

终极控制人性性质、两权分离度 与企业盈余管理的关系

徐宗宇(教授) 邵清芳 陈维良

(上海大学管理学院 上海 200444)

【摘要】 本文以 2010 年沪深上市公司为样本,采用基本 Jones 模型和线下项目法分别计算线上项目操控性应计利润和线下项目操控性应计利润,考察了终极控制人两权分离度以及终极控制人性性质与盈余管理的关系。得出以下结论:线上项目盈余管理程度与两权分离度显著正相关,终极控制人更倾向于通过隐蔽性更强的线上项目进行盈余管理;当终极控制人性性质为非国有时,终极控制人更有动机通过线上项目进行盈余管理。

【关键词】 终极控制人 两权分离度 盈余管理

公司代理问题的主要矛盾在于外部投资者与公司经营者之间的利益冲突(第一类代理问题),这被称为“贝利-米恩斯命题”。从 1932 年起,大量的研究都是围绕分散所有权情况下的第一类代理问题所展开的。然而,21 世纪初,学者们普遍发现,所有权集中成了大部分国家上市公司所有权和控制权结构的主要形态,集中所有权结构导致了控制性股东与外部中小股东的差异,对代理理论产生了重要影响(Morck、Shleifer、Vishny,1988)。

终极控制人的存在引发了新的代理问题,特别是在对中

从而获得该博弈的纳什均衡战略:只要 δ 足够大,高风险的小微型企业在 T-1 阶段选择不从事违规行为,而在第 T 阶段从事违规行为。

四、有关的现实解释

当进行多阶段的博弈时,声誉在整个过程中起到了很大的作用,上一阶段的声誉往往对下一阶段及以后的效用有重大影响。企业现阶段的良好声誉也使得未来阶段有较高的效用和收益。因此,在新五方联动网络融资平台上,高风险小微型企业就很有可能伪装成低风险小微型企业,建立良好的声誉以期在博弈快结束时利用已有的声誉从事违规行为,最终获得更高的收益。

因此,在信息不对称的条件下,小微型企业的声誉及贴现因子 δ 都是对其从事违规行为的隐性约束因素。新五方联动网络融资平台及担保公司从上述的有效约束条件也可以发现:提高小微型企业的声誉可以大大强化其自我约束,对声誉高的小微型企业可以适当放松监管,反之,则应加强监管;对于已经给定的贴现因子来说,从一开始就提高小微型企业的声誉可以达到事半功倍的效果。

五、结论与建议

综上所述,声誉是一种信号,是保证契约顺利实施的重要机制,反映在新五方联动网络融资平台的声誉机制上,就是对

小股东保护程度较弱的国家,相对集中的控制权使终极控制人有足够的动机和能力去干预公司的经营、财务决策,进而谋取控制权私利,而终极控制人仅就其所有权部分承担因谋取私利带给上市公司的损失,收益与成本的不配比促使终极控制人有动机利用手中的控制权去侵占外部中小股东的利益。特别是在我国新兴资本市场,终极控制人可以通过多种途径实施盈余管理,达到对中小股东财富的掠夺。因此,本文通过对公司控制权和现金流所有权的分析,就公司终极控制人两权分离与盈余管理行为进行研究,希望为现代公司两权结构与公

小微型企业的威慑力大小,要严格执行信息披露与违约惩罚机制,一旦出现违约情况,违约企业的法人、法人代表及财务负责人都会受到来自政府、银行、媒体及社会的多方面惩罚,将道德风险降到最低,这也是建立网络融资平台声誉机制的难点和关键。

目前在我国金融市场上,鉴于新五方联动网络融资平台从理论上可以保证双方的博弈可以一直重复下去,将很少出现“一锤子买卖”的情况,小微型企业和担保公司从各自长期利益最大化考虑,将会选择长期合作,并建立较好的声誉,以期获得更大的效用。但理论终究是理论,怎样保证将网络融资平台建立成实际中可操作的持久性重复博弈的平台,将是我们以后进一步研究和努力的方向,这不但需要借鉴国外的研究方法和实际案例,更需要充分考虑我国的实际国情,具体问题具体分析。

主要参考文献

1. 石五学,武鹏.五方联动的新网络融资平台构建:解决小型微型企业融资难问题.财会月刊,2012;5
2. 王哲茹.中小企业融资现状研究——基于博弈论的方法.经营管理者,2011;8
3. 巴曙松,陈华良.金融机构的政府救助与监管声誉:一个理论框架和现实解释.河南金融管理干部学院学报,2005;2

司绩效之间关系的研究提供一定的经验证据,以便进一步完善我国公司治理结构,促进资本市场健康发展。

一、文献回顾

目前,发展中国家企业普遍通过金字塔型持股、交叉持股和双重股权等方式形成高度集中的所有权结构,导致控制权与现金流权的分离。较高的两权分离度容易使终极控制人实施盈余管理,从而影响对外披露信息的质量。

La Porta 等(1999)研究发现股权集中度与盈余信息质量负相关,大股东在一定程度上会借助操纵会计信息实现其控制和掠夺中小股东财富的目的。当投资者对企业价值的评估过分依赖盈余报告时,企业控制者就可能通过增加应计利润实施盈余管理,以提升股票发行价格、降低融资成本(Frankel, 1994; Chaney, Lewis, 1995)。Fan 和 Wong (2002)以 1991~1995 年间 977 家东亚上市公司为样本,分析了集中所有权结构下,控制权和现金流权分离与公司盈余信息质量之间的关系。他们的研究认为,由于大股东掌握了外部投资者无法知晓的内部信息,因此当控制权比例达到一定程度时,控股股东有逆向选择动机来向外部小股东报告粉饰过的会计信息,产生操纵盈余报告以获取控制权私利的动机;当控制权超过现金流权时,“盘踞效应”和“信息效应”降低了盈利信息的可信度。

Francis, Schipper 和 Vincent(2005)的研究表明,即使在拥有相对完善与成熟市场机制的美国,控制权和现金流权的分离同样对盈余信息质量产生了影响,这种影响将随着所有权的集中而进一步加大;Haw 等(2003)研究东亚 9 国和西欧 13 国企业大股东终极控制与盈余管理的关系,其结论是,盈余管理的主要原因在于大股东控制权与现金流权之间的分离;法律对投资者利益的保护程度与盈余管理负相关,正式和非正式的法律制度能够在一定程度上制约大股东盈余管理行为。

Liu 和 Lu(2004)是较早代理理论框架内对我国上市公司盈余管理问题进行研究的学者。他们通过实证检验盈余管理水平与公司治理水平二者关系,间接说明了终极控制人通过盈余管理掠夺了小股东的权益,尤其当其他股东对控股股东缺乏有效制衡时,盈余管理程度更为严重。

朱松(2006)以国内 A 股上市公司为样本,研究发现终极控制人的控制权比例与会计盈余信息质量之间显著正相关,较高的控制权使得协调效应更强,超过了壁垒效应、信息效应对于盈余信息质量的影响,而现金流收益权与投票权的分离,则降低了会计盈余的信息质量。吕长江和肖成民(2007)以两权分离下的所有权控制结构为研究背景,说明了公司终极控制人既有动机也有能力实施对中小股东利益的侵占,并通过盈余管理掩饰其侵占行为,增加信息不对称的程度,从而使小股东、外部投资者更难对企业的财务状况进行评估。刘伟和刘星(2007)、康华一(2007)、刘亚(2008)以我国家族上市公司为样本进行研究,发现控制性家族企业两权分离度越大,公司盈余管理程度也越大;高燕(2008)以 2004~2006 年沪深两市 A 股上市公司为样本,就终极控制人与上市公司盈余管理的关系进行研究,发现终极控制人控制权和现金流权均与上市

公司盈余管理幅度呈倒 U 型关系,终极控制人两权分离度越大,上市公司盈余管理幅度也越大。

二、理论分析与研究假设的提出

目前,终极控制人通常采用金字塔结构、交叉持股结构和多重股份结构这三种方式实现控制权与现金流权的分离。两权分离后,终极控制人只需要拥有上市公司少量现金流量权就可以控制公司的投票权。上述三种方式可以进一步区分为两类情况:第一类情况下上市公司通过多重股份结构使控制权与现金流权产生分离;第二类情况下上市公司通过金字塔式控股结构、交叉持股等间接持股方式获取实际控制权。从实际考察结果看,第二类情况是终极控制人实现控制权与现金流权分离最为常见的手段。本文着重研究第二类情况下终极控制人两权分离与盈余管理的关系。

1. 终极控制人两权分离度与盈余管理程度之间的关系分析。根据以往的研究成果,本文进行以下理论推导:

假定 1: 终极控股股东现金流权比例为 λ , 控制权比例为 μ 。

假定 2: 终极控股股东从公司收益 R 中转移比例为 S 的控制权私人收益,所耗成本占 R 的比例为 C ,即花费 CR 的成本转移 SR 的私人收益,且 $CR=f(S, q)$ 。

假定 3: 边际转移成本与转移比例 S 正相关,与两权分离度 q 负相关,即 $\frac{\partial C}{\partial S} > 0, \frac{\partial C}{\partial S \partial S} > 0, \frac{\partial C}{\partial q} < 0, \frac{\partial C}{\partial S \partial q} < 0$ 。

假定 4: 终极控制人谋取控制权私利的机会成本是 λR (即当 $S=0$ 时,终极控制人所能获得的全部收益)。

在以上前提条件下,可以推出终极控制人在公司中获取的最大利益函数为:

$$U_1 = \lambda(1-S)R + SR - CR - \lambda R \quad (1)$$

(1)式对 q 求导,得:

$$\left. \begin{aligned} \frac{\partial C}{\partial S \partial q} + \frac{\partial C}{\partial S \partial S} \cdot \frac{dS}{dq} = 0 \Rightarrow \frac{dS}{dq} = - \frac{\frac{\partial C}{\partial S \partial q}}{\frac{\partial C}{\partial S \partial S}} \\ \frac{\partial C}{\partial S} > 0, \frac{\partial C}{\partial S \partial S} > 0, \frac{\partial C}{\partial q} < 0, \frac{\partial C}{\partial S \partial q} < 0 \end{aligned} \right\} \frac{dS}{dq} > 0$$

可见,两权分离度越大,终极控制人谋取控制权私人收益的动机就越强烈。

增加假定 5: 终极控制人为掩盖其谋取私人收益的行为而进行了盈余管理,且盈余管理操控量为 $B(B > 0)$ 。

假定 6: 终极控制人为实施盈余管理所支付的成本占操控盈余的比例为 i ,即实施盈余管理的成本为 iB 。

假定 7: 设 i 是两权分离度 q 的函数,且两权分离度越大,操控盈余的成本越小,即 $\frac{di}{dq} < 0$ 。则终极控制人实施盈余管理

后的净收益函数为:

$$U_2 = \lambda(1-S)(R+B) + S(R+B) - C(R+B) - iB - \lambda R \quad (2)$$

终极控制人实施盈余管理后,其收益的改变量函数为:

$$\Delta U = U_2 - U_1 = \lambda(1-S)(R+B) + (S-C)B - iB \quad (3)$$

(3)式对 q 求导,得:

$$\left. \begin{aligned} \frac{d\Delta U}{dq} &= (1-\lambda)B \cdot \frac{dS}{dq} - \frac{\partial S}{\partial q} - \frac{di}{dq} \\ (1-\lambda) &> 0, B > 0 \\ \frac{dS}{dq} &> 0, \frac{\partial C}{\partial q} < 0, \frac{di}{dq} < 0 \end{aligned} \right\} \frac{d\Delta U}{dq} > 0$$

可见,两权分离度越大,终极控制人在谋取控制权私利后,将有更大的动机通过盈余管理来掩盖其谋取私利的行为。基于以上分析,本文提出假设 1:其他条件相同,终极控制人现金流权与控制权分离程度与盈余管理程度正相关。

2. 终极控制人股权性质与盈余管理关系分析。不同股权性质的终极控制人具有不同的政治与经济背景,这会对上市公司盈余管理产生截然不同的影响。对于国有性质的终极控制人,一方面其承担着更为巨大的社会责任和政治成本,限制了其盈余管理程度;另一方面,上市公司会利用终极控制人的政治背景,谋取更多的政府及公共资源,投融资活动也将得到政府一定程度的支持,这些因素降低了其盈余管理的动机。上市公司终极控制人为非国有时,其投融资活动面临更加激烈的竞争,公司自身及外界对会计盈余数据更为敏感,这导致了其更强烈的盈余管理动机。基于以上分析,本文提出假设 2:其他条件相同,随着两权分离程度的加大,非国有终极控制人的盈余管理程度大于国有终极控制人。

三、样本、数据选取与模型

1. 样本和数据来源。本文以 2010 年沪深两市上市公司作为样本进行截面数据研究。鉴于当年上市的公司可能存在过度包装,剔除了 2010 年 1 月 1 日以后上市的公司;剔除了 ST 以及金融保险类上市公司;考虑到控制权比例对于盈余管理程度的影响,剔除了控制权在 10% 以下的数据;删除了部分异常值及缺失数据,由此最终获得有效样本量为 1 404 个,其中,终极控制人性质为国有的 794 个,非国有的 610 个。所有数据均来自国泰安数据库,采用 Spass18.0 软件进行数据分析。

2. 变量的定义。夏立军(2003)对国外主要盈余管理计量方法及其调整模型在中国股票市场的应用情况进行了检验。根据其检验结果,本文使用截面 Jones 模型对盈余管理程度进行计量。此外,比起利润表线上项目的操纵水平而言,会计信息使用者更容易识别利润表线下项目的操纵水平(Chen 和 Yuan, 2004)。因此,本文使用基于线上应计的截面 Jones 模型和线下项目损益两种方法分别计算出的可操纵性应计利润来衡量盈余管理程度。具体变量定义如表 1 所示。

3. 实证模型。本文将盈余管理程度分两个变量 |DA| 和 |Below| 进行研究,检验模型如下:

$$|DA| = \lambda_0 + \lambda_1 SR + \lambda_2 SI + \lambda_3 SD + \lambda_4 LEV + \lambda_5 ROA + \lambda_6 Growth + \lambda_7 LnAsset + \lambda_8 State + \xi \quad (模型 1)$$

表 1 变量定义

变量名称	符号	变量定义	说明
第 t 期末总应计利润	TA _t	TA _t = EBXT _t - CFO _t	EBXT _t 为第 t 期末营业利润; CFO _t 为第 t 期末经营活动现金流量净额
第 t 期末非操纵性应计利润	NDA _t /A _{t-1}	NDA _t /A _{t-1} = α ₁ (1/A _{t-1}) + α ₂ (ΔREV _t /A _{t-1}) + α ₃ (PPE _t /A _{t-1})	α ₁ , α ₂ , α ₃ 是 TA _t /A _{t-1} = α ₁ (1/A _{t-1}) + α ₂ (ΔREV _t /A _{t-1}) + α ₃ (PPE _t /A _{t-1}) + ξ _t 式的回归系数; A _{t-1} 为第 t 期初总资产账面价值; ΔREV _t 为公司第 t 期末主营业务收入相对于上年度的变化额; PPE _t 为第 t 期末固定资产原值; ξ 为随机扰动项
线上项目盈余管理程度	DA	DA = TA _t /A _{t-1} - NDA _t /A _{t-1}	
线下项目盈余管理程度	Below	Below = EBIT _t /A _{t-1} - EBXT _t /A _{t-1}	EBIT _t 为公司第 t 年末息税前利润
终极控制人控制权比例	VR		控制权比例等于所有控制链上最小的持股比例相加之和
终极控制人现金流权比例	CR		终极控制人持有的所有控制链条上各层股东持股比例的乘积之和
两权分离度	SR	SR = VR - CR	控制权比例与现金流权比例之差
股权制衡度	SI		第二大股东至第十大股东持股比例之和
独立董事比例	SD		独立董事人数/全部董事人数
资产负债率	LEV		总资产/总负债
总资产报酬率	ROA		当年利润总额 / [(年初资产总额 + 年末资产总额) / 2]
成长性	Growth		(本年主营业务收入 - 上年主营业务收入) / 上年主营业务收入
公司规模	LnAsset		公司年末资产总额的自然对数
终极控制人性质	State		1 = 终极控制人为国有, 0 = 终极控制人为非国有

$$|Below| = \lambda_0 + \lambda_1 SR + \lambda_2 SI + \lambda_3 SD + \lambda_4 LEV + \lambda_5 ROA + \lambda_6 Growth + \lambda_7 LnAsset + \lambda_8 State + \xi \quad (模型 2)$$

四、实证回归检验结果

1. 假设 1 的检验。表 2 为模型(1)与(2)的回归结果,从中可以看出:线上项目盈余管理程度与两权分离度在 5% 水平上显著正相关。实证结果支持了本文的假设 1。为了避免外部投资者和监管部门监督所导致的声誉受损,终极控制人往往有动机进行盈余管理,同时,相对集中的控制权也使得其具备足够的力量通过操纵公司盈余信息来达到掩盖其转移控制权私利行为的目的。值得注意的是,线下项目盈余管理程度与两权分离度之间并不存在显著关系。本文认为出现这一结果的原因在于线上项目盈余管理手段较为隐蔽,信息使用者难以区分哪些绩效是管理层的经营业绩,哪些绩效是管理层盈余管理的结果。而线下项目则与之相反,其处于利润表中较为显著的位置,盈余管理手段隐秘性较差,容易被信息使用者识别。在这种情况下,终极控制人更倾向于通过线上项目,而非

线下项目来操纵会计盈余,以掩饰其侵占行为。

此外,资产负债率、总资产报酬率和公司规模与盈余管理程度均显著正相关。就资产负债率而言,负债越高的企业违反债务契约的可能性越大,管理层一方面有为了获得配股降低资产负债率的盈余管理动机,另一方面也有通过盈余管理避免违约的强烈动机。总资产报酬率与公司规模的实证结果在一定程度上说明了上市公司在不同业绩与成长阶段会采取不同的盈余管理手段。

表 2 终极控制人两权分离度与公司盈余管理回归检验结果

变量名称	线上项目 DA	线下项目 Below
常数项 (Constant)	-0.002 (-0.621)	0.04*** (7.236)
两权分离度 (SR)	0.054** (2.306)	0.021 (0.815)
股权制衡度 (SI)	0.004 (0.164)	0.034 (1.278)
独立董事比例 (SD)	-0.002 (-0.09)	0.007 (0.266)
资产负债率 (LEV)	0.177*** (6.385)	0.358*** (11.952)
总资产报酬率 (ROA)	0.178*** (6.743)	0.122*** (4.291)
成长性 (Growth)	0.388*** (16.142)	0.062** (2.382)
公司规模 (LnAsset)	0.009 (0.355)	-0.237*** (-8.377)
R ²	23.50%	11.00%
Adj.R ²	23.10%	10.60%
F	61.305	24.748
Durbin-Watson	1.946	1.988
N	1 404	

注:表中列示了对应变量的回归系数,括号内为T值,**、*、**和*分别表示在1%、5%、10%的置信度水平上显著(下同)。

2. 假设 2 的检验。本文在假设 1 的基础上,分组检验了终极控制人性对两权分离度与盈余管理相互关系的影响。表 3 的回归结果表明:当终极控制人为非国有时,线上项目盈余管理程度与两权分离在 10%水平上显著正相关。这一结果支持了本文的假设 2。本文认为一个可能的解释是:非国有终极控制人由于缺少一定的政治与经济背景优势,难以获取稀缺的公共资源,在各类经营活动中面临更大的风险与挑战,更易受到投资人对其会计盈余信息的关注,为了规避这些风险,非国有终极控制人拥有更强烈的动机通过线上项目这一隐蔽性较强的方式进行盈余管理,在掩盖其谋取控制权私利行为的同时,进一步稳定上市公司的股价。

五、结论与研究建议

通过以上分析,本文得出以下结论:①线上项目盈余管理程度与两权分离度显著正相关。换言之,上市公司控制权与现金流权的分离会加速股权集中下的代理问题,控股股东有更强烈的动机和能力从上市公司攫取控制权私利,在攫取控制权

表 3 按终极控制人性性质分组回归检验结果

变量名称	线上项目 DA		线下项目 Below	
	国有组	非国有组	国有组	非国有组
常数项 (Constant)	0.000 1 (-0.039)	-0.008 (-1.29)	0.042 (7.18)	0.03 (2.432)
两权分离度 (SR)	0.040 (1.293)	0.064 (1.675)	0.004 (0.129)	0.048 (1.159)
股权制衡度 (SI)	-0.025 (-0.79)	0.051 (1.257)	0.016 (0.484)	0.045 (1.04)
独立董事比例 (SD)	-0.015 (-0.479)	0.025 (0.706)	-0.018 (-0.519)	0.023 (0.586)
资产负债率 (LEV)	0.152*** (4.208)	0.202*** (4.874)	0.377*** (9.739)	0.3*** (6.706)
总资产报酬率 (ROA)	0.171*** (4.891)	0.186*** (4.713)	0.008 (0.207)	0.194*** (4.544)
成长性 (Growth)	0.426*** (13.479)	0.361*** (9.818)	-0.013 (-0.393)	0.114** (2.879)
公司规模 (LnAsset)	-0.003 (-0.082)	0.036 (0.863)	-0.247*** (-6.652)	-0.149*** (-3.26)
R ²	25.3%	23.9%	13.9%	11.3%
Adj.R ²	24.6%	23%	13.1%	10.2%
F	39.015	27.034	18.100	10.916
Durbin-Watson	2.011	1.894	1.969	1.997
N	794	610	794	610

私利的同时,终极控制人更倾向于通过隐蔽性更强的线上项目进行盈余管理,以此掩饰其谋取控制权私利的行为。②非国有上市公司终极控制人更有动机通过线上项目进行盈余管理。由此可见,在终极控制权下公司盈余管理受到诸多因素的影响,与公司治理各因素之间存在着复杂的关系,本文限于篇幅与数据限制未作深入探讨。

不同控股结构下的盈余管理行为研究对于丰富和发展我国股权控股结构理论,提高政府监管部门对不同控股结构下企业的监督能力,保护中小股东的利益,推动我国资本市场健康发展具有重要的现实意义。本文提出以下研究建议:第一,未来可以更多地通过数据对终极控制人特征与盈余管理的关系展开实证研究,通过分析较长期间的数据更有助于发现终极控制人股权结构变化与盈余管理幅度之间的变化趋势。第二,未来可以进一步研究终极控制人控制层级、终极控制人变化、政府干预程度与盈余管理的关系,通过不断深入研究有助于人们更加全面地掌握公司治理结构与盈余管理的作用机理。第三,充分考虑我国资本市场的实际情况,对盈余管理计量模型不断加以修正,并进行实证检验,使研究的结论更加可靠。

主要参考文献

1. Attig N., Gadhoun Y.. The Governance of the Canadian Traded Firms: An Analysis of the Ultimate Ownerships. Working Paper, 2005
2. Bertr M. P., Mehta S.. Ferreting Out Tunneling: An Application To Indian Business Groups. The Quarterly Journal of Economics, 2002; 117