

学校编码：10384

\_\_\_\_\_  
分类号 密级

学 号：B9711038

\_\_\_\_\_  
UDC

学 位 论 文

中国上市公司控股股东关联交易盈余管理研究

肖 虹

指导老师姓名： 曲晓辉 教授

申请学位级别： 博 士

专 业 名 称： 会 计 学

论文提交日期： 2000 年 6 月

论文答辩日期： 2000 年 月

学位授予单位： 厦 门 大 学

\_\_\_\_\_  
答辩委员会主席

2000 年 7 月

## 摘 要

当前，中国资本市场控股股东关联交易盈余管理行为较为普遍，这种行为产生的基础是什么？其性质是否为机会主义行为？对中国资本市场的资源配置有何影响？如何正确定位这种行为的经济后果？以上述问题为中心，本文分六章展开研究，各章节所涵盖的主要内容为：

第一章，绪论。说明本文的研究动机和意义、研究框架和研究方法。

第二章，研究背景与文献综述。结合相关文献，分别阐述属于机会主义性质的控股股东关联交易盈余管行为的条件、动机和经济后果，对迄今为止所发现的相关证据进行综述。

第三章，中国现存制度环境背景分析。主要分析中国现存制度环境综合作用下，控股股东关联交易盈余管理行为产生的机理及特征。

第四章，研究设计。阐述本研究的假设、样本选择以及相关的资料来源。

第五章，研究方法与结果分析

说明研究方法，列示对各研究假设的实证检验结果，并对这些结果进行分析。

第六章，研究结论与启示。概括总结本文检验的研究结论，探讨本研究的局限性，并对完善控股股东关联交易盈余管理的监管制度提出建议。

根据研究结论，本文认为，在中国，控股股东关联交易盈余管理行为的产生，主要与控股股东谋求大量占用上市公司资金、获得便捷的融资渠道目的相关联。当上市公司连续三年未能配股融资时，控股股东往往具有强烈的盈余管理动机。具有这类行为的上市公司，其业绩持续性差。

本文采用市场模型回归检验的结果表明，控股股东关联交易盈余管理行为在 97 年和 98 年均具有显著的市场价格反应，表明企业被市场错误定价。但从披露前后 29 天平均超额收益率的表现来看，97 年和 98 年的价格变动趋势不尽相同。对此相关原因，本文进行了分析，认为这种结果反映了市场投机性的进一步增强和资源的错误配置。

针对 98 年的盈余管理行为特征，本文根据其盈余管理金额构建投资组合，在控制规模和帐面市价比因素影响之后，发现具有显著的负值非正常超额收益。而且，盈余管理金额越高，非正常超额收益负值越大。表明在盈余公布的随后月份内，由于信息的进一步释放，投资者修正了对企业的错误定价。

本研究认为，中国现存制度环境综合作用下的控股股东关联交易盈余管理问题，实质上是一种逆向选择问题，其经济后果启示我们，为维护经济秩序，公平配置经济资源，必须限制这种机会主义行为，完善和强化制度约束，加快关联交易相关监管法规建设，加大执法力度。据此，本文对《关联方关系及其交易的披露》会计准则及相关关联交易监管法规提出若干建议。

必须指出的是，尽管本文验证了研究假设，得出一些有价值的结论，但受条件限制，本研究仍存在不少局限性，这些局限性，随着可检验年度的增加，在后续研究中可以加以克服。

## **Earning management of related transactions by stockholders Controlling listed companies in china**

This article explores the earning management by controlling stockholder for the related transactions In China's stock Exchanges, and wants to answer such questions which involved the following: What's the nature of the earning management? Does it constitute an opportunist act? What the influence makes on the resources allocation in the Chinese capital markets? How to correctly expect the economic consequences of this opportunist act? Therefore, the article consists of six chapters. The main ideas of each chapter are as follows:

Chapter One, Introduction. In this chapter, the author explains the research objective and materiality, while describes the research methodology, motive and regulations.

Chapter Two, Research backgrounds and Literature Review. In this chapter, the author reviews the findings of previous research and demonstrates the economic conditions, consequences.

Chapter Three, The Analysis on the environment of relative China's Regulations, this chapter mainly analyzes the mechanism and characteristics of the earning management under lying the environment of China's relative regulations.

Chapter Four, Research Design. In this chapter, the author sets the hypotheses of this study, the sampling and the data resources. In this chapter, the author gives the detailed description on the hypotheses of the study, samples selected and the data resources.

Chapter Five, Research Methodology and the findings. In this chapter, the author explains the research methodology, gives the details of the test results of the hypotheses and analysis of the results.

Chapter Six, Conclusions and Implications. This chapter summarizing the conclusions discusses the research limitations and Regulations of the stockholders' earning management of the related transactions.

By using Regression market model, the findings indicates that the earning

management of the stockholders' related transactions has notable reaction of market price in 1997 and 1998, shows that the enterprises were priced mistakenly by the market. The result shows the resources misallocation

According to the amount of the earning management in 1998, the article finds remarkable abnormal returns of negative value. What' s more, the higher the amount of the earning management is, the larger the amount of negative value of the abnormal returns be. All these indicate that in the following months after publishing the earning management, the investors correct their error evaluations of the enterprises, because of the further release of the information.

The article also provides some suggestions on the accounting standards on the *disclosure of Related Parties and Its Transactions*, and the relevant supervision law of the related transactions.

It has to point out that, though the article verifies the research hypotheses and reaches some valuable conclusions, being handicapped by some conditions, there still exists many limitations, and the limitations can hopefully be overcome in the following research with the increase of the inspection year.

# 目 录

<b>第一章</b>	<b>绪论</b>
第一节	研究动机和意义
第二节	研究框架
第三节	研究方法
<b>第二章</b>	<b>研究背景与文献综述</b>
第一节	控股股东关联交易盈余管理的条
第二节	股东机会主义盈余管理的动机
第三节	机会主义盈余管理的后果
<b>第三章</b>	<b>中国现存制度环境背景分析</b>
第一节	资本市场及其监管规则的制度安排
第二节	公司治理结构规则的制度安排
<b>第四章</b>	<b>实证研究假设与样本选择</b>
第一节	研究假设
第二节	样本选择和资料来源

## 第五章 研究方法与结果分析

第一节 控股股东关联交易盈余管理原因检验

第二节 控股股东关联交易盈余管理盈余的持续性检验

第三节 控股股东关联交易盈余管理信息管制的价格反应检验

第四节 投资组合超额收益率检验

## 第六章 研究结论与启示

第一节 研究结论

第二节 研究的局限性

主要参考文献

# 第一章 绪 论

## 第一节 研究动机和意义

众所周知，资本市场具有资源配置的功能。充分发挥这一功能，能够促使稀缺资源流向高质量上市公司，提高社会经济效率。然而资源配置优劣与否与投资者掌握相关信息的完全性和准确性程度紧密相联<sup>1</sup>。相关信息的充分公开揭示，对维护市场公平与效率，促进价格发现与资金有效分配具有极大帮助。上市公司质量信号的真实披露，成为充分发挥资本市场功能，合理配置有效资源，降低市场风险的重要基础。

目前，从世界范围看，困扰上市公司质量信号显示的一个主要问题是盈余管理问题。盈余管理的本质含义，正如 Katherine Schipper (1989) 所指出的，是“揭示管理”，即由于会计信息不对称而人为对财务报告过程的干涉。这种干涉，可以是以向投资者传递管理层私人信息为目的，也可以是以误导投资者及其他财务报告使用者为目的。从 Katherine Schipper 这个定义中可见，“盈余管理”并不基于盈余的任何特定概念，对盈余各组成成份的管理以及对附注披露的管理均包括在内，它可以发生在对外披露过程的任何部分，并可采取数字的形式。稍微扩展该定义，还包括“真实”的盈余管理，即通过安排投资或财务决策时间来改变报告盈余或其子项目(subset)。Paul M.Healy 和 James M.Wahlen (1999) 也对“盈余管理”给出定义，明确指出盈余管理的目标，他们认为，盈余管理发生在管理当局运用职业判断编制财务报告时以及通过规划(structure)交易变更财务报告的过程中，旨在就公司的经济业绩误导某些利益关系人或者影响依赖财务报告数字的契约的后果。

现有不少研究成果均发现存在企业以歪曲盈余为动机的盈余管理证据，其中包括为融资目的而在股票初次发行、二次发行中实施盈余管理行为的证据。对此，Katherine Schipper (1989) 认为，这是一种利益集团谋取私利的机会主义行为。机会主义行为是欺骗性地追求自利的行为，也是一种最强的自利行为。从更一般层面上看，Oliver Williamson 强调，它指不完全的或扭曲的信息揭示，尤其是有目的的误导、掩盖、迷惑或混淆。不确定性基础上的机会主义，使经济组织问题更加复杂化了。结果，当事人和第三方面临更加困难的真相揭示问题<sup>2</sup>。

过度的机会主义盈余管理，必然造成欺诈和取巧，对资本市场的危害是显而易见的。1999 年美国证监会主席阿瑟·李维特在题为《数字游戏》的演讲中对机会主义盈余管理及其对资源配置的影响表示严重关注，呼吁对欺诈取巧者予以严厉惩罚。美国证监会为此正在审议新的披露要求，并组建了一个盈余管理工作组以严惩有盈余管理行为的公司。证监会将要求更多的公司重述已披露的收益，并促进披露的规范化。这些举措，引起了人们的广泛重视和讨

<sup>1</sup> 会计信息的经济后果表现为投资者依据会计信息的信号传递功能而制定相应的投资决策，而这些决策不仅影响到资源配置效果，也影响到社会财富在不同利益集团间的分配。

<sup>2</sup> 埃瑞克·G·菲博顿，鲁道夫·瑞切特 编，孙经纬译，《新制度经济学》，上海财经大学出版社，1998 年出版，第 20 页。

论<sup>3</sup>。

当前，这种机会主义行为也是中国资本市场监管所面临的一个重要问题。而且和成熟资本市场相比较，中国资本市场控股股东关联交易盈余管理行为较为普遍，其目的或为协助上市公司达到股票二次发行的标准，使控股股东能够从中更多地融取资金；或为保住上市公司的上市资格，打通控股股东未来融资渠道。这种现象的产生与现行中国市场环境、企业治理结构和法律规范、市场监管状况相关。

针对这种机会主义行为，中国会计准则制定机构发布并实施了第一项会计准则即《关联方关系及其交易的披露》准则（1997.7）。然而，一方面，实务中以控股股东关联交易为主的盈余管理行为仍在不断增加<sup>4</sup>，迫使中国资本市场监管当局发布一系列具体规章加以规范、调整，如近期发布《提高上市公司财务信息披露质量的通知》（1999.10），强调对关联交易要予以充分披露；另一方面，作为信息披露规范的主要标准，现行准则及相关规定在体现信息披露完整性、准确性和可比性原则以及规范的可操作性上，本身仍须进一步完善。不少人甚至对是否应当改进规则，以要求企业披露更多的相关详细信息还抱有不同的看法。一些人从片面强调市场筹资功能角度出发，对这种盈余管理行为采取接受甚至鼓励的态度。

本文认为，充分利用资本市场融资功能不但无可厚非，而且十分必要。但是，资本市场功能不仅局限于筹集资金，还包括其他各项功能，如资源配置功能、优胜劣汰功能。在转轨经济中，同时具有促进企业制度改革、转变国民经济运行机制等功能。当前中国经济体制改革的深入，客观上也对资本市场功能提出了更高的要求。从长远来看，资本市场在发挥基本筹资功能的同时，作为市场经济中的要素市场，必须在资源配置上发挥全面的作用。这已成为关心中国资本市场未来发展道路有识之士的共识。在1999年一项面向深沪两地股票市场主要上市公司总经理，就“进入第10年的中国股票市场”问题所进行的调查中<sup>5</sup>，受调查的绝大多数人认为，在中国股票市场产生与发展过程中，尽管在短期内，是以市场的融资功能为主导，以资金为市场定位，核心目标在于为经济建设筹集资金，为企业发展生产筹集资金，但在未来10年内，中国股票市场最重要的功能将是帮助建立现代公司制度和治理结构，提高上市公司质量。

事实上，我们还必须意识到，资本市场的融资功能和其他功能的发展是相互影响和相互联系的，其中一种功能不能脱离其他功能而独立起作用。过于强调筹资功能而忽视其他功能，违背市场公开、公平、公正原则，将导致市场行为的不规范和市场功能的扭曲。当过度的机会主义盈余管理误导资源配置，造成泡沫经济，危害市场的稳定和发展<sup>6</sup>，阻碍企业转换经营机制的改革进程时，市场的筹资功能也必将最终丧失。

人类的经济活动始终面临着经济资源的有限性与人类需要无限性之间的矛盾，利益冲突是一种普遍和自然的现象，产权的界定和实施及市场的使用便是为了扼制冲突、形成秩序和创造价值。正如科斯所指出的，在一个自由放牧的公共牧场，由于不存在一个界定各放牧者

<sup>3</sup> 转引自 Paul M.Healy and James M.Wahlen, “A Review of The Earnings Management Literature and Its Implications For Standard Setting”, Accounting Horizons, December 1999, Para 366.

<sup>4</sup> 1997年沪深两市有10家上市公司具有利润增加的控股股东关联交易盈余管理行为，并被注册会计师以出具非标准无保留意见形式加以披露。而1998年在注册会计师出具的非标准无保留意见中，这类上市公司增加至27家。

<sup>5</sup> 1999年面向深沪两地股票市场上流通股本居前的主要上市公司总经理，就“进入第10年的中国证券市场”问题所进行的调查，结果表明：① 40%的受调查者认为中国证券市场最重要的功能是融资功能，60%的受调查者认为是帮助建立现代公司制度和治理结构。② 66.7%的受调查者认为，当前中国股票市场表现得最为突出的功能是融资功能，33.3%的受调查者认为是国有企业脱困的重要手段。③ 80%的受调查者认为未来10年中国股票市场最重要的功能将是帮助建立现代公司制度和治理结构，6.67%的受调查者认为是融资，13.33%的受调查者认为是国有企业脱困的重要手段。

<sup>6</sup> 资产市场价格远远高于实际价值的金融泡沫，其所造成的东南亚金融危机给东南亚经济以严重打击，这个教训应当给我们敲响警钟。



可放牧范围的规则，因此放牧者既不会考虑牧场整体的利益，也不会考虑明年的牧草长势。在这样一种无法无规、你抢我夺的自由放牧下，牧草资源自然会渐渐枯竭，畜牧业的繁荣无从谈起。这意味着有限的牧场资源没有得到有效利用，也就是说无法无规下的“自由竞争”只能导致毫无效率的你抢我夺<sup>7</sup>。要提高经济效率，就必须建立规范制度。

制度是一系列被制定出来的规则、守法程序和行为的道德伦理规范，旨在约束追求主体福利或效用最大化利益的个人行为<sup>8</sup>。在经济关系领域中，这些规则、程序在建立有关经济活动的预期时起着十分关键的作用，它提供了对于别人行动的保证，并在经济关系这一复杂和不确定的世界中赋予预期以秩序和稳定性，构成了一种经济秩序的合作与竞争关系。

然而，制度并不是一成不变的，其变迁是某种现象的反应行动（responsive action），也是利益集团多次博弈之后形成的一种社会契约。控股股东关联交易盈余管理监管制度也正是这样一种由控股股东与监管机构之间所达成的动态博弈契约。因而，在《关联方关系及其交易的披露》会计准则执行三年之际，剖析控股股东关联交易盈余管理行为产生的基础和动机，研究并揭示其对中国资本市场资源配置的影响，正确定位这种行为的经济后果，对于正确认识中国资本市场的未来发展道路，在成本效益比较基础上明确完善会计准则规范的必要性，提高关联交易信息披露透明度，限制并缩小操纵空间，加强对资本市场机会主义盈余管理的规范和监管，配合管理层为加强市场而监管，肃本清源，防范和化解市场风险而采取的一系列措施，贯彻落实《证券法》的精神实质即充分重视和坚持市场的公开、公平、公正原则，保护中小投资者利益，充分发挥市场的资源配置功能，促使企业在筹资过程中真正转换经营机制，建立健全现代企业制度，具有现实意义。

从学术研究来看，盈余管理是近年来资本市场会计实证研究的一个热点课题，现有文献主要考察盈余管理行为是否发生以及什么时候发生，并集中于对公认会计原则下应计会计利润的全面计量，近期有部分研究人员开始利用特定应计会计项目（如坏帐准备）来进行更深入的研究<sup>9</sup>。针对控股股东关联交易特定盈余管理的实证研究尚不多见，现存研究中有关这种行为产生显著经济成本的证据也不够充分。因此深入探讨这一问题，对现有盈余管理研究成果也是一个有益补充。

---

<sup>7</sup> R·科斯、A·阿尔钦、D·诺斯等著，《财产权利与制度变迁—产权学派与新制度学派译文集》，上海三联书店、上海人民出版社，1994年出版，第5页至第11页。

<sup>8</sup> 道格拉斯·C·诺思著，陈郁、罗华平等译，《经济史的结构与变迁》，上海三联书店、上海人民出版社，1991年出版。

<sup>9</sup> Paul M.Healy and James M.Wahlen, “A Review of The Earnings Management Literature and Its Implications For Standard Setting”, Accounting Horizons, December 1999, para372.

## 第二节 研究框架

本文的研究框架共分六个部分（即六章），各章节所涵盖的主要内容为：

### 第一章 绪论

说明本文的研究动机和意义、研究框架和研究方法。

### 第二章 研究背景与文献综述

结合相关文献，分别阐述作为机会主义行为，控股股东关联交易盈余管理所具有的条件、动机和经济后果，对迄今为止所发现的相关证据进行综述。

### 第三章 中国现存制度环境背景分析

主要运用现有相关实证证据，分析在中国现存制度环境综合作用下所产生的控股股东关联交易盈余管理行为特征。

### 第四章 实证研究假设与样本选择

阐述本研究的假设、样本选择以及相关的资料来源。

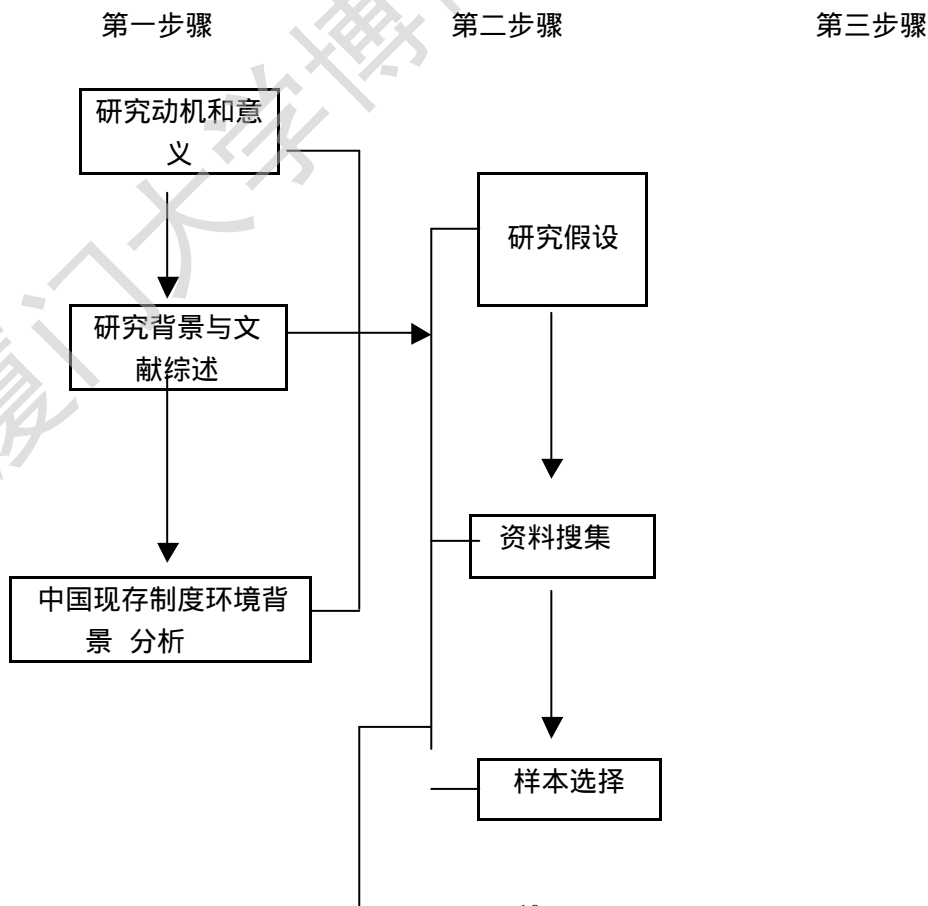
### 第五章 研究方法 with 结果分析

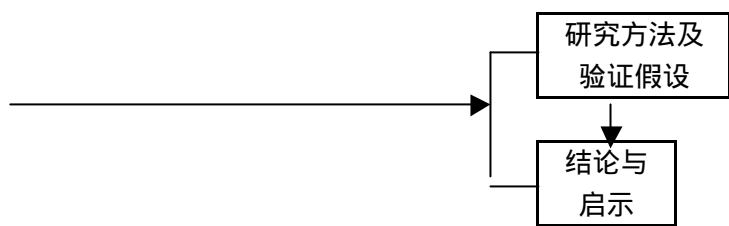
说明研究方法，列示各研究假设的实证结果，并对这些结果进行分析。

### 第六章 研究结论与启示

总结概括本文的研究结论，探讨本研究的局限性，并据以对完善控股股东关联交易盈余管理的监管制度提出建议。

上述整体研究框架可图示如下：





### 第三节 研究方法

本文采用规范研究与实证研究相结合的研究方法。实证会计研究的方法论基础是证伪主义，其经济学基础是实证经济学。它要求在研究过程中排除研究者的个人价值判断，以经验事实和数理统计分析来证实（或证伪）理论命题假说。而规范会计研究则运用演绎法兼用归纳法，其经济学理论基础是规范经济学，主导思想是以一定的价值判断为基础，围绕经济政策行为的经济后果进行逻辑推理，提出政策制定依据和标准。尽管这两种方法存在许多不同点，而据此将它们割裂开来甚至对立起来，是不正确的。科学逻辑表明，规范演绎与实践证实（或证伪）有密切联系。证伪演绎的特点是从理论命题演绎出事实命题即假说，然后检查证该命题。一方面演绎证明可以使研究者在假说实践证实（或证伪）前，对假说做出某种评价，使之逻辑严密；另一方面，如果假说被证伪，根据充分条件假言推理的规则，作为解释性的这组前提也无法成立。事实说明，没有规范演绎，实证是盲目无条理的；而没有实践证伪，规范演绎也只是一种猜想。任何政策结论都必须基于对这样做而不那样做将产生后果的预测，而该预测必然明显或不明显地基于实证经济学。

基于以上认识，本文力图通过实证分析来避免规范研究的空泛和表面性，在对控股股东关联交易盈余管理行为的规范分析基础上，提出实证假设，运用逻辑斯蒂回归模型、市场回归模型以及控制规模、帐面市价比因素后的 9 个 Size-B/M 投资组合等实证研究方法加以检验，为控股股东关联交易盈余管理的原因和经济后果研究提供证据，并据以提出政策建议。

## 第二章 研究背景与文献综述

### 第一节 控股股东关联交易盈余管理的条件

现代企业的实质是一系列契约的联结。在此联结中，各契约关系人之间的利益冲突、经济人的逐利本性和契约的不完备性以及契约的会计数据基础，成为盈余管理的重要条件。许多盈余管理研究也是以财务报告规则和契约设计固定不变并可作为盈余管理实施者所利用为前提假设的。然而，Katherine Schipper (1989) 指出，随着时间的推移，财务报告和契约设计所存在的灵活空间，作为对经济环境的变化以及管制机构压力的反应，是不断改变着的（这些压力涉及盈余管理本身或被盈余管理事项的属性）。因而，她认为，在某种程度上，财务报告规则和契约应是盈余管理问题的外生变量（当然，它们也可能在给定的报告期如一年内是固定不变的）。Dechow、Sloan、Sweeney (1996) 的研究也表明，产生盈余管理的可能性与公司内部治理监督的弱化相联系。他们的研究发现，被 SEC 起诉的公司样本与控制样本相比，更可能由公司发起人担任总经理；更可能由总经理兼任董事长；董事会更可能被内部人所控制；更不可能拥有审计委员会等。

本文认为，从控股股东关联交易盈余管理的具体情况来看，除了财务报告规则和契约所具有的灵活空间外，还必须具备以下两个更为基本的条件：(1) 控股股东对上市公司经营管理决策具有控制权；(2) 由于关联交易特点而产生的信息不对称

#### 一 控股股东对上市公司经营管理决策的控制

现代企业的经营管理，是一种具有特殊作用的劳动——协调投入活动和贯彻投入要素间达成的契约，这一切都具有“决策”的特性。而股东作为企业风险承受者的作用，在于约定要接受不确定性和在每一个生产期间结束时总收益与总成本间差额可能为负的结果。而且，在通常情况下，风险承受者必须事先提供财富以保证契约的履行与业绩<sup>10</sup>。因此，对于一个投资者而言，最优投资组合似乎都是将许多企业资本进行分散投资，以避免其财富过多地依赖于某一个企业。而控股股东则相反，他将其财富的很大部分集中投资于某个企业，因而承担了中小股东所无需承担的更大的特定企业风险。是什么原因促使其做出这种风险承担选择？Louis Putterman (1993) 指出，风险承受和对决策的控制是与同一主体相联系的，因为风险成本与风险承受者对所发生风险的控制程度呈反比<sup>11</sup>。德姆塞茨进一步分析认为，这是由

<sup>10</sup> 陈郁编，《所有权、控制权与激励——代理经济学文选》，上海三联书店、上海人民出版社，1998年出版。

<sup>11</sup> Louis Putterman, "Ownership and the Nature of the firm", Journal of Comparative

于控股股东在施行控制时具有或自认为具有某种比较利益，并且可以利用这种比较利益为自己实现货币收入或非货币收入。这种风险补偿有两个渠道，其一是通过有效运用股权所赋予的控制权，能够从生产中拨付更多的补偿性开支；其二是通过信息优势进行内部交易。他强调，可能影响所有权结构的因素之一是“潜力控制”，即股东对企业实施更有效控制所产生的利润潜力。而要保持这种控制，就要向企业投入大量的个人私有财产。要使投资者做出这种决策，则要求相应扩大其所有权利益，要大到使之足以鼓励其承担两种任务：一是对经营者和其他投入要素监督；二是为企业确定一个合理的管理程序<sup>12</sup>。

由此，我们可以认为，控股股东的自利性，是其盈余管理的内在利益驱动器，而且这种管理能力又是以其所有权所产生的控制权为条件的，它与企业的股权结构密切相关。一般地，控股有绝对控股和相对控股之分，从理论上讲，只有持股比例达到了50%以上才能实现控股，这是绝对控股。但从现代企业的实际情况来看，在持股低于这一比例的某些特定情况下，往往也能实现控股，这称为相对控股。德姆塞茨将控股股东理解为那些在任何一家企业中持股相对较多的投资者，显然这是一种相对广义的控股股东。Cubblin 和 Leech (1983) 赞同这一观点，他们指出控股股东可以定义为在某一企业拥有最多股权的股东，而且这种持股比例使其对企业享有最高程度的控制力<sup>13</sup>。

因而，研究股份公司的所有权结构，可以确定谁是企业股权的主要代表，谁对企业管理决策具有控制权。测定这种代表是否存在，可以使用各种标准。第一个标准是股份数量，具体包括第一大股东的持股数量、前五位大股东的持股数量、前10位大股东持股数量。第二个标准，是股权比率（如持股50%、30%、20%）。根据这些标准，可以确定这些少数大股东的重要程度。研究还表明，控股股东控制权不仅取决于其持有股份的数量和比率，而且还取决于其未拥有股份的离散程度。一般地，股权越分散，股东人数越多，控股所需的持股比例越小。股权离散程度可以用赫尔芬德指数来表示，其计算公式为  $H = \sum_j (m_j)^2$ ，其中  $m_j$  是每个股东持股的百分比。

Cubblin 和 Leech (1983) 研究指出，控股股东对企业的控制程度，可以定义为控股股东在股东持股比例的一般分布概率假设上所获得的大多数支持。从公式的推导过程可以发现，它是以股东持股规模分布的赫尔芬德指数为基础的。这种计量模型的优点，在于考虑了股东之间股权离散程度的不同变化。Encaona 和 Jacquemin (1980) 的研究结果也证实了赫尔芬德指数是计量股权集中度的一个较好指数<sup>14</sup>。Muclambi 和 Nicosia (1998) 在 Cubblin 和 Leech 计量方法基础上，构造了 Cubblin-Leech 指数，即  $F[(M_i) / (H - M_i)^2]^{1/2}$ ，其中  $F[\cdot]$  是标准分布函数， $M_i$  是控股股东持股比例。他们用这一指数计量控股股东的控制程度，并考察了它与上市公司业绩的相互关系。

关于股权结构与公司业绩的相互关系，Meconell 和 Senaes (1990) 认为，公司价值是公司股权结构的函数。他们通过对1976年1173个样本公司以及1986年1093个样本公司业绩托宾 (Tobin) Q 值与股权结构关系的实证分析，认为，Q 值与公司股权结构之间具有曲线关系。当内部股东所拥有的股权从0开始增加时，曲线开始向下倾斜，Meconell 和 Senaes 没有对这一结果进行理论解释，只是提供了一个经验性结论。而 Jensen 和 Meckling (1976) 则将股东分为两类，一类是内部股东，他们管理公司，拥有对经营管理决策的投票权；另一

---

Economecs, 17, 1993.

<sup>12</sup> 哈罗德·德姆塞茨著，段毅才等译，《所有权、控制权与企业——论经济活动的组织（第一卷）》，经济科学出版社，1999年出版。

<sup>13</sup> John Cubblin and Dennis leech, "The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British Companies: Theory and Measurement", The Economic Journal, June, 1983. 这种理解，也正是本文对控股股东概念的界定。

<sup>14</sup> 转引自 John Cubblin and Dennis leech, "The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British Companies: Theory and Measurement", The Economic Journal, June, 1983.

类是外部股东，他们没有投票权。Jensen 和 Meckling 认为，公司价值取决于内部股东所占有的股份的比例，这一比例越小，公司的价值也越高。他们指出，假设： $X$  = 企业管理者从其中获取非货币利益的企业的要素和活动向量， $P(X)$  = 由  $X$  给企业所带来的总利益价值； $B(X) = P(X) - C(X)$  = 在不考虑  $X$  对管理者均衡工资影响下，能给  $X$  的企业带来的净利益价值；管理者对财富和非货币利益的偏好为  $V$ 。在特定所有权结构下，即企业创业者出售企业部分股权，使之本身既为企业部分所有者也作为企业管理者，如果允许其自由选择非货币利益的消费水平，由于在非货币利益消费中，他只是损失作为部分所有者份额内的财富，因此，所有者 管理者势必会通过增加非货币利益消费使其个人效用达到最大化，企业价值水平将因此下跌，下跌的幅度相当于新增非货币利益消费给企业带来的成本。

股权结构的存在表明不同的股东拥有不同的权力。相对而言，股权集中效应在拥有控股股东的公司中最能得到体现，这类公司控股股东管理决策的财富效应大多数都被内部化了。在董事会中，由于少数股东的股权比例较小，其所有权所赋予的权力有限，在行为能力上与控股股东具有重大差别，由此决定了董事会容易为控股股东所控制。控股股东行使其控制权的重要方式是通过投票权在股东大会上确定董事会人选。投票权是股东对公司实施管理的基本机制，是股东根据所持公司股份大小而自然拥有的对公司重大经营决策权的发言权与控制权，因而具有特定的经济价值，是一种稀缺资源。Hasmleny (1987) 对普通股投票进行了经济评估，他通过为投票差别待遇构建投票不等指数，发现投票不等指数和投票权溢价（即具有额外投票权的经济价值）之间显著正相关。而霍尔德尼斯和希汉 (1988) 则直接以控股股东作为研究对象，分析了 114 家在纽约股票交易所或美国股票交易所上市，具有控股股东（指至少拥有 50% 但不拥有全部普通股股权的个人或实体）的公司。在这 114 家公司中，有 27 家是在 1978 年-1984 年期间成为具有控股股东的公司。这表明以控股股权作为主要所有权的这种组织形式依然存在。在该研究中，控股股东被大致相等地分为个人和公司两类，分析发现，90% 的个人控股股东代表和 94% 的公司型控股股东代表要么是该公司的董事，要么是该公司的负责人。当把股东集中的公司和股权相对分散的公司进行比较时，霍尔德尼斯和希汉 (1988) 证据显示，具有个人控股股东的公司在托宾  $Q$  值和会计收益率方面要比一般公司差，而具有公司型控股股东则尚未发现这一问题。

董事会是企业一组契约的最高内部执行者，对公司重大问题行使所有者赋予的经营管理决策权，《美国模范公司法》和《特拉华州公司法》都规定董事会是法定必备并由全体董事组成的会议体业务执行机关。除非法律和章程另有规定，公司一切权力均应由董事会或由董事会授权行使，公司一切业务与事务均应在董事会指示下进行。鉴于董事会在企业决策中所具有的重要作用，贝利、米恩 (1932) 将“控制”定义为“选择董事会成员（或其大多数）的实际权力”。然而，董事会的这种权力，本质上是全体股东通过股东大会所集体委托赋予的。在普通公司法上，董事被认为是公司的受托人，董事对公司负有诚信义务 (fiduciary duties)，因此理论上，董事会在行使企业日常经营活动的管理权时，应当从全体股东利益出发。尽管控股股东作为出资人和委托人，为其自身利益在股东大会上对公司重大决策行使投票权以表达其意愿，是其产权契约所赋予的法定权利，但是，该表决权却必须以不侵害少数股东利益为前提。

在法律规范较为完善的法律制度下，这种受托权力与义务也能够得到一定保证。例如，不少国家均规定，如果这种表决权将导致“不公平” (unfairness)，则控股股东也将由于负有诚信义务而使其表决权受到限制。美国法院曾在 Pepper V. Litton 一案中做出如下说明：“董事是受托人。支配或控制股东同样是受托人。他们的权力是信托上的权力。他们与公司之间的交易应受到严格的督查。一旦他们与公司之间的合同或协定受到非议，董事和股东有义务证明其固有的公平性”。当控股股东有违反诚信义务而经营公司时，控股股东应负损害赔偿，法院给予少数股股东等受害利益人的救济措施包括金钱赔偿、禁止命令、撤销所为

等法律行为。衡量其公平性有多种测试标准，如：“欺诈”测试标准（fraud test）、“合法程序”测试标准（lawful procedure test）、“一臂交易”测试标准（arm's length test，即正常交易测试标准）、“合理期待”测试标准（expectation test）、“有利或不利”测试标准（advantage/disadvantage test）等<sup>15</sup>。与此相关，美国法律保护公司和少数股东的另一重要措施，就是股东代表公司的诉讼，变称派生诉讼（derivative litigation），它是指当公司由于某种原因没有就其所遭受的侵害提起诉讼时，公司的少数股东（一个或若干少数股东）可以公司的名义针对该种行为提起诉讼，其旨在使公司获得补偿。

在英国，普通法对少数股东提供法律保护的总原则是，控股股东不得对少数股东实施欺诈行为，而必须以善意的（bona fide）方式为公司整体利益行动，这实质上与美国法律一样承认了控股股东对公司所负的诚信义务。1948年英国《公司法》规定了对少数股东实施不公平有害行为的替代救济（Alternative Remedy for unfairly Prejudicial conduct）。根据该法第210条的规定，任何股东都有可以请求法院的干预，如果可以证明控股股东对少数股东实施了欺诈行为或董事违反了诚信义务。法庭一旦介入，则可能改变企业今后的管理或要求公司购买特定股东的股票。

分析现代股份公司控制权，必须区分不同历史文化、法律背景下不同国家的不同股权结构情况。据 La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer 和 Vishny（1999）研究，各国法律制度对股权的保障有很大的差异。他们发现，由此导致在英美之外的国家，股权大都不分散，上市公司大都有大股东控股。大股东的形式，或者是银行（日、德等国），或者是家族（东南亚大部分的国家地区），大股东通常直接参与公司治理，没有英美普遍的股权与管理权分离现象。研究发现，85%的德国上市公司都拥有其股份25%以上的非银行大股东，由于股权相对集中，德国公司在控制代理成本时，大股东对管理者的监督作用，比美国要更重要一些。但是，银行所持投票权的集中，影响了大股东监控管者的效果，银行对公司董事会具有相当大的作用力（高晨，王斌，1998）<sup>16</sup>。

而贝利、米恩根据美国的股权结构，提出了著名的“所有权与控制权分离”理论（B-M理论）。他们于1932年将美国最大200家公司按照每个经济单位持有投票权股份的百分比，分为五组，将股权最高比例为30%及以上的公司定义为“股东控制型”，而将股权最高比例低于5%的公司定义为“管理者控制型”，发现在这个观察样本中有44%之多的企业属于管理者控制类别。

B-M理论提出以后，学术界内外引起了持续争论，产生大量的文献对其加以验证或反驳，并对公司的不同控制类型、行为与业绩效果进行了分析。例如 Cubbin 和 Leech（1983）认为，要研究所有权与控制权分离问题，首先必须对控制权加以界定，并考虑控制的不同程度。根据持股董事会成员是否为企业的管理人员即执行董事或非执行董事，可以将控制区分为内部控制和外部控制两种，它们对企业控制的积极性有所不同。由于在位管理人员控制着股东大会的会议议程，并能够限制其他各方对公司信息的接触与权利，许多时候，还可以利用股东惰性（可能还有风险厌恶）加强其控制力，因此，内部控制比外部控制更易实施<sup>17</sup>。Armen A. Alchian 和 Susan Woodward 则指出，“股东”一词指的是投资于企业专用性资源，并对任何最终价值拥有权利的人。在股东间常常存在利益冲突，其冲突来源之一在于由谁“看管店铺”的问题。认为股权分散削弱了公司制度，各个股东都没有动机监管公司，这一逻辑把相对股份与财富绝对量混淆在一起。当每个股东只拥有很小的相对股权时，由许多股东做出的决策的成本可能很高。但即使是大型公司，它的董事会也不会比规模小得多的公司的董

<sup>15</sup> 转引自施天涛著，《关联企业法律问题研究》，法律出版社，1998年出版，第433页。

<sup>16</sup> 高晨、王斌 编译，“股东——管理者的利益冲突与公司价值”，《会计研究》，1998年。

<sup>17</sup> John Cubbin and Dennis leech, “The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British Companies: Theory and Measurement”, *The Economic Journal*, June, 1983.

事会规模大。股权分散本身并不会削弱董事会监督公司活动的有效性<sup>18</sup>。Shlefer 以 Fortune 500 家中的 456 家企业为样本，研究发现实际相对大股东的分布十分广泛，出现之处非常之多。456 家企业平均大股东持股 15.4%，其中有 354 家企业至少有一个股东拥有企业 5% 以上股权。样本中大股东的成份，大部分为家族股东（149 个），另外还有养老金（90 个），银行、保险公司或投资基金（117 个）。Lerner 认为，虽然存在控制的权力和实际实施这个权力分属不同主体的情况，贝利和米恩将控制定义为“选择董事会成员（或其大多数）的实际权力”仍是合理的。因为，即使大股东或拥有投票权实质多数的利益集团将控制权转移给管理人员，他仍将保留借助投票把其不满意的董事会成员排除出去的法律权力。

各国法律制度对股权的保障有很大的差异，据 La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer 和 Vishny（1999）研究发现，由此导致了在英美之外的国家，股权大都不分散，上市公司大都有大股东控股。大股东的形式，或者是银行（日、德等国），或者是家族（东南亚大部分的国家地区），大股东通常直接参与公司治理，没有英美普遍的股权与管理权分离现象。陈建文（1998）对此分析指出，在这些股权保障比较不完备的国家，通常大股东的代表或者控制董事会，或者直接成为管理层，对公司而言，他们是“内部”。由于公司的股利与控股公司的现金流量直接相关，股利的多少又取决于当期的利润，所以控股公司有干预利润决定的动机。匀饰之后的利润降低了反映公司业绩的作用，也使会计报表失去了对外部的决策价值。但在成文法国家，由于小股东的地位和发言权都相对微弱，他们的信息需要对公司的财务会计起不了牵制作用<sup>19</sup>。Louis De Alessi（1981）认为，只要股东继续承受企业产品和资产价值的不可预测改变（如承受企业的利润或亏损），并且继续有权在公开市场上交易企业股票，他们就具有所有权的特征和动机，他们做出允许使用其资源的决策是为了使之比未被使用而增加更多。股权分散可能只是产权体系下的一个特定合约安排，不论股东或管理人员，作为企业内部决策者，均有机会和动机以各种未在标准企业理论中说明的方式来增加自身的效用<sup>20</sup>。

综上所述，本文认为，在特定市场环境下，股权相对集中，控股股东能够掌握公司的控制权，并能够左右公司管理层的决策为其自身利益服务，是实施上市公司控股股东关联交易盈余管理的首要条件。

现有盈余管理文献研究成果也证明了这一点。例如，Kasanen、Kinnunen 和 Niskanen（1996）以 1970-1989 年间在芬兰赫尔辛基股票交易所上市交易的 37 家工业公司的年报资料为依据的研究发现，由于芬兰上市公司股权集中度较高，控股股东主要为金融机构，并且一般偏好现金股利，希望从上市公司中获取稳定的股利现金流，因而当公司未经管理的盈余不足以支付大股东所期望的目标股利时，管理人员就有动机调高盈余，以满足控股股东的要求，未管理的盈余高于支付控股股东所需要目标股利的盈余时，为了不过多交纳税款，影响控股股东利益，管理人员就有调低盈余的动机<sup>21</sup>。

## 二、关联交易特点及信息不对称

交易，根据美国法院在 Hoffman Machinery Corporation Vs Ebenstein 一案的解释，是指

<sup>18</sup> 埃瑞克·G·菲吕博顿，鲁道夫·瑞切特 编，孙经纬译，《新制度经济学》，上海财经大学出版社，1998 年出版，第 165 至 167 页。

<sup>19</sup> 陈建文，“法律制度、公司治理方式与会计体系：各国的经验及中国的启示”，《会计研究》，1999 年第 12 期。

<sup>20</sup> Louis De Alessi, “Private Property and Dispersion of ownership in large Corporations”, The Journal of Finance, 1981.

<sup>21</sup> 转引自 陆建桥，“中国亏损上市公司盈余管理实证研究”，《会计研究》，1999 年第 9 期。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库