

终极控制股东影响企业盈余质量的机理研究^{*}

——基于 2005—2008 年中国制造业上市公司的数据

邵 春 燕

(山东经济学院会计学院, 山东 济南 250014)

[摘 要] 本文选取中国制造业上市公司 2005—2008 年的 1862 个非均衡样本为对象, 对上市公司终极控制股东影响企业盈余质量的机理进行了研究。研究发现, 终极控制股东影响企业盈余质量的动机是股东间利益冲突, 其前提是金字塔式股权结构的广泛存在。终极控制股东股权投资成本的差异使得我国上市公司偏好股权融资。研究还发现, 终极控制股东的性质及其对上市公司的控制均影响企业盈余质量。

[关键词] 终极控制股东; 盈余质量; 控制权; 现金流权

[中图分类号] F27 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1000-971X(2010)05-0070-07

一、终极控制股东影响企业盈余质量的动机——股东间利益冲突

La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)首先开始对终极股东进行研究。研究发现, 由于终极股东的存在, 产生了新的两权分离(通常所说的两权分离为所有权和经营权的分离), 即控制权(投票权)超过了所有权(现金流权), 在这种情况下, 终极股东可以用较少的股权实际控制公司。作为“经济人”的终极股东由于拥有较多的投票权, 可以对公司的资源配置及其经营决策进行控制, 同时由于自利主义的动机, 终极股东会为追求控制权私有收益而损害中小股东利益。这就使得终极股东有能力也有动机影响会计盈余信息的披露, 进而影响会计盈余质量。

我国上市公司普遍存在终极控制股东。终极控制股东的控制权和现金流权的分离以及终极控制股东与上市公司利益的不一致使得在中国上市公司中确实存在终极控制股东为获取控制权私有收益而损害中小股东利益的行为(唐宗明和蒋位, 2002; Bai, Liu and Song, 2002)。

在我国, 股东间利益冲突有其自身产生的制度背景和现实背景。

(一)制度背景——股权分置改革

表 1 制造业上市公司的流通股比重

	2005	2006	2007	2008
最大值	0.777 6	0.815 4	0.950 5	1
最小值	0.098 5	0.098 5	0.154 5	0.196 9
均值	0.408 2	0.497 6	0.557 1	0.614 9
标准差	0.108 5	0.120 7	0.132	0.169 8
观测数	426	477	463	496

由于历史原因, 中国股票市场建立的初衷是为国有企业融资解困, 解决国家财政无法支撑的国有企业对资金的需求, 这使得中国股市掺杂了许多政治因素, 而且自从建立开始就存在着股权分置的问题, 这也是中国大陆证券市场所特有的一种现象。股权分置使我国的股市成为畸形的市场, 使股票市场成为上市公司的“圈钱”工具。2005年流通股比例只占 40.82%, 股权分置形成的流通股与非流通股“同股同权不同价”的现象使上市公司变成了股东利益对抗体而不是利益共同体, 这种利益对抗主要体现在大股东和中小股东之间, 导致控股股东低

^{*} 本文是山东经济学院博士基金资助项目(项目编号: 2010001)的阶段性成果。

[作者简介] 邵春燕(1977—), 女, 山东成武人, 山东经济学院会计学院副教授、博士。主要研究方向: 财务管理。

成本控制上市公司并对社会资本进行滥用,严重影响中国资本市场的健康发展。为保护投资者的合法权益,促进中国资本市场健康、稳定发展,解决股权分置问题开始被提上日程。1998年下半年到1999年上半年以及2001年,我国曾先后两次进行过国有股减持的探索性尝试,但市场效果并不理想。2004年1月31日,国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《若干意见》),明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。依据《若干意见》,中国证监会于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,标志着股权分置改革正式启动。2005年8月23日由证监会、国资委、财政部、人民银行和商务部联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》(以下简称《指导意见》),其中明确规定:“中国证监会要制定《上市公司股权分置改革管理办法》”,为此,2005年9月4日,中国证监会颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》(以下简称《办法》),这意味着股权分置改革从试点阶段开始转入全面展开的阶段。《办法》明确规定,上市公司股权分置改革,是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制,消除A股市场股份转让制度性差异的过程。这说明股权分置可以从制度上抑制一股独大结构下的大股东侵害中小股东利益的现象,而且同股、同权、同价也会使得非流通股股东和流通股股东的利益趋于一致,这有利于建立完善的公司治理机制。截至2006年12月31日,累计完成或进入股改程序的公司数已达1303家,约占沪、深A股总市值的98.55%,股权分置改革已基本完成。非流通股东主要包括国有股东和法人股东,在股改对价后,这些国有股份被称为“大非”,法人股份被称为“小非”,合并称为“大小非”。从表1可以看出,上市公司流通股比重呈逐年增加的趋势,股权分置改革已经取得了一定的成效,但由于“大小非”解禁需要一定的时间,2008年流通股比例只占到61.49%,还没有完全流通。

股权分置情况下,流通股与非流通股股东的持股成本有巨大差异,不同类型的股东之间存在利益冲突,处于控股地位的非流通股东通常会利用自身优势侵占流通股股东的利益。

(二)现实背景——股权集中

1 制造业上市公司的国有股比重

表 2 制造业上市公司的国有股比重

	2005	2006	2007	2008
最大值	0.8497	0.8375	0.8375	0.8031
最小值	0	0	0	0
均值	0.3987	0.3266	0.2969	0.2568
标准差	0.2446	0.2233	0.2159	0.2136
观测数	426	477	463	496

我国股市建立的初衷就是为国有企业改革服务,一方面向社会筹资,另一方面要确保国有资本的主导地位。这种定位造成了非流通股股东(控股股东)与流通股股东(中小股东)利益的不一致。从表2可以看出,上市公司国有股比重呈逐年下降的趋势,但截至2008年,我国制造业上市公司中国有股比重依然达到25.68%,占相对控股地位。国家控股上市公司中,代表国家行使职能的是政府官员,他们很有可能会利用手中的控制权去实现一些政治目的,而不是去考虑企业价值和股东财富。

2 制造业上市公司的股权集中度

表 3 制造业上市公司的股权集中度

	2005	2006	2007	2008
Shr1	45.76%	39.28%	38.58%	38.85%
Shr1-3	57.69%	50.68%	49.31%	49.24%
Shr1-5	60.44%	53.73%	52.01%	51.73%
Shr1-10	62.91%	57.14%	55.54%	54.90%
Shr1/2 Z指数	44.4988	25.2243	21.3471	22.2823
Shr2-10 S指数	17.15%	17.86%	16.96%	16.05%
H指数	0.2322	0.1745	0.167	0.1689
H-3指数	0.2514	0.1905	0.1815	0.1825
H-5指数	0.2523	0.1914	0.1818	0.1831
H-10指数	0.2526	0.1918	0.1823	0.1835
Shr1/2-10	2.67	2.2	2.27	2.42

从表3可以看出,2005年制造业上市公司第一大股东持股比例为45.76%,以后基本逐年下降,到2008年下降为38.85%,但仍处于相对控股地位。前三大股东的持股比例由2005年的57.69%下降为2008年的49.24%。前五大股东的持股比例由2005年的60.44%下降为2008年的51.73%。第一大股东与第二大股东的持股比例的比值从2005年到2008年基本呈逐年降低的趋势,但仍然超过了20,说明第一大股东远远超过了第二大股东的持股比例,而且第一大股东与第二至第十大股东持股比

例之和的比值都超过了 2 倍,说明其他股东对第一大股东制衡能力非常弱。由此可以发现,我国上市公司股权集中度相当高,存在典型的“一股独大”现象,而且每个上市公司都有自己的实际控制人,即终极控制股东。终极控制股东拥有较高的控制权和较低的现金流权,使得其有动机也有能力为自身利益而损害中小股东利益。

二、终极控制股东影响企业盈余质量的前提——金字塔式股权结构

苏启林和朱文 (2003) 研究表明,我国上市公司大量采用金字塔式股权结构。在金字塔式股权结构

表 4 制造业上市公司终极控制股东的性质及其控制以及金字塔层级

		国有上市公司				民营上市公司				全部			
		最大值	最小值	均值	标准差	最大值	最小值	均值	标准差	最大值	最小值	均值	标准差
2005	控制权	0 811 9	0 2	0 482 9	0 139 2	0 626 4	0 200 8	0 357 8	0 114 2	0 811 9	0 2	0 455 6	0 1437
	所有权	0 811 9	0 061 5	0 439	0 164	0 526	0 030 8	0 214 5	0 113 7	0 811 9	0 030 8	0 390	0 180 1
	两权之差	0 367 5	0	0 043 9	0 079	0 410 1	0	0 143 3	0 105 2	0 410 1	0	0 065 6	0 094 7
	两权之比	1	0 207 3	0 898 5	0 185 6	1	0 107 6	0 606 3	0 254 3	1	0 107 6	0 834 7	0 235 6
	层级	6	1	2 381 4	0 729 3	8	1	2 591 4	1 065 6	8	1	2 427 2	0 817 8
	样本数	333				93				426			
	比例	78 17%				21 83%				100%			
2006	控制权	0 838 3	0 2	0 420 6	0 132 9	0 832 5	0 201 7	0 341 3	0 114 6	0 838 3	0 2	0 399	0 132 8
	所有权	0 838 3	0 054 6	0 372 9	0 156 1	0 626 5	0 025 3	0 212	0 117 9	0 838 3	0 025 3	0 329	0 163 1
	两权之差	0 316 9	0	0 047 7	0 079 8	0 473 9	0	0 129 2	0 102 7	0 473 9	0	0 069 9	0 093 8
	两权之比	1	0 207 4	0 877 3	0 205 5	1	0 097 8	0 621 9	0 268 9	1	0 097 8	0 807 7	0 251 5
	层级	6	1	2 440 9	0 747 9	8	1	2 538 5	1 050 3	8	1	2 467 5	0 841 1
	样本数	347				130				477			
	比例	72 75%				27 25%				100%			
2007	控制权	0 2	0 838 3	0 415 4	0 129 3	0 797 2	0 201 7	0 346 1	0 115 2	0 838 3	0 2	0 395 3	0 129 2
	所有权	0 060 2	0 838 3	0 367 9	0 151 8	0 730 5	0 023 3	0 217 9	0 118	0 838 3	0 023 3	0 324 5	0 158 1
	两权之差	0 316 9	0	0 047 4	0 080 3	0 423 5	0	0 128 3	0 106 5	0 423 5	0	0 070 8	0 095 9
	两权之比	1	0 227 8	0 878 4	0 204 2	1	0 099 7	0 636 3	0 273	1	0 099 7	0 808 3	0 251 3
	层级	6	1	2 471 1	0 773	8	1	2 522 4	1 06	8	1	2 486	0 865
	样本数	329				134				463			
	比例	71 06%				28 94%				100%			
2008	控制权	0 821 2	0 2	0 414 3	0 126 9	0 749 1	0 202	0 358 9	0 124 5	0 821 2	0 2	0 397 6	0 128 6
	所有权	0 821 2	0 061	0 364 1	0 149 1	0 723 3	0 027 1	0 240 4	0 131 9	0 821 2	0 027 1	0 326 7	0 154 8
	两权之差	0 316 9	0	0 050 2	0 079 3	0 463 5	0	0 118 6	0 101 3	0 463 5	0	0 070 9	0 919 9
	两权之比	1	0 220 5	0 87	0 206 1	1	0 096	0 665 7	0 366 3	1	0 096	0 808 2	0 244 5
	层级	8	1	2 531 8	0 854 9	8	1	2 526 7	1 085	8	1	2 530 2	0 929 4
	样本数	346				150				496			
	比例	69 76%				30 24%				100%			
全部	控制权	0 838 3	0 2	0 433	0 135	0 832 5	0 200 8	0 350 8	0 117 6	0 838 3	0 2	0 410 6	0 135 5
	所有权	0 838 3	0 054 6	0 385 7	0 158 1	0 730 5	0 023 3	0 222 4	0 121 7	0 838 3	0 023 3	0 341 2	0 165 8
	两权之差	0 367 5	0	0 047 4	0 079 6	0 473 9	0	0 128 4	0 103 8	0 473 9	0	0 069 4	0 094
	两权之比	1	0 207 3	0 880 9	0 200 7	1	0 096	0 635 8	0 266 7	1	0 096	0 814 2	0 246 1
	层级	8	1	2 456 8	0 779 3	8	1	2 540 4	1 063 1	8	1	2 479 6	0 866 3
	样本数	1 355				507				1 862			
	比例	72 77%				27 23%				100%			

从表 4 可以看出,从总体样本看,终极控制股东的控制权均值为 41 06%,总体上控制程度较高;现金流权为 34 12%;两权之差为 6 94%,两权之比为 81 42%,说明两权分离程度不大;金字塔层级为 2 479%。从不同性质样本来看,国有上市公司的控制

下,终极控制股东的控制权和现金流权分离,使大股东能够以较少的现金流权行使较多的控制权,进而获得较多的控制权私有收益,而且金字塔层级越多,终极控制股东获取控制权私有收益的行为越隐蔽,这就加剧了大股东和小股东之间的利益冲突。因此,两权分离程度越高,终极控制股东获取控制权私有收益的动机就越强,大股东和中小股东的利益冲突就越严重,企业盈余质量往往也会越低。制造业上市公司终极控制股东的性质和国有上市公司的行政级别及其对上市公司的控制分别如表 4 和表 5 所示。

权、现金流权比例都呈逐年下降趋势,两权之差以后各年均比 2005 年有所上升,两权之比以后各年均比 2005 年有所下降,金字塔层级则呈逐年上升趋势。民营上市公司的控制权有所下降,现金流权变化不大,两权之差呈逐年下降的趋势,两权之比呈逐年上

升的趋势, 金字塔层级呈逐年下降的趋势, 但幅度不大。

不管是终极控制股东的控制权还是现金流权, 国有上市公司均比民营上市公司的下降幅度大。就终极控制股东的控制权而言, 国家作为终极控制股东对上市公司控制权的比例下降幅度较大, 而私人作为终极控制股东对上市公司控制权的比例下降幅度较小。国家作为终极控制股东对上市公司控制权拥有比例较高, 控制权比例下降后仍达到 41. 43%, 个人作为终极控制股东对上市公司的控制权比例则维持在 35% 左右, 说明上市公司的终极控制股东能够对企业生产经营决策产生重大影响。就终极控制

股东的现金流权而言, 国家作为终极控制股东对上市公司现金流权的比例下降幅度较大, 而私人作为终极控制股东对上市公司现金流权的比例下降幅度较小。这可能是因为国家作为终极控制股东对上市公司的现金流权比例较大, 因而下降空间也较大所致。

从终极控制股东的两权之差来看, 每年民营上市公司均为国有上市公司的 3 倍左右; 从终极控制股东的两权之比来看, 每年民营上市公司均为 60% 多一点, 而国有上市公司则都接近 90% 左右; 从公司股权结构的金字塔层级来看, 民营上市公司略高于国有上市公司, 这都说明了民营上市公司比国有上市公司的终极控制股东的两权分离程度更高。

表 5 国有上市公司级别与控制权、所有权、两权分离度以及金字塔层级

		中央上市公司				地方上市公司				全部			
		最大值	最小值	均值	标准差	最大值	最小值	均值	标准差	最大值	最小值	均值	标准差
2005	控制权	0 783 5	0 2	0 494 4	0 136 1	0 811 9	0 200 3	0 478 7	0 140 4	0 811 9	0 2	0 482 9	0 139 2
	所有权	0 783 5	0 087 4	0 432 4	0 17	0 811 9	0 061 5	0 441 3	0 162 1	0 811 9	0 061 5	0 439	0 164
	两权之差	0 302 7	0	0 062	0 085 5	0 367 5	0	0 037 4	0 075 7	0 367 5	0	0 043 9	0 079
	两权之比	1	0 263 4	0 856 6	0 199 7	1	0 207 3	0 913 5	0 178 3	1	0 207 3	0 898 5	0 185 6
	层级	6	2	2 931 8	0 854 9	4	1	2 183 7	0 560 8	6	1	2 381 4	0 729 3
	样本数	88				245				333			
	比例	26 43%				73 57%				100%			
2006	控制权	0 811 8	0 2	0 432 8	0 141 6	0 838 3	0 200 3	0 415 4	0 129	0 838 3	0 2	0 420 6	0 132 9
	所有权	0 811 8	0 077 3	0 376 3	0 162 9	0 838 3	0 054 6	0 371 4	0 153 5	0 838 3	0 054 6	0 372 9	0 156 1
	两权之差	0 316 9	0	0 056 4	0 083 9	0 277 2	0	0 044	0 077 9	0 316 9	0	0 047 7	0 079 8
	两权之比	1	0 227 8	0 862 4	0 204 5	1	0 207 4	0 883 7	0 206	1	0 207 4	0 877 3	0 205 5
	层级	6	1	2 873 8	0 882 1	4	1	2 258 2	0 597 4	6	1	2 440 9	0 747 9
	样本数	103				244				347			
	比例	29 68%				70 32%				100%			
2007	控制权	0 749 9	0 2	0 424 2	0 132 7	0 838 3	0 200 7	0 411 8	0 128	0 838 3	0 2	0 415 4	0 129 3
	所有权	0 739 7	0 070 7	0 368 4	0 155 1	0 838 3	0 060 2	0 367 7	0 150 8	0 838 3	0 060 2	0 367 9	0 151 8
	两权之差	0 316 9	0	0 055 7	0 086 3	0 286 2	0	0 044 1	0 077 7	0 316 9	0	0 047 4	0 080 3
	两权之比	1	0 227 8	0 863 2	0 212 2	1	0 288 8	0 884 6	0 201	1	0 227 8	0 878 4	0 204 2
	层级	6	2	2 947 4	0 867 5	5	1	2 277 8	0 638 4	6	1	2 471 1	0 773
	样本数	95				234				329			
	比例	28 88%				71 12%				100%			
2008	控制权	0 749 9	0 2	0 426 5	0 128 2	0 821 2	0 201 1	0 408 9	0 126 2	0 821 2	0 2	0 414 3	0 126 9
	所有权	0 739 7	0 061	0 367 5	0 151 9	0 821 2	0 065 9	0 362 6	0 148 1	0 821 2	0 061	0 364 1	0 149 1
	两权之差	0 316 9	0	0 058 9	0 084 9	0 286 2	0	0 046 3	0 076 6	0 316 9	0	0 050 2	0 079 3
	两权之比	1	0 227 8	0 851 9	0 215 9	1	0 220 5	0 878	0 201 5	1	0 220 5	0 87	0 206 1
	层级	8	1	2 981 3	1 027 7	6	1	2 330 5	0 676 4	8	1	2 531 8	0 854 9
	样本数	107				239				346			
	比例	30 92%				69 08%				100%			
全部	控制权	0 811 8	0 2	0 442 8	0 137	0 838 3	0 200 3	0 429	0 134 1	0 838 3	0 2	0 433	0 135
	所有权	0 811 8	0 061	0 384 6	0 161 3	0 838 3	0 054 6	0 386 1	0 156 9	0 838 3	0 054 6	0 385 7	0 158 1
	两权之差	0 316 9	0	0 058 2	0 084 9	0 367 5	0	0 042 9	0 076 9	0 367 5	0	0 047 4	0 079 6
	两权之比	1	0 227 8	0 858 4	0 207 8	1	0 207 3	0 890 1	0 197 1	1	0 207 3	0 880 9	0 200 7
	层级	8	1	2 933 8	0 912 3	6	1	2 262	0 620 5	8	1	2 456 8	0 779 3
	样本数	393				962				1 355			
	比例	29%				71%				100%			

从表 5 可以看出, 不管是终极控制股东的控制权还是现金流权, 中央上市公司均比地方上市公司的下降幅度小; 从终极控制股东的两权之差来看, 每年中央上市公司均比地方上市公司大; 从终极控制

股东的两权之比来看, 每年中央上市公司均比地方上市公司小; 从公司股权结构的金字塔层级来看, 中央上市公司均高于地方上市公司。这都说明了中央上市公司比地方上市公司的终极控制股东的两权分

离程度更高。

三、终极控制股东股权投资成本的差异与企业盈余质量

中国上市公司的终极控制股东以国家或法人为主,由于他们的股权不能流通,作为补偿,他们往往以远低于普通股价格的代价持有大量权利等同的股票。也就是说,股权流通性不同造成了“同股同权不同价”的特殊现象,这一方面会导致非流通股股东以较低的价格获得较高的每股账面价值,另一方面又往往会导致控股股东会通过发放更多的现金股来侵占中小股东的利益。这实际上也是我国上市公司偏好股权融资的原因。因为上市公司主要代表大股东利益,大股东可以从股权融资中获利因而偏好股权融资(施东晖,2000;李康等,2003)。也就是说,我国上市公司偏好股权再融资的根本原因是我国上市公司特殊的股权结构(章卫东和王乔,2004)。而上市公司大股东基本上是把股权融资当作了“圈钱”的工具。上市公司为了能够进行股权再融资,使得大股东凭借其控制权从股权融资中获取私人收益,首先就需要达到股权再融资的资格线,这就使得大股东有动机进行盈余管理,进而使企业盈余质量下降。另一方面,股权融资中,股票发行价格越高,对大股东越有利,因为其可以获得更多的净资产。由于居于控制地位的大股东与潜在投资者之间信息不对称,大股东了解上市公司真实的财务状况和经营成果,而潜在投资者只能根据财务报告中会计盈余来预测公司的盈利能力和投资价值。为了提高股票发行价格,进而获得更多的私人收益,大股东就有动机对盈余进行管理,进而影响了企业盈余质量。

四、终极控制股东的性质与企业盈余质量

我国上市公司的终极控制股东按性质来分包括国有股东和非国有股东两大类,其中国有股东包括国家股东和国有法人股东,非国有股包括个人股东和法人股东。

对于终极控制股东为国家的上市公司来说,其所有者缺位,代表国家行使职能的是政府,而代表政府行使职能的是政府官员,政府官员代表国家行使其对公司的控制权但其却没有现金流权。因此其就有可能利用手中的控制权去做一些有利于自己政治前途或政府政治目标等方面的事情。而由于其控制

权,政府官员在信息的生成、披露等方面处于优势地位,其就有可能为了自身或政府的利益披露虚假的信息,尤其是投资者关注的盈余信息,使得盈余质量偏低。

相对于地方政府作为终极控制股东的上市公司来说,中央政府作为终极控制股东的上市公司直接面对许多中央政府部门的严格监管,而且“高处不胜寒”,中央政府一般不会冒险去侵占小股东利益,也不会刻意去调节企业盈余,因此企业盈余质量较高。

对于终极控制股东为国有法人股的上市公司来说,其所有者缺位现象较终极控制股东为国家的上市公司来说有所缓和,其利益主体即为国有法人企业。一方面,国有法人企业委派的监督者比政府官员更了解企业,其监督效率比较高;另一方面国有法人企业委派的经理人比政府官员更善于经营管理企业,其作出的决策也更符合企业目标。因此,这类企业提供的信息应该比终极控制股东为国家的上市公司提供的信息质量更高,其盈余质量也比较高。

对于作为上市公司终极控制股东的个人和家族来说,由于其资本较少,其主要采用相对控股的方式来控制上市公司,而且通常是运用金字塔式股权结构,其对公司的控制权和现金流权的分离程度较大,而且其完全以个人的利益为中心,因此就更可能采取一些措施侵占小股东的利益,这类公司的盈余质量也就较低。

五、终极控制股东的控制与企业盈余质量

众多研究表明,集中性股权是各国公司股权结构的一个普遍现象。目前中国经济处于转型过程中,市场经济刚刚起步,市场机制并不完善,法律对中小投资者的保护力度也相对较弱,而且我国上市公司的股权集中度非常高,上市公司基本都有控股股东,并处于优势表决权地位,而且大股东往往拥有了绝对的控制权,这在一定程度上解决了股东和经理人之间的利益冲突,但对中小股东的利益却造成一定程度的侵害,这时的委托代理问题主要是大股东和中小股东之间的利益冲突问题(即通常所说的第二类代理问题),而且这种利益冲突在中国上市公司中还相当普遍。终极控制股东侵害小股东利益的途径很多,主要包括关联交易、直接占有上市公司的资金以及财务造假等,其中财务造假是其他各种行

为基础。财务造假的具体手段很多,但大多都是为了达到调节会计盈余的目的。因为盈余指标是外部投资者最为关注的指标。La Porta et al (1998)认为,大股东在一定程度上会通过失真的会计信息披露来达到控制或掠夺小股东财富的目的。Dechow et al (1999)认为,企业控制者具有管理盈余的强烈动机,因为投资者的行为依据就是企业财务报告中的会计盈余。Fan & Wong (2002)发现控制权和现金流权的分离造成了控制性股东和外部投资者之间的利益冲突,控股股东的控制权使得其有权力为了自身利益而根据自己的偏好来披露会计信息,从而降低了会计信息质量。Park & Shin (2004)也认为,大股东会通过披露错误的企业盈余信息影响其他投资者对投资机会和成长能力的判断。

(一) 终极控制股东的控制权与盈余质量

股东对公司的控制权主要表现为投票权。当终极控制股东能够有效地控制上市公司时,他就能控制会计信息的生产和报告,他也就为了自身的利益而进行信息披露,这也就势必会影响到信息质量,盈余质量也不例外。一般认为,在现金流权一定的情况下,当终极控制股东的控制权较低时,其缺乏任意控制企业的能力,其干涉盈余质量的能力也较低,此时盈余质量较高;随着终极控制股东控制权的增加,对上市公司的控制能力不断增强,其干涉盈余质量的能力也随之增强,盈余质量也随之下降;当终极控制股东的控制权增加到一定程度,终极控制股东与中小股东利益趋向一致,此时终极控制股东管理盈余的程度下降,盈余质量又随之提高。因此终极控制股东的控制权与盈余质量之间呈非线性的U型关系。

(二) 终极控制股东的现金流权与盈余质量

股东对公司的现金流权是股东获取公司现金流的权力,主要表现为所有权,即持有股份在总股份中所占的比例。在控制权一定的情况下,终极控制股东对公司的现金流权越低,其从公司分享收益的比例就越低,此时其就越有动机通过其控制权获取私有收益,此时的盈余质量也就越低;随着终极控制股东现金流权的提高,终极控制股东直接从公司分享收益的比例随之提高,此时终极控制股东与中小股东利益趋向一致,终极控制股东就会积极的治理公

司,盈余质量也随之提高。因此终极控制股东的现金流权与盈余质量正相关。

(三) 终极控制股东控制权与现金流权的分离与盈余质量

目前大多数公司终极控制股东采取金字塔式控股方式,在这种股权结构下,终极控制股东可能通过多重控制链来控制企业,其控制权是其可以控制的投票权之和,即直接投票权和各控制链中最小的间接投票权之和,而其现金流权是直接所有权和各控制链中的间接所有权之和,即各条控制链中各级所有权的连乘积之和。因此,终极控制股东的控制权和现金流权很可能不一致。也就是说,终极控制股东往往以较少的现金流获得企业较多的控制权。当企业取得收益时,终极控制股东除了按其现金流权获得共享收益外,还获得一部分控制权私有收益;但当企业发生亏损时,终极控制股东则只需要按其现金流权承担责任,而同时他可能还会通过其他途径获得控制权私利。因此终极控制股东的控制权和所有权的不一致会使得终极控制股东和中小股东之间经常出现利益冲突,终极控制股东可以利用其特有的控制权侵害中小股东利益而获取控制权私利 (Shleifer & Vishny, 1997)。张祥建、刘建军、徐晋 (2004)认为,金字塔式的股权结构和交叉持股是大股东实现控制权与现金流权分离的两种重要方式,进而使得大股东有强烈的动机掠夺小股东。万俊毅 (2005)指出控股股东能够获得比与股权份额相应的名义控制权更大的实际控制权,因此其更容易侵害小股东利益。Claessens et al (2002)也认为金字塔股权结构下控制权和现金流权的分离是形成大股东侵害小股东的主要原因。终极控制股东的控制权和现金流权的分离程度越大,终极控制股东就越有动机去侵害中小股东利益,此时终极控制股东越有可能通过其控制权来干涉公司的会计信息尤其是盈余信息的形成和披露,使得盈余质量越低。

总之,目前中国上市公司治理机制还不完善,公司的大股东和小股东之间信息不对称,大股东具有绝对的信息优势,其有动机也有能力影响相关信息的披露,进而从“隧道效应”中谋取私利,降低公司盈余质量。

(四) 金字塔式股权结构的层级与盈余质量

目前我国上市公司大量采用金字塔式股权结构。金字塔式股权结构下,终极控制股东位于金字塔的顶端,由其直接控制第一层级的公司,第一层级的公司再控制第二层级的公司,然后依次类推,最后控制金字塔最底层的目标上市公司。这样终极控制股东就通过纵向分层结构实现控制权增长,达到用较少的现金流权就能对目标上市公司实现较高的控制权。而大家关注的一般都是公司的直接控股股东,而且金字塔式股权结构的层级越多,一方面终极控制股东的控制权与现金流权之间的分离度就越高,大股东侵占小股东利益的动机就越强,另一方面大家对终极控制股东的关注就越少,这就使得终极控制股东对目标公司的行为变得更加隐蔽,因此大股东和小股东之间的利益冲突就越严重,上市公司的盈余质量也就越低。

六、结束语

本文拟研究我国上市公司治理中终极控制股东与中小股东的利益冲突对会计盈余质量的影响机理,了解终极控制股东的控制权、现金流权、两权分离以及控制层次等方面的特征及其对企业盈余质量的影响,以期为我国的公司治理提出一些建议,从终极产权的角度提高我国上市公司的会计盈余质量,进而保护中小股东利益。

盈余质量可以用盈余及时性和盈余可靠性来衡量。因此,根据以上分析,终极控制股东对企业盈余质量影响的机理如图 1 所示:

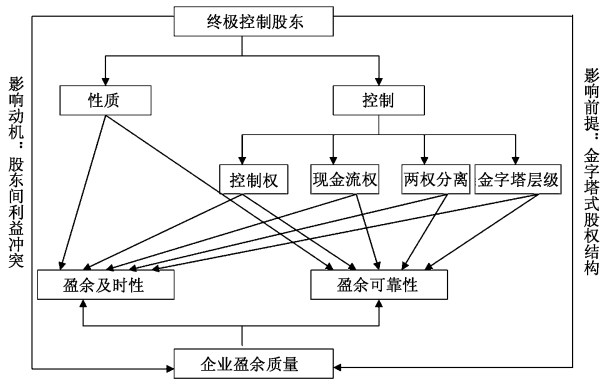


图 1 终极控制股东 对企业盈余质量影响的机理

参考文献:

[1] 邵展霞. 中国上市公司: 盈余信息的可靠性及其度量 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2008

[2] 杜宇. 终极控制股东与盈余信息含量研究——来自中国市场的证据 [D]. 西南交通大学硕士学位论文, 2008

[3] 蒋义宏等. 上市公司会计信息质量实证研究 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2008

[4] 王英英. 终极股东 对企业投资行为影响的研究——来自中国制造业上市公司的数据 [D]. 山东大学博士学位论文, 2009

[5] 高敬忠, 周晓苏. 经营业绩、终极控制人性质与企业社会责任履行度——基于我国上市公司 1999—2006 年面板数据的检验 [J]. 财经论丛, 2008 (06).

[6] 唐跃军, 吕斐适, 程新生. 大股东制衡、治理战略与信息披露——来自 2003 年中国上市公司的证据 [J]. 经济学 (季刊), 2008 (02).

[7] 王浙勤. 基于公司治理的控股股东隧道行为研究 [D]. 华中农业大学博士学位论文, 2008

[8] 许永斌. 中国上市公司控制权私有收益问题研究 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2008

[9] 李敬. 市盈率、盈余质量和公司价值——基于中国 A 股上市公司的经验数据分析 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2008

[10] 王翠春, 王欣. 基于功效系数法的农业上市公司财务质量综合评价 [J]. 山东经济, 2008 (02).

[11] 蒋义宏等. 上市公司会计信息及时性研究 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2007.

[12] 黄建华. 第一大股东控股与盈利信息质量实证研究 [D]. 西南财经大学博士学位论文, 2007.

(责任编辑: 郝 涛)

