



控股股东盈余管理与资本市场效率

应惟伟 袁肇祥

摘要:中国资本市场不能有效识别控股股东盈余管理行为,市场对公司盈余构成存在错误定价,可操控性应计利润和正常应计被高估而经营现金流被低估。公司控股股东特征影响可操控性应计利润的市场定价,控股股东持股比例高时可操控性应计利润被高估的程度较小,但终极控股股东两权分离程度大时可操控性应计利润被高估的程度更大。

关键词:控股股东;盈余管理;可操控性应计利润;资本市场效率

一、引言

管理者实施盈余管理一般是为了达到与公司利润相关的财务指标基准线,如债务契约假说中债权人对盈利水平的要求、与管理层股权激励挂钩的会计利润水平、分析师对公司经营绩效的预期以及证监会对发行股票公司规定的“业绩资格线”等。此外,在首发或者股权再融资过程中,管理者往往也会进行盈余管理抬高股票价格从而获得有利的市场时机,这可以被称为盈余管理的市场时机假说。

事实上,盈余管理的财务指标基准线假说与市场时机假说之间存在紧密的联系,公司操纵盈余以符合债务契约的要求、或者为了达到股权激励和分析师预期的盈利水平以及为了达到股权融资所要求的“业绩资格线”等也都抬高了公司股票价格。这里面隐含的假定是,资本市场往往是无效的,难以对公司的盈余操纵行为加以识别,表现为市场对公司应计利润或可操控性应计利润的错误定价。

针对上市公司应计利润的错误定价,Sloan 最早提出了“应计异象”的概念并指出,无效率的资本市场在为股票定价时无法区分盈余构成的质量,导致投资者高估质量较差(持续性较低)的应计利润、低估质量较好(持续性较高)的经营现金流,使得投资者可以通过构造投资组合获得超额收益(Sloan,1996:289-315)。而进一步的研究表明,“应计异象”主要是由于市场对应计利润中可操控性应计利润的错误定价所引起的(Xie,2001:357-373)。在市场非有效的情况下,由于可操控性应计利润作为管理者或控股股东追求自身利益而进行盈余操纵的重要途径难以被市场准确识别,因此市场对可操控性应计利润的定价出现了偏差。

本文立足于中国新兴资本市场特点、上市公司集中的股权结构和较为严重的控股股东代理问题,探讨市场对控股股东盈余操纵行为的识别及其表现。我们通过研究1998-2009年中国上市公司可操控性应计利润的市场定价,检验了市场对控股股东盈余管理行为的识别能力,并分析了中国上市公司集中的股权结构下控股股东行为动机对可操控性应计利润市场定价的影响。检验结果表明,中国资本市场对控股股东盈余管理行为的识别能力较弱,这导致市场对可操控性应计利润的错误定价。进一步的检验结果表明,控股

股东持股比例较高时市场对可操控性应计利润的错误定价程度减轻,但在终极控股股东两权分离程度较大的情况下市场对可操控性应计利润错误定价程度加剧。

本文的创新之处在于,第一,立足于中国资本市场上公司股权结构集中的特点,笔者分析指出在股权结构集中的上市公司中盈余管理主要是控股股东的盈余管理,控股股东操纵公司盈余追求自身利益的动机强烈。第二,借鉴 Xie(2001)的研究成果考察应计利润构成中可操控性应计利润和正常应计的市场定价问题,研究发现中国资本市场上“应计异象”主要源于市场对可操控性应计利润的错误定价,这拓展了国内学者的相关研究结论(刘云中,2003:40-45;李远鹏、牛建军,2007:125-132;宋云玲、李志文,2009:17-24)。第三,研究控股股东持股比例、属性以及两权分离程度对可操控性应计利润错误定价的影响,分析上市公司股权结构集中的情况下,控股股东盈余管理行为对中国资本市场效率的影响,从公司制度背景的角度对我国资本市场的有效性进行考察。

二、文献综述

上市公司的会计盈余作为市场的共有信息,在有效的资本市场中无法使投资者获得超额收益。然而,Sloan 首次指出的“应计异象”对这一观点提出了有力的质疑(Sloan,1996:289-315)。Sloan 研究了股票价格反映应计利润和经营现金流中包含的关于未来公司盈余信息的能力,得出市场无法识别应计利润和经营现金流持续性的差别,从而导致对应计利润的高估和对经营现金流的低估。并且,Sloan 利用这一结论构造出了能够获得 11.4% 超额收益率的套利组合,进一步证实了市场在识别盈余构成质量时的无效率。而后,Collins 和 Hribar 用同样的方法对美国上市公司季度报告数据进行检验得到了同样的结论(Collins & Hribar,2000:101-123)。Sloan、Collins 和 Hribar 的不足之处在于,他们在证明“应计异象”的存在性后,均没有进一步探讨市场错估应计利润是由于对可操控性应计利润错误定价还是对正常应计错误定价所引起的。

Xie 将美国公司应计利润分为可操控性应计利润和正常应计两部分,同样借鉴 Sloan 的方法,研究发现“应计异象”的存在主要是由于市场无法为可操控性应计利润准确定价造成的,以可操控性应计利润为标准构造的套利组合可以获得超过 10% 的超额收益率,这证明了市场高估可操控性应计利润的持续性从而导致了错误定价(Xie,2001:357-373)。但 Kraft 等指出,用于预测未来盈余的变量如销售收入、资本支出也可能出现错误定价,他们在实证检验中加入这两个变量及其变动值,结果得出市场并没有高估应计利润,无法拒绝市场对应计利润进行理性定价的假设(Kraft 等,2007:1081-1114)。不过,Kraft 等并没有将应计利润分解为可操控性应计利润和正常应计作进一步的讨论。Polk 和 Sapienza 在检验市场时机通过迎合渠道影响公司投资支出时采用了可操控性应计利润反映市场时机,他们基于 Sloan(1996)、Chan 等(2006)的研究成果分析指出,当管理者通过盈余管理制造了较高的可操控性应计利润时,总应计利润上升,投资者对于公司业绩给予较高评价造成股价高估。由于管理者操纵公司盈余导致当期收益增加但不易保持,市场非有效对公司总应计利润或可操控性应计利润的错误定价最终会得以纠正,因此公司股票未来收益率是下降的(Polk & Sapienza,2009:187-217)。

与上述研究不同的是,Subramanyam 基于有效资本市场假说的观点考察了管理者盈余管理的信息传递功能,研究指出可操控性应计利润提高了盈余对股票收益率的解释力、增加了盈余所传递的信息,市场为其定价能够体现市场的有效性(Subramanyam,1996:249-281)。借鉴 Subramanyam 的方法,Chung 等对日本股票市场进行了研究,发现可操控性应计利润能够增加报告盈余的价值相关性,并且发现市场能够识别不同所有权结构对可操控性应计利润传递信息质量的影响,他们认为这体现了市场在识别可操控性应计利润信息含量和定价中的有效性(Chung 等,2004:1-20)。

国内学者对我国资本市场上“应计异象”也进行了一定探讨,并得到一些有意义的结论。如刘云中研究发现我国股票市场会高估应计利润而低估经营现金流,但根据应计利润构建的套利组合只能获得 3.1% 的超额收益率(刘云中,2003:40-45)。李远鹏和牛建军利用 1998 到 2002 年 A 股样本公司进行研究,发现套利组合只获得 3.2% 的超额收益率。但在剔除亏损样本之后,李远鹏和牛建军发现应计利润被

市场显著高估,以应计利润为标准构造的套利组合获得了超过 7% 的超额收益率(李远鹏、牛建军,2007:125-132)。同样地,宋云玲和李志文借鉴 Sloan 的研究方法,证实了“应计异象”在我国股票市场的存在性,并且发现在市场整体高估时对应计利润错误定价的程度更大,而在市场整体低估时对经营现金流错误定价的程度较小(宋云玲、李志文,2009:17-24)。

三、数据、样本和变量

(一) 数据来源及样本选择

本文选取 1998-2009 年中国沪、深两市 A 股上市公司作为研究样本,所采用的数据均来自国泰安研究服务中心数据库,包括公司基本财务数据和控股股东数据。由于研究中包含 t 和 t+1 两期,因此公司财务数据还包含了 1997 年和 2010 年的数据。国泰安数据库提供了 2001 年以后的控股股东数据,笔者将下载的基本财务数据和股东数据与公司年报进行了交叉对比,以此保证数据的准确性和可靠性。终极控股股东两权分离系数的计算借鉴了 La Porta 等的方法(La Porta 等,1999:471-518),这一方法在已有文献中已得到普遍采用。样本采集剔除了金融性公司、统计数据不全以及信息披露不及时的公司,样本整理时剔除了异常值公司,最终共得到 14132 个观察值。

(二) 变量定义及其特征

本文借鉴盈余管理研究文献中的通常做法,采用基于行业分类的 Jones 模型(Jones,1991:193-228)估算出正常应计(NDA),可操控性应计利润(DA)为总应计利润(ACC)与正常应计的差。

表 1 控股股东特征与盈余管理

DA _i	控股股东持股比例				控股股东属性		终极控股股东两权分离	
	<37%	≥37%	<39%	≥39%	国有属性	民营属性	两权未分离	两权分离
均值	0.04565	0.04633	0.04240	0.05011	0.03801	0.05843	0.04605	0.04703
中位数	-0.0099	0.0012	-0.0095	0.0014	-0.0026	-0.0092	-0.0010	-0.0066
标准差	0.6758	1.4263	0.6587	0.7737	0.5217	1.4217	0.6281	0.8947
样本数	5343	5342	5712	4969	6511	4171	4171	3831

注:37% 和 39% 分别为控股股东持股比例的中位数和均值。

表 1 按照控股股东持股比例、属性以及终极控股股东两权分离程度对样本进行了划分,并给出了各个子样本可操控性应计利润的描述性特征。从中可以看出,根据样本公司控股股东持股比例的中位数和平均数分组后,高持股比例组公司的可操控性应计利润均值、中值和标准差均大于低持股比例组,说明持股比例较高时控股股东操纵盈余的能力和动机更强一些。表 1 中很有意思的结果是,与国有控股股东属性的公司相比,控股股东为民营属性的公司可操控性应计利润均值更大,中位数(为负)绝对值和标准差也更大,这在一定程度上表明说明民营性质控股股东操纵公司盈余时幅度较大。同样地,与两权未分离样本公司相比,两权分离样本公司操纵盈余的程度和幅度也要更大一些。

四、实证检验结果

(一) Mishkin 检验

借鉴 Kraft 等的研究(Kraft 等,2007:1081-1114),我们对不同年度子样本进行了 Mishkin 检验,并采用 Fama-MacBeth 方法(Fama & MacBeth,1973:607-736)计算了各个年度的平均预测系数和估值系数,以及相应的 t-统计量和似然比统计量,表 2 汇报了这些结果。可以看出,市场理性地为盈余构成定价的原假说被拒绝,同时也证实了“应计异象”在我国股票市场上的存在性。首先,可操控性应计利润的预测系数(0.367)小于经营现金流净额和正常应计(依次为 0.515 和 0.371),但估值系数(0.635)却是三个盈余构成中最高的(依次为 0.357 和 0.593),并在 5% 的显著性水平下高于其预测系数,说明市场高估了可操控性应计利润。第二,经营现金流的预测系数最大,说明经营现金流的持续性最优,但其估值系数(0.357)却最小,并且小于其自身的预测系数(0.515),说明市场低估了上市公司的经营现金流,并且在

1% 的显著性水平上成立。第三,非可操控性应计利润的估值系数在 5% 的显著性水平上显著大于其预测系数,说明市场高估了该项盈余构成。与可操控性应计利润相比,正常应计估值系数与预测系数的差值较小(0.222 vs. 0.268),虽未进行统计检验,但我们可以基本可以判断市场高估可操控性应计利润的程度大于正常应计。综合这些结果,笔者认为中国股票市场在为会计盈余构成定价时是无效率的,市场无法识别各盈余构成质量的差别而出现错误定价,并且可操控性应计利润被错误估计(被高估)的程度最大。

表 2 Mishkin 检验结果(Fama-Macbeth 方法)

盈余构成	预测系数	估计值	t-统计量	估值系数	估计值	t-统计量	原假设	LR
CFO	α_1	0.515	5.988	α_1^*	0.357	1.248	$\alpha_1 = \alpha_1^*$	10.184**
DA	α_2	0.367	2.759	α_2^*	0.635	4.885	$\alpha_2 = \alpha_2^*$	4.794*
NDA	α_3	0.371	2.992	α_3^*	0.593	4.425	$\alpha_3 = \alpha_3^*$	4.792*
原假设 $\alpha_1 = \alpha_1^*, \alpha_2 = \alpha_2^*, \alpha_3 = \alpha_3^*$				LR = 14.361**				

注:平均水平的预测系数和估值系数为各年度系数的平均值,t-统计量为系数均值除以年度系数序列的标准误,而似然比值为相应原假设下似然比统计量的平均值。**表示在 1% 的水平上显著,*表示在 5% 的水平上显著,临界值通过查表获得(卡方分布 $\chi^2(q)$)。

(二) 套利组合检验

通过 Mishkin 检验,笔者发现中国股票市场在定价时高估了可操控性应计利润。为进一步验证这一结论,本文借鉴 Sloan 的方法(Sloan,1996:289-315)基于可操控性应计利润规模构造了套利组合,同时也构造了基于经营现金流净额和正常应计的套利组合进行对比分析。

从表 3 中的检验结果可以看出,根据可操控性应计利润最高的组空头、最低的组多头所构造的套利组合可以在 t+1 期获得显著为正的超额收益率 6.0% (t=2.939),这与 Mishkin 检验的结果相一致。虽然此套利组合的超额收益率没有达到 Xie 检验美国股票市场时得到的 11% (Xie,2001:357-373),但在 5% 的显著性水平下显著为正的超额收益率已经可以充分说明我国股票市场高估了上市公司的可操控性应计利润,投资者可以据此在股票市场上获得超额收益。在 t+2 期,虽然套利组合的收益率仍为正,但均值 t 检验显示该超额收益率并不显著,说明中国股票市场对可操控性应计利润的高估在一年后得以纠正。

表 3 套利组合检验结果

组别	DA			NDA			CFO		
	t+1	t+2	t+3	t+1	t+2	t+3	t+1	t+2	t+3
1	0.045	0.025	-0.028	0.009	-0.007	-0.014	-0.043	-0.006	-0.045
2	0.015	0.022	-0.030	0.020	0.027	0.002	-0.002	0.004	-0.006
3	0.0287	0.007	0.010	0.001	0.003	-0.042	-0.006	0.024	-0.036
4	-0.003	-0.001	-0.006	0.003	-0.007	-0.003	-0.003	-0.007	-0.009
5	0.003	-0.003	-0.025	-0.018	-0.001	-0.030	0.003	0.016	0.002
6	-0.010	-0.008	-0.037	-0.001	-0.007	-0.030	0.012	0.013	-0.024
7	-0.002	-0.004	-0.004	0.003	-0.001	-0.018	0.001	0.001	-0.013
8	-0.030	-0.024	-0.030	-0.017	0.005	-0.037	0.018	-0.023	-0.038
9	-0.028	-0.030	-0.036	-0.005	-0.024	-0.027	-0.007	-0.031	-0.047
10	-0.016	-0.001	-0.026	-0.014	-0.003	-0.017	0.020	0.000	0.005
组合收益率	0.060 ^a	0.026	-0.002	0.023 ^b	-0.003	0.004	0.063 ^c	0.006	0.050
均值 t 检验	2.939*	0.980	-0.066	1.300	-0.222	0.129	2.427*	0.239	0.949

注:a 0.060=0.045-(-0.016);b 0.023=0.009-(-0.014);c 0.063=0.020-(-0.043)。*表示在 5% 的水平上显著。

以正常应计为标准构造的套利组合没能获得显著为正的超额收益率,结合前面 Mishkin 检验的结果综合考虑,笔者认为中国股票市场在一定程度上对正常应计有所高估,但未达到可据此进行套利的水平。同时,笔者也认为国内学者研究发现中国资本市场的“应计异象”主要是由于市场对可操控性应计利润高估所导致的。表 3 中的结果还显示,基于经营现金流净额最高组多头、最低组空头的套利组合同样可以在 t+1 期获得超额收益率(6.3%),而且在 5% 的显著性水平下显著,说明我国股票市场为经营现金流定价确实存在低估。

(三) 控股股东与错误定价

接下来笔者进一步考察控股股东特征对可操控性应计利润市场定价的影响。表 4 中模型 a 为不加入控股股东特征变量交乘项即模型(5)的回归结果。结果显示,可操控性应计利润和正常应计的系数为负,根据模型分析可知预测系数小于估值系数即被市场高估,而且可操控性应计利润的系数在 5% 的水平上显著;而经营现金流的系数为正并在 1% 的水平下显著,表明被市场低估。这与前面 Mishkin 检验和套利组合检验的结果保持一致。模型 b 为加入控股股东持股比例与可操控性应计利润交乘项的回归结果。结果显示,交乘项的系数在 5% 的水平下显著为正,即控股股东持有上市公司股份较多时市场对可操控性应计利润被高估的程度减弱。这可能是因为,控股股东持有公司股份越多,其与中小股东的利益趋同效应就越强,这种利益的一致性减弱了控股股东对上市公司报告盈余进行机会主义操纵的动机,提升了公司盈余的信息含量,从而降低了市场对可操控性应计利润的高估。模型 c 为加入控股股东属性与可操控性应计利润交乘项的回归结果,控股股东属性为国有性质时赋值为 0,民营性质则赋值为 1。与国有性质的控股股东相比,民营性质控股股东导致可操控性应计利润高估的程度要大一些,但这种差异并不显著,这表明控股股东属性的差异并不显著影响市场对可操控性应计利润错误定价的程度。模型 d 为加入终极控股股东两权分离系数与可操控性应计利润交乘项的回归结果。结果显示,交乘项系数在 1% 的水平下显著为负,说明终极控股股东两权分离程度较大时,市场对可操控性应计利润的高估加剧。终极控股股东一般采用金字塔式持股结构实现控制权与现金流权的分离,随着持股结构的复杂化,上市公司的信息透明度降低,市场不能充分反映公司报告盈余中的信息含量,这造成对可操控性应计利润高估程度的加剧。

表 4 控股股东特征对可操控性应计利润错误定价的影响

变量	模型 a		模型 b		模型 c		模型 d	
	系数	t-统计量	系数	t-统计量	系数	t-统计量	系数	t-统计量
DA	-0.261	-1.806 *	-0.116	-1.295	-0.052	-0.722	-0.049	-0.415
NDA	-0.119	-0.887	-0.087	-0.946	-0.088	-0.967	-0.094	-0.770
CFO	0.226	1.956 **	0.122	1.284	0.117	1.182	0.079	0.699
DA×LargeW			0.001	1.809 *				
DA×LargeG					-0.038	-1.267		
DA×LargeK							-0.016	-2.286 **
Large			0.001	2.148 **	-0.038	-1.691	-0.001	-0.077
拟合优度	0.010		0.015		0.016		0.010	

注:Large 在模型 b、c、d 中分别表示 LargeW(控股股东持股比例)、LargeG(控股股东属性)和 LargeK(终极控股股东两权分离系数)。
**表示在 1% 的水平上显著,*表示在 5% 的水平上显著。

五、结论与讨论

本文研究表明我国股票市场为会计盈余构成定价是缺乏效率的,同时也正如李远鹏和牛建军所指出,考察中国资本市场的有效性还需要结合公司层面制度因素进行综合分析(李远鹏、牛建军,2007:125-132)。不过,李远鹏和牛建军只是在实证检验中剔除了亏损样本,而并没有考虑将公司制度因素直接纳入实证研究模型。宋云玲和李志文则是更进一步考察了市场投资者行为对盈余构成定价的影响,他们发现市场整体的乐观/悲观情绪对应计利润的高估和经营现金流的低估造成影响(宋云玲、李志文,2009:17-24)。与李远鹏和牛建军、宋云玲和李志文不同的是,本文并不是着眼于总应计利润而是其中的可操控性应计利润。笔者通过检验可操控性应计利润的市场定价考察中国资本市场对控股股东盈余管理行为的识别能力,并将反映控股股东行为特征的变量直接纳入到实证检验模型,考察了公司层面控股股东因素对市场定价效率的影响。

正因为本文研究中国资本市场对控股股东盈余操纵的识别及其表现,这与盈余管理的相关研究文献有机地融合在了一起。国内外学者对上市公司股权再融资前管理者或控股股东操纵盈余、粉饰财务报表来提高新股发行价格的行为动机进行了广泛探讨,Polk 和 Sapienza 更是直接将可操控性应计利润

作为市场错误定价的市场时机指标(Polk & Sapienza,2009:187-217)。而在中国这样一个新兴的市场经济体,控股股东不仅操控公司盈余的能力强,在资本市场上对公司股价的影响也大,可操控性应计利润作为市场时机指标的选择对于行为公司金融研究领域内相关课题研究的拓展无疑具有重要意义。

参考文献：

[1] 李远鹏、牛建军(2007). 退市监管与应计异象. 管理世界,5.

[2] 刘云中(2003). 中国股票市场对会计盈余和会计应计量信息的反映. 中国软科学,11.

[3] 权小锋、吴世农(2012). 投资者注意力、应计误定价与盈余操纵. 会计研究,6.

[4] 宋云玲、李志文(2009). A 股公司的应计异象. 管理世界,8.

[5] Chan,K. L. ,et al. (2006). Earnings Quality and Stock Returns. *The Journal of Business*,79.

[6] Chung,R. ,et al. (2004). Ownership Structure and the Pricing of Discretionary Accruals in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*,13.

[7] Collins,D. W. & P. Hribar(2000). Earnings-Based and Accrual-Based Market Anomalies: One Effect or Two. *Journal of Accounting and Economics*,29.

[8] Fama,E. & J. MacBeth(1973). Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*,71.

[9] Jones,J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*,29.

[10] Kraft,A. ,et al. (2007). Regression-Based Tests of the Market Pricing of Accounting Numbers: The Mishkin Test and Ordinary Least Squares. *Journal of Accounting Research*,45.

[11] La Porta,R. ,F. ,et al. (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*,54.

[12] Polk,C. & P. Sapienza(2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. *Review of Financial Studies*,22.

[13] Sloan,R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings. *The Accounting Review*,71.

[14] Subramanyam,K. R. (1996). The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics*,22.

[15] Xie,H. (2001). The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*,76.

Earnings Management by the Controlling Shareholders and the Capital Market Efficiency

Ying Weiwei (Wuhan University)
Yuan Zhaoxiang (China CITIC Bank)

Abstract:Chinese stock market cannot appreciate the information of earnings management by the controlling shareholders, and the stock market misprices the components of current earnings. Specifically, the market overprices discretionary accruals and normal accruals while underestimates cash flows. The controlling shareholders have the important impact on the mispricing of discretionary accruals. The magnitude of the mispricing is less for the higher levels of the controlling shareholdings. But the mispricing is severer with the increasing of the divergence between the controlling and cash flow rights by the ultimate controlling shareholders.

Key words:controlling shareholder; earnings management; discretionary accruals; market efficiency

■作者地址:应惟伟,武汉大学经济与管理学院;湖北 武汉 430072。Email:yingweiwei@whu.edu.cn。
袁肇祥,中信银行上海分行。

■基金项目:国家自然科学基金项目(71272230);国家社会科学基金一般项目(14BGL043)

■责任编辑:刘金波

