

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些
闪烁着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选
我们将
那些最具潜质的珠贝
奉献给广大读者
并期待着您的回应

李东平 著



大股东控制 盈余管理与上市公司业绩滑坡

Majority Control, Earnings
Management and Underperformance of
Listed Companies

中国财政经济出版社



会计学博士论丛

大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡

李东平
著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡/李东平著. —北京: 中国财政经济出版社, 2005.4

(会计学博士论丛)

ISBN 7 - 5005 - 7963 - 2

I. 大… II. 李… III. 国有企业: 上市公司 - 股份制 - 经济体制改革 - 研究 - 中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 021961 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 8.25 印张 182 000 字

2005 年 5 月第 1 版 2005 年 5 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 000 定价: 15.00 元

ISBN 7 - 5005 - 7963 - 2/F·6979

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水



平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的理论著作收录进来，旨在宏扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在 1995 年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、不见森



林,难以窥见会计学的动态发展,这样,出版“会计学博士论丛”不失为良策,可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

三、能够活跃未来我国的会计理论研究,丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验,他们除具备专业知识外,在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富,他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后,将其充分消化、吸收,有的还能将其发展、创新,提出新的理论观点,在学术界引起争鸣。综观会计发展史,不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版,必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究向纵深发展的著作!

2001年8月9日



我国资本市场最大的特点，或在于“新兴加转轨”这几个字。对这几个字的诠释，已经很多了，但系统探讨和研究积累却很不够。其结果，“瞎子摸象”的故事，在理论研究、政策分析、实务操作中时有发生，也很难避免。

呈献给读者的这本专著——《大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡》，是李东平同志的博士学位论文。这项研究，可以说是贴近我国“新兴加转轨”资本市场实际的佳作。我以为，书中所研究的主要问题，不仅关乎我国资本市场财务与会计研究，也是研究我国上市公司股权分置、资产重组、公司治理等的基础，有着突出的理论价值和现实意义。也正因为如此，作者四年前做的这个研究，目前已成为相关研究中引用频率最高的基础文献之一。该项研究的贡献和特



色，大致有三个方面：

第一，对我国资本市场有关制度背景，包括股票发行审核制度安排及其演变、股权设置及大股东控制、改制资产重组模式等问题，进行了清晰、系统的阐述。由此产生了诸多有别于西方经典财务会计研究的课题，发掘这些课题并予以论证，构成了近年来我国资本市场财务与会计实证研究的一条主线。

第二，跳出了就事论事的框框，体现了理论、政策、实务的有机结合，也得到了一些有价值的发现。如，该项研究指出，我国国企改制上市的特有资产重组模式，带来了利用真实资产交易进行“盈余管理”等问题，不仅国企“整体改制”与“部分改制”的政策与实务必须考虑，而且突破了西方经典盈余管理文献的理论框架。

第三，在整合制度背景的基础上，作者提出了分析上市公司治理、盈余管理及业绩滑坡等问题的一种比较切合实际的分析框架，并依据集团母公司与上市公司业绩差异等参数对公司上市之后的业绩滑坡现象进行了验证。

事实上，实证会计研究范式真正在我国认真运用，不过十年左右时间。但资本市场及会计等领域的研究已经朝着科学化、精细化、系统化的方向发展，势头非常好。可喜的是，这本专著所倡导的制度背景、实务归纳、理论推导、数据分析等有机结合的研究方法，得到了比较广泛的认同。

相反，如果囿于会计视野本身，或者将实证思想误为“数字游戏”，是不可能有所成的。实证的精髓，就在于点点滴滴都要尽量切合实际、切中要害。这样做了，很多经典理论可能会站不住脚或不再适合国情，但植根本土的研究则大有可为，也值得期待。

总之，不管采用何种研究方式，都要有“拿来主义”的精

序

神，更要有直面现实的勇气，要尽量做到理论、政策、实务的有机统一，做好实证分析与制度背景的有机配合。唯如此，理论之树才能常青，我国本土的研究才有希望。

这本贴近本土实际的专著得以出版，甚感欣慰，乐为之序。

中国证券监督管理委员会 首席会计师 张为国
上海财经大学、清华大学 博士生导师

2005年5月16日



内容摘要

近年来,大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡成了中国证券市场中倍受关注的问题。既有的研究往往割裂这些问题之间的内在联系,研究既缺少对这些问题生成背景的深入剖析,也缺少进行推理和判断的经验证据支持。这不仅不利于开创学术研究的新局面,更有害于改革政策的制定和问题的最终解决。有鉴于此,本文从中国证券市场中的核心——发行审核制度安排和国有企业股份制改造过程中的资产重组、股权安排等问题入手,讨论问题产生的相关背景和制度本源。进而,作者指出,中国上市公司盈余管理的基本特征是大股东控制下的盈余管理。在此基础上,论文依据特定变量对上市公司盈余管理和业绩滑坡问题展开实证分析。

股票发行审核制度变迁是本文关注的第



一大制度背景。论文着重讨论：股票发行审核制度是如何从特定转轨经济背景下产生出来？它如何解决股票发行上市资格的选择和排序问题？这些特定的制度安排是如何影响上市公司行为，特别是盈余管理行为的？论文指出，由于证券市场发展初期，计划体制、投融资体制和特殊市场环境等因素的影响，中国证券市场采取了审批制、额度（指标）制作为股票发行的基本制度安排。“直通车”则是改制上市时间安排的普遍现象。又由于公司选择中，过分依靠单一财务指标（核心是盈利指标），特别是允许连续计算改制上市的大中型国有企业的业绩指标，导致国有企业改制发行过程中，财务包装严重，寻租活动猖獗。

股票首次公开发行之前的资产重组是本文关心的第二大制度背景。国有企业上市首先要进行公司化改造，重新界定企业边界。可以说，剥离“企业办社会”、“企业办政府”的资产，是必要的，也是必须的。但是，受获取超额利润动机的驱使和“额度制”等计划经济体制因素的制约，国有企业资产重组的目标一开始就已经发生了畸变，资产剥离演变成了企业财务包装的基本手段之一。在政府将额度制改为指标制之后，又产生了资产“捆绑”上市现象。实际上，即便是资产“捆绑”上市，仍然大量存在所谓的资产剥离过程。因而，资产剥离逐渐成为了大多数国有企业改制上市所面临的共同选择。资产的分割与组合在会计上是通过一定的模拟程序实现的，盈余管理和利润操纵的手段则从传统的应计项目等发展到真实资产的组合与分割，从而极大地扩大了盈余操控的空间。问题还在于，由于资产重组过程的参与者众多（包括多家政府部门和中介机构），有的参与者如注册会计师本身承担责任的能力不高或者仅仅作为政府的代言人或代理人，此时，如果过度包装的风险



真的发生，相关利益关系人的责任将很难界定清楚。

股份制改造过程中的股权设置问题是本文关心的第三大制度背景。股权设置的核心问题是国有股权（包括国家股和国有法人股）安排。国有股权设置不仅受片面强调维持公有制主体地位的狭隘观念的束缚，而且往往与资产重组问题纠缠不清。实际上，一些企业将多数资产和整体资产拿出来设置国家股，留存的资产则变成了控股公司，形成典型的“小马拉大马”的格局；更多企业选择了组建集团公司持股的模式。此时，企业将集团下属的子公司或 50% 以下的净资产拿出来，设置国有法人股，形成上市公司与政府之间的“隔离层”。股权设置、资产重组与发审制度相互作用，导致大股东“天然”居于控股地位，同时，大股东的最高管理人也顺理成章成了上市公司的董事长或总经理。由此带来了普遍而严重的大股东控制问题与内部人控制问题。

在分析中国上市公司产生的特殊背景之后，论文提出了研究中国上市公司盈余管理问题的一种分析框架。论文指出，西方众多的盈余管理研究是建立在所有权与经营权相分离和股权高度分散的前提下的。与这种多年来被奉为主臬的理念相反，在中国、在东亚乃至全世界，大股东控股实际上非常普遍。对中国上市公司而言，不仅大股东一般处于强势控股地位，而且普遍存在所有者缺位、国有股不流通以及最高管理人兼任等现象。正是在这种背景下，大股东和管理人的利益不能通过合法的市场途径自动实现，因此，关联交易和内幕交易就会滋生。不仅如此，上市公司的公众性质和“壳”资源特征，导致地方政府和管理人产生维持或做大上市公司的盈利指标的动机和行为趋向。特殊的股票发行审核制度安排以及上市之后的资格认定制度（如配股、“ST”）也促使公司为了特定利益而甘冒风



险，操纵利润。其结果，大股东控制下的盈余管理活动十分普遍，且不仅仅局限在达到特定“刚性”标准和要求上。在国有企业改制过程中，资产重组尽管有它的合理性（如剥离“企业办社会”、“企业办政府”资产等），但受到额度制和股权设置等制约而逐渐演变成了拟上市公司进行财务包装的重要途径。正是在这种背景下，分析上市公司与它的母公司之间的关系如业绩指标差异等问题及其对公司上市之后的业绩指标的影响就具有十分重大的理论现实意义。

论文接着分析了大股东类型安排问题。这个问题所折射出的是在国有企业公司化改造和国有资产管理体制变革过程中，如何构造国有企业资产的产权主体，解决所有者缺位等问题。不同的产权主体与国有企业改制、国有股权管理、业绩考核方式等相联系。论文考察了政府持股、投资管理公司持股、集团公司持有国家股、集团公司持有法人股以及工厂制企业持股的差别。研究发现，也正是由于这些差别，与集团公司持股的上市公司相比，工厂制企业持股的上市公司的 ROE 指标在 IPO 两年之后显著下降。研究还表明，由于特殊的国有企业改制重组形成了上市公司的保护层，法人股占有股比重与 IPO 之后的业绩指标变化正相关。

由于拟上市企业通常要经历一个以资产剥离为主要特征的资产重组过程，因而，应计项目等常用的盈余管理计量手段让位于真实资产的分离与组合，结果，在首次公开发行股票年度，上市公司的母子公司业绩指标差异成了衡量拟上市公司财务包装的重要因素。论文发现，在 IPO 之后第三年末，上市公司 ROE 指标变化与 IPO 当年的母子公司业绩指标差异负相关。这意味着，在 IPO 环节通过资产重组带来的高利润，经过比较长的时间后，发生了逆转，出现了在上市之后公司业绩



普遍滑坡的现象。论文也考察了“直通车”等制度的影响，发现“直通车”与 IPO 次年末的业绩指标变化负相关，即“直通车”上市的公司业绩滑坡更快。

相对而言，公司在上市之后与大股东之间的关系要独立一些。但是，由于大股东控制和最高管理人兼任现象仍然非常普遍，大股东或者身兼母子公司最高职位的管理人具有更大动机帮助上市公司提高利润。正由于普遍存在的大股东控制和最高管理人兼任现象，预测上市公司的未来业绩指标必须考虑上市公司的大股东信息。研究发现，重要的不是上市公司业绩指标本身有助于预测上市公司未来业绩指标，而是母子公司业绩指标差异有助于预测上市公司业绩指标未来的变化。

在详细的背景分析和经验研究的基础上，作者指出，由于计划性的股票发行审核制度安排、特殊的资产重组过程和股权设置模式以及最高管理人兼任等，我国上市公司的盈余管理等活动十分普遍，上市之后的业绩滑坡非常明显。所有这些问题，成了中国证券市场健康发展的重要制肘因素，也呼唤着对证券市场制度、国有企业公司化改造以及公司治理等问题进行深层次的、根本性的改革、完善。



In the past years, majority control, earnings management and the poor performance of the listed companies characterized the development of the China's securities market.

Researchers often ignored the intrinsic connection between these phenomena. Furthermore, the former researches not only lack the detailed analysis on the special institutional background, but also provide little empirical evidence. As a result, these researches contribute little to the advancement of academic research and are often misleading for policy-making, even harmful to way of resolving the capital market issues completely.

The first institutional background needs mentioned is the arrangements of stock issuing and pricing. The thesis explores the following



issues; How stock issuance system comes into place in such a transforming and emerging economy as china, which oriented to a socialist market economy from a highly central concentrated planned economy? How companies are selected to issue shares and list their shares on the stock exchange? How do the above arrangements affect behavior of the listed companies, especially the earnings management? The author points out, owing to the planned economy system, including the investment and financing system, and special market environment in the early period of stock market development, approval system and quota system on new issuing are adopted as the basic system arrangements for stock issuance in China's securities market. The integration of issuance and listing becomes the major characteristic of the China's securities market. Furthermore, the approval and pricing of stock often depends on some single financial index, EPS for instance, and in particular, operation history of big and medium sized State Owned Enterprises (SOEs) are allowed to be calculated continually. All above leads to very popular and serious problems of financial packaging and rent - seeking, in the corporatisation procedure of SOEs.

The second institutional background needed to emphasize is asset restructure before the companies' Initial Public Offering (IPO). When State - owned Enterprises (SOEs) prepare for the issuance and listing, it's vitally important to adopt the corporate reform and redefine the enterprise's boundary. It is necessary and proper to separate the non - operational asset of the SOEs. However, the practice often swift away from the government - settled



objective of the asset restructure, and asset divestment becomes the main method of financial packaging. The measures for earnings management extend from the discretionary accruals to the real assets bundling and divestment. What makes the issue much worse is that the related parties involved can not undertake the risk stemming from the over - packaging and it is difficult to attribute the responsibilities to specific persons.

The third institutional background is also fundamental, which is how to determine the equity structure of the corporation during the process of corporatisation. The most important aspect of equity structure is state - owned equity arrangement. In practice, some SOEs set up corporation with the State - owned Shares being held directly by government or held by institutions and enterprises approved by the government, by injecting the majority of net asset even the total net asset, whose shares are defined as "State - owned shares". More firms select the pattern of group company share - holding, forming the corporate with "Legal Person's Shares" by injecting the group's the subordinate company's net asset or within the limits of 50% of the group's total net assets. This pattern separates the listed company from the government, but also leads to the common issues of majority control and the insider control.

After analyzing the special background of the originality of China's listed companies, the thesis outlines an analytic paradise of earnings management. The author points out that many foreign researches on earnings management are based on the hypothesis of share dispersing and the separation of ownership and manage-