第36卷 第11期 财经研究 Vol.36 No.11
2010年11月 Journal of Finance and Economics Nov.2010

盈余质量与定向增发股份解锁后机构投资者的减持行为*

薛 爽[1,2],郑 琦[2]
(1.上海财经大学 会计与财务研究院,上海 200433;
2.上海财经大学 会计学院,上海 200433)

摘 要:文章采用定向增发股份解除锁定的独特事件,研究了盈余质量对机构投资者决策的影响。实证结果发现,在定向增发股份锁定结束后,参与定向增发的机构投资者的减持幅度与公司的盈余质量负相关,解锁后股东户数增长率和股票换手率的变化也与盈余质量负相关。以上结果一致说明盈余质量影响机构投资者的交易决策,盈余质量越高,定向增发股份解除锁定后机构投资者减持越少。

关键词:盈余质量;机构投资者;股份减持;股东户数变化;换手率变化;定向增发

中图分类号:F230;F830 **文献标识码**:A **文章编号**:1001-9952(2010)11-0093-11

一、引 言

盈余质量是会计信息质量的核心。近年来,关于盈余质量的研究可谓风生水起。这些研究主要包括如何衡量盈余质量、影响盈余质量的因素以及盈余质量的经济后果等。其中,有关盈余质量经济后果的研究又主要体现为其对公司融资成本以及投资效率的影响,其本质是探究盈余质量如何对投资者决策产生影响。这类研究的证据一般比较间接。现有研究之所以鲜有直接证据表明盈余质量对投资者交易决策产生影响是因为我们极难判断投资者何时决策,如果投资者决策时点不同,我们就无从有效控制影响决策的其他因素。

定向增发股份解锁为研究盈余质量的经济后果提供了独特的视角。2006年5月6日证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》(下称《办法》),

收稿日期:2010-09-08

基金项目:教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(08JJD630005);上海市哲学社会科学基金资助项目(2009BJB025)

作者简介:薛 爽(1971—),女,辽宁昌图人,上海财经大学会计与财务研究院研究员,上海财经大学会计学院副教授,博士;
郑 琦(1982—),男,湖南长沙人,上海财经大学会计学院博士生。

允许上市公司采用定向增发的方式进行股权再融资，但认购者至少在发行后一年内锁定股份，一年以后才能出售股份。

以往针对盈余质量经济后果的研究主要分析事后较长时间内的股价收益，发现盈余质量影响了投资者对公司价值和风险的判断。那么盈余质量是否同样也影响了投资者对公司股票的交易决策？从理论上分析，发现公司盈余质量较差后，投资者会调高对公司风险的预期，即预期股票的价值会下降，如果该投资者为公司现有股东，则会倾向于减持或全部出售其手中的股票。这一理论推导虽然在逻辑上十分清晰，但现有文献尚未从经验研究角度回答这一问题。原因在于研究者一般无法判断投资者是在什么时候发现公司存在较差的盈余质量，很难找到一个具体的事件来研究盈余质量如何影响了投资者的交易决策。定向增发股份解锁是研究这一问题的较好事件。解锁相当于一个瞬间发生的事件，参与增发的机构会在解锁后减持股份套利。定向增发投资者主要有证券投资基金、保险公司、证券公司、法人投资者（可能包括私募基金），这些专业投资者解读财务信息的能力较一般投资者更强，也更注重公司的盈余质量，那些盈余质量较差的公司股份可能会被更快、更多地减持。这为研究盈余质量经济后果提供了一个崭新而独特的视角，即可以在一个较短的时间窗口内分析盈余质量是否影响了投资者的交易行为。

本文的研究表明，公司盈余质量越差，定向增发投资者在股份解锁后减持越多。具体地，解锁后，机构投资者减持的股份数量与盈余质量负相关，且由于机构投资者大量减持，股东户数显著增加，股票的换手率也显著上升。

本研究的贡献在于以下几个方面：首先是对现有分析盈余质量经济后果文献的重要补充，提供了更加直接的证据证明公司盈余质量会影响投资者的投资决策；其次是丰富了与机构投资者相关的文献，加深了我们对“机构投资者如何利用会计信息、认识会计信息”，以及“会计信息质量如何影响机构投资者的交易行为”等问题的了解；最后从公司治理角度来看，盈余质量对机构投资者交易行为的影响说明机构投资者更多地选择“用脚投票”而非积极主动的监督。

本文余下部分安排如下：第二部分是文献回顾与假说发展，第三部分是样本选择与研究设计，第四部分为实证结果，最后对全文进行总结。

二、文献回顾与假说发展

现有文献大多从资本成本的角度研究盈余质量的经济后果。当盈余质量较高时，报告的盈余真实反映了公司经济利润，减少了投资者和公司之间的信息不对称，使投资者更容易判断公司的真实经营情况，降低了逆向选择和信息不对称风险，所以投资者要求较小的风险溢价，而公司资本成本也将随之下降（Lee 和 Masulis，2009；Bhattacharya，2003；Francis 等，2004、2005 等）。另

外,Biddle(2008)以 1980－2003 年美国上市公司为样本发现,会计信息质量有助于减少公司投资不足和投资过度。Biddle 和 Hilary(2006)通过跨国研究发现,每个国家的盈余质量均与投资效率正相关。李青原(2009)研究了我国上市公司会计信息质量和投资效率的关系,发现会计信息质量影响了资本配置的效率。

上述文献表明,盈余质量是有经济后果的。但现有研究也发现,投资者在一段时间内无法看穿会计盈余所蕴含的信息,可能存在根据会计盈余错误定价的现象,如 Sloan(1996)、Xie(2001)、Teoh 等(1998)等研究表明,尽管投资者在短期内未能理解盈余质量对股票定价的作用,但在长期内投资者能对盈余质量作出正确的反应。此类研究的局限之一在于无法找到一个具体的时间点考察公司股东对盈余质量作出的交易反应;局限之二是没有区分专业投资者和一般个人投资者对盈余质量理解上的差异。定向增发股份在发行后需要锁定一年时间,股份解锁是一个瞬间发生的事件,使参与定向增发的专业投资者持有的股票可以上市流通交易。这一事件提供了研究盈余质量影响投资者交易决策的绝佳时机,也使研究能专注于机构投资者。机构投资者具有较强的财务分析能力,当其评价公司盈余质量较差、风险较高时,会调低对公司价值的预期,更倾向于减持该公司的股份,因此我们提出如下假说。

假说:公司盈余质量越差,定向增发投资者在股份解除锁定后减持越多。

三、样本选择与研究设计

(一)样本选择

定向增发按照交易实质可以分为募集资金型定向增发、大股东资产注入型定向增发和借壳上市型定向增发。募集资金型定向增发与配股、公开增发最为类似,募集资金一般也是投向与公司主业有关的项目;大股东资产注入型定向增发则是大股东通过注入资产减少关联交易实现整体上市;借壳上市型定向增发,相当于原公司退市后一个新公司上市。不同类型的定向增发其经济实质不同,本文主要研究募集资金型定向增发。募集资金型定向增发要求参与增发的机构投资者股份锁定一年,且机构投资者用现金认购公司股票,在正常情况下公司有很强的动机在解锁后减持套利,所以样本仅包括募集资金型定向增发公司。《办法》是 2006 年 5 月颁布的,选择 2006 年 7 月至 2008 年 12 月之间完成定向增发的公司为样本。完成定向增发后股份需要锁定一年时间,由于要计算解锁后的减持程度,所以样本只包括在 2008 年 12 月底之前完成定向增发的公司(在 2009 年 12 月 31 日前解除股份锁定)。此外,还剔除了金融行业公司。最终样本只包括有机构投资者参与、且其中机构投资者以现金认购股份、持股锁定期是一年的非金融类定向增发公司,共计 147 个样本,2007－2009 年每年解锁上市的样本分别为 30 个、78 个和 39 个。

（二）研究设计

研究中要解决的两个技术问题分别是如何衡量盈余质量和定向增发股份解锁后机构投资者减持。先来看盈余质量。盈余质量的衡量有诸多维度：如盈余及时性、稳健性、避免亏损的公司比例、价值相关性、持续性等。本文采用 Dechow 和 Dichev(2002)、McNichols(2002)的应计利润质量表征公司自身的盈余质量。原因有二：第一，现有衡量及时性、稳健性（如 Basu 1997）和价值相关性等指标难以用于衡量单个公司的盈余质量，更多的是用来衡量某一群公司的盈余质量，而本文需要衡量的是公司层面的盈余质量；第二，根据 Francis 等(2004)研究，Dechow 和 Dichev(2002)模型（以下简称 DD 模型）是衡量盈余质量最有效的方法。McNichols(2002)对 DD 模型进行了修正，即在模型右边加入主营业务收入变化（ChangeREV）和固定资产（PPE），这可以提高 DD 模型的解释力度。修正的 DD 模型为：

$$Accrual_t = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{t-1} + \alpha_2 CFO_t + \alpha_3 CFO_{t+1} + \alpha_4 ChangREV_t + \alpha_5 PPE_t + \varepsilon \tag{1}$$

$$\text{应计利润质量：} AQ = Std(\varepsilon) \tag{2}$$

Dechow 和 Dichev(2002)主要用公司自身的时间序列数据对方程(1)进行估计，但方程(1)估计需要公司自身过去较长时间序列数据，使样本存在生存偏误。McNichols(2002)对修正 DD 模型的估计采用横截面数据估计可以避免生存偏误对结论的影响。本文采用 McNichols(2002)的方法，用截面数据分行业、分年度估计方程(1)。行业分类按照证监会的标准，其中制造业分成次类。以定向增发股份解锁当年度为第 0 年，以[－5，－1]年的数据，用方程(1)估计的残差标准差如方程(2)作为公司应计利润质量 AQ。如果样本数量不满 5 个，则按实际存在的样本数计算公司应计利润质量。方程(1)中变量均除以年末总资产进行平减。

如何衡量机构投资者减持呢？关于定向增发投资者减持最好的衡量方式就是找到他们减持交易的记录。但根据目前《上市公司信息披露管理办法》，只有持股比例达到 5%以上的投资者其持股情况发生变化时，公司才需披露信息。由于定向增发投资者在增发完成后持股比例一般不会超过公司股本的 5%，他们的减持行为不需要公告，故无法从公开渠道获取投资者交易数据。但上市公司定期财务报告披露前十大股东持股情况，可以对比定向增发公司在解锁前后相邻季度前十大股东中定向增发投资者的名单、持股数量和持股比例，以这些投资者持股变化衡量减持程度。设增发后进入前十大股东的投资者 i 在股份解锁前一季度持股数量为 Pre_num_i，在解锁后第 t 个季度（t 取 0 表示解锁当季度，t 取 1 表示解锁后第一个季度，）末持股数量为 $Post\_num_i$，若有 k 个投资者在解锁之前的季度是公司前十大股东，则以这 k 个投资者持股数量之和的变化衡量减持程度：

$$\text{Change\_num}(-1,t)=[\sum \text{Post\_num}_i-(\sum \text{Pre\_num}_i)\times(1+\text{StkDiv})]/[(\sum \text{Pre\_num}_i)\times(1+\text{StkDiv})]$$

其中 $1\leqslant i\leqslant k$,$t=0$ 或 $t=1$。Change_num 越小说明定向增发投资者减持越多。StkDiv 是期间内送股和转增股本比率之和,用于剔除公司送转的影响。

Change_num 是对定向增发投资者减持的直接衡量,但它只反映进入前十大股东参与定向增发的投资者的减持情况。我们计算了每家公司进入前十大股东的定向增发投资者认购数量之和相对定向增发股份数量的比例,统计显示该比例的均值和中位数在 0.7 左右,因此用进入前十位股东的参与定向增发投资者的减持行为衡量所有定向增发投资者的减持具有相当的代表性。为了避免这一指标的偏差带来的不确定性,本文还设计了另外两个指标:股东户数的变化和股票换手率的变化。

定向增发投资者持股数量一般高达数百万股,其减持数量远远大于单一普通投资者购买数量,减持将导致公司股东户数增加。故用解锁当季度股东户数增长率衡量减持程度。股东户数增长率(Change_acct)为解锁当季末股东户数相对于解锁前一季度股东户数的增幅,值越大则减持程度越大。

定向增发投资者的减持将导致股票换手率较股份解锁之前提高,故用换手率的提高可间接衡量定向增发投资者的减持行为。设解锁日为第 0 天(若当天为非交易日,则以其后第一个交易日为第 0 天),以最初 10 个或 30 个交易日(第 0 天到第 9 天或到第 29 天)日股票换手率均值减去《非公开发行暨股份变动公告书》公告日到解锁前第 21 个交易日的日股票换手率均值(Change_turn)来衡量减持程度,Change_turn 越大意味着减持越多。

这三个衡量减持程度的指标中,Change_num 虽然直接测量减持程度,但只能反映进入前十大股东的减持而非全部定向增发投资者的减持行为。股东户数增长率 Change_acct 和增量换手率 Change_turn 是全部定向增发投资者减持的体现,但同时受其他事件影响,这两个间接的指标在较短时间内可以反映减持程度,但在长时窗内受到较多因素影响。如果利用这三个指标能得到一致的结论,则结果之间可以相互印证,结论也会更加稳健。

根据以上分析,我们的研究方程为:

$$\text{Change\_num}=\alpha_0+\alpha_1\text{AQ}+\alpha_2\text{BHR}+\alpha_3\text{Disc}+\alpha_4\text{Size}+\alpha_5\text{PreROA}+\alpha_6\text{Lag}+\alpha_7\text{MBHR}+\varepsilon \tag{3-1}$$

$$\text{Change\_acct}=\alpha_0+\alpha_1\text{AQ}+\alpha_2\text{BHR}+\alpha_3\text{Disc}+\alpha_4\text{Size}+\alpha_5\text{PreROA}+\alpha_6\text{Lag}+\alpha_7\text{Ind}+\alpha_8\text{MBHR}+\varepsilon \tag{3-2}$$

$$\text{Change\_turn}=\alpha_0+\alpha_1\text{AQ}+\alpha_2\text{BHR}+\alpha_3\text{Disc}+\alpha_4\text{Size}+\alpha_5\text{PreROA}+\alpha_6\text{MBHR}+\varepsilon \tag{3-3}$$

方程(3－1)的因变量为解锁当季减持程度 Change_num(－1,0)或至解锁后第一个季度累计减持程度 Change_num(－1,1)。方程(3－2)的因变量

为解锁当季度相对于上一季度末股东户数增长率 Change_acct。方程(3－3)的因变量为解锁后最初 10 个交易日或最初 30 个交易日增量换手率 Change_turn(0,9)和 Change_turn(0,29)。AQ 越高,代表盈余质量越差。因此,方程(3－1)至(3－3)中测试变量系数 α_1 的符号预期分别为负、正和正。

控制变量中,BHR 为自公司公告日到股份解锁前 21 个交易日的购买持有收益率,用来衡量股份锁定期内股票变化。Disc 是定向增发折价,折价构成了定向增发投资者获利的一部分,折价程度越大,定向增发投资者可能更倾向于减持套利。Size 是本次解锁上市流通的股份占股本总额的比例,用来衡量股票供应量的变化。该变量等于定向增发股份中锁定期为 12 个月的股份数量除以增发之前股本总额。PreROA 是解锁前 3 年到解锁前 1 年 ROA 的均值,较好的会计业绩将吸引投资者长期持有公司股票,故在锁定结束后减持意愿和程度较小。Lag 是解锁日至解锁当季度最后一天相隔的日历时间。Ind 为同行业同季度股东户数增长率均值,用来控制市场对行业题材炒作的影响。MBHR 是公司股份解锁之前[－60,－1]交易日市场组合的购买持有收益率。当近期市场整体有较大涨幅时,投资者认为市场将出现调整的可能性增大,因此可能更多地减持股份保证获利。本文数据来自 Wind 和 CSMAR 数据库。

四、实证分析

(一)描述性统计

表 1 报告了各变量的描述性统计。Change_num(－1,0)说明定向增发投资者在解锁当季度平均减持 28.3%的股份,Change_num(－1,1)说明至解锁后 第一个季度累计平均减持了40.9%的股份。中位数显示在解锁当季度和

表 1　变量描述性统计

变　量	最小值	均值	中位数	最大值	标准偏差
Change_num(－1,0)	－0.967	－0.283	－0.229	0.050	0.247
Change_num(－1,1)	－0.968	－0.409	－0.422	0.099	0.268
Change_acct	－0.487	0.284	0.171	4.333	0.540
Change_turn(0,9)	－0.014	0.007	0.003	0.085	0.014
Change_turn(0,29)	－0.014	0.006	0.002	0.054	0.012
AQ	0.000	0.028	0.027	0.093	0.016
BHR	－0.776	0.448	0.136	8.390	1.194
Disc	－0.383	0.270	0.282	0.592	0.155
Size	0.020	0.188	0.163	1.158	0.139
PreROA	－0.089	0.051	0.043	0.246	0.043
Lag	0	45.633	43	91	26.192
Ind	－0.058	0.085	0.059	0.448	0.084
MBHR	－0.459	－0.016	－0.041	0.497	0.250

解锁后第一个季度,定向增发投资者减持数量大致相当,但由于解锁当季度可供交易的天数(平均为45个日历天数)少于解锁后第一个季度(90个日历天数),说明定向增发投资者在解锁当季度减持频率和程度更大。解锁当季度股东户数增长率Change_acct均值为0.284,远远高于同行业公司同季度0.0853的均值,表明股份解锁后定向增发投资者进行了大量减持。变量Change_turn(0,9)的均值为0.70%,说明解锁后日均换手率增加了0.70%。

测试变量AQ均值和中值分别为0.028和0.027。变量BHR衡量非公开发行完成公告日至解锁前21天之间的股票购买持有收益率,该变量中位数为13.6%,说明在公司公告定向增发完成当日购入股份持有将近一年的时间能获得较好的回报。定向增发折价Disc均值为0.27,说明定向增发投资者平均购买价格相当于市价的73%。变量PreROA衡量公司盈利能力,该变量最小值为负,表明亏损公司也可以定向增发融资。变量Lag的均值和中位数接近45天。

(二)相关分析

表2报告了因变量和测试变量间的相关系数,篇幅所限,控制变量和其他变量之间的相关性检验只用文字描述结果。AQ与减持幅度负相关,与股东户数增长率和增量换手率之间显著正相关,与假说预期相符。减持幅度(Change_num)与增量换手率(Change_turn)和股东户数增长率(Change_acct)显著负相关,说明定向增发投资者的减持一方面导致交易量上升,另一方面导致大量新股东进入公司。三个指标一致反映了定向增发投资者的减持行为。

表2 因变量与测试变量相关系数表

	AQ	Change_num(−1,0)	Change_num(−1,1)	Change_turn(0,9)	Change_turn(0,29)	change_acct
AQ		−0.05	−0.074	0.12	0.112	0.251***
Change_num(−1,0)	−0.061		0.8***	−0.3***	−0.2**	−0.2678***
Change_num(−1,1)	−0.1148	0.792***		−0.212**	−0.207**	−0.253***
Change_turn(0,9)	0.143*	−0.306***	−0.178*		0.7899***	0.26***
Change_turn(0,29)	0.172**	−0.212**	−0.14217	0.819***		0.15*
Change_acct	0.191**	−0.252***	−0.284***	0.149*	0.073	

注:(1)右上角为pearson相关系数,左下角为spearman相关系数;(2)*、**和***分别表示双尾显著性水平为10%、5%和1%,下表同。

未报告的结果显示测试变量AQ与其他控制变量之间相关系数较小且不显著,因此共线性问题不会影响测试变量的系数估计。

(三)回归分析

表3报告了盈余质量对机构投资者减持幅度的影响。第1列是以解锁当季度相对于解锁前一季度定向增发投资者减持程度Change_num(−1,0)作为因变量时的回归结果,应计利润质量AQ系数为负但不显著;增发折价显著为负,表明当定向增发投资者获得股份价格相对市价越低时减持越多;股份锁定期的购买持有收益率系数不显著,这表明是股份上市前的折价水平而非上市后的收益率影响了投资者的减持行为;股份解锁日距离解锁当季度末相隔的日历天数

Lag 的系数显著为负,这与相关分析结果一致。第 2 列是以解锁后第一个季度相对于解锁前一季度定向增发投资者减持程度 Change_num(－1,1)作为因变量时的回归结果,测试变量的系数在 10%水平下显著为负,说明应计利润质量越差定向增发投资者减持越多。由于测试变量应计利润的质量一般要求用之前 5 年的方程(1)残差计算标准差,而部分公司定向增发股份解锁之前的数据不满 5 年,所以是按实际存在的残差计算该公司的应计利润质量。为避免这一情况影响结果,进一步要求定向增发公司在股份解锁前至少有 4 个数据可以计算残差标准差,第 3 列报告了相应结果,方程估计未发生实质性改变。表 1 描述性统计中 Change_num(－1,1)最大值为正,说明有参与定向增发的公司投资者在增持股份,因此“盈余质量越高的公司在股份解锁后被定向增发投资者增持越多”也可以解释表 3 第 2 列、第 3 列的结果。为排除这一解释的影响,第 4 列和第 5 列删去了增持公司,即只对 Change_num(－1,1)值为负的观测值进行回归分析,结果无实质性改变。因此假说在减持这一组公司中继续得到证明。

表 3　方程(3－1)回归结果

变　量	(1) Change_num (－1,0)	(2) Change_num (－1,1)	(3) Change_num (－1,1)要求至少有4个数据可以计算 AQ	(4) Change_num (－1,1)<0	(5) Change_num(－1,1)<0 且要求至少有 4 个数据可以计算 AQ
Intercept	0.125	－0.177	－0.105	－0.148	0.085
	(0.99)	(－1.25)	(－0.66)	(－0.69)	(－0.36)
AQ	－1.608	－3.207	－3.418	－3.4	－3.706
	(－1.04)	(－1.83)*	(－1.72)*	(－1.91)*	(－1.83)*
BHR	5E－4	－0.004	－0.004	－0.008	－0.006
	(0.02)	(－0.14)	(－0.14)	(－0.28)	(－0.21)
Disc	－0.318	－0.532	－0.553	－0.405	－0.468
	(－2.2)**	(－3.19)***	(－3.08)***	(－2.2)**	(－2.51)**
Size	－0.041	－0.117	－0.043	－0.039	0.005
	(－0.25)	(－0.66)	(－0.23)	(－0.22)	(0.03)
PreROA	0.69	1.516	1.746	0.967	1.217
	(1.31)	(2.38)**	(2.43)**	(1.53)	(1.69)*
Lag	－0.002	－3.4E－4	8.88E－3	5.4E－3	7.34E－3
	(－2.76)***	(－0.39)	(－0.89)	(－0.6)	－0.73
MBHR	－0.123	－0.183	－0.175	－0.122	－0.151
	(－1.32)	(－1.74)*	(－1.55)	(－1.16)	(－1.33)
Adj.R^2	0.0664	0.109	0.1063	0.031	0.03
N	128	117	99	108	93

表 4 报告了盈余质量对解锁后股东户数增加的影响,第 1 列全样本和第 2 列限定样本中应计利润质量的系数显著为正,表明应计利润质量越差,定向增发投资者减持越多从而导致股东户数增加越多,与假说相符。第 3 列和第 4 列将样本限定在明显出现减持的公司中,即删去了股东户数变化率小于 0 的观测值,AQ 系数仍显著为正,与假说相符。

表 5 报告了盈余质量对解锁后增量换手率的影响。第 1 列和第 3 列显示

表 4　方程(3－2)回归结果

变　量	(1) Change_acct	(2) Change_acct 要求至少有 4 个数据计算 AQ	(3) Change_acct>0	(4) Change_acct>0 且要求至少有 4 个数据计算 AQ
Intercept	−0.507	−0.514	−0.298	−0.313
	(−1.95)*	(−2.27)**	(−0.94)	(−1.12)
AQ	10.098	7.544	10.505	7.082
	(3.24)***	(2.73)***	(2.97)***	(2.19)**
BHR	0.0925	0.079	0.151	0.12
	(1.56)	(1.6)	(2.15)**	(1.74)
Disc	0.40214	0.456	0.018	0.072
	(1.32)	(1.77)*	(0.04)	(0.19)
Size	0.374	0.199	0.302	0.135
	(1.11)	(0.7)	(0.82)	(0.42)
PreROA	0.95	0.232	1.798	0.441
	(0.88)	(0.24)	(1.39)	(0.39)
Lag	0.002	0.0023	2.57E−2	2.95E−2
	(1.38)	(1.64)	(1.33)	(1.71)*
Ind	−0.436	0.502	−1.53	−0.303
	(−0.68)	(0.94)	(−2.12)**	(−0.49)
MBHR	0.3762	0.249	0.567	0.467
	(2.00)**	(1.55)	(2.53)**	(2.36)**
Adj−R^2	0.1144	0.1653	0.1625	0.1424
N	147	123	112	92

当用解锁后最初 10 个交易日和最初 30 个交易日增量换手率衡量减持程度时，应计利润质量的系数显著为正，表明应计利润质量越差，定向增发投资者抛售越多，导致换手率上升越大，这与假说相符。当将样本限定在至少有 4 个数据可以计算应计利润质量的公司时，第 2 列 AQ 的系数和第 4 列 AQ 的系

表 5　方程(3—3)回归结果

变　量	(1) Change_turn (0,9)	(2) Change_turn (0,9)要求至少有 4 个数据可以计算 AQ	(3) Change_turn (0,29)	(4) Change_turn (0,29)要求至少有 4 个数据可以计算 AQ
Intercept	0.003	0.003	0.003	0.004
	(0.92)	(0.85)	(1.22)	(1.35)
AQ	0.178	0.150	0.154	0.123
	(2.2)**	(1.65)*	(2.44)**	(1.7)*
BHR	−0.005	−0.004	−0.007	−0.007
	(−3.79)***	(−3.06)***	(−6.77)***	(−6.3)***
Disc	−0.013	−0.004	−0.005	−8.09E−3
	(−1.73)*	(−0.53)	(−0.91)	(−0.12)
Size	0.025	0.014	0.016	0.009
	(2.92)***	(1.52)	(2.43)**	(1.3)
PreROA	−0.004	−0.019	−0.013	−0.024
	(−0.14)	(−0.62)	(−0.59)	(−0.99)
MBHR	0.013	0.014	0.019	0.023
	(2.77)***	(2.64)***	(5.24)***	(5.48)***
Adj-R^2	0.1385	0.0878	0.2929	0.3096
N	147	123	147	123

数都在 10％的水平上显著为正。故表 5 进一步支持假说。表 3 至表 5 用不

同方法测量定向增发投资者的减持程度,结果均支持假说。

五、结　论

以2006年7月至2008年12月底前完成定向增发的147家公司为样本,利用定向增发股份解除锁定这一事件,本文研究了盈余质量对机构投资者交易决策的影响。用三个指标衡量定向增发投资者的减持并用应计利润质量表征盈余质量,发现定向增发投资者在股份解锁后一段时间内对盈余质量越差的公司股份减持越多。这一发现表明,盈余质量是影响投资者决策的重要信息之一。从另一个角度看,也说明机构投资者能较好地分析公司财务报告、评价会计信息质量。而会计信质量不但影响股票定价和资本成本,也影响了投资者的交易行为。本文的理论贡献在于从股票交易的角度扩展了盈余质量的经济后果及机构投资者决策的相关文献,现实意义在于揭示了定向增发投资者的减持能够传递公司盈余质量的信息。二级市场投资者可通过观察股份解锁前后交易量的变化以及解锁前后季度公司前十大股东持股信息判断定向增发投资者的减持程度,评价公司盈余质量并做出投资决策。证券监管部门可以考虑加强上市公司关于定向增发股份解除锁定的信息披露。一般而言,定向增发投资者以折扣价格购买股份,较市场上一般投资者享受了更多的权利,有必要加强信息披露使参与定向增发投资者进入或退出公司的过程更加透明,通过详细的定向增发投资者减持的信息披露,让二级市场投资者及时了解减持情况从而更好地判断公司的投资价值,保护二级市场中小投资者利益。

* 本文还得到上海市浦江计划"公允价值的运用与会计信息质量"课题资助。

参考文献:

[1]李青原.会计信息质量与公司资本配置效率[J].南开管理评论,2009,(12):115－124.

[2]Basu Sudipta.The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. Journal of Accounting and Economics,1997,24(1):3－37.

[3]Bhattacharya Utpal, Hazem Daouk, Michael Welker. The world price of earnings opacity[J].Accounting Review,2003,78(3):641－678.

[4]Biddle C Gary,Gilles Hilary.Accounting quality and firm-level capital investment[J]. The Accounting Review,2006,81(5):963－982.

[5]Biddle C Gary,Gilles Hilary,Rodrigo S Verdi.How does financial reporting quality related to investment efficiency? [R].Working Paper,hllp://ideas.reper.org/a/eee/jaecon/v48y2009i2-3p112-131.html,2009-09-01.

[6]Dechow M Patricia,Ilia D Dichev.The quality of accruals and earnings:The role of accrual estimation errors[J].The Accounting Review,2002,77(Supplement):35－59.

[7] Francis Jennifer, Ryan LaFond, Per M Olsson. Costs of equity and earnings attributes[J].The Accounting Review,2004,79(4):967－1010.

[8]Francis Jennifer,Ryan LaFond,Per M Olsson.The market pricing of accruals quality[J].

Journal of Accounting and Economics，2005，39(2)：295－327.
[9]Lee Gemma，Ronald W Masulis.Seasoned equity offerings：Quality of accounting information and expected flotation costs[J].Journal of Financial Economics，2009，92(3)：443－469.
[10]McNichols Maureen F.The quality of accruals and earnings：The role of accrual estimation errors[J].The Accounting Review，2002，77(Supplement)：61－69.
[11]Sloan Rechard G.Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earning? [J].The Accounting Review，1996，71(3)：289－315.
[12]Teoh S H，I Welch，T J Wong.Earnings management and the long-term market performance of initial public offerings[J].Journal of Finance，1998，53(6)：1935－1974.
[13]Teoh S H，I Welch，T J Wong.Earnings management and the post-issue performance of seasoned equity offerings[J].Journal of Financial Economics，1998，50(1)：63－99.
[14]Xie Hong.The mispricing of abnormal accruals[J].The Accounting Review，2001，76(3)：357－373.

Earnings Quality and the Selling Behavior of Institutional Investors after the Lock-up Period of Private Equity Placement

XUE Shuang[1,2]，ZHENG Qi[2]

(1.*Institute of Accounting and Finance*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*；2.*School of Accounting*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*)

Abstract：The paper studies the impact of earnings quality on the investment decision of institutional investors after the lock-up period of private equity placement.The empirical results show that just after the lock-up period of private equity placement，the institutional investors who have participated in private equity placement will sell out shares according to earnings quality of firms，that is to say，the higher earnings quality is，the lower the selling-out magnitude of institutional investors is.As a result of selling-out of institutional investors，the increasing ratio of the number of shareholders and the change of turnover are negatively related to earnings quality.The results confirm the effect of earnings quality on the investment decision of institutional investors.

Key words：earnings quality；institutional investors；selling-out of shares；change of the number of shareholders；change of turnover；private equity placement

（责任编辑　金　澜）