

# 股权结构与财务重述研究

张俊瑞, 马 晨

(西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049)

**[摘要]**以2005年—2009年间中国A股上市公司补充与更正报告中出现“会计差错更正”项目的公司为研究对象,以是否发生财务重述为因变量,采用配对样本分析方法考察了股权结构对财务重述的影响。结果发现,股权集中度越高,发生财务重述的概率越低;国有股比例越高,发生财务重述的概率越高;流通股比例越高,发生财务重述的概率越低;管理层持股比例与财务重述之间呈U型关系;而法人股以及机构投资者抑制财务重述的作用不明显。研究拓展了财务重述的内容,为监管部门防范财务重述、改进股权结构以及提高公司治理效率提供了经验证据。

**[关键词]**财务重述;股权结构;会计差错;Logit回归

**[中图分类号]**F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)02-0063-10

## 一、引言

上市公司存在两种代理问题:一是由 Jensen(詹森)和 Meckling(梅克林)提出的因所有权和控制权分离而产生的管理层侵占股东利益形成的代理成本。二是由 Porta(波塔)等提出的大股东侵占中小股东利益的代理成本<sup>[1-2]</sup>。这实质上都是内部人与外部投资者之间的代理问题,而内部人会通过盈余管理等手段侵占控制权的私有收益<sup>[3]</sup>。Leuz(勒兹)等发现投资者保护机制同盈余管理程度负相关,这是由于薄弱的保护机制难以抑制内部人侵权<sup>[4]</sup>。财务重述在一定程度上反映了盈余管理行为,公司管理层在财务报表报出时未能发现重大差错,说明公司治理存在一定缺陷<sup>[5]</sup>。近年来,我国上市公司发生财务重述现象日益频繁,其重大负面影响已被相关监管部门和广大学者们所认识<sup>[6-8]</sup>。我国上市公司财务重述不仅是由于记账的疏忽错误,更可能是由于管理层粉饰财务报表的机会主义行为所造成的。因此,研究股权结构对财务重述的作用效果,以抑制财务重述的发生并改进股权结构,是会计学乃至公司治理研究的重要课题,具有重大现实意义。

现有的股权结构研究主要集中在股东类型、股权集中度以及管理层持股对公司经营绩效的影响方面。在股东类型方面,很多学者研究了国有股比例与经营业绩之间的关系,得出了不同的结论<sup>[9-14]</sup>。在法人持股方面,大多数研究者发现公司业绩同法人股比例正相关,但张红军发现法人股比例与托宾Q值之间存在明显的U型关系<sup>[9-11,15]</sup>。在流通股方面也有各种不同结论<sup>[9,11-13]</sup>。在机构投资者持股方面,Wei(魏佐保)、Xie(谢飞雪)和 Zhang(张绍荣)发现机构投资者持股比重与托宾Q值

**[收稿日期]**2010-09-10

**[基金项目]**国家自然科学基金资助项目(70372048);教育部博士点基金资助课题(20070698047);教育部新世纪人才支持计划项目(NCET-07-0309)

**[作者简介]**张俊瑞(1961—),男,陕西渭南人,西安交通大学管理学院副院长,教授,博士生导师,从事资本市场与会计监督研究;马晨(1983—),男,陕西西安人,西安交通大学管理学院博士研究生,从事公司治理与财务重述研究。

负相关;续芹和叶陈刚发现机构投资者对股价表现有一定影响;薄仙慧和吴联生发现机构投资者持股有助于降低盈余管理水平<sup>[14,16-17]</sup>。在股权集中度方面,徐莉萍、赵景文等发现股权集中度与公司绩效正相关<sup>[11,18]</sup>。然而,王奇波和宋常却得出了相反结论<sup>[19]</sup>。还有学者得出二者呈曲线关系的结论<sup>[20]</sup>。在管理层持股方面,很多学者发现管理层持股比例与公司绩效正相关,但 Morck(莫克)等却发现内部人持股比例与公司业绩呈曲线关系<sup>[21-22]</sup>。Junga(琼佳)和 Kwon(夸恩)发现管理层持股比例与利润信息含量正相关,Yeo(约)则发现二者之间呈曲线关系<sup>[21,23]</sup>。韩亮亮、仪垂林等得出了协同效应在管理层持股比例较低和较高水平上发挥主要作用,而堑壕效应在中间水平上发挥主导作用的结论<sup>[24-25]</sup>。此外,还有很多学者研究了股权结构与财务舞弊、盈余管理以及信息披露质量之间的关系,多数结论认为股权集中度会导致财务舞弊以及较低的盈余质量<sup>[26-28]</sup>。国内外有关股权结构对财务重述影响的研究还较少,主要有股权集中度和国有股比例对财务重述的综合影响以及股权激励对财务重述的影响研究<sup>[3,7]</sup>。其中,于鹏从财务重述的角度分析了国家持股以及股权集中度对公司治理的影响<sup>[3]</sup>,但他没有考虑其他性质的股份,也没有考虑管理层持股的效应。

上述有关股权结构的研究只侧重于某些方面,而缺乏整体性的分析。股权结构反映了不同利益相关者之间的关系,存在较为复杂的代理问题,而且同一类型的股东在不同的股权集中度下也可能发挥不同的作用<sup>[3]</sup>。此外,以会计指标反映的公司绩效本身会受到管理层机会主义行为的影响,从而对不同国家、不同时期以及不同样本的分析就会得出不同的结论;以可操控应计指标度量的盈余质量也可能受到不同模型计算差异的影响,使实证分析得到的股权结构影响盈余质量的结果可能不够准确。因此,有关股权结构对盈余质量、公司业绩的影响的研究结果可能会有一定的偏差。本文从财务重述的视角,以 2005 年—2009 年间发生财务重述的上市公司为样本,研究我国上市公司股东类型、股权集中度和管理层持股对财务重述以及对会计信息质量的影响,以丰富财务重述和股权结构方面的研究内容。

## 二、文献回顾与研究假设

国内外研究说明不同的股权结构表示了控制和监督管理层行为的不同动机<sup>[1,29]</sup>。Kim(金)和 Yi(伊)发现随着控制权和所有权差异的扩大,控股股东可能会更多地从事盈余管理以掩盖他们的行为并避免不良后果<sup>[30]</sup>。而在股权集中的环境中,代理问题来自小股东同控股股东之间的利益冲突。当控股股东具有有效控制权和有限的现金流权时,其侵占小股东的动机就较强。在新兴市场经济国家,这种情况较为严重。此外,会计的信息含量、公司治理效率也与不同类型的股权有关<sup>[26,31]</sup>。

### (一) 股权集中度

股权集中度对会计信息质量的影响存在两种不同观点。第一种观点是由 Shleifer(施雷弗)和 Vishny(维舍尼)提出的。他们认为,当股权集中度上升到一定水平时,股东可以有效地控制企业,控股股东可以通过盈余管理掠夺小股东,这会降低控股股东对审计质量的要求<sup>[29]</sup>。这个理论得到了一些实证结果的支持。Jermias(杰米亚斯)和 Gani(加尼),Firth(弗思)、Fung(芬格)和 Rui(鲁伊)等以及郭春丽发现股权集中度对公司业绩有负向影响<sup>[26,33-34]</sup>。Chen(陈)等发现股权集中度高的公司会产生控股股东与外部股东之间的代理冲突,控股股东通过金字塔以及交叉股权结构方式侵占资产<sup>[35]</sup>。蔡宁和梁丽珍发现股权集中度越高的公司越容易发生财务舞弊<sup>[27]</sup>。周好文、李纪建和刘婷婷以 2004 年—2006 年 31 家高管违规的上市公司为样本,发现股权集中度与高管违规正相关<sup>[28]</sup>。第二种观点是由 Jensen(詹森)和 Meckling(梅克林)提出的。他们认为第一大股东持股比例的上升会降低代理成本,因此操控利润的需求也会降低以缓解契约约束<sup>[1]</sup>。Fama(法马)等指出,较为集中的股权结构有助于降低代理成本<sup>[36]</sup>。Lappalainen(拉帕莱南)等认为股权集中度和业绩之间存在正相关关系<sup>[37]</sup>。Grossman(格罗斯曼)和 Hart(哈特)认为如果公司股权高度分散,股东就不会有足够的动机来密切监督管理层<sup>[38]</sup>。还有很多研究者发现股权集中度与盈余管理负相关<sup>[39]</sup>。修宗峰发现股权集

中程度越高,上市公司年报信息披露就越及时<sup>[40]</sup>。王震和彭敬芳发现上市公司股权集中程度越高,越有可能被出具标准审计意见<sup>[41]</sup>。大股东有足够的权利控制企业资产以实现自身利益<sup>[29]</sup>。因此,当大股东在公司中有重大利益并发挥监督管理层的作用时,公司业绩就会得到改进<sup>[10]</sup>。笔者认为股权集中度越高,大股东越有动机以及能力监督管理层。大股东在发现公司前期会计差错后能够要求管理层重述以前年度的重大错报。由此,本文提出假设1。

假设1:股权集中度越高,财务重述的概率越小。

## (二) 股东类型

### 1. 国有股

国有股存在持股主体不明确的“模糊治理”现象,国有企业畸形的股权结构难以对管理者进行有效监督和约束,这会影响到公司治理效率<sup>[3,31]</sup>。Chan(单)、Lin(刘)和Zhang(张)发现中国上市公司国有股比例的下降会促成对更高审计质量的要求<sup>[32]</sup>。高国有股比例会降低会计信息的可信赖度,导致严重的代理问题。鉴于对上市公司再融资的利润要求,国有股东有很强的动机促使管理层报告较好的盈利,而不关心审计质量。国有股高度集中说明管理层和股东之间存在信息不对称,这会影响到会计信息含量<sup>[26]</sup>。苗淑娟、杜金秋和魏仲航发现国有股比重与公司绩效负相关<sup>[10]</sup>。杜莹和刘立国提出国家股在总体上比重大,流通和转让时受到限制,因此难以通过代理权竞争、接管等外部治理机制对内部人控制形成有效约束<sup>[20]</sup>。由此,本文提出假设2。

假设2a:国有股比重越大,财务重述的概率越大。

### 2. 法人股

法人控股公司的董事会成员有不同的职业背景,能较好地代表法人的最大利益<sup>[9]</sup>。我国的法人股虽然不能上市流通,但可以通过协议的方式进行转让,因此持有者更关注公司中长期发展,以公司利润最大化和整体资产增值为目标<sup>[10]</sup>。杜莹和刘立国等发现法人股比重与公司绩效正相关<sup>[20]</sup>。李亚静等发现较高的法人股比例有助于公司的价值创造,说明法人股股东有能力监督和约束管理层<sup>[42]</sup>。由于持股较集中,法人股股东有动机去监督管理层,参与公司决策<sup>[9,43]</sup>。不同于国有股股东,法人股股东代表的不仅仅是国家资本,更多的是民营和其他性质的资本,追求企业价值最大化的目标<sup>[42]</sup>。其特性决定了法人股股东比国有股股东更具“经济人”特征,他们对高层管理者行为造成的经济后果也要承担较高风险和较大责任。此外,法人股股东一般具有较好的专业背景,可以获得内部人信息,直接询问并质疑公司的运作情况。可见,法人股股东在我国上市公司治理结构中发挥着积极的作用,能够提高公司治理的效率。由此,本文提出以下假设。

假设2b:法人股比重越大,财务重述的概率越小。

### 3. 机构投资者

市场导向的经济实体比政府更为商业化,政府干预度较低<sup>[32]</sup>。对于机构投资者而言,这里有两种不同观点。第一种观点来自“积极监督假说”。该观点认为机构投资者是长期投资者,具有积极监督管理层的动机。机构投资者有各种各样的专业背景,掌握比个人投资者更多的信息,这会降低可操控应计的程度<sup>[21]</sup>。不同于政府官员,代表机构股东的董事会成员由不同机构民主选举而成,根据其管理表现而非政治背景获得报酬。由于在信息收集中的持股规模和经济规模,机构股东的代表有很强动机最大化企业价值<sup>[23,29]</sup>。一些学者发现机构投资者持股比例与股价的信息含量正相关<sup>[17,21,26]</sup>,也有学者发现机构投资者持股比例的上升会促成对更高审计质量的要求<sup>[32]</sup>。第二种观点来自“战略同盟假说”,该观点认为机构投资者和所有者均发现合作会带来好处,但这种合作减少了监督,产生免费搭车问题。投资者对盈利质量的关注度降低,不能进行有效的监督,这会导致利润信息含量与机构投资者持股比例负相关<sup>[23]</sup>。笔者认为机构投资者持股对抑制上市公司财务重述的发生具有两种效应:一方面他们能够起到积极监督管理层的作用;另一方面他们持股比例的增加可能会产生“搭便

车”现象。这两种效应在不同区间是否占据不同地位不得而知,因此本文没有提出这方面的假设。

#### 4. 流通股

流通股股东具有追求利益最大化以及监督企业管理层的动机<sup>[31]</sup>。随着流通股股东日益变得零散细小化,他们参与管理的意愿降低了。他们或者采取“免费搭车”的方式来减少自己的治理成本,或者采取“用脚投票”的方式来约束和控制企业管理层的行为。张红军等未发现公司业绩与流通股比例之间有显著正相关关系<sup>[9,15]</sup>。李平生和史煜筠却发现流通股比例与企业绩效负相关<sup>[13]</sup>,王震和彭敬芳发现流通股比例会增加被出具非标审计意见的概率<sup>[41]</sup>。然而,还有很多学者认为流通股有助于提升公司治理效率。流通股股东可以直接从股票的升值中获得收益,因此他们有动机去关注公司价值和成长性<sup>[43]</sup>。笔者认为,尽管许多流通股股东以短期获利为目的,但这并不影响他们对上市公司财务信息披露的监督功能。我国流通股股东数量巨大,他们对上市公司的监督通过关注媒体、网络新闻等方式进行,可以及时通过“用脚投票”的方式评估公司高层管理者的表现。由此,本文提出以下假设。

假设 2c:流通股比重越大,财务重述的概率越小。

#### (三) 管理层持股

管理层持股有两种效应。第一,Jensen(詹森)和 Meckling(梅克林)认为拥有股份的管理人员通过消费津贴、接手项目等实现个人利益最大化,不会轻易地偏离股东财富最大化目标,这时管理层和股东之间的利益冲突可能得到协调,产生利益协同效应,从而降低代理成本<sup>[1]</sup>,即管理层持股比例越高,代理成本也越小。很多学者通过实证研究证实了这种效应。Lappalainen(拉帕莱南)等发现管理层持股比例高的公司盈利性较好<sup>[37]</sup>。Junga(琼佳)等发现管理层持股比例同利润正相关,同可控应计负相关<sup>[23]</sup>。第二,较高的管理层持股比例会增加其可操控性,因为高比重的管理层持股会使得外部股东难以惩戒管理层,或因成本太高,从而产生堑壕效应<sup>[22,36]</sup>。管理层持股比例的增加会降低管理层与股东之间的代理冲突。Morck(莫克)等认为相应的堑壕效应可能会对企业价值有负面影响,降低利润质量<sup>[22]</sup>。Denis(丹尼斯)等发现高层管理者股票期权会诱使管理层发生舞弊,胡国强和彭家生还发现股权激励可能会导致公司发生财务重述<sup>[6-7]</sup>。然而,魏刚发现公司绩效与高层管理者持股比例之间不存在显著的关系,他认为我国公司管理层持股比例较低,没有显著的治理效应<sup>[44]</sup>。还有学者把管理层持股对治理效果没有显著影响归结为管理层持股比例过低<sup>[20]</sup>。对此,袁春生认为我国很多企业的管理层持股比例较低,存在堑壕效应<sup>[45]</sup>。Fama 等认为有些管理层由于在公司中时间较长、元老级身份或个人特征等原因,即使持股较少也能堑壕<sup>[36]</sup>。这一原因在具有“关系”特征的中国公司中可能更为明显。我国上市公司中有些“零持股”或持股比例较低的管理层,会凭借个人声望以及多年来在企业中积累的人脉财富,甚至是复杂的关系网而为了个人利益去侵占股东财富,因此他们能够进行堑壕的持股比例可能低于国外公司的管理层。Young(杨)和 Dahya(达亚)等发现堑壕效应的发生会出现于较低的管理层持股水平上,这说明协同效应可能会出现在管理层持股比例很低的水平上<sup>[46]</sup>。此外,国内多数研究管理层持股的模型是线性的,将数据放入本应是曲线的线性模型中可能会影响回归系数,统计上不显著,便得出了二者无关的结论。

因此,以往研究将管理层持股比例对治理效果影响不显著的原因归结为我国公司管理层持股比例偏低的结论过于片面,单纯认为管理层持股对财务重述的影响是积极的还是消极的也不合适。管理层持股的治理效应是由协同效应和堑壕效应两部分共同作用的,很多学者证实了管理层持股比例与公司治理效率之间存在 U 型关系。当管理层持股比例较低时,协同效应发挥主导作用,管理层持股正向影响股东财富;当管理层持股比例较高时,堑壕效应使得管理层持股比例负向影响股东财富以及利润的信息含量<sup>[21,26,37]</sup>。笔者认为,管理层持股比例对财务重述的影响取决于协同效应与堑壕效应之间的共同关系,而且第一个效应可能会在管理层持股比重较低的范围内占主导地位,第二个效应

可能在管理层持股比重较高的范围内占主导地位。因此,管理层持股比例与财务重述之间可能存在着一种非单调关系。由此,本文提出假设3。

假设3:管理层持股比重与财务重述之间存在着U型关系。

### 三、研究设计

#### (一) 样本的选取与数据来源

本文所认定的财务重述行为是指公司以前年度财务报表存在重大错报,而不考虑会计政策变更的影响。笔者分析A股上市公司补充与更正报告中的“会计差错更正”项目后发现,在2005年—2009年间共有179家上市公司发生了267次针对年度报告的财务重述。本文采用配对样本方法进行分析,按照年度、上市地、行业以及总资产规模(正负30%以内)四项标准,并保证配对样本在2005年—2009年间未发生财务重述。在剔除金融保险行业、数据不全以及无法找到配对公司的样本后,本文选取了178家重述公司的219个观测值以及对应的配对样本。财务重述公司的信息来源于巨潮资讯网,其他数据来自CSMAR数据库,部分数据系笔者摘抄相关证券网站并手工整理而得,使用的统计分析软件为SPSS16.0和Stata10.0。

#### (二) 变量解释

##### 1. 被解释变量

被解释变量为财务重述(res),当公司在某一年度发生财务重述时,res取1,否则为0。

##### 2. 自变量

按照以往的研究方法,本文将自变量的期间选取在财务重述的前一年,解释变量的具体说明见表1。为了更好地测试解释变量的影响,本文还借鉴已有学者的研究成果着重考虑以下控制变量。(1)财务杠杆(lev)。债务契约给管理层提供了动机以做出降低违约概率的决定。(2)监事会规模(ns)。大型监事会拥有具备财务经验的监事,从而在防止盈余管理、监督财务会计过程方面更加有效。(3)盈利能力(ROA)。业绩好的公司操控利润的动机较小。(4)公司规模(lna)。公司规模会影响审计师“修改会计原则运用问题的意愿”,因为规模大的公司会受到外部审计更为细致的检查,而且大公司内部控制风险也较大。(5)年度哑变量(y),以控制年度之间差异的影响。

表1 变量说明表

变量类型	变量名称	经济含义	解释	预测符号
被解释变量	res	财务重述	某公司发生财务重述为1,否则为0	logit模型
	H10	股权集中度	前十大股东持股比例的平方和	-
	ss	国有股比例	衡量国有股比重	+
	lp	法人股比例	衡量法人股比重	-
	is	机构投资者持股比例	衡量机构投资者持股比重	?
解释变量	ts	流通股比例	衡量流通股比重	-
	ms	管理层持股比例	衡量管理层持股比重	-
	ms <sup>2</sup>	管理层持股比例平方	衡量管理层持股比重	+
	lev	资产负债率	表示偿债能力	+
控制变量	ns	监事会成员人数	表示监事会规模	-
	ROA	总资产收益率	表示盈利能力	-
	lna	总资产自然对数	衡量公司规模	+
	year	年度哑变量	表示财务重述发生的年度	

#### (三) 回归模型选择

为研究股权结构对财务重述的影响,本文使用如下Logit回归模型:

$$res = \beta_1 \times H10 + \beta_2 \times ss + \beta_3 \times lp + \beta_4 \times is + \beta_5 \times ts + \beta_6 \times ms + \beta_7 \times ms^2 + \beta_c \times control + \varepsilon$$

## 四、实证分析

### (一) 描述性统计与均值差异 t 检验

本文对所有样本公司的上述变量按照是否发生重述分组进行了描述性统计,如下表:

表 2 描述性统计与均值差异 t 检验

变量	res	观测值	最小值	最大值	均值	标准差	均值 t 检验
H10	0	219	0.0104	0.5625	0.1794	0.1193	0.0152
	1	219	0.0150	0.6747	0.1643	0.1202	(1.3246*)
ss	0	219	0.0000	82.5590	22.6158	24.1336	-2.4031
	1	219	0.0000	80.3061	25.0189	23.7398	(-1.0505)
lp	0	219	0.0000	75.0000	23.1216	23.2197	-0.2168
	1	219	0.0000	76.6361	23.3384	22.9191	(-0.0983)
is	0	219	0.0000	43.6523	3.9629	7.881	1.3879
	1	219	0.0000	32.9281	2.5751	6.0811	(2.0631**)
ts	0	219	0.0000	100.0000	75.1008	30.7129	6.2256
	1	219	15.0328	100.0000	68.8752	30.5912	(2.1253**)
ms	0	219	0.0000	0.4892	0.0126	0.0531	0.0060
	1	219	0.0000	0.6300	0.0065	0.0569	(1.1499)
lev	0	219	0.0342	3.4012	0.5104	0.2979	-0.3159
	1	219	0.0920	9.3232	0.8263	1.0784	(-4.1789***)
ns	0	219	2.0000	9.0000	4.1507	1.2526	0.2694
	1	219	2.0000	9.0000	3.8813	1.2578	(2.2459**)
ROA	0	219	-0.8304	0.1935	0.0221	0.1151	0.0132
	1	219	-1.5265	0.2940	-0.0266	0.1583	(3.6812***)
lna	0	219	18.6160	25.8267	21.2718	0.9970	0.0011
	1	219	18.6009	25.7813	21.2707	1.0085	(0.0115)

注:括号里是 t 值;t 值上方的表示非财务重述样本(res=0)与财务重述样本(res=1)的均值之差;\* , \*\* , \*\*\* 分别表示双尾检验在 10% ,5% 和 1% 水平上显著。

从表 2 可以看出财务重述样本(res=1)前十大股东持股比例平方和(H10)的均值为 0.1643,显著低于非财务重述样本(res=0)对应的均值 0.1794。检验结果表明相对于股权集中度高的样本,股权分散的样本更容易发生财务重述。两类样本的流通股比例(ts)差异也很明显,这说明流通股比例高的样本发生财务重述的概率整体上低于流通股比例低的样本。财务重述样本的机构投资者持股比例(is)也较低,而国有股(ss)和法人股比例(lp)在两组样本间没有显著差异。

### (二) Logit 回归分析

笔者进行了相关性分析(考虑篇幅未列示)。其中,y 与 ts(0.7920),y 与 lp(-0.3205),ts 与 lp(-0.4000),ss 与 H10(0.4838)以及 ss 与 lp(-0.6329)之间相关性系数较高。为避免结果受影响,本文进行了多重共线性检验,VIF 均低于 4,因此构建的模型不存在严重的多重共线情况。Logit 回归结果见下页表 3。

在模型(1)回归结果中,H10 变量的回归系数为 -1.9305,与预期符号一致并在 10% 水平上显著,说明股权集中度有利于抑制财务重述的发生。类似的,ts、ms 以及 ms2 变量的回归系数也同预期符号一致并显著。is 变量对抑制财务重述有微弱的作用,这说明机构投资者在我国资本市场对抑制财务重述可能存在两种效应,即积极监督和搭便车。然而,ss、lp 变量的回归系数尽管同预期符号一致但不显著。由于本文涉及的变量较多,笔者又将解释变量分别放到不同模型中研究。

模型(2)中所有解释变量的回归系数均同预期符号一致并显著,补充了于鹏的研究结果——股

权分散以及国有股股东对高管的监督效果相对较差,而流通股股东的制约效果较好<sup>[3]</sup>。以此类推,本文得到以下结论:*H10* 变量的回归系数在前两个模型中显著,这说明股权集中度抑制财务重述作用的发挥,需要较低国有股比例和较高流通股比例的配合。*ss* 变量在 3 个模型中的回归系数均为正并同预期一致,且在不包含 *lp* 变量的模型(2)和模型(4)中显著,这说明国有股比例越高越容易发生财务重述。尽管 *lp* 变量的回归系数在各模型中均与预期符号一致,但只在模型(3)中显著,如果作为大股东的法人过于干涉管理层,会降低公司的经营效率,因此法人股抑制财务重述的作用仍有待检验<sup>[31]</sup>。*is* 变量在所有模型中的回归系数均为负且不显著,这说明在我国证券市场中机构投资者鱼龙混杂。正如续芹和叶陈刚的发现,机构投资者对公司治理和经营业绩的作用非常微弱<sup>[16]</sup>。*ts*, *ms* 以及 *ms2* 变量的回归系数在所有模型中均与预期符号一致且显著,这说明流通股股东可以通过用脚投票的方式抑制财务重述的发生,而管理层持股比例与财务重述之间的确存在 *U* 型关系。

表 3 Logit 回归结果

	预测符号	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
<i>H10</i>	-	-1.9305* (-1.74)	-1.9760* (-1.88)	-1.3335 (-1.42)	-1.2116 (-1.20)	-0.4240 (-0.48)
<i>ss</i>	+	0.0079 (0.90)	0.0103** (1.98)		0.0096* (1.88)	
<i>lp</i>	-	-0.0028 (-0.32)		-0.0089* (-1.75)		-0.0040 (-0.83)
<i>is</i>	?	-0.0167 (-1.03)			-0.0193 (-1.19)	-0.0203 (-1.26)
<i>ts</i>	-	-0.0217*** (-3.27)	-0.0212*** (-3.44)	-0.0236*** (-3.73)		
<i>ms</i>	-	-6.1926** (-1.97)	-5.8661* (-1.89)	-6.3004** (-2.05)	-6.1306** (-2.07)	-6.5907** (-2.23)
<i>ms</i> <sup>2</sup>	+	8.2808* (1.82)	7.8357* (1.75)	7.5971* (1.70)	9.0008** (2.05)	8.9741** (2.05)
<i>lev</i>	+	1.7862*** (3.44)	1.8192*** (3.50)	1.8371*** (3.52)	1.7908*** (3.56)	1.7723*** (3.54)
<i>ns</i>	-	-0.2385*** (-2.67)	-0.2367*** (-2.65)	-0.2273*** (-2.58)	-0.2057** (-2.40)	-0.1928** (-2.28)
<i>ROA</i>	-	-1.1617 (-0.92)	-1.4679 (-1.17)	-1.3692 (-0.19)	-1.5602 (-1.22)	-1.5416 (-1.20)
<i>lna</i>	+	0.1955 (1.59)	0.1714 (1.43)	0.1720 (1.44)	0.1377 (1.17)	0.1479 (1.26)
<i>y</i>	控制	0.4032*** (3.22)	0.401*** (3.22)	0.3867*** (3.13)	0.0722 (0.98)	0.0460 (0.60)
常数项		-3.6331 (-1.43)	-3.3402 (-1.38)	-2.8288 (-1.15)	-3.3006 (-1.37)	-3.2757 (-1.34)
样本量		438	438	438	438	438
卡方值		71.05	69.91	69.01	58.78	55.85
伪 R <sup>2</sup>		0.1170	0.1151	0.1137	0.0968	0.0920

注:括号里是 z 值;\* , \*\* , \*\*\* 分别表示双尾检验在 10% , 5% 和 1% 水平上显著。

### (三) 敏感性分析

为使结论更有信服力,本文将第一大股东持股比例平方、前 5 大股东持股比例平方和、前十大流通股股东的赫芬德尔指数表示股权集中度,将国有股比例替换为是否国有控股的哑变量,将流通股比

例替换为 A 股流通股比例,用高管人员(而非管理人员)持股表示管理层持股比例,对管理层持股比例进行了 winsorize 处理,回归结果没有实质性差异。可见前文的回归结果具有一定的可靠性。

## 五、结论与建议

本文对中国 2005 年—2009 年发生财务重述的上市公司进行分析后发现,高度集中的股权结构可抑制财务重述的发生;国有股比例越高,财务重述发生的概率越高;法人股与机构投资者股东抑制财务重述的作用不明显;流通股比例越高,财务重述发生的概率越低;而管理层持股比例与财务重述之间存在显著的 U 型关系。笔者建议提高股权结构水平以抑制财务重述的发生,提升治理效率。“一股独大”或“多股独大”不一定是坏事,持股比例较高的大股东有强烈的动机监督管理层;保持适当的国有股比例,避免“所有者缺位”,并赋予国有股股东更多的“经济人”动机;不应过分强调法人股和机构投资者股东监督管理层的作用,适当提高机构投资者持股比例;加快股权分置改革的进程,提高流通股比重,发挥流通股股东“用脚投票”的作用;对管理层的激励机制要安排得当。

法人股对提升公司业绩的作用在以往研究中得到了大量证实,然而法人股抑制财务重述的作用在本文未得到强有力地支持,这是否说明法人股股东对公司业绩的关注超过了对公司声誉或诚信的关注,而机构投资者的两种效应如何影响财务重述也需要深入探讨。另外,管理层持股比例是否存在一个可量化的适度区间?这些需要今后深入研究。

### 参考文献:

- [1] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4): 305 - 360.
- [2] Porta R L, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. The Journal of Finance, 1999, 54 (2): 471 - 517.
- [3] 于鹏. 股权结构与财务重述:来自上市公司的证据[J]. 经济研究, 2007 (9): 134 - 144.
- [4] Leuz C, Dhananjay N, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 69 (3): 505 - 527.
- [5] Lev B. Corporate earnings: facts and fiction[J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(2): 27 - 50.
- [6] 王毅辉, 魏志华. 财务重述研究述评[J]. 证券市场导报, 2008 (3): 1005 - 1589.
- [7] 胡国强, 彭家生. 股权激励与财务重述——基于中国 A 股市场上市公司的经验证据[J]. 财经科学, 2009(11): 39 - 46.
- [8] Stanley J D, DeZoort F T. An analysis of industry specialization and fee effects[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2007, 26 (2): 131 - 159.
- [9] Qi Daqing, Wu Woody, Zhang Hua. Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from listed Chinese companies[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2000, 8 (5): 587 - 610.
- [10] 苗淑娟, 杜金秋, 魏仲航. 股权分置改革背景下的上市公司股权结构与绩效关系的再研究[J]. 工业技术经济, 2008(11): 138 - 143.
- [11] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006(1): 32 - 55.
- [12] 李善民, 王彩萍. 股权结构对我国上市公司治理影响研究述评[J]. 经济理论与经济管理, 2002(6): 70 - 74.
- [13] 李平生, 史煜筠. 上市公司第一大股东性质、股权比例与公司绩效关系的实证研究[J]. 技术经济与管理研究, 2006(4): 33 - 34.
- [14] Wei Zuobao, Xie Feixue, Zhang Shaorong. Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991 - 2001 [J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2005, 40(1): 87 - 108.



- [15]张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析[J]. 经济科学, 2000(4): 34-44.
- [16]续芹, 叶陈刚. 机构投资者对上市公司作用的实证研究——依据我国A股市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2009(5): 94-98.
- [17]薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009(2): 81-91.
- [18]赵景文, 于增彪. 股权制衡与公司经营业绩[J]. 会计研究, 2005(12): 59-64.
- [19]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): 83-88.
- [20]杜莹, 刘立国. 股权结构与公司治理效率: 中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2002(11): 124-133.
- [21]Yeo G H. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2002, 29(7): 1023-1046.
- [22]Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Alternative mechanisms for corporate control[J]. The American Economic Review, 1989, 79(4): 842-852.
- [23]Junga K, Kwon SY. Ownership structure and earnings informativeness: evidence from Korea[J]. The International Journal of Accounting, 2002, 37(3): 301-325.
- [24]韩亮亮, 李凯, 宋力. 高管持股与企业价值——基于利益趋同效应与壕沟防守效应的经验研究[J]. 南开管理评论, 2006(4): 35-41.
- [25]仪垂林. 管理层持股与公司价值关系的实证研究——基于沪、深两市上市公司数据[J]. 产业经济研究, 2009(6): 60-64.
- [26]Firth M, Fung P M, Rui O M. Ownership, two-tier board structure and the informativeness of earnings evidence from China[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2007, 26(4): 463-496.
- [27]蔡宁, 梁丽珍. 公司治理与财务舞弊关系的经验分析[J]. 财经理论与实践, 2003(4): 34-50.
- [28]周好文, 李纪建, 刘婷婷. 股权结构、董事会治理与上市公司高管违规行为——我国上市公司高管人员“落马”现象的实证分析[J]. 当代经济科学, 2006(6): 21-30.
- [29]Shleifer A, Vishny R W. Large shareholder and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 96(3): 461-488.
- [30]Kim J B, Yi C. Ownership structure, business group affiliation, listing status and earnings management: evidence from Korea[J]. Contemporary Accounting Research, 2006, 23(2): 427-464.
- [31]马连福. 股权结构的适度性与公司治理效率[J]. 南开管理评论, 2000(4): 19-23.
- [32]Chan K H, Lin K Z, Zhang F. On the association between changes in corporate ownership and changes in auditor quality in a transitional economy[J]. Journal of International Accounting Research, 2007, 6(1): 19-36.
- [33]Jermias J, Gani L. Ownership structure, contingent-fit and business-unit performance: a research model and empirical evidence[J]. The International Journal of Accounting, 2005, 40(2): 65-85.
- [34]郭春丽. 上市公司股权结构与公司治理结构关系的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2002(4): 60-63.
- [35]Chen-Lung C, Kleinman G, Picheng L. Corporate ownership structure and accuracy and bias of mandatory earnings forecast: evidence from Taiwan[J]. Journal of International Accounting Research, 2006, 5(2): 41-62.
- [36]Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 301-325.
- [37]Lappalainen J, Niskanen M. Financial performance of SMEs evidence on the impact of ownership structure and board composition[R]. Working paper, 2009: 1-34.
- [38]Grossman S J, Hart O D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration[J]. The Journal of Political Economy, 1986, 94(4): 691-719.
- [39]Niehaus G R. Ownership structure and inventory method choice[J]. Accounting Review, 1989, 64(2): 269-284.

- [40]修宗峰. 所有权结构与年报披露的及时性[J]. 审计与经济研究, 2009 (5): 99 - 105.
- [41]王震, 彭敬芳. 中国上市公司治理结构与审计意见的相关性研究[J]. 审计与经济研究, 2007 (6): 16 - 19.
- [42]李亚静, 朱宏泉, 黄登仕, 等. 股权结构与公司价值创造[J]. 管理科学学报, 2006(5): 65 - 74.
- [43]谢军. 股权结构的激励效应: 基于公司价值的实证分析[J]. 经济评论, 2007(3): 122 - 127.
- [44]魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000 (3): 32 - 39.
- [45]袁春生. 公司治理中经理自主权的壁垒效应解析[J]. 管理评论, 2009 (12): 48 - 56.
- [46]Young S. Discussion of ownership structure, firm performance and top executive change: an analysis of UK firms[J]. Journal of Business Finances Accounting, 1998, 25(9): 1119 - 1126.

[责任编辑: 马志娟]

## Ownership Structure and Financial Restatement

ZHANG Junrui, MA Chen

(School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China)

**Abstract:** Based on items of accounting errors correction from supplement and correction statement in Chinese listed firms in A share market between 2005—2009, this research empirically investigates the relationship between ownership structure and financial restatement systematically by matched sample analysis method, taking financial restatement occurs or not as a dependent variable. The finding suggests that firms with higher ownership concentration have a smaller probability to restate; firms with higher state shareholdings are easier to restate; firms with higher trading shareholdings have a smaller probability to restate; there is a U relation between management shareholdings and financial restatement; legal person and institutional shareholdings can't restrain financial restatement significantly. This research develops the contents of financial restatement research, providing empirical evidence and suggestions for regulatory authorities, to prevent financial restatement and improve ownership structure to enhance corporate governance efficiency.

**Key Words:** financial restatement; ownership structure; accounting errors; Logit regression

## 投 稿 须 知

1. 来稿字数一般要求在 10000 字左右, 本刊不受理 7000 字以下的稿件。
2. 请投稿者通过本刊新版“网上投稿系统”投稿。该网址为: <http://xbbjb.nau.edu.cn/sjyjyj/ch/author/login.aspx>; 或通过南京审计学院校园网进入, 具体路径是: “校园网首页 (<http://www.nau.edu.cn/>)—科学研究—学术刊物—审计与经济研究—作者登录”。
3. 由于本刊采用专家双向匿名审稿, 投稿者请将个人简介、联系方式等信息写在另一文档中或另页附在稿件之后。
4. 投稿格式请参照本刊近期发表的文章样式。
5. 搞稿者可以随时进入本刊“网上投稿系统”查询您稿件的处理情况。
6. 切勿一稿多投。对于一稿多投者, 本刊将其列入黑名单。

《审计与经济研究》编辑部