



# 中国上市公司 盈余质量与投资者保护

钱彦敏 著

**Earning Quality  
and Investor Protection  
in China**



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS  
浙江大学出版社

浙江大学金融研究院资助

浙江大学江万龄国际经济与金融投资中心资助

# 中国上市公司盈余质量与 投资者保护

钱彦敏 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

中国上市公司盈余质量与投资者保护 / 钱彦敏著.  
—杭州: 浙江大学出版社, 2011.8  
ISBN 978-7-308-08994-4

I. ①中… II. ①钱… III. ①上市公司—企业利润—研究—中国  
②上市公司—监管制度—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 166289 号

**中国上市公司盈余质量与投资者保护**

钱彦敏 著

---

责任编辑 陈丽霞

文字编辑 徐 霞

封面设计 十木米

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州中大图文设计有限公司

印 刷 浙江全能印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 12.5

字 数 224 千

版 印 次 2011 年 8 月第 1 版 2011 年 8 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-08994-4

定 价 32.00 元

---

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571) 88925591

# 前 言

公司的盈余水平和质量作为企业经营成果的最重要信息,一直备受投资者、股东、债权人及其他利益相关者关注,同时也是国际学术界和金融投资界据此判断各国资本市场是否健康和值得投资的最重要的依据。根据会计准则的定义,企业财务报告中的“盈余”,是会计人员根据会计准则和制度的规定,对企业在一定会计期间开展的各种经营业务进行确认、计量的结果。然而,仅仅关注公司会计盈余的数量将严重削弱会计信息的有用性和投资的参考价值,真正反映盈余内涵的应该是“盈余质量”。盈余质量的问题早在 20 世纪 30 年代就被学术界提出,至 20 世纪 80 年代被业界广泛认可,并在多种权威的国际会计准则中专题定义,但是迄今为止,由于定义角度的不同,导致对于盈余质量的定义仍未达到统一。这里我们沿用相对最权威的美国会计学会(AAA)最新(2002 年)给出的定义:随着时间流逝,由应计制所确认的收益数额与公司流入的现金数额的弥合程度,即盈余质量是指会计收益转化为现金流入能力的高低程度。值得注意的是,企业为了自身利益(诸如获取信贷资金、商业信用、公司上市、偷税漏税等),在财务报表公开发布前往往会采取不同程度的盈余管理甚至盈余操纵。

自 2001 年来,轰动国内外的一系列财务欺诈案件也使得会计盈余的质量问题日益突出。由于这些企业股票暴跌而遭受数十亿美元损失的投资者,包括银行、保险公司和基金组织,引发了学术界对盈余质量评估的热潮。这其中,就有会计盈余丑闻导致的美国历史上最大规模的破产案——安然公司高达 6 亿美元的利润虚报和 24 亿美元的隐债。紧随其后,2002 年世通公司被发现违规费用资本化,施乐公司 14 亿美元的利润虚报,更进一步加深了会计报表使用者对盈余质量的担忧。在欧美国家,尽管许多公司对财务报表的会计管理是在法律法规的许可范围以内处理的,但仍不可避免会不同程度地影响其会计盈余的质量。尤其是 2008 年发生的金融危机,大量的公司股票和金融衍生品价格暴跌,甚至导致了不少著名上市公司和金融机构的破产。这些现象的发生迫使投资界开始反思,从而摒弃不管证券内含价值只求套利行为

下对工具创新和衍生工具的追求,回到更重视金融工具内在的信息质量的把握、探究内含实质价值的投资理念和金融工具创新上来。从而在资本市场上,更重视其盈余质量这个关乎企业价值和投资价值的信息之核心。

在这里必须弄清盈余管理和盈余操纵的本质区别。所谓盈余管理,根据国际著名会计与金融学家、加拿大 Waterloo 大学 Scott 教授的定义,是指在会计准则允许的范围内,通过对会计政策的选择使经营者自身利益或企业市场价值达到最大化的行为。而盈余操纵是指企业管理当局采用编造、变造、伪造等手法编制会计报表,掩盖其经营状况和财务状况操纵盈余的行为,通常被称为会计作假。“盈余管理”和“盈余操纵”两者存在质的区别:前者是在会计法规制度允许范围内的一种长期行为,是合规合法的,从某种程度上讲它还是企业管理水平的体现;后者则超出了会计法规制度许可的范围,其手法往往是违反会计法规和制度而操纵利润的一种欺诈行为。

中国被认为是新兴市场中的超级大国。根据中国国家统计局的数据(2010 年《中国统计年鉴》),在 2010 年,中国对全世界 GDP 的贡献已超过了日本,仅次于美国。在近年来经济增长的同时,中国资本市场(主要是股票市场)和其他新兴市场国家一样也经历了飞速发展,为国际、国内的投资者提供了投资机会,使他们既分散了投资风险又享受了高速增长。在近 20 年来,中国为了吸引国外资本也与其他新兴市场国家(如印度)展开了竞争。但国际投资者在中国等新兴市场国家的资本市场上的投资还是相对较少,其原因可能有以下几个方面:中国等新兴市场的高风险;相应板块对外国投资者的准入限制;市场中信息质量缺乏可靠性。虽然中国已经成为最受外资青睐的新兴市场之一,但是还有不少发达国家投资者(包括机构投资者)对在中国资本市场投资有疑虑。本书研究正是基于对财务报告的质量及其对有效资本配置的影响这个问题为动因的。在本书的研究中,我们探讨了中国市场中公司财务报告所含信息的质量,其中重点研究了盈余的质量,因为盈余被认为是投资者最关注的财务数据。

中国是最大的新兴市场国家,同时又是最大的经济转型国家。一方面,新兴市场的快速成长带来高回报的投资机会;另一方面,面对企业经营机制的全面转型和市场环境的转型,企业的行为和外部约束会迫使企业的行为在经济上更理性。这种理性在合理的外部约束下会使企业、投资者利益一致,但在内部机制不合理和外部约束不有效的条件下其行为可能使得企业和投资者(特别是中小投资者)利益不一致,从而在盈余质量上出现问题。由于上述问题的存在,在中国,企业管理层也会通过盈余管理从而使企业账面盈余达到所期望的水平。这些行为包含合法的操控性行为,如企业管理层在企业

会计准则、会计制度所允许的范围内,通过会计方法的选择进行职业判断,从而导致的账面盈余的变动;企业对其经营活动或交易进行重组,进而达到即期或持续影响企业账面盈余的行为。这当中也可能包括非法的或欺诈性的操纵行为,包括通过编造、虚构交易来调整账面盈余的行为。随着2007年我国新《企业会计准则》的实施,会计政策的可选择性已经有所下降。例如,应收坏账准备的计提方法原本可在备抵法中的应收账款余额百分比法及账龄分析法中自由选择,但是新准则中规定只允许采用账龄分析法等。同时,会计政策的强制性要求不断提高。例如,在新准则颁发之前,上市公司在发生亏损不可逆转的情况下,往往可以通过加大资产减值的计提力度,在来年再通过巨额资产减值的转回,实现扭亏为盈,这是以往实务界常用的盈余管理手段。然而在新准则中明确规定,长期资产减值一旦计提,就不允许转回,通过这种方法减少了上市公司利用长期资产减值进行盈余管理的空间。随着会计政策的不断细化,减少了企业进行会计处理的随意性,对抑制上市公司盈余管理有一定的作用。

因此,如何分析和识别企业的盈余质量的优劣程度,是投资者(包括国际、国内)、债权人以及政府部门等广大会计信息使用者所关心的问题。总体来看,盈余质量分析的必要性集中在以下三个方面:

(1)从企业委托代理关系分析。企业是一系列契约的组合,包括企业与股东、债权人、政府、职工等之间的契约。其中,企业与股东之间是一种典型的委托代理关系,对于国有企业来说,政府与企业之间也是委托代理关系。委托代理关系中,委托人与代理人之间的利益的不一致、信息的不对称性、经济主体的自利性使得企业管理者可能为了自身的利益去采取机会主义行为,欺骗委托人、损害委托人的利益,即管理者可以通过控制自己掌握的财务报告中的盈余数字,使其向有利于自己的方向发展。因此,委托者有必要分析企业的盈余质量,以便做出正确的决策。

(2)从会计本身的特点分析。传统的财务会计是以权责发生制为核算基础的,权责发生制与收付实现制的区别在于前者不是以现金实际的收支期间作为确定收入或费用的期间,而是以收入和费用的归属期作为确认期间,于是产生了许多待摊和应计项目。会计利润中也就包括这部分应计项目,企业管理人员可以通过人为地调整应计项目的确认期间来影响会计利润的大小。另外,在会计利润的计算过程中,许多项目都带有很大的主观因素在内,如开办费、固定资产的摊销期间,企业管理人员可以利用这些估计项目来调整会计利润。

(3)从我国的会计准则分析。我国的会计准则体系还不完善,对于许多特殊项目尚缺乏具体而明确的规定,企业可以通过选择会计政策来调节利润。即使已颁布的会计准则本身也存在缺陷——会计准则具有时滞性,随着经济的快速发展,企业涉及的许多经济事项或交易,在会计准则中都没有相应的规定,如金融衍生工具。因此,企业管理人员可以通过会计准则的漏洞来粉饰企业经营成果和财务状况。

本书的研究是基于作者与加拿大 Waterloo 大学联合的加拿大国家社会科学基金项目“新兴市场的盈余管理和投资者保护”中承担的中国的实证部分的研究工作而写的,总计 20 余万字。本书主要从中国资本市场上投资者保护的角度出发,以上市公司盈余质量为基点来探讨如何在外部治理约束和公司内部治理机制上限制和监督上市公司盈余管理和操纵问题。在分析国内外大量的文献的基础上,以理论层面利用契约理论、委托代理模型以及博弈论的视角,采用实证研究的方法,探讨了在缺乏外部治理环境和有效的内部治理机制的情况下,上市公司会通过盈余管理和操纵的方式来侵害投资者的合法权益,有效的投资者保护措施能够抑制上市公司的盈余管理行为。本书的研究是建立在对 1993 年中国证券市场建立以来,以资本市场的制度建设和上市公司内部治理的改革演进为跨度,对中国资本市场的盈余质量和对投资者的保护进行了剖析。本书首先讨论了盈余质量的度量方法,在比较了各种盈余质量度量方法后,采用了比较适合中国国情的修正的 Jones 模型对中国上市公司的盈余管理程度进行了度量,然后通过构建不同的计量模型进一步对资本市场投资者反应、法律有效性、公司治理结构以及融资行为和融资成本等六个重要方面做了实证研究。这些实证分析以不同章节体现以下主题:

### 第 1 章 中国上市公司盈余质量与投资者保护

在探讨了我国投资者保护的现状和存在的问题的基础上,本章以实证方法研究投资者保护与上市公司的盈余管理程度的相关关系,并对五个假设进行实证分析。验证了我国市场化的程度越高、法制水平越高、政府的干预程度越少,以及法律的执法效力越强,越有利于进行投资者保护,从而减少我国上市公司的盈余管理程度。但是,对上市公司的股权制衡度与上市公司盈余管理程度间相关性的实证检验并不显著。这可能是因为在我国一股独大的状况下其他大股东往往会倾向于和第一大股东进行合谋而得到一部分利益。此外,本书还研究了国有的和民营的不同最终控股人性质对实证结果的影响,通过在模型中加入交叉项,研究发现,最终控制人为国有控股的上市公司的盈余管理程度要小于民营控股的上市公司,且国有控股的上市公司的盈余管理程度受到宏观治理环境的制约更大一些。

## 第2章 盈余管理及其市场反应

本章着重研究了中国公司按要求披露的财务报告的质量,因为财务报告或许是投资者最为依赖的信息来源。对于盈余管理程度不同的公司,我们研究了投资者对其盈余管理行为的反应程度。在研究中,我们采用了修正的 Jones 模型计算了中国上市公司的盈余管理程度,并通过事件研究法分析了投资者对盈余管理行为的反应,以及公司治理结构对盈余管理和市场反应的影响。实证发现,投资者能够在一定程度上识别盈余管理行为并做出反应;此外,本主题研究表明,公司治理结构也被认为是影响公司盈余管理与投资者反应的重要因素,公司治理结构能够对盈余管理起到一定的抑制作用。我们提出了应该建立有效的机制来为投资者和法规制定机构提供有效的信息理解财务信息,从而保护投资者利益。

## 第3章 上市公司治理结构对盈余管理影响研究

本章的研究选择 A 股上市公司作为研究样本,对公司治理结构各个要素和盈余管理程度之间的关系进行了实证研究。实证分析的结论表明:中国上市公司的“一股独大”现象加深了公司的盈余管理行为;独立董事的确在一定程度上抑制了上市公司的盈余管理;监事会制度整体失效,对公司的盈余管理没有起到制约作用;高管持股比例对于盈余管理的作用也不显著。另外,进一步的研究表明,近年来我国上市公司治理结构的改善确实在某些方面制约了盈余管理。综合这些结论表明,公司治理结构的确对盈余管理有着根本性的影响。由于我国上市公司治理结构的不完善,才导致了上市公司盈余管理行为严重。为了进一步遏制盈余管理行为,就必须完善上市公司的治理结构,为此,作者提出了相关政策建议。

## 第4章 中国上市公司盈余管理与融资成本

本章通过对中国 A 股上市公司的收益进行分析,发现这些上市公司的收益存在微利现象和平滑收益现象,同时这种平滑收益存在较强的可持续性。中国上市公司的平滑收益程度在各国当中处于中下游的水平,即企业收益相对不平滑。具体来说,收益相对美国来说更加平滑,而相对于其他欧洲大陆国家则表现出较强的波动性。本章通过对收益平滑性、市场波动性、财务风险、偿债资产比例、企业规模、股票流动性、账面市值比、资产周转率、大股东持股比例和机构持股比例进行回归。由于一方面平滑收益会影响投资者对于企业收益的判断,从而影响企业的股权融资成本。另一方面,企业管理层考虑外部投资者的投资偏好,从而会通过会计处理,实现平滑收益。在这种情况下,平滑收益具有内生性,我们采取两阶段最小二乘(2SLS)对变量进行回归。通过分析我们发现,企业的股权融资成本与 Beta 系数、资产周转率存

在正相关的关系,而与资产负债率、企业规模存在负相关的关系。同时,企业收益越平滑,则其股权融资成本越低;而其收益波动幅度较大时,其股权融资成本较高。同时发现,平滑收益不同的核算方法,会对结论产生影响。而偿债资产比例、股票流动性、账面市值比、大股东持股比例和机构持股比例变量不能进入模型。由于数据的核算方法,上述结论主要适用于有研究员跟踪的企业。为了证明结论可以扩展至所有企业,作者针对平滑收益和研究员跟踪进行进一步的分析。作者发现当有更多的研究员关注企业的收益的时候,企业的收益越为平滑。

## 第5章 中国上市公司盈余特性与权益资本成本

大量的文献已经证实,资本市场上的信息风险是不可分散的,Easley 和 O'Hara(2004)在多种资产理性预期框架下构造资产定价模型,发现不知情投资者要求更高的资本成本来补偿不对称信息带来的风险。资本成本对于公司的各项决策是至关重要的,这不仅影响公司的营业活动,还会对随后的收益产生影响。因此,研究信息风险和资本成本之间的关系是非常必要的。而会计盈余质量是反映公司经营好坏的主要信息之一,投资者通过阅读公司的会计报表来判断公司的价值,做出投资决定。本章将盈余作为公司信息的代理变量,来研究盈余质量和资本成本之间的关系是具有现实意义的。对于盈余质量的衡量,笔者参考 Francis 等(2004)提出的七个会计盈余属性:应计质量、持续性、预测性、平滑度、价值相关性、及时性、稳健性。其中,前面四个属性作为以会计为基础的盈余属性,因为这四个指标均与会计报表相关,后三个属性作为以市场为基础的盈余属性,因为这三个指标跟市场因素存在着较大的关联。本研究选取资本成本组成之一的权益性资本成本,研究我国资本市场上权益成本和盈余质量之间的关系,试图回答以下几个问题:①盈余的不同属性是否都会对权益资本成本产生影响?②以会计为基础的盈余属性和以市场为基础的盈余属性,哪类盈余属性对权益资本成本影响更大?③投资者更看重哪个或哪些盈余属性?④相比美国比较成熟的资本市场,我国资本市场上还存在哪些明显的不足?另外,对于中国特殊的经理人制度,笔者试图分别研究内生性的盈余和可操控性的盈余对权益资本成本的影响,来考察中国上市公司是否存在盈余管理。

## 第6章 中国上市公司盈余管理与融资行为关系研究

本章以国内外经典的融资行为理论和盈余管理相关理论为基础,分析了上市公司融资行为和盈余管理程度的现状,并应用多元回归的方法设定了四个模型,使用两种数据分别对两者的关系进行了实证研究。对国内公司的融资行为和盈余管理相关关系的研究进行了补充和拓展。研究结果表明:从盈

余管理程度方面来看,中国的上市公司有着明显的盈余管理行为,其动机来源呈多样化特征;从融资行为角度分析,企业的内源融资金量明显小于权益融资金量和债务融资金量,债务融资的量大于权益融资的量;从外源融资和内源融资的偏好来讲,明显我国上市公司偏好于外源融资,这与大多数企业仍然处于快速成长期,整体融资金量较大,内部资金量缺乏有一定的联系。回归分析的结果表明,中国上市公司的融资行为与盈余管理程度密切相关。其中,公司的股权融资金量和盈余管理行为之间成正相关关系,债务融资金量与盈余管理行为之间的关系不明确,内源融资表面上与盈余管理正相关,但需提示其中的间接影响关系,资本结构与盈余管理之间呈显著的负相关关系。

# 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 第 1 章 中国上市公司盈余质量与投资者保护 .....     | 1  |
| 1.1 引 言 .....                    | 1  |
| 1.2 背景:中国上市公司盈余管理与投资者保护 .....    | 3  |
| 1.3 文献述评 .....                   | 11 |
| 1.4 盈余管理与投资者保护的理论框架和研究假说 .....   | 18 |
| 1.5 研究假说 .....                   | 26 |
| 1.6 研究设计与模型设定 .....              | 28 |
| 1.7 实证结果与分析 .....                | 33 |
| 1.8 结论及研究展望 .....                | 39 |
| 第 2 章 盈余管理及其市场反应——中国市场实证分析 ..... | 43 |
| 2.1 引 言 .....                    | 43 |
| 2.2 文献综述 .....                   | 44 |
| 2.3 中国市场的盈余管理 .....              | 50 |
| 2.4 市场对盈余管理的反应 .....             | 55 |
| 2.5 盈余管理市场反应与公司治理结构 .....        | 61 |
| 2.6 稳健性检验 .....                  | 70 |
| 2.7 结 论 .....                    | 71 |
| 第 3 章 上市公司治理结构对盈余管理影响研究 .....    | 72 |
| 3.1 引 言 .....                    | 72 |
| 3.2 理论分析及研究假设 .....              | 73 |
| 3.3 研究设计 .....                   | 75 |
| 3.4 实证检验分析 .....                 | 78 |
| 3.5 研究结论与政策建议 .....              | 85 |

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| <b>第4章 中国上市公司盈余管理与融资成本</b>     | 86  |
| 4.1 引 言                        | 86  |
| 4.2 国内外研究评述                    | 90  |
| 4.3 盈余管理与股权成本的度量               | 94  |
| 4.4 实证分析与统计性描述                 | 99  |
| 4.5 平滑收益的内生性问题                 | 111 |
| 4.6 平滑收益与研究员跟踪                 | 119 |
| 4.7 结 论                        | 122 |
| <b>第5章 中国上市公司盈余特性与权益资本成本</b>   | 124 |
| 5.1 引 言                        | 124 |
| 5.2 研究样本的选取                    | 126 |
| 5.3 盈余特性与权益资本成本的衡量             | 127 |
| 5.4 盈余特性指标的统计性检验与风险代理变量的衡量     | 131 |
| 5.5 实证检验结果与分析                  | 133 |
| 5.6 结论与政策建议                    | 137 |
| <b>第6章 中国上市公司盈余管理与融资行为关系研究</b> | 139 |
| 6.1 引 言                        | 139 |
| 6.2 盈余管理与融资行为基础理论综述            | 141 |
| 6.3 盈余管理的研究框架与计量模型             | 148 |
| 6.4 盈余管理与融资行为实证分析              | 154 |
| 6.5 研究结论与展望                    | 162 |
| <b>附 录</b>                     | 164 |
| <b>参考文献</b>                    | 174 |

# 第 1 章 >>>

## 中国上市公司盈余质量与投资者保护

### 1.1 引 言

#### 1.1.1 研究动机

上市公司盈余质量往往是投资者考虑一个资本市场是否真正具有长期投资价值的重要因素。研究表明上市公司在采用盈余管理的时候,往往运用多种手段进行操作,以达到蒙蔽和误导投资者的目的,使得投资者对企业的投资不仅无法获得相应的回报,还可能出现投资者因为企业虚报盈亏,导致错误投资、亏损严重。而投资者在证券市场上所受到的这种不公平、不公正的对待,又将反过来影响到投资者的投资积极性。在债券市场、商品市场、期货期权市场日益兴盛的大环境下,投资者在证券市场上所受到的欺瞒和不合理对待,将使得他们将更多的金钱和精力投向其他的投资途径。这种投资者投资热情的降低,又会使得企业在证券一、二级市场上的融资所得减少,从而形成一种恶性循环,影响到证券市场的有效性和资金融通的能力。

因此,研究和发现企业盈余管理的手段和动机,度量盈余管理的程度,通过法律和监管的方式,制定相应的法律法规,保证法律的执法力度,采取多种手段提高企业的信息透明度,控制企业进行盈余管理的程度,维护投资者的合法权益,已经成为世界各国证券市场健康发展的一个关键,也成了各国学术界共同关注和研究的问题。

中国资本市场具有最典型的新兴市场和转型经济双重背景特色。相比于成熟发达市场,新兴市场就意味着制度建设是伴随市场发展而不断地建立的,是“边干边学”的。很多企业不仅是处在向市场经济的转型过程,同时更是本身经历着所有制和经营机制的转换。因而,一方面上市公司对盈余质量的管理也是从不敏感到很敏感;另一方面,投资者的理性和对公司盈余质量进而对投资价值的认知也是一个学习过程。理性投资必然寻求基于盈余质

量的价值投资,而对盈余质量的识别要建立在有效和透明的企业财务数据的基础上的,因而中国上市公司的盈余管理问题也日渐受到重视。一个对盈余管理和操纵建立起有效约束和惩罚的市场也是对投资者有效保护的市场。已有的对中国资本市场投资者保护方面的研究多从法律的视角出发,对于上市公司盈余质量管理的探讨也多集中在公司治理、会计信息和政策的变更等因素与盈余管理的相关性的分析。从内外部环境结合的视角出发,将投资者保护与盈余管理相结合的文章还为数不多。正是基于这个视角,本书利用讨论企业盈余管理水平与中小投资者保护之间的关系问题,对于改善中国中小投资者的法律保护,强化法律监管的效率,完善对中国上市公司的监管方式等方面都将具有积极和重要的意义。

### 1.1.2 研究视角与内容

本章所研究的“投资者保护”中所定义的“投资者”,指的是在股市中通过买卖上市公司股票进行投资的大量个人投资者,也称为上市公司的外部投资者。他们的特点是,为了分散风险,会对多个上市公司进行持股,因而,对单个公司的持股份额均较小。这部分投资者会运用上市公司的财务数据对上市公司的经营状况进行分析,关注上市公司股价的高低变化,并通过买卖股票进行投资盈利。但是这部分人所拥有的上市公司的信息较为有限,对上市公司的经营管理的决策权受到股份的限制而“股少言轻”,他们的权益往往会受到上市公司管理层和控股大股东的侵害。

本章在回顾了国内外大量的关于盈余管理、投资者保护的文献的基础上,总结提出无论是国内还是国外,对基于投资者保护视角的上市公司盈余管理问题的研究都还存在可以进一步深入研究的地方。在此基础上,本书从理论和实证分析的角度,讨论了投资者利益受损原因的理论基础,中国投资者保护的现状,并运用中国 2002—2008 年上市公司的财务数据、治理结构数据、中国宏观环境数据等对投资者保护和上市公司盈余管理的关系进行了实证分析。具体而言,本书的后面的组织结构包括如下几个方面:

本章的第二节从不同的角度进行了文献的回顾,并针对本书研究的重点对国内外的研究现状进行了深入的评述。

本章的第三节为理论分析部分。从经济学的视角分析了企业的管理层和控股股东为了谋求内部控制人利益,在利益驱动下往往会采用盈余管理和操纵的行为而对外部投资者利益进行掠夺的深层原因。这一部分的分析表明,仅仅只靠投资者自身的力量难以发现和有效监督上市公司的盈余管理问题,只有站在更高的层面上,从国家的宏观治理环境和法律法规的保护角度

出发,制定和落实有效的法律,才能更好地保护投资者的合法权益。

本章的第四节分析了中国投资者保护与上市公司盈余管理的现状,说明了中国上市公司在过去的20年间,盈余管理的手段开始向复杂化、多样化、隐蔽化的角度发展,对监管部门的监管和投资者保护提出了更高的要求。而同时,在这段时期,中国的法律制度也在从20世纪90年代的探索、发展阶段,开始逐步向规范和完善的阶段发展,新《证券法》和新《公司法》的修订为投资者保护提供了更多的保证。最后,本章还讨论了股权分置改革后,中国上市公司的盈余管理仍然无法摆脱大股东谋求控制权私人收益的状况。大股东和大量的外部投资者由于目标不同、效用函数不同、信息不对称,导致了大股东会通过勾结上市公司的管理层通过盈余管理的方式来侵害外部投资者的权益。

本章的第五节、第六节为实证研究部分。在文献综述和理论分析的基础上,这一部分进一步讨论了目前学者所普遍采用的盈余管理度量模型,并选用修正的Jones模型,运用中国上市公司从2002年到2008年的5383个上市公司的财务数据和治理结构数据进行回归,度量了企业盈余管理的程度。并进一步运用上市公司上市地点、中国各省市宏观治理变量、上市公司受到监管部门的惩罚等多个变量,对中国的投资者保护和上市公司盈余管理程度进行了回归分析,证明了外部的宏观治理环境,如政府干预度、市场中介发展程度、市场化程度、法律的执法效力都有助于改善上市公司的盈余管理程度。同时,在这一部分,作者还引入了交叉项对国有控股的和民营控股的上市公司在盈余管理程度上的差别进行了进一步的探讨。这一部分的分析为下一部分政策建议的提出提供了较好的基础。

本章的第七节为结论和政策建议。在前人研究的基础上,结合本章的研究发现,作者从几个角度提出了有助于提高中国投资者保护,减少上市公司盈余管理的程度的建议。此外,作者在这一部分也对本章研究的不足和后续研究的可能性进行了讨论。

## 1.2 背景:中国上市公司盈余管理与投资者保护

### 1.2.1 中国上市公司盈余管理方式的演变

随着中国资本市场的不断发展以及和国外先进成熟资本市场之间的交流和沟通,中国对资本市场的监管和完善也在不断加强。从20世纪90年代开始,中国证券监督管理委员会就开始关注上市公司的盈余管理问题,并对相关的盈余管理行为进行了处罚。根据作者对证监会网站历年的处罚公告

的分析发现,中国早期的盈余管理的行为方式还较为简单,主要是在公司利润的确认方式上进行操作,表现为将本年的利润违规调整入下一年度,或者是将之前年度的利润计入当年利润;为调高利润或避免亏损而虚假无故多计利润;在交易尚未完成时,就对利润进行确认。进入 21 世纪以后,上市公司的盈余管理行为就开始变得复杂和多样化,目前所存在的盈余管理的手段大致可以分为以下四类:关联交易、非真实交易、违规进行股票经营和滥用会计准则。表 1.1 总结了到 2009 年 12 月 31 日为止,证监会网站、深圳证券交易所以及上海证券交易所累计 433 个对上市公司及其负责人的处罚决议、公开谴责信息中中国上市公司盈余管理的方法的演变过程。

表 1.1 中国上市公司盈余管理措施的历史演变

| 时 期            | 盈余管理类型 | 采取的具体方式                      |
|----------------|--------|------------------------------|
| 20 世纪<br>90 年代 | 初级措施   | 虚假无故多计利润等                    |
| 2000 年<br>及以后  | 关联交易   | 以高于或低于市场正常水平的价格卖出或买入产品等      |
|                | 非真实交易  | 虚构销售、虚构投资理财行为、虚构技术转让或管理咨询服务等 |
|                | 违规股票经营 | 非法通过个人账户进行自身股票的买卖            |
|                | 滥用会计准则 | 少计提坏账准备、更改收入费用的发生期间等         |

资料来源:证监会网站、沪深证券交易所网站的历年公告。

关联交易,是指上市公司与和自己存在关联关系的其他公司之间进行的交易。在以调高利润为目的进行的关联交易中,上市公司通过向关联公司出售高于市场平均价格的产品提高收入,或者以低于市场正常水平的价格向关联方买入产品降低成本,从而达到提高企业当期利润的目的。但是上市公司这种为了提高盈利质量而过度从事关联交易,并且在公告或者财务报表中进行隐瞒的行为,已经违反了中国相关的法律法规。

非真实交易又可以分为三类:虚构销售行为、虚构投资理财活动、虚构管理咨询活动或技术转让。虚构销售的行为主要包括两种:一种是上市公司的单方面造假的行为,他们通过伪造企业的购销合同、海关的出口报关单、所得税免税文件、银行票据等企业确认销售所需要的相关文件进行利润虚增;另一种则是上市公司作为销售方与相应的购买方之间通过合谋,由销售方提供资金给购买方,再由购买方向销售方购买相关的产品或者服务,从而造成无实质性销售的利润造假。虚构投资理财行为与虚构销售行为类似,也是一种通过投资理财双方互相拆借资金,达到虚构投资理财业务和投资收益的行为。而技术转让和管理咨询服务往往因其难以用客观的市场价格进行标准化定价和衡量,而使得交易双方可以较为容易地隐蔽提高价格,从而虚增技

术出让方或者是企业管理咨询方的利润。

违规股票经营是指上市公司非法通过个人账户对本公司的股票进行买卖的行为。这种行为通常发生在公司的内幕消息向外界传播之前,或是证券市场行情看好的大牛市下。当公司有重大利好消息即将对外公布,预期公司股票将会大幅上升时,公司内部控制人可以在利好事件发生的同时,利用自己或是他人的个人账户大量买入本公司的股票,而在利好消息对外公开以后,乘公司股价因利好消息大幅上涨的时刻进行抛售,从而获取超额收益。而在资本市场处于大牛市的时候,公司内部控制人也同样可能通过上述交易,利用公司内部的闲置资金为个人创造非法收益。

滥用会计准则通常被认为是一种最为隐蔽的盈余管理方式。上市公司可能违反权责发生制的要求,通过更改费用或者收入发生的期间,来调高或降低某一特定年度的利润。例如,某上市公司在2010年1月支付了该公司2009年发生的房屋租赁费,根据会计准则中权责发生制应采用配比原则的规定,这项费用本应在2009年度的会计账目中体现,但是该公司却将该笔费用计入2010年的费用,作为2010年的发生额。通过这种操作,该上市公司可以达到虚增2009年利润,并且调低2010年利润的目的。此外,上市公司也可能存在违反会计审慎性要求的行为,对根据市场价格变动,已经损失的存货和金融性投资未相应地计提跌价准备;对所投资的公司已经发生的损失,没有及时根据权益法核算计提长期股权投资减值准备并计入当期损益、未及时计提或少计提坏账准备等。

因此,从总体上看,中国上市公司盈余管理的手段和方式在过去的10年间,呈现出了复杂化、多样化、隐蔽性增强等特征。这就对中国的投资者保护提出了更高的要求。

### 1.2.2 中国投资者保护的进展及现状

从20世纪90年代中国证券市场建立以来,中国的投资者保护总体上来说,经历了一个逐步完善的过程。各种相关法律法规的相继出台和修订,标志着中国投资者法律保护程度的不断加强。但是,结合中国的国情,可以发现,在国有资金大量控股的历史背景下,中国上市公司中存在的一股独大现象较为普遍,国有股减持和股权分置改革的施行,使得这种现象在一定程度上有所缓解,但是仍然无法在短时间内改变中国上市公司中的控股股东为了谋求控制权私人收益,而进行盈余管理损害外部投资者权益的状况。

沈艺峰等(2004)以标志性法律《公司法》(1994年7月1日)和《证券法》(1999年7月1日)的颁布实施为分界,将中国投资者法律保护划分为三个阶