

社保基金管理人行业共同持股与 上市公司财务报告质量*

• 余玉苗¹ 朱碧玉²

(1, 2 武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

【摘要】改善治理大环境,实现社保基金资产的安全增值一直是我国社会保障体系建设的核心。行业共同持股是社保基金作为特殊的机构投资者发挥对上市公司的治理作用的关键因素。本文选取 2008—2019 年中国 A 股上市公司为样本,研究发现,社保基金管理人行业共同持股能显著提升企业财务报告质量,发挥对上市公司的监督治理作用。在缓解了社保基金管理人行业共同持股与财务报告质量间关系的内生性问题后,结论依然成立。此外还发现,社保基金管理人行业共同持股的治理作用在非国有控股、内部治理较差、高管薪酬敏感性较高的企业中更为显著。机制检验表明,社保基金管理人行业共同持股作为市场的“风向标”,能通过吸引更多分析师关注,促进财务报告质量的提高。进一步研究发现,社保基金管理人行业共同持股具有协作效应和规模效应。考虑社保基金管理人其他投资策略的影响,发现社保基金管理人的投资规模和稳定性均与财务报告质量正相关。本文为社保基金管理人行业共同持股的监督治理效应提供了新的证据,也为监管部门实施更符合国情的措施以优化社保基金投资策略提供了参考。

【关键词】 社保基金管理人 行业共同持股 财务报告质量 盈余管理 公司治理

中图分类号: F275

文献标识码: A

1. 引言

全国社会保障基金(简称社保基金,下同)是中央政府通过财政拨款等方式集中的全国社会保障战略储备金,专门用于补充和调剂人口老龄化高峰期的社会保障支出(王尔乘,2019)。社保基金

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“审计委员会召集人的治理效应及其作用机制研究”(项目批准号:72072133)。

通讯作者:余玉苗, E-mail: yymiao2006@163.com。

作为社会保障的最后一道防线、老百姓的“养命钱”，如何在确保基金安全的基础上稳健审慎地开展投资运营、实现资产的保值增值，一直是政府和社会关注的焦点。为应对人口老龄化加速，促进社会保障制度的可持续发展，2022 年 4 月，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，标志着我国养老保险体系正式完成了第三支柱的建设，社会保障体系的发展进入新阶段。个人养老金制度的出台，对社保基金的监督管理、风险防范、有序发展提出了更高的要求。然而，社会保障体系的可持续发展不能仅仅依靠个人养老金的“开源”，更需要基金运营的“稳流”，使社保基金当好社会保障的应急“蓄水池”。

随着社保基金市场化、专业化的程度越来越高，其投资与交易行为也在资本市场上发挥着日益重要的作用。要实现社保基金资产的安全增值，不能仅仅依靠规章制度，还需要社保基金作为政府导向性的机构投资者，积极主动地发挥监督作用，改善治理环境（张蕴萍等，2019），从根本上实现基金资产的可持续安全增值。社保基金作为独立的机构投资者能够发挥对上市公司的监督治理作用。已有研究表明，社保基金作为长期独立的机构投资者，可以提升公司治理水平，降低财务重述的可能性，遏制企业财务欺诈等不当行为（Harford et al.，2018；李春涛等，2018），在公司中扮演着“监督者”的角色。然而这些文献普遍将社保基金持股作为一个整体，并未考虑社保基金管理人内部投资策略之间的差异。

社保基金在二级市场上采用的是委托投资的管理模式，由社保基金会作为委托人将社保基金的投资管理权委托给外部机构，这些受托的基金管理公司即社保基金管理人。社保基金聘请外部管理人来管理基金运营，形成了委托代理关系。为了加强对基金安全的保护，社保基金管理人的投资管理能力和规范化运作水平受到严格的监控。社保基金管理人在社保基金会的监督下进行投资，承担着社保基金保值增值的公共受托责任，同时需要定期报送报表，肩负着业绩评价考核的压力（王尔乘，2019）。因此，社保基金管理人有力去监督公司，参与并改善公司治理，这些管理人是社保基金作为机构投资者发挥监督治理作用的关键一环。

行业共同持股（Common Ownership）是指一家机构投资者同时持有同一行业内多家公司的股份，是资本市场上的普遍现象。Park 等（2019）指出，行业共同持股为了实现投资组合收益最大化，可以降低组合中同行公司之间的恶性竞争，激励公司主动披露从而提高信息披露质量。同时作为行业枢纽，行业共同持股对公司有治理作用（Kang et al.，2018）。He 等（2019）从投票反对高管提案的角度，验证了行业共同持股具有积极参与监督治理的动机和能力。行业共同持股还能通过同时获取多家同行公司的内部信息提高监督效率，将公司盈余管理对同行公司的负外部性内部化，改善公司盈余质量（杜勇等，2021）。

社保基金管理人作为机构投资者同样存在着行业共同持股现象。那么社保基金管理人行业共同持股对公司是否具有治理效应？本文选取 2008—2019 年中国 A 股上市公司为研究样本，使用应计盈余管理程度度量财务报告质量，从行业共同持股角度，实证检验了社保基金管理人持股与财务报告质量之间的关系。研究发现，社保基金管理人行业共同持股能显著降低企业盈余管理程度，提升财务报告质量，对上市公司具有治理效应。在使用一系列方式缓解社保基金管理人行业共同持股与财务报告质量间关系的内生性问题后，结论依然成立。此外，社保基金管理人行业共同持股的监督治理作用在非国有控股、内部治理较差、高管薪酬敏感性较高的企业中更为显著。机制检验表明，社

保基金管理人行业共同持股作为“风向标”，可以通过吸引更多分析师关注，促进财务报告质量的提高。进一步研究发现，社保基金管理人行业共同持股具有协作效应和规模效应。社保基金管理人投资策略的其他差异，如投资规模越大、稳定性越高，其监督治理作用也会越强。

本文从社保基金的角度切入，探讨其作为一个独特的机构投资者，能否通过行业共同持股发挥对公司的治理作用。研究社保基金管理人的行业共同持股对财务报告质量的影响，有助于社保基金管理人优化投资策略，同时也有利于社保基金会选聘勤勉尽责的高质量管理人团队，对上市公司治理产生正向的引导作用。

本文的边际贡献如下：

其一，本文考察了社保基金行业共同持股对财务报告质量的影响，拓展了社保基金领域的研究。现有文献大多将社保基金持股视为同质，较少分析社保基金持股结构的差异，本文以社保基金管理人行业共同持股为新的切入点，探索社保基金持股内部结构的异质性，实证检验了社保基金具体通过管理人的行业共同持股发挥监督治理作用，提升财务报告质量。

其二，本文进一步检验了社保基金管理人行业共同持股可以通过推动分析师关注发挥监督的积极作用，探明其发挥作用的渠道，有助于更准确地识别社保基金管理人行业共同持股在我国发挥作用的机制。

其三，本文还考察了社保基金投资规模、稳定性等其他投资策略对公司治理的不同影响，为监管部门针对具体情况，实施更符合国情的措施以优化社保基金投资提供了参考。

2. 文献综述与假设提出

2.1 社保基金行业共同持股与财务报告质量

关于机构投资者的研究由来已久，机构投资者与财务报告质量也一直是公司治理研究的重要问题。不同的机构投资者对上市公司财务报告质量发挥着不同的作用。学者们普遍认为，只有特定的机构投资者存在对公司的治理效应。当机构投资者持股比例较高时，管理层不会对会计盈余进行操控，企业财务报告质量也较高（Bushee, 1998；程书强，2006）。长期独立的机构投资者不会频繁交易，可以抑制盈余管理，而短期机构投资者则不具备这一监督治理效应（Koh, 2007）。机构投资者中的监督型基金与上市公司盈余质量正相关，监督型基金相对于传统型基金，更有能力和意愿对公司进行监督，从而提高企业财务报告质量（Fich et al. , 2015；李青原等，2018）。社保基金作为独特的机构投资者，与公司没有除投资关系外的其他关联关系，具有自己的投资理念，着眼于长期的投资回报，被普遍认为是具有监督作用的机构投资者。

具体而言，社保基金具有以下特性：

（1）独立性，社保基金由政府领导，社保基金管理人作为独立第三方，持有上市公司的股份，对企业长周期的情况较为了解，具有发挥监督作用的动机和能力（杨海燕等，2012；Boone et al. , 2015）。

(2) 专业性, 社保基金管理人为基金管理公司的专业团队, 其专业性可以降低其与企业之间的信息不对称, 在有效监督管理层方面具有比较优势 (Xia et al. , 2007)。

(3) 外部性, 社保基金不同于一般机构投资者, 其具有鲜明的调控属性 (王尔乘, 2019), 市场对社保基金持股的社会导向和高回报的认可会溢出到其所投资的公司上。这种正向的外在声誉促使公司提升自身治理状况, 来应对“退出威胁” (Edmans, 2009; Dou et al. , 2018)。同时, 社保基金管理人肩负公共受托责任, 为了维护自身声誉也会积极监督公司。

由于社保基金具有这些特性, 社保基金持股有能力和意愿发挥对公司的监督治理作用, 提升企业财务报告质量。已有研究发现, 社保基金持股有助于提高信息披露透明度 (杨海燕等, 2012), 增加自愿性信息披露 (牛建波等, 2013), 降低财务重述的可能性 (李春涛等, 2018), 社保基金持股在上市公司中扮演治理角色, 可以提升企业财务报告质量。社保基金持股进一步还可以影响企业的股利政策 (靳庆鲁等, 2016), 促进企业科技创新 (王凌等, 2021) 等, 带来监督治理的溢出效果。然而, 这些文献普遍将社保基金持股作为一个整体, 并未考虑社保基金管理人投资策略之间的差异。

社保基金管理人投资策略的差异会影响社保基金持股发挥监督治理作用。常见的投资策略, 如投资规模 (王立民等, 2012)、稳定性 (Hartzell et al. , 2003) 等, 都会影响社保基金监督作用的发挥。在投资规模方面, 投资规模更大的社保基金管理人实力雄厚, 专业能力更强, 对公司的退出威胁更大, 同时是社保基金会关注的重点 (王尔乘, 2019)。投资规模较大的社保基金管理人会更加注重维护自身的声誉, 积极监督公司, 提升企业财务报告质量。在投资稳定性方面, 较为稳定的机构投资者有更好的治理作用, 而以交易为目的的机构投资者往往倾向于和管理层合谋 (牛建波等, 2013)。投资稳定性较高的社保基金管理人, 会更注重公司的成长性和长期发展, 积极地对公司进行监督, 改善公司治理, 提升财务报告质量。

本文的研究主要关注, 在社保基金中行业共同持股这一独特的投资策略对上市公司财务报告质量的影响。行业共同持股即指一家机构投资者同时持有同一行业内多家公司的股份, 是学术界的新兴焦点问题。行业共同持股可以从多方面影响社保基金管理人发挥监督治理作用。

(1) 协作效应, 共同机构投资者为了实现投资组合价值最大化, 能促进产品市场的协作, 减少同行企业间因为竞争而互相施加的负外部性 (Azar et al. , 2018), 例如促进行业内企业之间合资、战略联盟以及收购的达成 (He et al. , 2017), 提高公司的专利数 (Gao et al. , 2019), 提升企业社会责任 (Dai et al. , 2021) 等。社保基金管理人行业共同持股可以缓解行业内的激烈竞争, 降低同行企业相互施加盈余管理这种负外部性的可能, 进而提高企业财务报告质量。

(2) 规模效应, 同行企业的共通之处降低了搜集理解信息的成本, 行业共同持股可以获得更多行业层面的信息 (He et al. , 2017)。被行业共同持股的公司也不再担心所披露信息被竞争对手利用, 或被信息使用者错误解读, 会主动提高信息披露水平 (Park et al. , 2019)。社保基金管理人的专业性加上行业共同持股获取信息的规模优势, 降低了投资者与企业之间的信息不对称, 进一步提高了社保基金管理人行业共同持股对公司的监督能力, 从而提升企业财务报告质量。

(3) 治理效应, 行业共同持股持有多家同行企业股份, 参与公司治理的动机和能力更强。行业共同持股可以通过利用自身话语权和退出威胁加强对公司的治理作用 (Edmans et al. , 2019), 提高公司信息披露质量 (Brooks et al. , 2018), 降低企业盈余管理程度 (Ramalingegowda et al. , 2021;

杜勇等，2021)。行业共同持股的协作效应和规模效应也进一步强化了其治理效应。社保基金不同于一般机构投资者，其具有鲜明的调控属性，也受到更多的公众关注。社保基金管理人通过行业共同持股提升了话语权和對企业的退出威胁，加强对公司的治理作用，从而提高上市公司财务报告质量。

综上所述，社保基金管理人行业共同持股发挥监督治理作用的逻辑如图 1 所示。社保基金管理人行业共同持股可以提升企业财务报告质量。故提出假设 H1：

H1：社保基金管理人行业共同持股能提高上市公司的财务报告质量。

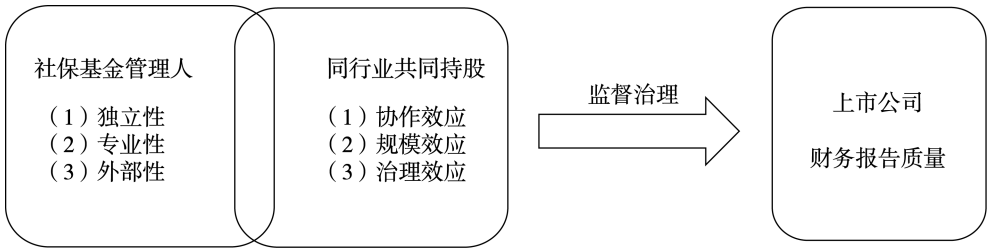


图 1 社保基金管理人行业共同持股发挥作用的逻辑

2.2 分析师关注的机制作用

在信息不对称的环境下，其他中小投资者会密切关注机构投资者进入和退出公司的消息，并试图追随机机构投资者的投资行为（许年行等，2013）。社保基金由政府领导，不同于一般机构投资者，其鲜明的调控属性带来了外部性，市场会对社保基金持股的公司有更高的认可度（刘永泽等，2011）。同时，行业共同持股具有行业枢纽特质，在同行业中有更多信息传递的渠道（Ramalingegowda et al.，2021）。在被认为更了解行业信息的情况下，行业共同持股会吸引包括分析师在内的其他投资者对上市公司进行广泛关注与监督。因此，存在社保基金管理人行业共同持股的公司会受到更多关注。更高的关注度提升了社保基金管理人行业共同持股在上市公司中的话语权和退出威胁，促使企业提升自身治理状况，从而最终提高上市公司财务报告质量。

分析师作为专业人员存在“光环效应”，市场普遍认为分析师的关注能够挖掘更多有价值的信息，降低企业和外部投资者之间的信息不对称程度（Frankel et al.，2004；胡金焱等，2022），起到对上市公司的监管作用（王砾等，2017）。而除分析师以外的投资者获取信息渠道有限，往往会追随分析师的判断，因此外部投资者中主要是分析师关注发挥引导作用。具体而言，社保基金管理人行业共同持股作为市场的“风向标”，可以通过吸引更多的分析师关注公司，促使公司自觉约束行为，提升财务报告质量。据此，本文提出假设 H2：

H2：社保基金管理人行业共同持股可以通过吸引更多的分析师关注，提升上市公司财务报告质量。

3. 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

文中选取 2008—2019 年 A 股上市公司为研究样本，并按照惯例对原始数据做如下具体处理：（1）排除金融保险类、ST 和 *ST 公司样本；（2）排除主要解释变量缺失的公司样本；（3）对全部连续变量进行 1% 和 99% 水平上的缩尾处理。社保基金持股和社保基金管理人相关数据来源于 Wind 数据库，其中不包含社保基金会直接持有的国有股份划转的部分，国有资本划转与本文研究的公共受托责任有着本质区别。其他财务数据均来自 CSMAR 数据库，行业分类参照证监会 2012 版行业分类标准。

3.2 变量定义

3.2.1 被解释变量

本文使用应计盈余管理程度来度量财务报告质量（FRQ）。具体而言，使用 Jones（1991）提出的基本 Jones 模型（DACC）和 Dechow 等（1995）在基本 Jones 模型的基础上加入了应收账款变动的修正 Jones 模型（DACC_mod），测算公司的盈余管理程度。参照已有文献，对应计盈余管理指标取绝对值来衡量财务报告质量。为了方便列报与理解，文中应计盈余管理指标均乘以 100。

3.2.2 解释变量

参照已有文献（Ramalingegowda et al. , 2021），设置虚拟变量社保基金管理人行业共同持股（CO），如果当年有社保基金共同机构投资者持股该上市公司，则 CO 为 1，否则为 0。其中，社保基金共同机构投资者是指当年在同行业两家及两家以上公司中持股的社保基金管理人。

3.2.3 控制变量

参照已有文献，本文选取以下控制变量：社保基金持股比例（SSF）；除社保基金以外的其他机构投资者持股比例（Institution）；资产负债率（Lev）；总资产收益率（ROA）；公司规模（Size），即年末总资产的自然对数；成长性（Growth），即公司总资产增长率；账面市值比（BMV），即股东权益与公司市值之比；股权集中度（Top1），即年末第一大股东持股比例；审计质量（Big4），若聘请国际四大会计师事务所为其年报审计则取 1，否则为 0；上市年限（Lnage），当年年份减去公司上市年份，加 1 取对数；国有企业（SOE），国企取 1，非国企取 0。另外添加治理层面的控制变量：两职合一（Dual），若公司 CEO 和总经理为同一人则取值为 1，否则取 0；董事会规模（BD_Size），公司董事会人数的自然对数；董事会独立性（BD_ind），即独立董事比例。

3.3 模型设定

为了实证检验社保基金管理人行业共同持股（CO）与上市公司财务报告质量（FRQ）之间的关系，首先构造以下 OLS 回归模型（1）：

$$FRQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times CO_{i,t} + Controls_{i,t} + Industry\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 FRQ 为财务报告质量，用 DACC 和 DACC_mod 来度量，该值越大，代表公司盈余管理程度越严重，财务报告质量越差。CO 为是否存在社保基金管理人行业共同持股，Controls 为控制变量， ε 为残差。模型还控制了行业和年度固定效应，并在公司层面对标准误聚类（Cluster）。

4. 实证结果与分析

4.1 描述性统计

由于部分变量缺失，最终得到来自 3466 家公司的 26478 个公司—年度样本进行回归。变量的描述性统计详见表 1。在样本期内，DACC 与 DACC_mod 的均值（经过乘以 100 的处理）分别为 5.815 和 5.935；CO 的均值为 0.196，表明样本中有 19.6% 的公司存在社保基金管理人行业共同持股。在样本期内，有 18 家社保基金管理人在二级市场进行股权投资，社保基金持股的公司—年度样本共有 5818 个，由于篇幅原因未作详细展示。

表 1 变量的描述性统计

变量类别	变量名	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
被解释变量 (FRQ)	DACC	26478	5.815	5.696	9.420e-05	4.044	27.077
	DACC_mod	26478	5.935	5.831	6.670e-05	4.124	28.057
解释变量	CO	26478	0.196	0.397	0	0	1
控制变量	SSF	26478	0.382	0.953	0	0	12.316
	Institution	26478	6.345	7.474	0	3.826	75.052
	Lev	26478	0.440	0.207	0.055	0.437	0.905
	ROA	26478	0.038	0.059	-0.261	0.036	0.193
	Size	26478	9.885	0.491	8.978	9.825	11.358
	Growth	26478	0.428	1.245	-0.748	0.132	9.235
	BMV	26478	0.615	0.245	0.119	0.615	1.138
	Top1	26478	35.166	15.016	8.770	33.290	74.890
	Big4	26478	0.061	0.240	0	0	1

续表							
变量类别	变量名	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
控制变量	Lnage	26478	2. 178	0. 742	0. 693	2. 303	3. 401
	SOE	26478	0. 419	0. 493	0	0	1
	Dual	26478	0. 248	0. 432	0	0	1
	BD_Size	26478	2. 258	0. 180	1. 386	2. 303	3. 045
	BD_ind	26478	0. 373	0. 055	0. 091	0. 333	0. 800

4.2 基本回归结果

表 2 汇报了社保基金管理人行业共同持股对财务报告质量影响的基本回归结果。加入控制变量后，财务报告质量（FRQ）与社保基金管理人行业共同持股（CO）在 5% 的显著性水平上负相关，表明社保基金管理人行业共同持股能提升上市公司财务报告质量。在表 2 第（1）、（3）列中社保基金持股比例（SSF）的系数为正，达到了 10% 的显著性水平，印证了仅有社保基金持股对公司的治理效应是有限的（杨海燕等，2012）。本文选取存在社保基金持股（SSF>0）的子样本进行研究，进一步考察在社保基金中行业共同持股起到的独特作用。表 2 列（5）与列（6）CO 的系数为负，且达到了 5% 的显著性水平，说明社保基金具体通过行业共同持股发挥了监督治理效应，提升了财务报告质量。基本回归结果验证了假设 H1，社保基金管理人行业共同持股提升了上市公司的财务报告质量。

表 2 基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DACC	DACC	DACC_mod	DACC_mod	DACC	DACC_mod
	全样本	全样本	全样本	全样本	SSF>0	SSF>0
CO		-0. 3303 ** (-2. 35)		-0. 3628 ** (-2. 48)	-0. 5919 ** (-2. 06)	-0. 6055 ** (-2. 03)
SSF	0. 0812 * (1. 71)	0. 1749 *** (2. 81)	0. 0950 * (1. 91)	0. 1978 *** (3. 01)	0. 1825 *** (2. 69)	0. 1860 *** (2. 61)
Institution	0. 0029 (0. 38)	0. 0032 (0. 42)	0. 0045 (0. 59)	0. 0048 (0. 63)	-0. 0460 *** (-3. 24)	-0. 0438 *** (-2. 98)
Lev	2. 7196 *** (8. 55)	2. 7100 *** (8. 51)	2. 8909 *** (8. 86)	2. 8803 *** (8. 82)	5. 0060 *** (6. 84)	5. 3700 *** (7. 13)
ROA	-10. 7641 *** (-8. 54)	-10. 6716 *** (-8. 44)	-11. 2238 *** (-8. 76)	-11. 1222 *** (-8. 66)	8. 4688 *** (2. 80)	9. 1180 *** (2. 89)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DACC	DACC	DACC_mod	DACC_mod	DACC	DACC_mod
	全样本	全样本	全样本	全样本	SSF>0	SSF>0
Size	0.1039 (0.68)	0.1485 (0.96)	0.0727 (0.46)	0.1217 (0.76)	-0.4826 (-1.50)	-0.5681* (-1.71)
Growth	0.4578*** (8.92)	0.4568*** (8.91)	0.4686*** (8.88)	0.4675*** (8.88)	0.3630*** (2.83)	0.3805*** (2.90)
BMV	-2.9100*** (-12.17)	-2.9249*** (-12.24)	-3.1809*** (-12.95)	-3.1973*** (-13.02)	-1.4567** (-2.55)	-1.7577*** (-2.97)
Top1	0.0073** (2.04)	0.0075** (2.10)	0.0067* (1.82)	0.0069* (1.88)	-0.0137* (-1.74)	-0.0158* (-1.95)
Big4	-0.5825*** (-2.67)	-0.5891*** (-2.69)	-0.6345*** (-2.88)	-0.6417*** (-2.90)	-0.3720 (-1.14)	-0.3600 (-1.07)
Lnage	0.0935 (1.14)	0.0996 (1.21)	0.0140 (0.17)	0.0208 (0.25)	0.2024 (1.10)	0.0755 (0.39)
SOE	-0.9144*** (-7.25)	-0.9112*** (-7.23)	-0.9468*** (-7.34)	-0.9433*** (-7.31)	-0.7023*** (-2.74)	-0.7736*** (-2.92)
Dual	0.0162 (0.15)	0.0185 (0.17)	0.0160 (0.15)	0.0185 (0.17)	-0.0257 (-0.11)	-0.0197 (-0.08)
BD_Size	-1.2029*** (-3.70)	-1.2063*** (-3.72)	-1.2180*** (-3.68)	-1.2218*** (-3.70)	-1.0032 (-1.40)	-0.8594 (-1.19)
BD_ind	-0.8404 (-0.87)	-0.8708 (-0.90)	-0.4158 (-0.42)	-0.4492 (-0.46)	1.2774 (0.59)	1.5056 (0.69)
Constant	9.9085*** (6.29)	9.4882*** (5.99)	10.3762*** (6.46)	9.9145*** (6.13)	12.8605*** (3.82)	13.5144*** (3.94)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	26478	26478	26478	26478	5818	5818
R-squared	0.089	0.089	0.090	0.090	0.079	0.083

注：在公司层面进行了聚类，括号内为 t 值。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平，下同。

4.3 稳健性检验

4.3.1 倾向得分匹配 (PSM)

本文将存在 CO 的公司设置为实验组，用全部控制变量作为匹配变量，在没有社保基金管理人行

业共同持股的公司中为其寻找对照组。如表 3 所示，匹配后大部分控制变量之间的均值差都不显著，且偏差率均已降低到低水平。本文选取 PSM 之后得到的实验组和对照组样本重新进行回归，回归结果见表 4 列（1），CO 的系数在 1% 的水平上显著为负，验证了本文结论的稳健性。

表 3 实验组与对照组分组 *t* 检验与偏差率

变量	对照组	均值	实验组	均值	均值差	偏差率（%）
Institution	3240	8.994	4297	9.570	-0.576***	2.9
Lev	3240	0.441	4297	0.441	-0.001	-1.9
ROA	3240	0.053	4297	0.056	-0.003**	2.7
Size	3240	10.10	4297	10.10	-0.001	-7.1
Growth	3240	0.420	4297	0.401	0.018	-2.9
BMV	3240	0.600	4297	0.590	0.010*	-5.8
Top1	3240	36.47	4297	36.35	0.124	-0.9
Big4	3240	0.088	4297	0.087	0.002	-4.6
Lnage	3240	2.208	4297	2.223	-0.015	-0.2
SOE	3240	0.441	4297	0.435	0.006	-1.7
Dual	3240	0.240	4297	0.251	-0.011	3.6
BD_Size	3240	2.268	4297	2.267	0.002	-0.7
BD_ind	3240	0.373	4297	0.373	0.000	-1.4

4.3.2 双重差分（PSM-DID）

本文参考李春涛等（2018）、杜勇等（2021）的做法，缓解 CO 与 FRQ 之间可能存在的内生性问题。使用 PSM 后 CO 进入前一年和进入后一年的公司一年度样本，采用双重差分（DID）的方法，估计 CO 变化前后上市公司财务报告质量的差异，以此识别因果关系。本文建立的双重差分模型如模型（2）所示：

$$FRQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Treat + \beta_2 \times After + \beta_3 \times Treat \times After + Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

在模型（2）中，Treat 实验组中取 1，对照组中取 0。After 为进入时点，社保基金行业共同持股（CO）进入前一年（*t*-1）取 0，进入后一年（*t*+1）取 1。双重差分估计量 Treat×After 的系数 β₃ 表示社保基金管理人行业共同持股对财务报告质量的处理效应。

检验结果如表 4 列（2）所示，Treat×After 的系数为负且在 10%的水平上显著，表明 CO 进入后，相对于无 CO 的公司，公司财务报告质量显著提升。表 4 第（3）列保留了进入当年的公司一年度样本进行稳健性检验，令进入当年和进入后一年 After 取 1，Treat×After 的系数为负且在 5%的水平上显著。PSM 后的实验组和对照组缓解了样本的选择性偏差，DID 可以有效地缓解 CO 与财务报告质量间关系的内生性，为本文结论的稳健性提供了证据。

4.3.3 安慰剂检验 (placebo test)

本文还通过调整 CO 进入时点设计了一组安慰剂检验，选取 PSM 后得到的对照组与实验组，保留 CO 进入前一年、进入当年与进入后一年的公司一年度样本。除了以社保基金管理人行业共同持股进入当年的实际数据按照模型 (1) 进行回归，本文人为地推迟和提前 CO 进入的时点进行安慰剂检验。

安慰剂检验结果如表 4 第 (4) 至 (6) 列所示，CO 为社保基金管理人行业共同持股实际进入的当年，After 是将进入时点人为推迟一年，Before 是将进入时点人为提前一年。进入当年与推迟一年的系数在 10% 的水平上显著为负，提前一年的系数不显著，验证了本文结果的稳健性，且 CO 具有长期的治理作用。

表 4 PSM 后的稳健性检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	PSM	PSM-DID	PSM-DID	当年	推迟一年	提前一年
CO	-0.4971 *** (-2.79)			-0.1998 * (-1.89)		
Treat		0.0471 (0.35)	-0.0776 (-0.57)			
After		1.1247 (1.55)	1.2879 * (1.81)		-0.2002 * (-1.86)	
Treat×After		-1.3995 * (-1.91)	-1.4411 ** (-1.99)			
Before						-0.0468 (-0.46)
Constant	14.9070 *** (5.31)	10.7202 *** (4.48)	12.4225 *** (5.49)	12.4893 *** (5.52)	12.3821 *** (5.46)	12.4756 *** (5.51)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	7537	12218	17304	17304	17304	17304
R-squared	0.084	0.069	0.069	0.069	0.069	0.069

注：被解释变量为 DACC 的回归结果由于篇幅原因省略，结果稳健，下同。

4.3.4 工具变量法 (IV)

借鉴 Gao 等 (2019) 和 Fich 等 (2015) 的方法，选取是否属于中证 100 成分股 (CSI100) 作

为工具变量。属于中证 100 成分股取 1，否则取 0。上市公司是否属于中证 100 成分股会影响社保基金管理人是否持股，但中证 100 成分股的选择并不依据公司的财务报告质量，而是根据上市公司的规模选取市值最大的 100 只股票，是否选入也不会对上市公司财务报告质量产生直接影响。同时，借鉴王凌等（2021）的研究，2016 年 3 月，《全国社会保障基金条例》修订版（以下简称《条例》）颁布实施，规范了社保基金的管理运营、监督等重要内容，对社保基金管理人的投资策略产生直接影响，但并不会直接影响上市公司的财务报告质量。因此，本文同时以《条例》是否执行（Law）作为工具变量。《条例》执行后取 1，执行前取 0。Heckman 二阶段回归结果如表 5 所示。

表 5 工具变量回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	全样本	SSF>0	SSF>0
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
CSI100	-0.0944 *** (-8.67)		-0.0520 *** (-2.60)	
Law	-0.0128 *** (-3.58)		-0.0053 (-0.67)	
CO		-6.0725 ** (-2.51)		-17.7944 * (-1.79)
Constant	-1.5370 *** (-29.14)	5.7310 (1.63)	0.1197 (0.94)	19.7774 *** (5.11)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	26478	26478	5818	5818
Hausman test	5.77 **		5.12 **	
Wald F statistic	40.75 ***		3.42 **	

在第一阶段回归中，CSI100 的系数显著为负，社保基金管理人作为机构投资者为了实现资产保值增值，倾向于选择投资成长性更高的公司（Fich et al.，2015）；Law 的系数为负，这是由于《条例》中社保基金理事会强调要采取分散化投资以降低风险（王尔乘，2019），社保基金管理人改变了投资策略，减少同一行业的共同持股投资。在第二阶段回归中，全样本 CO 系数在 5%的水平上显著为负，有社保基金持股的子样本 CO 系数在 10%水平上显著为负，为本文结论的稳健性提供了证据。

4.3.5 更换解释变量度量方式（CO_num）

将虚拟变量 CO 替换为本年度该公司行业共同社保基金管理人数量，加 1 取自然对数（CO_

num)，按照模型（1）进行回归。回归结果由于篇幅原因未作展示，CO_num 系数为负且在 5% 水平上显著。社保基金管理人数量越多，管理层会受到越多社保基金管理人的监管，操纵财务报告的成本越大，从而抑制盈余管理，提升财务报告质量。

4.4 异质性分析

4.4.1 产权性质

国有企业与民营企业通常被认为存在较大差异，社保基金管理人行业共同持股起到的监督治理效应也有所不同。国有产权的隐性担保作用，降低了国有企业通过盈余管理粉饰报表的动机，社保基金管理人行业共同持股对国有企业的作用有限；而民营企业的财务报告质量相比国有企业更差，社保基金管理人行业共同持股会有更明显的边际治理效应。表 6 第（1）、（2）列根据产权性质（SOE），将样本分为国有企业组和民营企业组，在民营企业组中，社保基金管理人行业共同持股的系数在 5% 的水平上显著为负；而在国有企业组中，CO 的系数为负但不显著。表明在民营企业中，社保基金管理人行业共同持股更能发挥监督作用，提升财务报告质量。

4.4.2 内部治理

企业产权性质并不能全面反映公司的治理情况，企业的内部治理环境也会对财务报告质量产生影响。在内部治理环境较差的情况下，管理层有更多的机会和动机去操纵财务报告。而较好的内部治理环境能够对管理层的行为进行有效约束，由 CO 带来的监督治理效应可能会被削弱。借鉴已有文献，表 6 第（3）、（4）列根据公司董事会中独立董事比例（BD_ind）的中位数，将样本分为内部治理好、差两组，进行分组回归。在治理环境较差组中，CO 的系数在 1% 的水平上显著为负；而在治理环境较好组中，CO 的系数为负但不显著。说明在内部治理环境较差的公司中，社保基金管理人行业共同持股有着更为显著的监督治理作用。社保基金管理人行业共同持股的监督治理效应与公司内部治理之间有着替代关系。

4.4.3 高管激励

社保基金共同机构投资者可以通过自身话语权和“退出威胁”加强对公司的治理作用，原因在于机构投资者的进入与退出会造成股市波动，传递出的消息也会带来“羊群效应”。退出会导致更多的散户和其他机构投资者“用脚投票”相继抛售股票，严重时甚至造成股价崩盘（许行年等，2013）。当高管持有企业股票，或者高管的薪酬和股票价格挂钩时，社保基金退出带来的负面效应便会传导到管理层身上。管理层受这种“退出威胁”的影响，为了保护自身的利益不受损害，会自觉约束行为，提升财务报告质量。

借鉴 Edmans 等（2008）提出的薪酬市值敏感性（pay-performance sensitivity, P_P），用 CEO 的年薪酬除以公司价值来度量公司对高管的激励。表 6 第（5）、（6）列根据 P_P 的中位数，把样本分为高、低激励两组，进行分组回归。在高激励组中，CO 的系数在 5% 的水平上显著为负；而在低激励

组中，CO 系数为负但不显著。结果表明当 CEO 的薪酬和市值关联度更高时，社保基金管理人行业共同持股能更好地发挥治理作用，提升财务报告质量。

表 6 分组回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	民营企业	国有企业	治理差	治理好	低激励	高激励
CO	-1.0121 ** (-2.55)	-0.1885 (-0.55)	-0.9573 *** (-2.64)	-0.2915 (-0.77)	-0.3624 (-0.88)	-0.9363 ** (-2.17)
Constant	9.1287 ** (2.29)	14.4532 *** (4.38)	19.3515 *** (3.31)	9.7413 *** (2.82)	20.3075 *** (4.99)	14.0886 *** (3.10)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	3220	2598	2971	2847	2344	2345
R-squared	0.103	0.080	0.098	0.093	0.125	0.126
Chow test	2.32 ***		1.82 ***		4.25 ***	

注：CEO 年薪数据存在部分缺失值。

4.5 机制检验

社保基金不同于一般机构投资者，其鲜明的调控属性带来了外部性，市场对社保基金持股的社会导向和高回报的认可会溢出到其所投资的公司上。这种正向的外在声誉也同样会吸引包括分析师在内的其他投资者对上市公司进行广泛关注。社保基金管理人行业共同持股通过吸引更高的关注度促使企业提升自身治理状况，最终提高公司财务报告质量。机制检验模型如式（3）和式（4）所示：

$$\text{Ana_att}_{i,t}(\text{Rep_att}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{CO}_{i,t} + \text{Controls}_{i,t} + \text{Industry FE} + \text{Year FE} + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

$$\text{FRQ}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CO}_{i,t} + \beta_2 \text{Ana_att}_{i,t}(\text{Rep_att}_{i,t}) + \text{Controls}_{i,t} + \text{Industry FE} + \text{Year FE} + \varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

分析师关注度（Ana_att）与研报关注度（Rep_att）分别为本年内对该公司进行跟踪分析的分析师（团队）数量和研究报告数量，加 1 取自然对数。如表 7 所示，分析师关注度与 CO 在 1% 的水平上显著正相关，CO 会吸引更多的分析师关注；CO 和分析师关注度均可以显著提升财务报告质量。社保基金管理人行业共同持股对公司财务报告质量的监督治理效应，可以通过吸引更多的分析师关注度这一机制部分解释，假设 H2 得以验证。

表 7 机制检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ana_att	DACC_mod	Rep_att	DACC_mod
CO	0.3921 *** (21.63)	-0.3239 *** (-3.64)	0.5037 *** (22.51)	-0.3311 *** (-3.71)
Ana_att		-0.0783 ** (-2.10)		
Rep_att				-0.0505 * (-1.67)
Constant	-10.6606 *** (-69.11)	10.5215 *** (13.50)	-13.0650 *** (-68.61)	10.5450 *** (13.54)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	26478	26478	26478	26478
R-squared	0.568	0.081	0.570	0.081
Sobel test	-2.095 **		-1.671 *	

5. 进一步讨论

5.1 协作效应

共同机构投资者为了实现投资组合价值最大化，会促进产品市场的协作。共同机构投资者可以获得更多行业层面的信息，降低同行业竞争对手利用盈余管理误导的可能性，缓解行业内恶性竞争。由此，社保基金管理人行业共同持股（CO）在行业竞争激烈的情况下，协作效应更为明显，可以更好地提升企业财务报告质量。

本文参照杜勇等（2021）的做法，使用体现公司市场势力的超额价格—成本边际指标（EPCM）来衡量行业内竞争态势。具体而言，EPCM 即公司的折旧及息税前利润/销售额减去行业等权的折旧及息税前利润/销售额均值，EPCM 的值越大，说明行业内竞争程度越低。设置行业内竞争程度的虚拟变量 DEPCM，当其小于中位数时取 1，否则取 0。分组回归结果如表 8 所示，在 DEPCM = 1 的组中，CO 的系数在 5% 的水平上显著为负；在 DEPCM = 0 的组中，CO 的系数为负但不显著，这说明行业竞争更激烈的情况下，社保基金管理人行业共同持股对财务报告质量的提升更为明显，证实了社保基金管理人行业共同持股存在协作效应。

表 8 协作效应与规模效应

变量	(1)	(2)	(3)
	DEPCM = 1	DEPCM = 0	CO_Size
CO	-0.7953 ** (-2.22)	-0.2915 (-0.78)	
CO_Size			-0.2452 * (-1.89)
Constant	15.1375 *** (4.55)	11.0429 *** (3.05)	12.9170 *** (3.72)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Observations	2909	2909	5818
R-squared	0.101	0.122	0.083
Chow test	4.54 ***		—

5.2 规模效应

行业共同持股关联的同行业企业规模越大，获得的行业共通层面信息越丰富，有利于行业共同持股更好地发挥监督治理作用。由此，社保基金管理人行业共同持股（CO）关联的同行业企业数量越多，社保基金管理人搜集理解信息的成本越低，越能发挥其治理效应，提升财务报告质量。

本文构建 CO_Size 来验证规模效应，即当年该上市公司通过 CO 关联的同行业企业数量，加 1 取自然对数。使用 CO_Size 替换模型（1）中的 CO，回归结果如表 8 列（3）所示，CO_Size 系数在 10% 水平上显著为负，这说明 CO 关联的企业数量越多，社保基金管理人搜集理解信息的成本越低，效率提高，由此提升了财务报告质量，验证了社保基金管理人行业共同持股存在规模效应。

5.3 投资策略

除了行业共同持股，社保基金管理人投资策略的其他差异，如投资规模、稳定性等，都会影响社保基金监督作用的发挥。因此，本文进一步讨论社保基金管理人的投资规模和稳定性对财务报告质量会产生怎样的影响。

5.3.1 投资规模

社保基金管理人的投资规模会影响财务报告质量。首先，投资规模更大的社保基金管理人具有

更强的外部性，同时是社保基金会关注的重点，会更加注重维护自身声誉，有更强的监督动机。其次，投资规模更大的社保基金管理人往往自身实力雄厚，专业性更强，能及时从高管的行为中发现损害财务报告质量的机会主义行为，监督的能力更强。最后，机构投资者的资金规模会影响股市波动，当市场存在较大规模的基金时，会造成市场更大的波动。因此，投资规模更大的社保基金管理人对公司的退出威胁更大，公司为了维持股价稳定，会提升财务报告质量。

由此，本文提出模型（5）进行实证检验：

$$FRQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Lnvalue_year_{i,t} + Controls_{i,t} + Industry\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

管理人一年市值（Lnvalue_year）为某社保基金管理人该年持股市值的自然对数，以此来度量社保基金管理人的投资规模。按照模型（5）进行回归，如表 9 所示，Lnvalue_year 的系数均为负，且在 1%的水平上显著，说明社保基金管理人的投资规模越大，对上市公司的监督治理作用越强，提升了企业财务报告质量。

表 9 进一步分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	DACC	DACC_mod	DACC	DACC_mod
Lnvalue_year	-0.2886 *** (-3.19)	-0.2896 *** (-3.07)		
Stable			-0.0030 ** (-2.37)	-0.0032 ** (-2.43)
Constant	14.9025 *** (4.44)	15.5584 *** (4.56)	19.2929 *** (3.23)	19.0833 *** (3.13)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	5818	5818	1665	1665
R-squared	0.080	0.084	0.106	0.104

注：Stable 的计算需要连续 4 年的数据，存在缺失值。

5.3.2 稳定性

稳定型机构投资者有更好的治理作用，而交易型机构投资者往往倾向于和管理层合谋。稳定型机构投资者倾向于进行价值投资，长期关注并监督所投资公司的经营和治理，注重公司信息透明度，期望通过分红和公司价值的提升来获利，而交易型机构投资者持有期限较短，往往期望通过股票市场价格波动来获利（牛建波等，2013）。对于社保基金来说，投资稳定性较高的管理人，会更注重公司的成长性和长期发展，进而积极地对公司进行监督，改善公司治理，提升财务报告质量。

由此，本文提出模型（6）进行实证检验：

$$FRQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Stable_{j,i,t} + Controls_{i,t} + Industry\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中，社保基金管理人稳定性（Stable）借鉴李争光等（2016）的做法，计算公式为：

$$Stable_{j,i,t} = SSF_{j,i,t} / STD(SSF_{j,i,t-3}, SSF_{j,i,t-2}, SSF_{j,i,t-1}) \quad (7)$$

在模型（7）中， $SSF_{j,i,t}$ 是社保基金管理人在公司第 t 年的持股比例， $STD(SSF_{j,i,t-3}, SSF_{j,i,t-2}, SSF_{j,i,t-1})$ 是社保基金管理人在公司第 $t-1$ 、 $t-2$ 和 $t-3$ 年的持股比例的标准差，Stable 为两者比值。Stable 值越大，表示社保基金管理人持股越稳定。按照模型（6）回归，结果如表 9 所示，Stable 的系数均在 5% 的水平上显著为负，说明社保基金管理人的投资策略越稳定，对上市公司的监督治理效应越强，进而提升了上市公司的财务报告质量。

6. 结论与启示

随着我国人口老龄化加速，社保基金作为老百姓的“养命钱”，如何在确保基金安全的基础上稳健审慎地开展投资运营、实现资产的保值增值，成为政府和全社会关注的焦点。与此同时，社保基金专业化、市场化的程度越来越高，社保基金管理人肩负着公共受托责任，越来越多地在二级市场上直接进行投资。要实现社保基金资产的安全增值，不能仅仅依靠规章条例，更需要社保基金管理人作为导向性的机构投资者发挥监督作用，改善上市公司治理环境，从根本上实现基金资产可持续保值增值。探索社保基金管理人能否以及如何发挥监督和治理效应，是实现基金资产长期保值增值目标的关键，更是评价其入市绩效的重要依据。

本文选取 2008—2019 年中国 A 股上市公司为研究样本，实证检验了社保基金管理人行业共同持股（CO）与上市公司财务报告质量（FRQ）之间的关系。研究发现，社保基金管理人行业共同持股对上市公司具有监督治理效应，能显著提升上市公司财务报告质量。通过一系列方式进行了稳健性检验，缓解了社保基金管理人行业共同持股与财务报告质量间关系的内生性问题之后，结论仍然成立。此外还发现，社保基金管理人的治理作用在非国有控股企业、内部治理较差的企业以及高管薪酬敏感性较高的企业中更为显著。机制检验表明，社保基金管理人行业共同持股可以通过吸引更多分析师关注，促进企业财务报告质量提高。进一步讨论发现，社保基金管理人行业共同持股还具有协作效应和规模效应。考虑社保基金管理人投资策略差异的影响，发现社保基金管理人的投资规模越大、稳定性越高，其监督治理作用越强。

本文的研究结论具有重要的现实意义，为社保基金如何发挥对上市公司的治理作用提供了新视角，肯定了社保基金可以通过管理人行业共同持股发挥监督治理作用。对社保基金管理人优化投资策略、社保基金会选聘勤勉尽责的高质量管理人团队，切实发挥社保基金持股对上市公司的监督治理作用提供了新的理论依据。在政策上，既然社保基金管理人行业共同持股对上市公司具有监督治理效应，那么社保基金组合在整体尽量采取分散化投资降低风险的同时，应该提倡单个社保基金管理人进行更多的行业共同投资，在同一行业内深耕。另外，社保基金管理人行业共同持股的治理作用与其他公司治理方式之间存在一定程度的替代，应利用行业共同持股的协作效应和规模效应进一

步提升社保基金管理人的监督效应, 建立并维持良好的治理大环境, 保障并维护广大投资者的利益。

◎ 参考文献

- [1] 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).
- [2] 杜勇, 孙帆, 邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理 [J]. 中国工业经济, 2021 (6).
- [3] 胡金焱, 张晓帆. 高管金融背景、外部监督与非金融企业影子银行化 [J]. 济南大学学报 (社会科学版), 2022, 32 (1).
- [4] 靳庆鲁, 宣扬, 李刚等. 社保基金持股与公司股利政策 [J]. 会计研究, 2016 (5).
- [5] 李春涛, 薛原, 惠丽丽. 社保基金持股与企业盈余质量: A 股上市公司的证据 [J]. 金融研究, 2018 (7).
- [6] 李青原, 时梦雪. 监督型基金与盈余质量——来自我国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2018, 21 (1).
- [7] 李争光, 曹丰, 赵西卜等. 机构投资者异质性、会计稳健性与股权融资成本——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理评论, 2016, 28 (7).
- [8] 刘永泽, 唐大鹏. 社保基金持股信息的市场反应——基于中国资本市场数据 [J]. 审计与经济研究, 2011, 26 (5).
- [9] 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).
- [10] 王尔乘. 努力推动社保基金事业高质量发展 [J]. 人民论坛, 2019 (13).
- [11] 王砾, 代昀昊, 孔东民. 分析师关注与企业真实盈余管理: 监督抑或压力 [J]. 珞珈管理评论, 2017 (1).
- [12] 王立民, 曹诗男, 黄文超. 基金规模与市场波动的模拟实验研究 [J]. 管理评论, 2012, 24 (2).
- [13] 王凌, 常丽, 唐大鹏. 多个社保基金管理人代理持股与企业创新: 基于公共受托责任的监督效应 [J]. 财务研究, 2021 (4).
- [14] 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).
- [15] 杨海燕, 韦德洪, 孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗? ——兼论不同类型机构投资者的差异 [J]. 会计研究, 2012 (9).
- [16] 张蕴萍, 赵建, 叶丹. 新中国 70 年收入分配制度改革的基本经验与趋向研判 [J]. 改革, 2019 (12).
- [17] Azar, J., Schmalz, M., Tecu, I. Anti-competitive effects of common ownership [J]. Journal of Finance, 2018, 73 (4).
- [18] Boone, A. L., White, J. T. The effect of institutional ownership on firm transparency and information production [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117 (3).
- [19] Brooks, C., Chen, Z., Zeng, Y. Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 48 (1).

- [20] Bushee, B. J. The influence of institutional investor on myopic R&D investment behavior [J]. The Accounting Review, 1998, 73 (3).
- [21] Dai, X. , Qiu, Y. Common ownership and corporate social responsibility [J]. Review of Corporate Finance Studies, 2021, 10 (3).
- [22] Dechow, P. M. , Sloan, R. G. , Hutton, A. P. Detecting earnings management [J]. The Accounting Review, 1995, 70 (2).
- [23] Dechow, P. , Ge, R. , Schrand, R. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50 (2-3).
- [24] Dou, Y. , Hope, O. K. , Wayne, B. , et al. Blockholder exit threats and financial reporting quality [J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 35 (2).
- [25] Edmans, A. , Gabaix, X. , Landier, A. Multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium [J]. The Review of Financial Studies, 2008, 22 (12).
- [26] Edmans, A. , Levit, D. , Reilly, D. Governance under common ownership [J]. Review of Financial Studies, 2019, 32 (7).
- [27] Edmans, A. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia [J]. The Journal of Finance, 2009, 64 (6).
- [28] Fich, E. M. , Harford, J. , Tran, A. L. Motivated monitors: The importance of institutional investors portfolio weights [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118 (1).
- [29] Frankel, R. , X, Li. Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders [J]. Journal of Accounting and Economics, 2004 (2).
- [30] Gao, K. , Shen, H. , Gao, X. , et al. The power of sharing: Evidence from institutional investor cross-ownership and corporate innovation [J]. International Review of Economics & Finance, 2019, 63.
- [31] Garel, A. , Martin-Flores, J. M. , Petit-Romec, A. , et al. Institutional investor distraction and earnings management [J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 66 (5).
- [32] Harford, J. , Kecskes, A. , Mansi, S. Do long-term investors improve corporate decision making? [J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 50 (3).
- [33] Hartzell, J. C. , Starks, L. T. Institutional investors and executive compensation [J]. The Journal of Finance, 2003, 58 (6).
- [34] He, J. , Huang, J. , Zhao, S. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership [J]. Journal of Financial Economics, 2019, 134 (2).
- [35] He, J. , Huang, J. Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings [J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30 (8).
- [36] Jones, J. J. Earnings management during import relief investigations [J]. Journal of Accounting Research, 1991, 29 (2).
- [37] Kang, J. K. , Luo, J. , Na, H. S. Are institutional investors with multiple blockholdings effective

- monitors [J]. Journal of Financial Economics, 2018, 128 (3).
- [38] Koh, P. S. Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2007, 26 (3).
- [39] Park, J. , Sani, J. , Shroff, N. , et al. Disclosure incentives when competing firms have common ownership [J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 67 (2-3).
- [40] Ramalingegowda, S. , Utke, S. , Yu, Y. Common institutional ownership and earnings management [J]. Contemporary Accounting Research, 2021, 38 (1).
- [41] Xia, C. , Harford, J. , Li, K. Monitoring: Which institutions matter ? [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86 (2).

**Social Security Fund Manager's Common Ownership and
Listed Companies' Financial Report Quality**

Yu Yumiao¹ Zhu Biyu²

(1, 2 Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, 430072)

Abstract: Improving the governance environment and realizing the safe appreciation of Social Security Fund (SSF) assets is always the core of the construction of social security system in China. Common ownership is the key factor for SSF to play its governance role in listed companies as a special institutional investor. Using the data set of listed companies from 2008 to 2019 in China, this research examines that SSF manager's common ownership can significantly improve the quality of listed companies' financial reports quality. After relieving the endogenous problem of the relationship between the SSF manager's common ownership and the financial report quality, the result is still robust. We further find that the governance effect of the SSF managers' common ownership is more significant in companies that are not state-owned, have poor internal governance, and have high CEO pay-performance sensitivity. Further study on the implication mechanism shows that, as the "weathervane" of the market, SSF managers' common ownership can promote the financial reports quality by attracting more analysts' attention. Moreover, the SSF manager's common ownership has synergy effect and economy of scale. The larger investment scale and the higher stability of SSF managers' ownership, the stronger supervisory role of the SSF manager. This research gives new evidence for the supervision and governance effect of SSF managers' common ownership, and also provides a reference for the regulatory authorities to implement policy to optimize the investment strategy of SSF.

Key words: Social security fund manager; Common ownership; Financial reports quality; Earnings management; Corporate governance

专业主编：潘红波