

The Influence of Corporate Governance Structure on Earnings Management

at the Listed Non-State-Controlled Firms in China

by

Hui Chen

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2019 by the
Graduate Supervisory Committee:

Wei Shen, Co-Chair
Chun Chang, Co-Chair
Xiaochuan Huang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2019

公司治理结构对盈余管理的影响研究——基于民营类上市公司的实证分析

陈惠

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2019 年 3 月批准：

沈伟，联席主席
张春，联席主席
黄晓川

亚利桑那州立大学

二零一九年五月

ABSTRACT

Earnings management has become a prominent issue at the listed firms in China. Because of governmental regulations, firms may engage in earnings management in order to meet the earnings requirements for listing or the issuance of new shares. Managers may also use earnings managements to facilitate enterprise reorganization, mergers and acquisitions, and personal gains at the expenses of uninformed investors.

This study investigates both the antecedents and consequences of earnings management at the listed non-state-controlled firms in China. Compared with state-controlled firms, non-stated-controlled or privately controlled firms tend to face stronger pressures from competitors and investors. Consequently, they may have a stronger incentive to engage in earnings management. However, extant research has not systematically investigated earnings management at these firms, while focusing on either the entire group of listed firms or the group of firms that experience sustained financial losses. To fill this gap in the literature, I first examine the effects of various corporate governance structure on earnings management at the listed non-state-controlled firms, and then examine the effects of earnings management on these firms' stock prices.

Using data from 2015 to 2017, I find that the level of earnings management at non-state-controlled firms is higher than at state-controlled firms, consistent with my prediction. Further analyses show that earnings management at the non-state controlled firms is positively associated with the ownership of the largest controlling shareholder and

CEO duality, and is negatively associated with the size of the board of directors and the size of the board of supervisors. With respect to the consequences, I find that earnings management not only has a positive main effect on firm stock price but also strengthens the positive effect of earnings per share on firm stock price. These findings contribute to the understanding of earnings managements at the listed non-state-controlled firms and have important implications for corporate governance research and practices in China.

摘要

上市公司的盈余管理问题已成为我国资本市场中存在的突出问题。一般来说,为了满足资本市场对于上市、增发等条件的要求,以及有效推动企业并购、重组等行为的顺利实现,甚至为了谋求公司管理层的个人利益,一些企业会运用盈余管理等举措粉饰修正公司财报及关键指标,让不知情的股民蒙受一定的损失。普遍分析显示,我国股市中民营企业相比其他企业遭遇的问题和压力更多、更大、更突出,因此民营企业从客观上来说拥有更强的盈余管理动机。而从当前我国资本市场的实际情况来看,我国相关专家学者对盈余管理的研究,一般都瞄准了上市企业群体或持续亏损企业,对盈余管理的研究存在不系统、不全面、不深入的问题,这将对我国进一步提升盈余管理监管水平造成不利影响。当前,由于我国民营企业在自身管理及发展动力方面的特殊性,我国民营企业的管理、盈余管理特点与国外上市公司相比存在很大的不同,所以进一步研究我国民营类上市企业自身管理方面的突出特点,以及其对企业盈余管理等方面的深层次影响,有助于监管层对症下药,更有针对性地出台新的监管措施,进一步提升管理水平。这一研究还可以为公司的决策层及相关会计信息使用人员提供一定的决策参考,因此具有十分重要的研究意义。

本文首先分析总结了有关上市企业治理结构和盈余管理等方面的历史文献资料,依托当前资本市场上普遍运用的委托代理、内部人控制和契约等理论,系统研究了我国民营类上市公司在自身治理结构方面的突出特征以及其对盈余管理方面构成影响的深层次机理。在此基础上,本文选取 2015-2017 年我国上市企业数据,基于截面 Jones 模型对民营企业和非民营企业盈余管理程度进行测算和比较分析,研究发现民营企业盈余管理程度更高;从四个层面系统研究民营企业公司自身治理结构的突出特点,设立回归模型论证了民营企

业独特的治理结构特征对盈余管理程度确实会产生影响；最后，本文利用修正的 **Falham-Ohlson** 估价模型对民营类上市企业盈余管理与公司价值的关系进行了检验，发现两者间具有显著相关性。

目 录

	页码
表格列表.....	x
图表列表.....	xii
章节	
第 1 章 引言.....	1
第 2 章 文献回顾.....	4
2.1 盈余管理	4
2.1.1 盈余管理的演进	4
2.1.2 盈余管理的界定.....	5
2.1.3 盈余管理的识别方法	6
2.2 公司治理结构	7
2.2.1 公司治理结构的概念	7
2.2.2 公司治理结构的界定.....	9
2.2.3 公司治理结构的组成.....	10
2.3 公司治理结构与盈余管理的关系研究.....	11
2.3.1 外部治理结构与公司盈余管理的关系.....	11
2.3.2 内部治理结构与公司盈余管理的关系	12
2.4 文献评述.....	14
第 3 章 理论基础和研究机理.....	16

章节	页码
3.1 理论基础	16
3.1.1 委托代理理论	16
3.1.2 契约理论	17
3.1.3 内部人控制理论	18
3.2 民营类上市企业公司治理结构对盈余管理的影响分析	19
3.2.1 民营类上市企业公司治理结构与盈余管理分析	20
3.2.2 民营类上市企业公司治理结构对盈余管理的影响机理分析	26
3.2.3 民营类上市企业盈余管理对公司价值的影响	30
3.3 本章小结	32
第 4 章 我国上市公司盈余管理程度的比较分析	33
4.1 盈余管理计量模型选择	33
4.1.1 基于财务指标的评价方法	33
4.1.2 基于市场的评价方法	34
4.1.3 应计项目分离法	35
4.2 盈余管理程度测算的计量模型构建	38
4.2.1 模型确立和变量说明	38
4.2.2 样本选择和数据来源	40
4.3 民营类与非民营类上市公司盈余管理程度比较分析	41
4.3.1 模型各变量计算结果比较	41

章节	页码
4.3.2 盈余管理程度测算结果比较.....	43
4.3.3 盈余管理程度的比较结果分析.....	44
4.4 本章小结.....	45
第 5 章 民营类上市公司治理结构对盈余管理影响的实证分析.....	46
5.1 股权结构特征与盈余管理的实证研究.....	46
5.1.1 研究假设.....	47
5.1.2 样本选取与数据来源.....	48
5.1.3 变量设定与计量模型.....	50
5.1.4 实证分析.....	51
5.1.5 结果分析.....	54
5.2 董事会特征与盈余管理的实证研究.....	55
5.2.1 研究假设.....	55
5.2.2 样本选取和数据来源.....	56
5.2.3 变量设定与计量模型.....	57
5.2.4 实证分析.....	57
5.2.5 结果分析.....	60
5.3 监事会特征与盈余管理的实证研究.....	60
5.3.1 研究假设.....	60
5.3.2 样本选取和数据来源.....	61

章节	页码
5.3.3 变量设定与计量模型	61
5.3.4 实证分析	62
5.3.5 结果分析	64
5.4 管理层特征与盈余管理的实证研究	65
5.4.1 研究假设.....	65
5.4.2 样本选取和数据来源	66
5.4.3 变量设定与计量模型	66
5.4.4 实证分析	67
5.4.5 结果分析	69
5.5 本章小结.....	70
第 6 章 民营上市公司盈余管理程度与公司价值相关性影响研究.....	72
6.1 研究假设	72
6.2 研究方法与变量设定	73
6.2.1 研究方法.....	73
6.2.2 数据来源	74
6.2.3 变量设定	75
6.3 实证分析.....	76
6.3.1 描述性统计	76
6.3.2 Pearson 相关性分析.....	77

章节	页码
6.3.3 回归分析	80
6.3.4 结论分析	83
6.4 本章小结.....	84
第 7 章 总结与启示.....	85
7.1 研究结论	85
7.2 研究启示.....	86
7.2.1 构建完整的公司治理结构框架.....	86
7.2.2 建立完善的公司内部监督机制	88
7.2.3 建设更高效的激励机制	90
7.2.4 健全市场监督管理机制	91
7.3 研究展望.....	92
参考文献.....	93

表格列表

表格	页码
3.1 截至 2017 年底我国 A 股上市民营企业行业分布特征表.....	20
4.1 研究样本的行业分类.....	41
4.2 2015 年描述性统计结果.....	42
4.3 2016 年描述性统计结果.....	42
4.4 2017 年描述性统计结果.....	43
4.5 盈余管理程度的描述性统计结果.....	44
4.6 民营类与非民营类上市公司盈余管理程度统计显著性检验.....	44
5.1 行业划分及行业内包含样本数量.....	49
5.2 股权结构特征变量定义.....	51
5.3 股权结构特征变量描述性统计.....	52
5.4 股权结构特征变量之间的 Pearson 相关系数.....	53
5.5 盈余管理程度与股权结构特征变量的回归分析结果.....	54
5.6 董事会特征变量定义.....	57
5.7 董事会特征变量描述性统计.....	58
5.8 董事会特征变量之间的 Pearson 相关系数.....	58
5.9 盈余管理程度与董事会特征变量的回归分析结果.....	59
5.10 监事会特征变量定义.....	62
5.11 监事会特征变量描述性统计.....	62

表格	页码
5.12 监事会特征变量之间的 Pearson 相关系数.....	63
5.13 盈余管理程度与监事会特征变量的回归分析结果.....	64
5.14 管理层特征变量定义.....	67
5.15 管理层变量描述性统计.....	67
5.16 管理层特征变量之间的 Pearson 相关系数.....	68
5.17 盈余管理程度与管理层特征变量的回归分析结果.....	69
6.1 行业划分及行业内包含样本数量.....	75
6.2 变量的名称、符号及含义表.....	76
6.3 价值相关性各变量描述性统计结果.....	77
6.4 价值相关性各个变量之间的 Pearson 相关系数.....	78
6.5 盈余管理程度与股票价格的回归分析.....	81
6.6 每股收益调节作用的回归分析结果.....	82

图表列表

图	页码
3.1 非民营企业与民营企业公司治理构比较.....	21

第 1 章 引言

对于一家在 A 股市场上市的企业来说，其财务数据能不能客观、准确地反映企业自身的运行发展情况，对市场投资者来说至关重要。因为它是投资人及其相关从业者们进行决策的重要依据，因此这个问题必须引起相关部门及广大投资者的高度重视。此外，上市企业自身财务数据的真实性，也是衡量一个企业是否进行盈余管理的重要参考数据。一旦发现上市企业有进行盈余管理等突出问题，那么将难以辨别这家企业财务报表中的各类信息是否和公司的真实运行状态一致。纵观世界资本市场，我国 A 股起步较晚，各类管理制度和监管措施还严重滞后，对上市公司中存在的各类违法违规问题的处置力度明显不足，这就导致了我国资本市场中盈余管理问题普遍存在，而且影响非常巨大。盈余管理是企业重要的管理部分，假若上市公司以谋求自身发展价值最大化为目标实施盈余管理，则此类盈余管理所带来的结果一般是积极而正面的，它对企业的作用一般也是积极而正面的；但假若上市公司做盈余管理只是为了谋求高管或个别人的利益最大化，那么此类盈余管理就存在急功近利的问题，短期可能产生一定股价的效应，但从企业的长期发展层面来分析，这可能导致投资者按照公司发布的不实信息做出错误决策，在投资者受损失的同时也阻碍了企业的长远发展。因此，深入并系统的分析研究我国 A 股上市企业的盈余管理问题，越来越受到专家学者及社会各界的广泛关注。

上市公司操纵盈余突出表现为配股、微利和重亏等现象，上市公司操纵盈余的最原始动机一般和政府部门的监管有着或多或少的联系，尤其是当前我国资本市场中所实施的配股、处理及摘牌等相关政策措施。一般来说，民营类上市公司在各项财务指标中，大多显著低于其他类上市公司，它们普遍存在规模小、抗风险能力弱、发展动力不足等特点。上海证

券交易所研究中心发布的《中国公司治理报告加一民营上市公司治理》表明，A 股中的民营企业与其他上市企业相比，在企业自身盈利能力和内部治理方面仍有较大差距。民营类上市公司的大股东侵占其他股东合法权益的问题也更突出。因而，民营类上市公司更具有盈余管理的动机。

当前我国 A 股市场的民企在控股方面表现为相对控股，股权集中度一般都很高。截止 2017 年底，大体有 20.7% 的民企自身持股在 50% 以上，本文中所选取的样本民企上市公司，平均自身持股比约为 36.57%，以数据库中民企样本筛选出的民企第一大股东的平均自身持股比竟然达到了 31.55%。民企在相对控股的现实环境下，又突出表现为对公司很强的掌握程度，其他股东对公司的掌控力度普遍很弱。和 A 股中的国企上市公司相比，民企上市公司虽不存在国家股东缺位现象，也较少存在“搭便车”现象，但由于其自身先天特点，导致企业发起人家族往往是企业的大股东，对其他中小股东利益构成侵害的现象比较普遍，这就构成上市民营企业进行盈余管理的关键诱发点。因而，本文提出民营类上市企业公司治理结构的特殊性会影响其盈余管理程度。

本文通过运用我国 2015-2017 年上市企业的数据，使用截面 Jones 模型对民营企业和非民营企业盈余管理程度进行测算并进行比较分析；在充分认识我国民营类上市企业公司治理结构特点和盈余管理程度特征后，从股权结构、董事会、监事会和管理层四个方面分别实证研究了民营类上市企业公司治理结构对盈余管理的影响；此外，通过运用修正的 Felsam-Olsen 估价模型探究了盈余管理对企业价值的影响，共得到以下结论：

- ① 民营类上市公司的盈余管理程度要显著大于非民营类上市公司的盈余管理程度。
- ② 提出的民营类上市企业公司治理结构对盈余管理影响的 10 个假设，4 个研究假设通

过显著性检验，6个假设未通过。通过显著性检验的研究假设为：企业最大的股东持股情况和企业盈余管理程度，表现为非常明显的正相关关系；企业组建的董事会的规模大小和企业自身的盈余管理程度，则表现出非常明显的负相关关系；企业股东大会组建的监事会规模的大小与企业盈余管理程度，表现为显著的负相关关系；公司二职合一与企业盈余管理程度，表现为显著的正相关关系。

③在一定范围内，盈余管理程度与企业价值具有显著的正相关性。

本文的研究框架如下：第二章对现有研究成果进行了回顾和评述，定义了公司盈余管理和治理结构的内涵；第三章罗列了本文的理论基础，比较分析了民营类上市企业公司治理结构与盈余管理的特征和两者的相关关系；第四章计量测算了我国上市企业盈余管理程度，并比较分析了民营类与非民营上市企业的盈余管理程度；第五章实证研究了A股上市民企自身治理结构对盈余管理方面所构成的突出影响；第六章进一步分析了民营企业盈余管理程度与企业价值的相关性；第七章为总结与启示。

第 2 章 文献回顾

在盈余管理的研究中，学界对盈余管理的定义比较冗杂，且在研究层面还未出现一种较为科学的计量方法。此外，公司治理结构也难以产生一个公认且统一的概念，原因在于各公司的治理发展目标不同，与之对应的治理结构系统架构也会不同。本文基于这一研究现状，分别从公司外部治理结构和内部治理结构角度，分析公司治理结构影响盈余管理的可能性和方向。本章将在梳理回顾现有文献的基础上，探索当前研究继续深入的可能性，通过文献评述的方式进一步归正研究方向。

2.1 盈余管理

2.1.1 盈余管理的演进

学界还没有形成盈余管理的统一概念，学者们对盈余管理行为褒贬不一。一些学者研究认为，盈余管理是积极的行为（秦荣生，2001；宁亚平，2005）。在一定层面上，盈余管理不同于会计造假，合规性、正确性和积极性是其区别于会计造假的三个重要特性，企业的经营水平很大程度体现在利用盈余管理达到企业价值最大化。基于符合契约的前提，盈余管理实质上是一种平等自由的交易（陈冬华，2009）。而有一部分学者认为，盈余管理并非是一个积极可以推崇的概念（Schipper, 1999; Healy & Wahlen, 1999）。他们认为盈余管理是上市企业管理层为谋私利而进行的虚假陈述和欺诈行为，它仅仅反映了企业管理层的期望值，直接导致企业的财报无法真实反映该企业的业绩，损害财报的可信度，让部分人得利而另一部分人遭受损失（顾振伟，2008；刘启亮，2008）。当然，也有不少学者研究认为盈余管理是中性的，不是绝对积极或消极的概念。判断其是积极还是消极的关键在于是否影响对会计信息的可参考性，是否损害企业相关者的利益。Watts（1986）认为，关

于上市企业的盈余管理，其本质上是企业管理层对企业真实的财务信息进行有目的、有计划的策略性调整。从上述定义中，我们无法判定盈余管理的性质，因为会计准则给予了会计从业者一定的权利。

Scott 在 1997 年编著的著作《财务会计理论》中提出这样的观点：“盈余管理一直存在于企业管理中的原因主要在于它具有正面意义，基于契约观的契约不完全性和刚性理论，企业和市场有必要给管理人员一定的空间和余地进行盈余管理操作。盈余管理可以作为一种机制，它可以向资本市场进行有效的信息反应，引导上市公司的股价朝着能更真实反映企业前景的方向移动。但也不能就一味的支持企业进行盈余管理，盈余管理也存在负面效应，管理层可能出于自身利益而过度操纵盈余”。

2004 年，任春艳提出：产生盈余管理概念界定争论现象的根本原因在于不同的学者以不同的理论为基础进行研究。基于有效契约观的研究，多数学者认为盈余管理可以有效降低契约成本，企业可以根据具体情况制定会计政策来调节盈余；基于信息传递观的研究认为，盈余管理是企业内外部信息达到有效沟通的重要方式，上市公司管理者通过会计策略的选择来体现其对企业今后现金流的判断；基于机会主义观的研究认为，盈余管理根本上还是少数弄权者为谋求自身利益，误导投资者的选择和决策，故意粉饰企业各项财务报表。

2.1.2 盈余管理的界定

从上述分析可以得出，学术界对上市企业盈余管理相关意义的讨论还在进行中，未形成一致意见。但不管从信息还是收益层面分析，多数专家都认为盈余管理必须以法律法规为基础，不能跳出会计准则的有效限制，其与企业的舞弊、造假有着本质的区别。由于信息不对称性的存在，学者很难精确地对坏盈余定义下的盈余管理进行变量界定和直接测量，

所以本文选用宁亚平（2005）提出的盈余管理概念，认为盈余管理是上市企业的决策者在我国颁布的《会计准则》和《公司法》框架下，实施合理的盈余操控；或借助企业重组等活动，以实现少数人盈余操控的目标，但这些活动和交易并不一定损害公司自身的价值构成。

2.1.3 盈余管理的识别方法

模型识别法和经验识别法是计量盈余管理程度的两个主要方法。其中模型识别法主要包括以下三种：应计利润总额法、盈余分布法、特定应计项目法。

应计利润总额法根据盈利是否产生现金流入，将企业盈利分为经营现金流和应计利润。由于会计准则的权责发生制原则，盈余管理往往通过应计利润进行。应计利润一般情况下可以分为操控性和非操控性两种。作为识别盈余管理的普遍方法，应计利润总额法代表模型是 Jones 模型。Jones（1991）在他的模型中将上市公司的总资产当成变量除数，有效消减了上市公司自身规模大小对整体结构的影响。此外，他还择取了上市公司自身固定资产的变动及收入波动等指标，随着上市公司的营收增加、规模扩大，公司在应计收入、折旧费用等方面也会出现一定的变化，应计利润也会出现一定的改变。Dechow、Sloan 和 Sweeny 等（1995）改进了 Jones 模型，他们加入了应收账款对上市公司在盈余管理方面的影响研究。陆建桥（1999）对 Jones 模型实施了进一步拓展，在修正的 Jones 模型上又引入了全新的变量，重点研究了其他因素对上市公司非可控应计利润构成的干扰。

Burgstahler 等（1997）提出了盈余分布法，借助检查报告，分析一个上市公司自身的盈余在某阈值周围内的分布情况，看这一情况是否属于正态分布，如果报告显示盈余在“阈值”处出现不连续的情况，说明存在盈余管理。“阈值”一般包括：盈余是零、上季盈余、上年盈余、预测的盈余等。吴联生、王亚平（2007）对上市公司的盈余管理估测方法及数据

支撑展开评述，认为盈余分布法是分析我国民营类上市企业进行盈余管理的关键方法，这种方法可以从整体上分析上市公司的盈余管理程度。

为判断企业是否存在盈余管理，统计企业所有项目盈余是一件很耗费时间和资金的事情，因此就选择对企业盈余具有重要作用和较大影响的项目进行统计，根据一定的换算公式拟合出公司总体的盈余程度，再判断企业的经营情况，我们称这种方法为特定应计项目法。

考虑到我国独特的市场特色和企业文化，我国的相关研究在三种传统基本模型的基础上，进行了适当修改。三种模型识别方法的应用都很广泛，也都经过了长期的实践检验，利弊明显，各有千秋。首先，实证研究最为常用的是应计利润总额法，该方法对整个上市企业的盈余管理情况有总体的反映，但对单一企业的情况却没有准确和具体的反映；盈余分布检测法能算出企业的盈余管理阈值，但是对于没有这方面需求的企业则无用；与应计利润总额法相反，特定应计项目法对单一企业的单一项目等微观对象的适用度更高。综上所述，当前还没有一种较为全面的单一盈余管理计量方法。

2.2 公司治理结构

2.2.1 公司治理结构的概念

公司治理目标存在差异性，其影响着公司治理结构，所以学界对公司治理结构还存在争议，没有形成一个统一且公认严格概念。全球较常见的公司治理体系包括以股东利益最大化为最终目标的体系、以利益相关者自身权益最大化为目标的体系、以股东及其相关者利益最大化为最终目标的体系，与之相对应的公司治理结构内涵也不一样。

(1) 以股东利益最大化为目标的公司治理结构内涵

支持以股东利益最大化为公司治理目标的学者认为，企业所有者创办公司的目的是为了增长财富，因此这类企业的公司治理根本上是对公司要素投入者义务权利的分配（Mayer, 1995；吴敬琏，1994；青木昌彦等，1995）。基于委托代理理论对该目标下的治理结构内涵进行进一步理解，公司治理结构的本质是形成所有者和经营者间平衡的代理关系，使得双方的利益保持一致，从而降低代理成本（Berle et al, 1932）。

以股东利益最大化为治理目标的企业治理模式被广泛称为外部控制主导型治理模式。该种治理模式下的企业控制权力都掌握在企业经营者的手里，股东过于分散难以形成集中的控制权力，其利益的实现主要通过股票增值和分红。该种企业的股东通过企业公布在市场的信息决定是否继续持有或者抛售股票，而企业市值会通过薪资的变化对经营者的利益产生影响，从而实现经营者与所有者利益的一致性。这种模式被世界各国广泛应用和实践，积极与本国的法律和国情相融合，推进了企业长期稳步的发展。

（2）以利益相关者利益最大化为目标的公司治理结构内涵

与外部控制主导型治理模式相对应的是内部控制主导型治理模式。该模式认为企业的最终目标不该是使得企业所有者的财富最大化，而是使整个企业生态系统的所有相关者综合利益最大化。企业生态系统的利益相关者包括：政府、债权人、股东以及管理者（陈进，2005）。

相较于外部控制主导模式下的企业，内部控制主导下的企业融资不是以直接融资为主，而是以间接融资为主，其中间接融资的债权人以银行为主。银行和其他资本提供者为保证资本的可回收性，会对企业资金状况和盈利水平提出要求，从而形成了“内部人集团”，对企业的治理产生有形和无形的监督和控制。

该种模式主要应用于日本和德国企业，在我国，随着我国金融生态的逐步发展，企业融资环境的逐步改良，以利益相关者为企业目标的模式将逐步变为主流。

（3）股东利益为核心的利益相关者利益最大化为目标的公司治理结构内涵

以该目标为公司治理目标的模式是将外部和内部控制主导模型进行了融合。受儒家文化思想的影响，东南亚的企业多数以家族企业为主，该类企业拥有家庭和企业两种组织的属性。企业控制核心可能既不是外部也不是内部，而是家族集团。基于社会情感财务理论，家族企业的目标并非完全的经济目标，而是将长期稳定的持有公司控制权设为目标。

2.2.2 公司治理结构的界定

通过对公司治理结构模式的总结和归纳，本文发现对公司治理结构的界定需要关注两点：其一，公司诞生的实质是为了降低经济行为人进行市场交易的成本，而公司治理结构和管理章程是为了降低公司的成本；其二，公司治理结构的产生是由于多个利益相关者的利益需要进行平衡和分配，公司治理结构就是确保上市企业具有各项权益配置的科学性。

对公司治理结构等相关意义的科学界定，主要有狭义、广义两种模式。狭义上认为，上市企业的治理结构是企业各类股东借助对企业经理人的监督和激励机制，有效化解两者间关系而构建的，以相对完备的市场运作机制和企业内控机制为核心的一套制度体系，其重点解决的是股东和经理人之间的代理问题。广义上认为，企业治理结构是指对企业自身的组织方式、内控机制、收益分配等方面的全方位规定安排体系，它不只是涵盖企业股东及经理人间的关系，也包括公司与所有利益相关群体以及有关的法律法规等。本文主要研究偏向于狭义概念的企业治理结构。

2.2.3 公司治理结构的组成

由于本研究中企业治理结构定义倾向于狭义层面，因此本文所指的企业治理结构是企业的股东、企业内部组建的董事会和高管间相关责任及其所拥有的权利层面的一种制度体系，重点体现在已对股东大会、董事会、监事会和经理人员相关职能进行具体界定的组织架构上。

股东大会一般由企业所有股份拥有者组成，是参与企业生产经营重大事项决策的机构。在企业的日常运行中，股东要表达自己的观点或维护自己的合法权益，需要一定的机构来完成，股东大会就是体现全体股东意愿、行使股东权利的机构。在企业的日常运行中，诸如通过管理章程、任免高级管理人员、决定企业发展方向等重大事项，都要交由股东大会研究表决。有关企业生产经营的重大方案，在股东大会审议和批准后才能实施。股东大会一般是以年会和临时大会的模式举行。

董事会是企业的法人代表，主要职责是对企业内部事务进行系统全面的管理，以及对外活动的组织和实施。就本质而言，企业一般是由单个出资人行使各类权利，这个人所代表的是企业所有股份拥有者的共同权利；而企业董事是以企业合法法人的名义开展各类生产经营活动的，在一家企业中，由各董事共同构成董事会，这个机构是企业财产的代表者。简单来说，一家企业的董事和董事会，具有对这家企业所有资产的分配、运行、收益和处置等各项权利。其中，董事又可以细分为各种不同的类别，比如企业的执行董事、独立董事等。

监事会是企业的监督机构，依法监督企业管理层的权利行使。监事会代表的是企业所有股东的切身利益，它对企业的管理层进行监督。监事会拥有的各项权利都来自股东大会，

其各项权利都是由股东赋予的，是企业股东权利的进一步延伸。一般来说，监事会拥有两个方面职能，一是对企业董事、经理等管理人员的日常施政行为进行合法监督，二是对企业的财务运行情况进行有效监督。

经理是企业生产经营等各项业务的组织和管理者，是企业名副其实的高管。具体到某家企业的某个经理而言，他是这家企业董事会选定的负责人，受雇于董事会，在权利范围内对各项管理活动运用职权并承担责任。不同地域、不同公司的经理人权利也不相同，一般的权利有：执行董事会的决议、建立企业制度、主持日常活动、任免中层管理者等。

2.3 公司治理结构与盈余管理的关系研究

关于公司治理结构与盈余管理的关系问题，业界一直在进行研究，从研究方向上大致分为两个方面，分别是外部治理结构和内部治理结构对企业自身盈余管理的影响。

2.3.1 外部治理结构与公司盈余管理的关系

一般来说，企业的外部治理结构不同，产生的交易成本也不同，进而对企业的其他活动造成不同的影响。外部治理结构对企业的影响重点反应在外部监管、政府干预、法治环境等层面。

第一方面，外部监管。外部监督可以对企业的管理层起到很大的限制作用，A股上市公司通常都要接受独立审计，这是我国实施外部监督的最典型表现形式。其他发达国家的专家认为，操纵利润行为与审计意见呈现正相关关系，与审计发布者的谨慎性呈现出显著的负相关关系。曹国华等人（2015）使用上市企业数据进行实证研究发现，盈余管理程度与外部控制和内部控制均有负向相关关系。余怒涛等（2017）选用2009-2013年沪深两市A股上市公司为样本，发现机构投资者对上市企业盈余管理行为规制的过程中发挥积极作用，

表现为监督效应。李从刚（2017）研究发现分析师、机构投资者、供应商等，在对企业高层施政人员的盈余管理行为监管中，发挥着非常重要的作用。

第二方面，政府干预。各级政府部门的有效干预，可以最大限度影响企业的行为，进而影响这个实体经济发展的速度和进程。尤其是在我国现阶段，由于各类市场运行制度还没有完全构建成型，各级政府及其相关部门对市场 and 企业的干预较为常见。邱月(2014)通过应计盈余管理模型与真实盈余管理模型的实证分析，发现我国多数的房企上市公司都存在盈余管理行为，各级政府及相关部门的调控，对房企上市公司的盈余管理活动有着十分显著的影响。

第三方面，法规制度。法治环境也可以在一定程度上阻碍企业高管对企业现实利润的操控。政策及制度在一定程度上会对企业的管理人员构成影响。吴克平、于富生和黎来芳（2013）对修正的 Jones 模型进行了改进，发现新会计准则并不像人们认为的那样会抑制上市企业盈余操作行为的发生。

2.3.2 内部治理结构与公司盈余管理的关系

在我国，上市公司治理结构必须根据《公司法》进行规定设置，企业内部治理结构对于公司盈余管理影响的研究分析多是基于这四个方面。

股权治理方面。第一、对于一家上市企业来说，其股权集中度会在一定程度上对其盈余管理构成相应的影响。李常青，管连云（2004）以 A 股 3 年间财报做研究样本开展实证分析。结果表明，上市企业的第一大股东持股量和企业的盈余管理行为之间，呈现 u 形关系。李艳，马昭（2010）选取 2006—2008 年中国沪深两市的主板 A 股股票为样本，通过描述性分析和回归分析得出股权集中度与盈余管理正相关的结论；第二、企业的股权构成也会

在一定程度上对其盈余管理构成相应的影响。王化成、佟岩（2006）从盈余管理质量的角度进行研究，发现上市企业的控股股东持股情况和公司的盈余管理程度呈现十分清晰的负相关关系。张杰（2013）研究表明，上市企业的股权流动性在股权分置改革后不断提升，上市企业的流通股数量和企业自身的盈余管理行为，呈现十分清晰的负相关关系。徐姣（2016）等以长三角经济圈的上市企业为目标进行研究，结果显示上市企业增加流通股数量可降低公司管理层的盈余管理行为。唐建荣等（2018）研究发现，在可能影响企业进行盈余管理的各个主要指标中，持股安排的作用非常显著，公司特征是关键因素。

董事会治理方面。董事会是公司治理结构的核心，其特征在一定程度上会对上市公司的盈余管理构成影响。杨清香（2008）等以2002—2006年间A股上市企业为样本，深入分析了企业董事会运作特征，结果表明，上市企业董事会会议召开的次数与企业自身的盈余管理有一定关系。余灼萍，胡国柳（2011）借助模型进行测试，结果显示上市企业的董事会规模、会议次数、资产收益率等，都和盈余管理存在一定关联性。江维琳（2011）等以2004—2006年在A股上市各类民企为样本，深入剖析企业董事会特征。结果表明，民企上市公司的董事会规模、开会频率等，对公司盈余管理有微弱的影响。王晓珂（2017）以我国2007年至2013年间具有潜在风险敞口的A股非金融类上市公司为样本，研究发现管理层的投机行为及套期保值会计制度，会增加企业应用衍生工具操纵应计利润。

监事会治理方面。监事会的规模大小及独立意见性、监事会年度开会次数、监事会持股比例的高低都会影响到公司的盈余管理程度。刘蓉（2013）以2007—2011年间大陆A股上市公司为对象进行系统研究，其成果显示大陆的国企上市公司监事会的作用明显，对抑制企业高管进行盈余管理有一定影响；民营上市公司的监事会，并未发挥此类作用。崔海

红（2016）以沪深两市 2007—2014 年发生非流动资产处置损益的沪深股市上市企业为对象，系统分析各企业监事会的运行模式，及其对企业盈余管理的影响。结果显示，扩大监事会规模和增加监事会开会次数均能减少为了扭转亏损而进行的盈余管理。孟岩等（2018）以 2014—2016 年我国大陆沪深市场公司为目标进行研究，发现企业监事会越集中，其优势就越突出，越能遏制盈余管理行为。

管理层治理方面。为有效明晰代理问题，股东往往通过股份转让或高薪聘请的方式，使得上市企业的管理层和企业的股东利益一致，在发展中加倍维护广大股东的合法权益。谢振莲，吕聪慧（2011）分析上市公司的高管对盈余管理的影响，得出被激励董事的比例与盈余管理程度呈正比例关系的结论。路军伟（2015）等人研究激励制度环境下，企业高管对盈余管理的反应。结果表明，激励力度越大，企业高管越偏爱进行操控性应计盈余管理，但激励会在一定程度上遏制企业高管的盈余管理的行为。董维明等（2018）运用多层次线性模型检验外部经理人市场对企业盈余管理的影响作用，发现外部董事主要通过间接效应抑制企业盈余管理。胡国柳等（2017）选取 2002-2014 年中国大陆股市的上市企业为样本，通过实证方法进一步剖析企业高管的责任保险对盈余管理方面构成的影响，结果表明责任保险会进一步激化盈余管理活动。

2.4 文献评述

综上所述，世界各主要经济体对上市企业治理结构和盈余管理方面的探索已经进行了多年，现已相对较为成熟，无论是意义界定还是计量识别的方法，都已从多方面进行了研究与分析。然而，随着中国市场经济的进一步发展和中国特殊的市场监管特征，国内有关这一领域的研究仍然存在不充分之处：

①多数研究将盈余管理直接假设为有害企业价值的操作，然而近期的研究成果表明，并非全盘否定企业进行盈余管理。为获取上市公司利益最大化而实施的盈余管理，对企业发展的影响是积极的；但若上市公司进行盈余管理只是为了获取高管利益，那么进行盈余管理则可能会对企业长期发展产生负效应。

②基于民营企业的数据难以获得，目前国内研究中对国有企业的盈余管理研究过多，而对民营企业，尤其是家族企业的盈余管理研究相对较少。现有的民营企业盈余管理的研究，如任黄燕（2009）、王雪梅（2010）和钊正贤（2015）等，并没有将民营企业与非民营企业进行比较，从而将深入解析民企类上市企业在内部治理结构方面的特征及其对盈余管理所构成的影响探析。

根据以上论述，本文将以家族企业为研究对象，使用修正的截面 Jones 模型计量盈余管理程度，深入探究家族企业内部治理结构对上市企业进行盈余管理程度的影响，涵盖监事会结构特征和管理层结构特征，以丰富和完善相关领域的研究。

第3章 理论基础和研究机理

当前，世界经济体对企业治理结构和盈余管理方面的探索成果很多，其研究理论也较为成熟，具有代表性的有委托代理理论、契约理论以及内部人控制理论。本章将从公司治理结构的三大理论基础入手，深度解析民企治理结构、盈余管理特征以及盈余管理程度与公司价值之间的关系。

3.1 理论基础

3.1.1 委托代理理论

在现代公司制结构中，企业的所有权和经营权两项基本权利完全分开时，导致所有者与受托人经营者之间委托-代理关系的形成，即所有者作为委托人，拥有企业的所有权，经营者作为代理人，对企业拥有实际控制权。但在该委托代理关系中，所有者和经营者各自追求的目标不一致，前者希望实现公司最大化价值，后者则致力于获取更多的个人利益，因而不可避免地存在着利益冲突。对于一般企业而言，两权分离和委托代理关系的形成，导致了所有者与经营者之间信息不对称问题的产生。信息不对称的存在，使得经营者拥有内部信息优势，而所有者无法了解公司的经营过程，只能依据报告结果评价公司经营成果。为谋取最大化私利，经营者往往利用自身的信息优势，通过所有者不易发觉的各种方式，损害所有者的正当利益，即产生了“道德风险”问题。

然而，对于民营企业情况并非如此。民营企业由于具有家族对企业控制的特征，更倾向于所有权和经营权的统一，即两职合一。这样的管理结构，使得企业所有者和经营者的目标变得一致，减弱了由委托-代理产生的信息不对称性。由此根据委托代理理论，家族企业的公司治理结构可能有益于降低对企业的盈余管理程度。但另一方面，由于家族对于企业所

有权和经营权的绝对控制，内部监督力度降低，家族企业可能反而更倾向于进行盈余管理，获得自身利益，产生“隧道行为”。

3.1.2 契约理论

契约理论是经济领域运用很广的一种理论。它的主要含义是经济主体双方为谋求预期中的效益而构建的合作关系及其约定的执行行为。换句话说，契约就是我们日常经济活动中常见的合同。契约理论主要探究的是各类合同的建立和实施者所产生的行为及其后果。契约理论中的产权理论表明，建立合同的两个主体间，他们获取的信息并非完全对称，且双方之外的人未知晓合同内部的相关信息，即使偶尔知晓合同信息但也不能确定其真伪。所以，产权理论重点解析的是在信息不对称环境下怎样构建谈判体系。在谈判之前，计划签署合同者不能研究制定相关策略及条款，这是其不完全性所构成的。关系型契约也是不完全契约的一种，它主要是指公司内部不同岗位职能的人，通过个体资本和相关的产业链上下游公司实施关系治理，从而构建全新的合作关系。

在国内众多民企中，一些泛家族相关文化普遍存在。这些文化一方面在提升凝聚力、促进企业发展方面作用巨大，但另一方面在精神层面严重束缚了企业各成员的思维和关系。家族人员间的亲情、长幼等，家族的架构及排位等会对民企的进一步壮大构成一定影响。此外，民企是关系和要素两种类型契约的共同体，是在泛家族文化基础上构建的经济组织。因此，其家族各个成员之间的关系不可避免地受到关系左右，比如，企业发起人自身的地位、威信、境界等。关系型契约的突出长处在于它可以用亲情圆滑内部组织成员间的关系，有效降低了执行成本，规避了内部成员之间的矛盾及其引发的司法诉讼等，进一步降低了

运行方面的时间、费用等成本。另一方面，关系型契约也可能会造成企业行政效率低下，激励不足和内部结党徇私。

3.1.3 内部人控制理论

青木昌彦（1994）第一个提出了内部人控制理论，他是在系统剖析现代企业内部治理结构弊端的基础上构建的。青木昌彦系统研究了欧洲东部各国企业转型时期的发展状态，认为内部人控制是民企在转轨时期的一种普遍现象。企业的经理和职工在实际拥有企业控制权时，其自身利益在企业决策中得以充分体现，一般情况下这个过程是企业经理和众多一线职工合作而完成的。然而在实际运作中，企业的内部控制人虽然拥有企业的控制权，但他们往往很少拥有这家企业的股份，并非这家企业的司法拥有者。因此，青木昌彦把企业的内部人又重新界定，在私企中优势股权由企业的内部员工所拥有；在国有企业进行公司关键发展战略的敲定中，内部人的利益得到有力的强调。

在国内，很多专家把过渡经济中内部人掌握企业的情况细分成四种情形：**(1)**内部人实际拥有公司的剩余控制权。比如，私企聘用的经理可以左右公司的生产经营、投资方向和重点等，但企业所产生的利润不归他们所有；**(2)**内部人实际拥有公司的剩余“控制权”及“索取权”，比如，一些私企聘用经理不仅可以左右公司的生产、经营、销售等各类活动，而且可以借助某些手段把公司创造的利润据为己有；**(3)**内部人合法拥有公司的剩余“控制权”，但并未合法拥有剩余“索取权”，如被正式授予企业控制权，但利润仍然属于所有者；**(4)**内部人合法拥有公司的剩余“控制权”及“索取权”。比如，以低价实施该公司的股权收购，使得自己成为公司股份的所有者。

内部人控制理论和企业的盈余管理之间有着非常紧密的联系。在一个经济体实施转型升级的进程中，由于新旧制度衔接不够紧密，造成公司的董事会运行不畅，有的无法参与到企业重大战略决策中，更无法对企业的高管进行约束和监督。此时一些企业的内部人会借助自身权力和信息等突出优势，借助各种手段实施利益最大化，其中控制财报成为他们常用的一个手段，这时他们通常借助盈余管理来实现个人目的。

3.2 民营类上市企业公司治理结构对盈余管理的影响分析

截至 2017 年底，我国 A 股上市民营企业共有 1598 家，占比我国 A 股上市企业总数的 46.05%，上市民营企业对我国国民经济发展具有重要意义。根据我国证券监督管理委员会公布的《2018 年 1 季度上市公司行业分类结果》作为上市公司行业分类指引。我国民营类上市企业主要集中于制造业、批发零售业和房地产行业，且在这三个行业占比 A 股上市公司总数 50%以上。这可能因为相较于交通运输、金融等行业，这些行业的进入壁垒较低，我国民营企业多处在竞争性比较强的行业。

表格 3.1 截至 2017 年底我国 A 股上市民营企业行业分布特征表

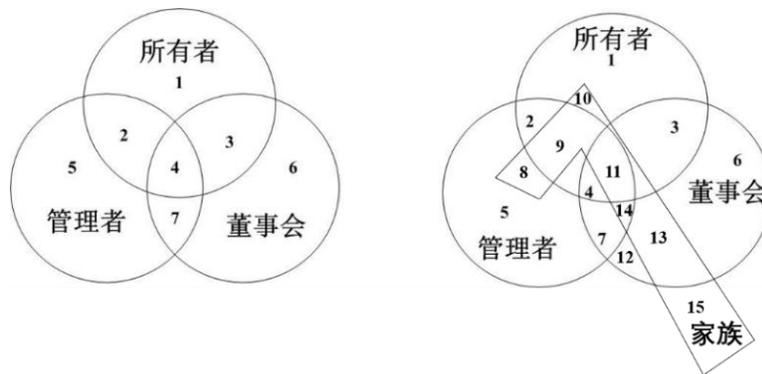
行业名称	行业 代码	民营类上市 公司数量（家）	上市公司 总数（家）	占比 （%）
农、林、牧、渔业	A	25	44	56.82
采矿业	B	34	75	45.33
制造业	C	1147	2181	52.59
电力煤气及水的生产和供应业	D	16	109	14.68
建筑业	E	36	98	36.73
批发和零售业	F	74	163	74.73
交通运输、仓储和邮政业	G	17	99	17.17
住宿和餐饮业	H	6	10	60
信息传输、软件和信息技术服务	I	109	250	43.60
金融业	J	8	81	9.88
房地产业	K	81	130	62.31
租赁和商务服务业	L	12	49	24.49
科学研究和技术服务业	M	13	45	28.89
水利、环境和公共设施管理业	N	17	45	37.78
卫生和社会工作业	Q	3	9	33.33
文化、体育和娱乐业	R	16	58	27.59
综合	S	11	24	45.83
合计		1598	3470	46.05

3.2.1 民营类上市企业公司治理结构与盈余管理分析

（1）民营类上市企业公司治理结构分析

与一般上市企业相比，我国民营类上市企业治理结构具有集权式的管理结构和家族涉入两个特点。

第一，我国民企和其他类企业在治理结构方面的对比。我国民营企业绝大部分是家族企业，家族制管理是民营企业公司治理结构区别于非民营企业治理结构的重要特点。当前我国的民企自身治理结构由于泛家族文化变得较为复杂，比其他类型的企业更复杂。在其他类型企业中，由内部治理理论可知，股东、董事会与管理三方共同组成企业的治理结构，并由此产生了不同的角色。1998年学者Neubauer在此理论的基础上分析得出7种角色。由于家族元素的突出作用，我国民企如今有各类角色共计15种(见图3.1)，公司的治理难度进一步加大。家族元素不仅进一步增加了公司治理过程中的角色数量，还会干扰管理层的战略发展方向及重要决策，家族控制人在重大战略及关键决策实施时，必须顾及公司的进一步发展和家族成员的个人利益。总结而言，民营企业相较于非民营企业公司治理结构有以下两个特点。



图表 3.1 非民营企业与民营企业公司治理结构比较

首先，“一股独大”现象严重。民营公司的家族管理模式容易致使公司决策和公司运作以内部人和关键人为中心，股权往往集中于家族成员之间，第一大股东拥有控股地位。此时，拥有大多数投票权的大股东能够支配股东大会，掌握公司的决策权，对公司实施绝对控制。最终导致股东大会和董事会被大股东操纵，进而使公司管理层的行为直接贯彻大股东的意志。

其次，两权合一现象普遍。在民企治理结构中，家族元素的侵入并左右企业日常各类活动，家族关系造成公司内部角色更趋于复杂，各种角色互相干扰，互相制约，严重影响了企业的监督机制发挥作用，往往直接造成监督失效的严重后果。

第二，上市民营企业与非上市民营企业公司治理结构比较。民营企业上市有利于解决民营企业融资难问题，有利于进一步提升自身竞争力，无论从健全股市，还是从发展经济的层面来看，都需要积极推动更多的民营企业上市。由于企业上市需要满足一定的条件，上市民营企业与非上市民营企业的公司治理结构有所区别，理解清楚这些区别，对本文更好的理解研究对象有重要意义。总体而言，上市民营企业的家族涉入程度要低于非上市民营企业，具体表现在以下两点。

首先，股权结构差异。由于上市公司监管对股权结构有相应的规定，即第一大股东持股一般不超过 75%，一些第一大股东持股比例较大的家族企业不选择上市，因此一般来说，非上市民营企业的第一大股东持股比例远远高于上市公司。

其次，控制权结构差异。从两职兼任的比例来看，上市家族企业兼任的比例要低于非上市企业，非上市民营企业家族控制的特点非常明显，相比于上市公司，非上市民营企业家族成员对企业经营管理的参与度更高。

（2）民营类上市企业盈余管理分析

不同企业的盈余管理特点取决于企业的目标追求（许文静等，2018）。民营企业是家族系统和企业系统的耦合体，因而民营上市企业除了追求企业盈利等经济目标外，还有对保持家族控制和代际传承等非经济目标的追求。对非经济目标的追求是民营上市企业与非民营上市企业的本质区别。

第一，民营上市企业与民营非上市企业盈余管理动机比较。就普通公司而言，盈余管理动机主要有筹资、税务、降成本及避债等。（李文耀等，2015）。筹资主要是指公司运用盈余管理方式，对财报实施美化，使关键指标更符合自身需要，然后实施上市等行为进行资金筹措。但就我国民企而言，其资产所有者往往习惯性把企业视为自身私产，并不乐意将其变成公众企业而失去自己对公司的掌控权力，因此这些民企拥有者大多不乐意进行股权筹资。其次，公司开展盈余管理的核心意图是得到个人利益。在“两权”分开的状态下，盈余管理的实施者是经理人，他们的动机是最大限度赢得自身利益（魏涛等，2007）。但在我国的众多民企中，“两权”并未完全分开，盈余管理的实施人是公司的大股东，他的动机是扩大自身拥有的利益，矛盾冲突往往发生在大股东和利益相关者之间。因此，民营企业相较于非民营企业其盈余管理的动机具有特殊性，具体有以下三个动机。

首先，对其他股东实施利益掠夺。在我国的上市民企中，家族控制人实施盈余管理的目的较多，其中最核心的目的，是借助其控股地位和信息优势，对其他股东实施利益掠夺。虽然此类问题较普遍，但在家族企业中这些问题更突出、严重。以为整个家族谋其最大利益为目的的思维，被称为家族主义。家族主义者一般将公司看作是自己家族的私产，往往很难同意和他人“分享”，一般这类企业的股份拥有权和企业的实际控制权都被掌控在家族人手中。然而，随着企业的发展，公司规模不断拓展，这个家族的能力无法支撑企业进一步发展时，就会出现公司上市及其他资本进入等现象。这时，家族民企往往要探索建立现代企业制度，导致家族股份拥有者和其他的中小股东之间，实质上形成另一层面的委托代理关系。在这种状态下，家族主义及代理关系并行，家族仍有效把控企业的决策权并占据企业的上层关键岗位。这种状态下，这些管理者“私产”观念导致他们更有意无意地把企业发展目标设

在“为家族谋利益”这个狭隘层面，而并非是谋求企业全体股东的合法利益。这时，他们就会借助外来资本谋求发展，而暗地里掠夺其他股东的利益。这就是家族主义民企实施盈余管理的核心动机。

其次，获得发展所需外部资金。在实际发展中，一般家族企业在发展到一定阶段后，其内部资金无法支持企业进一步发展壮大，为了实现进一步发展，企业必须寻求外部资金，因此这些企业在极其强烈的资金需求驱使下，大多采用到资本市场公开发行股票等方式进行资金筹集。筹资是当前我国民企上市的关键动机之一。但实施股票发行，企业必须符合我国《公司法》相关规定，比如在最近三年企业必须是持续盈利的，否则就无法通过申请。为实现上市目标，一些家族掌控的民企就开始进行盈余管理，粉饰财报来获取上市资格。此外，经过盈余美化的财报，还可以让公司轻易得到高股价定位，利于公司筹集更多资金。再如上市公司准备配股的时候，证监会文件规定，企业的净资产收益率应达某数额。为达到这一“底线”，一些家族式民企就会通过盈余管理，进一步调高净资产收益率，从而轻松实现配股。

最后，降低企业经营的政治成本。企业经营中的政治成本，一般是指由于政治因素而引发的企业资产转移，或构成企业损失，或导致企业经营成本上升。一旦企业的财报不符合政府制定的限制条件，就会受到相关政策约束，从而直接干扰企业的生产经营活动。在我国大陆，由于各类市场经济制度还在不断健全规范中，一些民企在怕“出名”心理的影响下，往往实施会计手段来认为降低自身净收益。对我国的家族式上市企业而言，企业的主要资产掌握在某人或某群体手中，因此企业发展和个人利益关系更为紧密。在公司成长期，这

些企业控制人往往借助盈余管理方式人为降低企业的净收益，以此来规避可能出现的社会压力，从而谋其更大私利。

第二，我国民企实施盈余管理的方式。由于我国民营企业自身治理结构的不规范，家族大股东损害其他股东利益的问题更突出，加之企业经营者自身道德水平不高，急功近利的行为也很普遍，这些因素导致我国民企中的盈余管理问题极为突出。经分析发现，当前我国民企实施盈余管理的手段和方法，主要有会计确认和计量、会计变更、关联交易等。

首先，会计确认是我国当前民企进行盈余管理的主要手段，其核心是对收入及费用的确认。一般来说，上市民企惯于按自身需要，对企业的盈余实施提前或推后确认。假若民企要尽量扩大自身收益，就会提前进行会计认定公司收入或把相关费用进行后推；反之，假若民企要缩小自身收益，就会提前让会计进行相关费用确认或把企业生产经营收入向后推。

其次，会计政策变更主要是对企业固定资产折旧方面的选择，一般涵盖折旧计提方法的选择和变更。当上市民企想扩大自身收益时，就人为挑选较小的折旧计提方法，当上市民企想降低自身收益时，就人为挑选较大的折旧计提方法。这种方法调控对民企盈余的干扰非常大。尤其是我国制造业规模很大，而计提折旧方法的选择和变更，对制造企业的利润影响巨大。

最后，关联交易也是我国民企实施盈余管理的重要方式。关联交易一般是由上市民企在母子公司之间，借助关联交易进行利润输送或调控。当民企欲扩大自身收益时，一般都要和其关联公司实施一定交易，如高价卖给公司一批产品，进一步提升自身的盈余水平，有时还进行低价买入这些企业的生产原料等，减少成本实现收益最大化；当上市民企欲降低自身收益时，一般就会和关联企业进行低价卖出产品或高价买入原料。

3.2.2 民营类上市企业公司治理结构对盈余管理的影响机理分析

一般来说，企业自身治理结构对盈余管理的影响，是源于两权分离导致的信息不对称。由于利益不同，企业的管理者为了私利，借助信息优势实施盈余管理。但多数民营上市企业的所有者和经营者都是家族成员，并不存在彼此间的信息不对成性。通过上文分析，本文认为民营上市企业公司治理结构对盈余管理的作用有别于其他公司。

(1) 民营类上市企业股权结构对盈余管理的影响

在我国大陆，沪深 A 股市场中的很多民营企业上市公司都是从家族企业发展演化而来的，由于先天因素及独特的发展历程影响，企业的掌控权仍然把握在某些家族手中。因此，我国民企上市公司中第一大股东的控股地位不容忽视。在股权高度集中的状态下，其内部治理结构的问题将十分突出，而且企业内监督机制往往形同虚设，控股股东会呼风唤雨任意影响企业决策，为了维护自身利益他们无所不用其极，有的还甚至明目张胆将家族核心成员“选入”企业的董事会。一旦家族势力出于扩大自身利益需要，往往会通过多种方式或明或暗侵占其他股东的利益，他们可以随意掌控企业的发展方向及重点，也可以通过权势影响企业管理层按家族意图进行各类交易。一般来说，我国民企控股股东与企业的高管关系都极为密切，这导致控股股东拥有绝对的信息优势，由于中小股东的制约力量很小，因此其对高管的监督往往无法正常进行，假如控股股东通过自身权势左右公司高管进行会计信息干扰时，几乎无人可以阻止他们，其他股东的权益将不可避免地受到侵蚀。由于当前我国正处于经济转型期，一些必要的法律法规还不完善，有的虽然有明确法律规定，但执行起来困难重重，这导致民企控股股东拥有很大的操控盈余管理的动机和运作空间，个别极端现象是大股东偷梁换柱将企业资产纳入囊中。于此同时，我国民营企业大多处于代际传

承阶段，由于创业代白手起家，对于企业的盈利状况更为敏感，且多数市场化公平竞争意识较弱，可能更倾向于利用盈余管理以获得利益。

综上所述，我国民营类上市企业股权结构表现出股权集中度高、中小股东制衡能力弱和代际经营目标具有差异性特征，因此有大股东可操作能力强、中小股东倾向于联合制约，以及创业代以家族利益为重而守业代以企业发展为重等现状。基于此，我们可以得出民企股权结构对盈余管理的几方面可能：民企控股股东持股越多，进行盈余管理的可能性越大；第 2-5 大股东持股越多，进行相关企业盈余管理的可能性越小；企业的创始人员持股越多，公司进行盈余管理的可能性越大。

（2）民营类上市企业董事会对盈余管理的影响

当前，沪深股市上市的我国民企，其内部治理结构一般可表述为“三会四权”模式，即控制、经营、监督及指挥四个层面的权力，分布在企业的股东大会、董事会、监事会等主要机构之中。但从企业运行情况来分析，由于企业的股权集中度异常之高，而其他股份又过于分散，企业的董事会或高管被大股东有效掌控的几率很高。在此类状态下，企业决策层中无人能够代表中小股东的合法权益，即使个别股东在企业高管中也有“代言人”，但由于人微言轻，他们的意见和建议往往不被重视，只能顺从大股东的意志。此外，一般推行独立董事制度后可以有效降低大股东谋私利勾搭，然而当前我国资本市场刚刚起步，对独立董事的约束限制还不完善，独立董事在企业运行和管理中究竟能够发挥多大的作用，至今还没有一个确定的观点。很多同类研究表明，民企中董事会构成和企业实施盈余管理频率之间，有着某种内在的联系。一般观点认为，务实正气的董事会可以进一步压低企业实施盈余管

理的冲动。同时，我国民营企业二代继承者更倾向于去遵守市场规则，以树立企业形象，从而减少盈余管理。

综上所述，我国证券市场上市的民企董事会对企业实施对盈余管理行为有一定的影响。这个影响有几个模式：民企的董事会组成人员越多，其实施盈余管理的可能性越小；民企的独立董事越多，其实施盈余管理的可能性越小；民企的第二代及以后人员在企业董事会中占比越大，其实施盈余管理的可能性越小。

（3）民营类上市企业监事会对盈余管理的影响

现阶段，我国民企中监事会运行中存有很突出的问题，其应有的功能也未能完全发挥出来，对企业管理层的监管能力较弱。首先，我国民企的监事会构成有很大不足，职能作用发挥受到制约。一般来说，企业的监事由股东代表及企业职工代表共同构成，假若在公司里无职无权的人出任监事会，因为其对企业运行情况不熟悉，往往较难发挥作用；而精选职工代表进入监事会，因为其自身利益因素影响，为了私利或前途，他们往往阐述观点顾及太多，造成了我国民企监事会自身功能发挥不充分、不完善的现象。其次，由于我国相关法规不健全，造成民企的监事会在履行职责时，缺乏必要的法律依据。在我国的《公司法》中，只阐述了监事会对企业董事及经理进行监督的权利，而这种监督是他们在行使权力时有明显的违法、违规行为时才可以。此外，监事会可以聘用法律、会计等相关专业人员进行帮助自己行使权力，但我国法律并未明确相关费用由哪个部门负担，因此在一定程度上缺乏可行性，尤其是民企监事会缺乏资金的情况下，监事的权力被极大约束了，无法正常施展。再次，按照我国法律，企业的监事会必要时，可提请公司组织召开临时股东大会，对公司运行中存在的问题做出分析研究，但组织召开股东大会的权力由董事会掌握，一旦企业

的董事会拒绝组织召开临时股东大会，监事会往往无能为力，这种局面导致企业监事会的自身职能进一步弱化。总之，由于我国相关法律法规的不完善，加之民企大股东绝对控股等因素，民企的监事会运行情况不是很好，并未完全发挥其应有的作用。因此，监管层对民企上市公司实施盈余管理的行为也就缺乏有效的控制手段。近年来，随着经济形势的变化，国内的民企对监事会的作用日益重视起来，随着国内相关法律法规的日渐健全，监事会在我国民企中的职能作用将逐渐提高。

综上所述，我国民营类上市企业监事会具有监督和制衡董事会与经理人权利的能力，前监督能力与规模成正相关、个人利益与企业利益一致能提高监督积极性，固监事会对盈余管理的影响可能有以下几个假设：民企监事会人员越多，企业实施盈余管理的可能性越小；监事持股越多，企业进行盈余管理的可能性越小。

（4）民营类上市企业管理层对盈余管理的影响

当前，我国民企多为原来的家族企业演化而成，因此企业中董事长和总经理两个职务“二合一”现象十分突出，这种局面导致企业对决策层的约束更难以实现。虽然在许多民企中也有大量外聘管理者，而且这些管理者还有很高的业务能力和管理经验，但这些人很难挤进企业的核心决策圈，因此此类管理人员从根本上来说是在董事会支配下参与公司管理，在企业两个关键职务“二合一”情况下，企业的决策权更加集中，这就导致他们实施盈余管理的可能性进一步提升。在持股方面，我国民企的管理层一般持有自己企业的股票都不是很多，这就造成他们的切身利益和企业长远利益无法保持高度一致，这就造成了企业决策者在施政时，不能从企业的长远发展利益考虑。此外，在我国民企中，还普遍存在着任人唯亲的现象，管理者家族内部人员有着一一种无形的向心力，一旦他们谋划实施盈余管理时，公

司的其他力量无法进行有效制衡，只能任由他们去做，有的人还主动和他们同流合污希望分一杯羹。因此，民企的管理层持股情况，对企业实施盈余管理有显著的影响。

综上所述，我国民营企业管理层具有两职合一、决策集中度高，以及可能存在谋私意愿的现状特征，因此管理层对盈余管理的影响可能有以下几个假设：相较于两职分离，民营企业公司所有权和经营权统一，则更倾向于盈余管理；企业高管自身持股越多，管理层进行盈余管理的几率越小。

3.2.3 民营类上市企业盈余管理对公司价值的影响

在我国的上市企业中，信息不对称问题普遍存在，企业的高管在获取企业生产经营信息方法时占据了绝对优势，在企业开展战略性活动时，掌握了大量企业盈利信息的企业高管则有意识地引导利用相关人员获悉此类信息，而他们则在暗地里开展盈余管理活动，向社会展示公司在生产、经营、收入等方面的正面信息，有效缓解了企业发展的波动性。在资本市场上，企业的股票价格也受到此类信息的影响，一般都要朝着相关方向产生波动，盈余管理的效果是向投资者实施正面引导，让公司的股票价格进一步反映其良好的发展前景。秦荣生（2001）指出，企业管理者实施盈余管理的目标，一般是期望进一步扩大自身或企业的市场价值，而在公司财务报表方面进行一定美化的做法。这种选择有时候是为企业的高管谋私利，也有的时候是为公司的长远发展提升动力。一些时候上市企业主动实施盈余管理，进一步提升和利益相关者的信息沟通，可有效压低企业的融资成本，进一步优化企业的生产经营环境。顾兆峰（2000）借助当前流行的委托代理理论进行系统研究，其发现盈余管理也拥有社会合理性，它能够进一步提升公司潜在价值的展现力度。在我国 A 股中，一些上市公司为了在残酷的竞争中占据优势，千方百计谋求多方面有力条件以获取更多投

融资，他们以盈余管理的方法规避投融资的高成本。因此，我们可以认为，企业的高管借盈余管理传递积极信号给市场，因而获取资金并压低操作成本，进而有效拓展自身的竞争优势。

根据有效契约理论，实施盈余管理是企业的决策者对契约刚性约束而采取的一种手段，它可以进一步压低运行成本。当前我国在企业进行会计政策选择方面，还没有量化评判标准，由于会计准则自身的缺陷必将造成公司在建立契约后，利用政策上的灰色地带进行灵活操作。盈余管理可引导财富进行重新分配，朝着对公司决策层有利的方向发展。此外，上市公司对于内部薪酬的考量是实施盈余管理的主要动机，而企业聘用的管理人员，要想得到较高的薪酬待遇，其前提条件是企业发展成绩达到预期。换句话说，上市公司的一些高管为得到高薪而实施盈余管理。陈胜蓝等（2011）在进行长时间研究后得出，我国上市民企中，许多高管进行盈余管理来有效提升自己的待遇。此外，上市公司进行盈余管理也是进一步展示公司潜在价值的一种方式，由于公司发展一些潜力比较隐蔽，和业绩不能直接挂钩，进行盈余管理也是展示潜力的一种措施。一般来说，企业的高管任期较短，为将自己在任期间的业绩逐步放大，一些管理者就采取了盈余管理方法，把企业发展预期中的收益情况转化到本期，以希望借此谋取超值回馈。此外，企业进行盈余管理，还可以得到好的声誉，顺利和其他合作者建立合同，进一步加强和供应商、消费者的联系，形成长期的战略联盟。在债务契约中，经理往往借助多种手段降低违约风险，确保已经签署的合同如期履约。

简单来说，企业高管进行盈余管理对其股票价格的波动有两方面的影响：第一，盈余管理对外发出了积极信号，为企业成长发展构建了安全稳定的外部环境；第二，盈余管理帮

助企业有效抵抗市场中的不确定性，进一步提升投资者对该公司的发展预期，有利于公司股票价格的持续稳定。

3.3 本章小结

本章对研究对象的特征进行了进一步的明确和认识。根据相关理论，企业内部的治理结构对其实施盈余管理有一定的影响。通过对民营企业与非民营企业在公司治理结构方面的比较分析，发现家族制管理是民营企业公司治理结构区别于非民营企业治理结构的重要特点。由于家族管理的存在，民营企业公司治理结构具有普遍的“一股独大”和“两权合一”现象。再联系相关理论我们可以推论出，民营企业相较于非民营企业，出于扩大家庭股东利益、获得外部资金和降低政治成本的动机更有可能进行盈余管理。从而，以民营企业来研究其内部的治理结构对公司实施盈余管理的影响具有很高的价值性。

在对研究对象的研究意义和价值性进行比较确认的同时，本章还从民营企业股权结构、董事会结构、监事会结构和管理层结构等四个方面对盈余管理的影响机理进行了深入探讨，为开展实证研究铺路。

第4章 我国上市公司盈余管理程度的比较分析

盈余管理是企业高管借助发布财务报表的机会，对公司收益信息实施调整，以实现利益最大化的操作手法。而盈余管理程度衡量了公司高管对上述操作程度的大小。本文将基于截面 Jones 模型，将 2015-2017 年上市公司作为初始样本，对其进行计量分析，根据计量结果比较我国民营类和非民营类上市公司的盈余管理程度。

4.1 盈余管理计量模型选择

到目前为止，从用单一指标计量盈余管理程度开始，国内外的诸多学者对此进行了不断地补充与完善，提出了很多形式的计量模型。本章将通过对这些盈余管理程度的计量模型进行分析与比较，择选出与本文研究最相匹配的计量模型。

4.1.1 基于财务指标的评价方法

财务指标是总结并传达财务信息的相对指标，它能够说明企业的资金活动状况，反映企业生产经营成果。一般来说，采用财务指标对盈余管理程度进行评价时主要有单一指标评价法和综合评价法两种方法。

单一指标评价法主要是指使用一个财务指标来反映与评价盈余管理程度的某一特征，同时这一财务指标要与会计盈余相关。盈余管理程度主要有两个特征，一是时间序列特征，时间序列特征又表现在三个方面，分别是持续性、可预测性和波动性。持续性反映了在企业的利润构成中的核心业务利润、主营业务利润等能够持续获利的那部分的比重；可预测性和波动性可由三年销售平均增长率和销售利润增长率来反映。二是对现金的保障性的保障，现金保障借助盈余保障金和应收账款周转率来定义。

综合评价法一般是指通过科学的统计或计量方法，把多个单一指标转化为一个能够反映整体情况的综合性指标的方法。一方面，同时采用多个指标会增加分析问题的难度，指标之间的相关性会增加问题的复杂性。另一方面，如果没有依据的减少指标可能会损失大量有用的信息，反而会得到错误的结论。所以需要寻求科学的方法来降低指标数量，与此同时尽可能降低信息的损失，因子分析法就是常用办法之一。

总而言之，单一指标评价法只能反映盈余管理程度的某一个特征，比较不全面；相比而言，综合评价法能够在形式上囊括了盈余管理程度的主要特征，较为全面。但是这两种评价方法都是建立在历史会计信息的基础上，因此并不是最合适的。

4.1.2 基于市场的评价方法

基于市场的评价方法，是指通过公司当期盈余的变动情况来对公司未来股票回报进行预测的能力，它考察的是盈余管理程度的相关性，许多学者采用盈余反应系数这个指标来衡量。一般情况下，盈余反应系数（Earnings Response Coefficients, ERC）是用来考量某股收益率对其预期盈余的表现情况，借此进一步阐释市场对信息的反应情况。基本模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta \times UE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中： $CAR_{i,t}$ 表示股票*i*在时期*t*内的累计超额收益率；

$UE_{i,t}$ 表示股票*i*在时期*t*预期盈余；

$\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。

盈余反应系数模型中的 β 就是盈余反应系数，从上式中能够看出累计超额股票收益率和预期盈余对盈余反应系数的大小有很大影响。

由于资本市场的不断发展，投资者越来越依赖会计盈余信息，因此采用 ERC 这一指标来评价盈余价值的相关性时是有依据的、合理的。但是，使用 ERC 这一指标来反映盈余管理程度时仍存在一些问题：①根据相关数据计算得到的 ERC 要远远低于理论上的 ERC。这主要有两方面的原因：一是会计盈余的信息本身存在问题；二是投资者没有正确理解和使用会计盈余信息。②除了以上提及的盈余管理外，其他资本要素也有可能对 ERC 产生影响，最终使得采用 ERC 估计盈余管理程度时存在噪音；③ERC 代表的是一个样本的整体水平，因此，不能真正测算某只股票某年间具体的 ERC，这将会在公司间进行横向比较时产生负面影响。

4.1.3 应计项目分离法

一般来说，应计项目分离法是指对总的应计项目分成两部分：操控性应计项目和非操控性应计项目。这个方法的目的是度量盈余管理的程度，它最早是由 Healy(1985)提出的，有学者通过评价企业的盈余管理来计量盈余管理程度。此后，对于盈余管理的分析重点逐步转到应计项目的方面。应计制会计即权责发生制的产物是应计项目。其中由于操控性应计项目具有不可观测性，因此其只能借助模型进行测算，从而间接得出其代表的盈余管理程度的大小。

近年来，在学术界使用的盈余管理模型很多，主要有以下几个：行业模型、希利模型、Jones 及 Jones 模型的修正版。在这几类模型的测试中，对第一类和第二类错误的发生情况进行比较，比较结果显示 Jones 模型修正版对盈余管理的反应最敏锐。关于 Jones 模型及其修正版简述如下：

(1) Jones 模型

Jones 模型是集中众多模型的优势演化而来的，Jones 大胆舍去原来模型的不合理成分，并将不可操控性应计利润的测算方法进行有效改进，从而设计出全新的模型。Jones 的核心成果是将原来的总应计利润进一步划分为可操控、非可操控等部分，通过内在关系进一步测算出可操控性应计利润的具体值。他认为公司收入及核心资产规模的有效函数是该公司的非可操控性应计利润。所以，必须设计线性回归模型来进一步测算该公司的非可操控性应计利润。模型的具体表述如下：

①非可操控性应计利润

$$NDA_t = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta \left(\frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} \right) + \gamma \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right)$$

其中： NDA_t 代表着经 $t-1$ 年调整后的 t 年的非操控性应计利润；

ΔREV_t 为 t 年的主营业务收入减去 $t-1$ 年的收入；

PPE_t 为 t 年末的固定资产原值；

A_{t-1} 为 $t-1$ 年年末总资产。

α, β 和 γ 是不同行业的特征参数，其估值按照下面的模型，借助行业分组数据予以回归，从而得出：

$$TA_t = a \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + b \left(\frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} \right) + c \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

其中： TA_t 是公司第 t 年的与经营活动相关的总应计利润；

a, b 和 c 分别是 α, β 和 γ 的 OLS 估计值；

ε_t 为残差项，指各企业的可控性应计利润部分。

②总应计利润

$$TA_t = (NI_t - CFO_t) / A_{t-1}$$

其中： NI_t 是公司第 t 年净利润；

CFO_t 是公司第 t 年经营活动现金流量净额。

③可操控性应计利润

$$DA_t = TA_t - NDA_t$$

在 Jones 模型中，DeFond（1994）把之前的时间序列数据扩展为横截面数据，具体的应计利润估计方法与时间序列方法基本相同。不过 α 、 β 和 γ 是代表不同行业的特征参数，这类参数的估计值是使用行业分组的数据信息，进一步运用相关模型进行回归而得到的。

（2）修正的 Jones 模型

Dechow 等（1995）认为 Jones 只分析企业的销售收入并将其视为变量的做法是不科学的。他的解释是，假如企业的管理者进行数据操控，人为夸大某阶段的销售收入等行为时，这一阶段的利润将会出现严重的低估情况。由此，他将模型进一步优化，增加了应收账款因素。其模型具体表述如下：

$$NDA_t = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} \right) + \gamma \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right)$$

其中， ΔREC_t 表示上市企业在 t 年与 $t-1$ 年应收账款中的；其余变差量不变。 α 、 β 和 γ 是不同行业的特征参数，此类参数的估值按照模型要求设计，并借助相关的行业分组信息回归得出：

$$TA_t = a \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + b \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} \right) + c \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

对 Jones 模型来说，又可以进一步分为时间序列、截面数据两种类型。由于当前我国的资本市场制度不够完善，且近年资本市场管理体制的变化也十分巨大，上市企业在进行内部治理及其相关信息公布方面并不全面和规范，一些企业的公开数据低于 5 年，因此它们无法满足时间序列模型的条件，不能用这种模型进行计量，因此本研究择取截面修正后的 Jones 模型进行相关的盈余管理计量。

4.2 盈余管理程度测算的计量模型构建

4.2.1 模型确立和变量说明

在通过系统的归纳目前现有的模型之后，本文以 Jones 模型为原型，进一步发展截面模型为盈余管理的计量研究，进而开展相关盈余管理测试。此外，发达国家的许多相关研究也反复证实，此类模型可以有效分析上市企业的盈余管理程度（Subramanyam, 1996）并且从我国证券市场多年的研究成果可以发现，选取截面 Jones 模型进行盈余管理研究取得了很多有价值的成果。如魏明海(2000)对 A 股上市企业盈余管理的研究，章永奎和刘峰（2002）对 A 股上市企业和审计之间关系的研究，以及陈信元和夏立军（2006）对审计质量与审计任期的研究等。陈小悦（2000）等各国多角度分析发现，借助截面 Jones 模型测算出的结果和企业的边际 ROE 情况，认定两者之间有一定的正相关关系。研究结果显示，截面 Jones 模型在一定程度上适用大陆的证券市场。夏立军（2003）对多个现有的以上市企业盈余管理测算为目标的模型进行比较，并结合其在我国资本市场中的验证结果进行实证分析。结果显示，划分行业并择取项目前总应计利润为因变量，在此基础上进行测算特征参数的模型，可以更精确揭示上市企业的盈余管理状况。本研究采纳了此方法，依托进行修正的截面 Jones 模型开展对上市企业的盈余管理测算。公式如下：

$$TA_{jq} = NetIncome_{jq} - CFO_{jq} \quad (4.1)$$

在模型(4.1)中, TA_{jq} 表示上市企业样本 j 在 q 个时期内的全部应计利润; $NetIncome_{jq}$ 代表着上市企业样本 j 在 q 个时期内的净利润; CFO_{jq} 代表着上市企业样本 j 在 q 个时期内的现金流净额:

$$\frac{TA_{jq}}{Asset_{jq-1}} = \beta_0 \frac{1}{Asset_{jq-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta Sale_{jq} - \Delta AR_{jq})}{Asset_{jq-1}} + \beta_2 \frac{FA_{jq}}{Asset_{jq-1}} + \varepsilon_{jq} \quad (4.2)$$

在模型(4.2)中, $Asset_{jq-1}$ 代表着上市企业样本 j 在 $q-1$ 时间段的总资产; FA_{jq} 代表着上市企业样本 j 在 q 时间段的固定资产原值; $\Delta Sale_{jq}$ 代表着上市企业样本 j 在 q 个时间段的营收与 $q-1$ 期营收的有效差值; ΔAR_{jq} 代表着上市企业样本 j 在 q 期和 $q-1$ 期应收账款的有效差值; β_0 、 β_1 、 β_2 分别代表着相关行业的特征参数。

$$NDA_{jq} = \hat{\beta}_0 \frac{1}{Asset_{jq-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{(\Delta Sale_{jq} - \Delta AR_{jq})}{Asset_{jq-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{FA_{jq}}{Asset_{jq-1}} \quad (4.3)$$

模型的主要作用是来计算非操控性应计利润。其中, NDA_{jq} 表示我们通过计算得到的样本 j 在 q 期的应计利润; $\hat{\beta}_0$ 、 $\hat{\beta}_1$ 、 $\hat{\beta}_2$ 表示模型(4.2)测算而获取的行业特征参数。

$$DA_{jq} = \frac{TA_{jq}}{Asset_{jq-1}} - NDA_{jq} \quad (4.4)$$

模型(4.4)模型的主要作用是来计算非操控性应计利润, DA_{jq} 用来表示测算得出的样本 j 在 q 期的应计利润。本文借助样本的行业分类, 分多个行业借助模型测算样本的应计利润 DA , 以 $|DA|$ 作为盈余管理的代理变量进行研究。

4.2.2 样本选择和数据来源

本研究所采用的财务信息相关数据大多源自国泰君安数据库，又因为我们研究中必须对样本实行业务分类，在分类时我们择取了证监会的《2018年1季度上市公司行业分类结果》，以此为标准进行行业分类。

本研究以2015-2017年之间我国股市的上市企业为样本。如模型所示，由于测算某企业的年度盈余管理情况时，往往会用到此企业前一年度的财务信息数据，所以在本章我们择取的数据实为2014-2017年。在选定样本后，按照以下环节进一步实施样本筛选：

(1) 去掉A股中的ST、*ST企业。这两类公司的财务信息异常，尤其影响本文的盈余管理的研究。

(2) 去掉金融、保险类上市企业。因为金融、保险行业的会计制度与一般行业的不同，会计制度的特殊性使得它与其他行业的财务数据不具有可比性，因此本文去掉了此类行业的上市企业。

(3) 去掉行业样本少的上市企业。住宿和餐饮业、卫生和社会工作业其样本数据过少，不能很好的测算盈余管理程度，因此本文去掉了此类行业的上市企业。

(4) 剔除财务数据、公司治理结构数据、股价等其他缺失的企业。在本研究的实证部分，必须运用上市企业的财务、治理结构、股价等数据，但由于个别企业缺乏此类数据，因此本文也去掉了此类企业。

表格 4.1 研究样本的行业分类

行业名称	行业代码	民营企业样本数量	非民营企业样本数量
农、林、牧、渔业	A	23	16
采矿业	B	34	40
制造业	C	1129	1034
电力煤气及水的生产和供应业	D	16	92
建筑业	E	35	62
批发和零售业	F	71	85
交通运输、仓储和邮政业	G	16	82
信息传输、软件和信息技术服务	I	109	141
房地产业	K	81	49
租赁和商务服务业	L	12	37
科学研究和技术服务业	M	13	32
水利、环境和公共设施管理业	N	17	28
文化、体育和娱乐业	R	16	42
综合	S	10	13
合计		1582	1753

4.3 民营类与非民营类上市公司盈余管理程度比较分析

4.3.1 模型各变量计算结果比较

本文使用 SPSS 软件进行相关操作，修正的 Jones 模型的各个变量的描述性统计如表

4.2，表 4.3，表 4.4 所示。

表格 4.2 2015 年描述性统计结果

企业类型	统计量	<i>NDA</i>	$\frac{1}{Asset_{2014}}$	$\frac{(\Delta Sale_{2015} - \Delta AR_{2015})}{Asset_{2014}}$	$\frac{FA_{2015}}{Asset_{2014}}$
民营类 上市企业	最小值	-1.9849	2.4906×10^{-13}	-2.1287	0
	最大值	5.1596	3.2429×10^{-7}	60.9484	7.9671
	均值	0.0080	9.0992×10^{-10}	0.1263	0.2534
	标准差	0.2535	8.1741×10^{-9}	1.7126	0.2967
非民营类 上市企业	最小值	-1.9746	4.8512×10^{-14}	-0.2267	0.0007
	最大值	1.0242	3.1443×10^{-8}	8.6013	13.1060
	均值	-0.0199	3.9291×10^{-10}	0.5665	0.3267
	标准差	0.1140	1.3105×10^{-9}	0.6350	0.5525

表格 4.3 2016 年描述性统计结果

企业类型	统计量	<i>NDA</i>	$\frac{1}{Asset_{2015}}$	$\frac{(\Delta Sale_{2016} - \Delta AR_{2016})}{Asset_{2015}}$	$\frac{FA_{2016}}{Asset_{2015}}$
民营类 上市企业	最小值	-2.2389	2.2121×10^{-13}	-3.1816	1.7700×10^{-5}
	最大值	26.2805	1.1490×10^{-7}	74.7182	13.1897
	均值	0.0408	6.5044×10^{-10}	0.2185	0.2562
	标准差	0.7537	3.0900×10^{-9}	2.4885	0.4696
非民营类 上市企业	最小值	-2.7051	4.5077×10^{-14}	-28.7257	0.0001
	最大值	0.8425	2.1856×10^{-8}	7.5412	3.1438
	均值	0.0055	4.2932×10^{-10}	-0.1234	0.2998
	标准差	0.0919	9.4315×10^{-10}	1.0928	0.2893

表格 4.4 2017 年描述性统计结果

企业类型	统计量	NDA	$\frac{1}{Asset_{2016}}$	$\frac{(\Delta Sale - \Delta AR)}{Asset_{2016}}$	$\frac{FA_{2017}}{Asset_{2016}}$
民营类	最小值	-1.4593	1.6960×10^{-13}	-7.2431	1.1400×10^{-5}
上市企业	最大值	11.7445	1.9011×10^{-8}	82.5101	1.8383
	均值	0.0375	4.6844×10^{-10}	0.2286	0.2044
	标准差	0.3488	9.8363×10^{-10}	2.6045	0.1734
非民营类	最小值	-0.7483	4.1411×10^{-14}	-6.3517	0.0004
上市企业	最大值	0.2078	1.8501×10^{-8}	7.0165	2.2822
	均值	-0.0067	5.0255×10^{-10}	0.1073	0.2712
	标准差	0.0452	8.4911×10^{-10}	0.4892	0.2302

4.3.2 盈余管理程度测算结果比较

凭借修正的截面 Jones 模型，可以有效测算出样本企业各年实施盈余管理的情况，本文运用 SPSS 软件对 2015-2017 年的样本公司实施盈余管理情况做出统计，结果如表 4.5 所示。从描述性统计结果可以看出：2015-2017 年三年间盈余管理程度均值变化不大，但标准差变化较大，表示国内民企实施盈余管理情况不尽相同；在做显著性检验之前假设民营类上市公司与非民营类上市公司盈余管理程度存在显著性差异，检验结果 $P > 0.05$ ，即接受原假设。因此从显著性检验结果可以看出：民营类上市企业三年来的盈余管理质量的均值普遍高于非民营上市企业，2017 年差异最为突出且较为显著。并且，出于数据的可获取性，文章选取的样本数据年限为 2015-2017，在此期间内，我国上市公司的盈余管理程度波动的整体范围区间为 [0.05-0.1]。因此，在下文的论述中，探讨盈余管理对公司价值的影响机理时，是以此区间作为理论依据。

表格 4.5 盈余管理程度的描述性统计结果

企业类型	民营类上市企业			非民营类上市企业		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
最小值	0.00	0.00	8.35×10 ⁻⁵	0.00	0.00	6.35×10 ⁻⁵
最大值	3.84	28.06	11.52	5.76	19.37	1.89
中位数	0.08	0.05	0.06	0.05	0.06	0.05
均值	0.11	0.12	0.10	0.10	0.10	0.07
标准值	0.22	0.74	0.33	0.20	0.55	0.11

表格 4.6 民营类与非民营类上市公司盈余管理程度统计显著性检验

年份	公司类型	平均值	标准差	P 值
2015	非民营-民营	0.01	1.234	0.052
2016	非民营-民营	-0.02	1.687	0.148
2017	非民营-民营	-0.03	3.546	0.221

4.3.3 盈余管理程度的比较结果分析

根据以上对民营上市企业盈余管理与非民营类上市企业盈余管理程度的比较，发现较其他类上市企业实施盈余管理的情况而言，我国民企实施盈余管理的动机较大。对于民营类上市企业而言，企业价值的最大化是其追求的最终目标，在面临着巨大的资本市场压力下，企业如果经营不善，市场上的投资者将会卖掉其持有的公司股票，管理者很可能会失去工作，因此，管理者为了避免失业问题，会有意的向上调整盈余。与此同时如果公司无法扭转亏损的局面，管理层会选择对盈余进行“巨额注销”，有意的向下调减当期盈余。与非民营类上市企业相比，民营类上市企业的融资较为困难，一方面是缺少地方政府或是国有金融系统的支持，在股票市场上难以通过审批或是配股再融资审批；另一方面获得银行贷款的难度也较大。因此，为了保住自身职位，满足强烈的融资需要，民营上市企业管理者有管

理公司盈余的动机，提高公司会计报告的业绩，以此来获得市场对他们的信心，使其能够在资本市场上顺利通过或配股再融资。

对于非民营类上市企业来说，由于其实际控制人是政府，因此在追求企业价值最大化的同时还要承担部分社会责任，如维护社会稳定和就业等。另外，由于是国家指派非民营类上市企业的高管，所以国家能够对其未来的政治和职业生涯走向产生很大的影响，对管理层采取事后惩罚机制，管理层主要是对政府负责，所以面临的市场压力较小。因此，与民营类上市企业相比，非民营类上市企业管理层对公司盈余的调整动机相对较小。

4.4 本章小结

目前关于盈余管理程度的定义，学术界尚未达成一致的观点，不同的学者“各自为政”，根据自己对盈余管理的认识提出相应的计量方式。本文在整理现阶段我国民企实施盈余管理的各种计量方式后，结合当前我国资本市场的状况，对盈余管理程度的内涵进行界定，然后通过修正的 Jones 模型，以我国资本市场 2015-2017 年这三年的上市公司为研究对象，对样本数据进行计算，并对民企和非民企实施盈余管理情况做了对比。研究发现，2015-2017 年三年来我国资本市场民企实施盈余管理情况大体没有变化，民营类上市企业均值普遍高于非民营类上市企业。

第 5 章 民营类上市公司治理结构对盈余管理影响的实证分析

根据上文描述的民营类上市企业的治理结构，本章决定将其分成四个层次，分别为股权结构、董事会结构、监事会结构以及企业管理层结构。本文通过运用我国 2015-2017 年上市企业的数据和上文对民营类上市企业盈余管理程度的测算结果，从四个方面实证探究了民营类上市公司治理结构对盈余管理的影响。

5.1 股权结构特征与盈余管理的实证研究

按照我国相关法律法规，一个企业的所有权是属于该企业各个股东的，如果要对企业进行管理整治，通常需要组织股东们共同商讨。只要是企业比较重要的决定和策略，股东都具有知道实际情况和参加投票、选取以及重大活动的权利。一般地，企业所有权与控制权相分离，与直接拥有企业的管理权力不同，股东是通过拥有该企业股权来增强自己的权力。通俗的理解股权就是拥有公司资产的权利。上市企业的股权所有者数量是巨大的，他包含了多种多样的社会身份，不同人有着不同的利益追求。企业股权结构是由股权所有者结构决定的，从而也影响了股东大会中成员的分布结构，进一步影响了监事会和董事会成员的组成结构。因为股权所有者有着各自的利益目标，所以可以认为股权结构表达了各利益主体对该企业的管理权力占比，且其决定了企业股东及经理人之间是一种法律上的委托代理关系。股权享有者均想使企业价值最大化，但是从个体来说，不一样的股东就会代表着不同利益，他们追求的细分目标并不完全一样。股权享有者为追求各自的利益目标，不可避免地影响着其他与之利益有联系的人，从而也就影响了管理整治企业的好坏。综上所述，企业股权结构的构成展示了资产所有者所有权的分布情况，在某种程度上是企业治理结构的产权基础，两者紧密联系，相互影响。

会计盈余信息不仅受到股权结构的间接影响，还受到会计选择的左右。会计信息虽说以会计准则为编制依据，但是企业管理者可以通过选择不同的会计政策来决定如何在账面上呈现一件经济事务，如此便合理修改了会计盈余信息。由此可知，企业管理者拥有极大的权力影响盈余管理工作。但是，如果股东拥有对企业实际的控制权利，企业管理者进行的会计选择是由股东左右的，其选择结果是各个股东博弈的产物，其中也包含着追求不同利益目标的股东们与管理人员之间的较量。

总结现有文献的研究成果，股权结构通常有着两层含义：一是股权构成，是指代际持股的不同，如创业代持股比例；二是股权集中程度或者因股权集中度而产生的股权制衡。本文就此两个层面深入研究了企业的股权结构和其实施盈余管理情况的联系。

5.1.1 研究假设

在亚洲，许多企业是家族控股或者政府控股的，这些企业的控制管理受一方股东把持，该股东拥有其企业最多的股份。控股股东一般还采取交叉持股等多种方式谋取自身的绝对掌控权力，拥有超出相应现金流的控制权力，通过掠夺该上市企业的利益以获取自身个人的私利。控制股权的第一大所有者从其他股权所有者处谋取私利的方法比较多，譬如将上市企业的资产借助关联的交易转移出去给个人，或者以比较“实惠”的价格售卖给代表控股股东的人。雷光勇、刘慧龙（2006）研究结果表明，上市企业资产侵占程度与控股股东持股比例正相关，而且严重影响着盈余关联程度。张祥建等（2006）从多个方面开展实证分析，他们的研究揭示出第一大股东持股比例越大，上市企业盈余关联现象越糟糕，大股东通过盈余管理的手段侵害了中小股东的利益。我国企业家族控股和政府控股的现象较常见，所以本文考虑了这一情况，提出了下面几个假设：

假设 H11：第一大股东的持股比例与盈余管理程度正相关。

股东之间存在制衡，但此制衡力量受到第一大股东控股比例影响。因为当其余股东的利益被第一大股东侵占损害时，其余的股东会联合起来制约第一大股东，而这一反抗力量与联合持股比例存在直接的正向相关关系，联合持股比例越大，对第一大股东的制约力量越强，越能有效减少其盈余管理行为。孙亮、刘春（2010）通过对民营上市公司进行研究，发现在联合持股比例高于某一范围后，企业盈余管理的动机随中小股东持股比的提升而降低。

假设 H12：第二大股东至第五大股东持股比例之和与盈余管理程度负相关。

创业代时期，其经营权与管理权不相分割，这就可能导致创业代管理者将家族利益作为首要考虑因素，将股权集中在自己手中，控股家族为谋取私利最大化，会采取公司掌控的资源、财富转移的方法进一步提升自身利益水平，这就必然造成他们动用一切手段谋利的现象，比如一些上市民企进行虚假关联交易、实施会计作假等，这就会直接造成信息失真等问题的发生。

假设 H13：创业代持股与盈余管理程度正相关。

5.1.2 样本选取与数据来源

本研究的样本为 2015-2017 年度我国 A 股上市的民营企业，相关变量的数据资料来源于 WIND 数据库、CCER 数据库和 CSMAR 数据库。为有效维护数据的客观真实性，本研究中我们将上市民企各年财报中的数据和其他权威网站的数据一一对照，并对原始数据做了以下调整：（1）由于金融保险行业的企业具有一定的特质，我们将此类公司进行了有效祛除处理；（2）对于当年新上市、首发、配股以及被证监会带帽 ST、*ST 等类型的上市企

业，实施全部祛除处理；（3）对于面临着退市风险或财报数据严重不足的上市企业，也做了全部祛除处理；（4）去掉了信息披露不够完整以及审计报告不够标准的上市企业；（5）去掉了该年最高层管理人员发生调整的上市企业；（6）去掉了具有无法解释的极端数值的上市企业。最终本文获得 1394 家民营企业作为数据样本，包含 4182 个观测值。根据中国证监会 SIC3 位级代码对样本行业进行分类（见表 5.1），制造业占比最大（73.48%），其次为信息科技业（7.09%）。

表格 5.1 行业划分及行业内包含样本数量

行业类别	行业代码	样本数量	占比情况（%）
农、林、牧、渔业	A	21	1.51%
采矿业	B	30	2.15%
制造业	C	1015	72.81%
电力煤气及水的生产和供应业	D	7	0.50%
建筑业	E	32	2.30%
批发和零售业	F	66	4.73%
交通运输、仓储和邮政业	G	10	0.72%
信息传输、软件和信息技术服务	I	97	6.96%
房地产业	K	61	4.38%
租赁和商务服务业	L	10	0.72%
科学研究和技术服务业	M	13	0.93%
水利、环境和公共设施管理业	N	13	0.93%
文化、体育和娱乐业	R	12	0.86%
综合	S	7	0.50%
合计		1394	100%

5.1.3 变量设定与计量模型

在研究中我们认为，上市企业的治理结构并不是对企业的盈余管理有影响的单一要素，借鉴国内外相关成果，还必须在现有的模型中加入控制变量，从而进一步提升研究测算结果的准确性。

(1) 公司规模。当前业界就上市企业规模大小对企业盈余管理的影响观点并不一致。Watts(1986)等研究认为，上市企业的规模越大，其实施盈余管理的动机也就会更强一些。而 Dechow(2002)等人进行深入分析测算后认为，如果上市企业自身的规模越大，它需要向社会公开的信息也会更多，为有效避免信息的不对称问题，这种做法在客观上限制了企业高管实施盈余管理的动机。本研究高度认同第二类观点。

(2) 资产负债率。在对上市企业的高管实施盈余管理动机方面的研究中，我们认为公司的资产负债率只是企业的债权人有效评估该公司潜在风险的重要指标。而当前，国内的上市企业借助负债进行融资的操作方法已经十分常见，这些企业的高管为了达到放款标准，并有效规避可能的违约成本，他们就存在实施盈余管理的内在动机。

(3) 净资产收益率。在当前情况下，国内监管层对需要吸引资金的上市公司，都有极为严格的管理检查和规范，其中必然会考察企业的净资产收益率这一重要盈利能力指标。此外，在我国上市企业聘请高级管理人员的合同中，一般也把净资产收益率视为对其考核的重要指标。因此，本研究把上市企业的净资产收益率作为控制变量来应用。

此外，为了有效降低年度差异，本文安排了 2 个虚拟变量，当样本在 2016 年度时，YEAR16 为 1，否则为 0；同样，当样本在 2017 年度时，YEAR17 为 1，否则为 0。

根据上边的被解释变量、解释变量及控制变量等三个主要变量，本研究初步构建了以下模型：

$$|DA| = \beta_0 + \beta_1 TOP + \beta_2 CB + \beta_3 EG + \beta_4 SIZE + \beta_5 DAL + \beta_6 ROE + \beta_7 YEAR_{15} + \beta_8 YEAR_{16} + \varepsilon \quad (5.1)$$

其中， $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_8$ 代表着等待进一步估计的系数， ε 代表其中的残差项。

其中，被解释、解释及控制等三个变量内涵如表 5.2 所示。

表格 5.2 股权结构特征变量定义

	变量名称	变量符号	变量的度量
被解释变量	Y 盈余管理程度	DA	具体见上文对被解释变量的说明
股权结构特征	X11 第一大股东持股比例	TOP	第一大股东持股数量/总股数
	X12 第 2—5 大股东持股总和	CB	第 2—5 大股东持股总股数
	X13 创业代持股比例	EG	第一代控制人持股数量/总股数
控制变量	公司规模	SIZE	LN（公司资产总额）
	资产负债率	DAL	负债总额/资产总额
	净资产收益率	ROE	净利润/总资产

5.1.4 实证分析

（1）描述性统计分析

本文各变量的描述性统计如表 5.3 所示。在统计之前，为防止出现极端值，对所有的连续变量在 1%以下和 99%以上分位数进行了缩尾处理，以消除异常值对样本稳健性的影响（下同）。

表格 5.3 股权结构特征变量描述性统计

变量名称	符号	平均值	最大值	最小值	标准差	观测值
盈余管理程度	DA	0.111	26.063	0.000	0.510	4182
第一大股东持股比例	TOP	27.961	100.000	0.000	16.782	4182
第 2—5 大股东持股之和	CB	17.659	66.640	0.000	11.802	4182
创业代占董事会比例	EG	0.643	52.539	0.000	3.434	4182
公司规模	SIZE	21.815	27.446	14.942	1.087	4182
资产负债率	DAL	0.392	2.579	0.012	0.203	4182
净资产收益率	ROE	0.007	9.991	-192.978	2.959	4182

从表可知，企业的第一大股东持股情况和第 2—5 大股东持股总和的平均值和标准差相差较小，说明股东之间具有一定的制衡，但总体上第一大股东还是占据一定的优势。创业代占董事会比例平均值过小，说明现今家族企业创业代的控制企业的权利在逐渐缩小。

（2）Pearson 相关性分析

股权结构各变量的描述性统计如表 5.4 所示。

表格 5.4 股权结构特征变量之间的 Pearson 相关系数

变量名称	DA	TOP	CB	EG	SIZE	DAI	ROE
DA	1.000	-0.022	0.018	-0.008	-0.021	0.075***	0.003
TOP	-0.022	1.000	0.124***	0.011	0.036**	-0.001	0.011
CB	0.018	0.124***	1.000	0.107***	-0.098***	-0.116***	-0.013
EG	-0.008	0.011	0.107***	1.000	-0.044	-0.068***	0.003
SIZE	-0.021	0.036**	-0.098***	-0.044	1.000	0.402***	0.009
DAI	0.075***	-0.001	-0.116***	-0.068***	0.402***	1.000	-0.050***
ROE	0.003	0.011	-0.013	0.003	0.009	-0.050***	1.000

注：***表示在 1%的显著性水平下显著；**表示在 5%的显著性水平下显著；*表示在 10%的显著性水平下显著，以下类同。

从上述表格我们可以了解到，企业进行盈余管理程度和其资产负债率有鲜明的正相关关系，说明企业的资产负债率是影响盈余管理程度的重要的一个因素。第二股东至第五股东持股比例之和（CB）与创业代占董事会比例、公司规模和资产负债率显著性较高，但 CB 与公司规模和资产负债率呈负相关性，并且数值较小，所以没有明显的多重共线性。

（3）回归分析

通过对上述面板数据进行实证分析，结果表 5.5 所示，这里分别利用固定和随机效应的聚类稳健标准误进行估计(下同)，利用 Hausman 检验对两种模型进行选择，其值为 72.16，在 1%的水平上拒绝原假设，表明固定效应模型更为合适。

表格 5.5 盈余管理程度与股权结构特征变量的回归分析结果

	固定	随机
TOP	0.36* (1.78)	0.25** (2.36)
CB	-0.24 (-0.259)	-0.15 (-1.03)
EG	0.16 (0.540)	0.31 (0.681)
SIZE	-0.022 (-1.142)	-0.106 (-1.064)
DAL	0.187*** (3.976)	0.213*** (2.932)
ROE	0.213 (0.542)	0.174 (1.237)
β_0	0.509*** (2.580)	0.401*** (2.712)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4182	4182
R ²	0.412	0.396
R ² adjust	0.386	0.313
F	16.54	
Husman	72.16	

注：*、**、***分别表示 10%、5%以及 1%的显著水平，括号里面为 Z 值，以下类同。

5.1.5 结果分析

在上述实证结果中，企业的第一大股东持股与实施盈余管理的系数为 0.36，在 10%的水平上显著，假设 H11 成立。而第 2-5 股东持股比例和创业代占董事会比例与盈余管理的系数均不显著，初步表明这两种特征变量对企业的盈余管理程度影响甚微，即假设 H12 和 H13 不成立。这可能是由于股权制衡度对抑制企业盈余管理的行为无效，部分民营上市公司的第一大股东持股比例过大，或者是一些大股东与第一大股东属于同一利益集团的情形导致。

5.2 董事会特征与盈余管理的实证研究

董事会成员与企业的经理人合谋，违反法律法规，为自己谋取私利的行为，这几年时有发生。众所周知董事会中的股权所有者是第一层面上的企业代理人，股东们向企业经理人反映委托代理意见的途径。处理公司每日事务的最高权力机构是董事会，他们对企业的盈余及其他信息有着极大影响。本章将通过研究上市公司的董事会，来探求企业盈余管理与董事会之间存在的关系。希望从董事会的角度提出一些建设性的建议以进一步提高我国上市公司的盈余管理程度。

5.2.1 研究假设

一般而言，上市企业的董事会管辖范围很宽，一旦董事会的规模过小，就无法以足够力量支撑行使各项权力，因此，很难对经理进行及时有效的监督，这样反而会抑制会计信息质量的提升。与此相反的是，如果企业董事会的人数较多，就可以轻松履职，并有空间去监督经理人的日常工作，能够进一步增强盈余的管理效果。但是，如果董事会的人数过多，会增加董事会内部的沟通成本和协调成本。因为，一般情况下，不同的董事代表着不同的利益主体，人数过多的董事会在面临沟通和协调问题时更容易发生争吵，从而使企业缺乏效率和凝聚力，为经理人提供了“逐个攻破”的机会。鉴于国内上市企业大多存有“一股独大”问题，董事会无限制增加人数势必引发其内部的利益纠缠、内耗，反而会难以进行有效制衡。

假设 H21: 董事会规模与盈余管理程度负相关。

守业代开始出现两权分离, 企业经营权与控制权被分离、稀释。守业代的法制性、规则性更强, 更加关注企业利益, 与社会声望相比, 更加看重独立董事的专业技能, 主要以薪酬和股权激励这两种方式对董事会成员进行激励。

假设 H22: 守业代占董事会比例与盈余管理程度负相关。

公司治理理论认为, 为了能够充分发挥公司的治理作用, 可以在董事会中加入独立董事, 降低代管者的投机活动, 压低企业进行盈余管理的几率, 因为独立董事具备独立性和专业知识。独立性是指独立董事是来自公司外部的, 他们通常在社会上具有很高的声望, 因此会充分发挥他们独立公正的监督作用来维护自己的社会地位; 专业知识是指独立董事能够充分运用自身的知识, 更好的识别出公司管理层的盈余管理行为。张逸杰(2006)发现, 独立董事与公司盈余管理行为之间关系是非线性的, 呈现 U 型, 独立董事所占的比例与公司盈余管理间呈现出负相关。李延喜(2007)认为, 独立董事会抑制公司管理层正向盈余管理行为, 对负向盈余管理行为的作用不显著。

假设 H23: 独立董事比例与盈余管理程度负相关。

5.2.2 样本选取和数据来源

同上一节内容, 本研究的样本为 2015-2017 年度我国 A 股上市的民营企业, 相关变量的数据资料来源于 WIND 数据库、CCER 数据库和 CSMAR 数据库。在对样本数据进行必要处理后, 最终本文获得 1394 家民营企业作为数据样本, 包含 4182 个观测值。

5.2.3 变量设定与计量模型

这一节总体上同前一节的内容类似，首先选取了能表示公司规模以及净资产收益率和负债率这 2 个变量，与此同时为了有效降低年度差异，本节安排了 2 个虚拟变量，当样本时间在 2016 年度时，规定 YEAR16 为 1，否则为 0；同样，当样本时间在 2017 年度时，规定 YEAR17 为 1，否则为 0。

根据以上被解释变量、解释变量和控制变量的情况，构建回归分析模型：

$$|DA| = \beta_0 + \beta_1 SBD + \beta_2 CG + \beta_3 ID + \beta_4 SIZE + \beta_5 DAL + \beta_6 ROE + \beta_7 YEAR_{15} + \beta_8 YEAR_{16} + \varepsilon \quad (5.2)$$

其中， $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_8$ 代表着等待进一步估计的系数， ε 代表其中的残差项。

表格 5.6 董事会特征变量定义

	名称	符号	度量
被解释变量	Y 盈余管理程度	DA	具体见上文对被解释变量的说明
董事会特征	X ₂₁ 董事会规模	SBD	董事会总人数
	X ₂₂ 守业代占董事会比例	CG	第二代控制人进入董事会人数/ 董事会总人数
	X ₂₃ 独立董事比例	ID	独立董事人数/董事会总人数
控制变量	公司规模	SIZE	LN（公司资产总额）
	资产负债率	DAL	负债总额/资产总额
	净资产收益率	ROE	净利润/总资产

5.2.4 实证分析

(1) 描述性统计分析

本文对其中的各个变量统计如表 5.7 所示。独立董事比例的平均值为 37.80%，未达到董事会规模的半数。

表格 5.7 董事会特征变量描述性统计

变量名称	符号	平均值	最大值	最小值	标准差	观测值
盈余管理程度	DA	0.1111	26.0626	0.0002	0.5097	4182
董事会规模	SBD	8.1699	18	4	1.4809	4182
守业代占董事会比例	CG	0.2310	5	0	1.0059	4182
独立董事比例	ID	0.3779	0.6667	0.2	0.0547	4182
公司规模	SIZE	21.8152	27.4455	14.9416	1.0877	4182
资产负债率	DAL	0.3934	2.5785	0.0120	0.2035	4182
净资产收益率	ROE	0.0064	9.9907	-192.9779	2.9592	4182

由上表可以看出，守业代占董事会比例的平均值上较大，说明创业代正在逐渐退出董事会。

(2) Pearson 相关性分析

董事会特征各变量的相关性分析如表 5.8 所示。

表格 5.8 董事会特征变量之间的 Pearson 相关系数

变量名称	DA	SBD	CG	ID	SIZE	DAL	ROE
DA	1.000	0.041***	-0.028*	-0.019	-0.021	0.075***	0.003
SBD	0.041***	1.000	0.090***	-0.440***	0.188***	0.081***	-0.002
CG	-0.028*	0.090***	1.000	-0.053***	0.014	-0.084***	0.011
ID	-0.019	-0.440***	-0.053***	1.000	-0.055***	-0.016	0.011
SIZE	-0.021	0.188***	0.014	-0.055***	1.000	0.402***	0.009
DAL	0.075***	0.081***	-0.084***	-0.016	0.402***	1.000	-0.050***
ROE	0.003	-0.002	0.011	0.011	0.009	-0.050***	1.000

由上表可以看出，企业实施盈余管理情况和其董事会人数有相关性，而董事会规模与守业代占董事会比例、独立董事比例、公司规模以及资产负债率显著相关，说明董事会规模在企业经营过程中影响较为重要。

(3) 回归分析

通过对上述面板数据进行实证分析，结果表 5.9 所示，利用 Hausman 检验对两种模型进行选择，其值为 88.34，在 1%的水平上拒绝原假设，即固定效应模型更为合适。R² 和调整 R² 分别 0.419 和 0.351，该模型对被解释变量具有一定的解释，表明模型设置合理。

表格 5.9 盈余管理程度与董事会特征变量的回归分析结果

	固定	随机
SBD	-0.17*** (2.613)	-0.15** (-2.22)
CG	-0.09 (-1.014)	-0.12 (-0.934)
ID	-0.137 (-0.802)	0.31 (0.681)
SIZE	-0.261** (-2.189)	-0.154* (-1.764)
DAL	0.182*** (3.880)	0.209*** (3.014)
ROE	0.019 (0.611)	0.054 (1.154)
β ₀	0.524** (2.124)	0.509*** (2.712)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4182	4182
R ²	0.419	0.498
R ² adjust	0.351	0.341
F	21.398	
Husman	88.34	

5.2.5 结果分析

在上述实证结果中，独立董事与企业的盈余管理之间的系数为-0.17，呈现出负相关关系，在 1%的水平上显著，假设 H21 成立。而守业代占董事会比例和独立董事比例与盈余管理之间的系数均不显著，即假设 H22 和 H23 不成立。这表明即使提高企业董事会的独立性也难以降低企业进行盈余管理动机，而造成此种情形的原因众多，但单从企业的独立董事制度上分析，主要有一下两大原因：一是聘任不严格，大多是凭“关系资源”而产生的；二是缺少相应的问责机制，导致很多独立董事毫无责任感。

5.3 监事会特征与盈余管理的实证研究

5.3.1 研究假设

企业除了董事会对企业经理人进行制衡的机制，还存在监督检查企业管理运营的机构，共同控制公司治理问题。上市公司内部有着诸多不同利益主体，如果监事会的成员不够多，便顾及不到企业的各个方面，无法有效发挥监督的职能，而且容易被董事会或者企业经理人影响和控制。另外，如果让监事会能独立发挥监督作用，便也能影响上市公司盈余管理行为，变成与董事会相似的情形。那么假若监事会人数越多，监事会成员间的相互制衡性就越强，所以对公司的盈余管理制约作用就越强。

假设 H31：监事会规模与盈余管理程度负相关。

如果监事会成员有着认真、负责、严肃和谨慎的态度，且积极工作，是进一步提升监督效果的先决条件。为进一步提升监事的履职主动性，应给予他们一定的报酬。监事会成员持有股份，可以让其和股东利益融合起来，进而为其行使职责创造条件，监事持股增多，其

个人利益和企业的利益捆绑在一起，从而防止董事、经理利用信息不对称的优势进行违规操作。

假设 H32：监事持股比例与盈余管理程度负相关。

5.3.2 样本选取和数据来源

同上一节内容，本研究的样本为 2015-2017 年度我国 A 股上市的民营企业，相关变量的数据资料来源于 WIND 数据库、CCER 数据库和 CSMAR 数据库。在对样本数据进行必要处理后，最终本文获得 1394 家民营企业作为数据样本，包含 4182 个观测值。

5.3.3 变量设定与计量模型

这一节总体上同前一节的内容类似，首先选取了能表示公司规模变量以及净资产收益率和负债率这 2 个变量，与此同时为了有效降低年度差异，本节安排了 2 个虚拟变量，当样本时间在 2016 年度时，规定 YEAR16 为 1，否则为 0；同样，当样本时间在 2017 年度时，规定 YEAR17 为 1，否则为 0。

根据以上对被解释、解释和控制三个变量情况，构建模型：

$$|DA| = \beta_0 + \beta_1 SBS + \beta_2 BS + \beta_3 SIZE + \beta_4 DAL + \beta_5 ROE + \beta_6 YEAR_{15} + \beta_7 YEAR_{16} + \varepsilon$$

(5.3)

其中， $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_7$ 表示待估系数， ε 表示残差项。

表格 5.10 监事会特征变量定义

	变量名称	变量符号	变量的度量
被解释变量	Y 盈余管理程度	DA	具体见上文对被解释变量的说明
监事会特征	X ₃₁ 监事会规模	SBS	监事会总人数
	X ₃₂ 监事持股比例	BS	监事会持股总数/总股数
控制变量	公司规模	SIZE	LN（公司资产总额）
	资产负债率	DAL	负债总额/资产总额
	净资产收益率	ROE	净利润/总资产

5.3.4 实证分析

(1) 描述性统计分析

监事会各特征变量的描述性统计如表 5.11 所示。监事会规模平均值为 3.2179，说明目前各民营上市公司监事会人数平均为三人。监事会持股比例都较低，其中最小值为 0 的原因有两个，第一是确实没有持股，第二就是持股数相较于总股数微乎其微。

表格 5.11 监事会特征变量描述性统计

变量名称	符号	平均值	最大值	最小值	标准差	观测值
盈余管理程度	DA	0.1111	26.0626	0.0002	0.5097	4182
监事会规模	SBS	3.2179	14	1	0.7390	4182
监事会持股比例	BS	0.0037	0.4319	0	0.0147	4182
公司规模	SIZE	21.8151	27.4455	14.9416	1.0874	4182
资产负债率	DAL	0.3932	2.5785	0.0120	0.2033	4182
净资产收益率	ROE	0.0066	9.9907	-192.9779	2.9592	4182

(2) 相关性检验

表 5.12 列示了监事会特征变量之间的 Pearson 相关系数。从表中的结果可以看出，在 1%的水平上，DA 的数值与监事会的规模呈现显著正相关关系，同时 DA 的数值与监事会的持股比例之间没有显示出显著的相关性。

表格 5.12 监事会特征变量之间的 Pearson 相关系数

变量名称	DA	SBS	BS	SIZE	DAL	ROE
DA	1.000	-0.045***	-0.006	-0.021	0.075***	0.003
SBS	-0.045***	1.000	0.021	0.162***	0.103***	-0.034**
BS	-0.006	0.021	1.000	-0.063***	-0.101***	0.006
SIZE	-0.021	0.162***	-0.063***	1.000	0.402***	0.009
DAL	0.075***	0.103***	-0.101***	0.402***	1.000	-0.050***
ROE	0.003	-0.034**	0.006	0.009	-0.050***	1.000

(3) 回归分析

通过对上述面板数据进行实证分析，结果表 5.13 所示，研究利用 Hausman 检验对固定模型和随机模型进行选择，因其值为 75.33，在 1%的水平上拒绝原假设，表明固定效应模型更为合适。在实证结果中，监事会规模系数为-0.281，在 5%的水平上显著，而监事会持股比例系数不显著。模型拟合程度一般，但因通过了 F 检验，因此模型总体来讲是有效的。

表格 5.13 盈余管理程度与监事会特征变量的回归分析结果

	固定	随机
SBS	-0.281** (2.453)	-0.219* (1.717)
BS	-0.449 (-0.564)	-0.374 (-0.379)
SIZE	-0.025*** (-2.661)	-0.097** (-2.219)
DAL	0.182*** (3.858)	0.169*** (3.153)
ROE	0.101 (0.609)	0.093 (0.491)
β_0	0.483** (2.453)	0.416** (2.115)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4182	4182
R2	0.489	0.452
R2 adjust	0.470	0.418
F	18.131	
Husman	75.33	

5.3.5 结果分析

通过上述分析可以看出，盈余管理和监事会人数呈现负相关关系，这与原假设 H31 是一致的。此外，关于监事会持股比例的假设并未通过检验，监事会持股对民企盈余管理没有十分显著的影响，即假设 H32 不成立。

监事会未能对公司盈余管理活动起到有效抑制作用，主要原因是民企监事会人员一般持股太低，甚至为 0，再加上监事会制度尚不完善，未能发挥监事会的作用。

5.4 管理层特征与盈余管理的实证研究

现代的企业管理理论提出，企业如同一个个市场细胞，而连接企业间的神经网络是一系列契约。连接企业间的“神经网络”并非设计的完美无缺，这源于市场机制天然存在着信息不对称性，而“神经网络”的非完全性就为经理人提供了进行投机行为的可能性。经典的委托代理理论的一个重要研究延伸就是企业代理人和委托人存在风险偏好异质性。在企业发展的初期，企业选择支付代理人固定租金的方式来解决这一矛盾，但是该方法随着企业规模的扩大，变得不再适用。当前，企业普遍使用薪酬激励的方式来使代理人和委托人的利益一致性。

5.4.1 研究假设

本文认为，当董事长兼任总经理时会造成内部控制失效，即总经理自己监督自己时，会方便总经理谋取私利，不能有效保证股东的利益。与此同时，更多的内部管理人员将会被任命为董事会成员，这一结果会增大内部董事的优势，使内部董事的控制权力增大，导致公司治理作用的弱化和公司盈余管理程度加重。

假设 H41：公司二职合一与盈余管理程度正相关。

根据会计盈余信息建立的薪酬契约，无法对高管实行有效激励，为降低高管谋取私利的盈余管理行为，可以对高管授予股权激励，将高管自身利益目标调整成与公司价值最大化目标一致。这些股权一般是通过期权的方式给予，在无法立即变现的情形下，高管为了获得更大的利益，必须关注公司未来的发展，以使股价处于预期的较高位置。

假设 H42: 高管人员持股比例与盈余管理程度负相关。

5.4.2 样本选取和数据来源

同上一节内容, 本研究的样本为 2015-2017 年度我国 A 股上市的民营企业, 相关变量的数据资料来源于 WIND 数据库、CCER 数据库和 CSMAR 数据库。在对样本数据进行必要处理后, 最终本文获得 1394 家民营企业作为数据样本, 包含 4182 个观测值。

5.4.3 变量设定与计量模型

这一节总体上同前一节的内容类似, 首先选取了能表示公司规模以及净资产收益率和负债率这 2 个变量, 同时为了有效降低年度差异, 本节设置了 2 个虚拟变量, 当样本时间在 2016 年度时, 规定 YEAR16 为 1, 否则为 0; 同样, 当样本时间在 2017 年度时, 规定 YEAR17 为 1, 否则为 0。

根据以上对被解释、解释及控制等三个变量, 构建了回归模型:

$$|DA| = \beta_0 + \beta_1 DM + \beta_2 MS + \beta_3 SIZE + \beta_4 DAL + \beta_5 ROE + \beta_6 YEAR_{15} + \beta_7 YEAR_{16} + \varepsilon$$

(5.4)

其中, $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_7$ 表示待估回归系数, ε 代表着其残差项。

表格 5.14 管理层特征变量定义

	变量名称	变量符号	变量的度量
被解释变量	Y 盈余管理程度	DA	具体见上文对被解释变量的说明
管理层特征	X41 公司二职合一	DM	同一人取 1, 不同人取 0
	X42 高管人员持股比例	MS	高管持股数量/总股数
控制变量	公司规模	SIZE	LN (公司资产总额)
	资产负债率	DAL	负债总额/资产总额
	净资产收益率	ROE	净利润/总资产

5.4.4 实证分析

(1) 描述性统计分析

各变量的描述性统计如表 5.15 所示。近年来，民营上市公司二职合一情况并不普遍，多数公司董事长与总经理并未兼任。同监事会一样，高管人员持股比例也较低，也存在最小值为 0 的情况。

表格 5.15 管理层变量描述性统计

变量名称	符号	平均值	最大值	最小值	标准差	观测值
盈余管理程度	DA	0.1111	26.0626	0.0002	0.5097	4182
公司二职合一	DM	0.3441	1.0000	0.0000	0.4751	4182
高管人员持股比例	MS	0.0934	0.8100	0.0000	0.1465	4182
公司规模	SIZE	21.8151	27.4455	14.9416	1.0874	4182
资产负债率	DAL	0.3932	2.5785	0.0120	0.2033	4182
净资产收益率	ROE	0.0066	9.9907	-192.9779	2.9592	4182

(2) 相关性检验

表 5.16 列示了管理层特征变量之间的 Pearson 相关系数。DA 值与公司二职合一、高管人员持股比例之间并无显著相关性关系。

表格 5.16 管理层特征变量之间的 Pearson 相关系数

变量名称	DA	DM	MS	SIZE	DAL	ROE
DA	1.000	0.017	-0.015	-0.021	0.075***	0.003
DM	0.017	1.000	0.432***	-0.068***	-0.056***	0.012
MS	-0.015	0.432***	1.000	-0.158***	-0.163***	0.011
SIZE	-0.021	-0.068***	-0.158***	1.000	0.402***	0.009
DAL	0.075***	-0.056***	-0.163***	0.402***	1.000	-0.050***
ROE	0.003	0.012	0.011	0.009	-0.050***	1.000

(3) 回归分析

通过对上述面板数据进行实证分析，结果表 5.17 所示，研究利用 Hausman 检验对固定模型和随机模型进行选择，因其值为 71.91，在 1%的水平上拒绝原假设，表明固定效应模型更为合适。在实证结果中，公司二职合一系数为 0.236，在 1%的水平上显著，而高管人员持股比例系数不显著。模型拟合程度一般，但因通过了 F 检验，因此模型总体来讲是有效的。

表格 5.17 盈余管理程度与管理层特征变量的回归分析结果

	固定	随机
DM	0.236* (1.657)	0.192* (1.896)
MS	-0.136 (-0.481)	-0.112 (-0.541)
SIZE	-0.223*** (-2.501)	-0.218** (-2.493)
DAL	0.181*** (3.838)	0.175*** (3.116)
ROE	0.099 (0.593)	0.114 (0.553)
β_0	0.553*** (2.792)	0.673*** (2.617)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4182	4182
R2	0.423	0.409
R2 adjust	0.434	0.411
F	19.852	
Husman	71.91	

5.4.5 结果分析

通过上述分析可以看出，企业实施盈余管理程度和与该企业实施董事长和总经理职位二合一情况有一定关联性，这与原假设 H41 是一致的。此外，关于高管人员持股比例的假

设未通过检验,高管人员持股比例对民营上市公司盈余管理程度并无显著影响,即假设 H42 不成立。

企业高级管理层人员持股情况对该企业实施盈余管理活动没有特别明显的影响。其原因主要是,同监事会相似,大部分民营类上市公司对高管持股激励程度偏低,高管人员自身利益与公司利益未能有效统一。

5.5 本章小结

本文厘清了公司治理结构与盈余质量的关系,系统分析了企业自身治理结构的相关层面对其实施盈余质量的影响,并提出了进一步完善企业内部治理结构的相关建议。具体来说:

(1) 股权结构特征。关于股权结构特征方面主要安排了第一大股东持股、第 2-5 股东持股总和以及创业代持股比例三个变量。其中,在 10% 的显著性水平上,第一大股东持股变量与盈余质量呈现出正相关的关系。第 2-5 股东持股总和以及创业代持股比例没有通过检验,此结果说明这两个变量对盈余质量影响程度较低。

(2) 董事会的特征。本文针对董事会设计选取了三个能够代表其特征的变量,分别为董事会规模、守业代占董事会比例以及独立董事比例。其中,只有董事会规模通过了检验,说明董事会人数和公司盈余管理负相关,起到管理监督的作用,很大程度上减少管理者的盈余管理行为。守业代占董事会比例与独立董事比例未能通过检验,说明其对盈余管理影响并不明显。

(3) 监事会特征。监事会特征由监事会规模与监事持股比例反映,其中,监事会人数在一定程度上有效影响该公司进行盈余管理的程度。同董事会一样,对于公司的盈余管理

程度，监事会的人数越多越能压制。同时，公司盈余管理几乎不受监事会持股情况影响，这可能是由于企业监事持股比例较低或监事会制度尚不完善。

（4）管理层特征。公司二职合一与高管人员持股比例来衡量企业管理层特征，其中，公司二职合一能正向影响企业盈余管理程度，而企业管理层持股情况对盈余管理行为没有较大的影响。

第 6 章 民营上市公司盈余管理程度与公司价值相关性影响研究

以上我们详细研究了企业内部治理结构对盈余管理的影响，但站在机构投资者的角度，他们更关心公司盈余管理程度对公司价值有何影响。在实证会计学领域，会计盈余信息含量一直是个极其重要的研究热点，其受重视程度与股票价格一样。综上，本章将针对公司盈余管理程度与价值相关性的影响展开研究，探索会计盈余与公司股票之间的关系。

6.1 研究假设

就股票的价格与会计盈余之间的关系，Beaver（1998）详细的提出了两者之间的相关过程。第一种是未来盈余与现在盈余之间的关系，毋庸置疑，高质量的盈余管理能很好地预计的会计盈余。第二种是未来盈余和未来股利的关系，众所周知，预计的盈余管理极大地影响者未来的股利。第三种是未来股利和股票价格的关系，无可否认地，未来股利又与股票价格密切相关。由以上三种紧密关系，便也将股票价格和现在盈余管理联系在一起。

高质量的盈余管理信息因信息更透明化和信息的不对称程度相对较低，对使用会计信息的投资者来说表示较低的决策风险。具有高质量盈余管理信息的上市公司能更好地与投资者和股民进行沟通，更易成功获得社会资金，从而进一步降低公司的信息成本和融资成本。上市公司的股票价格通常围绕在公司价值上，而资本成本影响着公司价值。由经典财务理论可知，当公司价值最大时，公司的资金成本一定是最低的。因此综合上述分析，便可将盈余质量即盈余管理的程度通过资金成本、公司价值，与股票价格联系在一起。

由此，本文提出了 2 个假设：

H6-1: 假设在一定范围内，我国上市公司的盈余管理程度与股票价格之间存在正相关关系。

H6-2: 公司每股收益与公司股票价格呈正相关, 但公司实施盈余管理的行为对企业每股收益与股票价格之间的关系具有调节作用。

6.2 研究方法与变量设定

6.2.1 研究方法

针对股票内在价值研究的计量模型有很多, 比如自由现金流量折现模型、股利折现模型、Black-Scholes 期权定价模型以及 Faltham-Ohlson 估价模型等模型。Faltham-Ohlson 估价模型具有很强的理论基础和严密的推理, 但是该模型中对贴现率的研究存在问题。所以, 在两位学者之后, 学者们尝试对这个基本模型进行修改完善。

徐红军 (2013) 运用修正后的 Faltham-Ohlson 估价模型进行了研究, 认为我国会计信息具有价值相关性, 而且该相关性与公司的规模和股票的流通性呈现正相关关系。所以, 本文计划基于此修正后的 Faltham-Ohlson 估价模型, 加入部分变量, 构造适用于研究盈余管理程度价值相关性的模型。具体回归模型如下所示:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 BV_{i,t} + \alpha_3 EQ_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 PCS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6-1)$$

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 BV_{i,t} + \alpha_3 EQ_{i,t} + \alpha_4 EQ_{i,t} \times EPS_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 PCS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6-2)$$

其中, $EPS_{i,t}$ 指公司 i 第 t 期的每股收益;

$BV_{i,t}$ 指公司 i 第 t 期的每股净资产的账面价值;

$EQ_{i,t}$ 指公司 i 第 t 期的盈余管理程度;

$EQ_{i,t} \times EPS_{i,t}$ 为交互项, 用于检验盈余管理程度对公司每股收益的调节效应;

$SIZE_{i,t}$ 指公司 i 第 t 期的资产规模的对数;

$PCS_{i,t}$ 指公司 i 第 t 期的流通股比例；

$\varepsilon_{i,t}$ 是残差项。

6.2.2 数据来源

本文研究的样本区间为 2014-2016 年度我国 A 股上市的民营企业，相关变量的数据资料来源于 WIND 数据库、CCER 数据库和 CSMAR 数据库。为有效保证所选样本中相关信息的质量，本文以上市企业财报为基础，并借助权威网站信息进行一一校对，并对原始数据做了以下调整：（1）去掉金融、保险类上市企业，因该行业有特殊性；（2）去掉了新发行股票、配股的企业和财务异常的 ST 类企业；（3）去掉了面临退市及信息不全面的各类企业；（4）去掉了信息披露不够完整以及审计报告不够标准的上市企业；（5）去掉了该年最高层管理人员发生调整的上市企业。最终本文获得 1625 家民营企业作为数据样本，包含 4875 个观测值。根据中国证监会 SIC3 位级代码对样本行业进行分类（见表 6.1），制造业占比最大（66.22%），其次为信息科技业（7.57%）。

表格 6.1 行业划分及行业内包含样本数量

行 业	代 码	样 本 数 量	占 比 (%)
农、林、牧、渔业	A	21	1.29
采矿业	B	30	1.85
制造业	C	1076	66.22
电力煤气及水的生产和供应业	D	20	1.23
建筑业	E	32	1.97
批发和零售业	F	98	6.04
交通运输、仓储和邮政业	G	35	2.15
信息传输、软件和信息技术服务	I	123	7.57
房地产业	K	61	3.75
租赁和商务服务业	L	35	2.15
科学研究和技术服务业	M	38	2.34
水利、环境和公共设施管理业	N	21	1.29
文化、体育和娱乐业	R	19	1.17
综合	S	16	0.98
合计		1625	100

6.2.3 变量设定

下表 6.2 是每个变量的具体信息。

表格 6.2 变量的名称、符号及含义表

	名称	符号	含义
被解释变量	股价	P	每年 4 月份最后一个交易日价格
解释变量	盈余管理程度	EQ	盈余管理程度
	盈余管理程度*每股 收益	EQ×EPS	公司盈余程度与每股收益的交互项 收益
控制变量	每股收益	EPS	公司每期的每股收益
	每股收益	EPS	净利润/总股数
	每股净资产	BV	净资产总额/总股数
	资产的规模	SIZE	资产总额的自然对数

交易所每日公布的收盘价不具有可比性，原因在于拆息、送股、配股等对股本变动的影响。通过研究，本文的数据选用国泰安数据库，因国泰安数据库会对每一个交易日期收盘价进行调整，为研究提供了不同情况下的可以比较的价格。根据上市公司年报公布的时间，股票价格选择下一年 4 月份末的收盘的价格数据。

6.3 实证分析

6.3.1 描述性统计

本文描述性统计分析和两个系数的相关性检验是通过 SPSS 软件完成。描述性统计结果如表 6.3 所示。从下表可以大体上了解上文所提变量的一些基本特征。

表格 6.3 价值相关性各变量描述性统计结果

年份	变量	股价	每股 收益	每股净 资产	盈余管理 程度	资产规模 (亿元)	流通股比 例
2014	数量	1626	1626	1626	1626	1626	1626
	最小值	0.51	-6.86	-7.71	-3.42	11.14	12%
	最大值	186.00	17.53	23.18	3.83	41.13	100%
	均值	16.79	0.36	4.56	0.067	21.77	53.58%
	标准差	12.98	0.71	2.62	0.23	0.86	24.41%
2015	数量	1626	1626	1626	1626	1626	1626
	最小值	0.91	-5.02	-5.32	-26.06	17.19	12%
	最大值	191.00	6.43	31.93	1.66	37.18	100%
	均值	24.85	0.35	4.53	0.072	22.15	54%
	标准差	18.32	0.55	2.79	0.74	0.79	24%
2016	数量	1626	1626	1626	1626	1626	1626
	最小值	0.95	-5.90	-0.73	-11.52	19.01	8%
	最大值	97.73	16.54	32.37	1.13	38.21	100%
	均值	18.49	0.29	4.25	0.068	19.11	53.66%
	标准差	12.19	0.72	2.98	0.35	0.91	24.42%

6.3.2 Pearson 相关性分析

下表 6.4 反应盈余管理程度价值相关性的各相关变量之间的 Pearson 相关系数。

表格 6.4 价值相关性各个变量之间的 Pearson 相关系数

年份	变量名称	股价	盈余管理程度	每股收益	每股净资产	盈余管理程度*每股收益	资产规模	流通股比例
2014	股价	1	0.243**	0.337***	0.415	0.128**	0.011	-0.179***
	盈余管理程度	0.243**	1	0.124*	0.341**	0.538*	0.128*	0.351**
	每股收益	0.337***	0.124*	1	0.289	0.679***	0.211***	-0.045
	每股净资产	0.415	0.341**	0.289	1	0.348	0.119***	-0.005
	盈余管理程度*每股收益	0.128**	0.538*	0.679***	0.348	1	0.091	-0.041***
	资产规模	0.011	0.128*	0.211***	0.119***	0.091	1	-0.053
	流通股比例	0.179***	0.351**	-0.045	-0.005	-0.041***	-0.053	1
2015	股价	1	0.241**	0.511***	0.478***	0.249**	0.089*	-0.139***
	盈余管理程度	0.241**	1	0.268**	0.314*	0.468**	0.221***	0.284*
	每股收益	0.511***	0.268**	1	0.611	0.731***	0.191	-0.091***
	每股净资产	0.478***	0.314*	0.611	1	0.419***	0.288	-0.07
	盈余管理程度*每股收益	0.249**	0.468**	0.731***	0.419***	1	0.091**	-0.028***
	资产规模	0.089*	0.221***	0.191	0.288	0.091**	1	-0.041
	流通股比例	0.139***	0.284*	0.091***	-0.07	-0.028***	-0.041	1

2016	股价	1	0.197*	0.788***	0.413***	0.237	0.211***	-0.091***
	盈余管理程度	0.197*	1	0.183**	0.329*	0.614**	0.143**	0.278**
	每股收益	0.788***	0.183**	1	0.541	0.728***	0.411***	-0.089**
	每股净资产	0.413***	0.329*	0.541	1	0.451**	0.351	-0.077***
	盈余管理程度*每股收益	0.237	0.614**	0.728***	0.451**	1	0.319**	-0.119
	资产规模	0.211***	0.143**	0.411***	0.351	0.319**	1	-0.115***
	流通股比例	0.091***	0.278**	-0.089**	-0.077***	-0.119	-0.115***	1

从各变量之间的 Pearson 相关系数来看，除了 2014 年的每股净资产没有与股票价格呈现显著相关之外，股票价格跟每股收益、每股净资产之间，总体上是明显的正向相关性，这与国内外相关研究结果一致。还可以看出资产规模和流通比例与股票价格存在一定的联系，表明两者影响着股票价格，是重要的影响变量。

6.3.3 回归分析

通过进一步的回归分析，结果如表 6.5 所示，为防止异方差情形的出现，这里利用聚类稳健标准误进行估计并对面板数据分别进行固定和随机效应进行测算，基于 Hausman 检验的计算结果显示，其值为 66.74，在 1%的水平上显著，利用固定效应更为合理。其中，盈余管理程度的系数为 12.21，在 1%的水平上显著，表明盈余管理变量与公司股价呈正相关，初步验证假设 H6-1，即盈余管理程度在一定范围内，会对股价起到正向促进作用。

表格 6.5 盈余管理程度与股票价格的回归分析

变量	固定	随机
每股收益	2.603*** (5.360)	2.412** (2.413)
每股净资产	1.350*** (10.187)	0.962*** (5.217)
盈余管理程度	12.21*** (3.451)	10.875** (2.254)
资产规模	-0.04* (-1.745)	-0.154 (-1.214)
流通股比例	2.402* (1.979)	1.846** (1.587)
常数项	7.951*** (8.831)	6.421** (2.361)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4875	4875
R ²	0.574	0.501
R ² adjust	0.438	0.462
F	19.42	
Husman	66.74	

注：*、**、***分别表示 10%、5%以及 1%的显著水平，括号里面为 Z 值，以下类同。

进一步地，我们需要检验盈余管理程度的调节作用，即加入盈余管理与公司每股收益的交乘项后，判别其系数的变化，为防止出现共线性的问题，这里对其已进行了去中心化的处理。表 6.6 列示了式 6-2 下的盈余管理程度调节作用的回归分析结果。

表格 6.6 每股收益调节作用的回归分析结果

变量	固定	随机
每股收益	2.891*** (6.026)	4.712** (4.943)
盈余管理程度	5.210*** (3.451)	7.62* (1.964)
盈余管理程度*每股收益	6.53*** (2.854)	10.294** (2.468)
每股净资产	1.401*** (10.604)	1.393*** (7.344)
资产规模	-0.079* (-1.719)	-0.059*** (-2.515)
流通股比例	2.499* (2.055)	1.007* (1.776)
常数项	8.112*** (9.026)	17.497** (13.864)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4875	4875
R2	0.647	0.781
R2 adjust	0.521	0.493
F	15.74	
Husman	70.54	

注：*、**、***分别表示 10%、5%以及 1%的显著水平，括号里面为 Z 值，以下类同。

在加入交乘项的模型中，盈余管理程度、每股收益以及两者的交乘项均为正数，且均在1%的水平上显著，即系数显著有效，表明了盈余管理程度对每股收益起到正向的调节作用，假设 6-2 得到验证。

6.3.4 结论分析

对上市企业来说，其内部治理结构是影响管理层实施盈余管理的核心变量，它的影响并没有年度的区别，因此本章对盈余的价值相关性的研究并没有采用三年的全体样本，而是逐年进行分析。但是，各年的分析结果显示公司盈余的价值相关性存在差异，股票价格与盈余管理的程度存在着非常紧密的关系，而股票价格会一直随着时间的变化而变化。所以为进一步检验会计信息解释能力对股票价格的影响，本章选取了 2014-2016 年三年的样本数据进行了实证分析，模型分析中还考虑了资产的规模和流通股的比例对价格的影响。

实证分析结果表明：

①每股收益和每股净资产都在 1%或 5%的水平上通过了显著性检验，且股价与每股收益、每股净资产大体上存在显著的正相关关系，流通股比例和公司规模在我国证券市场股票价格形成中具有一定促进作用。

②通过第四章的计算，本研究样本的盈余管理程度在[0.05, 0.1]区间内，结合研究假设，表明了在此区间内，每股股价、每股净资产与股票价格大体上呈现正相关关系，假设 H6-1 成立，即公司在一定程度范围内实行盈余管理的措施，会增加公司的股票价值。

③通过分析盈余管理对公司每股收益与股票价格的调节作用发现，公司实施盈余管理会干涉每股收益与股票价格之间的关系，即盈余管理会起到正向调节的作用，假设 H6-2 成立，这也进一步说明了我国公司的盈余管理在一定程度上有利于公司价值的提升。

6.4 本章小结

本章将第四章通过修正的截面 Jones 模型算出每一年每家企业的盈余管理程度，取其均值通过 Pearson 相关性分析，以每股股价、每股净资产与股票价格的相关性系数进行分析。此外，本章加入交乘项来进一步判定盈余管理的调节作用。研究结果表明，在盈余管理的实施程度在一定区间内时，每股股价、每股净资产与股票价格大体上呈现正相关关系。而且还对企业的每股收益具有一定的调节作用，假设 H6-1 与 H6-2 均成立。由于数据收集的不可得性，可能在其他区间内，其盈余管理与股价的关系有何变化仍未可知。未来笔者将在这个角度进行拓展研究，考察盈余管理程度在其他区间时，与股价有何关系。

第7章 总结与启示

7.1 研究结论

本文探究了民营类上市企业盈余管理特征及其“前因”和“后果”，所谓“前因”，是指研究阐述了企业自身治理结构对盈余管理的效用，而“后果”是进一步探究了盈余管理对公司价值的影响。

①基于截面 Jones 模型，以 2015-2017 年上市公司为研究的初始样本进行计量分析，研究比较我国民营类和非民营类上市企业的盈余管理程度，结果表明民营企业的盈余管理程度要显著大于非民营类上市公司的盈余管程度。

②利用我国 2015-2017 年上市企业的数据，从企业自身的股权结构、企业组建的董事会、监事会和管理层四个方面对民营企业公司治理结构进行划分并提出研究假设。通过建立回归模型论证发现 4 个研究假设通过显著性检验，6 个假设未通过。通过显著性检验的研究假设为：企业最大的股东持股情况和企业盈余管理程度，表现为非常明显的正相关关系；企业组建的董事会的规模大小和企业自身的盈余管理程度，则表现出非常明显的负相关关系；企业股东大会组建的监事会规模的大小与企业盈余管理程度，表现为显著的负相关关系；公司二职合一与企业盈余管理程度，表现为显著的正相关关系。

③运用修正的 Faltham-Ohlson 估价模型，实证探究盈余管理对于企业价值的影响。研究表明：在 A 股市场中，企业盈余管理程度与公司股价间呈现正相关的特征，即盈余管理程度越高，公司的股票价格也越高。

7.2 研究启示

7.2.1 构建完整的公司治理结构框架

现今，影响盈余管理程度的因素众多，其中过度集中化的股权结构尤为重要。“决策有用”将是会计信息披露将来的发展方向，学者及广大研究员将会深入研究会计信息披露对利益相关决策者的作用。然而在这之前，将股权分散是达成这些目的的关键基石。所以，在研究股权结构如何优化时，第一步要处理好股权结构集中化，即得到一个分散的股权结构。

首先，公司可以经由交叉持股来弱化股权集中。现今，发达国家倾向于选择交叉持股去强化公司治理、提升盈余管理程度。交叉持股，简而言之就是各类上市企业间你持有我的股份，我持有你的股份的现象。在中国，交叉持股对证券市场的正常运作起着重要作用，因为证券市场上流通股与非流通股同时存在，这也是中国资本市场最典型的体现。这种现象是由中国国情导致的，改革开放我国证券市场刚刚建立，那时国营企业在上市公司中占的比重很大。但秉持着公有制经济为主体这一准则，我国监管层把上市国企的股份分成了两部分，即现在的流通股和非流通股，国有股和法人股在非流通股中占据统治地位。目前，我国上市公司中国营企业仍然占据很大比重，且流通股与非流通股同时存在，一些以集中化股权来增强企业控制权的股权较难流通。所以，交叉股权在管理企业时有众多优点。第一，国营企业大股东相互交叉持股在一定程度上确保了国有资本的控股份额，预防与之竞争的企业恶意收购。进一步，交叉持股可以弱化企业的股权集中，构建完善地企业经营决策机制，提升企业盈余管理程度。第二，此行为将帮助企业改善短期行为，着眼长期发展。第三，若属同一产业链的公司可因交叉持股成为公司联盟，加强企业竞争力。虽然交叉持股

在一定几率上会引发非法关联交易，但是构建完备的相关法律法规将会解决其引发的不利影响。

其次，主动寻找机构投资者，强化股权结构。与其他市场一样，信息市场上的供给是由需求确定的。因此，只有确定了高质量会计信息需求者的质量与数量，才能够得到高质量的会计信息。一个理性的信息需求者可以提升会计盈余和其余会计信息的质量，所以这样的理性需求者应是市场的重点发展对象。如今，外部投资者是构成中国证券市场上会计信息需求者的重要部分，其由个人投资者和机构投资者所组成。个人投资者在人数上大比例多于机构投资者，但是其应具备的投资素质和专业能力还略显匮乏。这些个人投资者中大部分对股票交易的目标是希望短期交易获利，其分析股票通常以线图、有声望的分析师推荐以及炒股软件为基础，对企业的会计盈余等会计信息质量的情况了解甚少。当他们得知公司存在恶劣的操控会计盈余等举动时，这些个人投资者往往选择“用脚投票”来处理，对企业的盈余管理程度作用甚微。所以，若个人投资者不转变其投资的观念，在未来几年其较难发展为一个理性的信息需求者。若想更好的监管会计信息提供者和独立审计机构，就需要高质量的会计信息使用者来监督，从而提高会计盈余和其余会计信息质量。所以理性的机构投资者显得尤其重要。

一般来说，机构投资者是为使用自身资本或汇集公众资金的专一从事投资有价证券的法人机构。机构在投资动因、目的、方向上和个人是有区别的，机构投资者源自发达资本主义国家，主要由于一些人的资本过多，他们又对投资知识掌握较少，因此出现了专门帮富人进行投资理财的机构。一般来说，发达国家的机构投资者是投资而非投机，他们较为关注上市企业信息的可靠程度。并且发达国家的机构投资者具备专业人才，可以更快、更好

的分析会计盈余等其余会计信息。研究发现，机构投资者若为市场主要组成部分时，其市场的有效会计信息的需求主体才会出现。

7.2.2 建立完善的公司内部监督机制

对于企业的稳定经营和其提升盈余管理程度的需求来看，完善内部监督机制扮演着极其重要的角色。内部监督的腐败在很大程度上与公司内部非独立的监督机构和资源的低效率有关。因此，使内部监督机构独立化、强化内部监督资源使用效率是建立完善的公司内部监督机制必不可少的步骤。

第一，增加企业内部监督机构独立程度。缺乏独立的内部监督机构就如同虚壳一般，没有真正能够行使监督企业盈余管理的能力。因此要确保监事和董事独立，需掌握其产生过程和其背后的经济利益，否则将会致使独立董事及监事在运营公司时无从下手，导致内部监督机构的无为。大股东和国有股股东构成了中国大部分上市公司的董事会，流通股股东权力甚微。我国董事会是决定选举独立董事的机构，因此自独立董事产生就与董事会相勾结，并且独立董事的薪酬是由公司内部发放，其在经济利益上也存在关系，致使独立董事和监事以及董事会无法独立。因此，独立董事不能确保企业盈余管理程度和流通股股东利益，然而中国或许可效仿西方发达国家由股东大会票选独立董事。中国民营企业由于治理结构匮乏，在公司治理时还需把独立董事的选举和中国证券业协会以及中国证监会挂钩，经由股东、公众及政府三方来确保独立董事的独立程度。董事会和监事会的职责是维护各股东利益，来自于董事会制定的审计委员会将对公司高级管理层进行监督，按期将调查结果上报股东大会。董事会的职责为决定企业的经营方向和目标，以及配合监事会监督企业的高级管理层。而从董事会下发的审计委，其独立性往往受人诟病，因其需确保企业董事

会对流通股股东发表的财务报表以及信息的正确和完整，但审计委的调查提案却要经由董事会审查才能公布，这就形成了一个可以腐败的闭环管理。因此企业若想充分使用审计委，第一步需将其真正的独立出来，使其个人的产生与其地位、权利等要素不相关。

故而，为将审计委员会独立出来，需将审计委和董事会解除从属关系，并赋予其向股东大会发表言论的话语权，并经由提升独立董事的独立程度来提升审计委的独立程度。另一方面，企业若想发挥监事会的作用，需先将监事会的职能发明出来，将其与审计委的职能相区别，使两种部门在行使各自职能时不交叉、不重叠，更加高效的完成企业的经营监督。如今股东和职工代表共同构成中国上市公司监事会，然而其薪酬和发展由公司经营管理者所决定，故其独立性甚微。因此说企业的盈余管理程度与其利益相关者有着密不可分的关系，要想解决这一现象可以把投资人、债务债权人等考虑纳入企业的监事会，确保监事会的监督职责。

第二，最大程度使用内部监督资源，提升监督效用。审计委与监事会共同作为企业的监督机构，监管企业的财务报表，但由于两个机构的权责分属不明晰，致使二者产生责任推诿和权利争夺。最大程度使用内部监督资源，需明确监事会、独立董事以及审计维权会的职能。监事会的最主要职能为确保公司管理者的决策准确和决策执行，杜绝企业管理者滥用职权，进而影响公司和企业利益相关者的利益；审计委的主要职能为监督企业的财务报表，以及操控、鉴别与管理将会危及企业财务的众多影响因素。在已经公布的企业经营的法律法规中并没有详细区分二者在企业监督方面的职能，导致审计委与监事会在企业的财务监督上重复操作，致使企业内部监督资源极度损失，以至于起到相反作用。故而，要想最大程度使用内部监督资源，应明确区分审计委员会的职能，使其各司其职。

7.2.3 建设更高效的激励机制

立足于激励主体本身的发展趋势，来引导客体对某件特定投资实施采取或不采取某种经济行为的机制定义为激励机制。建立完善的激励体制通常有助于实现更好的运营治理，优化人力资源配置，从而提升公司的盈余管理。就现代公司而言，建立一套完备的激励制度首要考虑的因素就是成本和收益。现阶段被广泛采用的股权激励制和年薪制就是在此基础上，为了满足管理人员在物质和心理层面需求的同时帮助公司发展应运而生的激励机制。

一方面，激励机制的建立需要兼顾短期激励和长期激励。着重于短期激励，在长期激励方面有所欠缺是我国当前激励制度的现状，也是导致全局发展较为落后的原因。通过数据分析，相比于国外上市企业，我国高层管理所持有的股份无论是在占比上或是水准上都存在明显差距。在许多企业因为尚未完善的会计事务处理能力而没有实施股权激励体制的大背景下，众多管理者很大程度上趋于满足眼前的财政收入目标而忽略了公司的长期发展规划。国资委就此针对国营企业高管出台了新的核验标准——经济增长值，这么做很大程度上促进了公司对长期激励体制的建设。毫无疑问的是，相应地提升管理人员的股份持有比率，强化股权激励革新为公司未来发展奠定基石。

另一方面，激励体制的完善需要兼顾物质层面和精神层面。众多激励元素当中，首当其冲的是物质利益的激励。如果把公司业绩同管理人员的物质财富挂钩，就能通过对其进行物质激励来达到提升业绩的效果。不可否认的是，物质激励对提高生产效率起着积极作用，甚至某些高管在物质条件满足的基础上开始在精神层面有所追求。这一现象通常表现在物质财富到达一定阶段时，人们倾向于寻求除物质财富以外的激励机制，以解决单靠物质激励无法满足所引发的“边际递减”的问题。通过高层管理人员对外部传递的管理精神和发展

理念，一方面对企业内部是一种鼓舞和鞭策，有助于增长公司职员的责任心和集体荣誉意识；另一方面有利于在外部竞争中提高社会对公司的认可，赢得更好的声望，为工作者营造良好的工作氛围。

7.2.4 健全市场监督管理机制

证券交易中使用外来信息的管理层要想达到高盈余管理的目标，除了关注会计信息的来源，对于信息的披露过程也要给予重视。我国资本市场兴起时间短，各种关于会计信息披露的基准还不完备。就近几年来，虽然监管机构逐渐加大监查和规范力度，不断地健全并执行相关的法律法规，上市企业的信息质量也有了进一步提升，但仍然存在一些问题——对于上市公司来说，定期实施信息披露是企业的一种责任，具有一定的强制色彩，它不是为了企业的发展而向外提供信息、提升市场价值和公司绩效的。鉴于此，一些上市企业在信息公开方面缺乏积极性。正因如此，需要尽快通过建立会计信息披露机制，良好地指引上市公司实施自愿性披露，进而实现对信息提供方行为规范的目的。

与强制性披露相对应的，企业的管理人员在履行强制信息披露的义务之后，自主披露有关公司财务或者发展以外相关信息的行为称为自愿性披露。自愿性信息披露是公司自选动作，它是管理层按照外部需求和自身需要，自主实施的信息披露活动。它不局限于强制性披露准则所规范的内容和形式，披露的内容涵盖范围更加宽泛，披露的形式同样也更为多样化。2003年，深圳证券交易所出台措施，第一次用到上市企业自愿性信息披露这个说法。该措施指出，除法规强制披露企业生产经营相关信息外，上市企业还可采取多种方式，自愿地披露其他信息。但是，这个文件对自愿性披露的指导是远远不够的，为有效评价上市企业自愿披露信息的质量和水平，有关部门应对上市公司尽早出台相关的指示草案。

目前，对于上市公司财务处理中存在的违规与舞弊问题，我国相关部门依然采用事发过后惩戒处罚机制，具体牵涉到的法律责任大体上可以归为三类，各自存在其特定的职能，分别为民事、行政和刑事责任。民事责任是以有无发生损坏为前提的，侧重于要求违法人承担相应补偿的一种财产责任。相对而言，行政和刑事责任不论是否造成损坏，要求所有违背行政法条例，触发刑法律例的违法人承担惩处后果，包括对违法人的人身自由进行限制，甚至对违法人的生命进行剥夺，体现出明显的惩戒性质及教育意义。我国目前针对企业的违规行为总体而言以行政处罚为主，以刑法处罚、民事赔偿为辅，惩处力度较轻。因此会造成潜藏违规者面临财务违法行为所带来的可观收益与违规惩戒所引发的财产损失之间的权衡问题。财务成本造假很大程度关乎企业未来的经营绩效，美国证券市场的成功，离不开美国民众自由参加惩罚侵犯其利益的违规者的行动中，从而得到补偿。强力且完善的监督管理制度是解决违法行为的有效手段，也是目前国内亟需改进的部分。

7.3 研究展望

由于篇幅和时间限制，本文的研究还存在不充分的地方，未来可就此进行进一步的研究：

①本文只是做了公司治理结构对于盈余管理程度的影响的相关性分析，研究深度过于浅显。

②上市民营企业由于证券监管的限制，在发展层面上受到一定的制衡，难以很好的体现原本的企业特征。但非上市企业的数据由于未公开，获取难度较大，因此后续可尝试使用问卷调查方式开展进一步对其展开相关研究。

参考文献

- Berle Adolf Augustus, Gardiner Coit Means. The Modern Corporation and Private Property[M].New York: Macmillan, 1932.
- Beaver, Willan. Financial Reporting: An Accounting Revolution [M]. Prentice Hall, 1998.
- Buigstahler. D., Dichev. Earning Management to Avoid Earnings Decreases and Losses[J]. Journal of Accountings and Economics, 1997, (24): 99-126.
- Dechow, P.M.,Sloan R..Executive Incentives and the Horizon Problem:An Empirical Investigation,Journal of Accounting andEconomics,1991.
- Dechow, P.M., Sloan, Sweeney, A. P. Detecting Earnings Management[J]. Accounting Review, 1995, (70):193-225.
- Dechow, P.M., D.J. Skinner. Earnings Management Reconciling the Views of Accounting Academics Practitioners and Regulators[J]. Accounting Horizons, 2000,(2): 235-250.
- Defond, M.L., Park C W. Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 1994,(17): 145-176.
- Healy, P.M. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions[J]. Journal of Accounting and Economics, 1985: 85-107.
- Healy Paul M., Wahlen James Michael. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting[J]. Accounting Horizons, 1999,(13): 365-383.
- Jones. Earnings Management During Import Relief Investigations[J]. Journal of Accounting Research, 1991(29):193-228.
- Watts R., J, Zimmerman. Positive Accounting Theory[M]. Prentice Hall, 1986.
- Mayer,Colin.1995,Corporate governance in market and transition economics[J].For Presentation at the International Conference on Chinese Corporate Governance, Shanghai,10:6-30.
- Schipper,K,1999,Commentary on Earnings Management,Accounting Horizons,Vol.3:pp. 91-102.
- Scott,W.R. Financial Accounting Theory[M]. Prentice Hall,1997.

- Subramanyam K R. The Pricing of Discretionary Accruals[J]. Journal of Accounting and Economics, 1996(22): 249-281.
- Schipper K. Commentary on Earnings Management[J], Accounting Horizons, 1989(4):91-102.
- Wahlen,J.M.,Healy,P.M.,1999,A review of the earnings management literature and its implications for standard setting.Accounting Horizons,Vol.13:pp.365-383.
- 曹国华,骆连虎. 内部控制、会计师事务所选择与真实盈余管理——基于深市 A 股上市公司的经验证据[J]. 南京审计学院学报,2015,(3):45-53.
- 陈冬华.论盈余管理实证研究应去道德化一种规范分析的路径[J].会计研究, 2009(3):347-53.
- 崔海红. 监事会能有效抑制盈余管理吗——基于资产处置的数据分析[J]. 财会月刊, 2016,(11):51-54.
- 陈进.企业战略管理研究探讨[J].现代管理科学,2005(12):81-82.
- 陈胜蓝.信息技术公司研发投入与高管薪酬激励研究[J].科研管理,2011,32(09):55-62.
- 陈信元,夏立军.审计任期与审计质量:来自中国证券市场的经验证据[J].会计研究,2006(01):44-53+93-94.
- 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,2000, (1) :30-36.
- 邓春华.基于博弈分析的盈余管理问题研究[J].会计研究,2003,(5):37-42.
- 董维明,葛晶,黄谦.外部经理人市场对企业盈余管理影响的实证研究[J].数量经济技术经济研究,2018,35(05):112-127.
- 刁正贤. 民营企业盈余管理动机分析[J]. 中国市场,2015,(26):48+50.
- 顾振伟. 我国上市公司盈余管理动机与方式的实证研究[D].上海交通大学,2008.
- 顾兆峰.论盈余管理[J].财经研究,2000(03):33-38.
- 胡国柳,赵阳.公司治理水平、董事高管责任保险与盈余管理[J].财经理论与实践,2017,38(02):74-80.
- 江维琳,李琪琦,向锐. 董事会特征与公司盈余管理水平——基于中国民营上市公司面板数据的研究[J]. 软科学,2011,(05):142-144.

- 刘蓉. 监事会结构特征、股权性质与盈余管理[J]. 绿色财会,2013,(07):46-48.
- 李常青,管连云. 股权结构与盈余管理关系的实证研究[J]. 商业研究,2004,(19):48-53.
- 李艳,马昭. 我国上市公司股权结构对盈余管理的影响实证研究[J]. 中国证券期货,2010,(01):11-13.
- 李文耀,许新霞. 公允价值计量与盈余管理动机:来自沪深上市公司的经验证据[J]. 经济评论,2015(06):118-131.
- 李从刚,权小锋. 利益相关者、公司治理与盈余管理:基于文献的研究[J]. 商业研究,2017(09):144-152.
- 雷光勇,刘慧龙. 大股东控制、融资规模与盈余操纵程度[J]. 管理世界,2006(01):129-136+172.
- 刘启亮,李增泉,姚易伟. 投资者保护、控制权私利与金字塔结构——以格林柯尔为例[J]. 管理世界,2008(12):139-148+188.
- 刘洪渭,荣蓬. 公司治理对盈余质量的影响——来自中国上市公司的经验证据[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版),2010(01):24-31..
- 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究,1999(09):25-35.
- 青木昌彦. 对内部人控制的控制:转轨经济中公司治理的若干问题[J]. 改革,1994,(6):6-10.
- 邱月. 政府调控对中国房地产企业盈余管理的影响[D]. 上海交通大学,2014.
- 路军伟,韩菲,石昕. 高管薪酬激励、管理层持股与盈余管理偏好——基于对盈余管理方式的全景式考察[J]. 山西财经大学学报,2015,(11):89-103.
- 孟岩,周航. 治理环境、网络位置与盈余管理——社会网络治理效应的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报,2018(04):23-32.
- 宁亚平. 盈余管理的定义及其意义研究[J]. 会计研究,2004(9):62-66.
- 宁亚平. 盈余管理本质探析[J]. 会计研究, 2005,(6): 65-68.
- 秦荣生. 财务会计新课题:盈余管理[J]. 当代财经,2001(02):55-60+80.
- 任春艳. 上市公司盈余管理与会计准则制定[D]. 厦门大学,2004.
- 任黄燕. 我国民营上市企业公司治理结构对盈余管理影响的实证研究[D]. 西南财经大学,2009.

- 孙亮,刘春.公司治理对盈余管理程度的制约作用——以所有权性质为背景的经验分析[J].金融评论,2010,(3):65-70.
- 唐建荣,许文婷,张鑫和.真实盈余管理的协同共治——基于地区差异视角的研究[J].商业研究,2018(02):108-118.
- 吴敬琏.现代公司与企业改革[M].天津:天津人民出版社,1994.
- 吴克平,于富生,黎来芳.新会计准则影响中国上市公司的盈余管理吗?[J].上海经济研究,2013,(08):51-67.
- 王化成,佟岩.控股股东与盈余管理程度——基于盈余反应系数的考察[J].会计研究,2006,(02):66-74+97.
- 王雪梅,卜华.民营企业上市公司股权集中度与盈余管理关系研究[J].浙江金融,2010,(05):45-46.
- 王晓珂,黄世忠.衍生工具、公司治理和盈余质量[J].会计研究,2017(03):16-21+94.
- 魏明海.盈余管理基本理论及其研究述评[J].会计研究,2000(9).
- 魏涛,陆正飞,单宏伟.非经常性损益盈余管理的动机、手段和作用研究——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2007(01):113-121+172.
- 王建新.公司治理结构、盈余管理动机与长期资产减值转回[J].会计研究,2007(5):60-6.
- 吴联生,王亚平.盈余管理程度的估计模型与经验证据:一个综述[J].经济研究,2007(08):143-152.
- 谢振莲,吕聪慧.管理层股权激励对盈余管理的影响研究[J].财政研究,2011,(06):58-61.
- 徐姣,何凤平,孙倩.上市公司股权结构对盈余管理影响研究——以长江经济带上市公司为例[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2016,(06):88-96.
- 许文静,王君彩.应计盈余管理动机、方向与公司未来业绩——来自沪市A股经验证据[J].中央财经大学学报,2018(01):68-76.
- 杨清香,张翼,张亮.董事会特征与盈余管理的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J].中国软科学,2008,(11):133-140.
- 余灼萍,胡国柳.董事会特征与盈余管理关系的实证研究[J].会计之友,2011,(18):25-29.
- 余怒涛,陆开森,谢获宝.机构投资者异质性、应计与真实盈余管理研究[J].江西财经大学学报,2017(05):36-47.

张杰,我国上市公司股权结构与盈余管理相关性实证研究[D].安徽大学.2013.

周勤业,夏立军,李莫愁.大股东侵害与上市公司资产评估偏差[J].统计研究,2003(10):39-44.

张祥建、徐晋.盈余管理的原因、动机及测度方法前沿研究综述[J].南开经济研究, 2006,
(6) :123-138.

章永奎,刘峰.会计准则、内部控制与公司治理相关问题研究——海峡两岸会计学术交流动态
[J].会计研究,2012(10):87-90.