

# 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

周晓苏<sup>1</sup>, 杨忠海<sup>2</sup>

(1. 南开大学 商学院, 天津 300071; 2. 哈尔滨商业大学 会计学院, 黑龙江 哈尔滨 150028)

**[摘要]**以中国A股上市公司2004年—2006年间的3618个公司年度为样本,借鉴Ball和Shivakumar、Khan和Watts以及Gassen等的研究成果对财务报告稳健性进行了实证度量,研究了不同特征的最终控股股东的行为对上市公司财务报告稳健性的影响。研究发现:控股股东的掏空行为显著降低了财务报告稳健性,控股股东的扶持行为也降低了财务报告稳健性,但在统计意义上不显著;相对于非国家最终控制的上市公司,国家最终控制的上市公司的财务报告更不稳健;财务报告稳健性与最终控股股东的控制权比例呈负向变化,与其他股东的制衡能力呈同向变化。

**[关键词]**最终控股股东;控股股东行为;财务报告稳健性

**[中图分类号]**F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)03-0054-08

## 一、问题的提出

当前众多的研究文献表明,控股股东的存在能够导致公司治理结构中的股权制衡机制失效。在控股股东的掌控下,上市公司通过提前确认好消息,延迟确认坏消息的方式,使得上市公司的财务报告变得更好看,以吸引更多的投资者,这一行为能够降低财务报告的稳健性,使财务报告提供的信息更不可靠,从而误导投资者,不利于资本市场的健康发展。然而,人们在研究控股股东与上市公司财务报告稳健性之间的相互关系时,没有考虑到控股股东性质和行为对财务报告稳健性的影响。本文的目的是:在控股股东与中小股东之间代理关系的框架内,研究控股股东行为对财务报告稳健性的可能影响,为遏制控股股东剥夺中小股东利益的行为和提高上市

公司财务报告质量提供经验证据。

本文以后部分的安排如下:第二部分是文献回顾与假设提出;第三部分是研究设计,阐述数据来源、样本选择和研究中使用的变量;第四部分是实证分析回归结果;最后,对本文进行总结。

## 二、文献回顾与假设提出

财务报告是否稳健是衡量财务报告质量高低的重要标准之一。Watts认为财务报告稳健性要求企业在确认未来可能发生的收益和损失时应当采取非对称方式,及时确认损失,延迟确认收益。通过提高财务报告稳健性,将有助于财务报告发挥治理功能,加强对投资者利益的保护<sup>[1]</sup>。Basu从这一角度验证了财务报告稳健性的存在<sup>[2]</sup>。至于财务报告稳健性存在的原因,多数研究发现,主要产生于债务契约的

**[收稿日期]**2010-01-10

**[基金项目]**国家自然科学基金项目(20872053)

**[作者简介]**周晓苏(1952—),女,四川资中人,南开大学商学院教授,博士生导师,博士,从事财务会计理论研究;杨忠海(1972—),男,黑龙江泰来人,南开大学商学院博士研究生,哈尔滨商业大学会计学院副教授,从事财务会计理论研究。

签订<sup>[1,3-6]</sup>。债务契约的签订引起债权人对财务报告稳健性的更多关注,从另外一种角度说明,股权投资人对稳健性的需求弱于债权人对稳健性的需求,尤其是在存在控股股东的状况下,控股股东为了侵占中小股东和债权人的利益,最大化自身利益,有动机亦有能力对上市公司实施掏空行为,同时通过提前确认收益和延迟确认损失的方式,粉饰上市公司财务报告,美化上市公司经营业绩,模糊会计数字,降低整体经济的透明度,掩盖其对上市公司实施的掏空行为,从而降低了财务报告的稳健性。当然,控股股东除了掏空上市公司外,还可能对上市公司进行扶持,由于控股股东对上市公司进行扶持的最终目的是为了将来实施对上市公司更大规模的掏空,控股股东也因此会在扶持上市公司的同时,要求上市公司更多地甚至是夸大地披露其对上市公司进行扶持的信息,并提前确认收益,延迟确认损失,以满足“管制的会计利润”的要求,从而降低了上市公司的财务报告稳健性。包括“输血(扶持)”和“抽血(掏空)”在内的种种恶意关联交易的存在造成上市公司披露的会计报表信息失真,误导并损害了中小股东的合法权益。此外,由于扶持行为与掏空行为可能同时进行,因此扶持行为还具有掩盖同期掏空行为的作用。因此,基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设 1a:在其他条件不变的情况下,控股股东的掏空行为能够降低财务报告稳健性。

假设 1b:在其他条件不变的情况下,控股股东的扶持行为能够降低财务报告稳健性。

假设 1c:在其他条件不变的情况下,控股股东的净掏空行为能够降低财务报告稳健性

控股股东的存在,导致代理问题由传统的股东与经营管理层之间以及股东与债权人之间的利益冲突转向控股股东与中小投资者之间以及控股股东与债权人之间的利益冲突<sup>[7]</sup>。在此种情况下,控股股东成为影响代理问题的核心,它的性质也自然会影响到控股股东与中小股东以及债权人之间的利益冲突,进而对上市公司的财务报告稳健性产生影响。由于我国资本市场上的上市公司有相当一部分为国有企业改制而成,多数上市公司与其控股股东“形分实合”,形成了控股股东一股独大和股权分置的独特特征,这不仅为控股股东“掏空”或“扶持”上市公司创造了更便利的外部条件,也为控股股东操控上市公司的会计信息提供了更多的方便<sup>[8]</sup>。因此,在现阶段投资者保护较弱的情况下,国家性质的控股股

东基于其政治和社会目的或者管理层对“自身政治前景”的迫切需求,更有动机和能力“掏空”或“扶持”上市公司,并通过对上市公司财务报告的操控掩盖其实施的行为,实现其控制权私人收益或者是管理人员个人的利益,从而降低了对财务报告稳健性的需求。施华强、孙铮等和朱凯等在研究会计稳健性的债务需求特征时也发现,相对于非国家控制的上市公司,国家控股的上市公司的财务报告有更低的稳健性,其原因可能是国家控制的上市公司更多地使用了与政府间的“政治关联”,获得了更多的政府扶持,更容易通过股权融资方式融通资金,降低了对债务的需求,而且即使是通过债权融资方式融通资金,由于其国有性质和政府背景,具备了与多数债权人(国有银行)进行讨价还价的实力,从而降低了债权人(尤其是国有银行)的债务约束,进而降低了对财务报告稳健性的需求<sup>[9-11]</sup>。因此,

假设 2:在其他条件不变的情况下,相对于非国家控制的上市公司,国家控制的上市公司更可能通过发布不稳健的财务报告,以掩盖其实施的掏空行为。

控股股东为了实现对中小股东的利益侵占以及对这一行为进行隐藏,往往刻意安排复杂的公司治理结构(如金字塔式的治理结构),通过所有权与控制权的分离实现以较少的投入对底层子公司的有效控制。在存在控股股东的情况下,控股股东也有能力对财务报告的生成过程产生影响<sup>[12]</sup>,这一能力也同样通过控股股东持有的上市公司所有权与拥有的控制权之间的背离来实现,两者背离程度越大,控股股东的控制能力越强,对财务报告的操控程度也越强,通过提前确认收益和延迟确认损失掩盖其掏空上市公司行为的可能性越大,财务报告的稳健性越差,会计信息的可靠性也因此更低<sup>[13]</sup>,因此,控股股东的控制权与所有权的分离能够对财务报告稳健性产生负面影响,具体表现为:

假设 3a:在其他条件不变的情况下,最终控股股东拥有的控制权比率与财务报告稳健性呈反向变化;

假设 3b:在其他条件不变的情况下,两权背离程度越大,上市公司财务报告的稳健性越差。

在存在控股股东的情况下,其他股东除了采取“用脚投票”的自保措施外,也可采取控股股东应对内部经理侵占时采用的集中所有权的方式,以对控股股东的行为实施监督。因此,控股股东操控财务报告的能力还可能受到其他股东制衡能力的影响。

如果其他股东制衡控股股东的能力越强,控股股东剥夺中小股东和债权人的能力越小,通过提前确认收益、延迟确认损失、虚增会计利润、操控财务报告而掩盖其掏空行为的能力也越小,获得的控制权溢价也会减少。换言之,其他股东的制衡能力对上市公司的财务报告稳健性应当有正向的影响<sup>[14]</sup>。鉴于此,提出如下假设:

假设4:在其他条件不变的情况下,其他股东的制衡能力能够对财务报告稳健性产生正向影响。

### 三、研究设计

#### (一) 数据来源与样本选择

由于中国证监会在2003年12月22日发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉》修订稿中要求,所有的上市公司从2004年1月1日起,在其年度报告中披露股权结构树状图,以及各级控股股东之间的所有权与控制权比例等信息,以及中国财政部于2006年2月15日发布了修订后的《企业会计准则》,要求所有的上市公司自2007年1月1日起执行修订后的《企业会计准则》,因此,本文选取了2004年—2006年中国A股市场上的上市公司为研究样本。样本选择遵循的标准是:(1)非金融行业的上市公司;(2)在2004年—2006年间有连续3年的数据;(3)存在最终控制人;(4)最终控制人是唯一的;(5)能够计算控制链层级;(6)能够计算最终控制人的控制权比例和所有权比例。能够同时满足这些标准的样本公司为1206个,3年共3618个公司一年度样本。

本文的短期借款、主营业务收入、营业利润、Z指数、股权制衡、上市公司实际控制人和实际控制人类型等数据来自CCER数据库。其他财务数据、公司治理数据和股东数据来自国泰安数据库(CSMAR),个别缺失的数据通过查阅上市公司年报手工获得。

#### (二) 变量设计

##### 1. 被解释变量:财务报告稳健性(CONSER)

Ball和Shivakumar借鉴Basu的逆回归模型和Dechow,Kothari和Watts的模型构造了会计稳健性的应计模型,该模型可以写为:

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 DCFO_t + \alpha_2 CFO_t + \alpha_3 DCFO_t \times CFO_t + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $CFO_t$ 为经营活动产生的现金流量,以扣

除非正常损益前的会计利润与应计项目 $ACC_t$ 的差额对其计量; $DCFO_t$ 为哑变量,当 $CFO_t > 0$ 时,取值为0,否则为1。

当 $CFO_t > 0$ 时, $DCFO_t = 0$ ,因此上式可表达如下:

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_2 CFO_t + \varepsilon \quad (2)$$

其中, $CFO > 0$ 表明公司拥有好消息,因此, $\alpha_2$ 衡量好消息的及时性;

当 $CFO_t < 0$ 时, $DCFO_t = 1$ ,因此上式可表达如下:

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 CFO_t + \alpha_3 CFO_t + \varepsilon = \alpha_0 + \alpha_1 + (\alpha_2 + \alpha_3) \times CFO_t + \varepsilon \quad (3)$$

其中, $CFO < 0$ 表明公司拥有坏消息。在稳健会计程序中,坏消息应该比好消息发布的更及时,因此, $\alpha_3$ 衡量坏消息超过好消息的增量及时性, $\alpha_2 + \alpha_3$ 衡量的就是坏消息的及时性。

$ACC_t$ 为应计项目,其初始计量值通过下式取得:

$$ACC_t = \Delta \ln v + \Delta Accrece + \Delta Othcurass - \Delta Accpay - \Delta Othcurlia - Depre \quad (4)$$

式中, $\Delta \ln v$ 为当年存货增量, $\Delta Accrece$ 为应收账款增量, $\Delta Othcurass$ 为其他流动资产增量, $\Delta Accpay$ 为应付账款增量, $\Delta Othcurlia$ 为其他流动负债增量, $Depre$ 为固定资产折旧额。除 $DCFO_t$ 外,所有项目均以年初总资产进行标准化<sup>[6]</sup>。

Khan和Watts认为影响稳健性的因素主要有账面市价比(M/B)、公司规模(Size)和债务比率(Lev),并采用这三个变量和Basu模型来估计时间截面度量的好消息的及时性和坏消息的增量及时性的公司一年度度量值<sup>[15-16]</sup>①,本文借鉴了这一方法,但不考虑账面市价比,其原因是我国的资本市场弱势有效,影响股价的因素较多,使用股价进行的研究可能不具有较强的说服力。具体而言,好消息的及时性和坏消息的增量及时性的公司一年度度量值可以通过下式取得:

$$\alpha_{2u} = \beta_0 + \beta_{1t} Lnasset_{it} + \beta_{2t} Lev_{it} \quad (5)$$

$$\alpha_{3u} = \gamma_0 + \gamma_{1t} Lnasset_{it} + \gamma_{2t} Lev_{it} \quad (6)$$

然后将(5)和(6)代入(1)可得回归方程(7):

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 DCFO_t + CFO_t (\beta_0 + \beta_{1t} Lnasset_{it} + \beta_{2t} Lev_{it}) + DCFO_t \times CFO_t (\gamma_0 + \gamma_{1t} Lnasset_{it} + \gamma_{2t} Lev_{it}) + \varepsilon \quad (7)$$

①Khan和Watts在文中提到,影响稳健性的因素按照Watts的说法,是契约(Contract)、诉讼(Litigation)、税收(Taxation)和管制(Regulation)四个因素,这四个因素都随投资机会集(IOS, investment opportunity set)变动,而资产规模(Size)、债务比率(Lev)和账面市价比(M/B, the market-to-book ratio)与投资机会集密切相关,因此,采用这三个变量替代四个因素来计量好消息和坏消息的及时性。

估计该方程,可以得到 $\beta_i$ 和 $\gamma_i$ 的估计值,然后代入(5)和(6)即可得到 $\alpha_{2it}$ 和 $\alpha_{3it}$ 。

鉴于Guay和Verrecchia发现用 $(\alpha_{2it} + \alpha_{3it})/\alpha_{2it}$ 比较各公司之间的稳健性差异是有缺陷的<sup>[17]</sup>,Gassen, Fülber和Sellhorn因此采用斜率对应的两条直线的夹角大小对会计稳健性进行度量<sup>[18]</sup>,即

$$CONSER = \arctan(\alpha_{2it} + \alpha_{3it}) - \arctan(\alpha_{2it}) \quad (8)$$

通过上述方式可以计算出每1家公司每1年度的CONSER的值,该值越大说明该公司当年的财务报告稳健性越强,财务报告提供的信息越可靠。

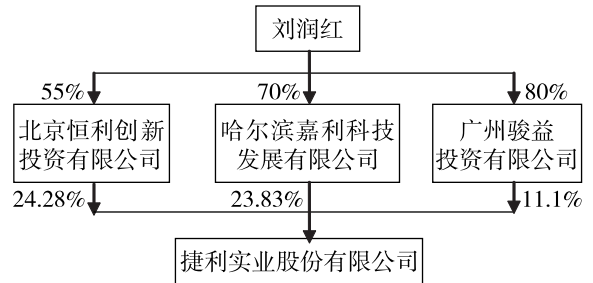
## 2. 考察变量:掏空行为与扶持行为

控股股东对上市公司可能采取的行为主要有掏空行为和扶持行为,掏空行为表现为控股股东将上市公司的利益转移至控股股东手中,而扶持行为则表现为控股股东向上市公司输送利益。为了考察控股股东行为对财务报告稳健性的影响,我们采用资金占用行为对控股股东行为进行度量。李增泉等将控股股东与上市公司之间的资金占用行为区分为“经营性资金占用”和“非经营性资金占用”两种,经营性资金占用以应收账款、预收账款、应付账款和预付账款四个科目的金额来表示,非经营性资金占用以其他应收款和其他应付款的两个科目的金额来表示<sup>[19]</sup>。姜国华等用其他应收款占总资产的比例衡量控股股东对上市公司实施的掏空行为<sup>[20]</sup>。周晓苏等用其他应收款占总资产比例衡量控股股东集团的资金占用行为,用其他应付款占总资产比例衡量上市公司对控股股东集团的资金占用,同时用二者差额衡量控股股东集团对上市公司的资金净占用<sup>[21]</sup>。应当说明的是,这些度量资金占用的方法使用的都是相关科目的年末余额这一静态数字,而我们想要考察的却是控股股东行为对财务报告稳健性的影响,应当采用具有动态特征的表征变量来度量控股股东的行为。因此,我们采用相关科目的年度增加额度量控股股东行为,即采用其他应收款年度增加额度量控股股东对上市公司的资金占用行为——掏空行为(TUNNEL),采用其他应付款年度增加额度量上市公司对控股股东的资金占用行为——控股股东对上市公司的扶持行为(PROP),并采用年初资产总额对控股股东行为的表征变量予以标准化,以消除规模影响。此外,也使用了掏空行为与扶持行为两者之间的差额衡量控股股东对上市公司的净掏空或净扶持行为(STUNNEL)。

## 3. 控股股东特征变量

控股股东特征主要考察最终控股股东的性质、

最终控股股东对上市公司的控制权比例、最终控股股东所有权与控制权的背离程度以及其他大股东对控股股东的权利制衡作用。CCER将最终控股股东的类型划分为国有控股、民营控股、外资控股、集体控股、社会团体控股、职工持股控股和不能识别7种情况,我们将除国有控股以外的其他6种情况定义为非国家控制,同时将最终控股股东为高等院校的也定义为国有股东,因此设定最终控股股东性质(STATE)为哑变量,当最终控股股东为国有股东时取值为1,否则为0;最终控股股东所有权比例(OWN)为最终控股股东直接和间接拥有的上市公司的所有权比例的乘积之和;最终控股股东控制权(CONTROL)为最终控股股东直接和间接拥有的上市公司的控制权比例之和;最终控股股东拥有的所有权与控制权之间的背离程度采用与Fan一致的方法度量,即采用所有权比例与控制权比例的比值衡量两权背离程度,该比值越大,说明两权分离程度越小,反之则两权分离程度越大(图1为控股股东两权分离程度计算示例);其他股东股权制衡(CR2\_5)为第二大股东至第五大股东持股比例之和。以捷利实业股份有限公司为例,见图1。



所有权比例=55%\*24.28%+70%\*23.83%+80%\*11.1%=38.915%  
控制权比例=24.28%+23.83%+11.1%=59.21%

图1 最终控股股东所有权与控制权背离程度计算示例

## 4. 其他控制变量

公司盈利能力采用上市公司总资产净利润率(ROA)表示;公司成长性(GROW)以主营业务收入增长率表示;年度影响通过平衡面板数据的年度固定效应控制;行业变量INSDUS按照2001年4月中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》中的分类标准(除制造业按亚类分类外,其他行业均以大类为准),并以综合类为基准,共设置了20个行业虚拟变量。

## 四、实证检验与分析

### (一) 描述性统计

表1(见下页)为回归变量的描述性统计。通过

观察和分析变量的描述性统计结果,我们发现,有超过 2/3 的公司年度样本为国家直接控制(STATE 的均值为 0.6899);最终控股股东拥有的上市公司的平均所有权比例为 0.3366,平均控制权比例为 0.3973,所有权与控制权的分离程度较低,SPERATION 的均值为 0.8141;其他大股东的制衡能力非常弱,CR2\_5 的均值为 0.1661,刚刚接近最终控股股东拥有的所有权比例的一半。虽然 TUNNEL 的均值为 -0.0080,STUNNEL 的均值为 -0.0173,均小于 0,而且 PROP 的均值(0.0093)为正,但这并不表明全

部控股股东真正减少了对上市公司的利益侵占,与此形成鲜明对比的是,由于 TUNNEL 的中位数为 -0.000011,STUNNEL 的中位数为 -0.0036,均非常接近于 0,说明仍有近一半的公司年度样本的控股股东对上市公司增加实施了掏空行为,从而导致上市公司的财务报告不够稳健,CONSER 的均值为 -0.0519,即可证明这一点,而且由于 CONSER 的中位数为 -0.0459,也小于 0,更说明了我国资本市场上的大部分上市公司的财务报告不够稳健,较早确认了好消息,较晚确认了坏消息。

表 1 回归变量描述性统计

变量	N	均值	标准偏差	最小值	最大值	中位数	偏度	峰度
CONSER	3618	-0.0519	0.0682	-1.2244	0.3485	-0.0459	-1.8035	25.4102
TUNNEL	3618	-0.0080	0.1583	-7.0224	0.6073	-1.101E-6	-29.3699	1172.98
PROP	3618	0.0093	0.0838	-1.4424	3.5010	0.0028	19.0416	868.8459
STUNNEL	3618	-0.0173	0.1850	-7.3087	0.8959	-0.0036	-24.7706	831.4019
GROWTH	3618	1086.78	65286.7	-1.0455	3926981	0.1547	60.1497290	3617.99
ROA	3618	0.0140	0.1220	-2.0636	0.8887	0.0256	-6.9504	84.7091
STATE	3618	0.6899	0.4626	0	1	1	-0.8214	-1.3261
CR2_5	3618	0.1661	0.1263	0.0022	0.5882	0.1412	0.5874	-0.6150
OWN	3618	0.3366	0.1852	0.0050	0.9200	0.3078	0.3342	-0.7539
CONTROL	3618	0.3973	0.1592	0.0149	1	0.3794	0.3063	-0.7392
SEPERATION	3618	0.8141	0.2579	0.0369	1	1	-1.1261	-0.0213

(二) 相关性分析

表 2 是变量相关系数矩阵,对角线右上方为 Spearman' rho 相关系数,对角线左下方为 Pearson 相关系数。从单变量的相关性看,CONSER 与 TUNNEL 和 STUNNEL 显著负相关,与 PROP 负相关,但在统计意义上不显著,这说明了控股股东的掏空行为的确显著降低了上市公司财务报告的稳健性,扶持行

为对财务报告稳健性的影响虽然不显著,但也是负向影响。CONSER 与 STATE 显著负相关,说明最终控股股东的国有性质的确降低了财务报告稳健性。CONSER 与 CR2\_5 显著正相关,说明其他大股东能够对控股股东的掏空行为起到抑制作用,进而对财务报告稳健性产生正面影响。CONSER 与 CONTROL 和 SEPERATION 均显著负相关。

表 2 变量相关系数矩阵

	CONSER	TUNNEL	PROP	STUNNEL	GROW	ROA	STATE	CR2_5	OWN	CONTROL	SEPERATION
CONSER	1.000	-0.060***	-0.021	-0.030*	-0.147***	-0.195***	-0.265***	0.230***	-0.221***	-0.208***	-0.153***
TUNNEL	-0.098***	1.000	0.124***	0.608***	0.059***	0.048***	-0.045***	0.024	0.009	0.029*	-0.0236
PROP	-0.024	-0.081***	1.000	-0.557***	0.060***	0.001	-0.002	0.023	0.012	0.009	0.010
STUNNEL	-0.073***	0.892***	-0.522***	1.00000	-0.005	0.028*	-0.031*	0.001	-0.001	0.015	-0.019
GROW	0.057***	0.001	-0.001	0.001	1.000	0.368***	0.051***	-0.015	0.107***	0.119***	0.062***
ROA	-0.180***	-0.080***	-0.066***	-0.039**	0.010	1.000	0.011	-0.020	0.155***	0.189***	0.058***
STATE	-0.249***	0.018	0.012	0.010	-0.025	0.103***	1.000	-0.278***	0.499***	0.353***	0.542***
CR2_5	0.187***	-0.019	0.007	-0.020	0.028*	-0.070***	-0.257***	1.000	-0.464***	-0.525***	-0.176***
OWN	-0.231***	0.007	0.025	-0.006	-0.021	0.137***	0.476***	-0.443***	1.000	0.869***	0.678***
CONTROL	-0.219***	0.016	0.016	0.006	-0.010	0.137***	0.342***	-0.487***	0.888***	1.000	0.288***
SEPERATION	-0.130***	-0.008	0.021	-0.016	-0.029*	0.096***	0.496***	-0.163***	0.681***	0.321***	1.000

注:对角线右上方为 Spearman's rho 相关系数,对角线左下方为 Pearson 相关系数;

\*\*\* 表示检验在 1% 的水平上显著; \*\* 表示检验在 5% 的水平上显著; \* 表示检验在 10% 的水平上显著。

从相关系数矩阵还可以发现,解释变量之间的相关系数除个别的超过了 0.8 之外,其余的都不高。

对于相关系数超过 0.8 的变量在后面的回归分析中也并未纳入同一个方程(如 TUNNEL 与 STUNNEL、OWN 也未单独纳入任意模型),因此,我们可以说解释变量之间不存在明显的多重共线性,对回归结果不会出现大的影响<sup>[22]</sup>。

### (三) 回归分析结果

表 3 是使用面板数据控制年度固定效应和行业影响后的回归分析结果,年度固定效应与行业影响未在表中列示。6 个模型的因变量均为财务报告稳健性 CONSER,模型 1、模型 2 和模型 3 仅考虑控股股东行为对财务报告稳健性的影响。从回归结果不

难看出,控股股东掏空行为的表征变量 TUNNEL 和 STUNNEL 的回归系数分别为 -0.045047 和 -0.030289,并且在 1% 的水平上显著,说明控股股东掏空行为明显降低了财务报告稳健性。控股股东扶持行为的表征变量 PROP 的回归系数为 -0.013187,虽然不显著,但由于是负数,也在一定程度上说明了扶持行为并没有对财务报告稳健性产生正面影响,从这一点看,也可说明控股股东在扶持上市公司时同时过多或夸大披露了与扶持相关的信息。模型 1、模型 2 和模型 3 的回归结果验证了假设 1a、1b 和 1c。

表 3 回归分析

变量	预期符号	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
Constant	-	-0.042306 (-8.803)***	-0.042090 (-8.708)***	-0.042286 (-8.779)***	-0.028412 (-4.454)***	-0.028933 (-4.504)***	-0.028241 (-4.413)***
TUNNEL	-	-0.045047 (-6.528)***			-0.047471 (-7.185)***		
PROP	-		-0.013187 (-1.006)			-0.020300 (-1.617)	
STUNNEL	-			-0.030289 (-5.117)***			-0.030437 (-5.380)***
STATE	-				-0.023909 (-8.837)***	-0.024310 (-8.926)***	-0.108124 (-2.737)***
GROW	+				5.21E-08 (3.275)***	5.16E-08 (3.219)***	5.19E-08 (3.253)***
ROA	-				-0.075175 (-8.616)***	-0.071041 (-8.092)***	-0.071706 (-8.215)***
CR2-5	+				0.043824 (4.524)***	0.045772 (4.694)***	0.043962 (4.524)***
CONTROL	-				-0.039663 (-4.833)***	-0.039486 (-4.778)***	-0.040121 (-4.873)***
SEPERATION	+				0.007013 (1.479)	0.007777 (1.629)	0.007073 (1.487)
年度 fixed		控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业哑变量		控制	控制	控制	控制	控制	控制
N		3168	3168	3168	3168	3168	3168
F		15.38184	13.41797	14.60627	25.97537	23.95964	25.04267
R-squared		0.089615	0.079079	0.085483	0.173517	0.162236	0.168335
Adj-Rsquared		0.083789	0.073185	0.079631	0.166837	0.155465	0.161613

注:括号中的值为 t 值。\*\*\*, \*\* 和 \* 分别表示在 1%, 5% 和 10% 的水平上显著。

模型 4、模型 5 和模型 6 加入了控股股东特征变量和其他控制变量。控股股东行为表征变量的回归结果与模型 1、模型 2 和模型 3 的结果一致,这表明,在其他条件不变的情况下,控股股东的掏空行为显著降低了上市公司财务报告稳健性,扶持行为对上市公司的财务报告稳健性产生负向影响,虽然统计上不显著。模型回归结果还显示,与非国家控制的

上市公司相比,最终控股股东具有国有性质的上市公司,其财务报告的稳健性也较低,该结果验证了假设 2,同时也与施华强、孙铮等、朱凯和魏明海等的结果一致。上市公司财务报告稳健性与最终控股股东拥有的控制权比率显著负相关,与 Fan 和 Wong 的研究趋于一致,支持了假设 3a,可能的原因是,控股股东的壕沟防御效用对会计信息质量的影响要高于利

益协同效应的影响,并且随着控股股东控制权的增加,控股股东操控财务报告的能力也显著提高,控股股东更愿意采用提前确认收益、延迟确认损失的方式披露会计信息,以提高会计利润金额,向投资者传递公司具有较强盈利能力的信息,财务报告稳健性与 ROA 在 1% 的水平上显著负相关,也说明了上市公司财务报告中公布的会计利润可能包含了提前确认收益、延迟确认损失而增加的利润<sup>[23]</sup>。由于 SPE-RATION 的数值越大,表示两权分离程度越小,因此衡量财务报告稳健性的表征变量 CONSER 与 SPE-RATION 呈正相关关系,实际上就是说明了财务报告稳健性与控股股东两权分离程度呈负相关关系,即两权分离程度越高,上市公司财务报告稳健性越低,其原因可能是较高的两权分离程度往往是控股股东延长控制链造成的,随着控制链的延长,控股股东更易于采用包括提前确认收益、延迟确认损失在内的各种方式隐藏信息和从事寻租活动,进而增加代理成本,导致较低的财务报告稳健性。虽然 SEPRATION 在统计上不显著,但由于符号为负,也因此可以说部分支持了假设 3b。我们还发现,其他控股股东能够显著提高上市公司财务报告稳健性,验证了假设 4,说明其他大股东能够对控股股东操控财务报告的行为起到抑制和监督作用,有利于上市公司以更稳健的方式对外披露会计信息。此外,成长性高的上市公司的财务报告更稳健。

## 五、结论

本文采用 2004 年—2006 年中国 A 股市场上的上市公司的数据,在存在控股股东代理问题的框架内,考察控股股东行为和控股股东的特征对上市公司财务报告稳健性的影响。研究发现,控股股东在掏空上市公司时,为了掩盖其掏空行为,较早地确认了未来可能发生的收益,延迟确认了未来可能发生的损失,使得上市公司财务报告变得更好看,因而显著降低了财务报告稳健性。扶持行为也并未使上市公司财务报告更稳健。从控股股东性质来看,最终控股股东的国家性质使得上市公司拥有更多的“政治关联”,获得更多的政府扶持,以及国有银行的贷款契约约束,导致国家控制的上市公司的财务报告比非国家控制的上市公司的财务报告有更低的稳健性。从最终控制股东控制上市公司的特征来看,控制权比例的提高能够显著降低财务报告稳健性,最终控股股东的控制权与所有权的分离程度的提高也能对财务报告稳健性产生负面影响。研究还发

现,成长较快的上市公司有更高的财务报告稳健性。

当前我国上市公司普遍存在股权过于集中和国有股一股独大等明显的公司治理缺陷,从而导致控股股东在公司治理结构中处于核心地位,使得控股股东对财务报告稳健性也能够产生非常重要的影响。因此,本文的贡献之一在于首次在控股股东与中小股东之间代理问题的框架内系统分析了控股股东行为对财务报告稳健性的影响,并建议监管机构应更多地关注控股股东行为对上市公司财务报告稳健性的影响,只有对控股股东进行有效的监管,对控股股东的行为进行有效的监控,才能有助于从根本上解决上市公司财务报告稳健性不高的现状。本文的第二个贡献是,未采用资本市场上的数据,而仅仅采用财务报告中的数据对财务报告稳健性进行了实证度量,这有助于深入理解和研究弱势有效的资本市场上的财务报告稳健性问题,也为研究非上市公司的财务报告稳健性问题提供了有益的帮助。

## [参考文献]

- [1] Watts R L. A proposal for research on conservatism [D]. Working Paper. University of Rochester, 1993.
- [2] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997(24): 3-37.
- [3] Watts R L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications [J]. *Accounting Horizons*, 2003(17): 207-221.
- [4] Watts R L. Conservatism in accounting part II: evidence and research opportunities [J]. *Accounting Horizons*, 2003(17): 287-301.
- [5] Leftwich R W. Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements [J]. *The Accounting Review*, 1983(1): 23-42.
- [6] Ball R, Shivakumar L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005(1): 83-128.
- [7] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance [J]. *Journal of Finance*, 1997(52): 737-783.
- [8] 方轶强, 夏立军, 朱静. 更换高管改进公司业绩了吗? ——对绩差公司内部治理效率的经验研究 [J]. *中国会计与财务研究*, 2007(1): 1-123.
- [9] 施华强. 中国国有商业银行不良贷款内生性: 一个基于双重预算约束的分析框架 [J]. *金融研究*, 2004(6): 1-16.
- [10] 孙铮, 刘凤委, 汪辉. 债务、公司治理与会计稳健性 [J].

中国会计与财务研究,2005(2):112-141.

- [11]朱凯,陈信元. 银企关系与会计信息稳健性——中国资本市场的经验证据[J]. 中大管理研究,2006(1):31-42.
- [12]Zhu S. The characteristics of ultimate shareholders and the informativeness of accounting earnings[J]. China Accounting and Finance Review,2006(1):1-24.
- [13]Fan,Joseph P H,Wong T J,Zhang T Y. The emergence of corporate pyramids in China[R]. Working paper,2005.
- [14]王奇波,宋常. 国外关于最优股权结构与股权制衡的文献综述[J]. 会计研究,2006(1):83-89.
- [15]Khan,Mozaffar,Watts,Ross L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[DB/OL]. [2009-08-17]. <http://ssrn.com/abstract=967348>.
- [16]魏明海,陶晓慧. 会计稳健性的契约解释——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国会计与财务研究,2007(4):81-107.
- [17]Guay W,Verreehia R. Discussion of an economic framework for conservative accounting and bushman and piotroski

[J]. Journal of Accounting and Economics,2006(1/2):149-165.

- [18]Gassen J,Fülbier R U,Sellhorn T. International differences in conditional conservatism and income smoothing[J]. European Accounting Review,2006(4):527-564.
- [19]李增泉,孙铮,王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究,2004(12):3-14.
- [20]姜国华,岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J]. 管理世界,2005(9):120-123.
- [21]周晓苏,张继袖,唐洋. 控股股东所有权、双向资金占用与盈余质量[J]. 财经研究,2008(2):109-120.
- [22]Judge G G, et al. The theory and practice of econometrics[M]. New York: Wley,1980.
- [23]董红星. 大股东控制与会计稳健性——来自中国A股上市公司的实证检验[J]. 山西财经大学学报,2009(1):117-118.

[责任编辑:高婷]

## Characteristics of Ultimate Controlling Shareholders, the Controlling Shareholders' Behavior, and Financial Reporting Conservatism: Empirical Evidence from Listed Companies in China

ZHOU Xiao-su<sup>1</sup>, YANG Zhong-hai<sup>2</sup>

(1. School of Business, Nankai University, Tianjin 300071, China;

2. School of Accounting, Harbin University of Commerce, Harbin 150028, China)

**Abstract:** We investigate the impact of controlling shareholders' behavior on financial reporting conservatism. Based on a total of 3168 samples obtained from listed firms over the three-year period between 2004 and 2006, We comprehensively use the methods created by Ball and Shivakumar (2005), Khan and Watts(2007) and Gassen et al (2006) to measure financial reporting conservatism. The empirical results indicate that the tunneling behavior significantly decreases the financial reporting conservatism, and the propping behavior also decreases the financial reporting conservatism. For state-owned listed companies, their financial reporting conservatism is lower. The proportion of control right of ultimate shareholders has a significantly negative relation with financial reporting conservatism. We also find that the check-and-balance ability of the second to the fifth largest shareholders can positively affect the conservatism of financial report. This paper provides the evidence of the effect of controlling shareholders' behavior on financial reporting conservatism.

**Key Words:** ultimate controlling shareholders; controlling shareholder's behavior; financial reporting conservatism