



信毅学术文库

机构投资者的异质性、制度环境与盈余质量 ——基于中国 A 股市场的实证检验

罗劲博 著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社



江西财经大学信毅学术文库

机构投资者的异质性、制度 环境与盈余质量

——基于中国 A 股市场的实证检验

罗劲博 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者的异质性、制度环境与盈余质量：基于中国 A 股市场的实证检验 / 罗劲博著. —北京：中国财政经济出版社，2016. 12

(江西财经大学信毅学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7057 - 9

I. ①机… II. ①罗… III. ①股票市场 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 275083 号

责任编辑：李 磊

责任校对：刘 靖

封面设计：耕 者

版式设计：兰 波

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406

天猫网店：中国财政经济出版社旗舰店

网址：<https://zgczjjcbs.tmall.com>

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

710 × 1000 毫米 16 开 18 印张 270 000 字

2016 年 12 月第 1 版 2017 年 10 月北京第 2 次印刷

定价：45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7057 - 9/F · 5651

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报热线：010 - 88190492、QQ：634579818



总 序

书籍是人类进步的阶梯。通过书籍出版,由语言文字所承载的人类智慧得到较为完好的保存,作者思想得到快速传播,这大大地方便了知识传承与人类学习交流活动。当前,国家和社会对知识创新的高度重视和巨大需求促成了中国学术出版事业的新一轮繁荣。学术能力已成为高校综合服务水平的重要体现,是高校价值追求和价值创造的关键衡量指标。

科学合理的学科专业、引领学术前沿的师资队伍、作为知识载体和传播媒介的优秀作品,是高校作为学术创新主体必备的三大要素。江西财经大学较为合理的学科结构和相对优秀的师资队伍,为学校学术发展与繁荣奠定了坚实的基础。近年来,学校教师教材、学术专著编撰和出版活动相当活跃。

为加强我校学术专著出版管理,锤炼教师学术科研能力,提高学术科研质量和教师整体科研水平,将师资、学科、学术等优势转化为人才培养优势,我校决定分批次出版高质量专著系列;并选取学校“信敏廉毅”校训精神的前尾两字,将该专著系列命名为“信毅学术文库”。在此之前,我校已分批出版“江西财经大学学术文库”和“江西财经大学博士论文文库”。为打造学术品牌,突出江财特色,学校在上述两个文库出版经验的基础上,推出“信毅学术文库”。在复旦大学出版社的大力支持下,“信毅学术文库”已成功出版两期,获得了业界的广泛好评。

第三期“信毅学术文库”共选取了 10 部学术专著予以资助出版。这些学术专著囊括经济、管理、法律、社会等方面内容,均为关注社会热点论题或有重要研究参考价值的选题。这些专著不仅对专业研究人员开展研究工作具有参考价值,也贴近人们的实际生活,有一定的学术价值和现实指导意

义。专著的作者既有学术领域的资深学者，也有初出茅庐的优秀博士。资深学者因其学术涵养深厚，他们的学术观点代表着专业研究领域的理论前沿，对他们专著的出版能够带来较好的学术影响和社会效益。优秀博士作为青年学者，他们学术思维活跃，容易提出新的甚至是有突破性的学术观点，从而成为学术研究或学术争论的焦点，出版他们学术成果的社会效益也不言自明。一般而言，国家级科研基金资助项目具有较强的创新性，该类研究成果常常在国内甚至国际专业研究领域处于领先水平，基于以上考虑，我们在本次出版的专著中也吸纳了国家级科研课题项目研究成果。

“信毅学术文库”将分期分批出版问世，我们将严格质量管理，努力提升学术专著水平，力争将“信毅学术文库”打造成为业内有影响力的高端品牌。2016年第三期“信毅学术文库”的出版得到了中国财政经济出版社的大力支持，对他们的敬业精神和远见卓识，我感到由衷的钦佩。

王 乔

2016年11月



前言

从我国资本市场的现实状况来看，机构投资者已经成为资本市场中的重要投资主体。投资者结构的改变会对资本市场的运行产生深刻的作用，和一般的中小散户不一样，基于证券分析师的强大的信息挖掘能力与数据处理基础，机构投资者会应用市场信息与会计盈余信息来进行投资，并利用自己独特的股东身份参与公司治理，然而，不同类型的机构投资者之间存在的差异也很大，在此背景下，影响公司股价的“前置”因素——盈余质量是如何受到机构投资者决策行为影响的，这些问题就成为本研究的关注焦点和重点。

首先，现有部分学者认为机构投资者是一类短视的投资者，他们具有明显的“羊群效应”，并能引起市场剧烈波动，是资本市场的“灾难制造者”，在此情形下，机构投资者自然也不会对持股公司的公司治理产生真正的兴趣，从而不会对盈余质量有影响。其次，又有一部分学者和实务界人士认为，机构投资者作为专业人员，其解读资本市场变化和会计信息的能力不同于一般的中小投资者，同时各国资本市场的监管机构也对机构投资者的持股及交易行为进行非常严格的限制，以避免其短线操作对市场带来一定的风险，并推出很多激励政策来引导其理性的、持续的参与公司的治理过程。最后，机构投资者是我国从发达资本市场国家引进的一个制度体系，其对盈余质量的影响必须“扎根”于其所生存的制度环境的“土壤”中，虽然有研究已经做了一些工作，但没有细分机构投资者的类型，也没有更为具体的制度环境层面的分析，本研究正是基于以上分析和现状进行了研究，解决这些问题对准确和深刻理解我国机构投资者在参与公司治理过程中，其对盈余质

量的影响具有重要的理论价值和现实指导意义,从而提高我国资本市场的发展质量和增强机构投资者对会计信息生产的作用而提供借鉴和参考。

本研究分为以下几个部分:第一部分是研究的概念、基本理论与已有研究回顾,包括第一章和第二章;第二部分是制度分析和我国机构投资者发展历史的分析与评价,包括第三章;第三部分结合我国制度环境实际,分别从盈余持续性、价值相关性、会计稳健性三个视角研究机构投资者持股的影响,包括第四、五、六章;第四部分是盈余质量的经济后果视角分析和QFII(境外合格机构投资者)对不同产权企业的代理成本的影响,包括第七章;第五部分是结合具体的制度环境特征——公司及高管的政治联系,分析机构投资者对企业的盈余管理的影响机制,包括第八章;第六部分是研究结论,具体对应本研究的第九章。以下是本研究具体章节的研究内容。

第一章,绪论。该章主要就本书的研究价值和研究意义作了详细的论述,并就研究的可能的贡献以及本研究所面临的局限性作了分析,同时就本书的技术路线和结构框架作了解释和说明。

第二章,机构投资者、盈余质量相关理论与文献综述。该章对会计盈余质量的定义、组成及其内涵作了分析,并就度量盈余质量的有关指标作了评价,同时对机构投资者的定义、组成以及相关理论进行了归纳和总结,在此基础上,对国内外有关盈余质量、机构投资者的有关文献进行了梳理和简要评价。

第三章,制度背景分析。本章对本研究所涉及的机构投资者的概念、组成及发展历程作了回顾和分析,并对机构投资者参与资本市场的投资和公司治理的有关理论作了解释和总结,另外对我国现有的政治、经济、法律等宏观制度因素作了简述,较详细地对我国股票市场的发展历程作了评价,同时也对证券投资基金、券商、保险公司、社保基金、境外合格机构投资者(QFII)以及其他机构投资者的发展历史及现状做了回顾,并对影响机构投资者持股的主要因素和动机作了实证检验。

第四章,机构投资者异质性与盈余的价值相关性。本章基于中国制度环境特征,对机构投资者持股对盈余的价值相关性进行了检验,同时对不同类型的机构投资者对盈余的价值相关性的影响分别作了实证对比研究,并且对每股收益和每股账面价值的两者联合的价值相关性的增量变化也作了分析,



进一步就制度背景影响下的不同机构投资者对价值相关性影响的差异的效果作了检验。

第五章，机构投资者异质性与盈余的持续性。本章基于中国制度环境特征，对机构投资者持股对盈余的持续性进行了实证检验，并在此基础上，就不同类型的机构投资者对盈余的持续性的影响分别作了实证对比研究，进一步就制度背景影响下的盈余持续性的效果作了检验。

第六章，机构投资者异质性与会计稳健性。本章基于中国制度环境特征，就机构投资者持股对会计稳健性的影响进行了实证检验，并就不同类型的机构投资者对会计稳健性的影响分别作了对比研究，进一步就制度背景影响下的会计稳健性的效果作了分析，以检验机构投资者的风险控制和资本的安全性。

第七章，QFII 持股、产权性质与代理成本。本章以 2008 ~ 2012 年 A 股上市公司为研究样本，分析 QFII 持股是否影响公司的代理成本，并进一步探讨这种影响在国有企业与民营企业，以及中央国有企业与地方国有企业之间是否存在差异。

第八章，机构投资者异质性、公司政治关联与盈余管理。本章研究了不同类型的机构投资者持股对公司盈余管理的影响，并分析了 CEO 的政治关联在其中的调节和中介作用机制，考察了企业不同产权和不同经济区域下，该作用机制的效果和表现。

第九章，结论与启示。本章对本研究的结论作了总结，同时提出了对未来研究的展望。

在本研究的深入研究及后期修改阶段，本书进一步得到很多同事的无私帮助与关怀，在此向所有提供支持与帮助的亲爱的朋友和老师们道一声谢谢！



摘要

自我国 2000 年提出了“超常规发展机构投资者”的战略以来,机构投资者迅速发展,以证券投资基金、QFII(境外合格机构投资)、社保基金和保险基金等为主体的多元化的机构投资者格局已初步形成。机构投资者利用自己的信息、技术、资金和决策优势,不仅能通过对股票市场的交易行为的作用而影响市场的交易秩序,而且能够利用其特殊身份积极参与包括公司财务决策在内的公司治理行为,从而对盈余质量产生作用,然而这个作用和影响必然会受制于我国特殊的制度环境的影响。

本书以盈余质量理论、资本市场有效性理论、委托代理理论与机构投资者参与公司治理理论为基础,在考虑了公司所在地区的制度环境特征因素后,利用 2003~2010 年沪深 A 股市场的经验数据,以经验研究为主并辅之以必要的规范研究方法,分析了机构投资者持股的内在动机和原因,并分别从理论和实证角度研究了在中国制度背景下,机构投资者持股对会计稳健性、盈余的持续性和价值相关性三个盈余质量因素的影响机制和结果,从盈余质量的经济后果视角分析了 QFII 对代理成本的影响机制,以及在企业的政治关联影响下,机构投资者对盈余管理的影响。本书为从新的视角来研究会计信息的决策有用性提供了经验证据。

本书研究发现:公司的业绩增长潜力和公司的增长价值是影响机构投资者持股的主要因素,公司所在地的制度环境则会对两者之间的关系起到明显的调节作用;机构投资者持股会显著地提高上市公司的会计稳健性,并且在不同机构持股水平和不同的制度环境下,这种关系有明显差异;灰色机构投资者与会计盈余的持续性呈负相关,而独立机构投资者则与盈余的持续性呈

正相关，且制度环境会影响此类关系；机构投资者的持股显著地提高了盈余的价值相关性，但其效果在不同类型的机构投资者之间是有差异的。除此之外，部分机构投资者（如 QFII）通过影响盈余质量而对公司的代理问题有一定的缓解作用，同时机构投资者对盈余质量（如盈余管理）的影响也会受到企业的政治关联的作用。



目 录

第 1 章	绪论	(1)
1.1	研究的背景和意义	(1)
1.2	研究的技术路线和方法	(5)
1.3	全文的结构及框架	(7)
1.4	可能的贡献与局限	(9)
第 2 章	机构投资者、盈余质量相关理论与文献综述	(11)
2.1	盈余质量的概念及内涵	(11)
2.2	机构投资者持股理论与文献回归	(15)
2.3	盈余质量理论与文献回顾	(26)
2.4	本章小结	(37)
第 3 章	制度背景	(39)
3.1	机构投资者与制度环境	(39)
3.2	机构投资者持股动机的经验证据	(57)
3.3	本章小结	(78)
第 4 章	机构投资者异质性、制度环境与盈余的价值相关性 ...	(80)
4.1	问题的提出与研究背景	(80)
4.2	理论基础、文献回顾及假设的提出	(82)
4.3	实证检验	(90)
4.4	本章小结	(111)

第 5 章	机构投资者异质性、制度环境与盈余的持续性	(113)
5.1	问题的提出与研究背景	(113)
5.2	理论基础、文献回顾及假设的提出	(115)
5.3	实证检验	(122)
5.4	本章小结	(138)
第 6 章	机构投资者异质性、制度环境与会计稳健性	(139)
6.1	问题的提出与研究背景	(139)
6.2	理论基础、文献回顾及假设的提出	(141)
6.3	实证检验	(153)
6.4	本章小结	(180)
第 7 章	QFII 持股、产权性质与代理成本	(181)
7.1	问题的提出	(181)
7.2	理论基础、文献综述及假设提出	(182)
7.3	实证检验	(190)
7.4	结论与启示	(213)
第 8 章	机构投资者的异质性、公司政治关联与盈余管理	(215)
8.1	引言	(215)
8.2	文献回归、理论分析与假设的提出	(217)
8.3	实证检验	(225)
8.4	结论与启示	(240)
第 9 章	结论及启示	(242)
9.1	研究的结论	(242)
9.2	研究的启示及展望	(244)
参考文献		(245)
后 记		(271)



第1章

绪 论

本章以盈余质量理论、资本市场有效性理论、委托代理理论与机构投资者参与公司治理理论为基础和指导，主要对本研究的意义、问题的背景、技术路线及方法进行了简要介绍，进一步对本研究的贡献和其面临的局限进行分析，同时给出了整个研究的框架和思路。

1.1 研究的背景和意义

机构投资者的发展不仅影响了资本市场，而且也对盈余信息的质量以及盈余的列报等产生了深刻的影响，而这些都与机构投资者所面临的时代背景有密不可分的关系，因此，分析这些问题对会计信息的产生及资本市场的发展有着重要的意义。

自20世纪60年代以来，在全球主要股票市场的投资主体中，机构投资者比重不断提高，而机构投资者的比重不断增加带来了资本所有权、控制权的日益集中化，并且随着股票市场的不断发展，投资者的机构化已经成为多数国家资本市场的主要特征。自我国2000年提出了“超常规发展机构投资者”的战略以来，中国机构投资者迅速成长（见表1-1，图1-1、图1-2、

图 1-3、图 1-4^①)。根据中国证监会的统计,从 2005 年以后,我国股票市场以证券投资基金、QFII (境外合格机构投资)、社保基金和保险基金等机构投资者为主体的多元化格局初步形成,并且机构投资者在股市中的持股比例也稳步增加,2008 年机构投资者首次超过个人投资者成为了我国资本市场发展中的里程碑事件,该年包括证券投资基金、全国社保基金、商业保险、QFII、企业年金、证券公司及一般性机构在内的各类机构投资者所持有的已上市 A 股的流通市值占比已经达到 54.62%,比 2005 年提高了 24.09 个百分点。自然人投资者持有的已上市 A 股的流通市值占比从 2005 年年底的 69.47% 下降到 45.38% (范海峰,2012)。因而,人们迫切期待着机构投资者能够在稳定证券市场、转变市场投资理念、改善公司治理、提高盈余质量等方面发挥积极的主导作用。

表 1-1

机构投资者的状况

年份	占 A 股比例 (%)	总股份数 (万股)	总市值 (万元)
2003	7.432	1691.78	14377.41
2004	8.779	2060.387	15110.8
2005	10.227	2857.634	16856.5
2006	14.693	4970.69	53945.05
2007	22.323	10514.09	261718.1
2008	26.318	16180.59	131338
2009	34.738	55561.53	559391.6
2010	37.056	64828.15	611831.3
2011	38.103	65483.85	476095.9
2012	37.642	67509.24	486985.1

注:数据来源于 Wind 数据库,并经手工处理。

① 该图及该章后面的图的数据主要包括 A 股、B 股和 A+H 股。

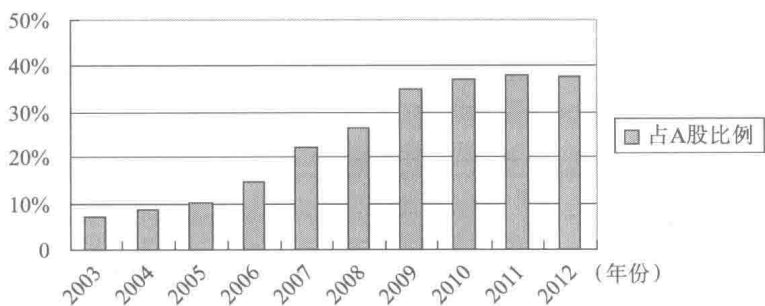


图 1-1 机构投资者持股占 A 股比例

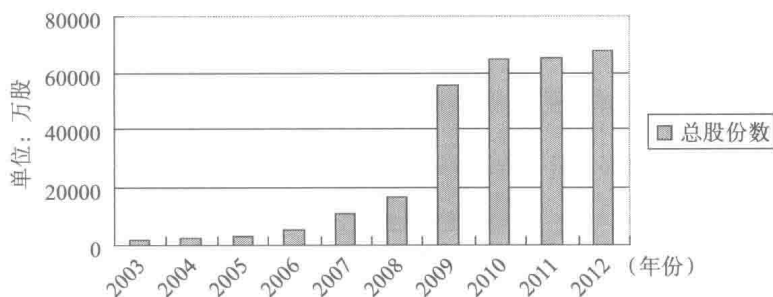


图 1-2 机构投资者持股数量

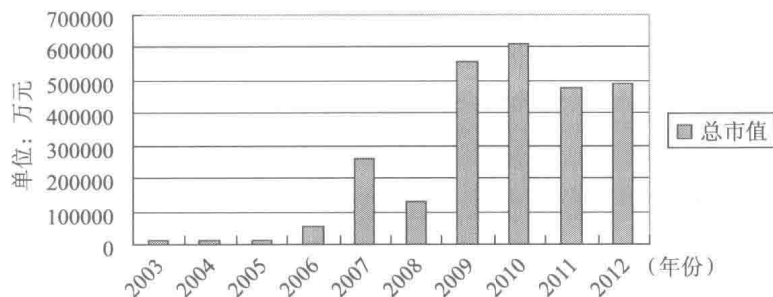


图 1-3 机构投资者持股的总市值

机构投资者作为资本市场的重要主体,能够利用自己的信息、技术、资金和决策优势通过股票市场的交易行为影响市场的交易秩序,利用上市公司的大股东身份积极参与包括公司财务决策在内的公司治理,并能够同时从公司与资本市场两个方向影响盈余质量。然而,我国资本市场发展历史较短,尽管已完成了股权分置改革这一历史性的制度变革,但影响资本市场良性发展的根本性的基础制度尚未建立,上市公司的大股东控制与“内部人控制”

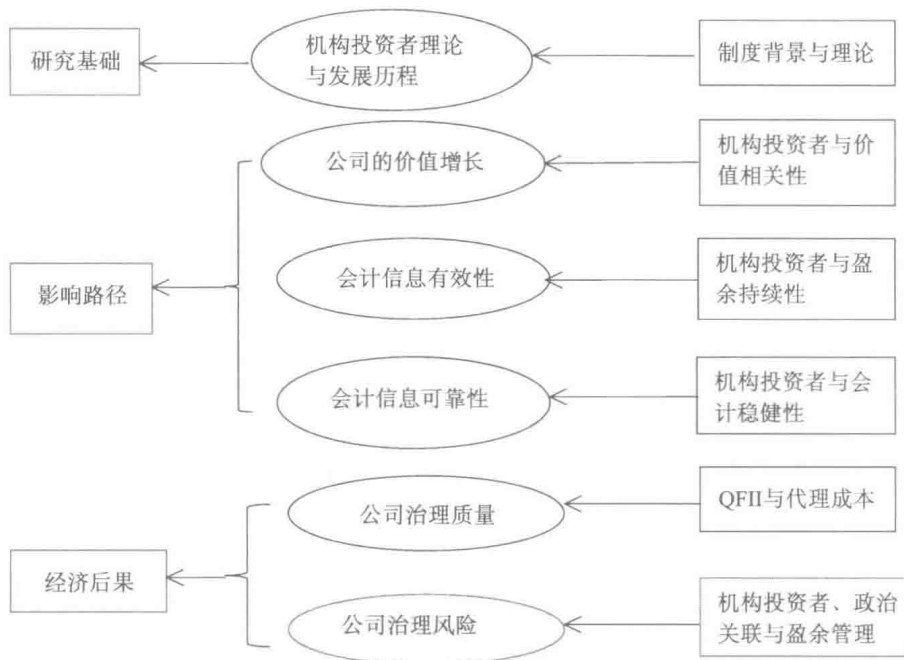


图 1-4 技术路线

等基础性问题仍然存在，地方政府对上市公司的干预等问题依然没有解决。另外，上市公司所在地的以市场化水平、政府对企业干预和法制化水平等为代表的制度环境有可能会影响公司的外部环境，进而间接影响盈余质量，并对机构投资者参与上市公司的具体决策发生重大影响，而现实情况是，对于我国现存的证券投资基金、社保基金、券商、保险 FII 和其他投资机构而言，其彼此的产权性质、股权结构、投资风格、风险控制等方面则会存在巨大差异。不同的机构投资者之间的激励机制、利益冲突、文化、历史和管理框架等方面存在的差异会影响机构投资者在公司治理和市场交易中的行为，从而影响盈余质量（Black，1992）。

现有研究分析了机构投资者持股行为对信息披露的影响（Hand，1990；Jiambalvo，Rajgopal & Venkatachalam，2002；Healy，Hutton & Palepu，1999；Chung，Firth，Kim，2002；Bushee，1998；Bush & Noe，2000）、对盈余管理的影响（Kim，1993；Bhidle，1993；Koh，2007；潘琰、辛清泉，2004；程书强，2008；吴联生、薄仙慧，2008）、对公司治理的影响（Bushee，1998；



Wahal & McConnell, 2000; Mitra & Cready, 2005)。然而,机构投资者持股对盈余质量的影响等的相关研究却比较少,因为盈余质量能够比较系统地衡量会计信息的综合特征。基于此,在考虑不同机构投资者的差异和我国特殊的制度环境因素后,会计盈余质量将会出现何种变化等都是现有研究尚未解决的问题。

通过本书的研究,首先能够对我国股权分置改革后机构投资者的发展的现状和对资本市场与上市公司的影响进行系统梳理和总结,并在此基础上,按照不同类型的机构投资者的特征进一步具体分析,从而对我国2000年提出的“超常规发展机构投资者”的战略进行必要的检验和评价,为将来我国机构投资者提升发展质量和国际化战略的实施奠定坚实的基础。

其次,从机构投资者持股这一外生的视角考察影响盈余质量的因素,为更深入地考察和分析提高盈余质量的方法提供新的途径和思路,也为回答目前上市公司与会计盈余信息的决策有用性有关的“合法性”问题提供有力的证据,并且增加机构投资者持股对公司盈余质量的影响等方面的文献。

再次,我国的“转轨+新兴市场经济”的独特制度背景是西方发达国家从未经历过的特殊制度,因此,基于我国特殊的制度背景,研究机构投资者持股对盈余质量的影响路径和作用机理,能够使我们从另一个视角理解我国的制度背景对资本市场的健康发展和上市公司的治理水平等产生的影响,进而为我国进行的资本市场的体制和机制改革提供理论支持。

最后,在研究机构投资者整体对盈余质量影响的基础上,本书试图进一步地从机构投资者重分类视角,更深入地探讨不同类型的机构投资者在我国典型的制度背景影响下如何影响盈余质量,进而有助于研究和评价这些机构投资者对盈余质量产生影响的差异,并为监管层制定和采取更加有针对性的政策和管理措施提供帮助。

1.2 研究的技术路线和方法

机构投资者与盈余质量之间的作用机制所相关的因素有很多,如何能够