

控制股东利润操纵的动机及其监管研究

徐浩萍

(北京大学 光华管理学院会计系, 北京 100871)

摘要:文章通过建立了带有融资资格约束的利益最大化模型,研究了我国上市公司控制股东利润操纵的动机和影响因素。研究表明,某种特殊情况除外,控制股东总是存在着对上市公司进行利润操纵的动机,操纵的方向和幅度受到上市公司真实的盈利水平、融资资格收益要求、控制股东占用上市公司资金比例、控制股东在上市公司的持股比例,以及法律监管环境的影响。文章还进一步探讨了利润操纵的发现和处罚机制以及关联信息强制披露制度对这一行为发挥的监管作用。

关键词:利润操纵;控制股东;监管

中图分类号:F275.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)02-0076-12

一、导 论

2002年深圳交易所组织一次对我国证券市场个人投资者状况调查,调查结果显示^①,约有31.2%的投资者认为上市公司利润操纵是最严重损害个人投资者利益的行为,而有45.8%的投资者将信息披露不真实列为我国证券市场信息披露的首要问题。这些数字足以说明利润操纵行为在我国上市公司中的普遍性以及投资者信心产生的严重影响。

Schipper(1989)曾指出 earning management 就是旨在有目的地干预对外财务报告以获得某些私人收益的披露过程。在这里,我们借用这段话来定义本研究中的利润操纵^②。利润操纵一直是西方学者关注的重要话题。Scott(2000)将利润操纵动机归纳为以下几类:契约动机,例如管理者出于自身的报酬考虑会操纵企业的净收益;政治动机,某些垄断性企业会通过操纵利润率来降低受关注的程度;税收动机,企业会选择可以规避所得税的会计政策;资本市场动机,当企业首次公开发行股票时,会采用有利于提高发行价格的会计方法调整利润。Dye(1988)指出股东会容忍管理层出于两个目的进行披露不同于真实情况的盈利信息:第一个目的是为了降低股东对管理者的激励成本,他称之为“内部需求”,第二个目的是为了降低企业与外部关联者的交

收稿日期:2004-11-07

作者简介:徐浩萍(1974—),女,浙江杭州人,北京大学光华管理学院博士生。

易成本,如银行、客户、供应商、潜在投资者等,他称之为“外部需求”。从西方学者的研究中可以看出,西方企业的利润操纵动机主要存在于管理者之中,通过会计政策的选择来实现。它既可能因为降低了财务报表的可靠性而增加股东和管理者之间的代理成本,也可能通过传递管理者所有的内部信息降低代理成本,提高企业总体的效率,因此不能简单地用好和坏来评价利润操纵行为。

我国的情形则大不相同。在我国,利润操纵几乎是上市公司中存在的普遍现象。它主要通过关联交易和组织结构的不断调整,而不是会计政策的选择来实现,如果说西方学者讨论的利润操纵主要是调控利润在时间上的分布,那么,我国的利润操纵则是对上市公司施加了真实的成本,影响到企业整个经营周期的利润总额,并且涉及的范围超出了上市公司,多在控制股东与上市公司之间进行(黄本尧,2003)。从方向上看,有大量的利润转入行为(林朝华,2002)。这些特点说明我国的利润操纵已经不再是由管理者控制,而是由拥有足够资源和能力的控制股东实施。国内的实证研究还揭示了利润操纵的目的是为了获取或保持上市公司融资资格。例如,蒋义宏(1998)指出在中国上市公司的盈利中普遍存在着10%现象,即大量公司的盈余刚好达到10%的配股要求;陈小悦等(2000)用横截面数据发现配股资格的盈余要求对利润操纵额的影响显著;陆剑桥(1998)对亏损上市公司进行了研究,发现在发生亏损的当年,公司会显著地调低利润,在亏损的前一年和扭亏的一年,公司会显著地调高利润,说明公司为了回避证监会有关的退市规定而进行利润操纵。由此可见,控制股东有强烈的股权融资欲望。

为什么控制股东这样热衷于“圈钱”呢?Hart(1990)的研究表明当控制权和现金流的分配权分离时,控制股东可以利用控制权谋取私利。Bebchuk等(1999)也指出拥有少数股权的控制股东为了最大化自身的利益会进行无效率的扩张,因为无效率产生的成本大都由非控制股东承担了。在我国,虽然控制股东也可能拥有大多数股权,但是由于控制股东拥有的多为非流通股,在享有扩张带来的私利的同时,却只需承担比流通股股东小得多的成本,所以控制股东也会选择不断的扩张。Hart和Bebchuk等都强调控制权和现金流分配权趋于统一可以遏制控制股东对外部股东的侵害。

本文通过建立带有融资资格约束的最大收益模型来研究控制股东决策利润操纵时考虑的因素。控制股东的收益一方面来源于上市公司价值的提高,另一方面则来自于利用控制权盘剥外部股东的收益。在我国,后一种收益主要有两种实现方式,一是通过关联交易转嫁成本或者掠夺收入,直接将上市公司的利润占为己有,这时只要保持控股权,股权融资越多,现金流分配比例越小,控制股东的收益就越大;二是通过往来款项挂账等手段大量挪用上市公司募集的资金,将上市公司作为自己的“提款机”,这样的私利只有在上市公司

股权融资的条件下才能实现。因此,上市公司股权融资会给控制股东带来巨大的隐性收益,使上市公司满足融资资格的收益要求成为控制股东实现最大收益的前提。在本文的模型中,控制股东需要决策的变量是利润转移的方向和幅度,而挪用上市公司资金比例被看作是在前期决定,在本期是外生的。我们的研究表明,利润操纵的方向和幅度取决于上市公司真实的盈利水平、融资资格收益要求、控制股东占用上市公司资金比例,控制股东在上市公司的持股比例,以及法律监管环境。上市公司真实收益率提高时,控制股东倾向于更多地从上市公司转出利润,因此外部股东不能分享到上市公司业绩改善的好处;融资资格收益要求提高会加剧控制股东对上市公司的财务包装,而“包装”的成本则由未来的股东承担;控制股东占用上市公司资金的比例会降低利润操纵的方向,减少利润转出行为,增加利润转入行为;最后,我们的研究说明控制股东的持股比例只能在有限的范围内对控制股东的利润操纵行为产生影响,因此仅仅强调控制权和现金流分配权的统一不能完全解决利润操纵的问题。

由上述分析,控制股东的利润操纵行为是对外部股东的直接掠夺,这样的行为会影响外部投资者的信心,侵蚀证券市场的根基,因此必须有外在的约束和监管。在成熟的市场上,除了行政法规的监管外,来自市场的约束产生了很大的作用。掠夺行为会导致股价下跌,控制股东自己不但要承担股价下跌的经济成本,还面临着控制权市场的竞争,随时有丧失控制权的危险。而在我国股权分裂的条件下,控制股东所持有的股权性质多为非流通股,在不影响融资的前提下,股票价格的下跌对控制股东的利益没有影响(除非控制股东还持有部分流通股),而控制权市场也没有完全形成,因此来自市场的约束非常有限,遏制控制股东利润操纵行为主要还是依赖于监管部门的监管措施。本文主要研究了两类监管机制:对控制股东利润操纵行为的发现和处罚机制以及关联交易信息的强制披露。研究表明,这两种机制都能在对控制股东以追求最大收益为目的的利润转出行为产生制约的作用,但是强制披露关联交易信息制度在某些条件下会加剧控制股东的利润转入行为,对于为融资资格而进行的利润操纵,这两种机制都是失效的。

鉴于目前我国关于利润操纵(或者说盈余管理)的研究主要以文字论述或经验研究为主,本文的主要贡献在于为解释控制股东对上市公司的利润操纵行为建立了一个正式的模型。模型的特色是:(1)将控制股东的控制权收益具体化为侵占上市公司资金的收益和利润转移两个方面,而这两个方面都可以在以后的研究中用经验数据来证实;(2)强调了控制股东利润操纵的双重动机,即保持上市公司融资资格和获取最大收益;(3)引入了控制股东侵占上市公司资金对利润操纵的影响,从中指出控制股东不同的掠夺手段之间关系;(4)为进一步研究对控制股东的监管做出了初步的努力。

本文的行文结构如下:本部分为导论;第二部分阐述了控制股东收益的模

型并从中解出可行的最优利润转移比例;第三部分分析了控制股东利润操纵的动机以及影响因素;第四部分探讨了处罚机制和关联交易强制披露制度对利润操纵的影响;最后是全文的总结、政策建议和研究局限。

二、模型及其解

1. 模型假设

本模型的基本假设为:(1)控制股东对上市项目拥有完全的控制权;(2)控制股东风险中性;(3)无风险报酬为 0,即贴现因子为 1。

假设控制股东的收益由以下三部分组成:

(1)不合理侵占上市公司资金的收益。假设上市项目总投资额是 I ,控制股东持股比例为 $x(0 < x < 1$,且 x 足够大,使得控制股东有完全的控制权),上市公司募集的资金并未全部投向上市项目。假设控制股东挪用资金的比例是 s , s 在控制股东在上市项目开始运作前决策的变量,在上市项目运作后控制股东决策利润操纵的时点是既定的,又假设控制股东对这部分资金的使用收益率为无风险报酬率 0,则这部分收益为:

$$\pi_s = s \times I$$

(2)对上市公司的利润转移。严格地说,这对控制股东而言并不总意味着收益,因为利润转移包括从上市公司转出利润和向上市公司转入利润。控制股东固然倾向于为了自身利益最大化,利用关联交易等手段将上市公司的利润占为己有,但是出于保住上市公司融资资格等目的,也会采用同样的手段向上市公司转入利润,来“包装”上市公司的财务报表。设盈利上市公司真实的收益率为 g_1 ,亏损上市公司的收益率为 $-g_1(g_1 > 0)$ ^⑧, d 为控制股东利润转移的比例, $d > 0$ 表示从上市公司转出利润, $d < 0$ 表示向上市公司转入利润, $d = 0$ 表示没有利润转移发生。 $\beta(0 < \beta < 1)$ 为控制股东利润转移行为被监管当局发现的概率,则控制股东得到的收益(或利润包装的损失)为:

$$\pi_d = (1 - \beta) \times d \times g_1 \times (1 - s) \times I$$

(3)按照持股比例拥有的上市公司净资产价值。在控制股东利润操纵后,盈利上市公司的报告收益为:

$$(1 - s) \times (1 + g_1 \times (1 - (1 - \beta)d)) - 1$$

控制股东在上市公司拥有的资产价值为:

$$\pi_0 = x \times (1 + (1 - (1 - \beta)d) \times g_1) \times (1 - s) \times I$$

或者,亏损上市公司的报告收益为:

$$(1 - s) \times (1 - g_1 \times (1 + (1 - \beta)d)) - 1$$

控制股东拥有的资产价值为:

$$\pi_0 = x \times (1 - (1 + (1 - \beta)d) \times g_1) \times (1 - s) \times I$$

在本小节,我们考虑仅仅存在利润操纵发现与处罚机制,而不存在其他监

管机制的情况,我们还假定只要上市公司具备融资资格就可以募集到想要的资金数量,即融资额是外生的。我们将在第四部分放宽这一假设,讨论存在其他监管机制以及融资额是利润操纵比例的函数的情况。

如果控制股东利润操纵的行为被发现,将会受到处罚,假设处罚函数为 $f(d^2)$, $f(d^2)$ 满足 $f'(d^2) > 0$, $f''(d^2) > 0$, 即不论利润操纵的方向如何,利润操纵的幅度增大将导致相应的惩罚增大,而且越来越严厉。另外,上市公司的报告收益必须达到监管机构提出的收益要求。我国证券监管部门设置了 IPO、配股以及保留上市^③三类融资要求。为了简化我们的模型,我们假设仅有一个融资资格,设为 $g_0 (> 0)$ 。于是控制股东的目标函数及其约束为:

$$\max_d \pi = s \times I + (1 - \beta) d \times g_1 \times (1 - s) \times I + x \times (1 \pm (1 \mp (1 - \beta) d) \times g_1) \times (1 - s) \times I - \beta \times f(d^2) \quad (1)$$

$$s. t. (1 - s) \times (1 \pm g_1 \times (1 \mp (1 - \beta) d)) \geq 1 + g_0 \quad (2)$$

2. 模型的解

上述模型中,控制股东需要决策的是利润转移比例 d , d 的作用是保证上市公司的报告收益满足再融资要求,并在此基础上最大化控制股东的收益。我们分两种情况讨论模型的解:

(1) 上市公司盈利的情况。在上市公司盈利的情况下,上述模型中的项均取正号,而干项均取负号。由融资资格约束条件我们得到 $d \leq d_0$, 其中, d_0 是约束恰好满足时的解。

$$d_0 = \frac{1}{1 - \beta} - \frac{g_0 + s}{g_1(1 - s)(1 - \beta)} \quad (3)$$

再将目标函数对 d 求偏导,一阶条件满足时,我们得到均衡解 $d^*(g_1, \beta, x, s)$ 满足:

$$(1 - x)(1 - \beta)(1 - s)g_1 \times I = 2\beta \times f'(d^2) \times d^* \quad (4)$$

根据(4)式,在我们的假设下, $d^* \geq 0$, 即从收益最大化的角度,控制股东不会向上市公司转入利润。可行的最优解 d^* 能否满足收益最大化,取决于是否满足 $d^* \leq d_0$, 即 $d^* = \min(d^*, d_0)$

(2) 上市公司亏损的情况。在上市公司亏损的情况下,上述模型中的项均取负号,而干项均取正号。根据融资资格约束要求得到: $d \leq d_1$, 其中

$$d_1 = -\frac{s + g_0}{g_1(1 - s)(1 - \beta)} - \frac{1}{1 - \beta} \quad (5)$$

显然, $d_1 < 0$ 。

再对目标函数求最大化的一阶条件,我们仍然得到(4)式,因此满足目标函数的最优解与盈利的情况相同。因为 $d^* \geq 0 > d_1$, 所以 d^* 不满足融资资格约束,故而 $d^* = d_1$ 。

三、控制股东利润操纵动机及其影响因素

1. 动机来源

从模型的解可以看出,在亏损的情况下,一定存在控制股东向上市公司转入利润的行为($d_1 < 0$)^⑥。而在盈利的情况下,如果真实收益率不够高, $g_1 < \frac{s+g_0}{1-s}$,即不超过融资要求与资金占用损失之和的条件下^⑦, $d_0 < 0$,而 $d^* \geq 0$,因此, $d^* = d_0$, $d^* < 0$,控制股东也会对上市公司进行“利润包装”。若真实收益率足够高,即满足 $g_1 > \frac{s+g_0}{1-s}$, $d_0 > 0$, $d^* > 0$,即控制股东会从上市公司转出利润,这时报告收益可能等于融资要求($d^* = d_0$),也可能高于融资要求($d^* = d^*$)。由此,我们得到:

定理 1:在本模型的假设下,若上市公司的真实收益率不足以在满足融资要求的同时弥补因控制股东占用投资而带给上市公司的损失,控制股东会向上市公司转入利润,使得报告收益恰好满足融资资格要求。若真实收益率超过了融资要求并能够弥补因控制股东占用资金损失,控制股东会从上市公司转出利润。只有当真实收益率恰好等于融资要求与因控制股东占用资金损失之和时,控制股东没有利润转移行为。

定理 1 指出除非真实盈余恰好取某个特殊值,控制股东始终存在着对上市公司进行利润操纵的动机,主要的动机来源有两个:其一是为了获得融资资格;其二是为了获得最大收益。前者引致的利润操纵使上市公司报告收益恰好等于融资资格要求,而后者的报告收益则高于融资要求。

2. 影响因素

既然控制股东有内在的操纵上市公司利润的动机,那么,哪些因素影响这一动机的强弱呢?观察 d^* 的表达式,我们首先考察四类影响控制股东利润操纵动机的因素:上市公司真实收益率、融资资格要求、控制股东占用上市公司资金比例以及控制股东在上市公司的持股比例。不难证明下面的定理:^⑧

定理 2:在监管环境既定的情况下,上市公司真实收益率、融资资格要求收益、控制股东占用上市公司资金比例和持股比例等对控制股东利润操纵方向和幅度的影响。

(1)随着盈利上市公司真实收益率提高,控制股东倾向于减少向上市公司转入利润或者增加从上市公司转出利润;

(2)融资资格要求收益率只会影响控制股东为达到融资资格进行利润操纵的行为。即它的提高会加剧控制股东向上市公司转入利润的行为,对控制股东转出利润的行为,可能有抑制的作用,也可能对此没有影响;

(3)侵占上市公司资金的比例越大,控制股东倾向于增加向上市公司转入

利润或者减少从中转出利润;

(4)持股比例对控制股东向上市公司转入利润的行为没有影响,对于从上市公司转出利润的行为,仅当上市公司报告收益超过融资资格要求时,持股比例的提高会对此行为产生制约作用。

定理2描述了上市公司真实收益率、融资资格要求收益,控制股东占用上市公司比例和持股比例对控制股东利润操纵方向和幅度的影响。

第一,盈利上市公司真实收益的提高可以减少控制股东的“利润包装”行为,可是一旦它足够高,以至于控制股东无需向上市公司转入利润,它的进一步提高会加剧控制股东对上市公司的掠夺,而外部股东却不能分享到上市公司效率提高的好处,这从一个角度说明对控制股东进行监管是非常必要的。

第二,融资资格要求收益 g_0 只影响 d_0 和 d_1 ,而对 d^* 没有影响。因此当利润操纵的动机是为了获得融资资格时,除非融资资格要求的提高相对于真实收益率来说是无关紧要的(此时,真实收益率仍能在满足融资资格的同时弥补控制股东侵占资金的损失),否则,它会诱使控制股东进行更多的利润包装,进一步降低盈利信息的可靠性。

第三,侵占的上市公司资金给控制股东带来的好处越大,上市融资的资格对控制股东来说就越重要,“利润包装”的动机就会越强。也就是说,由于控制股东可以占用上市公司资金,向上市公司转入利润的决策区间被扩大了。这可以解释为什么平均而言,我国上市公司利润转入额大于利润转出额(林朝华,2002)。同时也说明,监管部门仅仅对控制股东利润操纵进行监管是不够的,必须对各种侵害外部股东行为进行综合监管。

第四,当报告收益等于融资资格要求时,持股比例并不影响为融资资格进行的利润操纵。另一方面,持股比例越高,利润转出造成的正常分红就会减少,无形之中利润转出的成本加大了,故而,当报告收益高于融资资格要求时,出于最大收益考虑,提高持股比例降低利润转出的幅度。Hart(1990)曾强调现金分红权和投票权的统一会减少控制股东的机会主义行为,但是,从定理2我们看到,在存在融资资格约束并且控制股东可以占用上市公司的资金条件下,这样的统一并不能完全抑制控制股东的利润操纵动机。

四、控制股东利润操纵行为的监管机制

在本小节,我们讨论两种对控制股东利润操纵行为进行监管的情况:(1)利润操纵的发现和处罚机制(以下简称处罚机制);(2)在处罚机制的基础上,执行关联交易强制披露制度。

1. 处罚机制

对利润操纵的处罚机制包括了两个要素:发现的概率和处罚的力度。发现利润操纵的概率与监管部门检查的频率、注册会计师的审计意见[®]高度相

关。在我们的模型中用 β 表示,处罚的力度是发现控制股东利润操纵后对控制股东实施的惩罚严厉程度,可以用利润操纵幅度的边际惩罚衡量^⑧。

首先,我们来看发现操纵行为的概率对利润操纵的影响。当 β 提高时,由等式(4)看出,利润操纵的边际收益会降低,而边际成本会提高,因此 d^* 会减少。又由等式(3)和(5), β 提高会引起 d_0 和 d_1 绝对值的增加^⑨。也就是说,如果上市公司报告收益已经满足了融资要求,那么提高发现概率会对控制股东追求最大收益的利润转出行为产生威慑。如果上市公司报告收益还不能满足融资要求,发现概率的提高会使控制股东变本加厉,孤注一掷地为取得融资资格进行利润操纵,因为当较大的发现概率降低了操纵成功的可能性时,控制股东只有通过增大操纵幅度来达到目的。例如,当上市公司的盈余没有达到融资要求时,纵然注册会计师出具非标准无保留审计意见,但是,控制股东还是会坚持进行利润操纵以求达到融资要求,甚至抱着“破罐破摔”的想法加大利润操纵的幅度。

其次,分析处罚力度对利润操纵的影响。我们从等式(1)可以看到,在惩罚力度提高的情况下($f'(d^2)$ 提高),利润操纵的边际收益不变而边际成本增加了^⑩,因此, d^* 会减少。而处罚力度对于 d_0 和 d_1 没有影响。

综合处罚概率和处罚力度对利润操纵的作用,我们得到下面的结论:

定理3:利润操纵的处罚机制只能对上市公司报告收益超过融资资格情况下的利润操纵行为产生制约作用,对于为恰好达到融资资格要求而进行的利润操纵行为,不但没有制约,而且还会加剧这一行为。

2. 关联交易的强制披露

关联交易是控制股东进行利润操纵的主要手段。强制披露关联交易的目的是在于减少信息不对称,将裁判的权力交给外部股东,外部股东“用脚”投票来表达自己的意见。如果外部股东能够从关联交易中得到利润操纵的信息,他们对此的意见就会表达在股票价格的涨跌之中,最终影响到上市公司可以募集的资金量。因此,这时,上市公司的募集资金量是利润转移比例的函数, $I=I(d)$ 。

我们的目标函数变为:

$$\max_d \pi = s \times I(d) + (1-\beta)d \times g_1 \times (1-s) \times I(d) + x \times ((1-(1-\beta)d) \times g_1 + 1) \times (1-s) \times I(d) - \beta \times f(d^2)$$

由求最大化的一阶条件,我们得到满足上述目标函数的最优解 d^i 满足:

$$(s+x(1-s)(g_1+1)+(1-x)(1-s)(1-\beta)g_1) \times d^i \times \frac{\partial I}{\partial d} + (1-x)(1-\beta)(1-s)g_1 \times I = 2\beta \times f'(d^2) \times d^i \quad (6)$$

等式(6)的左边是控制股东利润操纵的边际收益,而右边是利润操纵的边际成本。对于利润转出行为($d^i > 0$),如果 $\frac{\partial I}{\partial d} < 0$,比较等式(4)和等式(6),我

们可以得到, d^i 的边际收益小于 d^r , 故而 $f'(d^i) \times d^i < f'(d^r) \times d^r$, 又因为 $f'(d^i) \times d^i$ 是 d 的增函数^⑨, 因此, $d^i < d^r$, 即强制披露关联交易可以降低控制股东为追求最大收益而转出利润的幅度。

$\frac{\partial I}{\partial d} < 0$ 这一假设表示如果控制股东从上市公司转出利润的幅度增大, 外部股东会因此抛售股票, 使得上市公司可以募集的资金减少; 而如果控制股东向上市公司转入利润幅度增大, 会使股票价格上升, 从而增加上市公司可以募集的资金量。这与我国股票市场的实际情况是比较符合的。前一行为使外部股东的利益遭到直接的损害, 致使股价下跌, 而后一利润操纵行为的成本将在未来由股东承担, 在股票市场投机气氛较浓时, 股价可能因为现时的股东获得好处而上升。在相关的实证研究中, 林朝华(2002)用 1997 年至 1999 年我国上市公司利润操纵估计值对不同持有期的非正常报酬率进行回归, 发现调高利润会使非正常报酬率上升, 调低利润使非正常报酬率下降, 这一结论印证了本假设。

与仅有处罚机制的情况不同, 在强制披露机制下, 控制股东收益最大化的最优解 d^i 可能是负数, 因为转入利润的成本可能通过高价发行股票, 从而更多地用占有上市公司资金来弥补。当然, 融资资格约束仍然作为前提存在, 只有收益最大化的最优解满足了融资资格约束, 强制信息披露机制才会发生作用。

综上所述, 我们得到定理 4:

定理 4: 如果上市公司可募集资金额和利润操纵呈负相关关系, 那么, 强制披露关联交易信息对上市公司报告收益超过融资要求后的利润转出行为产生制约作用, 但可能引起控制股东为最大化收益而进行的利润转入行为, 对报告收益恰好满足融资资格要求的利润操纵行为没有影响。

五、总结、政策建议和研究局限

本文通过建立带有融资资格约束的最大收益模型, 考察了有控制权的控制股东对上市公司进行利润操纵的动机及其监管机制。控制股东收益来自于盘剥外部股东利益和按照持股比例拥有的上市公司价值两个方面。我们假设控制股东盘剥外部股东利益的方式有两种: 直接掠夺利润和占用上市公司资金。控制股东在追求最大收益的同时, 必须保证上市公司具备公开发行股票的融资资格。

根据本研究的模型, 除非上市公司的真实收益率在满足融资要求的基础上恰好弥补控制股东占用资金的机会成本, 控制股东始终存在利润操纵的动机。真实收益率小于这一条件时, 控制股东会倾向于向上市公司转入利润, 真实收益率大于这一条件时, 控制股东倾向于转出利润。

我们分析了四种因素对控制股东利润操纵行为的影响。上市公司的真实收益率提高会使控制股东从上市公司转出利润的动机更加强烈;控制股东占用上市公司资金较多会增加其向上市公司转入利润的幅度;融资资格标准的提高同样会加剧利润转入行为;控制股东在上市公司的持股比例提高会增加利润转出的成本,但是对以融资资格为目的的利润操纵没有影响。

我们还考察了制约控制股东利润操纵的两类监管机制:处罚机制和强制披露关联交易。这两种机制都可以在上市公司报告收益高于融资资格要求时,抑制控制股东为最大化收益而从上市公司转出利润的行为,但是却无法制约以融资资格为目的的利润操纵行为,甚至会加剧这一行为。强制披露关联交易还可能引起为追求最大收益而向上市公司转入利润的行为。

本研究的结果可以解释为什么在我国上市公司“利润包装”行为更为普遍。融资资格的设置、控制股东占用上市公司的随意性,以及在投机气氛浓重的市场上实行关联交易信息强制披露制度都会引发控制股东向上市公司转入利润的行为。这一行为造成了上市公司效率的假相,而其成本却由未来的股东承担,同时也破坏了整个市场的诚信基础。鉴于此,我们必须重新反省对“利润包装”行为的监管。我们的研究显示,现有的监管措施对此几乎是无能为力的:强制披露关联交易在投机过度的市场上可能会为利润包装行为推波助澜,而注册会计师的非标准无保留意见也可能会“逼”得控制股东孤注一掷。对此,我们的建议是从源头上遏制控制股东“圈钱”,通过在上市公司内部引入新的治理机制来制约控制股东的控制权。

本研究的局限源自研究的假设。例如,我们没有考虑控制股东利用盈余信息操纵股价谋取私利的情况,我们的分析是静态的,没有引入动态模型等等,这些因素有可能会影响本文的结论,应该在未来的研究中不断加以完善。

注释:

- ①见 2002 年深证综研字第 0055 号。
- ②在英文中,earning management 在合法的范围内,而 earning manipulation 是非法的。在本文中,将不再区分二者,而将其统统翻译为利润操纵。
- ③分成盈利和亏损两种情况讨论是为了保证 $d > 0$ 或 $d < 0$ 始终有相同的含义。
- ④即为退市设置的是收益下限。
- ⑤因为本研究讨论的是一期的情况,所以本结论在多期的情况下可能是不成立的。
- ⑥将不等式变形可得到 $(1-s) \times g_1 \times I < s \times I + g_0 \times I$,不等号左边是上市公司实际产生的收益,右边的第一项是由于大股东占用资金带给上市公司的机会成本,第二项是按融资资格要求应该达到的收益。
- ⑦这些因素对 d_0 和 d_1 的影响,可以通过用 g_1, g_0, s 和 x 对待 d_0 和 d_1 求偏导的方法证明。对 d^* 的影响,则是根据对(4)式的分析求得。 g_1 提高, s, x 降低,使得等式左边的边际收益增大,而右边的边际成本不变,故而 d^* 会增大。

- ⑧如果注册会计师对股东之间的关联交易发表非标准无保留审计意见,则比较容易引起监管部门的关注,提高控制股东被处罚的可能性。
- ⑨即是惩罚函数的一阶导数。
- ⑩由 d_0 的表达式,当 $d_0 > 0$ 时, β 与 d_0 正相关,当 $d_0 < 0$ 时, β 与 d_0 负相关,因此无论 d_0 的方向如何, β 与其绝对值正相关。而由等式(5), β 与 d_1 负相关,因为 d_1 小于零,因此 β 与 d_1 绝对值正相关。
- ⑪我们可以证明当 $f'(d^2)$ 与边际成本 $2\beta f'(d^2)d$ 正相关:用前者对后者求导数,得到 $2\beta d + 2\beta f'(d^2) \times (1/(2f''(d^2)d))$,由于 $d^2, f''(d^2), f'(d^2)$ 均为正,因此该导数大于零。
- ⑫用 d 对 $f'(d^2) \times d$ 求导,导数为 $2 \times f''(d^2) \times d^2 + f'(d^2)$,根据我们的假设 $f'(d^2)$ 以及 $f''(d^2)$ 都大于零,所以该导数也大于零。

参考文献:

- [1] Ronald A. Dye Earning management in an overlapping generation model[J]. Journal of Accounting Research, 1988, 26: 195~235.
- [2] Andrei Shleifer, Daniel Wolfenzon Investor protection and equity markets[J]. Journal of Finance Economics, 2002, 66: 3~27.
- [3] Bebchuk Lucian, Reiner Kraakman, George Trants. Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: The Creation and agency cost of seperating control from cashflow rights[M]. NBER Working Paper, 1999, 6951.
- [4] 威廉姆·R·司可托. 财务会计理论[M]. 北京:机械工业出版社, 2000.
- [5] 陈斌, 李信民, 杜要忠. 中国股市个人投资者状况调查[R]. 深证综研字, 2002, 第 0055 号.
- [6] 黄本尧. 上市公司关联交易监管问题研究[R]. 深证综研, 2003 字, 0073 号.
- [7] 陈小悦, 肖星, 过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵[J]. 经济研究, (1): 30-36.
- [8] O·哈特. 合同与财务结构[M]. 上海:上海三联出版社, 1998.
- [9] 曾秋根. 我国上市公司控制权与盈余管理动机研究[Z]. 复旦大学博士论文, 2001.
- [10] 段亚林. 论控制股东股权滥用[Z]. 中国社会科学院博士论文, 2000.
- [11] 林朝华. 利润操纵的市场反应检验[Z]. 厦门大学博士论文, 2002.
- [12] 孙力干. 盈余管理研究与 IPO 定价[Z]. 中央财经大学博士论文, 2002.
- [13] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1998, (9): 25-30.

An Analysis of Controlling Shareholders' Earnings Management Motivation and Its Relevant Regulatory Mechanism

XU Hao-ping

(Accounting Department, Guanghua Management School,
Beijing University, Beijing 100871)

Abstract: A benefit maximization model with constraints of equity fi-

nancing requirements is set up to analyze the controlling shareholders' earnings management motivation in the listed companies in China. The empirical research shows that the controllers always have the motivations and the direction and the range of the earnings management are influenced by the true profitability, the equity financing requirements, the proportional controllers' shares, the regulatory environment and so on. In addition, the regulatory mechanism is also reviewed in terms of earnings management penalty and related compulsory transaction information disclosure.

Key words: earnings management; controlling shareholder; regulatory mechanism (责任编辑 周一叶)

(上接第 65 页)

An Equilibrium Analysis of the Privatization of SOEs in the Natural Monopoly Industries

WANG Qiu-ming

(Department of Economics Graduate School,
China Social Science Academy, Beijing 100102)

Abstract: In this paper, comparative static equilibrium analyses before and after privatization of SOEs in the natural monopoly industries reveal that the optimal ratio of privatization is determined by the weight of social welfare maximization and the cost difference between SOEs and private enterprises. This model may explain the reason why in China, some industries with characteristics of natural monopoly are privatized at relatively early stage and hence their reforms are carried out without too much difficulty whereas others starting privatization relatively late find their reforms are rather difficulty to carry out.

Key words: natural monopoly industries; SEOs privatization; equilibrium analysis (责任编辑 周一叶)