

# 机构投资者持股、产品市场竞争与上市公司违规治理

孙维章<sup>1</sup>, 郭珊珊<sup>1</sup>, 佟成生<sup>2</sup>, 薛智中<sup>1</sup>

(1. 山东工商学院 会计学院, 山东 烟台 264005; 2. 上海国家会计学院, 上海 201702)

**[摘要]**以2007—2020年的A股上市公司作为研究样本,实证检验机构投资者持股对上市公司违规的影响。研究发现:机构投资者持股比例越高,上市公司违规可能性越低,且违规频率越少;机构投资者持股与产品市场竞争存在互补效应,产品市场竞争强化了机构投资者持股对上市公司的违规倾向与违规频率的治理效应。研究结论为完善公司治理和解决上市公司违规问题提供了借鉴。

**[关键词]**机构投资者持股;违规倾向;违规频率;产品市场竞争;公司治理;社会责任

**[中图分类号]**F270;F276.6 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)06-0071-09

## 一、引言

上市公司违规是指在上市公司经营过程中发生的非道德甚至非法的行为。根据证监会每年度公开的上市公司典型违规案例,常见的违规方式有三种,分别是信息披露违规、经营违规和领导人违规交易。上市公司违规不仅严重打击了投资者信心,损害相关利益者的合法权益,而且还导致社会资源不公平分配,破坏了市场平衡,更是成为困扰监管方的一大难题,阻碍中国资本市场的健康持续发展。因此,对上市公司违规的研究,对于高效公平配置社会资源,保证中国资本市场繁荣发展具有重大意义。

如何通过提高公司治理水平解决上市公司违规问题是现有文献关注的重点,这些文献主要从公司内外部两个方面进行研究。从公司外部因素来看,宏观经济市场环境、法律法规的监督程度、媒体和公众等外部监督力量以及投资者的信心等均会对上市公司违规行为产生影响<sup>[1-5]</sup>。从公司内部来看,公司的内控完善程度、董事会的独立性、管理层激励方式、任职CEO的风险偏好以及控股股东的股权质押水平均会对上市公司违规行为产生影响<sup>[6-9]</sup>。

对中国企业的研究表明,机构投资者主要是通过参与公司治理的方式对上市公司产生影响<sup>[10]</sup>。机构投资者与个人投资者的一大区别在于其投资规模相对较大,如果“用脚投票”,则其交易成本相对较高且效率较低。因此,机构投资者对于提升上市公司的治理水平一般具有积极作用<sup>[11]</sup>。而机构投资者监督上市公司的动机具有限制条件,对于与公司存在投资关系、监督成本较低或者追求长期收益的机构投资者来说,其参与公司治理的倾向会更高;反之,与公司存在商业利益、监督成本较高或者仅仅追求短期回报的机构投资者参与公司治理的倾向会较低,倾向于消极对待,从而导致公司股价恶化<sup>[12]</sup>。

综上,学者们对上市公司违规和机构投资者都已经分别做出了较为丰富的研究,但并未对二者之间的关系及影响二者关系的客观因素进行深入探讨。因此,在上述研究的基础上,本文将基于2007—2020年的A股上市公司作为样本来研究机构投资者持股对上市公司违规的影响机制。本文提出并尝试解

**[收稿日期]**2022-05-10

**[基金项目]**国家社会科学基金项目(20CGL014);山东省自然科学基金青年项目(ZR2020QG021)

**[作者简介]**孙维章(1985—),男,山东阳谷人,山东工商学院会计学院副教授,博士,主要研究方向为企业社会责任报告;郭珊珊(1997—),女,山东济南人,山东工商学院会计学院硕士生,主要研究方向为企业违规治理与企业社会责任报告,邮箱2020420235@sdtbu.edu.cn;佟成生(1970—),男,辽宁凤城人,上海国家会计学院教授,主要研究方向为管理会计;薛智中(1997—),男,山东滨州人,山东工商学院会计学院硕士生,主要研究方向为企业社会责任报告。

决以下几个问题:上市公司违规倾向和违规频率是否会受到机构投资者持股的影响?产品市场竞争作为常见的重要外部治理机制,是否对两者的关系产生影响?本文的研究可能具有以下两个方面的贡献:第一,对于治理上市公司违规具有理论和现实意义。中国现正处于推动共同富裕的历史阶段,上市公司作为促进经济稳定发展的中坚力量,其有序发展至关重要。就上市公司本身而言,违规事件频发无疑是有害的,此外,还会严重侵犯利益相关者的利益,甚至扰乱市场秩序,不利于共同富裕目标的实现,因此对上市公司违规的治理刻不容缓。第二,拓展机构投资者的经济后果研究。相比于国外,我国机构投资者的发展起步较晚,近年来规模逐渐扩大,成为市场参与者的重要组成部分,其影响有待进一步研究。西方的研究大多认为机构投资者的发展壮大可以增强公司治理和提高市场效率,而中国资本市场的研究对其作用褒贬不一,本文的研究结论将在一定程度上解释现有理论冲突,可以为上市公司引入机构投资者来完善公司治理机制提供理论借鉴,具有重要的理论意义和实践价值。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 机构投资者持股与上市公司违规

利益相关者理论要求上市公司既要考虑公司内部股东的利益,又要考虑与上市公司经营密不可分的其他相关利益者。公司一旦出现违规行为,势必会损害公司名誉,损害投资者利益。机构投资者作为上市公司的重大投资者,对公司要求会进一步提高。

一方面,机构投资者为了获得社会公众的托管现金流,会对上市公司违规行为产生抑制作用<sup>[13]</sup>。目前,随着社会公众对理财理念的逐渐深入,投资者在理财时越来越关注其所选择的上市公司对外界的影响。而且比起收益,部分投资者会对所选标的上市公司的社会责任(CSR)问题更加关注<sup>[14]</sup>,他们愿意对CSR表现优异的上市公司付出更多的支付溢价,反之,如果标的上市公司存在违规情况,投资者会产生排斥心理,甚至不再投资。也就是说,当社会公众对CSR期望增加以及对上市公司违规的关注度提高以后,机构投资者通过抑制违规行为的产生甚至会推动公司积极履行CSR,以满足社会公众的期望,借此筹集更多社会公众的资金来扩大自身的资金管理规模,目的是提升潜在收益。

另一方面,相较于个人投资者来说,机构投资者在获取信息以及专业技能方面具有显著的优势<sup>[15]</sup>,因此具有更强的监督能力。其投资意向可以通过对管理层造成影响,从而抑制违规行为。减少非社会责任(Corporate Social Irresponsibility,以下简称CSIR)行为可以使公司的长期价值得以提升,但是目光短浅的管理者为了获得短期效益会削减对社会责任的相关支出<sup>[16]</sup>。因此,机构投资者是想要获得长期的增值投资还是获得短期利益,其长期还是短期的投资价值取向会通过影响管理层来对CSIR行为造成影响。一般来说,机构投资者的主要特点就是长期投资,交易量大且相对稳定。如果上市公司做出违规行为,势必会对其长期发展不利,管理者则无法满足机构投资者的需求。换句话说,机构投资者会对上市公司违规行为造成抑制作用。综上所述,本文提出假设1和假设2:

假设1:机构投资者持股对上市公司违规倾向具有抑制作用。

假设2:机构投资者持股对上市公司违规频率具有抑制作用。

### (二) 产品市场竞争的调节作用

首先,CSIR是为获取个体利益不惜牺牲社会总体利益的一种企业行为。CSIR与CSR是互斥行为,上市公司实施CSR已成为大势所趋<sup>[17]</sup>。在市场竞争的过程中,CSR的实施虽然不是衡量公司竞争能力的主要因素,但趋同性的行为是上市公司目前较为稳妥的处理方式,在力求扬长避短的原则上,减少CSIR的产生是当前众多上市公司的现实选择。在此基础上,机构投资者可以利用其获取信息以及专业技能的优势对上市公司违规行为进行控制和监督。所以,高竞争性的产品市场中,机构投资者为了标的公司综合实力始终保持竞争性,将更注重标的公司治理水平的提高,增强对上市公司违规等的一系列监督。而且,上市公司违规会导致各利益相关者承受重大损失,机构投资者作为上市公司重大利益相关者

首当其冲。机构投资者为了维护自身长远利益,出于避免投资失败的目的,对上市公司违规行为的监督具有更加强烈的动机。

再者,竞争性的产品市场可以减少包括机构投资者在内的利益相关者对上市公司的监督成本,有助于投资者对经理人的监督<sup>[18]</sup>。现有研究普遍认为,产品市场竞争为缓解所有者和管理者之间的冲突提供了公司外部治理机制。高竞争性的产品市场使管理层、股东和利益相关者的利益趋同,克制了机会主义,使得上市公司减少公司违规的次数甚至避免违规的产生。总而言之,产品市场竞争作为重要的外部治理力量,增强了机构投资者对公司违规的动机,降低了机构投资者对上市公司的监管成本。

内部与外部治理能力的替代与互补可以形成一种有效的公司治理机制。产品市场竞争作为一种外部治理机制,已成为中国现代公司治理机制中不可或缺的组成部分<sup>[19]</sup>,同时也是提升经济效率的重要方法之一,高竞争的产品市场,时刻考验着上市公司的生存能力,处于高竞争产品市场的上市公司,具有更大的经营与财务风险,低竞争力的上市公司更容易面临破产清算的威胁<sup>[20]</sup>。高竞争的市场环境,通过使机构投资者增强监督动机和降低其监督成本的方式,抑制公司的违规行为。处于高竞争产品市场程度中的上市公司,机构投资者持股与违规之间的负向关系更强。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设3:产品市场竞争程度高时,机构投资者持股对上市公司违规倾向的抑制作用增强。

假设4:产品市场竞争程度高时,机构投资者持股对上市公司违规频率的抑制作用增强。

### 三、研究设计

#### (一) 数据来源与样本选取

本文选取2007—2020年全部A股上市公司作为研究样本。内部控制质量来源于深圳迪博数据库,其余数据均来源于国泰安数据库。考虑到企业会计准则变革的影响,本文选择2007年作为初始年份。在初始数据的基础上,对样本进行以下筛选:(1)剔除了ST企业;(2)剔除了金融类公司;(3)剔除了数据缺失的观测值。最终得到23254个可以用于实证分析的观测值。本文对主要连续变量在1%水平上进行缩尾处理,并使用Stata16进行数据处理和结果输出。我们对所有模型都进行了方差膨胀因子(VIF)诊断,VIF值均不超过10,显示模型未受到共线性问题的影响。

#### (二) 变量定义

1. 因变量。本文对上市公司违规行为的研究涉及违规倾向、违规频率以及违规类型三类问题。*Violation*表示违规倾向,如果该上市公司当年存在违规行为,赋值为1,反之为0;*Number*表示上市公司违规频率,以当年该上市公司发生违规行为的总次数来衡量;*Vio-Dis*为信息披露违规倾向,如果某上市公司存在虚构利润、虚列资产、虚假记载(误导性陈述)、推迟披露、重大遗漏、披露不实以及一般会计处理不当等问题,赋值为1,否则为0;*Vio-Oper*为经营违规倾向,如果某上市公司存在欺诈上市、出资违规、擅自改变资金用途、占用公司资金以及违规担保等问题,赋值为1,否则为0;*Vio-Lead*为领导人违规交易倾向,如果某上市公司存在内幕交易、违法违规买卖股票以及操纵股价等问题,赋值为1,否则为0;*DisNumber*、*OperNumber*和*LeadNumber*分别表示三类违规发生的次数。其中违规倾向、信息披露违规倾向、经营违规倾向与领导人违规交易倾向为二值选择,因此使用Probit模型进行实证检验。

2. 自变量。自变量为机构投资者持股比例(*Insinvprop*),以公司当年机构投资者的持股的均值占公司总股数的比例表示,包括全部类型的机构投资者,具体为基金、QFII、券商、保险、社保基金、信托、财务公司、银行、非金融类和其他机构投资持股占上市公司总股份的比例的总和。进一步研究中,参考现有文献<sup>[21]</sup>,将机构投资者分为压力敏感型和压力抵制型两类。

3. 调节变量。调节变量为产品市场竞争( $Lerner1 = 1 - Lerner$ ),借鉴已有文献的实证研究做法<sup>[22-23]</sup>,本文选择产品市场竞争程度的代理变量为个股勒纳指数。勒纳指数又被称为垄断势力指数,

反映市场中垄断力量的强弱,勒纳指数越大,垄断越强,产品市场中的企业越少,竞争程度越弱。为便于理解,本文参考王良和吴伟平的做法<sup>[24]</sup>,用1与勒纳指数之差反映产品市场竞争的强弱。将逆向指标转换为正向指标,该变量与产品市场的竞争性成正比。

4. 控制变量。借鉴以往文献<sup>[25-26]</sup>,本文从三个角度来选择可能影响企业违规的控制变量。一是组织性质,包括:公司规模(*Lsize*),用期末总资产的对数来衡量;公司上市年限(*Age*),以观测值出现的年份与该企业上市的年份之差来衡量。二是公司治理机制,包括:董事会规模(*Board*),公司年末董事会总人数的自然对数来衡量;独立董事比例(*Independence*),以独立董事与董事会总人数的比值来衡量;两权分离(*Dual*),董事长和总经理是否为同一人,同一人赋值为1,非同一人赋值为0。三是财务状况,包括:财务杠杆(*Lev*),用财务杠杆即期末资产负债率来衡量,等于公司期末负债总额与资产总额的比值;总资产回报率(*Roa*),用年度净利润除以平均总资产来衡量;成长性(*Growth*),以当期营业收入减去上一期营业收入的差额与上一期营业收入的比值来衡量。表1为本文主要变量的定义与说明。同时,本文还控制了年度虚拟变量和行业虚拟变量。变量定义参见表1。

表1 主要变量的定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	违规倾向	<i>Violation</i>	上市公司该年是否存在违规行为,若存在赋值为1;不存在赋值为0
	违规频率	<i>Number</i>	上市公司在该年违规的总次数
	信息披露违规倾向	<i>Vio-Dis</i>	上市公司该年是否存在信息披露违规,若存在赋值为1;不存在赋值为0
	经营违规倾向	<i>Vio-Oper</i>	上市公司该年是否存在经营违规,若存在赋值为1;不存在赋值为0
	领导人违规倾向	<i>Vio-Lead</i>	上市公司该年是否存在领导人违规交易,若存在赋值为1;不存在赋值为0
	信息披露违规频率	<i>DisNumber</i>	上市公司在该年发生信息披露违规行为的次数
	经营违规倾向频率	<i>OperNumber</i>	上市公司在该年发生经营违规行为的次数
	领导人违规倾向频率	<i>LeadNumber</i>	上市公司在该年发生领导人违规交易行为的次数
自变量	机构投资者持股	<i>Insinvprop</i>	公司当年机构投资者的持股均值占公司总股数的比例
	压力敏感型机构投资者持股	<i>sens</i>	信托、财务公司、券商、银行、保险持股比例之和
	压力抵制型机构投资者持股	<i>res</i>	基金、QFII、社保基金、非金融上市公司和其他机构持股比例之和
调节变量	产品市场竞争	<i>Lerner1</i>	$1 - Lnindex$ 即1与个股勒纳指数之差。 <i>Lnindex1</i> 越大,产品市场竞争程度越激烈
	内部控制	<i>IC</i>	内部控制指数/100
控制变量	公司规模	<i>Lsize</i>	公司期末总资产的对数
	上市年限	<i>Age</i>	上市公司违规所出现的年份与其上市年份之差
	董事会规模	<i>Board</i>	公司年末董事会总人数
	独立董事比例	<i>Indirect</i>	公司独立董事与董事会总人数的比值
	两职兼任	<i>Dual</i>	董事长和总经理是否为同一人,同一人赋值为1,非同一人赋值为0
	财务杠杆	<i>Lev</i>	公司期末负债总额与资产总额的比值
	总资产回报率	<i>Roa</i>	公司年度净利润与平均总资产的比值
	成长性	<i>Growth</i>	公司当期营业收入减去上一期营业收入的差额与上一期营业收入的比值
	企业性质	<i>Nature</i>	国有企业赋值为1,非国有企业赋值为0

### (三) 构建模型

为验证上述研究假设,参考陆瑶<sup>[27]</sup>和梁上坤<sup>[21]</sup>等现有文献,本文构建了以下模型:

$$Violation = \alpha_0 + \alpha_1 \times Insinvprop + \alpha_2 \times Control + Year + Ind + \varepsilon \quad (1)$$

$$Number = \alpha_0 + \alpha_1 \times Insinvprop + \alpha_2 \times Control + Year + Ind + \varepsilon \quad (2)$$

$$Violation = \alpha_0 + \alpha_1 \times Insinvprop + \alpha_2 \times Inindex1 + \alpha_3 \times Insinvprop \times Inindex1 + \alpha_4 \times Control + Year + Ind + \varepsilon \quad (3)$$

$$Number = \alpha_0 + \alpha_1 \times Insinvprop + \alpha_2 \times Insinvprop \times Inindex1 + \alpha_3 \times Inindex1 + \alpha_4 \times Control + Year + Ind + \varepsilon \quad (4)$$

### 四、实证分析与结果

#### (一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计如表2所示。从表2可见,机构投资者持股比例(*Insinvprop*)的均值为46%、最小值为0、最大值为91%,表明机构投资者已经是中国资本市场一支重要的力量,其影响力不容小觑。除此之外,样本公司的企业规模(*Lnsiz*)均值为22.24,独立董事比例(*Inddirect*)均值为37%,营业收入的增长率为19%等,这些变量的统计值与以往文献的结果相吻合。

#### (二) 研究假设检验

表3为本文假设的实证验证结果。其中列(1)为假设1的回归结果。由此我们可以看出,机构投资者持股比例与公司是否违规呈现负相关关系,并且在1%的水平上显著。这说明机构投资者持股对企业违规倾向具有抑制作用,支持了研究假设1。表3的列(2)为假设2的回归结果,我们发现,机构投资者持股比例与公司总违规次数之间同样在1%的水平上呈现负相关关系。这说明机构投资者持股比例越高,公司违规频率越低,支持了假设2。表3的列(3)加入了机构投资者持股与产品市场竞争的交乘项,符号为负,同样在1%内显著,说明在产品竞争程度高时,机构投资者持股对违规频率的抑制作用更明显,两者之间存在互补关系,支持了假设4。本文使用Ai和Norton对probit模型交乘项显著性的检验方法进行产品市场竞争的调节作用检验<sup>[28]</sup>。首先,基于模型(3)进行交乘项回归,从表3的列(4)可以看出产品竞争和机构投资者持股的交乘项估计系数为-0.6073,并在10%以内显著,且其Z统计量绝对值的平均值大多都大于1.96,说明激烈的产品市场竞争更能发挥机构投资者对违规倾向的抑制作用,支持了假设3。

#### (三) 内生性检验

首先,由于存在如宏观政策、区域发达程度等不可观测的因素对上市公司违规行为产生影响,本文采用公司层面固定效应模型重新进行回归,以缓解上述可能存在的遗漏变量导致的偏误,回归结果如表4所示,所有结果仍在10%水平上显著,与前文研究结论一致。

其次,前文证实了机构投资者持股对违规行为的抑制作用,但并不能排除是因为上市公司违规问题少而吸引了机构投资者的关注与持股,即存在因果倒置的可能性。此外还考虑到机构投资者持股对违规抑制作用的时间差影响,本文将解释变量机构投资者持股滞后一期代入模型重新回归,回归结果见表5,其机构投资者持股的估计系数方向、机构投资者持股和产品市场竞争交乘项的估计系数与上文保持同步,且均在10%水

表2 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Insinvprop</i>	0.46	0.24	0	0.48	0.91
<i>Lnsiz</i>	22.24	1.34	19.5	22.07	26.26
<i>Age</i>	10.30	6.86	0	9	26
<i>Board</i>	8.66	1.73	5	9	15
<i>Inddirect</i>	0.37	0.05	0.30	0.33	0.57
<i>Lev</i>	0.45	0.21	0.05	0.45	0.97
<i>Roa</i>	0.04	0.07	-0.30	0.04	0.21
<i>Growth</i>	0.19	0.45	-0.60	0.11	2.71
<i>Res</i>	0.44	0.24	0	0.46	0.98
<i>Sens</i>	0.02	0.04	0	0.01	0.59
<i>IC</i>	6.40	1.52	0	6.72	9.05

表3 主要变量的回归结果

	(1)H1 <i>Violation</i>	(2)H2 <i>Number</i>	(3)H4 <i>Number</i>	(4)probit模型 <i>Violation</i>
<i>Insinvprop</i>	-0.3730*** (-6.8295)	-0.2059*** (-5.9858)	1.2711*** (6.7990)	-0.0130 (-0.0442)
<i>Insinvprop × lerner1</i>			-1.6976*** (-8.0404)	-0.6073* (-1.8502)
<i>lerner1</i>			0.9739*** (8.1427)	0.4785*** (2.7522)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
截距项	0.5510** (2.1231)	1.5279*** (9.4997)	0.5614** (2.7481)	-1.0903*** (-3.7099)
观测数	23254	23254	23254	23254
调整R <sup>2</sup>		0.060	0.063	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著;下同。

平上显著,表明前文的研究具有稳定性。本文还使用了工具变量法进行了检验。使用机构投资者持股比例的行业年度均值重新衡量机构投资者持股比例,并将机构投资者持股比例滞后一期作为工具变量进行回归,通过表6我们可以看到机构投资者持股的系数分别为-0.0777和-0.2127,且都在1%水平上显著。前文的研究结论不变。

(四) 稳健性检验

1. 替换回归模型。本文除 Probit 模型外,还使用了 Logit 回归模型以及 OLS 回归模型对模型(1)和模型(3)进行了检验。回归结果显示在替换回归模型后,对于假设1,机构投资者持股比例始终保持在1%的水平上显著为负;对于假设3,机构投资者与产品市场竞争的交乘项仍至少保持在5%的水平上为负。回归结果依旧稳健,上文的发现保持稳定。

2. 替换机构投资者持股的衡量方式重新回归。本文的核心变量为上市公司机构投资者持股比例均值,为验证本文研究假设的稳健性,现替换核心变量,使用年末机构投资者持股比例作为新的解释变量,带入模型重新进行回归分析,以对本文的理论分析提供进一步的证据。回归结果显示年末机构投资者持股比例及其与产品市场竞争的交乘项仍然保持在1%水平上显著为负,表明上文研究结果较为稳定。

3. 改变产品竞争市场的指标重新测量。上文中,产品竞争市场采用1和勒纳指数的差进行衡量,为了考虑不同行业间的上市公司作比较,本文参考 Gasper 和周夏飞等研究者的做法<sup>[29-30]</sup>,用上市公司的个股勒纳指数减其行业勒纳指数,得到该上市公司垄断能力的指标,用 *MP* 表示,*MP* 与该上市公司的垄断能力成正比,与产品市场竞争程度成反比。同样,用 *MP1* (*1* 与 *MP* 之差) 表示产品市场竞争程度,将该指标转为正向指标。回归结果与上文保持一致,研究结果具有稳健性。

4. PSM 检验。使用倾向匹配得分法(PSM)检验法,按照机构投资者持股比例的均值以中位数为界限分组,高于中位数和低于中位数的两组分别作为实验组和控制组,以董事会规模、独立董事比例、成长性等相关变量做协变量匹配后回归,结果与上文保持一致,研究结果具有稳健性。

表4 内生性检验1:固定效应模型

	(1) H1	(2) H2	(3) H3	(4) H3
	Violation	Number	Violation	Number
<i>Insinvprop</i>	-0.3788 *** (-5.9867)	-0.2039 *** (-5.8121)	0.4689 (1.4051)	1.2693 *** (6.7033)
<i>Insinvprop × lerner1</i>			-0.9658 *** (-2.5913)	-1.6937 *** (-7.9199)
<i>lerner1</i>			0.7413 *** (3.8051)	0.9731 *** (8.0636)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
截距项	0.5349 * (1.7552)	1.5244 *** (9.2529)	-0.2464 ** (-0.6654)	0.5565 *** (2.6719)
观测数	23254	23254	23284	23284

表5 内生性检验2:解释变量滞后一期

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Violation	Number	Violation	Number
<i>L. Insinvprop</i>	-0.3369 *** (-5.9741)	-0.1997 *** (-5.2941)	0.4760 (1.5145)	1.2190 *** (5.9248)
<i>L. Insinvprop × lerner1</i>			-0.9197 *** (-2.6333)	-1.6213 *** (-7.0162)
<i>lerner1</i>			0.6475 *** (3.4794)	0.9264 *** (7.0705)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
截距项	0.5104 * (1.8924)	1.6203 *** (9.2439)	-0.1938 (-0.5771)	0.7076 *** (3.1773)
观测数	20699	20699	20699	20699
调整 R <sup>2</sup>		0.059		0.061

表6 工具变量

	(1)	(2)
	Violation	Number
<i>Insinvprop</i>	-0.0777 *** (-4.8596)	-0.2127 *** (-4.4746)
控制变量	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制
截距项	0.5239 *** (7.6461)	1.5693 *** (7.7035)
观测数	20723	20723

(五) 进一步研究

1. 机构投资者持股与不同类型的违规行为的关系

在对机构投资者持股比例与上市公司违规之间的关系进行检验后,本文还考虑了机构投资者持股是针对某一类违规有影响还是对任意类型的违规均能产生显著影响。为验证这一思考,参照以往研究<sup>[31]</sup>,本文以中国证监会对上市公司违规的分类标准作为依据,将违规类型划分为三类,分别是信息披露违规(*Vio-Dis*)、经营违规(*Vio-Oper*)和领导人违规交易(*Vio-Lead*),划分标准如上文的变量定义所示。然后用机构投资者持股分别与三类违规是否发生以及违规频率进行回归检验,回归结果如表7所示。从表7的实证结果我们可以看出,机构投资者持股比例与三种类型的违规之间的回归系数均为负数,并且都在1%的水平上显著。三种类型的违规次数与机构投资者之间也呈负相关关系,且在1%水平上显著。即,机构投资者持股无论是对上市公司的信息披露违规行为、经营违规行为还是领导人违规行为都可以产生抑制作用,这与现有文献的研究结论<sup>[27]</sup>相一致。这也从另一个角度表明了机构投资者持股在改善企业信息环境、增强企业监管和完善企业治理行为中具有积极作用。

表7 机构投资者持股与信息披露违规、经营违规、领导人违规倾向/频率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Vio-Dis</i>	<i>Vio-Oper</i>	<i>Vio-Lead</i>	<i>DisNumber</i>	<i>OperNumber</i>	<i>LeadNumber</i>
<i>Insinprop</i>	-0.3770 *** (-6.0521)	-0.3078 *** (-4.8331)	-0.4534 *** (-5.8650)	-0.1017 *** (-4.7231)	-0.0484 *** (-3.8419)	-0.0398 *** (-5.9099)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.9978 *** (3.4304)	-0.5340 *** (-1.7307)	-1.6194 *** (-4.0046)	1.0623 *** (10.4690)	0.3558 *** (5.9941)	0.0796 ** (2.5101)
观测数	23280	23280	23280	23280	23280	23280
观测 R <sup>2</sup>				0.053	0.044	0.014

2. 机构投资者异质性与上市公司违规的关系

现有研究发现,机构投资者的类型不同,所产生的经济后果也大有不同<sup>[21]</sup>。本文参考已有研究<sup>[21]</sup>,按照是否跟上市公司存在商业关系或潜在的商业关系,将机构投资者分为压力敏感型和压力抵制型两类。由于压力敏感型机构投资者与上市公司存在或者潜在存在商业关系,与管理层之间存在利益关系,有可能导致合谋;而压力抵制型机构投资者具有独立性,其参与公司治理的过程不受影响,能够保持监督独立性。将两类机构投资者持股比例分别代入模型(1)和模型(2),回归结果如表8所示。我们可以看到,压力敏感型的机构投资者持股的估计系数为正,压力抵制型机构投资者持股的估计系数为负,均在10%内显著。也就是说,并非所有的机构投资者持股都具有治理效果,压力敏感型机构投资者非但没有抑制作用,反而还会诱发上市公司违规的产生和违规次数的增加。

表8 压力敏感型/压力抵制型机构投资者持股与违规

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>violation</i>	<i>number</i>	<i>violation</i>	<i>number</i>
<i>sens</i>	1.4556 *** (5.2639)	0.8966 *** (4.7102)		
<i>res</i>			-0.4110 *** (-7.6071)	-0.2207 *** (-6.5151)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
截距项	1.1808 *** (4.6515)	1.8825 *** (12.0236)	0.5560 ** (2.1538)	1.5289 *** (9.5642)
观测数	23280	23280	23280	23280
调整 R <sup>2</sup>		0.060		0.061

我们可以看到,压力敏感型的机构投资者持股的估计系数为正,压力抵制型机构投资者持股的估计系数为负,均在10%内显著。也就是说,并非所有的机构投资者持股都具有治理效果,压力敏感型机构投资者非但没有抑制作用,反而还会诱发上市公司违规的产生和违规次数的增加。

3. 内部控制、机构投资者与上市公司违规

一般来说,当上市公司内部控制制度完善、内控质量良好时,违规行为发生的次数会减少。内部控

制的运行使得上市公司运作更加规范化,有利于其可持续发展。那么良好的内部控制环境是否有利于机构投资者发挥治理作用呢?本文使用深圳博迪数据库的内部控制指数衡量内控水平,该指数越大,内部控制质量越好。回归结果如表9所示,机构投资者持股与内部控制的交互项显著为正,说明良好的内部控制水平反而抑制了机构投资者对违规频率的治理。也就是说内部控制与机构投资者具有替代效应,内部控制较好时,本身就可以发挥抑制作用,不需要机构投资者再去治理。换句话说,机构投资者持股在上市公司内控质量差时更能对违规频率发挥抑制作用。

表9 内部控制、机构投资者持股与违规频率

变量	number
<i>insinprop</i>	-2.1836 *** (-15.9994)
<i>insinprop</i> × <i>IC</i>	0.3025 *** (14.9386)
<i>IC</i>	-0.3223 *** (-31.5603)
截距项	2.2858 *** (13.4821)
观测数	23,254
调整 R <sup>2</sup>	0.124

## 五、结论性评述

机构投资者已逐渐发展成为中国资本市场中越来越重要的一股力量,其影响力备受关注。本文以2007—2020年的我国A股上市公司作为研究样本,检验了机构投资者持股与公司违规之间的关系,研究表明机构投资者持股对上市公司违规行为具有抑制作用。此外,我们发现产品市场竞争与机构投资者持股的治理作用具有互补效果,在产品市场竞争激烈的环境中,机构投资者会增强监督动机、减少监督成本,从而对上市公司违规产生抑制作用。进一步研究发现,机构投资者会全方位地对信息披露违规、经营违规和领导人违规产生负面影响。然而,只有压力抵制型的机构投资者才具有积极治理效果,压力敏感型机构投资者可能导致违规行为的发生。此外,机构投资者持股在上市公司内部控制较弱的时候,对违规频率的积极治理效果更明显。

本文的启示主要有:第一,研究表明机构投资者持股作为一种增强监督的手段,对抑制上市公司发生违规行为具有积极作用。鉴于压力抵制型机构投资者持股在预防上市公司违规行为中起到的作用,应该重视其多元化发展,提供相应的扶持政策,在关注其规模增长的同时,更应该注重其能力和专业性的增强,以便更高效地抑制上市公司违规。第二,研究发现产品市场竞争是治理公司违规的重要外部治理机制,为打造良好的市场竞争环境,政府应继续建立健全相关法律法规,为机构投资者监督企业违规行为提供更加坚实的后盾和支持。相关监管部门以及各利益相关者应进一步加强外部监督,加大违规成本,打造良好的竞争环境,就公司内外部两方面实现对公司违规的协同治理。

## 参考文献:

- [1] 蒋尧明, 赖妍. 企业社会资本、产品市场竞争与上市公司违规行为[J]. 中南财经政法大学学报, 2017(5): 32-41.
- [2] 周开国, 应千伟, 钟畅. 媒体监督能够起到外部治理的作用吗? ——来自中国上市公司违规的证据[J]. 金融研究, 2016(6): 193-206.
- [3] 张建平, 张嵩珊. 巡视监督、内部控制与企业违规[J]. 外国经济与管理, 2020(5): 17-28.
- [4] 贾明, 孙向坤, 张喆. 社交媒体在企业应对危机事件中的作用[J]. 管理评论, 2021(5): 295-304.
- [5] Wu W F, Johan S A, Rui O M. Institutional investors, political connections, and the incidence of regulatory enforcement against corporate fraud[J]. Journal of Business Ethics, 2016, 134(4): 709-726.
- [6] 魏芳, 耿修林. 高管薪酬差距的阴暗面——基于企业违规行为的研究[J]. 经济管理, 2018(3): 57-73.
- [7] 逯东, 谢璇, 杨丹. 独立董事官员背景类型与上市公司违规研究[J]. 会计研究, 2017(8): 55-61.
- [8] 李世辉, 卿水娟, 贺勇, 等. 审计收费、CEO 风险偏好与企业违规[J]. 审计研究, 2021(3): 84-95.
- [9] 张庆君, 黄玲, 申思. 控股股东股权质押对企业违约风险具有缓释效应吗? ——来自我国违规上市公司的证据[J]. 审计与经济研究, 2021(3): 77-87.
- [10] 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(2): 27-33.
- [11] 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]. 南开管理评论, 2008(1): 4-14.



- [12] Mccahery J A, Sautner Z, Starks L T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors[J]. The Journal of Finance, 2016, 71(6): 2905 - 2932.
- [13] Graves S B, Waddock S A. Institutional owners and corporate social performance[J]. The Academy of Management Journal, 1994, 37(4): 1034 - 1046.
- [14] Li Z, Wang P, Wu T. Do foreign institutional investors drive corporate social responsibility? Evidence from listed firms in China [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2021, 48(1-2): 338 - 373.
- [15] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2013(7): 31 - 43.
- [16] Shleifer A, Vishny R W. Equilibrium short horizons of investors and firms[J]. The American Economic Review, 1990, 80(2): 148 - 153.
- [17] 郑琴琴, 陆亚东. “随波逐流”还是“战略选择”: 企业社会责任的响应机制研究[J]. 南开管理评论, 2018(4): 169 - 181.
- [18] Arouri M, El Ghoul S, Gomes M. Greenwashing and product market competition [J]. Finance Research Letters, 2021, 42: 101927.
- [19] 谭云清, 朱荣林, 韩忠雪. 产品市场竞争、经理报酬与公司绩效: 来自中国上市公司的证据[J]. 管理评论, 2008(2): 58 - 62.
- [20] 杨婧, 许晨曦. 产品市场竞争、内部治理与内部控制缺陷认定标准[J]. 会计研究, 2020(6): 158 - 170.
- [21] 梁上坤. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗? [J]. 管理世界, 2018(12): 133 - 148.
- [22] 邢立全, 陈汉文. 产品市场竞争、竞争地位与审计收费——基于代理成本与经营风险的双重考量[J]. 审计研究, 2013(3): 50 - 58.
- [23] 赵婷婷, 郭小敏, 纪宇, 等. 竞争政策与审计费用——基于反垄断法实施的经验证据[J]. 审计研究, 2021(5): 86 - 97.
- [24] 王良, 吴伟平. 通信市场竞争与网络投资——基于非主导运营商视角的实证研究[J]. 经济与管理研究, 2018(4): 67 - 74.
- [25] 屈文洲, 蔡志岳. 我国上市公司信息披露违规的动因实证研究[J]. 中国工业经济, 2007, (4): 96 - 103.
- [26] 贺小刚, 邓浩, 吴诗雨, 等. 赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析[J]. 管理世界, 2015(9): 104 - 124.
- [27] 陆瑶, 朱玉杰, 胡晓元. 机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012, 15(1): 13 - 23.
- [28] Ai C, Norton E C. Interaction terms in logit and probit models[J]. Economics Letters, 2003, 80(1): 123 - 129.
- [29] Gaspar J M, Massa M. Idiosyncratic volatility and product market competition[J]. The Journal of Business, 2006, 79(6): 3125 - 3152.
- [30] 周夏飞, 周强龙. 产品市场势力、行业竞争与公司盈余管理——基于中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014(8): 60 - 66.
- [31] 卜君, 孙光国. 投资者实地调研与上市公司违规: 作用机制与效果检验[J]. 会计研究, 2020(5): 30 - 47.

[责任编辑: 黄 燕]

## Institutional Investors' Shareholding, Market Competition of Products and Violation Governance of Listed Companies

SUN Weizhang<sup>1</sup>, GUO Shanshan<sup>1</sup>, TONG Chengsheng<sup>2</sup>, XUE Zhizhong<sup>1</sup>

(1. School of Accounting, Shandong Technology and Business University, Yantai 264005, China;

2. Shanghai National Accounting Institute, Shanghai 201702, China)

**Abstract:** Taking A-share listed companies from 2007 to 2020 as research samples, this paper empirically examines the impact of institutional investors' shareholding on violations of listed companies. The results show that the higher the shareholding ratio of institutional investors, the lower the possibility and frequency of violations of listed companies; There are complementary effects between institutional investors' shareholding and the market competition of products, which strengthens the governance effect of institutional investors' shareholding on violation tendency and violation frequency of listed companies. The conclusions provide reference for improving corporate governance and solving the violation problem of listed companies' violation.

**Key Words:** institutional investors shareholding; violation tendency; violation frequency; market competition of products; corporate governance; social responsibility