

机构投资者“分心”与公司杠杆操纵*

吴晓晖¹ 王攀¹ 郭晓冬²

(1. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005;

2. 贵州财经大学会计学院, 贵州 贵阳 550025)



内容提要: 本文以机构投资者在其投资组合中注意力分配差异而产生的不同“分心”程度作为识别监督外在变化的手段, 验证了其对企业杠杆操纵的重要影响。研究发现, 上市公司会趁机构投资者“分心”而监督弱化时实施更多杠杆操纵行为, 经稳健性检验后该结论依然成立。影响机制分析发现, 机构投资者“分心”通过弱化其监督治理效应、降低公司股价信息含量进一步加剧企业杠杆操纵现象, 使得企业得以隐藏真实杠杆水平, 从而促使企业以更低的成本获得所需的债务筹资, 但也为企业的未来埋下隐患, 致使企业潜在债务违约风险与财务风险增大。此外, 在机构投资者“分心”加剧企业杠杆操纵的关系中, “去杠杆”政策实施和去杠杆压力发挥了正向调节作用。本文丰富了机构投资者“分心”经济后果研究, 也为监管部门强化对企业监管提供了重要启示。

关键词: 机构投资者“分心” 注意力分配 企业杠杆操纵

中图分类号: F275.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2022)01—0159—17

一、引言

相比其他投资者, 机构投资者作为资本市场上的重要主体, 其专业性更强, 监督治理动机更强, 更可能影响公司政策制定(Bhagat等, 2004^[1]; 李维安和李滨, 2008^[2])。机构投资者监督强度很大程度上取决于其在公司持股比例及该投资在其投资组合中的比重(Edmans和Holderness, 2017^[3]; Fich等, 2015^[4])。另外, 由于认知和时间局限性, 投资者注意力和信息处理能力是有限的, 不可能对市场信息全盘分析和消化, 他们往往会依据引起其注意力的信息做出行为调整(Lin等, 2007)^[5]。Liu等(2020)^[6]基于美国资本市场经验证据研究发现, 当机构投资者投资组合中某个不相关行业发生极端收益冲击时, 机构投资者会将注意力从未受冲击公司转移集中到受到冲击影响的投资组合公司中, 减少其对未受冲击公司的关注, 从而产生“分心”, 进而削弱了其从未受冲击公司董事会的监督。Xiang等(2020)^[7]基于中国资本市场经验证据研究发现, 机构投资者因外生事件分心而降低对公司的关注, 使得上市公司遭受更大未来股价崩盘风险。张宗益等(2021)^[8]研究发现, 存在注意力约束的机构投资者加剧了上市公司盈余管理。然而, 尽管现有研究发现, 机构投

收稿日期: 2021-04-22

* 基金项目: 教育部人文社会科学研究青年基金项目“机构投资者网络团体与企业效率研究”(20YJC630031); 国家自然科学基金地区项目“机构投资者派系对基金期末业绩拉升行为的影响研究”(72162005); 国家自然科学基金面上项目“多边代理视角下创业企业的激励机制及管理权转移研究”(71572167)。

作者简介: 吴晓晖, 男, 教授, 研究领域是公司财务与创业金融, 电子邮箱: wuxiaohui@hotmail.com; 王攀, 女, 博士研究生, 研究领域是公司财务与资本市场, 电子邮箱: wangpan0123@qq.com; 郭晓冬, 男, 讲师, 博士, 研究领域是机构投资者与资本市场, 电子邮箱: guo517348019@163.com。通讯作者: 郭晓冬。

资者“分心”确实弱化了其监督能力,但鲜有文献从企业杠杆操纵视角展开探究。

在现实经济活动中,微观企业高杠杆率助推我国宏观杠杆率攀升,而过高的宏观杠杆率是触发流动性风险的导火索(Reinhart和Rogoff,2011)^[9]。防范化解重大流动性风险的关键环节是有效降低企业杠杆率(张一林和蒲明,2018)^[10]。鉴于此,自2015年12月起,我国进入强制“去杠杆”阶段,出台了促进企业降低高杠杆的系列政策,增大了企业“去杠杆”压力。基于此,上市公司为了迎合监管要求,避免被机构投资者发现企业的杠杆操纵行为,以致机构投资者采取“用脚投票”,进而对公司股价产生负面冲击。因此,上市公司有较强的动机趁机构投资者“分心”而监督弱化时实施杠杆操纵。上市公司可能会采取诸如把混合性与可转债债务等包装成公司股权(Scott等,2011)^[11]、将其他结构性融资与租赁业务设计成表外负债(Callahan等,2012^[12];Kraft,2015^[13])、减少对资产折旧(摊销)和减值计提(黄世忠,2005)^[14]、提前确认非经常性损益(谢德仁等,2019)^[15]、提高研发资本化率(王艳等,2011)^[16]等隐蔽方式隐藏账面真实杠杆。因此,中国“去杠杆”政策背景为本文从企业杠杆操纵视角研究机构投资者“分心”的后果提供了天然试验场景。

基于此,本文参考Liu等(2020)^[6]的研究,以机构投资者组合中不相关行业极端收益为外生冲击,探讨这一冲击引起机构投资者在投资组合中注意力分配差异而产生的不同“分心”程度对企业杠杆操纵的影响。研究发现,机构投资者“分心”致使公司杠杆操纵现象更加严重。在稳健性检验中,本文通过Heckman两阶段法、多期DID模型、替换机构投资者“分心”指标以及企业杠杆操纵指标、控制公司固定效应等方法进行检验,结论依然成立。影响机制分析表明,机构投资者“分心”通过治理效应与信息效应两个潜在路径加剧企业杠杆操纵行为,以达到粉饰账面杠杆的目的。而实际上,企业只能在短期内获得债务融资规模提升以及短期内的融资成本降低,却提高了潜在债务违约风险与财务风险。随着“去杠杆”政策实施,去杠杆压力越大,企业越难获得信贷融资,从而提高了企业实施杠杆操纵的动机,致使机构投资者“分心”对企业杠杆操纵的加剧作用更强。

本文可能的贡献包括:一是不同于现有研究主要将机构投资者实地调研(胡淑娟和黄晓莺,2014)^[17]、机构投资者持股比例(黎文靖和路晓燕,2015)^[18]作为对上市公司关注强度的衡量指标,本文参考Liu等(2020)^[6]的研究,采用机构投资者投资组合中不相关行业发生的极端收益作为外生冲击,提供了机构投资者在投资组合中注意力分配差异所引起的“分心”程度如何影响公司行为的新证据。二是现有研究主要通过间接方式探讨上市公司利用各种非常规会计手段调节资产负债项目(Callahan等,2012^[12];张瑞丽等,2014^[19];谢德仁等,2019^[15]),达到粉饰账面杠杆的效果。许晓芳等(2020a)^[20]提出了直接测度杠杆操纵的方法,并考察了公司杠杆操纵的诱因,但鲜有学者关注机构投资者“分心”程度对企业杠杆操纵的影响。本文丰富了企业杠杆操纵影响因素的文献。三是本文验证了机构投资者“分心”对企业杠杆操纵行为具有可衡量的和经济上的重要影响,有助于为机构投资者“分心”所产生的经济后果研究,提供来自中国资本市场的经验证据。此外,本文的研究也为监管部门加强对上市公司的外部监管,制定相关政策,有效防范企业杠杆操纵行为提供政策启示。

二、理论分析与研究假设

已有学者研究发现,外部信息活动通常会干扰基金经理的注意,进而影响基金经理对其投资组合的决策(Kacperczyk等,2016)^[21]。当投资组合中有多家公司一同发布盈余公告,将使得基金经理减少对其他股票交易决策的关注,导致交易利润降低,并且也不太可能及时关闭亏损头寸(Schmidt,2019)^[22]。此外,同时管理多只基金、不属于一个团队的忙碌基金经理更容易受到婚姻变化的冲击,导致其基金绩效降低(Lu等,2016)^[23]。类似地,在监督投资组合公司的活动中,外在极端事件的发生也会占据机构投资者有限精力与关注,从而影响机构投资者决策,进而对上市公司

行为产生重要影响。譬如, Ben-Rephael 等(2017)^[24] 研究认为, 机构投资者更关注重大新闻事件, 使得新信息更快地融入股价当中, 但机构投资者未能快速注意到公司发布的盈余公告并做出及时反应, 导致公司盈余公告发生漂移。此外, 机构投资者因外生冲击而“分心”还会影响企业社会责任投资决策, 导致更低的企业社会责任评级(Chen 等, 2020)^[25]。那么, 机构投资者因外生冲击而“分心”也极有可能给上市公司杠杆操纵的机会主义行为带来重要影响。这是因为, 当极端冲击事件发生时, 由于时间、精力与能力的限制, 机构投资者因注意力分配差异而增强了对受冲击影响公司的关注, 而降低了对其他未受影响公司的关注与监督强度, 致使上市公司有可能趁机构投资者“分心”而监督弱化之时实施杠杆操纵, 以隐藏真实杠杆。基于以上分析, 本文提出以下假设:

H: 机构投资者“分心”程度越大, 企业杠杆操纵水平越高。

首先, 从治理效应来看, 机构投资者“分心”降低了对上市公司的关注, 减弱了对企业的监督治理效应, 致使企业更有可能实施机会主义的杠杆操纵行为。有学者认为, 机构投资者持股上市公司有助于缓解上市公司的代理问题, 降低企业管理费用率(韩晴和王华, 2014)^[26], 增强对上市公司的监督治理效应, 从而有助于抑制企业违规行为的发生(许荣等, 2019)^[27]。由此可见, 机构投资者在监督上市公司日常运营与管理活动中起着关键作用。当机构投资者更加关注公司治理与企业长期绩效时, 更有助于提升上市公司环境绩效与股票收益(黎文靖和路晓燕, 2015)^[18]。此外, 机构投资者对上市公司的关注还有助于抑制其非效率投资行为的发生, 从而提升上市公司治理水平(岑维等, 2017)^[28]。然而, 当机构投资者的投资组合公司面临极端收益冲击时, 将促使其将注意力从未受冲击公司转移到受冲击影响的公司中, 分散了机构投资者对未受冲击公司的注意力而产生“分心”, 使得他们减弱了对上市公司的监督治理力度, 从而为上市公司实施机会主义行为提供可趁之机, 导致其更有可能实施杠杆操纵行为。因此, 本文提出以下假设:

H_a: 机构投资者“分心”, 弱化了其监督治理效应, 从而加剧企业杠杆操纵。

其次, 从信息效应来看, 机构投资者“分心”可能会通过减少对公司信息搜集, 并据此交易而降低公司股价信息含量, 加大公司信息不对称程度, 致使企业杠杆操纵现象更加严重。相比个人投资者, 机构投资者在信息获取与专业投资方面更具有优势, 他们凭借自身优势不断从投资组合公司中挖掘私有信息, 再根据所获私有信息展开交易(Chakravarty, 2001)^[29]。其交易行为有助于将私有信息传递到市场上, 使得公司的私有信息不断反映在股价中, 从而提高股价信息含量(Boehmer 和 Kelley, 2009^[30]; 孔东民等, 2015^[31])。然而, 由于任何人的精力、注意力与能力都是有限的, 机构投资者也不例外, 他们不可能对市场中的所有信息与投资组合公司的私有信息进行充分搜集并做出及时处理。实际上, 机构投资者通常更关注那些极端事件引起的、与其利益相关的信息, 进而调整投资行为(Lin 等, 2007)^[5]。胡淑娟和黄晓莺(2014)^[17]的研究进一步证实, 对于更受机构投资者关注的公司, 他们往往会投入更多时间和精力追踪与其有关的信息, 使机构投资者对上市公司私有信息反应更及时。综合以上分析, 本文认为, 当机构投资者投资组合中的公司面临极端事件冲击时, 机构投资者将给予更多的关注, 使得机构投资者加强对受冲击影响公司的信息搜集与分析, 而减少对未受冲击影响公司的信息挖掘而产生“分心”, 导致融入股价的私有信息受限, 降低了公司股价信息含量, 提高了企业与外部的信息不对称程度, 使得企业更有可能趁机构投资者“分心”实施杠杆操纵行为。因此, 本文提出以下假设:

H_b: 机构投资者“分心”, 降低了股价信息含量, 从而加剧企业杠杆操纵。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以 2007—2019 年中国 A 股非金融类上市公司为样本。为了减少数据偏误的影响, 剔除年

初和年末有息负债大于0而当年利息支出等于0的样本,以及当年利息支出大于0而年初和年末均无有息负债的样本。同时,还剔除了被ST公司以及变量缺失样本。最终,得到18221个观测值。为缓解极端值影响,本文对所有连续变量进行了Winsor调整。机构投资者持股、上市公司财务数据以及公司总部所在省份银行不良贷款率均来自国泰安数据库。

2. 变量定义

(1) 机构投资者“分心”程度^①。参照 Kempf 等(2017)^[32]和 Liu 等(2020)^[6]的思路,构建机构投资者“分心”的季度性公司指标。首先,构建机构投资者在上市公司中重要性指标 $w_{i,f,q-1}$:

$$w_{i,f,q-1} = \frac{QPFWeight_{i,f,q-1} + QPerOwn_{i,f,q-1}}{\sum_{f \in i, q-1} (QPFWeight_{i,f,q-1} + QPerOwn_{i,f,q-1})} \quad (1)$$

其中, $QPFWight_{i,f,q-1}$ 计算方法是将 $q-1$ 期公司 i 在机构投资者 f 投资组合中市值权重由小到大排列后五等份,所处各等份组分别赋值 1~5,即为 $QPFWight_{i,f,q-1}$ 取值; $QPerOwn_{i,f,q-1}$ 计算方法与之类似,衡量的是 $q-1$ 期机构投资者 f 持股数占公司 i 流通股的比例,取值也为 1~5 的整数。

然后,将机构投资者在上市公司中重要性指标 ($w_{i,f,q-1}$) 代入式(2)中,得到上市公司层面的季度机构投资者“分心”程度指标 $Distraction_{i,q}$ 。

$$Distraction_{i,q} = \sum_{f \in i} \sum_{d \neq d_i} w_{i,f,q-1} \times w_{f,q-1}^d \times D_q^d \quad (2)$$

其中,行业 d 与公司 i 所属行业 (d_i) 不同,若 q 期行业 d 的行业收益率^②在所有行业中出现极端收益率(最大或最小收益率),则 D_q^d 取 1,表明因行业 d 发生极端收益冲击吸引了机构投资者 f 的注意力,使得机构投资者 f 减少了对公司 i 的关注,否则, D_q^d 取 0。 $W_{f,q-1}^d$ 为 $q-1$ 期末机构投资者 f 在行业 d 中持有的股票市值占其投资组合总市值的比重。最后,再将公司 i 全年各季度机构投资者“分心”指标 $Distraction_{i,q}$ 进行平均,得到年度机构投资者“分心”指标 $inatt$,该指标值越大,表明机构投资者对公司 i 的“分心”程度越大,反之越小。

(2) 企业杠杆操纵 (LEVM)。参考许晓芳等(2020a)^[20],采用三种方法计算企业杠杆操纵指标 LEVM。

1) 基本 XLT-LEVM 法。考虑企业采用表外负债和名股实债^③手段实施的 $t+1$ 期杠杆操纵 $FLEVM_{i,t+1}$:

$$FLEVM_{i,t+1} = \frac{DEBTB_TOTAL_{i,t+1} + DEBT_OB_{i,t+1} + DEBT_NSRD_{i,t+1}}{ASSETB_TOTAL_{i,t+1} + DEBT_OB_{i,t+1}} - LEVB_{i,t+1} \quad (3)$$

其中, $DEBTB_TOTAL_{i,t+1}$ 为 $t+1$ 期总负债, $DEBT_OB_{i,t+1}$ 为 $t+1$ 期表外负债, $DEBT_NSRD_{i,t+1}$ 为 $t+1$ 期名股实债, $ASSETB_TOTAL_{i,t+1}$ 为 $t+1$ 期总资产, $LEVB_{i,t+1}$ 为账面杠杆率,即 $t+1$ 期年末总资产负债率。

2) 扩展 XLT-LEVM 法(直接法)。考虑企业通过固定资产折旧与研发资本化实施的 $t+1$ 期杠杆操纵水平 $FExpLEVM_{i,t+1}$:

$$FExpLEVM_{i,t+1} = \frac{DEBTB_TOTAL_{i,t+1} + DEBT_OB_{i,t+1} + DEBT_NSRD_{i,t+1}}{ASSETB_TOTAL_{i,t+1} + DEBT_OB_{i,t+1} - DM_ASSET_{i,t+1} - RDM_ASSET_{i,t+1}} - LEVB_{i,t+1} \quad (4)$$

① 与 Liu 等(2020)^[6]的研究一致,本文所称机构投资者是证券投资基金。

② 行业收益率 $R_{d,i,q} = \frac{\sum_i w_{d,i,q} r_{d,i,q}}{\sum_i w_{d,i,q}}$,其中, $r_{d,i,q}$ 表示 d 行业的公司 i 在 q 季度的个股回报率, $w_{d,i,q}$ 为 d 行业的公司 i 在 q 季度的总市值。

③ 表外负债、名股实债以及固定资产折旧高估的资产与研发资本化高估的资产采用行业中位数法进行估计,具体估计方法参见许晓芳等(2020a)^[20]的研究。

其中, $DM_ASSET_{i,t+1}$ 为 $t+1$ 期固定资产折旧高估的资产, $RDM_ASSET_{i,t+1}$ 为 $t+1$ 期研发资本化高估的资产, 其他变量与式 (3) 一致。

3) 扩展 XLT-LEVM 法 (间接法)。借鉴 Dechow 等 (1995)^[33] 的方法衡量公司 $t+1$ 期的操控性应计 $DA_{i,t+1}$, 计算操纵会计盈余造成的 $t+1$ 期杠杆操纵 $FExpLEVM_{i,t+1}$:

$$FExpLEVM_{i,t+1} = \frac{DEBTB_TOTAL_{i,t+1} + DEBT_OB_{i,t+1} + DEBT_NSRD_{i,t+1}}{ASSETB_TOTAL_{i,t+1} + DEBT_OB_{i,t+1} - DA_{i,t+1}} - LEVB_{i,t+1} \quad (5)$$

(3) 控制变量。参考已有研究 (许晓芳等, 2020a^[20]; 周茜等, 2020^[34]), 控制了企业特征与公司治理层面变量。公司规模 (*size*)、盈利能力 (*ros*)、抵押能力 (*fata*)、现金持有比率 (*cash*)、总资产增长率 (*growth*)、非债务税盾 (*ndts*)、企业所得税税负 (*etr*) 通常与企业日常运营息息相关, 进而可能影响企业杠杆操纵行为。公司规模 (*size*) 越大, 预示着公司体系越正规, 从而使得企业杠杆操纵动机降低; 公司盈利能力 (*ros*) 越好, 抵押能力 (*fata*) 越强, 现金持有 (*cash*) 越充足, 可能会减弱企业实施杠杆操纵动机; 总资产增长率 (*growth*) 越高, 预示着公司正处于蓬勃发展阶段, 而杠杆操纵可能会给企业带来风险, 公司越有可能规避此类行为。当公司非债务税盾 (*ndts*) 越小, 折旧费用在企业所得税前进行抵扣的空间越小, 企业所得税税负 (*etr*) 越大, 降低了企业偿债能力, 使得企业去杠杆压力增大, 从而有可能提高企业杠杆操纵动机。而公司过度负债程度 (*exlevb*) 越高, 利息保障倍数 (*exintr*) 越小, 说明企业偿债能力越差, 偿债压力越大, 企业去杠杆压力越大, 越有可能增强企业操纵杠杆动机。在我国, 产权性质 (*nature*) 属于国有的公司, 通常在生产经营上受到更多支持, 其操纵杠杆的动机可能更低。机构投资者持股比例 (*fundrate*)、第一大股东持股比例 (*top 1*)、管理层持股比例 (*magrate*) 与股权制衡度 (*balance*) 等公司治理变量也可能对企业杠杆操纵行为产生影响。因此, 本文控制了这些变量。此外, 本文还控制了行业和年度固定效应。

本文主要变量及测度方法如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量类别	变量符号	变量名称	测度方法
因变量	LEVM	FLEVM	基本 XLT-LEVM 法计算的 $t+1$ 期杠杆操纵程度
		FExpLEVM	扩展 XLT-LEVM 法 (直接法) 计算的 $t+1$ 期杠杆操纵程度
		FExpLEVM _I	扩展 XLT-LEVM 法 (间接法) 计算的 $t+1$ 期杠杆操纵程度
自变量	inatt	机构投资者“分心”程度	机构投资者“分心”程度定义参照式 (2) 计算得到
中介变量	gov	公司治理水平	公司治理指数高于其同行业同年度公司中位数, 则 gov 取 1, 否则, 取 0
	info	股价信息含量	参考 Chen 等 (2006) ^[35] 的方法度量股价信息含量
控制变量	size	公司规模	公司股票市值的自然对数
	ros	盈利能力	息税折旧摊销前利润 ^① 比上营业总收入
	fata	抵押能力	固定资产占总资产的比例
	cash	现金持有比率	公司持有现金数量占总资产的比例
	growth	总资产增长率	(期末总资产 - 期初总资产) / 期初总资产
	ndts	非债务税盾	折旧费用占总资产的比例
	etr	企业所得税税负	企业所得税占利润总额的比例

① 王竹泉等 (2019)^[36] 认为, 由于息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 已经剔除了债务利息、税收政策和折旧与摊销方法的影响, 其对企业发展能力盈利能力的的评价更客观。

续表 1

变量类别	变量符号	变量名称	测度方法
控制变量	<i>exlevb</i>	过度负债程度	参考周茜等(2020) ^[34] ,预测公司目标杠杆率,然后用实际杠杆率减去目标杠杆率得到,该指标值越大,表明公司过度负债程度越严重
	<i>exintr</i>	利息保障倍数	若息税前利润占利息支出的比例小于1,则 <i>exintr</i> 取1,否则,取0
	<i>nature</i>	公司产权性质	若为国有企业,则取值为1,否则,取值为0
	<i>fundrate</i>	机构投资者持股比例	证券投资基金持股数占公司流通股的比例
	<i>top1</i>	第一大股东持股比例	公司第一大股东持股数占公司总股本的比例
	<i>magrate</i>	管理层持股比例	管理层持股数占公司总股本的比例
	<i>balance</i>	股权制衡度	第二至第十大股东持股比例之和比上第一大股东持股比例

资料来源:作者整理

3. 模型设计

为了考察机构投资者“分心”与公司杠杆操纵行为间的关系及其影响机制,本文参考温忠麟等(2004)^[37]的中介效应模型进行检验,具体模型如下:

$$LEVM_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 inatt_{it} + \alpha_2 \sum Control_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$gov_{it}(info_{it}) = \beta_0 + \beta_1 inatt_{it} + \beta_2 \sum Control_{it} + Industry + Year + \theta_{it} \quad (7)$$

$$LEVM_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 inatt_{it} + \gamma_2 gov_{it}(info_{it}) + \gamma_3 \sum Control_{it} + Industry + Year + \omega_{it} \quad (8)$$

其中, $LEVM_{i,t+1}$ 为企业杠杆操纵程度,分别以 $FLEVM$ 、 $FExpLEVM$ 和 $FExpLEVMI$ 衡量, $inatt_{it}$ 为机构投资者“分心”程度。 gov 和 $info$ 是中介变量,当 t 期公司治理指数高于其同行业同年度公司的中位数,则 gov 取1,否则取0。 $info$ 为参考Chen等(2006)^[35]的方法度量的股价信息含量。 $Control_{it}$ 为控制变量, $Industry$ 和 $year$ 分别表示行业和年度固定效应, ε_{it} 、 θ_{it} 、 ω_{it} 为残差项。

四、实证分析结果

1. 主要变量描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果如表2所示。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值
<i>FLEVM</i>	18221	0.1612	0.1723	0.0000	0.0000	0.1121	0.4003	0.7906
<i>FExpLEVM</i>	18221	0.1633	0.1720	0.0000	0.0012	0.1141	0.4014	0.7941
<i>FExpLEVMI</i>	18221	0.1651	0.1768	0.0000	0.0000	0.1110	0.4093	0.8152
<i>inatt</i>	18221	0.0387	0.0343	0.0000	0.0000	0.0339	0.0814	0.1682
<i>size</i>	18221	22.1973	1.2653	19.9588	20.7191	22.0168	23.9144	26.0041
<i>ros</i>	18221	0.1746	0.1465	-0.1899	0.0444	0.1452	0.3465	0.7849
<i>fata</i>	18221	0.2263	0.1680	0.0024	0.0348	0.1909	0.4754	0.7146
<i>growth</i>	18221	0.2212	0.3943	-0.2334	-0.0324	0.1193	0.5305	2.6500
<i>cash</i>	18221	0.1860	0.1310	0.0181	0.0576	0.1501	0.3691	0.6562

续表 2

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	10% 分位	50% 分位	90% 分位	最大值
<i>ndts</i>	18221	0.0203	0.0149	0.0005	0.0040	0.0169	0.0416	0.0687
<i>etr</i>	18221	0.1756	0.1524	-0.4565	0.0304	0.1619	0.3147	0.7872
<i>exlevb</i>	18221	-0.0131	0.1443	-0.3531	-0.2064	-0.0103	0.1722	0.3255
<i>exintr</i>	18221	0.3037	0.4599	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>nature</i>	18221	0.4397	0.4964	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>fundrate</i>	18221	0.0981	0.0960	0.0006	0.0096	0.0655	0.2343	0.4345
<i>top1</i>	18221	0.3589	0.1515	0.0905	0.1739	0.3405	0.5691	0.7510
<i>magrate</i>	18221	0.1158	0.1928	0.0000	0.0000	0.0007	0.4624	0.6830
<i>balance</i>	18221	0.8465	0.7449	0.0390	0.1289	0.6361	1.8587	3.6832

资料来源:作者整理

2. 基准回归

本文研究假设 H 的回归检验结果如表 3 所示。从表 3 可以看出,机构投资者“分心”指标与 $t+1$ 期企业杠杆操纵水平显著正相关,即机构投资者“分心”程度越大,上市公司杠杆操纵水平越高,假设 H 得证。实证结果表明,上市公司机构投资者“分心”使得他们不太可能有充足的精力参与监督上市公司经营管理活动,进而弱化对上市公司的监督治理作用,使得公司更有可能为了一己之利而实施杠杆操纵。

表 3 机构投资者“分心”与企业杠杆操纵^①

变量	<i>FLEVM</i>	<i>FExpLEVM</i>	<i>FExpLEVM</i>
<i>inatt</i>	0.1402 *** (3.638)	0.1402 *** (3.638)	0.1562 *** (3.960)
控制变量	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221
F 值	37.5551	36.1118	36.6136
调整后的 R ²	0.1254	0.1226	0.1252

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著,下同

资料来源:作者整理

3. 稳健性检验

本文采用以下几种方法对于假设 H 的回归结果进行稳健性检验。

(1) Heckman 两阶段法。本文运用 Heckman 两阶段法检验可能存在的样本自选择问题。参考 Han 等(2018)^[38]的研究,本文将上市公司总部办公所在城市天气情况作为工具变量。具体而言,将公司总部办公所在城市当天最低气温低于 -10°C 或最高气温高于 38°C 或降水量超过 50 毫米^② 定义为极端天气。以给定年份中,公司总部办公城市极端天气在一年中所占比重衡量工具变量天气情况(IV)。公司总部所在地出现极端天气会加大机构投资者到公司现场实地考察难度,致使其

① 限于篇幅,控制变量略去,备案。

② 城市每日气温与降水量数据来自国家气象科学数据共享服务平台。

难以直接观察和获取上市公司实际信息,不利于机构投资者将有限精力投入到监督上市公司运营活动,增大了机构投资者“分心”程度。但公司总部办公所在地极端天气却不太可能会影响企业杠杆操纵行为。Heckman 两阶段法回归结果如表 4 所示。在表 4 的第(1)列中,工具变量 IV 在 5% 的水平上与机构投资者“分心”程度 ($inatt$) 显著正相关,不存在“弱工具变量”问题。本文在第一阶段回归中算出逆米尔斯比率 IMR ,再将其加入第二阶段中, IMR 系数不显著,表明本文回归模型不存在自选择效应,强化了本文的研究结论。

表 4 Heckman 两阶段法回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$inatt$	$FLEVM$	$FExpLEVM$	$FExpLEVMI$
IV	0.0161 ** (2.138)			
$inatt$		0.1417 *** (3.656)	0.1415 *** (3.655)	0.1577 *** (3.976)
IMR		6.4226 (0.948)	6.2842 (0.927)	6.3732 (0.908)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221	18221
F 值	18.9049	35.3184	33.9531	34.4210
调整后的 R^2	0.1532	0.1255	0.1228	0.1253

资料来源:作者整理

(2) 多期 DID 模型。为了缓解本文可能存在的内生性问题,本文进一步选取行业内其他上市公司年末发生业绩暴雷事项(即业绩预告类型为增亏、大降、续亏、转亏、首亏情形时)作为冲击,构建多期 DID 模型(王群勇和陆凤芝,2021)^[39]。设定个体虚拟变量 $treat$,当上市公司所在行业其他公司发生业绩暴雷时^①, $treat$ 取 1,否则 $treat$ 取 0。设定时间虚拟变量 $post_{it}$,同行业其他公司发生业绩暴雷之后的样本, $post_{it}$ 取 1,受到该冲击影响之前的样本 $post_{it}$ 取 0。个体虚拟变量和时间虚拟变量的交互项 $treat_i \times post_{it}$ 是本文考察的双重差分项(DID)。另外,本文对控制变量与固定效应进行控制,检验了受冲击前后各五期个体虚拟变量系数 $treat$ 是否与 0 无显著差异,以此检验共同趋势假设。检验发现,当评估其对企业杠杆操纵($FLEVM$ 、 $FExpLEVM$ 、 $FExpLEVMI$)的影响时,联合显著性检验 F 量值分别为 0.86、0.95、0.96,对应的 P 值为 0.5082、0.4469、0.4440。由此可见,个体虚拟变量系数 $treat$ 与 0 无显著差异,从而通过了共同趋势检验。多期 DID 模型检验结果如表 5 所示, DID 系数在 5% 的水平上显著为正。研究表明,当同行业内部其他公司发生业绩暴雷冲击时,使得机构投资者对行业内其他公司关注度增大,降低了对本公司的关注度,提高了机构投资者“分心”程度,使得企业更有可能趁机进行杠杆操纵。

表 5 多期 DID 模型回归结果

变量	$FLEVM$	$FExpLEVM$	$FExpLEVMI$
DID	0.0174 ** (2.027)	0.0169 ** (1.973)	0.0161 * (1.857)

① 此处意在考察同行业其他公司业绩暴雷对本公司受到的机构投资者关注的外在影响。为了避免混淆,不包括上市公司本身同时也发生业绩暴雷的样本。

续表 5

变量	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>
控制变量	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes
观测值	10785	10785	10785
F 值	32. 0119	30. 8353	30. 8861
调整后的 R ²	0. 1256	0. 1227	0. 1247

资料来源:作者整理

(3)其他稳健性检验^①。本文替换了机构投资者“分心”指标,将最大行业收益率、最小行业收益率、行业极端交易量、行业业绩暴雷(业绩预告类型为增亏、大降、续亏、转亏、首亏情形时)作为行业冲击,计算出机构投资者“分心”指标(Liu 等,2020)^[6],以进行稳健性检验,结果与前文一致。另外,本文还对机构投资者持有的所有投资组合公司进行平均加权,即在构造 $w_{i,f,q-1}$ 时,忽略 $QPFweight_{i,f,q-1}$,重新进行回归检验,结论均与前文一致。本文进一步替换了企业杠杆操纵指标,构建杠杆操纵虚拟变量替代企业杠杆操纵指标,以排除异常值影响。当公司杠杆操纵水平高于行业一年度均值时,杠杆操纵虚拟变量取值 1,否则,取 0,研究结论依然与前文一致。为消除随公司变化但不随时间变化的遗漏变量影响,本文还进一步控制了公司固定效应,实证结果依然稳健。

4. 影响机制检验

(1)治理效应:公司治理水平的中介效应。为检验假设 H_a,验证治理水平在机构投资者“分心”与企业杠杆操纵间的中介影响,本文参考周茜等(2020)^[34],运用主成分分析法,根据独立董事比例(即独立董事人数占董事会总人数比例)、董事会规模(董事会总人数取自然对数)、高管薪酬(高管薪酬前三名的平均薪酬取自然对数)、董事长—总经理是否两职合一(若公司存在两职合一现象,则该指标取 1,否则,为 0)、高管持股比例(管理层持股数占总股本的比例)、机构持股比例(机构投资者持股数占公司流通股的比例)和股权制衡度(即第二至第十大股东持股比例之和比上第一大股东持股比例)这七个指标构建公司治理指数 *gov*。当 *t* 期公司治理指数高于其同行业同年度公司的中位数,则 *gov* 取 1,否则,取 0。利用中介效应回归模型进行检验,结果如表 6 所示。从表 6 中可以看出,机构投资者“分心”指标显著负向影响公司治理水平,表明机构投资者“分心”显著降低了公司治理水平。在模型中引入中介变量后,公司治理水平对企业杠杆操纵的影响均显著,表明公司治理水平在机构投资者“分心”对企业杠杆操纵的路径上存在部分中介效应,由此,假设 H_a 得证。研究表明,机构投资者“分心”程度越大,上市公司治理水平越低,致使企业杠杆操纵现象更加严重。

表 6 公司治理水平中介效应的回归结果

变量	<i>gov</i>	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>
<i>inatt</i>	-0. 2833 ** (- 2. 540)	0. 1346 *** (3. 481)	0. 1346 *** (3. 482)	0. 1498 *** (3. 787)
<i>gov</i>		-0. 0198 *** (- 4. 650)	-0. 0197 *** (- 4. 632)	-0. 0227 *** (- 5. 189)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes

① 限于篇幅,其他稳健性检验结果未列示,备案。

续表 6

变量	<i>gov</i>	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221	18221
F 值	135.3444	36.4728	35.1123	35.8923
调整后的 R ²	0.2031	0.1280	0.1252	0.1284

资料来源:作者整理

(2)信息效应:股价信息含量的中介效应。为检验假设 H_b,验证信息效应在机构投资者“分心”与企业杠杆操纵间的中介影响,本文参考 Chen 等(2006)^[35]度量股价信息含量 *info*。如公式(9)所示, R_{iw} 表示股票 *i* 第 *w* 周收益率, R_{mw} 表示第 *w* 周市场平均收益率, R_{dw} 表示行业 *d* 第 *w* 周收益率。利用式(10),本文对式(9)得到的拟合优度 R² 进行对数转化得到股价信息含量 *info*,其值越大,表示公司股价信息含量越高。

$$R_{iw} = \theta_0 + \theta_1 R_{mw} + \theta_2 R_{dw} + \xi_{iw} \quad (9)$$

$$info = \ln\left(\frac{1 - R^2}{R^2}\right) \quad (10)$$

利用中介效应回归模型进行检验,结果如表 7 所示。从表 7 可以看出,机构投资者“分心”指标显著负向影响股价信息含量,表明机构投资者“分心”程度显著降低了企业股价信息含量。在模型中引入中介变量后,股价信息含量对企业杠杆操纵的影响均显著,表明股价信息含量在机构投资者“分心”对企业杠杆操纵影响的路径上存在部分中介效应,由此,假设 H_b 得证。研究表明,机构投资者“分心”导致股价信息含量降低,致使公司信息不对称增大,从而加剧企业杠杆操纵。

表 7 股价信息含量中介效应的回归结果

变量	<i>info</i>	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>
<i>inatt</i>	-0.3550** (-2.151)	0.1387*** (3.597)	0.1386*** (3.597)	0.1545*** (3.915)
<i>info</i>		-0.0044** (-2.028)	-0.0044** (-2.036)	-0.0048** (-2.175)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221	18221
F 值	103.0427	35.2946	33.9411	34.5377
调整后的 R ²	0.3561	0.1256	0.1229	0.1255

资料来源:作者整理

五、进一步分析

1. 调节效应分析

(1)“去杠杆”政策的调节作用。企业信贷融资随着 2015 年“去杠杆”政策的实施而面临更加严格的监管,使得企业融资需求更难得到满足,可能致使企业试图趁机构投资者“分心”时通过操纵杠杆隐藏真实杠杆的动机不断增强。因此,本文引入“去杠杆”政策 *policy* 变量,考察 2015 年实施的“去杠杆”宏观政策对机构投资者“分心”与企业杠杆操纵间关系的调节作用。“去杠杆”政策变量(*policy*)为虚拟变量,在 2015 年政策实施后,*policy* 取 1,之前年份,取 0。“去杠杆”政策调节作

用的回归结果如表 8 所示,机构投资者“分心”指标与“去杠杆”政策变量的交互项 $inatt \times policy$ 显著正向影响企业杠杆操纵。研究表明,随着“去杠杆”政策的实施,上市公司为了符合“去杠杆”政策和监管要求,避免被机构投资者发现以致选择“用脚投票”而对公司股价产生负面冲击,上市公司有较强动机趁机构投资者“分心”而监督强度弱化时进行杠杆操纵。

表 8 “去杠杆”政策调节作用的回归结果

变量	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>
<i>inatt</i>	0.0934 ** (2.009)	0.0914 ** (1.971)	0.1044 ** (2.171)
<i>policy</i>	0.0138 *** (3.126)	0.0139 *** (3.157)	0.0132 *** (2.931)
<i>inatt × policy</i>	0.1555 ** (2.010)	0.1610 ** (2.080)	0.1661 ** (2.100)
控制变量	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221
F 值	34.6825	33.4393	33.7609
调整后的 R ²	0.1222	0.1194	0.1213

资料来源:作者整理

(2)“去杠杆”压力的调节作用。企业杠杆越高,越可能为了达到监管要求进行杠杆操纵。然而,当公司杠杆太高,且过度负债远高于同行业平均水平,会使得公司受到债权人更多的关注和监督,进行杠杆操纵被债权人发现的可能性越大,使得公司越不敢进行杠杆操纵。同理,当公司总部所在地银行不良贷款率过高,公司越可能成为银行重点关注、监控的对象,公司进行杠杆操纵被发现的可能性越大,使得公司越不敢进行杠杆操纵。鉴于此,本文进一步考察了“去杠杆”压力在机构投资者“分心”与企业杠杆操纵关系中的调节作用,并分别从企业内部杠杆率(*lev*)和外部市场压力(*press*)两个维度刻画企业内外部“去杠杆”压力。企业内部杠杆率(*lev*)用中心化处理后的总资产负债率衡量;参考许晓芳等(2020b)^[40],外部市场压力(*press*)从公司过度负债程度与公司总部所在省份银行不良贷款率两个维度刻画,当公司过度负债程度高于该指标同年度同行业公司中位数,并且公司总部所在省份的银行不良贷款率也高于同年度同行业公司总部所在省份银行不良贷款率中位数时,*press* 取 1,表明外部市场压力越大,否则,取 0。“去杠杆”压力调节作用的回归结果如表 9 所示,交互项 $inatt \times lev$ 以及 $inatt \times press$ 的系数均显著为正。这表明,“去杠杆”压力越大,而机构投资者“分心”而监督弱化时,使得公司越有可能趁机实施更多的杠杆操纵行为。*press* 系数为 -0.0326 且显著,可能的原因是,公司过度负债程度与公司总部所在省份银行不良贷款率越高,企业面临的外部市场压力越大,越可能受到外部借贷方与机构投资者的关注与监控,使得公司不敢肆意进行杠杆操纵。

表 9 “去杠杆”压力调节作用的回归结果

变量	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>
<i>inatt</i>	0.1434 *** (3.739)	0.1432 *** (3.737)	0.1617 *** (4.121)	0.0974 ** (2.180)	0.0975 ** (2.185)	0.1032 ** (2.248)
<i>lev</i>	0.0142 (0.535)	0.0150 (0.566)	-0.0092 (-0.339)			

续表 9

变量	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>	<i>FExpLEVMI</i>
<i>inatt</i> × <i>lev</i>	0.4532 ** (2.470)	0.4510 ** (2.458)	0.5116 *** (2.707)			
<i>press</i>				-0.0326 *** (-6.913)	-0.0326 *** (-6.934)	-0.0369 *** (-7.739)
<i>inatt</i> × <i>press</i>				0.1761 ** (2.112)	0.1750 ** (2.101)	0.2211 *** (2.601)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221	18221	18221	18221
F 值	35.4839	34.2349	34.4474	36.2755	34.9826	36.3560
调整后的 R ²	0.1259	0.1232	0.1255	0.1288	0.1261	0.1292

资料来源:作者整理

2. 经济后果分析

(1) 对公司债务筹资规模的影响。债务融资是公司筹集资金的重要渠道之一,而企业之所以通过各种手段实施操纵杠杆来掩盖高杠杆风险,很大一部分原因是为了获得更多外部融资机会和能力(许晓芳等,2020a)^[20]。鉴于机构投资者“分心”可能加剧企业杠杆操纵,那么,上市公司能否由此获得更多的债务筹资? 本文采用新增负债占净资产比例衡量债务筹资规模,*Fscale* 和 *F2scale* 分别表示 $t+1$ 期和 $t+2$ 期债务筹资规模。机构投资者“分心”加剧杠杆操纵并进而对公司债务筹资规模影响的回归结果如表 10 所示,机构投资者“分心”与企业杠杆操纵交互项显著正向影响 *Fscale*,而对 *F2scale* 影响不显著。这表明,机构投资者“分心”与企业杠杆操纵的共同影响显著提高了 $t+1$ 期的公司债务筹资规模,但对 $t+2$ 期的公司债务筹资规模没有产生显著的影响。

表 10 机构投资者“分心”加剧杠杆操纵的经济后果:债务筹资规模

变量	<i>Fscale</i>	<i>Fscale</i>	<i>Fscale</i>	<i>F2scale</i>	<i>F2scale</i>	<i>F2scale</i>
<i>inatt</i>	-0.0283 (-1.074)	-0.0285 (-1.073)	-0.0287 (-1.087)	0.0309 (1.113)	0.0312 (1.112)	0.0342 (1.236)
<i>FLEVMI</i>	-0.0832 *** (-13.830)			0.0035 (0.601)		
<i>inatt</i> × <i>FLEVMI</i>	0.3309 *** (2.831)			0.0789 (0.643)		
<i>FExpLEVMI</i>		-0.0821 *** (-13.600)			0.0037 (0.627)	
<i>inatt</i> × <i>FExpLEVMI</i>		0.3271 *** (2.788)			0.0764 (0.620)	
<i>FExpLEVMI</i>			-0.0922 *** (-16.389)			0.0064 (1.118)
<i>inatt</i> × <i>FExpLEVMI</i>			0.3418 *** (3.110)			0.0536 (0.450)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表 10

变量	<i>Fscale</i>	<i>Fscale</i>	<i>Fscale</i>	<i>F2scale</i>	<i>F2scale</i>	<i>F2scale</i>
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221	16294	16294	16294
F 值	68.1981	67.7995	75.7559	36.8254	36.8373	36.9795
调整后的 R ²	0.0972	0.0966	0.1036	0.0473	0.0473	0.0474

资料来源:作者整理

(2) 对公司债务筹资成本的影响。由于企业杠杆率越高,债权人越有可能设置严格的债务条款,增加企业债务融资成本(许晓芳和陆正飞,2020)^[41],为了促使债权人以更宽松的契约条款出借资金,企业寻求操纵杠杆以掩盖账面真实杠杆率的动机可能越强。因此,本文进一步考察机构投资者“分心”加剧企业杠杆操纵后对上市公司债务筹资成本的影响。参考王运通和姜付秀(2017)^[42]的研究,采用利息支出占平均含息负债的比例衡量债务筹资成本,*Fcost* 和 *F2cost* 表示分别 *t* + 1 期和 *t* + 2 期债务筹资成本。机构投资者“分心”加剧杠杆操纵,进而对公司债务筹资成本影响的回归结果如表 11 所示,机构投资者“分心”与企业杠杆操纵交互项在 5% 水平上显著负向影响 *Fcost*,但未能显著影响 *F2cost*。这表明,机构投资者“分心”与企业杠杆操纵的共同影响显著降低了 *t* + 1 期的公司债务筹资成本,但未能显著影响 *t* + 2 期的公司债务筹资成本。

表 11 机构投资者“分心”加剧企业杠杆操纵的经济后果:债务筹资成本

变量	<i>Fcost</i>	<i>Fcost</i>	<i>Fcost</i>	<i>F2cost</i>	<i>F2cost</i>	<i>F2cost</i>
<i>inatt</i>	0.3370 (1.169)	0.3479 (1.191)	0.3100 (1.073)	0.8036 *** (2.854)	0.8128 *** (2.845)	0.8537 *** (2.982)
<i>FLEVM</i>	0.4034 *** (4.364)			-0.5541 *** (-5.709)		
<i>inatt</i> × <i>FLEVM</i>	-4.7502 ** (-2.376)			-3.0056 (-1.377)		
<i>FExpLEVM</i>		0.4038 *** (4.357)			-0.5577 *** (-5.733)	
<i>inatt</i> × <i>FExpLEVM</i>		-4.7585 ** (-2.374)			-3.0237 (-1.381)	
<i>FExpLEVMI</i>			0.3723 *** (4.139)			-0.5081 *** (-5.317)
<i>inatt</i> × <i>FExpLEVMI</i>			-4.4757 ** (-2.308)			-3.2440 (-1.489)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221	16348	16348	16348
F 值	12.9506	12.9506	12.7610	11.4823	11.5126	11.3169
调整后的 R ²	0.0257	0.0257	0.0255	0.0365	0.0367	0.0360

资料来源:作者整理

(3) 对公司债务违约风险和财务风险的影响。参考许红梅和李春涛(2020)^[43]的研究,采用 Bharath 和 Shumway(2008)^[44]模型估计违约概率作为公司债务违约风险替代变量,*FEDF* 表示 *t* + 1 期债务违约风险。参考李建军和韩珣(2019)^[45]的研究,根据 Altman(1968)^[46]破产风险模型获得 *Z* 值衡量公司财务风险,*Z* 值越小,表明公司财务风险越大,*Frisk* 表示 *t* + 1 期财务风险。机构投资者

者“分心”加剧企业杠杆操纵,进而对公司债务违约风险和财务风险影响的回归结果如表 12 所示,机构投资者“分心”与公司杠杆操纵交互项和 *FEDF* 显著正相关,与 *Frisk* 显著负相关。这表明,机构投资者“分心”与企业杠杆操纵的共同影响显著增大了 $t + 1$ 期的公司债务违约风险与财务风险。

表 12 机构投资者“分心”加剧杠杆操纵的经济后果:债务违约风险与财务风险

变量	<i>FEDF</i>	<i>FEDF</i>	<i>FEDF</i>	<i>Frisk</i>	<i>Frisk</i>	<i>Frisk</i>
<i>inatt</i>	-0.0211 *** (-2.730)	-0.0214 *** (-2.743)	-0.0169 * (-1.954)	0.7168 (1.595)	0.7323 (1.609)	0.6988 (1.576)
<i>FLEVM</i>	-0.0057 *** (-4.373)			3.1065 *** (18.438)		
<i>inatt</i> × <i>FLEVM</i>	0.0994 ** (2.545)			-6.8008 *** (-2.694)		
<i>FExpLEVM</i>		-0.0057 *** (-4.375)			3.0860 *** (18.267)	
<i>inatt</i> × <i>FExpLEVM</i>		0.1003 ** (2.552)			-6.7924 *** (-2.677)	
<i>FExpLEVMI</i>			-0.0057 *** (-4.852)			3.1747 *** (19.618)
<i>inatt</i> × <i>FExpLEVMI</i>			0.0721 ** (2.043)			-6.8911 *** (-2.862)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18221	18221	18221	18221	18221	18221
F 值	3.7880	3.7857	4.0195	184.1750	183.3538	188.3447
调整后的 R ²	0.0306	0.0306	0.0306	0.5403	0.5394	0.5465

资料来源:作者整理

七、结论与讨论

1. 研究结论

本文考察了机构投资者因外生极端收益冲击而对其投资组合公司产生了不同程度的“分心”,从而引起其对投资组合其他公司关注度与外在监督强度的变化,进而对企业杠杆操纵行为产生了重要影响。研究发现,上市公司通常不会被动地接受监督,而会趁机构投资者“分心”而监督弱化时从事更多的杠杆操纵活动。影响机制检验进一步发现,公司治理水平和股价信息含量在机构投资者“分心”与企业杠杆操纵之间发挥了部分中介作用。调节效应分析发现,“去杠杆”政策的实施与“去杠杆”压力增强,企业融资风险越大,使得企业越难获得信贷融资,进一步提高了机构投资者“分心”对企业杠杆操纵的正向影响。此外,经济后果分析表明,机构投资者“分心”加剧企业杠杆操纵行为只能短期内提升企业债务筹资规模,降低企业债务筹资成本,不能从实质上降低公司风险,反而使得公司未来可能面临更大债务违约风险与财务风险。

2. 政策启示

本文研究结论具有重要的管理和政策启示。首先,对于上市公司而言,杠杆操纵行为虽然可以使其在短期内获得所需资金,但可能伴随着潜在的未知风险。因此,企业应充分认识到操纵杠杆的负面影响和监管风险,严格遵守法律法规与政策,进一步规范企业行为,优化企业杠杆结构,强化对企业债务期限的有效监控,去除现有杠杆结构中的不合理和过度的部分,将企业杠杆率控制在合理

范围,有效防范债务违约风险与财务风险。其次,对于机构投资者而言,应充分发挥其专业优势与信息优势,坚持长期价值投资与监督治理理念,合理配置其在投资组合公司中的注意力,强化对投资组合公司的有效监控,积极通过多种途径发挥对上市公司的监督治理作用,进而约束上市公司杠杆操纵的机会主义行为。最后,对于监管部门而言,一方面,应合理规划机构投资者发展路线,优化机构投资者队伍结构,充分发挥它们在上市公司中的监督治理作用;另一方面,监管部门应结合企业实际,判断企业杠杆结构合理性,并为企业杠杆率设置监管线,进而结合科学有效的监管方法识别企业可能存在的杠杆操纵手段,从而增强对上市公司杠杆操纵行为的监管。此外,监管部门还应加大监管处罚力度,约束企业不合理、不规范的融资信息披露现象,弥补机构投资者因“分心”而导致的外部监督不足现象,有效抑制企业杠杆操纵的机会主义行为。

3. 研究展望

本文基于前人的研究模型设计,从极端收益冲击引起的机构投资者在其投资组合公司中注意力分配差异视角衡量机构投资者“分心”程度,未来研究可以进一步寻找更直接的衡量方法。关于机构投资者“分心”是否会影响其投资能力,进而影响投资组合绩效,本文均未涉及,而这值得未来进一步讨论。此外,本文仅考察了机构投资者“分心”的影响,尚未深入考察其他群体可能存在的“分心”情境,有待后续深入探讨。

参考文献

- [1] Bhagat, S., B. Black, and M. Blair. Relational Investing and Firm Performance[J]. Journal of Financial Research, 2004, 27, (1): 1-30.
- [2] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{NK}的经验研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2008, (1): 4-14.
- [3] Edmans, A., and C. G. Holderness. Blockholders: A Survey of Theory and Evidence[J]. The Handbook of The Economics of Corporate Governance, 2017, (1): 541-636.
- [4] Fich, E. M., J. Harford, and A. L. Tran. Motivated Monitors: The Importance of Institutional Investors Portfolio Weights[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118, (1): 21-48.
- [5] Lin, P., X. Wei, and T. Bollerslev. Investor Attention and Time-Varying Comovements[J]. European Financial Management, 2007, 13, (3): 394-422.
- [6] Liu, C., A. Low, R. W. Masulis, and L. Zhang. Monitoring The Monitor: Distracted Institutional Investors and Board Governance[J]. Review of Financial Studies, 2020, 33, (10): 1-43.
- [7] Xiang, C., F. Chen, and Q. Wang. Institutional Investor Inattention and Stock Price Crash Risk[J]. Finance Research Letters, 2020, 33, (3): 1-10.
- [8] 张宗益, 李雪, 向诚. 机构投资者注意力约束与公司盈余管理: 外生事件冲击的视角[J]. 重庆: 改革, 2021, (6): 136-154.
- [9] Reinhart, C. M., and K. Rogoff. From Financial Crash to Debt Crisis[J]. The American Economic Review, 2011, 101, (5): 1676-1706.
- [10] 张一林, 蒲明. 债务展期与结构性去杠杆[J]. 北京: 经济研究, 2018, (7): 32-46.
- [11] Scott, T. W., C. I. Wiedman, and H. A. Wier. Transaction Structuring and Canadian Convertible Debt[J]. Contemporary Accounting Research, 2011, 28, (3): 1046-1071.
- [12] Callahan, C. M., R. E. Smith, and A. W. Spencer. An Examination of The Cost of Capital Implications of FIN 46[J]. The Accounting Review, 2012, 87, (4): 1105-1134.
- [13] Kraft, P. Rating Agency Adjustments to GAAP Financial Statements and Their Effect on Ratings and Credit Spreads[J]. Accounting Review, 2015, 90, (2): 641-674.
- [14] 黄世忠. 资产减值准则差异比较及政策建议[J]. 北京: 会计研究, 2005, (1): 38-45, 94-95.
- [15] 谢德仁, 张新一, 崔宸瑜. 经常性与非经常性损益分类操纵——来自业绩型股权激励“踩线”达标的证据[J]. 北京: 管理世界, 2019, (7): 167-181, 204.
- [16] 王艳, 冯延超, 梁莱歆. 高科技企业 R&D 支出资本化的动机研究[J]. 上海: 财经研究, 2011, (4): 103-111.
- [17] 胡淑娟, 黄晓莺. 机构投资者关注对股票流动性的影响[J]. 郑州: 经济经纬, 2014, (6): 143-148.

- [18]黎文靖,路晓燕.机构投资者关注企业的环境绩效吗?——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J].北京:金融研究,2015,(12):97-112.
- [19]张瑞丽,曲晓辉,张国华.投资性房地产计量模式选择的动机及影响因素研究——来自中国A股市场的经验证据[J].南昌:当代财经,2014,(7):115-129.
- [20]许晓芳,陆正飞,汤泰劼.我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究[J].天津:管理科学学报,2020,(7):1-26.
- [21]Kacperczyk, M., S. Van Nieuwerburgh, and L. Veldkamp. A Rational Theory of Mutual Funds' Attention Allocation [J]. *Econometrica*, 2016, 84, (2): 571-626.
- [22]Schmidt, D. Distracted Institutional Investors [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, 54, (6): 2453-2491.
- [23]Lu, Y., S. Ray, and M. Teo. Limited Attention, Marital Events and Hedge Funds [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 122, (3): 607-624.
- [24]Ben-Rephael, A., Z. Da, and R. D. Israelsen. It Depends on Where You Search: Institutional Investor Attention and Underreaction to News [J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30, (9): 3009-3047.
- [25]Chen, T., H. Dong, and C. Lin. Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility [J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 135, (2): 483-504.
- [26]韩晴,王华.独立董事责任险、机构投资者与公司治理[J].天津:南开管理评论,2014,(5):54-62.
- [27]许荣,方明浩,常嘉路.险资持股能够降低公司违规吗?——保险投资的公司治理效应研究[J].北京:保险研究,2019,(12):48-64.
- [28]岑维,童娜琼,郭奇林.机构投资者关注度和企业非效率投资——基于深交所“互动易”平台数据的实证研究[J].深圳:证券市场导报,2017,(10):36-44.
- [29]Chakravarty, S. Stealth-trading: Which Traders' Trades Move Stock Prices? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 61, (2): 289-307.
- [30]Boehmer, E., and E. K. Kelley. Institutional Investors and The Informational Efficiency of Prices [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22, (9): 3563-3594.
- [31]孔东民,孔高文,刘莎莎.机构投资者、流动性与信息效率[J].天津:管理科学学报,2015,(3):1-15.
- [32]Kempf, E., A. Manconi, and O. Spalt. Distracted Shareholders and Corporate Actions [J]. *Review of Financial Studies*, 2017, 30, (5): 1660-1695.
- [33]Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Hutton. Detecting Earnings Management [J]. *Accounting Review*, 1995, 70, (2): 193-225.
- [34]周茜,许晓芳,陆正飞.去杠杆,究竟谁更积极与稳妥?[J].北京:管理世界,2020,(8):127-148.
- [35]Chen, Q., I. Goldstein, and W. Jiang. Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price [J]. *Review of Financial Studies*, 2006, 20, (3): 619-650.
- [36]王竹泉,谭云霞,宋晓滨.“降杠杆”、“稳杠杆”和“加杠杆”的区域定位——传统杠杆率指标修正和基于“双重”杠杆率测度体系确立结构性杠杆率阈值[J].北京:管理世界,2019,(12):86-103.
- [37]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].北京:心理学报,2004,(5):614-620.
- [38]Han, B., D. Kong, and S. Liu. Do Analysts Gain an Informational Advantage by Visiting Listed Companies? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35, (4): 1843-1867.
- [39]王群勇,陆凤芝.高铁开通的经济效应:“减排”与“增效”[J].北京:统计研究,2021,(2):29-44.
- [40]许晓芳,周茜,陆正飞.过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据[J].北京:经济研究,2020,(8):89-104.
- [41]许晓芳,陆正飞.我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响[J].北京:会计研究,2020,(1):92-99.
- [42]王运通,姜付秀.多个大股东能否降低公司债务融资成本[J].北京:世界经济,2017,(10):119-143.
- [43]许红梅,李春涛.劳动保护、社保压力与企业违约风险——基于《社会保险法》实施的研究[J].北京:金融研究,2020,(3):115-133.
- [44]Bharath, S. T., and T. Shumway. Forecasting Default With The Merton Distance to Default Model [J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21, (3): 1339-1369.
- [45]李建军,韩珣.非金融企业影子银行化与经营风险[J].北京:经济研究,2019,(8):21-35.
- [46]Altman, E. Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy [J]. *Journal of Finance*, 1968, 23, (4): 589-608.

Distracted Institutional Investors and Corporate Leverage Manipulation

WU Xiao-hui¹, WANG Pan¹, GUO Xiao-dong²

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China;

2. School of Accounting, Guizhou University of Finance and Economics, Guiyang, Guizhou, 550025, China)

Abstract: This paper examines how institutional investors are distracted from their portfolio companies by exogenous extreme returns shocks, which leads to changes in their attention to other portfolio companies and the intensity of external supervision, and thus has an important impact on corporate leverage manipulation.

The study found that instead of passively being monitored, public companies often manipulate leverage when institutional investors are distracted. The influence mechanism test further found that the level of corporate governance and the content of stock price information played a partial mediating role between the distracted institutional investors and corporate leverage manipulation. The moderating effect analysis shows that the implementation of deleveraging policy and the greater the pressure of deleveraging increase, the greater the financing risk of enterprises, the more difficult it is for enterprises to obtain credit financing, which further improves the positive impact of institutional investors' distraction on corporate leverage manipulation. In addition, the analysis of economic consequences shows that the distracted institutional investors have intensified the corporate leverage manipulation, and can only increase the scale of corporate debt financing in the short term, reduce the cost of corporate debt financing, cannot substantially reduce corporate risk, but may make the company suffer greater debt default risk and financial risk in the future.

Possible contributions to this paper include: First, unlike existing studies that mainly take institutional investors' field survey and shareholding ratio as indicators to measure the attention intensity of listed companies, this paper refers to the latest studies and adopts extreme returns occurring in unrelated industries in institutional investors' portfolios as exogenous shocks. It provides new evidence on how different levels of distraction caused by differences in the distribution of attention in the portfolio of institutional investors affect corporate behavior. Second, the existing research mainly discusses the listed companies through indirect ways to use a variety of unconventional accounting means to adjust the assets and liabilities items, to achieve the effect of window-dressing leverage. This paper adopts the newly developed method of leverage manipulation to investigate the incentives of corporate leverage manipulation, but few scholars pay attention to the influence of the degree of "distraction" of institutional investors on corporate leverage manipulation. This study further enriches the literature on the influencing factors of corporate leverage manipulation. Third, this article proves that in Chinese capital market the distracted institutional investors have a measurable and economically important influence, it also provides policy enlightenment for the regulatory authorities to strengthen the external supervision of listed companies and formulate relevant policies to effectively prevent corporate leverage manipulation.

This study has important implications for management and policy. First, for listed companies, although leverage manipulation can enable them to obtain the required funds in the short term, it may be accompanied by potential unknown risks. Therefore, enterprises should fully recognize the negative impact and regulatory risks of leverage manipulation, remove unreasonable and excessive parts of the existing leverage structure, and effectively prevent debt default risk and financial risk. Second, institutional investors should give full play to their professional and information advantages, adhere to the concept of long-term value investment and supervision and governance, reasonably allocate their attention to portfolio companies, and strengthen the effective monitoring of portfolio companies. Third, for the regulatory authorities, on the one hand, they should reasonably plan the development route of institutional investors, optimize the structure of institutional investors, and give full play to their supervisory and governance role in listed companies; On the other hand, the regulatory authorities should judge the rationality of the corporate leverage structure based on the actual situation of enterprises, strengthen the supervision of the leverage manipulation of listed companies, make up for the lack of external supervision caused by the distracted institutional investors, and effectively restrain the opportunistic behavior of corporate leverage manipulation.

Key Words: distracted institutional investors; attention allocation; corporate leverage manipulation

JEL Classification: G23, G34, G41

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.01.009

(责任编辑:弘毅)