

进行分析,方能真正了解审计师任期与盈余管理的关系(李建然等,2005)。因此,相对于以全样本为研究对象,使用平衡样本可能更能增强结论的稳健性。据此,本文使用分析表9时所使用的平衡样本,按表6、表7、表10、表11重新进行了回归,发现本文结论基本不受影响。

(2) 本文使用|Gap|来衡量盈余管理的程度,对文中表6至表11进行了重新回归,发现文中结论基本不受影响。 $Gap=(Ni-Cash)/Asset$,其中,Ni是公司当年净利润,Cash是公司当年经营活动的现金流量净额,Asset是公司当年年末的资产总额。

(3) 按照事务所所审计上市公司总资产总额排名,将每个年度排名前10位的事务所代替原来的这15家事务所,对模型进行重新回归,结果基本没有发生变化。

(4) 本文对存在异常值的变量分别按3倍标准差剔除、两端各1%winsorize处理,发现结论基本不受影响。

(5) 本文考察了文中所有回归表格的D.W.值和VIF值,发现模型均不存在严重的自相关和多重共线性问题。

八、结论

本文以五年期强制变更规定出台之前1998—2002年的A股上市公司为研究对象,使用调整后加业绩控制变量的截面Jones模型和基本Jones模型估计的公司可操纵性应计数绝对值衡量审计质量,在同时考虑事务所任期与签字会计师任期、审计师与客户关系类型的情况下,分析了学习效应、私人关系、审计任期与审计质量的关系。研究发现,总体上同美国一样,审计任期越长审计质量越高,但是在细分审计师与客户的关系后,就存在较大的差异。在正常的聘任关系下,随着签字审计师任期的延长,审计质量会逐渐提高,但在异常聘任关系下,随着审计师任期的延长,审计质量则会变差。并且,在正常审计聘任关系且控制事务所任期的情况下,学习效应对审计质量的促进作用在签字会计师任期的第5-8年效果最好。在异常的审计聘任关系下,私人关系的终止可以控制审计质量的恶化。此外,本文发现,在正常聘任关系下,签字审计师任期的延长对客户的正负向盈余管理行为均有一定的抑制作用,而在异常聘任关系下,长任期对正负向盈余管理均没有抑制作用。

(《审计研究》2009年4期 略有删节)

我国非经常性损益信息披露管制效果研究

孟焰 王伟

一、问题缘起与假说演绎

针对非经常性损益的研究主要可以分为两大类:一类是非经常性损益与盈余管理,一类是非经常性损益与市场反应。许多国家和地区的研究学者对使用非经常性损益进行盈余管

理进行过研究,也有不尽一致的相关结论。一方面,有的学者找到了使用非经常性损益进行盈余管理的部分证据(Alex B. Cameron和Lynn Stephens, 1991; Sarah Elizabeth McVay, 2006; 吴溪, 2006)。另一方面,有的学者却没能找出相关证据以支持使用非经常性损益进行盈余管理(Edward J. Riedl和Suraj Srinivasan, 2005; Edward J. Riedl和Suraj Srinivasan, 2007)。相关研究发现市场并没有充分反应非经常性损益(David Burgstahler, James Jiambalvo和Terry Shevlin, 1999; David Burgstahler, James Jiambalvo和Terry Shevlin, 2002),但是非经常性损益信息的有用性正在逐年提高(孟焰、袁淳, 2006)。

中国证券监督管理委员会1999年发布《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》第二号《年度报告的内容与格式(1999年修订稿)》(证监公司字[1999]137号)。要求上市公司在年度报告中披露非经常性损益。并于2001年的公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号中进一步规范,而且在随后的2004年和2007年对该问答进行了修订。在短短9年时间内进行了如此反复多次的要求与修订,从此足见中国证券监督管理委员会对披露非经常性损益的重视。因此,提出这样的一个问题,这些不同的定义规范是否在实践中得到执行,是否取得预期的效果?

中国证券监督管理委员会分别于1999年、2001年、2004年和2007年给出过4次非经常性损益的定义和规范。对于1999年的规范,“由于这些规范未对这个概念的内涵、外延给出清晰的界定,公司对此理解不一,具体执行时往往采用不同的判断标准。这导致公司对所披露‘扣除非经常性损益的净利润’等财务指标的计算可能不准确,相互间也缺乏可比性”,因此2001年就给出了第二次的定义和规范。2001年的定义与规范虽然“对非经常性损益的含义和内容作了较为清晰的界定,但从执行的情况看,无论是其披露还是涉及项目的认定方面均存在差异,出现公司根据自己的需要增加减少非经常性损益项目的现象”,因此2004年就给出了第三次的定义和规范。2007年的第四次的定义与规范是针对“财政部已正式颁布了企业会计准则及应用指南”,并且“自2007年1月1日起在上市公司范围内施行”,因此“结合新会计准则中相关规定的变化”,“相应非经常性损益做出了修订”。由于应用2007年规范的2008年报数据尚不能从数据库中获取,所以本文只研究前三次定义规范的效果。

表1对非经常性损益的内容进行了对比分类,包括三次中的一致内容对比、后两次中的一致内容对比和每次中的独特内容对比。三次中的一致内容是指三次非经常性损益的内容基本相近的内容部分;后两次中的一致内容是指2001年和2004年两次非经常性损益的内容基本相近,而1999年未包含的内容部分;每次中的独特内容是指每次的内容中各不相同的内容部分。由于1999年和2001年的每次中的独特内容,新股申购冻结资金利息、合并价差摊入和流动资产盘盈、盘亏损益均是数额较小的内容,而2001年和2004年的后两次中的一致内容与2004年的每次中的独特内容均包含很多项目,数额较大,而且2001年的后两次中的一致内容包含非经常性损益还可能包括的项目,因此这三次非

表1 三次非经常性损益管制要求对比表

年度	1999	2001	2004
文件	《年度报告的内容与格式(1999年修订稿)》(证监公司字[1999]137号)	公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常性损益(证监会计字[2001]7号)	公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常性损益(2004年修订)(证监会计字[2004]4号)
定义	非经常性损益是指公司正常经营损益之外的、一次性或偶发性损益。	非经常性损益是指公司发生的与生产经营无直接关系,以及虽与生产经营相关,但由于其性质、金额或发生频率,影响了真实、公允地评价公司当期经营成果和获利能力的各项收入、支出。	非经常性损益是指公司发生的与经营业务无直接关系,以及虽与经营业务相关,但由于其性质、金额或发生频率,影响了真实、公允地反映公司正常盈利能力的各项收入、支出。
三次中的一致内容对比	例如资产处置损益、临时性获得的补贴收入,等。	非经常性损益应包括以下项目:(二)处理下属部门、被投资单位股权损益;(三)资产置换损益;(四)政策有效期短于3年,越权审批或无正式批准文件的税收返还、减免以及其他政府补贴;(六)中国证监会认定的其他非经常性损益项目。	非经常性损益应包括以下项目:(一)处置长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、其他长期资产产生的损益;(二)越权审批或无正式批准文件的税收返还、减免;(三)各种形式的政府补贴;(十一)资产置换损益;(十四)中国证监会认定的符合定义规定的其他非经常性损益项目。
后两次中的一致内容对比		非经常性损益应包括以下项目:(一)交易价格显失公允的关联交易导致的损益;(五)比较财务报表中会计政策变更对以前期间净利润的追溯调整数。非经常性损益还可能包括以下项目:(二)支付或收取的资金占用费;(三)委托投资损益;(四)各项营业外收入、支出。	非经常性损益应包括以下项目:(四)计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费;(六)委托投资损益;(十二)交易价格显失公允的交易产生的超过公允价值部分的损益;(十三)比较财务报表中会计政策变更对以前期间净利润的追溯调整数。
每次中的独特内容对比	新股申购冻结资金利息、合并价差摊入。	非经常性损益还可能包括以下项目:流动资产盘盈、盘亏损益。	非经常性损益应包括以下项目:(五)短期投资损益,但经国家有关部门批准设立的有经营资格的金融机构获得的短期投资损益除外;(八)因不可抗力因素,如遭受自然灾害而计提的各项资产减值准备;(九)以前年度已经计提各项减值准备的转回;(十)债务重组损益。

经常性损益的内容,1999年小于2001年,2001年小于2004年,也就是说其涵盖内容是逐次增加的。可以看出三次规范针对非经常性损益的定义是越来越明晰,涵盖内容也越来越明确。可以得出研究假设:

H1: 应用1999年、2001年和2004年的非经常性损益管制所披露的非经常性损益逐次增多。

H1a: 应用2001年非经常性损益管制比1999年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。

H1b: 应用2004年非经常性损益管制比2001年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。

H1c: 应用2004年非经常性损益管制比1999年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。

二、研究设计

本文将采用每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率这一指标来进行研究。每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率的计算方式如下:

每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率=每股非经常性损益/每股收益|(用字母表达为 $|SIPS/EPS|$)。其中,

每股非经常性损益=每股收益-扣除非经常性损益后每股收益(用字母表达为 $SIPS=EPS-EPS_EXC_SI$)。

SIPS是Special Items Per Share的简写, EPS是Earnings Per Share的简写, EPS_EXC_SI是Earnings Excluding Special Items Per Share的简写。

本论文并没有采用非经常性损益原始值SI、非经常性损益绝对值 $|SI|$ 、每股非经常性损益原始值SIPS、每股非经常性损益绝对值 $|SIPS|$ 和每股非经常性损益与每股收益的原始值比率 $SIPS/EPS$ 。每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率采用每股的形式是因为该数据易得,而且经过比率便消除了每股的影响,同使用原始值的效果一样。同时因为企业规模、每年的经济形势等均不相同,对非经常性损益的原始值的披露有很大影响,所以除以每股收益得出相对值用以刻画非经常性损益的披露多少与程度。而采用绝对值的形式可以避免正的和负的每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率相互抵消,更加正确地捕捉到非经常性损益的披露程度。

之后计算1999年至2005年的每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率,对代表应用1999年、2001年和2004年三次非经常性损益管制要求的相应比率进行比较和配对t检

验,进而对假说进行检验。需要指出的是有证据表明相应管制标准的实施或修订当年有大量的不规范或盈余管理行为(Tony Hoffman 和 Ian Zimmer, 1994; 吴溪、程璐, 2001),因此在分析结果的时候应当去掉管制标准的实施或修订当年。所以1999年、2001年和2004年作为管制标准的实施或修订当年应当在分析中去掉,因而,分析中应用1999年规范的只有2000年,应用2001年规范的有2002年和2003年,应用2004年规范的只有2005年。

三、样本选取

选取1999年至2005年的中国证券市场的A股数据,而且满足如下要求:(1)样本公司至少于1999年上市,并且有连续此7年的年报披露,而且数据可得;(2)每股收益和扣除非经常性损益后每股收益均大于-2且小于2,而且每股收益不为零。1999年是中国证券监督管理委员会要求上市公司披露非经常性损益的第一年,因此,本文选取1999年为样本起始年度。由于一方面2007年中国上市公司开始施行新的企业会计准则,2006年中国上市公司会有较强的盈余管理动机,而且新旧企业会计准则下的相应会计信息不具备可比性;另一方面,中国证券监督管理委员会对非经常性损益的管制也进行了相应的修订,而有证据表明相应管制标准的实施或修订当年有大量的不规范或盈余管理行为(Tony Hoffman 和 Ian Zimmer, 1994; 吴溪、程璐, 2001),并且应用2007年规范的2008年报数据尚不能从数据库中获得,因此本文没有采用2006年之后的数据。样本数据主要取自国泰安数据库和CCER数据库等。样本数据要求样本公司具有连续7年的年报相关数据披露,是为了使各年度相关数据具有可比性。要求每股收益和扣除非经常性损益后每股收益均大于-2且小于2是为了消除极端值影响。SIPS、

EPS和EPS_EXC_SI在本文中的单位均是人民币元。

所使用的相关的统计、计量等相关软件主要包括:SAS软件、Eviews软件、Microsoft Access软件、Microsoft Excel软件等等。

如表2每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率的描述性统计所示。本论文共取得378家上市公司1999年至2005年连续7年的样本数据,共 $378 \times 7 = 2646$ 个公司年。各年度样本均值在0.3736和0.9793之间,各年度样本标准差在1.4537和3.6972之间。样本偏度的数据表明其密度曲线上左右两侧离其均值的等距离点,右侧的密度相对较厚而左侧的密度相对较薄。各年度的中位数数据均小于各年度的均值数据,也表明各年度|SIPS/EPS|的右侧存在一些频率虽然不大但取值非常大的观察值,使得均值较大,因其频率不高故而对中位数影响不大,也就是说|SIPS/EPS|的分布呈现出右偏的趋势。各年度的峰度均远大于零,表明相对于正态随机变量而言,|SIPS/EPS|更为密集分布在其均值附近。各年度均有数值很大的极大值,最小值均在0附近,这是因为|SIPS/EPS|是一个相对量绝对值的缘故。各年度四分位数极差均远小于极差,说明|SIPS/EPS|约有50%的观察值位于一个宽度仅为0.1405至0.3690的狭小区域内,这再次证明了|SIPS/EPS|更为密集分布在其均值附近。

四、经验结果

(一) 图表分析。

如使用所取得的378家上市公司2646个公司年的数据所绘制的图1每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图所示,当我们去掉1999年、2001年和2004年作为管制标准的实施或修订当年,直观上不难发现:应用2001年规范的2002年和2003年的|SIPS/EPS|均值大于应用1999年规范

表2 每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率的描述性统计

年度	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
样本量	378	378	378	378	378	378	378
样本均值	0.4865	0.3736	0.5523	0.5040	0.8970	0.6299	0.9793
样本标准差	3.4359	1.4537	2.1736	1.7653	2.8780	1.7656	3.6972
样本偏度	16.5721	6.8244	7.0027	6.7563	5.1325	5.1255	8.6066
样本方差	11.8054	2.1132	4.7245	3.1163	8.2830	3.1172	13.6692
样本峰度	295.9214	52.7622	52.8205	51.9866	27.5443	29.5291	89.3226
最大值	63.0690	15.2857	21.4545	18.1667	22.0526	15.0201	46.5357
样本99%分位数	5.1509	7.8182	14.6559	9.5263	18.2277	11.0719	14.1429
样本95%分位数	1.2814	0.9844	1.6355	2.0000	3.8816	2.6770	4.7037
样本90%分位数	0.7283	0.5847	0.7534	0.7349	1.6422	1.3427	1.9375
第三个四分位数	0.2460	0.1509	0.2834	0.2625	0.3870	0.3934	0.3849
样本中位数	0.0651	0.0445	0.0882	0.0800	0.1155	0.1000	0.1159
第一个四分位数	0.0129	0.0104	0.0283	0.0284	0.0267	0.0244	0.0324
样本10%分位数	0.0012	0.0019	0.0059	0.0103	0.0085	0.0077	0.0073
样本5%分位数	0.0007	0.0006	0.0023	0.0042	0.0042	0.0037	0.0032
样本1%分位数	0.0000	0.0000	0.0006	0.0009	0.0007	0.0008	0.0003
最小值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0004	0.0002	0.0002	0.0000
极差	63.0690	15.2857	21.4545	18.1663	22.0524	15.0199	46.5357
四分位数极差	0.2332	0.1405	0.2551	0.2341	0.3602	0.3690	0.3525

的2000年的|SIPS/EPS|均值,这初步支持了H1a:应用2001年非经常性损益管制要比应用1999年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。而且,应用2004年规范的2005年的|SIPS/EPS|均值大于应用2001年规范的2002年和2003年的|SIPS/EPS|均值,这初步支持了H1b:应用2004年非经常性损益管制要比应用2001年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。同时,应用2004年规范的2005年的|SIPS/EPS|均值大于应用1999年规范的2000年的|SIPS/EPS|均值,这初步支持了H1c:应用2004年非经常性损益管制要比应用1999年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。H1a, H1b, H1c均得到了初步支持,进而H1:应用1999年、2001年和2004年的非经常性损益管制所披露的非经常性损益逐次增多,也就自然得到了初步支持,而且从1999年至2005年的整个发展趋势上看的确存增长的趋势。是否真的如此还要看进一步的配对t检验。

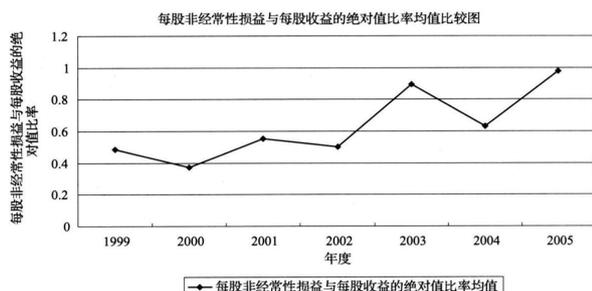


图1 每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图

(二) 配对t检验。

在使用所取得的378家上市公司2646个公司年的数据所得到的表3每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率比较表中,我们主要关注加下划线的数据。应用2001年规范的2002年和2003年的|SIPS/EPS|与应用1999年规范的2000年的|SIPS/EPS|的均值差为0.1304和0.5234,均大于零,其中2003年与2000年的|SIPS/EPS|的均值差在1%的水平上显著。这进一步支持了H1a:应用2001年非经常性损益管制要比应用1999年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。而且,应用2004年规范的2005年的|SIPS/EPS|与应用2001年规范的2002年和2003年的|SIPS/EPS|的均值差为0.4753和0.0823,均大于零,其中2005年与2002年的|SIPS/EPS|的均值差在5%的水平上显著。这进一步支持了H1b:应用2004年非经常性损益管制要比应用2001年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。同时,应用2004年规范的2005年的|SIPS/EPS|与应用1999年规范的2000年的|SIPS/EPS|的均值差为0.6057,大于零并且在1%的水平上显著。这进一步支持了H1c:应用2004年非经常性损益管制要比应用1999年非经常性损益管制所确认披露的非经常性损益多。H1a, H1b, H1c均得到了进一步支持,进而H1应用1999年、2001年和2004年的非经常性损益管制所披露的非经常性损益逐次增多,也就自然得到了进一步支持。而且,由于表3中年度一列都是之后年度减去之前年度,均值一列绝大多数都是正值,因此,从1999年至2005年的整个发展趋势上看的确存增长的趋势。

表3 每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率比较表

年度	均值	t统计量	p值
SIPS/EPS 2005- SIPS/EPS 2004	0.3495*	1.79	0.0741
SIPS/EPS 2005- SIPS/EPS 2003	0.0823	0.34	0.7309
SIPS/EPS 2005- SIPS/EPS 2002	0.4753**	2.30	0.0222
SIPS/EPS 2005- SIPS/EPS 2001	0.4270**	2.01	0.0449
SIPS/EPS 2005- SIPS/EPS 2000	0.6057***	3.01	0.0028
SIPS/EPS 2005- SIPS/EPS 1999	0.4928*	1.92	0.0559
SIPS/EPS 2004- SIPS/EPS 2003	-0.267	-1.61	0.1081
SIPS/EPS 2004- SIPS/EPS 2002	0.1258	1.07	0.2869
SIPS/EPS 2004- SIPS/EPS 2001	0.0776	0.55	0.5845
SIPS/EPS 2004- SIPS/EPS 2000	0.2563**	2.24	0.0256
SIPS/EPS 2004- SIPS/EPS 1999	0.1434	0.72	0.4715
SIPS/EPS 2003- SIPS/EPS 2002	0.3930**	2.29	0.0225
SIPS/EPS 2003- SIPS/EPS 2001	0.3447**	1.99	0.0468
SIPS/EPS 2003- SIPS/EPS 2000	0.5234***	3.33	0.0010
SIPS/EPS 2003- SIPS/EPS 1999	0.4105*	1.80	0.0727
SIPS/EPS 2002- SIPS/EPS 2001	-0.048	-0.36	0.7175
SIPS/EPS 2002- SIPS/EPS 2000	0.1304	1.12	0.2621
SIPS/EPS 2002- SIPS/EPS 1999	0.0175	0.09	0.9295
SIPS/EPS 2001- SIPS/EPS 2000	0.1787	1.48	0.1387
SIPS/EPS 2001- SIPS/EPS 1999	0.0658	0.37	0.7088
SIPS/EPS 2000- SIPS/EPS 1999	-0.113	-0.06	0.5504

注:1.|SIPS/EPS|为每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率。2.p值为双侧t检验的p值。3.**、*和*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。

(三) 稳定性检验。

从图1每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图中,可以发现各年度每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值都很大。这是否是因为在获取样本时只是去掉了每股收益和扣除非经常性损益后每股收益的极端值影响而没有去掉|SIPS/EPS|的极端值呢?这对结论是否会产生影响呢?因此将总样本的378家上市公司分为两部分,第一部分是各年|SIPS/EPS|均在[0, 2)这个区间上的上市公司,共276家;第二部分为其余的含有某年度|SIPS/EPS|在[2, +∞)这个区间上的上市公司,共102家。使用这两个子样本分别做了每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图。如图2每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图1(使用第一部分样本276家)和图3每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图2(使用第二部分样本102家)所示,这两图与图1每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图的整体趋势相同,都是2005年的|SIPS/EPS|的均值比2000年、2002年和2003年的|SIPS/EPS|均值要大,2002年和2003年的|SIPS/EPS|均值比2000年的|SIPS/EPS|均值要大。这与经验结果相一致,再一次支持了假设,并不会影响结论。

我们也同时研究了每股非经常性损益原始值(SIPS),每股非经常性损益绝对值(|SIPS|)和每股非经常性损益与每股收益的原始值比率(SIPS/EPS),其中|SIPS|和SIPS/EPS的经验结果与|SIPS/EPS|基本相同,只有SIPS略有不同,这些在研究设计当中已进行过分析,因此不影响本文结论。

五、结论与讨论

经验证据都强有力的支持了本研究的研究假设:H1应

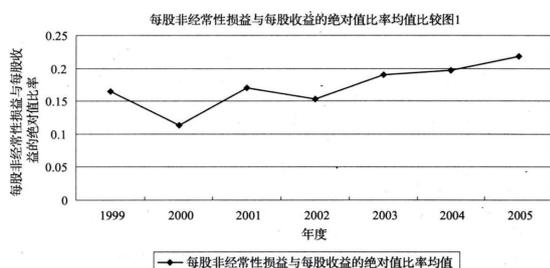


图2 每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图1

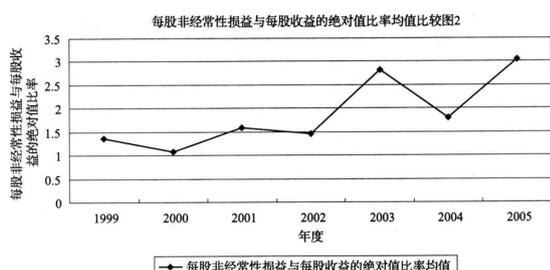


图3 每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图2

用1999年、2001年和2004年的非经常性损益管制所披露的非经常性损益逐次增多。例如图1每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率均值比较图和

表3每股非经常性损益与每股收益的绝对值比率比较表的相关数据均表明：应用2001年规范的2003年的|SIPS/EPS|在1%的水平上显著地大于应用1999年规范的2000年的|SIPS/EPS|的均值；应用2004年规范的2005年的|SIPS/EPS|在5%的水平上显著地大于应用2001年规范的2002年的|SIPS/EPS|的均值；应用2004年规范的2005年的|SIPS/EPS|在1%的水平上显著地大于应用1999年规范的2000年的|SIPS/EPS|的均值；应用2001年规范的2002年的|SIPS/EPS|虽然不显著但是大于应用1999年规范的2000年的|SIPS/EPS|的均值；应用2004年规范的2005年的|SIPS/EPS|虽然不显著但是大于应用2001年规范的2003年的|SIPS/EPS|的均值。

本文的经验证据支持了中国证券监督管理委员会的三次管制规范取得了期望的效果。中国证券监督管理委员会1999年、2001年和2004年三次对非经常性损益的管制规范在内容上逐次增多，同时自然期望上市公司按照其规范进行非经常性损益的披露，而我们找到了相应的经验证据支持了上市公司披露的每股非经常性损益占每股收益的绝对值逐次增加，也就是支持了其管制规范取得了预期的效果。

(《会计研究》2009年第6期 略有删节)

机构投资者具有监督作用吗

姚颐 刘志远

一、引言

据我国证监会统计，至2008年5月机构投资者占股市

流通市值已近50%，那么机构投资者在我国是否能够发挥治理职能呢？有哪些直接、有力的证据可以证明机构投资者对公司治理产生影响？这方面的实证研究远远不足。

针对以上问题，本文另辟蹊径，借助于我国再融资中流通股股东的分类表决制，分析机构投资者是否具有监督作用。由此既巧妙地规避了一股独大的问题，又可以在分离效应下探讨机构投资者持股对公司治理的影响。从2002年到2005年，针对我国证券市场上极具争议的上市公司再融资行为，监管层要求凡是再融资的上市公司，除需经股东大会通过外，还需经流通股股东的分类表决通过，以期通过分类表决制实现流通股股东对上市公司内部控制人的监督，保护流通股股东的权益。因此，分类表决制剔除了“一股独大”对公司决策的影响，放大了流通股股东的声音，既有效回避了股权集中的问题，又可以实现对机构投资者监督作用的直接检验。

分类表决制提升了机构投资者的话语权。由于流通股股东主要由机构投资者和个人投资者构成，而个人投资者由于持股量较少，从成本收益考虑通常在投票表决时具有“理性冷漠”，因此就在客观上提升了机构投资者的表决权。但是接下来的问题是，机构投资者是否会有效行使表决权？又是否发挥了监督作用呢？国外主流研究结论予以了肯定，而国内已有一些案例出现机构投资者从维护自身利益出发，运用不断增长的投票权去影响或是改变公司重大决策，如招商银行再融资风波等等，但是，这种现象在国内是否具有普遍性，需要大样本的实证检验。同时，不能忽略的是机构投资者还具有另一面属性，那就是作为投机性的市场主体，追求短线交易获利，因此也有可能不关心公司的长期发展，而采用“用脚”投票。那么究竟哪种动机占据上风，在本文中予以检验。

本文的贡献在于对我国分类表决制下的再融资行为进行了分析，发现样本期间在市场对再融资行为持反对态度的情况下，基金持股比例与再融资否决结果显著正相关。这表明当赋予基金话语权的时候，基金运用了话语权并对上市公司的再融资行为予以了阻击，而券商的这种作用并不显著。进一步的研究发现这种分类表决具有理性特征，再融资否决结果与公司未来两年的净资产收益率显著负相关，这表明机构投资者可以识别未来业绩优秀的公司并支持其再融资诉求，该结论支持了以基金为首的机构投资者的壮大在一定程度上有利于上市公司治理结构的完善。

本文余下部分按如下顺序展开：第二部分进行文献回顾；第三部分提出研究假设第四部分是数据选取；第五部分进行实证研究；第六部分是研究结论。

二、文献回顾

机构投资者是否有利于完善公司治理，是近30年来国内外理论界研究的热点。Jensen(1986)对机构投资者的作用进行了研究，指出机构投资者可以对上市公司的管理层构成约束。Boyd和Smith(1996)认为机构治理可以替代更为严格的公司内部治理，机构投资者可以保持外部独立性，既解决了小股东治理激励不足的问题，又可以制衡大股东