

异质性、机构投资者与会计稳健性

陈爱华

(厦门国家会计学院,福建 厦门 361005)

[摘要]以2000—2011年沪深A股上市公司为样本,基于企业本身和市场异质性的视角,考察机构投资者持股对会计稳健性的影响,结果发现:机构投资者持股比例的提升会导致企业会计稳健性的下降,在国有企业、成长性较好的企业中这种负向关系增强了,而企业所处地区的市场化程度对机构投资者持股与会计稳健性之间的负向关系无显著影响,此外,相比“压力抵制型”机构投资者而言,“压力敏感型”机构投资者持股比例的上升导致会计稳健性下降更快。

[关键词]机构投资者持股比例;会计稳健性;异质性;企业成长性;市场化程度;权益投资者;财务报告稳健性;公司治理

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)06-0075-08

会计稳健性的影响因素一直是近年来国内外的研究热点,那么权益投资者是否对会计稳健性存在需求呢? Lafond 和 Roychowdhury 认为所有权和控制权的分离程度越大,信息不对称程度越高,对会计稳健性的需要越大^[1]。Ball 和 Watts 指出,权益投资者是会计稳健性的重要需求主体^[2-3],到底哪类权益投资者需要会计稳健性呢? 机构投资者作为重要的权益投资者之一,其对会计稳健性有怎样的需求呢?

一、文献回顾与研究假设

Ball 和 Watts 分别指出,权益投资者需要财务报告稳健性,因为它能够从两个方面减少代理问题。(1)会计稳健性规范了管理层投资决策,它通过及时确认项目的经济损失能够及早给投资者传递预警信号,进而让他们调查这些项目损失,这些亏损项目将破坏管理层名声并导致其可能被解雇;(2)会计稳健性降低管理层高估盈余的动机和能力,因而它要求管理层及时确认经济损失并延迟确认经济收益^[2-3]。Lafond 等均发现,代理成本越高的公司会计稳健性程度越高,到底哪些权益投资者需要会计稳健性呢^[1,4]。Barber 等指出,个人投资者一般规模较小而且本身不会很复杂,他们参与交易往往不考虑或较少考虑信息,因而也不大可能关注公司是否适用稳健的财务报告,然而机构投资者不仅非常复杂,而且是资本市场上的价格制定者,如果稳健的财务报告能够提供治理效益,机构投资者将很可能会认识到这些治理效益并给予价值评估,会对管理层要求稳健的财务报告。此外机构投资者更容易接触管理层和内部信息,他们可能会直接监督而不是通过会计数字监督。然而,投资周期长、股权集中度大、独立于管理层的机构投资者有更高的监督动机,也更容易去监督管理层,因为他们能够有足够长时间、更容易去获取监管收益^[5]。Ramalingegowda 和 Yu 研究机构投资者持股与会计稳健性的关系,认为“监督型”的机构投资者持股比例与会计稳健性之间存在正向关系,他们借鉴了 Gompers 和 Metrick 机构投资者持股影响因素模型,计算出机构投资者持股比例残差,并检验机构投资者持股残差与会计稳健性之间的关系,结果发现两者之间存在正向关系^[6-7]。

机构投资者能够对公司治理产生积极作用,从而积极发挥监督职能的前提是机构投资者的投资

[收稿日期]2014-01-09

[基金项目]教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(11JJD790006);教育部人文社会科学基金项目(13YJC630019);福建省社会科学规划项目(2013B057)

[作者简介]陈爱华(1985—),男,湖北黄冈人,厦门国家会计学院讲师,博士,从事财务会计理论研究。

行为属于“价值投资”,并因此能够对其他投资者进行保护。然而,Pound 指出机构投资者并不必然保护其他投资者,可能存在三种情况。(1)效率监督假说,认为机构投资者拥有专业知识,监督成本较低,因而能够更好地监督公司,在保护自身利益同时也能让其他投资者“搭便车”;(2)利益冲突假说,认为机构投资者本身可能存在代理问题,其因为与上市公司之间存在商业往来,因而倾向于支持公司管理层或董事会的计划,从而限制了监督职能的发挥;(3)战略合作假说,机构投资者与管理层之间的合作对双方来说是有利的,这种合作降低了机构投资者监督管理层所产生的对公司价值的正效应,从而损害了其他外部投资者的利益。这三种观点,除第一种认为机构投资者能够保护其他外部投资者利益外,其他两种均认为机构投资者损害了其他投资者利益^[8]。

在中国的资本市场上,“趋势投资”成为普遍现象,其特征是个股换手率高、持股时间短,上交所的统计资料显示,2007 年前三个月,机构投资者持股时间小于 3 个月的账户超过 90%,机构投资者持股获得的主要收益是买卖价差,而不是企业价值增值带来的红利。在这样的利益驱使下,机构投资者很可能与公司控股股东、管理层合谋,损害其他小股东的利益。机构投资者与管理层合谋时,在短期利益的驱动下很可能对会计稳健性有较低的需求,从而使得企业短期业绩的增长并带领股价提升,机构投资者短期买卖价差利益后退出公司。基于前述分析,本文提出如下研究假设。

研究假设 1:在其他条件保持不变的情况下,机构投资者持股比例与会计稳健性之间存在负向关系。

关于机构投资者的分类一般包括三种:“积极型”、“消极型”和“折中型”。我国证券市场上,机构投资者主要包括证券投资基金、券商、社保基金、保险公司、信托公司、QFII 等,由于资金来源与规模、投资理念、与上市公司关联存在一定的差异,因而参与上市公司治理的动机和程度有明显差别。一般认为证券投资基金本质上是基金份额持有者和管理者之间的一种契约组织,它们会根据自身风险偏好进行投资布局,并对上市公司经营情况监督以监督风险;社保基金承担社会保障职能,对资金安全和收益稳定有较强的偏好,因而能够发挥一定的监督作用;QFII 一般是全球知名投资机构,拥有丰富的投资经验与管理经验且注重长期价值,因而有监管上市公司的动机;券商持股主要来自自营和承销剩余两部分,变现能力好,追逐短期利益,而且券商与被投资公司存在承销、顾问等关系,很难发挥治理作用;保险公司、信托公司等一般与上市公司有较为显著的商业关系,或者拥有发展规模小和持股比例较低等特征。

Brikley 等根据机构投资者与上市公司是否存在商业往来将其分为“压力敏感型”(与管理层保持一致,以获得好处)和“压力抵制型”(与董事会保持一致,积极监督)两类^[9],本文借鉴其观点,将证券投资基金、社保基金和 QFII 归属于“压力抵制型”机构投资者,而将券商、保险公司和信托公司归属于“压力敏感型”机构投资者。结合前述分析,本文提出以下研究假设。

研究假设 2:在其他条件保持不变的情况下,无论“压力抵制型”机构投资者,还是“压力敏感型”机构投资者,其持股比例的提升均可能导致会计稳健性下降。相比而言,“压力敏感型”机构投资者持股比例的上升会导致会计稳健性下降更快。

被投资企业本身特征的差异是否影响机构投资者行使监督职权的效果呢? Ramalingegowda 和 YU 认为,如果被投资企业的特征限制了机构投资者直接监督的范围,机构投资者很可能对会计稳健性提出更多的稳健性需求。同时,他们认为,在成长性好和信息不对称较高的企业中,这类公司的管理层有更好的动机和机会去执行净现值为负的项目并且高估盈余,会计稳健性规范了管理层的投资决策和降低了管理层高估盈余的可能性^[6]。Smith 和 Watts 也提出当公司拥有更多的成长性时,股东将变得更难以监督管理层的行为和成长模式的选择,退一步讲,即使股东能够监督管理层的行为,如果企业股东和管理层信息不对称较严重时,股东也无法获取信息了解管理层采取何种行动以实现股东价值最大化^[10]。在成长性较高的公司,机构投资者与其他中小股东均难以有效监督管理层的行为,但由于机构投资者持股比例较大,且拥有更专业的管理团队,一旦其与控股股东、管理层合谋,

“浑水摸鱼”的条件可能更加成熟、便利,而其对会计稳健性的需求可能更低。

此外,当企业的实际控制人或控股股东为国家时,一方面由于实际控制人缺位,公司治理水平的低下使得机构投资者与管理层更容易合谋,另一方面由于国有企业的管理层为获得升迁机会或政治资本,有运用更加宽松的会计政策来提升公司短期业绩的动机。基于前述分析,本文提出以下研究假设。

研究假设3:在其他条件保持不变的情况下,成长性越好的公司,机构投资者持股比例与会计稳健性之间的负向关系越强。

研究假设4:在其他条件保持不变的情况下,相比非国有公司而言,国有公司的机构投资者持股比例与会计稳健性之间的负向关系增强了。

由于我国上市公司处在不同的地区,而各地区法律环境、经济环境、金融发展程度、政府干预力度存在较为明显的差异,东部沿海地区市场化进程快于中西部地区,后者资源配置有更为明显的行政色彩,政府为执政业绩的提升,可能会降低对会计稳健性的需求。而根据制度分析的框架,地区环境影响上市公司信息披露的行为,黎文清和路晓燕认为地区市场化程度影响上市公司会计政策选择的动机监管以及预期成本,进而影响会计信息的质量,并发现市场化程度对大股东持股比例与会计信息的稳健性之间关系有积极促进作用^[11]。成子秀从债务契约与股东产权两个角度阐述市场化程度对会计稳健性有积极作用,在市场化进程较高的地区,随着政府干预的减少,处于债务契约信息劣势的银行对会计信息的稳健性有更高的需求,同时市场化进程较高的地区,产权关系更加明晰,股东有更高的监管动力,因而也会对会计稳健性提出更高的要求^[12]。朱松和夏冬林分析了法律环境和经济环境对会计稳健性的影响,他们认为市场化程度越高的地区,法律环境更加完善,投资者保护意识好、诉讼压力也越大,因而对会计稳健性的压力和需求也越大,而经济环境越好,政府对企业的支持变小,更需要企业正常的持续经营,因而会计稳健性可能也越高^[13]。本文认为,在市场化程度较高的地区,信息透明程度较高,法制建设更为完善,机构投资者为避免较高的诉讼成本可能会减少与控股股东、管理层合谋。因而,本文提出如下研究假设。

研究假设5:在其他条件保持不变的情况下,处在市场化程度较高地区的上市公司,机构投资者持股比例与会计稳健性之间的负向关系削弱了。

二、研究设计

(一) 研究模型与变量定义

为探讨机构投资者持股对会计稳健性的影响,本文在 Basu 的不对称及时性模型基础上,借鉴 Jenkins 和 Velury、刘峰和周福源、朱茶芬和李志文等学者的思想^[14-17],构建以下研究模型。

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 \times R_{i,t} + \beta_3 \times DR_{i,t} \times R_{i,t} + \beta_4 \times inst_{i,t} + \beta_5 DR_{i,t} \times inst_{i,t} + \beta_6 \times R_{i,t} \times inst_{i,t} + \beta_7 \times inst_{i,t} \times DR_{i,t} \times R_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $EPS_{i,t}$ 表示公司*i*第*t*年的每股盈余; $P_{i,t-1}$ 表示公司*i*第*t*年年初股价; $R_{i,t}$ 表示公司*i*第*t*年5月到次年4月的年度每股超额股票回报率,等于 $\prod_{-8}^4 (1 + r_{i,t}) - \prod_{-8}^4 (1 + R)$, r 为公司*i*第*j*个月考虑现金红利再投资的月个股回报率,为沪、深证券交易所中分市场第*t*年5月到*t*+1年4月月市场回报率; $DR_{i,t}$ = 哑变量,当 $R_{i,t} < 0$,该变量 = 1,否则等于0; $inst_{i,t}$ 表示*t*年末公司*i*机构投资者持股比例,在考察机构投资者异质性影响时,此变量分别表示“压力敏感型”和“压力抵制型”机构投资者持股比例; $Control$ 表示控制变量,本文主要包括账面市场比(MB)、资产负债率(lev)和总资产规模(总资产自然对数)、行业($industry$)。在模型中,采用股票超额报酬率作为好消息和坏消息的衡量变量,如果企业存在会计稳健性,说明企业对坏消息比对好消息更能及时地反映在会计盈余中,即 $\beta_2 + \beta_3 > \beta_2$ (也即 β_3 显著大于0)。同理,在模型中,如果机构投资者持股对会计稳健性存在显著的负向影

响,则 β_7 显著小于0。

为探讨企业特征差异(产权性质、成长性)或市场化程度差异,是否对机构投资者与会计稳健性之间的负向关系造成显著影响时,后文在前述模型(1)的基础上,分别引入了这些调节因素、机构投资者持股、消息类型与累计超额回报等的交互项,通过判断这些交互项的符号与显著程度,确定调节因素是存在正向影响还是负向影响,具体如下。

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 \times R_{i,t} + \beta_3 \times DR_{i,t} \times R_{i,t} + \beta_4 \times inst_{i,t} + \beta_5 DR_{i,t} \times inst_{i,t} + \beta_6 \times R_{i,t} \times inst_{i,t} + \beta_7 \times inst_{i,t} \times DR_{i,t} \times R_{i,t} + \beta_8 \times yzx_{i,t} \times inst_{i,t} \times DR_{i,t} \times R_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型中 yzx 分别用企业成长性(营业收入增长率 $grow$)、企业性质差异(按照实际控制人,将公司分为国有或非国有,如果为国有时, $nature = 1$,否则等于0)和市场化程度差异(按照樊纲、张小鲁(2011)市场化指数中“减少政府干预”衡量)。为验证研究假设3,成长性越快的企业,外部中小股东更难以监督管理层的行为,一旦机构投资者与管理层串谋,公司会计稳健性将更低(更差的会计信息质量), β_8 将显著小于零。为验证研究假设4,国有企业中机构投资者持股比例提升,将导致会计稳健性更低, β_8 将显著小于零。为验证研究假设5,市场化程度越高的地区,由于潜在诉讼成本的考虑,机构投资者与会计稳健性之间的负向关系减弱了。需要特别说明的是,为考察企业成长性、企业产权性质和市场化程度差异对机构投资者与会计稳健性之间关系的影响时,本文仅引入 $yzx \times inst \times dr \times R$ 这一交互项,而未考察 yzx 、 $yzx \times inst \times dr$ 、 $yzx \times inst \times r$ 的影响,主要原因在于同时引入这些交互项,由于变量之间的相互关系较大从而出现的估计偏差较大。

(二) 样本与数据选择

本文以2000—2011年沪深两市A股15737个上市公司为初始研究样本(剔除金融类上市公司、ST类等特别处理上市公司),并剔除机构投资者持股比例等变量数据缺失的样本,最后得到10513个公司年度观察值。所有数据均来自CSMAR数据库、Wind数据库和北大锐思数据库,数据原始处理在excel中完成,最后采用stata11.0软件进行回归分析。

三、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表1给出了样本的均值、标准差、最小值和最大值等描述性统计量,从表中可以看出。(1)最大值、最小值、极端值现象较为明显,因此本文在回归中对表中所有连续变量进行Winsorization极值处理(1%);(2)机构投资者持股比例均值为13%,其中“压力抵制型”机构投资者占绝大部分;(3)由于2000—2011年时间跨度较大,部分变量资料缺失,如CSMAR数据库仅提供2003年之后实际控制人资料,因而产权性质的变量较少;樊纲、张小鲁等市场化指数“减少政府干预”仅提供2009年之前的市场化数据,样本期间的前几年机构投资者持股的公司数量较少,因而表中各变量数量不一致。

表1 样本主要指标描述性统计

变量名称	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
eps/p	15737	0.019148	0.065532	-3.126374	1.006944
r	15737	0.091602	0.078266	-2.464988	22.748090
mb	15737	1.763839	13.276490	0.000000	1660.449000
size	15737	21.437050	1.151935	12.314250	28.282060
lev	15737	0.530726	6.997034	0.001725	877.255900
inst0	10513	0.130096	0.162763	0.000054	1.132711
inst1	10513	0.113730	0.155982	0.000000	1.132711
inst2	10513	0.016366	0.037153	0.000000	0.900861
grow	15737	1.932920	124.387800	-1.000000	14883.060000
nature	12850	0.617276	0.486071	0.000000	1.000000
market	11624	4.611591	3.838763	-12.950000	12.670000

(二) 相关性分析

表2给出了主要变量的相关系数矩阵,具体如下。

表2 Pearson 相关系数矩阵

	eps/p	dr	r	mb	size	lev	wins0	wins1	wins2	grow	nature	market
eps/p	1.0000											
dr	-0.1309	1.0000										
r	0.1007	-0.5076	1.0000									
mb	0.0012	-0.1172	0.0856	1.0000								
size	0.2069	0.0126	-0.0150	-0.2348	1.0000							
lev	-0.1027	-0.0193	0.0643	0.0010	0.3541	1.0000						
inst0	0.2135	-0.1819	0.0923	0.1198	0.2027	-0.0553	1.0000					
inst1	0.2139	-0.1877	0.1001	0.1259	0.2026	-0.0507	0.9734	1.0000				
inst2	0.0372	-0.0091	-0.0159	-0.0033	0.0373	-0.0296	0.2938	0.0671	1.0000			
grow	0.0160	-0.0143	0.0204	-0.0059	0.0219	0.0224	0.0204	0.0220	-0.0028	1.0000		
nature	0.0359	0.0199	0.0134	-0.1166	0.2798	0.2113	-0.0366	-0.0349	-0.0135	-0.0169	1.0000	
market	0.0630	-0.0370	0.0409	-0.0947	-0.0335	0.0863	0.0417	0.0536	-0.0423	-0.0104	0.1037	1.0000

注:表中给出了主要变量的相关系数,本文可以看出所有变量之间并不存在明显的多重共线性,但需要说明的是,由于本文在考察机构投资者对会计稳健性的影响以及企业性质、成长性和市场化程度等因素对机构投资者持股与会计稳健性关系的影响时,需要引入多项交乘项,因而对模型的多重共线性问题需要关注,以合理保证模型估计的准确性。

(三) 机构投资者(异质性)与会计稳健性

下页表3给出了机构投资者对会计稳健性的影响,可以得出以下结论。(1)由于 β_3 显著大于0,说明企业会计稳健性确实是存在的;(2)从第2列中,由于 β_3 (0.170381)显著大于0, β_7 (-0.119888)显著小于0,说明了机构投资者持股比例的提升,使得企业会计稳健性下降了,验证了本文的研究假设1;(3)当分别考察“压力抵制型”和“压力敏感型”机构投资者持股对会计稳健性的影响时,可以看出 β_7 分别为-0.116738和-0.360800(均在1%重要性水平上显著),从而说明了无论是“压力抵制型”抑或是“压力敏感型”机构投资者持股,均降低了机构投资者对企业会计稳健性的需求,单纯从系数上来看,“压力敏感型”机构投资者持股会导致会计稳健性下降得更快,当同时考察这两类机构投资者持股对会计稳健性的影响时,研究结论并没有差异,从而验证了本文的研究假设2。

前述的研究结论表明,在我国的资本市场上,无论是证券投资基金、社保基金、境外合格机构投资者等与企业并无紧密商业往来的机构投资者,还是券商、保险、信托、银行等与企业有密切联系的机构投资者,作为权益投资者对会计稳健性并没有积极、正向需求,这在一定程度上说明了在我国证券市场上机构投资者并没有有效地发挥好监督、治理作用,致力于企业会计信息质量的提升,相反机构投资者很可能是基于短期利益的投机者,尤其是与企业有商业往来的机构投资者。

(四) 基于企业异质性和市场异质性视角的机构投资者与会计稳健性

从后文表4中,可以得出以下结论。(1)从第2列中可以看出, $\beta_8=0.062546$ (1%重要性水平显著),说明随着成长性越好的企业,机构投资者与会计稳健性之间的负向关系更强了,从而验证了研究假设3;(2)从第3列中可以看出, $\beta_8=-0.043752$ (1%重要性水平显著),说明了国有企业中机构投资者与会计稳健性之间的负向关系也更强了,从而验证了研究假设4;(3)从第4列中可以看出, $\beta_8>0$,在一定程度上也能说明市场化程度越高的地区,机构投资者与会计稳健性之间的负向关系削弱了,但由于 β_8 并无显著,因此无法支持研究假设5。

表3 机构投资者与会计稳健性

变量	(1) Epst/pt - 1	(2) Epst/pt - 1	(3) Epst/pt - 1	(4) Epst/pt - 1	(5) Epst/pt - 1
Cons	-0.000907 (0.869)	-0.101239 *** (0.000)	-0.099306 *** (0.000)	-0.120139 *** (0.000)	-0.098760 *** (0.000)
DRt	-0.004154 *** (0.000)	-0.004124 (0.841)	-0.004702 (0.820)	0.000130 (0.995)	-0.005786 (0.779)
Rt	0.001779 ** (0.040)	-0.135983 *** (0.000)	-0.137421 *** (0.000)	-0.198425 *** (0.000)	-0.139284 *** (0.000)
DRt × Rt	0.030375 *** (0.000)	0.170381 *** (0.002)	0.181315 *** (0.001)	0.317734 *** (0.000)	0.176700 *** (0.002)
Instt		0.025035 *** (0.000)			
Instt × DRt		0.000382 (0.953)			
Instt × Rt		0.034552 *** (0.000)			
Instt × DRt × Rt		-0.119888 *** (0.000)			
Inst1t			0.027580 *** (0.000)		0.027926 *** (0.000)
Inst1t × DRt			0.000571 (0.933)		0.000693 (0.919)
Inst1t × Rt			0.032889 *** (0.000)		0.031599 *** (0.000)
Inst1t × DRt × Rt			-0.116738 *** (0.000)		-0.111739 *** (0.000)
Inst2t				-0.011881 (0.595)	-0.255853 (0.245)
Inst2t × DRt				-0.006094 (0.860)	0.007521 (0.825)
Inst2t × Rt				0.124155 *** (0.000)	0.104711 *** (0.002)
Inst2t × DRt × Rt				-0.360800 *** (0.000)	-0.284594 *** (0.002)
控制变量	略	略	略	略	略
R ²	0.0564	0.1877	0.1873	0.1569	0.1886
调整 R ²	0.0550	0.1847	0.1842	0.1538	0.1852
F 值	40.84 (0.000)	62.05 (0.000)	61.88 (0.000)	49.98 (0.000)	56.58 (0.000)
样本量	15737	10531	10531	10513	10531

注:表中***, **, * 分别表示变量系数在1%, 5%, 10%的重要性水平上显著, 双尾检验。

四、稳健性测试

基于研究结论的可靠性, 本文进行以下稳健性测试。

1. 改变会计稳健性的衡量方法, 采用 Khan 和 Watts 的 C_Score 衡量法^[18], 计算出 2000—2011 年样本公司年度的会计稳健性, 依然能够发现机构投资者持股比例越高, 会计稳健性越低, 无论是“压力抵制型”还是“压力敏感型”机构投资者持股与会计稳健性之间均存在明显的负向关系, 而且在国有企业中机构投资者持股比例的提升, 导致会计稳健性下降得更快。处在市场化程度较高地区的企业, 机构投资者持股对会计稳健性负向影响会被削弱。

2. 改用滞后一期机构投资者持股。本文还在按照 Khan 和 Watts 计算得出的年度会计稳健性的

基础上^[18],考察滞后一期的机构投资者持股对会计稳健性的影响,并将公司规模、市值账面比、资产负债率和行业因素作为控制变量,结果发现,滞后一期机构投资者持股与会计稳健性之间也存在显著的负向关系,而且模型的 R^2 约 57%,说明模型的解释能力得到较大改善。

3. 本文借鉴 Ramalingegowda 和 Yu 的基本思想^[6],考虑到机构投资者与会计稳健性之间存在内生性的影响,在计算年度会计稳健性的基础上,考察滞后一期、当期和向前顺延一期的机构投资者对会计稳健性的影响,并将公司规模、市值账面比、资产负债率和行业因素作为控制变量,结果发现:向前顺延一期的机构投资者持股与会计稳健性之间并不存在显著负向关系,而滞后一期的机构投资者持股与会计稳健性之间存在显著的负向关系,这证实了是机构投资者影响会计稳健性,而非会计稳健性影响机构投资者的投资行为。

五、结语

本文以沪深 A 股 2000—2011 年上市公司样本数据,实证检验了机构投资者持股与会计稳健性之间的关系,并考察机构投资者异质性、企业微观特征(包括产权性质与成长性)和市场化程度异质性三方面的调节因素,是否对机构投资者持股与会计稳健性之间的关系造成显著影响,得出了以下研究结论。(1)机构投资者持股比例越大,企业会计稳健性越低;(2)在考察不同类型的机构投资者持股时,发现基金、社保基金、QFII 等“压力抵制型”机构投资者持股比券商、信托、保险等“压力敏感型”机构投资者持股与会计稳健性之间的负向关系要小一些,从而“压力抵制型”机构投资者还是能够发挥一定的监督作用;(3)相比非国有企业而言,国有企业中机构投资者持股与会计稳健性之间的负向关系更强,而采用两种不同方法衡量会计稳健性,研究企业成长性对机构投资者持股与会计稳健性之间的关系影响时,得出的结论是相反的,因而本文不能轻易得出机构投资者持股与会计稳健性之间的负向关系是否受到企业成长性的影响;(4)采用 Khan 和 Watts 的年度截面模型,发现企业所处地区市场化程度越高,机构投资者持股与会计稳健性之间的负向关系越弱^[18]。

机构投资者在近年来得到快速发展,其是否能够对公司治理产生积极作用一直以来备受争论,本文研究结论表明机构投资者对会计稳健性存在反向需求,较大程度上支持机构投资者和企业管理层合谋,损害其他中小股东的说法,从而可以间接支持机构投资者不能发挥积极的治理效应。为促进资本市场的良性发展、中小投资者利益和公司治理水平的提升,需要积极发挥机构投资者的治理效应,首先需要政府部门制定系统全面的法律规范,明确规定机构投资者地位与行为、承担的责任。其次,培养独立、负责任的机构投资者,机构投资者的种类较大,而对于像社保基金、QFII 等偏长期价值投资的机构投资者应积极发展。最后,丰富机构投资者参与公司治理的手段,除通过直接投票、征集代理权等方式参与公司治理外,还应积极通过证券市场上的信息披露实施监督。在国有企业中国家作为实际控制人并拥有剩余收益索取权,容易导致监督不足问题,出现内部人控制,机构投资者持股更容易导致会计稳健性的

表 4 异质性、机构投资者与会计稳健性

变量	成长性 Epst/pt - 1	企业性质 Epst/pt - 1	市场化程度 Epst/pt - 1
Cons	-0.098023 *** (0.000)	-0.0901114 *** (0.000)	-0.098644 *** (0.000)
DRt	0.011038 (0.636)	-0.010285 (0.623)	-0.024836 (0.432)
Rt	-0.138849 *** (0.000)	-0.136500 *** (0.000)	-0.158019 *** (0.000)
DRt × Rt	0.263526 *** (0.000)	0.138347 ** (0.016)	0.200137 *** (0.003)
Instt	0.028036 *** (0.000)	0.025983 *** (0.000)	0.035285 *** (0.000)
Instt × DRt	-0.000298 (0.968)	0.000044 (0.995)	0.001891 (0.843)
Instt × Rt	0.033919 *** (0.000)	0.033667 *** (0.000)	0.028471 *** (0.000)
Instt × DRt × Rt	-0.118376 *** (0.000)	-0.092419 *** (0.000)	-0.112644 *** (0.000)
grow × Instt × DRt × Rt	-0.062546 *** (0.008)		
Nature × Instt × DRt × Rt		-0.043752 *** (0.009)	
Market × Instt × DRt × Rt			0.001641 (0.552)
控制变量	略	略	略
R^2	0.1974	0.1872	0.1973
调整 R^2	0.1940	0.1840	0.1926
F 值	58.75 (0.000)	59.02 (0.000)	41.97 (0.000)
样本量	9598	10292	6870

注:(1)表中***, **, * 分别表示变量系数在 1%, 5%, 10% 的重要性水平上显著,双尾检验;(2)由于企业产权性质、成长性和市场化程度变量缺失值存在明显差异,因而前述三个模型中样本量存在差异。

下滑,而国有企业在我国资本市场上占据重要地位,因此,积极发挥机构投资者在国有企业中的公司治理效应尤为重要。此外,为加强机构投资者更好地发挥积极监督作用,企业所处外部环境的市场化进程有积极的正面作用,各级政府应积极推动市场化环境建设,充分发挥市场监督作用。

参考文献:

- [1] Laford R, Roychowdhury S. Managerial ownership and accounting conservatism [J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46 (1):101-135.
- [2] Ball R, Kothari S P, Robin A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(1):1-51.
- [3] Watts R L. Conservatism in accounting part1: explanations and implications[J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3):207-221.
- [4] Laford R, Watts R L. The information role of conservatism[J]. The Accounting Review Forthcoming, 2008, 83(2):447-478.
- [5] Barber B, Lee Y, Liu Y, Odean T. Just how much do individual investors lose by trading? [J]. Review of Accounting Studies, 2009, 22 (2):609-632.
- [6] Ramalingegowda S, Yu Y. Institutional ownership and conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53(1):98-114.
- [7] Gompers P A, Metrick A. Institutional investors and equity prices[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(1):229-260.
- [8] Pound. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(2):237-265.
- [9] Brinkley J, Lease R, Smith C. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 22 (2):267-292.
- [10] Smith C W, Watts R L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32(3):163-292.
- [11] 黎文清,路晓燕. 省区环境、第一大股东与会计信息质量[J]. 经济管理研究, 2007(12):66-71.
- [12] 成子秀. 市场化程度对会计稳健性的影响——基于投资效用的角度[J]. 新会计, 2012(9):14-15.
- [13] 朱松,夏冬林. 制度环境、经济发展水平与会计稳健性[J]. 审计与经济研究, 2009(6):57-63.
- [14] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings [J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24 (1):3-37.
- [15] Jenkins D S, Velury U. Does auditor tenure influence the reporting of conservative earnings? [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2008, 27(2):115-132.
- [16] 刘峰,周福源. 国际四大意味着高审计质量吗——基于会计稳健性角度的检验[J]. 会计研究, 2007(3):79-87.
- [17] 朱茶芬,李志文. 国家控股对会计稳健性的影响研究[J]. 会计研究, 2008(5):38-45.
- [18] Khan M, Watts R L. Estimation and empirical properties of a firm-year of conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2-3):132-150.

[责任编辑:高 婷]

Heterogeneity, Institutional Investors and Accounting Conservatism

CHEN Aihua

(Xiamen Institute of National Accounting, Xiamen 361005, China)

Abstract: In this paper, we first use 2000—2011 A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange as a sample based on the heterogeneity of the enterprise itself and the market perspective, and then discuss the impact of institutional investors on accounting conservatism. The results show that institutional investors staking leads to a decline in accounting conservatism in state-owned enterprises or companies with good growth, this negative relationship is strengthened and the degree of market-oriented enterprises in which areas makes no difference for institutional investors who hold shares and accounting conservatism. In addition, compared to “pressure-resisting” institutional investors, “pressure-sensitive” institutional investor ownership percentage increases will lead to a faster decline in accounting conservatism.

Key Words: institutional investors; share-holding ratio accounting conservatism; heterogeneity growth; degree of market-orientation; equity investors; financial statements conservatism; corporate governance