

摘要

盈余信息作为公司金融领域备受关注的指标，是各类市场主体进行投资决策时的重要参考依据。出于维护和抬高股价等动机，管理层可能进行盈余管理。目前，盈余管理的方式主要分为应计和真实盈余管理两类，由于管理层进行盈余管理的动机可能有所区别，对两类盈余管理的使用偏好也不同。因此，对企业盈余管理行为的研究，对于改善企业治理环境具有重要现实意义。

分析师作为我国资本市场的重要组成部分，在为实体经济和资本市场提供服务方面，起着举重若轻的作用。当前学术界关于分析师预测对企业盈余管理影响的研究，在观点上主要分为压力效应和监督效应两种。压力效应认为，管理层可能通过盈余管理迎合分析师预测。监督效应认为，分析师对企业形成的监督会抑制盈余管理。但众多研究表明，出于客户关系维护等原因，分析师在对企业的盈余进行预测时，普遍具有乐观倾向。因此，在实际的经济活动中，分析师对盈余管理的影响可能以压力效应为主。基于这一推测，本文首先探究分析师乐观倾向对企业的盈余管理是否存在压力效应。

除了分析师以外，机构投资者也会影响管理层的行为。一方面，由于机构投资者拥有资金规模等优势，可以利用其话语权参与公司管理，进而对企业实施有效监督治理以抑制企业的盈余管理行为。另一方面，当出现机构投资者规模较小、被投企业股权集中度较高等情况时，机构投资者的话语权较弱，无法通过参与公司治理形成有效监督治理，达不到抑制盈余管理行为的效果。基于此，本文进一步探究了对于企业管理层通过盈余管理迎合分析师乐观倾向的行为，机构投资者总体上是否可以起到治理作用。

此外，由于机构投资者存在异质性，不同的机构投资者的治理作用可能具有较大差异。因此，本文基于投资行为角度，将机构投资者分为更关注短期回报的交易型和更关注企业长远发展稳定型两类，进一步研究了当企业的机构投资者分别表现为交易型和稳定型时，企业管理层通过盈余管理迎合分析师乐观倾向的异同，以及对不同盈余管理方式选择的偏好。

本文在对国内外相关文献和理论整理的基础上，采用 2010-2020 年间我

国 A 股上市公司的数据，构建了考虑个体、年份固定效应的 OLS 模型，实证检验了分析师乐观倾向与盈余管理的关系。研究发现：（1）面对分析师的乐观预测，企业管理层会通过盈余管理的方式进行迎合，从而支持了压力效应假说；（2）对企业管理层通过盈余管理迎合分析师乐观倾向的行为，从总体上看，机构投资者无法起到监督治理作用，从而支持了无效监督治理假说；（3）考虑机构投资者异质性，若企业的机构投资者表现为交易型，企业的迎合现象依然存在；（4）稳定型机构投资者对企业采用应计盈余管理进行的迎合行为有一定的监督治理作用，而对于更加隐蔽的真实盈余管理无法形成有效监督治理。经过稳健性检验，本文的主要结论不变。

本研究存在一定的理论实践意义。一方面，分析师预测对盈余管理的影响，在学术界尚未形成统一结论，本文从分析师乐观倾向切入，对该问题进行了进一步研究。并将盈余管理的两类方式同时纳入分析，探究管理层的选择偏好，丰富了盈余管理动机的研究。另一方面，学术界针对分析师乐观倾向、机构持股和盈余管理综合的研究较少。本文基于机构投资者的异质性，对三者进行综合分析，进一步研究了机构投资者的治理作用。

关键词：分析师乐观倾向；应计盈余管理；真实盈余管理；机构投资者异质性

Abstract

As a highly regarded indicator in the field of corporate finance, earnings information is an important reference for various market participants when making investment decisions. For motives such as maintaining and raising share prices, management may manipulate company performance through earnings management. At present, the ways in which corporate management conducts earnings management are mainly divided into two categories: accrual and true. Among them, accrual earnings management is to make accounting book adjustments for the overall surplus, while real earnings management needs to be realized through real transactions. Since management's motives for earnings management may differ, the preferences for the use of the two types of earnings management are also different. Therefore, the study of corporate earnings management behavior is important for regulating corporate governance.

As an important part of China's capital market, analysts play an important intermediary role in serving the real economy and the capital market. The current academic community has two main views on the influence of analysts' forecasts on corporate earnings management: the pressure effect and the monitoring effect. Although the effects of pressure and monitoring are diametrically opposed, numerous studies have shown that analysts generally have a tendency to be optimistic about the surplus forecasts issued by listed companies for reasons such as underwriting business, commission income and client relationship maintenance. Therefore, in actual economic activities, the influence of analysts on earnings management may be dominated by the pressure effect. Based on this speculation, this paper first explores whether the pressure effect exists with the effect of analysts' optimistic tendency on corporate earnings management.

In addition to analysts, institutional investors also influence management's behavior. On the one hand, since some institutional investors aim to share the benefits of long-term performance of portfolio companies, there may be a certain role of monitoring governance. On the other hand, since some institutional investors aim to gain short-term gains through trading, effective monitoring may not be formed. Based on this, the paper further explores whether institutional investors in

general can play a governance role over corporate management's behavior of catering to analysts' optimistic tendencies through earnings management.

In addition, based on the perspective of investment behavior, this paper divides institutional investors into two categories: trading institutional investors and stable institutional investors, and further investigates the similarities and differences of corporate management's tendency to cater to analysts' optimism through earnings management when corporate institutional investors behave as trading institutional investors and stable institutional investors, respectively.

Based on a compilation of relevant domestic and international literature and theory, this paper empirically tests the relationship between analysts' optimistic tendencies and earnings management by constructing an OLS model considering individual and year fixed effects using data from A-share listed companies in China during the period 2010-2020. It is found that in the face of analysts' optimistic forecasts, corporate management will cater to them through earnings management, thus supporting the stress effect hypothesis. For corporate management's behavior of catering to analysts' optimistic tendencies through earnings management, on the whole, institutional investors cannot play a supervisory governance role, thus supporting the ineffective supervision hypothesis. Considering institutional investor heterogeneity, if corporate s institutional investor type is transactional, the pandering phenomenon still exists. Stable institutional investors have some governance effect on management's pandering behavior, but this effect is limited to accrual earnings management, and it is difficult to play an effective governance role for the more hidden real earnings management. The main findings of this paper remain the same after robustness tests using replacement variables, changing the sample and propensity score matching.

There are certain theoretical and practical implications of this study. On the one hand, it enriches the study of earnings management motives by cutting from the perspective of analysts' optimistic tendencies; on the other hand, it also enriches the study of the governance role of institutional investors.

Key words: Analyst optimism; Accrual earnings management; True earnings management; Institutional investor heterogeneity.

目 录

摘 要.....	1
Abstract.....	3
目 录.....	5
1 绪论.....	7
1.1 研究背景及提出问题.....	7
1.2 研究意义.....	9
1.2.1 理论意义.....	9
1.2.2 实践意义.....	10
1.3 研究逻辑.....	10
1.3.1 研究内容与结构.....	10
1.3.2 研究思路.....	11
1.3.3 研究框架.....	12
1.3.4 研究方法.....	13
1.4 创新与不足之处.....	13
1.4.1 本文可能存在的创新之处.....	13
1.4.2 本文的不足之处.....	14
2 文献综述.....	15
2.1 盈余管理相关研究.....	15
2.1.1 盈余管理的定义.....	15
2.1.2 盈余管理的动机.....	15
2.1.3 应计盈余管理和真实盈余管理.....	16
2.2 分析师与盈余管理行为的相关研究.....	17
2.2.1 监督效应假说研究.....	18
2.2.2 压力效应假说研究.....	19
2.3 机构投资者与盈余管理关系的相关研究.....	20
2.3.1 机构投资者的定义.....	20
2.3.2 机构投资者异质性.....	20
2.3.3 机构投资者与盈余管理.....	21
2.4 文献述评.....	24
3 理论基础与研究假设.....	26
3.1 理论基础.....	26
3.1.1 信息不对称理论.....	26
3.1.2 委托代理理论.....	27
3.1.3 信号传递理论.....	27
3.2 研究假设.....	28
3.2.1 分析师乐观倾向与盈余管理研究假设.....	28

3.2.2 分析师乐观倾向与盈余管理：考虑机构投资者治理作用	30
3.2.3 分析师乐观倾向与盈余管理：基于机构投资者异质性	30
4 研究设计	32
4.1 数据来源及数据处理	32
4.2 变量定义及度量方式	32
4.2.1 被解释变量	32
4.2.2 解释变量	34
4.2.3 调节变量	34
4.2.4 控制变量	35
4.3 模型设定	37
4.3.1 针对假设 1 的模型设定	37
4.3.2 针对假设 2 的模型设定	37
4.3.3 针对假设 3 和假设 4 的模型设定	38
5 实证检验与分析	39
5.1 描述性统计分析	39
5.2 多重共线性检验	40
5.3 实证回归分析	41
5.3.1 分析师乐观倾向与盈余管理	41
5.3.2 分析师乐观倾向与盈余管理：机构投资者的治理作用	43
5.3.3 分析师乐观倾向与盈余管理：交易型机构投资者	45
5.3.4 分析师乐观倾向与盈余管理：稳定型机构投资者	46
6 稳健性检验	49
6.1 替换变量	49
6.2 改变样本	53
6.3 倾向得分匹配法（PSM）	57
7 研究结论与建议	59
7.1 研究结论	59
7.2 对策建议	60
参考文献	63
致谢	70

1 绪论

1.1 研究背景及提出问题

在党的二十大报告中，明确提出我国资本市场的发展要始终着力于实体，服务于国家战略。证券分析师作为我国资本市场的重要组成部分，2010 至 2020 年间，从业人数由 815 人增长至 3645 人，涨幅超 3 倍，在服务实体企业及资本市场中，发挥着愈来愈重要的作用。具体表现为，分析师通过分析上市公司的财务报表、重大事项报告等公开信息，对上市公司的经营状况进行分析和解读，并通过现场走访、调研等方式进一步发掘上市公司的非公开信息，对上市公司的实际经营情况进行评估和研究，并将研究成果或者盈余的预测等，以研究报告或者言论观点的形式传达至资本市场，供资本市场上的各类主体使用。

盈余信息作为公司金融领域中备受关注的指标之一，是市场各类主体进行相关经济活动时的重要参考依据。当企业的盈余或者盈余预测较高时，往往代表着企业拥有稳健的财务状况和较高的投资价值，不仅增加了投资者买入股票的可能性，还有可能促使企业的债权人、股东或者企业的其他利益关联方做出利好企业发展的商业决策。因此，企业拥有进行盈余管理的动机，即可能通过改变财务报表或者安排交易等手段操纵盈余信息，以期迎合市场的判断。

盈余管理有两种类型，即应计和真实盈余管理。对于应计盈余管理，一般通过运用会计方法实现，如提前确认收入、变更测度方法等。由于进行应计盈余管理的主要手段是操纵财务报表各类科目数据，因此被发现的风险较大。真实盈余管理一般是通过真实交易进行实现，如真实的出售资产或削减某些科目的支出等。由于真实盈余管理是通过经济活动中实际发生的事件进行，因此相较于应计盈余管理更为隐蔽，不易被察觉。并且有研究表明，两者之间存在着替代、互补等关系，在对盈余管理相关问题进行研究时，有必要考虑两种盈余管理的情况。

关于分析师对企业盈余管理的影响，目前学术界有两种观点，即压力效

应假说和监督效应假说。压力效应假说认为，当分析师对企业的盈余信息预测表现出乐观倾向时，这种乐观倾向会抬高投资者的投资预期，若企业的真实盈余并未达到分析师的前期预测，投资者可能将其所持有的公司股票卖出，若出现大规模类似操作，会造成公司股票价格的下跌，进而影响管理层自身的利益。在面对分析师预测乐观倾向带来的压力时，企业管理层为了防止公司业绩不达市场预期，而产生股价波动进而损害自身利益的情况出现，可能通过盈余管理来迎合分析师的乐观倾向。此时，分析师会促进企业盈余管理的行为。监督效应假说认为，一方面，分析师可以通过分析企业信息，并公开发布研究报告的方式，对企业形成直接监督。另一方面，分析师发布的研究报告，可以有效降低市场上各类主体获取企业信息的成本，从而使得企业间接受到更多监督。在这种监督作用下，企业进行盈余管理被市场发现的风险会加大，进行盈余管理的难度也会提升，企业可能会选择不进行盈余管理。此时，分析师会抑制企业盈余管理行为。

在有效市场中，分析师针对上市公司发布的研究报告或者盈余预测可以反映公司的真实基本面，实则不然。众多文献表明，由于存在承销业务、佣金收入和客户关系维护等原因，分析师的自身利益可能受到上市公司的影响，因此分析师在对上市公司的相关信息和情况进行研究时，发布的研究报告和盈余信息预测往往具有一定的乐观偏差。

综上所述，虽然存在压力和监督两种截然相反的效应导致分析师对盈余管理的整体影响并不明确。但是，面对分析师乐观倾向的普遍性，分析师对盈余管理的影响可能以压力效应为主，则企业管理层进行盈余管理的动机可能主要受压力效应驱使。基于此，本文通过检验管理层是否会迎合分析师预测来验证压力效应是否存在，并提出第一个研究问题：

（1）企业管理层是否会通过盈余管理来迎合分析师乐观倾向？

机构投资者作为企业的股东亦会对企业管理层的行为产生影响。对于企业来说，如果企业的机构投资者对企业进行投资的主要目的是分享企业长期发展的收益及红利，机构投资者可能通过参与企业治理，使得企业获得更好的发展，此时可能表现出一定的监督治理作用，进而抑制企业进行盈余管理的行为。但是当机构投资者的主要目的是获取短期收益，或者出现投资能力较弱、与企业管理层相比话语权较小等情况时，机构投资者可能无法形成有

效监督治理，达不到抑制盈余管理行为的效果。综上，机构投资者在对企业形成有效监督治理时，会抑制企业盈余管理的行为。若机构投资者对企业无法形成有效监督治理，则不会抑制企业盈余管理的行为。基于此，本文提出第二个研究问题：

（2）对于企业管理层通过盈余管理来迎合分析师乐观倾向的行为，机构投资者是否能起到监督治理作用？

在实际经济活动中，由于机构投资者存在异质性，不同的机构投资者存在着显著的差别，因此对企业行为产生的影响可能具有较大差异。例如，基于投资行为角度，机构投资者可以分为交易型和稳定型两类。对于交易型机构投资者来说，其持股的目的主要为通过短期的股价波动获得短期回报，由于是短期持股，积极参与公司治理的可能性较低，可能无法对企业形成监督治理。因此，针对交易型机构投资者，考虑到其可能无法对公司形成监督治理作用，进一步提出第三个问题：

（3）当企业的机构投资者表现为交易型时，企业通过盈余管理迎合分析师乐观倾向的现象是否仍然存在，对两类盈余管理的影响分别如何？

对于稳定型机构投资者来说，其对短期的股价波动并不关注，更加关注企业未来的发展，为了收获长期的收益及红利，可能会主动参与公司治理来改善公司经营情况，因此可能对公司有一定的监督治理作用。基于此，对于稳定型机构投资者，考虑到其可能会对公司形成监督治理作用，进一步提出第四个问题：

（4）当企业的机构投资者表现为稳定型时，对企业通过盈余管理迎合分析师乐观倾向的行为的影响，与交易型机构投资者有何区别？

综上所述，本文研究了分析师乐观倾向对企业盈余管理的影响，并结合机构投资者的异质性，进一步探究机构投资者在其中的监督治理作用。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

第一，丰富了盈余管理动机的研究。盈余管理的动机较为复杂，本文重点研究了企业进行盈余管理时是否会考虑分析师预测的影响。并且同时考虑

盈余管理的不同方式，进一步探究管理层对两类盈余管理的选择偏好。

第二，丰富了机构投资者治理作用的研究。本文引入了机构投资者探究其对盈余管理行为是否存在监督治理作用。同时考虑机构投资者异质性，分别探究了不同投资类型机构投资者对企业治理作用的差异。

1.2.2 实践意义

监管层面。一方面，本文研究了不同机构投资者的治理效应，为监管层制定相关的法律法规提供了参考依据。另一方面，本文从迎合分析师预测的角度，进一步分析了企业选择应计和真实盈余管理的动机，为监管层完善信息披露、规范公司治理提供了一定参考。

公司层面。本文对盈余管理动机的研究进行了丰富，有助于企业股东针对性的基于盈余管理动机改善公司治理情况，进而可以在一定程度上改善企业股东和企业管理层之间的委托代理问题。

投资者层面。目前，存在着分析师对企业的监督作用可能并不明显的情况，反而可能对企业形成压力作用，从而增加盈余管理行为，且机构投资者在其中难以起到监督治理作用。因此，投资者在进行投资时要辩证看待分析师和机构投资者的作用，更加重视对公司业绩的独立深入研究。

1.3 研究逻辑

1.3.1 研究内容与结构

本文的研究内容与结构主要可分为以下 7 个部分：

（1）绪论部分。该部分首先说明了本文的研究背景并提出研究问题。随后就本文的研究逻辑进行阐述，最后指出可能的创新以及不足。

（2）文献综述部分。本部分首先基于盈余管理的定义、动机和方式，对国内外现有研究进行了梳理和分析。紧接着，对本文研究中涉及到的相关主体的文献进行梳理。最后根据梳理情况，对现有研究进行评述。

（3）理论基础与假设部分。一方面，归纳总结了本研究的理论研究基础，即信息不对称理论等。另一方面，在相关理论的基础上提出假设。首先，

针对分析师乐观倾向对企业盈余管理的影响提出第一个假设。其次，针对机构投资者对企业的监督治理作用提出第二个假设。最后，分别对机构投资者表现为交易型或稳定型时，企业管理层通过盈余管理迎合分析师乐观倾向的影响和盈余管理方式选择的异同，提出第三个和第四个假设。

（4）研究设计部分。该部分说明了样本数据来源以及处理方法。并基于本文的四个假设，进行实证模型的设定。

（5）实证检验与分析部分。本文首先对样本数据进行描述性分析，检验样本选取是否合理。其次进行多重共线性检验。最后针对四个假设进行实证回归分析。

（6）稳健性检验部分。本文通过替换变量、改变样本、倾向得分匹配等方法进行检验，检验证明结果的可靠性。

（7）研究结论与建议部分。根据结论，从分析师、机构投资者、管理层和监管层等多个角度提出建议。

1.3.2 研究思路

首先，由于分析师同盈余管理间存在着压力和监督两种效应，关于两者关系的研究在学术界仍存在着一定争论。本文以我国资本市场以及证券分析师队伍发展情况切入，考虑分析师乐观倾向的普遍性，探究分析师的乐观倾向探究对企业盈余管理的影响。

其次，由于机构投资者与企业盈余管理间存在着有效监督治理和无效监督治理两种效应，无法确定机构投资者是否会抑制企业通过盈余管理来迎合分析师乐观预测的行为。因此，考虑机构投资者整体的作用，探究机构投资者对企业盈余管理的治理效应。

最后，由于机构投资者具有较大差异，不同的机构投资者是否能对企业发挥治理作用仍需进一步研究。因此本文对机构投资者的异质性问题进行了考虑，并基于投资行为角度将机构投资者分为交易型和稳定型者两类，进行了进一步研究。

1.3.3 研究框架

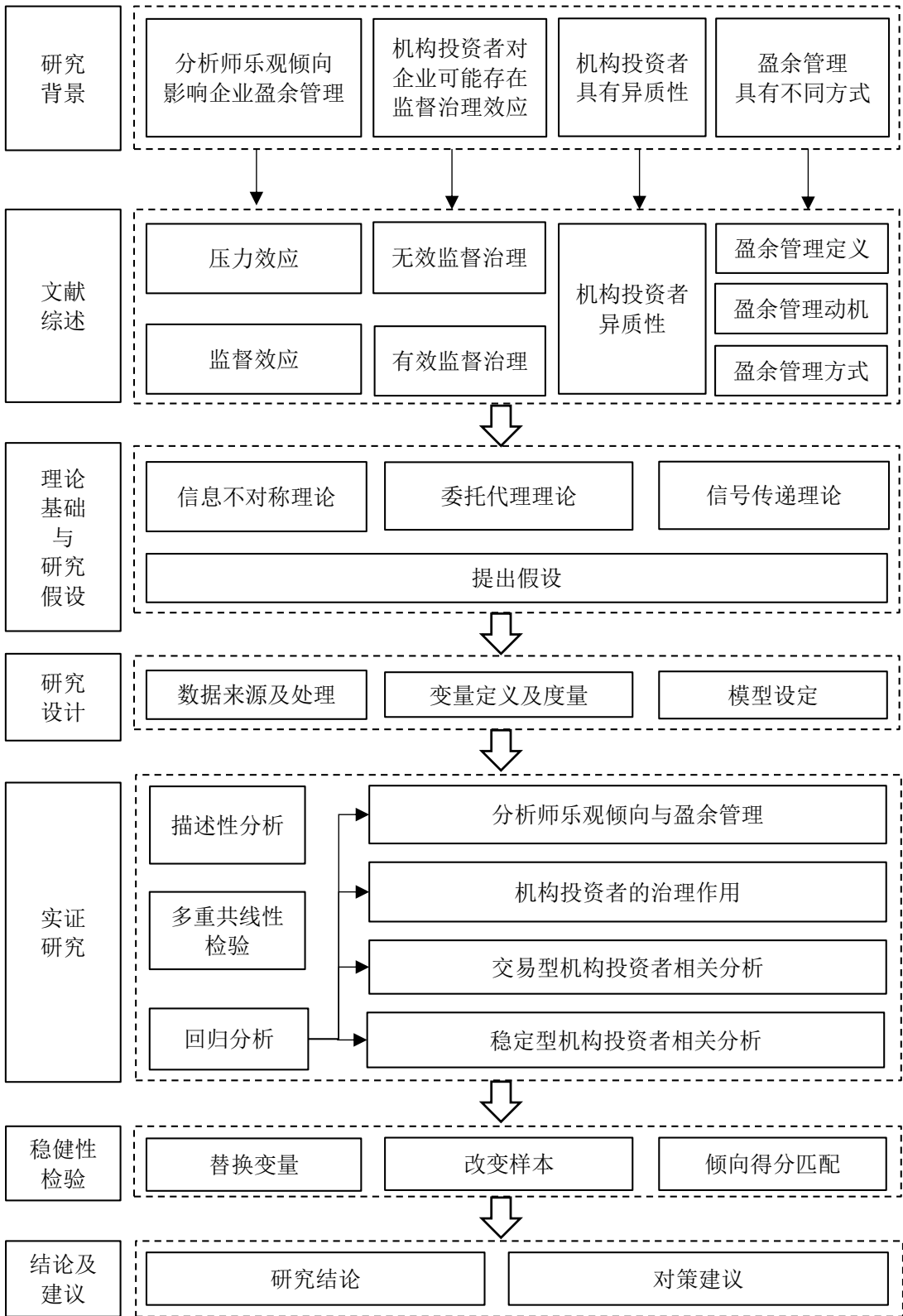


图 1-1 研究框架图

在具体研究时，本文对分析师预测、盈余管理和机构投资者关系的文献进行了梳理，并进一步总结了分析师乐观倾向、真实和应计两种盈余管理方式、机构投资者的异质性以及相关关系的研究。在对现有文献做出评述后，针对性的提出相关假设并设定实证模型。在理论分析的基础上，对研究假设进行实证研究。紧接着对研究结果展开稳健性检验，验证结论的可靠性。最后根据研究结果，提出相关建议。

1.3.4 研究方法

本文主要通过以下两种方法研究了我国 A 股市场上分析师乐观倾向、机构持股和盈余管理间的关系。

（1）文献研究法：本文对现有的研究进行了归纳、总结和学习。并针对本文中的被解释变量即盈余管理、解释变量即分析师乐观倾向和调节变量即机构投资者特征等相关的理论做了进一步的总结和梳理，寻找相关的理论支撑。

（2）实证研究法：本文以 2010~2020 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本进行实证分析。对收集到的数据进行 Excel 的初步处理，用 SAS 和 Stata 展开分析、实证和检验。

1.4 创新与不足之处

1.4.1 本文可能存在的创新之处

第一，基于迎合分析师预测角度，对盈余管理动机的研究进行了丰富。一方面，盈余管理的动机具有多样性和复杂性，有必要从不同角度对其进行挖掘。另一方面，分析师预测对盈余管理的影响，在学术界尚未形成统一结论。因此，本文从分析师乐观倾向切入，对盈余管理的动机进行了进一步的研究，证实了压力效应的存在。

第二，综合考虑了两类盈余管理方式，并进一步探究企业的选择偏好。目前学术界在对盈余管理行为进行研究时，多只考虑应计或真实盈余管理。本文同时将两种方式纳入研究，并探究了面对分析师乐观倾向时，管理层对

两类盈余管理的选择偏好。

第三，基于机构投资者异质性，丰富了对机构投资者治理作用的研究。目前学术界对分析师乐观倾向、机构投资者和盈余管理的研究都有所涉猎，但全面而综合地研究三者的却不多。除了引入分析师这一外部主体，本文还引入了机构投资者这一市场主体，不仅从整体上考虑了机构投资者对公司管理层的治理作用，同时将机构投资者区分为交易型和稳定型两种，分别探究其治理作用，既有助于丰富机构投资者治理作用的研究，又能进一步挖掘盈余管理的动机。

1.4.2 本文的不足之处

在本文研究中，由于客观条件和个人学术水平有限，仍存在不足：

（1）在实证研究中，本文虽已考虑企业规模、盈利能力、杠杆水平等多个控制变量，但在真实的经济活动中，致使企业进行盈余管理的因素众多，如法律法规、经济政策、企业管理层的性别学历等，本文可能并未考虑到所有的控制变量。

（2）在考虑机构投资者异质性时，虽已将投资行为决定的机构投资者异质性纳入分析，并进行了分组研究。但并未考虑单独类别的机构投资者的情况，如进一步细分 QFII、公募基金、私募基金等，这也是后续研究可以继续深入的方向。

2 文献综述

2.1 盈余管理相关研究

2.1.1 盈余管理的定义

盈余信息作为财会领域中备受关注的指标，也是公司金融相关研究中的核心问题之一。但是对盈余管理的具体定义，在学术界迄今为止仍未形成明确及权威的界定，目前主要通过以下三个维度进行定义。第一，基于企业管理层的动机维度。Schipper（1997）、Scott（2018）等研究盈余管理的国外学者认为，企业管理层为了保护自身的利益，会操纵盈余信息使其拥有更为亮眼的业绩表现，这种行为即称为盈余管理；第二，基于企业管理层个人观点维度。陈韶君和赵润（2003）的研究认为，为了使得企业健康发展，企业管理层需要在当期对未来企业的发展做出判断和规划，盈余信息作为公司发展的重要指标，不仅体现了当期的业绩，也为了企业未来的发展划定了基准。有关未来的判断和规划便包括对盈余信息的判断，而盈余管理便是对盈余信息判断的表现。Ronen and Yaari（2009）同样认为盈余管理是一种对经营活动的解释，具体的表现方式为对财务数据的调节；第三，基于企业管理层是否遵守会计准则维度；顾兆峰（2000）的研究认为，盈余管理是一种会计方式的选择，但需要在会计准则允许的范围内进行。宁亚平（2004）也提到，盈余管理不等于是造假行为，而是一种合规的会计手段。

综合上述三个维度，在本文的研究中将盈余管理定义为：企业在遵守会计准则的前提下，通过调整会计信息、设计实际交易等手段，以改善财务报表状况、为自身谋求更高利益等目的，操纵盈余信息的行为。

2.1.2 盈余管理的动机

目前学术界有关盈余管理动机的研究越来越全面。张祥建和徐晋（2006）在研究中将盈余管理的动机进行了分类和归纳。例如，为了实现股票发行、企业并购、良好财务表现等原因而进行的盈余管理行为，均可归为迎合资本

市场动机；管理层为了获得更高的报酬、更高的职位、偿还公司债务或者避免发放过多股利而进行的盈余管理，则可以归为完成契约动机；为了防止面临监管、避免高额税务而进行的盈余管理，可归为维护政治成本动机。其中资本市场动机中的匹配盈利预测动机和契约动机中薪酬契约动机等，在学术研究中备受关注，亦是与本文密切相关的维度。对于匹配盈利预测动机，王克敏和廉鹏（2012）在研究中提到若盈余信息由公司自愿披露时，公司的盈余管理的行为会出现明显的下降。Tami et al.（2016）则发现，在投资者进行投资时，决定其投资决策的主要原因之一是看好企业未来发展的预期。所以企业管理层为了促成投资者对企业的投资，会通过盈余管理迎合投资者的乐观预期。张倩倩和周铭山等（2017）的研究中也提到，企业管理层会通过资本化研发支出这一指标进行盈余管理，进而向市场传递有关企业的利好信号，这种利好信号有利于公司股票价格的拉升。对于薪酬契约动机，李延喜等（2007）、王克敏和王志超（2007）的研究也提到，盈余管理水平与企业管理层薪酬之间呈正相关关系，即企业管理层为了获得更高的薪酬，可能会选择上调盈余管理。罗宏和曾永良等（2016）发现，企业管理层除了本身拥有追求高薪酬的行为外，还存在着与同行之间的攀比行为。因此为满足自身虚荣心，获取更高的报酬，企业管理层可能会选择进行盈余管理。何靖（2016）则针对银行业进行分析，通过分析银行的盈余管理行为发现，银行的盈余管理程度同高管薪酬之间存在的密切联系。许言和邓玉婷等（2017）从企业管理层职业生涯忧虑角度出发研究发现，为避免个人利益受到影响，企业管理层会进行盈余管理的行为。徐沛勳（2020）则在考虑分类转移的维度研究发现企业管理层在追求更高薪酬时，不仅会进行盈余管理，并且在进行盈余管理时会优先选择操纵成本较小的方式。

2.1.3 应计盈余管理和真实盈余管理

盈余管理主要分为两种，即应计盈余管理和真实盈余管理，其中应计盈余管理出现较早，最早的学术研究往往将盈余管理等同于应计盈余管理。龚启辉等（2015）总结应计盈余管理为运用会计方法的盈余管理，如操作费用、操纵现金流等。真实盈余管理则需要构造真实交易，如出售资产、削减支出

等。对于两种盈余管理，Healy（1999）、吴晓晖和李玉敏（2022）等多个研究均提到，由于应计盈余管理是通过会计方法进行操纵，因此归根结底是对财务报表相关科目的更改，易被外部监督察觉。而真实盈余管理则通过实际经营活动的操控，是实际发生的事件，因此不易被察觉。此外，刘启亮等（2011）的研究发现，关于两种盈余管理方式的选择也与会计准则和计量方式有关。蔡利等（2018）的研究中也提到，若公司采用的计量方式为公允计量，相较于应计盈余管理，真实盈余管理的水平更高。

两种盈余管理之间并不是完全相互独立，综合李春涛等（2016）、Bonacchi（2018）等研究发现，两者之间主要存在着以下三种关系。第一，互补关系。虽然真实和应计盈余管理是两种不同的方式，但目的相同。因此为了实现统一目的，两者存在互补关系。并且在实操中，由于真实盈余管理时发生了实际交易，应计盈余管理可对该交易进行进一步的补充；第二，替代关系。具体表现为当企业管理层面对更为强劲的外部监督作用，如面对分析师的关注、严格的法律法规、健全的财务制度等，企业管理层进行盈余管理时会由应计转换至真实盈余管理；第三，同向变动关系。例如，面向极强监督效应时，两者或表现出同减。面向企业不断发展时，两者可能表现出同向增加。

2.2 分析师与盈余管理行为的相关研究

分析师关注对公司盈余管理的影响一直是国内外研究的热门话题，较早可以追溯到 Jeffery（1995）的研究，并发现分析师对企业盈余的预测，一定程度上代表着分析师对公司未来发展情况的判断，并且在分析师对企业的盈余信息做出乐观预测时，预测行为和标的企业股价之间，存在着显著正向相关的关系。即当分析师对盈余预测越乐观时，公司的股票价格上升越为明显。Ball（2008）则进一步将分析师和中小投资者进行对比，发现由于具有更专业的知识背景等原因，分析师能更好的识别出企业的盈余管理行为。此外，Degeorge（2013）的研究中也提到，由于企业所处国家的金融环境不同，因此分析师对盈余管理的影响会由于所处的金融环境、所适用的监管政策等的不同，存在着不同程度的差异。我国学者对两者的研究也不断丰富。吴东辉

和薛祖云（2005）通过对我国 A 股企业 2001 年中报及年报的分析发现，分析师对企业盈余管理的预测可助力投资者做出更为正确的决策。吴武清（2018）进一步分析了分析师的偏好，并通过研究我国 2004-2014 年 A 股上市公司的数据发现，盈余管理程度低的公司代表工作的会计环境相对更优，分析师获取信息的成本更低，因此分析师在选择公司进行跟踪和覆盖时，更为偏好选择此类公司。

有关分析师和盈余管理的研究，学术界形成了监督效应假说和压力效应假说两大对立观点。

2.2.1 监督效应假说研究

监督效应假说较早的研究可以追溯到 Meckling（1976），他提出分析师对企业管理层有着监督作用。Healy and Palepu（2001）的研究也得到了相同的观点，并进一步发现分析师的监督作用，可以约束企业管理层的不当行为。这种监督一方面改善了公司的治理环境，另一方面可以促使企业发布质量更高的财务报告。当一个企业的治理制度更为科学、治理环境更为优质、财报等公开资料更为高质量时，可以使得市场上各类主体在获取企业信息时耗费的成本得到有效控制，并在一定程度上改善了信息不对称问题，进一步提高了投资者的投资效率。Martinez（2011）则将分析师跟进数量纳入研究并发现，随着分析师的跟踪数量的增加，会对企业产生监督效应，在这种情况下企业进行盈余操纵的可能性会减小。

我国学者潘越等（2011）则通过分析我国 2006-2008 年，首次公开募股的公司，在登录交易所上市后的一个年度内被覆盖的研究报告发现，随着分析师对公司的覆盖，公司的相关信息得到更为充分的挖掘，公司进行盈余管理的可能性降低。这种情况不仅适用企业 IPO 后一年内时期，在其他时期内也可能成立。例如，李春涛等（2014）利用我国上市公司 200-2011 年数据发现，分析师对企业存在着监督效应，可以对企业的盈余管理行为进行识别。并且发现，由于知名企业更加关注自身的声誉，为防止出现有损企业名誉的负面信息，对分析师的关注会更加敏感及重视。因此分析师带来的监督作用在知名企业中的效果更为明显。朱琳（2021）则从分析师报告企业负面信息的角

度出发并且发现，分析师在对企业进行分析和研究时，发布的信息有正面和负面之分。若分析师披露了企业的负面信息，其对企业的监督效应更为明显，对企业管理盈余管理行为的抑制也更为有效。此外，刘建梅和程新生（2020）基于盈余报错行为、李春玲（2021）基于分析师评级等角度，对我国 A 股不同时期上市公司的数据进行了分析，也发现了分析师的监督作用，以及对盈余管理行为的抑制。值得一提的是，刘柏和琚涛（2021）通过对我国 2010-2016 年 A 股上市公司的数据研究发现，分析师的监督还存在着溢出效应，具体表现为分析师本身会受到机构、媒体或者个人投资者等的关注，进一步扩大了企业的监督群体，使得对盈余管理行为的抑制更为有效。

2.2.2 压力效应假说研究

压力效应假说较早的研究可以追溯到 Levitt（1998）的观点，他认为分析师发布盈余预测后，出于无法完成分析师预测的担忧，在一定程度企业管理层会产生压力。在这种情况下企业管理层有进行盈余管理的动机，以期缓解压力并达到分析师的预测。Lopez（2002）从分析师情绪角度出发，同样得到相似结论，即分析师的乐观情绪对企业管理者来说是一种压力，为满足市场预期，企业管理者可能会进行盈余操纵。Dhaliwal（2005）则研究了企业在分析师压力下进行盈余管理的方式，例如通过更改所得税费计量方式等进行应计盈余管理等。

我国学者薄仙慧和吴联生（2009）则将企业规模纳入研究，分析发现在成长性较高的企业中，由于企业管理者面临着企业无法维持良好增长带来的压力，因此有更大的可能进行盈余管理。谢震和熊金武（2014）则通过对内部和外部两方面分析发现，分析师出于获得更高收益的考虑，无法形成对企业的监督作用，甚至向管理层施压并引导其进行盈余管理。马德芳（2015）则从时间维度上的企业盈余管理行为出发，通过研究我国 2004-2011 年 A 股上市公司的数据发现，分析师对盈余信息的预测不仅会对企业当年产生影响，同时对次年度也有影响。具体表现在，上市公司在本年度达成了分析师的预测后，会再次拉高市场投资者对公司后续表现得预期，为了维护市场的高预期，企业管理层会存在对下一年度进行盈余管理的行为。应千伟（2017）则

基于媒体关注角度研究发现，因外部关注而产生的压力会促使企业管理层提高企业管理层盈余管理的水平。柳建华等（2021）则从业绩承诺角度出发，并且发现企业管理层虽为管理层，但仍在存在考核等压力，例如在受雇时向股东承诺业绩目标需要达成等。因此，企业管理者有一定概率通过盈余管理业绩进行操纵。彭牧泽和靳庆鲁（2021）考虑到供应链这一因素，分析了我国 A 股 2007-2019 年的数据发现，企业在盈余压力之下，对供应链实施真实盈余管理有一定可能助力达到分析师的盈余预测。

2.3 机构投资者与盈余管理关系的相关研究

2.3.1 机构投资者的定义

机构投资者作为一种特殊的组织形态，主要以筹集小投资者的分散资金和自有资金进行投资活动以期追求效益的最大化，是一种特殊的法人机构。一般而言，与个人投资者相比，机构投资的知识背景更为专业，投研经历更为丰富，可调动的资金规模更为庞大，对被投企业的话语权更具分量。正因为这种优势，Boyd（2006）研究发现，机构投资者对被投资企业形成了一定的监督作用，并且可以对被投资企业进行有效治理。美国在《布莱克法律词典》中将机构投资者界定为通过吸收他人资金进行经营管理，并以实现资金安全和保值的企业，如证券投资基金、保险基金、信托基金、共同基金等。在我国《证券期货业统计指标标准指引》的最新修订版本中，机构投资者分为两类。一类是包括三资股东、国有股东等在内的一般机构投资者；一类是信托、社保基金等专业机构投资者。本文对机构投资者的研究，两者均包括在内。

2.3.2 机构投资者异质性

由于不同的机构投资者在进行投资管理时拥有不同的理念和偏好，并且所处的国家、行业、面临的政策法规和自身的企业文化都不尽相同，因此在对机构投资者进行相关的研究时，需要考虑其异质性。

由于机构投资者在国外出现较早，国外学者率先对机构投资者持股行为进行了专题研究，进一步延伸和丰富了有关其异质性的研究。

Brickley (1988) 基于与被投公司是否在商业上存在关系, 如互为母子公司等, 将机构投资者进行了划分。若存在关系则为压力敏感型机构投资者, 此类机构投资者为防止出现被投公司经营状况被损害的情况, 一般不会主动介入公司的治理。反之则为压力抵抗型机构投资者。在此基础上, 基于机构投资者对被投公司治理机制的态度, Bushee (2010) 对压力敏感型机构投资者进一步细分。若机构投资者的投资行为表现出对治理机制更为完善的企业偏好, 可归为治理敏感型, 反之为治理不敏感型。Chen et al. (2007) 将机构投资者结合基于持股时间, 进一步划分为两类, 即长期型和短期型。一般认为, 长期型机构投资者因为期望获得被投企业的长期回报, 因此有动机对企业进行监督治理, 改善企业的经营状况, 以期获得更高的收益。而短期型机构投资者只期望获得交易回报, 因此欠缺对企业监督治理的动机。

我国对机构投资者异质性的研究也越来越完善。较早的研究为刘京军及徐浩萍 (2012) 基于机构投资者的交易特征, 将机构投资者细分为长期投资者和短期投资者, 并就其投资偏好进行了研究。牛建波等 (2011) 在研究中结合我国市场情况, 根据机构投资者的投资行为, 提出交易型和稳定型机的分类, 前者关注短期内通过股价波动获利, 后者关注被投企业的长期价值; 李争光等 (2014) 在研究中就交易型和稳定型的分类, 进一步研究了企业绩效与机构投资者间的关系。王垒等 (2019) 从异质性角度出发对其治理效果进行了进一步研究, 发现不同的机构投资者对企业的治理效果不同, 并且会受到投资组合的影响。

2.3.3 机构投资者与盈余管理

有关两者的研究, 较早的为 Barnard (1991) 的文章, 他认为彼时的机构投资者投资风格较为消极, 消极的态度导致其一般不会主动参与到公司的治理中。随着机构投资者数量和类型逐渐出现差异, 机构投资者参与公司治理的情况逐渐受到关注。随着机构投资者队伍的进一步发展, 学术界有关其治理效应的研究主要分为两个派别, 即有效监督治理和无效监督治理。

(1) 有效监督治理假说

支持有效监督治理假说的学者认为机构投资者投资被投公司的主要目的

是实现资产的长期增值，分享公司长期业绩的收益，因此有公司治理的动机，可以有效地发挥监督作用，进而抑制盈余管理行为。Van（2002）在研究中曾提到，在企业进行收购等商业行为时，为了鉴别被收购企业的质量优劣，会进行深度的跟踪考察，此时表现出监督作用。Chen et al.（2007）的研究认为，与个人投资者相比，机构投资者在信息、投资规模、投资理性程度等方面都相对较强，因此其对企业进行监督治理的成本相对较小，较个人投资者相比也表现出更为强烈的监督治理效果。Landsman（2018）的研究同样提到，机构投资者的存在，对企业和企业管理层来说，可以看作一种审计行为，因此对于企业有一定的监督治理作用。

基于 A 股市场，我国学者也曾得到相似的结论。例如，孙光国等（2015）基于企业是否存在大股东控制角度，研究 A 股 2009-2012 年的数据发现，机构投资者对被投企业所持有的股权比例越高，越能表现出对被投企业的监督治理效应，对被投企业管理层进行盈余管理的行为越可以表现出显著抑制。并且，当被投企业的股权结构中，不存在大股东控制的情况下，这种现象依然成立。罗付岩（2015）从投资期限维度出发，分析我国 A 股 2003-2011 年的数据并发现当企业的机构投资者类型表现为长期机构投资者时，随着机构投资者持股比例的增高，其对被投企业的监督治理效应也更明显；梅洁和张明泽（2016）单独研究了证券投资基金对上市公司盈余管理的影响，并发现证券投资基金这一机构投资者，对其被投公司的盈余管理有着明显的抑制作用，该结论在李青原和时梦雪（2018）的研究中也得以验证。李春涛（2018）的研究则聚焦于社保基金，并研究发现该类机构投资者对企业的盈余管理行为亦存在治理作用。李安泰等（2022）则通过商誉减值的角度，研究发现机构投资者可以通过多种方式参与被投企业的监督治理，例如可以通过咨询服务或者参与治理等方式实现。

（2）无效监督治理假说

支持无效监督治理假说的学者认为，若出现机构投资者的主要目的为投机获益、持股比例较低无法拥有话语权、投资能力较弱等情况，机构投资者无法形成对企业的有效监督治理。无效监督假说的一种观点认为，并非所有的机构投资者都可以起到监督治理作用，机构投资者对被投公司的持股比例与企业盈余管理行为也并非全部呈反方向变动关系，即机构投资者对企业盈

余管理并未起的积极监督效应（李善民，2011）。例如，常巍（2002）认为机构投资者在进行投资行为时，虽然通过持股获得了所有权，但是扮演着消极股东的角色，参与被投公司治理的意识较弱甚至不参与，因此并不能形成监督作用。薄仙慧和吴联生（2009）在研究也发现，若机构投资者投资的企业具有颇高的股权集中度，即使相较于个人投资者机构投资者有话语权优势，但在此时仍无法有效发声，进而无法起到有效的监督治理作用。同样的结论在孙光国等（2015）的研究中也得以证明，及当企业存在大股东绝对控制企业的情况时，机构投资者对企业的监督治理效应将不再存在。李善民等（2011）则对非金融类这一细分角度对机构投资者进行了研究，并发现机构投资者持股对市场来说代表专业投资者对企业投资者价值的态度，而企业的业绩若不达预期会导致机构投资者的退出，进而带动市场对其投资价值的悲观态度，造成股价下跌。因此机构投资者为了缓解机构投资者退出的压力，会进行盈余管理行为。此时，机构投资者无法实施有效监督治理作用。同样的结论在代昀昊（2018）的研究中也曾提到，即如果机构投资者在短期内频繁进行交易，会导致企业管理层产生进行盈余管理的动机；也有学者将企业周期纳入研究，发现企业所处阶段不同，机构投资者会出现监督缺位的情况。例如，潘越等（2022）研究发现，对于风险资本这类机构投资者，若被投出现 IPO 暂停的情况，其对被投公司的监督治理会出现缺位现象。

无效监督治理假说的另一观点认为机构投资者与公司治理无关，机构持股比例的大小与企业盈余管理程度不存在相关关系。Keasey（1997）研究发现，由于公司治理的衡量维度较为多样，且不同机构投资者的投资行为存在差异，无法确定机构持股对公司治理是否存在影响。Thomas（2008）的研究发现，除部分能力较强或者资金颇为充裕的机构投资者外，绝大部分的机构投资者的投资能力或对被投公司的管理能力较弱，在公司治理方面无法起到监督作用。王雪荣和董威（2009）研究发现，我国机构投资者进行投资的目的主要为获取股票交易收益，因此基本没有参与公司治理，所以机构持股同公司治理之间基本不存在关联；唐松莲和袁春生（2010）的研究发现，如果机构投资者的持股比例相对较低无法获得话语权，或者虽然持股比例相对较高却仍然无法拥有话语权时，机构投资者非但无法形成有效监督或参与公司治理，还会出现为了获取更多利益，与被投公司进行谋合，造成被投公司业

绩出现下滑的假象。

2.4 文献述评

通过对国内外现有文献的梳理，本文主要针对以下部分进行了总结分析：（1）盈余管理的定义、动机及方式；（2）分析师行为与企业盈余管理的关系；（3）机构投资者与企业盈余管理的关系；（4）机构投资者的异质性对公司治理的影响。梳理发现，国内外学术界对以上领域的研究均有所涉猎，但对某些细分方向上的结论仍存在争论，对相关主体综合的研究仍有空缺。具体有：

对于（1），即有关盈余管理的定义、动机和方式方面。对于盈余管理的动机，学术界的研究颇为丰富，包括匹配盈利预测动机和薪酬契约动机等。但是由于盈余管理动机具有颇强的复杂性，企业的盈余管理行为在不同的时间上并不存在规律性，因此在对具体问题分析时，应考虑到不同经济事件间的差异性因素。在盈余管理的方式上，主要分为应计和真实两类，且两者之间存在着互补、替代和同向变动等关系。但是目前的大多数研究仅关注其中一种盈余管理方式。

对于（2），即在分析师行为与企业盈余管理的关系方面。学术界的主要观点分为两种，即压力和监督效应假说。压力效应假说认为，分析师对企业的乐观盈余预测，对企业来说是一种压力。当分析师对企业的盈余预测表现为具有乐观倾向时，假若公司的真实盈余并未达到预测，可能会引起市场的不满情绪导致公司的股价下跌，并且对企业管理层的利益产生影响。因此，为了防止这种情况的出现，企业管理层可能会选择盈余管理，以期迎合分析师的乐观预测。监督假说则认为，分析师对企业的盈余预测会对企业形成监督作用。一方面，投资者在进行投资决策时，会参考分析师的研究观点，无形中增加了企业的关注度。另一方面，当分析师对企业给出乐观预测时，亦会吸引媒体和同业等的关注，进一步扩大了企业的受关注程度。这种关注可以监督企业管理层的不合规行为，抑制其进行盈余操纵。由于两种效应的存在，分析师行为对企业盈余管理的整体影响并无法确定。

对于（3），即在机构投资者与企业盈余管理的关系方面。对于两者的关

系学术界并未形成统一观点，目前的主流观点分为两类，即有效和无效监督治理假说。有效监督治理假说认为，当机构投资者对企业进行投资的主要目的是期望获取长期投资收益时，具有参与企业治理的动机，进而表现出一定的监督治理作用，可以抑制企业的盈余管理行为。无效监督假说认为，若出现机构投资者的投资比例较小无法形成话语权，或者被投公司存在拥有绝对话语权的股东时，机构投资者可能无法对企业形成有效监督治理，从而无法抑制企业进行盈余管理行为。

对于（4），在机构投资者的异质性方面。众多学者的研究表明，机构投资者的异质性表现在方方面面，如投资行为、持股期限和投资方式等。不同的机构投资者对分析师的影响和对企业的治理作用，有着较大的差异。因此，在对机构投资者研究时，不可忽视其异质性问题。

综合上文对国内外文献的梳理，本文认为在以下方面仍有研究空间：

第一，学术界对分析师乐观倾向和企业盈余管理行为影响的研究结论并不统一，因此本文认为有必要进行进一步研究。

第二，关于机构投资者是否会对企业形成有效监督治理，学术界仍存在一定争论，本文认为该方面亦需要进一步探讨。

第三，目前学术界对分析师乐观倾向、机构投资者和盈余管理的研究都有所涉猎，但全面而综合地研究三者的却不多。且机构投资者具有明显的异质性，因此本文认为有必要对三者研究进行进一步补充。

第四，国内外学者对盈余管理进行研究时，大多数仅考虑应计盈余管理这一种方式，因此本文同时考虑了应计和真实这两种盈余管理方式，探究企业管理层盈余管理方式的选择。

3 理论基础与研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 信息不对称理论

完全信息假设认为，市场中从事经济活动的各类主体都对市场信息有着完全充分的了解。但随着经济学研究的不断深入，不断有学者对此提出质疑。一方面，市场中的各类主体拥有不同的信息获取能力，导致对相同的信息产生不同程度的解读和理解。另一方面，各类主体在获取信息时会受到不同因素的影响，例如时间、地点、方式或者其他社会因素，导致其获取的信息存在差异。因此，有学者提出信息不对称理论，较早可追溯到上个世纪 60 年代 H.A.Simon 对完全信息假设的质疑，他认为无论是主观维度还是客观维度，信息不对称的情况都是存在的，这种不对称会造成各类主体做出不同的决策，从而造成市场上的不同经济行为。

信息不对称现象通常分为两种，即逆向选择现象和道德风险现象。逆向选择表示存在信息优势的市场主体常常利用这种优势获取超额收益，而不具有信息优势的市场主体常处于相对被动的局面。这种现象往往发生在决策前，并未导致相关结果的发生，因此也被认为是一种事前的信息不对称现象；道德风险认为存在信息优势的市场主体常常利用这种优势做出自身效用最大化的决策，导致其他市场主体的利益出现受损。这种现象发生在决策后，即其他市场主体的利益已经出现实质性的受损，因此也被认为是一种事后的信息不对称现象。

在本文的研究中，信息不对称现象会出现在分析师、机构投资者、公司股东、公司管理层等多个主体。对于分析师，其会借助本身专业知识，通过对上市公司的各类信息进行分析研究，并将研究结果发布至各类投资者。分析师的行为一方面使得市场中的各类投资者获取信息的成本得以有效降低，另一方面亦可以助力投资者进行决策。因此分析师又常被认为是缓解市场信息不对称现象的重要途径之一。结合委托代理理论，对于公司股东和公司管理层，一般认为公司的所有权属于股东，管理权属于管理者，管理权和所有

权的分离会造成双方信息不对称的现象。对于机构投资者和个人投资者，一般认为个人投资者的投资决策主要由上市公司披露的财务报表或相关事项公告作为支撑，而机构投资者由于具有更为专业的知识及更多的信息获取渠道等原因，相较个人投资者在信息方面更具优势。

3.1.2 委托代理理论

委托代理理论距今已有 50 余年的历史，该理论的创始人为 Wilson (1969)、Spence 和 Zeckhauser (1977) 等。随着现在公司管理制度的创新与发展，实施职业经理人制度已成为公司提升经营管理能力的重要途径之一，在此背景下公司的所有权和经营权实现分离。公司股东（委托方）在这种分离的情况下，拥有对公司的所有权，但由于其存在不具备相关专业知识或时间精力颇为紧缺等原因，往往选择聘请职业经理人（代理方），并委托其对公司进行管理。但由于委托方和代理方分别代表不同的群体的利益，因此两者之间会出现利益分歧。一方面，由于公司股东的目的为追求自身利益最大化，希望职业经理人放弃自身利益而代表公司股东的利益。另一方面，职业经理人出于自身业绩压力及利益等原因，可能无法满足公司股东的要求。在这种情况下，若出现公司股东和职业经理人的矛盾，代理方或使委托方的利益受损，即出现了委托代理问题。

委托代理问题和信息不对称的问题的联系颇为紧密。委托方和代理方拥有的信息存在差异，因此两者之间常出现信息不对称的现象。具体可在两方面进行体现，一方面，在委托代理生效之前，代理方对自身拥有的禀赋较为清楚，但委托方却只能通过相关渠道进行尽调和了解。另一方面，在委托代理生效之后，由于公司由代理方进行管理，因此代理方掌握公司的实际运营情况，委托方主要通过代理方提供的信息进行了解。而代理方提供的相关信息或存在二次加工的情形，例如本文中所研究的盈余管理，即代理方可通过一定手段对盈余信息进行管理。

3.1.3 信号传递理论

上个世纪 70 年代，Spence (1973) 通过分析劳动市场上信息不对称的现

象并提出信息传递理论，即在求职者求职时会将个人的教育背景作为信号向雇主传递，以期取得与高学历背景匹配的高薪资待遇，在此现象中教育背景的功能便是信号传递。该理论表明信息优势方期望通过传递与决策相关的优势信号，使信息劣势方得以知晓，来避免出现逆向选择问题。Ross（1976）同样表示可以通过信号传递缓解信息不对称带来的问题。随着相关研究的不断深入，该理论研究逐渐拓展至公司治理领域，不断有学者发现企业为降低在市场交易时的不确定性，往往会主动向外传递企业内部信息。Elizabeth（2020）的研究也提到，他发现大量拥有优质投资机会的企业，为达成交易，会主动向外界披露自身优势信息，如股利情况、资本构成情况等。

在本文研究中，无论是分析师发布的研究报告，还是企业发布的财务报表等，均可视为其面向市场传递的信号。一方面，企业发布的财务报表中含有丰富的会计数据，Gunny（2010）的研究认为上市公司可通过在财报中披露达成盈余目标的信息，向各类市场主体市场传递公司利好信号，投资者和分析师都会根据此类信号进行决策分析。另一方面，分析师对企业的研究及预测亦为向投资者和企业传递的信号。对于投资者来说，可能因为分析师的乐观预测进行投资；对于企业来说，可能为迎合分析师的预测而采取盈余管理行为。

3.2 研究假设

3.2.1 分析师乐观倾向与盈余管理研究假设

在实际经济活动中，分析师同时扮演着信息的收集者和生产者两种角色。在扮演信息搜集者时，分析师凭借自身的专业知识，通过对上市公司的相关信息进行分析，如定期发布的对外公开的报告会向市场上的各类主体披露自身重大事项和报告期内的经营成果等，进而对上市公司的经营状况和投资价值进行深度分析和预测（李春涛，2014）。在扮演生产者角色时，分析师会将包含企业信息和盈余预测的报告公开发布，并且可能对信息的使用方产生影响（韩艳锦等，2021）。例如，分析师的关注和研究可以对企业形成监督作用，并且由于分析师会将研究的成果进行发布，因此这种监督间接中也改善了信息不对称的问题（朱琳，2021），增强企业的经营运行效率（Massa et

al., 2015)。此外, 分析师对企业盈余信息的预测常被投资者用于参考和作为投资决策的依据。一方面, 投资者可能因分析师对企业盈余信息的乐观预测而买入公司股票。另一方面, 投资者可能因分析师对企业盈余信息的悲观预测或者企业实际盈余不达预期等原因而抛售股票。因此, 分析师对企业的盈余预测还会导致企业发生盈余管理行为 (Clifton et al., 2014)。目前学术界对分析师对盈余管理的影响尚未由统一的定论, 并形成压力效应及监督效应两种观点。

压力效应认为 (Dhaliwal, 2005; 柳建华等, 2021), 分析师的乐观预测会对企业产生压力, 即分析师的乐观预测会抬高投资者对企业投资性价比的预期, 这时企业管理层会面对真实业绩不达预期而造成股价下跌风险的压力, 为了防止对个人业绩造成影响, 企业管理层会进行盈余管理来满足分析师的乐观预测。监督效应认为 (Martinez, 2011; 李春涛, 2014; 李春玲等, 2021), 分析师的预测不仅直接对企业形成监督, 还可以降低市场其他主体获取被投企业相关信息的成本, 因此也促进了其他主体对被投企业的关注, 间接加大了企业盈余管理的难度, 进而抑制了企业进行盈余管理。而在我国资本市场中, 分析师在扮演信息生产者角色时, 发布乐观报告具有一定的普遍性 (伊志宏等, 2018), 而这种乐观会对企业管理层造成压力 (Tami et al., 2016)。

综上所述, 由于存在压力和监督两种不同效应的影响, 分析师乐观倾向对企业盈余管理的整体影响并不明确。但是分析师乐观倾向的普遍性可能使得企业管理层以面对压力效应为主, 从而进行盈余管理。盈余管理又分为真实和应计两类, 通过应计盈余管理进行操纵时被分析师发现的风险较大, 而真实盈余管理的隐秘性相对较强, 分析师较难发现 (Healy, 1999; 刘建梅和程新生, 2020)。因此, 在对盈余管理进行研究时, 同时关注应计与真实两类盈余管理的情况更为合理。

综合以上分析, 本文提出以下假设:

假设 1: 企业管理层会通过应计盈余管理或真实盈余管理来迎合分析师乐观预测。

3.2.2 分析师乐观倾向与盈余管理：考虑机构投资者治理作用

学术界对机构投资者对公司治理的影响主要分为两种假说，一种为机构投资者会对企业产生有效监督治理，另一种认为这种监督治理是无效的。有效监督假说认为（李春涛，2014），相较于个人投资者，机构投资者的资金规模更为庞大、专业储备更加丰富，拥有更为深层次的信息优势，可利用其话语权通过直接或间接参与公司管理，从而对企业管理层实施有效的监督，抑制其盈余管理的行为。无效监督治理假说则认为（常巍，2002；薄仙慧和吴联生，2009），在我国的市场背景下，较多的上市公司存在着股权集中度较高的情况，即较多上市公司存在可以实施控制权的大股东。在这种情况下，若机构投资者的持股比例较小，即无法撼动大股东的话语权时，机构投资者与上市公司的控股股东相比在话语权方面并不存在优势，因此通过公司治理来实施监督较难，无法对企业的盈余管理出现有效抑制。Thomas（2008）的研究同样表明，当机构投资者的资金规模较小时，同样无法形成对企业管理层的有效监督治理。综上所述，由于存在有效监督治理和无效监督治理两种假说，机构投资者对分析师乐观倾向与企业盈余管理调节作用的方向并无法确定。

综合以上分析，进一步提出以下竞争性假设：

假设 2a：对于企业管理层通过盈余管理来迎合分析师乐观倾向的行为，机构投资者起不到治理作用。

假设 2b：对于企业管理层通过盈余管理来迎合分析师乐观倾向的行为，机构投资者可以起到治理作用。

3.2.3 分析师乐观倾向与盈余管理：基于机构投资者异质性

由于机构投资者存在异质性，不同的机构投资者的治理作用可能具有较大差异（牛建波，2011）。为了研究机构投资者异质性的影响，本文参考已有研究，基于投资行为角度，将机构投资者分为交易型和稳定型两类进行深入探讨。对于交易型机构投资者对公司治理行为的研究，学术界主要分为两类观点：第一，交易型机构投资者在对被投公司进行投资时，持股行为通常带有投机色彩，主要目的是通过股价的波动赚取差价来获取相应的收益，对

参与企业治理的积极性较弱，一般情况下会直接放弃对企业进行监督的权力，此时企业管理层有进行盈余管理的可能（李争光等，2016）。第二，交易型机构投资者的投机性决定其更倾向于通过频繁的交易刺激股价的拉升，这种对股票的频繁交易操作不仅会给市场带来不稳定因素，也会给企业管理层带来短期的业绩压力，导致企业管理层选择通过盈余管理进行缓解。同时，交易型机构投资者为了赚取更多收益，有联合企业管理层隐藏内幕信息的倾向，甚至引导、协助企业管理层实施盈余管理行为（杨棉之等，2020）。

基于此，本文提出以下假设：

假设 3：当企业的机构投资者表现为交易型时，企业管理层仍会通过应计盈余管理和真实盈余管理来迎合分析师的乐观倾向。

对于稳定型机构投资者，一般认为其更加崇尚价值投资，关注企业的持续发展，并主要通过对被投公司的长期持股，获得来自企业分红和业绩提升的收益。并且稳定型机构投资者对长期投资的关注决定了其有着更长的投资期限和更高的持股比例，在这种背景下稳定型机构投资者若积极发挥监督治理作用，不仅可以获取企业的信息，还可以改善公司治理环境，需要付出的监督成本远小于监督收益，对自身的长期投资产生正向反馈。因此对于稳定型机构投资者来说，往往有对企业进行监督治理的动机，较好的发挥了公司治理作用。（夏宁和杨硕，2018；杨棉之等，2020）。虽然较多学者研究认为稳定型机构投资者对企业具有监督治理作用，但是考虑到盈余管理具有两种方式，且两种方式的实现路径不同，对两类盈余管理的监督治理行为仍然需要进行讨论，进一步研究稳定型机构投资者是否可以抑制所有盈余管理行为。彭牧泽和靳庆鲁（2021）在研究中就曾提到，应计和真实盈余管理之间存在着替代关系。因此当企业管理层面对监督时而无法通过应计盈余管理迎合分析师的乐观倾向时，可能选择真实盈余管理这一更为隐蔽的方式进行替代。

基于以上分析，进一步提出以下假设：

假设 4：企业的机构投资者表现为稳定型时，企业管理层倾向通过更为隐蔽的真实盈余管理来迎合分析师的乐观倾向。

4 研究设计

4.1 数据来源及数据处理

本文样本选取于我国 A 股 2010-2020 年上市公司，并针对样本进行以下处理：（1）将 ST、*ST 的样本进行删除；（2）考虑到财报结构等因素，将来自金融行业的样本进行删除；（3）删除存在数据缺失的值；（4）为排除极端值的干扰，通过上下 1% 的 winsorize 双侧缩尾处理连续变量，筛选出有效观测值 16629 条。

本文使用的控制变量企业规模（*Size*）、分析师人数（*Analyst*）、账面市值比（*BM*）、成长能力（*Growth*）、杠杆水平（*Lev*）、股权集中度（*Top 1*）、产权性质（*Soe*）、盈利能力（*ROE*）、净资产收益率（*ROA*），以及计算被解释变量所需的经营性现金流（*CFO*）、营业收入（*REV*）等数据均来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库，首先采用 Excel 对原始数据进行初步处理，最后运用 SAS、Stata 等进行回归分析和进一步研究。

4.2 变量定义及度量方式

4.2.1 被解释变量

被解释变量为应计盈余管理（*DisAcc*），计算方法为修正的 Jones（Jones, 1991）模型，具体计算方式如下： $TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t}$

首先计算出公司的总应计项目（*TA*），总应计项目在会计处理中一般使用净利润（*NI*）减去经营性现金流（*CFO*）即 $TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t}$ 。

针对该指标的测算进一步有：

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 $Asset_{t-1}$ 表示公司在 t-1 年年末的总资产； $\Delta Rev_{i,t}$ 代表公司在 t 年度的营业收入变化情况，计算时使用 t 年度的营业收入增量（ $\Delta REV_{i,t}$ ）减去应

收账款的增量 ($\Delta Rec_{i,t}$), 即 $\Delta REV_{i,t} = \Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$ 。 $PPE_{i,t}$ 表示公司在 t 年年末的固定资产。

在对该模型进行计算时, 定义残差 ε_t 的估计值为企业 t 年度可以进行操纵的项目, 即应计盈余管理 ($DisAcc$)。当应计盈余管理为正时, 代表企业进行了正向的盈余管理, 即增加了盈余管理; 反之则代表企业进行了负向的盈余管理, 即减少了盈余管理。具体有:

$$DisAcc = \left| \frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \left[\hat{\alpha}_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \right] + \varepsilon_{i,t} \right| \quad (2)$$

对于被解释变量真实盈余管理 (Rem) 的计算, 本文参照 Roychowdhury (2006) 的研究。首先考虑年度、行业维度, 计算企业在同年度和同行业内的对销售、生产及费用三个维度的操纵。其中消费维度的操纵通过异常经营性现金流 ($RemCfo$) 量化, 生产维度的操纵通过异常生产成本 ($RemProd$) 量化, 费用维度的操纵通过异常酌量费用 ($RemDisexp$) 量化。之后将量化后的数据进行整合, 得到企业的真实盈余管理 (Rem)。具体有:

首先针对异常经营性现金流, 在会计处理中, Dechow (1998) 发现企业的经营性现金流同销售额之间存在着稳定关联。因此构建 (3) 式, i 企业在 t 时期的经营性现金流用 $CFO_{i,t}$ 表示, $t-1$ 期即上期期末的总资产用 $A_{i,t-1}$ 表示, 本期的销售收入为 $Sale_{i,t}$, 本期销售收入差额用 $\Delta Sale_{i,t}$ 表示, 计算出的残差 ε_1 即表示异常的经营性现金流 $RemCfo$ 。具体公式有:

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \partial_0 + \partial_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \partial_2 \frac{Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \partial_3 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_1 \quad (3)$$

针对异常生产成本, 在进行生产成本研究时一般将其拆分为不随着生产发生变化的固定成本和随着生产发生变化的可变成本, 并且一般认为产量越高则可变成本越高, 反之则越低。 i 企业在 t 时期的生产成本用 $PROD_{i,t}$ 表示, 计算出的残差 ε_2 即表示异常生产成本 $RemProd$ 。具体公式有:

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t}} = \partial_0 + \partial_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \partial_2 \frac{Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \partial_3 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \partial_4 \frac{\Delta Sale_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_2 \quad (4)$$

在研究时一般将销售及管理费用的和认为是当期的酌量费用, 因此构建企业 i 在 t 时期的酌量费用为 $DISEXP_{i,t}$, 根据公式 (5) 计算出的残差 ε_3 即表

示异常酌量费用 $RemDisexp$ ，具体公式有：

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \partial_0 + \partial_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \partial_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_3 \quad (5)$$

则企业真实盈余管理 (Rem) = 异常生产成本 ($RemProd$) - 异常酌量费用 ($RemDisexp$) - 异常经营性现金流 ($RemCfo$) 即：

$$Rem = RemProd - RemDisexp - RemCfo \quad (6)$$

4.2.2 解释变量

本文解释变量为分析师乐观倾向 ($FcstOpt$)。参考伊志宏 (2018) 的研究，将分析师乐观倾向定义为分析师对企业盈余的预测和企业真实盈余之间的偏差。将分析师 m 对公司 i 发布的 t 年每股盈余预测用 $FcstEps_{i,m,t}$ 表示，公司 i 当年实际的每股盈余用 $ActEps_{i,t}$ 表示，若分析师 m 在一年内对公司 i 发布了多份报告，只保留最后一份数据。单个分析师的乐观倾向计算方式如下：

$$FcstOpt_{i,m,t} = (FcstEps_{i,m,t} - ActEps_{i,t}) / Abs(ActEps_{i,t}) \quad (7)$$

此外，在 t 年内为得到整个公司层面的分析师乐观倾向，对公司 i 所有的 $FcstOpt_{i,m,t}$ 的值加总进行平均求值，生成的变量为解释变量分析师乐观倾向 $FcstOpt_{i,t}$ 。

4.2.3 调节变量

对于机构投资者对公司治理整体影响的测度，本文参考过往研究 (薄仙慧和吴联生, 2009)，用机构投资者持股比例 (Ins_Hold) 表示。具体测算时，由年末机构投资者持股数量除以年末企业的总股本数。

本文基于投资行为维度，将机构投资者分为交易型和稳定型两类。本文基于时间和行业两个维度，采用李争光等 (2015)、牛建波等 (2011) 的测算方法，引入机构投资者稳定性 ($Stable$) 这一虚拟变量进行测算。具体的公式如 (8)。

其中，企业 i 在 t 时期内机构投资者的持股比例用 $INVH_{i,t}$ 表示，企业 i 在 $t-1$ 、 $t-2$ 、 $t-3$ 时期内机构投资者的持股比例分别用 $INVH_{i,t-1}$ 、 $INVH_{i,t-2}$ 、 $INVH_{i,t-3}$ 表示，企业 i 的机构持股比例 t 时期与 $t-3$ 时期持股比例的标准差的比

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/45713511310006034>