

终极控股股东与会计稳健性

——基于金字塔股权结构视角

邵毅平^a, 黄冰冰^b

(浙江财经大学 a. 人事处; b. 会计学院, 浙江 杭州 310018)

[摘要]运用 Basu 模型,采用我国上市公司 2010—2012 年数据,就在金字塔股权结构条件下终极控股股东特征以及金字塔股权结构特征对上市公司会计稳健性的影响进行研究,得出以下结论:终极控股股东的两权分离度与会计稳健性呈现显著的负相关关系;终极控股股东的现金流权与会计稳健性呈现显著的正相关关系;终极控股股东对上市公司的控制权与会计稳健性呈现显著的负相关关系;当终极控股股东为政府类型时,公司的会计稳健性要大于非政府类型的公司;金字塔股权结构的层级与会计稳健性呈现负相关关系。

[关键词]终极控股股东;会计稳健性;金字塔股权结构;现金流权;两权分离;会计信息质量;公允价值

[中图分类号]F264.1 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)04-0070-11

会计信息质量问题一直是一个棘手的难题。自从中国证券市场成立后,上市公司的财务丑闻屡屡被曝光,会计信息质量状况不容乐观。近些年来,随着美国次贷危机的爆发,金融危机全球性扩散,公允价值受到了理论界和实务界的质疑,稳健性会计原则再次成为经济学界尤其是会计学界的关注焦点。

一、文献回顾

会计稳健性原则是一项历史悠久、影响深远的会计核算原则。20 世纪 80 年代以来,公允价值计量模式渐渐被采纳,这使得对会计稳健性的研究成为热点。2008 年美国次贷危机的爆发再次引发了经济学界和会计学界对公允价值和会计稳健性原则的研究。从国内外诸多关于会计稳健性的研究文献来看,会计稳健性会受到各种宏观、微观因素的影响,其中宏观因素主要有法律环境、会计制度、税务制度、监管制度,微观因素主要是公司治理结构,包括控制权结构、董事会特征以及股权结构^[1-3]。在会计信息供给博弈中,股权结构和控制权结构显得尤为重要,它们能够决定公司的利益相关者的地位和立场,从而控制公司的会计信息质量水平。在这场博弈中,由于控股股东尤其是终极控股股东占据信息优势,加之他们能够控制会计信息的源头,他们为了满足自己的经济利益需求就会有动机与能力制造对自己有利的会计信息,进而更大程度地操纵应计利润。因此盈余管理的主体不应该仅指管理层,还应当包括终极控股股东。控股股东是指拥有公司的控制权达到一定的比例,能够在很大程度上影响股东大会和董事会的决议,进而对公司的经营和财务决策实施控制的股东。终极控股股东是指位于金字塔股权结构的顶端,上面不再有其他控制股东的最终控制人。

[收稿日期]2014-10-22

[基金项目]浙江省科技厅重点软科学研究项目(2014C25006)

[作者简介]邵毅平(1963—),女,浙江金华人,浙江财经大学人事处处长,教授,硕士生导师,主要研究方向为财务管理;黄冰冰(1989—),男,安徽安庆人,浙江财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为财务管理。

在实证研究中,学者们通常将终极控股股东对公司的正负影响称为支撑效应(propping effect)和隧道效应(tunneling effect)。支撑效应是指终极控股股东向底层公司输入自有资源而产生的效应,实质是保留终极控股股东对底层公司利益侵占的期权以及在未来获取合法收益的权利;隧道效应是指由隧道交易行为而产生的效应,隧道交易行为是指终极控股股东通过转移资源而获得控制权私有收益的行为。Bae 等人以韩国商社为样本进行研究发现,韩国商社的其他中小股东明知被剥削却依然购买商社的股票,主要是因为他们知道商社的家族终极控股股东会在公司遇到财务危机时提供援助^[4]。Cheung 等人的研究表明,多数香港上市公司的终极控股股东为了提高新合并子公司的业绩,会通过构建金字塔股权结构的方式实施一些支持行为^[5]。Claessens 等人研究发现,公司价值与终极控股股东的现金流成正比,与终极控股股东的控制权成反比,与两权分离度成反比,他们的结论为终极控股股东对中小股东的利益侵占行为提供了证据^[6]。Cronqvist 和 Nilsson 研究发现,家族终极控股股东在利用金字塔股权为自己谋取控制权私利的同时会使公司的价值下降^[7]。

中国的资本市场处于一个新兴的转轨市场经济中,普遍存在着股权集中的结构,在该情况下公司会有终极控股股东,而他们倾向于采用金字塔股权结构方式来实现现金流权与控制权的分离。在该股权结构下,相对于传统的所有者与管理者的代理冲突问题而言,控股股东与其他中小股东的第二类代理问题更加值得注意。另外,中国资本市场的特殊情况(如投资者保护机制不健全、外部监管环境薄弱等)使得终极控股股东在侵占其他中小股东的利益时有较强的动机。夏立军和方轶强的研究表明,地方政府尤其是县级和市级政府的控制对公司价值有负面影响,但这种负面作用会随着治理环境的改善、市场化进度的加快而不断减轻^[8]。马忠、吴翔宇的研究表明,终极控股股东的控制权与现金流权的分离度越大,上市公司自愿性信息披露程度越低,因此终极控股股东为了自己利益会选择性对外披露信息,从而严重影响了中国上市公司的会计信息质量^[9]。

在我国,过度融资、过度投资等倾向常常出现在终极控股股东为了其控制权私利而侵占其他中小股东的利益这一过程之中。那么,在我国这种外部监管薄弱的环境下,终极控股股东是否会操纵上市公司采取提前确认“好消息”、延迟确认“坏消息”这种损害会计稳健性的手段,从而达到其融资监管的“门槛”?在其获得了控制权私利以后,为了隐瞒其侵占行为,会不会采取措施去损害会计稳健性?为了研究这些深层次的经济动机,本文从终极控股股东这一较新的视角出发,并结合金字塔股权结构理论,试图研究在金字塔股权结构下终极控股股东特征对会计稳健性的影响以及金字塔股权结构本身对会计稳健性的影响。

二、理论分析与研究假设

(一)两权分离度和终极控股股东私有收益

控制权私利这一概念最早是 Grossman 和 Hart 提出的,他们认为控股股东的收益包括控制权私利和共享收益,控制权私利是经营者所享有的私人收益,共享收益是其现金流权价值。在目前的实证研究中,衡量控制权私利的方法有直接法和间接法,本文采用间接法中的两权分离度作为终极控股股东的控制权私利的替代变量。在金字塔股权结构下,终极控股股东的控制权和现金流权常常发生分离,随着两权的分离,终极控股股东有很强的动机转移上市公司的资源,侵占其他中小股东的利益,而且终极控股股东的侵占动机随着两权分离度的增大而增强。所以,两权分离度与终极控股股东的控制权私利有很强的正相关性,在直接计量方法无法采用的情况下,间接法更符合本文的要求。我国资本市场中,上市公司股权结构高度集中,投资者法律保护机制不健全,控股股东与其他中小股东的第二类代理问题突出,其中终极控股股东与其他中小股东的代理问题成为本文的研究起点。此类代理问题是否会影响会计稳健性?若有影响,它们之间又有什么样的关系?

第一,为了最大限度地获得控制权私利,终极控股股东会采取各种方法(如股权融资、过度负债)

扩大公司规模,从而实施“隧道行为^①”,同时,会计盈余数据又是证券监管部门实施监管的重点,为了避免被监管部门和其他中小股东发现,不稳健的会计政策会被终极控股股东所选择;第二,中国的股权高度集中,中小股东股权极度分散,这导致中小股东无法与终极控股股东相抗衡,并且他们参与公司经营管理水平较低,投资保护意识不强,中小股东在进行投资分析时是依据股票市场行情采取“用脚投票”的方式对公司施加间接的影响,并不依赖公司出具的财务报告,由此可见,中国的中小股东对会计稳健性并没有很强的需求;第三,上市公司经营业绩的上升会让经理层在薪酬和晋升方面得到好处,而会计盈余又常常被用来衡量经营业绩,因此,经理层出于自身利益的考虑会延迟反映损失,提前反映盈余,从而降低了公司的会计稳健性;第四,由于我国的公司治理问题较严重,终极控股股东为了更好地转移资源常常会亲自或派出管理人员担任控制链上子公司的关键职位,这样就会使终极控股股东的行为和意愿很轻松地得以实现,这在一定程度上削减了管理层对会计稳健性的需求;第五,由于我国资本市场建立时间不长,法制尤其是投资者法律保护机制的建立相对滞后,这样终极控股股东侵占行为被诉讼的概率很低,并且中国注册会计师审计独立性不强。综上所述,在我国投资者合法利益保护欠缺、内外部监管不力的背景下,终极控股股东为了获取控制权私利而侵占其他中小股东利益的动机很强,第二类代理问题突出,会计稳健性被削弱。据此,本文提出假设1。

H₁:终极控股股东的两权分离度与上市公司的会计稳健性呈现负相关关系。

终极控股股东的现金流权意味着他们对上市公司所享有的共享收益的比重,现金流权对终极控股股东有着激励作用。终极控股股东拥有的现金流权越高,终极控股股东对上市公司享有的共享收益就越多,当公司发生亏损时,终极控股股东所承受的损失也就越多。这说明终极控股股东的现金流权与上市公司的盈余情况正相关,这在一定程度上可以缓解终极控股股东与其他中小股东之间的代理问题。因此,本文提出假设2。

H₂:终极控股股东的现金流权与上市公司的会计稳健性呈现正相关关系。

(二)终极控股股东控制权与会计稳健性

终极控股股东侵占行为的动因之一就是为获得控制权私利,但是终极控股股东的侵占行为还取决于其持股比例。股权是股份公司中每个股东行使权利的基础,因此,终极控股股东必须要有足够的股权才能为其实施侵占行为提供机会。也就是说,终极控股股东的持股比例会限制终极控股股东对其他中小股东的利益侵占,而且随着控制权的增强,终极控股股东实施侵占行为的机会就越大,对会计稳健性的削减就越强。曹宇、李琳和孙铮从大股东控制权角度进行研究发现,大股东对上市公司的控制权越强,公司的会计稳健性就越差^[12]。温章林从管理层持股的角度研究发现,管理层持股会影响公司的会计稳健性,随着持股比例的上升,会计稳健性会下降^[13]。虽然这些前人的研究大多是从大股东、管理层的持股比例出发的,与本文所阐述的终极控股股东立场有所不同,但终极控股股东的动机和原理与大股东及管理层是一致的。综上所述,随着终极控股股东控制权的加大,其对控制链上各子公司的控制力随之加强,其在获取控制权私利的同时越有机会通过损害会计稳健性来实施“隧道行为”。因此,本文提出假设3。

H₃:其他条件不变时,终极控股股东控制权范围越大,会计稳健性越差。

(三)终极控股股东类型与会计稳健性

本文先将终极控股股东分为政府终极控股股东和非政府终极控股股东两大类,考察其对会计稳健性的影响。首先,政府控股的上市公司的产权代理问题较为突出,加上多重委托代理使得代理链条

^①Johnson 等人把隧道行为分为两大类:一是终极控股股东通过自我交易从公司转移资源;二是控制性股东通过稀释性的股票发行,逼走中小投资者或者通过内部人交易以及其他歧视小股东的交易提高控制性股东的股权比例^[10]。Atanasov 等人把上述两种形式分别称为经营性隧道行为和融资性隧道行为。与之对应的是支撑行为,即控股股东在公司陷入财务危机时对公司进行支持以避免破产从而保护其他中小股东的利益^[11]。

过长,从而导致严重的内部人控制问题,此时政府委派的管理者很难通过公司资源的转移来侵占小股东利益,而往往通过在职消费获得控制权私利;其次,政府类型的终极控股股东在实施“隧道行为”时比非政府控制的上市公司有其独特的政治风险和法律风险,从而导致终极控股股东的侵占成本大大上升。所以,政府终极控股股东在侵占前会平衡其收益和成本,若发现成本上升,他们就会减轻其侵占的程度和概率。侵占行为的减少会导致上市公司盈余操纵行为的减少,会计稳健性就会上升。因此,本文提出假设4。

H₄:与终极控股股东为非政府类型的上市公司相比,终极控股股东为政府类型的上市公司的会计稳健性更强。

本文将政府类型的终极控股股东分为中央政府类型和地方政府类型两类。首先,中央政府作为终极控股股东的首要目标是为了实现社会稳定和经济发展,他们控制的公司大多属于垄断行业,而且关乎国计民生,在国民经济中占有重要地位,因此这类公司的监管会更加严格;其次,若发生“隧道行为”,中央政府类型公司的终极控股股东的声誉风险和政治成本更大;最后,作为终极控股股东的地方政府一般都是当地的国有资产监督机构或者当地政府成立的国有资产授权经营公司,这类公司更加关注地方经济的发展,地方政府会为了本地经济的发展为他们保驾护航,使得监管部门对他们的监管有失公允,在此情况下,地方政府控股的上市公司发生侵占的动机较中央政府控制的就会更强。综上,中央政府类型的终极控股股东在获得控制权私利、转移公司资源和侵占其他中小股东利益方面的动机并没有地方政府类型的公司强烈,所以,他们发生盈余操纵的概率和程度就会减少,会计稳健性就会上升。因此,本文提出假设5。

H₅:与终极控股股东为地方政府的上市公司相比,终极控股股东为中央政府的上市公司的会计稳健性更强。

(四)金字塔股权结构层级与会计稳健性

金字塔股权结构层级是指在金字塔股权结构下终极控股股东与底层上市公司之间的控制链条上的公司数需要满足不小于2的条件,它是终极控股股东控制上市公司和转移资源的桥梁和纽带,终极控股股东利用它来实施“隧道行为”或“支撑行为”。金字塔股权结构层级的多少主要会影响终极控股股东与其他中小股东之间的信息不对称程度,二者之间的信息不对称程度会随着层级的增长越来越严重。在金字塔股权结构中,终极控股股东倾向于把拥有较多现金流权的上市公司放在控制链的底层,较长的控制链使得底层公司对终极控股股东行为决策的意图并不清楚。在这种不知情的情况下,底层上市公司就如同半盲者在与正常人玩经济游戏,劣势不言自明。除此之外,由于底层上市公司的会计信息的制定和披露基本被终极控股股东掌握,因此随着控制链层级的增加,终极控股股东越有可能隐蔽不利信息,通过盈余操纵削减会计稳健性。在中国相关法律制度不健全的情况下,金字塔股权结构下控制层级越长,为终极控股股东隐藏真实身份提供的掩护越好,其利益输送和侵占行为就越不易被发现。刘启亮、李增泉和姚易伟的研究表明,由于金字塔结构本身比较复杂而且层级较长,终极控股股东会通过盈余管理等手段降低财务信息的透明度,从而达到掩盖其获取控制权私利的“掏空”行为^[14]。综上所述,随着金字塔股权层级的增加,终极控股股东的侵占动机越来越强,通过盈余管理隐藏其侵占行为的程度和概率也越来越大,从而导致会计稳健性越来越低。因此,本文提出假设6。

H₆:金字塔股权结构层级与会计稳健性呈现负相关关系。

三、研究设计

(一)样本选取和数据来源

证监会在2003年12月22日颁布了《公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉》修订稿,明确要求所有上市公司自2004年起在其年报中披露股权结构树

状图,同时还要披露各级控股股东之间的现金流权、控制权比例及其他相关信息,这为本文研究提供了巨大方便。本文选取2010年至2012年深沪两市全部上市公司作为研究样本,并根据研究需要进行了以下剔除:(1)剔除金融类上市公司,原因在于金融类上市公司的经营活动具有特殊性,财务指标与其他行业上市公司缺乏可比性;(2)剔除当年IPO公司,一般IPO前后公司的盈余信息会有所偏差,不具有真实性;(3)剔除数据缺失的公司,其中包括没有股权树状结构的公司;(4)剔除披露的股权树状结构图中非金字塔的公司,其中包括金字塔层级只有1层的公司。经筛选,本文最终共获得3687个有效公司样本,其中2010年904个,2011年1068个,2012年1715个。

本文的数据主要来自国泰安数据库。股权控制链层级的数据是根据公司的股权结构树状图经手工整理获得的。上市公司终极控股股东类型是根据国泰安数据库中上市公司股权结构资料进行整理得到的,并按终极控制股东的代码进行了分类,将国有企业、国有机构、开发区、事业单位列为政府类型,其余为非政府类型,然后将政府类型中国有企业的央企、国有机构中的国务院及各部委、部属院校列为中央政府类型,其余为地方政府类型。

(二)模型设计和变量定义

本文采用盈余-股票报酬计量法将各解释变量加入到Basu基础模型之中^[15]。鉴于该模型运用的广泛性和可靠性,我们认为选择该模型能够解释本文的观点。张兆国、刘永丽、李庚秦基于相关性和可靠性的实证研究发现,Basu模型的可靠性较高,而且根据五年来在五种重要期刊上发表的相关文章可知,该模型的运用次数是最多的^[16]。模型的具体形式如下:

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{i,t} + \alpha_2 RET_{i,t} + \alpha_3 RET_{i,t} \times DR_{i,t} + \alpha_4 A + \alpha_5 A \times DR_{i,t} + \alpha_6 A \times RET_{i,t} + \alpha_7 A \times RET_{i,t} \times DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

该模型中需加入的解释变量有终极控股股东对上市公司的控制权、现金流权、两权分离度、政府类型的虚拟变量、中央政府的虚拟变量以及金字塔股权结构的层级数。由于模型自身的交互项较多,若再加入控制变量,模型中的共线性会较严重,所以本文没有加入控制变量。其中,A代表需要加入的各解释变量,EPS/P代表每股收益/股价,RET代表股票累计年度报酬率,DR代表股票累计年度报酬率的虚拟变量。A中包含6个变量:VR代表控制权;CR代表现金流权;SD代表两权分离度;Gov是代表政府类型的虚拟变量,若终极控股股东是政府类的,Gov取1,否则取0;Cen是代表中央类型的虚拟变量,若终极控股股东是中央政府类的,Cen取1,否则取0;Lev代表金字塔股权结构层级,即终极控股股东公司与最底层上市公司之间最长控制链上的公司数,但不包括终极控股股东公司自身。

四、实证分析

(一)描述性统计

本文对变量进行了全样本描述性统计分析,结果见表1。由表1可知,每股盈余经过平减后的最大值为0.5259,最小值为-0.9317,标准差为0.0629,说明平减后的数据较为集中,但最大值与最小值之间还有适当距离,这保证了每股盈余数据有适度的差异性。每股盈余均值和中位数均大于0,说明平均而言样本公司是盈利的,而且均值小于中位数,每股收益的分布是左偏的,符合盈余稳健性的特点。股票累计年度报酬率的均值和中位数分别是-0.0426和-0.1188,说明在2010—2012年股市的整体状况不好,这也符合中国股市的现实情况。股票回报哑变量DR统计结果进一步证明了这种状况。终极控股股东的控制权最大值为89.41,而最小值却为2.06,表明控制权的差异很大,现金流权的情况也类似。从两权分离度的均值来看,在金字塔股权结构下两权整体存在分离,但分离的并不严重,其中位数仅为1.203,两权分离度的最大值为40.1745,说明存在分离度较大的公司。政府类型的终极控股股东的哑变量为0.4909,说明在金字塔股权结构中有近一半的终极控股股东是政府,

这也符合中国证券市场的实际情况,而中央控制类型虽然不多,但也占有一席之地。金字塔股权结构的层级最大为11,最小为2,说明在中国市场中存在着较长的金字塔股权结构,均值为2.6249说明中国的上市公司中金字塔结构的层级并不高,大多还是集中在2层或3层。

(二)多元回归分析

1. 两权分离度与会计稳健性

本文将两权分离度加入到 Basu 计量模型中,采用非平衡面板数据来检验在金字塔股权结构下终极控股股东两权分离度对上市公司会计稳健性的影响。要想运用非平衡面板数据建立计量经济模型,首先需要利用 Hausman 检验来确定计量经济模型中涉及的非观测因素是固定效应还是随机效应,并在固定效应模型和随机效应模型之间做出选择。Hausman 统计量的值为 24.76,相对应的概率为 0.0032,表明 Hausman 检验结果拒绝了随机效应模型原假设,因此本文建立固定效应模型。

从表 2 的回归结果来看, $RET \times DR$ 的系数为 0.0707868,且在 1% 的水平上显著,说明在 2010—2012 年金字塔股权结构的上市公司整体上存在会计稳健性。 $SD \times RET \times DR$ 的系数为 -0.001264,且在 1% 的水平上显著,说明两权分离度与会计稳健性之间存在显著的负相关关系,这证明了假设 1 的正确性。

2. 现金流权与会计稳健性

本文采用非平衡面板回归的方法检验金字塔股权结构公司的终极控股股东现金流权对会计稳健性的影响,然而此次回归结果并没有表现出理想的显著性。在此情况下,我们将现金流权变量改成虚拟变量,先算出其中位数为 30.95,将大于或等于 30.95 的赋值为 1,其他赋值为 0,然后采用固定效应面板模型进行回归,得到的显著性回归结果见表 3。在表 3 中, $RET \times DR$ 的系数为 0.0348,且在 1% 的水平上显著,说明在考虑了现金流权的情况下,会计稳健性还是存在的但其系数比在考虑两权分离度时的系数要小一些,说明两权分离度对会计稳健性的影响要大于现金流权对会计稳健性的影响。 $SD \times RET \times DR$ 的系数为 0.0215,且在 1% 的水平上显著,说明在金字塔股权结构下终极控股股东对底层上市公司的现金流权与上市公司的会计稳健性存在显著的正相关关系,这验证了假设 2 的正确性。

表 1 全样本描述性统计分析 (n=3687) ①

| 变量 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>EPS/p</i> | 0.0192 | 0.0200 | 0.0629 | -0.9317 | 0.5259 |
| <i>RET</i> | -0.0426 | -0.1188 | 0.3541 | -0.6982 | 4.0670 |
| <i>DR</i> | 0.6640 | 1 | 0.4724 | 0 | 1 |
| <i>VR</i> | 39.5783 | 38.92 | 16.1702 | 2.06 | 89.41 |
| <i>CR</i> | 33.0707 | 30.95 | 17.6873 | 0.2283 | 89.4011 |
| <i>SD</i> | 6.5076 | 1.203 | 8.4239 | 0 | 40.1745 |
| <i>Gov</i> | 0.4909 | 0 | 0.4999 | 0 | 1 |
| <i>Cen</i> | 0.1522 | 0 | 0.3592 | 0 | 1 |
| <i>Lev</i> | 2.6249 | 2 | 0.9270 | 2 | 11 |

表 2 两权分离度与会计稳健性

| | Coef. | t |
|---------------------------|---------------|--------|
| <i>RET</i> | -1.29e-06 | -0.00 |
| <i>DR</i> | -0.0018969 ** | -2.20 |
| $RET \times DR$ | 0.0707868 ** | 13.19 |
| <i>SD</i> | -0.0000616 | -0.47 |
| $SD \times RET$ | 0.0009666 ** | 2.51 |
| $SD \times DR$ | 0.0002172 * | 1.93 |
| $SD \times RET \times DR$ | -0.001264 *** | -2.69 |
| <i>time1</i> | -0.00737 *** | -13.51 |
| <i>time2</i> | 0.0059963 *** | 10.63 |
| <i>cons</i> | 0.0317821 *** | 22.68 |
| 样本数 | 3687 | |
| Adjusted R ² | 0.0458 | |
| F 统计值 | 264.67 | |

注:***、**和*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。下同。

表 3 现金流权与会计稳健性

| | Coef. | t |
|---------------------------|----------------|-------|
| <i>RET</i> | 0.0085153 *** | 2.57 |
| <i>DR</i> | -0.0060098 | -0.90 |
| $RET \times DR$ | 0.0348293 *** | 2.91 |
| <i>CR</i> | 0.0027015 | 0.92 |
| $CR \times RET$ | 0.0087447 * | 1.88 |
| $CR \times DR$ | 0.0007228 | 0.17 |
| $CR \times RET \times DR$ | 0.0214975 *** | -4.14 |
| <i>time1</i> | -0.0037965 *** | -9.36 |
| <i>time2</i> | 0.0076425 *** | 26.04 |
| <i>cons</i> | 0.0267993 *** | 8.15 |
| 样本数 | 3687 | |
| Adjusted R ² | 0.0445 | |
| F 统计值 | 31.39 | |

①除标准差外,控制权 *VR*、现金流权 *CR*、两权分离度 *SD* 数据均为百分数。

3. 控制权与会计稳健性

对于控制权与会计稳健性之间关系的研究,本文在对控制权进行分组的同时利用非平衡面板模型进行回归,比较在不同控制区间的会计稳健性大小。为此本文进行了四次回归:全样本回归、或有组回归、相对组回归和绝对组回归^①。

从表4中可以看出,全样本、或有控制组和相对控制组存在会计稳健性,其中或有控制组中会计盈余对“坏消息”和“好消息”的反应速度最快,其次是相对控制组,最后是全样本。或有控制组和相对控制组的显著性很高,均在1%水平上显著,全样本在5%水平上显著。在绝对控制组中 $RET \times DR$ 的系数为负,说明在绝对控制组中会计盈余对“坏消息”的反应速度要慢于其对“好消息”的反应速度,且不存在显著性,这与Basu的定义相违背,故在绝对控制组中不存在会计稳健性。在或有控制组,由于终极控股股东拥有很少的控制权,其对上市公司施加影响的机会并不多,终极控股股东要想侵占其他中小股东的利益是比较困难的,在这种情况下,终极控股股东没有必要采用盈余管理的手段来损害公司的会计稳健性。随着

控制权的加大,相对控制组的终极控股股东虽然没有绝对控制组的半数控制,但还是有重大影响的,所以相对控制组的交互项系数要稍小于或有控制

组的系数。当控制权达到绝对控制时,终极控股股东的侵占行为达到了顶峰,此时迫于外界的监管压力,终极控股股东不得不采取盈余管理的手段来隐藏自己的行为,从而极大地损害了上市公司的会计稳健性。综上所述,在金字塔股权结构下,控制权越强,终极控股股东对底层上市公司的会计稳健性损害越大,故假设3得到验证。

4. 终极控股股东类型与会计稳健性

本文没用采用非平衡面板模型回归的方法考察终极控股股东的产权性质对会计稳健性的影响,因为终极控股股东类型的数据一般不会随着时间的推移而发生变化,这种情况是不适合运用面板回归的,故采用了分年度的普通最小二乘法回归,具体分为四组:全样本数据回归、2010年数据回归、2011年数据回归以及2012年数据回归。在对终极控股股东产权性质进行界定时,本文先将其分为政府和非政府两类,在此基础上再将政府分为中央政府和地方政府,为此需要分次进行回归分析。

本文首先检验政府控股与非政府控股是否会对会计稳健性产生影响,回归结果见表5。在利用2010年度数据回归后发现, $RET \times DR$ 的系数不显著,说明在金字塔股权结构下,2010年度的上市公司不存在会计稳健性。在2011年度、2012年度和全样本数据中, $RET \times DR$ 的系数显著为正,说明存在会计稳健性。 $Gov \times RET \times DR$ 的系数可以用来检验政府控股与非政府控股是否会影响公司的会计稳健性,在2011年度的回归结果中,其系数为0.0949,且通过了显著性检验,说明在金字塔股权结构下,当终极控股股东为政府类型时,公司的会计稳健性得到增强。在2012年度以及全样本数据中,我们也能得出同样的结论。故假设4得到验证。

表4 控制权与会计稳健性

| | 全样本 (<i>n</i> = 3687) | 或有控制组 (<i>n</i> = 387) | 相对控制组 (<i>n</i> = 2270) | 绝对控制组 (<i>n</i> = 1030) |
|-----------------|---------------------------|----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| <i>RET</i> | 0.0122 *** (2.74) | -0.0061 (-0.78) | 0.0051 (1.20) | 0.0160 *** (2.58) |
| <i>DR</i> | -0.0057 * (-1.76) | -0.0052 * (-1.65) | 0.0004 (0.11) | -0.0060 (-1.40) |
| <i>RET × DR</i> | 0.0254 ** (2.30) | 0.0579 *** (3.11) | 0.0501 *** (5.43) | -0.0092 (-0.61) |
| <i>time1</i> | -0.0038 * (-1.76) | -0.0083 ** (-2.35) | -0.0055 ** (-2.19) | 0.0002 (0.06) |
| <i>time2</i> | 0.0075 *** (3.72) | 0.0030 (0.81) | 0.0075 *** (3.12) | 0.0042 (1.58) |
| <i>cons</i> | 0.2835 *** (11.85) | 0.0323 *** (7.50) | 0.0286 *** (10.92) | 0.0284 *** (9.13) |

注:括号中是t值。下同。

^①终极控股股东的控制权比率在20%以下的称为或有控制组,控制权比率在20%至50%(包括20%和50%)的称为相对控股组,控制权比率大于50%的称为绝对控股组。这种分组方法一方面可以在一定程度上减缓终极控股股东控制权比率与会计稳健性之间的非线性关系对研究结论的有偏影响,另一方面可以更加深刻地展现控制权区间的对终极控股股东实施侵占行为的作用。

在验证中央政府和地方政府是否会对会计稳健性产生不同影响时,本文首先将数据中的非政府类型控股的数据删除,剩下了1810个公司的年度数据,其中2010年度498家公司,2011年度500家公司,2012年度812家公司。然后采用分年度的普通最小二乘法进行回归,回归的具体结果见表6。从 $RET \times DR$ 的系数来看,2010年度的数据不显著,即不存在会计稳健性,2011年度、2012年度以及全样本数据的回归结果显著,说明在金字塔股权结构下终极控股股东是政府类型的上市公司是存在会计稳健性的。从 $Cen \times RET \times DR$ 的系数可以判断地方政府与中央政府对会计稳健性的影响是否不同,但回归结果与我们的假设并不相符:2010年度该交互项的系数为-0.0067,且不存在显著性;2011年度的系数为-0.0169,同样不显著;2012年度的系数为0.0094,仍然不显著;全样本回归的系数为0.0213,也不显著。这说明在金字塔股权结构下,终极控股股东是中央政府还是地方政府对上市公司会计稳健性的影响并不存在差异,这与假设5相违背,原因可能是中央政府和地方政府作为终极控股股东在面对多重目标时同样需要权衡各方面的利益,从而导致他们对会计稳健性的影响并不存在差别。综上所述,在金字塔股权结构下,相对于终极控股股东为非政府的公司,终极控股股东为政府的上市公司的会计稳健性会增强,然而,终极控股股东不论是中央政府还是地方政府对上市公司会计稳健性的影响不存在差异。故假设4得到验证,而假设5则不成立。

5. 金字塔股权结构层级与会计稳健性

通常来说,一个公司的股权结构是相对稳定的,除非发生了收购、破产等特殊情况,公司股权结构不会随着时间而发生变化。这种情况一般不适合采用面板模型,所以我们采用了分年度的普通最小

表5 政府控股类型与会计稳健性

| | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 全样本 |
|-----------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| 截距 | 0.0215*** (7.81) | 0.0289*** (5.16) | 0.0248*** (6.24) | 0.0241*** (10.34) |
| RET | 0.0030 (0.58) | 0.0704*** (4.96) | 0.0161** (2.17) | 0.0132*** (2.97) |
| DR | -0.0038 (-0.71) | 0.0047 (0.67) | 0.0060 (0.98) | 0.0041 (1.16) |
| RET × DR | 0.0149 (0.51) | 0.0143*** (3.73) | 0.0445** (2.15) | 0.0326*** (2.90) |
| Gov | 0.0029 (0.77) | 0.0116 (1.22) | 0.0193*** (3.20) | 0.0100*** (2.93) |
| Gov × RET | 0.0068 (0.89) | -0.0647** (-2.06) | -0.0317*** (-2.71) | -0.0166** (-2.41) |
| Gov × DR | -0.0008 (-0.11) | -0.0041 (-0.36) | -0.0179** (-2.02) | -0.0074 (-1.45) |
| Gov × RET × DR | -0.0142 (-0.35) | 0.0949** (2.53) | 0.0572* (1.93) | 0.0379** (2.32) |
| 样本数 | 904 | 1068 | 1715 | 3687 |
| Adjust R ² | 0.01 | 0.09 | 0.04 | 0.04 |
| F statistic | 2.72 | 15.51 | 12.01 | 20.58 |

表6 中央政府和地方政府控股类型与会计稳健性

| | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 全样本 |
|-----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| 截距 | 0.0230*** (7.35) | 0.0348*** (4.46) | 0.0354*** (4.58) | 0.0291*** (8.02) |
| RET | 0.0202*** (2.84) | 0.0013 (0.05) | -0.0173 (-1.06) | 0.0027 (0.32) |
| DR | -0.0027 (-0.46) | 0.0084 (0.93) | 0.0001 (0.01) | 0.0039 (0.75) |
| RET × DR | -0.0011 (-0.03) | 0.0852*** (2.64) | 0.0966*** (2.83) | 0.0607*** (3.57) |
| Cen | 0.0030 (0.54) | 0.0178 (1.23) | 0.0252** (2.06) | 0.0139** (2.31) |
| Cen × RET | -0.0239 (-0.16) | 0.0116 (0.22) | 0.0057 (0.24) | -0.0145 (-1.17) |
| Cen × DR | -0.0050 (-0.46) | -0.0258 (-1.54) | -0.0387** (-2.14) | -0.0225** (-2.45) |
| Cen × RET × DR | -0.0067 (-0.11) | -0.0169 (-0.28) | 0.0094 (0.16) | 0.0213 (0.72) |
| 样本数 | 498 | 500 | 812 | 1810 |
| Adjust R ² | 0.02 | 0.11 | 0.05 | 0.04 |
| F statistic | 2.58 | 10.15 | 6.91 | 11.92 |

二乘法回归模型。回归结果如表7所示。

从 $RET \times DR$ 的系数来看,2010年度的数据依然没有通过显著性检验,2011年度、2012年度以及全样本数据均通过了显著性检验,且系数均为正数,说明2010年度的数据不存在会计稳健性,2011年度、2012年度以及2010—2012年的数据整体上存在会计稳健性,这一结果与前文所得结论一致。在存在会计稳健性的3组回归结果中,我们发现 $LEV \times RET \times DR$ 的系数均通过了显著性检验,且系数均为负数,说明在金字塔股权结构下,金字塔股权的层级长度与上市公司的会计稳健性呈现显著的负相关关系,假设6得到验证。

(三)稳健性测试

为了保证研究结果的可靠性,本文做了如下稳健性检验:(1)虽然 Basu 模型是衡量会计稳健性的主要模

型,但是该模型也存在着一定局限性,加上中国股票市场不规范、市场数据存在失真的现象,因此我们用 Ball 和 Shivakumar 的应计-现金流关系计量法对前述假设重新检验^[17]。除了个别指标的显著性水平和回归系数大小稍有差异外,各指标之间的关系与前文所得研究结论并没有实质性差异。(2)我们把解释变量中的现金流、控制权、两权分离度以及金字塔股权层级换成以中位数为界的虚拟变量进行回归,得到的结论与前文类似。(3)将本文使用面板模型回归的内容换成混合数据进行回归分析,得到的结果同样与前文类似。基于所得稳健性检验结果,我们认为本文的研究结论是比较稳健可靠的。

五、研究结论及政策启示

(一)研究结论

本文运用 Basu 模型,采用我国上市公司2010—2012年数据,研究在金字塔股权结构条件下终极控股股东特征以及金字塔股权结构特征对上市公司会计稳健性的影响,得出以下结论:

第一,终极控股股东的两权分离度与会计稳健性呈现显著的负相关关系,两权分离度是衡量终极控股股东的控制权私利的替代变量,两权分离度越大,终极控股股东的侵占动机越强,发生获取控制权私利的概率和程度就越大。由于在获得控制权私利的过程中会有外部监管的存在,终极控股股东为了隐藏自己的获取行为会采用盈余管理的手段,以至于损害了上市公司的会计稳健性。

第二,终极控股股东的现金流权与上市公司的会计稳健性呈现显著的正相关关系。现金流权越大意味着终极控股股东与公司的利益愈加趋同,这样就会抑制其对公司的“掏空”行为,终极控股股东实施盈余管理损害会计稳健性的可能性就会减少。

第三,随着终极控股股东对上市公司控制权的增强,其对公司的会计稳健性损害就越严重。在不同控制权范围内,终极控股股东对上市公司可以施加与其控制权相匹配的影响,影响越大,其侵占的

表7 金字塔股权结构层级与会计稳健性

| | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 全样本 |
|-----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 截距 | 0.0188*** (3.15) | 0.0460*** (2.90) | 0.0164* (1.71) | 0.0203*** (3.75) |
| RET | 0.0008 (0.06) | -0.1492** (-2.02) | 0.0490** (2.39) | 0.0176 (1.50) |
| DR | 0.0243 (1.94) | 0.0019 (0.10) | 0.0808*** (5.53) | 0.0489*** (5.96) |
| RET × DR | 0.0622 (0.85) | 0.2587*** (3.22) | 0.1940*** (3.97) | 0.1440*** (5.53) |
| Lev | 0.0016 (0.74) | -0.0046 (-0.83) | 0.0067* (1.86) | 0.0033 (1.64) |
| Lev × RET | 0.0022 (0.45) | 0.0727*** (2.83) | -0.0188** (-2.36) | -0.0047 (-1.02) |
| Lev × DR | -0.0115 (-2.36) | 0.0002 (0.03) | -0.0350*** (-6.10) | -0.0197*** (-6.28) |
| Lev × RET × DR | -0.0238 (-0.83) | -0.0885*** (-3.14) | -0.0566*** (-2.96) | -0.0397*** (-3.98) |
| 样本数 | 904 | 1068 | 1715 | 3687 |
| Adjust R ² | 0.02 | 0.09 | 0.07 | 0.05 |
| F statistic | 3.77 | 16.36 | 18.62 | 26.90 |

动机和激励就越强,自然对会计稳健性的损害就越大。

第四,当终极控股股东为政府类型时,公司的会计稳健性要大于非政府类型公司的。终极控股股东是中央政府还是地方政府对会计稳健性的影响没有差异。

第五,金字塔股权结构的层级与上市公司的会计稳健性呈现负相关关系。金字塔本身的复杂性为终极控股股东的侵占行为带来了便利,控制链越长,隐蔽性越好,其对会计稳健性的影响就越大。

(二)政策建议

基于本文的研究结论,我们得到如下政策启示:

第一,加强政府对终极控股股东的监管。大量研究表明,控股股东尤其是终极控股股东有较强的动机和能力去侵占其他中小股东的利益。在此过程中,一方面控股股东会采取各种手段来粉饰会计信息质量以隐蔽自己的“掏空”行为;另一方面,中国“一股独大”的局面依然存在,中小股东无法充分保护自己的权益。此时,外部监管就显得尤为重要,因为政府的有力监管在某种程度上会抑制终极控股股东的侵占行为,提升公司的会计稳健性,保护其他中小股东的合法利益。

第二,建立基于两权分离度的信息披露政策。在中国的上市公司中,终极控股股东是广泛存在的,且其控制权与所有权的分离也是普遍存在的。虽然上市公司出于各种目的而建立了基于两权分离度的股权结构,但我们由本文的研究结果可知这种结构与私利之间存在很大联系。建立基于两权分离度的信息披露政策并不仅仅意味着要求公司披露两权分离度,我们更应该基于分离度的大小来要求公司披露与之相应的信息。

第三,完善中小股东权益保护的法律法规建设。在中国,保护中小投资者的现有法律并没有形成一个完整的体系,甚至在某些方面还会出现对中小投资者不利的局面,这与法律保护“弱者”的精神相违背。经济的发展需要法律为其保驾护航,只有以法律为准绳,才能让投资者在公平的环境中自由决策。

参考文献:

- [1] Ball R, Kothari S P, Ashok R. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29: 1 - 51.
- [2] Ball R, Ashok Robin, Wu J S. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36: 235 - 270.
- [3] Bushman R, Engel E, Smith A. An analysis of the relation between the stewardship and valuation roles of earnings[J]. Accounting and Business Research, 2006, 44: 53 - 83.
- [4] Bae K H, Kang J K, Kim J M. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups[J]. The Journal of Finance, 2002, 57: 2695 - 2740.
- [5] Cheung Y L, Raghavendra R P, Stouraitis A. Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82: 343 - 386.
- [6] Claessens S, Simeon D, Joseph P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. The Journal of Finance, 2002, 57: 2741 - 2771.
- [7] Cronqvist H, Nilsson M. Agency costs of controlling minority shareholders[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38: 95 - 124.
- [8] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5): 40 - 51.
- [9] 马忠,吴翔宇. 金字塔结构对自愿性信息披露程度的影响:来自家族控股上市公司的经验验证[J]. 会计研究, 2007(1): 44 - 93.

- [10] Johnson S, Boone P, Breach A, et al. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 141 - 186.
- [11] Atanasov V. How much value can blockholders tunnel? Evidence from the bulgarian mass privatization actions[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 76: 191 - 234.
- [12] 曹宇, 李琳, 孙铮. 公司控制权对会计盈余稳健性影响的实证研究[J]. 经济管理, 2005(14): 34 - 42.
- [13] 温章林. 机构投资者持股影响会计稳健性的实证研究[J]. 企业经济, 2010(2): 1 - 20.
- [14] 刘启亮, 李增泉, 姚易伟. 投资者保护、控制权私利与金字塔结构: 以格林柯尔为例[J]. 管理世界, 2008(12): 139 - 148.
- [15] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24: 3 - 37.
- [16] 张兆国, 刘永丽, 李庾秦. 会计稳健性计量方法的比较与选择——基于相关性和可靠性的实证研究[J]. 会计研究, 2012(2): 37 - 41.
- [17] Ball R, Shivakumar L. Earnings quality in U. K. private firms[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39: 83 - 128.

[责任编辑: 杨凤春]

Ultimate Controlling Shareholder and Accounting Conservatism: Based on the Empirical Research of the Pyramid Ownership Structure

SHAO Yiping^a, HUANG Bingbing^b

(a. Division of Personnel, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China;

b. School of Accountancy, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: On the basis of the Basu model and the data of listed corporations of China from 2010 to 2012, this paper makes an analysis on the impact of ultimate controlling shareholder and Pyramid ownership structure on accounting conservatism under the condition of Pyramid ownership structure. The research finds out that the separation of two rights in the ultimate controlling shareholders is negatively correlated with accounting conservatism, whereas the cash flow rights of ultimate controlling shareholders are positively correlated with accounting conservatism. The control rights of ultimate controlling shareholders on the listed corporations is negatively correlated with accounting conservatism. If the ultimate controlling shareholder belongs to the government type, the accounting conservatism in this kind of company is greater than that of the non - government type and the hierarchy of Pyramid ownership structure is negatively correlated with the accounting conservatism.

Key Words: ultimate controlling shareholder; accounting conservatism; Pyramid ownership structure; cash flow rights; separation of two rights; accounting information quality; fair value