

# 机构投资者异质性与 公司股价反映未来盈余信息的关系

丁方飞 刘维 侯宁宁 李苏

(湖南大学工商管理学院 长沙 410079)

**【摘要】** 和个人投资者相比,机构投资者具有更强大的信息获取和处理能力,使其在搜集和解读公司未来盈余信息方面具有明显优势。本文从信息传递者的角度分析不同类型机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响。研究表明,机构投资者对股价反映未来盈余程度的增量影响得益于压力抵制型机构投资者的存在。

**【关键词】** 机构投资者 未来盈余 超额收益率

## 一、引言

近年来在监管层的政策推动下,我国资本市场上机构投资者逐渐取代散户投资者成为市场发展的主要力量。相比于个体投资者,机构投资者能够利用其资金优势和规模优势获取更多的信息并根据此信息进行交易,而经典财务理论认为正是由于这类掌握信息的交易者的套利活动使得相关的各种信息传递到股价中(Grossman、stiglitz,1976)。1980年,Beaver等(1980)首次提出股票价格相对会计盈余(历史盈余)包含有更多影响未来盈余的信息,比如公司未来经营的利好利空信息、重大投资行为、高管人员的变动等。虽然这些价值相关信息无法在当期盈余中及时反映,但是却能深刻地影响企业的未来盈余能力,如果投资者可以通过关注媒体报道或主动搜寻获得这些信息,那么其对公司未来盈余的预期可能因此改变,进而影响投资决策,引起股价相应的波动。而作为市场的投资主体,机构投资者能否相对及时地搜集和正确地解读这些价值相关信息,并且能否通过投资行为将此类信息传递到股价中,提高股价的信息含量呢?鉴于投资理念的差异,不同类型的机构投资者起到的作用是否一致呢?

本文从机构投资者作为信息传递者这一角度出发,以2008~2011年由机构投资者持股的深沪两市A股上市公司为研究样本,首先从整体上研究机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响,研究表明机构投资者能够利用投资行为把所掌握的关于未来盈余的信息及时传递到市场上,使股价包含了更多的未来盈余信息。其次考虑到不同类型的机构投资者由于自身特点和投资理念的差异,其投资行为对股价反映未来盈余程度的影响可能不同,我们参考Brickley等(1988)的做法,根据机构投资者与被投资公司是否存在现有的或潜在的商业关系,将机构投资者划分为两种类型:压力敏感型机构投资者和压力抵制型机构投资者,研究异质机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响。研究表明,压力抵制型机构

投资者能够显著增加股价中的未来盈余信息含量,而压力敏感型机构投资者则未起到显著作用。

本文的主要贡献表现在两个方面:①首次从信息传递者的角度研究机构投资者对资本市场价格信息机制的作用;②基于机构投资者的异质性,分别研究了两种类型的机构投资者对股价中未来盈余信息含量的影响,这在一定程度上拓展了关于机构投资者投资行为的研究成果,也为我国大力发展机构投资者提供了经验支撑。

## 二、理论分析与研究假设

股票价格是未来盈余的指示器,因为公司采取的所有经营行为并不能全部反映在当期盈余中,但是最终会反映在未来时期的盈余中(如客户长期合同、研发活动等)。相对于个人投资者,机构投资者有利用广泛的资源和投资经验收集和分析信息的优势,如他们凭借着规模优势有可能参加公司会议,甚至能够直接与高管进行沟通,以获得更多的能够影响未来盈余的信息;他们会花费更多的时间和精力在投资分析上(Shiller和Pound,1989)。如果机构投资者通过交易量、持股比例等形式将这些关于未来盈余的信息传递到市场上,那么股价必将对其有所反映。

机构投资者对股价反映未来盈余信息的积极作用也可以从机构投资者的监督职能论证。机构投资者的监督直接增加了公司管理层进行盈余管理等机会主义的成本,使更多信息为投资者所知,是一种有效的外部监督机制(Dyck等,2008)。机构投资者通常被看成是精明的投资者,他们往往从事长期投资行为,所以更有能力和动力对公司管理层实施持续的监督,减少管理者进行复杂的盈余操纵的机会,提高盈余质量(王帅,2008),从而减少股价中噪声盈余部分,噪声盈余部分越少,股价中反映未来盈余的信息含量就越高。由此,本文提出假设1:机构投资者整体持股与股价反映未来盈余的程度正相关。

在我国,机构投资者的种类比较多,主要包括证券投资基金、保险公司、社保基金、企业年金、综合类券商、信托公司和合格境外机构投资者(QFII)等,由于不同机构投资者的投资理念不同,我们借鉴Brickley等(1988)的研究思路,将机构投资者划分为压力抵制型机构投资者和压力敏感型机构投资者。首先,证券投资基金是目前我国市场上规模最大的机构投资者,且其一直强调价值投资的理念;其次,社保基金具有投资期限较长和规模大等特点;再次,QFII均是来自境外的成熟机构投资者,目前在我国市场上已成为具有重要影响力的投资者,因此本文把这三类归为压力抵制型机构投资者。

压力抵制型机构投资者往往坚持长期投资理念,且投资比例较大,更有动力深入挖掘股票的内在价值,由此,我们提出假设2:压力抵制型机构投资者持股与股价反映未来盈余程度正相关。

我国的信托公司和企业年金由于发展时间相对不长和相关的规章制度不完善,投资理念不成熟;而综合类券商,保险公司则面临资金限制和投资行为短期化的问题,因此本文把这四类归为压力敏感型机构投资者。压力敏感型机构投资者往往与被投资公司之间存在商业关系,影响其独立决策,而且其在证券市场中的份额较小,市场影响力不够,由此,我们提出假设3:压力敏感型机构投资者持股与股价反映未来盈余程度不相关。

### 三、研究设计

1. 样本的选取及数据来源。我国上市公司自2007年1月1日开始实施新企业会计准则,为了保证前后会计数据编制准则的一致性,本文以2008年至2011年沪、深全部A股上市公司为实证研究样本,实证分析中需要的财务数据主要来自于国泰安数据库,机构投资者持股比例来自万得资讯数据库。为了研究的需要,依据以下标准对2483个上市公司样本进行进一步筛选:①考虑到金融保险类和房地产公司比较特殊的行业特征,剔除金融保险类和房地产上市公司;②由于ST、PT类上市公司的数据,特别是盈余数据可能会产生异常值,影响研究结果,所以剔除此类公司;③鉴于当年IPO公司的会计盈余和其他年份差异较大,故剔除此类上市公司;④剔除数据缺失的公司样本;⑤剔除个别指标中出现的异常数据。

最终得到研究样本公司3926个,其中2008年、2009年、2010年、2011年分别有956、990、990、990家样本公司。

2. 模型构建及变量描述。在本文中,我们利用FERC模型(Ayers和Freeman,2003)检验机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响。

$$CAR_t = \delta_0 + b_0 \Delta E_{t-1} + b_1 \Delta E_t + b_2 \Delta E_{t+1} + b_3 CAR_{t+1} + u_t \quad (1)$$

FERC模型主要考察系数 $b_2$ ,该系数衡量了当期股价对未来盈余反映的程度。其中 $CAR_t$ 表示t年度股票超额收益率; $\Delta E_{t-1}$ 、 $\Delta E_t$ 、 $\Delta E_{t+1}$ 分别表示前期,当期和未来时期的未预期盈余; $CAR_{t+1}$ 表示t+1年的股票超额收益率。 $b_0$ 、 $b_1$ 表示当期

股价对前期盈余以及当期盈余的反应系数。

根据前面讨论,为了检验机构投资者整体对股价反映未来盈余程度的影响,我们改进FERC模型,在上述模型的基础上加入机构投资者整体持股比例变量与其他变量的交互项,构造了模型2:

$$CAR_t = \delta_0 + b_0 \Delta E_{t-1} + b_1 \Delta E_t + b_2 \Delta E_{t+1} + b_3 CAR_{t+1} + \delta_1 INST + \delta_2 CONTROL + c_0 INST \times \Delta E_{t-1} + c_1 INST \times \Delta E_t + c_2 INST \times \Delta E_{t+1} + c_3 INST \times CAR_{t+1} + d_0 CONTROL \times \Delta E_{t-1} + d_1 CONTROL \times \Delta E_t + d_2 CONTROL \times \Delta E_{t+1} + d_3 CONTROL \times CAR_{t+1} + \delta \quad (2)$$

为了检验压力抵制型机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响,我们构造了模型3:

$$CAR_t = \delta_0 + b_0 \Delta E_{t-1} + b_1 \Delta E_t + b_2 \Delta E_{t+1} + b_3 CAR_{t+1} + \delta_1 Preresi + \delta_2 CONTROL + c_0 Preresi \times \Delta E_{t-1} + c_1 Preresi \times \Delta E_t + c_2 Preresi \times \Delta E_{t+1} + c_3 Preresi \times CAR_{t+1} + d_0 CONTROL \times \Delta E_{t-1} + d_1 CONTROL \times \Delta E_t + d_2 CONTROL \times \Delta E_{t+1} + d_3 CONTROL \times CAR_{t+1} + \delta \quad (3)$$

为了检验压力敏感型机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响,我们构造了模型4:

$$CAR_t = \delta_0 + b_0 \Delta E_{t-1} + b_1 \Delta E_t + b_2 \Delta E_{t+1} + b_3 CAR_{t+1} + \delta_1 Presensi + \delta_2 CONTROL + c_0 Presensi \times \Delta E_{t-1} + c_1 Presensi \times \Delta E_t + c_2 Presensi \times \Delta E_{t+1} + c_3 Presensi \times CAR_{t+1} + d_0 CONTROL \times \Delta E_{t-1} + d_1 CONTROL \times \Delta E_t + d_2 CONTROL \times \Delta E_{t+1} + d_3 CONTROL \times CAR_{t+1} + \delta \quad (4)$$

变量设计与描述见表1。

表1 变量定义表

类型	变量名称	含义
被解释变量	$CAR_t$	t年股票超额收益率
	$\Delta E_t$	t年的未预期盈余
	$\Delta E_{t-1}$	t-1年的未预期盈余
	$\Delta E_{t+1}$	t+1年的未预期盈余
	$CAR_{t+1}$	t+1年股票超额收益率
解释变量	INST%	t年初机构投资者整体持股比例
	INST	调整后的t年初机构投资者整体持股比例
	Preresi	调整后的压力抵制型机构投资者持股比例
	Presensi	调整后的压力敏感型机构投资者持股比例
控制变量	SIZE	公司规模
	GROWN	公司成长机会
	BETA	股票β值

四、实证结果分析

1. 描述性统计结果。表2为2008~2011年样本中各主要变量的极大值、极小值、中值、均值及标准差。从表2中可以看出,INST%的平均值为39.75%,其中持股比例最低的为0.21%,最高的则达到了95.23%,方差为21.06,说明机构投资者在不同公司间的持股比例差异比较大。此外,INST的均值为0.11,中值为0.12,说明有一半以上的公司机构投资者持股比例高于行业平均值。

Preresi均值为8.67,而Presensi均值仅为0.00,说明压力抵制型机构投资者的持股比例明显高于压力敏感型机构投资者。整体而言,我国机构投资者市场参与化程度较前几年有了进一步提高。

表2 各主要变量的描述性统计

变量	极小值	极大值	中值	均值	标准差
CAR <sub>t</sub>	-0.82	1.58	-0.03	0.01	0.31
ΔE <sub>t-1</sub>	-0.48	0.71	-0.00	-0.00	0.05
ΔE <sub>t</sub>	-0.61	0.71	-0.00	-0.00	0.06
ΔE <sub>t+1</sub>	-0.14	0.38	-0.00	0.00	0.02
CAR <sub>t+1</sub>	-0.75	1.87	-0.04	0.00	0.27
INST%	0.21	95.23	40.26	39.75	21.06
INST	-1.97	2.61	0.12	0.11	0.94
Preresi	0.13	42.92	6.27	8.67	8.16
Presensi	-0.99	6.33	-0.32	0.00	1.02
SIZE	19.18	28.14	21.69	21.85	1.20
GROWN	0.02	17.31	1.08	1.49	1.39
BETA	0.32	1.50	1.04	1.03	0.17

2. 回归结果分析。为了避免模型中变量之间的多重共线性,我们在回归分析前采用了Pearson(Spearman)检验。

表3 Pearson(Spearman)相关性检验

变量	CAR <sub>t</sub>	ΔE <sub>t</sub>	INST	Preresi	Presensi	SIZE	GROWN	BETA
CAR <sub>t</sub>	1.000	0.255**	0.058*	0.115**	0.079	-0.162**	0.237**	0.043
ΔE <sub>t</sub>	0.137**	1.000	0.072**	-0.001	-0.107	0.015	0.011	-0.028
INST	0.049*	-0.001	1.000	0.127**	0.089	0.134**	0.178**	-0.107**
Preresi	0.078	-0.033	0.123**	1.000	0.261**	0.023	0.063	-0.388**
Presensi	0.098	-0.016	0.056	0.101	1.000	0.017	-0.002	-0.175*
SIZE	-0.155**	0.031	0.138**	0.027	-0.003	1.000	-0.640**	-0.085**
GROWN	0.254**	-0.031	0.175**	0.083	-0.004	-0.473**	1.000	0.027
BETA	0.032	-0.034	-0.137**	-0.407**	-0.126	-0.161**	-0.097**	1.000

注:左下角为Person相关系数,右上角为Spearman相关系数。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%与10%水平上显著,下同。

如表3所示,CAR<sub>t</sub>和ΔE<sub>t</sub>、INST、Preresi、SIZE、GROWN显著正相关,和Presensi正相关,但是统计上不显著;INST和CAR<sub>t</sub>、SIZE、GROWN显著正相关,和β值显著负相关,说明机构投资者倾向于投资那些利润高、规模大,高成长机会和低风险的公司。此外,Preresi和INST显著正相关,而Presensi和

INST正相关,但统计上不显著。

表4为FERC模型的回归结果,未来盈余反应系数b<sub>2</sub>在1%水平上显著为正,说明我国的证券市场上股价在一定程度上能反映未来盈余,即存在价格引导效应;另外,我们也可以看到当期盈余反应系数b<sub>1</sub>在1%显著为正,说明在市场非充分有效的情况下,股价会对当期的会计盈余反应,即存在当期效应,前期盈余反应系数b<sub>2</sub>在5%的水平上显著为正,说明股价会在一段时期内继续对已宣告的盈余产生反应,即存在盈余公告漂移现象,而CAR<sub>t+1</sub>的系数b<sub>3</sub>在1%的水平上显著为负,由于价格引导效应的存在,导致未来盈余的信息已经提前反映到当期股价中,所以股价中反映未来超额收益率的信息含量便会减少。

表4 FERC回归结果

变量	系数
ΔE <sub>t-1</sub>	0.098 (2.60**)
ΔE <sub>t</sub>	0.239 (5.93***)
ΔE <sub>t+1</sub>	0.194 (5.47***)
CAR <sub>t+1</sub>	-0.167 (-5.13***)
Adj R <sup>2</sup>	0.06

表5为本文的主要回归分析,第一列为模型2的回归结果。交叉变量INST×ΔE<sub>t+1</sub>的系数为正,且在1%的水平下显著,说明机构投资者对未来盈余反应系数有增量影响,即机构投资者能够凭借自身的专业化水平相对正确的解读所获得的多方信息,能深度挖掘企业价值和未来盈余能力,从而提高股价中未来盈余的信息含量,证实了本文的假设1。

另一方面,INST×ΔE<sub>t+1</sub>对CAR<sub>t</sub>的影响比INST×ΔE<sub>t-1</sub>、INST×ΔE<sub>t</sub>对CAR<sub>t</sub>的影响显著(t值较大),且其系数(1.192)也比后两者的大,说明机构投资者在进行投资决策分析的时候更加关注公司的未来盈余能力。

模型3和模型4基于不同类型的机构投资者,分别检验了压力抵制型机构投资者和压力敏感型机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响。回归结果表明,交叉变量PreresiΔE<sub>t+1</sub>的系数在5%的水平下显著为正,说明压力抵制型机构投资者能显著增

加股价反映未来盈余的程度,即压力抵制型机构投资者的长期投资理念有助于提高未来盈余信息向股票价格的传递。Presensi×ΔE<sub>t+1</sub>的系数为正,但是在统计上不显著,说明压力敏感型机构投资者与股价反映未来盈余的程度不存在显著相关性。由此,支持了本文的假设2和假设3。

表5 主要回归结果

变 量	模型2		模型3		模型4	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
(常量)	0.083	0.48	1.035	3.329	2.22	3.212
$\Delta E_{t-1}$	-0.151	-0.05	34.734	1.778 *	81.141	1.59
$\Delta E_t$	0.279	0.1	11.192	2.188 **	20.089	1.542
$\Delta E_{t+1}$	-2.063	-0.27	16.717	1.14	68.483	1.627
$CAR_{t+1}$	-2.148	-3.56 ***	-2.89	-2.891 **	-0.787	-0.323
INST	0.002	0.29				
$INST \times \Delta E_{t-1}$	-0.102	-0.56				
$INST \times \Delta E_t$	0.337	2.38 **				
$INST \times \Delta E_{t+1}$	1.035	2.60 ***				
$INST \times CAR_{t+1}$	-0.053	-1.87 *				
Preresi			0.003	1.514		
$Preresi \times \Delta E_{t-1}$			0.025	0.211		
$Preresi \times \Delta E_t$			0.066	1.636		
$Preresi \times \Delta E_{t+1}$			0.228	2.010 **		
$Preresi \times CAR_{t+1}$			-0.003	-0.487		
Presensi					0.058	1.424
$Presensi \times \Delta E_{t-1}$					0.845	0.248
$Presensi \times \Delta E_t$					0.756	0.733
$Presensi \times \Delta E_{t+1}$					0.862	0.416
$Presensi \times CAR_{t+1}$					0.062	0.462
SIZE	-0.012	-1.74 *	-0.046	-3.724 ***	-0.084	-3.042 **
GROWN	0.057	8.69 ***	0.061	4.821 ***	0.056	1.663 *
BETA	0.106	2.46 **	-0.121	-1.487	-0.409	-2.469 **
$SIZE \times \Delta E_{t-1}$	0.019	0.15	-1.041	-1.276	-2.901	-1.345
$SIZE \times \Delta E_t$	0.018	0.17	-0.396	-2.017 **	-0.667	-1.165
$SIZE \times \Delta E_{t+1}$	-0.181	-0.61	-0.657	-1.153	-2.471	-1.389
$SIZE \times CAR_{t+1}$	0.094	3.57 ***	0.131	3.149	0.082	0.786
$GROWN \times \Delta E_{t-1}$	0.322	1.58	0.237	0.254	-1.623	-0.672
$GROWN \times \Delta E_t$	-0.087	-8.51	-0.189	-0.585	-0.521	-0.547
$GROWN \times \Delta E_{t+1}$	-0.29	-1.37	-0.298	-0.324	-2.344	-1.099
$GROWN \times CAR_{t+1}$	0.034	2.07 **	-0.023	-0.566	-0.037	-0.394
$BETA \times \Delta E_{t-1}$	-0.517	-0.66	-11.175	-2.635 **	-13.004	-1.209
$BETA \times \Delta E_t$	0.53	0.69	-1.16	-0.914	-2.869	-0.953
$BETA \times \Delta E_{t+1}$	8.467	3.97 ***	-0.494	-0.114	-7.153	-0.921
$BETA \times CAR_{t+1}$	-0.146	-0.94	-0.139	-0.552	-1.066	-2.081 **
Adj-R <sup>2</sup>	0.155		0.251		0.217	

五、研究结论

本文以我国沪、深两市的A股上市公司为研究对象,首先检验了机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响,研究发现,机构投资者整体持股与股价反映未来盈余的程度正相关,说明机构投资者凭借其信息优势在搜集和分析公司基本面情况时更加关注公司的未来盈余能力,并通过投资行为将此类

信息及时的传递到市场上,提高了股价中未来盈余的信息含量。其次,将机构投资者划分为压力抵制型机构投资者和压力敏感型机构投资者,并分别检验了不同类型的机构投资者对股价反映未来盈余程度的影响,结果表明压力抵制型机构投资者能显著增加股价反映未来盈余的程度,压力敏感型机构投资者与股价反映未来盈余的程度不存在显著相关性,这说明机构投资者对股价反映未来盈余程度的增量影响得益于压力抵制型机构投资者的存在。

本文的研究结论对证券市场发展及中小投资者具有一定的启示意义。首先,我国在大力发展机构投资者时,应该以压力抵制型机构投资者为重心,同时促进包括综合类券商、保险公司等在内的压力敏感型机构投资者的协调发展。其次,中小投资者在进行投资决策时,多参考压力抵制型机构投资者的投资策略,有利于正确评估企业的未来发展能力,建立价值投资理念。

【注】本文受国家社科基金青年项目“机构投资者自利性行为对金融危机的诱导机制与监控体系研究”(项目编号:09CJY081)资助。

主要参考文献

1. Grossman, S.J., J.E.stiglitz. Information and competitive price systems. American Economic Eeview, 1976; 66
2. Beaver W., R.Lambert., D.Morse. The information content of security prices. Journal of Accounting and Economics, 1980; 2
3. Jiambalvo J., S. Rajgopal, M. Venkatachalam. Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings. Contemporary Accounting Research, 2002; 19
4. Ayers, B. C., R. N. Freeman. Evidence that Analyst Following and Institutional Ownership Accelerate the Pricing of Future Earnings. Review of Accounting Studies, 2003; 8
5. Lundholm, R., L. A. Myers. Bringing the Future Forward: the Effect of Disclosure on the Returns - Earnings Relation. Journal of Accounting Research, 2002; 40