

第7卷 第1期

(总第15期)

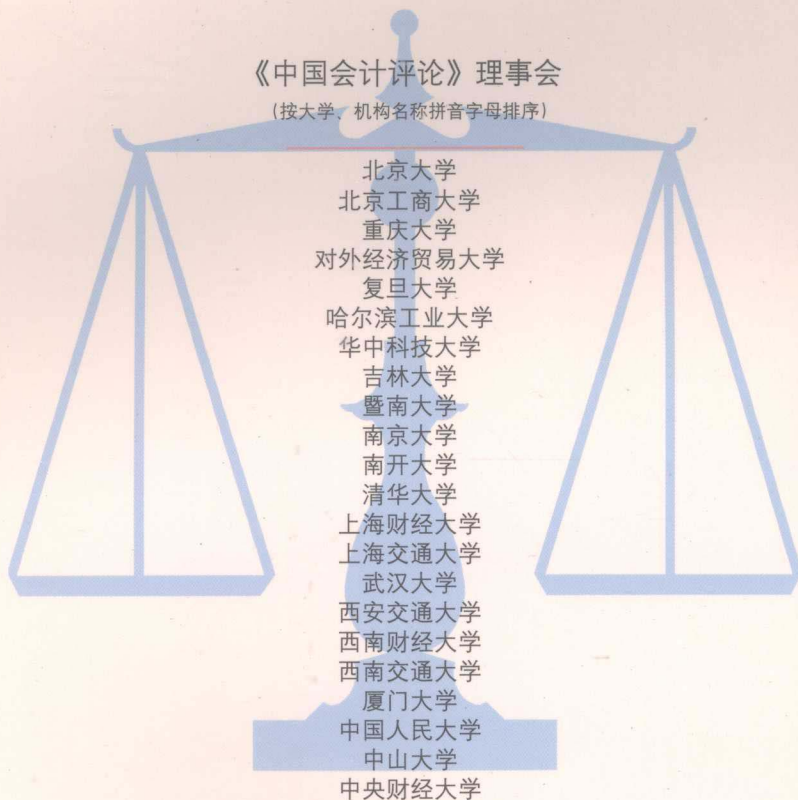
Vol.7 No.1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



《中国会计评论》编委会

北京大学出版社

2009 · 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学 | 刘志远/南开大学

陈小悦/清华大学 | 吕长江/复旦大学

陈信元/上海财经大学 | 曲晓辉/厦门大学

刘 峰/中山大学 | 王立彦/北京大学

刘 星/重庆大学

编辑部

吴联生/北京大学光华管理学院 | 肖 星/清华大学经济管理学院

朱启兵/北京大学出版社 | 岳 衡/北京大学光华管理学院

编务助理

张会丽

地 址

北京大学光华管理学院一号楼 529 室

(邮编: 100871 电话: 010-62754412 传真: 010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室

(邮编: 100871 电话: 010-62752926 传真: 010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 7 卷. 第 1 期/王立彦主编. —北京:北京大学出版社, 2009. 3
ISBN 978-7-301-15411-3

I. 中… II. 王… III. 会计-中国-丛刊 IV. F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 105180 号

书 名: 中国会计评论(第 7 卷第 1 期)

著 作 责 任 者: 王立彦 主 编

责 任 编 辑: 朱启兵 张会丽

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-15411-3/F • 2239

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电 子 信 箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 8.5 印张 164 千字

2009 年 3 月第 1 版 2009 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: \$ 30.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》秉承学术、中立、公正原则，遵守中华人民共和国的各项法律，参照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运行，实行匿名审稿制。

本刊主要面向大学会计教育和学术界。

本刊内容涵盖（但不局限于）财务会计、管理会计、审计、税务、公司财务管理、会计师职业道德等领域，以实证研究方法为主导。本刊也刊登高水平的书评和文献综述性文章。

本刊大力提倡国际主流的经验式研究和分析式研究，也欢迎应用案例分析、实验研究、问卷调查、比较分析等方法的文章。无论采用何种研究方法，都应当坚持严谨、深入、细致、求实的学术风格。

本刊不刊登已经在其他刊物发表过的论文或正在其他刊物审稿中的稿件。作者投稿时必须注明其稿件满足这一条件（稿件格式请参阅本刊封三）。

本刊以中文为主。作者投稿时应将打印稿一式两份或Word/PDF格式的文章电子版寄送至 / 传送至下列地址 / 电子信箱：

北京大学光华管理学院 王立彦（邮编：100871） /
lywang@gsm.pku.edu.cn

清华大学经济管理学院 陈晓（邮编：100084） /
chenx@em.tsinghua.edu.cn

《中国会计评论》 体例

本刊以中文为主。海外学者可用英文投稿,本刊直接发表英文稿件,或由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。

作者投稿时应将打印稿一式两份寄送至:北京大学光华管理学院 王立彦(邮编:100871)或清华大学经济管理学院 陈晓(邮编:100084)。

为提高匿名评审效率,建议同时将文章 Word 或 PDF 格式的电子版本传送至电子信箱:王立彦 lywang@gsm.pku.edu.cn 或陈晓 chenx@em.tsinghua.edu.cn。

稿件的匿名评审意见如果为可能采用,在收到稿件四个月之内通知作者进行修改。超过四个月没有联系时作者可以自行处理。稿件如被录用,要求作者提供可供编辑排版用的 Microsoft Word 格式电子文档。

稿件格式

1. 稿件须隔行单面打印,并按顺序标注页码。标题应尽量精简。
2. 稿件的第1页应包括以下信息:(1) 文章标题;(2) 作者姓名、单位、以及通讯作者的通信地址、邮政编码、电话、电子邮件地址;(3) 作者及单位的英文信息;(4) 致谢及获得资助声明可置于第1页第1个脚注。稿件的第1页之外不再出现作者信息。
3. 稿件的第2页应提供以下信息:(1) 中文信息:文章标题、不超过200字的摘要、3-5个关键词;(2) 英文信息:文章英文标题、不超过200字的英文摘要、3-5个英文关键词。
4. 文章正文的标题、表格、插图必须分别连续编号。第一级标题居中,用中文数字一、二、三等编号,第二级标题左对齐,用中文数字(一)、(二)、(三)等编号。第三级以后编号一律使用阿拉伯数字。
5. 脚注数目应尽量精减,并用连续的阿拉伯数字上标标注。脚注不得包含图表,尽量不包含公式。致谢及获得资助声明可置于包含作者信息的第1页第1个脚注。
6. 公式应标以连续的数字(1)、(2)、(3)等。
7. 每张插图必须打印在单独的一张纸上,并在行文中指明其位置。图中线条、符号及文字必须清晰。
8. 所有参考文献出现在文章的末尾。中文部分参考文献在前,英文(外文)部分在后,按作者姓名的汉语拼音(或英文姓名字母)顺序排列。文献信息如出自连续出版物(期刊),应包含作者姓名、文献年份、文献名、期刊名和期刊序列号,以及文献所在页码;如出自著作,应包含作者、出版年份、作品名称、出版者地点、出版者名称。所有文献统一按作者姓名的汉语拼音(或英文姓名字母)顺序排列。参考文献应参照如下格式列示:

[1] 陈晓、陈小悦、倪凡,1998,中国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究,《经济科学》,第5期,第33-43页。

[2] 厉以宁,2003,《资本主义起源——比较经济史研究》,北京,商务印书馆。

[3] 王立彦、刘军霞,2003,上市公司境内外会计信息披露规则的执行偏差,《经济研究》,第11期,第71-78页。

[4] Ball, R. J. and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, 159-178.

[5] Schipper, K., 2000, Financial accounting and reporting research in transition economies, *Taiwan Accounting Review*, 1, October, 1-14.

文章正文中提及参考文献时,应使用“著者+年份”制,例如:“厉以宁(1998)认为”、“曾有研究者探讨过这一问题(Schipper, 2000)”。正文提及的参考文献应与正文后列出的文献一一对应。

本刊不收取版面费,也不提供稿费。稿件发表后,本刊向论文所有作者各提供同期正本1册及抽印本若干份。

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理事长

清华大学 陈小悦

理 事

北京大学	陆正飞
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
重庆大学	刘 星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	张兆国
吉林大学	韩丽荣
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	刘志远
清华大学	陈 晓
清华大学	陈小悦
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	张天西
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	陈汉文
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

特邀理事

国际会计准则理事会	张为国
中国会计学会	刘玉廷
中国注册会计师协会	陈毓圭

中国会计评论

第7卷 第1期

(总第15期)

2009年3月

目 录

编委会启事 (1)

文 章

上市公司“出身”与盈余质量研究 王克敏 廉 鹏 向 阳(3)

内幕交易、利益补偿与控制权转移

——来自我国证券市场的证据 唐雪松 马如静(29)

中国上市公司盈余和盈余构成的错误定价

——来自 A 股市场的经验证据 李志文 宋云玲(53)

公司并购何以成为打劫上市公司的手段? 市场角度的分析

..... 刘 峰 向 凯(67)

公司财务信息失真促成了独立董事制度变化吗?

..... 程新生 李海萍 罗艳梅 杜 婧(87)

大股东“隧道挖掘”:相互制衡还是竞争性合谋

——基于“股权分置”背景下中国上市公司的经验研究

..... 刘慧龙 陆 勇 宋 乐(97)

会议综述

以财务研究新发展趋势为核心的中国会计实证研究

——中国第七届实证会计国际研讨会综述

..... 肖作平 曾 琰 杨 磊(113)

征 文

中国第八届实证会计国际研讨会征文通知 (123)

新兴市场公司财务与治理国际研讨会征文启事 (125)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 7 No. 1

March, 2009

CONTENTS

Board Announcement

..... (1)

Articles

- The “Origin” of Listed Companies and Earnings Quality
..... Kemin Wang, Peng Lian and Yang Xiang(3)
- Insider Trading, Interest Compensation and Control Transfer: .
Evidences from China Securities Market
..... Xuesong Tang and Rujing Ma(29)
- The Mis-pricing of Earnings and Earnings Components in China;
Empirical Evidence from A-companies
..... Zhiwen Li and Yunling Song(53)
- From M&A to Looting Feng Liu and Kai Xiang(67)
- Can Financial Information Distortion Events Prompt the
Companies Revise the System of Independent Directors?
..... Xinsheng Cheng, Haiping Li, Yanmei Luo and Ping Du(87)
- Tunneling of Large Shareholders;Co-Monitoring or Competitive Colluding?
..... Huilong Lu, Yong Lu and Le Song(97)

Conference Summary

- Focus of China Empirical Accounting Study on the New
Trends of Financial Research;Summary of 7th International
Conference on China Empirical Accounting Research
..... Zuoping Xiao, Yan Zeng and Lei Yang(113)

Call for Papers

- 8th International Conference on China Empirical
Accounting Research Call for Papers (123)
- International Conference on Finance and Governance
of Emerging Markets Call for Papers (125)

编委会启事

致 谢

推动学术发展是所有会计学者和会计实务工作者的共同事业。《中国会计评论》这个学术平台是靠大家齐心协力建立的,发展强盛更要仰仗大家的热心呵护和鼎力支持。从2007年起《中国会计评论》实现了半年刊发展成为季刊的转型(为了调整期号,2007年实际出刊3期,2008年出刊4期),审稿和编辑工作量大大增加,也就更需要大家的支持。

按照惯例,《中国会计评论》编委会在每年第一期向过去一年中参与审稿和点评的学者表达诚挚致谢。

以下名单按学者姓名拼音排序:

白云霞、陈冬华、崔学刚、杜美杰、方军雄、黄志忠、黄福广、姜付秀、
姜国华、雷光勇、李远鹏、刘军霞、陆宇建、罗 炜、牛建军、邵 军、
童盼、王斌、王克敏、伍利娜、徐浩萍、徐惠玲、杨 松、姚颐、原红旗、
岳 衡、张晨宇、张继勋、张 然、周宝源、周晓苏

(本刊理事会、编委会成员都担当组织或审稿工作,姓名不再列出)

《中国会计评论》编辑部

2009年3月

编辑部补遗

王斌、童盼发表在《中国会计评论》2008年第6卷第3期的“董事会行为与公司业绩关系研究”一文,两位作者的工作单位均为“北京工商大学商学院财务系”。

上市公司“出身”与盈余质量研究

王克敏 廉 鹏 向 阳*

摘 要 本文克服以往国有与民营上市公司盈余质量比较研究的局限性,考虑到国有股减持与股权分置改革的影响,以公司实际控制人属性与上市方式的交叉标准替代以控股股东属性或实际控制人属性的标准,确定上市公司的“出身”;同时,考虑到中国股票市场为典型的“政策市”、“消息市”,为克服以盈余与股票收益关系刻画盈余质量的局限性,以暂时性损失的持续性、可操控应计及应计质量刻画公司盈余质量,考察了上市公司“出身”对其盈余质量的影响。研究发现,在控制盈利能力、成长性、规模及所有权结构等条件下,当不考虑上市方式的影响时,国有上市公司的盈余质量更高;而在考虑上市方式的影响时,国有首发上市公司盈余质量最高,国有买壳上市公司及民营首发上市公司盈余质量次之,民营买壳上市公司盈余质量最差。

关键词 实际控制人属性,上市方式,首发上市,买壳上市,盈余质量

一、引 言

以往有关公司“出身”与盈余质量的相关研究大多以所有权性质为基础,即以控股股东属性或实际控制人属性为标准,比较分析了国有与民营上市公司盈余质量的差异。伴随着国有股减持与股权分置改革,无论是国有公司还是民营企业,其“出身”问题日益复杂化,因其有的是通过首发上市(IPOs)直接获得上市资格,而有的却是利用“买壳”等方式实现间接上市,即形成了国有首发上市、民营首发上市、国有买壳上市与民营买壳上市四类不同“出身”的公司。考虑到公司首发上市前后监管制度及其持续性与公司买壳上市制度安排存在明显差异,前者明显严于后者,这会导致两类公司盈余质量存在差异,即上市公司“出身”的复杂性会影响公司盈余质量。¹由此,本文将基于上市公司实际控制人及上市方式两类属性刻画上市公司的“出身”,并比较分析上述四类公司盈余质量

* 王克敏,复旦大学管理学院;廉鹏,吉林大学商学院;向阳,申银万国证券股份有限公司。通信作者:王克敏,邮编:200433, E-mail: wangkm@fudan.edu.cn。本文得到国家自然科学基金项目(70872023、70632002)、2006年教育部人文社会科学研究规划项目(06JJA630016)、上海市浦江人才计划、2008年度上海市社科规划项目(2008BJB019)资助。

¹ 作者已在工作论文“上市制度变迁、上市方式与公司盈余质量研究”(王克敏等,2009)中对此进行了验证。

的差异。

在我国资本市场中,尽管国有上市公司仍占据主导地位,但民营上市公司比例却逐年提高。根据 Wind 数据库,2002—2007 年民营上市公司数量分别为 222 家、316 家、385 家、397 家、509 家、571 家,占上市公司总数的比例分别为 18.42%、24.96%、28.41%、29.39%、39.50%、36.14%。通过比较分析 2002—2007 各年证监会处罚公告涉及的公司信息披露违规行为发现,民营公司分别为 9 家、10 家、15 家、35 家、38 家及 39 家,占各年民营上市公司总数的比例分别为 3.96%、3.16%、3.71%、8.82%、7.47%及 6.83%;国有公司数量分别为 30 家、20 家、15 家、48 家、25 家及 30 家,占各年国有上市公司总数的比例分别为 3.22%、2.15%、1.59%、5.07%、3.17%及 2.64%,说明伴随着民营上市公司比重的提高,其因信息披露违规受处罚比例逐年递增,且民营公司受处罚比例明显高于国有公司受处罚比例。正如《上海证券报》(2005 年 10 月 20 日)指出,为了达到圈钱、保壳的目的,民营上市公司,特别是买壳上市的民营公司,通常肆无忌惮地操纵信息披露,导致信息披露违规情况更为严重。²可见,上述证据揭示了上市公司所有权性质与上市方式两类属性——“出身”与公司信息披露违规行为的相关性。然而,以往研究大多只关注控股股东或实际控制人属性对公司信息披露行为的影响(刘凤委、汪辉和孙铮,2005;雷光勇和刘慧龙,2006;王化成和佟岩,2006;朱茶芬和李志文,2008 等),且相关研究未得到一致的结论。

本文认为,以公司实际控制人属性与上市方式的交叉标准替代以控股股东属性或实际控制人属性的标准界定的国有首发上市公司、民营首发上市公司、国有买壳上市公司、民营买壳上市公司在上市监管、股权结构及大股东掏空行为等方面存在差异,这会不同程度地导致上述四类公司信息披露行为的差异;进而,这可以为以往相关研究结论的不一致性提供解释,并为不同程度地完善不同“出身”上市公司信息披露监管法规提供理论依据。可见,本文研究对于完善中国上市公司信息披露制度,保护中小投资者利益,具有重要的理论意义与现实意义。

本文从三个方面界定盈余质量,即利用公司暂时性损失的持续性刻画的会计稳健性、Dechow 等(1995)修正 Jones 模型估计的可操控应计,以及 Dechow 和 Dechow(2002)模型估计的应计质量度量公司盈余质量。鉴于我国资本市场有效性较差,且投资者识别信息质量的能力有限(杨德明、林斌和辛清泉,2007),以股票收益刻画公司经济收益(Economic Income),利用盈余与股票收益的关系度量盈余质量会引入大量噪音,影响研究结果的稳健性。因此,本文未采用盈余反应系数(ERC)及 Basu(1997)模型刻画盈余质量。

全文具体结构如下:第二部分为相关文献回顾,第三部分为研究假设拓展,

² http://www.cnstock.com/ssnews/2005-10-20/wuban/t20051020_906465.htm

第四部分为实证分析,第五部分为主要结论与政策建议。

二、相关文献回顾

在国外资本市场中,国家控股的上市公司所占比例很小。因此,国外文献大多从家族所有权(Wang,2006;Ali,Chen 和 Radhakrishnan,2007)、管理层持股(Warfield,Wild 和 Wild,1995;Gabrielsen,Gramlich 和 Plenborg,2002)、机构投资者持股比例(El-Gazzar,1998;Jiambalvo,Rajgopal 和 Venkatachalam,2002)、控制权与现金流量权的分离程度(Francis,Schipper 和 Vincent,2005)等角度考察公司所有权结构及其属性对公司盈余质量影响。

针对公司首发上市与买壳上市的研究则主要考察了买壳上市的市场反应(Aydogdu 等,2007)、影响公司选择首发上市还是买壳上市的行业及公司特征(Brau 等,2003;Paulson 和 Stegemoller,2008),以及买壳上市后公司业绩的变化(Cao 和 Lerner,2008)。

中国股票市场设立的初衷在于转变国有企业经营机制,致使国有企业在股票市场中占主导地位。随着国有股减持、股权分置改革的推行,民营上市公司数量不断增加。对此,已有研究主要考察了国有与民营上市公司盈余质量的差异,但其结论并不一致,主要表现为:

(一) 有关国有上市公司盈余质量更高的研究

首先,在以控股股东属性划分国有与民营上市公司的研究中,刘凤委、汪辉和孙铮(2005)利用修正 Jones 模型及线下项目刻画公司盈余质量,研究发现,国家控股公司盈余管理程度明显低于法人控股公司,说明国有上市公司盈余质量更高。雷光勇和刘慧龙(2006)利用修正 Jones 模型,考察了公司股权结构对配股前盈余管理行为的影响,结果发现,国家控制的公司,其配股前的公司盈余管理程度明显下降。孙亮和刘春(2008)利用修正 Jones 现金流模型度量操控性应计,证实与民营上市公司相比,国有上市公司盈余管理程度更低,即后者盈余质量更高。

其次,在以实际控制人划分国有与民营上市公司的研究中,Ding,Zhang 和 Zhang(2007)使用修正 Jones 模型,验证了民营上市公司盈余管理程度更为严重。张继袖和陆宇建(2007)研究证明了国有公司盈余反应系数(ERC)更高,即国有公司盈余质量更高。

(二) 有关国有上市公司盈余质量更低的研究

首先,在以控股股东属性划分国有与民营上市公司的研究中,刘立国和杜莹(2003)考察了控股股东属性对财务舞弊行为的影响,结果表明,当第一大股东为国资委时,公司更可能发生财务舞弊。Bushman,Piotroski 和 Smith(2004)

在不同国家公司透明度决定因素的研究中,考察了国有股权对公司财务透明度的影响,结果发现,随着国有股权比例的增加,公司财务透明度明显下降。王化成和佟岩(2006)采用盈余反应系数度量盈余质量,研究发现,国有控股公司盈余质量更低。陈旭东和黄登仕(2007)利用 Basu(1997)模型,验证国家股比例与公司会计稳健性显著负相关。

其次,以实际控制人属性划分国有与民营上市公司的研究中,孙铮、刘凤委和汪辉(2005)利用 Basu(1997)模型,证明了债务契约对国家控股公司的约束能力较弱,致使其会计稳健性差。于鹏(2007)考察了公司实际控制人属性对财务重述的影响,结果表明,与非国有控股的上市公司相比,国有控股上市公司更有可能发生财务重述。朱茶芬和李志文(2008)利用 Basu(1997)模型的检验发现,国家控股公司的会计稳健性更差,且内部人控制、债务预算软约束及政府干预是影响其会计稳健性的内在制度因素。

(三)有关控股股东属性及实际控制人属性与公司盈余质量之间没有显著相关性的研究

胡凯(2006)以审计意见类型刻画公司会计操纵,结果发现,控股股东身份对会计操纵行为并没有显著影响。罗正英和吴昊(2007)以非货币性交易作为盈余管理程度的度量,研究发现,政府控制的公司与非政府控制的公司盈余管理程度并无显著差异。

此外,部分研究还考察了首发上市与买壳上市等上市方式对公司业绩及公司治理的影响。牛建波和李胜楠(2007)、李善民和周小春(2007)及王化成等(2007)均发现,与首发上市公司相比,买壳上市公司通常业绩更差,且公司上市方式会影响公司治理与公司业绩的敏感性。遗憾的是,相关研究并没有分析首发上市与买壳上市等上市方式对公司盈余质量的影响。

综上所述,以往相关研究中的上市公司“出身”划分标准及盈余质量度量方法均存在一定的局限性,造成国有与民营上市公司盈余质量比较研究结论的不一致。

首先,国有与民营上市公司划分标准存在偏差。以控股股东属性作为划分标准存在较大偏差。原因之一是,在国有企业民营化进程中,由于股权转让、过户所需时间均较长,年报中控股股东属性与实际控制人属性之间存在较大偏差,导致该划分标准会造成研究样本分类误差;原因之二是,大量公司对法人股性质的信息披露并不充分,致使无法明确其控股股东是国有法人股还是民营法人股,导致国有与民营公司分类存在偏差(Liu 和 Sun, 2003)。

其次,盈余质量度量方法存在差异。以往研究中盈余质量的度量可分为三类:以公司盈余构成度量(可操控应计、非货币性交易)、以盈余与股票收益关系的度量(盈余反应系数、Basu(1997)模型)、以外部机构提供信息的度量(审计师意见、处罚公告)。针对模型估计的有效性及中国资本市场与上市公司的特殊

制度背景,以上三类度量方法均存在一定的局限性:(1)大量文献使用修正 Jones 模型估计可操控应计,但是,考虑到该模型对不可操控应计与可操控应计区分能力较弱(Dechow, Sloan 和 Sweeney, 1995),以及模型估计方法的问题(夏立军, 2003; Hribar 和 Nichols, 2007),其检验效力非常有限。(2)考虑到中国股票市场是典型的“政策市”、“消息市”,投资者对宏观经济政策及相关产业政策更为关注,导致股票价格并不能真实反映公司实际经营状况(杨德明、林斌和辛清泉, 2007)。特别是在股权分置改革期间,大量公司长时间停牌,使得股票价格无法及时、准确地反映公司盈余信息。因此,以盈余与股票收益关系刻画盈余质量包含大量噪音,降低模型检验的内部效度。(3)以审计师意见类型、处罚公告等作为盈余质量的度量缺乏典型性,且可获得的样本较少,难以保证研究结果稳健性。

考虑到我国上市公司所有制变迁中实际控制人属性与上市方式交互作用,本文将克服以往有关国有与民营上市公司盈余质量比较研究的局限性,以公司实际控制人属性与上市方式的交叉标准替代以控股股东属性或实际控制人属性的标准,即按照上市公司“出身”划分为国有首发上市公司、国有买壳上市公司、民营首发上市公司及民营买壳上市公司,并在一定条件下,比较不同“出身”的上市公司盈余质量的差异。为克服以盈余与股票收益关系刻画盈余质量的局限性,本文主要借鉴 Dechow 和 Dechow (2002), Ball 和 Shivarkuma (2005; 2006; 2008) 及 Wang (2006) 的研究方法,以暂时性损失的持续性、可操控应计及应计质量刻画公司盈余质量。

三、研究假设拓展

(一) 国有与民营上市公司盈余质量的差异

公司盈余质量取决于高质量财务报告的供给与需求(Ball, Kothari 和 Robin, 2000; Ball, Robin 和 Wu, 2003)。在此,我们先比较分析国有与民营上市公司财务报告供给与需求的差别,进而考察国有与民营上市公司盈余质量的差异。

1. 国有上市公司

首先,作为一个新兴市场,在市场秩序、法律体系和监管制度不完善的条件下,国家所有权是以国家信用替代公司信用,为上市公司质量提供担保,国有控股的股权结构可以作为投资者保护的替代机制(张春霖, 2002; 王克敏和陈井勇, 2004; 徐晓东, 2006; 计小青, 2006)。政府出于维护国家信用及证券市场平稳发展的需要,会加强对国有上市公司信息披露的监督力度,强化了国有上市公司提供高质量财务报告的激励,促使其提高公司盈余信息质量。

其次, Jensen 和 Meckling (1976) 指出,公司管理者与外部股东的利益并不一致,自利的管理者通常侵占外部股东利益,使其自身效用最大化。对于国有

公司而言,政府代替了外部股东,监督管理者行为。为了获取必要的信息,实现对管理者的监督,政府机构成为公司财务报告重要使用者,对高质量盈余信息需求明显增强,使公司盈余质量提高。

再次,国有上市公司的实际控制人可以追溯至中央及地方政府。政府的目标在于保证就业、维护社会稳定及获取税收。由于我国特殊的上市制度,上市公司本身即作为一种稀缺资源,政府通常会采取各种方法扶持国有上市公司经营发展,保证上市公司的融资资格,避免退市。政府“扶持之手”的推动有利于国有公司盈利能力持续性,保持较高的盈余质量。

2. 民营上市公司

首先,在中国特殊的制度背景下,投资者保护机制尚不健全,相关法律、法规执行力度较弱,民营控股股东对上市公司的“掏空”成为更加严峻的问题(汤谷良和戴璐,2006;朱红军、王彬和田子莘,2007)。与国有上市公司能够获得政府支持不同,民营上市公司受到的融资约束更强,致使民营公司实际控制人更有可能利用金字塔结构的杠杆效应,间接控制上市公司。当控制权与现金流量权分离时,一方面,实际控制人“掏空”上市公司的激励明显增强(Fan 和 Wong, 2002);另一方面,在我国投资者保护制度不断完善条件下,其“掏空”行为的成本增大(吕长江和肖成民,2007)。因此,为了掩饰其侵占行为,民营公司实际控制人更有可能与公司管理者合谋,粉饰公司业绩,致使公司高质量盈余信息的供给明显下降,公司盈余质量显著降低。

其次,公司高质量的信息披露是有成本的,其可能会引入新的竞争者,降低公司价值(Dye,1985;Rogers 和 Stocken,2005)。考虑到国有和民营公司的发展受到政府干预,政府往往控制着关系到国计民生的垄断性行业,而将一些次要行业进行民营化,使得民营公司所在行业进入门槛较低。与国有公司相比,民营控股股东及实际控制人保护其信息优势的激励更强,通常会延缓信息披露(邓淑芳、陈晓和姚正春,2007)。因此,当披露盈余信息时,民营公司及时、准确披露盈余的激励降低,导致公司盈余质量下降。

再次,公司财务报告的一个重要作用在于让股东了解公司经营状况。与国有公司相比,民营公司控股股东监督、控制公司经营过程的激励更强,且能够更深入地了解公司实际经营业绩,而通过财务报告获取公司信息的可能性大大降低,从而,减少了公司实际控制人及控股股东对高质量财务报告的需求,导致公司盈余质量下降。

由此,本文得出假设 1:在一定条件下,国有上市公司的盈余质量高于民营上市公司的盈余质量。

(二) 首发上市公司与买壳上市公司盈余质量的差异

1. 首发上市公司

首先,考虑到我国公司上市发审、保荐制度变迁,证监会对拟上市公司的盈

利能力有明确要求,即在上市前公司必须连续三年盈利。虽然该监管制度造成了上市公司通常操纵其会计盈余,实现“包装”上市(Aharony, Lee 和 Wong, 2000)。但是,在公司上市后,来自证券监管部门及外部专业机构的持续督导能够在一定程度上遏制过度盈余管理行为。

其次,首发上市公司的控股股东持股比例通常较高(Helwege, Pirinsky 和 Stulz, 2007),实际控制人的控制权与现金流量权分离程度较小,使其更关注公司长远发展,“掏空”上市公司的激励较低,有利于保证公司盈利能力的持续性,提高公司盈余质量。

2. 买壳上市公司

与首发上市公司不同,证监会并未对上市公司控制权收购方的资质做出相应规定,这导致了公司收购方经营能力存在较大差异。当收购方资金实力及经营能力较差时,公司新实际控制人通常会利用金字塔式的股权结构,发挥其杠杆效应,降低获取上市公司控制权的成本。同时,金字塔结构会引起公司实际控制人控制权与现金流量权分离,增强其“掏空”上市公司的激励,进而,导致公司盈利能力及盈余质量下降。即便收购方资金实力及经营能力较强,考虑到“壳”公司盈利能力较差,且通常背负着沉重的历史包袱,影响买壳上市公司盈利持续性,从而,买壳上市公司粉饰公司业绩的激励增强,致使该类公司盈余质量下降。

于是,本文得出假设 2:在一定条件下,首发上市公司盈余质量高于买壳上市公司盈余质量。

(三) 公司实际控制人属性与上市方式对盈余质量的交互影响

无论国有公司还是民营公司都可以通过首发或买壳方式实现上市。我们将考虑实际控制人属性与上市方式的交互影响,分别讨论国有首发上市、国有买壳上市、民营首发上市、民营买壳上市四类上市公司盈余质量的差异。

1. 国有首发上市公司与国有买壳上市公司盈余质量的差异

我国股票市场设立的初衷为服务于国有公司改制,提高其经营效率。但是由于早期发行制度的限制,能够首发上市的公司较少,使得上市公司成为一种稀有的资源,特别是对于地方政府而言,上市公司成为地方政府维护其形象,并通过上市公司获得股权融资,支持地方经济发展的手段。因此,首发上市的国有公司通常能够得到来自政府的大力扶持,有利于保证盈余持续性增长,提高盈余质量。针对国有买壳上市公司,考虑到我国股票市场中近 2/3 的股份为非流通股,通过二级市场收购上市公司的案例极少,大多数国有公司控制权转让体现了政府的意志。因此,两种可能形成买壳上市的国有公司,一种是原国有公司经营业绩较差,需要引入新股东实现公司重组;另一种是政府主导的产业结构调整也会创造大量买壳上市的国有公司。基于假设 2 的论证可知,前一种情况会导致公司盈余质量下降。后一种情况则会导致公司盈余质量提高。其