

文章编号: 1005 - 0523(2010)02 - 0120 - 05

机构投资者持股与上市公司信息披露行为研究

刘奕均, 牛盼强

(上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200052)

摘要: 研究采用我国上市公司 2005 年至 2008 年会计年报数据, 实证检验机构投资者持股对于多角度公司信息披露行为的影响。研究发现机构持股比例越高的公司年报披露越及时, 但是持有同一家上市公司的机构数量越多反而会延迟年报的披露; 同时还发现机构持股对于上市公司年报的审计意见类型和年报的补充公告影响并不显著, 说明我国机构投资者对于上市公司的内部治理作用还十分有限。

关键词: 机构投资者; 信息披露行为; Probit 模型

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

上市公司的信息披露是企业相关利益各方尤为关注的内容, 以年度会计报表为代表的强制性信息披露向股东、债权人、管理者、雇员、供应商和政府提供了公司相关的财务状况和经营成果^[1]。我国现行的新会计准则更加体现了与国际会计准则的趋同性, 为企业相关各方了解企业经营提供了制度上的保障。然而在政策制度的强制性要求下, 企业在信息披露质量和披露行为上仍然具有弹性。

1 问题的提出及研究假设

对于影响企业信息披露质量的研究在国内外屡见不鲜, 反映了在制度要求下公司管理层仍然可以选择会计政策, 利用盈余管理操纵利润^[2]。但对于上市公司信息披露行为的研究却并不多见, 不同的信息披露行为是不同公司依据内外部因素选择的结果, 其影响因素各不相同。程书强^[1]实证检验了机构投资者持股可以有效抑制公司操纵应计利润的盈余管理行为, 增强了盈余信息的真实性。但是从会计信息披露的行为上看, 各上市公司仍然差异明显。有的公司积极配合市场投资者需求主动披露、及时披露, 而有的公司对于强制性披露都怠慢明显, 就更不用说自愿性披露了。我国资本市场上存在大量信息记载虚假、误导性陈述、披露不及时等侵犯投资者利益的行为。本文从上市公司披露的时滞性、审计意见的标准性和上市公司年报是否进行补充披露 3 个角度考察了机构投资者持股对于公司信息披露行为的影响, 从信息披露行为方面考察了上市公司是否有动机从外在的披露行为上迎合日益成熟的机构投资者的信息需求。

近年, 机构投资者在我国取得了长足的发展, 机构的参与不但对于市场各方的行为和反应产生重要作用, 更加影响了上市公司的经营管理和决策行为。机构投资者在资本市场上凭借着资金、人才和信息优势参与市场交易, 以往研究普遍认为机构是更加理性的投资方, 它的行为不但影响了市场交易和价格, 而且从公司治理的角度影响着上市公司的管理层。

Ball^[3]将会计信息的及时性(the timeliness of accounting earnings)定义为本期信息中包含有关公司当期活动与经营状况对股东投资决策的影响程度, 也是对投资者做出正确决策的有用程度。可见, 会计信息的披露实效性将对于现有投资者和潜在投资者产生重要影响, 因为及时的信息才是有效的。参与市场的机构投资者一方面积极获取相关信息, 一方面也对会计信息的披露产生影响, 有些上市公司为了迎合相关投资方进行选择性的信息披露行为。我国股票市场存在国有股一股独大的现象较为普遍, 陈晓丽^[4]的研究发现当股权过于集中时, 机构投资者对于上市公司的信息披露的促进作用会降低。随着我国股权分置改革

收稿日期: 2009 - 10 - 12

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70772061)

作者简介: 刘奕均(1978 -), 男, 博士研究生, 研究方向为机构投资者持股行为。

的进行流通股比例的增加将有利于机构投资者对于公司信息披露行为影响能力的提高。在国外研究中发现公司存在提前披露好消息、延期披露坏消息的规律^[5]。普遍认为机构具有信息优势,机构大量持股的上市公司被市场认为是优质公司,它的盈利能力强、信息质量高并且能够为投资者带来更高的回报。因此本文提出第 1 个研究假设:

H_1 : 机构持股比例越多的公司信息披露越及时。

上市公司的会计年报必须经过会计师事务所审计,年报审计也被誉为上市公司信息披露质量的第一道防线。审计质量和审计意见反映了上市公司会计年报信息对于会计准则的遵循情况,也在一定程度上反映了上市公司信息披露的优劣。吕伟^[6]研究表明,在我国证券市场中当外部监管较弱时,注册会计师出示非标准审计意见的可能性越大。注册会计师的公司治理作用和外部监管之间具有替代作用。吕先错和王伟^[7]发现行业资产负债率、设立审计委员会和大所审计对注册会计师出具非标准审计意见产生显著影响。而机构作为重要的市场参与者对于上市公司具有直接的外部监管效用,机构也不会青睐那些内部治理机制不健全、财务指标不佳的上市公司。因此研究提出第 2 个假设:

H_2 : 机构持股越多的公司被出具非标准审计报告的可能性越小。

在上市公司披露年报之后有时会出现一些上市公司发布年报补充报告的情况,通常我们把这种情况称为“年报补丁”。年报补丁意味着原来的年报中存在错误,因此可能误导投资者。上市公司可能利用这种补丁年报延缓坏消息的披露,或者通过这种形式希望补丁的披露内容不被市场重视。陈凌云^[8]考察了年报补丁公司的经济特征,表明相对与没有年报补丁的公司而言,补丁公司的业绩较差、公司审计质量较差、较少设置审计委员会、公司的内部治理结构不完善。年报补丁的原因多为对于会计差错的更正或遗漏,这种现象充分说明了上市公司会计信息质量的低下和审计监督的不足。会计制度越健全公司治理机制越完善的公司往往发生年报补丁的现象较少。而机构投资者作为市场外部治理相对于内部治理的补充应该能从公司机制的作用机理上减少这种补丁现象。提出研究的第 3 个假设:

H_3 : 机构持股愈多的公司发生年报补丁的可能性越小。

2 研究设计

针对上市公司的信息披露行为我们将从 3 个纬度进行研究,即公司年报披露的时效性、年报审计意见类型和公司年报的补充公告。我国为了提高上市公司年报信息披露的及时性,上交所和深交所从 2001 年开始年报定期报告预约披露制度。上市公司向交易所预约披露年报时间,这种年报预约披露是我国资本市场增强市场透明度和信息公开化的一种尝试。针对研究提出的第 1 假设。我们用上市公司实际向市场公开披露年报的时刻至上个会计年度末的天数作为衡量公司年报披露时效性的指标。

$Reporttime = t_1 - t_0$, $Reporttime$ 为公司年报披露时效的衡量, t_1 为公司年报实际披露日期, t_0 为上个会计年度末日期。而对于机构投资者持股的数量研究采用 wind 数据库中机构持股占流通股的比例来衡量。 $IO = JH/LTH$ 其中 JH 为上年度末机构持股数量, LTH 为上年度末流通股数量, IO 为上一年度末机构持股比例。同时,我们观测上年度末持有上市公司股票的机构数量对于年报披露及时性的影响。我们用 ION 代表持有上市公司股票的机构数量。考虑到影响年报披露的其他因素,我们在实证模型中控制了资产负债率($indebt$)、上市公司的上市月数(Age)、上市公司的账面市值比(BM)和上市公司上年的每股盈利($Earn$),之所以控制这些财务指标是因为以往研究发现上市公司自身的财务状况、成熟度、发展前景和盈利性都有可能影响年报披露时效。因此得到检验假设 1 的实证计量模型(1)

$$Reporttime_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 IO_{it} + \gamma_2 ION_{it} + \gamma_3 indebt_{it} + \gamma_4 Age_{it} + \gamma_5 BM_{it} + \gamma_6 Earn_{it} + \mu_{it}$$

针对研究提出的假设 2,我们采用二值因变量计量模型 Probit 模型,定义 $Audit$ 当公司年报为标准无保留审计意见时取值为 1,非标意见时取值为 0。同样观测 IO 变量和 ION 变量对于限值因变量的影响。研究控制了可能影响审计意见类型的变量 $indebt$ 、 $Earn$ 、 $Asset$ 其中 $indebt$ 为上年末资产负债率, $Earn$ 为上年末每股收益, $Asset$ 为上年末每股资产。构建检验假设 2 的实证模型(2)如下

$$Audit_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{it} + \alpha_2 ION_{it} + \alpha_3 indebt_{it} + \alpha_4 Asset_{it} + \alpha_5 Earn_{it} + \mu_{it}$$

假设3 我们采用了与设计检验假设2 同样的 probit 模型,定义 *Adjust* 当上市公司年报没有补充公告时取值为0,有补充公告时其取值为1。其观测变量为 *IO* 和 *ION*。而控制变量为上市公司上市月数 *Age*、上市公司上年末流通股市值的自然对数 *lnLTSZ* 和公司上年的每股盈利 *Earn*。得到检验假设3 的模型(3)为:

$$Adjust_{it} = \beta_0 + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 ION_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 lnLTSZ_{it} + \beta_5 Earn_{it} + \mu_{it}$$

模型中 *i* 为 *i* 上市公司, *t* 为 *t* 年度。研究数据来源于 wind 数据库,在对数据进行处理删除了数据缺失的公司之后,采用了2005年至2008年的年报数据,针对年报补充公告的数据来源于巨潮网站。我们得到有效数据4 年年报时效数据共5 625 个,审计意见类型 probit 模型4 年数据5 602 个,年报补充公告 probit 模型2 年数据2 968 个。研究采用了分年度回归和全样本回归的实证方法进行,使用软件为 stata 9.0。

3 实证结果及分析

随着机构投资者逐渐成为市场参与的主体,机构的持股和交易行为将对于上市公司股票市场价格产生重大影响,上市公司管理层一方面在委托代理关系的约束之下关注与公司股票的市场价格;另一方面受到公司各方面契约关系的影响,股价变动直接影响到公司投融资决策和高管薪酬。所以从理论上分析,公司高管有动机关注股价变动,而对于股价变动具有重大影响的机构投资者自然也就成为公司决策层关注的对象。公司管理层可能通过各种渠道与机构进行沟通,而利用公司年报直接并合法的向市场投资者传递信息是上市公司最普遍采用的方式。因此研究认为越是机构持股多的公司,管理层越有动机及时披露年报信息,向市场传递公司经营和管理的各项披露内容。对于假设一的实证结果如表1所示。

表1 年报时效性回归结果

回归	<i>cons</i>	<i>IO</i>	<i>ION</i>	<i>indebt</i>	<i>Age</i>	<i>BM</i>	<i>Earn</i>	<i>N</i>	<i>F</i> 值	<i>R</i> ²
2005	10.84 (0.69)	-1.98 (0.76)	-.069 (0.35)	0.75 (0.17)	0.055*** (0.001)	4.55** (0.04)	-13.92*** (0.000)	1 330	11.22	0.143 0
2006	69.42*** (0.003)	-7.19 (0.19)	0.065 (0.15)	0.738*** (0.001)	0.051*** (0.001)	4.65* (0.08)	-13.23*** (0.00)	1 313	11.13	0.094 1
2007	110.95*** (0.00)	-9.81* (0.08)	0.084*** (0.002)	0.542** (0.016)	0.038** (0.013)	12.66** (0.05)	-6.19*** (0.003)	1 415	8.12	0.044 8
2008	129.2*** (0.00)	-33.4*** (0.00)	0.092** (0.016)	0.121* (0.075)	0.025*** (0.008)	0.005* (0.06)	-4.12** (0.025)	1 567	5.93	0.045 9
全样本	82.44*** (0.00)	-14.64*** (0.00)	0.056*** (0.001)	0.189* (0.073)	0.039*** (0.00)	0.01*** (0.00)	-7.75*** (0.00)	5 625	18.50	0.064 1

注:*,**,***分别表示在10%、5%和1%水平上显著,表中每格上面数值为回归系数,括号中为*P*值,在对于自变量的多重共线性检验中,方差膨胀因子(VIF)都小于10,在残差检验的DW检验中没有发现残差的序列相关性。以下表格同此表。

从年报时滞实证结果发现 *IO* 变量在分年度回归和全样本回归中回归系数都为负值,而且从2007年度开始变的显著。这充分说明了机构持股比例的增多有效的促进了上市公司尽早公开披露年报。这也和我国资本市场近年大力发展机构的背景相附,随着我国机构投资者占据的市场份额加大,上市公司的信息披露不得不考虑到信息对于机构的影响,而机构参与市场的行为又进一步影响了上市公司的经营决策。从检验结果发现2008年机构对于年报披露时效性的影响不论在统计意义上还是在经济意义上都最为明显。但是检验结果中 *ION* 变量在2007、2008和全样本的回归中显著为正,意味着持有上市公司股票的机构越多,上市公司越会延迟披露年报。这可能是由于较多机构持股的公司往往为市场上的大公司,其经营业务复杂年报编报繁琐导致披露时效不及时所致,其他控制变量与预期相符不做过多解释。研究证实了机构对于年报及时披露的作用,进而也表明上市公司对于信息披露决策时充分考虑了市场中机构投资者的影响,机构从外部治理的角度影响了公司的管理决策。

在对审计意见类型和年报补充公告的实证归结果如表 2 和表 3 所示,只有 *ION* 变量在年报补充公告的全样本回归中在 5% 的显著性水平上呈现出与补充公告负相关,说明在 2007 至 2008 年度持股机构数量在一定程度上减少了年报补丁现象,2008 年随着机构投资者的增多,相比 2007 年年报补丁明显减少。但是在审计意见类型的回归结果中 *IO* 变量和 *ION* 变量都不显著,说明机构持股对于审计意见类型的影响作用并不明显。在控制变量中资产负债率越高的公司被出具非标意见的可能性越大,而每股资产和每股收益越多的公司被出具标准审计意见的可能越大,这些实证结果与预期相同。无论是审计意见实证结果还是年报补丁实证结果都反映了机构投资者对于上市公司内部治理的作用并不明显。

表 2 年报审计意见 probit 回归结果

回归	<i>cons</i>	<i>IO</i>	<i>ION</i>	<i>indebt</i>	<i>Asset</i>	<i>Earn</i>	<i>N</i>	<i>Waldchi2</i>	<i>R2</i>
2005	-1.617 (0.47)	0.556 (0.46)	-.005 (0.48)	-0.027 (0.53)	0.226** (0.02)	0.523*** (0.00)	1 328	90.43	0.240 6
2006	1.45 (0.56)	1.23(0.16)	-0.01 (0.11)	-0.923** (0.02)	0.148* (0.095)	1.31*** (0.00)	1306	108.32	0.400 3
2007	0.247 (0.92)	0.435 (0.45)	-0.002 (0.66)	-0.97*** (0.007)	0.131 (0.27)	0.90*** (0.00)	1 401	92.67	0.351 7
2008	-5.62** (0.03)	-1.2 (0.41)	-0.004 (0.58)	-1.08*** (0.01)	0.192* (0.07)	0.442* (0.06)	1 567	82.51	0.401 6
全样本	-0.322 (0.7)	0.276 (0.46)	-0.003 (0.28)	-0.152 (0.13)	0.275*** (0.00)	0.656*** (0.00)	5 602	232.38	0.314 4

分析认为我国是一种典型的公募基金“一股独大”的机构参与方式,公募基金持股占到所有机构投资者持股比例的 80% 以上。基金有典型的“群居”行为,在市场绩效压力和行业排名的压力下,往往过于重视所投资证券的价格信息而忽视了其价值信息,成为一种“短视”投资者。这样造成了以基金为主导的机构投资者价值投资缺乏,不主动参与上市公司治理结构的调整和改善,因此也就更不会重视对于审计意见类型和年报补丁的影响,实证结果也表明机构投资者对其影响并不显著。

表 3 年报补充公告 probit 回归结果

回归	<i>cons</i>	<i>IO</i>	<i>ION</i>	<i>Age</i>	<i>lnLTSZ</i>	<i>Earn</i>	<i>N</i>	<i>Waldchi2</i>	<i>R2</i>
2007	0.247 (0.92)	0.435 (0.45)	-0.002 (0.66)	-0.004** (0.03)	0.081 (0.48)	0.90*** (0.00)	1 401	92.67	0.351 7
2008	0.442* (0.06)	-1.2 (0.41)	-0.004 (0.58)	-0.002 (0.12)	0.358*** (0.007)	0.442* (0.06)	1 567	82.51	0.401 6
全样本	-4.49*** (0.00)	0.02 (0.93)	-0.004** (0.04)	-0.002*** (0.001)	0.164*** (0.00)	-0.084 (0.12)	2 968	55.06	0.229 0

我国对于基金机构投资者采取了“双十限制”,即基金投资一家上市公司的资产价值不能超过基金总值的 10%,而且基金公司持有一家上市公司的股份不能超过上市公司总股份的 10%,这样的制度安排旨在限制基金公司操纵市场。但在我国当前国有股占绝对控股地位的情况下,限制了机构投资者为代表的中小投资者在股东大会中的话语权,使得其发挥公司内部治理的作用受到限制,在难以“用手投票”的情况下,以基金为代表的机构投资者往往会选择“用脚投票”。因此,机构投资者对于公司治理的作用更多的体现在通过市场交易方式,用市场机制发挥其治理作用。因而机构对于上市公司审计意见类型、年报补充公告的信息披露行为的影响作用有限。

4 研究结论

研究采用 2005 年至 2008 年上市公司年报数据,从年报披露时效、审计意见类型和年报补充公告多个角度实证检验了机构投资者持股对于上市公司信息披露行为的影响。研究发现机构持股比例越高的公司年报披露越及时,而持股机构数量越多的公司可能延迟年报的披露时间。因此,我国应当进一步发展机构投资者,发挥机构对于上市公司的外部治理作用,同时限制同一家机构持有不同公司股票的数量,防止机构成为公司的大股东或内部交易人。这都将有利于上市公司的内部治理的完善和及时的信息披露。

实证检验发现机构持股对年报审计意见类型和公司发布年报补丁并没有实质性的作用,说明我国的机构投资者对上市公司内部治理产生的影响作用有限。对于市场监管方而言,研究结论将有助与政策制定者如何进一步规范和发展机构投资者,使其发挥从外部监管者的角度发挥对公司治理的促进作用。

参考文献:

- [1] 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[J]. 管理世界, 2006(9): 129-136.
- [2] 张昕, 杨再惠. 中国上市公司利用盈余管理避免亏损的实证研究[J]. 管理世界, 2007(9): 166-167.
- [3] BALL R S, KOTHARI, ROBIN A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings [J]. Journal of Accounting and Economic, 2000, 29(1): 1-51.
- [4] 陈晓丽, 宋晓宁. 机构投资者影响上市公司信息披露的因素分析[J]. 企业经济, 2007(7): 176-180.
- [5] MARK F, CHRISTIAN G. Around and around: The expectations hypothesis [J]. The Journal of Finance, 1998, 53(2): 365-383.
- [6] 吕伟, 林昭呈. 关联方交易、审计意见与外部监管[J]. 审计研究, 2004(4): 59-66.
- [7] 吕先铎, 王伟. 注册会计师非标准审计意见影响因素的实证研究——来自中国证券市场的行业经验证据[J]. 审计研究, 2007(1): 51-58.
- [7] 陈凌云, 李强. 中国证券市场年报补丁公司特征研究[J]. 证券市场导报, 2006(2): 35-42.

A Research on Information Disclosure Behavior of the Institutional Investor Holding and Listed Companies

Liu Yijun, Niu Panqiang

(Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200052, China)

Abstract: The research adopts accountant annual data of China's listed companies from 2005 to 2008. The institutional investor holding has been checked by the research to influence company information disclosure behavior. The study indicates that the higher the proportion of institution investors' holding, the more timely the annual report discloses. However, more holding the same listed company will delay the disclosure of annual report. Institution investor holding does not significantly influence the types of auditing and supplementary announcement of company annual report, which shows that the role of internal governing listed companies of China's institutional investors is limited.

Key words: institutional investor; information disclosure behavior; probit model

(责任编辑 王建华)