

# 家族上市公司终极控制权、现金流权分离与盈余管理

## ——直接上市与间接上市公司的比较研究

王正军(教授)<sup>1</sup> 孟令维<sup>1</sup> 刘正<sup>2</sup>

(1. 兰州理工大学经济管理学院 兰州 730050 2. 西安工程大学管理学院 西安 710048)

**【摘要】** 本文比较研究了不同类型家族上市公司终极股权结构方面的差异性,并实证检验了控股家族终极控制权和现金流权分离度与盈余管理的关系,避免了将家族上市公司作为一个整体进行研究所产生的结论的模糊性。

**【关键词】** 家族上市公司 两权分离 盈余管理

### 一、引言

关于终极控制权与现金流权分离对盈余管理的影响,高燕(2008)针对所有上市公司进行研究,结果表明,终极控制人在上市公司的终极控制权与现金流权的分离程度越大,上市公司盈余管理幅度越大。刘伟和刘星(2007)从家族上市公司股权结构的特殊性出发,利用“隧道行为”理论解释中国家族上市公司的盈余管理活动,发现控制性家族控制权偏离现金流量权的程度越大,公司盈余管理幅度越高。王俊秋、张奇峰(2008)以家族上市公司为研究对象,发现现金流权和控制权的分离加剧了控制性家族利益侵害的激励,放大了控制性家

族的“掏空”效应,上市公司的盈余管理程度与“掏空”行为显著正相关。但上述研究都忽视了不同类型家族上市公司两权分离对盈余管理影响的差异性。

Schulze等(2001)研究提出家族企业是连续分布的系列,对家族企业进行分类研究很有必要;王明琳等(2006)将家族企业分为创业型和非创业型两类,研究表明两类企业面临着不同的代理冲突,进一步支持了对家族企业分类研究的观点。在我国新兴市场和转轨经济的独特背景下,不同类型家族上市公司的最终所有权和控制权结构具有较大的差别,有必要对之进行细化分类研究。

### 五、研究结论

管理层激励与企业投资决策的相关性是管理层激励领域的新起点。作为激励-绩效的中间环节,激励效应只有很好地体现在企业投资决策上,才有可能显著提高股权激励与企业业绩的相关性。本文从我国特殊的制度背景出发,探讨不同产权基础上上市公司管理层货币薪酬水平、持股比例以及在职消费水平与过度投资行为的相关性。研究表明:管理层货币薪酬水平、持股比例和在职消费水平均与企业过度投资显著负相关,与国有控股上市公司相比,非国有控股的上市公司的激励效果更有效,对过度投资的治理效应也更明显。事实证明,国有企业这种内生于政府管制的激励机制具有先天性不足,无法有效缓解股东与管理层之间的代理冲突进而遏制管理层的过度投资,而自由竞争形成的激励机制更具活力和效率。这也从一个侧面反映出政府主导下的国有上市公司由于目标利益的多元化造成企业政策性负担过重,代理效率低下;同时国有上市公司管理层或许有更大的政治晋升诱惑,因而造成上述激励机制作用减弱。然而不可否认,伴随市场化进程的不断向前推进,我国上市公司股东与管理层之间的激励补偿机制已经初步形成,并逐步显示出它的作用和优势。

另外,本文的研究尚存在一些缺陷,首先本文并未考虑政治晋升、表扬表彰等激励机制的作用,其次研究中我们并未剔除薪酬-业绩敏感度为负的企业,这些可能会对结论产生一

定的影响。弥补以上不足是我们未来研究的方向。

**【注】** 本文系教育部人文社科项目(项目编号:10YJC630-0002)与石河子大学哲学社会科学重大预研课题(项目编号:RWSK09-Z01)的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

1. 李维安,姜涛.公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据.财贸经济,2007;12
2. 支晓强,童盼.管理层业绩报酬敏感度、内部现金流与企业投资行为——对自由现金流和信息不对称理论的一个检验.会计研究,2007;10
3. 辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资.经济研究,2007;8
4. 姜付秀,伊志宏,苏飞,黄磊.管理者背景特征与企业过度投资行为.管理世界,2009;1
5. 李增泉.激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究.会计研究,2000;1
6. 蔡吉甫.管理层持股、自由现金流量与过度投资.云南财经大学学报,2009;5
7. 李善民,毛雅娟,赵晶晶.高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为.管理科学,2009;12
8. Jensen, M.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 1986; 76

## 二、假设提出

由家族控制直接上市与通过兼并重组取得控制地位间接上市的家族企业的治理结构是有差异的,将之作为一个整体来研究会造成理论以及实证上的模糊,因而本文将家族上市公司分为直接上市与间接上市两类。直接上市是指通过 IPO 方式取得公众公司地位的上市方式,间接上市即非 IPO 上市,指通过对已有上市公司进行并购重组等手段而取得上市地位,其中最主要的形式是买壳上市。

IPO 家族上市公司最终控制者一般都是创业家族,控股家族具有强烈的控制权偏好,他们希望企业领导人的继任或换代后控制权仍然保留在家族内部,终极控制权和现金流权都较高,两权分离程度较低。同时,很多创业家族控股股东对公司有着深厚感情,往往十分珍惜家族的声誉,更加注重企业的长期发展,因此其对中小股东利益的侵占动机较弱。

由此推断,家族直接上市公司控股股东通过操纵盈余侵占中小股东利益获取控制权私有收益的动机也较弱,从而其盈余管理程度较间接上市公司程度较低,通过构造复杂的金字塔结构来掩盖其盈余管理行为的动机较弱,因而其两权分离度对盈余管理的影响也不显著。由此提出以下假设:

假设 1:直接上市家族企业控股家族拥有的终极控制权和现金流权明显高于间接上市家族企业,两权分离度和盈余管理程度都低于间接上市家族企业。

假设 2:直接上市家族企业两权分离度对盈余管理的影响不明显。

间接上市家族企业的控制者多是出于资本运作的目的,其控制意图往往是追求以最少的资金投入控制最大规模的资产,因而其倾向于构造复杂的金字塔控股结构,两权分离程度较高。同时受控制意图的影响,间接上市家族公司最终控制者具有较高侵占中小股东利益的动机,复杂金字塔控股结构下控制权与现金流权的分离不仅为其侵占中小股东利益提供激励,更提供了便利。

假设 3:间接上市家族企业终极控制权、现金流权分离度与盈余管理程度显著正相关,且分离度越大盈余管理程度越高。

## 三、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文选取 2009~2010 年沪深两市采取金字塔控股方式的家族上市公司为样本,对于家族企业的判定参考了谷祺(2006)、马忠(2007)等的研究,原则上是指同时符合以下条件的上市公司:最终控制权能归结到一个自然人或一个家族,该自然人或家族对上市公司具有实质控制权。

满足以上条件后再剔除金融保险业公司样本和 ST、PT 公司样本及数据缺失样本,同时由于 Jones 模型需要采用上一年的财务数据,因此剔除 2009~2010 年当年首发上市的公司,共得到 507 个样本。本文数据来源于国泰安 CSMAR 数据库和锐思数据库。

### 2. 变量选取。

(1)被解释变量。研究表明,使用修正的 Jones 模型能够更好地揭示公司的盈余管理,因此本文使用调整后的 Jones

模型来计算盈余管理。

在截面修正的 Jones 模型中,首先利用事件期(即假设的盈余管理发生期)数据估计出非操纵性应计利润,模型如下:

$$NDA_t = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 [(REV_t - REC_t)/A_{t-1}] + \alpha_3 (PPE_t/A_{t-1}) \quad (1)$$

式中: $NDA_t$ 是经过第  $t-1$  期期末总资产调整后的第  $t$  期的非操纵性应计利润; $REV_t$ 是第  $t$  期主营业务收入和第  $t-1$  期主营业务收入的差额; $REC_t$ 是第  $t$  期的净应收款项和第  $t-1$  期的净应收款项的差额; $PPE_t$ 是第  $t$  期期末总的厂房、设备等固定资产价值; $A_{t-1}$ 是第  $t-1$  期期末总资产。

式(1)中 $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ 由下面基本的 Jones 模型回归得到:

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 (PEV_t/A_{t-1}) + \alpha_3 (PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

式(2)中: $TA_t$ 是第  $t$  期的总应计利润,等于当期净利润与经营现金净流量之差; $\varepsilon_t$ 为剩余项,代表各公司总应计利润中的操纵性应计利润部分。

公司操控性应计项目为:

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

如上所示,本文采用修正后的 Jones 模型计算出操纵性应计利润即  $DA$ ,并将其绝对值  $|DA|$  作为因变量盈余管理程度来表示。

理论上说,在计算正常性应计额时,使用分行业数据估计行业特征参数比使用样本总体估计总体特征参数更为准确,由于本文搜集的数据样本行业分布不均(如表 1),大多数家族上市公司集中在制造业,故不宜用分行业数据估计行业特征参数,我们用样本总体估计总体特征参数。

表 1 样本行业分布

行业	样本数	比例	行业	样本数	比例
制造业	311	61.34%	农林牧渔业	16	3.16%
房地产业	53	10.45%	电力、煤气及水的生产和供应业	6	1.18%
综合类	33	6.51%	建筑业	6	1.18%
信息技术业	30	5.92%	采掘业	4	0.79%
批发和零售贸易	28	5.52%	交通运输、仓储业	3	0.60%
社会服务业	17	3.35%	合计	507	100%

(2)解释变量。控制权指的是控股股东利用其投票权对公司重大决策或事项的表决权,它以金字塔链条上最小的持股份额来度量。

现金流权指的是控股股东按实际投入公司的资金占总投资额的比例所享有的分享剩余的权利,它以金字塔链条上所有持股份额的乘积来度量。

控制权与现金流权分离度变量参考 Cleassens 等(2000)计算分离度的方法,即以控制权除以现金流权的比率作为分离程度,比率越大表明两权分离度越大。

(3)控制变量。借鉴相关的研究成果,本文对其他可能影响盈余管理的因素加以控制,包括独立董事比例、资产负债率、企业规模、成长性、上市公司的董事长或总经理是否来自终极所有人、年度变量,具体见表 2。

**表 2 变量的标示及计算**

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
因变量	盈余管理	DA	
解释变量	两权分离度	SR	控制权/现金流权
	控股家族终极控制权	KZQ	
	控股家族现金流权	SYQ	
控制变量	独立董事比例	INDI	独立董事人数/董事会总人数
	资产负债率	LEV	总负债/总资产
	企业规模	SIZE	Ln(总资产)
	成长性	GROW	(期末主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
	控股家族是否担任董事长或总经理	MAN	是取1, 否则为0

3. 模型设计。根据理论分析和研究假设, 本文建立如下多元回归模型对终极控制人控制权与现金流权分离度与上市公司盈余管理的关系进行检验:

$$|DA| = \alpha + \beta_1 SR + \beta_2 INDI + \beta_3 LEV + \beta_4 SIZE + \beta_5 GROW + \beta_6 MAN + \epsilon \quad (4)$$

**四、检验结果及分析**

1. 描述性统计结果。从表 3 可以看出, 我国不同类型的家族上市公司在其金字塔股权结构方面存在很大差异。总体上, 从均值、中值、最大值和最小值来看, 间接上市控股家族终极控制权与现金流权都明显低于家族直接上市公司, 表明直接上市控股家族有着更为强烈的控制权偏好。

**表 3 直接上市与间接上市家族企业各变量描述性统计**

变量		KZQ	SYQ	SR	DA
均值	直接上市	0.360 6	0.243 7	1.835 0	0.087 7
	间接上市	0.325 6	0.219 9	1.908 7	0.156 6
中值	直接上市	0.338 5	0.215 8	1.430 1	0.066 9
	间接上市	0.274 6	0.184 2	1.576 5	0.104 1
最小值	直接上市	0.089 9	0.025 5	1.000 0	0.000 2
	间接上市	0.103 1	0.023 1	1.000 0	0.004 1
最大值	直接上市	0.806 0	0.781 8	7.810 6	0.621 9
	间接上市	0.736 5	0.696 2	8.480 8	1.473 0

此外, 间接上市家族企业两权分离程度和盈余管理程度都显著高于直接上市家族企业, 说明间接上市家族企业控股股东有更强的动机通过操纵盈余侵占中小股东利益, 与前面的理论分析相一致。具体如表 4 所示:

**表 4 直接上市与间接上市家族企业两权分离度分布比较**

直接上市				间接上市			
分离系数	频数	单项%	累计%	分离系数	频数	单项%	累计%
1.00-1.49	124	47.1%	47.1%	1.00-1.49	117	48.1%	48.1%
1.50-1.99	74	28.2%	75.3%	1.50-1.99	42	17.2%	65.3%
2.00-2.99	36	13.7%	89.0%	2.00-2.99	40	16.5%	81.8%
>=3.00	29	11%	100%	>=3.00	44.4	18.2%	100%

表 4 对直接上市和间接上市家族企业两权分离系数的分布进行了分组描述, 以进一步比较分析两类家族上市公司的

两权分离度分布情况。两权分离程度大于 2 的家族上市公司中, 直接上市和间接上市公司样本分别占 24.7%和 34.7%, 进一步说明总体上间接上市公司两权分离程度大于直接上市公司, 间接上市家族企业更倾向于通过构造复杂的金字塔股权结构侵占中小股东利益, 以最少的资金投入控制最大规模的资产; 而直接上市公司这一动机表现得并不明显。描述性统计分析结果与假设 1 相符。

2. 两类企业线性回归结果。由于本文只验证两权分离度 SR 这一变量与盈余管理的关系, 所以不存在共线性问题。回归结果如表 5 所示:

**表 5 线性回归结果**

变量	直接上市		间接上市	
	B	P	B	P
截距	0.035	0.236	0.222	0.449
SR	0.004	0.351	0.009**	0.021
INDI	-0.087	0.183	-0.064	0.390
LEV	0.012**	0.017	0.002**	0.044
SIZE	-0.007***	0.000	-0.021***	0.008
GROW	0.003**	0.039	0.010*	0.029
MAN	-0.077*	0.057	-0.052	0.073
F值	30.561		32.454	
P值	0.001		0.001	
调整R <sup>2</sup>	0.432		0.440	
DW	2.011		2.020	

注: \*\*、\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信度水平上显著。

由表 5 可看出, 直接上市家族企业两权分离系数 SR 不显著, 表明两权分离程度对盈余管理的影响不明显; 而间接上市家族企业该系数为 0.009, 在 5%的水平上显著, 说明相对于间接上市家族企业而言, 控股家族终极控制权与现金流权分离度对盈余管理有显著影响, 且两权分离度越大, 盈余管理程度越大。这一结论与假设 2 相一致。

**五、结论**

本文将家族上市公司按照上市方式分为两类, 比较分析了二者控制权、现金流权以及两权分离的差异性以及两权分离度对盈余管理的影响。研究发现, 直接上市家族企业终极控制权和现金流权明显高于间接上市家族企业, 有着较为强烈的控制权偏好; 其两权分离度和盈余管理程度都低于间接上市家族企业, 且两权分离对盈余管理的作用不显著; 间接上市家族企业两权分离度与盈余管理显著正相关, 两权分离度越大, 盈余管理越严重。本文的研究有助于政府监管机构对家族上市公司盈余管理有重点地监管, 即着重加强对间接上市公司的监管, 降低其两权分离程度, 提高信息披露质量。

**主要参考文献**

- 高燕. 所有权结构、终极控制人与盈余管理. 审计研究, 2008; 6
- 王俊秋, 张奇峰. 家族企业的掏空行为与盈余质量. 立信会计学院学报, 2008; 1