
- [21] 陆瑶, 朱玉杰, 胡晓元. 机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究 [J]. 南开管理评论, 2012, (1): 13-23.
- [22] De Franco G., Kothari S. P., Verdi R. S. The Benefits of Financial Statement Comparability [J]. Journal of Accounting Research, 2011, 49(4): 895-931.
- [23] DeFond M., Hu X., Hung M., Li S. The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Foreign Mutual Fund Ownership: The Role of Comparability [J]. Journal of Accounting and Economics, 2011, 51(3): 240-258.
- [24] Francis J. R., Pinnuck M L., Watanabe O. Auditor Style and Financial Statement Comparability [J]. The Accounting Review, 2014, 89(2): 605-633.
- [25] 张姗姗, 戴德明, 张卓然. 资产减值与会计盈余可比性 [J]. 财经论丛, 2016, (10): 57-66.
- [26] 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 CCGINK 的经验研究 [J]. 南开管理评论, 2008, (11): 4-14.
- [27] Healy P. M., Palepu K. G. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31(1-3): 405-440.
- [28] Chung R., Firth M., Kim J. B. Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management [J]. Journal of Corporate Finance, 2002, 8(1): 29-48.
- [29] Ball R., A. Robin, J. Wu. Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36(1): 235-270.
- [30] Schadewitz H. J., Blevins D. R. Major Determinants of Interim Disclosures in an Emerging Market [J]. American Business Review, 1998, 16(1): 41-45.
- [31] Han Kim E., Yao Lu. CEO Ownership External Governance and Risk-taking [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 102(2): 272-292.
- [32] Chen, X., Harford, J., Li, K. Monitoring: Which Institutions Matter? [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2): 279-305.
- [33] Roychowdhury S. Earning Management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3): 335-370.

Can Institutional Ownership Improve Accounting Comparability of Listed Companies?

SUN Guangguo¹, YANG Jinfeng^{1,2}

(1. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China; 2. School of Accounting, Shandong Technology and Business University, Yantai 264005, China)

Abstract: This paper investigates how the institutional ownership affects accounting comparability and further explores the specific channel and path. Firstly, the paper finds that institutional ownership could improve accounting comparability and has a positive effect on investor's protection. Secondly, after dividing institutional investors into trading institutional investors and stable institutional investors, the paper finds that the former has a significant impact on accounting comparability, whereas the latter has no significant impact, which indicates that accounting comparability is mainly influenced by institutional investors through information intermediary effect. Finally, after controlling earning management factors, the paper discovers that the institutional ownership still has direct influence on comparability.

Key words: Institutional Ownership; Accounting Comparability; Investor Protection

(责任编辑: 赵 婧)