

学校编码: 10384
学号: 17520101151151

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

机构投资者持股与盈余管理的关系研究
——基于我国创业板市场的经验证据

The Research on Institutional Ownership and Earnings
Management:
An Empirical Study Based on the GEM in China

林艺滨

指导教师姓名: 苏新龙 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2013年4月

论文答辩时间: 2013年 月

学位授予日期: 2013年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

自从 1999 年我国提出“超常规发展机构投资者”的战略后，机构投资者如雨后春笋般得到快速发展，成为资本市场中的重要力量，近几年养老金、住房公积金入市必将进一步壮大机构投资者的力量。随着股东积极主义的兴起，我国监管部门希望借机构投资者的力量改善上市公司的治理结构，抑制上市公司的盈余管理。与此同时，关于机构投资者持股与盈余管理关系的研究也不断涌现。

而自从 2009 年创业板成立以来，创业板上市公司盈余管理的现象频发，降低了会计信息的质量，误导了利益相关者的决策，阻碍了资源的优化配置，成为创业板亟待解决的一个难题。那么就创业板而言，机构投资者持股与盈余管理之间存在着什么样的关系呢？创业板上市公司的盈余管理程度是否会对机构投资者的投资决策产生影响呢？具有信息、规模及专业优势的机构投资者是否能积极参与公司治理，对管理层形成有效监督，还是消极地“以脚投票”呢？这是本文研究的主要问题。

本文从盈余管理的理论和机构投资者的特征出发，剖析了机构投资者持股与盈余管理之间的双向关系并提出假设。然后以 2009-2011 年被机构投资者持股的中国创业板上市公司为样本，根据二者的双向关系分别建立模型进行了实证检验。结果发现，在创业板市场中：（1）机构投资者具有甄别公司盈余管理的能力，并偏好持股盈余管理较小的公司。（2）机构投资者持股后，对抑制上市公司盈余管理的能力非常有限。最后，本文结合研究结论给出了政策建议，希望能有助于机构投资者充分发挥股东积极主义的作用，有助于改善创业板上市公司频发的盈余管理现象以提高会计信息质量，有助于包括养老金、住房公积金在内的广大投资者更好地进行投资决策。

关键词：机构投资者；盈余管理；创业板

ABSTRACT

With the rise of shareholder activism of the institutional investors, Chinese government put forward the strategy of developing institutional investors rapidly in 1999 in order to improve the corporate governance and restrain the earnings management of listed companies through the strength of the institutional investors. Then the institutional investors grow up quickly and play an very important role in the capital market at present. And more and more experts and scholars has researched the relationship between institutional ownership and corporate earnings management.

Since the GEM (Growth Enterprises Market) established, earnings management of GEM listed companies occurred frequently. It' s a problem that needs to be solved urgently because corporate earnings management reduces the usefulness of accounting information, misleads the investment decision making of stakeholders and prevents the optimal resource allocation. As far as GEM listed companies, what' s the relationship between institutional ownership and corporate earnings management? Does the earnings management of GEM listed companies influence the investment decision making of institutional investors? Does the institutional investors participate in the corporate governance and restrain the earnings management positively or just sell their stocks negatively? That' s the main topic of this paper.

Based on the earnings management theory and institutional investors characteristic, this paper analyzes the bi-directional relationships between institutional ownership and corporate earnings management and proposes two hypotheses about the bi-directional relationship. Then the

writer establish two models about the bi-directional relationships and test the hypotheses taking the GEM listed companies from 2009 to 2011 as a sample. The main conclusion is that in the GEM, (1)the institutional investors are able to discern corporate earnings management and prefer to invest the companies with lower earnings management; (2)the ability of institutional investors to restrain corporate earnings management is quite limited, the majority of the institutional investors replace supervision and administration with selling their shares in the corporate governance. At last, this paper makes some suggestions to prompt the institutional investors to take a full part in corporate governance, to regulate GEM listed companies and to provide advices about investing in the capital market to vast investors including pension and Public Housing Fund.

Key Words: Institutional Investors; Earnings Management; the GEM listed company

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 研究内容和研究方法	4
1.3 研究创新.....	5
第二章 相关概念及文献综述	7
2.1 创业板上市公司的盈余管理	7
2.1.1 盈余管理的概念.....	7
2.1.2 盈余管理的动机.....	8
2.1.3 盈余管理的制约因素.....	11
2.1.4 创业板上市公司的特点.....	13
2.1.5 创业板上市公司盈余管理的相关研究.....	14
2.2 机构投资者.....	19
2.2.1 机构投资者的界定.....	19
2.2.2 机构投资者的特征.....	21
2.3 机构投资者持股与公司盈余管理关系的文献综述	23
2.3.1 机构投资者持股对公司盈余管理的影响.....	23
2.3.2 公司盈余管理对机构投资者持股的影响.....	27
第三章 理论分析与研究假设	28
3.1 公司盈余管理对机构投资者持股决策的影响	28
3.1.1 机构投资者的专业性.....	28
3.1.2 机构投资者的谨慎人原则.....	29
3.1.3 研究假设 1	30

3.2 机构投资者持股对公司盈余管理的影响	31
3.2.1 盈余管理的根源.....	31
3.2.2 机构投资者的治理能力.....	33
3.2.3 机构投资者的监督意愿.....	34
3.2.4 研究假设 2	37
第四章 研究设计	38
4.1 创业板上市公司盈余管理的测度	38
4.1.1 盈余管理测度模型.....	38
4.1.2 创业板上市公司盈余管理测度模型选择.....	41
4.1.4 创业板上市公司盈余管理的测度结果.....	42
4.2 研究设计.....	43
4.2.1 回归模型的建立.....	43
4.2.2 研究变量的说明.....	45
4.2.3 样本的选择.....	47
第五章 实证结果及分析	49
5.1 模型 I 的实证结果.....	49
5.1.1 描述性统计.....	49
5.1.2 相关性分析.....	51
5.1.3 回归结果及分析.....	51
5.2 模型 II 的实证结果.....	54
5.2.1 描述性统计.....	54
5.2.2 相关性分析.....	55
5.2.3 回归结果及分析.....	55
5.3 稳健性检验.....	59
第六章 研究结论及启示	62
6.1 研究结论.....	62
6.2 政策建议.....	63

6.3 研究的局限性及进一步研究方向.....	65
[参考文献]	66
致谢.....	73

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Table of Contents

1 Introduction	1
1.1 Research Background and Significance	1
1.1.1 Research Background	1
1.1.2 Research Significance	3
1.2 Research Contents and Methods	4
1.3 Research Innovation	5
2 Literature Review	7
2.1 Earnings Management of GEM Listed Companies	7
2.1.1 Definition of Earnings Management.....	7
2.1.2 Incentives of Earnings Management.....	8
2.1.3 Determinants of Earnings Management.....	11
2.1.4 Characteristics of the GEM Listed Companies.....	13
2.1.5 Relevant Research on Earnings Management of GEM Listed Companies	14
2.2 Institutional Investors	19
2.2.1 Definition of Institutional Investors.....	19
2.2.2 Characteristics of Institutional Investors	21
2.3 Relationship Between Institutional Ownership and Earnings Management	23
2.3.1 Influence of Institutional Ownership on Earnings Management	23
2.3.2 Influence of Earnings Management on Institutional Ownership	27
3 Theoretical Analysis and Hypothesis	28
3.1 Influence of Earnings Management on Institutional Ownership Decision Making	28
3.1.1 Professionalism of Institutional Investors.....	28
3.1.2 Prudent Person Rules of Institutional Investors.....	29
3.1.3 Testable Hypothesis 1	30

3.2 Influence of Institutional Ownership on Earnings Management	31
3.2.1 Springhead of Earnings Management	31
3.2.2 Governance Capacity of Institutional Investors.....	33
3.2.3 Supervisory Willing of Institutional Investors	34
3.2.4 Testable Hypothesis 2	37
4 Research Design	38
4.1 Measurement of Earnings Management of GEM Listed Companies	38
4.1.1 Measurement Model of Earnings Management.....	38
4.1.3 Measurement Model of Earnings Management of GEM Listed Companies..	41
4.1.4 Measurement Result of Earnings Management of GEM Listed Companies..	42
4.2 Research Design	43
4.2.1 Regression Model	43
4.2.2 Variables Explanation	45
4.2.3 Sample Selection.....	47
5 Results and Analysis	49
5.1 Regression Results of Model I	49
5.1.1 Descriptive Statistics.....	49
5.1.2 Correlation Test.....	51
5.1.3 Regression Results and Analysis	51
5.2 Regression Results of Model II	54
5.2.1 Descriptive Statistics.....	54
5.2.2 Correlation Test.....	55
5.2.3 Regression Results and Analysis	55
5.3 Robustness Test	59
6 Conclusion and Suggestions.....	62
6.1 Conclusion	62
6.2 Proposals.....	63
6.3 Limitations and Further Research	65

Reference.....66
Acknowledgements73

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

机构投资者是市场经济发展成熟到一定阶段的产物。当投资性资本大量积累，金融工具逐渐多样化时，机构投资者应运而生。目前，机构投资者主导市场已经是资本市场发展的大势所趋。国际市场上，自从机构投资者在 20 世纪 80 年代英美等国的恶意并购浪潮中，由“被动投资，用脚投票”的华尔街准则转为“积极投资，参与管理”，学术界认为这是机构投资者行使“股东积极主义”行动的开始，逐渐转变对机构投资者的认识，并涌现出不少文献研究机构投资者在公司治理方面的作用。

作为新兴力量的中国资本市场，监管部门为促进我国证券市场的快速成长和发展，将大力培育行为规范的机构投资者列入加强证券市场建设的议事日程。自 1999 年证监会提出“超常规发展机构投资者战略”以来，机构投资者队伍在我国证券市场上迅速崛起、壮大，并成为市场的主导力量。目前我国证券市场已初步形成了以证券投资基金为主，社保基金、券商、QFII（Qualified Foreign Institutional Investors，合格境外机构投资者）、信托、保险基金等其他机构投资者相结合的多元化发展格局，机构投资者逐渐成为我国资本市场中重要的投资主体。此外，养老金、住房公积金入市也将成为一种趋势，这势必会强有力地壮大机构投资者的队伍。

由于信息不对称的普遍存在、契约本身的不完备性以及我国相关经济法规制度的不健全等原因，我国上市公司及拟上市公司普遍存在盈余管理行为，导致我国证券市场存在不少会计信息失真现象。而随着机构投资者在中国资本市场中占据的地位日益重要以及“机构投资者积极主义”呼声的日益高涨，人们逐渐意识到如果机构投资者能够积极参与公司治理，会对公司管理层形成一个良好的监督，从而能够缓解委托代理问题，抑制管理层的自利行为，使管理层为实现公司价值最大化而不断努力。因此，监管部门大力推动机构投资者的发展，希望机构投资

者积极地参与到公司治理中，从而提高市场的运行效率，提高会计信息的质量，提高资源的配置效率，保护中小投资者，促进我国证券市场健康发展。2002年1月，中国证监会和经贸委联合发布的《上市公司治理准则》中第十一条明确要求“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用”。2004年1月国务院发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发[1992]68号）也体现出我国政府鼓励机构投资者介入，以期改善我国股票市场的投资者结构，促进资本市场稳定发展。

与此同时，越来越多的中国学者开始研究机构投资者与公司盈余管理的关系，但遗憾的是，这些文献基本都是以A股主板的上市公司为研究样本，没有专门的文献以创业板上市公司为研究样本探讨机构投资者与公司盈余管理的关系。自2009年10月我国推出创业板以后，创业板上市公司的盈余管理行为层出不穷而倍受诟病，创业板上市公司频繁的业绩变脸也常被媒体推到风口浪尖。与主板市场相比，我国创业板市场的产生和发展时间较短，上市公司治理结构存在不少缺陷，这使得创业板呈现出诸多与主板市场不同的特点。创业板定位于中小型高科技企业，大多数具有成立时间短、公司规模小、业绩不稳定、经营风险高、但成长空间广阔的特点。相比于主板，创业板市场面临的风险更大，原因有三：（1）创业板中多数是高科技企业，面临着较大的技术与产品开发风险，以及产品市场风险；（2）创业板公司的上市门槛相对较低，公司规模较小，业绩要求较低，抵御风险的能力较弱；（3）2012年4月，深交所正式发布《创业板上市规则》（2012年修订），创业板退市制度终于正式出台，更为严格的退市制度在加快创业板公司优胜劣汰的同时，也增加了创业板公司的退市风险。因此，从这三方面而言，创业板市场存在比主板更大的风险，这也使得创业板上市公司具有更为强烈的盈余管理动机。现有文献大多认为机构投资者在抑制A股主板上市公司的盈余管理行为中起到了正面的作用，那么对于创业板而言，机构投资者究竟是通过参与公司治理抑制了上市公司的盈余管理行为，还是消极持股，简单地“用脚投票”，刺激了上市公司的盈余管理行为，或者不足以对上市公司的盈余管理行为产生影响呢？这一问题需要通过实证研究加以检验。

另一方面，国内的相关研究几乎清一色地都从机构投资者对盈余管理的影响

这一角度出发，往往忽略了盈余管理对机构投资者投资决策的影响。外界普遍认为，机构投资者拥有中小投资者所不具备的雄厚资金实力和专业优势，他们拥有专门的研究团队，能够持续地关注上市公司的经营情况，分析上市公司的财务状况，及时地发现上市公司存在的问题。那么到底创业板上市公司的盈余管理行为是否难逃机构投资者的“火眼金睛”呢？机构投资者在进行投资决策时，是否也将创业板上市的盈余管理行为列入重要的参考因素呢？这些研究对于投资者而言具有现实意义，是本文关注的另一个问题。

1.1.2 研究意义

本文以创业板上市公司为关注重点，剖析机构投资者持股与创业板上市公司的盈余管理程度之间的双向关系。希望本文的研究结论对于丰富现有研究成果，以及后转轨时期创业板上市公司盈余管理的监管、机构投资者发展政策的制定提供有益的参考，总体来说包括以下几个方面：

第一，有助于加强和完善对创业板上市公司盈余管理行为的监管，推动创业板上市公司完善公司治理结构，提高会计信息质量，从而促进创业板市场健康持续发展。

设立创业板市场是我国促进中小企业发展，推进科技自主创新，加快产业升级和结构调整，建立多层次资本市场的重要战略举措，创业板市场的健康发展是适应我国经济长期发展的需要，具有重要意义。

然而与主板公司相比，创业板上市公司具有更为强烈的盈余管理动机，容易误导投资者使投资者蒙受重大损失，容易致使不良证券进入资本市场，容易使不良投资者利用财务信息投机炒作、操纵市场，容易影响市场资源合理有效的优化配置，甚至导致投资者对证券市场披露的财务信息丧失信任感，严重危害我国证券市场的健康发展。如果创业板上市公司的盈余管理行为一直得不到有效的监督和改善，将会形成一种恶性循环，即企业只要轻松地通过盈余管理的方式而不是通过改进生产技术、改善经营管理来获取高额利润，这样也将极大损害中小股东的利益。因此加强对创业板上市公司盈余管理行为的研究，将有利于更好地约束和监管公司盈余管理的行为，更好地使投资者从已披露的公司财务会计报告中获

取有用信息，更好地保护投资者的合法权益，更好地促进创业板市场持续、健康地发展。

第二，有利于更进一步认识机构投资者在创业板上市公司外部治理中的地位和作用。

大多数创业板上市公司的所有权集中度较高，面临的风险较大，内部自我完善的动力不足，盈余管理的动机更强。而机构投资者作为强有力的外部股东，是否真如监管部门所愿，发挥了积极的作用，有效地监督管理层，这有待进一步证实。如果是，则自然值得鼓励和提倡。否则，又是什么原因制约了机构投资者的外部治理作用呢？本文希望通过研究机构投资者在创业板上市公司外部治理中的地位和作用，为机构投资者股东积极主义的实践提出有用的政策建议。

第三，初步探索盈余管理对机构投资者投资决策的影响，对养老金、住房公积金入市具有借鉴意义。

以往对机构投资者持股偏好的研究，多数是从财务指标、资本市场收益和风险角度出发，而几乎没有考虑财务数据的质量对机构投资者投资决策的影响。本文以创业板上市公司为研究，探索盈余管理程度对机构投资者持股偏好的影响，该研究具有现实意义，为广大投资者和公司管理层的投资和融资决策提供参考。而且随着养老金、住房公积金入市，希望本文对机构投资者持股偏好的研究能够为这两类投资资本庞大、关系人民群众利益的机构投资者入市贡献一点微薄的力量。

1.2 研究内容和研究方法

本文基于创业板上市公司的视角，试图从盈余管理基本理论和机构投资者的行为特点入手，考察机构投资者持股与盈余管理之间的双向关系，即机构投资者的投资行为偏好以及对公司盈余管理的监督治理效应。文章框架如下：

第一章：绪论，主要阐述本文的研究背景及意义、研究内容和方法以及文章的创新点。

第二章：相关概念及文献综述。本文以创业板市场为研究样本，因此先从盈余管理的基础理论出发，再结合创业板上市公司的特点对创业板上市公司盈余管

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库