

控股股东股份变动与公司盈余管理

——基于我国 A 股上市公司的数据

倪慧萍^{1,2}

(1. 南京审计学院 国际审计学院, 江苏 南京 211815; 2. 南京大学 管理学院, 江苏 南京 210093)

[摘要]全流通背景下, 控制股东股份增持、减持成为常态。为了低价增持、高价减持, 控股股东有操纵盈余的动机。基于 2009 年至 2011 年我国 A 股上市公司数据对控股股东股份增持、减持行为与公司盈余管理的关系进行检验, 结果显示: 控股股东增持时, 会操控公司管理层将盈余向下操纵; 控股股东减持时, 会操控公司管理层将盈余向上操纵。如果没有外界有效监管, 控股股东就可能持续、重复地侵占中小股东利益。

[关键词]控股股东; 股份变动; 股份增持; 股份减持; 股权制衡; 盈余管理; 股权分置改革; 股票全流通

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)06-0087-10

随着中国证券市场全流通时代的到来, 控股股东股份增持与减持过程中有没有借助盈余管理侵占中小股东利益, 值得研究者关注。2005 年股权分置改革之前, 中国证券市场上 70% 的股权属于非流通股, 大股东的股票须在二级市场之外以协议价进行交易, 股票市价并不是非流通股的估价基础。2005 年股权分置改革后, 即非流通股以对价补偿方式换得流通权后, 大股东的股票可以在二级市场上或交易所大宗交易系统上按照市价或以市价为基础的竞价进行交易。股票全流通后, 控股股东有操纵盈余实现低价增持、高价减持的动机。本文试图运用 2009 年至 2011 年我国 A 股上市公司数据对控股股东股份变动与公司盈余管理的关系进行研究, 以探求控股股东通过操纵盈余来实现低价增持、高价减持的动机是否会转化为行动。

一、文献回顾

(一) 对盈余管理的研究

控股股东侵占中小股东利益的方式主要有三种: 一是利得分配不成比例, 二是排斥中小股东, 三是股价操纵^[1]。股价操纵又分为三类: 基于行为的操纵, 基于交易的操纵, 基于信息的操纵^[2]。基于行为的操纵, 是指控股股东先低价购买公司股票, 等公司股票上升时再发布公司收购信息, 而当股价因为收购信息继续上涨时则抛售公司股份; 基于交易的操纵, 是控股股东纯粹通过交易向市场传递庄家操作信息; 基于信息的操纵, 是指控股股东在期望股价降低时发布坏消息, 在期望股价上升时故意发布好消息。盈余管理是基于信息的操纵, 控股股东常用它来侵占中小股东利益。

盈余管理从行为动因角度可分为三类, 即契约动因、监管动因和资本市场动因^[3]。中国证券市场非全流通时, 盈余管理研究主要从契约动因以及监管动因出发, 因为当时基于控股股东股份增持与减持角度的资本市场动因还不具备基础条件。资本市场动因是指由于会计信息被用于公

[收稿日期]2013-01-29

[基金项目]江苏省教育厅高校哲学社会科学基金项目(09SJD630054); 江苏省普通高校研究生科研创新计划(CX07B-247r)

[作者简介]倪慧萍(1971—), 女, 江苏兴化人, 南京审计学院国际审计学院副教授, 南京大学管理学院博士生, 主要研究方向为公司治理与审计。

司股票估价,因此会计盈余被操纵以影响公司股价^[4]。对资本市场动因开展的研究,除了从大股东角度,还有从股票发行、股权激励、管理层收购、收购兼并等角度。大股东角度的研究,可提供大股东是否侵占中小股东利益的经验证据。譬如,Fan 和 Wong 的研究发现大股东根据自身偏好来披露盈余信息,削弱了盈余信息的信息含量,从而不利于中小股东知悉公司实况^[5]。再如,Leuz 等的研究发现盈余管理是由于大股东试图获取私人利益、试图向中小股东隐藏企业真实业绩而造成的^[6]。中国证券市场股票全流通为从大股东角度对资本市场动因盈余管理的研究提供了基础条件。正是基于此,我们对控股股东股份增持与减持过程是否利用盈余管理侵占中小股东利益的研究才能得以开展。

(二) 对控股股东股份增持与减持行为的研究

对于控股股东的研究,通常围绕其是否占用上市公司资金^[7-8]、怎样影响财务报告稳健性^[9]和盈余可靠性^[10]等问题展开。对控股股东增持与减持的研究,相对要少,即使有,也更多侧重于对该行为的影响因素,如曹国华和林川的研究^[11],鲜少有研究涉及股份增持与减持背后的经济后果以及对中小股东利益的侵占。即使偶尔有,也没有获得相应的经验证据,如张颖的研究^[12]。

综上所述,本文对于控股股东股份变动过程中是否借助于盈余管理达成其侵占中小股东利益目的的研究不仅具有现实意义,还更具有文献价值。

二、理论分析与假设提出

盈余管理的实质是各利益相关方在特定制度环境下相互博弈的过程和结果在会计报表上的反映。从委托代理角度来看,它反映了公司代理问题,既反映了股东与管理层之间的第一类代理问题,也反映了中小股东与大股东之间的第二类代理问题,而第二类代理问题附着于第一类代理问题上。无论中小股东是否愿意,他们股权的分散性决定了他们行使权利的方式主要是“搭便车”和“用脚投票”,而对管理层的监督只能依赖于大股东。我国上市公司普遍存在着“一股独大”现象,这意味着第一大股东通常是控股股东。

(一) 控制股东的控制权私人利益

控股股东大份额持股的动机在于获得控制权公共利益和控制权私人利益^[13-14]。公共利益是所有股东根据持股比例通过分红派现等分配方式获得,控股股东所获得的公共利益与持股比例成正比,这部分利益分配对于所有股东来说都是公平的。控股股东所获得的控制权私人利益由控股股东私有而并不与中小股东分享^[15],是控股股东凭借控制权地位而获得的、与其持股比例不对称的、比一般股东多的额外收益^[16],它以牺牲中小股东利益为代价,实质是控股股东对中小股东的利益侵占。

1. 控股股东的持股比例与盈余管理

控股股东利用股票话语权,通过向上市公司委派董事、监事或总经理而成为公司重大战略决策的背后操纵者。控股股东可能完全控制管理层,甚至可能让公司做出有利于控股股东私人利益增加、中小股东利益被侵占的决议。为了避免侵占中小股东或掏空公司行为被发现,控股股东可能要求公司隐瞒信息或者披露虚假信息,操控公司进行盈余管理。控股股东持股比例体现了控制权以及获取控制权私利能力的大小。因此,本文提出假设 1。

H₁: 控股股东持股比例越大,公司盈余管理越严重。

2. 控股股东股份增持与盈余管理

控股股东股份增持行为是控制权增加的体现。股份增持的主要作用是信号传递,向市场传递公司价值被低估的信息,增持通常能够给上市公司带来正的超常收益。譬如,向控股股东定向增发而引起控股股东持股比例上升时,在增发事件窗内增持公司就有正向超常收益^[17]。控股股东通过二级市场进行的增持,除起到信号传递作用外,更是一种市场择机行为,可能为控股股东带来更

多的控制权私利。不容忽视的是,控股股东增持行为的背后,更可能是利益转移,是对中小股东利益的侵蚀。因为控股股东为了能够以较低的价格购买相应的股票,有动机对盈余进行管理,并将盈余尽可能地做低以影响股价使其下降。为此,本文提出假设2。

H₂:控股股东股份增持越多,公司盈余管理越严重。

3. 控股股东股份减持与盈余管理

国外公司即使在价值被高估的情况下,控制股东也不一定会套现减持股份^[18]。但配股、公开增发新股可能会引起控股股东持股比例的下降,其作用类似于减持。通常,在配股、公开增发新股前,公司可能会通过盈余管理来调高财务报表业绩,以提高股票发行价格^[19-20]。当然,当控股股东套现减持不会威胁其控股地位且不会影响其控制权私利的获得时,在二级市场上套现减持则是控股股东的理性选择。同样不容忽视的是,控股股东减持行为背后,也可能存在利益转移,也可能侵蚀中小股东利益。譬如,当控股股东拟在二级市场套现减持时,为了能够以较高的股价套现,控股股东可能会操纵公司管理层对盈余进行管理,将盈余尽可能地做高以操纵股价上涨,从而最终实现高价套现的目的。虽然国内现有研究并没有发现第一大股东减持时存在盈余管理现象^[12],但是,根据上述分析,本文提出假设3。

H₃:控股股东减持越多,公司盈余管理越严重。

(二) 非控股大股东对控股股东的制衡牵制说与勾结合谋说

非控股大股东对控股股东的制衡牵制是保护中小股东利益的一种重要机制。现实中,非控股大股东作用如何,不得而知,且不能排除非控股大股东与控股股东勾结合谋共同侵占中小股东利益的可能,如操纵盈余向上导致股价上涨,从而共同实施高价套现减持。中国证券市场究竟是制衡牵制占主导,还是勾结合谋占主导,实证检验后才能知晓。为此,本文提出假设4的两个竞争性假说,即制衡牵制说与勾结合谋说。

1. 非控股大股东对控股股东的股权制衡牵制说

制衡牵制说认为,多个大股东的存在可以起到相互监督和制衡作用,并抑制控股股东侵占行为。当控股股东控制管理层并侵占中小股东利益时,非控股大股东可以联合起来,合力监督控股股东。非控股大股东,在理论分析时通常以第二大股东替代,在实证检验时可能以第二到第五大股东替代,也可能以第二到第十大股东替代。本文取第二到第五大股东作为非控股大股东变量。当权益被侵占方持股比例之和超过侵权的控股股东持股比例时,即股权绝对制衡时,非控股大股东合力监督将会发挥效用,控股股东侵占行为将会减少。侵占行为的减少,意味着盈余管理动机降低,盈余管理程度相应下降,也就是本文提出的假设4a。

H_{4a}:非控股大股东持股比例之和大于控股股东持股比例时,公司盈余管理程度将降低。

2. 非控股大股东与控股股东的勾结合谋说

勾结合谋说认为,非控股大股东与控股股东不是制衡牵制以保护中小股东利益,而是相反。也就是说,在股权绝对制衡状况下,少数几个大股东的大比例持股,使得他们更方便地合谋勾结,更容易地共同侵占其他中小股东的利益。侵占越多,越需要掩饰,盈余管理程度也就越高,也就是本文提出的假设4b。

H_{4b}:非控股大股东持股比例之和大于控股股东持股比例时,公司盈余管理程度更高。

三、研究设计

(一) 研究模型

为检验上述假设,本文构建模型(1):

$$|\Delta EM| = \alpha + \beta_1 First + \beta_2 Up + \beta_3 Down + \beta_4 Balance + \beta_5 Occupy + \beta_6 Dual + \beta_7 Size + \beta_8 Lev + \beta_9 Cffo + \beta_{10} Y_{10} + \beta_{11} Y_{11} + \varepsilon \quad (1)$$

(二) 变量定义

1. 被解释变量

$|\Delta EM|$,即盈余管理,以操控性流动应计年度间改变量的绝对值作为替代变量。关于盈余管理的研究方法,付小平做了很好的综述^[21],王生年和白俊对盈余管理计量模型何者更优做了研究^[22]。结合本文研究目的,盈余管理需要具有快速、即期有效性的特征,因此,本文采用流动应计作为被解释变量,而非总应计。流动应计不包含因投资、筹资等非经营活动产生的应计项目,更具连续性与重复性,更能够捕捉当期盈余管理踪迹。 $|\Delta EM|$ 的计算分四个步骤。

第一步,计算非操控性流动应计。本文采用截面修正 Jones 模型^[23-25],即模型(2),分别对2008—2011年度的13大类行业的流动应计分离操控性应计与非操控性应计。行业分类以2001年中国证监会《上市公司行业分类指引》为标准。

$$\frac{CA}{assets_0} = \beta_1 \times \frac{1}{assets_0} + \beta_2 \times \frac{\Delta income - \Delta rec}{assets_0} + \varepsilon \quad (2)$$

其中, CA 是流动应计,为非现金流动资产当年改变量与非现金流动负债当年改变量之差。非现金流动资产当年改变量的计算公式为“ Δ 流动资产 - Δ 货币资金 - Δ 交易性金融资产”。非现金流动负债当年改变量的计算公式为“ Δ 流动负债 - Δ 短期借款 - Δ 一年内到期的非流动负债”。 $assets_0$ 为上年末资产总额。 $\Delta income$ 为营业收入增量。 Δrec 为应收账款增量。 Δ 均表示本年数与上年数之差。模型(2)的预测值即为公司非操控性流动应计的估算值。

第二步,计算操控性流动应计。模型(2)的残差项即为估算的公司操控性流动应计。操控性流动应计、流动应计以及非操控性流动应计的关系如模型(3)所示。

$$EM = \hat{\varepsilon} = \frac{CA}{assets_0} - \frac{\hat{CA}}{assets_0} \quad (3)$$

第三步,计算改变量,即 ΔEM 。为本年操控性流动应计减去上年操控性流动应计的差。

第四步,取绝对值,即 $|\Delta EM|$ 。 $|\Delta EM|$ 就是本文所定义的盈余管理。 $|\Delta EM|$ 值越大,表示盈余管理程度越高。

2. 解释变量

$First$ 为控股股东控制权,取第一大股东本年末持股比例。

Up 为控股股东股份增持,取第一大股东持股比例本年年末数与上年年末数之差,但差为负数时取值为0。

$Down$ 为控股股东股份减持,取第一大股东持股比例上年年末数与本年年末数之差,但差为负数时取值为0。

$Balance$ 为股权绝对制衡,哑变量。本年末第二到第五大股东持股比例之和大于第一大股东持股比例时取值为1,否则为0。

3. 控制变量

$Occupy$ 为资金占用,是控制权私利的一种。为本年末其他应收款除以本年末总资产的商,这一指标应与盈余管理正相关。

$Dual$ 为两职合一,哑变量。当董事长与总经理两职为一入时取值为1,否则为0。这一指标应与盈余管理正相关。

$Size$ 为公司规模,是本年末总资产的自然对数。这一指标应与盈余管理负相关。

Lev 为资产负债率,是本年末负债除以本年末总资产的商。这一指标应与盈余管理正相关。

$Cffo$ 为本年度经营活动产生现金净流量除以本年末总资产的商。这一指标应与盈余管理负相关。

另外,因为样本涉及2009—2011年三个年度,所以本文以2009年为基准,设置虚拟变量 Y_{10} 与

Y_{it} ,来控制 2010 年与 2011 年的年度影响。

(三) 样本选择与数据收集

本文以 2009 年至 2011 年三年 A 股上市公司作为研究样本,研究涉及 2007—2011 年五年数据。剔除金融保险业公司,剔除数据缺失公司,本文共得 4075 个观测值。其中,2009 年、2010 年、2011 年分别为 1315 个、1316 个、1444 个。原始数据均来源于 CSMAR 数据库。统计分析使用 Stata 软件。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 1 给出了主要变量的描述性统计结果。

表 1 描述性统计表

变量	最小值	1 百分位	均值	中位数	99 百分位	最大值	标准差
$ \Delta EM $	0	0.0020	0.2908	0.1364	2.5195	58.5675	1.2573
<i>First</i>	0.02197	0.085	0.3532	0.3303	0.74	0.8941	0.1547
<i>Up</i>	0	0	0.0060	0	0.2046	0.6872	0.0393
<i>Down</i>	0	0	0.0098	0	0.1502	0.3595	0.0297
<i>Balance</i>	0	0	0.1671	0	1	1	0.3731
<i>Occupy</i>	0	0.0002	0.0230	0.0099	0.2080	0.9812	0.0472
<i>Dual</i>	0	0	0.1654	0	1	1	0.3716
<i>Size</i>	15.4177	18.5865	21.7265	21.6542	25.1452	26.7086	1.2941
<i>Lev</i>	0.0071	0.0625	0.5998	0.5272	2.2051	55.4086	1.3686
<i>Cffo</i>	-2.2828	-0.2205	0.0427	0.0414	0.2825	2.4573	0.1166

$|\Delta EM|$ 的均值为 0.2908,远大于中位数 0.1364,说明有些公司的盈余管理程度比较高。*Balance*、*Dual* 为哑变量,从相应均值可以看出,约 16.71% 公司的非控股大股东持股比例之和可以在股权上绝对制衡控股股东,约 16.54% 公司的董事长与总经理两职由一人担任。

(二) 相关性分析

表 2 是研究变量的 pearson 相关性分析结果。

表 2 pearson 相关系数表

	$ \Delta EM $	<i>First</i>	<i>Up</i>	<i>Down</i>	<i>Balance</i>	<i>Occupy</i>	<i>Dual</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>
<i>First</i>	0.0205								
<i>Up</i>	0.0981 ***	0.1922 ***							
<i>Down</i>	0.1374 ***	-0.0572 ***	-0.0504 ***						
<i>Balance</i>	0.0108	-0.4376 ***	-0.0481 ***	0.0269					
<i>Occupy</i>	0.3996 ***	-0.1161 ***	-0.0088	0.0899 ***	-0.0047				
<i>Dual</i>	0.0578 ***	-0.0953 ***	-0.0054	0.0078	0.0644 ***	0.0355 **			
<i>Size</i>	-0.1365 ***	0.3208 ***	0.0867 ***	-0.0207	-0.0967 ***	-0.2111 ***	-0.1729 ***		
<i>Lev</i>	0.1820 ***	-0.0294 *	0.0026	-0.0099	0.0264 *	0.3210 ***	0.0249	-0.1406 ***	
<i>Cffo</i>	-0.0715 ***	0.0480 ***	-0.0035	-0.0194	-0.0227	-0.1490 ***	-0.0322 **	0.0461 ***	-0.1407 ***

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著水平。

从表 2 可看出,最大与最小的相关系数分别是 $|\Delta EM|$ 与 *Occupy* 的正 0.3996,以及 *Balance* 与 *First* 的负 0.4376,两相关系数的绝对值均小于 0.5。说明变量之间均为低度相关,研究模型不会出

现严重共线性问题。另外, Up 、 $Down$ 与 $|\Delta EM|$ 均显著正相关, 说明假设 2、假设 3 可能成立, 即控股股东股份增持、减持均可能是公司盈余管理的动因。

(三) 回归模型检验结果

四个假设检验的多元回归结果报告在表 3 的第(1)纵栏。

表 3 控股股东股份增持、减持行为与盈余管理的回归结果

变量	预期符号	(1)全样本模型(1)	(2)个人私有模型(1)	(3)中央国有模型(1)	(4)其他国有模型(1)	(5)其他模型(1)
$First$	+	0. 8379 *** (0. 000)	1. 2653 *** (0. 000)	0. 2085 * (0. 095)	0. 3143 *** (0. 000)	0. 0435 (0. 770)
Up	+	3. 1775 *** (0. 000)	4. 2551 *** (0. 000)	0. 1649 (0. 698)	2. 5607 *** (0. 000)	3. 9412 *** (0. 000)
$Down$	+	4. 8585 *** (0. 000)	7. 5859 *** (0. 000)	1. 2976 * (0. 015)	0. 3866 (0. 377)	0. 1087 *** (0. 856)
$Balance$	- / +	0. 1414 *** (0. 007)	0. 2124 * (0. 055)	0. 0755 (0. 118)	0. 0976 *** (0. 007)	0. 0297 (0. 584)
$Occupy$	+	9. 7872 *** (0. 000)	14. 0774 *** (0. 000)	0. 7063 (0. 202)	1. 2319 *** (0. 000)	0. 3599 (0. 520)
$Dual$	+	0. 1067 ** (0. 027)	0. 2187 ** (0. 023)	0. 0462 (0. 393)	-0. 0147 *** (0. 670)	-0. 0023 (0. 960)
$Size$	-	-0. 0853 *** (0. 000)	-0. 1380 *** (0. 000)	-0. 0380 *** (0. 003)	-0. 0668 *** (0. 000)	-0. 1095 *** (0. 000)
Lev	+	0. 0528 *** (0. 000)	0. 0114 *** (0. 579)	-0. 0475 (0. 517)	0. 0023 *** (0. 961)	0. 0844 (0. 222)
$Cffo$	-	0. 0503 (0. 746)	-0. 1475 *** (0. 606)	-0. 4588 ** (0. 028)	-0. 3301 *** (0. 006)	0. 4980 *** (0. 014)
Y_{10}	+	0. 1295 *** (0. 003)	0. 2343 ** (0. 020)	-0. 0004 *** (0. 992)	0. 0555 ** (0. 046)	0. 0569 (0. 204)
Y_{11}	+	0. 2448 *** (0. 000)	0. 4634 *** (0. 000)	0. 0946 ** (0. 015)	0. 1212 *** (0. 000)	0. 1562 *** (0. 001)
$_cons$		1. 3526 *** (0. 000)	2. 0600 *** (0. 005)	0. 9492 *** (0. 000)	1. 4880 *** (0. 000)	2. 4255 *** (0. 000)
样本数		4075	1680	543	1539	313
F 值		94. 02	58. 44	4. 12	17. 87	7. 02
Adj-R ²		0. 2007	0. 2734	0. 0595	0. 1077	0. 1751

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著水平;圆括号中是 $p > |z|$ 的 p 值(双尾)。

从表 3 第(1)纵栏,我们可以看出:

$First$ 的系数显著为正,为 0. 8379,假设 1 获得验证。也就是表明控股股东持股比例越高,公司盈余管理越严重。这说明,控制股东利用其控制权,对公司盈余进行了操纵,以掩饰其对中小股东利益侵占行为。

Up 的系数显著为正,为 3. 1775,假设 2 获得验证。这表明控股股东增持时,公司进行了盈余管理。但是,控股股东为了能够低价增持,是否对盈余向低操纵以影响股票价格下降,本文在稳健性检验中将使用不同被解释变量进行检验,相应检验结果报告在表 5 第(4)列。 $Down$ 的系数显著为正 4. 8585,假设 3 获得验证。这表明控制股东减持时,公司进行了盈余管理。同样地,控股股东为了高价减持套现,是否对盈余向高操纵以影响股票价格上升,本文在稳健性检验中将使用不同被解释变量进行检验,相应检验结果报告在表 5 第(4)列。

Balance 的系数显著为正,为 0.1414,表明假设 4 两个竞争性假说中的 H_{4b} ,即勾结合谋说,获得验证。这说明,即使在非控股大股东能够在股权上绝对制衡控股股东时,非控股大股东也不会制衡牵制控股股东,而是与控股股东合谋勾结,共同侵占中小股东利益。

另外,控制变量中 *Occupy*、*Dual* 的系数均显著为正,说明公司资金占用严重、董事长与总经理两职合一时,公司盈余管理程度更高。而 Y_{11} 与 Y_{10} 的系数也均显著为正,说明 2011 年与 2010 年上市公司盈余管理较 2009 年更为严重。

(四) 对产权性质的进一步分析

控股股东的产权性质不同,股份增持、减持的动机也会不同,对应的盈余管理程度和方式也可能不同。因此,我们依据股权控制链倒溯控股股东的产权性质,并根据不同产权性质将样本分为四类,即个人私有(终极产权人为个人或家族)、中央国有(终极产权人为国务院国资委)、其他国有(终极产权人为地方政府或国务院其他部委)、其他。样本分类情形见表 4。可以看出,样本公司中产权为个人私有的占比最多,约 41%,其次为其他国有,约占 38%。

表 4 控股股东产权性质

产权性质类型	数量	比重
个人私有	1680	41.23%
中央国有	543	13.33%
其他国有	1539	37.77%
其他	313	7.67%
合计	4075	100%

不同产权性质子样本多元回归结果报告于表 3 的第(2)、(3)、(4)、(5)纵栏。

从表 3 第(2)纵栏,我们可以看出,当终极产权人是个人私有时,我们提出的假设均获得检验。这说明我们前面提出的假设以及分析适用于控股股东产权性质为个人私有时。

从表 3 第(3)纵栏,我们可以看出,当终极产权人是中央国有时,*Up*、*Balance* 的系数不显著,表明假设 2、假设 4 没有获得检验通过。说明当终极产权人是中央国有时,控股股东增持时没有进行盈余管理,其他非控股大股东也没有与控股股东勾结合谋共同侵占中小股东利益。这可能说明产权人为中央国有的上市公司,控股股东在股份增持时,不在乎股价的高低。

从表 3 第(4)纵栏,我们可以看出,当终极产权人是其他国有时,*Down* 的系数不显著,表明假设 3 没有获得检验通过。说明当终极产权人是其他国有时,控股股东在减持时没有进行盈余管理。这可能说明产权人为其他国有的上市公司,控股股东股份减持并非是为了高价套现,而可能是出于与国企改革相关的简政放权、激励公司管理层等有关的其他政治目的。

通过对控股股东产权性质分类后的进一步分析,我们发现控股股东产权性质是个人私有时(产权更能够与具体利益人挂钩时),上市公司更会进行盈余管理,控股股东侵占中小股东利益可能性更大。

(五) 稳健性检验

1. 分年度的稳健性检验

为了确保研究结论的稳健性,本文首先做了分年度子样本的稳健性检验。2009—2011 年子样本多元回归结果报告于表 5 的第(1)、(2)、(3)纵栏。

从表 5 的第(1)、(2)、(3)纵栏,我们可以看到:*First* 和 *Up* 的系数在三个年度子样本中均显著,表明假设 1、假设 2 的成立不受年度影响。*Down* 的系数仅在 2011 年子样本中显著,表明假设 3 仅在 2011 年获得检验通过。这也表明 2011 年控股股东减持动机强于 2009 年与 2010 年。结合 2011 年相对于 2009 年与 2010 年更为紧缩的外部货币政策环境可能造成的控股股东资金紧张,以及控股股东所持限售股解禁数量更多等外部环境,2011 年控股股东减持时盈余管理更严重有了可能合理的解释。*Balance* 的系数虽在 2009 年不显著,但在 2010 年、2011 年均显著,表明假设 4 的非控股大股东与控股股东勾结合谋说得到检验通过。结合前面限售股解禁分析,非控股大股东与控股股东一样,也有着高价套现的动机。

分年度的子样本回归结果提醒监管部门关注控股股东股份增持与减持行为。显然,2010 年比 2009 年、2011 年比 2010 年更需要进行监管。

2. 被解释变量带正负符号的稳健性检验

在对假设 2、假设 3 进行分析时,我们提出在控股股东增持或减持时会进行盈余管理,并强调控股股东增持时会将盈余向下操纵以影响股价下降从而实现低价增持,控股股东减持时会将盈余向上操纵以影响股价上升从而实现高价减持。但是,被解释变量被取绝对值后,并不能够提供盈余管理是向上还是向下的操纵方向的信息。为此,我们将取绝对值的被解释变量还原为带正负符号的原始数值,重新进行回归分析。也就是,构建辅助模型(4)进行稳健性检验。

模型(4)与模型(1)的区别仅在于被解释变量没有取绝对值。

$$\Delta EM = \alpha + \beta_1 First + \beta_2 Up + \beta_3 Down + \beta_4 Blance + \beta_5 Occupy + \beta_6 Dual + \beta_7 Size + \beta_8 Lev + \beta_9 Cffo + \beta_{10} Y_{10} + \beta_{11} Y_{11} + \varepsilon$$

(4)

表 5 的第(4) 纵栏报告了被解释变量带正负符号的模型(4) 的回归结果。从表中数据我们可以看出:First 的系数不显著。这似乎说明假设 1 并不能通过检验。其实不然。因为带正负符号的 ΔEM 作为盈余管理的替代变量,存在内在的逻辑冲突。模型(4) 中, ΔEM 值越小或者越是为负值,并不是说明公司越没有盈余管理,而是说明公司越是将盈余向下操纵了。故而,不能根据 First 的系数不显著就认为假设 1 没有能够通过检验。假设 4 亦然,不能够因为 Balance 的系数不显著,就认为假设 4 中的 H_{4b} 合谋假说没有通过检验。

对于模型(4) 的检验结果,我们仅需要关注 Up、Down 的系数即可。从表 5 的最后一列可以看出 Up 和 Down 系数在 1% 的水平上显著,分别为 - 1. 9040 和 5. 7353。这说明控股股东在增持时,会对盈余向低处操纵,以影响股票价格下降,从而利于控股股东低价购买股票。控股股东在减持时,会对盈余向高处操纵,以影响股票价格上升,从而利于控股股东高价套现股票。这表明假设 2、假设 3 通过了不同研究模型的稳健性检验。可见,我们的研究结果是稳健、可信的。

3. 对变量作极值处理的稳健性检验

从表 1 变量的描述性统计表中,我们可以看出, $|\Delta EM|$ 、Size、Lev 的标准差大于 1,说明可能存

表 5 稳健性检验

变量	(1)2009 年 模型(1)	(2)2010 年 模型(1)	(3)2011 年 模型(1)	(4)2009—2011 年 模型(4)
First	0. 5359 *** (0. 004)	0. 7013 *** (0. 000)	1. 0757 *** (0. 000)	- 0. 1228 (0. 415)
Up	2. 2387 *** (0. 000)	2. 0188 *** (0. 000)	6. 2570 *** (0. 000)	- 1. 8285 *** (0. 000)
Down	0. 5428 (0. 475)	0. 4663 (0. 439)	12. 0303 *** (0. 000)	5. 6498 *** (0. 000)
Balance	0. 0964 (0. 194)	0. 0989 * (0. 060)	0. 2227 ** (0. 023)	- 0. 0436 (0. 455)
Occupy	0. 5107 (0. 310)	4. 1654 *** (0. 000)	20. 9696 *** (0. 000)	4. 0377 *** (0. 000)
Dual	- 0. 0107 (0. 875)	0. 1161 ** (0. 019)	0. 2015 ** (0. 021)	0. 0217 (0. 685)
Size	- 0. 0217 (0. 299)	- 0. 0734 *** (0. 000)	- 0. 1517 *** (0. 000)	0. 0329 ** (0. 047)
Lev	0. 0154 (0. 216)	0. 6472 *** (0. 000)	0. 1496 ** (0. 025)	- 0. 1676 *** (0. 000)
Cffo	0. 0456 (0. 835)	- 1. 2923 *** (0. 000)	- 0. 1489 (0. 639)	- 0. 2105 (0. 221)
Y ₁₀				0. 1522 *** (0. 002)
Y ₁₁				- 0. 1143 ** (0. 018)
-cons	0. 4285 (0. 334)	1. 1617 *** (0. 000)	2. 5737 *** (0. 000)	- 0. 7445 ** (0. 034)
样本数	1315	1316	1444	4075
F 值	3. 73	237. 97	117. 89	27. 78
Adj-R ²	0. 0183	0. 6186	0. 4216	0. 0674

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著水平;圆括号中是 $p > |z|$ 的 p 值(双尾)。

在异常值。对上述三个变量作推压法(*winsorization*)极值处理,即相应数据左右1%部分,分别以1百分位数、99百分位数替换。对变量作极值处理后的稳健性检验结果并没有改变本文的研究结论(报告略)。

五、结论

本文以我国2009年至2011年A股上市公司作为研究对象,研究了控股股东持股比例、控股股东股份增持、控股股东股份减持、股权绝对制衡等因素与盈余管理的关系。研究发现:控股股东持股比例越大、增持比例越大、减持比例越大、股权绝对制衡时,公司盈余管理程度均更高。这表明控股股东利用盈余管理影响股价而实施了有利于控制权私利增加的增持和减持行为。而且,在此过程中,非控股大股东并没有对控股股东制衡牵制,而是与他们勾结合谋,共同侵占中小股东利益。

本文对控股股东终极产权性质进行分类后的进一步分析发现:当产权性质为个人私有时,侵占中小股东利益行为尤为严重;而产权性质为中央国有、其他国有时,前者在增持时、后者在减持时,均没有利用盈余管理来侵占中小股东利益。分年度的稳健性检验表明2010年比2009年、2011年比2010年,控股股东侵占中小股东利益更为严重。以带正负符号的操控性流动应计年度改变量作为被解释变量进行的稳健性检验,进一步证明了控股股东股份增持时会将盈余往下操纵以影响股价下降,从而实现低价增持目的;控股股东股份减持时会将盈余往上操纵以影响股价上升,从而实现高价套现目的。

本文的研究贡献在于:一是丰富了控股股东股份变动与盈余管理的研究,并提供了股份增持与减持均进行盈余管理的经验证据;二是丰富了股权制衡研究,并提供了即使在股权绝对制衡状态下,非控股大股东仍会与控股股东勾结合谋,借助于盈余管理共同侵占中小股东利益的经验证据;三是丰富了控股股东产权性质与盈余管理关系研究,并提供了当产权性质为个人私有时,为获得控制权私利控股股东更充分利用盈余管理的经验证据。

参考文献:

- [1] Ronald J G, Jeffrey N G. Control ling shareholders[R]. Working paper, 2003.
- [2] Allen F, Douglas G. Stock-price manipulation[J]. The Review of Financial Studies, 1992, 5: 503 - 529.
- [3] Healy P M, Wahlen J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J]. Accounting Horizons, 1999, 13: 365 - 383.
- [4] 蔡宁, 魏明海. “大小非”减持中的盈余管理[J]. 审计研究, 2009(2): 40 - 49.
- [5] Fan J P H, Wong T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002, 33: 401 - 425.
- [6] Leuz C, Nanda D, Wysocki P D. Earnings management and investor protection: an international comparison[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 3: 505 - 527.
- [7] 程建伟. 上市公司大股东非经营性资金占用影响因素的实证研究[J]. 南京审计学院学报, 2007(1): 53 - 57.
- [8] 柳建华. 控股股东持股比例、组织形式与现金股利政策——基于资金占用角度的分析[J]. 审计与经济研究, 2007(3): 101 - 107.
- [9] 周晓苏, 杨忠海. 控股股东行为、特征与财务报告稳健性——中国A股市场上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2010(3): 54 - 61.
- [10] 邵春燕. 终极控股股东对企业盈余可靠性影响的实证研究——依据2005—2008年中国制造业上市公司的数据[J]. 审计与经济研究, 2010(1): 57 - 65.

- [11]曹国华,林川. 基于股东侵占模型的大股东减持行为研究[J]. 审计与经济研究,2010(1):97-104.
- [12]张颖. 大股东减持与盈余管理[J]. 财经研究导刊,2011(28):86-89.
- [13]Grossman S, Hart O. Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation[J]. Bell Journal of Economics, 1980, 11:42-69.
- [14]Holderness C. A survey of blockholders and corporate control[J]. PRBNY Economic Policy Review, 2003, 4:51-64.
- [15]Barclay M, Clifford G. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25:371-395.
- [16]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: an international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 2:537-600.
- [17]曹明,陈收. 股权分置改革中控制股东增持的股份表现及政策含义[J]. 特区经济, 2006(4):17-19.
- [18]Bolton P, Thadden E. Blocks, liquidity, and corporate control[J]. The Journal of Finance, 1998, 1:1-25.
- [19]Teoh S H, Welch I, Wong T J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 50:63-99.
- [20]Rangan S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 50:101-122.
- [21]付小平. 盈余管理实证研究方法综述[J]. 审计与经济研究, 2003(5):39-41.
- [22]王生年,白俊. 应计的盈余管理计量模型比较分析[J]. 审计与经济研究, 2009(6):64-71.
- [23]Teoh S H, Wong T J, Rao G R. Are accruals during initial public offerings opportunistic? [J]. Review of Accounting Studies, 1998, 3:175-208.
- [24]Geiger M, North D. Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals[J]. The Accounting Review, 2006, 4:781-809.
- [25]Morsfield S G, Tan C. Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? [J]. The Accounting Review, 2006, 5:1119-1150.

[责任编辑:杨凤春]

Changes of Controlling Shareholder's Shareholdings and Earnings Management: Based on the Data from A-share Listed Companies in China

NI Hui-ping

Abstract: Increasing and reducing shareholdings of controlling shareholders will be normal at current full circulation market. In order to increase shareholdings by low price and reduce shareholdings by high price, controlling shareholders have the incentive to manage earnings. Based on a sample of A-share non-banking and non-insurance listed companies in China from 2009 to 2011, we found that the management level is manipulated to manage earnings up when controlling shareholders increase shareholdings, and to manage earnings down when controlling shareholders reduce shareholdings. The controlling shareholders can continuously usurp medium and small investors' interests over and over again if there is no effective external regulation.

Key Words: controlling shareholder; change of shareholding; increase shareholding; reduce shareholding; balanced ownership structure; earnings management; non-tradable share reform; the full circulation of stock