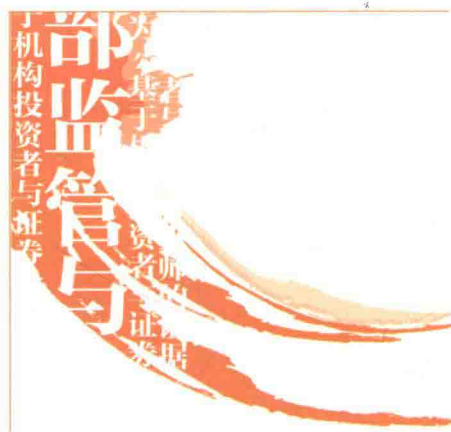


“十三五”国家重点出版物出版规划项目

★ 转型时代的中国财经战略论丛 ▲

外部监管与公司行为： 基于机构投资者与证券分析师的证据

代昀昊 著



中国财经出版传媒集团

经济科学出版社
Economic Science Press

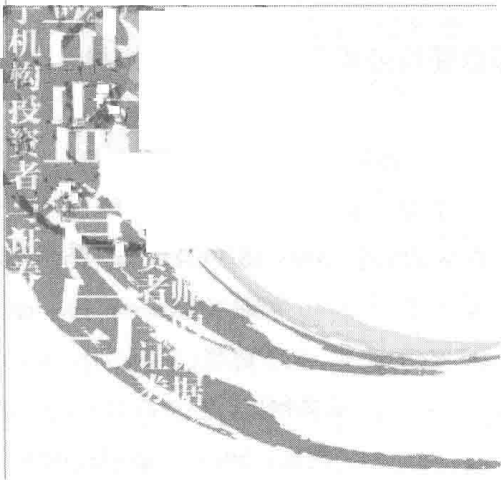
“十三五”国家重点出版物出版规划项目

★ 转型时代的中国财经战略论丛 ▲

本书为国家自然科学基金青年项目“高管海外经历与企业投资决策：影响机制与经济后果”（批准号71702061）的阶段性成果。

外部监管与公司行为： 基于机构投资者与证券分析师的证据

代昀昊 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

外部监管与公司行为：基于机构投资者与证券分析师的证据/代昀昊著. —北京：经济科学出版社，2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9401 - 2

I. ①外… II. ①代… III. ①上市公司 - 监督管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 123496 号

责任编辑：孙丽丽 纪小小

责任校对：杨 海

责任印制：李 鹏

外部监管与公司行为：基于机构投资者与证券分析师的证据

代昀昊 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http: //jjkxcbs. tmall. com

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 15. 25 印张 240000 字

2018 年 6 月第 1 版 2018 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9401 - 2 定价：55. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

保护投资者利益一直是我国资本市场发展中面临的重要问题之一。自我国证券市场创建以来，如何对上市公司进行有效监管、保护中小投资者的利益是我国资本市场改革发展实践中面临的一个巨大挑战。2014年5月9日，国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》表明，中小投资者合法权益在法律保护方面得到了高度重视。党的十九大也明确提出了“必须坚持以人民为中心的发展思想”，鉴于我国资本市场存在众多的中小散户，保护好投资者尤其是中小投资者的合法权益，就是保护人民群众的利益。

完善上市公司治理准则、提高上市公司质量是落实对投资者利益保护的重要举措之一。作为资本市场的重要参与角色，机构投资者和证券分析师是否能够发挥外部监管的作用是学术界、实务界以及监管部门共同关心的一个话题。一方面，机构投资者能够发挥稳定资本市场、提升定价效率的作用。同时，作为信息中介的证券分析师，能够有效构筑企业与投资者的信息桥梁，降低市场中的信息不对称，有助于保护投资者的自身利益。但另一方面，由于逐利等短视行为的影响，机构投资者在资本市场中仍然可能存在投机行为，不利于资本市场效率的提升。而证券分析师对企业的关注所引发的压力也可能导致企业过度追求短期利益，甚至产生损害投资者利益的行为。目前，有关机构投资者和证券分析师外部监管角色的研究还处于发展阶段，虽然相关研究在近几年逐渐增多，但仍然处于较零散的层面。因此，基于该问题的重要性及相关研

究还缺乏系统性分析的考虑，从外部监管的角度出发，考察机构投资者与证券分析师对企业行为影响的理论与实证研究，无论是增强当前对投资者利益保护这一问题的认识，还是深入了解机构投资者和证券分析师对企业行为的影响机制，无疑都具有十分重要的意义。

本书将在借鉴国外文献的基础上，结合我国上市公司的实际，分别从机构投资者和证券分析师这两个研究视角入手，详细分析和检验其对企业行为的影响作用。对于机构投资者而言，针对其对公司的资本成本以及应计盈余质量的影响提出假设，并利用实证模型进行验证。同时，针对近年来关于机构投资者异质性的讨论，将机构投资者的类型进行区分以分析其可能存在的差异性，从而得到关于机构投资者对公司行为影响的基本结论。对于证券分析师而言，本书主要关注证券分析师跟踪对企业税收激进程度和真实盈余管理两种行为的影响，这两种行为往往预示着企业内部存在较严重的委托代理问题。通过实证检验，以期识别出证券分析师跟踪对上市公司税收激进程度和真实盈余管理活动的影响。此外，结合证券分析师对上市公司投资者关系的影响研究，本书还利用我国 2008 年汶川地震作为外生事件，探讨上市公司是否会通过捐款行为来吸引分析师的跟踪，从而改善投资者关系。最后，针对上述结论得出全书的总结论，并对我国机构投资者和证券分析师对企业行为的影响作用进行评价。

本书主要的研究结论如下。

(1) 通过梳理已有文献发现，机构投资者与证券分析师对公司行为均可能产生积极和消极影响，由于存在两种相反的可能，如何有效识别其最终的净效应需要结合实证研究来考察。

(2) 机构投资者对上市公司的持股比例能够显著降低公司的权益资本成本，且影响渠道分别体现在降低信息不对称与改善公司治理两个方面。在对机构投资者进行分类之后发现，相对于短期投资者而言，长期投资者更能降低公司的权益资本成本。同时，在区分企业所有权性质后发现，相较于民营企业而言，机构投资者的介入对于国有企业在权益资本成本上的影响作用更为明显。

(3) 机构投资者能够通过监管企业管理层,降低信息不对称程度,从而提高公司的应计盈余质量。然而,在考虑机构投资者的异质性后发现,仅长期机构投资者能够扮演监管角色。相反,短期机构投资者会因为注重短期投机利益,迫使管理层人为调高应计利润或是与管理层合谋等手段掩盖公司当期的低利润,导致更低的应计盈余质量。

(4) 随着证券分析师跟踪数目的增加,上市公司的税收激进程度更低。从信息传递效率的角度发现,公司股票被纳入融券标的以及股票的股价同步性越低时,上市公司在资本市场上的信息传递效率较高,能够进一步增加分析师跟踪的监督效应。当公司所在省份出现官员更替事件时,会影响上市公司的信息环境,从而降低分析师跟踪的监督效应。而对于分析师个人特征的影响,仅发现有较弱的证据表明明星分析师跟踪能够加强分析师跟踪的监督效应。

(5) 随着证券分析师跟踪数目的增加,上市公司真实盈余管理活动更少。结合企业从事真实盈余管理活动的成本进行分析后发现,分析师对处于行业领先地位以及财务状况良好企业的真实盈余管理活动有更强的监督作用。此外,机构投资者的存在能够对分析师的监管角色有进一步的促进作用。

(6) 运用汶川地震作为外生事件,发现企业的捐款行为能够帮助上市公司在未来吸引分析师和媒体的关注,且这种影响作用只体现在完全没有分析师关注的企业当中。在无分析师关注的样本中,捐款行为能够提升上市公司股票在未来的流动性、基金持股比例和持股股东户数,但该影响作用仅体现在较短期内,长期影响均不显著。相对地,在有分析师关注的样本中,捐款行为仅能提高股票未来的基金持股比例。此外,相对于有分析师关注的企业而言,有捐款行为且无分析师关注的上市公司在企业业绩方面提升程度更高。这在一定程度上反映出,无分析师关注的企业可能并不仅仅只是想通过借助捐款事件制造短暂的噱头以获得分析师、媒体以及投资者的关注。相反,这类捐款企业可能的确在企业业绩上有所改善,并期望借助捐款事件向外界披露有关公司积极方面的信号,以帮助企业在未来受到更多的关注并持续发展。

本书的研究具有一定的探索性，主要特色为，综合运用理论分析、计量分析、案例与文献分析等方法，梳理了机构投资者与证券分析师对企业可能产生的积极和消极影响，并通过实证研究尽可能地识别出机构投资者与证券分析师对企业行为影响的净效应，从而判断在我国资本市场中，机构投资者与证券分析师是否扮演了外部监管者的角色。读者可以通过对本书的整体阅读，对相关学术问题进行多角度、全方位的了解。此外，结合当前文献的思考，在第九章也列出了未来可能的拓展方向或研究议题，希望能够引起读者及科研人员的兴趣。

受笔者学识、水平以及时间的限制，尽管已力求完善，但书中难免存在疏漏和不足，望读者批评指正。

代昀昊

2017年12月于武汉

目 录

第一章 总论 1

第一节 问题的提出及意义 / 1

第二节 研究思路、总体框架与主要内容 / 3

第三节 研究方法、特色与主要贡献 / 6

第二章 我国机构投资者和证券分析师的背景介绍 8

第一节 机构投资者的概念与发展现状 / 8

第二节 证券分析师的概念与发展现状 / 12

第三章 机构投资者与证券分析师的相关研究进展和现状 简述 23

第一节 机构投资者的相关文献综述 / 23

第二节 证券分析师的相关文献综述 / 26

第四章 机构投资者与企业权益资本成本的实证研究 40

第一节 问题的提出 / 40

第二节 研究假设 / 41

第三节 数据来源与研究设计 / 46

第四节 实证结果分析 / 51

本章小结 / 71

第五章 机构投资者与企业应计盈余质量的实证研究 72

- 第一节 问题的提出 / 72
- 第二节 文献综述与研究假设 / 74
- 第三节 数据来源与研究设计 / 79
- 第四节 实证分析 / 84
- 本章小结 / 100

第六章 分析师跟踪与企业税收激进研究 102

- 第一节 问题的提出 / 102
- 第二节 理论依据与研究假设 / 104
- 第三节 数据来源及研究设计 / 108
- 第四节 实证结果分析 / 111
- 第五节 扩展性分析 / 119
- 第六节 稳健性检验 / 132
- 本章小结 / 138

第七章 分析师跟踪与企业真实盈余管理研究 139

- 第一节 问题的提出 / 139
- 第二节 理论依据与研究假设 / 141
- 第三节 数据来源及研究设计 / 144
- 第四节 实证结果分析 / 148
- 第五节 稳健性检验 / 155
- 本章小结 / 161

第八章 分析师跟踪与企业捐赠行为研究 162

- 第一节 问题的提出 / 162
- 第二节 理论依据与研究假说 / 165
- 第三节 研究设计 / 168
- 第四节 实证结果与分析 / 172

第五节 稳健性检验 / 190

本章小结 / 196

第九章 主要结论、启示和未来研究的方向 197

第一节 本书的主要结论 / 197

第二节 政策建议 / 199

第三节 值得进一步研究的议题 / 200

参考文献 / 202

第一章 总论

第一节 问题的提出及意义

随着我国资本市场的不断完善和发展，机构投资者与证券分析师作为证券市场的主要参与主体也在逐渐壮大和成熟。自我国1998年发行第一只证券投资基金开始，近二十年间机构投资者得以迅猛发展，形成以证券投资基金、券商、保险基金、社保基金、QFII、企业年金、信托公司等为代表的多元化格局。由于机构投资者通常具有较为雄厚的资金实力和信息发现优势，在投资决策运作、信息搜集分析等方面由专业人士处理，理应擅于发现公司内部存在的经营问题，对公司的治理活动进行监督。同时，当机构投资者成为企业的大股东时，甚至会从“用脚投票”转变为“用手投票”来积极参与公司治理的过程。机构投资者在交易过程中体现的上市公司相关信息实际上也发挥了信息披露的作用，降低了企业与投资者之间的信息不对称，这些都能在一定程度上对企业发挥监督作用。然而，尽管机构投资者在充当企业的监管角色时有着得天独厚的优势，也有学者发现，机构投资者的羊群效应和短视投机行为会损害企业的治理活动，导致高管对企业业绩的短视化追求（Graves, 1988；Porter, 1992；邓可斌和唐小艳, 2010）。此外，在引入机构投资者的异质性后，一些文献也逐渐发现，不同类型的机构投资者对企业发挥的作用也可能存在一定差异。因此，厘清机构投资者对企业是否具有监管效应变得尤为重要。

对于证券分析师而言，该行业也已从当初充斥着“股评家”的阶段转

变至如今形成分工较为明细、规模不断壮大的行业。当前资本市场上，由于上市公司与投资者之间存在着信息不对称，证券分析师作为信息中介，其存在的重要性不言而喻。一方面，投资者需要通过证券分析师发布的报告来获取上市公司的信息；另一方面，上市公司也希望借由证券分析师来扩大自身在投资者中的认知度。默顿（Merton, 1987）提出的“投资者认知假说”即指出，分析师跟踪通过提高公司的信息透明度，能够增加潜在投资者对公司的认知度，从而有助于投资者参与公司股票的交易活动，降低公司在资本市场上的融资成本。正是由于证券分析师在资本市场上所处的重要地位，越来越多的文献开始围绕分析师进行研究。然而，需要指出的是，以往的大量文献均关注的是证券分析师在资本市场上的影响作用，而较少与上市公司的日常经营活动相结合。近年来，逐渐有学者开始将分析师跟踪与公司财务中的重要话题相结合，以深入了解证券分析师对上市公司的影响作用。而有趣的是，现有文献发现，证券分析师对上市公司的影响作用并不是唯一的，甚至可以说是存在两种相反的作用。

一方面，分析师对上市公司的跟踪能够改善企业的公司治理（Irani and Oesch, 2013; Lang et al., 2004; Yu, 2008; 李春涛等, 2014），这是由于分析师自身具有较多的行业知识和投资经验，能够较好地解读企业复杂的财务信息，从而迅速发现企业存在的问题，进而对企业发挥监管作用（Dyck et al., 2010; 李春涛等, 2014）。分析师在发布研究报告或进行盈利预测的同时，实际上也扮演了信息披露的角色，从而能够增加上市公司的信息透明度（Roulstone, 2003; Kelly and Ljungqvist, 2012; Balakrishnan et al., 2014; Derrien and Kecskés, 2013; 朱红军等, 2007; 姜超, 2013），进而起到缓解公司内部代理问题的作用。另一方面，分析师的预测往往会对企业高管构成压力。例如，上市公司的利润需要达到分析师对公司盈余的一致预期，否则会被投资者认为企业的业绩出现预期外的下降而导致不利的市场反应（Brown and Caylor, 2005），或者是由于没有达到预期而引起高管更替（Mergenthaler et al., 2012）。这种“压力效应”最终会导致高管出现“短视”行为（Graham et al., 2005; He and Tian, 2013; Irani and Oesch, 2014; 谢震和艾春荣, 2012; 谢震和熊金武, 2014），进而扭曲公司的正常经营活动，损害股东利益。正是由于两种相反作用的效益同

时存在,因此,对于如何判断证券分析师对上市公司的影响作用成为一个典型的实证话题。

本书的研究,在已有文献的理论基础上分析了机构投资者与证券分析师对企业行为可能存在的两种截然相反的作用机制,并利用实证方法探究机构投资者与证券分析师对企业不同行为的影响,以明晰在我国当前的市场环境下,机构投资者与证券分析师是否能够充当外部监管者的角色参与到公司治理的过程中,具有一定的理论意义。在实践上,通过全面地分析我国机构投资者和证券分析师对企业的影响,一方面,有助于政府监管部门能够更深入地了解机构投资者及证券分析师对企业的可能影响机制;另一方面,对于资本市场上的其他参与主体也具有一定的参考价值。

第二节 研究思路、总体框架与主要内容

一、研究思路

本书首先对我国机构投资者和证券分析师的界定及行业发展历程进行了概述,并对机构投资者和证券分析师对公司治理影响的国内外研究文献进行梳理回顾,在已有文献的理论基础上,探讨国内机构投资者与证券分析师领域有待深入研究的问题。

对于机构投资者而言,针对其对公司的资本成本以及应计盈余质量的影响提出假设,并利用实证模型进行验证。同时,针对近年来关于机构投资者异质性的讨论,本书也参考已有文献的做法,将机构投资者的类型进行区分以分析其可能存在的差异性,从而得到关于机构投资者对公司行为影响的基本结论。

对于证券分析师而言,本书主要关注了证券分析师跟踪对企业税收激进程度和真实盈余管理两种行为的影响,这两种行为往往预示着企业内部存在较严重的委托代理问题。通过实证检验,以期识别出证券分析师跟踪对上市公司税收激进程度和真实盈余管理活动的影响。此外,结合证券分

析师对上市公司投资者关系的影响研究，还利用我国 2008 年汶川地震作为外生事件，探讨了上市公司是否会通过捐款行为来吸引分析师的跟踪，从而改善投资者关系，给出本部分的分析结论。

最后，针对上述结论得出全书的总结论，对我国机构投资者和证券分析师对企业行为的影响作用进行评价。

二、本书的总体框架与内容结构

本书主要分为四个部分：第一部分（第二～三章）将对我国机构投资者和证券分析师行业的发展现状做基本介绍，并梳理回顾国内外的相关文献。第二部分（第四～五章）主要探讨机构投资者对企业权益资本与应计盈余质量的影响。第三部分（第六～八章）主要探讨证券分析师对企业税收激进和真实盈余管理的影响，同时还分析了证券分析师作为上市公司投资者关系的桥梁，会如何影响上市公司的行为。第四部分（第九章）则对全书的主要结论进行总结，并提出需要进一步探讨的问题。

本书具体的内容安排如下。

第二章介绍了本书的制度背景。首先阐述了机构投资者的概念以及在我国的发展历程和现状。其次，阐述了证券分析师的概念以及分析师的主要工作内容，然后回顾了我国证券分析师行业的发展历程，详细分析了证券分析师与上市公司、证券公司以及投资者等市场主体的关系，并对我国证券分析师行业的评价和监管体系进行了介绍。

第三章为文献回顾部分。首先对机构投资者的相关文献进行综述，主要回顾了机构投资者对市场效率和公司治理的影响。通过对相关文献的回顾，可以了解机构投资者对公司治理发挥作用的潜在机制，同时也可以了解到机构投资者异质性所带来的影响差异。其次，从证券分析师跟踪、发布盈利预测报告和投资评级报告三个方面回顾了证券分析师行为及其有效性。针对证券分析师对上市公司行为存在的“监督效应”和“压力效应”分别进行了回顾，并梳理了证券分析师与投资者关系管理的相关文献。

第四章考察机构投资者与企业所有权性质如何影响公司的资本成本。第一，机构投资者的参与显著降低了公司的资本成本，且长期投资者发挥

的作用更为明显；第二，相对于民营企业而言，机构投资者的作用在国有企业中更为明显；第三，机构投资者降低企业权益资本成本的作用机制主要体现在公司治理与信息解读两个方面，并在不同产权性质的企业中存在差异。总体而言，机构投资者能够通过监督公司的治理以及提高公司的信息披露降低公司的资本成本。

第五章考察了机构投资者对企业应计盈余质量的影响。第一，信息不对称程度的降低可以提升公司盈余质量；第二，将基金分为长期和短期投资，发现长期基金能够通过监督公司管理层的治理行为来提升公司的盈余质量，而短期基金更加注重短期收益而非长期绩效，导致管理层进行正向盈余操纵，使盈余质量变差；第三，按信息不对称程度分组发现，随着信息环境的变差，长期基金的“监管”效应大幅削弱，而短期基金的“投机”效应却越演越烈，使上市公司盈余质量进一步变差。

第六章考察了分析师关注与企业税收激进程度的关系，并检验了信息传递对上述关系的影响。考察发现：随着分析师跟踪人数的增加，上市公司的税收激进程度更低，支持“监督假说”，且该结论在控制了内生性后仍然一致；结合融券制度、股价同步性、官员更替以及明星分析师四个方面来考察信息传递效率的边际效应，发现当公司的信息传递效率较高（低）时，分析师跟踪的监督效应越强（弱）。

第七章考察了分析师关注与企业真实盈余管理的关系，并检验了真实盈余管理的成本对上述关系的影响。考察发现：随着分析师关注数目的增加，上市公司的真实盈余管理程度更低，表明我国的证券分析师确实能够发挥监管者的职能；结合企业从事真实盈余管理活动的成本进行考虑，我们发现，分析师对处于行业领先地位以及财务状况良好企业的真实盈余管理活动有更强地监督作用；机构投资者的存在能够对分析师的监管角色有进一步的促进作用。

第八章利用上市公司在汶川地震后的捐款数据，考察了缺少分析师关注的企业是否会利用捐赠重获分析师的关注。结果显示：捐赠能帮助企业未来吸引分析师和媒体的关注，且这种影响作用只体现在无分析师关注的企业中；在无分析师关注的企业中，捐赠能提升上市公司股票在未来的流动性、基金持股比例和持股股东户数，但该影响仅体现在较短期内；相

对于有分析师关注的企业而言，有捐赠行为且无分析师关注的上市公司在业绩方面提升程度更高。

第九章为研究结论与展望部分。该章对全文的主要结论进行总结，并在此基础上提出建议，最后指出本书存在的局限性和未来还有待深入的研究方向。

第三节 研究方法、特色与主要贡献

与以往的研究相比，本书的主要创新与贡献表现在研究方法和研究内容方面。在研究方法上，本书主要采用了普通最小二乘法进行回归检验，并通过使用工具变量两阶段最小二乘法（2SLS）或 Heckman 两阶段回归缓解潜在的内生性问题，从而识别出机构投资者及分析师跟踪的影响效应。

在研究内容方面，主要创新与贡献在于：

第一，本书将市场参与的主要主体——机构投资者与证券分析师纳入到分析框架下，探讨了其是否能够充当外部监管的角色，并就机构投资者和证券分析师对企业行为的影响进行系统的研究。

第二，围绕机构投资者对公司行为的影响研究中，本书选取了资本成本和应计盈余质量两个重要的方面，认为机构投资者可以通过监督和信息披露两方面的影响提升公司治理。同时，由于不同类型的机构投资者的影响可能存在差异，参考已有文献的做法，本书也对机构投资者的类型进行了相应区分，从而可以更深入地了解机构投资者的影响。

第三，围绕证券分析师对公司行为的影响研究中，进一步丰富了证券分析师的监督角色。近年来，国外文献逐渐认识到证券分析师所包含的“监督效应”和“压力效应”，通过实证研究发现，这两种效应在不同情况下均可能存在。尽管国内逐渐有研究开始关注到该类问题（李春涛等，2013；谢震和艾春荣，2012；谢震和熊金武，2014），但关于证券分析师与上市公司行为的研究还相对较少，且结论上也并不一致，因此，我国证券分析师到底扮演了何种角色也仍然是一个值得探讨的问题。本书的研究结果表明，随着分析师跟踪人数的增加，企业的税收激进程度和真实盈余管

理活动均有显著下降，从而体现出了我国证券分析师的“监督效应”。不仅识别出了我国证券分析师的监督角色，丰富了国内相关领域的文献，同时也能够深入理解分析师的职能以及明确我国证券分析师作为外部治理的一种机制的存在。

第四，本书的研究加深了对上市公司与证券分析师之间互动关系的认识。以往的研究大多从分析师如何影响上市公司行为这一单方向进行考察。但事实上，无论是从分析师跟踪后对上市公司表现出的“治理”信号，还是分析师跟踪对投资者认知程度的改善（Merton，1987），上市公司同样需要吸引证券分析师的跟踪。通过利用汶川地震后捐款事件作为外生事件，研究了我国上市公司在完全失去分析师跟踪后的行为及其后果。结果反映出分析师的关注和预测对于向广大投资者传递上市公司信息、提高上市公司的投资者认知程度有着重要意义，即完全失去分析师跟踪的上市公司由于投资者认知程度较低，通过利用捐赠事件可以以更高概率在未来吸引分析师的关注。该部分从上市公司的角度出发，不仅可以进一步理解上市公司的策略性行为，同时也对证券分析师作为投资者关系管理的重要桥梁有更深刻的认识。