

机构投资者持股会降低公司的盈余管理吗？

武立东, 薛坤坤

(南开大学中国公司治理研究院/商学院)

摘要：机构投资者参与公司治理的效果尚未得到学术界的一致认可。本文基于认知评价理论、迎合理论和代理理论，研究了机构投资者持股对公司盈余管理的影响，并利用 2005-2016 年沪深两市上市公司的数据进行实证分析。研究发现，机构投资者持股与公司盈余管理呈倒 U 型关系，较低的机构投资者持股会增加盈余管理行为，而随着机构投资者持股增加，会降低公司盈余管理行为。进一步研究发现，将上市公司按照上期业绩好坏、机构投资者类型以及企业所有权性质进行划分之后，机构投资者持股与盈余管理行为之间的倒 U 型关系在不同样本中存在差异。在上期业绩较差、稳定性机构投资者以及国有企业样本中机构投资者持股与盈余管理行为之间的倒 U 型关系更加显著。本文的研究表明机构投资者规模不同会导致其参与公司治理的效果存在差异，对已有研究进行了补充和丰富。

关键词：机构投资者；盈余管理；认知评价理论；迎合理论；代理理论

一、引言

机构投资者参与公司治理已经成为理论和实践界的重要议题。为了鼓励机构投资者参与到上市公司的公司治理并发挥良好的外部监督作用。2004 年国务院出台了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确提出：鼓励合规资金入市。继续大力发展证券投资基金。支持保险资金以多种方式直接投资资本市场，逐步提高社会保障基金、企业补充养老基金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例。要培养一批诚信、守法、专业的机构投资者，使基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量。尽管如此，机构投资者参与公司治理的效果尚未得到一致结论。现有研究从代理理论视角探讨了机构投资者持股对公司治理的影响，主要从企业绩效、投资效率、管理层薪酬、CEO 更替、盈余管理等方面对机构投资者的监督效果进行了检验（Shleifer 和 Vishny, 1986；McConnell 和 Servases, 1990；Ferreira, 2008；薄仙慧和吴联生, 2009；史永东和王谨乐, 2014）。然而，在转型经济体中，学者们认为由于股权集中并且上市公司与其控股股东之间存在先天的紧密联系，因此在一股独大的股权结构下，机构投资者能否与控股股东抗衡从而起到监督作用是存在疑问的。那么，一个随着而来的问题就是在转型经济体中，机构投资者持股规模达到多少时，机构投资者才能与控股股东抗衡从而起到监督作用呢？即机构投资者发挥监督作用的拐点在哪里？

本研究试图解释机构投资者参与公司治理的影响机理，并讨论了其对公司盈余管理行为的影响，对已有研究中得到的不一致结论进行解释。具体而言，我们认为机构投资者持股规模是其影响公司治理效果的一个显著因素。在机构投资者持股较低时，一方面，机构投资者持股会增加高管的压力，从而“排挤”了高管作为忠实管家管理公司的内在动机，增加其机会主义行为；另一方面，机构投资者退出威胁来迫使管理层会通过盈余管理来维持公司的高绩效。而随着机构投资者持股增加，机构投资者监督作用加强，并且机构投资者利益与公司利益趋于一致，机构投资者会利用其专业和信息服务来降低高管的盈余管理等机会主义行为。因此，机构投资者持股与公司盈余管理之间呈倒 U 型关系。同时，实证分析发现，机构投

投资者持股超过 9.68% 时,才能更好地对管理层进行监督,这相当于我国上市公司第二大股东的平均持股比例。此外,在将样本按照上期业绩好坏、机构投资者类型以及所有权性质分组以后,进一步发现,机构投资者持股与公司盈余管理之间的关系在上期业绩较差、稳定性机构投资者以及国有企业样本中更加显著。

本文的研究贡献主要有以下几个方面:第一,将认知评价理论、迎合理论和代理理论相结合来分析机构投资者参与公司治理对高管盈余管理行为的影响。研究认为,机构投资者持股规模的不同,能够用不同的理论进行解释,从而对已有研究中基于代理理论分析机构投资者参与公司治理效果得到的不一致的结论进行了回应。第二,将认知评价理论引入到外部监督影响高管行为的模型中,现有文献尽管基于管家理论强调了高管作为忠实的管家管理公司,为公司创造良好的业绩(Davis 等, 1997; Donaldson 和 Davis, 1991),但是忽视了外部监督可能对忠实的管家产生的影响,认知评价理论很好地解决了这个问题,认为外部的监督和控制可能会排挤高管的内在动机,从而导致其机会主义行为。第三,结合公司自身股权性质、上期业绩以及机构投资者类型本文进一步探讨了机构投资者参与公司治理可能因为公司自身或者机构投资者定位的不同而导致的不同影响,是对机构投资者参与公司治理相关研究的丰富。第四,本文的研究也具有重要的政策意义。本文的结论表明,只有机构投资者持股比例达到一定规模(9.68%)时,其才能更好地发挥监督作用,这为政策制定者提供了一个有意义的参考,为监管者制定鼓励机构投资者参与公司治理的政策提供了一定的建议。

二、文献评述与研究假设

1. 文献评述

自机构投资者受到研究关注以来,国内外学者从企业绩效、投资效率、管理层薪酬、CEO 更替、盈余管理等方面对机构投资者的作用进行研究。归结起来,已有对机构投资者的研究可以归总为三种假说,分别是有效监督假说、无效监督假说和利益合谋假说。

有效监督假说认为相比于个人投资者而言,机构投资者可以凭借其专业的知识以及信息优势对公司管理层进行监督,如通过任免公司的董事、完善内部审计以及管理层薪酬制度设计等或者通过对财务报表进行核查等方式起到监督的作用。Shleifer 和 Vishny (1986) 以及 McConnell 和 Servases (1990) 认为机构投资者的专业优势和更强的投资能力会降低其对管理层的监督成本,从而会对管理层的违规行为进行积极干涉来维护自身利益。Bushee (1998) 通过研究机构投资者持股与研发投入的关系发现,机构投资者持股较高能够抑制公司经理人通过削减研发投入来扭转盈余下降的行为,这表明机构投资者能够降低公司经理人的短视行为。Chung 等 (2002) 发现机构投资者持股能够抑制管理人员的应计盈余管理行为。Mitra 和 Cready (2005) 研究发现机构投资者持股会显著降低应计项目操纵行为,并且在公司规模较小以及外部信息不透明的情况下,这种作用会更加明显。Velury 和 Jenkins (2006) 发现机构投资者持股会显著增加公司的盈余质量。王琨和肖星 (2005) 检验了机构投资者持股与上市公司资金被关联方占用程度之间的关系,研究发现前十大股东中存在机构投资者的上市公司被关联方占用的资金显著少于前十大股东中不存在机构投资者的公司,这表明我国的机构投资者已经参与到公司治理中,并能够对公司经营起到一定的监督作用。程书强 (2006) 发现机构投资者持股越多能够有效抑制操纵应计利润的盈余管理行为,从而改善公司治理结构。Ferreira (2008) 发现,机构投资者持股比例高的公司具有更高的资产回报率、净利润率以及更少的资本支出,机构投资者能够降低公司的过度投资行为。李争光等 (2015) 研究发现机构投资者持股能够显著提升公司的会计稳健性

无效监督假说认为在股权集中的国家中,由于上市公司与其控股股东之间存在先天的紧密联系,因此在一股独大的股权结构下,机构投资者能否与控股股东抗衡从而起到监督作用是存在疑问的。再加上这些国家的国家法律法规制度的不健全,机构投资者利用信息优势操

纵股价从而获利要比监督管理层的成本低的多。因此，这类经济体中的机构投资者往往起不到监督作用。此外，与无效监督假说一致，利益合谋假说进一步认为，在法律制度不健全的情况下，认为机构投资者在参与公司治理也可能与管理层进行合谋来对中小股东的利益进行侵占。当机构投资者和管理层进行合作对双方都有利时，他们之间可能会采取结盟的策略，这会对其他股东的利益造成损害。这两种假说都与有效监督假说相反，认为机构投资者并没有起到监督作用，甚至扮演了利益攫取的角色。Daily 等（1996）发现机构投资者持股较高的公司并没有表现出较好的业绩。Gillan 和 Starks（2000）认为机构者的监督本质上是代理人对代理人的监督，当机构投资者的收益函数与中小股东的收益函数不一致时，很难起到监督管理层的作用。常巍和贝政新（2002）发现，包括证券投资基金在内的机构投资者参与公司治理的意识不强，只能定义为消极股东的角色，并不能起到良好的监督作用。吴超鹏等（2006）研究发现机构投资者持股与对价送达率和送出率均存在负相关关系，这表明机构投资者在股改中并没有起到对中小股东的保护。姚颐等（2007）同样发现股改过程中，机构投资者并没有实现对中小股东的保护。王雪荣和董威（2009）实证发现现阶段我国的机构投资者还没有参与到公司治理中，只是通过传统的买卖股票的投机行为来获取收益。唐松莲和袁春生（2010）发现，在机构投资者持股较低时，机构投资者往往会扮演利益攫取的角色，机构投资者持股不会改善公司业绩甚至对公司业绩有负面影响。

可以看出，已有对于机构投资者的作用的研究都是建立在代理理论之上的，即机构投资者的专业优势和信息优势会降低其监督成本，从而降低管理层的违规行为。尽管并没有得出一致的结论，但是机构投资者监督失效的原因往往归因于其外部制度环境以及自身的持股比例过低导致的监督能力不足。而对于机构投资者参与公司治理可能导致的其他后果以及不同持股规模的机构投资者参与公司治理的内在机理并没有进行深入研究。本文在已有研究的基础上，基于认知评价理论、迎合理论和代理理论，对不同规模的机构投资者参与公司治理的内在机理和效果进行分析。

2. 机构投资者持股与公司盈余管理行为

认知评价理论认为外部监督“排挤”了个人的内在动机（Frey 和 Jegen, 2001），即过度的外部奖励或者惩罚可能会颠覆内在动机（Georgellis 等, 2011）。认知评价理论将个人所拥有的自主性水平和自我认知能力看作是其内在动机的关键决定因素。因此，在外部治理压力存在的情况下，治理压力降低了高管的自主感，从而降低了本应受到治理机制保护的内在动机（Shi 等, 2017）。如 Osterloh 等（2004）发现外部动机过多的监督和制裁会降低员工的自主感，进而降低其工作的内在动机。Osterloh 和 Frey（2000）发现外在激励越高会削弱员工参与组织公民行为的内在动机，从而阻碍他们转移隐性知识。Sundaramurthy 和 Lewis（2003）也认为强制性的外部控制会降低高管的努力意愿。Shi 等（2017）研究认为外部治理压力如股东积极主义、控制权市场以及证券分析师会增加高管的压力，削弱其内在动机导致其财务欺诈行为。因此，基于认知评价理论，总体而言，机构投资者具有的专业知识和信息优势会给高管带来外部压力，可能会降低其作为忠实的管家管理公司的内在道德动机，导致其机会主义行为。

然而，基于认知评价理论的机构投资者治理效果可能因为机构投资者持股规模的不同而存在差异。在机构投资者持股规模较低时，机构投资者主要是以中小股东的身份参与公司的治理机制，这与中小股东参与公司治理较为类似。孔东民和刘莎莎（2017）给出了具体的答案，即中小股东更多地采用“用脚投票”的方式来对公司的低迷业绩作出回应，这种退出威胁给管理层带来了压力而扭曲了公司的行为，即高管为了迎合中小股东的高回报预期而进行盈余管理。因此，从迎合理论的角度，在机构投资者持股比例较低时，其会增加公司的盈余管理行为。随着机构投资者持股规模的增加，机构投资者与公司利益趋于一致，机构投资者则会开始关注公司的长期发展的利益而非短期的投机获取的利益。在这种情况下，机构投资

者专业的知识以及信息优势就可以发挥监督管理层,降低代理成本的作用(Shleifer 和 Vishny, 1986; Chung 等, 2002)。同时,也可以对高管的盈余管理的短视行为进行监督,从而降低公司的盈余管理行为。

因此,基于认知评价理论、迎合理论和代理理论,提出假设:

假设 1: 机构投资者持股与公司盈余管理行为成倒 U 型关系,当持股比例较低时,机构投资者持股会增加公司盈余管理,随着持股比例的增加,机构投资者会降低公司盈余管理。

公司的过去业绩是公司内外部治理机制发挥作用以及高管进行一系列决策的重要依据(Finkelstein and D'Aveni, 1994; Krause and Semadeni, 2013; Krause, 2017)。如 Krause 和 Semadeni (2013)、Krause (2017)指出,在公司过去业绩较差时,董事会会通过加强对 CEO 的监督和控制在提升公司业绩。陈红和徐融(2005)认为公司在面临业绩压力时,尤其是业绩低迷可能带来的特殊处理等压力等会迫使公司高管进行盈余管理等财务包装行为。姜国华和王汉生(2005)通过构建公司盈亏模型同样验证了这样的观点,研究指出,面临连续亏损的情况下,公司为了避免被 ST,会选择通过盈余操纵的手段来避免亏损。此外,公司业绩低迷也被认为是公司 CEO 和高管被解雇的主要因素(Coughlan and Schmidt, 1985; Warner, Watts, and Wruck, 1988)。

上述研究表明在公司业绩低迷时,公司的高管往往面对来自公司内外部治理机制的压力。从认知评价理论的视角,这种压力会降低管理者的内在道德动机从而管理层更有可能采取财务不端的方式如盈余管理行为来满足外部治理主体的预期(Shi 等, 2017)。对于高管,在公司业绩低迷时,机构投资者提出退出威胁的概率便会增加,为了避免机构投资者退出带来的股价下跌、高管更替等一系列市场负面反应,公司高管更有可能去进行盈余管理来阻止机构投资者的这一行为。相反,而在公司业绩良好时,一方面董事会会采取“合作”而非“控制”的方式来支持管理层的工作(Krause, 2017),另一方面机构投资者也会乐于支持管理层的工作,管理层面临的被解雇的风险也大大降低。此时的公司高管更倾向于做一个忠实的管家,并且会增加其的内在责任感,降低其机会主义行为(Sundaramurthy and Lewis, 2003)。而在机构投资者持股规模较大时,公司的低迷业绩则会导致机构股东积极主义,从而加强对高管的监督和控制在(Krause and Semadeni, 2013)。

因此,相比于公司业绩良好的情况,在公司业绩低迷时,机构投资者参与公司治理的效应更加显著,对高管产生的影响也更加明显。基于此,提出假设:

假设 2: 相比于业绩较好的公司,机构投资者持股与公司盈余管理行为的倒 U 型关系在业绩较差的公司中更加显著。

影响机构投资者持股与盈余管理的另一个重要的因素是机构投资者类型。Wahal(1996)、Webb 等(2003)对机构投资者的监督作用提出了质疑,其研究认为一些机构投资者可能更加关注其短期收益,而忽略了公司的长期价值。因此,如果机构投资者关注短期利益,那么其监督作用是值得怀疑的,尤其是在我国一股独大的股权结构下。Parrino 等(2003)研究认为一些机构投资者并不会努力去影响公司的管理,而是在公司业绩低迷时选择用脚投票。Gaspar 等(2005)发现持有高周转率投资组合的机构投资者并不会对高管的收购决策产生重要影响。Chen 等(2007)研究认为只有注重长期利益的机构投资者才会对管理层进行监督,注重长期利益的机构投资者会将工作重心放在对管理层的监督上,而短期机构投资者更加注重买卖股票所获取的利润。这些研究表明,不同类型的机构投资者参与公司治理的广度和深度是存在差异的,进而其对高管行为的影响也必然存在差异(Hartzell and Starks, 2003; Kenneth 等, 2006)。

学者们对机构投资者类型进行了分类，并研究不同类型的机构投资者的行为特征。Brickley 等（1988）按照机构投资者的监督意愿将机构投资者分为灰色机构投资者（Grey Institutional Investors）和独立机构投资者（Independent Institutional Investors），并且认为灰色机构投资者由于需要维持与公司的潜在的业务关系而不会去挑战管理层的决策，只有独立机构投资者才会对管理层进行监督。Chen 等（2007）按照机构投资者持股时间和是否独立对其进行分类，且认为只有长期持股且独立的机构投资者才会对管理层进行监督，而其他类型的机构投资者由于监督成本大于监督收益，则不会对被投资公司进行监督。借鉴已有研究（Chen 等，2007；李争光等，2015）我们将机构投资者分为稳定性和交易型。稳定性机构投资者指那些持股比例较高且交易频率较低的机构投资者，这类投资者倾向于长期持有公司的股票，因此注重公司的长期利益，有动力参与到公司治理中去，并对管理层进行监督。相反，那些持股比例较低，且交易频繁的机构投资者更多的为了获取投机收益，对管理层的监督意愿不高。基于此，提出假设：

假设 3：相比于交易型机构投资者，稳定型机构投资者持股与盈余管理的倒 U 型关系更加显著。

与国外成熟市场不同，转型过程的经济体中政府依然在资源配置中起到决定作用。而国有企业往往成为政府资源配置的工具，为政府的特定目标服务。政府的保证就业、促进地区经济增长以及社会稳定等政治目标往往也会导致国有企业的目标和职能的多重性。此外，与民营企业的职业经理人相反，国有企业的管理层尤其是 CEO 依然是由政府行政任命产生的，而对管理层的监督过程中，党委和纪委发挥的作用要远远大于其他监督机制。正如陈仕华等（2014）研究国有企业纪委的监督作用时指出：对于作为职业经理人身份的高管而言，以董事会为核心的公司治理机制可能会发挥作用。但是对于作为“政府官员”身份的高管而言，公司治理机制可能无法发挥作用，但纪委却能发挥重要作用。因此，相比于国有企业，民营企业的市场属性更有利于发挥机构投资者的作用（张敏和姜付秀，2010）。

然而，现实中也可能存在相反的结果。首先，2004 年发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中鼓励机构投资者参与资本市场，而国有企业作为国务院领导的企业，有动机去践行国务院的政策规定，这为机构投资者参与国有企业公司治理提供了政策支持，使得国有企业中机构投资者能够发挥治理作用。其次，国有企业改革中政府放权给企业的内部人造成了国有企业的内部人控制问题（钟海燕等，2010），如何对内部人进行监督是国企改革中作为实际控制人的政府需要解决的问题，因此，政府作为实际控制人有动机通过引入机构投资者来进行监督。而民营企业中则容易出现大股东与管理层的合谋现象（周仁俊和高开娟，2012；陈文强，2017），从而导致机构投资者的监督受到大股东的阻挠而增加监督成本，导致其治理作用无法发挥作用。基于此，提出假设：

假设 4a：相比于国有企业，机构投资者与盈余管理之间的倒 U 型关系在民营企业中更加显著。

假设 4b：相比于民营企业，机构投资者与盈余管理之间的倒 U 型关系在国有企业中更加显著。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取 2005-2016 年沪深两市所有 A 股上市公司作为初始研究样本。同时删除金融、保险行业的样本公司、统计当年被 ST 的公司以及存在缺失值的公司，最终得到 16588 个样本。样本数据均来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。为了控制极端值的影响，本文对所有的连续变量进行 1% 和 99% 水平的 WINSORIZE 处理。

2. 模型设定与变量说明

本文主要采用模型（1）来检验本文的研究假设

$$DACC = \beta_0 + \beta_1 INST + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Salesgrowth + \beta_5 Roa + \beta_6 Boardsize + \beta_7 Dir + \beta_8 First + \beta_9 Property + \beta_{10} Big4 + \sum Ind + \sum Year \quad (1)$$

模型中各变量定义如下：

(1) 因变量

DACC 为公司的盈余管理水平。本文根据 Dechow 等（1995）的修正 Jones 模型，首先利用回归方法分行业年度估计公司不可操纵应计利润，如模型（3）所示，该模型的残差表示公司的可操纵应计利润，然后取残差的绝对作为盈余管理水平。

$$\frac{TA_t}{Size_{t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Size_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{Size_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_t}{Size_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

(2) 自变量

本文的自变量为机构投资者持股（INST）。机构投资者持股数据来自 CSMAR 数据库中机构投资者子库，该子库中将机构投资者分为基金、合格境外投资者、券商、保险、社保基金、信托、财务公司、银行和非金融类上市公司等九类。借鉴已有研究（曹丰等，2015），本文计算前八类机构投资者的持股比例之和来衡量机构投资者持股。

(3) 分组变量

为了检验假设 2，本文加入了公司上期业绩指标变量 LROA，LROA 是一个虚拟变量，如果公司上期业绩低于行业平均值则取值为 1，否则取值为 0。

为了检验假设 3，本文加入了机构投资者类型指标 IIC，借鉴已有研究（牛建波等，2013；李争光等，2015），本文从时间和行业两个维度衡量机构投资者类型。首先，从时间维度度量机构投资者的稳定性，用公司当年机构投资者持股比例除以公司前三年机构投资者持股比例的标准差，该值越大表明公司的机构投资者持股比例的变动越小，机构投资者稳定性越强。反之，如果机构投资者由于投机性交易而频繁买卖公司股票，则该值越小。其次，从考虑公司的行业特征，计算上述求得的数值的行业、年度中位数，如果数值大于行业中位数则 IIC 取值为 1，该机构投资者定义为稳定型机构投资者，否则为 IIC 取值为 0，该机构投资者定义为交易型机构投资者。具体计算公式如下：

$$\begin{cases} SD_{it} = \frac{INST_{it}}{STD(INST_{it-1}, INST_{it-2}, INST_{it-3})} \\ IIC = \begin{cases} 1, SD_{it} > MEDIAN(SD_{it}) \\ 0, \text{其他} \end{cases} \end{cases}$$

为了检验假设 4，本文按照上市公司的实际控制人性质分为国有企业和民营企业，并进行分组检验。

(4) 控制变量

借鉴 Roy-chowdhury（2006）、Cohen 等（2008）、姜付秀等（2013）的研究，本文加入了公司规模（Size）、资产负债率（Lev）、公司成长性（Salesgrowth）和公司盈利能力（Roa），其中公司规模用总资产的自然对数衡量，资产负债率用总负债比上总资产衡量，公司成长性用销售收入增长率衡量，公司盈利能力用总资产收益率衡量。为了消除董事会监督对公司盈余管理的影响，本文加入了董事会规模（Boardsize）和董事会独立性（Dir）两

个变量，其中董事会规模用董事会总人数衡量，董事会独立性用董事会中独立董事的比例衡量。为了控制大股东的影响，本文加入了大股东持股比（First），用第一大股东的持股比衡量。本文还加入了股权性质（Property），来控制不同股权性质对盈余管理的影响。借鉴王克敏和刘博（2014）的研究，加入了审计质量（Big4），如果公司聘请了四大事务所，则取值为1，否则为0。此外，本文还加入了行业和时间虚拟变量，以消除行业和时间的影响。

四、实证结果分析

1. 描述性统计

表1给出了变量的描述性统计。由表1可以看出，DACC的均值为0.070，最小值为0.001，最大值为0.530，表明不同公司的盈余管理之间存在较大差异。INST的均值为0.052，最大值为0.242，表明机构股东平均持股比例为5.2%，最大值达到了24.2%。控制变量方面，公司规模均值为21.947，资产负债率的均值为0.475，公司成长性均值为0.213。Boardsize均值为9.014，表明董事会规模平均为9人，Dir均值为0.368，表明独立董事比例刚刚超过规定的1/3比例。样本公司中第一大股东平均持股36.453%，且有51.3%的公司为国有控股。此外，样本公司中聘请四大事务所的比例为6.6%。可以看出，控制变量在经过WINSORSIZE处理后，都在正常范围波动，不存在异常值。

表1 变量的描述性统计

变脸	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
DACC	16588	0.070	0.081	0.001	0.047	0.530
INST	16588	0.052	0.051	0.000	0.036	0.242
Size	16588	21.947	1.291	18.767	21.791	26.643
Lev	16588	0.475	0.229	0.048	0.475	1.481
Salesgrwoth	16588	0.213	0.588	-0.701	0.122	4.679
Roa	16588	0.042	0.064	-0.260	0.039	0.241
Boardsize	16588	9.014	1.841	5.000	9.000	15.000
Dir	16588	0.368	0.052	0.273	0.333	0.571
First	16588	36.453	15.406	8.773	34.542	75.000
Property	16588	0.513	0.500	0.000	1.000	1.000
Big4	16588	0.066	0.248	0.000	0.000	1.000

2. 相关性分析

表2给出了变量的相关性分析。可以看出，多数变量之间的相关系数均小于0.3，为了回避部分变量的相关系数过高可能导致的回归结果偏差问题，本文进一步计算了各个变量的方差膨胀因子，结果表明VIF最大值为1.72，均值为1.30，这表明变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表2 变量的相关性分析

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.DACC	1									
2.INST	-0.004	1								
3.Size	-0.121	0.024	1							
4.Lev	0.129	-0.007	0.303	1						
5.Salesgrwoth	0.194	0.056	0.036	0.035	1					
6.Roa	-0.043	0.203	0.049	-0.418	0.208	1				
7.Boardsize	-0.077	0.014	0.264	0.122	-0.020	0.004	1			
8.Dir	0.029	-0.021	0.050	-0.008	0.012	-0.013	-0.377	1		
9.First	-0.027	-0.118	0.283	0.006	0.043	0.111	0.042	0.033	1	
10.Property	-0.074	-0.016	0.309	0.240	-0.042	-0.105	0.276	-0.083	0.215	1
11.Big4	-0.047	-0.029	0.379	0.061	-0.018	0.047	0.128	0.039	0.145	0.131

3. 实证结果分析

表 3 给出了全样本的回归结果，因变量为盈余管理。模型 1 仅含控制变量，模型 2 加入了机构投资者持股及其平方项，可以看出机构投资者持股的一次项显著为正（ $\beta=0.069$ ， $se=0.034$ ），二次项显著为负（ $\beta=-0.359$ ， $se=0.178$ ），假设 1 得到验证，即机构投资者持股与盈余管理成倒 U 型关系，当持股比例较低时，机构投资者持股会增加公司的盈余管理，随着持股比例的增加，机构投资者会降低公司的盈余管理。控制变量方面，公司规模、董事会规模、审计质量与盈余管理显著负相关，而资产负债率、公司成长性、第一大股东持股比与盈余管理显著正相关，与已有研究保持一致（姜付秀等，2013；于忠泊，2011；Mitra and Cready, 2005；Caramanis and Lennox, 2008；Koh, 2007）。

表 3 机构投资者持股与盈余管理的实证分析结果

	全样本	
	模型1	模型2
INST		0.069** (0.034)
INST ²		-0.359** (0.178)
Size	-0.012*** (0.001)	-0.012*** (0.001)
Lev	0.062***	0.062***

	(0.004)	(0.004)
Salegrowth	0.024***	0.024***
	(0.001)	(0.001)
Boardsize	-0.001*	-0.001*
	(0.000)	(0.000)
Dir	0.020	0.019
	(0.014)	(0.014)
First	0.000***	0.000***
	(0.000)	(0.000)
Property	-0.008***	-0.008***
	(0.002)	(0.002)
Big4	-0.007**	-0.007**
	(0.003)	(0.003)
Roa	-0.013	-0.015
	(0.012)	(0.012)
常数项	0.289***	0.291***
	(0.016)	(0.016)
行业、年份	控制	控制
样本量	16588	16588
R2	0.053	0.058

注：*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%的显著水平下显著；括号里为标准误

此外，由表 3 可以看出，在机构投资者持股比例较低时（持股低于临界值 9.68%），机构投资者持股会增加高管的盈余管理行为。如前文所述，机构投资者参与公司治理的作用与孔东民和刘莎莎（2017）对中小股东参与公司治理的研究类似，机构投资者的存在一方面增加了管理层的压力会降低其内在动机，另一方面会导致管理层的迎合行为。而当机构投资者持股超过 9.68%时，机构投资者会降低高管的盈余管理行为，这是由于机构投资者持股过大会导致其利益与公司利益的趋于一致，机构投资者有动机和能力为了公司的长期利益而降低管理层的机会主义行为。

进一步地，根据国泰安数据库数据，我国上市公司中第一大股东持股比成逐年下降趋势，且均值为 36.45%；第二大股东持股比近几年呈现逐步上升的趋势，且均值为 9.43%（如表 4 所示）。则我们的研究也间接表明，只有当机构投资者持股接近或者超过第二大股东持股时，即机构投资者者作为公司的第二大股东时，机构投资者才能更好地发挥监督作用。此外，考

考虑到我国上市公司中控股股东可能与高管合谋获取控制权私人收益,本研究也表明只有在机构投资者能够对第一大股东形成制衡时,机构投资者才能更好的监督管理层,这也从侧面验证了非控股股东的监督作用(祝继高等,2015)。

表 4 2004-2016 年上市公司前三大股东持股比

Year	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
First	41.90%	40.45%	36.39%	36.03%	36.37%	36.29%	36.33%
Second	9.79%	9.82%	9.17%	8.95%	8.80%	8.70%	9.24%
Third	3.88%	3.86%	3.70%	3.66%	3.59%	3.63%	3.95%
Year	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Mean
First	36.21%	36.43%	36.10%	35.39%	34.44%	33.65%	36.19%
Second	9.59%	9.69%	9.45%	9.29%	9.62%	9.67%	9.43%
Third	4.19%	4.22%	4.11%	4.04%	4.37%	4.72%	4.07%

注:表中 First, Second, Third 分别代表第一、第二、第三大股东持股比

表 5 给出了不同样本中机构投资者持股与盈余管理之间的关系。模型 3 和模型 4 给出了上期业绩差和上期业绩好的样本回归结果,可以看出,在上期业绩差的样本中,机构投资者持股的一次项显著为正($\beta=0.120$, $se=0.049$),二次项显著为负($\beta=-0.519$, $se=0.270$),而在上期业绩好的样本中,机构投资者持股的系数并不显著,假设 2 得到验证,即相比于业绩较好的公司,机构投资者持股与盈余管理的倒 U 型关系在业绩较差的公司中更加显著。

模型 5 和模型 6 给出了稳定型和交易型机构投资者的样本回归结果,可以看出,在稳定型机构投资者的样本中,机构投资者持股的一次项显著为正($\beta=0.138$, $se=0.060$),二次项显著为负($\beta=-0.813$, $se=0.306$),而在交易型机构投资者的样本中,机构投资者持股的系数并不显著,假设 3 得到验证,即相比于交易型机构投资者,稳定型机构投资者持股与盈余管理的倒 U 型关系更加显著。

模型 7 和模型 8 给出了国有企业和民营企业的样本回归结果,可以看出,在国有企业的样本中,机构投资者持股的一次项显著为正($\beta=0.106$, $se=0.043$),二次项显著为负($\beta=-0.444$, $se=0.216$),而在民营企业的样本中,机构投资者持股的系数并不显著。实证结果支持假设 4b,即相比于民营企业,机构投资者与盈余管理之间的倒 U 型关系在国有企业中更加显著。

表 5 机构投资者持股与盈余管理的分样本实证分析结果

	模型3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	LROA=1	LROA=0	IIC=1	IIC=0	Property=1	Property=0
INST	0.120** (0.049)	-0.046 (0.047)	0.138** (0.060)	-0.040 (0.046)	0.106** (0.043)	0.021 (0.055)
INST ²	-0.519*	0.045	-0.813***	0.139	-0.444**	-0.145

	(0.270)	(0.237)	(0.306)	(0.254)	(0.216)	(0.296)
Size	-0.013***	-0.008***	-0.012***	-0.012***	-0.010***	-0.015***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Lev	0.065***	0.039***	0.067***	0.064***	0.044***	0.076***
	(0.005)	(0.006)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)
Salegrowth	0.016***	0.029***	0.024***	0.028***	0.027***	0.023***
	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.002)
Boardsize	0.000	-0.002**	-0.002**	0.000	-0.00100	-0.00100
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Dir	0.034*	-0.0130	-0.0140	0.032*	0.030*	0.00300
	(0.019)	(0.020)	(0.024)	(0.018)	(0.018)	(0.023)
First	0.000***	0.000	0.000**	0.000	0.000***	0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Property	-0.011***	-0.007***	-0.010***	-0.011***	-	-
	(0.002)	(0.003)	(0.003)	(0.002)	-	-
Big4	0.00700	0.00400	0.00200	0.00500	0.00400	0.013*
	(0.005)	(0.004)	(0.006)	(0.004)	(0.004)	(0.007)
Roa	-0.057***	0.045***	0.022***	-0.008**	-0.035**	-0.0100
	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.016)	(0.018)
常数项	0.297***	0.217***	0.311***	0.299***	0.234***	0.345***
	(0.022)	(0.024)	(0.026)	(0.022)	(0.021)	(0.029)
行业、年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	8292	8296	5685	9069	8508	8080
R2	0.073	0.099	0.058	0.075	0.060	0.059

注：LROA=1 表示公司上期业绩差，LROA=0 表示公司上期业绩好；IIC=1 表示稳定型机构投资者，IIC=0 表示交易型机构投资者；Property=1 表示国有企业，Property=0 表示民营企业。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%的显著水平下显著；括号里为标准误。

4. 稳健性检验

为了保证结果的稳健性，进行如下稳健性检验：

首先，借鉴已有研究（Kothari 等，2005；孔东民和刘莎莎，2017），用业绩匹配的盈余操纵（DACC_ROA）来替代盈余管理。该模型在修正的 Jones 模型基础上，进一步控制

了上期的 ROA。将业绩匹配的盈余操纵带入模型进行检验，回归结果并没有显著变化（如表 6 所示）。

表 6 稳健性检验 1

	全样本	LROA=1	LROA=0	IIC=1	IIC=0	Property=1	Property=0
INST	0.065**	0.133***	-0.055	0.112**	0.001	0.088**	0.024
	(0.033)	(0.046)	(0.046)	(0.056)	(0.045)	(0.042)	(0.052)
INST ²	-0.343**	-0.660***	0.114	-0.677**	-0.0200	-0.399*	-0.124
	(0.171)	(0.255)	(0.233)	(0.289)	(0.249)	(0.214)	(0.280)
Size	-0.011***	-0.013***	-0.007***	-0.010***	-0.012**	-0.010***	-0.013***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Lev	0.062***	0.063***	0.043***	0.059***	0.064***	0.047***	0.074***
	(0.004)	(0.004)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)
Salegrowth	0.022***	0.016***	0.027***	0.023***	0.026***	0.024***	0.021***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Boardsize	-0.001*	0.000	-0.002**	-0.002**	0.000	0.000	-0.002**
	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Dir	0.013	0.024	-0.008	-0.003	0.021	0.041**	-0.017
	(0.013)	(0.018)	(0.020)	(0.022)	(0.017)	(0.018)	(0.022)
First	0.000***	0.000***	0.000	0.000	0.000*	0.000**	0.000*
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Property	-0.007***	-0.009***	-0.006**	-0.010***	-0.009**	-	-
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.003)	(0.002)	-	-
Big4	0.008**	0.007	0.005	0.000	0.007*	0.004	0.014**
	(0.003)	(0.004)	(0.004)	(0.005)	(0.004)	(0.004)	(0.006)
Roa	0.008	-0.050***	0.028***	0.008***	-0.009**	-0.001	0.005
	(0.011)	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.016)	(0.017)
常数项	0.266***	0.280***	0.190***	0.261***	0.292***	0.227***	0.308***
	(0.015)	(0.020)	(0.024)	(0.025)	(0.021)	(0.021)	(0.027)
行业、年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	16591	8290	8301	5690	9068	8508	8083

R2	0.056	0.068	0.081	0.054	0.065	0.062	0.058
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

注：LROA=1 表示公司上期业绩差，LROA=0 表示公司上期业绩好；IIC=1 表示稳定型机构投资者，IIC=0 表示交易型机构投资者；Property=1 表示国有企业，Property=0 表示民营企业。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%的显著水平下显著；括号里为标准误。

第二、控制变量中加入管理层持股信息。尽管我国上市公司中管理层持股相对较少，但是为了消除其对盈余管理的影响，我们在控制变量中加入管理层持股变量(Executivehold)，用管理层持股占公司总股本的比例进行度量，并带入模型进行检验，回归结果并没有显著变化（如表 7 所示）。

表 7 稳健性检验 2

	全样本	LROA=1	LROA=0	IIC=1	IIC=0	Property=1	Property=0
INST	0.061*	0.111**	-0.046	0.134**	-0.055	0.108**	0.007
	(0.035)	(0.051)	(0.048)	(0.061)	(0.048)	(0.044)	(0.056)
INST ²	-0.339*	-0.477*	0.007	-0.850***	0.186	-0.453**	-0.125
	(0.183)	(0.280)	(0.242)	(0.317)	(0.261)	(0.224)	(0.302)
Size	-0.012***	-0.013***	-0.007***	-0.012***	-0.012***	-0.010***	-0.015***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Lev	0.061***	0.063***	0.038***	0.066***	0.063***	0.043***	0.076***
	(0.004)	(0.005)	(0.006)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.006)
Salegrowth	0.025***	0.017***	0.030***	0.024***	0.028***	0.027***	0.023***
	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.002)
Boardsize	-0.001*	0.000	-0.002**	-0.002***	0.000	-0.001	-0.001
	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Dir	0.017	0.034*	-0.0160	-0.0250	0.037**	0.033*	-0.002
	(0.014)	(0.019)	(0.020)	(0.024)	(0.019)	(0.018)	(0.024)
First	0.000***	0.000***	0.000	0.000*	0.000**	0.000***	0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Property	-0.008***	-0.012***	-0.007***	-0.009***	-0.014***	-	-
	(0.002)	(0.002)	(0.003)	(0.003)	(0.002)	-	-
Big4	0.008**	0.008*	0.004	0.004	0.005	0.004	0.014**
	(0.003)	(0.005)	(0.005)	(0.006)	(0.004)	(0.004)	(0.007)
Roa	-0.0160	-0.055***	0.044***	0.021***	-0.007*	-0.044***	-0.004

	(0.012)	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.016)	(0.018)
Executivehold	0.001	-0.008	0.003	0.006	-0.015**	0.083*	0.003
	(0.005)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.044)	(0.006)
常数项	0.291***	0.299***	0.216***	0.312***	0.303***	0.232***	0.343***
	(0.017)	(0.023)	(0.025)	(0.027)	(0.023)	(0.021)	(0.030)
行业、年份	控制						
样本量	15899	7910	1989	5447	8679	8022	7877
R2	0.060	0.070	0.101	0.062	0.076	0.062	0.061

注：LROA=1 表示公司上期业绩差，LROA=0 表示公司上期业绩好；IIC=1 表示稳定型机构投资者，IIC=0 表示交易型机构投资者；Property=1 表示国有企业，Property=0 表示民营企业。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%的显著水平下显著；括号里为标准误。

第三、借鉴已有研究（Greve 和 Zhang，2017），我们用 WIND 数据库中的控制变量进行替代文中来自国泰安数据库中的控制变量重新进行检验，以消除控制变量统计偏差造成的结果偏误，结果并没有显著变化（如表 8 所示）。

表 8 稳健性检验 3

	全样本	LROA=1	LROA=0	IIC=1	IIC=0	Property=1	Property=0
INST	0.070**	0.135***	-0.045	0.132**	-0.003	0.089**	0.034
	(0.033)	(0.046)	(0.046)	(0.056)	(0.045)	(0.042)	(0.052)
INST ²	-0.354**	-0.666***	0.087	-0.752***	0.005	-0.393*	-0.152
	(0.170)	(0.253)	(0.231)	(0.286)	(0.248)	(0.212)	(0.278)
Size	-0.011***	-0.013***	-0.007***	-0.010***	-0.011***	-0.010***	-0.013***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Lev	0.060***	0.063***	0.042***	0.059***	0.063***	0.045***	0.072***
	(0.004)	(0.004)	(0.006)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)
Salegrowth	0.022***	0.015***	0.027***	0.021***	0.026***	0.025***	0.021***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Boardsize	-0.001*	0.000	-0.002**	-0.002**	0.000	0.000	-0.002**
	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Dir	0.013	0.025	-0.010	0.000	0.018	0.040**	-0.017
	(0.013)	(0.018)	(0.019)	(0.022)	(0.018)	(0.018)	(0.022)
First	0.000**	0.000***	0.000	0.000	0.000	0.000**	0.000

	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Property	-0.007***	-0.010***	-0.006**	-0.009***	-0.010***	-	-
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.003)	(0.002)	-	-
Big4	0.008**	0.007	0.005	0.000	0.007*	0.004	0.015**
	(0.003)	(0.004)	(0.004)	(0.005)	(0.004)	(0.004)	(0.006)
Roa	0.002	-0.051***	0.027***	0.008***	-0.011***	-0.007	0.000
	(0.011)	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.016)	(0.017)
常数项	0.264***	0.282***	0.189***	0.262***	0.292***	0.224***	0.312***
	(0.015)	(0.020)	(0.024)	(0.025)	(0.022)	(0.021)	(0.027)
行业、年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	16588	8289	8299	5684	9071	8506	8082
R2	0.053	0.065	0.077	0.049	0.063	0.055	0.054

注：LROA=1 表示公司上期业绩差，LROA=0 表示公司上期业绩好；IIC=1 表示稳定型机构投资者，IIC=0 表示交易型机构投资者；Property=1 表示国有企业，Property=0 表示民营企业。*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%的显著水平下显著；括号里为标准误。

五、结论

本文基于认知评价理论、迎合理论和代理理论对机构投资者参与公司治理的效果进行了理论分析和实证检验，并得出以下结论：第一，机构投资者持股比例是其参与公司治理效果的重要影响因素，在机构持股较低时，机构投资者持股会增加公司的盈余管理行为，随着机构投资者持股增加，机构投资者持股会降低公司的盈余管理行为。总体而言，机构投资者持股比例与公司盈余管理呈现倒 U 型关系，且拐点发生在机构投资者持股比例为 9.68%，近似于中国上市公司第二大股东的平均持股比例。第二，机构投资者参与公司治理的效果在不同的样本中有所差异，在上期业绩较差、稳定性机构投资者以及国有企业中，机构投资者持股与公司盈余管理之间的倒 U 型关系更加显著。

本文的研究突破了以往从代理理论来研究机构投资者参与公司治理的研究，认为机构投资者持股比例的不同会导致其参与公司治理的效果不同，并且结合认知评价理论和迎合理论两方面加以阐述，完善了机构投资者参与公司治理的机制。本文的不足在于我们仅仅从盈余管理方面刻画了高管的机会主义行为，而机构投资者参与公司治理对高管的其他机会主义行为也可能存在相同的治理效果，然而，由于篇幅所限，本文未能对其他的高管机会主义行为一一论述，留待以后的研究进一步丰富。另外，本文对于机构投资者的分类也只是借鉴了已有研究中的一种分类，对于其他的分类方式，机构投资者参与公司治理的效果是否存在差异，也有待进一步研究。

参考文献

- [1] 薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009(2):81-91.

- [2] 曹丰, 鲁冰, 李争光,等. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J]. 会计研究, 2015(11):55-61.
- [3] 常巍,贝政新. 资本市场发展中的投资主体与投资行为——“资本市场与金融投资研讨会”综述[J]. 经济研究,2002,(07):58-62.
- [4] 陈红,徐融. 论 ST 公司的财务关注域及分析框架的构建[J]. 会计研究,2005,(12):47-52+96.
- [5] 陈仕华, 卢昌崇. 国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗?[J]. 管理世界, 2014(5):106-120.
- [6] 陈文强. 控股股东涉入与高管股权激励:“监督”还是“合谋”?[J]. 经济管理,2017,39(01):114-133.
- [7] 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.
- [8] 姜付秀,朱冰,唐凝. CEO 和 CFO 任期交错是否可以降低盈余管理?[J]. 管理世界, 2013, (01): 158-167.
- [9] 姜国华,王汉生. 上市公司连续两年亏损就应该被“ST”吗?[J]. 经济研究,2005,(03):100-107.
- [10] 孔东民,刘莎莎. 中小股东投票权、公司决策与公司治理[J].管理世界,2017,(09):101-115.
- [11] 李争光, 赵西卜, 曹丰,等. 机构投资者异质性与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2015, 18(3):111-121.
- [12] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013, 25(3):48-59.
- [13] 史永东, 王谨乐. 中国机构投资者真的稳定市场了吗?[J]. 经济研究, 2014(12):100-112.
- [14] 唐松莲,袁春生. 监督或攫取:机构投资者治理角色的识别研究——来自中国资本市场的经验证据[J]. 管理评论,2010,22(08):19-29.
- [15] 王克敏,刘博. 公司控制权转移与盈余管理研究[J]. 管理世界,2014,(07):144-156.
- [16] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2005, 8(2):27-33.
- [17] 王雪荣, 董威. 中国上市公司机构投资者对公司绩效影响的实证分析[J]. 中国管理科学, 2009, 17(2):15-20.
- [18] 吴超鹏,郑方镛,林周勇,李文强,吴世农. 对价支付影响因素的理论和实证分析[J]. 经济研究, 2006, (08):14-23.
- [19] 姚颐,刘志远,王健. 股权分置改革、机构投资者与投资者保护[J]. 金融研究,2007,(11):45-56.
- [20] 于忠泊,田高良,齐保垒,张皓. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 管理世界,2011,(09):127-140.
- [21] 张敏, 姜付秀. 机构投资者、企业产权与薪酬契约[J]. 世界经济, 2010(8):43-58.
- [22] 钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. 管理世界, 2010(7):98-108.
- [23] 周仁俊,高开娟. 大股东控制权对股权激励效果的影响[J]. 会计研究,2012,(05):50-58+94.
- [24] 祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?[J]. 经济研究, 2015(9):170-184.
- [25] Brickley J A, Lease R C, Jr C W S. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2):267-291.

- [26] Bushee B J. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior[J]. *Accounting Review*, 1998, 73(3):305-333.
- [27] Caramanis C, Lennox C. Audit effort and earnings management[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2008, 45(1):116-138.
- [28] Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2):279-305.
- [29] Chung R, Firth M, Kim J B. Institutional monitoring and opportunistic earnings management[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2002, 8(1):29-48.
- [30] Cohen D A, Dey A, Lys T Z. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods[J]. *Accounting Review*, 2008, 83(3):757-787.
- [31] Coughlan A T, Schmidt R M. Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1985, 7(1):43-66.
- [32] Daily C M, Johnson J L, Ellstrand A E, et al. Institutional Investor Activism: Follow the Leaders?[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 1996.
- [33] Davis J H, Schoorman F D, Donaldson L. Toward a Stewardship Theory of Management[J]. *Academy of Management Review*, 1997, 22(1):20-47.
- [34] Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting Earnings Management[J]. *Accounting Review*, 1995, 70(2):193-225.
- [35] Donaldson L, Davis J H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns[J]. *Australian Journal of Management*, 1991, 16(16):49-64.
- [36] Ferreira M A, Matos P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3):499-533.
- [37] Finkelstein S, D'Aveni R A. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command[J]. *Academy of Management Journal*, 1994, 37(5):1079-1108.
- [38] Frey B S, Jegen R. Motivation Crowding Theory[J]. *Journal of Economic Surveys*, 2001, 15(5):589-611.
- [39] Gaspar J M, Massa M, Matos P. Shareholder investment horizons and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 76(1):135-165.
- [40] Georgellis Y, Iossa E, Tabvuma V. Crowding Out Intrinsic Motivation in the Public Sector[J]. *Journal of Public Administration Research & Theory*, 2011, 21(3):473-493.
- [41] Gillan S L, Starks L T. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 57(2):275-305.
- [42] Greve H, Zhang C M. Institutional Logics and Power Sources: Merger and Acquisition Decisions[J]. *Academy of Management Journal*, 2017, 60(2).
- [43] Hartzell J C, Starks L T. Institutional Investors and Executive Compensation[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58(6):2351-2374.

- [44] Kenneth A. Borokhovich, Brunarski K, Yvette S. Harman, et al. Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders[J]. *Journal of Law & Economics*, 2006, 49(2):651-680.
- [45] Koh P S. Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters[J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 2007, 26(3):267-299.
- [46] Kothari S P, Leone A J, Wasley C E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2005, 39(1):163-197.
- [47] Krause R, Semadeni M. Apprentice, departure, and demotion: an examination of the three types of ceo-board chair separation[J]. *Academy of Management Journal*, 2013, 56(3):805-826.
- [48] Krause R. Being the CEO's boss: An examination of board chair orientations[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(3):697-713.
- [49] Mcconnell J J, Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2):595-612.
- [50] Mitra S, Cready W M. Institutional Stock Ownership, Accrual Management, and Information Environment[J]. *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 2005, 20(3):257-286.
- [51] Mitra S, Cready W M. Institutional Stock Ownership, Accrual Management, and Information Environment[J]. *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 2005, 20(3):257-286.
- [52] Osterloh M, Frey B S. Corporate Governance for Crooks? The Case for Corporate Virtue[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2004 :191-212.
- [53] Osterloh M, Frey B S. Motivation, Knowledge Transfer, and Organizational Forms[J]. *Organization Science*, 2000, 11(5):538-550.
- [54] Parrino R, Sias R W, Starks L T. Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 68(1):3-46.
- [55] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2006, 42(3):335-370.
- [56] Shi W, Connelly B L, Hoskisson R E. External corporate governance and financial fraud: cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(6):1268-1286.
- [57] Shleifer A, Vishny R W. Large Shareholders and Corporate Control[J]. *Scholarly Articles*, 1986, 94(3):461-488.
- [58] Sundaramurthy C, Lewis M. Control and Collaboration: Paradoxes of Governance[J]. *Academy of Management Review*, 2003, 28(3):397-415.
- [59] Velury U, Jenkins D S. Institutional ownership and the quality of earnings[J]. *Journal of Business Research*, 2006, 59(9):1043-1051.
- [60] Wahal S. Pension Fund Activism and Firm Performance[J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 1996, 31(1):1-23.
- [61] Warner J B, Watts R L, Wruck K H. Stock Prices and Top Management Changes[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(3):461-492.

[62] Webb R, Beck M, and Roddy McKinnon. Problems and Limitations of Institutional Investor Participation in Corporate Governance[J]. Corporate Governance : An International Review, 2003, 11(1):65–73.

Can Institutional investor holdings inhibit the company's earnings management?

Wu Li-dong, Xue Kun-kun

(Business School of NanKai University)

Abstract: The effect of institutional investors' participation in corporate governance has not been unanimously approved by academia. Based on cognitive evaluation theory, catering theory, and agency theory, this paper studies the influence of institutional investors' shareholding on corporate earnings management, and uses the data of listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2005 to 2016 for empirical analysis. The research shows that institutional investors' holdings and corporate earnings management are inverted U-shaped, while lower institutional investors' holdings will increase earnings management behavior, then with the increase of institutional investors' holdings, corporate earnings management behavior will be reduced. Further research finds that the inverted U-shaped relationship between institutional investors' shareholding and earnings management behavior is different in different samples after the listed companies are divided according to the past performance, the type of institutional investors and the nature of corporate ownership. In the previous period, the performance was worse, and the inverted U-shaped relationship between institutional investors and the earnings management behavior was more significant in the stable institutional investors and the sample of state-owned enterprises. The research in this paper shows that the different scale of institutional investors will lead to their differences in the effects of their participation in corporate governance and the supplement and enrichment of the existing research.

Keywords: Institutional Investors; Earnings Management; Cognitive Evaluation Theory; Catering Theory; Agency theory