

终极产权理论视角的股权性质与 盈余管理研究

饶 茜,晏国苑,康 康

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘要:文章借鉴终极产权理论,对中国上市公司的股权结构进行科学划分,就股权性质及盈余管理程度的相关性进行系统的分析、检验和解释。研究表明:政府最终控股企业的盈余管理程度高于非政府控股的企业;中央政府最终控股企业的盈余管理程度高于地方政府控股的企业;中央政府控股企业和地方政府控股企业的盈余管理程度分别高于非政府控股的企业。

关键词:股权性质;终极产权理论;盈余管理

中图分类号:F273.4

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2011)06-0069-05

一、引言

上市公司操纵公司盈余、粉饰公司公开业绩的盈余管理现象,学者已做了广泛的研究。但少有文献涉及股权性质与盈余管理关系的研究。由于不同性质股权的股东基于自身的利益和目的会对企业产生不同的要求,实施不同的监督,因此在股权性质存在差异的公司里,其盈余管理也存在程度的不同^[1]。股权性质的划分,常见的做法是将其分为国家股、法人股和流通股^[2]。刘芍佳、孙霏和刘乃全认为:“将股本类型划分为国有股和法人股不可避免地导致了对中国上市公司终极产权者的模糊界定,进而使许多从事股权结构对公司绩效影响的研究误入歧途。”^[3]因此笔者采用终极产权理论这一更加科学的方法对企业性质进行划分,针对股权性质对盈余管理的影响进行研究,以发现股权性质与盈余管理程度的相关性,为中国上市公司的公司治理提供实证依据与理论启示。

二、理论假设

(一)股权性质分类

目前比较普遍的股权分类方法是把国家控制的法人股独立于国家之外,将上市公司分为国家股、法人股和流通股等。但是根据 La Porta、Lopez - de - Silanes 和 Shleifer 的终极产权理论^[4],既然政府控制法人,法人又控制企业,所以企业的终极所有者是政府而不是法人本身。因此有必要对企业的性质进行重新划分。借鉴 La Porta 等的终极产权理论,刘芍佳等^[3]、叶勇等^[5]和俞红海等^[6]将中国上市公司分为三大类:国家作为终极控制股东的企业、非国家作为终极控制股东的企业、无法确认终极控制股东的一般法人。

收稿日期:2011-04-19

基金项目:中央高校基本科研业务费专项人文社会科学类面上项目(CDJSK100072)

作者简介:饶茜(1976-),女,四川德阳人,重庆大学经济与工商管理学院讲师,博士研究生,主要从事财务管理与税收筹划研究。

在前人研究的基础上,笔者运用国家终极产权控制和私人终极产权控制这两个相对应的概念,通过追溯层层所有权关系链寻找拥有最多和最终的所有权的股东,将中国上市公司的股权结构划分为以下三类:(1)政府作为终极控制股东,其中又细分为两类——①中央政府作为终极控制股东,包括中央政府部门或机构,中央政府控制的国有企业等;②地方政府作为终极控制股东,包括地方政府部门或机构,地方政府控制的国有企业等;(2)非政府作为终极控制股东,往下又分为两类——①集体企业和民营上市公司,以下简称为民营企业;②外资企业;(3)无法确认终极控制股东的一般法人,指没有公告终极控制股东或无最终控制人的公司,下文简称其他控股企业。

(二) 研究假设

政府对公司的控制表现为行政上的“超强控制”和产权上的“超弱控制”^[7]。国家作为企业的所有者或股东,自身没有能力控制企业,而其所委托的行政机关、政府官员也没有真正的积极性去监督企业。因为行政机关与政府官员虽然有剩余控制权,但没有剩余索取权,缺乏足够的动力去有效监督和评价经营者,从而难以对公司管理者进行有效的监督和约束^[8]。而民营、集体等非政府股东对经理等内部人的行为结果所承担的风险要大于国家股东,因而更具监控的积极性。因此提出如下假设:

H1:政府作为最终控股的企业盈余管理程度高于非政府控股的企业。

地方政府所属企业相对于中央政府所属企业争取发行上市指标的难度更大,“壳资源”稀缺,因此地方政府往往为了当地经济的发展,对自己所属的上市公式采用降低税负、减免利息、地方财政补贴等方法给予支持,使得地方政府控股的企业在一定程度上缺乏进行盈余管理的动机。因此提出如下假设:

H2:中央政府最终控股的企业盈余管理程度高于地方政府控股的企业。

Bebchuk 和 Roe 认为公司治理存在路径依赖,即公司初始的所有权结构直接影响随后的所有权结构及公司治理^[9]。外资企业大都来自法律健全、公司治理较完善的发达国家,相较于民营企业,他们作为最终控股人必将产生促进内部人规范,改善公司治理,保护小股东利益,减少私利攫取的作用。

H3:民营企业为最终控股人的企业盈余管理程度高于外资最终控股的企业。

几乎所有已经存在的研究都忽略掉了其他无法确认最终控制人企业的情况,理论上,它的盈余管理程度也应该和别的性质企业有所差异。因此笔者作出如下假设:

H4:民营企业为最终控股人的企业盈余管理程度与其他控股企业有所差异;

H5:外资企业为最终控股人的企业盈余管理程度与其他控股企业有所差异。

三、样本选取与变量描述

(一) 样本选取

笔者选取了2007年除金融行业外所有行业的沪、深上市公司作为样本,对股权性质和盈余管理之间的关系进行实证研究。由于度量企业盈余管理程度的可操控性应计利润需要用到前一年的数据,故笔者还搜集了2006年沪、深两地上市公司的财务数据。为了保证数据的有效性,尽量消除异常样本对研究结论的影响,在剔除沪深股市ST公司和终止上市的公司以及少量缺乏研究数据的公司的基础上,我们得到1197家公司作为最终研究样本。

笔者使用的有关数据来自CCER数据库。在查看上市公司报表进行股权性质的划分时,通过翻阅巨潮资讯网站的年度报告整理得到。

数据运算分析采用EViews5.0统计软件。

(二) 股权性质的统计

我们采用上文介绍的股权性质分类方法,对搜集的样本进行分类,统计如表1。

表1 股权性质分类的统计

| 股权性质 | 公司的最大股东 | 公司数量 | 占上市公司总数的比例 |
|---------------------|------------|------|------------|
| 政府作为 终极控制 股东 | 中央政府 | 236 | 19.7% |
| | 地方政府 | 612 | 51.1% |
| | 政府控制的公司总量 | 848 | 70.8% |
| 非政府 作为终极 控制股东 | 民营企业和集体企业 | 319 | 26.6% |
| | 外资企业 | 17 | 1.4% |
| 无法确认终极控制 股东的一般法人 | 非政府控制的公司总量 | 336 | 28.0% |
| 无法确认终极控制 股东的一般法人 | 不确定 | 13 | 1.2% |
| 上市公司的总数 | | 1197 | 100% |

从表1可以看出,中国70.8%的上市公司最终仍由政府控制,而非政府控制的比例仅为28.0%,因此目前上市公司的股本结构仍然是国家主导型的。

(三) 变量描述

盈余管理计量模型比较常见的有:DeAngelo模型;Healy模型;Jones模型;KS模型等。Keith, Gopal 和 Kevin 的研究表明,截面Jones模型和截面修正的Jones模型能够更好地揭示公司的盈余管理^[10]。因此笔者根据研究的需要,选择截面修正的Jones模型^[11]估计各样本公司的可操控性应计利润。公式如下:

$$NDA_t/A_{t-1} = a_1(1/A_{t-1}) + a_2[(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + a_3(PPE_t/A_{t-1}) \quad (1)$$

其中: NDA_t 为t年的非操纵性应计利润; A_{t-1} 为t

-1年的总资产; ΔREV_t 为 t 年主营业务收入与 t-1 年主营业务收入之差; ΔREC_t 为 t 年应收账款净额与 t-1 年应收账款净额之差; PPE_t 为 t 年固定资产原值。 a_1 、 a_2 、 a_3 为系数,由以下模型在整个样本回归得出:

$$TA_t/A_{t-1} = a_1(1/A_{t-1}) + a_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + a_3(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中: TA_t 为 t 年总体应计利润。

$$DA_t/A_{t-1} = TA_t/A_{t-1} - NDA_t/A_{t-1} \quad (3)$$

DA_t/A_{t-1} 即为以总资产衡量的第 t 年可操纵性应计利润。

按照股权性质,对可操纵性应计利润作描述性统计如表 2。由于其值有正有负,盈余管理存在正向和负向的操纵,因此还对可操纵性应计利润的绝对值计算出均值和标准差。

表 2 可操纵性应计利润的描述性统计

| 股权性质 | N | 最小值 | 最大值 | 均值 | 标准差 | 绝对值的均值 | 绝对值的标准差 |
|--------|-------|--------|------|----------|-------|---------|---------|
| 政府控股 | 848 | -0.38 | 0.44 | 0.004 1 | 0.108 | 0.035 3 | 0.081 |
| 中央政府控股 | 236 | -0.038 | 0.44 | 0.004 5 | 0.096 | 0.040 1 | 0.078 |
| 地方政府控股 | 612 | -0.36 | 0.38 | 0.004 0 | 0.112 | 0.033 4 | 0.082 |
| 非政府控股 | 336 | -0.62 | 0.41 | 0.003 6 | 0.125 | 0.030 0 | 0.076 |
| 民营控股 | 319 | -0.21 | 0.41 | 0.004 0 | 0.127 | 0.030 2 | 0.077 |
| 外资控股 | 17 | -0.62 | 0.01 | -0.008 6 | 0.066 | 0.027 1 | 0.064 |
| 其他控股 | 13 | -0.19 | 0.36 | 0.001 3 | 0.150 | 0.019 0 | 0.127 |
| 所有企业 | 1 197 | -0.62 | 0.44 | 0.003 9 | 0.113 | 0.032 8 | 0.079 |

由表 2 我们可以看出,不同股权性质企业之间的可操纵性应计利润存在差异。正向的最大值出现在中央政府控股企业,负向的最小值出现在外资控股的企业,且由这两类企业的均值一正一负可知,中央政府控股企业更有正向操纵盈余的倾向,外资控股企业更有负向操纵盈余的倾向。由均值,特别是可操纵性应计利润绝对值的均值,可以看出可操纵性应计利润在不同类型企业之间存在以下规律:政府控股的企业大于非政府控股企业;中央政府控股企业大于地方政府控股;民营企业控股大于外资企业;其他控股企业显著小于政府控股和非政府控股企业。

在初步统计的基础上,为了进一步检验不同的企业性质和盈余管理的相关性,下文将进行单因素检验和多元回归检验。需要指出的是,我们沿用传统的做法,在检验时均采用可操纵性应计利润的绝对值。

四、实证分析

(一)单因素检验

将研究样本按不同的股权性质分成 5 组:政府控股与非政府控股,中央政府控股与地方政府控股,民营控股与外资控股,民营控股与其他控股,外资控股与其他控股。分别进行独立样本 T 检验。结果如表 3。

表 3 可操纵性应计利润的独立样本 T 检验

| 分 组 | T | Sig(双侧) | 均值 差值 |
|---------------|-----------|----------|--------|
| 政府控股与非政府控股 | 2.395 ** | 0.017 ** | 0.004 |
| 中央政府控股与地方政府控股 | 1.873 * | 0.062 * | 0.003 |
| 民营控股与外资控股 | 2.182 ** | 0.044 ** | 0.039 |
| 民营控股与其他控股 | -1.365 | 0.173 | -0.033 |
| 外资控股与其他控股 | -2.143 ** | 0.041 ** | -0.073 |

注:*, **, *** 分别表示在 10%, 5%, 1% 置信水平下显著。

样本分组的 T 检验值结合描述性统计结果,可以看出:政府控股企业盈余管理程度高于非政府控股企业;政府控股企业中,中央政府控股盈余管理程度高于地方政府控股;民营控股盈余管理程度高于外资控股;分别与假设“H1”、“H2”和“H3”相符。外资控股盈余管理程度低于其他控股企业,但民营企业与其他控股企业之间的 T 值不显著,这可能是因为后者控股权人不确定,民营、政府等都有可能成为其控股权人。

(二)多元回归分析

1. 研究假设、回归模型及变量解释

在独立样本 T 检验的基础上,我们进一步对样本

进行多元回归分析。实际中企业不可能只存在一个影响因素。我们把上面提出的几种控股情况结合起来,作为自变量,加入一些控制变量,建立多元回归模型。

由于非政府控股企业中的外资企业样本数只有 17 家,其他无法确认最终控制人企业的样本数也只有 13 家,合计也仅 30 家。如果对其分别进行回归检验,会使得研究结果不够稳健,因此我们把这两组样本与民营控股企业合并起来统一作为非政府控股变量。这样我们的样本分为以下四类:政府作为最终控股的企业、非政府作为最终控股的企业、中央政府作为最终控股的企业和地方政府作为最终控股的企业。提出以下假设:

H1:政府作为最终控股的企业盈余管理程度高于非政府控股的企业;

H2:中央政府最终控股的企业盈余管理程度高于地方政府控股的企业;

H6:中央政府最终控股的企业盈余管理程度高于非政府控股的企业;

H7:地方政府最终控股的企业盈余管理程度高于非政府控股的企业。

以上四个假设实际存在以下不等式关系,就盈

余管理程度而言:

中央政府作为最终控股的企业 > 地方政府最终控股的企业 > 非政府控股的企业

我们在借鉴国内外相关研究成果的基础上,结合中国上市公司的实际,选择以下与盈余管理和公司治理相关的变量作为控制变量:独立董事占董事会人数比例、董事长和总经理是否一人兼任、公司总资产、是否由四大会计师事务所做审计、是否在B股或H股上市和净利润差异。变量解释如表4。

表4 研究变量一览表

| 变量类型 | 变量名称 | 变量代码 | 度量标准 | 预计符号 |
|------|---------------|----------|-----------------------------------|------|
| 因变量 | 可操纵性应计利润 | DA | 第t期操纵性应计利润与t-1期总资产的比值 | |
| 解释变量 | 政府、非政府控股 | gov | 企业为政府终极控股取0,为非政府控股取1 | - |
| | 中央、地方政府控股 | cent_gov | 企业为中央政府终极控股时取0,为地方政府控股取1,为非政府控股取1 | - |
| 控制变量 | 独立董事占董事会人数比例 | ind_dir | 独立董事占董事会人数的比例 | - |
| | 董事长和总经理是否兼任 | pt_dir | 董事长和总经理为一人兼任时取0,否则取1 | + |
| | 总资产 | asset | 第t-1期期末总资产的对数值 | + |
| | 是否由四大会计师事务所审计 | audit | 由四大会计师事务所审计时取0,否则为1 | - |
| | 是否在B、H股上市 | cred | 在B股或者H股上市时取0,否则为1 | - |
| | 净利润增量 | ΔNI | 本年度净利润减去上年度净利润之值除以上年度总资产获得 | + |

建立回归方程如下。

$$DA = \beta_0 + \beta_1 \times gov + \beta_2 \times cen_gov + \beta_3 \times ind_dir + \beta_4 \times pt_dir + \beta_5 \times asset + \beta_6 \times audit + \beta_7 \times cred + \beta_8 \times \Delta NI + \varepsilon \quad (4)$$

我们所要检验的不等式关系实际上就是要检验: $\beta_1 < 0$ 并且 $\beta_2 < 0$ 。

2. 回归结果及分析

由表5的回归结果,我们可以看出:

不同性质企业的盈余管理程度之间存在显著差异。(1)政府控股和非政府控股企业的盈余管理程

度显著负相关,可见两者之间的盈余管理程度不同,且前者高于后者。与假设“H1”相符。可见政府对内部人经营行为的监督确实不够有力。(2)中央政府控股与地方政府控股企业之间的盈余管理的T值为-3.925,说明两者显著相关,且前者盈余管理程度高于后者。支持假设“H2”。(3)F值为21.986,说明 β_1 和 β_2 两个亚元变量系数同时显著不为零,可知就盈余管理程度而言,中央政府控股企业 > 地方政府控股企业 > 非政府控股企业。支持假设“H6”和假设“H7”。

表5 股权性质与盈余管理的回归结果

| 变量 | T值 | sig | 系数 | R ² | F值 |
|----------|--------|-------|----------|----------------|--------|
| gov | -6.992 | 0.000 | -0.41*** | | |
| cent_gov | -3.925 | 0.000 | -0.31*** | | |
| ind_dir | -1.473 | 0.141 | -0.90 | | |
| pt_dir | 1.748 | 0.081 | 0.15* | | |
| asset | 5.098 | 0.000 | 0.003*** | | |
| audit | -3.425 | 0.001 | -0.38*** | | |
| cred | -0.984 | 0.325 | -0.11 | 0.115 | 21.986 |
| ΔNI | 3.865 | 0.000 | 1.35*** | | |
| 常数项 | 5.702 | 0.000 | 0.45*** | | |

*, **, *** 分别表示在10%, 5%, 1%置信水平下显著。

五、研究结论及不足

笔者以 2007 年金融行业以外的 1 197 家企业作为研究样本,借鉴终极产权理论,对中国上市公司的股权结构进行科学划分,并在此基础上对股权性质及盈余管理程度的相关性进行系统的分析、检验和解释。研究表明:中国上市公司的股权性质的确会影响公司的盈余管理程度,不同性质间的企业盈余管理操纵存在差异。政府作为最终控股的企业盈余管理程度高于非政府控股的企业;中央政府最终控股的企业盈余管理程度高于地方政府控股的企业;中央政府最终控股的企业和地方政府最终控股的企业盈余管理程度分别高于非政府控股的企业。此外,民营企业为最终控股人的企业盈余管理程度高于外资最终控股的企业;外资企业为最终控股人的企业盈余管理程度低于无法确认终极控制股东的一般法人。可见加强对政府控股的公司,特别是中央政府控股的公司的监管和治理非常必要。

笔者的研究具有一定的理论价值与现实意义,为分析中国上市公司的盈余管理行为提供了有用的依据,为进一步改善中国上市公司的公司治理提示了有益的思路。但研究也存在不足。在样本的选取上,采用的是截面数据,在后续的研究中还可以进一步加入时间序列的方法;对可操控性应计利润的研究仅停留在绝对值的层面,进一步可其分正负分别探讨;民营控股企业、外资控股企业以及其他控股企业之间的关系因为样本量过少的缘故,只做了独立样本 T 检验,其结果缺乏一定的稳健性,进一步的研究可以对其进行相互间的回归分析。

参考文献:

- [1]高雷,宋顺林. 关联交易、支持与盈余管理——来自配股上市公司的经验证据[J]. 财经科学,2010(2): 99-106.
- [2]顾振伟,欧阳令南,秦默.“一股独大”与盈余管理实证研究[J]. 重庆大学学报(社会科学版),2008(5): 54-59.
- [3]刘芍佳,孙霁,刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究,2003(4): 51-62.
- [4]RAFAEL L P, FLORENCIO L - de - S, ANDREI S. Government ownership of banks [J]. The Journal of Finance, 2002(1): 265-301.
- [5]叶勇,胡培,何伟. 上市公司终极控制权、股权结构及公司绩效[J]. 管理科学,2005(18): 58-65.
- [6]俞红海,徐龙炳. 终极控股股东控制权与全流通背景下的大股东减持[J]. 财经研究,2010(1): 123-133.
- [7]毛世平. 金字塔控制结构与股权制衡效应——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理世界,2009(1): 140-152.
- [8]郝颖,刘星. 资本投向、利益攫取与挤占效应[J]. 管理世界,2009(5): 45-64.
- [9]LUCIAN A B, MARK J R. A theory of path dependence in corporate ownership and governance [J]. Stanford Law Review, 1999, 52: 127-170.
- [10]KEITH L J, GOPAL V K, KEVIN M. Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical evaluation [Z]. Working Paper, 2007.
- [11]JONES J J. Earnings management during import relief investigations [J]. Journal of Accounting and Economics, 1991, 29: 193-228.

An Empirical Research on Ownership Property and Earnings Management Based on the Principle of Ultimate Ownership

RAO Xi, YAN Guo-wan, KANG Kang

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China)

Abstract: Based on the principle of ultimate ownership, this paper scientifically partitions ownership property of listed firms in China and also analyzes the relationship between ownership property and earnings management. We find that firms controlled by government have higher earnings management than those controlled by non-government; center government more than local government; center government and local government more than non-government respectively.

Key words: ownership property; the principle of ultimate ownership; earnings management