

机构投资者能抑制盈余管理吗？

——基于退出威胁视角的经验证据

余怒涛 赵立萍 张华玉

摘要：退出威胁是股东参与公司治理的重要方式。本文以2010~2017年A股上市公司为样本，检验机构投资者的退出威胁与企业盈余管理之间的关系。结果显示：机构投资者能够抑制企业的真实盈余管理，而对应计盈余管理的影响并不显著；机构投资者退出威胁能够降低真实和应计盈余管理水平。进一步考虑机构投资者异质性发现，相比敏感型机构投资者，抗压型机构投资者退出威胁更可能降低企业真实盈余管理水平；当管理层的薪酬对股价越敏感时，机构投资者退出威胁的作用越大；机构投资者退出威胁的影响效应在民营企业中更显著。本文的研究结论为认识我国机构投资者，尤其是以QFII和社保基金为代表的抗压型机构投资者在公司治理中的作用提供了新的思路。

关键词：退出威胁；抗压型机构投资者；压力敏感型机构投资者；盈余管理

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838 (2020) 01-0079-12

一、引言

社会心理学中关于人际关系的研究表明，当人们的亲密关系受到影响时，人们会采取四种不同对待不满的策略。分别是真诚(loyalty)、忽视(neglect)、退出(exit)和发声(voice)。退出威胁是介于发声和退出之间的一种威胁行为。当通过积极发声渠道受阻或成本过高时，但又不想直接退出，就倾向于采取威胁的手段与对方进行博弈，企图让对方做出改变和让步。博弈过程中，只有当一方能够退出，且退出会给对方带来巨大损失时，对方才会被威胁到，此时威胁可以换来对方的妥协。传统的理论认为大股东通过“干预”(intervention)或“发声”参与公司治理(Shleifer和Vishny, 1997)，近年来，退出威胁机制成为大股东参与

公司治理领域的最新进展，学者们的研究慢慢从传统的“发声”机制拓展到“退出威胁”(exit threat)机制。当大股东的干预能力不足的时候，他们可以通过“退出威胁”约束管理层行为，而管理层为了避免大股东抛售股票带来的股价下跌等不良经济后果，可能会提前采取措施迎合大股东进而达到挽留的效果(Bharath等, 2013)。

机构投资者(institutional investor)是一种介于控股股东和个人股东之间的特殊外部股东，在企业股权结构中扮演着十分重要的角色。机构投资者的话语权有限，采用发声、干预影响企业决策的成本较高，然而其退出对散户有较强的带动作用，因而更可能通过“用脚投票”的方式给管理层施加压力进而影响管理层行为，达到参与公司治理和影响管理层决策的目的。我国机构投资者种类繁多，不同

收稿日期：2019-07-15

基金项目：国家自然科学基金项目(71862037, 71462032)

作者简介：余怒涛，云南财经大学会计学院教授，博士生导师；

赵立萍，中央财经大学会计学院博士生；

张华玉，云南财经大学会计学院博士生。

的机构投资者进入企业的目的不同。养老金、社保基金等类型的机构投资者与被投资企业没有潜在的商业联系,因而更加独立,入市的目的是在风险可控的前提下,保值增值;而券商、银行和信托等往往与被投资企业存在直接或间接的商业关系,入市目的则不同于前者。所以有必要考虑机构投资者的异质性,从机构投资者异质性的角度来分析退出威胁的影响效应。

本文以2010~2017年A股上市公司为样本,检验机构投资者的退出威胁与企业盈余管理之间的关系。结果显示,机构投资者能够抑制企业的真实盈余管理,机构投资者退出威胁可以降低真实和应计盈余管理。进一步考虑机构投资者异质性发现,相比压力敏感型机构投资者,抗压型机构投资者退出威胁降低企业真实盈余管理的效果更为明显;当管理层薪酬对股价更敏感时,机构投资者退出威胁的影响效应更强;机构投资者退出威胁的影响效应在民营企业中更显著。

本文可能的贡献在于:(1)从异质性角度看待机构投资者,解释了不同类型机构投资者的退出威胁对于企业盈余管理的影响,发现相比压力敏感型机构投资者,基金、社保基金和QFII这类独立性较高的抗压型机构投资者更可能降低盈余管理程度。(2)从一个较新的角度,把“退出威胁”这一心理学的概念纳入机构投资者在公司治理中的治理效果机制,丰富了公司治理的研究。(3)目前我国关于退出威胁的研究,主要从外部大股东视角出发,例如,非控股大股东的退出威胁能抑制控股股东的私利行为(姜付秀,2015),外部大股东的退出威胁能抑制企业的盈余管理(陈克兢,2018)。本文聚焦机构投资者,尤其是抗压型机构投资者,检验其退出威胁可能带来的经济后果,为中国资本市场中的退出威胁这一机制提供新的证据。

二、文献回顾与研究假设

(一)机构投资者与盈余管理

盈余管理这一概念最早是由Healy和Wahlen(1999)提出的,定义为管理层在财务报告过程中运用构造交易来改变会计报告的结果,旨在影响利益相关者对企业潜在生产经营活动的理解,或者改变基于会计数字得到的契约结果。盈余管理分为两种:一是应计盈余管理(accrual earnings management),是在真实的交易和业务发生后,利用会计准则的选择来调节利润;另外一种真实盈余管理(real earnings management),涉及对真实交易和业务活动的操控,是管理层通过实施与正常经营活动相违背的交易,来影响至少一部分利益相关者相信财务报告目标已经达到正常水平(Roychowdhury,2006)。两种盈余管理的目的都

是为了改变财务报告的结果,影响财务报告使用者对会计数字的判断。这种管理层的机会主义行为使得会计信息失真,不能及时和可靠地反映企业真实的经营状况(Kim和Qi,2010;Bhattacharya等,2013)。

目前关于机构投资者和盈余管理的研究主要有有效监督假说和负面监督假说两种观点(Pound,1998)。有效监督假说认为,在股东积极主义理论下,机构投资者会对企业进行有效的监督。机构投资者作为具有信息优势、规模收益的专精投资者,更有动机和能力(Korczak等,2004)对企业进行监督。机构投资者持股比例较高的企业,其信息优势能降低管理层的盈余管理行为,使得他们不再仅仅关注企业短期业绩,股价的信息含量更高(Rajgopal等,1999)。机构投资者持股比例越高,越能有效抑制盈余管理(程书强,2006;袁知柱等,2014;梅洁和张明泽,2016)。机构投资者持股参与公司治理能够规范上市公司的经营,减少关联方交易和资金占用行为(王琨和肖星,2005;高雷和张杰,2008),还能通过减少管理层调整研发支出的手段来减少盈余管理(Bushee,1998)。负面监督假说则认为,机构投资者是短视的,他们偏好短期收益(near-term earnings),可能会配合管理层进行更多的盈余管理(牛建波,2013;Chen等,2015)。在我国资本市场管理日趋严格的背景下,本文认为,机构投资者持股改善公司治理、抑制盈余管理的可能性更大。

由此,提出以下假设:

H1:机构投资者持股能降低企业的盈余管理程度。

(二)机构投资者与盈余管理:退出威胁影响机制分析

传统的股东参与公司治理理论,主要关注的是股东如何干预管理者的经营和决策(Hirschman,1970)。在股东积极主义理论下,股东追求自身利益的最大化,持股较高的大股东能利用权力对管理层施压、监督、提交议案等方式积极参与公司治理,即“发声”(voice)机制。

近来的研究发现,股东在没有足够的干预能力的时候,也可能通过退出威胁(exit threat)来参与公司治理(Bharath等,2013)。当股东的权力达不到干预管理层决策或者不愿意继续有效监督管理层的时候,也可以凭借自身的内部信息优势,选择“退出”,用脚投票,来达到影响企业决策的效果。退出威胁理论认为,大股东卖出股票会向市场传递坏消息,这种退出行为会对股价造成下行压力,损害管理层的利益。而管理层为了保护自己的利益,会在事前采取手段留住大股东,这种“退出威胁”并不是真正的退出,而是介于发声和退出之间的一种可能性,鉴于机构投资者的退出行为会对管理层和控股股东利益造成严重损失,机构投资者可能的退出行为能通过发挥“威胁效应”进而使管

理层更加自律，达到治理效果(Admati和Pfeiderer, 2009; Edmans, 2009; Edmans和Manso, 2010; Hope, 2013)。已有研究发现，大股东利用退出威胁要求管理层提供质量更高的财务报表(Dou, 2018)，非控股股东利用退出威胁来抑制控股股东的私利行为(姜付秀, 2015)，外部大股东的退出威胁能降低企业的盈余管理行为(陈克兢, 2018)等。

相较于散户，机构投资者的投资数额巨大，是具有专业背景知识的投资者；相较于控股股东，机构投资者的投资数额更低，话语权也更弱。控股股东追求控制权超额收益，一般不会轻易出售自己的股份，二级市场上频繁的交易则主要来自散户和机构投资者。在这样的背景下，机构投资者“不高不低”的持股比例，便有了退出威胁的可能性。具体而言，机构投资者相对于控股股东来说，不具有足够的话语权，他们通过收集股份达到控制或者施加干预的可能性也较小，“交易”(trade)才是机构投资者常见的行为模式。当企业业绩下滑时，退出才是他们的首要选择(McCahery等, 2016)。机构投资者一旦退出，就会通过机构投资者减持的大宗交易文件，传递出“坏消息”，导致更多的散户或者其他机构投资者相继抛售股票，增加了企业未来的股价崩盘风险(许年行等, 2013)。一方面，一旦股价下跌，管理层持有企业股票所带来的财富也会随之缩水。另一方面，当股价下跌的时候，企业价值下降，管理层的薪酬也会受到影响。管理层畏惧这种股价下跌的巨大损失，会提高信息透明度、降低盈余管理程度。

由此，提出以下假设：

H2：机构投资者的退出威胁可以降低企业的盈余管理程度。

(三) 机构投资者的退出威胁与盈余管理：异质性分析

对于机构投资者和盈余管理之间关系的研究之所以出现争议，很大程度上是因为忽略了机构投资者持股的不同动机，即忽略了机构投资者的异质性。不同性质的机构投资者进行投资时的动机不同，参与公司治理的方式和程度也必然会有所差异。机构投资者类型的划分方式有多种，Brickley等(1988)把机构投资者分为抗压型和压力敏感型，划分标准是机构投资者是否会从被投资的商业关系中获利，其行为是否具有一定的独立性，是否会受到被投资公司的管理层影响。Bushee(1998)将机构投资者划分为交易型、专注型和准指数型，交易型机构投资者偏好频繁的交易，追求短期收益；而准指数型和专注型机构投资者会关注企业的长期绩效，选择长期持有股票。还有学者根据监督成本的高低，把机构投资者划分为积极型和消极型两种(Almazan等, 2005)。

我国的机构投资者市场逐步完善，不同类型的机构

投资者对于风险和收益的偏好、持股目的都各不相同，因此我们认为其对盈余管理的影响效应也会存在差异。参考Brickley(1988)的研究，社保基金、QFII等与被投资单位不存在潜在的商业联系，可归为抗压型机构投资者；而信托、企业年金、保险、券商、财务公司和银行等一般会与被投资单位存在潜在的商业联系，能够从彼此的商业关系中获利，可归为压力敏感型机构投资者。抗压型机构投资者受到更严格的监管，属于稳健的机构投资者，独立性较强且不容易和企业形成商业往来。QFII于2002年正式引入，这类外资受到严格监管，符合条件后得到审批同意才能进入中国市场，其投资所得也要审批后才能汇出境外；而社保基金也受到政府的严格监控，入市目的是保值增值。而信托、企业年金、保险、券商、财务公司和银行等机构投资者属于商业资金。综上，压力敏感型投资者与被投资单位往往存在直接或间接的商业往来关系，其利益与管理层利益存在一定程度上的一致性，所以更有可能对于管理层的盈余管理行为视而不见，甚至同流合污。

由此，提出如下假设：

H3：相比压力敏感型机构投资者持股，抗压型机构投资者更可能通过退出威胁降低企业盈余管理程度。

三、研究设计

(一) 样本与数据来源

本文选取2010~2017年我国沪深A股上市公司作为研究对象，并按照已有研究惯例及本文的研究特点对初始样本进行了如下处理：(1)剔除金融类公司样本；(2)剔除ST和*ST公司样本；(3)剔除首次IPO的公司样本；(4)剔除数据缺失的公司样本；(5)为消除极端值和异常值对回归结果的影响，对主要连续变量在1%和99%水平上进行了Winsorize缩尾处理。数据来源于CSMAR和锐思数据库，用stata 14.0软件进行回归分析。

(二) 研究模型与变量定义

1. 应计盈余管理测度

本文应计盈余管理的代理变量是操纵性应计利润，采用的模型是Kothari等(2005)提出的业绩匹配的应计盈余估算法，该方法在修正的Jones模型基础上，控制了会计业绩的影响。基本思路是先估计出正常的应计利润(non-discretionary accruals, NDA)，利用总的应计利润(total accruals, TA)减去正常的应计利润，所得差额就是操纵性应计利润(discretionary accruals, DA)。本文对DA取绝对值，记为ABS DA，以此来度量企业的应计盈余管理程度。该值越高，说明企业进行了越多的盈余管理。

2. 真实盈余管理测度

表1 变量定义

变量名称	变量代码	变量说明
操纵性应计利润	ABSDA	在修正的Jones模型基础上,控制当期ROA影响,分年度和行业进行业绩匹配的应计盈余管理
真实盈余管理	ABCFO	异常经营活动现金流水平
	ABDISX	异常操纵性支出,包括研发支出、销售和管理费用
	ABPROD	异常生产成本
	REM1	真实盈余管理指标1, $REM1=ABPROD+(-1)\times ABDISX$
	REM2	真实盈余管理指标2, $REM2=(-1)\times ABCFO+(-1)\times ABDISX$
机构投资者持股	Total	所有机构投资者持股比例之和
	Resistant	基金(主要是公募基金)、QFII和社保基金等的持股比例之和
	Sensitive	券商、保险、信托、财务公司、银行和非金融上市公司的持股比例之和
股票流动性	Liquidity	该股票本年内流通股日换手率的平均值
退出威胁	ETins	机构投资者的退出威胁,用股票流动性和机构投资者竞争性的乘积表示, $ETins=Liquidity\times Totalcomp$
	ETre	抗压型机构投资者的退出威胁,用股票流动性和抗压型机构投资者竞争性的乘积表示, $ETre=Liquidity\times Recomp$
	ETse	压力敏感型机构投资者的退出威胁,用股票流动性和压力敏感型机构投资者竞争性的乘积表示, $ETse=Liquidity\times Secomp$
薪酬-市值敏感性	WPS	管理层前三名薪酬总和的自然对数/企业市值的自然对数
市值账面比值	MB	$MB=market\ value/book\ value$
是否亏损	Loss	当年无亏损,赋值为1,否则为0
公司规模	Size	总资产取自然对数, $Size=\ln(assets)$
资产负债率	Lev	$Lev=总负债/总资产$
上市年限	Lnage	当年年度减去上市公司成立年度,取对数
企业业绩	ROA	$ROA=净利润/总资产$
分析师关注度	AF	在一年内对该公司进行过跟踪分析,一个团队数量为1,不单独列出其成员计算数量
审计机构是否为四大	Big4	虚拟变量,如果当年公司的财务报表由国际“四大”会计师事务所审计,取值为1,否则为0
年度	year	年度虚拟变量
行业	industry	行业虚拟变量

真实盈余管理涉及实际的经营和投融资活动,本文采用的指标主要考虑的是针对经营和投资活动所涉及的交易。该模型构建思路类似于应计盈余的计算,重点是确定正常交易活动的水平,涉及到的活动有:操纵性支出,如研发支出、销售和管理费用;生产、存货和销售;长期资产处置等。综合以上的经营和投资活动,本文采用Roychowdhury (2006)构建的模型计算异常生产成本(ABPROD)、异常操纵性支出(ABDISX)和异常经营活动现金流(ABCFO)作为测度工具。根据Cohen和Zarowin (2010)的做法,把前面得到的三个独立指标结合成两个指标REM1和REM2,来衡量企业真实盈余管理程度。

异常生产成本越高,意味着公司越可能存在通过过度生产或者利用价格折扣进行真实盈余管理,真实盈余管理程度越大;而异常操纵性支出和异常现金流越低,则说明公司越有可能通过减少研发支出、销售和管理费用、经营现金流等来增加盈利,进行真实盈余管理,真实盈余管理程度越大,REM1和REM2越大,则企业的真实盈余管理程度越高。

3. 机构投资者异质性的测度

根据Brickley等(1988)的分类标准,把机构投资者划分为抗压型机构投资者(pressure resistant)和压力敏感型机构投资者(pressure sensitive)。具体分类标准是:基金^①、

①文章机构投资者的数据来自CSMAR,总共有:基金、QFII、券商、保险、社保基金、信托、财务公司、银行和非金融上市公司这九类机构投资者。其中基金主要是公募基金。

表2 主要变量描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	p25	中位数	p75	最大值
ABSDA	10 004	0.063	0.065	0	0.020	0.043	0.083	0.338
REM1	10 004	-0.055	0.189	-0.744	-0.131	-0.042	0.037	0.579
REM2	10 004	-0.026	0.114	-0.406	-0.081	-0.023	0.033	0.350
ABPROD	10 004	-0.031	0.135	-0.519	-0.092	-0.027	0.033	0.482
ABDISX	10 004	0.024	0.074	-0.180	-0.011	0.012	0.047	0.310
ABCFO	10 004	0.002	0.079	-0.282	-0.038	0.004	0.046	0.232
Total	10 004	0.081	0.070	0.003	0.026	0.061	0.114	0.338
Resistant	10 004	0.049	0.057	0	0.008	0.029	0.070	0.278
Sensitive	10 004	0.031	0.035	0.001	0.008	0.018	0.040	0.190
ETins	10 004	-0.013	0.010	-0.055	-0.017	-0.009	-0.005	-0.001
ETre	10 004	-0.020	0.015	-0.074	-0.026	-0.015	-0.009	-0.002
ETse	10 004	-0.018	0.015	-0.072	-0.024	-0.014	-0.008	-0.001
MB	10 004	1.002	0.962	0.103	0.396	0.671	1.229	5.237
Loss	10 004	0.075	0.263	0	0	0	0	1
Lev	10 004	0.457	0.205	0.058	0.297	0.458	0.617	0.880
Roa	10 004	0.039	0.046	-0.131	0.015	0.035	0.061	0.184
Big4	10 004	0.071	0.257	0	0	0	0	1
AF	10 004	1.561	1.170	0	0	1.609	2.565	3.689
Lnage	10 004	2.179	0.747	0	1.609	2.398	2.773	3.178
Size	10 004	22.420	1.301	19.970	21.501	22.236	23.187	26.250
Soe	10 004	0.458	0.498	0	0	0	1	1

社保基金和QFII与被投资单位不存在潜在的商业联系，划分为抗压型机构投资者，将基金、社保基金和QFII的持股比例加总作为抗压型机构投资者的代理变量。而信托、企业年金、保险、券商、财务公司和银行等一般都会和被投资单位存在潜在的利益关联，能够从彼此的商业关系中获利，将这些机构投资者的持股比例加总，作为敏感型机构投资者的代理变量。

4. 退出威胁的测度

当股东之间的竞争程度和股票流动性增强时，退出威胁发挥的影响效应会更强。本文借鉴Dou等(2018)的做法，用股票流动性和机构投资者竞争程度的乘积作为退出威胁的代理变量。具体计算公式如下：

$$\text{Totalcomp}_{i,t} = -1 \times \sum_{k=1}^N \left(\frac{\text{Total}_{k,i,t}}{\text{Total}_{i,t}} \right)^2 \quad (1)$$

$$\text{Recomp}_{i,t} = -1 \times \sum_{m=1}^N \left(\frac{\text{Resistant}_{m,i,t}}{\text{Resistant}_{i,t}} \right)^2 \quad (2)$$

$$\text{Secomp}_{i,t} = -1 \times \sum_{n=1}^N \left(\frac{\text{Sensitive}_{n,i,t}}{\text{Sensitive}_{i,t}} \right)^2 \quad (3)$$

其中， $\text{Totalcomp}_{i,t}$ 为i企业第t年机构投资者的竞争程度。 $\text{Total}_{k,i,t}$ 是i企业第t年机构投资者k的持股比例， $\text{Total}_{i,t}$ 表示i企业第t年所有机构投资者的持股比例之和。 $\text{Recomp}_{i,t}$ 是i企业第t年抗压型机构投资者的竞争程度， $\text{Resistant}_{m,i,t}$ 是i企业第t年抗压型机构投资者m的持股比例， $\text{Resistant}_{i,t}$ 是i企业第t年所有抗压型机构投资者的持股比例之和。 $\text{Secomp}_{i,t}$ 是i企业第t年压力敏感型机构投资者的竞争程度， $\text{Se}_{n,i,t}$ 是i企业第t年压力敏感型机构投资者n的持股比例， $\text{Se}_{i,t}$ 是i企业第t年所有压力敏感型机构投资者的持股比例之和。该值的计算思路来自赫芬达尔指数，具有不受股东数量和规模分布影响的特点，可以较好地测量机构投资者的集中程度， $\text{Totalcomp}_{i,t}$ 值越高，意味着交易竞争程度越激烈。

$$\text{ETins}_{i,t} = \text{Liquidity}_{i,t} \times \text{Totalcomp}_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{ETre}_{i,t} = \text{Liquidity}_{i,t} \times \text{Recomp}_{i,t} \quad (5)$$

$$\text{ETse}_{i,t} = \text{Liquidity}_{i,t} \times \text{Secomp}_{i,t} \quad (6)$$

$\text{Liquidity}_{i,t}$ 表示i企业第t年的股票流动性，文章采用的是本年内流通股日换手率的平均值来当做股票流动性的代理变量。 $\text{Liquidity}_{i,t}$ 分别乘上三者的竞争程度，得到的值

表3 机构投资者持股与盈余管理

	(1) REM1	(2) REM2	(3) ABPROD	(4) ABDISX	(5) ABCFO	(6) ABSDA
Total	-0.054 (-1.25)	-0.054** (-2.12)	-0.006 (-0.21)	0.053*** (2.82)	0.001 (0.06)	-0.017 (-1.50)
MB	0.017*** (3.87)	0.003 (1.24)	0.010*** (3.19)	-0.007*** (-4.03)	0.004** (2.14)	-0.003*** (-2.62)
Loss	-0.088*** (-8.72)	-0.040*** (-6.60)	-0.068*** (-9.90)	0.018*** (4.40)	0.021*** (5.30)	0.024*** (7.33)
Lev	0.061*** (3.09)	0.033*** (2.80)	0.045*** (3.53)	-0.017** (-2.00)	-0.015** (-2.08)	0.043*** (8.13)
Roa	-1.257*** (-13.10)	-0.474*** (-8.46)	-1.147*** (-18.27)	0.111*** (2.66)	0.360*** (11.10)	0.249*** (9.61)
Big4	-0.023 (-1.53)	-0.018* (-1.88)	-0.015* (-1.71)	0.008 (1.11)	0.009* (1.68)	-0.005 (-1.59)
AF	-0.025*** (-8.06)	-0.011*** (-6.26)	-0.014*** (-7.28)	0.010*** (7.58)	0.001 (1.08)	-0.001* (-1.65)
Lnage	-0.009** (-2.06)	-0.003 (-1.10)	-0.005* (-1.67)	0.004** (2.22)	-0.001 (-0.95)	0.001 (0.74)
Size	0.007* (1.78)	0.004* (1.71)	0.003 (1.13)	-0.004** (-2.06)	-0.001 (-0.41)	-0.005*** (-4.55)
cons	-0.082 (-0.98)	-0.058 (-1.13)	-0.008 (-0.14)	0.061* (1.68)	-0.001 (-0.03)	0.132*** (6.16)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004
adj. R ²	0.169	0.094	0.195	0.105	0.039	0.101

注：括号中为t值，*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。下同

ETins_{it}为机构投资者的退出威胁，ETre_{it}为抗压型机构投资者的退出威胁，ETse_{it}为压力敏感型机构投资者的退出威胁。

5. 控制变量

参考以往文献，控制了公司是否盈亏、公司规模、资产负债率、公司年龄、公司业绩等相关变量。

变量具体定义见表1。

(三) 模型设置

1. 机构投资者持股和盈余管理

$$ABSDA_{it}/REM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Institutional_{it} + \beta_2 CV_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中，Institutional_{it}为机构投资者持股的代理变量，分别是所有机构投资者持股比例之和(Total)、抗压型机构投资者持股比例之和(Resistant)和敏感型机构投资者持股比

例之和(Sensitive)。CV_{it}为控制变量。

2. 机构投资者退出威胁和盈余管理

$$ABSDA_{it}/REM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Exitthreat_{it} + \beta_2 CV_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中，Exitthreat_{it}为退出威胁的代理变量，分别是机构投资者的退出威胁(ETins)、抗压型机构投资者的退出威胁(ETre)和压力敏感型机构投资者的退出威胁(ETse)。

(四) 描述性统计

表2的描述性统计显示，操纵性应计绝对值(ABSDA)的均值为0.063，标准差为0.065，表明公司之间的盈余管理程度差异较大。真实盈余管理指标REM1和REM2均值分别为-0.055和-0.026，中位数分别为-0.042和-0.023。机构投资者持股比例方面，持股比例总和均值为0.081，即扣除一般法人持股后，我国上市公司机构投资者持股比例

表4 异质性机构投资者持股与盈余管理

	(1) REM1	(2) REM2	(3) ABPROD	(4) ABDISX	(5) ABCFO	(6) ABSDA
Resistant	-0.170*** (-3.01)	-0.136*** (-4.00)	-0.075** (-2.17)	0.100*** (3.97)	0.033* (1.71)	-0.032** (-2.32)
Sensitive	0.172*** (2.76)	0.092** (2.44)	0.134*** (3.11)	-0.033 (-1.26)	-0.055** (-2.16)	0.007 (0.34)
MB	0.016*** (3.80)	0.003 (1.13)	0.009*** (3.12)	-0.007*** (-3.94)	0.004** (2.22)	-0.004*** (-2.68)
Loss	-0.086*** (-8.55)	-0.038*** (-6.39)	-0.067*** (-9.74)	0.017*** (4.22)	0.020*** (5.15)	0.024*** (7.39)
Lev	0.065*** (3.30)	0.035*** (3.03)	0.047*** (3.72)	-0.018** (-2.18)	-0.016** (-2.22)	0.044*** (8.21)
Roa	-1.226*** (-12.83)	-0.453*** (-8.11)	-1.128*** (-17.99)	0.099** (2.38)	0.352*** (10.78)	0.252*** (9.66)
Big4	-0.023 (-1.53)	-0.018* (-1.88)	-0.015* (-1.70)	0.008 (1.11)	0.009* (1.69)	-0.005 (-1.59)
AF	-0.023*** (-7.21)	-0.010*** (-5.25)	-0.013*** (-6.53)	0.009*** (6.73)	0.001 (0.46)	-0.001 (-1.30)
Lnage	-0.009** (-2.05)	-0.003 (-1.07)	-0.005* (-1.66)	0.004** (2.20)	-0.002 (-0.97)	0.001 (0.76)
Size	0.006 (1.55)	0.004 (1.45)	0.002 (0.92)	-0.003* (-1.85)	-0.000 (-0.26)	-0.005*** (-4.63)
cons	-0.065 (-0.77)	-0.046 (-0.90)	0.003 (0.05)	0.054 (1.48)	-0.005 (-0.17)	0.134*** (6.22)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004
adj. R ²	0.172	0.096	0.197	0.107	0.040	0.102

在8.1%左右。机构投资者持股比例最高为0.338，中位数为0.061，标准差为0.070，说明上市公司的机构投资者持股水平存在较大差异。在考虑异质性后，抗压型的机构投资者持股比例均值为0.049，即4.9%左右，敏感型机构投资者持股比例均值为0.031，即3.1%左右。说明敏感型机构投资者的持股比例小于抗压型机构投资者。抗压型机构投资者持股比例为4.9%，几乎快达到5%大股东的基本线，也进一步说明了抗压型机构投资者一旦退出，将更可能给市场传递出“坏消息”。

四、实证结果及分析

(一) 机构投资者持股与盈余管理

表3列示了机构投资者持股和盈余管理的检验结果。

在列(2)中，机构投资者持股(Total)的系数为-0.054，在5%的水平上显著，即机构投资者持股能抑制企业的真实盈余管理，机构总持股比例越高，该抑制作用越强。在列(3)~(5)中，进一步区分真实盈余管理具体项目发现，机构投资者显著提升了异常操纵性支出(ABDISX)。列(6)检验了机构投资者持股对应计盈余管理程度的影响，机构投资者的系数符号虽符合预期，但不显著，这说明机构投资者持股不能抑制企业的应计盈余管理行为。综上，机构投资者持股能够显著降低企业真实盈余管理，即机构投资者在公司治理中，能起到降低企业的真实盈余管理的正向治理效用，本文的H1部分得以验证。

表4列示的是抗压型和敏感型机构投资者对企业盈余管理程度的影响差异。抗压型机构投资者(Resistant)的回

表5 机构投资者的退出威胁和盈余管理

	(1) REM1	(2) REM2	(3) ABPROD	(4) ABDISX	(5) ABCFO	(6) ABSDA
ETins	-1.347*** (-5.52)	-0.637*** (-4.30)	-0.861*** (-5.14)	0.507*** (5.05)	0.093 (0.92)	-0.257*** (-3.03)
MB	0.018*** (4.23)	0.004 (1.62)	0.010*** (3.42)	-0.008*** (-4.52)	0.004** (2.13)	-0.003** (-2.37)
Loss	-0.087*** (-8.63)	-0.039*** (-6.51)	-0.068*** (-9.83)	0.018*** (4.28)	0.021*** (5.28)	0.024*** (7.40)
Lev	0.053*** (2.67)	0.029** (2.43)	0.040*** (3.14)	-0.013 (-1.58)	-0.015** (-2.00)	0.042*** (7.82)
Roa	-1.244*** (-13.04)	-0.469*** (-8.42)	-1.138*** (-18.21)	0.107** (2.57)	0.359*** (11.08)	0.251*** (9.69)
Big4	-0.021 (-1.41)	-0.017* (-1.73)	-0.014 (-1.62)	0.007 (0.93)	0.009 (1.64)	-0.004 (-1.43)
AF	-0.025*** (-8.21)	-0.012*** (-6.89)	-0.014*** (-7.07)	0.011*** (8.30)	0.001 (1.06)	-0.002** (-2.04)
Lnage	-0.008* (-1.67)	-0.002 (-0.91)	-0.003 (-1.17)	0.004** (2.04)	-0.002 (-1.04)	0.001 (0.97)
Size	0.010** (2.46)	0.006** (2.20)	0.005* (1.87)	-0.005*** (-2.58)	-0.001 (-0.54)	-0.004*** (-3.92)
cons	-0.175** (-2.04)	-0.101* (-1.90)	-0.068 (-1.25)	0.095** (2.51)	0.005 (0.17)	0.114*** (5.09)
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004
adj. R ²	0.173	0.095	0.199	0.106	0.040	0.102

归结果如下：列(1)~(2)中真实盈余管理REM1和REM2系数分别是-0.170和-0.136，且均在1%的水平上显著。该结果说明抗压型机构投资者持股能抑制企业的真实盈余管理。列(3)~(5)检验了异质性机构投资者对具体的真实盈余管理项目的影响，结果发现，抗压型机构投资者对异常经营活动现金流水平、异常生产成本和异常操纵性支出均有影响。列(6)是抗压型机构投资者持股对于应计盈余绝对值(ABSDA)的影响，应计盈余绝对值的系数为-0.032，在5%的水平上显著，这说明抗压型机构投资者能降低企业的盈余管理行为。

压力敏感型机构投资者(Sensitive)的回归结果显示，REM1和REM2系数分别是0.172和0.092，分别在1%和5%的水平上显著。说明压力敏感型机构投资者会提高企业的盈余管理水平。列(3)~(5)的具体真实盈余管理项目显示，主要是提高异常生产成本和异常经营活动现金流水

平。列(6)系数不显著，说明压力敏感型机构投资者对于应计盈余管理没有显著影响。

机构投资者持股和盈余管理的研究分析表明，全样本下，机构投资者持股能够显著抑制企业的真实盈余管理行为。在区分机构投资者的异质性后，抗压型机构投资者能够对企业真实盈余管理和应计盈余管理起到显著的抑制作用。而压力敏感型机构投资者会显著提高企业的真实盈余管理水平，对应计盈余管理都没有显著影响。

(二) 机构投资者的退出威胁与盈余管理

本文进一步考察了机构投资者的退出威胁能否抑制企业的盈余管理行为，具体回归结果见表5。列(1)~(6)显示了机构投资者的退出威胁对盈余管理的影响，除了列(5)中机构投资者的退出威胁(ETins)系数不显著，其余机构投资者退出威胁的系数均在1%水平上显著。表5的结果说明机构投资者退出威胁能显著降低企业的盈余管理程度，

表6 异质性机构投资者的退出威胁和盈余管理

	(1) REM1	(2) REM2	(3) ABPROD	(4) ABDISX	(5) ABCFO	(6) ABSDA
ETre	-1.273*** (-4.34)	-0.578*** (-3.05)	-0.721*** (-3.53)	0.574*** (4.77)	-0.029 (-0.21)	-0.097 (-0.92)
ETse	0.211 (0.72)	0.088 (0.47)	0.058 (0.28)	-0.162 (-1.32)	0.086 (0.64)	-0.081 (-0.76)
MB	0.018*** (4.27)	0.004 (1.64)	0.010*** (3.45)	-0.008*** (-4.57)	0.004** (2.14)	-0.003** (-2.38)
Loss	-0.085*** (-8.49)	-0.038*** (-6.40)	-0.067*** (-9.71)	0.017*** (4.12)	0.021*** (5.28)	0.024*** (7.43)
Lev	0.053*** (2.66)	0.029** (2.42)	0.040*** (3.13)	-0.013 (-1.55)	-0.015** (-2.01)	0.042*** (7.83)
Roa	-1.230*** (-12.93)	-0.462*** (-8.32)	-1.130*** (-18.11)	0.100** (2.42)	0.360*** (11.07)	0.252*** (9.69)
Big4	-0.020 (-1.35)	-0.017* (-1.69)	-0.013 (-1.57)	0.006 (0.88)	0.009* (1.65)	-0.004 (-1.42)
AF	-0.025*** (-8.06)	-0.012*** (-6.78)	-0.014*** (-6.94)	0.011*** (8.15)	0.001 (1.08)	-0.002** (-2.02)
Lnage	-0.008* (-1.67)	-0.002 (-0.92)	-0.003 (-1.17)	0.004** (2.04)	-0.002 (-1.04)	0.001 (0.95)
Size	0.011** (2.53)	0.006** (2.23)	0.005* (1.92)	-0.005*** (-2.66)	-0.001 (-0.52)	-0.004*** (-3.93)
cons	-0.188** (-2.18)	-0.106** (-1.99)	-0.074 (-1.37)	0.101*** (2.67)	0.004 (0.14)	0.115*** (5.07)
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004	10 004
adj. R ²	0.174	0.095	0.199	0.108	0.039	0.102

表7 机构投资者退出威胁与盈余管理：区分管层薪酬对股价的敏感性

	REM1		REM2		ABSDA	
	(1) High	(2) Low	(3) High	(4) Low	(5) High	(6) Low
ETins	-1.417*** (-4.08)	-1.220*** (-3.82)	-0.746*** (-3.50)	-0.512*** (-2.60)	-0.275** (-2.23)	-0.215* (-1.86)
CV	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	0.096 (0.76)	-0.261** (-2.46)	0.004 (0.05)	-0.106* (-1.67)	0.192*** (5.30)	0.080*** (2.85)
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4 862	5 142	4 862	5 142	4 862	5 142
adj. R ²	0.167	0.189	0.113	0.090	0.118	0.092

主要体现在抑制企业的异常生产成本、异常操纵性支出的可能性。综上，本文H2得以验证。

表6列示了在考虑异质性的情况下，机构投资者退出威胁对企业盈余管理的影响。表6的回归结果显示，相比

敏感型机构投资者，抗压型机构投资者更能有效抑制企业的真实盈余管理程度，而对应计盈余管理没有显著影响。进一步区分真实盈余管理具体项目发现，抗压型机构投资者退出威胁对企业盈余管理程度的抑制效应主要是体现在

表8 异质性机构投资者的退出威胁与盈余管理：区分产权性质

	REM1		REM2		ABSDA	
	(1) 民营企业组	(2) 国有企业组	(3) 民营企业组	(4) 国有企业组	(5) 民营企业组	(6) 国有企业组
ETre	-1.765*** (-4.49)	-0.541 (-1.24)	-0.766*** (-3.11)	-0.326 (-1.12)	-0.184 (-1.32)	0.100 (0.65)
ETse	0.694* (1.75)	-0.472 (-1.09)	0.287 (1.18)	-0.198 (-0.70)	-0.050 (-0.35)	-0.144 (-0.94)
CV	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	-0.026 (-0.19)	-0.228* (-1.87)	-0.032 (-0.39)	-0.130* (-1.69)	0.117*** (3.39)	0.094*** (3.25)
ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5 426	4 578	5 426	4 578	5 426	4 578
adj. R ²	0.182	0.164	0.109	0.076	0.114	0.103

异常生产成本(ABPROD)、异常操纵性支出(ABDISX)。至此,本文H3部分得以验证。

五、进一步分析

(一)退出威胁、管理层薪酬—市值敏感性和盈余管理机构投资者的退出威胁之所以能够起到治理作用,原因在于一旦机构投资者卖出股票,便会向市场传递出“坏消息”,其他投资者也很可能会跟着“用脚投票”卖出股票,给企业带来股价下跌的损失甚至股价崩盘。当管理层持有企业股票,或者管理层的薪酬和股票价格挂钩时,机构投资者的退出带来的负面效应便会转移到管理层上。管理层为了保护自己的私人利益,便会接受这种威胁,采取手段来挽留机构投资者,体现在减少企业盈余管理上。Edmans等(2008)提出了一个衡量激励的理想指标:薪酬—市值敏感性(Wealth-performance sensitivities),即CEO的年薪所得除以公司价值,该指标不受公司规模影响。本文借鉴该指标,用管理层前三名薪酬总和的自然对数除以企业市值的自然对数,得到代理变量WPS,进一步以该值中位数为标准,把样本分为高敏感组和低敏感组。

表7结果显示,在列(1)、列(3)和列(5)这三个高敏感组,机构投资者的退出威胁(ETins)系数分别为-1.417、-0.746和-0.275,且分别在1%、1%和5%的水平上显著,系数高于低敏感组,表明当管理层的薪酬和市值关联度更高时,机构投资者退出威胁的约束作用更强。以上研究结论表明,管理层的薪酬和企业股票市值挂钩的时候,管理层担心机构投资者的退出引起股价大跌,会降低盈余管理

程度。

(二)区分产权性质

国有企业和民营企业的内部控制机制存在较大差异,机构投资者退出威胁所能起到的作用也可能不同。根据企业产权性质,将样本分为国有企业组和民营企业组,并进行分组回归检验。表8检验的是考虑机构投资者的异质性的情况下,不同机构投资者的退出威胁对于企业盈余管理的影响是否会因产权性质而存在差异。其中,列(1)、(3)、(5)是民营企业组,列(2)、(4)、(6)为国有企业组,结果表明,对于真实盈余管理,抗压型机构投资者对企业盈余管理程度的抑制作用在民营企业中整体显著。在列(1)中,压力敏感型机构投资者的退出威胁(ETse)系数为0.694,在10%的水平上显著,列(3)中不显著。国有企业组中,抗压型机构投资者和压力敏感型机构投资者的系数均不显著。综上,民营企业组中,机构投资者的退出威胁作用更能抑制企业的盈余管理水平。

六、结论与启示

早期关于大股东参与公司治理的途径多为传统的“发声”机制,近年来退出威胁越来越多的受到重视,丰富了股东参与公司治理的途径。本文研究了2010~2017年中国A股上市公司中机构投资者这一外部股东对盈余管理的影响,从退出威胁的角度探讨了异质性机构投资者持股怎样对企业的盈余管理产生影响。研究发现:(1)机构投资者能显著降低企业的盈余管理程度,且主要表现为对真实盈余管理程度的抑制。(2)机构投资者退出威胁能够显著降低企业盈余管理程度,主要表现为对真实盈余管理和应计

盈余管理的抑制。(3)进一步地,区分机构投资者异质性发现,相比敏感型机构投资者,社保基金、QFII等抗压型机构投资者更可能通过退出威胁降低企业的真实盈余管理程度。(4)当管理层的薪酬和股票市值相关度更高时,机构投资者退出威胁对管理层行为的约束作用会更强;退出威胁的影响效应在民营企业中更显著。从以上结论可以看出,随着社保基金入市规模扩大、QFII投资额度放开等资本市场改革的深入进行,机构投资者尤其是抗压型机构投资者将在公司治理中发挥越来越大的作用。本文的结论对企业优化内外部股东结构有一定战略启示。

主要参考文献：

- [1] 陈克兢. 退出威胁与公司治理——基于盈余管理的视角[J]. 财经研究, 2018, 44(11): 18-32.
- [2] 程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界, 2006, (9): 129-136.
- [3] 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.
- [4] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 管理世界, 2015, (5): 147-159.
- [5] 梅洁, 张明泽. 基金主导了机构投资者对上市公司盈余管理的治理作用?——基于内生性视角的考察[J]. 会计研究, 2016, (4): 55-60.
- [6] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013, 25(3): 48-59.
- [7] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2005, 8(2): 27-33.
- [8] 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.
- [9] 袁知柱, 王泽燊, 郝文瀚. 机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择[J]. 管理科学, 2014, 27(5): 104-119.
- [10] Admati, A. R., Pfleiderer, P. The “Wall Street Walk” and shareholder activism: Exit as a form of voice[J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22(7): 2645-2685.
- [11] Almazan, A., Hartzell, J. C., Starks, L. T. Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation[J]. Financial Management, 2005, 34(4): 5-34.
- [12] Bharath, S. T., Jayaraman, S., Nagar, V. Exit as governance: An empirical analysis [J]. The Journal of Finance, 2013, 68(6): 2515-2547.
- [13] Bhattacharya, N., Desai, H., Venkataraman, K. Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs[J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30(2): 482-516.
- [14] 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.
- [15] Bushee, B.J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. Accounting review, 1998, 73(3): 305-333.
- [16] Chen, Y.F., Lin, F.L., Yang, S.Y. Does institutional short-termism matter with managerial myopia? [J]. Journal of business research, 2015, 68(4): 845-850.
- [17] Cohen, D.A., Zarowin, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings [J]. Journal of accounting and Economics, 2010, 50(1): 2-19.
- [18] Dou, Y., Hope, O.K., Thomas, W.B., Zou, Y. Blockholder exit threats and financial reporting quality[J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 35(2): 1004-1028.
- [19] Edmans, A. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia [J]. The Journal of Finance, 2009, 64(6): 2481-2513.
- [20] Edmans, A., Gabaix, X., Landier, A. A multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 22(12): 4881-4917.
- [21] Edmans, A., Manso, G. Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 24(7): 2395-2428.
- [22] Healy, P.M., Wahlen, J.M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting [J]. Accounting horizons, 1999, 13(4): 365-383.
- [23] Hirschman, A. Exit, voice, and loyalty: responses to decline in firms, organizations, and states[M]. Harvard University Press, 1970.
- [24] Hope, O.K. Large shareholders and accounting research[J]. China Journal of Accounting Research, 2013, 6(1): 3-20.
- [25] Kim, D., Qi, Y. Accruals quality, stock returns, and macroeconomic conditions[J]. The Accounting Review, 2010, 85(3): 937-978.
- [26] Korczak, P., Tavakkol, A. Institutional investors and the information content of earnings announcements: the case of Poland[J]. Economic Systems, 2004, 28(2): 193-208.
- [27] Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. Journal of accounting and economics, 2005, 39(1): 163-197.
- [28] 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.
- [29] Pound, J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. Journal of financial economics, 1988, 20: 237-265.
- [30] Rajgopal, S., Venkatachalam, M., Jiambalvo, J. Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings? [R]. SSRN Working Paper, 1999.
- [31] Roychowdhury, S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of accounting and economics, 2006, 42(3): 335-370.
- [32] Shleifer, A., Vishny, R. W. A survey of corporate governance [J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.

Can Institutional Investors Mitigate Earnings Management?

——Evidence from Exit Threat Perspective

YU Nu-tao, ZHAO Li-ping, ZHANG Hua-yu

Abstract : Recent research shows that exit threat is a new channel of corporate governance. In this paper, we take the A-share listed companies in 2010-2017 as a sample to examine whether institutional investors exacerbate or mitigate earnings management. The results show below: Institutional investors can inhibit accrual earnings management. Furthermore, the exit threat by institutional investors can decrease both accrual and real earnings management. However, when consider the heterogeneity of institutional investors, only the pressure resistant institutional investors can decrease real earnings management by exit threat. Last, we find when the management's salary and firm value are highly correlated, this effect can be amplified; non-state enterprises perform better on this mitigation. Our findings show a new idea in the role of Chinese institutional investors in corporate governance, especially the pressure resistant institutional investors like QFII and social insurance fund.

Key words : exit threat ; the pressure resistant institutional investors ; the pressure sensitive institutional investors ; earnings management

(责任编辑 杨亚彬)