

# 控股股东所有权、双向资金占用 与盈余质量\*

周晓苏,张继袖,唐 洋

(南开大学 商学院,天津 300071)

**摘要:**文章以我国上市公司2003—2005年的数据为样本,检验了控股股东所有权、双向资金占用和盈余质量之间的关系。研究发现,控股股东所有权与应计项目之间存在倒“N”型曲线关系;在控股股东持股较少时,控股股东通过占用上市公司资金降低了盈余质量,与所有权防御效应一致;当控股股东持股较多时,控股股东所有权与盈余质量之间呈现不显著的正相关。文章认为,如果控股股东通过双向资金占用影响盈余质量,那么盈余质量是低的;如果控股股东没有通过双向资金占用影响盈余质量,双向资金占用行为本身也会降低盈余质量。文章最后提出政策建议。

**关键词:**控股股东;防御效应;协同效应;双向资金占用;盈余质量

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)02-0109-12

## 一、引言

由于我国特殊的所有权结构,控股股东出于各种利益的考虑会干预企业行为。控股股东常常将企业当作“提款机”,进而产生大股东占款问题,但在企业有危机时,控股股东也会伸出援助之手,比如提供直接的资金支持,因为“提款机”不能失灵。一般认为,盈余质量的核心是盈余的现金流保障程度,所以对于企业“提款机”的操作或多或少会影响盈余质量。

现有的关于所有权、财务行为和盈余质量三者的研究分别从三个方面展开:一是所有权影响盈余质量(Fan等,2002;王化成等,2006);二是掏空行为影响盈余质量(洪剑峭等,2004;Friedman等,2003);三是所有权对掏空和支持的影响(李增泉等,2004;Friedman等,2003)。对于第一方面,本文认为,基于所有权,控股股东在直接影响盈余质量(通过博弈模型可以得到这个结论),但是我国特殊的国情造就了控股股东从未放弃对企业的控制权;基于控制权,

收稿日期:2007-10-10

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70232020;70472051)

作者简介:周晓苏(1952—),女,四川资中人,南开大学商学院教授,博士生导师;

张继袖(1976—),女,辽宁阜新人,南开大学商学院博士生;

唐 洋(1967—),女,湖南武冈人,南开大学商学院博士生,天津商业大学副教授。

控股股东很可能通过某些手段在间接影响盈余质量。对于第二方面,无论掏空行为是否影响盈余质量,所有权结构都会影响掏空和盈余质量,即掏空和盈余质量共同受所有权的影响。同时,目前的多数研究忽略了支持对盈余质量的影响。这就产生一个问题,如果掏空、支持和盈余质量同时受所有权影响,是不是掏空、支持和盈余质量之间存在伪相关呢?如果存在伪相关,我们将对以前类似研究的结论提出疑问。对于第三方面,控股股东影响掏空和支持是运用控制权实施某些财务行为,只是一个手段,问题的结果应该归结到,因为盈余质量相对于盈余具有不易识别性,内部人很难操纵盈余质量。因此,更深入的研究应该是控股股东通过掏空和支持间接影响盈余质量以及基于所有权而直接影响盈余质量。

本文将控股股东的所有权集中度、双向资金占用和盈余质量纳入一个分析框架<sup>①</sup>,目的在于避免以前研究中可能出现的伪相关问题;以路径分析分解所有权对盈余质量的区间效应,有利于分别验证所有权协同效应和防御效应,细化所有权激励理论的研究。我们的研究发现,控股股东所有权集中度与盈余质量之间的区间效应,以及控股股东利用某些财务行为影响盈余质量。所以,在股权分置改革完成后,大股东获得了流通权,可以在规定的时间减持一定数量的限售股,有关部门和控股股东都应该尽量避免出现所有权底部陷阱,恶化盈余质量。同时,尽管监管政策已经指向大股东占款问题,但进一步规范上市公司财务行为,防止上市公司占用大股东款项也是提高上市公司质量的一个途径。

## 二、理论分析和模型构建

### (一)理论分析

前人对所有权的研究已经取得丰硕的成果,这些理论认为,所有权的激励效应主要体现在两个方面:防御效应(Johnson等,2000;Bertrand等,2002;等)和协同效应(Morck等,1988;Claessens等,2002)。防御效应认为,集中的所有权便于控股股东掏空上市公司,损失盈余的可靠性,歪曲盈余的持续性和成长性,降低了盈余质量;而当控股股东持股超过有效控制需要的最低水平时,协同效应会减轻防御效应的负面影响,控股股东从多方面考虑会减轻掠夺的程度,增加会计信息的可信度。此时,进一步增加所有权集中度能缓解控股股东与中小股东的利益矛盾,改善盈余质量。

本文以现有理论为基础研究控股股东所有权集中度与盈余质量的关系。所有权的基本内容包括行动团体对资源的使用权、转让权以及收益分享权。作为权利的使用者,控股股东希望从权利的行使中获益,其行为动机必然会渗透到企业生产经营和财务决策中。一方面,基于所有权激励效应,控股股东与外部信息使用者之间进行博弈,会计信息的提供者(以控股股东为主导的内部人)会依据控股股东的利益动机和能力,提供低质量或者高质量的盈余,博弈

的均衡结果是所有权集中度直接影响盈余质量；另一方面，由于盈余质量的难于操控性以及其与财务行为之间的密切关系，控股股东为了自身利益所采取的关联交易和资金占用等财务行为必然影响盈余质量。虽然这种间接影响可能会与控股股东提供高质量盈余的初衷不符，但控股股东为私利而进行的掏空和支持上市公司的行为在客观上会起到降低盈余质量的效果。所以，我们认为，控股股东的所有权集中度既可以直接影响盈余质量，也可以通过财务行为间接影响企业价值和盈余质量。与以往研究不同的是，我们同时考虑所有权对盈余质量的直接影响和间接影响，因为二者的效果很可能不同。

## （二）模型构建

我们分别从两种情况构建模型。

### 1. 控股股东集团占用上市公司资金的情形

若上市公司应计项目用  $tac$  表示，净利润用  $p$  表示，经营现金净流量用  $ncf$ （以下简称现金流）表示，则三者之间的关系为： $tac = p - ncf$ 。

设  $y$  为控股股东占用上市公司资金的努力程度， $T(y)$  为控股股东占用上市公司的资金（ $T(y) > 0$ ），占用资金的努力程度与占有资金量是正向关系，但由于掏空会受到财富的限制以及法规监管的影响，二者之间的正向关系是边际递减的。 $R(y)$  表示控股股东占用资金的净收益； $L(\alpha, y)$  表示控股股东在资金占用过程中的价值损失（比如与其他股东进行合谋而发生的支付等，这是在控股股东为上市公司提供支持时不需要考虑的因素）； $\alpha$  为控股股东持股比例，则有  $\frac{\partial L}{\partial y} > 0$ ， $\frac{\partial L}{\partial \alpha} < 0$ 。

随控股股东占用资金努力程度的增加，上市公司被占用的资金增加，而上市公司的现金流  $ncf$  随之下降，所以  $ncf$  是  $y$  的函数，即  $ncf(y)$ 。同时，企业要保持最低现金持有量以及监管的作用，企业的现金不会被全部占用，即占用资金的努力程度和现金流呈边际递减关系。

控股股东持股比例  $\alpha$  越高，其占用上市公司资金越容易，在资金占用过程中的价值损失  $L$  越小，并且控股股东持股比例与其在资金占用过程中的价值损失的递减关系随控股股东持股比例的进一步提高而变得更加容易；另一方面，控股股东占用的资金越多，在资金占用过程中的价值损失越大；由于  $0 < \alpha < 1$ ，同时参考谢军（2007）关于控股股东在资金占用过程中的价值损失与其持股比例和资金占用额的关系模型，设  $L(\alpha, y) = kT(1 - \alpha)^2$ （其中  $k > 0$ ， $k(1 - \alpha)^2 < 1$ ）。 $k$  表示价值损失系数， $\frac{\partial L}{\partial y} = k(1 - \alpha)^2 \frac{\partial T}{\partial y}$ 。

设  $c(y)$  表示控股股东占用资金的成本，具体地说是控股股东转移资源过程中除了价值损失  $L$  以外的所有成本。控股股东占用资金  $T$  越多，其所需付出的成本越大；而控股股东持股比例  $\alpha$  越高，其占用资金所付出的成本越小，

因此不妨设  $c = \zeta T(1 - \alpha)$  ( $0 < \zeta(1 - \alpha) < 1$ ), 且  $\zeta > 0$ ,  $\zeta$  是转移财富与转移成本间的比例系数,  $\frac{\partial c}{\partial y} = \zeta(1 - \alpha) \frac{\partial T}{\partial y}$ 。

$V_0$  是未转移资源前公司的价值, 并且关于  $y$  是常数。  $V_1$  是转移资源后公司的价值, 此时  $V_1$  随  $ncf(y)$  的下降而下降, 即  $V_1[ncf(y)]$ 。

则:  $R(y) = [T(y) - L(\alpha, y)] + \alpha[V_0 - T(y)] - c(y)$

均衡资金占用努力解满足的条件是:  $\frac{\partial R}{\partial y} = F(\alpha, y) = 0$

当均衡资金占用为  $y^*$  时有:  $\left. \frac{dy^*}{d\alpha} \right|_{y=y^*} = \frac{[-1 + 2k(1 - \alpha) + \zeta]T'}{[1 - k(1 - \alpha)^2 - \alpha - \zeta(1 - \alpha)]T''}$

(1) 当  $\zeta > 1$  时,  $\left(1 + \frac{\zeta - 1}{k}\right) > \left(1 + \frac{\zeta - 1}{2k}\right)$ , 此时有:

$\alpha < 1 + \frac{\zeta - 1}{2k}$  时,  $\frac{\partial tac}{\partial \alpha} < 0$ , 控股股东持股越多, 盈余质量就越高;

$1 + \frac{\zeta - 1}{2k} < \alpha < 1 + \frac{\zeta - 1}{k}$  时,  $\frac{\partial tac}{\partial \alpha} > 0$ , 控股股东持股越多, 盈余质量就越低;

$\alpha > 1 + \frac{\zeta - 1}{k}$  时,  $\frac{\partial tac}{\partial \alpha} < 0$ , 控股股东持股越多, 盈余质量就越高。

(2) 当  $0 < \zeta < 1$  时,  $\left(1 + \frac{\zeta - 1}{k}\right) < \left(1 + \frac{\zeta - 1}{2k}\right)$ , 此时有:

$\alpha < 1 + \frac{\zeta - 1}{2k}$  时,  $\frac{\partial tac}{\partial \alpha} < 0$ , 控股股东持股越多, 盈余质量就越高;

$1 + \frac{\zeta - 1}{k} < \alpha < 1 + \frac{\zeta - 1}{2k}$  时,  $\frac{\partial tac}{\partial \alpha} > 0$ , 控股股东持股越多, 盈余质量就越低;

$\alpha > 1 + \frac{\zeta - 1}{2k}$  时,  $\frac{\partial tac}{\partial \alpha} < 0$ , 控股股东持股越多, 盈余质量就越高。

所以, 在控股股东占用上市公司资金的条件下, 只要  $\zeta > 0$ , 控股股东所有权与上市公司应计项目呈现倒“N”型关系(N 型曲线水平翻转后形成的曲线, 下同)。如果在坐标系中,  $x$  轴表示控股股东比例  $\alpha$ ,  $y$  轴表示上市公司应计项目  $tac$ , 当  $0 < \zeta < 1, 0 < k < 1$  时, 倒“N”型曲线左边可沿  $x$  轴负向拉伸, 当  $k > 1$  时, 倒“N”型曲线右边可以沿  $x$  轴正向拉伸; 当  $\zeta > 1$  时,  $k > 0$ , 倒“N”型曲线右边可沿  $x$  轴正向拉伸, 即倒“N”型曲线可以在  $x$  轴上移动。所以, 当控股股东持股比例限定在 0 和 1 之间, 所有权集中度和应计项目之间是一个实证问题。

## 2. 上市公司占用控股股东集团资金的情形

此时  $tac(x) = p - ncf(x)$  ( $p$  与  $x$  无关),  $x$  是控股股东为上市公司提供资金的努力程度, 我们有  $\frac{\partial ncf}{\partial x} > 0, \frac{\partial^2 ncf}{\partial x^2} \leq 0, \frac{\partial tac}{\partial x} = -\frac{\partial ncf}{\partial x} < 0$ 。

假设  $I(x)$  是控股股东提供资金所得净收益;  $c(x)$  是控股股东提供资金的

成本,它包括控股股东对上市公司提供支持的资金数量及在提供资金支持时所付出的其他货币和非货币代价 $\left(\frac{\partial c}{\partial x} > 0, \frac{\partial^2 c}{\partial x^2} > 0\right)$ 。

则: $I(x) = \alpha V_1 - c(x) = \alpha V_1 [ncf(x)] - c(x)$ 。

$V_1$  是企业价值,它随企业现金流的增加而增加,因此是  $ncf(x)$  的函数,且有  $\frac{\partial V_1}{\partial ncf} > 0, \frac{\partial^2 V_1}{\partial ncf^2} < 0$ 。

提供资金努力均衡解满足条件为: $\frac{\partial I}{\partial \alpha} = \alpha \frac{\partial V_1}{\partial ncf} \frac{\partial ncf}{\partial x} - \frac{\partial c}{\partial x} = F(x, \alpha) = 0$

在达到均衡  $x^*$  时有: $\frac{dx^*}{d\alpha} \Big|_{x=x^*} = \frac{V'_1 ncf'}{\alpha [V''_1 (ncf')^2 + V'_1 ncf'' - c'']} > 0$

所以  $\frac{\partial tac}{\partial \alpha} < 0$ ,即控股股东持股比例越高,应计项目就越少,盈余质量就越高。

需要说明的是上述模型是分别考察控股股东资金占用和上市公司占用控股股东资金的情况下得出的结论。第一种情况下,所有权集中度和应计项目之间呈现倒“N”型关系;第二种情况下,所有权集中度和应计项目之间呈现负相关。若在同一模型中同时考察双向资金占用,因变量过多,无法得到均衡解。所以,综合考虑双向资金占用,所有权集中度与应计项目之间的关系是一个实证问题。如果掏空的力度大,所有权集中度与应计项目之间的关系很可能是倒“N”型,如果支持的力度大,所有权与应计项目之间很可能是负相关。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源和样本选择

本文所用数据来自于 CSMAR 和 CCER,控股股东持股比例数据根据年报手工整理。本文选择 2003—2005 年的上市公司为研究样本,样本选择标准是:剔除金融业;剔除数据不全的观测值;剔除资产负债率大于 1 的观测值,本文最终获得 3 491 个观测值。

#### (二)变量设计

##### 1. 盈余质量的衡量

财务文献中衡量盈余质量的常见指标有经营现金流和收益的比率、应计项目的变化以及直接估计操控性应计项目,每种方法都是优缺点并存。本文综合考虑每个行业面临的不同风险,用行业应计项目的中位数调整个别企业的应计项目作为盈余质量的表征变量。这个指标一方面符合盈余质量的思想,有现金流保障的盈余是高质量的,是经营现金流和收益比率的变形;另一方面,该指标调整了行业因素,相当于剔除了行业的非操控性应计项目;同时

该指标相比应计项目的变化多了一期数据,增加了样本量。

### 2. 双向资金占用的衡量

李增泉等(2004)将大股东占用上市公司资金情况划分为“经营性资金占用”与“非经营性资金占用”,前者用应收账款、预付账款、应付账款和预收账款四个科目的金额表示。后者用“其他应收款”、“其他应付款”两个科目的金额表示,姜国华等(2005)用其他应收款占总资产的比例衡量大股东占款。

我们认为,就资本市场整体而言,我们无法确知大股东究竟利用哪笔交易减损了企业价值我们也很难判断经营性资金占用是对企业价值的减损,还是为帮助企业度过暂时性的财务危机而提供的支持,或者纯粹是正常的交易行为。所以,我们认为控股股东集团对上市公司的非经营性占款是确定的侵害行为,而上市公司对控股股东集团的暂借款可以理解为控股股东集团对上市公司的支持行为。为此,本文用其他应收款占总资产比例衡量控股股东集团的资金占用行为,用其他应付款占总资产比例衡量上市公司对控股股东集团的资金占用<sup>②</sup>,同时用二者差额衡量控股股东集团对上市公司的资金净占用。

### 3. 控股股东所有权集中度的衡量

本文使用考虑关联股东或一致行动人后的第一大股东持股比例衡量控股股东集团的持股情况,用前 10 大股东持股比例减控股股东持股比例作为股权制衡的表征变量。具体的变量设计见表 1。

表 1 变量设计与说明

变量类型	变量名称	符号表示	说明
内生变量	盈余质量	tac	(净利润-经营活动现金流-行业中位数 <sup>③</sup> )/前期资产
外源变量	控股股东持股比例	n <sub>1</sub>	考虑关联股东后的第一大股东持股比例
中介变量	资金支持	prop	上市公司年报中的其他应付款除以资产
	资金掏空	tun	上市公司年报中的其他应收款除以资产
控制变量	关联交易总额	gljy	(当期发生的关联交易总额-当期提供或接受资金)/期末资产
	外部审计	audit	如果上市公司聘请四大所审计,取 1,否则取 0
	股权制衡	n <sub>210</sub>	前 10 大股东持股比例-控股股东持股比例
	前期资产	1/asset	上年末总资产倒数
	固定资产	ppe	期末固定资产/前期资产
	无形资产	ia	期末无形资产/前期资产
	主业收入变化	chrev	当期主营业务收入变化/前期资产
	企业规模	size	上市公司总资产的自然对数
	财务杠杆	lev	上市公司年报中的年末负债/资产
	集团经营	group	如果企业的终极控制人或第一大股东是集团,取 1,否则取 0。
	终极控制人性质	D <sub>1</sub> 或 D <sub>2</sub>	当终极控制人是国有时,D <sub>1</sub> = 1,当终极控制人是民营时,D <sub>2</sub> = 1
	年度	y <sub>1</sub> 或 y <sub>2</sub>	当样本是 2004 年时,y <sub>1</sub> = 1;当样本是 2005 年时,y <sub>2</sub> = 1

### (三) 研究思路和模型

本文的研究思路是：第一，根据理论分析，利用模型(1a)和(1b)检验控股股东所有权对应计额的倒“N”型曲线关系是否成立；第二，如果曲线关系成立，很可能存在极值点，我们利用极值点检验所有权激励理论在盈余质量层面的存在性；第三，如果所有权激励理论在盈余质量层面存在，我们利用模型(2)一(4)进行路径分析以分解控股股东影响盈余质量的直接作用和间接作用。

研究所用的模型如下：

$$tac = \alpha_0 + \alpha_1 n_1 + \alpha_2 n_1^2 + \alpha_3 n_1^3 + \alpha_4 tun + \alpha_5 prop + B \otimes control + \zeta_1 \quad (1a)$$

$$tac = \beta_0 + \beta_1 n_1 + \beta_2 n_1^2 + \beta_3 n_1^3 + \beta_4 nettun + B \otimes control + \zeta_2 \quad (1b)$$

$$prop = \gamma_{11} n_1 + B \otimes control + \zeta_3 \quad (2)$$

$$tun = \gamma_{12} n_1 + B \otimes control + \zeta_4 \quad (3)$$

$$tac = \gamma_{13} n_1 + \beta_{31} prop + \beta_{32} tun + B \otimes control + \zeta_5 \quad (4) \textcircled{4}$$

其中，control 是控制变量的矩阵，其余变量见表 1。

## 四、实证结果

### (一) 描述性统计

根据主要变量的描述性统计我们发现，控股股东持股比例的均值是 0.444，股权比较集中，一股独大现象比较严重。而第二到第十股东持股比例的均值是 0.113，制衡能力较低。可以预见，这么低的股权制衡难以有效监督控股股东的行为。企业资产中平均有 4.6% 是由大股东提供的；而大股东占有上市公司的资金均值是 5.7%。所以，我们推测，控股股东对上市公司的资金占用强于资金支持，控股股东持股和应计项目之间可能存在曲线关系。

### (二) 控股股东所有权对盈余质量曲线关系的检验

根据以上理论分析和描述性统计的推测，我们首先要验证曲线关系是否成立。因为表现为倒 N 型曲线的函数有多种形式，考虑现有的研究文献<sup>⑤</sup>，我们以应计项目为被解释变量，用三次曲线进行模拟，即检验模型(1a)和(1b)是否成立。

由于模型(1a)和(1b)存在严重的多重共线性问题，我们采用岭回归进行分析以克服多重共线性可能带来的符号错误。岭回归估计结果见表 2。

表 2 显示出，方程均通过检验。我们看到控股股东所有权与盈余质量的三次曲线关系，表明控股股东占用上市公司资金大于上市公司占用大股东的资金。其他控制变量起到了控制作用<sup>⑥</sup>。

由于双向资金占用是同时发生的，我们将控股股东持股、资金净占用和应计项目放入一个模型中，用岭回归依然发现了三次曲线关系，这也说明控股股东占用上市公司的资金大于上市公司占用大股东的资金。

表 2 中有一个现象，掏空与应计项目负相关，支持与应计项目显著正相

关,净占用与应计项目显著负相关。我们认为,根据本文的理论分析和现有的研究文献,资金占用和盈余质量同时受所有权集中度的影响,我们的任务是识别控股股东持股、资金占用和盈余质量之间的复杂关系。

表 2 模型 1 回归结果

自变量	模型 1a			模型 1b		
	系数 1	系数 2	t	系数 1	系数 2	t
常数项	1.067		14.411***	1.075		14.709***
$n_1$	0.081	0.078	2.455***	0.079	0.076	2.392***
$n_1^2$	-0.039	-0.035	-3.485***	-0.039	-0.034	-3.476***
$n_1^3$	-0.088	-0.059	-1.975**	-0.088	-0.06	-1.988**
$n_{210}$	0	0.001	0.068	0	0.002	0.106
tun	-0.039	-0.019	-1.185			
prop	0.075	0.025	1.595*			
audit	-0.006	-0.017	-1.146	0.006	0.018	1.206
glyj	0	-0.022	-1.486*	0	0.027	1.854**
1/asset	-19670367.1	-0.15	-7.954***	-19621910.3	-0.15	-7.992***
chrev	0.008	0.179	8.986***	0.007	0.178	8.901***
ppe	0	0.002	0.107	0	0.003	0.133
ia	-0.556	-0.366	-20.867***	-0.554	-0.364	-20.787***
lev	-0.104	-0.112	-6.913***	-0.1	-0.107	-7.076***
size	-0.046	-0.259	-13.454***	-0.047	-0.264	-13.825***
nettun				-0.049	0.026	-1.714**
AdjR <sup>2</sup>	0.19			0.19		
F	55.525***			55.601***		
极值点	0.4274 和 -0.7241 <sup>⑦</sup>			0.4188 和 -0.7142		

注:系数 1 和系数 2 分别是未标准化和标准化回归系数,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 显著性水平下显著。岭回归参数  $k=0.03$ 。模型同时控制年度和终极控制人性质。

控股股东所有权与盈余质量之间存在区间效应,我们要划分出单调区间,因为直接效用和间接效用的分解要求变量之间是线性关系。根据三次曲线关系大致计算的极值点是 0.4274,我们以 0.4274 为分割点对样本分组<sup>⑧</sup>,检验控股股东是否通过资金占用影响盈余质量。

组 1:  $0 < n_1 \leq 0.4274$ , 预期控股股东持股与应计项目正相关;

组 2:  $0.4274 < n_1 < 1$ , 预期控股股东持股与应计项目负相关。

(三) 分组回归分析——检验所有权激励效应在盈余质量层面的存在性

理论上分析,当所有权集中度处于较低水平时,防御效应比较突出,而当所有权集中度达到一定比例时,协同效应比较明显。现有的一些研究多认为“一定比例”是 50%。这有一定的道理,但忽视了样本选择的差异。根据我们的样本和三次曲线模拟结果,本文中的激励效应转折比例大约是 42.74%。所以,我们对两组分别进行回归分析以检验防御效应和协同效应在盈余质量层面的存在性。

分组回归结果表明:控股股东持股比例低于 42.74% 时,三个方程均通过

显著性检验。所有权集中度与掏空和支持均呈反向关系,但只与掏空显著,并未表现出控股股东获取私有收益的侵占性。这里有一个问题:当所有权集中度处于较低水平时,在盈余质量层面上存在防御效应,而在资金占用层面上却表现出协同效应的特点,可能的原因是:一方面,我国不存在完整意义上的所有权激励效应(张继袖、陆宇建,2007);另一方面,监管对资金占用发挥了有效的监督作用,比如审计,改变了所有权激励效应的表现形式,但是由于盈余质量的不易衡量性,所有权集中度与盈余质量之间的关系很可能成为控股股东真实行为的反映。

当控股股东持股比例超过 42.74% 时,控股股东的掏空和支持都不显著了,资金占用的倾向大于资金支持的倾向(持股比例对净占用的系数为正)。在考虑双向资金占用的情况下,所有权集中度与盈余质量之间表现为不显著的正相关,与模型的倒“N”型尾部方向一致。此时,盈余质量层面显现出不显著的支持效应,有待于进一步检验。

(四)路径分析——分解控股股东所有权影响盈余质量的直接和间接作用

虽然组 1 的分组回归结果显示出掏空与应计项目显著负相关,支持与应计项目显著正相关,我们也不能说资金占用提高了盈余质量,因为资金占用和盈余质量共同受所有权集中度的影响,所以,我们分解组 1 的路径系数,即对控股股东影响应计项目进行分解:

所有权集中度对应计项目的直接作用 = 0.047

所有权集中度对应计项目的间接作用 =  $-0.02 \times 0.049 + (-0.047) \times (-0.036) = 0.001$

总作用 = 直接作用 + 间接作用

从所有权集中度影响盈余质量的效用分解过程中,我们发现,所有权集中度降低了掏空,掏空降低了应计项目,所以控股股东通过占用上市公司资金显著降低了盈余质量,基于控制权或财务行为而产生的盈余质量下降与防御效应一致。所有权集中度对于盈余质量的直接和间接作用都支持防御效应,并且直接作用显著大于间接作用,说明所有权集中度对盈余质量的影响大于财务行为。

所有权集中度对支持的路径系数是不显著的负值,支持对应计项目显著为正,说明在控股股东为上市公司提供支持的前提下,控股股东通过支持行为提高盈余质量,与模型的第二种情况下的结论一致。综上所述,在考虑双向资金占用的情况下,所有权集中度对应计项目的总效用是 0.048,即所有权集中度与应计项目正相关,与盈余质量负相关,防御动机占上风。

我们按照同样的方法对控股股东通过资金净占用影响盈余质量进行分解,结论未变,但我们无法得到所有权集中度分别与双向资金占用的关系,无法展现不同的所有权激励效应的作用,所以应该对净占用进一步分解。

对于组 2,我们同样进行路径分解。由于只有个别变量显著,路径效果不

明显,但我们发现,尽管控股股东可能没有通过掏空降低盈余质量的企图,但掏空和净占用这种财务行为本身也显著降低了盈余质量。

### 五、结论和建议

本文以所有权激励理论为基础,分析了所有权集中度和以应计项目表示的盈余质量之间可能存在的曲线关系,并通过路径分析寻找控股股东影响盈余质量的途径。研究的主要结论是:

首先,控股股东持股与应计项目之间存在倒“N”型曲线关系。曲线的两个极值点大致出现在 0.43 和 -0.72 左右的位置。这说明控股股东持股对盈余质量的影响有区间效应,所有权集中度在 43% 左右时,盈余质量最低<sup>①</sup>。

其次,针对控股股东影响盈余质量的不同单调区间进行路径分析发现:

(1)在控股股东持股较少时,所有权集中度与盈余质量显著负相关,控股股东通过掏空显著降低了盈余质量,体现出盈余质量层面上的防御效应。所有权集中度与支持呈现非显著的负相关,表明控股股东利用支持行为没有显著提高盈余质量。

(2)在控股股东持股较高时,所有权集中度与盈余质量呈现不显著的正相关。所有权集中度与掏空正相关,与支持负相关,表明控股股东还是存在防御心理,40%的所有权集中度不足以产生激励效应<sup>②</sup>。控股股东资金占用降低了盈余质量。

最后,如果控股股东通过双向资金占用影响盈余质量,那么盈余是低质量;如果没有通过双向资金占用影响盈余质量,占用行为也会降低盈余质量。

所以,当所有权集中度较低时,控股股东不仅凭借所有权直接影响盈余质量,而且通过双向资金占用间接降低盈余质量,这个发现将所有权防御效应延伸到盈余质量层次。

基于以上分析,我们认为:治理和监管应该是双向的,既要防止控股股东的恶意占款,也要阻止上市公司长期占用子公司或大股东款项。因为无论是对上市公司的支持行为还是掏空行为,都会影响上市公司的盈余质量,影响投资者决策。同时,基于研究发现的盈余质量底部陷阱问题,我们建议在股权分置改革完成后,大股东获得了流通权,可以在规定的时间减持一定数量的限售股,有关部门和控股股东都应该尽量避免出现所有权底部陷阱,恶化盈余质量。

\* 作者感谢在中国会计学会 2007 年学术年会上石水平博士的精彩点评,感谢在南开大学会计系论坛上王淑珍博士的评论和匿名审稿人的建议,当然文责自负。

注释:

①双向资金占用是指控股股东集团占用上市公司资金和上市公司占用控股股东集团资金,前者是控股股东对上市公司的掏空方式之一,而后者可以理解为控股股东对上市公

- 司的支持方式之一。在文中，双向资金占用和掏空、支持交互使用。
- ②我国企业的现金流量表编制中多将记录在“其他应收款”和“其他应付款”科目中的现金流归为支付的或收到的其他与经营活动有关的现金流中。
- ③这里的行业中位数指行业应计总额的中位数。
- ④当衡量净占用对应计项目的影晌时，公式中的 prop 和 tun 将由 nettun 替代。
- ⑤本文涉猎到的发现三次曲线关系的文献有三篇，见参考文献[5]、[7]和[9]。但这三篇文章的因变量都是企业价值(业绩)。
- ⑥我们需要对关联交易影响盈余质量进行深入分析，因为控股股东很可能通过关联交易影响盈余质量，关联交易在这里也是一个中介变量，并且在两个模型中符号相反。当然，由于关联交易的动机复杂，以关联交易为中介的研究是我们未来的研究方向。
- ⑦这两个极值点完全是数学计算结果，负值没有经济含义，我们根据正值进行分组。
- ⑧根据 nettun 和总应计计算出来的极值点与根据 tun、prop 和总应计计算出来的极值点很接近，我们这里仅提供根据后者进行分组的回归结果。同时，我们也根据 nettun 计算的极值点进行了稳健性检验，结论未变。
- ⑨我们只能给出大致的持股比例，因为还有许多因素未进入模型。
- ⑩检验所有权的激励效应是否存在需要增加控股股东持股比例，我们将控股股东持股比例增加到 74% 时，发现控股股东持股与掏空之间是不显著的负向关系，而与支持之间是显著的正向关系，这样的结果与所有权协同效应是一致的。即使是协同效应，控股股东通过支持行为还是降低了盈余质量。

#### 参考文献：

- [1]洪剑峭，方军雄. 关联交易和会计盈余的价值相关性[J]. 中国会计评论，2005，3(1)：87—98.
- [2]姜国华，岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J]. 管理世界，2005，(9)：120—123.
- [3]李增泉，孙铮，王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究，2004，(12)：3—12.
- [4]李增泉，余谦，王晓. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究，2005，(1)：95—104.
- [5]王化成，佟岩. 控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察[J]. 会计研究，2006，(2)：66—73.
- [6]谢军. 第一大股东持股和公司价值：激励效应和防御效应[J]. 南开管理评论，2007，(1)：21—31.
- [7]张继袖，陆宇建. 控股股东、政府补助和盈余质量[J]. 财经问题研究，2007，(4)：41—47.
- [8]郑国坚，魏明海，孔东民. 大股东的内部市场与上市公司价值的 N 型关系——基于效率观点与掏空观点的实证检验[EB/OL]. <http://www.cnjar.com/>，2007-09-08.
- [9]Bertrand M, Mehta P, Mullainathan S. Ferreting out tunneling: An application to indian business groups [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2002，(117)：121—148.
- [10]Chao Chen, Song Zhu. Ultimate shareholder, government control, and firm performance in China[EB/OL]. <http://ccfr.org.cn>, 2006-06-18.
- [11]Claessens S, Djankov S, Joseph Fan, et al. Disentangling the incentive and entrenchment

- effects of large shareholding[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57: 2741—2771.
- [12] DeChun Wang. Founding family ownership and earnings quality [J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(3): 619—656.
- [13] Friedman E, Johnson S, Mittton T. Propping and tunneling [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31: 732—750.
- [14] Johnson S, R La Porta, F Lopez-De-Silanes, et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90: 22—27.
- [15] Joseph Fan, T J Wong. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2000, (3): 401—425.
- [16] Morck R B, Yeung W Yu. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 215—260.
- [17] Shleifer A, Wolfenzon D. Investor protection and equity markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 66: 3—27.

## Ownership of Controlling Shareholders, Bidirectional Embezzlement of Funds and Earnings Quality

ZHOU Xiao-su, ZHANG Ji-xiu, TANG Yang

(School of Business, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** With the data during 2003-2005 of China's listed companies, this study examines the relations among controlling shareholders, bidirectional embezzlement of funds and earnings quality. We find that the relations between controlling shareholders' ownership and total accruals are inverted "N" curve. When controlling shareholders' ownership is low, controlling shareholders make use of embezzlement of listed company's funds to lower earnings quality, consistent with entrenchment effect. When controlling shareholders' ownership is high, the relations between controlling shareholders' ownership and earnings quality are not positive significantly. If controlling shareholders make use of embezzlement of listed company's funds to affect earnings quality, earnings quality is low; if controlling shareholders don't make use of embezzlement of listed company's funds to affect earnings quality, embezzlement of listed company's funds also lower earnings quality.

**Key words:** controlling shareholders; entrenchment effect; alignment effect; bidirectional embezzlement of funds; earnings quality

(责任编辑 金 澜)