

机构持股、盈余质量与债务资本成本

黄晓波,梁诗佳,危思琦

(湖北大学 商学院,湖北 武汉 430062)

[摘要]基于中国特殊的制度背景和市场环境,从机构持股如何影响盈余质量和债务资本成本视角,对机构投资者在公司治理和资本市场中的作用进行理论分析和实证检验。研究结果表明:总体来看,机构持股对债务资本成本具有显著影响,但不同类型的机构持股对债务资本成本的影响存在显著差异;在机构持股对债务资本成本的影响中,盈余质量具有中介效应;投资基金、保险公司、社保基金等机构投资者持股有助于提高盈余质量,降低债务资本成本,提升公司价值,而券商、信托等机构投资者持股对债务资本成本具有不利影响。

[关键词]机构持股;盈余质量;债务资本成本;公司治理;资本市场;股权集中度

[中图分类号]F275.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2020)05-0009-11

以散户为主的投资者结构一直被认为是中国股市剧烈波动和效率低下的主要原因之一。由于理性的冷漠、“搭便车”以及公平问题,分散的个人股东缺乏行使控制权和监督权的积极性,因此需要大力培育和发展机构投资者,充分发挥机构投资者在稳定股市、提升上市公司信息质量、提高资本市场效率等方面的作用。自1997年11月14日国务院证券委员会发布《证券投资基金管理暂行办法》以来,中国的机构投资者迅速发展壮大。证券投资基金从1998年的6只发展到2017年的4848只,证券投资基金总额占股票市价总值的比例从1998年的0.61%上升到2017年的19.43%。

从世界范围来看,随着资本市场的发展,个人直接持股比例逐步下降,机构投资者持股比例逐步上升。20世纪80年代以来,在所有经济合作与发展组织(OECD)国家,机构投资者持股比例都呈上升趋势。在美国,个人直接持股比例从1965年的85%下降到2017年的39%,机构投资者持股比例从1965年的15%上升到2017年的61%。

然而,无论在国内还是国外,无论在理论上还是实践中,对于机构持股在公司治理中的作用,学界一直存在较大的意见分歧,有些观点甚至是对立的。在中国,由于股市波动剧烈,庄股跳水、基金黑幕、业绩爆雷、财务造假等严重问题层出不穷,机构投资者在资本市场和公司治理中的作用备受争议。机构持股对于公司治理具有积极作用还是消极作用?机构持股会抑制股价波动还是会加剧股价波动?这些争议不仅关系到国家层面的金融政策和法规,而且关系到企业层面的治理结构以及投资者投资决策,有待深入探讨。

一、文献回顾

(一) 机构持股与债务资本成本

具有专业知识、资金实力和信息识别能力的机构投资者既有动机又有能力监督公司管理层的行为,限制管理层对融资方案的选择,从而对债务融资以及债务资本成本产生影响^[1-3]。这种影响程度的大小与机构投资者持股比例直接相关,也与持有股票的时间长短有关^[4-6]。有学者认为机构持股比例增

[收稿日期]2019-08-06

[基金项目]2018年度湖北省社会科学基金项目(HBSK2018041)

[作者简介]黄晓波(1967—),男,湖北天门人,湖北大学商学院教授,博士,主要研究方向为公司财务管理,邮箱:hdkjhsb@hubu.edu.cn;梁诗佳(1996—),女,湖北襄阳人,湖北大学商学院硕士生,主要研究方向为公司财务管理;危思琦(1994—),女,湖北天门人,湖北大学商学院硕士生,主要研究方向为公司财务管理。

加会使得债务融资规模缩小。Grier 和 Zychowicz 研究发现,债务融资与机构投资者持股比例之间存在显著的负相关关系^[7]。顾银宽和张春想研究发现,随着机构投资者的增加,非国有控股公司的债务融资率显著下降,但这种影响在国有控股公司中不明显;机构投资者持股比例越高,非国有上市公司的短期借款比例越低^[8]。另有学者认为机构持股比例增加会使得债务融资规模扩大。Hellman 认为机构投资者可以促进企业债务水平的提高,能够充分利用债务融资的税盾效应和杠杆效应来提升公司价值^[9]。还有学者认为机构持股比例增加会使得债务资本成本下降。Attig 等研究发现,长期机构投资者可以有效降低企业的资本成本^[6]。卢凌研究发现,机构投资者持股比例与主板上市公司的资产负债率之间呈现显著的先递增后递减的非线性关系^[10]。

(二) 机构持股与盈余质量

总体而言,机构投资者注重盈余质量,能有效抑制盈余管理行为,防止管理层操纵利润。机构持股比例与公司盈余管理程度负相关,机构持股比例越大,盈余质量越高^[11-12],但机构持股对盈余质量的影响会因持股比例不同而有所不同。李延喜等研究发现,当机构持股比例很低时,机构没有监管意愿,只有当机构持股比例较高时,才会积极地对盈余管理进行监管,盈余管理与机构投资者持股之间存在倒“U”型关系^[13]。罗付岩也研究发现,短期机构投资者的持股比例与盈余管理显著正相关^[14],盈余质量随着长期机构投资者持股比例的上升而提高。

(三) 盈余质量与债务资本成本

随着盈余质量的提高,债务资本成本会下降。会计盈余质量差的公司比会计盈余质量好的公司要拥有更高的资本成本^[15]。Roychowdhury 研究发现,企业的资本成本与真实盈余管理活动之间呈显著的正相关关系^[16]。Lambert 等研究发现,高质量的会计信息有助于预测企业未来的现金流量,引导企业进行投资决策,从而降低企业的资本成本^[17]。薄澜和冯阳认为,管理层会积极地通过盈余管理来调节利润,从而使得债务资本成本降低^[18]。然而,盈余质量对债务资本成本的影响在不同性质的企业间存在差异,这也与制度环境有关。谢获宝等研究发现,国有企业的盈余管理程度越高,债务成本越低,而民营企业的盈余管理对债务成本没有显著影响;盈余管理程度与债务成本之间的负向关系主要存在于制度环境相对较好的地区,在制度环境相对较差的地区这种关系并不存在^[19]。

综上,已有文献把机构持股、盈余质量与债务资本成本三者联系起来进行研究的较少,而且多数研究没有考虑机构投资者间的差异,没有对机构投资者进行细分。为此,本文拟以 2007—2016 年中国沪深 A 股上市公司为样本,从机构持股如何影响盈余质量和债务资本成本视角,对机构持股在公司治理和资本市场中的作用进行理论分析和实证检验。本文可能的贡献在于:第一,在理论上,同时采用总的机构持股和各类机构持股数据,对机构持股的理论假说以及这些理论假说在中国的适用性进行实证检验,有助于进一步丰富、发展和深化机构持股理论研究。第二,在实践上,可以为中国机构投资者在资本市场和公司治理中的作用提供经验证据,有助于缓解这方面的分歧或争议,为稳定股市、提高上市公司信息质量和资本市场效率提供借鉴,为投资者进行投资决策提供参考。

二、理论分析

机构投资者一般是大股东,截至 2017 年底,我国机构投资者在超过 60% 的上市公司中进入了前十大股东之列。机构投资者参与公司治理问题归根到底是一个委托—代理问题,包括机构投资者与公司管理层之间的代理冲突、机构投资者与债权人之间的代理冲突以及机构投资者与分散的个人投资者之间的代理冲突。这些代理冲突源于目标函数不一致和信息不对称。因此,Shleifer 和 Vishny、Attig 等提出了“监控假说”和“信息假说”^[1,6]。“监控假说”认为,包括机构投资者在内的大股东在公司治理中扮演着监控者角色,机构对公司的长期投资实际上是一种关系型投资。一方面,这种关系型投资强化了投资机构的监控愿望,可以避免管理短视,降低代理成本;另一方面,这种关系型投资使投资机构的利益目标与公司的经营管

理目标趋于一致,使得投资机构的退出成本增加,这不仅可以缓解“搭便车”问题,而且有助于提升公司的长期价值。“信息假说”认为,机构投资者具有规模化、专业化等优势,有较多的人力、物力和财力以及专业知识从事公司信息和市场信息的搜集、处理和分析。与分散的个人投资者相比,机构投资者搜集信息的渠道更广泛,对信息进行处理和分析的能力更强,搜集信息的性价比更高。基金公司、证券公司等机构还可以直接到持股公司进行现场调研或访问,获取第一手信息资料。机构投资者拥有较好的预测手段和较强的预测能力,能够对公司未来的经营业绩、现金流等进行比较准确的预测。所以,机构投资者不仅拥有更多的信息,而且拥有的信息质量更高。机构投资者能够缓解股东与经营管理者、股东与债权人之间的信息不对称问题,具有识别上市公司盈余质量的能力。机构持股有助于降低公司的股权代理成本和债权代理成本。根据“监控假说”和“信息假说”,机构持股在公司治理中具有积极作用,不仅有助于提升上市公司信息质量,而且有助于提高资本市场效率。

然而在理论界,“监控假说”和“信息假说”并没有得到一致认可。在一些国家的资本市场中,机构投资者似乎并没有在抑制股价波动、提高上市公司信息质量等方面发挥积极作用。为了对机构投资者在公司治理中的作用做出更好的解释,Pound提出了“有效监督假说”“利益冲突假说”“战略联盟假说”^[20],Brikley等对不同类型的机构投资者在公司治理中的不同作用进行了深入研究^[2]。“有效监督假说”认为,与个人投资者比较,机构投资者具有信息优势和专业优势,监督成本较低,既有意愿又有能力监督管理者,以提升公司价值,获取长期利益,并保护中小投资者的权益。“利益冲突假说”认为,机构投资者内部存在代理问题,这不仅降低了其监督持股公司的意愿,还限制了其监督持股公司管理者的效果。“战略联盟假说”认为,机构投资者可能与持股公司之间存在合作关系,与持股公司的管理层合谋共同损害中小股东的利益。根据“有效监督假说”,机构投资者在公司治理中具有积极作用;根据“利益冲突假说”和“战略联盟假说”,机构投资者在公司治理中具有消极作用。

机构投资者对持股公司和资本市场的影响,不仅取决于监督效应与合谋效应之间的权衡,还与机构投资者的类型有关。Brikley等把机构投资者分为两类,即压力抵制型机构投资者和压力敏感型机构投资者^[2]。压力抵制型机构投资者包括养老基金、共同基金等,与持股公司之间不存在潜在的商业关系,不会受制于持股公司的管理层,因而更有参与公司治理的积极性;压力敏感型机构投资者包括银行、保险公司、信托公司等,与持股公司之间存在商业关系,与公司的管理层之间存在利益关系,因而缺乏监督持股公司管理层的积极性。Chen等把机构投资者分为短期机构投资者和长期机构投资者^[21]。投资回报包括分享的红利、股票买卖的价差和控制权收益。短期机构投资者是财务投资者,投资的主要目的是赚取股票买卖的价差,一般持股时间较短,追求短期收益的最大化,因而不愿意参与公司治理;长期机构投资者是战略投资者,投资的主要目的是分享红利和控制权收益,因而注重公司的治理结构和长期投资价值,注重公司的盈利能力和盈余质量,参与公司治理的收益大于成本。此外,Bushee把机构投资者分为短暂持有型、准指数型和专注持有型三类^[22];Almazan等把机构投资者分为积极的机构投资者和消极的机构投资者两类^[23];余怒涛等把机构投资者分为控制性机构投资者和投资性机构投资者^[24]。通过对机构投资者分类研究发现,不同类型的机构投资者在公司治理中的作用存在显著差异。

基于上述理论分析和经验研究,本文提出假设1:

假设1:机构持股对债务资本成本具有显著影响,不同类型的机构持股对债务资本成本的影响存在显著差异。

尽管机构投资者种类各异,但不管是哪一类机构投资者,逐利的本性是相同的、不变的。对于机构投资者而言,切身利益主要来源于股价上涨和股利分配,而高质量的盈余是股票价格和股利分配的基础,可以推动股票价格不断上涨,为稳定和可持续的股利分配提供保障,所以机构投资者都会关心持股公司的盈余质量。

偿债能力及其决定的财务风险是影响债务资本成本的主要因素。偿债能力较强、财务风险较小的公司,债务资本成本较低,而盈利能力和盈余质量对偿债能力和财务风险具有直接影响。盈利能力和盈余质量的提高有助于提升偿债能力,降低财务风险和债务资本成本。

在股利不变、贴现率不变、永久持有股票等假设下,机构投资者持有股票的价值可以依据“股利/贴现率”估算得到。一方面,在股利分配率不变的情况下,盈利越多,股利越多;盈余质量越高,股利越稳定,越可持续。另一方面,贴现率可以用加权平均资本成本代替,在资本结构以及权益资本成本不变的情况下,债务资本成本越小,加权平均资本成本越小,贴现率越低,股票价值越大。显然,提高盈余水平和盈余质量或降低债务资本成本都可以提高机构持股的市场价值,增加机构投资者的财富。

基于上述理论分析和经验研究,本文提出假设 2:

假设 2:在机构持股对债务资本成本的影响中,盈余质量具有中介效应。

三、研究设计

(一) 变量选择与定义

1. 债务资本成本($KD_{i,t}$)

债务资本成本是因筹集和使用债务资本而付出的代价,既包括使用借入资金支付的利息(使用成本),又包括举债过程中发生的各种费用(筹集费用)。债务资本成本一般采用相对数表示,即债务资本成本 = 债务的使用成本 / (债务总额 - 债务的筹集费用)。Zou 等采用“利息支出和资本化利息之和/年初年末平均总负债”来计量债务资本成本^[25],Pittman 和 Fortin 采用“利息总支出/长短期债务总额”来计量债务资本成本^[26]。

考虑到数据的可得性,本文采用以下两种方法来计量债务资本成本:(1) 债务资本成本 = 财务费用/负债总额($KD1$);(2) 债务资本成本 = (利息支出 + 资本化利息支出) / (短期借款 + 一年内到期非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款)($KD2$)。同时,本文采用 $KD1$ 进行回归分析,采用 $KD2$ 进行稳健性检验。

2. 机构持股($IO_{i,t}$)

机构持股采用锐思数据库(RESSET)中的“机构投资者持股比例”来计量,包含总持股比例以及基金持有 A 股比例、券商持有 A 股比例、保险公司持有 A 股比例、社保基金持有 A 股比例、信托基金持有 A 股比例和 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors,合格的境外机构投资者)持有 A 股比例。

3. 盈余质量($ACCR_{i,t}$)

利特尔顿认为,高质量的盈余应符合会计信息质量要求^[27]。Ball 和 Brown 认为,会计盈余的价值相关性越强,盈余质量越高^[28]。Hawkins 认为,不可操纵应计项目所占比例越大,盈余质量越高^[29]。Dechow 和 Dichev 采用总流动应计利润模型的残差来计量盈余质量^[30]。Francis 等认为,高质量的会计盈余应具有应计质量、可预测性、持续性、价值相关性、平滑度、稳健性、及时性等七个质量属性^[15]。在上述研究成果中,Dechow 和 Dichev 提出的计量方法得到了广泛运用^[30]。本文也采用 Dechow 和 Dichev 模型的残差来计量盈余质量^[30],具体模型如下:

$$\frac{TCA_{i,t}}{ASSETS_{i,t}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{ASSETS_{i,t}} + \alpha_2 \frac{CFO_{i,t}}{ASSETS_{i,t}} + \alpha_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{ASSETS_{i,t}} + \alpha_4 \frac{\Delta REV_{i,t}}{ASSETS_{i,t}} + \alpha_5 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t}} + e_{i,t}$$

模型 1

在模型 1 中, TCA 指总流动应计利润(Total Current Accruals),等于营业利润减去经营活动现金流量再加上折旧和摊销费用; CFO 指经营活动现金流量; ΔREV 指营业收入改变量,即本年营业收入减去上年营业收入; PPE 指年末固定资产价值; $ASSETS$ 表示平均总资产;下标 i 和 t 分别表示公司和年份; e 是残差。我们先通过回归求残差 e ,再求残差 e 的绝对值。残差的绝对值越大,盈余

质量越差。

4. 控制变量

控制变量包括企业规模、股权集中度、企业成长性以及年份、行业等。其中,企业规模用“年末总资产的自然对数”计量,股权集中度用“第一大股东持股比例”计量,企业成长性用“主营业务收入增长率”计量,年份和行业是虚拟变量。

上述变量的具体定义见表1。

(二) 回归模型

为了检验假设1和假设2,本文分别建立机构持股对债务资本成本的影响模型和盈余质量的中介效应模型。

1. 机构持股对债务资本成本的影响模型

为了检验机构持股对债务资本成本的影响,本文构建模型2。在模型2中,如果 β_1 显著为正,说

明机构持股对债务资本成本具有显著的正面影响;如果 β_1 显著为负,说明机构持股对债务资本成本具有显著的负面影响;如果 β_1 不显著,说明机构持股对债务资本成本没有显著影响。

$$KD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 SHARE_{i,t} + \sum_{a=5}^{14} \beta_a YEAR + \sum_{b=15}^{32} \beta_b INDUSTRY + \eta_{i,t} \quad \text{模型 2}$$

2. 盈余质量的中介效应模型

为了检验盈余质量的中介效应,本文建立模型3、模型4和模型5。

$$KD_{i,t} = \beta_0 + \chi_1 IO_{i,t} + \chi_2 SIZE_{i,t} + \chi_3 GROWTH_{i,t} + \chi_4 SHARE_{i,t} + \sum_{c=5}^{14} \chi_c YEAR + \sum_{d=15}^{32} \chi_d INDUSTRY + \lambda_{i,t} \quad \text{模型 3}$$

$$ACCR_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 IO_{i,t} + \delta_2 SIZE_{i,t} + \delta_3 GROWTH_{i,t} + \delta_4 SHARE_{i,t} + \sum_{e=5}^{14} \delta_e YEAR + \sum_{f=15}^{32} \delta_f INDUSTRY + \nu_{i,t} \quad \text{模型 4}$$

$$KD_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 IO_{i,t} + \gamma_2 ACCR_{i,t} + \gamma_3 SIZE_{i,t} + \gamma_4 GROWTH_{i,t} + \gamma_5 SHARE_{i,t} + \sum_{g=6}^{15} \gamma_g YEAR + \sum_{h=16}^{33} \gamma_h INDUSTRY + \mu_{i,t} \quad \text{模型 5}$$

根据温忠麟等提出的中介效应检验方法^[31],盈余质量具有完全中介效应的条件或判断依据是:(1)模

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量代码	变量的定义或取值方法
被解释变量	债务资本成本	$KD1_{i,t}$	本期财务费用 ^① /期末负债总额
		$KD2_{i,t}$	本期利息支出/(期末短期借款+期末长期借款+期末应付债券+期末长期应付款+期末一年内到期非流动负债)
	机构投资者持股	$TIO_{i,t}$	机构投资者持有A股股数/A股总数
	基金持股	$FUND_{i,t}$	基金持有A股股数/A股总数
解释变量	券商持股	$BROK_{i,t}$	券商持有A股股数/A股总数
	保险公司持股	$INSU_{i,t}$	保险公司持有A股股数/A股总数
	社保基金持股	$SOCI_{i,t}$	社保基金持有A股股数/A股总数
	信托公司持股	$TRUS_{i,t}$	信托公司持有A股股数/A股总数
	QFII持股	$QFII_{i,t}$	QFII持有A股股数/A股总数
	盈余质量	$ACCR_{i,t}$	先计算Dechow和Dichev模型的残差 ^[30] ,再求残差的绝对值
控制变量	企业规模	$SIZE_{i,t}$	年末总资产的自然对数
	股权集中度	$SHARE_{i,t}$	第一大股东持股比例
	企业成长性	$GROWTH_{i,t}$	主营业务收入增长率
	年份	$YEAR$	虚拟变量
	行业	$INDUSTRY$	虚拟变量

①在国泰安(CSMAR)数据库中,财务费用包括利息支出(减利息收入)、汇兑损失(减汇兑收益)等。

型3中的 χ_1 显著;(2)模型4中的 δ_1 显著;(3)在模型5中, γ_1 不显著, γ_2 显著。盈余质量具有部分中介效应的条件或判断依据是:(1)模型3中的 χ_1 显著;(2)模型4中的 δ_1 显著;(3)模型5中的 γ_2 显著。

(三) 样本选择与数据来源

本文以2007—2016年中国沪深A股上市公司为样本,剔除ST公司和金融业上市公司。除机构投资者持股数据来源于锐思数据库(RESSET)外,其他数据均来源于国泰安数据库(CSMAR)。数据处理过程如下:(1)剔除数据缺失的样本;(2)删除上市时间少于3年的样本;(3)剔除债务资本成本小于0的样本。筛选的过程见表2。经筛选,本文得到有效样本12818个,其中2007年807个,2008年896个,2009年695个,2010年1142个,2011年1261个,2012年1401个,2013年1536个,2014年1626个,2015年1681个,2016年1773个。

表2 样本公司的筛选结果

筛选标准和步骤	样本数(个)
(1)国泰安数据库中的样本数	22910
减:ST公司样本	846
(2)非ST公司样本数	22064
减:金融行业样本	592
(3)剔除金融行业后的样本数	21472
减:上市时间不超过3年的样本	6084
债务资本成本小于0的样本	2570
(4)实际使用的样本数	12818

四、实证检验结果

(一) 描述性统计分析

样本的描述性统计分析结果见表3。从表3中可以看出:(1)KD1(债务资本成本)的平均值为0.0246,标准差(0.0147)较小,说明样本公司的债务资本成本差别不大。(2)TIO(机构投资者持股比例)的平均值为0.2050,说明机构已经成为公司的主要股东;标准差(0.2032)较大,说明样本公司机构投资者持股比例差别较大。(3)ACCR(应计盈余质量)的平均值为0.0417,标准差(0.0365)较大,说明样本公司的应计盈余质量差别较大。

表3 描述性统计结果

变量	平均值	最小值	最大值	标准差	样本量
KD1	0.0246	0.0000	0.0520	0.0147	12818
TIO	0.2050	0.0030	0.6832	0.2032	12818
FUND	0.0386	0.0000	0.1862	0.0521	12818
BROK	0.0024	0.0000	0.0193	0.0053	12818
INSU	0.0022	0.0000	0.0204	0.0055	12818
SOCI	0.0026	0.0000	0.0227	0.0062	12818
TRUS	0.0011	0.0000	0.0125	0.0032	12818
QFII	0.0004	0.0000	0.0062	0.0015	12818
ACCR	0.0417	0.0028	0.1365	0.0365	12818
SIZE	22.1492	20.3151	24.5135	1.1596	12818
GROWTH	0.1636	-0.2729	0.9320	0.2959	12818
SHARE	0.3510	0.1377	0.6287	0.1420	12818

(二) 相关性分析

变量的Pearson相关系数见表4。从表4中可以看出,随着机构投资者持股比例的上升,债务资本成本会下降,但不同类型机构投资者持股对债务资本成本的影响不一样。随着盈余质量的提高,债务资本成本也会下降。

表4 变量的Pearson相关系数

变量	KD1	TIO	FUND	BROK	INSU	SOCI	TRUE	QFII	ACCR	SIZE	GROWTH	SHARE
KD1	1.0000											
TIO	-0.0905***	1.0000										
FUND	-0.1417***	0.2502***	1.0000									
BROK	0.0130	0.0338***	-0.0027	1.0000								
INSU	-0.0522***	0.0314**	0.2043***	0.0488***	1.0000							
SOCI	-0.0736***	0.1612***	0.3141***	0.0011	0.1060***	1.0000						
TRUS	0.0415***	0.0224	-0.0596***	0.0792***	0.0162	-0.0287*	1.0000					
QFII	-0.0282*	0.0417***	0.1582***	0.0048	0.0818***	0.0573***	-0.0375***	1.0000				
ACCR	0.0686***	-0.0499***	-0.0038	-0.0297**	-0.0386***	-0.0399***	-0.0021	-0.0097	1.0000			
SIZE	-0.1302***	0.1705***	0.1500***	0.0252	0.1331***	0.1253***	-0.0302**	0.0958***	-0.1488***	1.0000		
GROWTH	-0.1325***	0.0762***	0.1757***	0.0080	0.0279*	0.0546***	-0.0054	0.0305**	0.0138	0.0570***	1.0000	
SHARE	-0.0521***	0.0071	-0.0463***	-0.0340***	0.0338***	0.0255	-0.0633***	0.0225	-0.0192	0.2618***	0.0170	1.0000

注:*、**和***分别表示在10%、5%和1%置信水平下显著(双尾检验)。下同。

(三) 机构持股与债务资本成本的回归分析

机构投资者持股与债务资本成本的回归结果见表5。从表5中可以看出:一方面,机构投资者持股比例(*TIO*)以及基金持股比例(*FUND*)、券商持股比例(*BROK*)、保险公司持股比例(*INSU*)、社保基金持股比例(*SOCI*)、信托公司持股比例(*TRUS*)、合格的境外机构投资者持股比例(*QFII*)与债务资本成本(*KD1*)的回归系数都显著,即机构投资者以及基金、券商、保险公司、社保基金、信托公司、合格的境外机构投资者都对债务资本成本具有显著影响。另一方面,机构投资者持股比例(*TIO*)以及基金持股比例(*FUND*)、保险公司持股比例(*INSU*)、社保基金持股比例(*SOCI*)、合格的境外机构投资者持股比例(*QFII*)与债务资本成本(*KD1*)的回归系数显著为负,这符合前文述及的“监控假说”“信息假说”“有效监督假说”;券商持股比例(*BROK*)和信托公司持股比例(*TRUS*)与债务资本成本(*KD1*)的回归系数显著为正,这符合前文述及的“利益冲突假说”“战略联盟假说”。也就是说,机构持股对债务资本成本具有显著影响,不同类型的机构投资者对债务资本成本的影响存在差异。本文的假设1得到支持。

表5 机构持股与债务资本成本的回归结果

变量	债务资本成本(<i>KD1</i>)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
常数项	0.0560 *** (0.0000)	0.0540 *** (0.0000)	0.0584 *** (0.0000)	0.0573 *** (0.0000)	0.0564 *** (0.0000)	0.0580 *** (0.0000)	0.0579 *** (0.0000)
<i>TIO</i>	-0.0051 *** (0.0000)						
<i>FUND</i>		-0.0292 *** (0.0000)					
<i>BROK</i>			0.0479 ** 0.0380				
<i>INSU</i>				-0.0877 *** (0.0000)			
<i>SOCI</i>					-0.1499 *** (0.0000)		
<i>TRUS</i>						0.1537 *** (0.0000)	
<i>QFII</i>							-0.1799 ** (0.0340)
<i>SIZE</i>	-0.0010 *** (0.0000)	-0.0009 *** (0.0000)	-0.0012 *** (0.0000)	-0.0011 *** (0.0000)	-0.0011 *** (0.0000)	-0.0012 *** (0.0000)	-0.0012 *** (0.0000)
<i>GROWTH</i>	-0.0052 *** (0.0000)	-0.0046 *** (0.0000)	-0.0055 *** (0.0000)	-0.0054 *** (0.0000)	-0.0053 *** (0.0000)	-0.0054 *** (0.0000)	-0.0054 *** (0.0000)
<i>SHARE</i>	-0.0034 *** (0.0000)	-0.0040 *** (0.0000)	-0.0031 *** (0.0010)	-0.0032 *** (0.0000)	-0.0032 *** (0.0000)	-0.0030 *** (0.0010)	-0.0032 *** (0.0000)
年份				控制			
行业				控制			
有效观测值	12818	12818	12818	12818	12818	12818	12818
R ²	0.1099	0.1149	0.1055	0.1062	0.1090	0.1063	0.1055
调整的R ²	0.1084	0.1135	0.1040	0.1048	0.1076	0.1048	0.1040
F值	75.21	79.11	71.85	72.42	74.56	72.49	71.86
F的显著性	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

注:括号内为P值。下同。

如前所述,对于机构持股如何影响债务资本成本,学者们在理论上存在分歧,实证检验的结果也不尽相同。“监控假说”等理论认为机构持股有助于降低债务资本成本,而“利益冲突假说”等理论认为机构持股会引起债务资本成本上升。由上述回归分析可知,“监控假说”“利益冲突假说”等理论并不是对立的,因为机构投资者类型不一样,不同类型机构投资者对债务资本成本的影响不一样,所以产生了不同的理论解释,即“监控假说”“利益冲突假说”等理论可以分别对不同类型机构投资者的持股行为进行解释。

(四) 盈余质量的中介效应检验

盈余质量的中介效应检验结果见表6。从表6中可以看出:(1)在回归1中,机构投资者持股比例(*TIO*)与债务资本成本(*KD1*)的回归系数为-0.0051,在0.01水平上显著,说明机构投资者对债务资本成本具有显著的负面影响,即机构投资者持股比例越大,债务资本成本(*KD1*)越小。(2)在回归2中,机构投资者持股比例(*TIO*)与盈余质量(*ACCR*)的回归系数为-0.0042,在0.01水平上显著,说明机构投资者持股比例越大,盈余质量越好^①。(3)在回归3中,机构投资者持股比例(*TIO*)与债务资本成本(*KD1*)的回归系数显著为负,盈余质量(*ACCR*)与债务资本成本(*KD1*)的回归系数显著为正。根据温忠麟等提出的中介效应判断依据^[32],在机构投资者对债务资本成本的影响中,盈余质量具有中介效应,本文的假设2得到支持,即机构持股通过影响盈余质量而影响债务资本成本,这揭示出了机构持股影响债务资本成本的一种机理。

表6 盈余质量的中介效应检验

变量	回归1(<i>KD1</i>)		回归2(<i>ACCR</i>)		回归3(<i>KD1</i> 和 <i>ACCR</i>)	
	系数	P值	系数	P值	系数	P值
常数项	0.0560	0.0000	0.1591	0.0000	0.0517	0.0000
<i>TIO</i>	-0.0051***	0.0000	-0.0042***	0.0090	-0.0050***	0.0000
<i>ACCR</i>					0.0268**	0.0000
<i>SIZE</i>	-0.0010***	0.0000	-0.0051***	0.0000	-0.0009***	0.0000
<i>GROWTH</i>	-0.0052***	0.0000	0.0024**	0.0290	-0.0053***	0.0000
<i>SHARE</i>	-0.0034***	0.0000	0.0037	0.1160	-0.0035***	0.0000
年份	控制		控制		控制	
行业	控制		控制		控制	
有效观测值	12818		12818		12818	
R ²	0.1099		0.0339		0.1141	
调整的R ²	0.1084		0.0324		0.1126	
F值	75.21		21.41		74.92	
F的显著性	0.0000		0.0000		0.0000	

(五) 稳健性检验

本文采用“利息支出/(短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款)”重新计量债务资本成本(*KD2*),用*KD2*替换*KD1*,分别对机构持股与债务资本成本的回归分析结果以及盈余质量的中介效应进行稳健性检验。检验结果分别见表7和表8。

我们把表7与表5以及表8与表6进行对照发现,除了券商持股比例(*BROK*)、保险公司持股比例(*INSU*)、合格的境外机构投资者持股比例(*QFII*)三个变量外,其他解释变量回归系数的符号和显著性水平均与前文保持一致。因此,机构持股与债务资本成本的回归分析结果以及盈余质量的中介效应结果都是比较稳健的。

^①盈余质量(*ACCR*)越大,说明盈余质量越差。

表7 机构持股与债务资本成本的稳健性检验结果

变量	债务资本成本(KD2)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
常数项	0.1850 *** (0.0000)	0.1827 *** (0.0000)	0.1864 *** (0.0000)	0.1857 *** (0.0000)	0.1853 *** (0.0000)	0.1855 *** (0.0000)	0.1868 *** (0.0000)
TIO	-0.0029 ** (0.0210)						
FUND		-0.0053 *** (0.0000)					
BROK			0.0228 (0.6280)				
INSU				-0.0553 (0.2310)			
SOCI					-0.0819 ** (0.0470)		
TRUE						0.3059 *** (0.0000)	
QFII							0.1598 (0.3540)
SIZE	-0.0054 *** (0.0000)	-0.0053 *** (0.0000)	-0.0055 *** (0.0000)	-0.0055 *** (0.0000)	-0.0055 *** (0.0000)	-0.0055 *** (0.0000)	-0.0055 *** (0.0000)
GROWTH	-0.0107 *** (0.0000)	-0.0101 *** (0.0000)	-0.0108 *** (0.0000)	-0.0108 *** (0.0000)	-0.0107 *** (0.0000)	-0.0108 *** (0.0000)	-0.0108 *** (0.0000)
SHARE	-0.0083 *** (0.0000)	-0.0088 *** (0.0000)	-0.0081 *** (0.0000)	-0.0081 *** (0.0000)	-0.0081 *** (0.0000)	-0.0077 *** (0.0000)	-0.0081 *** (0.0000)
年份				控制			
行业				控制			
有效观测值	12818	12818	12818	12818	12818	12818	12818
R ²	0.0947	0.096	0.0944	0.0944	0.0946	0.0954	0.0944
调整的 R ²	0.0932	0.0946	0.0929	0.0930	0.0931	0.0940	0.0929
F 值	63.76	64.74	63.49	63.55	63.69	64.29	63.52
F 的显著性	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

表8 盈余质量中介效应的稳健性检验

变量	KD2		ACCR		KD2(ACCR)	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
常数项	0.1850 ***	0.0000	0.1591 ***	0.0000	0.1720 ***	0.0000
TIO	-0.0029 **	0.0210	-0.0042 ***	0.0090	-0.0026 **	0.0400
ACCR					0.0816 ***	0.0000
SIZE	-0.0054 ***	0.0000	-0.0051 ***	0.0000	-0.0050 ***	0.0000
GROWTH	-0.0107 ***	0.0000	0.0024 **	0.0290	-0.0109 ***	0.0000
SHARE	-0.0083 ***	0.0000	0.0037	0.1160	-0.0086 ***	0.0000
年份		控制		控制		控制
行业		控制		控制		控制
有效观测值		12818		12818		12818
R ²		0.0947		0.0339		0.1044
调整的 R ²		0.0932		0.0324		0.1028
F 值		63.76		21.41		67.78
F 的显著性		0.0000		0.0000		0.0000

五、结论性评述

本文以 2007—2016 年中国沪深 A 股上市公司为样本,对机构持股如何影响债务资本成本以及盈余质量在机构持股对债务资本成本影响中的中介作用进行了实证检验。结果表明:机构投资对债务资本成本具有显著的负面影响,基金持股对债务资本成本具有显著的负面影响,券商持股对债务资本成本具有显著的正面影响,保险公司持股对债务资本成本具有显著的负面影响,社保基金持股对债务资本成本具有显著的负面影响,信托公司持股对债务资本成本具有显著的正面影响,合格的境外机构投资者持股对债务资本成本具有显著的负面影响,盈余质量在机构持股对债务资本成本的影响中具有中介作用。

本文所得研究结论对于完善公司治理结构、推动资本市场发展以及投资者投资决策都具有较大的指导意义。首先,应大力发展机构投资者,特别是投资基金、保险公司、社保基金等境内机构投资者以及合格的境外机构投资者,这有利于提高上市公司信息质量以及资本市场的稳定性。其次,应加强对券商、信托等机构投资者的引导和监管,消除其不利影响,发挥其在促进上市公司和资本市场发展中的积极作用。最后,机构持股比例及其变化在一定程度上反映了公司的盈余质量以及对公司价值的预期,这能够给投资者提供一种信号,为投资者投资决策提供参考。

参考文献:

- [1] Shleifer A, Vishny R W. Larger shareholders and corporate control[J]. *Journal of Political Economy*, 1986,7(3):461-488.
- [2] Brickley J A, Lease R C, Smith C W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988,20(1):267-291.
- [3] 罗栋梁. 机构投资者促进上市公司负债融资的实证分析[J]. *学术交流*, 2010(12):96-99.
- [4] Philip D E. Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector [J]. *Economic Systems*, 2002, 26(3): 203-229.
- [5] Bushee B. Identifying and attracting the “right” investors: Evidence on the behavior of institutional investors [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, 16(4):28-35.
- [6] Attig N, Cleary S, Ghoul S E, et al. Institutional investment horizons and the cost of equity capital[J]. *Financial Management*, 2013, 42(2): 441-477.
- [7] Grier P, Zychowicz E J. Institutional investors, corporate discipline, and the role of debt [J]. *Journal of Political Economy*, 1994, 46(1):187-201.
- [8] 顾银宽,张春想. 机构投资者持股及股权性质对债务融资的影响[J]. *安徽工业大学学报(社会科学版)*, 2014(1):15-18.
- [9] Hellman N. Can we expect institutional investors to improve corporate governance? [J]. *Journal of Political Economy*, 2005, 21(3): 293-327.
- [10] 卢凌. 机构持股、企业资本结构和债务期限结构——来自中国证券市场的经验证据[J]. *金融与经济*, 2018(8):31-38.
- [11] 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.
- [12] 高雷,张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. *会计研究*, 2008(9):64-72.
- [13] 李延喜,杜瑞,高锐. 机构投资者持股比例与上市公司盈余管理的实证研究[J]. *管理评论*, 2011(3):39-45.
- [14] 罗付岩. 机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理[J]. *管理评论*, 2015(3):174-184.
- [15] Francis J, Lafond R, Olsson P, et al. Costs of equity and earnings attributes[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(4):967-1010.
- [16] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(1):335-370.
- [17] Lambert R, Leuz C, Verrecchia R E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 45(2):45-66.
- [18] 薄澜,冯阳. 债务契约与盈余管理关系的实证研究[J]. *财经问题研究*, 2014(2):102-107.
- [19] 谢获宝,刘波罗,罗子昱. 盈余管理与债务成本——来自中国 A 股上市公司的实证研究 [J]. *财会通讯*, 2013(12):38-42.
- [20] Pound J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(2): 237-265.

- [21] Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2): 279-305.
- [22] Bushee B J. Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2001, 18(2): 207-246.
- [23] Almazan A, Hartzell J, Starks L. Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation [J]. *Financial Management*, 2005, 34(4): 5-34.
- [24] 余怒涛, 陆开森, 谢获宝. 机构投资者异质性、应计与真实盈余管理研究[J]. *江西财经大学学报*, 2017(5): 36-47.
- [25] Zou H, Adams M B, Buckle M J. Corporate risk and property insurance: Evidence from the People's Republic of China [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2003, 70(2): 289-314.
- [26] Pittman J, Fortin S. Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 37(1): 113-136.
- [27] 利特尔顿 A C. 会计理论结构[M]. 林志军, 等, 译. 北京: 中国商业出版社, 1989.
- [28] Ball R, Brown P. An empirical evaluation of accounting income numbers [J]. *Journal of Accounting Research*, 1968, 6(2): 159-178.
- [29] Hawkins D F. Corporate financial reporting and analysis: Text and cases (fourth edition) [M]. Homewood: McGraw-Hill Book, 1998.
- [30] Dechow P M, Dichev I D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors [J]. *The Accounting Review*, 2002, 77: 35-59.
- [31] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用 [J]. *心理学报*, 2004 (5): 614-620.

[责任编辑: 王丽爱]

Institutional Ownership, Earnings Quality and Cost of Debt Capital

HUANG Xiaobo, LIANG Shijia, WEI Siqu

(Business School, Hubei University, Wuhan 430062, China)

Abstract: Based on China's special institutional background and market environment, this paper makes the theoretical analyses and empirical tests on the role of institutional investors in corporate governance and capital market from the perspective of how institutional investors affects the earnings quality and the cost of debt capital. The results show that institutional ownership has a significant impact on the cost of debt capital, but the impact of various institutional investors on the cost of debt capital is significantly different on the whole. The earnings quality has a mediating effect on the impact of institutional ownership on the cost of debt capital. The institutional investors such as investment funds, insurance companies and social security funds can help to improve the quality of earnings, reduce the cost of debt capital, and enhance the value of the company, while the institutional ownership of investors such as securities firms and trust firms have adverse effects on the cost of debt capital.

Key Words: institutional ownership; earnings quality; cost of debt capital; corporate governance; capital market; degree of ownership concentration