

“一股独大”与盈余管理实证研究

顾振伟, 欧阳令南, 秦 默

(上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200052)

摘要:文章以中国所有2002年12月31日前上市的1133个A股上市公司3年间的3399个观测值为样本,对股权结构与盈余管理之间的关系进行实证研究。结果表明,第一大股东持股比例与盈余管理大小成U型关系,国有股比例和流通股比例与盈余管理大小关系不显著,法人股比例与盈余管理大小关系显著。

关键词:第一大股东; 国有股; 法人股; 流通股; 盈余管理

中图分类号:F019.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2008)05-0054-06

在中国,盈余管理很大程度上是因为股权结构不甚合理、一股独大现象严重而引起。中国大多数企业所有者为国家,企业的管理层作为国家产权的代表执行管理职能,其管理行为必将影响到企业的会计行为。不同的会计行为将生成不同的会计信息从而影响不同主体的利益,而企业内部的股权结构集中体现了各契约主体间的力量对比状况,不同的股权结构决定了公司不同利益主体的控制权差异。股权结构与盈余管理之间有什么联系呢?第一大股东持股比例与盈余管理是何关系?国有股、流通股、法人股又分别与盈余管理存在什么关系呢?

一、理论基础与研究假设

一般认为,股权结构包含两层含义:一是股权集中度,如第一大股东持股比例;二是股本构成,即各个不同成分的股东分别持有多少股份。笔者分别从这两个方面讨论股权结构与盈余管理之间的关系。

(一)股权集中度

H1:第一大股东持股比例与盈余管理大小呈U型关系。

在股权高度分散的情况下,经理人员掌握了企业的控制权,他们有能力通过经济决策和会计职业判断来影响报送的会计信息,进而影响他们在企业契约中的利益。在股权高度集中的情况下,大股东有动机去监督管理层,积极参与公司治理,他们会有较大动力去监控管理者,使企业绩效提高,增加企业价值。但是当股权达到一定比例后,大股东对企业拥有了超过其股权比例的控制,往往会通过内部交易侵害小股东的利益。此时,存在绝对大股东公司的会计行为并没有代表全部股东对会计信息的要求;相反,大股东往往会利用对会计行为的控制影响会计信息质量,从而侵犯中小股东及其他利害关系人的利益。而那些有相对控股股东或其他大股东的股权相对集中的公司,股东对经理的监督往往有效,他们因持有相当数量的股份而具有监督动力,不会产生“搭便车”的动机;同时他们又不具有绝对大股东那种超强控制力,对公司的会计信息质量影响相对比较客观。因此,笔者认为第一大股东持股比例过高或过低的公司内部权力制衡效果较差,会计信息受到主观操纵的可能性也更大,故而提出假设H1。

收稿日期:2008-04-10

作者简介:顾振伟(1978-),男,江苏张家港人,上海交通大学安泰经济与管理学院博士研究生,主要从事企业管理研究;欧阳令南(1943-),男,江苏常州人,上海交通大学安泰经济与管理学院教授,博士生导师,主要从事企业管理研究。
欢迎访问重庆大学期刊网 <http://qks.cqu.edu.cn>

(二)股本构成

总股本可分成非流通股和流通股两大类。非流通股又可分成国有股、法人股及其他非流通股。流通股则由流通 A 股、流通 B 股、流通 H 股及其他流通股构成。笔者主要采用 3 个指标来进行分析,即国有股、法人股和流通股,并相应提出 3 个假设。

H2: 国家股比例与盈余管理大小成正相关。

国有股包括国家股,国有法人股和非发起人国有法人股。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没有剩余索取权,缺乏足够的动力去有效监督和评价管理者,从而产生内部人控制。故而提出假设 H2。

H3: 法人股比例与盈余管理成负相关。

各个法人拥有自身独立的利益,同时由于法人股所代表的资本有相当一部分是私人资本和集体所有的资本,因此法人股对企业监控的积极性要高于国家股股东;又由于法人股东持有股份数往往都较大,他们有动力对管理层进行监督,一般不会像中小股东一样“搭便车”。法人股很多都是非流通股,这就限制了他们采取“用脚投票”和短期炒作,他们不得不关注企业的中长期发展情况,对企业的监督比较有效。故而提出假设 H3。

H4: 流通股比例与盈余管理大小无关。

从理论上讲,流通股股东可通过参加股东大会投票选举和更换董事会成员来对公司管理层实施监控。他们还可随时“用脚投票”,通过抛售或拒绝购买上市公司的股票,对内部人产生一定制约。但是,流通股对公司治理结构有利影响的一个前提就是要有一个充分发达的市场环境。目前中国证券市场依然不是很成熟,投机气氛依然较浓。大部分流通股分散于小投资者手中,“搭便车”现象比较严重。因此,虽然流通股股东可以“用脚投票”来约束管理者的机会主义,但由于中国企业流通股比例较低,加上证券市场不发达,流通股股东对管理层和大股东的监督极为有限,并不能有效减少管理者操纵会计信息来影响契约参与主体的利益。故而提出假设 H4。

二、定义变量

笔者研究的变量主要包括盈余管理变量、股权结构变量和控制变量。

(一)盈余管理变量(因变量)

目前国外大多数研究采用操纵性应计利润(discretionary accruals)大小来衡量盈余管理。因为非操纵性应计利润是在尊重客观经济现实的前提下,对由于现金收付时点与交易事项发生时点不一致所产生的影响进行调整;操纵性应计利润则是企业基于特定私人利益目的,在某一或某些特定时期通过对经济交易的刻意安排和财务报告的刻意调整创造出来的。衡量操纵性应计利润大小主要有希利模型(Healy model)、迪安戈模型(DeAngelo model)、行业

模型(industry model)、琼斯模型(Jones model)及修正后的琼斯模型等^[1-2]。Bartov 等认为横截面琼斯模型不但可以解决时间年度不足和企业结构发生变动的问题,而且还是唯一能够一贯辨别出盈余管理的模型^[3]。笔者采用 Jones 模型横截面回归⁽¹⁾,由此计算出来的操纵性应计利润的绝对值和总应计利润的绝对值(均以上年末总资产进行平整)来作为盈余管理变量(表 1)。

表 1 因变量定义

变量	变量定义
Abs(DA)	根据截面琼斯模型计算出的每个样本操纵性应计利润的绝对值大小
Abs(TA)	总应计利润的绝对值大小

1. 总应计利润(Total Accruals, TA)

总应计利润的计算有两种方法,一种是资产负债表法,另外一种是现金流量表法。资产负债表法的计算公式如下:

$$TA_t = \Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta CL_t + \Delta DCL_t - DEP_t \quad (1)$$

式中, ΔCA_t 是第 t 年流动资产的变化额; $\Delta Cash_t$ 是第 t 年现金及现金等价物的变化额; ΔCL_t 是第 t 年流动负债的变化额; ΔDCL_t 是 t 年流动负债中短期借款的变化额; DEP_t 是第 t 年折旧和摊销费用。现金流量表的计算公式如下:

$$TA_t = EBX_t - CFO_t \quad (2)$$

式中, EBX_t 为第 t 年非经常性项目前利润; CFO_t 为第 t 年现金流量表中经营活动现金流量净额。笔者采用现金流量表法⁽²⁾。

2. 非操纵性应计利润(non-discretionary accruals, NDA)

$$NDA_{it} = \alpha_1 (1/A_{i,t-1}) + \alpha_2 (\Delta BEV_{it}/A_{i,t-1}) + \alpha_3 (PPE_{it}/A_{i,t-1}) \quad (3)$$

其中: NDA_{it} 为第 i 个公司在第 t 年经滞后总资产调整过的非操纵性应计利润; $A_{i,t-1}$ 为第 i 个公司在第 t-1 年末的资产总额; ΔBEV_{it} 为第 i 个公司在第 t 年和 t-1 年收入间的差额; PPE_{it} 为第 i 个公司在第 t 年的固定资产净值; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ 是对应的系数,等于下列方程中 a_1, a_2, a_3 在整个样本中的普通最小二乘估计值:

$$TA_{it}/A_{i,t-1} = a_1 (1/A_{i,t-1}) + a_2 (\Delta REV_{it}/A_{i,t-1}) + a_3 (PPE_{it}/A_{i,t-1}) + e_{it} \quad (4)$$

残差 e_{it} 代表企业对应操纵性应计利润。

3. 操纵性应计利润(discretionary accruals, DA)

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad (5)$$

其中: DA_{it} : 第 i 个公司在第 t 年经总资产调整过的操纵性应计利润。

(二)股权结构变量(解释变量)

笔者选取了第一大股东持股比例、国有股比例、

法人股比例和流通股比例 4 个股权结构变量。具体的变量定义见表 2。

表 2 解释变量定义

变量	变量定义
第一大股东持股比例 (FIRST)	第一大股东持股数/总股数
国有股比例 (STATE)	国有股股数/总股数
法人股股数 (CORS)	法人股股数/总股数
流通股股数 (TRADABLE)	流通股股数/总股数

注: 法人股股数 = (境内发起人法人股股数 + 境外发起人法人股股数 + 其他发起人股数 + 募集法人股股数 + 境内非发起人法人股股数 + 境外非发起人法人股股数); 流通股股数 = (流通 A 股 + 流通 B 股 + 流通 H 股 + 其他流通股)。

(三) 控制变量

笔者选取了资产规模、净资产收益率和资产负债率作为控制变量, 具体定义见表 3。

表 3 控制变量定义

变量	变量定义
资产规模 (lnA)	公司年末总资产的自然对数值
净资产收益率 (ROE)	净利润/净资产
资产负债率 (DEBT)	公司总负债/总资产

三、样本选择及样本描述

笔者选择 2002 年 12 月 31 日前上市的所有 A 股企业为研究样本, 样本数据来自于 2003 年到 2005 年上市公司的年报。2002 年 12 月 31 日前上市的公司有 1 143 家, 由于琼斯模型不适用于金融类公司, 10 家金融类公司因此被删除, 还剩下 1 133 家公司, 这样就 1 133 家公司共 3 399 个样本观测值数据。样本的描述性特征如表 4。

表 4 样本的描述性特征

变量\统计指标	样本数	均值	中位数	最大值	最小值	标准离差
A	3 399	2.96E+09	1.45E+09	4.60E+11	39 685 706	1.34E+10
CFO	3 399	2.87E+08	70 106 721	8.50E+10	-4.51E+09	2.46E+09
CORS	3399	24.501 43	13.52	84.85	0	25.92627
DEBT	3 399	55.68397	51.6	4307.54	0.81	85.189 71
ΔREC	3 399	7 564 653	5 147 910	2.08E+11	-2.08E+11	5.05E+09
ΔREV	3 399	5.31E+08	94 791 308	2.08E+11	-4.05E+09	5.20E+09
EBXI	3 398	1.74E+08	349 49514	6.30E+10	-3.51E+09	1.69E+09
FIRST	3 399	41.616 58	39.72	85	0.69	16.800 45
lnA	3 399	21.241 69	21.19	26.98	17.12	0.990 002
PPE	3 399	1.36E+09	4.26E+08	3.07E+11	235 887.1	9.14E+09
ROE	3 389	-12.4136	4.78	441.45	-13 479.38	292.886 9
STATE	3 399	48.396 49	54.55	88.58	0	21.805 13
TRADABLE	3 399	43.135 66	39.26	100	8.68	16.990 38

数据来源: 港澳资讯数据库。

(一) 第一大股东持股比例 (FIRST)

第一大股东持股比例分布见图 1。第一大股东持股比例超过 50% 的公司数从 2003 年到 2005 年依次为

418、402、369, 在 40% 到 50% 之间的依次为 173、163、157。说明第一大股东绝对控股的公司数逐渐减少, 而且第一大股东控股的比例也在不断下降。

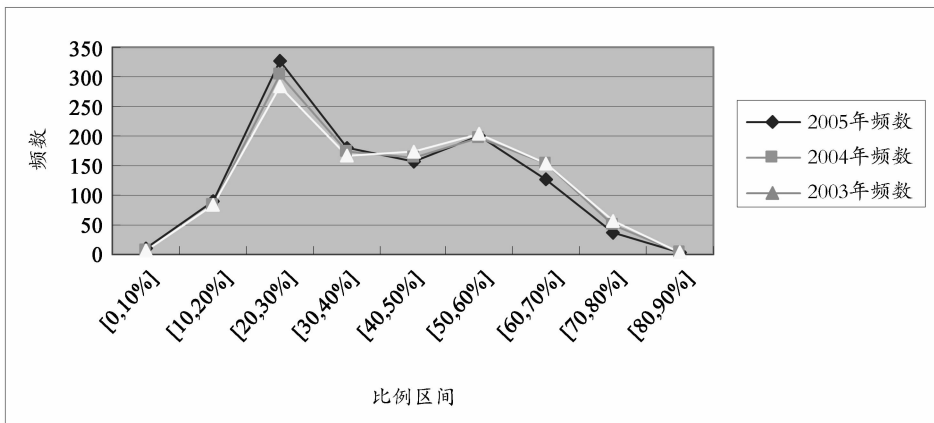


图 1 2003 - 2005 年第一大股东持股比例分布

(二) 国有股持股比例 (STATE)

国有股持股比例分布见图 2。国有股持股比例超过 50% 的公司数从 2003 年到 2005 年依次为 710、

693、583, 在 20% 到 50% 之间的则依次为 328、334、303。说明国有股绝对控股和相对控股的公司数逐渐减少, 国有股正逐渐退出上市公司的所有者行列。

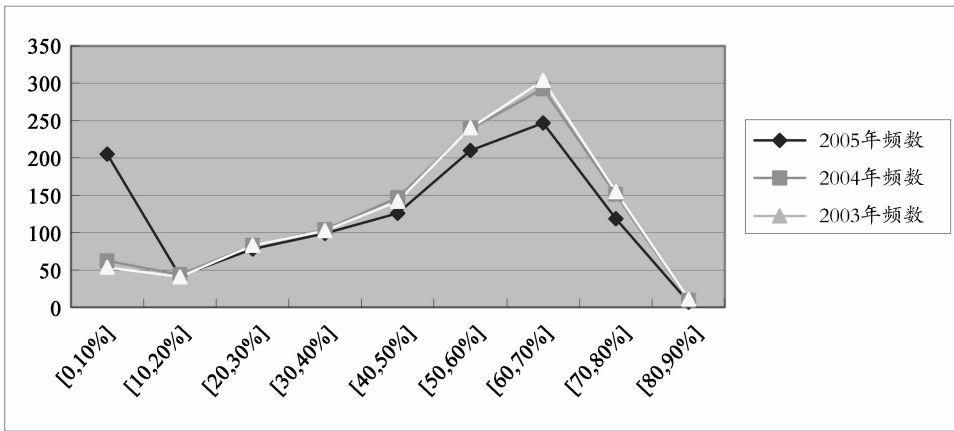


图2 2003-2005年国有股持股比例分布

(三) 法人股持股比例 (CORS)

法人股持股比例分布见图3。法人股持股比例超过50%的公司数从2003年到2005年依次为286、289、243,在20%到50%之间的则依次为

251、263、243。说明法人股绝对控股和相对控股的公司数略有减少,法人股对上市公司的主导作用在第一股东持股比例不断下降的情况下不断加强。

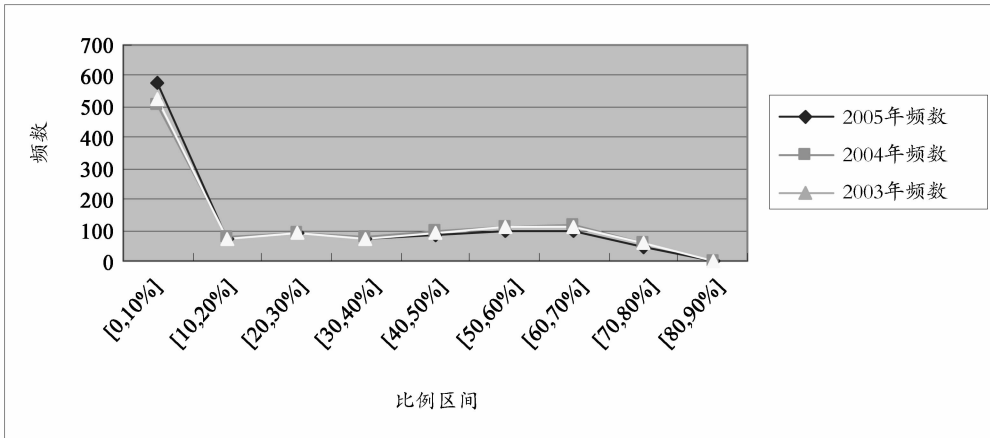


图3 2003-2005年法人股持股比例分布

(四) 流通股持股比例 (TRADABLE)

流通股持股比例分布见图4。流通股持股比例超过50%的公司数从2003年到2005年依次为211、222、356,其中全流通公司数依次为5、5、154,在20%到50%之间的则依次为904、895、763。说明随着股权分置改革的进行,流通股逐渐占据上市公司的股本的主导地位,流通股对上市公司的主导作用正逐渐体现。

(二) 股权构成与盈余管理关系的回归模型

$$EM_{it} = \beta_1 + \beta_2 STRUC_{it} + \beta_3 \ln A_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + e_{it} \quad (7)$$

其中:STRUCTURE 是股权构成变量,考虑到国有股、法人股和流通股3个变量之间存在多重共线性,笔者分别将国有股 (STATE)、法人股 (CORS) 和流通股 (TRADABLE) 替换到 STRUCTURE 中去。其他变量定义同上。

采用普通最小二乘法 (OLS) 进行回归分析,运用的分析软件是 Eviews3.1。

五、结果与分析

方程(6)和方程(7)的回归结果报告列示于表5和表6。表5、表6列示了第一大股东持股比例、国有股、法人股和流通股与盈余管理的 OLS 回归结果。

第一,无论采用操纵性应计利润绝对值还是总应计利润绝对值来衡量盈余管理大小,第一大股东二次方系数均显著为正(在1%水平下),说明盈余管理随第一大股东持股比例增加先下降后上升,成U型关系,这与假设1相一致,证实了有相对控股大股东的公司盈余管理程度较轻,会计信息质量较高。

四、模型设计

采用下列回归模型来分析股权结构与盈余管理之间的关系。

(一) 第一大股东与盈余管理关系的回归模型

$$EM_{it} = \beta_1 + \beta_2 FIRST_{it} + \beta_3 FIRST_{it}^2 + \beta_4 \ln A_{it} + \beta_5 BOE_{it} + \beta_6 DEBT_{it} + e_{it} \quad (6)$$

其中:下标 it 表示第 i 个公司第 t 年指标。EM 表示公司的盈余管理大小,依次采用横截面琼斯模型计算出的操纵性应计利润的绝对值 Abs(DA) 和总应计利润的绝对值 Abs(TA) 代替。 β 为截距, $\beta_2 \sim \beta_6$ 表示回归系数, e_{it} 表示残差。

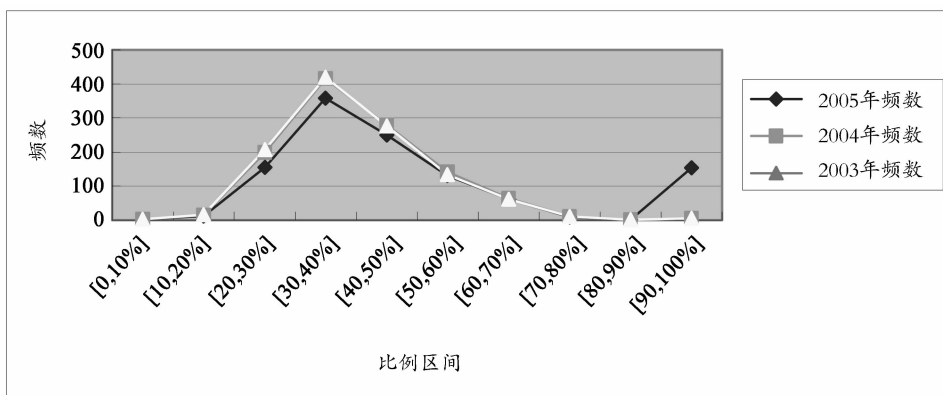


图4 2003-2005年流通股持股比例分布

表5 方程6的回归结果分析

变量	系数	Abs(DA)		Abs(TA)	
		值	t 检验	值	t 检验
截距	β_1	0.274 952	7.581 ***	0.262 903	7.179 ***
FIRST	β_2	-0.001 408	-2.900 ***	-0.001 649	-3.364 ***
FIRST2	β_3	0.000 016	2.843 ***	0.000 018	3.155 ***
lnA	β_4	-0.008 982	-5.550 ***	-0.007 906	-4.838 ***
ROE	β_5	-0.000 034	-6.515 ***	-0.000 038	-7.046 ***
DEBT	β_6	0.000 162	8.757 ***	0.000 182	9.757 ***
R^2		0.052		0.058	
Adj - R^2		0.050		0.057	
F 值		36.853		41.858	
Sig. (F 值)		0.000		0.000	

注:***表示在1%水平下显著,**表示在5%水平下显著,*表示在10%水平下显著,以下同。

表6 方程7的回归结果分析

变量	Abs(DA)			Abs(TA)		
	国家股	法人股	流通股	国家股	法人股	流通股
截距	0.241 705 (7.149 ***)	0.230 513 (6.794 ***)	0.238 659 (7.073 ***)	0.228 531 (6.692 ***)	0.216 843 (6.325 ***)	0.224 093 (6.573 ***)
STATE	-0.000 091 (-1.277)			-0.000 137 (-1.915 *)		
CORS		0.000 130 (2.187 **)			0.000 115 (1.901 *)	
TRADABLE			-0.000 037 (-0.401)			-0.000 005 (-0.053)
lnA	-0.008 490 (-5.372 ***)	-0.008 328 (-5.263 ***)	-0.008 482 (-5.327 ***)	-0.007 548 (-4.729 ***)	-0.007 451 (-4.660 ***)	-0.007 646 (-4.753 ***)
ROE	-0.000 034 (-6.473 ***)	-0.000 034 (-6.499 ***)	-0.000 034 (-6.497 ***)	-0.000 037 (-7.008 ***)	-0.000 038 (-7.042 ***)	-0.000 038 (-7.041 ***)
DEBT	0.000 165 (8.928 ***)	0.000 167 (9.066 ***)	0.000 166 (8.982 ***)	0.000 186 (9.941 ***)	0.000 188 (10.086 ***)	0.000 187 (10.008 ***)
R^2	0.050	0.051	0.049	0.056	0.056	0.055
Adj - R^2	0.049	0.050	0.048	0.055	0.055	0.054
F 值	44.296	45.126	43.910	50.161	50.148	49.192
Sig. (F 值)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注:括号内为t检验值。

第二,国有股比例与盈余管理大小关系在采用操纵性应计利润绝对值来衡量盈余管理大小情况下

不显著,在采用总应计利润绝对值来衡量盈余管理大小情况下显著(在10%水平下),这与假设2不

致。笔者认为造成关系不显著的原因可能是股权分置改革使得国有股在总股本中不再具有绝对多数的地位,这也为假设 1 结论的成立所证明。

第三,法人股比例与盈余管理大小关系在采用操纵性应计利润绝对值来衡量盈余管理大小情况下显著(在 5% 水平下),在采用总应计利润绝对值来衡量盈余管理大小情况下显著(在 10% 水平下),这与假设 3 不一致。究其原因可能在于中国在股权分置改革中没有真正厘清所有者的关系和股权分置改革的出发点,非国有性质的法人占据的主导地位,使得上市公司依然处在相应的拥有绝对控制权的法人手中,进而依靠其股权领导者的地位来影响企业的经营管理和会计信息的披露,最终依然无法避免盈余管理的发生。

第四,无论是采用操纵性应计利润绝对值还是总应计利润绝对值来衡量盈余管理大小,流通股比例与盈余管理大小关系不显著,这与假设 4 一致,说明目前中国流通股股东对会计信息质量的影响不大,流通股股东是一个弱势群体,需要加强保护流通股股东的利益。

六、结论

通过对中国的 1 133 家上市公司 1 年样本的股权结构与盈余管理关系的实证研究,发现第一大股东持股比例与盈余管理大小成 U 型关系。说明第一大股东持股比例过高或股权过于分散都不利于公司治理机制作用的发挥和会计信息质量的提高。而国有股权的转让,股权分置改革则使第一大股东对盈余管理的影响不断下降。但是需要防止另外一种情况的出现,那就是非国有的法人机构控制了上市公司的大部分股权,如果这样的话又回归到“一股独大”的状态,不同的是第一大股东不再是国家,这种情况可能会使盈余管理问题更加突出。

笔者从盈余管理的角度研究股权结构对公司治理的影响。股权适度集中,有相对控股大股东的公司盈余管理较轻,治理效力较好。因此,中国应该降低股权集中度,改变“一股独大”的局面,防止第一大股东控制会计信息侵害小股东利益;同时避免出现流通股的过分分散,而应该使流通股股权适度集中,大力发展机构投资者,比如说基金公司等,防止股权过于分散而造成“内部人控制”现象。

注释:

- (1) 笔者分别采用 Jones 模型和修正的 Jones 模型对样本数据进行回归,回归系数 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ 的 t 统计量在 Jones 模型下分别为 $-1.584, 1.936^*, -13.361^{***}$, 在修正的 Jones 模型下分别为 $-1.558, -0.472, -13.310^{***}$, 显而易见采用 Jones 模型下的显著性更好。
- (2) 虽然资产负债表法比现金流量表法更常用,但是 Collins 和 Hribar 认为,在某些情况下,用资产负债表法计算中应计利润不如现金流量表法好。例如,当有些样本公司存在收购兼并、非持续性项目、外币转换等情况时,用资产负债表法计算总应计利润时,将这些特殊情况产生的应计利润也包括在其中,并进而被计算为操纵性应计利润,这样就会使实证研究的结果产生误差。

参考文献:

- [1] DECHOW P, SLOAN R, SWEENEY A. Detecting Earnings Management[J]. *The Accounting Review*, 1995(4): 193-225.
- [2] 夏立军. 国外盈余管理计量方法述评[J]. *外国经济与管理*, 2002(10): 35-40.
- [3] BARTOV E, FERDINAND A, GUL, JUDY S, TSUI L. Discretionary-accruals Models and Audit Qualifications[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001(12): 421-452.

An Empirical Research on the Relationship Between the Largest Stock Holders and Earnings Management

GU Zhen-wei, OU YANG Ling-nan, QIN Mo

(*Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200052, China*)

Abstract: This paper empirically examines the relationship between ownership structure and earnings management of 1 133 companies listed in China from 2003-2005. The results show earnings management is significant “U-style” related to the shareholding percentage of the largest stock-holders, while state ownership and trading shares have no significant effects on earnings management, but corporate shares has significant effects on earnings management.

Key words: the largest stock-holders; state-ownership stock-holders; corporate shares; trading shares; earnings management

(责任编辑 傅旭东)