

# 股权结构与上市公司 真实盈余管理研究

周 娟 著



Study on Ownership Structure and  
Real Earnings Management of  
Listed Companies

中国社会科学出版社

■ 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“安全与我国金融审计制度创新研究”，项目编号：10JZD00019。  
■ 武汉大学人文社会科学研究项目“股权结构与上市公司真实盈余管理研究”，项目编号：105274155

# 股权结构与上市公司 真实盈余管理研究

周 娟 著

Study on Ownership Structure and  
Real Earnings Management of  
Listed Companies

中国社会科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构与上市公司真实盈余管理研究 / 周娟著. — 北京: 中国社会科学出版社, 2013. 10

ISBN 978 - 7 - 5161 - 3305 - 7

I. ①股… II. ①周… III. ①上市公司—企业利润—管理—研究  
IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 229376 号

---

出 版 人 赵剑英  
责任编辑 孔继萍  
责任校对 王兰馨  
责任印制 王炳图

---

出 版 **中国社会科学出版社**  
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)  
网 址 <http://www.csspw.cn>  
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619  
发 行 部 010 - 84083685  
门 市 部 010 - 84029450  
经 销 新华书店及其他书店

---

印 刷 北京奥隆印刷厂  
装 订 北京市兴怀印刷厂  
版 次 2013 年 10 月第 1 版  
印 次 2013 年 10 月第 1 次印刷

---

开 本 710 × 1000 1/16  
印 张 12.75  
插 页 2  
字 数 220 千字  
定 价 38.00 元

---

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社联系调换  
电话: 010 - 64009791  
版权所有 侵权必究

## 中文摘要

近几年来，上市公司真实盈余管理成为理论界和实务界关注的热点问题。真实盈余管理是公司的控制人（管理层或控股股东）为实现自身利益最大化，通过有目的地安排（规划）偏离正常经营情况，违背企业价值最大化的经济活动来操控财务报告数据的行为，使得财务报告达到其所期望的水平（或标准）。其结果背离了公司价值最大化目标，降低了财务报告信息的可靠性，增加了公司的代理成本。股权结构是公司治理结构的重要基础，它在很大程度上决定着公司控制权的分配，决定着公司的代理关系和代理问题。公司控制人利用手中掌握的权利，控制着公司各种重大经济活动决策，真实盈余管理决策就是其中之一。到底股权结构是如何影响上市公司真实盈余管理的？股权结构在影响上市公司真实盈余管理决策方面扮演了什么样的角色？其作用机理是什么？股权结构的哪些特征影响公司真实盈余管理行为？本书拟从股权性质、股权集中度和股权制衡三个方面分析我国上市公司股权结构与真实盈余管理之间的关系，试图回答以上问题。

对于股权性质，本书证明了控股股东性质影响着我国上市公司真实盈余管理行为。控股股东性质的不同，上市公司真实盈余管理的程度存在显著性差异。无论是从真实盈余管理的总体指标，还是个体指标来看，国有产权控股的上市公司真实盈余管理程度均显著低于私有产权控股的上市公司；进一步，中央直属国有企业控股的

上市公司真实盈余管理程度显著低于地方所属国有企业控股的上市公司。三者综合起来,中央直属国有企业控股的上市公司真实盈余管理程度最低,地方所属国企控股的上市公司真实盈余管理居中,私有产权控股的上市公司真实盈余管理程度最高。存在上述差异的原因,可能是中国上市公司不同控股股东所面临的财务政策、政府支持、监督环境和经营目标存在差异,导致不同控股股东控制的上市公司真实盈余管理的动机和程度产生显著性差异。

本书证明了股权集中度影响着上市公司真实盈余管理行为,不同的股权集中度对真实盈余管理程度产生显著性差异。从总体指标来看,我国上市公司的股权集中度与真实盈余管理之间存在显著的U形关系。但个体指标没有得到一致的结论,其中股权集中度与异常生产成本、异常可操控性费用呈显著的U形关系;而股权集中度与异常经营活动现金流之间不具有显著的U形关系,而是呈正向线性关系。进一步,不同性质的控股股东控制下的上市公司股权集中度与真实盈余管理之间也存在显著差异。国有产权控股的上市公司除异常经营活动现金流外,其他三个真实盈余管理变量,即真实盈余管理总体指标、异常生产成本和异常可操控性费用与股权集中度之间呈U形关系,并且在1%水平上显著。而私有产权控股的上市公司,股权集中度与真实盈余管理的总体变量、异常经营活动现金流、异常生产成本和异常可操控性费用表现为显著的正相关关系,而不是U形关系。

本书证明了总体上我国上市公司股权制衡对真实盈余管理并没有起到抑制作用。但是,当我们将样本按控股股东性质分中央直属国有企业控股、地方所属国有企业控股和私有产权控股的上市公司分别进行回归,不同样本间存在显著差异。对于中央直属国有企业控股的上市公司,其股权制衡度与真实盈余管理之间呈显著负相关关系,但异常可操控性费用变量不显著,说明在中央直属国有企业控股的上市公司中,第二大股东在公司治理方面起到一定的制衡作用,其能有效地抑制控股股东实施真实盈余管理行为。地方所属国

有企业控股的上市公司股权制衡与真实盈余管理之间关系并不明确，说明在地方所属国有企业控股的上市公司中，第二大股东没有起到应有的监督控股股东的制衡作用，对真实盈余管理没有起到抑制作用。而对于私有产权控股的上市公司，其股权制衡度与真实盈余管理呈显著正相关关系，说明在私有产权控股的上市公司中，第二大股东不但没有发挥应有的制衡作用，反而促使控股股东实施更多的真实盈余管理行为。

关键词：真实盈余管理 控股股东 股权性质 股权集中度  
股权制衡

# Abstract

In recent years, real earnings management of listed companies has become a hot issue of theoretical and practical fields. Real earnings management affects data of financial reporting through management's attempt to arrange the business activities, which deviate from normal business operations, violating corporate value maximization, achieving expected standards of financial reporting, to maximize the private benefits of controlling shareholders. It will violate the goal of corporate value maximization, reducing the reliability and authenticity of financial reporting and increasing the company's agency costs.

The ownership structure which determines the allocation of corporate control, is the foundation of corporate governance, thus determining the company's agency relationships and agency problems. Controlling shareholders possessing the rights control the company major economic activities in decision-making, one of which is real earnings management. How does the ownership structure effect real earnings management of listed companies? What role does ownership structure play in real earnings management decision-making? And how does it work? Which characteristic of ownership structure effects real earnings management? This article intends to research the relationship between ownership structure and real earnings management of listed companies in China from the types of controlling

shareholders, ownership concentration and check-and-balance of stock ownership, to answer these questions.

In the aspect of types of controlling shareholders, we prove that the types of controlling shareholder impact on real earnings management of listed companies in China. With the differences of the controlling shareholders' types, the degree of real earnings management of listed companies differentiates significantly. Whether it is from the comprehensive index of real earnings management, or the single indexes, the extent of real earnings management of the state-owned listed companies is lower than the private listed companies; further, the level of real earnings management of listed companies of SOEs affiliated to the central government is directly under SOEs affiliated to the local government (SOELGs). All in all, the extent of real earnings management of SOECGs is the minimum, the real earning management of SOELGs, is in the medium class, the highest is in the private companies. The existence of such differences may be the difference in financial policies, government support, supervision of environmental, and business goal that controlling shareholders of Chinese listed companies faced, resulting in significant differences of motives and the degree of real earning management, for listed companies of different controlling shareholders

In this paper, we prove the ownership concentration affects the real earnings management of listed companies. The degree of ownership concentration affects extent of real earnings management significant differently. The comprehensive index shows that there is a significant U-shaped relationship between ownership concentration and real earnings management of listed companies in China. However, we do not get the same conclusion from single indexes. There is still a significant relationship between the ownership concentration and abnormal production costs. But the relationship between ownership concentration and abnormal cash flow

from operating activities isn't show a "U" shape, but a positive liner. Further, there were significant differences between the ownership concentration and real earning management of listed companies in the control of different nature of controlling shareholders. In the state-owned listed enterprises, the other three indexes of real earnings management, that is, the real earnings management comprehensive index, abnormal production costs and abnormal discretionary expenses showing a U-shaped relationship between ownership concentration and significantly in the 1% level, except for abnormal cash flow from operating activities. While in the private listed companies, ownership concentration, and overall real earnings management indexes, including comprehensive index, abnormal cash flow from operations, abnormal production costs and abnormal discretionary expenses have a significant positive correlation, rather than U-shaped relationship.

In this paper, we prove the check-and-balance of stock ownership does not play an inhibitory effect on real earnings management of China's listed companies in general. However, there were significant differences between the different samples when we divide the samples depending on the nature of controlling shareholders directly into three groups of SOECGs, SOELGs and private listed companies. For SOECGs The relationship between real earnings management and check-and-balance of stock ownership was a significant negative correlation, excepting abnormal discretionary expenses was not significant, indicating SOECGs, the second largest shareholders plays a certain supervision role depressing the real earnings management behavior of controlling shareholders. For SOELGs, the relationship between check-and-balance of stock ownership and real earnings management is not uncertain, indicating in SOELGs the second largest shareholder did not effectly supervise the controlling shareholder, and did not play an inhibitory effect on real earnings management. For the

private listed company, the relationship was a significant positive correlation, indicating that the second largest shareholder in the private listed company, not only failed to play its proper role of checks and balances, but to promote the controlling shareholder's implementation of real earnings management behavior.

Key words: Real Earnings Management, Controlling Shareholders, The Types of Controlling Shareholders, Ownership Concentration, Check-and-Balance of Stock Ownership

# 目 录

|                                        |      |
|----------------------------------------|------|
| 中文摘要.....                              | (1)  |
| Abstract .....                         | (1)  |
| 第一章 绪论.....                            | (1)  |
| 第一节 问题的提出.....                         | (1)  |
| 第二节 研究的制度背景.....                       | (6)  |
| 一 我国企业改革历程和资本市场的发展.....                | (6)  |
| 二 我国上市公司股权结构特征.....                    | (7)  |
| 第三节 研究意义 .....                         | (11) |
| 一 拓展了盈余管理的研究内容 .....                   | (11) |
| 二 为优化我国上市公司股权结构和公司治理<br>结构提供理论依据 ..... | (12) |
| 三 为会计政策制定机构和证券监管机构<br>提供决策依据 .....     | (12) |
| 四 为会计信息使用者提高决策质量提供理论指导 .....           | (13) |
| 第四节 研究思路和主要内容 .....                    | (13) |
| 第五节 相关概念的辨析 .....                      | (16) |
| 一 盈余管理、应计盈余管理与真实盈余管理.....              | (16) |
| 二 股权结构 .....                           | (25) |

|                                        |              |
|----------------------------------------|--------------|
| 第六节 主要创新 .....                         | (30)         |
| <b>第二章 文献综述 .....</b>                  | <b>(32)</b>  |
| 第一节 真实盈余管理的文献回顾 .....                  | (32)         |
| 一 国外真实盈余管理的研究成果 .....                  | (32)         |
| 二 国内真实盈余管理的研究成果 .....                  | (66)         |
| 第二节 股权结构与盈余管理的文献回顾 .....               | (72)         |
| 一 国外股权结构与盈余管理的研究成果 .....               | (72)         |
| 二 国内股权结构与盈余管理的研究成果 .....               | (82)         |
| 第三节 文献回顾述评和研究启示 .....                  | (92)         |
| 一 文献回顾述评 .....                         | (92)         |
| 二 研究启示 .....                           | (95)         |
| <b>第三章 理论基础 .....</b>                  | <b>(96)</b>  |
| 第一节 委托代理理论 .....                       | (96)         |
| 一 西方传统委托代理理论:全体股东与经营者<br>之间的代理关系 ..... | (98)         |
| 二 控股股东与中小股东之间的委托代理理论 .....             | (98)         |
| 三 双重委托代理理论:两种代理关系的并存 .....             | (100)        |
| 第二节 契约理论 .....                         | (101)        |
| 第三节 信息不对称理论 .....                      | (104)        |
| 第四节 产权理论 .....                         | (105)        |
| <b>第四章 股权性质与真实盈余管理 .....</b>           | <b>(109)</b> |
| 第一节 理论分析与研究假设 .....                    | (109)        |
| 一 私有产权控股与国有产权控股 .....                  | (111)        |
| 二 中央直属国有企业控股与地方所属<br>国有企业控股 .....      | (113)        |
| 第二节 研究设计 .....                         | (115)        |

---

|      |                                 |       |
|------|---------------------------------|-------|
| 一    | 样本选择与数据来源 .....                 | (115) |
| 二    | 研究变量的设计 .....                   | (116) |
| 三    | 回归模型 .....                      | (123) |
| 第三节  | 实证结果分析 .....                    | (123) |
| 一    | 描述性统计 .....                     | (123) |
| 二    | 相关性检验 .....                     | (128) |
| 三    | 回归结果分析 .....                    | (131) |
| 四    | 可靠性检验 .....                     | (136) |
| 第四节  | 小结 .....                        | (137) |
| <br> |                                 |       |
| 第五章  | 股权集中度、股权制衡与真实盈余管理 .....         | (139) |
| 第一节  | 股权集中度与真实盈余管理 .....              | (139) |
| 一    | 理论分析与研究假设 .....                 | (139) |
| 二    | 模型建立和实证结果分析 .....               | (142) |
| 第二节  | 股权制衡度与真实盈余管理 .....              | (155) |
| 一    | 理论分析和研究假设 .....                 | (155) |
| 二    | 研究变量的设计和模型建立 .....              | (157) |
| 三    | 实证结果分析 .....                    | (158) |
| 第三节  | 小结 .....                        | (163) |
| <br> |                                 |       |
| 第六章  | 研究结论与启示 .....                   | (165) |
| 第一节  | 研究结论 .....                      | (165) |
| 一    | 控股股东性质影响着上市公司真实<br>盈余管理水平 ..... | (165) |
| 二    | 股权集中度对真实盈余管理程度产生<br>显著性影响 ..... | (166) |
| 三    | 股权制衡对真实盈余管理并没有起到<br>抑制作用 .....  | (166) |
| 第二节  | 政策建议 .....                      | (167) |

|            |                          |       |
|------------|--------------------------|-------|
| 一          | 提高法律机制对投资者的保护程度 .....    | (167) |
| 二          | 完善上市公司和控股股东控制的治理机制 ..... | (168) |
| 三          | 完善上市公司信息披露制度 .....       | (169) |
| 四          | 优化司法介入政策,强化司法保障职能 .....  | (169) |
| 第三节        | 研究局限和有待研究的问题 .....       | (170) |
| 一          | 研究局限 .....               | (170) |
| 二          | 有待研究的问题 .....            | (171) |
| 参考文献 ..... |                          | (172) |
| 后记 .....   |                          | (187) |

# 第一章

## 绪 论

### 第一节 问题的提出

股权结构与盈余管理一直以来是国内外学者关注的热点问题，相关文献较为丰富。然而，以往的研究多主要集中在股权性质、股权集中度、控制权和所有权的分离度是否对盈余的信息含量、盈余管理产生影响以及不同的制度环境下股权结构对盈余管理的影响等方面。Warfield 等（1995）、Rajgopal 等（1999）以美国资本市场为研究对象，发现管理层或机构投资者持股比例的提高会减少管理层和股东之间的委托代理冲突，进而会降低管理层管理盈余的动机和机会，从而提高会计盈余的信息含量。Fan 和 Wong（2000）借鉴这一研究思路，以东亚经济体中的七国为研究对象，发现东亚各国通过金字塔或交叉持股的股权结构掌握了公司 70% 以上的控制权（除了日本以外），控制权高度集中于家族手中，并通过实证研究发现盈余的信息含量与控股股东的控制权显著负相关；同时，盈余的信息含量与控股股东的所有权和控制权的分离度显著负相关。Leuz、Nanda 和 Wysocki（2003）从法律制度环境的角度研究不同国家盈余管理系统性差异，他们发现在股票市场发达、股权结构分散、投资者保护较好、法律实施较好的外部人经济中，公司的盈余管理行为较少；相反，在股票市场欠发达、股权集中、投资者保护

较弱、法律实施较弱的内部人经济中，企业的盈余管理程度相对严重一些。并且认为，小股东保护弱化和控制权私有收益的存在是盈余管理动机的根源。Liu 和 Lu (2003) 认为，在新兴市场，“隧道效应”是特别严重的，公司治理机制例如股权结构、独立董事、有效的外部接管市场和高质量的信息披露不够有效，不足以保护中小投资者。如果控股股东想掏空公司价值，他们有动机掩盖公司真实的业绩，并向外部股东掩盖他们所获得的控制权私有收益。这意味着，在公司的治理机制特别低的情况下，盈余管理实质上与“隧道效应”紧密相关，此时控股股东的私有收益更高，而且被外部察觉的可能性更低。Jian 和 Wong (2003) 以 21 世纪初美国频频发生的会计丑闻和 1997—1998 年出现的市场危机为研究背景，研究发现有大量的例子表明管理层和大股东利用关联交易来操纵盈余，或者从他们的公司转移资源。在中国，公司特殊的股权结构、经济制度和不完善的法律体系促成了关联方的交易，集团控制的上市公司更可能利用关联交易来操纵盈余和掠夺公司资源，减少公司价值。Koh (2003, 2005) 将机构投资者分为短期机构投资者和长期机构投资者，认为在那些利用盈余管理以达到盈余目标的公司中，长期机构投资者的持股水平与可操控性应计项显著负相关，而短期机构投资者持股水平并不系统地与激进的盈余管理相关。这意味着长期机构投资者能缓和公司激进的盈余管理行为。此外，还有学者从公司外部人持股、是否与集团公司存在隶属关系 (Chang & Hong, 2000; Kim & Yi, 2000; Friedman et al., 2004)、终极控制人属性 (陈晓, 2000; 余明桂, 2004; 刘运国, 2009)、家族成员持股 (Dechun Wang, 2006) 和公司是否上市 (Beatty & Harris, 1998; Ball & Shivakumar, 2005; Vander Bauwhede et al., 2003) 等方面研究股权结构与盈余管理之间的关系。

上述研究具有的特点和存在的不足是：(1) Healy 和 Wahlen 早在 1999 年开创性地提出，公司的盈余管理包含应计盈余管理和真实盈余管理两种主要方式，Zang (2007)、Cohen 等 (2008)

也提出了相同的观点。当前,在研究股权结构对盈余管理的影响时,学者们对盈余管理的考察仅限于应计盈余管理,而忽视了真实盈余管理的存在,或者将真实盈余管理看作应计盈余管理,实证分析时用应计盈余管理变量来衡量和研究真实盈余管理。(2)国外的研究对象主要以股权结构相对分散的英美国家的上市公司,以及股权高度集中、家族控股的东亚国家上市公司为主。由于在不同的国家,不同的历史背景和制度环境形成了上市公司不同的股权结构特征,这些股权结构特征对盈余管理行为产生了不同的影响,以致已有的研究结论尚未达成一致,有的甚至相互矛盾。而对于国内的研究主要围绕着上市公司股权结构特征、公司治理与关联交易、利益输送、资本性支出、掏空、盈余质量、资源转移、资产出售等内容讨论,而直接研究股权结构与盈余管理的文献相对较少,研究股权结构与真实盈余管理的文献更是少之又少。那么,究竟股权结构在公司实施真实盈余管理方面扮演了何种角色,尤其,针对我国特殊的背景下形成的股权结构,对真实盈余管理产生什么影响,目前尚无相关的直接证据。鉴于此,本书研究我国上市公司股权结构与真实盈余管理的关系。

近几年,一些学者开始关注真实盈余管理 (Graham, 2005; Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2008; Zang, 2012)。他们发现,公司操控会计数据,不仅通过应计盈余管理,而且还通过方式更加隐蔽的真实盈余管理来实现。应计盈余管理,主要以会计选择、会计估计为主要手段以实现盈余目标;而真实盈余管理则是公司通过有目的地安排(规划)偏离正常经营情况,违背企业价值最大化的经济活动来操控会计数据的行为 (Roychowdhury, 2006)。也就是说,盈余管理包含应计盈余管理和真实盈余管理两种方式 (Healy & Wahle, 1999; Zang, 2007; Cohen et al., 2008)。而且,实践和实证研究证明真实盈余管理行为在上市公司中具有一定的普遍性。Graham 等 (2005) 通过调查和采访美国公司 401 个财务高管发现,大多数公司认为盈余,特别是 EPS 是至关重要的,其重要