

公司资源的“隧道效应”

——来自中国上市公司的证据

刘俏 陆洲*

摘要 本文考察了中国上市公司在控制股东谋求自己利益的前提下,其盈余管理是否与公司资源的“隧道效应”有关。我们猜测在治理结构越差和超过监管阈值动力越大的公司,进行盈余管理的激励越强烈;当隧道行为变得困难时其也减弱。我们的实证分析表明应计利润总额和行业市值调整后的应计利润(industry-median-adjusted accruals)与H/B股虚拟变量负相关,同时与下列因素表现出正相关关系:最大股东在公司的利益,高层管理人员在公司的利益以及董事会是否由CEO来控制。我们的结论显示了隧道问题在具有下列特点的公司里更为突出:一个强有力控股的股东,公司的CEO们对公司具有强烈的私人利益,董事会不是那么独立;然而当公司与境外投资者交易股票时这个问题减轻了。而且,中国资本市场发生的某些特殊事件也为我们的假设提供了支持。

关键词 盈余管理,隧道效应,公司治理

一、介绍

亚洲金融危机促发了关于新兴市场的公司治理问题的大量研究工作。与传统的文献例如 Berle & Means (1932), Jensen & Meckling (1976) 形成对比的是¹, 近来的研究更多的关注于另一种不同形式的代理问题:控制股东侵占小股东的权利。如 La Porta, Lopez-de-Silanes, 和 Schleifer (1999) 总结的:“……世界各地大公司所表现出来的代理问题的中心是,限制控制股东对小股东的侵犯……”。只要存在控制股东和小股东之间的利益冲突就会发生侵犯小股东的现象。而这类问题在新兴市场中更为严重,因为那里更缺乏保护小股东的治理机制,如分散的所有权结构、独立的董事会、活跃的外部接管市场以及高质量的信息披露。

控制股东对于小股东的侵犯可以表现为多种的形式,比如超额的管理层

* 刘俏,麦肯锡公司及香港大学经济及工商管理学院;陆洲,香港大学经济及工商管理学院。通讯作者及地址:刘俏,香港大学经济及工商管理学院;电话:(852)2859059;E-mail:qliu@hku.hk。我们感谢李春涛出色的助研工作。在这里所表述的是作者本人的观点,而非他们所在机构的观点。两位作者都要感谢来自于 HKU Research Initiation Grant 和香港大学中国金融研究中心的资助。刘俏还要感谢 Hong Kong Research Grants Council 的帮助(Competitive Earmarked Research Grant NO. HKU7201/01H)。作者文责自负。

¹ 两者都指出当所有权和控制权不是完全重合时,在所有者和控制者之间存在着潜在的利益冲突。经理人员通过控制着公司的日常活动,可能在损害公司的终极所有者——股东的利益的条件下谋求私人的利益。

薪金、贷款担保、稀释股权等等。Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2000) 用术语“隧道行为”(tunneling, 下同)来描述资源从公司向他们的控制股东转移的现象。有研究指出“聚结”现象加剧了控制股东的隧道活动。通过交叉持股或者金字塔形的所有权结构,控制股东能够利用最少的资金获得更多的企业控制权,而这又加剧了控制股东和其他股东之间的利益冲突。例如, Bertrand, Mehta 与 Mullainathan (2000) 使用印度集团企业的数据,考察了交叉持股或金字塔形所有权结构的公司中隧道活动的程度,发现在一个印度集团企业内,最大股东攫取公司资源的证据。Bae, Kang 和 Kim (2002) 为了研究新兴市场集团企业的本质,考察了 1981 年至 1997 年之间韩国的兼并市场。他们发现,集团企业类型结构允许所有者——经理可以通过 M&As (兼并和收购) 活动在不增加其他股东的利益的条件下来得到私人的好处。

在本文,我们探究了中国控制股东对于盈余管理的激励,并将盈余管理与中国上市公司较差的公司治理行为联系起来。传统看来,关于盈余管理的文献主要显示了欧美的证据。近来,一些研究人员已经开始关注于新兴市场的盈余管理。比如, Aharony, Lee 和 Wong (2000) 考察了中国公司在 IPO 时的盈余管理。他们发现,中国国有企业盈余管理在 IPOs 之前趋于上升,其形式依赖于公司与政府的关系,也依赖于股权是否向发售给国外投资者。在本文,我们猜测中国独特的制度背景确实将盈余管理和隧道行为的激励联系起来。有两个理由来解释为什么盈余管理是中国的控制股东侵犯小股东的关键一步。

首先,直到目前,在中国股票市场上市的权力由中央政府严格控制着。上市的配额按照一定的标准(比如,经济发展水平、地区、国民工业政策以及与中央政府的关系等等)分配给各个省或者是政府部门。上市资格是一种只有很少的公司可以享受的特权。这些幸运者的控制股东经常在损害小股东的情况下利用这种特权。因此,维持这种上市资格及获得二次发行和配股的权力给管理者提供了最为强烈的盈余管理动机。

第二,盈余管理在允许控制股东进行隧道行为时至关重要,因为中国的投资者和监管者很单纯:他们通常关注于报出利润。比如,中国证监会对于 IPO 和股权出售的最重要指标是报出的净资产收益率(ROE);将一家上市公司列为“特别处理”(摘牌的前期步骤)的最重要标准是连续两年报告净损失。² 仅仅根据一个会计变量来做出政策决策,必然会影响经理报告盈余的方式。

² 上交所和深交所在 1998 年引进“ST”标号是作为一种提醒投资者、强迫上市公司改善业绩和改进管理的机制。如果一家 ST 公司不能在下一年里面改善业绩,它将被列为“PT”公司,这将意味着实质地终止股票交易和摘牌的重大危险。

我们的研究在这些方面做出了理论贡献。中国为研究盈余管理和控股股东侵犯小股东的激励之间的联系提供了独特的试验平台。在市场经济里发现的操纵盈余的典型激励在中国并不存在。比如，中国的经理并不面临债务约束的压力。以激励为基础的薪酬计划在中国上市公司中很少见。因为对于权益投资的需求很大，满足市场预期的激励就很小。因此，我们可以使用最少的控制变量，集中分析我们所感兴趣的因索。我们同样提出和证实了中国上市公司盈余管理的最基本的原因是隧道效应。这样，我们的文章提出了一个在新兴市场背景下隧道行为是如何发生以及采取何种形式的有意义的案例研究。

文章剩余部分安排如下。在第二部分，我们描述了中国股票市场的某些制度背景，并解释盈余管理和隧道行为是如何联系起来的。数据收集和样本统计总结在第三部分，第四部分讨论了实证结果，第五部分得出结论。

二、制度背景

（一）中国证券市场的回顾

由于发展中国股票市场的主要目的是促进国有企业外部融资，规则偏向于国有企业以及与中央和地方政府有着紧密联系的企业。特别是，直到目前，上市权力仍被政府严格控制。³ 比如，上市名额根据某些标准来分配给各个省和部委。受保护的行业和与政府有着紧密联系的企业在赢得上市权力的过程中有着巨大的优势。在政策的约束下，争夺 IPO 的竞争非常激烈。结果，上市公司的资格具有了重要的意义。⁴

这样的政策行为导致的另一个后果就是中国上市公司的所有权高度集中在政府手中。平均来讲，国有股和法人股（间接由政府控制）构成了中国上市公司股票总数的 70%。此外，最大股东（在 80% 的情况下为政府）控制了 48% 的上市公司的股份，而第二大股东拥有少于 10% 的股份。

（二）上市公司较差的治理结构

集中的所有权结构、管理层控制的董事会以及缺乏有效公司控制市场，长期以来被认为是中国上市公司治理结构较差的根源。在中国，大多数上市公司从大型国有企业拆分而来，而且在大多数情况下，他们与母公司（通常就是他们的最大股东）分享人力资源、资本和资产。通常是地方和中央政府，而不是股东来任命上市公司的管理人员。结果，管理层常常采取取悦于最大

³ 即使在 2001 年引进了旨在放松企业 IPO 决策的新的 IPO 机制，中国证监会依然牢牢的控制着新企业上市的数量和步伐。上市对大多数非国有企业依然是不可能或是成本高昂的。

⁴ 按照 Bai, Liu and Song (2002)，中国上市公司的上市资格占其市值的 29%。

股东的行为,而很少考虑小股东的利益。

由于只有大约 30% 的上市公司的股份可以公开交易,并且控制股东通常控制了 40% 以上的股份,控制股东很少在重要的问题上受到其他股东的挑战。由于民法的限制,以及目前证券有关法规惩罚范围不大,小股东很难把上市公司告上法庭。因此,上市公司就联结在一系列为最大股东牟利的关联交易中。一些经验事实表明,控制股东将上市公司看做是圈钱工具,他们可以任意从中获得资金。⁵

(三) 进行盈余管理的冲动

在中国,上市资格对于控制股东具有特别的价值,这有一条非常重要的理由:通过二次发行和配股,上市公司可以吸收中国日益增长的资本。⁶ 国内投资者对于新股发行有强大的需求。2000 年,47% 的股票以二次发行和配股的形式发行。上市公司通过这种形式募集了 90 亿资金。如果更多的公司获得了二次发行和配股的权力,这个数字会更大。

为了具备二次发行和配股的资格,上市公司必须满足一些要求。比如,上市公司必须连续三年保持至少 6% 的净资产收益率(ROE),三年的平均 ROE 不得少于 10%。考虑到 2000 年中国所有上市公司的平均 ROE 只有 6.9%,这项要求对于大多数中国上市公司并非易事。但是,不少的上市公司努力达到了这些要求。市场观察者和公共投资者将此归因于在中国上市公司中普遍存在的盈余操纵。要求至少达到 6% 的净资产收益率给公司的管理层提供了强烈的操纵盈余的动机。

一个例子可以说明这一点。在 1999 年的 3 月 17 日,也就是距离 1998 年年报披露的前一个半月,中国证监会修改了对于二次发行和配股的要求,从连续三年的年 ROE 大于 10% 改为三年平均 ROE 大于 10%,但是没有任何一年少于 6%;报告的平均 ROE 从 1997 年的 9.5% 突然降低到 1998 年的 7.4%。一个简单的 t 检验显示了这两年 ROE 的差别在统计上是显著(t -statistic = -3.57)。显然,控制盈余管理到一定的阈值之上是进行隧道行为的关键。

为了保护小股东的利益和促进良好的公司治理结构,中国证监会规定公开上市的公司如果在连续两个会计年度报告净亏损,它可能被摘牌。对于控

⁵ 最近,一项由申银万国证券股份有限公司进行的研究调查了 130 家上市公司,发现他们的最大股东平均以应收账款或是母公司借款形式拖欠上市公司 4 千万美元(见《财经》(金融和经济)杂志的文章,2002 年 6 月)。

⁶ 在 2001 年,中国总的储蓄达到了 8 万亿元(约一万亿美元)。储蓄的大多数是银行存款。但是,一个无效的银行部门和递增的不良贷款将投资者的注意力转移到了资本市场。2001 年股票投资者的数目已经达到了 8 千万人。并且政策制订者已经致力于发展股票市场以吸收储蓄和将其转化为股本金。

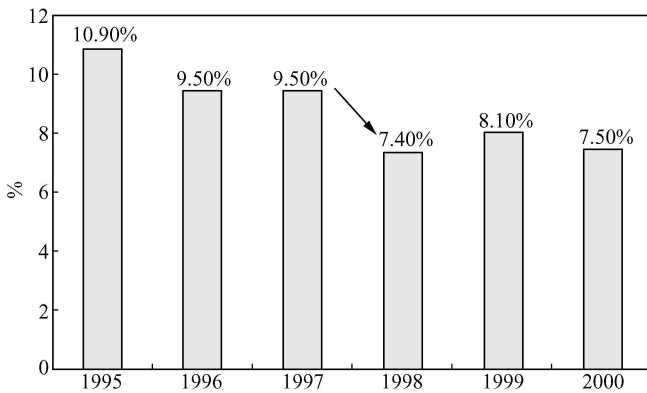


图 1 1995—2000 年中国上市公司平均 ROE

股股东和其他的内部人，摘牌意味着丧失通过二次发行和配股或者关联交易而进一步寻租的机会；这是每个上市公司都会采取措施竭力避免的。避免摘牌为中国上市公司提供了另一个管理盈余的激励：要报告出赢利。⁷

图 2 为两个柱状图。图 2a 是 1991 年至 2000 年中国上市公司由净收益比年初总资产的柱状图。我们毫不惊奇地发现，在中国证券市场的历史上只有极少数公司报告亏损。

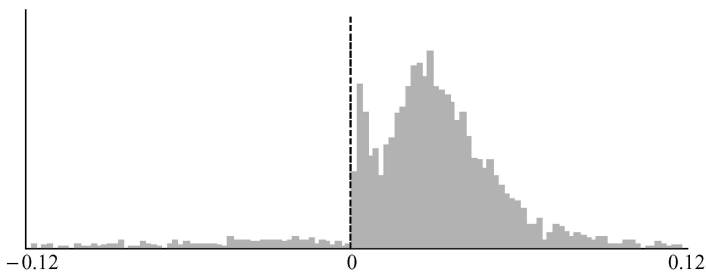


图 2a 1991 年至 2000 年中国上市公司由年初总资产调整的净收益的柱状图

图 2b 是中国上市公司从 1999 年到 2001 年 ROE 的柱状图。很明显，绝大多数公司所报告的 ROE 都是略高于 6% 和 10%。

显然，在中国的证券市场，盈余管理与控制股东的隧道活动密切相关，而其中二次发行和配股是最引人注目的。

⁷ 最近，一个丑闻揭示了银广夏的管理层在为其审计的会计公司的协助下，捏造了 1999 年到 2000 年间 9 千万美元的盈余。使这个公司能够获得配股的权力。在骗局被揭穿之前，该上市公司通过多次配股筹集了大量资金，其中的大多数后来被转移到上市公司的控制股东那里。中国证监会后来发现该公司的部分贪污的管理人员在会计公司的协助下一直在操纵银广夏的财务报表。

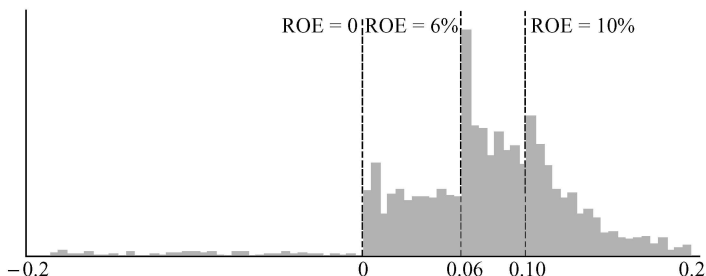


图 2b 中国上市公司从 1999 年到 2001 年 ROE 的柱状图

三、数据和实证设计

(一) 样本

我们的实证分析需要财务信息和公司治理的数据。我们检验中使用的公司治理数据是从年报中手工收集的。直到 2000 年,中国上市公司的年报才包含了较为完整的关于公司治理的相关信息,比如所有权结构,管理层持股和董事会结构等等。因此,我们的分析只能是关注于 2000 年和 2000 年以后。

上市公司的财务数据来源于由深圳国泰安信息技术公司和香港理工大学中国会计及金融研究中心共同开发的 CSMAR 财务数据库。到 2000 年底,在上交所和深交所共有 1088 家上市企业。但在我们的分析中,使用的是上市公司的历史财务数据。这样,我们只能考虑 2000 年前上市的公司。因此我们的样本只包括了提供所有必需的财务和公司治理数据的 894 家公司。

(二) 变量和假说的扩展

1. 盈余管理的度量

如我们在前面指出的,盈余管理是上市公司隧道行为的关键一步。为了展开我们的分析,关键要找到对中国管理层控制报告盈余的合适度量。

我们使用两个变量,应计利润总额 (ACC) 和行业中值调整后的应计利润 (IAACC) 来代表盈余管理。ACC 定义为净收益 (NI) 与经营现金流的 (CFO) 的差值,然后除以 2000 年的平均总资产 (TA)⁸:

$$ACC_i = \frac{NI_i - CFO_i}{(TA_{i,2000} + TA_{i,1999})/2} \quad (1)$$

大多数盈余管理的文献使用从一个特定模型估计得到的非常规应计利润

⁸ 年初和年末的总资产平均值。

(abnormal accruals) 来度量盈余管理。我们选择应计利润总额来度量盈余管理，这包括两个原因。首先，我们没有一个可靠的模型来估计中国上市公司的非常规应计利润。给定中国证券市场的独特性质和会计管理规则，很难保证在发达市场中适用的模型在此应用时不需重大调整。第二，我们的研究是考察经理人员盈余管理和公司治理的关系。独立变量代表了不同的公司治理机制。这些变量不可能与应计利润总额中不可操作的部分相关。考虑到我们的独立变量与应计利润总额的不可操作部分不相关，我们分析中考察的实证关系可以归于应计利润总额的可操作部分与独立变量的相关性。

使用美国数据进行的大多数研究将应计利润总额定义为不含非经常性损益项目的盈余与经营现金流量之差。在中国的公认会计准则 (GAAP) 之下，所谓的“一次性”项目，比如说非常项目或者运营中断并不是分别报告的。在中国标准的损益表中，营业利润是销售收入减去销售成本和营业费用，加上来自非主营业务的利润 (损失)；总利润包括营业利润、处置资产和投资的收益 (损失) 以及其他的收入和支出；净收益是总利润减收入税。⁹ 本文得到的主要结论依赖于从净收益计算得到的应计利润。我们同样使用从营业利润和总利润计算的应计利润来进行实证检验。所有的结论都是相似的。

行业中值调整后的应计利润定义为企业的应计利润 (ACC) 与企业所属的行业应计利润中值的差：

$$IAACC_i = ACC_i - \text{行业 ACC 中值} \quad (2)$$

我们通过行业中值来调整应计利润总额以控制同一个行业里应计利润在企业间的共同决定因素。

2. 公司治理各方面的度量

盈余管理是中国上市公司的普遍行为，但是程度不同。盈余管理或是隧道行为的动机依赖于控制股东获取利益的数量和上市公司治理的质量。盈余管理的横截面分析可以更好地检验文章的主要猜想：盈余管理与隧道行为相关，其程度则由一系列公司治理的因素所决定。

经济学家将公司治理刻画为保护投资者避免机会主义行为的一套机制，这些机制可以是内在的或外在的。内在的机制包括分散的所有权结构、独立的董事会、正式的董事会程序和及时准确的信息披露等等；外在的治理机制则包括存在活跃的外在接管市场、保护股东的法律措施以及完善的资本市场等等。我们使用了许多变量来描述公司治理的各个方面。

我们定义 TOPSHARE 为最大股东持股比例，或 $\frac{S_1}{S}$ ，这里 S_1 为最大股东持有的股数，而 S 为全部已发行股份数。这个变量可以度量最大股东在公司

⁹ 因此，在美国损益表的“线上项目”和“线下项目”都包括在中国的营业收入里。

的利益及其在董事会的权力。大多数公司治理的评价体系对于分散的股权结构给予了正的评价。¹⁰特别是有人指出,集中的所有权(比如说,存在只有一个终极所有者的情况)是亚洲公司治理较差的主要原因之一。¹¹控制股东侵犯小股东的能力与他们控制公司的程度直接相关。显然,较高的 TOPSHARE 对应着较低的公司治理水平以及较高的隧道行为激励。因此,我们预期在 TOPSHARE 和度量盈余管理的变量 ACC 与 IAACC 之间存在着正相关关系。

另外,我们把 TOPEXECSHARE 定义为高层管理人员,包括 CEO、副执行董事、董事会主席和副主席所持有的股份。TOPEXECSHARE 度量了高管人员在公司的利益。这里,较高的 TOPEXECSHARE 意味着中国股票市场中管理层的利益与控制股东的利益更加一致。如果控制股东打算侵犯小股东,持有更多股份的管理者会更加合作。管理者具有更加强烈的动机“装饰”一家上市公司,因为这样做他们可以分享更多的利益。我们预测在 TOPEXECSHARE 和度量盈余管理的 ACC 与 IAACC 之间存在着正相关关系。

Klein(2002)发现董事会与 CEO 越独立,它就会更加有效地监管经理如何报告财务状况。在我们的研究框架下,董事会结构不仅是一个监管公司财务报告程序的机制,更是一个抑制控制股东隧道行为的手段。我们构造两个变量来刻画中国上市公司董事会的独立性(或是它的缺乏)。第一个变量是 CEO-DIR,它是一个二元虚拟变量。如果公司的 CEO 也担任董事会的主席,它等于 1;否则是 0。当 CEO 也是董事会主席时,他们对董事会的控制力就更大。这样小股东就更难以在重要问题上发表意见。因此隧道更容易产生。同样,我们预测在 CEO-DIR 和盈余管理之间存在着正相关关系。第二个变量是 OUTSIDEDIR,定义为不从公司获得薪金的董事数目与总的董事数目的比率。我们认为不从公司获得薪金的外部董事在监督管理和控制股东方面比那些从公司获得薪金的董事更加独立。我们预测在 OUTSIDEDIR 和盈余管理之间存在着负相关关系。

控制股东在不可能受到其他股东的挑战时倾向于侵犯小股东的利益。虽然活跃的接管市场在中国的股票市场并不存在。但是,有时候其他股东将他们的投票权联合在一起以对抗机会主义的控制股东。在中国的股票市场中,除最大股东外的其他大股东持股比例以及它们的集中度至关重要。我们使用 SHARE2-10 来度量其他大股东挑战最大股东的可能性。SHARE2-10 定义为:

$$\text{SHARE2-10} = \sum_{n=2}^{10} \left(\frac{S_n}{S} * 100 \right)^2. \quad (3)$$

¹⁰ 一些近来发表的报告,比如 OECD CG 报告、ADB CG 报告、S&P 公司水平公司治理评级以及 CLSA 新兴市场治理评级都将分散的所有权结果假设为优良公司治理的必要条件。

¹¹ 见 Claessens, Djanov, and Lang (2000)。

这里， S_n 为第 n 大股东持有的股份数目， S 为已发行的股份数目。SHARE2-10 是由第二到第十大股东持股比例的平方和；这是衡量从第二到第十大股东持股集中度的赫尔德劳类型指数。这个变量刻画了合作控制市场的可行性。SHARE2-10 越大，控制股东越可能受到其他股东的挑战。因此，我们预测在 SHARE2-10 和 ACC、IAACC 之间存在着负相关关系。

最后，我们构造了虚拟变量 HBSHARE，如果上市公司在香港证券交易所发行 H 股或者在上交所或深交所发行 B 股，就等于 1，否则等于 0。H 股和 B 股大多向外国投资者开放。企业发行 H 股或者 B 股必须采用国际会计准则，而且必须由国际认可的会计公司审计财务报表。一般来说，发行 H 股或者 B 股的上市公司面临来自投资者更加严格的监督。这些公司的管理受到富有经验的投资者的更多监察。他们进行隧道行为的可能性小一些。我们预测在 HBSHARE 和盈余管理之间存在着负相关关系。

(三) 统计指标总结

表 1 是这些变量统计指标的总结。应计利润总额的平均值（中值）占总资产的比例是 -1.53% (-0.1%)。ACC 的方差很大。最高（低）的 ACC 为 43.79% (-97.76%)；标准差是 10.98% 。行业中值调整后的应计利润的均值（中值）的占总资产的份额是 -0.6% (0%)。

表 1 变量的统计结果
2000 年在上海和深圳交易所上市的 894 家企业组成的样本

变量 ^a	均值	中值	标准差	最小值	最大值
ACC _{<i>i</i>}	-0.015	-0.001	0.011	-0.978	0.438
IAACC _{<i>i</i>}	-0.006	0	0.109	-0.964	0.420
SHARE2-10 _{<i>i</i>}	174.647	44.141	261.402	0.001	1440.908
RAWSHARE2-10 _{<i>i</i>}	0.168	0.133	0.137	0.001	0.606
OUTSIDEDIR _{<i>i</i>}	0.492	0.545	0.273	0	1
TOPSHARE _{<i>i</i>}	0.443	0.433	0.178	0.021	0.886
TOPEXESHARE _{<i>i</i>}	0.000	0.000	0.001	0	0.015
CEO-DIR _{<i>i</i>}	0.326	0	0.469	0	1
ASSETS _{<i>i</i>}	1781.062	1125.221	2206.091	114.498	26986.3
REVENUE _{<i>i</i>}	1009.839	446.371	1796.778	0	20467.58
SIZE _{<i>i</i>}	20.897	20.841	0.952	18.556	24.019
ln(SHARE2-10) _{<i>i</i>}	3.198	3.787	2.791	-6.526	7.273
(TOPSHARE) _{<i>i</i>} ²	0.228	0.187	0.165	0.000	0.785
HBSHARE _{<i>i</i>}	0.109	0	0.311	0	1

续表

a 变量定义

ACC _i	净收益与经营现金流量的差值除以 2000 年的平均总资产
IAACC _i	企业的 ACC 与企业所属行业 ACC 中值的差值
SHARE2-10 _i	至 2000 年底,第二到第十大股东持股比例的平方和
RAWSHARE2-2 _i	至 2000 年底,第二到第十大股东持股比例之和
OUTSIDEDIR _i	至 2000 年底,不从公司获得薪酬的董事数目与总的董事数目的比值
TOPSHARE _i	至 2000 年底,最大股东持股比例
TOPEXESHARE _i	高层管理人员,包括 CEO、副执行董事、董事会主席和副主席的持股比例
CEO-DIR _i	一个二元虚拟变量。如果公司的 CEO 也担任董事会主席,它等于 1,否则等于 0
ASSETS _i	2000 年底的总资产(以百万元记)
REVENUE _i	2000 年底的总收益(以百万元记)
SIZE _i	ln(ASSET _i)
ln(SHARE2-10) _i	ln(SHARE2-10 _i)
(TOPSHARE) _i ²	<i>i</i> (TOPSHARE _i) ²
HBSHARE _i	一个虚拟变量,如果上市公司在香港证券交易所发行 H 股或者在上交所或深交所发行 B 股,它就等于 1,否则等于 0

前面,我们用赫尔德劳类型指数度量了第二到第十大股东持股比例。这个变量的统计指标总结没有直观的描述公司中第二到第十大股东的持股情况。因此,我们也提供了原始的持股数据,标示为“RAWSHARE2-10”。RAWSHARE2-10 表示第二到第十大股东持股份比例之和。我们样本中第二到第十大股东持股比例的均值(中值)为 16.81% (13.32%)。在第二到第十大股东持股最少的公司里,这些股东持股比例少于千分之一。这些统计数据基本反映了中国上市公司的所有权结构。国家通过控股公司控制了中国绝大多数上市公司,国有控股占优于其他股东持股。

表 1 的第五行总结了变量 OUTSIDEDIR。在我们的样本中,不从公司获得薪金的董事比例的均值(中值)为 49% (54%)。在某些公司,所有的董事会成员都从公司获得薪金,而在另外一些公司中没有董事从公司获得薪金。但是,如果考虑到不只是董事会的构成起作用,正规化的董事决策机制更为重要的事实,我们认为这个变量应该在一个宽松的基础上来考虑。

第六行总结了 TOPSHARE,它描述了最大股东的持股比例。正如我们已经讨论过的,大多数的中国上市公司由国家通过国有资产管理部直接控制或通过控股公司间接控制,公司的最大股东通常控制着公司的很大份额。TOPSHARE 的统计指标证实了这点。我们样本中最大股东持股比例的平均值(中值)为 44.3% (43.3%)。在 75% 的公司里,最大股东掌握着近 30% 的股份。这样集中的所有权结构与欧洲或是美国的上市公司形成了鲜明的对比。

平均来讲,高层管理者被发现持有其公司略高于万分之一的股份。同时,统计指标总结也显示了我们的样本中大约 32.6% 的 CEO 也担任董事会主席。

最后，我们发现样本中大约 11% 的公司在 2000 年底主要向境外投资者发行 H 股或 B 股。

我们总结的统计数据说明，平均来讲，我们样本中企业的总资产（收益）为 17 亿 8 千 1 百（10 亿零 9 百）万元，大约为 2 亿 1 千 5 百（1 亿 2 千 2 百）万美元。与西方国家的上市公司相比，中国上市公司的规模相当的小。

四、实证结论

（一）盈余管理与公司治理水平的联系

中国上市公司中的控制股东为了侵占小股东的利益，必须保持公司的上市资格，或者是在公司上市后获得股权出售的权力；因为报出利润是监管者在做出 IPO 和股权出售决策时的惟一重要手段，我们认为中国上市公司的盈余管理与控制股东的隧道行为密切相关。如前面讨论的，我们使用应计利润总额（ACC）和行业市值调整后的应计利润（IAACC）比平均总资产来作为盈余管理的度量。因此，我们的实证检验集中在 ACC/IAACC 和公司治理变量之间的关系上。

公司治理变量的第一个集合，SHARE2-10，HBSHARE 和 OUTSIDEDIR 度量了作用于控制股东隧道行为的约束机制（内部的和外部的）。我们推测 ACC 和 IAACC 与它们负相关。公司治理变量的第二个集合，TOPSHARE，TOPEXESHARE 和 CEO-DIR 度量了控制股东隧道行为的激励水平。我们推测 ACC 和 IAACC 与它们正相关。TOPSHARE 和因变量的关系需要进一步解释。我们推测 ACC/IAACC 和 TOPSHARE 之间存在倒 U 型关系。当最大股东在公司的利益增大时，他的机会主义行为也增加。然而，当最大股东在公司的利益达到某个水平以后，他进一步侵占公司财富的动机可能会下降，因为隧道行为的净收益没有那么大了。因此，我们在回归中包含了 TOPSHARE 的平方项。我们推测这个变量的系数是负的。

我们通过运行下面的回归模型来检验我们的假设：

$$\begin{aligned} \text{ACC}_i (\text{IAACC}_i) = & \alpha + \beta_1 \ln(\text{SHARE2-10}_i) + \beta_2 \text{OUTSIDEDIR}_i + \beta_3 \text{TOPSHARE}_i \\ & + \beta_4 (\text{TOPSHARE}_i)^2 + \beta_5 \text{TOPEXESHARE}_i + \beta_6 \text{CEO-DIR}_i \\ & + \beta_7 \text{HBSHARE}_i + \beta_8 \text{SIZE}_i + \epsilon_i. \end{aligned} \quad (4)$$

在实证分析中，我们使用了 SHARE2-10 的自然对数值，而不是 SHARE2-10，这样使它的系数与其他变量的系数相匹配。我们还使用了 SIZE，将其定义为总资产的自然对数，在回归中控制不确定的规模效应。

表 2 显示了回归模型中变量之间的单变量相关关系。

表2 回归变量之间的 Pearson 相关性(N = 894)

	ACC	IAACC	ln(SHARE 2-10)	OUTSIDE DIR	TOP SHARE	(TOP SHARE) ²	TOPEXE SHARE	CEO-DIR	SIZE	HB SHARE
ACC	1.000	0.987 ^a	-0.019	-0.010	0.063 ^c	0.050	0.079 ^b	0.072 ^b	0.059 ^c	-0.101 ^a
IAACC		1.000	-0.036	-0.016	0.081 ^b	0.069 ^b	0.068 ^b	0.067 ^b	0.078 ^b	-0.100 ^a
ln(SHARE 2-10)			1.000	0.212 ^a	-0.680 ^a	-0.712 ^a	0.041	-0.010	-0.204 ^a	0.114 ^a
OUTSIDE DIR				1.000	-0.174 ^a	-0.170 ^a	-0.031	-0.186 ^a	-0.085 ^b	0.038
TOPSHARE					1.000	0.980 ^a	-0.037	-0.042	0.239 ^a	-0.028
(TOP SHARE) ²						1.000	-0.038	-0.040	0.254 ^a	-0.040
TOPEXE SHARE							1.000	0.035	-0.024	-0.049
CEO-DIR								1.000	-0.002	-0.058 ^c
SIZE									1.000	0.285 ^a
HBSHARE										1.000

变量定义同表1

^a相关性在 0.01 的水平上显著(双尾)^b相关性在 0.05 的水平上显著(双尾)^c相关性在 0.10 的水平上显著(双尾)

统计上显著相关的关系我们做了标注。ACC 和 IAACC 与 ln(SHARE2-10) 和 OUTSIDEDIR 负相关,但是,相关性不显著。如预期的那样,ACC 和 IAACC 与 HBSHARE 显著负相关。ACC 和 IAACC 与 TOPSHARE、TOPEXESHARE 和 CEO-DIR 显著的正相关。与我们预期相反的是,ACC (IAACC) 与 (TOPSHARE)² 不显著(显著)正相关。

表3列出了回归的结果。大体来说,回归结果支持我们的主要假设。在表3中,ACC (IAACC) 与 TOPSHARE、TOPEXESHARE 和 CEO-DIR 显著的正相关,表明随着最大股东在公司利益的增加、高层管理人员在公司私人利益的增加以及董事会缺乏独立性,他侵占公司财富的程度也加剧了。ACC (IAACC) 与 TOPEXESHARE 的平方负相关,表明最大股东在公司的利益达到一个阈值以后,他的机会主义行为将会下降。更为吃惊的是,我们发现 HBSHARE 显著为负,这意味着有 H 股或 B 股上市的公司没有太多盈余管理的热情。然而,ACC (IAACC) 与 ln(SHARE2-10) 的关系是不显著的。最后,ACC 和 IAACC 都与 SIZE 正相关,意味着盈余管理和隧道行为问题在较大公司里更为突出。

如前所述,我们使用赫尔德劳类型指数度量了第二到第十大股东持股集中程度。我们用 RAW2-10 替代了这个变量后重新进行回归。结果在定性分析上与表3显示的一致。

表 3 多变量回归模型
因变量： ACC_i 和 $IAACC_i$
($N = 894$)

自变量	估计符号	ACC^*	$IAACC^*$
Intercept	-	-0.346 (0.001)	-0.372 (0.000)
$\ln(\text{SHARE2-10})_i$	-	0.002 (0.345)	0.002 (0.406)
OUTSIDEDIR_i	-	0.009 (0.516)	0.008 (0.580)
TOPSHARE_i	+	0.244 (0.019)	0.233 (0.023)
$(\text{TOPSHARE})_i^2$	-	-0.216 (0.066)	-0.198 (0.087)
TOPEXESHARE_i	+	12.980 (0.027)	11.055 (0.057)
CEO-DIR_i	+	0.016 (0.038)	0.015 (0.054)
HBSHARE_i	-	-0.045 (0.000)	-0.045 (0.002)
SIZE_i	?	0.012 (0.008)	0.014 (0.002)
Adjusted R^2		2.83% (0.000)	2.83% (0.000)

* 列显示了回归模型所估计的系数和调整后的 R^2 , 括号中是 p 值。

ACC_i	净收益与经营现金流量的差值除以 2000 年的平均总资产
$IAACC_i$	企业的 ACC 与企业所属行业 ACC 中值的差值
$\ln(\text{SHARE2-10})_i$	至 2000 年底, 第二到第十大股东持股比例的平方和的自然对数
OUTSIDEDIR_i	至 2000 年底, 不从公司获得薪酬的董事数目与总的董事数目的比值
TOPSHARE_i	至 2000 年底, 最大股东持股比例
$(\text{TOPSHARE})_i^2$	$i(\text{TOPSHARE}_i)^2$
TOPEXESHARE_i	高层管理人员, 包括 CEO、副执行董事、董事会主席和副主席的持股比例
CEO-DIR_i	一个二元虚拟变量。如果公司的 CEO 也担任董事会主席, 它等于 1, 否则等于 0
SIZE_i	$\ln(\text{ASSET}_i)$
$(\text{TOPSHARE})_i^2$	$i(\text{TOPSHARE}_i)^2$
HBSHARE_i	一个虚拟变量, 如果上市公司在香港证券交易所发行 H 股或者在上交所或深交所发行 B 股, 它就等于 1, 否则等于 0

(二) 盈余管理以获得二次发行和配股权力

我们上面的分析表明了中国上市公司的盈余管理依赖于它们的公司治理。

追求更高公司治理标准的企业进行盈余管理的可能性低些。如我们在前一节讨论的, 盈余管理的激励同样依赖于公司这样去做的紧迫性。因为监管者使用一个单一的会计变量作为主要的政策工具, 我们推测中国上市公司的盈余管理行为接近决策的阈值时表现得更为突出。

自从 1999 年以来, 为了获得二次发行和配股的权力, 上市公司必须连续三年保持至少 6% 的净资产收益率 (ROE), 而且三年的平均 ROE 不得少于 10%。我们检验公司的盈余管理是否达到了这个阈值。我们将样本中的公司分成两组。第一组中的企业它们 2000 年及其前两年的 ROE 达到了决策阈值。¹²第二组包括没有达到阈值的公司。我们检验第一组的平均 ACC/IAACC 是否显著高于第二组。

在检验中我们考虑两种 ROE。第一种是“核心”ROE, 定义为营业利润除以权益的账面价值。第二种是“非核心”ROE, 定义为总利润除以权益的账面价值。如在第二节讨论的, 在中国标准的损益表中, 营业利润定义为销售收入减去销售成本和营业费用; 总利润包括营业利润、资产处置和投资的收益(损失)和其他的收入和支出。因此, 营业利润度量了公司“核心”业务的盈利能力; 总利润度量了公司“核心”以及“非核心”业务的盈利能力。我们认为对于管理者和控制股东来说通过“非核心”业务更容易操纵报出利润, 因为他们可以在这些“非核心”业务上行使更大的决策权。

表 4a 为 t 检验的结果。因为检验需要连续三年的年 ROE, 样本中没有包括在 1998 年底及 1999 年末上市的公司。样本的数目减少为 784 个。表 4a 的 A 栏显示了在“核心”ROE 基础上的阈值的检验。在 2000 年, 有 616 家公司按照他们报告的“核心”ROE 达到了决策的阈值。检验的结果显示了, 超过了阈值的公司平均 ACC/IAACC 值显著大于没有超过阈值的公司的平均 ACC/IAACC。B 栏显示了在“非核心”ROE 基础上的检验。427 家公司按照他们报告的 2000 年“非核心”ROE 达到了股权出售的阈值。注意到 B 栏中的 t 检验值比 A 栏中的要显著, 这意味着许多公司使用非核心业务作为盈余管理以超过配股阈值的手段。

表 4a 中的结果可能由样本中的极值产生。我们使用 Kruskal-Wallis 检验验证这个假设, 结果由表 4b 给出。在表 A (表 B), 我们列出了以“核心”ROE (“非核心”ROE) 基础上的检验结果。如参数检验所示, 非参数检验的结果同样显示了超过政策阈值的企业的 ACC/IAACC 值显著大于未超过阈值的企业。

¹² 为了被归入这个组, 公司必须满足两个条件: 首先, 连续三年(包括 2000 年)保持至少 6% 的净资产收益率; 第二, 三年的平均 ROE 高于 10%。

表 4a T-检验：超过发股阈值企业与没有超过阈值的企业在(ACC/IAACC)上的差别

H_a : 超过阈值的公司的平均 ACC (IAACC) > 没有超过阈值的公司的平均 ACC (IAACC)				
A: “核心”ROE 基础上的股权出售				
	超过阈值的公司 (N = 616)	没有超过阈值的公司 (N = 168)	两者之差	T-检验值 (p-value)
ACC	-0.005	-0.030	0.025	2.52 (0.006)
IAACC	0.005	-0.023	0.028	2.52 (0.006)
B: “非核心”ROE 基础上的股权出售				
	超过阈值的公司 (N = 427)	没有超过阈值的公司 (N = 357)	两者之差	T-检验值 (p-value)
ACC	0.009	-0.035	0.044	6.61 (0.000)
IAACC	0.019	-0.025	0.044	6.66 (0.000)

注：1. ACC = 净收益与经营现金流量的差值除以 2000 年的平均总资产。

2. IAACC = 企业的 ACC 与企业所属行业 ACC 中值的差。

3. “核心”ROE = 营业利润除以资产的账面价值。

4. “非核心”ROE = 总利润除以资产的账面价值。

5. 自从 1999 年，为了获得出售股票权力，上市公司必须连续三年保持至少 6% 的股权收益率，而且三年的平均 ROE 不得少于 10%。

表 4b Kruskal-Wallis 检验：超过发股阈值企业与没有超过阈值的企业在(ACC/IAACC)上的差别

H_a : 超过阈值的公司的平均 ACC (IAACC) > 没有超过阈值的公司的平均 ACC (IAACC)				
A: “核心”ROE 基础上的股权出售				
	Sum of scores	Mean score	Chi-square	p-value
超过阈值的公司 (N = 616)	247032 (247781)	401.03 (402.24)	4.07 (5.32)	0.02 (0.01)
没有超过阈值的公司 (N = 168)	60688 (59939)	361.24 (356.78)		
B: “非核心”ROE 基础上的股权出售				
	Sum of scores	Mean score	Chi-square	p-value
超过阈值的公司 (N = 427)	187351 (187752)	438.76 (439.70)	39.13 (40.73)	0.000 (0.000)
没有超过阈值的公司 (N = 357)	120369 (119968)	337.76 (336.04)		

注：1. 括号中是 IAACC 的结果。

2. ACC = 净收益与经营现金流量的差值除以 2000 年的平均总资产。

3. IAACC = 企业的 ACC 与企业所属行业 ACC 中值的差。

4. “核心”ROE = 营业利润除以资产的账面价值。

5. “非核心”ROE = 总利润除以资产的账面价值。

6. 自从 1999 年，为了获得出售股票权力，上市公司必须连续三年保持至少 6% 的股权收益率，而且三年的平均 ROE 不得少于 10%。

(三) 盈余管理以有机会进行隧道行为

一家上市公司如果连续三年报告净亏损就会被列为“ST”。¹³“ST”公司一般面临着股东和政府对其改善经营业绩和公司治理的巨大压力。如果一家“ST”公司的业绩在两到三年没有改善,它将面临摘牌。因此,我们预期管理者和控制股东具有强烈的动机避免报告亏损。我们选择了公司的子样本,这些企业分别为在1998年、1999年和2000年都报告亏损以及在1998年、1999年报告亏损而在2000年的报告赢利的企业。在这个子样本中,企业在第三年报告亏损将会被列为“ST”;而在第三年报告赢利者则避免了这一点。我们检验ACC/IAACC在避免被划为“ST”的企业中是否显著地高一些。

表5a T-检验:前两年报告亏损但2000年赢利的企业与连续三年报告亏损的企业在应计利润(ACC/IAACC)的差异

H_a : 前两年报亏但是2000年赢利企业的平均ACC/IAACC > 连续三年报亏的企业的平均ACC/IAACC				
	前两年报亏但2000年赢利的企业 (N = 14)	连续三年报亏的企业 (N = 17)	两组差异	T-统计值 (p-统计值)
ACC	-0.050	-0.233	0.183	3.90 (0.001)
IAACC	-0.041	-0.223	0.182	3.90 (0.000)

注:1. ACC=净收益与经营现金流量的差除以2000年的平均总资产。

2. IAACC=企业的ACC与企业所属行业ACC中值的差。

表5b Kruskal-Wallis 检验:前两年报告亏损但2000年盈利的企业与连续三年报告亏损的企业在应计利润(ACC/IAACC)的差异

H_a : 前两年报亏但是2000年赢利企业的平均ACC/IAACC > 连续三年报亏的企业的平均ACC/IAACC				
	Sum of scores	Mean score	Chi-square	p-value
前两年报亏但是 2000年赢利的企业 (N = 14)	314 (311)	22.43 (22.21)	12.76 (11.93)	0.000 (0.000)
连续三年报亏的企业 (N = 17)	182 (185)	10.71 (10.88)		

注:1. IAACC结果表示在括号里面。

2. ACC=净收益与经营现金流量的差值除以2000年的平均总资产。

3. IAACC=企业的ACC与企业所属行业ACC中值的差。

¹³ ST表示“特别处理”。上市公司连续三年亏损或是财务情况异常,就会被划为ST。ST股票的交易受到每天价格涨跌幅5%的限制,而正常股票为10%。如果一家ST公司在接下的的一年没有改善,它将被列为“PT”表示“Particular Transfer(特别转让)”。PT股票只能在每周五进行交易,股票的最大涨幅不能超过上周五收盘价的5%,而对跌幅没有限制。如果PT企业在某段时间内(通常为二至三年)仍然不能盈利,就会被摘牌。

表 5a (表 5b) 显示了 t 检验 (Kruskal-Wallis 检验) 的结果。有十七家三年连续亏损;十四家公司两年报告亏损,而在第三年报告净赢利。与我们预期一致的是,表 5a 显示了在避免被划为“ST”的企业,其平均 ACC/IAACC 值显著地高于被划为“ST”的企业,这意味着经理人员操纵盈余以避免被摘牌。表 5b 中的非参数检验得到了相似的结果。

(四) 当隧道行为变得困难时

如在前一节中说明的,中国上市公司的盈余管理是隧道行为的一种特别形式。如果控制股东受到投资者更为严格的监管,其隧道行为或盈余管理的激励将会减弱。为了打通国际融资渠道以及获得更好的投资基础,某些中国上市公司向境外投资者发行了 H 股或 B 股。¹⁴ 发行 H 股/B 股的公司按照国际会计准则来报告财务报表。这些公司通常受到来自监管者和境外投资者更大的压力,因为他们要求报告更多企业层面的信息。境外投资者还要求更为详细的解释融资的使用情况。我们认为发行 H 股或 B 股的企业其盈余管理的激励更小。表 3 中的回归分析结果表明与 ACC/IAACC 负相关。也就是说,发行 H 股/B 股的公司不大可能进行增加收入的盈余管理。

在表 6a 和表 6b,我们进一步解释了这个结论。我们将样本企业分为两组:发行 H 股/B 股的企业和没有发行 H 股/B 股的企业。与回归结果一致,表 6a 显示了发行 H 股/B 股公司的平均 ACC/IAACC 值显著地低于没有发行 H 股/B 股的公司,这意味着当隧道行为变得困难时,经理更不可能实行盈余管理。表 6b 的非参数检验证实了这个结论。

总的来看,我们的实证结果显示了中国上市公司的经理人员和控制股东操纵盈余以达到侵占小股东财富的目的。我们同样证实了这种操作行为与公司治理的机制相关。

表 6a T -检验:没有 H 股或 B 股上市的公司与有 H 股或 B 股上市的公司
在应计利润(ACC/IAACC)上的差异

H_a : 没有 H 股或者 B 股的公司平均 ACC/IAACC > 有 H 股或者 B 股的公司平均 ACC/IAACC				
	没有 H 股或 B 股的公司 ($N = 797$)	有 H 股或 B 股的公司 ($N = 97$)	两组之间的差异	T -检验值 (p -value)
ACC	-0.011	-0.047	0.036	3.03 (0.001)
IAACC	-0.002	-0.036	0.034	3.15 (0.001)

注:1. ACC=净收益与经营现金流量的差值除以 2000 年的平均总资产。

2. IAACC=企业的 ACC 与企业所属行业 ACC 中值的差。

¹⁴ H 股是指在香港证券交易所上市交易的普通股 B 股是在境内交易大体只对外资开放的普通股。

表 6b Kruskal-Wallis 检验: 没有 H 股或 B 股上市的公司与有 H 股或 B 股上市的公司
在应计利润(ACC/IAACC)上的差异

H_0 : 没有 H 股或者 B 股的公司平均 ACC/IAACC > 有 H 股或者 B 股的公司平均 ACC/IAACC				
	Sum of scores	Mean score	Chi-square	(<i>p</i> -value)
没有 H 股或 B 股的公司 (<i>N</i> = 797)	365279 (365214)	458.32 (458.24)	12.89	0.000
有 H 股或 B 股的公司 (<i>N</i> = 97)	34786 (34851)	358.62 (359.29)	(12.70)	(0.000)

注: 1. IAACC 结果表示在括号里面。

2. ACC = 净收益与经营现金流量的差值除以 2000 年的平均总资产。

3. IAACC = 企业的 ACC 与企业所属行业 ACC 中值的差。

五、结 论

在这项研究中, 我们考察了中国上市公司中控制股东的隧道行为、公司治理和盈余管理之间的联系。对于 2000 年在上海和深圳交易所上市的 894 家公司, 我们分析了应计利润总额和行业市值调整后的应计利润, 衡量盈余管理的变量以及一系列公司治理变量之间的关系。与我们预期一致的是, 应计利润总额与下列因素表现出正相关关系: 最大股东在公司的利益, 高层管理人员在公司的利益以及董事会是否由 CEO 来控制, 这意味着隧道行为的问题在具有下列特点的公司里更为突出: 一个强有力的控股股东, 公司的 CEO 们在公司具有强烈的私人利益, 董事会不是那么的独立。我们的分析同样显示了当最大股东在公司的利益达到了某个水平以后, 他的机会主义行为下降。另外, 我们发现样本企业中的应计利润总额与股票上市地点有关。特别的, 在香港股票交易所发行 H 股或在境内交易所发行 B 股的公司, 其应计利润总额和行业市值调整后的应计利润要低于只将股票出售给境内投资者的公司的相应值。这样的证据说明控制股东的隧道行为受到了更为严格的会计准则的约束和投资者更加严格的监管。

参 考 文 献

- [1] Aharony, Joseph, Jevons C. Lee, and T. J. Wong, "Financial Packaging of IPO Firms in China", *Journal of Accounting Research*, Spring 2000, 103—126.
- [2] Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, "Tunneling or value addition? Evidence from mergers by Korean business groups", *Journal of Finance*, 2002, forthcoming.
- [3] Bai, Chong-en, Qiao Liu, and Frank Song, "Value of Corporate Control: Evidence from China's Distressed Firms", working paper, 2002.

- [4] Barclay , Michael J. , and Clifford G. Holderness , “ Private Benefits from Control of Public Corporations ” , *Journal of Financial Economics* , 1989 , 25 : 371—395.
- [5] Berle, Adolf and Gardiner Means , “ The Modern Corporation and Private Property ” , New York : Macmillan , 1932.
- [6] Bertrand , Marianne , Paras Mehta , and Sendhil Mulliananthan , “ Ferreting out Tunneling : An Application to Indian Business Groups ” , working paper 7592 , *National Bureau of Economic Research* , Cambridge , 2000 , MA 02138.
- [7] Claessens , Stijin , Simeon Djankov , and Larry Lang , “ The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations ” , *Journal of Financial Economics* , 2000 , 58.
- [8] Harris , M. , and A. Raviv , “ Corporate Control Contests and Capital Structure ” , *Journal of Financial Economics* , 1988 , 20 : 55—86.
- [9] Jensen , Michael C , “ Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers ” , *American Economic Review* , 1986 , 76 : 323—350.
- [10] Jensen , Michael C. and Richard , S. Ruback , “ The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence ” , *Journal of Financial Economics* , 1983 , 11 : 5—50.
- [11] Johnson , S. , R. La Porta , F. Lopez-de-Silanes , and A. Shleifer , “ Tunneling ” , *American Economic Review Papers and Proceedings* , XC , 2000 , 22—27.
- [12] Klein , April , “ Audit Committee , Board of Director Characteristics , and Earnings Management ” , *Journal of Accounting and Economics* , 2002 , 33 : 375—400.
- [13] La Porta , Rafael , Flowrencio Lopez-de-Silanes , Andrei Shleifer , and Robert W. Vishny , “ Legal Determinants of External Finance ” , *Journal of Finance* , 1997 , 52 : 1131—1150.
- [14] Shleifer , Andrei and Robert W. Vishny , “ A Survey of Corporate Governance ” , *Journal of Finance* , 1997 , 52 : 737—783.
- [15] Stulz , Rene , “ Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control ” , *Journal of Financial Economics* , 1988 , 20 : 25—54.
- [16] Zingales , Luigi , “ The Value of the Voting Right : A Study of the Milan Stock Exchange Experience ” , *The Review of Financial Studies* , 1994 , 7 : 125—148.
- [17] Zingales , Luigi , “ What Determines the Value of Corporate Votes ” , *Quarterly Journal of Economics* , 1995 , 110 : 1047—1073.

Earnings Management to Tunnel : Evidence from China 's Listed Companies

QIAO LIU

(*McKinsey and Company* , *University of Hong Kong*)

ZHOU LU

(*University of Hong Kong*)

Abstract This paper examines whether earnings management in China 's publicly traded

companies is related to controlling shareholders " tunneling " the resources out of the firm for their own benefits. We hypothesize that the incentives to manage earnings are stronger for firms with poorer governance practices , more urgent needs to exceed regulatory thresholds ; they become weaker when tunneling becomes more difficult. Our empirical evidence shows that total accruals and industry median adjusted accruals are positively correlated with the largest shareholder 's interest in a company , top executives ' interests in the company , and whether the board of director is chaired by the CEO , negatively related to H/B share dummy. Our results suggest that tunneling is more problematic in companies with powerful controlling shareholders , with CEOs that have great personal interest in the company , and with a board that is less independent , less severe for firms that have shares traded by foreign investors. Moreover , by studying several specific incidents in the context of China 's capital market , we find that firms tend to manage earnings when the potential " tunneling " benefits is high or when the probability of being caught is low. These results suggest that earnings management serves as one specific form of " tunneling " in Chinese stock market.

JEL Classification G34 , M41 , M43