

机构投资者和管理层合谋还是相互制约？

——基于产权视角的实证研究

陈 沉¹ 陈言妙² 杜 萌³

(1. 南开大学 商学院, 天津 300071; 2. 浙江财经大学 工商管理学院, 浙江 杭州 310018;
3. 东北财经大学 金融学院, 辽宁 大连 116025)

摘要: 盈余信息质量关系到投资者的切身利益和资本市场的稳定发展, 近年来证券监管者、分析师、外部投资者、媒体等越来越关心会计信息质量, 特别是盈余信息质量; 机构投资者作为外部股东的代表, 其不断发展是否提高了中小股东的话语权、对上市公司资本结构的不断调整和完善发挥的作用如何, 是近年来的研究热点。盈余管理行为普遍存在的环境下, 机构投资者持股能否抑制管理层机会主义行为呢? 机构投资者和管理层合谋获取私有收益还是相互制约呢? 过去研究没有得到统一的结论。本文基于 2007—2009 年深沪 A 股上市公司数据, 基于产权性质下的盈余管理视角研究机构投资者是否持股、持股比例及机构投资者类型在不同产权类型的企业中, 对管理层机会主义行为产生的影响, 本文对投资者保护、公司治理结构的完善、股权结构调整及会计信息质量的提高具有一定参考意义。

关键词: 机构投资者; 管理层机会主义行为; 盈余管理; 公司治理; 产权性质

中图分类号: F271 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2015)01-0074-13

一、引言

两权分离制度导致信息不对称使得委托人和代理人存在利益冲突, 带来道德风险及逆向选择, 管理层具有机会主义行为动机进行盈余管理以获得私有收益。Schipper(1989)认为盈余管理是管理层有目的操控公司对外财务报告的处理过程及信息披露过程以获得私有收益的行为。Scott 认为盈余管理既可以被看成管理层为在薪酬契约、借款合同及政治成本追求自身效用最大化的机会主义行为, 也可以被认为为更好地执行契约的一种机制, 或者可以理解为一种信号传递机制。由于管理层对企业不拥有所有权却拥有日常经营管理权和资产控制权, 因而管理层处于

信息优势地位; 由于各种因素的影响导致股东对管理层不能够进行有效监督, 管理层基于资本市场动机(Aharony et al., 2000)、薪酬契约动机(Simon et al., 2013)、政治成本动机(Makar, 1998)等考虑, 有动机和能力进行机会主义行为。

20 世纪末, 两权分离带来的监督不力导致出现了安然、世通会计丑闻, 这些震惊世界的会计丑闻引发监管者和投资者对盈余质量的密切关注。目前国内研究来看, 对应计及真实盈余管理的相关研究主要集中其影响因素、动机、计量方法、计量模型、经济后果等方面。而 Roychowdhury(2006)基于管理层机会主义动机考虑, 通过操控销售、成本、酌量性费来达到相应的

收稿日期: 2014-12-08

作者简介: 陈沉(1987—), 女, 山东济宁人, 南开大学商学院博士研究生, 研究方向为会计理论研究; 陈言妙(1989—), 女, 山东济宁人, 浙江财经大学工商管理学院研究生, 研究方向为企业管理理论研究; 杜萌(1988—), 男, 辽宁大连人, 东北财经大学金融学院博士研究生, 研究方向为金融理论研究。

目标,引发了学者对上市公司采取真实活动操控进行盈余管理的密切关注。

近年来,我国股票市场的迅速发展带动了机构投资者的壮大,作为股票市场重要的外部投资者,机构投资者对资本市场的影响越来越大^①。范海峰等(2013)认为机构投资者处于信息优势,有专业的投资人才,资金规模较为庞大,但由于机构投资者在投资风格、风险意识、投资策略、人才、规模、信息优势、持股动机、决策程序、资金来源、业绩评价及外部法律的约束等存在显著差异。因此,本文从机构投资者持股、持股比例及机构投资者类型探讨了机构投资者与管理层机会主义的关系^②,得到如下结论:第一,机构投资者持股对管理层应计操控的机会主义具有显著的抑制作用;第二,机构投资者持股比例越高,对管理层操控应计项目的机会主义行为抑制作用更大;第三,证券投资基金对管理层应计操控的机会主义行为的抑制作用比其他类型机构投资者更大;从不同产业性质企业视角分析时,发现机构投资者对管理层应计操控的机会主义的抑制作用只发生在非国有企业,而在国有企业无此现象。

本文的贡献:首先,基于不同产权性质视角,考察我国资本市场重要的投资者——机构投资者对于管理层机会主义行为发挥的作用,发现在代理问题更为严重的国有样本组,机构投资者发挥的作用不显著,不能有效抑制管理层的机会主义行为,原因可能在于国有企业的机构投资者和管理层合谋获得私有收益,也可能是国有企业性质所致;由于政府对国有企业施加各种政治压力、社会责任、就业、医疗、环保、信贷优惠、产业保护、政府官员任命等,导致国有企业决策程序、信贷、生产经营战略、社会责任、经营目标等和非国有企业存在显著差异,从而使作为外部股东的

机构投资者不能对管理层有效监管。但本文结果并没能区分究竟是哪种原因所致,这一问题有待于未来继续研究。

其次:本文对于完善我国上市公司股权结构、加强投资者保护、培育能够有效发挥监管作用的机构投资者等外部监管队伍具有一定的参考意义,同时,本文丰富了代理成本、公司所有权性质、公司治理、会计信息质量、盈余管理及机构投资者的相关研究。

本文可能的不足之处:首先,本文对于管理层机会主义行为采用应计盈余管理替代,随外部监管的加强、应计盈余管理成本收益的考虑等,公司可能转而采用真实活动盈余管理行为,李增福等(2013)基于真实活动操控研究国有控股与机构投资者的关系。本文只关注应计盈余管理对管理层机会主义行为的作用,如果同时考虑真实活动操控及应计操控时,机构投资者发挥的作用可能更显著,因此,笔者认为只分析应计盈余管理不影响结论适用性;其次,虽然 Dechow 等(2011)认为所有计量操控性应计的模型都存在不足,模型的检验效果不好,存在较大的偏误等,鉴于目前没有更好的计量模型,本文仍借鉴 Dechow 等(2011)提出的修正的 Jones 模型,虽然稳健性检验部分采用 Kothari et al. (2005)的计量方法,但由于各种计量方式都存在相应的问题,因此,本文对应计操控项目的计量可能存在一定的偏差;第三,本文没有区分管理层操控应计项目的动机,其可能是基于自利行为,也可能是基于传递信号考虑,区分不同的行为动机可能导致不同的结论。

论文其他结构安排如下:第二部分是文献回顾与研究假设,第三部分是数据来源和变量选择,第四部分实证分析,最后是本文的结论和建议。

^①机构投资者主要是指有证券自营资格、利用自有资金及从公众手中募集来的资金进行证券投资,获取投资收益为主业的证券投资机构;目前我国形成了以社保基金、QFII、养老基金、企业年金、保险公司、信托公司、财务公司及券商等类型的机构投资者多元化发展格局。目前我国机构投资者在金融资产中占比较低,提供的理财产品种类不足,缺乏相应的创新,行业同质化现象较为突出,投资结构也存在非平衡,机构投资者的持股比例等关系到其在资本市场中发挥的作用。一般来说,机构投资者对于资本市场的稳定、股权结构、承受短期波动、上市公司会计信息质量及资本市场的投资行为具有重要作用。

^②薄仙慧等(2009)基于公司治理视角研究国有控股和机构投资者的治理效应,基于操控性应计的符号,分为正向盈余管理和负向盈余管理样本组,基于国有控股替代变量与机构投资者对于公司治理交成项加以分析,发现国有控股公司进行正向盈余管理的程度显著低于非国有样本组,且机构投资者持股比例增加只能显著降低非国有公司中正向的盈余管理水平,而对于负向的盈余管理的影响,国有控股和机构投资者的交互项对其影响不显著。本文基于管理层机会主义视角,从两权分离带来的信息不对称和代理冲突入手,分析不同控股类型企业的机构投资者是否持股、持股比例及机构投资者类型的不同类型对管理层机会主义的作用。

二、文献回顾与研究假设

(一) 机构投资者持股与管理层机会主义

Jensen et al. (1976), Chung et al. (2002) 发现机构投资者持股可以在一定程度上约束管理层的机会主义行为,抑制管理层操控应计利润。Arya et al. (1998), Shleifer and Vishny (1997), Bushee (1998) 研究表明机构投资者作为精明的投资者,可以发挥自身优势,积极参与公司治理,约束内部人的自利行为,促使公司管理层披露高质量的盈余信息,抑制管理层盈余管理,以上研究均认为机构投资者持股可以提高公司信息披露质量,对管理层机会主义行为起到一定的抑制作用。

其他学者则认为机构投资者持股并没有发挥有效监管作用和公司治理作用,如 Porter (1992) 认为机构投资者持股对公司治理没有发挥作用,没能有效监督管理层机会主义行为,反而有可能与管理层合谋,采取短期化交易获得私有收益。同时,由于机构投资者对上市公司管理层的监督成本、持有股份流动性、受托责任及收益率限制等存在不同,这些因素都可能影响机构投资者对管理层监管作用的发挥。李双海等 (2009) 表明机构投资者持股降低了会计盈余质量,没有发挥公司治理及作为中小投资者代言人的作用。鉴于目前研究来看,学者对机构投资者持股与管理层机会主义的关系没有得到一致的结论,自 2002 年《中国上市公司治理准则》颁布以来,外部市场的不断完善和监管措施的逐步健全,机构投资者在企业董事选任、对管理者监督和激励、及重大事项的决策方面发挥重要作用^①,且由过去的用脚投票转为股东积极主义,积极发挥其公司治理作用,对管理层机会主义行为起到一定限制作用;但另一方面来看,由于我国机构投资者起步较晚,且机构投资者持股比例相对较低,不同动机持股的机构投资者所发挥的作用也存在差异^②,基于交易动机的机构投资者

可能更多的采取短期化策略,没能有效发挥公司治理及对管理层监管,且我国一股独大虽然在股权分置改革后得到改善,但在我国上市公司中仍普遍存在,机构投资者对公司的经营策略选择发挥的作用微乎其微,从这方面来看,机构投资者持股可能并不能抑制管理层机会主义,基于以上分析,本文提出了对立假设 H1a 和 H1b:

H1a: 我国上市公司机构持股能够有效抑制管理层的机会主义行为。

H1b: 我国上市公司机构持股不能有效抑制管理层的机会主义行为。

(二) 机构投资者持股比例与管理层机会主义

江向才 (2004) 表明我国上市公司机构投资者持股比例越大,其对管理层的监管动机越强烈。曾颖等 (2006) 及吴晓晖,姜彦福 (2006) 认为机构投资者集中持股给公司股东会、董事会、管理层建立一种互相约束的机制,改善了股权结构不合理的问题,抑制了大股东损害中小股东利益的行为,在一定程度上缓和了内部人控制的问题。叶建芳等 (2002) 发现机构投资者持股比例较小时表现出股东消极主义,对公司内部治理结构的完善没有起到应有的积极作用,反而使盈余管理更严重。傅勇等 (2008) 及翁洪波,吴世农 (2007) 发现机构投资者持股比例较高的公司中,公司股价的信息含量更大,机构持股抑制了管理层的短期行为,降低盈余管理的程度。雷光勇等 (2006),许绍双和田昆儒 (2009),姚颀和刘志远 (2009) 表明持股比例高且持股时间长的机构投资者更能有效对上市公司进行监管,缓解了第一类委托代理问题,而短期持股且持股比例较小的机构投资者,考虑到自身成本收益,没有对管理层盈余管理行为有效监管。Klein (2002) 表明有效的公司治理机制可以约束管理层的盈余管理行为,机构投资者作为公司治理机制的一种对管理层起到了监管作用, Ajinkya (2004),程书

^①为规范证券市场的发展、保护我国的投资者合法权益,2002年证监会颁布《中国上市公司治理准则》第十二条规定如下:鼓励机构投资者在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用。

^②Liu et al. (2007) 发现应计利润质量与短期机构投资者持股比例负相关,与长期机构投资者持股比例正相关,表明基于交易动机或监管动机等持股的机构投资者对上市公司管理层机会主义作用存在差异。Pound (1988) 认为有三个假说支持机构投资者持股动机对管理层机会主义的作用:效率监督假说 (Efficient Monitoring Hypothesis)、利益冲突假说 (Conflict of interest Hypothesis) 及战略合作假说 (Strategy alignment Hypothesis),后续国内外许多研究支持其中三个假说中的一个或几个,有的认为机构投资者可能对管理层及持股公司实施了监督,也有学者研究表明机构投资者和管理层合谋获得私有收益,损害股东利益。

强(2006)、高雷和张杰(2008)、陈炎炎和郝丽莎(2006)、黄谦(2009)发现机构投资者可以有效监督管理层的盈余管理行为,且机构投资者持股比例越高的公司,发生盈余管理的可能性越低。上述研究表明,机构投资者持股比例越大,对管理层监管动机越强烈,监管能力也更大,对管理层机会主义行为抑制作用越显著,对公司治理发挥的作用更大,更能保护中小投资者合法权益免受侵害。

本文认为,若机构投资者的存在可以抑制管理层的机会主义行为的话,那么机构投资者持股比例较低时,其没有动力和能力去对公司管理层决策加以监督和管理,而若机构投资者的持股比例较大,则可以对公司管理层产生直接和间接影响:首先,持股比例较高的股东在股东大会上拥有更多的表决权,持股比例较高的机构投资者可以因此进入股东大会,参与公司管理层决策的表决,对其直接监管;如果监督不能得到有效实施,则还可以联合其他投资者采取行动,如抛售该公司的股票,使得公司股价下跌等给公司管理层带来压力,由于机构投资者很多存在羊群效应,因此拥有更多股份的机构投资者才能带来这样的效果,从而降低管理层的盈余管理行为,鉴于以上分析,得到本文的第二个基本假设:

H2: 若机构投资者的存在可以发挥有效监管作用,那么随着其持股比例的增加,对管理层机会主义行为的抑制作用也增加。

(三) 不同机构投资者类型与管理层机会主义

我国的机构投资者发展呈现多元化格局,社保基金、QFII、养老基金、企业年金、保险公司、信托公司等多元化发展,且证券投资基金占机构投资者比例最大,基于 Brickley et al. (1988) 相关研究方法,该方法考虑机构投资者和投资的公司之间现在或者潜在商业关系,因为若机构投资者和被投资公司之间存在潜在商业关系或现存商业关系,会影响到机构投资者对投资公司的监督作用的发挥,因此, Brickley et al. (1988) 将机构投资者分为压力抵抗型和压力敏感型两种类型。其将证券投资基金、社保基金和 QFII 三类归为压力抵抗型机构投资者,将保险公司、券商、企业年金及信托公司等分类为压力敏感类型的机构投资者。压力敏感类型的机构投资者出于其特

点及投资理念的差别,会更多地考虑和被投资公司之间存在的商业往来关系,关注商业往来关系变化给其带来的收益和损失,因此,为了更好的维持和被投资单位之间的这种商业关系,他们不会对公司管理者进行有效的监督;而 Chen et al. (2011b) 认为压力抵制型的机构投资者中,证券投资基金占比最大,他们和其投资的上市公司之间仅存在投资和被投资的关系,基于长期持股的成本收益考虑,该类机构投资者持股比例越大,持股数量越多,持股的时间越长,其退出该被投资单位给其带来的成本也就更高。因此其更不会退出该被投资单位,对被投资单位的监管动机更强,监管效果更好,因此能够更好的抑制管理层机会主义行为,即应计盈余管理行为,因此,本文将机构投资者类型分为压力敏感型的机构投资者和压力抵制型的机构投资者两类,由于证券投资基金占比最大,基于我国机构投资者发展现状分析,本文拟将证券投资基金归类为压力抵制型机构投资者,其他类型的机构投资者归类为压力敏感性机构投资者。若 H2 成立,那么压力抵制型机构投资者对管理层应计盈余管理抑制作用更大。得到本文的第三个假设:

H3: 若 H2 成立的话,与其他类型的机构投资者相比,证券投资基金更能抑制管理层的机会主义行为。

(四) 不同控股类型企业中机构投资者持股与管理层机会主义

两权分离带来信息不对称、道德风险及管理层自利动机。Chen et al. (2011b) 产权性质不同,企业的委托代理冲突程度、企业效率不同,我国国有上市公司大多为国有资产保值增值而包装上市,经营目标并非股东价值最大化,更多的考虑政治目标、医疗卫生、就业、社会责任、治安等目标,且由于国企多层委托代理关系导致所有者长期缺位,股东对管理层监督不利、管理层名义工资较低、经理市场发育不完善导致国有资产大量流失。由于股东和管理者之间的信息不对称,管理者可以通过在职消费等多种方式侵占股东利益。Huang et al. (2011) 及关爱浩(2011)表明国企代理成本明显高于非国企,国有企业中管理层机会主义程度更高,而机构投资者作为外部股东,在不同产权性质的企业发挥的作用也可能存在差异。国有企业通过内部公司治理机制如

董事会、监事会的制度设计、内部审计委员会、管理层薪酬契约设计等缓解第一类代理问题,但林毅夫等(2004)认为由于面临预算软约束、多项社会责任压力、政府干预、所有者长期缺位,导致国有企业中对管理者监督不力、信息不对称程度更高、代理问题更严重、代理成本更大;若上文分析成立的话,机构投资者在降低国有企业和非国有企业管理层机会主义的作用应该存在显著差异,基于机构投资者是否持股及持股比例,得到本文第四组研究假设:

H4a: 机构投资者持股对管理层机会主义的作用在国有和非国有企业存在显著差异。

H4b: 机构投资者持股比例越高,对管理层机会主义行为的作用在国有企业和非国有企业中差异越大。

三、数据来源和变量选择

(一) 模型构建

以机构投资者是否持股 II 、机构投资者持股比例 IIR 、机构投资者类型 IT 分别作为模型(1)、模型(2)、模型(3)的解释变量,以 DA 的绝对值作为被解释变量,控制其他影响应计盈余管理的因素,基于2007年—2009年我国深沪上市公司A股数据进行多元回归分析,模型如下所示:

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 * II_{it} + \alpha_i * \sum Control\ var + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 * IIR_{it} + \alpha_2 * \sum Control\ var + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$|DA_{it}| = c_0 + c_1 * IT_{it} + c_i * \sum Control\ var + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$|DA_{it}| = d_0 + d_1 * II_{it} + d_2 * IIR_{it} + d_3 * IT_{it} + d_i * \sum Control\ var + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

注:各变量的定义如前所述;由于公式(4)中同时加入机构投资者是否持股 II_{it} 、机构投资

者持股比例 IIR_{it} 、机构投资者类型是否为证券投资基金 IT_{it} 三个解释变量采用多元回归分析,下表4结果表明 IT_{it} 和 II_{it} 、 IIR_{it} 之间存在一定的相关性,但从相关系数来看不足以构成多重共线性。

(二) 变量计量

(1) 管理层机会主义的计量

基于现有研究来看,对管理层机会主义主要采用在职消费、盈余管理、管理层过度自信、企业过度投资、投资不足、管理层利用对公司的控制权设计对自身有利的薪酬计划、会计稳健性等指标^①计量,本文拟基于应计盈余管理视角,区分不同产权性质研究管理层机会主义和机构投资者的关系,借鉴 Dechow 修正的 Jones 模型,本文为防止正向盈余管理和负向盈余管理互相抵消,对操控性应计取绝对值替代管理层机会主义,具体如下所示:

$$TACC_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (5)$$

$$\frac{TACC_{it}}{A_{t-1}} = \frac{\beta_0}{A_{t-1}} + \frac{\beta_1 \cdot (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{t-1}} + \frac{\beta_2 \cdot PPE_{it}}{A_{t-1}} + \beta_3 \cdot ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$NDA_{it} = \frac{\hat{\beta}_0}{A_{t-1}} + \frac{\hat{\beta}_1 \cdot (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{t-1}} + \frac{\hat{\beta}_2 \cdot PPE_{it}}{A_{t-1}} + \frac{\hat{\beta}_3 \cdot ROA_{it-1}}{A_{t-1}} \quad (7)$$

$$DA_{it} = TACC_{it}/A_{it-1} - NDA_{it} = \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中: $TACC_{it}$ 表示公司总应计, NDA_{it} 为非操控性应计, A_{t-1} 为上期资产总计,

ΔREV_{it} 为主营业务收入的变动, ΔREC_{it} 为应收账款的变动, PPE_{it} 为固定资产净值。公式(3)中残差用 $TACC_{it}$ 扣除 NDA_{it} 后计算得来,表示公司的操控性应计部分,即 DA_{it} 。

(2) 机构投资者三个维度的计量

^①由于企业所有权和经营权分离,导致管理层和股东行为存在利益冲突,管理层对公司净利润不享有所有权,基于理性经济人假设,管理层有通过增加在职消费,扩大所控制资产范围等获取私有收益的动机,其在职消费程度越大,管理层机会主义行为的程度越高;基于资本市场动机、薪酬契约和债务契约动机、职业安全动机、政治成本动机等,理性管理层存在盈余管理的动机,盈余管理程度越高,自利程度越高,即管理层机会主义行为的程度越高;由于管理层不对企业的所得及现金流享有所有权,当企业存在大量自由现金流且企业目前不存在好的投资项目时,管理层基于自利行为动机考虑,并不将这些自由现金流作为股利分给股东,而是可能投资于NPV为负的项目中去(Jensen et al., 1976),损害了股东的合法利益,相反,如果企业存在好的投资项目,管理层基于投资效率、企业业绩等考虑,也可能不把企业中大量过剩的自由现金流投资于NPV大于零的项目中去,从而造成投资不足(Richardson, 2006),因此企业过度投资和投资不足越严重,企业管理层的机会主义程度越大;再者,管理层还可能利用对企业的控制权,设计自身薪酬计划时选择对自身有利的策略,如在设计期权计划时压低行权价格等获得私有收益(王烨,叶玲,盛明泉,2012)。

机构投资者持股、持股比例及机构投资者类型,分别用变量 II_{it} 、 IIR_{it} 、 IT_{it} 表示。我国上市公司中若存在 QFII、保险公司、财务公司、非金融类上市公司、基金、企业年金、券商、社保基金、信托公司、银行中的一种或多种类型时,表明该上市公司存在机构投资者,则 II 取值为 1,否则表示不存在机构投资者, II 取值为 0;机构投资者持股比例用机构投资者持股数占流通在外总股数的比例表示,机构投资者持股数是每个样本公司中所有机构投资者综合持股总数;如果上市公司中机构投资者中存在证券投资基金时,则 IT 取值为 1,否则为 0。

(3) 控制变量

第一大股东持股比例越高,对管理层可能发挥监督效用,也可能合谋侵占中小股东利益;董事会规模及独立董事制度均对管理层有一定监督作用;公司上期审计意见为标准无保留表明会计信息质量及应计质量较高;公司财务风险大则破产概率大,基于职业安全和管理层薪酬考虑,增加采取机会主义行为操控应计的概率;公司上市时间、规模、成长机会、控股类型、公司业绩、行业效应和年度效应都可能影响管理层机会主义动机和能力,本文将这些因素加以控制。具体变量定义及预期符号见表 1 所示:

表 1 变量定义表

名称	符号	变量含义及描述
管理层机会主义行为	DA	借鉴 Jones 模型计量的操控性应计利润的绝对值替代盈余管理程度
机构投资者是否持股	II	公司若有机构投资者持股取 1,否则取 0。
机构投资者持股比例	IIR	机构投资者持股数/流通在外总股数。
证券投资基金	IT	机构投资者类型,证券投资基金取 1,否则取 0
第一大股东持股	Top1	第一大股东持股比例。
财务风险	LEV	财务风险,用资产负债率衡量。
上市年限	AGE	上市时间长短,计量期间年份减去上市年份
公司增长机会	Growth	主营业务增长率衡量 (当期主营业务收入 - 上期主营业务收入) / 上期主营业务收入。
产权性质	Own	控制人类型,国有控股取 1,否则取 0。
经营业绩	ROA	公司经营业绩,用总资产收益率表。
年度效应	Year	年度效应的影响,加入年度虚拟变量。
行业效应	Industry	行业效应的影响,加入行业虚拟变量。

(三) 样本选择

本文基于深沪证券交易所 2007 年—2009 年 A 股上市公司数据,剔除被 ST,* ST 的样本;剔除数据缺失的样本,剔除金融保险行业样本;剔除资产负债率大于 1 的样本;对所有相关变量进

行 1% 缩尾处理;得到 3793 个样本观测值,运用“软件”Stata 11.0 及 Excel 对数据整理和分析;数据来自 CSMAR 数据库及 Wind 数据库。表 2 列示了样本分布:

表 2 样本分布表

年度	机构持股		非机构持股		合计
	国有	非国有	国有	非国有	
2007 年	520	218	271	195	1204
2008 年	564	255	279	176	1274
2009 年	629	318	192	176	1315
合计	1713	791	742	547	3793

其中:机构持股合计 2504,非机构持股合计为 1289,国有 2455,非国有 1338。

四、实证分析

(一) 描述性统计

由表 3 知:有机构投资者持股的上市公司占所有样本公司的比例为 65.985%,其持股比例

均值为 0.334,最大值最小值分别为 0.866 和 0.004,证券投资基金占比的均值为 0.541,DA 最大值为 0.588,最小值为 -0.436,均值为 0.007。其他控制变量中 Top1 最大值为 0.989,

最小值为 0.14 ,均值为 0.515 ,LEV 最大值为 0.815 ,最小值为 0.014 ,均值为 0.344 ,其他控制

变量也和其他文献中报告的结果相似。

表 3 描述性统计

变量	N	最大值	最小值	均值	标准差
II	3793	1	0	0.660	0.64
IIR	3793	0.866	0.004	0.334	0.227
IT	3793	1	0	0.541	0.393
DA	3793	0.588	-0.436	0.007	0.077
Top1	3793	0.989	0.14	0.515	0.199
LEV	3793	0.815	0.014	0.344	0.133
AGE	3793	21	4	11.42	0.254
Growth	3793	0.493	-0.549	0.783	0.038
Own	3793	1	0	0.56	0.497
ROA	3793	0.781	-0.534	0.037	0.084

(二) 相关性检验

如表 4 所示 ,操控性应计利润 DA 和机构投资者持股比例负相关 ,相关系数为 -0.079 ,且通过 5% 的显著性检验 ,DA 和机构投资者持股显著负相关 ,相关系数为 -0.023; 基金持股和我国

上市公司应计盈余管理 DA 正相关 ,系数为 0.005 ,可能是正向和负向应计操控相互抵销所致 ,多元回归部分做了更多的分析和解释。本文发现所有相关变量的 VIF 值都不超过 2.392 ,多重共线性不影响本文结论的稳健性。

表 4 Pearson 相关系数表

	DA	IIR	II	IT	TOP1	Growth	LEV	AGE	ROA
DA	1								
IIR	-0.079 **	1							
II	-0.023 **	0.3572	1						
IT	0.005	0.039 ***	0.783 *	1					
TOP1	-0.013 **	0.203 **	-0.103 **	0.235	1				
Growth	-0.075	-0.086	0.001 ***	0.109 *	-0.005 **	1			
LEV	-0.012 **	-0.032 *	0.002 *	0.024 **	-0.014 **	0.189 **	1		
AGE	-0.061 **	-0.305 **	0.115 **	0.403 **	0.016 **	0.066 **	0.167 **	1	
ROA	-0.050 **	0.016 **	0.011	-0.001	0.055 **	-0.003	0.046 **	0.052 **	1

注: *、**、*** 分别表示 $p < 0.1$ $p < 0.05$ $p < 0.01$ 。

(三) 多元回归分析

(1) 机构投资者和管理者机会主义全样本回归结果

表 5 给出了全样本 OLS 回归结果 ,模型 1 中管理层机会主义与机构投资者持股 II 回归系数为 -0.019 ,通过了 5% 水平的显著性检验 ,支持 H1a ,即机构投资者持股抑制了管理层应计盈余管理; 模型 2 表明管理层机会主义与机构投资者持股比例 IIR 的回归系数为 -0.053 ,且通过 1% 水平的显著性检验 ,表明机构投资者持股比例越大 ,上市公司应计盈余管理程度越低 ,支持本文 H2; 模型 3 中管理层机会主义与证券投资基金持股回归系数为 -0.103 ,通过 1% 水平统计检

验 ,表明证券投资基金对管理层机会主义行为的抑制作用更大 ,支持了 H3; 模型 4 中加入机构投资者三个维度的变量 ,H2 ,H3 得到支持 ,但 II 系数不显著。控制变量中: 第一大股东持股比例 (Top1) 的增加没能抑制管理层的机会主义; 公司财务风险 (lev) 越大 ,管理层机会主义程度越大; 公司上市年限 (Age) 和管理层机会主义行为的程度正相关 ,若基于企业生命周期相关理论的划分 ,表 5 结果表明在企业上市初期 ,或者说在引入期和成长期的企业中 ,管理层机会主义行为的程度相对较低 ,而在成熟期和衰退期企业中 ,管理层机会主义行为的程度存在上升的趋势; 规模 (SIZE) 越大表明企业受到越大规模的

内外部监管,一定程度上抑制了管理层机会主义。对其他控制变量的回归结果不再赘述。

表5 全样本回归结果①

变量	预期符号	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
		系数值	系数值	系数值	系数值
II	-	-0.019** (-2.36)			0.007 (1.23)
HIR	-		-0.053*** (-3.57)		-0.078*** (-4.23)
IT	-			-0.103*** (-2.91)	-0.135** (-2.09)
TOP1	?	0.514** (2.34)	0.032** (2.30)	0.213** (2.09)	0.007** (2.30)
LEV	+	0.006** (2.41)	0.007*** (2.49)	0.322** (2.11)	0.004** (2.49)
AGE	?	0.004** (2.18)	0.004** (2.14)	0.024* (1.68)	0.004** (2.14)
Growth	?	0.081*** (12.19)	0.052*** (12.13)	0.031*** (4.71)	0.011*** (10.92)
Own	+	0.541** (2.51)	0.121*** (5.94)	0.145*** (2.78)	0.9423*** (9.97)
Size	?	-0.012*** (-6.59)	-0.012*** (-6.78)	-0.009** (-2.50)	-0.012*** (-6.78)
ROA	?	0.140*** (9.10)	0.142*** (8.65)	1.183*** (5.19)	0.142*** (8.65)
_cons		0.286*** (6.86)	0.282*** (7.02)	0.318** (2.03)	0.282*** (7.02)
行业/年份		控制	控制	控制	控制
N		3793	3793	3793	3793
Adj R ²		0.074	0.042	0.031	0.086
F		38.238	37.279	33.933	37.279

注: 括号内为 t 值 *、**、*** 分别表示 $p < 0.1$ $p < 0.05$ $p < 0.01$ 。

(2) 分样本回归结果

基于前文分析,在我国这样一个新兴资本市场国家,不同产权性质的企业在日常经营活动、投资融资、代理问题、社会责任等方面存在较大的不同。机构投资者作为外部中小股东的代言人,对国有企业和非国有企业公司治理及管理层机会主义行为发挥的作用也可能存在一定的差异,由于国有企业中第一大股东为国家法人,其管理层较多是由国资委委任,企业经营目标中也包含较大的社会责任和社会安定、就业、民生等内容,一些决策提案,外部投资者可能发挥的作

用更小,而只能看着方案被执行,哪怕这些方案会损害到相关者的权益。那么机构投资者发挥怎样的作用呢。该部分内容基于不同控股类型,将样本分为国有控股和非国有控股,分别研究机构投资者持股、持股比例在两个子样本中,对管理层机会主义行为产生的影响。

表6表明:产权性质不同导致机构投资者持股及持股比例对管理层机会主义的影响不同:II的回归系数在国有企业和非国有企业分别为-0.017和-0.038,但国有企业中机构投资者持股对其管理层机会主义作用不显著,非国有企业

①正文报告的都是 OLS 中的稳健多元回归分析的实证结果,表外还采用面板回归分析进行稳健性检验,在选择面板模型时,考虑采用固定效应面板回归还是随机效应面板回归时,采用 Hausman 检验,每个模型的 p 值都小于 0.05,因此采用固定效应面板回归分析,结果和 OLS 控制异方差的稳健回归结果一致,为节省篇幅,本文只报告 OLS 回归分析的结果,固定效应回归分析结果备案。后文也只报告 OLS 回归分析结果。

样本组中影响显著,通过了1%水平的统计检验;机构投资者持股比例越大,对国有企业和非国有企业管理层机会主义抑制作用越显著,分别通过10%和5%水平的统计检验,对非国有企业管理层机会主义抑制作用更显著;将机构投资者持股及持股比例同时加入回归模型时,II和IIR对管理层机会主义的影响在非国有样本组更显著,因而机构投资者持股及持股比例在不同控股类型的企业中,对管理层机会主义行为的影响存在显著差异,在非国有企业中对管理层机会主义抑制作用更大,支持了H4a,基于模型2中国有和非国有样本组机构投资者持股比例对各自公

司中管理层机会主义回归系数显著性差异 Chow test 检验结果表明,其差异的F值为2.119(P值为0.034),支持H4b,即机构投资者持股比例越大,在国有和非国有企业中对管理层机会主义作用的差异越大。笔者认为,结果可能由于国有企业第一大股东持股比例更大、政府干预程度更高、预算软约束、更多政府施加的社会责任、政治压力、国家安全和产业安全的考虑、管理层委任制度的差异等因素所致。如表6所示,虽然国有企业有机构投资者,但其没对管理层发挥有效监管作用。因此,完善国有企业股权结构一定程度抑制管理层机会主义。

表6 产权视角下分组样本回归结果

变量\产权	模型1		模型2		模型3	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
II	-0.017 (-1.03)	-0.038*** (-4.10)			-0.002 (-0.28)	0.024*** (5.71)
IIR			-0.002* (-1.67)	-0.024** (-2.03)	-0.011* (-1.75)	-0.273*** (-4.31)
Top1	0.021** (2.07)	0.101* (1.86)	0.016* (1.79)	0.001 (1.13)	0.103*** (3.59)	0.084*** (4.53)
lev	0.003 (1.43)	0.022*** (3.36)	0.003 (1.36)	0.023*** (2.86)	0.003 (1.36)	0.023** (2.46)
Age	0.003* (1.68)	0.005 (1.14)	0.003* (1.68)	0.004 (0.97)	0.003* (1.68)	0.004 (0.97)
Growth	0.001 (1.05)	0.020*** (5.13)	0.101 (0.94)	0.014*** (5.04)	0.003 (0.94)	0.027*** (5.04)
SIZE	-0.010*** (-6.41)	-0.018*** (-3.81)	-0.009*** (-6.07)	-0.019*** (-3.96)	-0.009*** (-6.07)	-0.019*** (-3.96)
ROA	0.163*** (6.39)	0.129*** (10.12)	0.161*** (6.23)	0.131*** (9.14)	0.161*** (6.23)	0.131*** (9.14)
_cons	0.213*** (6.04)	0.442*** (4.24)	0.225*** (6.73)	0.421*** (4.04)	0.225*** (6.73)	0.421*** (4.04)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2455	1338	2455	1338	2455	1338
Adj R ²	0.085	0.191	0.084	0.193	0.084	0.193
F值	8.264	50.036	7.735	48.104	7.735	42.104

注:括号内为t值,*、**、***分别表示 $p < 0.1$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 。

(四) 稳健性检验

为保证结论不受指标计量的影响,本文又采用 Kothari et al. (2005) 计量操控性应计的方法,得到的结论基本不变;同时,为了防止遗漏相关重要变量,还加入了其他可能影响应计盈余管理的变量,相关变量如下所述:公司是否亏损(loss),是否存在 IPO,样本期间是否存在高管变更,企业生命周期阶段(PS),公司的经营周期(lnzhouqi),除了个别控制变量发生一定的变动

外,关键解释变量的系数和显著性基本不变,且 adj R² 有所增加。

本文还基于产权性质,将全样本分为国有控股组和非国有控股组,基于国有控股组中机构投资者持股比例划分为国有控股机构投资者持股比例高和国有控股机构投资者持股比例低;非国有控股样本的划分依据类似^①,具体如表 7 所示:

表 7 基于产权性质 vs 机构持股比例得到子样本组划分依据

控股类型\持股比例	机构投资者高持股比例组	机构投资者低持股比例组
国有控股	国有控股样本组机构投资者持股比例 > = 该样本组持股比例的均值。	国有控股样本组机构投资者持股比例 < 该样本组持股比例的均值
非国有控股	非国有控股样本组机构投资者持股比例 > = 该样本组持股比例的均值。	非国有控股样本组机构投资者持股比例 < 该样本组持股比例的均值

基于表 7 的方法将全样本分为四类子样本组:机构投资者持股比例高的国有企业、机构投资者持股比例低的国有企业、机构投资者持股比

例高的非国有企业及机构投资者持股比例低的非国有企业,子样本组分布情况如表 8 所示:

表 8 基于产业性质 vs 机构持股比例高低划分子样本组的分布情况

产权性质	有机构投资者持股样本组		
	高持股比例组	低持股比例组	合计
国有控股	593	1120	1713
非国有控股	132	659	791
合计	725	1779	2504

表 9 给出了稳健回归结果:机构投资者持股比例较高的样本组中:机构投资者持股比例对管理层机会主义抑制作用在非国有企业机构组系数更显著;机构投资者持股比例较低的样本组中:机构投资者持股对国有企业管理层机会主义作用不显著,对非国有企业管理层机会主义的抑制作用也较弱,只通过了 10% 的统计检验。表 9 表明:基于机构投资者持股比例高低 vs 产权性质分组,对每个子样本组回归结果和表 5、表 6 结果相一致,结果也 H1a 和 H2,即机构投资者持股比例越高,对管理层机会主义抑制作用更大;高持股比例的机构投资者对非国有企业管理层机会主义抑制作用在 1% 水平显著,而对国有企业样本组只在 10% 水平显著;而当机构投资者持

股比例低时,对非国有企业在 10% 水平显著,对国有企业影响不显著,支持了 H4a 和 H4b。

五、结论和建议

本文基于深沪 2007—2009 年 A 股上市公司数据,基于产权视角研究机构投资者与公司管理层机会主义的关系,得到的结论如下:首先,机构投资者持股与管理层机会主义显著负相关,机构投资者持股对管理层机会主义有显著的抑制作用,增加公司会计信息质量;其次,机构投资者持股比例与管理层机会主义显著负相关,机构投资者持股比例越高,对管理层机会主义抑制作用越大;再次,证券投资基金对管理层机会主义抑制作用比其他类型的机构投资者所起作用更显著;最后,基于不同产权性质视角,分别对国有企业

^①表外结果还将国有控股有机构持股的样本基于该组机构投资者持股比例的高低四等分,持股比例最高的四分之一为国有控股高持股比例组,持股比例最低的四分之一为国有控股低持股比例组,对于非国有控股有机构投资者持股的划分依据与国有企业类似,在此不再赘述,且基于四等分后的分样本组回归结果与表 9 结果类似,重要自变量的显著性和符号不发生较大改变。

表9 稳健回归结果

变量	机构投资者持股比例高组		机构投资者持股比例低组	
	国有控股	非国有控股	国有控股	非国有控股
IIR	-0.013 [*] (-1.91)	-0.038 ^{***} (-4.63)	-0.001 (-1.43)	-0.008 [*] (-1.67)
Top1	0.016 ^{**} (2.18)	0.004 ^{**} (2.52)	0.012 (1.21)	0.107 ^{***} (3.61)
lev	0.038 ^{***} (3.52)	0.020 ^{**} (2.23)	-0.004 (-0.21)	0.032 ^{***} (4.31)
Age	0.001 (0.28)	0.002 (1.16)	0.001 (0.16)	0.002 (1.21)
Growth	0.002 (1.01)	0.000 ^{***} (25.35)	0.000 ^{***} (12.87)	0.000 ^{***} (11.02)
SIZE	-0.009 ^{***} (-6.41)	-0.007 ^{***} (-4.21)	-0.008 ^{***} (-8.82)	-0.008 ^{***} (-7.37)
ROA	0.159 ^{***} (5.19)	0.129 ^{***} (10.02)	0.116 ^{***} (20.16)	0.152 ^{***} (7.34)
_cons	0.214 ^{***} (7.74)	0.176 ^{***} (4.83)	0.220 ^{**} (2.46)	0.186 ^{***} (8.24)
行业/年度	控制	控制	控制	控制
N	593	132	1120	659
Adj R ²	0.082	0.087	0.117	0.080
F 值	10.171	12.335	8.892	9.536

注: 括号内为 t 值, *、**、*** 分别表示 $p < 0.1$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ () 内为 t 值。

和非国有企业样本组分析,虽然国有企业代理成本更高,代理问题更大,但机构投资者持股对国有企业管理层机会主义抑制作用并不显著,对非国有企业管理层机会主义抑制显著,因此不同产权性质的样本中,机构投资者发挥的作用存在显著差异。

笔者认为,目前我国上市公司普遍存在盈余管理行为,且由于我国目前法律法规对中小投资者利益保护存在一些问题,因此,为保证我国上市公司盈余信息质量,保护中小投资者的切身利益及我国资本市场的健康发展,应加强对国有企业的外部监管有效性和可行性:不断完善机构投资者等外部监管,加强投资者之间的联盟,完善保护机构投资者的法律法规,完善机构投资者自身的内部审计和内部牵制制度;同时加大社会公众、政府机关、独立审计部门对国有企业管理层的监管,加大机构投资者理性投资行为策略的选择,防止国有企业中的机构投资者与管理层合谋获得私有收益,损害其他股东合法权益的发生。本文对于降低国有企业股东和管理层的代理冲突、降低管理层机会主义程度,完善我国上市公司股权结构及公司治理等具有一定的参考意义。

参考文献:

- [1]陈炎炎,郝丽莎.机构投资者持股与我国上市公司管理层薪酬的实证研究[J].金融经济(理论版),2006(12):134-135.
- [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]范海峰,胡玉明.R&D支出、机构投资者与公司盈余管理[J].科研管理,2013,34(7):24-30.
- [4]傅勇,谭松涛.股权分置改革中的机构合谋与内幕交易[J].金融研究,2008(3):88-102.
- [5]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.
- [6]关爱浩.财务监督体制下国有垄断企业四类代理成本分析与测算[J].当代财经,2011(9):117-129.
- [7]黄谦.中国证券市场机构投资者与上市公司盈余管理相关性的研究[J].当代经济科学,2009,31(4):108-115.
- [8]江向才.公司治理与机构投资者持股之研究[J].南开管理评论,2004(1):33-40.
- [9]雷光勇,刘慧龙.大股东控制、融资规模与盈余操纵程度[J].管理世界,2006(1):129-136.

- [10]李双海,李海英.机构持股、中小投资者保护与会计盈余质量[J].山西财经大学学报,2009,31(12):107-114.
- [11]李增福,林盛天,连玉君.国有控股、机构投资者与真实活动的盈余管理[J].管理工程学报,2013,27(3):35-44.
- [12]林毅夫,李志斌.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究,2004(2):17-27.
- [13]王焯,叶玲,盛明泉.管理层权力、机会主义动机与股权激励计划设计[J].会计研究,2012(10):35-41.
- [14]翁洪波,吴世农.机构投资者、公司治理与上市公司股利政策[J].中国会计评论,2007,5(3):367-380.
- [15]吴晓晖,姜彦福.机构投资者影响下独立董事制度治理效率变化研究[J].中国工业经济,2006(5):105-111.
- [16]许绍双,田昆儒.机构投资者公司治理角色的识别——一个基于持股比例的博弈分析[J].南开管理评论,2009,12(5):65-69.
- [17]姚颐,刘志远.机构投资者具有监督作用吗? [J].金融研究,2009(6):128-143.
- [18]叶建芳,李丹蒙,丁琼.真实环境下机构投资者持股与公司透明度研究——基于遗漏变量与互为因果的内生性检验分析视角[J].财经研究,2009,35(1):49-60.
- [19]曾颖,陆正飞.信息披露质量与股权融资成本[J].经济研究,2006(2):69-91.
- [20]Aharony, C. J. Lee, T. J. Wong. Financial Packaging of IPO Firms in China[J]. Journal of Accounting Research Spring 2000, 38(1):103-126.
- [21]Ajinkya, B. S. Bhojraj, and P. Sengupta. The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts [J] Journal of Accounting Research, 2004(43):343-376.
- [22]Anil Arya, Jonathan Glover, Shyam Sunder, Earnings Management and the Revelation Principle. [J]. Review of Accounting Studies, 1998(3):1-2.
- [23]Brian J. Bushee. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. The Accounting Review, 1998, 73(3):305-333.
- [24]Brickley, J. , Lease R , Smith C. Ownership structure and voting on antitakeover amendments [J]. Journal of Financial Economics ,1988(20):267-292.
- [25]Chen, S. , Z. Sun , S. Tang , and D. Wu. Government intervention and investment efficiency: evidence from China [J]. Journal of Corporate Finance ,2011(17):259-271.
- [26]Chung R. M. , Firth J. B. , Kim. Institutional ownerships capital structure and firm performance [J]. Journal of Corporate Finance 2002(8):29-48.
- [27]Jensen ,M. ,Meckling ,W. Theory of Firm: Managerial Behavior , Agency Costs and Capital Structure [J]. Journal of Financial Economics. 1976(3):305-360.
- [28]Klein A. Audit Committee ,Board of Director Characteristics and Earnings Management [J]. Journal of Accounting and Economics 2002(330) .
- [29]Liu ,L. And E. Peng. Institutional ownership composition and accruals quality [J]. Working Paper 2006.
- [30]Makar. S. D , Alam. P. Earnings management and anti-trust investigations: political costs over business cycles [J]. Journal of Business Finance and Accounting. 1998, 25(5):701-720.
- [31]Patria M. Dechow , Amy P. Hutton , Jung Hoon Kim , Richard G. Sloan. Detecting Earnings Management: A New Approach [J]. Working Paper , University of California 2011.
- [32]Porter , M. E. Capital disadvantage: America's failing capital investment system [J]. Harvard Business Review ,1992(70):65-82.
- [33]Pound , J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight [J]. Journal of Financial Economics , 1988(20):80-102.
- [34]Richardson S. The overinvestment of free cash flow [J]. The Review of Accounting Studies ,2006(11):159-189.
- [35]Roychowdhury S. Earnings Management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics ,2006(42):335-370.
- [36]S. P. Kothari , Andrew J. Leone , Charles E. Wasley. Performance matched discretionary accrual measures [J]. Journal of Accounting and Economics ,2005,3(9):163-197.
- [37]Schipper K. Commentary on Earnings Management

- [J]. *Accounting Horizons* ,1989(4) : 91-102.
- [38] Shleifer A , Vishny R W. A survey of corporate governance [J]. *The Journal of Finance* ,1997 ,52 (2) : 737-783.
- [39] Simon Y. K. Fung , John Goodwin. Short-term debt maturity , monitoring and accruals-based earnings management [J]. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*. 2013(9) : 67-82.
- [40] Wei Huang , Fuxiu Jiang , Zhibiao Liu , Min Zhang. Agency cost , top executives' overconfidence , and investment-cash flow sensitivity——Evidence from listed companies in China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal* 2011(19) : 261-277.
- (责任编辑: 黄明晴)

An Empirical Study Investigating whether Institutional Investors Conspiracy with Managers or just Battle with each other? ——From the Perspective of Property Ownership and Earnings Management

Chen Chen¹ , Chen YanMiao² , Du Meng³

(1. Business School , Nankai University , Tianjin 300071 , China;

2. Institute of Business Administration , Zhejiang University of Finance and Economics , Hangzhou 310018 , China;

3. School of Finance , Dongbei University of Finance and Economics , Dalian 116025 , China)

Abstract: Earnings quality has significant effects on the behalf of corporate investors , as a result , recently , securities regulators , analysts , investors outside the corporate , and many kinds of medias more and more focus on the accounting information quality especially earnings information quality. As the spokesperson for outside shareholders , there are more and more studies focusing on whether the quickly development of Institutional Investors enhance the power of the minority shareholders , and how they related with the improvement and adjustment of corporate capital structure. As well known now , there is a widespread phenomenon that corporate managers manage earnings which is called earnings management. We want to know whether institutional investors can restrain manager's earnings management behavior Whether they two conspire with each other in order to get private benefit or just to beating each other up Previous studies have no unified conclusion. This study based on the data of A-share choosing from ShenZhen and ShangHai Stock Exchange , and from year 2007 to year 2009 , also , from the perspective of property ownership and earnings management , and to investigate the relationships between institutional investors and managers of different property ownership. This paper is based on the shareholding of institutional investors , the proportion of shareholding and the different kinds of shareholders type , and this paper has a significant meaning to investor protection , to the improvement of corporate governance structure and accounting information quality , also our study is useful to the adjustments of corporate equity structure.

Key words: institutional investor; management opportunism behavior; earnings management; corporate governance; property ownership