

学校编码: 10384
学号: 20051301236

分类号____密级____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

民营上市公司高管持股与操控性应计利润
的关系研究

——基于利益趋同效应与防御效应

**An Empirical Study on the Relationship of Managerial
Ownership and Discretionary Accruals of Private-Owned
Listed Companies——Based on the Alignment Effect and the
Entrenchment Effect**

何娟

指导教师姓名: 沈维涛 教授
专业名称: 企业管理
论文提交日期: 2008年4月
论文答辩时间: 2008年 月
学位授予日期: 2008年 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2008年4月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1. 保密（ ），在年解密后适用本授权书。
2. 不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

摘 要

本文以 2004-2006 年的 1027 家民营上市公司为样本，研究民营上市公司高层管理人员持股数对操控性应计利润的影响。使用操控性应计利润进行的盈余管理通常被视为管理者机会主义行为的一种表现，“利益趋同效应”和“防御效应”分别解释了管理者持股对管理者行为动机两种截然相反的影响。“利益趋同效应”假说认为，随着高管持股比例的提高，管理者与股东的利益趋向一致，因此，管理者将减少机会主义行为；而“防御效应”假说则认为，管理者持有一定比例的股权时，将较少受到契约等控制机制的约束，从而可能增加机会主义行为。

本文用 Jones 模型度量了使用操控性应计利润进行的盈余管理行为，采用三次回归模型实证分析高管持股对操控性应计利润的影响，并用利益趋同效应和防御效应予以解释。结果发现，高管持股比例与操控性应计利润之间存在着显著三次非线性关系，且显示出区间效应。在高管持股比例较低和较高的公司中，随着高管持股比例的上升，操控性应计利润随之下降；但是在高管持股比例适中时，随着高管持股比例的上升，操控性应计利润随之增加。这表明“利益趋同效应”和“防御效应”同时存在，前者在高管持股比例较低和较高时起主要作用，而后者在高管持股比例适中时起主要作用。研究结果对上市公司管理者股权激励设计提供了理论依据。

关键词：管理股权；操控性应计利润；利益趋同效应；防御效应

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between managerial ownership and earnings management of private-owned listed companies from 2004-2006, and 1027 samples are selected for this study. Earnings management through discretionary accruals is seen as managers' opportunistic behavior. Finance theory predicts two apparently opposite effects of managerial ownership on managers' incentives. The alignment effect suggests that managers' opportunistic behaviors would be less and firm performance would increase with an increase in managerial ownership. On the other hand, the entrenchment effect suggests that opportunistic behaviors would be more and firm performance would decrease with an increase in managerial ownership.

By estimating discretionary accruals with Jones model, we test the different influence of alignment effect and entrenchment effect on earnings management using a cubic regression model. And then a result is found that there is a significant cubic relationship between managerial ownership and discretionary accruals. The relationship is significantly negative within low and high regions and significantly positive within intermediate regions of managerial ownership. This result demonstrates the co-existence of alignment effect and entrenchment effect, and the alignment effect is dominant within high and low regions, the entrenchment effect is dominant within the intermediate regions.

Key Words: Managerial Ownership; Discretionary Accruals; Alignment Effect; Entrenchment Effect

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1. Background.....	1
2. Research purpose and meaning.....	2
3. Research idea and method.....	2
Chapter 2 Definition	4
1. Basic theory and definition of earnings management	4
2. Definition of private-owned listed companies.....	8
3. Definition and calculation method of managerial ownership.....	9
Chapter 3 Literature Review	12
1. Review of earnings management related studies.....	12
2. Review of the studies on Chinese private-owned listed companies.....	19
Chapter 4 Research Design	23
1. Hypothesis.....	23
2. The explanation of research model.....	24
3. Sample and data.....	27
Chapter 5 Empirical Analysis	28
1. Definition of variables.....	28
2. Descriptive analysis.....	28
3. Empirical model.....	29
4. Regression results.....	30
5. Analysis of regression results.....	32
Chapter 6 Conclusion and Suggestion	34
1. Research conclusion.....	34
2. Suggestions	34
3. Innovation and limitation.....	35
References	37
Acknowledgement	43

目 录

第一章 绪 论.....	1
一、 研究背景及研究问题的提出	1
二、 研究目的和意义	2
三、 研究思路与框架	2
第二章 相关概念界定	4
一、 盈余管理基础理论与相关概念的界定	4
二、 民营上市公司概念界定	8
三、 高管持股概念的界定及高管持股比例的计算方法	9
第三章 文献回顾	12
一、 国内外高管持股与盈余管理的相关研究回顾	12
二、 国内外学者对中国民营上市公司的研究回顾	19
第四章 研究设计	23
一、 研究假设的提出	23
二、 研究模型的选择及解释	24
三、 样本选择及数据来源	27
第五章 实证分析	28
一、 变量定义	28
二、 研究变量描述性统计	28
三、 实证模型	29
四、 回归结果	30
五、 回归结果分析	32
第六章 研究结论与政策建议.....	34
一、 研究结论	34
二、 政策与建议	34
三、 本文的特色与局限	35
参考文献.....	37
致 谢	43

第一章 绪 论

一、研究背景及研究问题的提出

近 20 年来，随着一波又一波的财务丑闻接踵而至，作为财务解释的热点问题，盈余管理从产生开始就成为理论界和实务界研究的热点，这一问题已成为现代财务管理与会计理论研究的重点领域之一。国外有关盈余管理的研究成果已经相当丰硕，且研究角度较为广泛全面，我国上市公司盈余管理的研究起步较晚，但是学者们普遍认可盈余管理已经成为我国上市公司普遍存在的行为。对于我国上市公司盈余管理的动机、手段、成因等学术界已有相对比较成熟的研究，但是对于盈余管理的研究还是存在很多空白的地方：第一，对于盈余管理的主体——企业的高层管理者与盈余管理间的关系，国内相关研究较少；第二，我国相关盈余管理的研究，研究对象大都是整个证券市场中的上市公司，其针对性和适用性相对较差；第三，对于我国民营上市公司这样一支生力军所进行的相关盈余管理研究屈指可数。

在过去的 20 多年中，中国经济在转轨过程中的不俗表现，一直令中外经济学家为之着迷，民营企业这支生力军作为背后的主要支撑力量更是备受关注。中国民营经济萌芽于 20 世纪 70 年代中后期，是属于市场自发的行为，是顺应生产力发展的客观规律而产生的。因此可以说民营企业从一开始就是从市场交易中产生的，其组织结构也是按照市场经济的要求设计的，因而属于完全独立的市场主体。与国有企业相比，民营企业有着自身明显的优势，它以市场机制为基础，产权关系明确，运行机制灵活，成为改革开放以来中国经济增长的主力军之一。一些学者甚至认为，中国民营企业的成功挑战了“传统智慧”，为主流经济学的发展做出了新的贡献。不过，我国的市场经济脱胎于计划经济，缺乏民营企业健康发展的土壤，使得我国民营企业目前大都还处于发展的初级形态，多数还是以家族企业经营模式为主。许多民营企业上市后，仍带有很强的家族色彩，这是由我国整体的制度环境和经济环境所决定的。因此为了让民营上市公司更快更好更为健康地发展，探讨民营上市公司治理机制及运行效率的研究就很有必要。

随着我国经理人市场的不断完善，我国上市公司借鉴国外的经验，逐渐引入

股权激励方案来降低由于企业所有者与企业经营者间的委托代理关系所引致的委托代理成本，目的在于激励公司管理者始终以公司价值最大化为目标。很多学者指出，管理者激励不仅仅反映在公司的绩效中，而且也反映在管理层机会主义行为中，高管的盈余管理行为是机会主义行为最为典型的一种，那究竟越来越受上市公司青睐的股权激励与盈余管理之间有何相关性呢？带着此疑问，本文从盈余管理的主体——企业的高管入手，从管理股权对高管产生的作用来研究管理股权与企业盈余管理间的关系。

由于我国资本市场的历史原因，大部分上市公司是由国企改制而来，存在一股独大，管理层持股比例较低以及众多公司高管“零持股”的现象，这一现象使得我国学者有关管理股权的研究多数存在管理股权不显著的结论。但是对于民营上市公司而言，高管持股比例相对较高，不大可能出现由于高管持股比例低而影响显著性的状况，所以本文将研究对象限于民营上市公司，来研究管理股权与盈余管理间的关系，且以操控性应计利润来度量盈余管理，并将盈余管理视作机会主义行为。

二、研究目的和意义

本文在对国内外有关盈余管理、高管持股及我国民营上市公司研究成果综述的基础上，借用国内外相关实证研究的成果，通过回归方法探求我国民营上市公司高管持股与盈余管理行为间的深层关系，希望能够提出一些设计股权结构、股权激励方案的建议，以及抑制盈余管理行为的对策，进而进一步规范上市公司的会计行为。

本文的研究意义主要在于可以为进一步研究我国民营上市公司的盈余管理行为提供参考，为研究管理股权的激励效果提供实证证据，并为扩大样本研究我国上市公司总体高管持股与盈余管理间的关系提供依据。

三、研究思路与框架

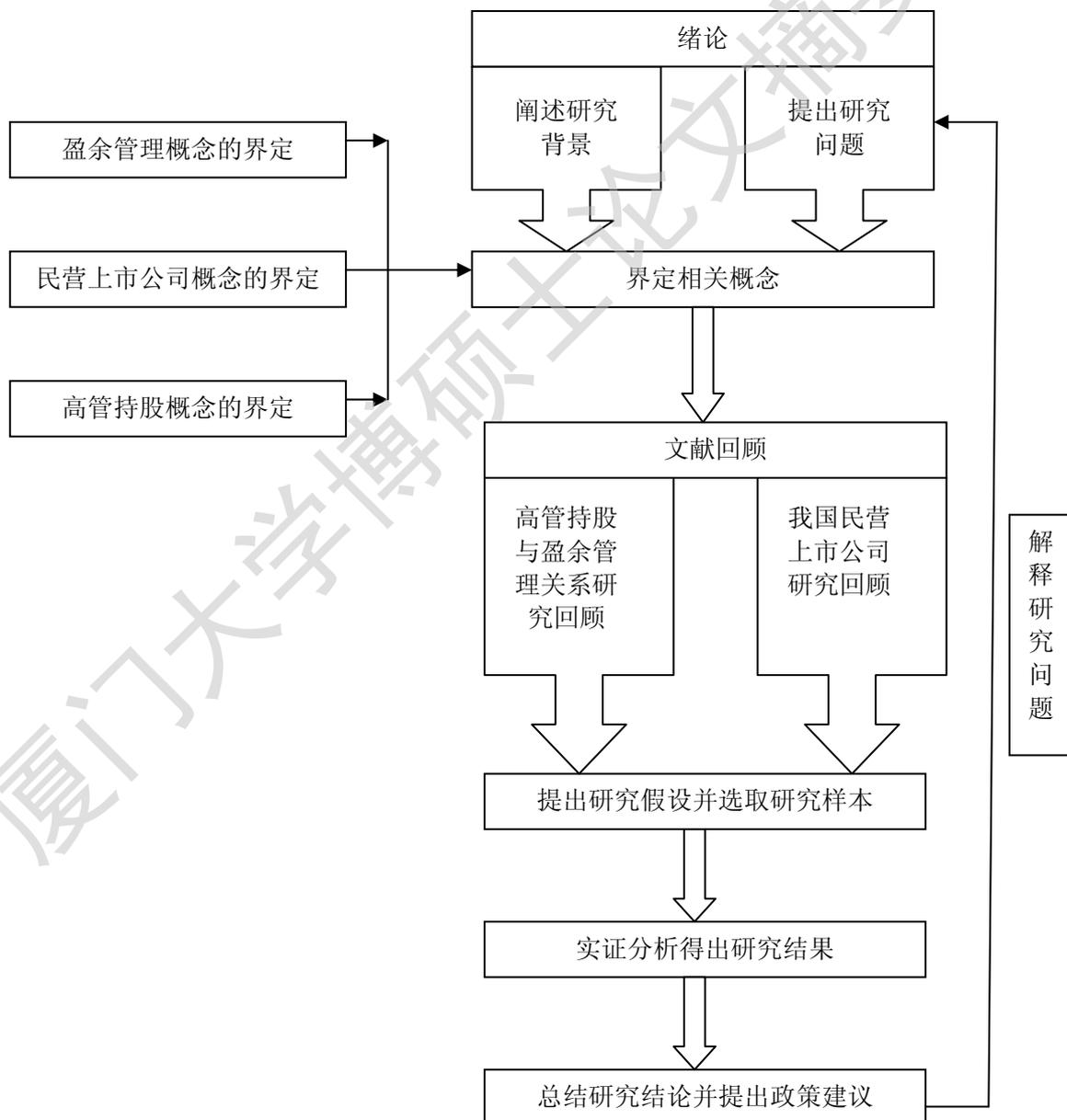
（一）研究思路

本文在提出研究问题后，首先对研究中的相关概念进行界定，然后通过对国内外相关文献进行总结回顾，展现本研究的必要性并且以这些研究成果作为本研

究的进展基础。紧接着通过借鉴国外学者对于高管持股与盈余管理的研究方法，提出本文的研究假设，选定民营上市公司为样本，综合运用描述性分析、Jones模型以及三次回归模型，系统地对民营上市公司高管持股及盈余管理之间的关系进行分析探讨，继而得出相关结论。

(二) 研究框架

图 1 研究框架图



第二章 相关概念界定

本研究所用到的关键概念主要包括盈余管理、高管持股以及民营上市公司，但在现有的研究中，对这几个概念的定义并不一致，有的甚至存在很大分歧。为了更好更规范地进行本研究，现对盈余管理的基础理论进行回顾，并对以上三个概念予以清晰界定。

一、盈余管理基础理论与相关概念的界定

(一) 盈余管理基础理论

1、 契约理论

由科斯开创的现代企业理论认为：企业是一系列契约的联结，是各种要素通过契约的方式协调而形成的经济组织。企业产生的原因是因为通过企业内部组织方式来进行资源配置的交易费用低于通过市场价格机制调节方式的交易费用。正如 Watts 和 Zimmerman (1986) 所指出，契约不会减少代理成本，除非契约各方能够确定契约是否被违反^①。因此，基于企业是“若干企业的联结”这种观点，人们要求对这些契约进行监督。无论有关‘产权’的文献还是有关‘契约’的文献都表明，会计在制订契约的条款以及在监督这些条款的实施中发挥了重要的作用。会计数据经常用于各种契约（债务契约、管理人员报酬方案、公司章程及细则等），这些契约常常包括对各方行为采取的各种限制，而这些限制是以某些会计数据为条件的。因此企业经理人员在实施各种契约的过程中有可能为了自身利益最大化而改变会计政策、会计估计等达到操控会计数据的目的，即企业经理人员存在盈余管理的动机。

2、 委托代理理论

委托代理关系是委托人与代理人之间的一种契约，在这种契约下，委托人授权代理人为他的利益而从事某些活动，其中包括授予代理人某些决策权力。但是代理人不是委托人，代理人的利益与委托人的利益是不完全相同的，有时甚至是

^① Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman. Positive Accounting Theory, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1986.

矛盾的。委托代理理论的一个基本假设是“经济人”假设，即代理人总是追求自身利益最大化的，当代理人的利益与委托人的利益不尽相同甚至矛盾时，代理人会利用委托人所授予的权力去追求自身效用的最大化，采取这种行动的代价是牺牲委托人的利益，这样就产生了所谓的代理人问题（Agency Problem）。

为了防止代理人问题的发生或将代理人问题的程度降到最低点，委托人需要通过严密的合约及对代理人活动的密切监督来限制代理人行为。但即使在产权界定明确的条件下，任何合约都不可能是完善的，这是因为在信息不完全条件下，合约双方当事人很难准确预见未发生的情况，即合约不可能穷尽所有的随机变量及其结果；同时，制定详尽的合约交易费用包括讨价还价、监督实施以及事后对违约的处理等所花费的成本过高。在一个不完善的合约关系下，很容易产生“代理成本”和“偷懒行为”以及目前我国企业中普遍存在的短期行为等问题。研究表明，为消除上述消极现象，同时使代理人有足够的激励去主动选择有利于委托人的行动，就必须在合约的设计中让代理人也承担一部分结果不确定性的风险，并从这种风险承担中得到相应的补偿。

在对盈余管理的经济分析中，委托代理问题的研究是一个重要的理论根源，股东与管理当局之间的契约是典型的委托代理关系。股东（委托人）为了实现自己最佳利益，必然希望管理当局（代理人）能尽心尽力，因此为了激励管理当局以最大努力完成目标，股东会根据管理当局的经营业绩，付给其相应的具有激励性的报酬，当企业的经营业绩越好时，管理当局的报酬会增加，股东的财富也会增大；当公司的业绩变坏时，管理当局可能会受到惩罚，甚至遭到解雇。可见，代理人是否受到奖惩或解聘、股东财富是否增加，都必须借助于对代理人经营业绩的考评来确定，而对经营业绩的考评主要依据企业会计报告中的盈余数字。因此，当管理当局自身利益与所有者利益不一致时，自利性会促使其选择符合自身利益的行为方式，管理当局可能通过控制和采用适当的编报方法，使盈余数字更有利于自己。

3、有效市场理论

按照美国经济学家 Fama（1970）的定义，如果资产价格可以迅速和充分地对全部可获得的信息作出反应，资本市场就是有效的^②。他同时提出信息存在三

^②Fama E F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work[J]. Journal of Finance, 1970, 25(2):383-417.

个层次，市场有效性也可以分为三种形式：弱式市场，此时市场价格充分体现过去（历史）交易活动的信息；半强式市场，此时市场价格充分体现了全部现在可公开获得的信息；强式市场，此时市场价格充分体现了全部的已知信息，包括未公开（内幕）信息。

目前的实证研究认为市场是弱式或半强式状态，西方的实证研究主要是基于半强式的市场有效性来验证会计数据与资本市场反应之间的关联关系。在半强式有效市场条件下，资本市场充分反映了全部可公开获取的信息（包括财务报表、政府公报、行业统计、市场分析师报告等），因此不能预期市场参与者可利用这些信息系统地获取异常收益。

4、 信息不对称理论

信息不对称理论产生于上世纪 70 年代，其基本内容可以概括为两个方面：一是有关交易的信息在各利益主体之间的分布是不均衡的，即其中一方比另一方占有较多的信息；二是各利益主体对于各自在信息占有方面的相对地位都是清楚的。

这种对相关信息占有的不对称状况导致在交易完成前后分别发生“逆向选择”和“道德风险”问题，严重降低市场运行效率，在极端情况下甚至会造成市场交易的停顿。所谓“逆向选择”是指在信息不对称的条件下，参与交易的一方可能隐藏自己的私有信息，提供不真实的信息以谋求增加自己的利益，但是这种行为却损害到另一方的利益。至于“道德风险”是指在信息不对称的情况下，参与交易的一方在双方合约签订之后才会做出某种选择，如果合约当中所隐含的激励设计不佳，或是没有充分考虑到信息不足的缺陷，极可能引起参与交易的一方利用合约激励机制中的不完善之处选择对自身有利的“机会主义行动”，使另一方利益受损。

具体到企业财务信息的情况是，管理者控制企业经营的全过程，并拥有企业内部的各种信息，由此产生的信息不对称是盈余管理得以存在的根本前提。会计信息的提供者——企业管理人员通常比会计信息使用者更了解有关企业生产经营情况的财务信息，即使是对公开披露的会计信息，前者比后者通常也有更深刻的理解。信息的不对称，使企业的外部使用者难以对企业的会计政策加以正确评判，从而使得盈余管理成为可能。而且，信息不对称的程度直接影响着企业进行盈余管理能力的大小。

(二) 盈余管理概念界定

纵览以往文献中出现过的有关盈余管理定义,按定义的主要方式可以归纳为四种:第一种定义方式是从管理层对盈余管理的目的或动机出发,认为盈余管理是管理层为了给企业或自己谋取私利而实施的一种欺诈行为(Schipper,1989; Healy 和 Wahlen,1999)。第二种定义方式是从报表上盈余信息的质量出发,认为盈余管理就是使有关盈余的报告反映管理层期望的盈余水平而非企业真实业绩表现的做法(Levitt 和 Duncan,2001; Goel 和 Thakor,2003)。第三种定义方式是从管理层是否用个人的判断和观点介入财务报表的制作出发,认为盈余管理就是管理层有限度或无约束地使用个人的一些判断和观点,对会计数据进行策略性的调整(Watts 和 Zimmerman,1990)。第四种定义方式是从报表的制定是否遵守会计准则出发,以这种方式对盈余管理进行的定义可以分为三类。第一类观点认为,盈余管理是企业滥用会计准则的行为活动(Johnson,1999; Lynn et al.,2002)。第二类观点认为,盈余管理是企业在会计准则允许的范围内有意识地把账面盈余拉向所期望水平的一个过程(Brown,1999)。第三类观点是把企业有关盈余的做法分成三种:欺诈的会计行为,盈余管理以及合法地使用会计选择。第二和第三种做法均为在会计准则允许的范围内运用个人的判断和观点来调整盈余,两者的区别在于管理层的不同,若管理层的目的是欺骗财务报表使用者,则为盈余管理,否则就是合法地使用会计选择的行为(Dechow 和 Skinner,2000)^③。

不难看出,这四种定义是从盈余管理的不同角度进行界定的,目前学术界对于盈余管理一词的定义繁多而且还有新定义层出不穷之势,其中一个主要的原因是前人的定义存在这样或那样的缺陷。

宁亚平(2004)认为^[1],盈余管理(earnings management)应有别于盈余操控(earnings manipulation)和盈余做假(earnings fraud)。盈余操控是指管理层使用会计手段(如在会计选择中使用个人的判断和观点)或通过采取实际行动努力将企业的账面盈余达到所期望的水平。盈余操控包括盈余管理和盈余做假两个内容,两者既为互斥关系,又是盈余操控的全部形式。盈余管理是指管理层在会计准则和公司法允许的范围内进行盈余操控,或通过重组经营活动或交易达到盈余操控的目的,但这些经营活动和交易的重组增加或至少不损害公司价值。

明确了盈余管理、盈余做假与盈余操控之间的区别后,结合国内外学者观点

^③转引自:宁亚平. 盈余管理的定义及其意义研究[J]. 会计研究. 2004,(9).

以及我国上市公司进行盈余管理的实际情况，本文定义盈余管理为：盈余管理是指公司管理层为了“误导”相关利益者对企业业绩的理解或影响那些基于会计数据安排的契约的结果，在法律和公认会计准则允许的范围内，在编制财务报告时选择其自身效用最大化或使其企业价值最大化的一种行为方式。

（三）操控性应计利润概念界定

人们判断是否进行盈余管理的前提是确定在无盈余管理时的非操控性应计利润的大小，并不是公司所有的应计利润都代表着盈余管理。权责发生制下净利润可以分为经营活动现金流量与应计利润之和，而应计利润又分为可操控性应计利润和非操控性应计利润。操控性应计利润是总应计利润与非操控性应计利润之差，而非操控性应计利润通常是总应计利润的数学期望值。

二、民营上市公司概念界定

（一）民营上市公司概念界定

民营企业是中国独有的一种经济形态和经济概念。关于民营企业的概念和内涵，目前理论研究仍在广泛争论和探讨，大致有三种代表性的观点：第一种涵义是从经营权的角度加以界定的，如“国有民营”，就是指国有企业通过承包、租赁等方式交由个人经营；第二种涵义是指以生产资料私有制为基础的个体私营企业；第三种涵义是相对于国有经济或国有企业而言的，包括城乡集体企业、个体私营企业、三资企业和各种形式的合作企业等。

民营上市公司是民营企业的优秀代表，对民营非上市公司有着极强的示范效应。我国目前对民营企业的研究主要集中于对民营上市公司的研究，不同的学者对于民营企业有着不同的定义，宋献中和罗晓林（2003）^[2]把第一大股东为民营企业的上市公司定义为民营上市公司。《中国公司治理报告：民营上市公司治理》（2005）^[3]把民营上市公司定义为实际控制人为自然人的上市公司。

本文将“民营上市公司”界定为自然人居于最终控制人地位即自然人拥有实际控制权的上市公司。这里的最终控制人是指单独或合并、直接或间接持有上市公司股份达一定比例，从而对上市公司拥有实际控制权的自然人。

（二）民营上市公司的控制模式

企业的控制权结构对于企业的公司治理机制及企业的运作效率有决定性作

用，进而影响企业的经营业绩。在民营上市公司中，自然人或家族主要采取以下五种方式实现对上市公司的控制。

第一种方式是自然人直接控制上市公司。在《证券法》实施以前，自然人持有上市公司股份不能超过公司总股本的 0.5%，因此自然人不能成为上市公司直接控制人。1999 年 7 月 1 日起开始生效的《证券法》取消了自然人的持股限制，并强调所有市场主体一律平等，自然人和法人一样，也可以成为上市公司的发起人，这为自然人直接控制上市公司创造了条件。2001 年 1 月上市的“天通股份”是中国首家以自然人身份直接控制的上市公司。天通股份公司的创始人潘广通及其子潘建清分别持有公司 11.03% 和 10.45% 的股份，分列第一、二大股东，因潘氏父子共持有“天通股份” 21.48% 的股份，成为该公司的实际控制人。由自然人直接控制的上市公司其特点是上市公司发展过程中的核心人物通过改制成为上市公司实际控制人。第二种方式是自然人通过其控制的公司控制拟上市公司，待其上市后成为上市公司的控制人。用友软件的实际控制人王文京就是通过其控制的五家公司控制了用友软件而成为其实际控制人。第三种方式是自然人通过其控制的一家或者数家公司收购上市公司股权，而成为上市公司实际控制人。第四种方式是通过公司改制，使得主要领导人成为公司实际控制人。这种模式实际上就是 MBO 模式，比较有代表性的是粤美的模式。粤美的创建人何亨健 1998 年开始酝酿管理层收购计划，2002 年 4 月，顺德市美托投资有限公司正式注册，成为实现融资计划收购的平台。美托公司于 2000 年 5 月和 2001 年 1 月两次收购镇政府下属公司持有的粤美的法人股，共计持有粤美的 22.19% 的总股份，成为公司的第一大股东，而美托公司的股份全部由几位高管持有，何亨健持有 55% 的股份，另三位核心高管人员分别持有 15% 的比例，使管理层成为真正意义上的控股股东。第五种方式是自然人通过其控制的公司同上市公司集团公司合营，间接控制上市公司。这种方式以复兴实业收购南钢股份最具有代表性。

三、高管持股概念的界定及管理股权比例的计算方法

高级管理人员持股通常简称为高管持股，也称为管理股权，本文中提到的管理股权与高管持股是同一概念。国内涉及高管持股的研究，大都有以下三个特点：一是研究样本多以国有上市公司为主，而国有上市公司的主要特点就是高管人员

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 for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库