



Y3274872

分类号 _____
U D C _____

学 号 M14040
密 级 _____



硕 士 学 位 论 文

(全日制学术学位)

机构投资者、企业生命周期与会计信息质量

张晓晨

指导教师姓名: 树友林教授, 扬州大学, 江苏扬州, 225009
申请学位级别: 硕 士 学科专业名称: 会 计 学
论文提交日期: 2017.5.25 论文答辩日期: 2017.5.27
学位授予单位: 扬 州 大 学 学位授予日期: 2017.6.20
答辩委员会主席: 李志斌

2017 年 6 月



Y3274872

I

摘要

高质量的会计信息必须真实、准确地反映企业的盈利能力和财务状况,是公司内外部治理机制得以有效运行的基础。首先,高质量的会计信息便于股东对公司进行监督,维护其行使表决权的能力。同时,高质量的会计信息也有助于吸引资金,因为会计信息是投资者的重要决策依据,投资者倾向于选择信息披露质量高的上市公司进行投资。然而,现代企业中委托代理关系使得资本所有者与资产经营者相分离,所有者不再亲自经营企业,使得股东不能够直接观察到管理层的工作努力程度。这种信息不对称给了代理人实现自身利益最大化的可乘之机,管理者为实现自身利益进行盈余操纵甚至会计造假,大大削弱了财务报告的可靠性和信息披露的透明度。另外,许多中小股东由于自身力量的薄弱,无力对抗大股东的信息优势,进一步降低了会计信息披露的质量。而机构投资者拥有的专业信息搜集、分析能力使其能更好地通过透视上市公司会计信息判断公司价值,能持续地对上市公司会计信息进行研究和监督,以便及时有效地发现上市公司在会计信息披露中存在的问题。此外,机构投资者强大的资本实力也能对大股东形成有效制衡,约束大股东自利行为。最后,上市公司对机构投资者庞大资金的需求也倒逼其改善信息披露,塑造良好形象。虽然 2006 年至今,我国机构投资者进入快速发展时期,初步形成了以证券投资基金为主,证券公司、信托公司、保险公司、合格境外机构投资者、社保基金、企业年金等其他机构投资者相结合的多元化格局。机构投资者不仅在数量和规模上持续扩大,种类上更为丰富,其专业能力和整体质量也日益提升,证券市场投资主体的机构化倾向日益凸显。但是,与西方发达国家相比,我国机构投资者仍不成熟,无论是数量、规模还是投资理念都有差距,因此机构投资者是否能发挥提高会计信息质量的重要作用值得进行深入研究。

基于上面的分析,本文首先对研究机构投资者影响企业会计信息质量的相关结论进行了整理和分析,发现国内外专家对机构投资者影响会计信息的效果有着截然不同的看法。接着,本文对相关概念进行了界定,从机构投资者的内涵着手,全面分析了其区别于个人投资者的专业能力、资本实力及规范化的投资行为。然后基于委托代理理论、信息不对称理论和公司治理理论深入剖析了机构投资者能够提高会计信息质量的动因和方式。此外,本文对机构投资者持股比例与会计信息质量之间关系研究并未仅仅局限于探讨了二者之间的简单线性关系,而是进一步深入研究,从企业生命周期和异质性两个角度切入,研究机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系,拓宽了以往研究框架,能够深入揭示二者之间的关系。

本文以我国 2013 到 2015 年深市 A 股上市公司为样本,从财务报告可靠性和会计信息披露透明度两方面来研究机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系,并进一步探

讨考虑企业生命周期和机构投资者异质性下二者之间的关系。本文研究发现我国的机构投资者总体持股提高了财务报告可靠性，同时提高了信息披露透明度，另外相比于压力敏感型机构投资者，压力抵抗型机构投资者对会计信息质量的影响更大，并且在不同成长阶段机构投资者与企业会计信息质量之间的关系有所差异。

关键词：机构投资者；会计信息质量；企业生命周期

Abstract

High-quality accounting information must truthfully and accurately reflect an enterprise's profitability and financial situation, which is the basis for effective operation of a company's internal and external governance mechanism. Firstly, high-quality accounting information allows shareholders to supervision of the company, fully maintaining their ability to exercise voting power. Secondly, high-quality accounting information helps to attract funds, because accounting information is an important basis for investors to make decision, so investors tend to choose listed companies with high-quality information disclosure to invest. However, the proxy relationship in the modern enterprises makes the capital owner and the asset operator separate, the owner is no longer personally run the enterprise, so that shareholders can not directly observe the level of management efforts. This information asymmetry gives the opportunity to the agents to maximize their own interests, the managers achieve the interests by taking advantage of profit manipulation and even accounting fraud, greatly weakening reliability of information and transparency of information disclosure in the financial report of the. In addition, many small and medium-sized shareholders, because of their weak strength, are unable to fight against the advantages of large shareholders of information, and further reduce the quality of accounting information disclosure. Institutional investors have professional investment team, professional information collection and analysis ability to make institutional investors better determine the value of corporate accounting information, through the perspective of listed companies, continue to study and supervise the listed companies' accounting information in order to timely and effective to find the problems of the listed companies in the accounting information disclosure. In addition, the strong capital strength of institutional investors can also effectively check and balance and restrict self-interested behaviors of major shareholders, restraining the interests of major shareholders. Finally, the demand for institutional investors of listed companies is also forced to improve the information disclosure to create a good image. Since 2006, institutional investors in China have entered a period of rapid development, with the initial formation of diversified pattern of the securities investment funds dominated, and combination of securities companies, trust companies, insurance companies, qualified foreign institutional investors, social security funds, corporate annuities and other institutional investors. Institutional investors continue to expand their number and size, and diversify their types, and improve their professional ability and overall quality, institutionalization of securities market investment

subject tends to increasingly prominent. However, compared with the western developed countries, China's institutional investors are still immature, and there is gap in the number, size or investment philosophy with of the western developed countries, and whether institutional investors can play to improve the quality of accounting information is worth the in-depth study.

Based on the above analysis, this paper first summarizes the relevant conclusions of affecting the influence of institutional investors on the quality of accounting information, and finds that domestic and foreign experts have different views on the effect of institutional investors on accounting information. Then, it defines the relevant concepts of the institutional investors from the connotation of the institutional investors, fully analyzing the professional ability, the capital strength and the standardized investment behavior which is different from the individual investors. Then, based on the principal-agent theory, the information asymmetry theory and the corporate governance theory, it has in-depth analysis of the reasons and methods of institutional investors to improve the quality of accounting information. In addition, the study of the relationship between institutional investors' shareholding and the quality of accounting information herein is not limited to the simple linear relationship between the two, but further having in-depth research. From the enterprise life cycle and heterogeneity, the relationship between the proportion of institutional investors and the quality of accounting information is researched herein, broadening the previous research framework, and thus enabling to deeply reveal the relationship between the two.

Taking the A-share listed companies in Shenzhen Stock Exchange from 2013 to 2015 as the samples, this paper studies the relationship between the proportion of shareholding of institutional investors and the quality of accounting information from the aspects of financial report reliability and transparency of accounting information disclosure, and further explores the relationship between the two in consideration of enterprises' life cycle and the institutional investors' heterogeneity. This paper studies and finds that the overall shareholdings of institutional investor in China improve the reliability of financial reporting, and improve the transparency of information disclosure. In addition, compared with pressure-sensitive investors in pressure-sensitive institutional investors, the influence of pressure-resistant institutional investors on accounting information quality is greater, and the relationship between institutional investors and the quality of accounting information varies at different stages of growth.

Key words: Institutional investors; Accounting information quality; Enterprise life cycle

目录

摘要.....	I
Abstract.....	III
1 绪论.....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外文献综述.....	2
1.2.1 机构投资者降低了会计信息质量.....	2
1.2.2 机构投资者提高了会计信息质量.....	3
1.2.3 异质性机构投资者与会计信息质量.....	5
1.2.4 企业生命周期与会计信息质量.....	7
1.2.5 文献述评.....	7
1.3 本文的研究内容、研究方法和研究框架.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	8
1.3.3 研究框架.....	9
1.4 可能的创新之处.....	9
2 相关概念界定与理论基础.....	10
2.1 相关概念界定.....	10
2.1.1 机构投资者.....	10
2.1.2 会计信息质量.....	11
2.1.3 企业生命周期.....	13
2.2 机构投资者影响企业会计信息质量的相关理论.....	14
2.2.1 委托代理理论.....	14
2.2.2 信息不对称理论.....	16
2.2.3 公司治理理论.....	17
3 机构投资者持股与会计信息质量的实证研究.....	18
3.1 研究假设的提出.....	18
3.1.1 机构投资者持股比例与会计信息可靠性.....	18
3.1.2 机构投资者持股比例与会计信息透明度.....	18

3.1.3 企业生命周期、机构投资者持股比例与会计信息质量.....	19
3.1.4 异质性机构投资者持股比例与会计信息质量.....	19
3.1.5 企业生命周期、异质性机构投资者持股比例与会计信息质量.....	20
3.2 变量定义.....	20
3.2.1 被解释变量的设计.....	20
3.2.2 解释变量的设计.....	22
3.2.3 控制变量的选择.....	22
3.3 样本选择与数据来源.....	23
3.4 模型设计.....	24
4 实证检验与分析.....	26
4.1 描述性统计分析.....	26
4.2 多元线性回归分析.....	27
5 结论、建议及展望.....	31
5.1 研究结论.....	31
5.2 政策建议.....	32
5.2.1 加强对机构投资者的制度建设.....	32
5.2.2 企业提高会计信息质量.....	33
5.2.3 发挥机构投资者作用.....	33
5.3 研究局限性及未来研究方向.....	34
参考文献.....	35
致谢.....	39
攻读硕士学位期间发表的研究成果.....	40
扬州大学学位论文原创性声明和版权使用授权书.....	41

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

现代企业中委托代理关系的形成导致资本所有者与资产经营者相分离，所有者不再亲自经营企业，造成投资者与上市公司经营者的信息不对称，所有者必须依赖搜集信息进行合理的决策，因而信息使用者对高质量会计信息有着更加强烈的需求。高质量的会计信息必须真实、准确地反映企业的盈利能力、财务状况及其变动情况，是公司内外部治理机制得以有效运行的基础。首先，高质量的会计信息可以保障对公司进行有利的监督，充分维护股东行使表决权的能力。其次，高质量的会计信息有助于吸引资金，因为会计信息质量必定影响信息使用者决策科学性，所以投资者倾向于选择信息披露质量高的上市公司进行投资。股东和公司潜在投资者在进行投资行为之前，公司需要为其提供详细、可靠和可比的数据，使他们能够对当前公司的经营业绩做出科学的评估，并可以对企业股票实际价值展开估算，进而对股票持有还是抛售做出决断。最后，高质量的会计披露行为对于经理层监督和激励体制有很好的改善作用，是避免“内部人控制”情况出现的有利举措，对于资本市场对公司经营行为起到有效的监控作用，同时也有利于大众对公司内部组织结构以及经营活动的了解。然而，尽管高质量的会计信息的作用非常重要，世界范围内会计信息质量状况却并不尽如人意，会计丑闻不时发生，实现提高会计信息质量、保持和维护良好的证券市场秩序的任务目标对全球资本市场来说任重而道远。

投资者的日益机构化、机构投资者迅猛发展是全球资本市场的发展趋势，机构投资者因其丰富的专业知识和较强的挖掘信息的能力，对所投资企业往往能施加重要影响。在国外，20 世纪 80 年代后，机构投资者进入快速发展时期，机构投资者的投资行为活跃，对上市公司的持股增加，占股比例不断增加，养老基金、保险公司、投资基金等机构投资者开始大量持有公司股票，地位开始逐渐提高，与之相对的是个人股东持股占比在许多公司的股权结构中不断下降。机构投资者大多追求长期稳定回报，有监督管理层的倾向，成为公司治理中的一股重要的力量，改善了传统的公司治理并影响会计信息质量。在我国，证监会在 2000 年也提出了要大力发展机构投资者的口号，随后颁布了一系列法律法规，以支持我国机构投资者的发展。在 2004 年颁布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中又再次明确指出，希望通过加强机构投资者的发展改善当前证券市场的结构，推动上市公司进一步发展。近年来，机构投资者在我国上市公司中的投资比重逐年增加，现已成为我国证券市场中重要的主要力量之一。随之而来的是有关机构投资者作用的研究也成了学者关注的热点。纵观国内外研究结果，机构投资者是否能够提高上市公司会

计信息质量的研究一直没有定论，甚至出现了完全相反的两种观点。

1.1.2 研究意义

本文对机构投资者对会计信息质量的影响研究具有重要的理论及实践意义：

理论意义：首先，本文从会计信息可靠性和会计信息透明度两个角度研究会计信息质量，探讨机构投资者持股比例对会计信息质量的影响，拓宽了有关会计信息质量影响因素的相关研究。其次，本文进一步考虑机构投资者的异质性，研究压力敏感型和压力抵抗型两类机构投资者的持股比例与会计信息质量之间的关系，深入研究了机构投资者对会计信息质量的影响。第三，考虑企业生命周期，研究不同成长阶段下，机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系，这也丰富了有关企业生命周期的研究。

实践意义：构投资者问题和会计信息质量问题是上市公司治理的有机组成部分，对这两个问题进行探析不仅具有一定的学术价值，而且为监管机构积极引导机构投资者健康发展提供了重要参考。西方成熟资本市场的发展经验和我国资本市场的发展实践都表明，资本市场的健康稳定发展必须要有资金实力雄厚、信息提取能力和分析能力强的机构投资者的参与。因此，研究机构投资者对会计信息质量的影响，对于促进资本市场健康发展、提高会计信息质量具有重要的实践指导意义。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 机构投资者降低了会计信息质量

早期西方有关机构投资者研究的主流观点是消极监督论，“华尔街准则”是其中的典型理论，即机构投资者没有能力影响公司的投资决策，Taylor（1990）^[1]认为，机构投资者并不具备选择投资目标所必要的技能经验，他们之间也时常出现“搭便车”的现象，因此没有能力对企业进行有效监督管理。他们更多的是充当一个投机者身份，机构投资者的短期行为导致机构投资者对公司治理的问题上持消极态度，当会计信息质量不符合投资要求时，便会放弃该股票，即“用脚投票”，也就是说比起参与公司治理，改善公司业绩，他们更倾向于卖掉手中的股票（Stephen，1994）^[2]。Coffee（1991）^[3]和 Lipoton 等（1991）^[4]都发现机构投资者通常忽视企业的长期价值，不太可能采取积极有效的措施改善企业经营决策，当企业当期财务报表收益不理想时便会给企业高管施加压力，反而不利于企业的长期发展。Millar（1999）^[5]及 Renneboog（2000）^[6]没有发现任何证据来支持机构投资者的积极监督假说，反而还可能加剧公司治理的缺陷，对公司治理产生相反的作用。大的机构投资者可能会凭借自身的信息（包括公开信息和私人信息）和专业化优势去获取一些私人利益，这样机构投资者并不一定会鼓励管理当局披露高质量的盈余信息。

在国内, 吴晓晖和姜彦福 (2006) [7] 的研究认为机构投资者并没有对我国上市公司内部治理结构产生重大影响, 对上市公司的监督作用不明显, 机构投资者的主要关注点仍停留在股票价格和通过股价波动获取利益的盈利层面, 对公司治理层面关注度仍然不够, 表明了机构投资者在完善内部治理机制等主动性干预的方式和作用仍然有待进一步加强。黄兴年 (2007) [8] 也认为, 机构投资者在上市公司特别是国有上市公司中发挥建设性作用的前提是其本身必须具有完全的经营自主权与彻底的企业性质, 在目前的制度约束下, 他们根本不可能对危害企业利益的活动进行有效的监督。黄谦 (2009) [9] 研究发现在中国证券市场上机构投资者持股比例与盈余管理呈倒 U 型的关系, 即机构投资者持股比例高时抑制盈余管理, 机构投资者持股比例低时加剧盈余管理。宋建波、高升好等 (2012) [10] 从盈余持续性的视角出发, 探讨机构投资者作用, 结果发现机构投资者年度间的股票增持行为, 会促使上市公司增加更多暂时性盈余, 对其盈余持续性造成负面影响, 由此可见, 当前我国机构投资者的投资行为非但没有发挥相应的积极督促作用, 改善上市公司的经营实质, 相反引发上市公司增加更多的短期行为。李小光 (2016) [11] 选取 2009 年至 2014 年成功增发的上市公司数据, 分析了定向增发过程中, 对于不同的增发对象, 机构投资者对公司会计盈余信息质量的影响。研究发现, 如果增发对象只有机构投资者, 不论在国有还是非国有企业当中, 投资机构购买企业股票份额的占比增多时, 企业的会计盈余信息质量将会在增发前一年有所下降, 这是因为在企业进行增发股票之前, 投资机构就已经和企业的管理人员相关勾搭, 不单无法对企业进行监督发挥其积极作用, 反而还可能使得企业盈余管理更为激进。因此, 机构投资者不但没有发挥对会计盈余信息质量的提升作用, 反而在某些情况下为牟取私利, 会与企业管理人员“同谋”进行盈余管理导致会计盈余信息质量的下降。高扬、王超等 (2017) [12] 境外投资者持股会显著提高中国股票市场的知情交易概率, 即增加了中国市场的信息不对称程度。中国资本市场上的境外投资者更倾向于利用自身的信息优势获取利润, 而非致力于改善当地市场的信息环境。

1.2.2 机构投资者提高了会计信息质量

20 世纪 90 年代末, 机构投资者的社会市场地位随着其发展而逐步提升, 成为证券金融市场上的重要影响力量。早期理论依存的环境也发生了巨大变化, 其地位在众多学者的质疑下开始动摇。机构投资者逐渐放弃“华尔街准则”, 转而投向投资者股东积极主义。许多研究结论认为机构投资者持股比例多的公司一般信息披露水平高。Palepu 等 (2001) [13] 发现由于机构投资者希望能够继续从公司得到更多的披露, 所以他们更倾向于购买信息披露增加的公司股票, 所以机构投资者持股比例越高预示公司的信息披露越好。同样地, Jiambalvo et al. (2002) [14] 的研究则发现, 随着机构投资者持股增加与股价能反映的盈余信

息呈正相关,并有利于预测未来盈余,而且其预测精准度也受到机构投资者持股比例的影响,持股越多就越高。

机构投资者能够有效约束上市企业管理层的活动,担当起外部监督者的角色。机构投资者投资数额一般较大,且具有的专业的投资眼光和水平,使得其在监控和约束公司行为方面不仅有足够的动机,更有相当的实力,可以有效提升公司的会计信息质量。Bushee (1998)^[15]认为提出机构投资者通常是高水平投资行为的标志,借助自身专业投资理念的优势,对改善企业治理及约束企业内部人自利现象能够起到很好的作用,敦促企业管理者披露高水平的盈余信息。Brent (2002)^[16]提出,机构股东热衷于提出和参与股东议案活动,表达出很强的参与上市公司管理的意向,机构投资人持有的股份一定程度上能够降低小股东“搭便车”现象发生。Chung 等 (2002)^[17]通过研究提出,机构投资者起到良好的约束管理层的作用,是影响上市公司的盈余管理程度降低的重要因素,伴随其持股比例的提升,留给公司可操控应计利润的空间将不断压缩。Stuart 和 Gillian (2003)^[18]的研究有力地支持了机构股东积极主义能改善公司治理的观点。Sharma (2004)^[19]认为公司的财务舞弊行为与机构投资者持股比例有关,在对澳大利亚公司财务舞弊行为进行研究后,发现公司机构投资者持股比例越高,财务舞弊的可能性就越小。Uma Velury 和 David S. Jenkins (2006)^[20]通过探讨股东积极主义的影响,检测了大机构投资者对公司盈余管理的影响,通过纵向分析表明机构投资者给公司提出的提案与后续的盈余管理负相关,即机构投资者向公司提供提案越多,随后的盈余管理越少。

我国许多专家也持有相同观点,一方面,机构投资者对财务优良、会计信息质量较高的企业的持股偏好也使得上市公司注重对信息质量的改善(肖星、王琨,2005^[21];史永东、王谨乐,2014^[22])。张嘉兴、邢维全 (2013)^[23]实证研究发现认为会计信息质量对机构投资者的持股决策具有显著影响,会计信息质量越高,机构投资者的持股比例就越高,反之则越低。孙泽夏 (2010)^[24]在控制了其他股票交易特征、盈利特征等的基础上,得到了机构投资者会选择会计信息透明度较高的公司持股的结论。朱波、孙鹏阁和龙云庚 (2015)^[25]认为股票价格受到投资者情绪的影响,即投资者对股票市场的总体乐观或悲观态度会使投资者对股票的未来价格预期产生错误判断,影响其投资决策,而难以估值的股票对投资者情绪更为敏感。会计信息质量的提高能促进机构投资者的理性分析和投资,减弱这类股票的投资者情绪效应。对于难以估值的股票,机构投资者在情绪悲观时,更倾向于选择具有高质量会计信息的企业。

另一方面,机构投资者能在公司治理中扮演有效监督者角色(唐松莲、袁春生,2010)^[26],增加了公司违规行为被稽查的可能性,降低公司违规行为倾向(陆瑶等,2012)^[27],进而提高公司会计信息质量。崔学刚 (2004)^[28]的实证研究发现,机构投资者能够有效改

善公司治理,提高公司自愿信息披露水平和公司透明度。唐盛培(2006)^[29]发现机构投资者持股比例的增加有助于公司内股份的流通和股权的分化,减少股权过度集中的现象,缓解大小股东间的代理问题,削弱了大股东以及内部人对公司的操控能力。结构投资者确实参与到了公司的治理过程中,发挥了积极的监督作用,敦促上市公司发布的会计信息相关性更强,价值更高。夏冬林,李刚(2008)^[30]站在盈余管理程度、盈余信息含量和盈余稳健性三个角度,对机构投资者持股比例对公司会计盈余质量的影响做出分析,发现机构投资者持股比例的增加有助于会计盈余质量的改善,有助于制衡大股东的盈余管理行为,更有助于资本市场会计信息披露环境的良性发展。胡国柳、韩葱慧(2009)^[31]定义了从会计信息披露的可靠性、相关性、及时性和客观性多角度全面衡量会计信息质量的综合指数,实证研究了我国机构投资者与上市公司会计信息质量之间的关系,并讨论了股权分置改革对两者关系的影响。结果发现,不论是股权分置改革前还是改革后,会计信息质量均随机构投资者的持股比例、持股的机构投资者数量、前十大流通股东中机构投资者的数量提高而提高,说明两者呈正相关关系且股权分置改革并没有改变这种关系。张炳才,王成(2011)^[32]分别研究了机构投资者对正向和负向的盈余管理行为中起到的不同作用,发现机构投资者可以抑制正向盈余管理行为,对负向盈余管理的抑制效果却不甚显著。这是由于负向盈余管理行为可以提高企业的未来业绩,引起未来股票价格的增长,机构投资者可以从中获得未来收益。吴良海、赵文雪(2017)^[33]对机构投资者、会计稳健性与企业投资效率三者之间的关系进行研究,证实了机构投资者促进会计稳健性,进而改善企业投资效率的定价与治理功能的观点。

1.2.3 异质性机构投资者与会计信息质量

现有研究发现,由于持股数量、持股期限、利益冲突和信息处理能力等方面存在的差异,不同类型的机构投资者参与公司治理的行为表现并不相同,其对公司管理层的有效约束和监管程度并不能一概而论,对管理层监督的积极性程度也存在较大的不同(Coffee, 1991^[3]; Parthiban, 1996^[34]; Chen 等, 2007^[35]; 牛建波等, 2013^[36])。因此,中外学者都对异质性机构投资者对会计信息质量的不同影响做了研究。Brickley et al.(1988)^[37]研究发现,仅与上市公司形成投资关系的机构投资者,有较大动机监督其管理层;而当机构投资者与持股公司有着现实的或潜在的商业关系,他们为保护这种关系不愿意对管理者的决策加以干预,一般采取支持公司决策的中庸态度。Liu(2006)^[38]发现被大量的短暂型机构投资者持股的公司更有可能发布非 GAAP 盈余信息以便日后重估。也就是说,关注短期目标的短暂型机构投资者促使管理层进行盈余操纵,从而引致应计利润与现金流量不匹配。

李世新、宋国玉(2013)^[39]从机构投资者异质性及被投资单位成长性两方面研究机构

投资者对稳健性的影响，他们发现与被投资单位不存在商业往来，独立性较高的机构投资者持股对会计稳健性具有正面的促进作用，结合被投资公司的特征，在高成长机会的公司中这种积极作用更加明显。龚光明、彭娟（2014）^[40]的划分方法比较类似，按是否存在商业往来将机构投资者划分为压力抵制型和压力敏感型，从机构投资者的角度对会计信息质量以及企业投资效率间的关系进行了实证分析，发现高质量的会计信息确实能够改善上市公司投资非效率问题，更深入区分了异质性机构投资者的影响效果，发现压力抵制型机构投资者的持股增加可以有效增强高质量会计信息对企业投资不足或投资过度问题的缓解作用，而压力敏感性机构投资者的持股却会产生不利影响，削弱会计信息引导最优投资的功能。李争光、赵西卜等（2015）^[41]认为机构投资者对企业会计稳健性能够起到提升的作用，在机构投资者划分为稳定型与交易型基础上，分别考察了他们对会计稳健性的影响，发现，相较于交易型机构投资者，稳定型机构投资者对提高会计稳健性的影响更加显著，说明稳定型机构投资者更积极参与公司治理，监督公司管理层活动，起到了有效缓解公司的代理冲突、降低信息不对称程度的作用。类似的划分有刘京军，徐浩萍（2012）^[42]根据我国证券投资基金的交易特点，按照其换手率特征将机构投资者分为长期投资者与短期机会主义者，短期机构投资者的交易变化导致加剧了市场波动，而长期机构投资者对稳定市场具有一定的作用。同样，罗付岩（2015）^[43]也把机构投资者分为长期和短期两种，实证研究发现长期机构投资者的持股比例与盈余管理及正向盈余管理显著负相关，也就是说长期机构投资者持股比例增加能有效地参与公司治理、改善公司治理结构；而短期机构投资者比例与盈余管理及正向盈余管理显著正相关，体现了该类型机构投资者在投资过程中的短视性，没有发挥监督作用。柯剑和谢易颖（2014）^[44]进一步研究发现长期机构投资者持股有利于信息披露质量的提高，短期机构投资者持股行为不仅不能促进公司治理效率的提高，还可能产生不利于会计信息披露的影响。

杨海燕，韦德洪，孙健（2012）^[45]的研究则更为细致，不但检验了机构投资者总体，更深入分析各类机构投资者持股对会计信息质量所造成的不同影响，挖掘不同机构投资者与会计信息质量的更深层次的关系。结果显示证券投资基金、保险公司、社保基金和 QFII 等机构投资者持股的提高与务报告可靠性无显著相关关系，不过能够提高上市公司会计信息披露透明度；一般法人持股增加造成财务报告可靠性的降低，特别是公司向下盈余管理程度显著加大，但对信息披露透明度没有影响；信托公司持股则既不影响财务报告可靠性，也不影响信息披露透明度。无独有偶，陆瑶（2012）^[27]在验证机构投资者对企业违规倾向的影响时发现，相较于证券机构投资者，养老保险基金、社保基金和企业年金更有效地抑制了公司违规，原因在于此类机构投资者的风险偏好相对较低、追求长期稳定的投资回报。

1.2.4 企业生命周期与会计信息质量

国内外有较多从盈余管理视角出发研究企业生命周期和会计信息质量之间关系的研究。ADIZES (1990) [46]认为处在不同生命周期阶段的企业由于面对不同的内外部环境,有着不同的财务战略。成长期企业生存压力较大、资金需求较强、内部治理机制和权力制衡机制不完善,管理层盈余管理动机较强,比起真实盈余管理所带来的不良后果,管理层更惧怕资金链的断裂;成熟期企业虽然市场地位趋向稳定,经营风压力下降,但企业内部利益关系错综复杂,加剧代理问题中的信息不对称情况。Anthony and Ramesh (1992) [47]全面解释了处于不同生命周期阶段企业盈余和现金流价值相关性的变化规律。

徐雪霞、王珍义等 (2013) [48]研究股权激励与盈余管理的关系时发现企业生命周期在其中存在显著的调节作用:在成长期,两者显著正相关,而在成熟期,两者之间的关系并不显著。企业应当在处在不同生命周期阶段时应选择差异化的股权激励方式的选择上,才能有效约束高管投机行为。周晓苏、陈沉 (2016) [49]研究发现,企业的应计盈余管理和真实盈余管理程度,成长期低于成熟期低于衰退期,盈余管理程度呈现逐渐加强的特点;两种盈余管理之间有互补关系,这种关系在成长期和衰退期表现更明显。该研究结果有助于提高企业会计盈余质量,对会计信息监管机构有借鉴意义。王云、李延喜等 (2016) [50]处在成长期和衰退期的企业比处在相对稳定的成长期的企业负债水平更高,而且在这两个阶段负债水平与企业盈余管理呈显著正相关关系,成长期企业资金缺口大,面对不断增长的债务有减少应计盈余的倾向,与之不同的是,衰退期企业为了更好的隐蔽性会选择会增加真实盈余管理。陈沉、李哲和王磊 (2016) [51]为管理层控制权与真实盈余管理都构建了综合衡量指标,回归结果显示两者呈显著的正相关关系,这种关系在成长期企业和衰退期企业表现得更强,高于成熟期企业。

1.2.5 文献述评

通过梳理国内外相关的文献研究,可以发现机构投资者对会计信息质量的影响仍存在很大的学术研究空间。

第一,从上述研究文献我们发现,机构投资者持股对会计信息质量到底存在何种影响尚无定论,存在正反两种截然相反的观点。一种观点认为机构投资者确实起到了积极作用,机构投资者拥有强有力的资金支持和信息收集及分析优势,能够从公司内部实现对管理层的监管,进而起到改善公司治理的作用,同时外部投资环境对管理层施压,从而敦促管理者提高企业的会计信息水平;另一种观点认为机构投资者只追逐利益的特性使其只关注上市公司的短期利润,在证券市场上换手率高,甚至采取与上市公司“串谋”的方式,不但不治理公司,而且会刺激被投资公司的管理层,使其更倾向于操纵公司的盈余水平。所以,

机构投资者持股是能提高还是降低会计信息质量还有待于进一步的实证研究。

第二、研究角度较为单一，会计信息质量衡量的角度和方法较多，从不同视角、不同理论分析获得的最终结果可能存在差异。在上述的相关研究中，又使用会计信息盈余信息含量、盈余持续性、会计信息披露透明度等衡量，也有运用构建综合衡量指数的方法进行更科学的度量，这些方法内容相近但内涵有所差异，也不够全面准确。

第三，机构投资者的发展存在阶段性差异，我国机构投资者发展的时间不够长，2005年股权分置改革前后的发展状况存在较大差别，因此利用不同时间段的数据进行研究，得出的实证结果可能会导致相反结论，很多国内学者的研究数据比较老，因此，有必要用最新数据进行研究，反映我国上市公司的发展变化和最新情况。

第四，从企业生命周期角度，研究机构投者对上市公司会计信息质量的研究基本没有，有很大研究空间。

基于此，本文将从机构投资者异质性、企业生命周期两个角度，使用最近三年的最新数据深入探讨机构投资者与会计信息质量之间的关系，其中会计信息质量从财务报告可靠性和信息披露透明度两个视角来进行全面衡量。

1.3 本文的研究内容、研究方法和研究框架

1.3.1 研究内容

(1) 研究机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系，从会计信息透明度和会计信息可靠性两方面，分别研究二者之间的关系。

(2) 考虑机构投资者异质性，将机构投资者划分为压力抵抗型和压力敏感型，进一步研究不同类型的机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系。

(3) 考虑企业生命周期，研究不同成长阶段下，机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系。

(4) 同时考虑企业生命周期和机构投资者异质性，研究不同成长阶段下，不同类型的机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系。

1.3.2 研究方法

(1) 规范研究法。本文首先对研究机构投资者影响企业会计信息质量造成影响的有关结论进行了整理和分析，搜集了从企业生命周期的动态视角出发研究企业盈余管理和会计信息质量的相关文献。然后，对涉及的相关概念进行了界定并讨论了机构投资者对会计信息质量影响理论基础。

(2) 实证研究法。采用回归的方式检验了机构投资者影响会计信息质量的效果，更

进一步划分企业生命周期和异质性机构投资者进行更为细致的研究。

1.3.3 研究框架

本文内容的逻辑结构如图 1-1 所示。

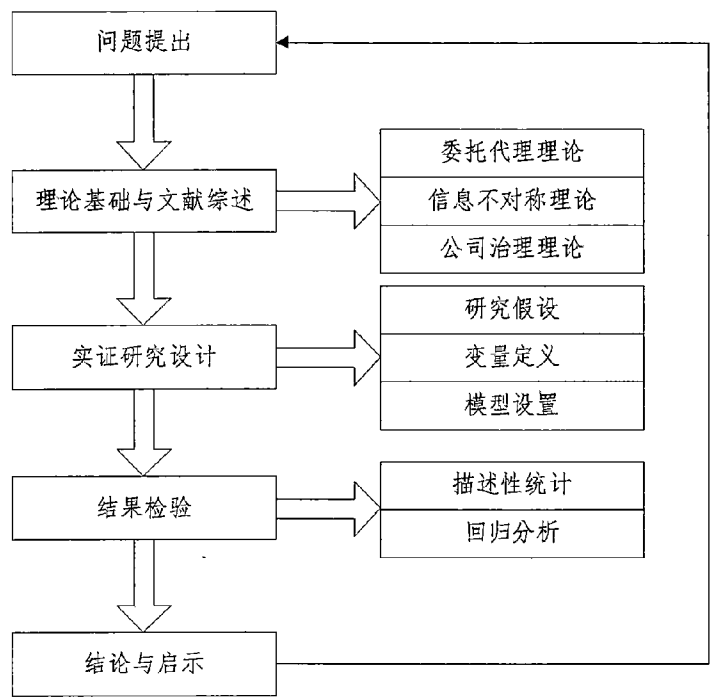


图 1-1 论文框架图

1.4 可能的创新之处

第一，会计信息质量一方面体现在对外提供的财务报告的可靠性，另一方面体现在对外披露信息的透明度。以往研究仅仅从一方面研究会计信息质量，而本文综合考虑这两个方面，研究会计信息质量，这是本文的创新之处。

第二，目前国内外学者有关机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系的相关研究，仅仅是探讨了二者之间的简单线性关系，并没有进一步深入研究。本文从企业生命周期和异质性两个角度切入，研究机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系，拓宽了以往研究框架，能够深入揭示二者之间的关系。这也是本文的创新之处。

2 相关概念界定与理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 机构投资者

(1) 机构投资者的定义

我国从 2006 年至今,机构投资者步入蓬勃发展时期,初步建立了证券投资基金为主体,信托公司、保险公司、社保基金、证券公司、企业年金、合格境外机构投资者等其他各类机构投资者相结合的多元化格局。伴随着我国机构投资者群体的崛起,投资规模的不断扩大以及机构投资者整体在质量上的不断进取,资本市场投资主体的机构化脚步日益加快。机构投资者这个概念已经为人们所熟知,但对于机构投资者的概念界定还存在分歧,对其的内涵和外延的理解有所不同,造成这种情况的最主要的原因是机构投资者一直处于动态发展中,当然研究者对机构投资者的研究目的不尽相同也是一个重要原因。

目前,对机构投资者的定义主要有广义和狭义两种。广义上机构投资者仅强调了投资者的非自然人特征,泛指非个人的投资者,不仅包括证券投资基金、养老基金(包括社保基金等)、保险公司,还包括各种证券中介机构、私人捐款的基金会、社会慈善组织等,内涵十分广泛。戴维斯和泰尔(2000)^[52]在《机构投资者》一书将狭义的机构投资者定义为将小投资者资金集中管理,代表其利益,为实现特定目标,在可接受的风险范围和规定的时间内,追求投资收益的最大化的一种特殊金融机构。在我国的许多研究中一般将机构投资者定义为利用自有资金或者筹集资金在金融市场进行投资的职业化、社会化、非自然人的机构,主要包括具有证券自营业务资格的证券经营机构,符合国家有关政策法规的投资管理基金及保险机构等,为便于研究,本文采用这种狭义的机构投资者概念。

(2) 机构投资者的特征

机构投资者的以下特点,使得其与个人投资者相比,在对会计信息的获取、辨别、筛选、和分析方面占有先天优势:

第一,投资管理专业化。通常而言,机构投资者拥有十分雄厚的资本实力,在进行投资决策时拥有自身的独立部门对上市公司展开研究,1997 年以来,国内的主要证券经营机构都先后成立了自己的证券研究所,所以机构投资者在信息的搜集、分析、研究和投资组合的选择方面都有巨大优势,并且投资者决策的运作均由证券投资专家进行。与之相对的个人投资者不仅本就有限的资金有限高度分散,而且绝大部分还是小户投资者,在进行决策环节是没有足够的时间和精力去研究市场行情的,无法对上市公司的经营状况充足了解,也很难准确判断股票走势。总而言之,机构投资者的投资行为规模化、理性化、周期长,更有利于证券市场的持续性健康发展。

第二,投资结构组合化。证券市场是一个风险较高的市场,机构投资者入市资金越多,承受的风险就越大。机构投资者强大的资金实力、全面的数据分析、专业化的投资运作使得选择最优投资组合,分散投资风险成为可能。对于个人投资者而言,自身条件限制使其很难进行投资组合行为,自然面临的风险也更高。

第三,投资行为规范化。资行为规范化。机构投资者的投资行为受到来自政府、行业、公众等多方面的监管,相对来说,也就较为规范。一方面,为了保证证券交易的公开、公平、公正,规范和监督机构投资者的行为,保障资金安全,维护资本市场稳定,国家设立了相关的监管机构,制定了一系列法律法规。另一方面,投资机构者为了维护自己的声誉,维系客户关系,也会自觉进行自律管理,规范投资行为。

2.1.2 会计信息质量

(1) 会计信息质量定义

会计信息质量应是会计信息满足明确和隐含需要能力的特征总和,这一定义较为宽泛。由于会计信息质量的综合性和抽象化,相关学者在对其进行定义时,往往从不同的角度得出不同的表述。葛家澍教授(2003)^[53]认为,会计信息质量是对会计信息应具有的质量标准的具体描述,是使得会计信息达到或者满足基本质量的要求。杨世忠(2008)^[54]也对会计信息质量进行了定义,即会计信息满足信息使用者需求特征的总和。根据国际标准化组织对质量的定义,会计信息质量是会计信息满足明确和隐含需求能力的特征总和,这个定义的范围非常宽泛,包括了会计信息实用性和符合性的全部内涵。

认为由于会计信息的确认、计量及报告是企业进行会计活动所涉及的三个主要环节,与此相对应,会计信息质量就是指企业这三个环节会计活动完成的质量水平。由于前两个环节是公司内部行为,所以会计信息的确认和计量的质量就是指公司会计信息的真实性,也就是财务报告的可靠性。而报告环节与前两个环节不同,在受到内部治理环境的影响的同时,还要受到外部环境的监督,该环节的会计信息质量可以定义为会计信息披露的透明度。所以,财务报告可靠性和信息披露的透明度,是会计信息质量的两个重要组成方面,两者相互联系,但两者的侧重点不同,存在一定的差异,机构投资者行为对两者的影响机理也不甚相同。财务报告的可靠性也是企业管理层对盈余管理控制情况的反应,如果管理盈余管理空间小,那么财务报告的可靠性机会相对较高;美国注册会计师协会(AICPA)财务报告特别委员会在《改进企业报告——着眼于用户》的报告中对公司信息透明度的定义是信息使用者对公司信息的充分获取和理解,这与杨海燕等人提出的定义方式相似,信息披露透明度则表现出外部会计信息使用者搜集和读取财务数据的能力,反映了外部监管的效果。本文认为杨海燕对会计信息质量的概念进行了很好的界定,所以在本文中延续使

用该概念,认为财务报告可靠性和会计信息披露透明度为会计信息的两个组成部分,本文的研究主要从以上两个角度出发。

(2) 会计信息质量的度量

现有相关文献中,度量会计信息质量的方法主要有三种:

第一,以财务舞弊度量会计信息质量。财务舞弊主要讨论的是那些由于违反法律法规或会计准则被证监会处罚的企业,已有很多学者在研究会计信息质量问题时采用了这个衡量指标,并且发现财务舞弊的公司存在不同的财务特征及其他特征。Dechow 等(1995)^[55]以对外财务报告经过调整而被证券交易委员会处罚的企业为样本,验证了公司股权及治理结构对会计信息质量的影响。陆瑶(2012)^[27]以被中国证监会、财政部门、公安机关等监察机构公开谴责或公开处罚的违规公司为研究样本,验证了机构投资者对公司违规存在监管作用。但是财务舞弊虽然是会计信息质量低的表现,却不能排除会计信息质量不受其他因素的影响,这是因为财务舞弊是会计信息质量问题的一种极端表现形式,没有财务舞弊的公司也可能存在会计信息质量问题。而且,采用财务舞弊衡量会计信息质量时通常样本量较少,因此,研究结果很可能比较片面,难以反映整体情况。

第二,以会计信息披露度量会计信息质量。由于会计信息在生产加工后需要经过披露才能被信息使用者获取,而且对外披露财务报表是对上市公司的强制性要求,财务报表信息会影响投资者或债权人的实际决策,因此信息披露质量是会计信息质量的重要衡量方式。国外相关文献中主要有两种衡量方法,一种是直接利用权威部门发布的信息披露评级数据,比如 Healy 等(1999)^[56]在研究中使用了美国投资管理与研究协会(The Association for Investment Management and Research, 简称 AIMR)评级作为信息质量的代理变量。另一种是通过建立披露指数对会计信息质量进行量化,包括分析师的主观评分法以及主客观相结合的方法,这种指数主要是对企业的财务信息或非财务信息进行评价(Beattie, 2004)^[57]。在我国的相关文献研究中,有采用深交所的信息披露评级衡量信息质量,本文中也采取此种标准衡量会计信息披露环节的质量。杨海燕、韦德洪等(2012)^[45]使用深交所市公司的信息披露评级衡量会计信息透明度,发现机构投资者持股比例增加提高有助于会计信息透明度的提升,也有以信息使用者的信息需求为宗旨,采用信息披露指数来测度自愿信息披露水平的(崔学刚, 2004)^[28]。

第三,以盈余质量度量会计信息质量。目前的研究中,许多学者将盈余质量作为会计信息质量的替代变量。关于盈余管理程度的计量是国外研究的重点,基于不同的角度和不同的研究目的有不同的度量方法,本文整理了三种常用方法。一是从市场价值方面来评价会计盈余信息的质量,一般运用事件研究法通过会计盈余-市场回报模型得到的盈余反应系数(ERC)来估计。盈余质量越高,资本市场对同期未预期盈余水平的反应越灵敏,ERC

就越大。二是以反向回归构建的盈余-股票回报关系模型测量盈余稳健性程度,此模型的思想是,股票回报应能反映包括盈余质量在内的权益价值信息,如盈余具有稳健性,则股票回报与盈余的相关关系应强于正的股票回报与盈余的相关关系。三是通过构建应计模型来分离正常应计与异常应计,以异常应计来估计盈余质量,常使用 Jones 模型和 DD 模型。应计利润分离法能够应用于关于盈余管理研究的不同领域,随着国内盈余管理实证研究的进一步深入和发展,应用应计利润分离法计量盈余管理将会成为必然的选择,基于行业分类的横截面修正 Jones 模型能较好地揭示出盈余管理程度。基于此,本文选择分年度分行业的修正的琼斯模型计量操纵性应计利润进行回归检验。该方法主要利用回归方程将应计利润分离为非可操控性应计利润和操控性应计利润,并用操控性应计利润来度量盈余管理程度。由于操控性应计利润的不可观测性,是通过计算非可操控性部分,从而间接求出可操控性部分。

2.1.3 企业生命周期

(1) 企业生命周期的涵义

20 世纪 70 年代,耶鲁大学副教授金伯利和米勒思最早提出组织生命周期概念,为企业生命周期理论的构建奠定了基础。1972 年,美国哈佛大学的格雷纳教授在《组织成长演变和变革》一书中首次初步阐述了企业生命周期理论。企业生命是指由构成企业的要素,包括无形要素、有形要素及人力资源要素,结合而成的有机体,为实现自身目标,通过投入产出而在系统内外进行物质能量交换、信息交流的一种存在或持续状态。如同人的成长过程要经历幼年、青年、中年、老年等阶段一样,企业生命周期就是指企业所经历的一个从低级到高级,由幼稚到成熟的生命过程,指企业诞生、成长、成熟和衰退的不同阶段,每个阶段之间紧密相连,构成了企业完整的生命变化过程,并且在每一个不同的阶段上都呈现出不同的特点,面临不同的挑战和危机。

(2) 企业生命周期的阶段划分

企业生命周期理论出现以后,很多学者都在这一领域进行了广泛而深入的研究,虽然由于采用的划分标准有所差异,学者对于企业生命周期的阶段划分的数目大不相同,但都围绕企业诞生、成长、壮大、直至死亡这一主线,其内容的论述却都表明企业的生存与发展总是有着大致相同的模式。因此,本文在对上述研究进行归纳提炼的基础上,考虑到本文研究样本均为上市公司,企业上市必须符合相关条件,已不处于初创期,依据 DICKINSON^[59]现金流组合模型,将企业生命周期分为三个阶段:成长期、成熟期和衰退期,不同的阶段性特征企业在各成长阶段存在影响会计信息质量的不同动机和手段。

第一,成长期。成长期企业的产品逐步被消费者认可,产品生产规模扩大,企业业务

量增长迅速,处于快速发展时期。高速的发展需要企业募集大量资金填补销售费用以及进行项目投资,但企业的现金流量却仍然不确定,市场环境多变,企业面对的经营风险仍旧很大。在该阶段企业常常利用盈余管理等手段粉饰会计信息,达到保持利润稳定增长、获得融资和避税的目的。

第二,成熟期。企业进入相对稳定状态,销售额保持和增长速度变化幅度不大,现金流量比较稳定,经营风险相对下降,管理制度趋于完善,企业价值不断增加,以此同时的是此时企业的利润率开始初步下降,净利润开始达到最高。此时来自政府的监管、税收政策、企业的股利政策等都影响着会计信息的计量和披露。

第三,衰退期。企业创新能力减弱,原有产品逐渐被市场所淘汰,而新产品却很难推出,企业业务发生萎缩,竞争变弱,死亡率上升。所以处于这个阶段企业进行盈余管理的动机和手段更明显,会计信息质量下降的情况更加严重。

2.2 机构投资者影响企业会计信息质量的相关理论

在现代公司治理中,存在着所有者与经营者、大股东与中小股东的双重代理关系,由于信息的非对称性和契约的不完备性,导致了双重代理冲突,表现为企业管理层的机会主义倾向,和大股东利用控制权谋取私人收益。管理层以及相关的大股东为了获得更高额的收益,可能会对会计信息进行人为的操作。机构投资者作为公司的合法股东,拥有参与公司治理,监督管理层的权利,更可以对大股东形成有效制衡,其对公司会计信息质量的监督是所有权的合理行使,机构投资者的参与为解决委托代理引起冲突提供了很好的途径。通过本节中对委托代理理论、信息不对称理论、公司治理理论的论述,目的是更好地理顺机构投资者参与会计信息质量监督的理论基础。

2.2.1 委托代理理论

张维迎(1997)^[60]从信息对称新角度定义了委托代理关系,认为其可以是任何一种涉及非对称信息的交易,在交易双方中掌握信息优势的即为代理人,反之就是委托人。委托代理理论的假设前提有两个,一是委托者与受托者之间存在代理矛盾,二是委托者与受托者之间存在信息不对称,这两个前提就是委托代理问题产生的根本原因。首先,在委托代理关系中,基于经济人的假设,委托者与受托者的行为目的都是为了实现自身利益的最大化,委托者的收益取决于受托者所付出的成本或者说努力,而代理人的收益就是委托者支付的报酬,很明显,两者的利益是不同的,甚至有时候是相互冲突的。基于两者的利益矛盾,代理人很可能利用委托者赋予的资源管理权进行自利行为,由此会产生代理问题。另外,假设二中这种代理关系中存在着不利于委托者的信息不对称性,即委托者并不能够直接观察到其的工作努力程度,给了代理人实现自身利益最大化的可乘之机。总之,由于契

约中委托方与受托方的利益不完全一致和二者之间信息的非对称性，导致代理人倾向于利己决策，而不是以委托人利益最大化为先，委托人为了监察受托人行为以保护自身利益、维护企业长远发展所付出的代价就是代理成本。具体在现代企业组织中，这种代理成本被归结为三类：委托人的监督成本、代理人的保证成本和剩余损失。

第二类代理问题在大小股东之间产生，从上世纪 90 年代以来，随着股权分布愈发集中，很多大股东的持股比例使其拥有公司的绝对控制权可以操纵管理层，使管理层从他们的利益出发管理公司，进而间接“掏空”公司资源，侵占其他股东的权益，因此，理论界开始研究股权集中形式下所带来的第二类代理问题，即大股东与中小股东之间的利益矛盾。一方面，大股东掌握着相对更多的内部信息，可以建立起相对于中小股东的信息优势；另一方面，由于大股东实际掌控着公司的经营，拥有了更多获取利益的途径，其中侵占其他股东的利益就是方式之一，此时大股东与中小股东的利益就会不同，基于“经济人”假设，这便诱发了这种行为。我国的一股独大现象更是由来已久，大股东与中小股东的利益冲突问题已经成为目前我国委托代理问题研究的重点，本文也将第二类代理问题作为重点进行阐述。（Laporta, 1999）^[61]

机构投资者数量和规模的扩大，使其在资本市场中的地位越来越重要，其庞大的资本规模和专业的投资能力，为解决委托方和代理人、大股东和小股东之间双重代理问题提供了新的解决思路。一方面可以监督管理层，敦促公司治理模式的改进，另一方面可以制衡控股股东，缓解其为攫取私利引起的会计信息质量不高问题，另一方面也是当前解决小股东行动驳论的重要途径。机构投资者通常有动机和能力监督公司管理层，而且机构投资者的参与治理成本（主要是监督成本）低于其参与治理收益（主要是监督收益），因此他们不会像中小股东那样采取“搭便车”行为，而是选择积极参与公司治理，在参与公司治理过程中发挥重要作用，如在参与公司治理过程中强化股东地位、维护股东权利、保障全体股东利益。同时持有上市公司较高比例的机构投资者可能更愿意承担公司治理结构改革评估的既定成本，因为机构投资者在某个上市公司中付出了这种成本后，就可以运用这些研究成果去控制十倍或百倍的其他投资者在该上市公司的资产。在机构投资者股东和中小股东并存的情况下，中小股东由于持股比例较小，在对上市公司管理层相关行为进行监管的过程中普遍存在着“搭便车”行为而不愿意承担监督的职责，机构投资者由于与投资的上市公司存在重大经济利益，因此，他们有强烈的动机密切地监视管理层，以确保管理层没有从事损害股东财富的活动。这样，机构投资者的有效监管行为有利于降低管理者在披露会计信息时过分偏离实际，进而降低相关信息使用者获取有用信息的成本。

2.2.2 信息不对称理论

所有权和经营权的分离以及委托代理关系的存在，导致了现代公司的信息不对称问题。信息不对称是指一些利益主体由于某些特定的原因，而拥有其他利益主体没有的信息。由于信息不对称的存在，信息拥有者往往会利用自己占有的优先信息谋取个人利益，这样就会产生各种各样的利益冲突。

在企业中，典型的利益冲突有：所有者与经营者的利益冲突，所有权与债权人的利益冲突，大股东与小股东的利益冲突，股东与其他利益相关者的冲突等。其中，所有者与经营者利益冲突是最基本、最典型的利益冲突。一方面，由于股东不直接参与企业的生产经营，这种情况下经理人由于其经营者的独特身份，往往拥有优先于所有者的内部信息，这种信息差异可能会导致企业管理层做出为了谋求自身利益最大化而损害公司其他主体利益的行为，经营管理层会为了自己的利益，在特定的情况下违背自己的受托责任，或者利用会计规范的漏洞及缺陷，进行会计舞弊，或者为了获得职务的连任和股东的支持往往会选择按照股东的意愿行事，对反映公司财务状况、经营成果、现金流量的财务信息以及其他各种非财务信息进行选择性披露、故意隐瞒或遗漏、虚假性陈述。另一方面，由于大股东掌控着上市公司的管理层，此时大股东和管理层便融为一体，大股东往往又拥有多于小股东和其他利益相关者的信息，管理层与股东之间的信息不对称就转变为大股东和中小股东之间的信息不对称，自然而然会引发大股东利用其信息优势侵蚀中小股东权益的行为。

机构投资者往往具有更优秀的人力资源、更先进的分析技术，其在资本市场上采取的行动往往会影响其他投资者的决策方向和行为方式，因此上市公司应寻求与机构投资者建立一种长期的双方互利合作为主的经营战略方针，欢迎机构投资者参与到上市公司的治理中。为了吸引机构投资者，上市公司往往会选择和他們进行私下会谈，透露更多公司有关信息来表示自己的诚意。上市公司这种安排使得机构投资者除了能更为及时地获取公开信息外，还能够参加上市公司的电话会议，并有可能与公司管理当局进行一对一的面对面交流以获取更多资本市场上没有明确披露的会计信息。另一方面，机构投资者基于利益需求也应该与上市公司保持密切的关系。从表面来看，长期良好的合作关系能够使机构投资者通过更及时更充分的信息获取最大限度的经济利益，因为上市公司的价值尤其是长期价值不仅需要根据财务信息，更需要根据非财务信息进行评估。为了尽可能多的获取有用信息，机构投资者必须与管理当局保持密切交流和沟通，这使得机构投资者拥有了一般投资者不具备的信息获取通道，在相关投资行动拥有信息优势。

2.2.3 公司治理理论

公司治理结构是一套制度安排，用于支配若干在企业中有重大利害关系的团体——投资者、债权人、经理人员、职工之间的关系，并从这种联盟中实现经济利益（青木昌彦、钱颖一，1995）^[62]。公司治理的最终目的是最大限度地解决利益相关者间的利益冲突，降低代理成本，实现企业价值最大化。（孙永祥，2001）^[63]对公司治理进行研究的过程中，指出公司治理需要将股东利益作为主要指导，协调好股东、董事会、管理层以及企业相关利益群体之间存在的冲突和矛盾。这是因为股东对于企业治理能够起到重要作用，股东的监督行为对公司发展至关重要，所以企业必须强化对股东的重视程度，给予特别的关注。

现代契约理论认为，治理结构要保持高效，必须最大程度地保证企业剩余索取权和剩余控制权的对称性分配。张维迎（1996）^[64]研究指出，最佳的公司治理结构中控制权应当依存于企业的经营状态，当企业经营不善时，债权人需要承担企业的控制责任，因为在这种情况下股东相较于较债权人对企业的态度更为消极被动，容易出现不理智行为；如果企业处在正常经营状态中，企业的控制权更适合于掌握在股东手中。要达到他认为的这种最优所有权安排，优化治理结构需要满足一系列的条件，高质量的会计信息在公在其中起着至关重要的作用。

公司治理机制可以分为内部和外部两种，其中机构投资者作为企业的外部治理机制，是企业治理理念的重要补充。不过，由于机构投资者群体的崛起及其投资理念的转变，机构投资者逐渐发展成为上市公司的重要股东，这就使得机构投资者不仅从外部通过投资决策的选择倒逼企业提升会计信息质量、改善自身形象，也能够从外部对企业治理进行监督，直接影响公司的经营模式以及信息披露质量。会计信息质量作为企业治理效应的重要表现。很有必要从会计信息质量的视角探讨机构投资者这一治理机制所施加的影响。

3 机构投资者持股与会计信息质量的实证研究

3.1 研究假设的提出

3.1.1 机构投资者持股比例与会计信息可靠性

可靠性是会计信息的灵魂，会计的基本职能就是反映真实（葛家澍，2001）^[65]。会计信息确认和计量的质量，即财务报告可靠性，主要依赖于会计操作层面的保障，能够反映管理层盈余管理情况，管理层盈余管理程度小，财务报告可靠性就高。魏明海（2005）^[66]认为现在的会计准则越来越复杂，信息披露的花样也越来越多，往往只有“聪明”的会计信息使用者才有可能识别会计数据背后的所谓交易活动和经济事项，“老实”的会计信息使用者是很难看得出来的。机构投资者具有较强的纠错能力，机构投资者的专业判断，能使得上市公司的潜在风险和违规问题比较容易暴露。所以机构投资者能够对“大股东”起到监督作用，提高公司治理水平，进而抑止盈余管理，财务报告可靠性与公司治理有密切关系，良好的公司治理能够提高财务报告的可靠性（高雷、张杰，2008）^[67]。而且，机构投资者持股，在一定程度上实现了股份的流通和股权的分散化，削弱了大股东和内部人对公司的控制，令中小股东可以真正用手表决，让上市公司股份制改造的意义名至实归，完善公司治理结构，提高上市公司的会计信息质量，为中国资本市场中的价值投资、长期投资培育健康的土壤。因此，本文提出假设：

假设 1a：机构投资者持股比例与上市公司会计信息可靠性呈正相关。

3.1.2 机构投资者持股比例与会计信息透明度

委托代理关系使得委托人无法掌握关于代理人行动的所有信息，使得代理人有从事最大化自身利益的行为空间，损害委托人的利益。而信息披露透明度是指会计信息被外部投资者接受、解读和扩散的程度，能够反映监管部门的监管效果和外部人使用者识别财务报表反映的相关会计事项和交易行为的能力，因此透明度的保障主要依赖于监管部门和外部报表使用者的监督。所以，高透明度的信息披露是降低信息不对称的有效途径。机构投资者相对于一般投资者是专业投资人，面对代理人所披露的大量信息，他们具有强大的资金实力以及专业的投资团队，显然他们的信息甄别和解读能力要高于一般投资者。机构投资者可以通过信号的传递给公司信息披露透明度施压，能够通过各种传媒渠道向社会公众传递关于被投资公司经营状况的各种信息，使得公司披露信息透明度更高，在一定程度上起到了监督上市公司披露的会计信息的作用。而上市公司在面对这种压力时，必须提高自身信息披露的透明度，向市场传递其经营状况良好的信息，获得更多机构投资者的信任，在再融资中得到更大的收益。有学者研究发现机构投资者持股比例越高，管理层越倾向于发布预

测信息并且预测信息越频繁,信息内容更具体、准确,并且乐观高估的偏差减小;杨海燕、韦德洪和孙健(2012)^[45]发现机构投资者持股比例越高,上市公司信息披露透明度越高。因此,本文提出假设:

假设 1b: 机构投资者持股比例与上市公司会计信息透明度呈正相关。

3.1.3 企业生命周期、机构投资者持股比例与会计信息质量

根据企业生命周期理论(Ichak Adizes, 1990)^[46],不同成长阶段的企业具有不同的特征。企业生命周期可以化为初创期、成长期、成熟期、衰退期等几个阶段,伴随企业成长阶段的延伸,企业的风险承受度表现出倒 U 型的关系,也即从初创期到成长期,企业的风险承受度不断增加,从成长期到成熟期再到衰退期,企业的风险承受度不断降低。在这个过程中,伴随风险承受度的变化,企业的经营决策、信息披露等均会发生变化,进而会影响到企业的盈余管理和会计信息质量。处在成长期的企业,更倾向于选择激进的经营决策,而处在成熟期或者衰退期的企业,则更倾向于选择保守的经营决策,这种经营决策的选择性差异会进一步影响到会计信息质量的差异。同时,考虑生命周期下,机构投资者对企业的持股比例会发生变化,机构投资者倾向于增加对成长期和成熟期的企业投资,同时减少对衰退期企业的投资。因此,在不同成长阶段,机构投资者持股比例以及会计信息质量都会发生变化,二者之间的关系也即会发生变化。据此,我们提出假设如下假设:

假设 2a: 不同成长阶段,机构投资者持股比例与上市公司会计信息可靠性之间的关系有所差异。

假设 2b: 不同成长阶段,机构投资者持股比例与上市公司会计信息透明度之间的关系有所差异。

3.1.4 异质性机构投资者持股比例与会计信息质量

依据机构投资者与所投资的企业是否有业务关系还是投资合约将机构投资者分为压力敏感型机构投资者和压力抵抗型机构投资者。这种异质性使得它们参予公司治理、监督管理层活动的的能力、积极性和目标有很大不同。压力敏感型机构投资者与所投资的公司一般有商业关系或希望形成商业关系,潜在利益冲突的产生使其失去参与公司治理的积极性和能力,而且这种商业关系使其可以从多种渠道获得更多的内部信息,因此对于公司向外部披露的会计信息质量需求较低。而压力抵制型的机构投资者缺乏这种潜在的商业关系,因而具有参与公司治理的的积极性,压力抵制型机构投资者一般与被投资单位仅存在投资关系,独立性较高,获取内部信息的渠道相对较少,依赖通过公司对外披露的会计信息来对公司做出判断,对会计信息的质量要求就高。此外,压力抵制型机构投资者偏重于长期持股,且投资规模相对较大,其通过加强对大股东的股权制衡作用能够给其带来规模收益,

因此压力抵制型机构投资者具有对高水平的会计信息质量有强烈的需求。据此，本文提出假设：

假设 3a：相对于压力敏感型机构投资者，压力抵抗型机构投资者持股比例越高，上市公司财务报告可靠性越高。

假设 3b：相对于压力敏感型机构投资者，压力抵抗型机构投资者持股比例越高，上市公司信息披露透明度越高。

3.1.5 企业生命周期、异质性机构投资者持股比例与会计信息质量

由前文分析可知，根据企业生命周期理论（Ichak Adizes, 2004）^[68]，不同成长阶段的企业具有不同的特征。由于不同成长阶段下，企业的风险承受度不同，企业管理层的经营决策、信息披露等均存在差异，投资者对企业的投资决策也会根据企业成长阶段而有所差异，因此不同成长阶段下机构投资者与会计信息质量之间的关系存在差异。更进一步地，同时考虑企业生命周期和机构投资者的异质性，由于机构投资者的个性差异，加之企业不同成长阶段下机构投资者和会计信息质量之间的差异，异质性机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系也会有所差异。不同成长阶段，压力抵抗型与压力敏感型机构投资者的持股比例对会计信息质量的影响存在差异。据此，我们提出假设如下假设：

假设 4a：不同成长阶段下，异质性机构投资者持股比例与上市公司会计信息可靠性之间的关系有所差异。

假设 4b：不同成长阶段，异质性机构投资者持股比例与上市公司会计信息可靠性之间的关系有所差异。

3.2 变量定义

3.2.1 被解释变量的设计

会计信息质量主要体现在财务报告可靠性和信息披露透明度两个方面，见表 3-2：

（1）财务报告可靠性：DA 为操纵性应计利润的绝对值，代表盈余管理的程度，反映会计信息可靠度。

盈余管理程度较多地用来衡量会计盈余信息的可靠性，关于盈余管理程度的计量是国外研究的重点之一。基于不同的角度和不同的研究目的，学者们主要提出了四类计量方法：应计利润总额法、应计利润分离法、具体项目法、分布检验法。其中，应计利润分离法是运用最广泛的，计量效果最好。该方法主要利用回归方程将应计利润分离为非可操控性应计利润和操控性应计利润，并用操控性应计利润来度量盈余管理程度。由于操控性应计利润的不可观测性，是通过计算非可操控性部分，从而间接求出可操控性部分。

本文选择分年度分行业的修正的琼斯模型计量操纵性应计利润进行回归检验。修正 Jones 模型计算公式如下:

首先将总应计利润从净利润中剥离出来。

$$TAC_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (3-1)$$

再将总应计利润进行回归, 求出参数 β 的估计值。

$$\frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t}} = \beta_0 \left[\frac{1}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_1 \left[\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \varepsilon \quad (3-2)$$

将 β 的估计值代入方程 4-3 求出非操纵性应计利润。

$$NDA_{i,t} = \beta_0 \left[\frac{1}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_1 \left[\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] \quad (3-3)$$

用总应计利润减去非操纵性应计利润, 得到操纵性应计利润。

$$DA_{i,t} = TAC_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (3-4)$$

方程 (3-1) - 方程 (3-4) 之后, $NI_{i,t}$ 代表 t 年净利润, $CFO_{i,t}$ 代表 t 年经营现金流量, $A_{i,t}$ 和 $A_{i,t-1}$ 分别代表 t 年和 $t-1$ 年的总资产, $\Delta REV_{i,t}$ 和 $\Delta REC_{i,t}$ 分别代表营业收入和应收账款的增加值, $PPE_{i,t}$ 代表 t 年的固定资产原值, $DA_{i,t}$ 为操纵性应计利润。

计算得到的数据会出现有正有负的情况, 这是因为上市公司盈余管理的方向也有正负之分, 既可能虚构利润、拔高经营业绩, 也可能出现对部分盈余的故意隐匿情况。但不管何种方向的盈管理, 其结果都违反了会计信质量真实性的要求, 降低了会计信息质量的有效性。而且直接将正负数据代入回归方程可能会对不同方向的盈余管理产生抵消作用, 因此本文借鉴夏冬林 (2008) [30]、胡奕明 (2008) [69] 的研究对数据取绝对值来表示盈余管理的程度。

(2) 信息披露透明度。采用深交所在其网站“诚信档案”公布的所有上市公司的信息披露考评结果 (RANK) 表示。深交所根据《上市公司信息披露工作考核办法》从信息披露情况、运作规范性、监管措施和违规处罚是否到位等方面考虑, 建立了综合考核上市公司信息披露质量的指标体系, 这个量化的考核指标的增加, 可以全面完善对信息披露的考评, 并且还增加了上市公司自评环节, 提高了考核方法的科学性, 使得考核标准更为客观、考核过程更为公开。而深交所拥有的庞大的信息搜集系统, 更是增加了考核结果的权威性。曾颖和陆正飞 (2006) [70] 认为深交所对上市公司披露的考评具有专业性、全面性和中立性, 能够衡量上市公司信息披露的总体质量。杨海燕、韦德洪等 (2012) [45] 的研究就采用了深交所的信息披露质量评分作为会计信息透明度的替代变量。

3.2.2 解释变量的设计

(1) 本文采用上市公司股东中所有机构投资者年末持股比例来衡量机构投资者总体持股情况。即机构投资者持股比例=年末机构投资者持股数/年末流通股股数，见表 3-2。

(2) 对于压力抵制型和压力敏感型机构投资者持股衡量如下，见表 3-2:

RES（压力抵制型）为上市公司证券投资基金、社保、QFII 持股比例之和。借鉴龚光明、彭娟（2014）^[40]的研究，证券投资基金、社保基金持股时间长、规模大，强调价值投资理念；QFII 则由于受法律机制保护、自身较为规范等特点更能有效地参与治理，因此将它们划分为压力抵制型机构投资者。

SEN（压力敏感型）为上市公司保险公司、企业年金、综合券商和信托持股比例之和。借鉴龚光明、彭娟（2014）^[40]的研究，保险公司与上市公司既有投资关系又有商业关系，其身份的双重特征会造成投资者的利益冲突；企业年金和信托公司在我国发展尚不成熟，综合类券商可能存在短视化行为，因此将它们划分为压力敏感型机构投资者。

(3) 企业生命周期：按照上文所说本文将企业生命周期划分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段，在模型中成长期用 PS₁ 表示、成熟期用 PS₂ 表示、衰退期用 PS₃ 表示。本文借鉴 Dickinson^[59]运用企业现金流来划分企业生命周期的方法，将具有相应特征的现金流的企业归入了相应的生命周期，具体归纳方式见表 3-1:

表 3-1 不同生命周期企业现金净流量符号							
	成长期	成熟期	衰退期 1	衰退期 2	衰退期 3	衰退期 4	衰退期 5
经营活动现金净 流量符号	+	+	+	+	-	-	-
经营活动现金净 流量符号	-	-	+	+	-	+	+
经营活动现金净 流量符号	+	-	+	-	-	+	-

3.2.3 控制变量的选择

为降低其他因素对回归结果的影响，选取了下列控制变量，见表 3-2:

(1) 董事长和总经理是否兼任的情形（CEO）：是为 1，否为 0。会计报告的编制责任在管理层，而对外披露前进行最终决策的是董事会，如果董事长兼任总经理，董事会的监督力量被削弱。本文认为两权合一的情况下，盈余管理的程度可能更大。

(2) 公司成长性（GROWTH）：采用托宾 Q 值计算。

(3) 独立董事比例（DU）：独立董事人数除董事人数，独立董事由于其独立性及专业性，被认为能对公司的决策进行独立客观地判断，能够形成权力的制衡与监督，有利于

改进公司治理结构确保会计信息的质量。独立董事在董事会中的比例越高，越能有效地监督经营者的机会主义行为，提高财务信息披露质量。

(4) 控股股东性质 (CONT)：当终极控制人为国有时为 1，否则为 0。

(5) 控股股东持股比例 (FIRSH)：第一大股东持股数量 / 年末总股本。反映第一大股东在上市公司的控制力，本文认为上市公司中第一大股东持股数量越高越容易出现大股东利用自己的影响力，操控会计信息的情况。

(6) 总资产收益率 (ROA) 等于净利润除总资产。代表企业的盈利能力，机构投资者在选择投资对象时，一般倾向于投资盈利能力较高、发展潜力较大的公司。

(7) 每股净资产 (BPS) 以净资产除流通股数表示。每股净资产越高，表明公司内部积累越雄厚，其资产质量越好，未来创造收益的能力越强，会计信息质量也就越高。

(8) 营业收入增长率 (MGR)：(营业收入_t - 营业收入_{t-1}) / 营业收入_{t-1}，机构投资者倾向于选择发展前景好的企业进行投资。

(9) 资产负债率 (LEV) 等于负债总额除资产总额。公司财务风险对公司的盈余管理和披露质量都有重大影响，因此我们将公司资产负债率值作为控制变量。

(10) 公司规模 (SIZE)：有学者研究表明公司规模与会计信息质量呈反向关系，公司规模越大，代理关系较为复杂，可能会导致会计信息质量降低。因此选择公司规模作为控制变量限制其影响。

(15) 行业虚拟变量。剔除了金融保险行业。

(16) 年份虚拟变量。控制不同年度的影响。

3.3 样本选择与数据来源

本文选取 2013~2015 年度深市 A 股上市公司共 504 家上市公司，1512 个研究样本作为研究对象。信息披露考评数据来自深圳交易所网站“诚信档案”中的“信息披露考评”，机构投资者数据来自 WIND 数据库，其他数据来自国泰安 CSMAR 数据库，本文综合运用了 EXCEL 和 SPSS22.0 进行数据处理和回归检验。本文剔除了下列数据：(1) 金融保险行业样本；根据《金融企业会计制度》的相关规定，金融业公司与非金融公司在会计信息质量要求方面存在较大差异，为保证数据的可比性，剔除了金融行业公司；(2) 当年 IPO 的公司、ST 公司，因为与其他公司或者其他年度相比，这些公司的数据可能存在异常；(3) 资不抵债的样本公司，即资产负债率大于或者等于 1 的样本。(4) 机构投资者持股为 0 的公司；(5) 关键数据缺失和异常的样本，以保证结果的合性。

表 3-2 变量定义表

变量类型	变量符号	变量定义	计算方法
因变量	QUALITY	盈余管理 DAC	基于修正 Jones 模型计算所得 不及格为 1，及格为 2，良好为 3，优秀为 4
		信息披露考评 RANK	
		机构投资者持股比例	
		压力抵制型	
自变量	INS	机构投资者持股比例	年末机构投资者持股数量/年末流通股数
	RES	压力抵制型	为上市公司证券投资基金、社保、QFII 持股比例之和
	SEN	压力敏感型	为上市公司保险公司、企业年金、综合券商和信托持股比例之和
	PS ₁	成长期	借鉴 DICKINSON ^[59] 现金流符号特征分类方法，若经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和融资活动现金净流量的符号分别为“+，-，+”时，则归为成长期，PS3 赋值为 1，否则赋值为 0
	PS ₂	成熟期	借鉴 DICKINSON ^[59] 现金流符号特征分类方法，当经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和融资活动现金净流量的符号分别为“+，-，-”时，则归为成熟期，PS3 赋值为 1，否则赋值为 0
	PS ₃	衰退期	借鉴 DICKINSON ^[59] 现金流符号特征分类方法，当经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和融资活动现金净流量的符号分别为表 3-1 中所示衰退期下的 5 种现金流符号组合之一，则归为衰退期，PS2 赋值为 1，否则赋值为 0
控制变量	CEO	董事长和总经理是否兼任	是为 1；否为 0
	GROWTH	公司成长性	采用托宾 Q 值计算
	DU	独立董事比例	独立董事人数/ 董事人数
	CONT	控股股东性质	当终极控制人为国有时为 1，否则为 0
	FIRSH	控股股东持股比例	第一大股东持股数量/年末总股本
	ROA	盈利能力，总资产净利率	为净利润与总资产比值
	BPS	每股净资产	净资产-流通股数
	MGR	营业收入增长率	(营业收入 _t -营业收入 _{t-1}) / 营业收入 _{t-1}
	LEV	资产负债率，偿债能力	负债总额-资产总额
	SIZE	公司规模	期末总资产的自然对数
	IND	行业虚拟变量	
	YEAR	年度虚拟变量	

3.4 模型设计

本文以 ΔDA 表示盈余管理程度。其中 $\Delta DA = DA_t - DA_{t-1}$ ， ΔDA 越大，公司的盈余管理程度越强，即财务报告可靠性越低。本文以深交所信息披露考评（RANK）表示信息披露透明度。深交所信息披露考评能够衡量上市公司信息披露的总体质量。 $\Delta RANK = RANK_t - RANK_{t-1}$ ， $\Delta RANK$ 越大，表明公司的信息披露透明度改善越快。为验证本文假设，考虑内生性和滞后效应建立了以下模型：

假设 1a：机构投资者持股比例与上市公司会计信息可靠性呈正相关。

$$\begin{aligned}
\Delta DA = & \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta INS + \alpha_2 * INS_{t-1} + \alpha_3 * ABSDA_{t-1} + \alpha_4 * RANK_{t-1} \\
& + \alpha_5 * CEO_{t-1} + \alpha_6 * \Delta GROWTH + \alpha_7 * DU_{t-1} + \alpha_8 * CONT_{t-1} \\
& + \alpha_9 * \Delta FIRSH + \alpha_{10} * \Delta ROA + \alpha_{11} * \Delta BPS \\
& + \alpha_{12} * \Delta MGR + \alpha_{13} * \Delta LEV + \alpha_{14} * \Delta SIZE \\
& + \alpha_{15} * \sum IND + \alpha_{16} * \sum YEAR + \varepsilon
\end{aligned} \tag{3-5}$$

假设 1b: 机构投资者持股比例与上市公司会计信息透明度呈正相关。

$$\begin{aligned}
\Delta RANK = & \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta INS + \alpha_2 * INS_{t-1} + \alpha_3 * ABSDA_{t-1} + \alpha_4 * RANK_{t-1} \\
& + \alpha_5 * CEO_{t-1} + \alpha_6 * \Delta GROWTH + \alpha_7 * DU_{t-1} + \alpha_8 * CONT_{t-1} \\
& + \alpha_9 * \Delta FIRSH + \alpha_{10} * \Delta ROA + \alpha_{11} * \Delta BPS \\
& + \alpha_{12} * \Delta MGR + \alpha_{13} * \Delta LEV + \alpha_{14} * \Delta SIZE \\
& + \alpha_{15} * \sum IND + \alpha_{16} * \sum YEAR + \varepsilon
\end{aligned} \tag{3-6}$$

假设 2a: 按照分组回归的方式, 对不同成长阶段的上市公司的机构投资者持股比例与会计信息可靠性之间的关系进行检验。公式同 3-5

假设 2b: 按照分组回归的方式, 对不同成长阶段的上市公司的机构投资者持股比例与会计信息可靠性之间的关系进行检验。公式同 3-6

假设 3a: 相对于压力敏感型机构投资者, 压力抵抗型机构投资者持股比例越高, 上市公司财务报告可靠性越高。

$$\begin{aligned}
\Delta DA = & \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta RES + \alpha_2 * RES_{t-1} + \alpha_3 * SEN_{t-1} + \alpha_4 * \Delta SEN + \alpha_5 \\
& * ABSDA_{t-1} + \alpha_6 * RANK_{t-1} + \alpha_7 * CEO_{t-1} + \alpha_8 * \Delta GROWTH \\
& + \alpha_9 * \Delta DU_{t-1} + \alpha_{10} * CONT_{t-1} + \alpha_{11} * \Delta FIRSH + \alpha_{12} * \Delta ROA \\
& + \alpha_{13} * \Delta BPS + \alpha_{14} * \Delta MGR + \alpha_{15} * \Delta LEV + \alpha_{16} * \Delta SIZE \\
& + \alpha_{17} * \sum IND + \alpha_{18} * \sum YEAR + \varepsilon
\end{aligned} \tag{3-7}$$

假设 3b: 相对于压力敏感型机构投资者, 压力抵抗型机构投资者持股比例越高, 上市公司信息披露透明度越高。

$$\begin{aligned}
\Delta RANK = & \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta RES + \alpha_2 * RES_{t-1} + \alpha_3 * SEN_{t-1} + \alpha_4 * \Delta SEN + \alpha_5 \\
& * ABSDA_{t-1} + \alpha_6 * RANK_{t-1} + \alpha_7 * CEO_{t-1} + \alpha_8 * \Delta GROWTH \\
& + \alpha_9 * \Delta DU_{t-1} + \alpha_{10} * CONT_{t-1} + \alpha_{11} * \Delta FIRSH + \alpha_{12} * \Delta ROA \\
& + \alpha_{13} * \Delta BPS + \alpha_{14} * \Delta MGR + \alpha_{15} * \Delta LEV + \alpha_{16} * \Delta SIZE \\
& + \alpha_{17} * \sum IND + \alpha_{18} * \sum YEAR + \varepsilon
\end{aligned} \tag{3-8}$$

假设 4a: 按照分组回归的方式, 对不同成长阶段的上市公司的异质性机构投资者持股比例与会计信息可靠性之间的关系进行检验。公式同 3-7

假设 4b: 按照分组回归的方式, 对不同成长阶段的上市公司的异质性机构投资者持股比例与会计信息可靠性之间的关系进行检验。公式同 3-8

4 实证检验与分析

4.1 描述性统计分析

我们对主要的变量盈余管理（DA）、信息披露考评（RANK）、机构投资者持股比例（INS）、压力抵抗型持股比例（RES）、压力敏感型持股比例（SEN）、企业生命周期（成长期 PS₁、成熟期 PS₂、衰退期 PS₃）、董事长和总经理是否兼任（CEO）、公司成长性（GROWTH）、独立董事比例（DU）、控股股东性质（CONT）、控股股东持股比例（FIRSH）、盈利能力（ROA）、每股净资产（BPS）、营业收入增长率（MGR）、资产负债率（LEV）、公司规模（SIZE）进行描述性统计，结果如下：

表 4-1 描述性统计

	样本数	最小值	最大值	平均值	标准偏差
DA	1512	0.0001	1.1021	0.058785	0.0875494
RANK	1512	1.0000	4.0000	3.119048	0.5366436
INS	1512	0.0018	0.9377	0.464726	0.1913818
RES	1512	0.0000	0.3825	0.048166	0.0588929
SEN	1512	0.0000	0.3164	0.014840	0.0305889
PS ₁	1512	0	1	0.302	0.203
PS ₂	1512	0	1	0.368	0.147
PS ₃	1512	0	1	0.325	0.296
CEO	1512	0	1	0.15	0.356
GROWTH	1512	0.9138	22.9156	2.599216	2.5371147
DU	1512	0.2500	0.7143	0.372920	0.0612326
CONT	1512	0	1	0.66	0.475
FIRSH	504	0.0714	0.8999	0.349432	0.1525879
ROA	1512	-0.4018	0.2416	0.029000	0.0534166
BPS	1512	0.4627	16.2395	4.250431	2.5476954
MGR	1512	-0.8693	5.5403	0.051278	0.4142953
LEV	1512	0.0687	0.9637	0.502553	0.1931031
SIZE	1512	19.1178	25.9096	22.609498	1.2368877

根据描述性统计结果可知，样本公司盈余管理的最小值为 0.0001，最大值为 1.1021，说明样本公司均存在一定的盈余管理，差异明显，这从代表离散趋势的标准差为 0.087 也可以看出。信息披露考评的均值为 3.119，说明总体来说，样本公司的信息披露考评维持在

良好水平。成长期、成熟期、衰退期的最小值均为 0、最大值均为 1，但成熟期均值为 0.368，高于成长期和衰退期的均值，这说明处于成熟期的企业较多。机构投资者持股比例均值为 0.4647，说明样本公司的机构投资者持股比例总体来说相对偏高。压力抵制型持股比例均值为 0.0482，压力敏感型 f 持股比例均值为 0.0148。总体来说，样本公司董事长和总经理不存在兼任现象居多，存在兼任的比例为 0.15。独立董事比例的均数为 0.373，总体上达到独立董事比例占比应该在三分之一以上的标准水平。样本公司国有企业性质的比例为 0.66。资产负债率最大值为 0.9637，最小值为 0.0687，说明样本公司均存在资产负债情况。公司规模均数为 22.6095，标准差为 1.237，说明样本公司规模存在一定的差异。审计机构类型为国际四大的比例为 0.06。

4.2 多元线性回归分析

对建立的假设构建的模型进行多元线性回归分析，检验结果如下：

（1）对假设 1 的验证：

表 4-2 机构投资者持股比例对会计信息质量影响

	会计信息可靠性	会计信息透明度
ΔINS	-0.290*** (-9.987)	1.668*** (9.326)
INS_{t-1}	-0.036** (-9.987)	0.168** (1.710)
DA_{t-1}	-0.839*** (-29.843)	2.130*** (12.294)
controls	控制	控制
样本量	1512	1512
调整 R 方	0.793	0.402

注：***表示在 1%的水平显著；**表示在 5%的水平显著；*表示在 10%的水平显著

本次模型考虑了滞后一期机构投资者持股比例对盈余管理的影响，滞后一期机构投资者持股比例对盈余管理的影响在 5%水平上显著负影响。而机构投资者持股比例对盈余管理的在 1%显著性水平上负相关。以上说明考虑了滞后一期机构投资者持股比例的影响以及其他控制变量的影响后，机构投资者持股比例对盈余管理的影响有统计学意义，进一步看机构投资者持股比例对盈余管理的影响系数值为-0.290，说明影响为负影响，因为盈余管理越高，会计信息可靠性越低，所以可知，机构投资者持股比例对会计信息可靠性呈正相关。假设 1a 机构投资者持股比例与上市公司会计信息可靠性呈正相关成立。

在验证假设 1b 的模型中，本次模型考虑了滞后一期机构投资者持股比例对会计信息透明度的影响，在控制该影响因素以及其他影响因素下我们可以得到：机构投资者持股比

例对会计信息透明度的影响在 1%水平上显著正相关。以上说明考虑了滞后一期机构投资者持股比例的影响以及其他影响因素下后，机构投资者持股比例对会计信息透明度的影响有统计学意义，进一步看机构投资者持股比例对会计信息透明度的影响系数值为 1.668，说明影响为正影响，所以可知，机构投资者持股比例对会计信息透明度呈正相关。假设 1b 机构投资者持股比例与上市公司会计信息透明度呈正相关成立。

(2) 对假设 2 的验证:

表 4-3 机构投资者持股比例对不同生命周期企业会计信息质量影响

	会计信息可靠性			会计信息透明度		
	成长期	成熟期	衰退期	成长期	成熟期	衰退期
ΔINS	-0.359*** (-9.301)	-0.672*** (-19.864)	-0.237 (-1.066)	2.043*** (10.107)	3.157*** (15.627)	1.977** (2.082)
INS_{t-1}	-0.102** (-1.989)	-0.264** (-2.301)	-0.096 (-1.031)	1.623* (1.801)	1.904* (1.834)	1.521* (1.892)
DA_{t-1}	-0.906*** (-30.982)	-1.421*** (-32.679)	-0.879*** (-28.451)	3.545*** (18.573)	4.279*** (17.732)	2.647*** (13.898)
Controls	控制					
样本量	1512					
调整 R 方	0.435	0.562	0.513	0.455	0.506	0.523

注：***表示在 1%的水平显著；**表示在 5%的水平显著；*表示在 10%的水平显著

根据回归结果可知，在考虑了企业生命周期下，将样本企业划分为成长期、成熟期、衰退期三个阶段，进一步验证机构投资者持股比例对会计信息可靠性和会计信息透明度的影响。结果表明，在成长期阶段，机构投资比例与会计信息可靠性之间存在负相关关系，在 1%的水平上显著；而在成熟期阶段，机构投资者比例与会计信息可靠性之间存在负相关关系，在 1%的水平上显著；在衰退期阶段，机构投资者比例与会计信息可靠性之间不存在显著负相关关系，这说明生命周期会影响机构投资者比例与会计信息可靠性之间的关系，不同生命周期阶段二者之间关系的显著性存在差异，验证了假设 2a。

进一步，可以看出，在成长期阶段，机构投资者比例与会计信息透明度有显著的正相关关系，二者在 1%的水平上显著；在成熟期阶段，机构投资者比例与会计信息透明度有显著的正相关关系，二者在 1%的水平上显著；而在衰退期阶段，机构投资者比例与会计信息透明度有显著的正相关关系，但二者在 5%的水平上显著。这说明生命周期会影响机构投资者比例与会计信息透明度之间的关系，不同生命周期阶段二者之间关系的显著性有差异，验证了假设 2b。

(3) 对假设 3 的验证:

表 4-4 异质性机构投资者持股比例对会计信息质量影响

	会计信息可靠性	会计信息透明度
ΔRES	-0.549*** (-6.533)	3.482*** (6.820)
RES_{t-1}	-0.123** (-2.098)	0.909** (2.550)
SEN_{t-1}	-0.098 (-0.730)	0.545 (0.668)
ΔSEN	-0.012 (-0.099)	0.456 (0.603)
$DAt-1$	-0.678*** (-17.828)	1.114*** (4.817)
controls	控制	控制
样本量	1512	1512
调整 R 方	0.700	0.356

注：***表示在 1%的水平显著；**表示在 5%的水平显著；*表示在 10%的水平显著

同理，在验证假设 3a 的模型中，压力抵抗型机构投资者持股比例对盈余管理的影响系数检验在 1%水平上显著，说明压力抵抗型机构投资者持股比例对盈余管理的影响有统计学意义，进一步看压力抵抗型机构投资者持股比例对盈余管理的影响系数为-0.549，说明压力抵抗型机构投资者持股比例对盈余管理的影响为负影响，说明压力抵抗型机构投资者持股比例越高，上市公司财务报告可靠性越高。进一步压力敏感型机构投资者对盈余管理没有影响。综上所述，假设 3a 相对于压力敏感型机构投资者，压力抵抗型机构投资者持股比例越高，上市公司财务报告可靠性越高得到验证。

在验证假设 3b 的模型中，压力抵抗型机构投资者持股比例对上市公司信息披露透明度的影响在 1%水平上显著，说明压力抵抗型机构投资者持股比例对上市公司信息披露透明度的影响有统计学意义，进一步看压力抵抗型机构投资者持股比例对上市公司信息披露透明度的影响系数为 3.482，说明压力抵抗型机构投资者持股比例对上市公司信息披露透明度的影响为正影响，说明压力抵抗型机构投资者持股比例越高，上市公司信息披露透明度越高。进一步看压力敏感型机构投资者对上市公司信息披露透明度的影响没有统计学意义，压力敏感型机构投资者对上市公司信息披露透明度没有影响。综上所述，假设 3b 相对于压力敏感型机构投资者，压力抵抗型机构投资者持股比例越高，上市公司信息披露透明度越高得到验证。

(4) 对假设 4 的验证：

表 4-5 异质性机构投资者持股对处于不同生命周期企业的会计信息质量影响

	会计信息可靠性			会计信息透明度		
	成长期	成熟期	衰退期	成长期	成熟期	衰退期
ΔRES	-0.386*** (-8.309)	-0.681** (-2.013)	-0.242 (-1.248)	0.476*** (10.237)	0.879*** (12.762)	1.021** (2.325)
RES_{t-1}	-0.087** (-2.022)	-0.104** (-2.247)	-0.096 (-0.794)	0.311** (2.452)	0.563** (2.096)	0.904* (1.899)
SEN_{t-1}	-0.035 (-0.002)	-0.436 (-0.327)	-0.057 (-0.514)	0.238 (0.101)	0.541 (0.069)	0.627 (0.001)
ΔSEN	-0.064 (-0.104)	-1.261 (-0.217)	-0.092 (-0.672)	0.098 (0.003)	0.102 (0.105)	0.031 (0.936)
DA_{t-1}	-0.827*** (-18.838)	-1.091*** (-17.295)	-0.793*** (-20.026)	0.352*** (9.009)	0.461*** (10.257)	0.284*** (8.961)
Controls	控制					
样本量	1512					
调整 R 方	0.625	0.601	0.696	0.469	0.528	0.637

注：***表示在 1%的水平显著；**表示在 5%的水平显著；*表示在 10%的水平显著

根据回归结果可知，在考虑了企业生命周期下，将样本企业划分为成长期、成熟期、衰退期三个阶段，进一步验证考虑异质性下机构投资比例对会计信息可靠性和会计信息透明度的影响。结果表明，在成长期阶段，压力抵抗型机构投资比例与会计信息可靠性之间存在负相关关系，在 1%的水平上显著；而在成熟期阶段，压力抵抗型机构投资者比例与会计信息可靠性之间存在负相关关系，在 5%的水平上显著；在衰退期阶段，压力抵抗型机构投资者比例与会计信息可靠性之间不存在显著负相关关系。同时，无论在成熟期、成长期还是衰退期，压力敏感性机构投资者持股比例与会计信息可靠性之间均没有显著相关关系。这说明生命周期会影响不同类别的机构投资者的持股比例与会计信息可靠性之间的关系，不同生命周期阶段二者之间关系的显著性存在差异，验证了假设 4a。

进一步，可以看出在成长期阶段，压力抵抗型机构投资比例与会计信息透明度之间存在正相关关系，在 1%的水平上显著；而在成熟期阶段，压力抵抗型机构投资者比例与会计信息透明度之间存在负相关关系，在 1%的水平上显著；在衰退期阶段，压力抵抗型机构投资者比例与会计信息透明度之间存在显著正相关关系，在 5%的水平上显著。同时，无论在成熟期、成长期还是衰退期，压力敏感性机构投资者持股比例与会计信息透明度之间均没有显著相关关系。这说明生命周期会影响不同类别的机构投资者的持股比例与会计信息透明度之间的关系，不同生命周期阶段二者之间关系的显著性存在差异，验证了假设 4b。

5 结论、建议及展望

5.1 研究结论

本文关于机构投资者对上市公司会计信息质量的影响是从理论分析和实证检验两个角度分别进行探究的。在理论分析方面,本文先是对现有的国内外文献进行综述,进而从理论分析、动机分析、实现方式三个方面上框定了本文的主要内容。在实证检验方面,本文选取了2013年至2015年深圳证券交易所A股进行必要剔除后的上市公司作为研究样本,在控制了其他影响会计信息质量的因素后,采用描述性统计分析、相关性分析以及多元线性回归的方法,从企业生命周期和异质性两个角度出发,在修正琼斯模型和深证会计信息披露质量考评的基础上一分为二地验证了机构投资者对上市公司会计信息质量的影响。得到如下结论:

第一,将机构投资者持股比例与盈余管理进行回归,考虑了滞后一期机构投资者持股比例的影响以及其他控制变量的影响后,发现机构投资者的持股比例与上市公司的盈余管理系数在1%的显著性水平上负相关,所以可知,机构投资者持股比例对会计信息可靠性呈正相关。假设1a得到验证。同样地,机构投资者的持股比例与会计信息透明度在1%的显著性水平上正相关,假设1b成立。说明在股东中引入机构投资者可以缓解所有者缺位问题,评价其规模性和专业性约束管理层行为,监督企业内部的经营活动和交易。还可以打破股权结构单一的局面,在一定程度上制衡大股东控制控制权,形成少数大股东间的相互制衡与约束机制,从更深的层次上完善了公司治理结构。所以,机构投资者持股对改善企业的会计信息质量有正向影响,有缓解会计信息不对称问题、提高会计信息质量的作用

第二,考虑企业生命周期下,研究机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系,通过对假设2a、2b的验证,可以看出,在企业不同成长阶段,机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系有所差异。具体来说,在成长期阶段和成熟期阶段,机构投资比例与会计信息可靠性之间存在负相关关系,在1%的水平上显著,而在衰退期阶段,机构投资者比例与会计信息可靠性之间不存在显著负相关关系,这说明生命周期会影响机构投资者比例与会计信息可靠性之间的关系;在成长期和成熟期阶段,机构投资者比例与会计信息透明度有显著的正相关关系,二者在1%的水平上显著,而在衰退期阶段,机构投资者比例与会计信息透明度有显著的正相关关系,但二者在5%的水平上显著,这说明生命周期会影响机构投资者比例与会计信息透明度之间的关系。企业生命周期会影响到机构投资者与会计信息质量的关系,这主要因为处在不同成长阶段的企业,具有不同的成长特征,对风险的承担力不同,进而机构投资者对其会计信息质量的影响就不同。

第三,从机构投资者异质性来看,通过对假设3a、3b的验证,可以看到通过持股比例

的增加,压力抵制型机构投资者能促进会计质量的提高,而压力敏感型机构投资者持股则不具有这种影响。这是因为压力抵制型机构投资者独立性较高,与被投资公司不存在商业往来,因此获取内部信息的途径较少,同时,压力抵制型机构投资者倾向于长期投资,一般通过提升被投资公司的价值来获取收益,因此对高质量的会计信息有必然的需求,会利用其对大股东的牵制来、达到提高会计信息质量的目的。而压力敏感型机构投资者一般与被投资公司存在较多商业往来,利益交织,获取内幕信息的通道相对较多,信息不对称给其带来的损失较少,所以对会计质量的需求不高,即使持股比例达到一定比例能够对大股东形成股权制衡,但由于其缺乏强烈的动机,也不会对会计质量产生影响。

第四,考虑企业生命周期下,研究异质性机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系,通过对假设 4a、4b 的验证,可以看出,在企业的不同成长阶段,异质性机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系有所差异。这主要因为处在不同成长阶段的企业,具有不同的成长特征,对风险的承担力不同,同时由于异质性机构投资者本身的特征与差异,导致了异质性机构投资者持股比例与会计信息质量之间的关系的差异。

总之,我国的机构投资者已经逐步成为资本市场上一个积极主动的投资者,取代之前消极被动的投资者角色,促使上市公司的经营管理者提高会计信息质量。

5.2 政策建议

机构投资者通过内外部机制在一定程度上对上市公司的会计信息质量产生影响,但是目前构投资者在提高会计信息质量上作用尚未得到完全发挥。为此,我们提出以下建议,从而确保机构投资者在会计信息质量方面发挥更大的积极作用。

5.2.1 加强对机构投资者的制度建设

我国的机构投资者虽然经历了一定发展,但相较与西方成熟的机构投资者,无论是在发展规模、发展速度还是管理规范度方面都有有较大差距。第一,我国的机构投资者持股期限较短、换手率高是普遍现象,对监督所投资企业采取消极态度,倾向于用脚投票,无法真正起到监督上市公司的作用。更有甚者,与企业联合采取投机行为,欺骗中小投资者,谋取非法利益。第二,我国证券市场在建立初期就存在监督治理机制不完善问题在不断的发展过程中导致了具有中国国情的制度性缺陷,抑制了机构投资者的发展势头,使得了机构投资者无法有效发挥在公司治理中监督制衡作用。

对此,政府一要为机构投资者制定明确的法律指引和政策支持,加强对机构投资者的监管,约束其行为,抑制非理性投资和违规行为,也要对其加以引导,充分发挥机构投资者的积极作用,促进证券市场的健康发展鼓励机构投资者提高运作规范度,从长远利益出发,做有价值的投资。二要制定证券相关法律法规促进证券市场的发展,为机构投资和发

展提供良好的制度环境。明确资本市场参与主体的资格、类型、权利及义务等基本内容，规范证券市场参与主体的行为，制约证券市场参与主体之间的恶性竞争及损害他人利益的行为，保护投资者的合法权益，保障证券市场的健康稳定运作。

5.2.2 企业提高会计信息质量

机构投资者的发展壮大是企业不得不正视其作用，为了更好地吸引机构投资者，增强在资本市场上的竞争力，企业必须提高会计信息披露的质量。首先，企业可以从完善公司治理入手，完善的公司治理能够促进董事会、监事会、经理人三者相互制衡，对会计信息质量形成有效地监督。可以采取的措施有，进一步完善独立董事制度建设，明确独立董事、监事的法律责任与权利，提高独立董事在董事会中的比例和独立董事提名的独立性。增加专职外部独立董事、监事的比例，完善独立董事、监事会的约束与激励机制，建立科学有效的考核制度，把报酬和其职责挂钩起来，促使其发挥应有的作用。另外，还要建立健全相关法律，完善政府监督制度与政策，加快建设证券市场，培养理性的投资者群体，促使有效会计信息市场的形成。市场机制的有效性既影响公司治理有效性，又影响机构投资者的价值判断。西方发达国家成熟的资本市场起到了监督上市公司的作用，使上市公司的信息质量普遍较高。当然，还要积极发挥机构投资者对提高公司会计信息质量的积极作用，既要在股东会中引入机构投资者形成对大股东的制衡，在董事会引入机构投资者保证董事会职权的发挥，机构投资者配合监事会，强化监督权威，优化机构投资者发挥效用的内部治理机制。又要鼓励机构投资者做理性投资，凭借其专业能力和规模优势倒逼上市公司提高会计信息质量。

5.2.3 发挥机构投资者作用

机构投资者是成熟资本市场的理性力量，证券市场的发展是大势所趋，将来在证券市场上机构投资者占据主导地位也是可以预期的。西方发达市场，机构投资者的比例竟然达到了百分之七八十，大量的机构投资者买卖上市公司的股票，凭借其专业的信息收集、鉴别、整合能力，才使得西方发达国家的会计信息质量较高，选择信誉良好、发展前景大的公司进行投资，使得会计信息质量在资本市场发展成熟的情况下日益提高，活跃股市交易活跃，促进资本市场的良性发展。此外，机构投资者在公司中持股比例的增加，可以制衡大股东投机行为，保护中小股东利益，还可以缓解所有者和经营者的信息不对称问题，降低代理成本，有效改善公司内部治理，提高公司会计信息质量。

所以，我国为机构投资者的发展创造条件，积极培育优秀规范的机构投资者，使得其发挥应有的积极意义。比如，积极推进长期资金入市，如养老金、公积金等。降低门槛，适当放松管制，吸引外国的机构投资者来华投资，推动合格境外机构投资者的制度创新，

活跃我国股市，提高我国资本市场的国际化程度。除了推动机构投资者数量的增长还要扩大机构投资者规模，形成了成本收益的规模效应，推动其积极参与上市公司的经营管理，改善会计信息质量。还应增加机构投资者的种类，培育多元机构投资者市场，发挥压力抵抗型机构投资者作用。最后，必须认识到只有坚持长期投资理念、规范成熟的机构投资者才会对上市公司的会计信息披露行为发挥有效监督的作用，我国应该在资本市场发展理性的成熟机构投资者，而不是注重投机、目光短浅的机构投资者。

5.3 研究局限性及未来研究方向

在论文的写作和研究过程中，发现了一些疑惑的问题，以及论文内容上的缺憾：

（1）本文研究样本量仍待扩充。本文只采用深交所 2013 至 2015 年份的上市公司作为研究样本，涉及研究年份较短，对上交所上市公司研究处于空白，而且机构投资者换手率较高、持股变化速度快，因此本文的研究在后期发展中仍然需要加大样本量，同时应当延长时间期限。

（2）所选择的会计信息质量衡量指标的有待进一步考量。本文按照深交所信息披露标准视为企业信息透明度的替代参数，该项指标不存在自构指数的主观性的问题。不过，由于深交所公布的信息披露考评等级评价并非综合分数，在不同等级之间的划分上存在模糊性，是否能很好的衡量信息质量需要继续研究。在未来的研究中，在构建科学合理全面的衡量指标仍是目标。

（3）纳入外部治理因素。本文在实证研究中更多的控制了内部治理因素，但是治理机制由内外机制共同组成，还会被外部治理因素的影响。因此在日后的研究中进一步考虑外部治理因素以便建立更精确的模型。

（4）可对机构投资者异质性特征进行更进一步探讨，比如长期性机构投资者和短期型投资者参与公司治理意愿的区别，对会计信息质量影响的不同。

参考文献

- [1] W Taylor. Can big Owners Make a big Difference?[J]. Harvard Business Review, 1990, (7): 70-82.
- [2] Nesbitt, Stephen. Long term rewards from shareholder activism: a study of the CalPERS effect[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1994, (6): 97-117.
- [3] Coffee J.. Liquidity versus control the Institutional Investor as corporate monitor. Columbia law Review, 1991, (1): 1277-1368.
- [4] Lipton M., Rosenblum SA. A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors[D]. The University of Chicago Law Review, 1991, 58(1): 187.
- [5] Duggal, R, Millar, J. A. Institutional Owership Structure and Firm Performance: The Case of Bidder Retu Rns[J]. Journal of Corporate Finance, 1999(5): 103-117.
- [6] Renneboog, L. Ownership Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange[J]. Journal of Banking and Finance, 2000(12): 1959-1995.
- [7] 黄谦. 中国证券市场机构投资者与上市公司盈余管理关联性的研究[J]. 当代经济科学, 2009, (04): 108-115+128.
- [8] 黄兴年. 机构投资者成公司合格监督主体条件分析——兼答王宗军先生[J]. 华中科技大学学报(社会科学版), 2007, (05): 120-124.
- [9] 吴晓晖, 姜彦福. 机构投资者影响下独立董事治理效率变化研究[J]. 中国工业经济, 2006, (05): 105-111.
- [10] 宋建波, 高升好, 关馨姣. 机构投资者持股能提高上市公司盈余持续性吗?——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2012, (02): 128-138.
- [11] 李小光. 机构投资者对定向增发前会计盈余信息质量影响研究[J]. 财会通讯, 2016, (21): 51-54.
- [12] 高扬, 王超, 刘超. 境外投资者持股对中国股票市场信息不对称的影响[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2017, (03): 18-22.
- [13] Paul M. Healy and Krishna G. Palepu. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature[J]. Accounting and Economics, 2001(31): 1-3.
- [14] Jiambalvo J., S. Rajgopal, M Venkatachalam. Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings[J]. Contemporary Accounting Research, 2002 (19): 45-117.
- [15] Bushee B. IEEE Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior[J]. The Accounting Review, 1998(73).
- [16] Brent A. Some Funds try Shareholder Activism[J]. Mutual Fund Market News, 2002(2).
- [17] Chung R., Firth M., Kin J. B.. Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management[J]. Journal of Corporate Finance, 2002(8).
- [18] Stuart, L. Gillan. Institutional Investors, Corporate Ownership, and Corporate Governance: Global

- Perspectives[N]. Weinberg Center for Corporate Governance, Working Paper, 2003.
- [19] Sharma Vineeta D.. Board of Director Characteristics, Institutional Ownership, and Fraud: Evidence from Australia[J]. Auditing: a Journal of Practice & Theory, 2004(2).
- [20] Uma Velury, David S. Jenkins. Institutional Ownership and the Quality of Earnings[J]. Journal of Business Research, 2006(59): 1043-1051.
- [21] 肖星,王琨. 证券投资基金:投资者还是投机者?[J]. 世界经济,2005,(08):75-81.
- [22] 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.
- [23] 张嘉兴,邢维全. 会计准则国际趋同、会计信息质量与机构持股——来自深证 A 股上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报,2013,(06):102-110.
- [24] 朱波,孙鹏阁,龙云庚. 高质量的会计信息促进了投资者理性投资吗?[J]. 经济与管理研究,2015,(08):130-138.
- [25] 孙泽夏. 机构投资者持股与企业会计信息透明度的关系[J]. 陕西农业科学,2010,(04):154-156.
- [26] 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,(08):19-29.
- [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,(01):13-23.
- [28] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究,2004,(08):72-80+97.
- [29] 唐盛培. 机构投资者与上市公司会计信息相关性分析[J]. 证券市场导报,2006,(05):49-52.
- [30] 夏冬林,李刚. 机构投资者持股和会计盈余质量[J]. 当代财经,2008,(02):111-118.
- [31] 胡国柳,韩葱慧. 机构投资者与会计信息质量之关系的实证研究[J]. 财经理论与与实践,2009,(06):56-60.
- [32] 张炳才,王成. 机构投资者与不同方向盈余管理相关性实证研究[J]. 财会通讯,2011,(05):47-48.
- [33] 吴良海,赵文雪,吕丹丽,牛利英. 机构投资者、会计稳健性与企业投资效率——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 南京审计大学学报,2017,(02):.
- [34] Parthiban,D.K.,1996. Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implication for theory and practice[J]. European Management Journal, 14: 475-466.
- [35] Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which Institutions Matter[J]. Journal of Financial Economics 2007, 86(2): 279-305.
- [36] 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,(03):48-59.
- [37] Brickley J A, Lease R C, Smith C W. Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments[J]. Journal of financial economics, 1988, 20: 267-291.

- [38] Laura Yue Liu, Emma Yan Peng. Institutional Ownership Composition and Accruals Quality[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006(12).
- [39] 李世新,宋国玉. 成长机会、机构投资者异质性与会计稳健性——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 财会通讯,2013,(30):14-16.
- [40] 龚光明,彭娟. 会计信息质量、投资效率与机构投资者异质性[J]. 会计之友,2014,(33):93-99.
- [41] 李争光,赵西卜,曹丰,刘向强. 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,(03):111-121.
- [42] 刘京军,徐浩萍. 机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?[J]. 金融研究,2012,(09):141-154.
- [43] 罗付岩. 机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理[J]. 管理评论,2015,(03):174-184.
- [44] 柯剑,谢易颖. 机构投资者持股对上市公司信息披露质量的影响[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2014,(02):70-77.
- [45] 杨海燕,韦德洪,孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究,2012(9):16-23.
- [46] ADIZES I. Corporate lifecycles: how and why corporations grow and die and what to do about it. Paramus, NJ: Prentice Hall, 1990(10): 127—128.
- [47] Anthony, J.H. , K. Ramesh, Association between accounting performance measures and stock prices [J]. Journal of Accounting and Economics, 1992(12): 80-86.
- [48] 徐雪霞,王珍义,郭丹丹. 股权激励与盈余管理关系的实证研究——以企业生命周期为调节变量[J]. 当代经济研究,2013,07:81-86.
- [49] 周晓苏,陈沉. 从生命周期视角探析应计盈余管理与真实盈余管理的关系[J]. 管理科学,2016,01:108-122.
- [50] 王云,李延喜,宋金波,马壮. 企业生命周期视角下盈余管理方式研究——基于债务契约理论[J]. 管理评论,2016,12:75-91.
- [51] 陈沉,李哲,王磊. 管理层控制权、企业生命周期与真实盈余管理[J]. 管理科学,2016,04:29-44.
- [52] E 菲利普·戴维斯,贝恩 斯泰尔. 机构投资者[M]. 北京:中国人民大学出版社,2005.
- [53] 葛家澍,刘峰. 会计理论——关于财务会计概念结构的研究[M]. 北京:中国财政经济出版社,2003.
- [54] 杨世忠. 企业会计信息质量的评价与鉴定[J]. 上海立信会计学院学报,2008,(04):18-22.
- [55] Dechow, P., Sloan, R., Sweeney A. Detecting Earning Management[J]. The Accounting Review, 1995, 70(2): 193-226.
- [56] Healy P M, Hutton A and Palepu K.. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 1999, 16: 485-520.
- [57] Beattie, V., Melnnes, W. and Feamle S. A.. Methodology for Analyzing and Evaluating Narratives in

Annual Reports: A Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes. Accounting Forum, 2004, 28(3): 205-236.

- [58] 夏立军. 国外盈余管理计量方法述评[J]. 外国经济与管理, 2002, (10): 35-40.
- [59] DICKINSON V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. The Accounting Review, 2011, 86(6): 1969—1994.
- [60] 张维迎. 从公司治理结构看中国国有企业改革的成效、问题与出路[J]. 社会科学战线, 1997, 02: 42-51.
- [61] Laporta, R. Lopez-De-Silanes, Shleifer, A. Corporate Ownership Around the World[J]. The Journal of Finance, 1999, 54: 471-517.
- [62] 青木昌彦, 钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构[M]. 北京: 中国经济出版社, 1995.
- [63] 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理机制[J]. 经济研究, 2001, 01: 45-53.
- [64] 张维迎. 所有制、治理结构及委托—代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点[J]. 经济研究, 1996, 09: 3-15, 53.
- [65] 葛家澍, 陈守德. 财务报告质量评估的探讨[J]. 会计研究, 2001, (11): 9-18+65.
- [66] 魏明海. 会计信息质量经验研究的完善与运用[J]. 会计研究, 2005, (03): 28-35+93.
- [67] 高雷, 张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究, 2008, 9: 64-72.
- [68] Adizes I. Managing corporate lifecycles[M]. The Adizes Institute Publishing, 2004.
- [69] 胡奕明, 唐松莲. 独立董事与上市公司盈余信息质量[J]. 管理世界, 2008, (09): 149-160.
- [70] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006, 02: 69-79, 91.

致谢

光阴荏苒，岁月如梭，转眼之间研究生三年的生活即将结束，我可能比其他同学对母校的感情更深，因为我在美丽的扬州大学待了即将有七年，这是我的整个青春，在这经历的点点滴滴将永远的埋藏在我的心底，这些会是我一生中最珍贵的记忆。

随着论文撰写接近尾声，研究生最后一年的生活也即将结束。回想刚确定这个题目时，内心充满了焦虑与不安。一是对这个题目较为陌生，一时难以深入理解；二是数据的搜集和处理不易，任务量大并且繁琐；三是对于论文中的相关理论掌握浅显，难以融会贯通。在这里，我首先要特别感谢我的研究生导师树友林老师，给我的论文提供了很大的帮助。树老师在百忙之中经常给我指导，并且给予我理论上的指导，让我的论文撰写减少了大量负担。在三年的研究生期间，树老师通过一些科研项目和课题撰写，对我进行学术上的指导，培养我研读文献、搜集和分析资料等的的能力，让我的逻辑思维能力得到提升。

其次，感谢商学院教给我知识的老师们，是他们带我进入学术研究的殿堂，让我的学业有了很大的进步，从他们身上我也学到了很多为人处世的学问。特别要感谢班主任树友林老师，树老师平日待人和善，在日常学习生活中给予我关心和帮助。同时也感谢研究生秘书施文洁老师和辅导员刘映朕老师在研究生日常管理工作中的辛勤付出，有了他们才让我们的教学管理秩序按部就班的展开。

还要感谢我的父母，这么多年是他们支持着我顺利完成学业，他们是我努力学习的动力和源泉，他们不断的鼓励与理解，才让我能够专心地完成学业。

此外，还要感谢我最亲爱的同学们，相识相聚是一种缘分，三年里给了我很多的陪伴和帮助，让我感受到友谊的温暖，以及在论文完成过程中给我的帮助，让我感受到学校这个大家庭的温暖与智慧。

最后，在这里向曾经给我帮助的老师、同学、家人和朋友们表达我最真挚的谢意，愿你们平安、健康、幸福！

攻读硕士学位期间发表的研究成果

- [1] 张晓晨. 高管薪酬激励与研发投入相关研究回顾[J]. 中外企业家, 2016, (19): 169-170.

扬州大学学位论文原创性声明和版权使用授权书

学位论文原创性声明

本人声明：所呈交的学位论文是在导师指导下独立进行研究工作所取得的研究成果。除文中已经标明引用的内容外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果。对本文的研究做出贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本声明的法律结果由本人承担。

学位论文作者签名：张晓晨

签字日期：2017年6月14日

学位论文版权使用授权书

本人完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留并向国家有关部门或机构送交学位论文的复印件和电子文档，允许论文被查阅和借阅。本人授权扬州大学可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。同时授权中国科学技术信息研究所将本学位论文收录到《中国学位论文全文数据库》，并通过网络向社会公众提供信息服务。

学位论文作者签名：张晓晨

导师签名：朱桂林

签字日期：2017年6月14日

签字日期：2017年6月14日