股权集中度、会计稳健性与异质机构投资者持股偏好

张营营，吕　沙（副教授）

【摘要】本文以2011～2015年我国国有上市公司为研究样本，以机构投资者独立性为视角，实证研究了股权集中度与异质机构投资者持股偏好的关系，以及会计稳健性对二者关系的调节作用。研究结果表明：股权集中度与机构投资者总体持股偏好呈现U型关系。股权集中度与独立机构投资者持股偏好显著负相关，而与非独立机构投资者持股偏好显著正相关。会计稳健性对股权集中度与机构投资者总体持股偏好之间关系起到U型调节作用。会计稳健性对股权集中度与独立机构投资者持股偏好之间关系的负调节效应不显著，而对股权集中度与非独立机构投资者持股偏好之间的关系的正向调节效应显著。

【关键词】机构投资者；异质性；股权集中度；会计稳健性；持股偏好

【中图分类号】F830.59　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)11-0122-7

一、引言

20世纪后期崛起的机构投资者，在证监会“超常规发展机构投资者”的战略指导下，规模不断壮大。具备管理机构专业化、投资行为规范化、决策体系科学化等特点的机构投资者迅速成为资本市场的中坚力量，有力推动着证券市场的有序发展。处于经济发展新常态的今天，我国继续积极鼓励扩展机构投资者的规模，在政策上给予一定的支持。在2016年两会上，为平稳度过经济转型期，国家积极引导投资者进行合理有效的投资。作为资本市场中坚力量的机构投资者进行理性投资成为重中之重，在制度和经济基础完备的背景下，了解机构投资者持股偏好具有重要的理论和现实意义。

目前，学术界研究机构投资者持股决策时重点选择财务指标、技术指标、行业市场特征和地理信息特征等基本面信息进行分析。而关于公司治理特征与机构投资者持股偏好的研究，在国内尚未得到足够的重视。实际上，机构投资者选择公司治理结构合理的上市公司进行投资，不仅有助于改善机构投资者本身的绩效，还有利于提高整个资本市场的理性和有效性。股权结构是影响公司治理水平的最基础且最关键的内部要素，现阶段我国股权结构普遍存在“一股独大”的问题，机构投资者做选股决定时，可能会偏好持有这类公司的股票。而用以衡量公司财务信息质量的会计稳健性是一种有效的外部治理机制，能在事前更好地保护资本所有者的利益，可能会调节股权集中度与机构投资者持股偏好之间的关系。

基于此，本文以股权集中度作为内部治理水平的代理指标，从独立性视角探讨股权集中度与不同类型机构投资者持股偏好之间的关系，然后以会计稳健性作为外部治理水平的代理指标，深入探究会计稳健性对股权集中度与不同类型机构投资者持股偏好之间关系的调节作用。本文的研究贡献在于：第一，不同于其他学者基于单一的公司治理指标探究单一类型机构投资者对公司治理的持股偏好问题，本文以内部治理水平为主，外部治理水平为调节，基于独立性视角，综合研究不同机构投资者对治理水平不同公司的持股偏好问题。第二，可为政府和监管部门制定进一步提升机构投资者投资理性的有效政策提供一定的理论支持。

二、理论分析与研究假设

1. 股权集中度与机构投资者持股偏好的关系。根据S.G. Badrinath等(1989)提出的“审慎性”原则，

【基金项目】四川省教育厅基金项目(项目编号：15SB0027)

具有资本雄厚、费用较低、对公司的监督能力强等优势的机构投资者，为获得预期收益，在综合权衡投资收益、风险和法律成本后，会理性地选择公司规模大、表现良好、价值高的股票进行投资。Del Guercio（1996），Chan、Chen和Lakonishok（2000）等学者认为，规模大、表现良好、价值高的公司，投资风险相对较低，处理危机的能力较强，最终将为机构投资者带来长久且高额的回报。随着研究的不断深入，Joseph A. McCahery（2008）、Brian J. Bushee（2010）等学者发现，良好的公司治理在为机构投资者节省大量成本的同时能够为其带来高额的收益，故企业的治理质量成为机构投资者在做选股决定时考量的重要因素。

关于股权集中度对公司的影响，现有研究的结论不一致，因此机构投资者对其重视程度也不一样。宋玉和李卓（2006）深入研究了我国A股的2856个机构投资者，考察各类公司治理指标后发现，机构投资者做选股决策时，对处于企业治理核心的股权集中度较重视，并且证实了股权集中度与机构投资者整体持股偏好之间并非是线性关系。黄郡（2006）选取2004年以前我国A股公司为研究样本，发现“一股独大”问题相对缓和的上市公司，更能得到机构投资者的青睐。梁绎凡（2015）以我国创业板2011～2014年的上市公司股票为样本，研究发现机构投资者整体表现出对股权集中度高的公司股票的偏好。

本文认为，当股权集中度相对不是非常高时，大股东和管理层产生利益冲突，壕沟效应居于主导地位。大股东们为谋取私人利益，采取关联方交易、资金占用、股利政策等进行掏空，损害公司业绩，侵占中小股东权益，从而打击投资者的信心。根据“审慎人”假说，为获得预期的收益，理性的机构投资者通常会选择价值高、流动性好、保护中小投资者利益的企业进行投资，不会选择存在严重掏空行为的公司进行持股。随着股权集中度的进一步提升，公司经营后果将由大股东承担，利益协同效应占据主要地位。大股东“侵占效应”和“搭便车”问题得到抑制，公司的代理矛盾得到缓解，企业价值得到提升。追求自身利益最大化的理性的机构投资者会青睐这种治理良好且有增值潜力的公司。因此，本文提出如下假设：

H1a：股权集中度与机构投资者总体持股偏好之间呈现U型关系。

Del Guercio（1996）认为机构投资者做选股决定时，整体上会青睐审慎性高、业绩好的企业，但不同类型的机构投资者自身的特性明显不同，审慎程度必然有所差异。刘奕均和胡奕明（2010）从异质性视角出发，研究发现社保基金和一般法人的交易策略稳定且以价值、战略投资为主要投资策略，券商以短线投资为主要策略。贾文婷（2014）以上证A股2009～2013年的动态面板数据为研究对象，发现与较特殊且保守的保险公司相比，关注公司未来成长性的QFII和社保基金更倾向于选择市盈率较高的公司进行投资。郑钰佳（2016）实证研究表明，独立机构投资者更青睐短期和长期财务绩效都好的国有企业，非独立机构投资者择股时只倾向于选择短期财务绩效好的国有企业，不关注长期财务绩效。刘涛（2013）发现不同类型机构投资者对股权结构的择股偏好有所不同，保险公司青睐投资股权集中度高的公司，社保基金倾向于选择股权更分散的公司，基金青睐股权制衡度较高的公司进行投资。梁绎凡（2015）研究发现，具备监督能力的证券投资基金和QFII均倾向于选择股权集中度较低的企业进行投资，并认为不同类型的机构投资者的自身特性、投资观念，以及公司治理的积极性决定股权集中度对机构投资者选择目标的重要程度。

本文依据Barickly、Leas和Smith（1988），刘颖斐（2015）的分类方法，并结合我国关于各类投资行为的政策，将机构投资者分为独立和非独立两种类型。与被投资单位不存在现有或者潜在利益及业务关联的独立机构投资者具有规模大、投机性小、安全性高的特点，着眼于长期价值投资。根据效率监督假说，进行长期投资的独立机构投资者利用自身资金的优势和专业人才的优势积极参与公司治理，监督大股东和管理层的行为。而大股东的隧道效应过度侵害独立机构投资者的长久收益，不利于其获得预期回报。以长期收益为目的的独立机构投资者主动改善企业治理的行为会被股权集中度高的企业的大股东抑制，其发挥的监督效用受到限制。而与被投资单位存在利益与业务关联的非独立机构投资者规模相对较小，投机性很强，关注眼前利益，没有动机对被投资公司进行监督。根据战略同盟假说，非独立机构投资者也许会同大股东们串谋攫取应属于其他外部股东的权益。股权集中度越高，非独立机构投资者越有动机参与并支持大股东们的利益掠夺行为，进而使自己获得比预期更高的回报。基于以上分析，本文提出如下假设：

H1b：股权集中度与独立机构投资者持股偏好显著负相关。

H1c：股权集中度与非独立机构投资者持股偏好显著正相关。

2. 会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好之间关系的调节作用。会计稳健性不但是衡量公司财务信息质量的标准，而且是一种完善的公司治理机制。一方面，会计稳健性确认上的不对称性，成为降低信息风险的天然工具，进而保证财务报告的高质量。机构投资者自身存在委托代理问题，换手率高，业绩评价频繁，使它们对会计稳健性更敏感，倾向于投资信息透明、可靠的公司。另一方面，会计稳健性能缓和代理矛盾，抑制高管获取私利的行为，提高企业治理效率和绩效。同样，为追求利益最大化的机构投资者会理性审慎地选择治理状况良好、会计稳健性高的企业，进而获得长期预期收益。会计稳健性对信息质量的要求，在一定程度上可以抑制大股东的自利倾向。随着股权的进一步集中，会计稳健性作为最优的替代内部治理的外部治理机制，可以增强大股东们的趋同效应，从而更能获得进行选股决策时处于高度理性状态的机构投资者的青睐。因此，本文提出如下假设：

H2a：随着股权集中度的上升，会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好间的关系具有负向调节作用。但股权集中度达到一定程度后，会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好间的关系具有正向调节作用。

会计稳健性作为一种完善的企业治理机制，可以有效降低企业信息不对称程度，减少企业代理成本，间接促进企业价值与股票价值的上升。独立机构投资者相对更加理性，极少重视短期绩效和股价波动，更加关注企业整体的治理状况和公司长远业绩的改善。会计稳健性已成为一种有效的外部治理机制，抑制壕沟效应，提升企业治理质量，加深独立机构投资者持股偏好。而非独立机构投资者较关注短期利益，不关注公司治理水平，也不具有监督效用。但会计稳健性通过治理效应间接提升股票价值，以谋取私利为原则关注短期利益的非独立机构投资者更倾向于价值增加的会计稳健性高的股票。同时，股票价值的提升，会加剧非独立机构投资者与大股东合谋，进而非独立机构投资者获得更多的利益。据此，本文提出如下假设：

H2b：会计稳健性对股权集中度与独立机构投资者持股偏好之间的关系具有负向抑制作用。

H2c：会计稳健性对股权集中度与非独立机构投资者持股偏好之间的关系具有正向调节作用。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源。本文的研究对象是有机构投资者参与持股的全部A股国有上市公司，研究期间是2011～2015年。考虑到机构投资者在做出投资选择时的滞后性，因此选择使用样本公司2010～2014年的相应数据。为提升数据的精准性，按以下标准筛选样本：①考虑到金融类和保险类公司在财务特征上与其他公司差异较大，故将其剔除；②考虑到ST、*ST这类公司经营状况处于非正常状态，故将其剔除；③将相关数据存在异常或者缺失的公司剔除；④考虑到有些公司上市年限可能不足一年，故将其剔除。经过上述处理后，获得3038个样本观察值。本文所有相关数据均来自国泰安数据库，运用EXCEL、ACCESS以及SPSS 20.0等软件完成数据整理和分析。

2. 变量定义与度量。详见表1。

（1）被解释变量。本文参照Barickley（1988）的分类方法，并考虑我国各类投资政策，将证券投资基金、QFII、社保基金归为独立型机构投资者，而将信托公司、保险公司、各类券商、企业年金归为非独立型机构投资者。通过文献梳理发现，谭松涛和傅勇（2009）、毛磊（2012）、刘涛（2013）、段云和李菲（2014）、李辰颖（2016）等学者，均使用机构投资者持股比例来度量持股偏好，故本文的因变量用持股比例来度量。

（2）解释变量。参照宋玉、李卓（2006），黄郡（2006），刘涛（2013），梁绎凡（2015）和徐爱菲（2016）等众多学者的研究，本文选择第一大股东持股比例（Lar1）来衡量解释变量股权集中度。

（3）调节变量。本文借鉴Mozaffar Khan和Hoss L.Watts（2009）的方法估计会计稳健性，以公司规模（SIZE）、市值与账面价值比（MB）以及资产负债率（LEV）作为估算会计稳健性的指标，从而度量该企业每年的稳健性指标（C_SCORE）。具体公式为：

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t}}=\alpha_0+\alpha_1SIZE_{i,t}+\alpha_2MB_{i,t}+\alpha_3LEV_{i,t}+DR_{i,t}(\beta_0+\beta_1SIZE_{i,t}+\beta_2MB_{i,t}+\beta_3LEV_{i,t})+R_{i,t}(\gamma_0+\gamma_1SIZE_{i,t}+\gamma_2MB_{i,t}+\gamma_3LEV_{i,t})+R_{i,t}\times DR_{i,t}(\mu_0+\mu_1SIZE_{i,t}+\mu_2MB_{i,t}+\mu_3LEV_{i,t}) \quad (1)$$

$$C_SCORE_{i,t}=\mu_0+\mu_1SIZE_{i,t}+\mu_2MB_{i,t}+\mu_3LEV_{i,t} \quad (2)$$

其中：$EPS_{i,t}$表示公司i第t年的每股收益；$P_{i,t}$表示公司i第t年初的股价；$SIZE_{i,t}$表示公司规模；$MB_{i,t}$表示市值与账面价值比；$LEV_{i,t}$表示资产负债

率；$R_{i,t}$表示公司i第t年的股票收益率；$DR_{i,t}$是虚拟变量，当$R_{i,t}<0$时，$DR_{i,t}=1$，否则$DR_{i,t}=0$。对模型(1)进行OLS回归，求得μ_0、μ_1、μ_2、μ_3代入模型(2)，得出衡量调节变量会计稳健性的指标(C_SCORE)。在此基础上，若C_SCORE>0，则C_SCORE取1，否则取0。

(4)控制变量。根据宋玉、李卓(2006)，黄郡(2006)，范鑫(2008)，杨海燕(2011)，何媛莉(2011)和毛磊(2012)等的研究，控制影响机构投资者持股偏好的一些因素：公司市场表现(TOBINQ)、公司成长性(GROWTH)、盈利能力(ROA)、公司规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)、上市年限(AGE)、董事长与总经理两职合一(DUAL)、年份虚拟变量(YEAR)以及行业虚拟变量(INDUSTY)。

表1　　变量及定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义及描述
被解释变量	机构投资者持股偏好	INST	投资基金、QFII、社保基金、信托公司、保险公司、各类券商和企业年金的持股比例
	独立机构投资者持股偏好	INST1	投资基金、QFII和社保基金持股比例
	非独立机构投资者持股偏好	INST2	信托公司、保险公司、各类券商和企业年金持股比例
解释变量	股权集中度	LAR1	第一大股东持股比例
调节变量	会计稳健性	C_SCORE	构建过程如前所述
控制变量	公司市场表现	TOBINQ	市值/年末总资产
	公司成长性	GROWTH	(当年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	盈利能力	ROA	净利润/年末总资产
	公司规模	SIZE	年末总资产的对数
	财务杠杆	LEV	年末总负债/总资产
	上市年限	AGE	公司上市年份到目标年份的间隔
	董事长与总经理两职合一	DUAL	董事长与总经理两职合一虚拟变量，是取1，否取0
	年份虚拟变量	YEAR	控制不同年份宏观经济因素的影响，共设置四个年度虚拟变量
	行业虚拟变量	INDUSTRY	按证监会2001年分类标准，共设置12个行业虚拟变量

3. 模型的构建。根据前文的分析，首先探讨股权集中度与不同类型机构投资者持股偏好间的关系，依次建立如下三个模型：

$$INST_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1LAR1_{i,t-1}+\alpha_2LAR1^2_{i,t-1}+\alpha_3TOBINQ_{i,t-1}+\alpha_4GROWTH_{i,t-1}+\alpha_5ROA_{i,t-1}+\alpha_6SIZE_{i,t-1}+\alpha_7LEV_{i,t-1}+\alpha_8AGE_{i,t-1}+\alpha_9DUAL_{i,t-1}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varepsilon \quad (3)$$

$$INST1_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1LAR1_{i,t-1}+\alpha_2TOBINQ_{i,t-1}+\alpha_3GROWTH_{i,t-1}+\alpha_4ROA_{i,t-1}+\alpha_5SIZE_{i,t-1}+\alpha_6LEV_{i,t-1}+\alpha_7AGE_{i,t-1}+\alpha_8DUAL_{i,t-1}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varepsilon \quad (4)$$

$$INST2_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1LAR1_{i,t-1}+\alpha_2TOBINQ_{i,t-1}+\alpha_3GROWTH_{i,t-1}+\alpha_4ROA_{i,t-1}+\alpha_5SIZE_{i,t-1}+\alpha_6LEV_{i,t-1}+\alpha_7AGE_{i,t-1}+\alpha_8DUAL_{i,t-1}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varepsilon \quad (5)$$

然后运用层次回归方法，深入探讨会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好间关系的调节作用，并建立如下模型：

$$INST1_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1LAR1_{i,t-1}+\alpha_2LAR1^2_{i,t-1}+\alpha_3C_SCORE_{i,t-1}+\alpha_4LAR1_{i,t-1}C_SCORE_{i,t-1}+\alpha_5LAR1^2_{i,t-1}C_SCORE_{i,t-1}+\alpha_6TOBINQ_{i,t-1}+\alpha_7GROWTH_{i,t-1}+\alpha_8ROA_{i,t-1}+\alpha_9SIZE_{i,t-1}+\alpha_{10}LEV_{i,t-1}+\alpha_{11}AGE_{i,t-1}+\alpha_{12}DUAL_{i,t-1}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varepsilon \quad (6)$$

$$INST1_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1LAR1_{i,t-1}+\alpha_2C_SCORE_{i,t-1}+\alpha_3LAR1_{i,t-1}C_SCORE_{i,t-1}+\alpha_4TOBINQ_{i,t-1}+\alpha_5GROWTH_{i,t-1}+\alpha_6ROA_{i,t-1}+\alpha_7SIZE_{i,t-1}+\alpha_8LEV_{i,t-1}+\alpha_9AGE_{i,t-1}+\alpha_{10}DUAL_{i,t-1}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varepsilon \quad (7)$$

$$INST2_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1C_SCORE_{i,t-1}+\alpha_2LAR1_{i,t-1}+\alpha_3C_SCORE_{i,t-1}LAR1_{i,t-1}+\alpha_4TOBINQ_{i,t-1}+\alpha_5GROWTH_{i,t-1}+\alpha_6ROA_{i,t-1}+\alpha_7SIZE_{i,t-1}+\alpha_8LEV_{i,t-1}+\alpha_9AGE_{i,t-1}+\alpha_{10}DUAL_{i,t-1}+\Sigma YEAR+\Sigma INDUSTRY+\varepsilon \quad (8)$$

四、实证分析

1. 描述性统计。相关变量的描述性统计结果如表2所示。由表2可知，2011～2015年间样本总体和非独立机构投资者的最大值与最小值的差异均达到70%以上，说明我国机构投资者达到了一定的规模，但在不同年份持有不同公司的股票数量差距过大。会计稳健性的均值为正，且大于0.5，差值在0.15左右，可见我国国有企业财务信息质量具有一定程度的稳健性，但其水平不是很高。此外，盈利能力这一指标均值是0.041，说明我国国有企业绩效水平相对

偏低。由公司市场规模、成长性和上市年限的最大值与最小值的差距，可以看出我国国有企业在这三方面的差距比较大。

表 2　　主要变量的描述性统计

	样本量	极小值	极大值	均值	标准差
INST	3038	0.020%	73.490%	4.933%	0.062
INST1	3038	0.000%	31.050%	2.743%	0.036
INST2	3038	0.000%	72.46%	2.19%	0.052
LAR1	3038	5.020%	86.350%	40.641%	0.156
C_SCORE	3038	0	1	0.6461	0.029
TOBINQ	3038	0.068	18.682	1.433	1.415
GROWTH	3038	−0.844	31.168	0.256	1.047
ROA	3038	−0.277	0.381	0.041	0.050
SIZE	3038	18.651	28.716	22.564	1.408
LEV	3038	0.011	0.993	0.519	0.199
AGE	3038	1.000	25.000	12.860	5.161
DUAL	3038	0.000	1.000	0.030	0.184

2. 相关性分析。由表3和表4可知，公司市场表现、盈利能力、公司规模、财务杠杆、上市年限与独立机构投资者持股偏好之间显著相关，说明其比较关注企业的整体效益。非独立机构投资者持股偏好与市场表现、成长性和上市年限都不存在显著相关关系，说明其不太关注公司的整体效益。除了机构投资者与独立和非独立两种类型机构投资者之间是显著相关的，分别放入模型中予以检验，避免回归模型出现多重共线性，剩余变量之间相关系数基本都在0.5以下，且所有变量的多重共线性检验VIF均小于3，因此，可以按照设计的模型进行回归分析。

3. 回归分析。

（1）股权集中度与机构投资者持股偏好的关系。表5列示了股权集中度与不同类型机构投资者持股偏好间关系的回归结果。从模型（3）的回归结果可见，第一大股东持股比例的系数为−0.133，其平方项的系数为0.154，且均通过了1%的显著性水平检验。这说明在其他条件相同的情况下，随着股权集中度的不断提高，机构投资者持股偏好呈先下降后上升的趋势，即股权集中度与机构投资者总体持股偏好之间呈现U型关系，这说明当股权集中度相对不是很高时，壕沟效应处于支配地位，其侵害企业绩效，阻滞投资者的信心。随着股权集中度的进一步提高，利益协同效应占据主要地位，其能提升公司价值，帮助企业赢得机构投资者的青睐。这验证了H1a。表5中模型（4）显示，股权集中度与独立机构投资者持股偏好之间存在负相关关系，且通过了1%的显著性检验。此结果支持H1b。企业的股权集中程度越高，独立机构投资者的监督作用越是难以发挥，从而无法改善企业治理水平，因此，其比较厌恶这种一股独大的企业。表5中模型（5）的回归结果显示，股权集中度与非独立机构投资者持股偏好之间存在正相关关系，且通过5%的显著性检验，此结果支持H1c。非独立机构投资者投机性很强，关注短期收益，不仅难以监督企业，还会同大股东串谋来谋取私利，其更青睐于选择股权集中度高的公司进行投资。

表 3　　各变量的Person相关系数

	INST	INST1	INST2	LAR1	C_SCORE	TOBINQ
INST	1					
INST1	0.535**	1				
INST2	0.817**	−0.049**	1			
LAR1	−0.017	−0.092**	0.043**	1		
C_SCORE	0.079**	0.108**	0.020	0.188**	1	
TOBINQ	0.103**	0.163**	0.01	−0.082**	0.015	1
GROWTH	−0.016	0.000	−0.019	−0.005	0.023	0.054**
ROA	0.118**	0.225**	−0.014	0.098**	0.324**	0.350**
SIZE	0.028	−0.056**	0.071**	0.324**	0.375**	−0.467**
LEV	0.021	−0.046**	0.056**	0.027	−0.200**	−0.472**
AGE	−0.043**	−0.125**	0.034	−0.178**	−0.038*	−0.082**
DUAL	0.003	0.007	−0.001	−0.032	−0.03	−0.029

表 4　　各变量的Person相关系数

	GROWTH	ROA	SIZE	LEV	AGE	DUAL
INST						
INST1						
INST2						
LAR1						
C_SCORE						
TOBINQ						
GROWTH	1					
ROA	0.047**	1				
SIZE	−0.013	0.021	1			
LEV	0.059**	−0.432**	0.385**	1		
AGE	−0.008	−0.072**	−0.060**	0.117**	1	
DUAL	0.005	−0.014	0.019	0.019	−0.002	1

注：**、*分别表示在1%和5%的水平（双侧）上显著相关。

表5　股权集中度与机构投资者持股偏好间的关系

	模型(3)	模型(4)	模型(5)
变量	INST	INST1	INST2
常量	0.026 (1.004)	0.084*** (5.127)	−0.042 (−1.612)
LAR1	−0.133*** (−4.093)	−0.03*** (−6.087)	0.016** (2.101)
$LAR1^2$	0.154*** (4.093)		
TOBINQ	0.005*** (4.918)	0.002*** (3.486)	0.004*** (3.47)
GROWTH	−0.002* (−1.767)	−0.001 (−1.191)	−0.001 (−1.186)
ROA	0.187*** (7.259)	0.161*** (9.217)	0.019 (0.694)
SIZE	0.001 (0.588)	−0.002*** (−3.524)	0.002 (1.395)
LEV	0.042*** (5.733)	0.03*** (5.91)	0.021*** (2.82)
AGE	0** (−2.162)	−0.001*** (−6.221)	0.001** (2.375)
DUAL	0.001 (0.253)	0.001 (0.194)	−0.001 (−0.179)
YEAR	控制		
INDUSTRY	控制		
F	18.490***	16.693***	20.643***
$Adj-R^2$	0.126	0.135	0.166
N	3038	2419	2373

注：***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平，括号内为t统计量。下同。

(2)会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好之间关系的调节作用。首先探讨会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好之间关系的调节作用，本文采取分层回归方法，在表5模型(3)的基础上，引入会计稳健性为自变量，再进一步引入会计稳健性与股权集中度和会计稳健性与股权集中度平方的交互项为自变量进行回归，得到的结果如表6中的模型(6)所示。会计稳健性与股权集中度交互项的系数为正，且通过10%的显著性检验，会计稳健性与股权集中度平方的交互项系数为正，且通过10%的显著性检验，验证了H2a。

其次探讨会计稳健性对股权集中度与独立机构投资者持股偏好之间关系的调节作用，采取分层回归方法，在表5模型(4)的基础上，引入会计稳健性为自变量，再进一步引入其与因变量的交互项为自变量进行回归，得到的结果如表6中的模型(7)所示。股权集中度与会计稳健性交互项的系数为正，未通过10%的显著性检验，说明会计稳健性对股权集中度与独立机构投资者持股偏好之间关系的负向调节作用不显著。由于独立机构投资者关注的是长远利益，考虑问题更加全面和谨慎，同时国有企业代理问题严重，监督作用降低，会计稳健性较低。因此，其调节效应不显著。

最后探讨会计稳健性对股权集中度与非独立机构投资者持股偏好之间关系的调节作用。从表6模型(8)的结果可见，股权集中度与会计稳健性的交互项系数为正，且通过1%的显著性检验，验证了H2c。说明会计稳健性间接影响股票价值的上升，能够加固与大股东的合谋，非独立机构投资者并不十分理性。

4. 稳健性检验。为了增强本文实证研究结论的可靠性和准确性，用如下方式进行稳健性检验：①借鉴刘涛(2013)等的方法，用前五大股东持股比例之和来度量本文的自变量，进行回归。②采用与其他指标同期的被解释变量，检验它们对股权集中度的持股偏好，以及会计稳健性对其关系的调节作用。上述两种方法的回归结果中，系数大小发生微小改变，但正负符号和显著性水平与前文一致，说明本文的研究结果具有稳健性。

五、研究结论与启示

本文以机构投资者独立性为视角，利用2011～2015年我国国有企业的相关数据，对股权集中度与异质机构投资者持股偏好的关系，以及会计稳健性对二者关系的调节作用做了实证分析。研究结果表明：①股权集中度与机构投资者总体持股偏好之间呈现U型关系。股权集中度与独立机构投资者持股偏好之间呈现显著的负相关关系，而股权集中度与非独立机构投资者持股偏好之间存在显著的正相关关系。②随着股权集中度的上升，会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好之间的关系具有负向调节作用；但股权集中度达到一定程度后，会计稳健性对股权集中度与机构投资者持股偏好之间的关系具有正向调节作用。会计稳健性对股权集中度与独立机构投资者持股偏好间关系的负向调节作用不显著，而会计稳健性对股权集中度与非独立机构投资者持股偏好之间的关系具有正向调节作用。

以上研究结论说明：①我国机构投资者在做选股决策时，已经开始将公司治理水平作为重要的考察因素，对内外治理水平的关注说明我国机构投资者的投资行为逐渐走向理性化，投资决策进一步科

表 6　　会计稳健性对股权集中度与机构是投资者持股偏好间的调节作用

	模型(6)		模型(7)		模型(8)	
变量	INST	INST	INST1	INST1	INST2	INST2
常量	0.048* (1.74)	0.047* (1.709)	0.098*** (5.784)	0.098*** (5.783)	−0.027 (−1.003)	−0.022 (−0.803)
LAR1	−0.137*** (−4.195)	−0.118*** (−3.541)	−0.031*** (−6.168)	−0.031*** (−6.193)	0.016** (2.048)	0.013* (1.718)
$LAR1^2$	0.157*** (4.178)	0.130*** (3.339)				
C_SCORE	0.007** (2.558)	0.005 (1.369)	0.006*** (3.137)	0.006*** (3.212)	0.005* (1.65)	0.007** (2.312)
LAR1× C−SCORE		0.029* (1.833)		0.008 (0.714)		0.071*** (4.506)
$LAR1^2$ ×C−SCORE		0.154* (1.79)				
TOBINQ	0.005*** (4.927)	0.005*** (5.013)	0.003*** (3.543)	0.003*** (3.55)	0.004*** (3.432)	0.004*** (3.355)
GROWTH	−0.002* (−1.864)	−0.002** (−1.907)	−0.001 (−1.304)	−0.001 (−1.283)	−0.001 (−1.24)	−0.001 (−1.355)
ROA	0.176*** (6.759)	0.178*** (6.844)	0.152*** (8.634)	0.152*** (8.64)	0.013 (0.464)	0.015 (0.55)
SIZE	−0.001 (−0.528)	−0.001 (−0.56)	−0.003*** (−4.439)	−0.003*** (−4.447)	0.001 (0.578)	0.000 (0.277)
LEV	0.047*** (6.216)	0.049*** (6.381)	0.034*** (6.515)	0.034*** (6.537)	0.025*** (3.151)	0.027*** (3.433)
AGE	−0.001** (−2.32)	−0.001* (−2.399)	−0.001*** (−6.492)	−0.001*** (−6.507)	0.001** (2.28)	0.001* (2.254)
DUAL	0.002 (0.343)	0.002 (0.366)	0.001 (0.307)	0.001 (0.32)	−0.001 (−0.141)	−8.39E−05 (−0.015)
YEAR	控制					
INDUSTRY	控制					
F	18.063***	17.142***	16.478***	15.861***	19.941***	20.113***
$Adj-R^2$	0.127	0.129	0.138	0.138	0.166	0.173
N	3038	3038	2419	2419	2373	2373

学化。②不同类型机构投资者在做出选股决策时，对企业治理水平的关注重点有着明显的差异，投资理性程度不一样。独立的机构投资者青睐长期增值且有利于自己发挥监督作用的良好的股权结构，综合考虑会计稳健性的治理效应。此外，对基本面指标和技术指标都会进行科学的评估。因此，独立机构投资者的投资行为更加审慎，相对更加理性。而非独立机构投资者倾向于与大股东合谋，更多地偏好于投资股权高度集中的公司，关注的是会计稳健性对公司价值的提升，对其他指标并不十分关注，投资行为并不十分理性。③优化股权结构，增强会计稳健性，完善公司治理，利于公司长期价值和绩效的增长，进而为保护投资者利益提供制度性基础。同时，为提升机构投资者的投资理性程度，政府管理当局以及监管部门应高度关注其异质性，有针对性地制定合理有效的方针政策。

主要参考文献：

刘奕均，胡奕明. 机构投资者类型与股票市场波动实证研究[J]. 软科学，2010(6).

李辰颖. 独立机构投资者持股偏好研究——基于中国上市公司的经验数据[J]. 中央财经大学学报，2016(2).

杨海燕，祁怀锦. 会计信息质量与机构投资者持股偏好研究[J]. 广西民族大学学报(哲学社会科学版)，2011(33).

彭丁. 大股东控制、机构投资者治理与公司绩效——基于深交所上市公司的经验证据[J]. 宏观经济研究，2011(15).

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).

伊志宏，李艳丽. 机构投资者的公司治理角色：一个文献综述[J]. 管理评论，2013(25).

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(18).

贾文婷. 不同类型机构投资者持股偏好及其对股价波动影响的比较[D]. 济南：山东财经大学，2014.

秦兴俊. 机构投资者行为与公司治理：动机、方式与效果——一个研究综述[J]. 云南财经大学学报，2015(3).

郑钰佳，吕沙. 机构投资者交叉异质性与财务绩效的关系——基于两阶段投资决策模型[J]. 财会月刊，2016(15).

黄郡. 机构投资者持股特征的实证分析[J]. 南方金融，2006(9)

何媛莉. 会计稳健性与机构投资者投资选择[D]. 成都：西南财经大学，2011.

作者单位：四川师范大学商学院，成都 610101