

# 代理冲突、公司治理和上市公司财务欺诈的研究\*

□汪昌云 孙艳梅

**摘要:**公司利益相关者间的代理冲突滋生了财务欺诈的动机。本文以我国发生财务欺诈的上市公司为研究样本,在划分两类欺诈行为的基础上,考察了公司治理对上市公司欺诈行为的影响及这一影响在两类欺诈行为中的差异。研究结果表明:大股东治理和高管薪酬激励机制有效降低了两类欺诈发生的概率,而控制权与所有权的分离程度增加了第二类欺诈行为发生的可能性。考虑到股权分置改革特殊的公司治理作用,本文从股改视角进一步研究发现:股改提高了大股东治理和经理人薪酬激励机制抑制欺诈的有效性,对第二类欺诈行为影响更为明显。最后,本文对财务欺诈的经济后果进行了初步分析,发现财务欺诈行为显著降低了公司价值,且第一类欺诈行为对公司价值的负面影响更为显著。

**关键词:**财务欺诈 代理冲突 公司治理 股权分置改革

## 一、引言

公司的利益相关者之间存在信息分布的不对称,因此,由负责公司日常经营的管理者编制和提供会计信息的制度安排有效地降低了信息不对称所导致的交易成本。财务报表披露的会计信息对投资者意义重大:一方面,投资者可以借助于这些信息,了解所投资对象的营运情况和绩效水平,以判断是否值得投资;另一方面,投资者在解读企业运行情况的基础上,更好地监督和评价管理者,降低潜在的代理成本和由于信息不对称所带来的风险 (Bushman and Smith, 2001; Healy and Palepu, 2001)。通过有目的的欺骗或故意谎报重大财务事实的不诚实行为,回避信息披露责任和逃避监督就构成了财务欺诈行为。

回避信息披露责任的重要原因之一是广泛存在的两类代理冲突。前一类代理冲突指经理层与股东之间的利益冲突,也被称为传统的公司治理问题。Jensen 和 Meckling (1976) 等指出,由于所有权与经营权的分离,经理层的过度投资和在职消费等行为损害了外部股东的利益。近年来,来自股东内部的利益冲突逐渐引起学术界的关注,控股股东通过金字塔型控股结构、交叉持股以及不平等的投票权等形式,借助隧道行为实现资源的转移,形成对外部中小股东利益的损害,此类利益冲突被称为第二类代理问题 (LLS, 1999; Claessens et al., 2000; Faccio et al., 2002)。上述两类代理问题在我国上市公司普遍存在 (张华等, 2004)。Jensen 和 Meckling (1976) 里程碑式的工作将公司治理的目标明确为解决和降低代理成本。广义的公司治理涵盖对两类代理问题的解决,具体而言,公司治理机制则是解决现代公司由于控制权和所有权分离所导致的内部人的代理问题,确保资金提供者按时收回投资并获得合理回报的各种机制的总称 (Shleifer and Vishny, 1997)。

高质量的会计信息与健康的公司治理机制相互依存 (Baker and Wallage, 2000)。会计信息披露质量本身就是公司治理的一项重要内容,而高质量会计信息的生产有赖于健康的公司治理,财务欺诈通常与失衡的公司治理机制密切相关。在现有关于财务欺诈与公司治理的研究中,Beasley (1996) 研究发现,企业的外部董事比例与其发生欺诈的可能性显著负相关,董

\* 汪昌云感谢国家杰出青年科学基金(项目批准号:70725003)对本项研究的资助。孙艳梅感谢对外经济贸易大学学术创新团队资助项目对本项研究的资助,并对郭作佳和成为在本项研究过程中出色的研究助理工作表示感谢。当然,文责自负。

事会中外部董事的任期增加、持股比例增加和在其他公司任职等特征会降低财务欺诈发生的可能性,而董事会规模则与财务欺诈发生可能性正相关。刘立国和杜莹(2003)以被证监会处罚的25家财务欺诈的上市公司为研究样本,研究发现法人持股比例、内控制度、执行董事比例、监事会规模等因素与财务欺诈的可能性正相关,而流通股比例则与之负相关,控股股东的性质影响欺诈行为,当控股股东为国资局时,公司更可能发生财务欺诈。杜兴强等(2006)发现上市公司的外部董事比例与财务欺诈行为间的关系不显著,而股权集中度与财务欺诈行为显著正相关。然而,财务欺诈行为具有一定的复杂性,一方面,作为公司重要监督力量的大股东,会在严格监督经理层,避免其经营不善或利己行为滋生财务欺诈,损害公司价值的同时,存在为了使自身的隧道行为免于披露和监督、操控财务披露程序和结果的可能,大股东治理在财务欺诈行为中的双重角色增加了公司治理与财务欺诈行为关系研究的复杂性,而现有研究对大股东双重角色的忽略限制了研究的深入。另一方面,经理层存在通过财务欺诈掩饰其非效率投资或在职消费对公司价值损害的可能性,同时,也会对控股股东损害公司价值的行为产生制衡作用,因为当对正确行动的先验判断存在冲突时,委托人的控制权与代理人激励之间就可能存在冲突,而经理人薪酬激励越高,经理人对决策正确性的关心程度越强(Van den Steen, 2005)。因此,本文试图结合欺诈行为背后的动机,剖析公司治理机制和不同代理冲突相对应的两类欺诈行为之间的关系,探索公司治理机制对不同欺诈行为的影响差异,以促进公司治理实践中有针对性地改进公司治理,缓和乃至解决两类代理冲突。

始于2005年的股权分置改革(简称股改,下同)提供了公司治理与上市公司财务欺诈行为研究的“天然实验”数据,因为股改提高了上市公司治理机制的有效性(廖理、刘碧波、酆金梁,2008a,2008b;廖理、张学勇,2008),而被认为是完善中国上市公司治理结构的重要举措。股权分置改革使股改前的非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格现象消失,促成了非流通股和流通股股东共同利益基础的形成,促使股价变动形成对大股东和管理层市场化的激励和约束。股改也在有助于机构投资者以股权制衡等方式发挥更加积极的监督经理人作用的同时,为在公司治理中扮演重要角色的接管威胁的实

施创造条件,从而改善我国上市公司治理的外部环境。因此,从股改的维度上进一步动态考察公司治理机制与欺诈行为发生可能性的关系,有助于全面理解公司治理与欺诈行为发生可能性的关系。考虑到股权分置改革致力于解决非流通股股东和流通股股东之间,由于股权分置带来的第二类代理冲突问题,对于股权分置前后财务欺诈行为与公司治理之间关系变化的研究,为我们检验公司治理与两类财务欺诈之间的关系及其差异性提供一个良好的契机。

本文以因财务欺诈而被证监会和交易所处罚的上市公司为研究样本,根据欺诈行为相关的代理冲突,将欺诈行为划分为第一类欺诈和第二类欺诈<sup>①</sup>。在此基础上,我们构建配对样本,进行条件Logistic回归分析。一方面,考察公司治理机制与上市公司财务欺诈行为发生可能性的关系,并从股改的维度,探讨了股改前后公司治理对上市公司财务欺诈行为影响的变化;另一方面,在代理理论框架下,分析各项公司治理机制抑制两类财务欺诈行为有效性的差异。我们的研究表明:大股东治理和高管薪酬激励机制有效降低了两类欺诈发生的概率,而控制权与所有权的分离程度增加了第二类欺诈行为发生可能性。作为特殊公司治理事件的股改,提高了大股东治理和经理人薪酬激励机制的有效性,降低了第二类欺诈行为发生的可能性。最后,对财务欺诈经济后果的初步分析表明:财务欺诈行为显著降低了公司财务绩效和公司价值,且第一类欺诈行为的负面影响更显著,这也进一步肯定了完善公司治理的意义和本项研究的价值。

本文的创新之处体现在以下几方面。第一,根据不同的代理冲突行为动机的差异,我们将欺诈行为划分为两类,细化了公司治理机制对欺诈行为影响的研究。对大股东作为第一类财务欺诈中的监督人和第二类财务欺诈中的责任人的双重角色,而经理层在两类代理问题中的责任人和制衡力量的不同定位的考察,使对公司治理机制与欺诈行为关系的深入分析成为可能。第二,考虑到股权分置改革特殊的公司治理作用,我们从股改的维度,进一步动态考察公司治理机制与欺诈行为发生可能性的关系,及这一关系在两类欺诈行为中的差异,从会计信息披露角度对股改的效果进行评价。第三,对上市公司欺诈行为的经济后果进一步分析,从公司价值的层面,研究公司治理在降低欺诈行为发生可能性方面的价值。

本文以下部分内容组织如下,第二节在理论分析基础上提出研究假设,第三节提出本文研究方法、报告样本选择和变量的描述性统计,在第四节通过非参检验和条件 Logistic 回归分析,检验公司治理各项机制及股改与财务欺诈行为之间的关系,在比较分析两类财务欺诈行为与各项公司治理机制间关系的差异性基础上,进一步研究财务欺诈行为对公司价值的影响。最后简单总结全文。

## 二、研究假设

财务会计信息系统的有效运行缓解了信息在利益相关者之间分布的不对称及其带来的代理问题,其产生的财务报告体现了契约关系的均衡(Watts, 1986)。由于财务报表披露具有强制性,在形成对利益相关主体有效监督的同时,财务报表的信息披露质量同样受到代理问题的影响,即代理冲突的存在成为管理层或控股股东操纵财务报表,滋生财务欺诈的原因。Jensen 和 Meckling(1976)的里程碑式的工作将公司治理的目标明确为解决代理问题和降低代理成本。广义的公司治理涵盖股东与经理人之间、大股东与小股东之间两类代理问题的降低和解决。本文考虑到控股股东作为第一类欺诈行为中的监督人和第二类欺诈行为中的责任人的双重角色,经理层在两类财务欺诈行为中的责任人和制衡力量的不同定位,关注股权结构和经理层相关公司治理机制对欺诈行为的影响。具体而言,本文从大股东治理,控制权与所有权分离程度,高管薪酬激励和经理层持股 4 个方面展开分析,并提出本文的研究假设。

### (一)大股东治理

大股东的治理角色具有复杂性,其对公司信息披露质量的影响可细分为第一类欺诈行为中的监督人和第二类欺诈行为中的责任人的双重角色:一方面,大股东的存在有助于解决监督经理人问题上分散股东的搭便车问题,作为财务报告的使用者,大股东有激励通过监督提高财务报告的质量。Shleifer 和 Vishny(1986)研究表明股权的集中度会减少管理层的机会主义倾向,有助于降低股东和经理层间的代理冲突,控股股东与小股东利益具有一致性。此时,控股股东的治理作用主要表现为监督治理效应,其持股比例越高,就越有激励对经理层通过投资于 NPV 为负的项目间接侵蚀公司财富、经营不善业绩下滑或在职消费等行为进行监督,进而降低第一类欺诈行为发生的可能性。另一方面,

在控股股东的控制权和现金流权存在分离时,大股东可能以隧道行为挪用公司的资源以谋求自身利益,从而损害外部股东的利益(La Porta et al.,1999; Claessens et al.,2000),此时,控股股东有动机通过影响财务报告的披露信息质量,避免承担来自监管层的处罚及相应责任,可能会引发第二类欺诈行为。Faccio(2002)发现大股东持股比例与其发生掠夺的可能性正相关。Fan 和 Wang(2002)在对东亚经济中所有权结构和会计盈余信息性之间关系的研究发现,所有权高度集中会造成第二类代理冲突。控股股东会出于自利目的,扭曲会计信息的披露,从而使财务报表披露的信息对外部投资者失去了可信性。McKinnon 和 Dalimunthe (1993) 以及 Mitchell 等(1995)研究发现所有权分散程度越高,信息披露水平越高。而 La Porta 等(1999)在调查了 27 个发达国家的大型上市公司的基础上发现,股权集中度与财务报告质量负相关。于鹏(2007)研究发现,分散化的股权结构和国有股权未能形成对公司管理层的有效制约,反而增大了公司进行盈余操纵的可能性。因此,我们认为控股股东在通过隧道行为谋取私利,恶化公司财务状况后,会为了免于监督和惩罚,向经理层施加压力降低信息披露的真实程度,其控制力越强,则隐藏真实财务信息的能力越大,欺诈行为就越容易发生。因此,我们提出:

假设 1: 大股东治理降低了第一类欺诈行为的可能性。

假设 2: 大股东治理提高了第二类欺诈行为的可能性。

### (二)所有权和控制权的分离

与大股东治理不同,最终控制人的信息,尤其是所有权与控制权分离程度更直接地反映最终控制人对上市公司利益侵占的动机。因此,作为大股东治理变量的有益补充,我们考察了控制权与所有权分离程度与上市公司欺诈行为发生可能性之间的关系。一方面,在股权分散的情况下,众多小股东的搭便车行为使得管理层利用其掌握的实际控制权来侵占股东的利益成为可能,而控股股东的激励效应来源于其现金流权 (La Porta,1999)。另一方面,控股股东通过交叉持股、金字塔持股等方式使其控制权和现金流权出现分离。分离程度越大,控股股东侵占其他股东的利益动机越大。Claessens 等(2002)在东亚 8 个经济体 1301 家上市公司的数据的基础上,研究发现公司控制权和现金流权之间较

大的差异会造成公司绩效较大的下降。Johnson 等(2000)的研究发现,控股股东利用控制权和现金流权的分离,以多种形式实现资源从子公司或孙公司到母公司的逐层转移,形成了对分散股东利益的损害。国内的研究也表明控股股东的控制权和现金流权的分离导致公司绩效下降(张华等,2004;白重恩等,2005;王鹏、周黎安,2006等)。因此,终极控股股东的控制权与所有权分离程度更为直接地体现了其对上市公司价值侵害的动机大小。在发生侵占其他股东利益行为后,终极控股股东有激励通过影响经理层,来扭曲上市公司的信息披露,从而会增大欺诈行为发生的可能性。因此,我们提出:

假设3:控制权与所有权分离程度与第二类财务欺诈发生的可能性正相关。

### (三)高管薪酬激励

在现代公司中,在聘用经理人前与经理人签订薪酬激励合约,来协调经理人与投资者的利益被认为是一种有效缓解经理人“偷懒”和内部交易等谋求控制权私人收益的重要公司治理机制。传统代理理论(Holmstrom,1979)认为,CEO薪酬激励机制将报酬建立在公司业绩等可证实的指标基础上,使经理人在一定程度上,按照投资者的利益行事,减少了CEO和股东之间的利益冲突。基于中国上市公司的数据,Firth等(2006)发现中国上市公司经理人薪酬与公司业绩正相关,肯定了经理人薪酬激励在中国资本场所扮演重要的公司治理角色。Frieder和Subrahmanyam(2007)认为,高管薪酬激励在减少管理层道德风险的同时,增加了其通过操纵财务报表来榨取额外报酬的可能性。财务报表在向投资者传递公司经营状况信息的同时,会受到经理层操纵公司会计业绩和扭曲公司财务信息披露行为的影响:一方面,经理人投资低效率项目侵蚀公司财富、经营不善或在职消费等行为导致公司价值降低,其薪酬水平也会相应降低;另一方面,在控股股东进行隧道行为损害上市公司利益时,薪酬激励会促使经理层形成对控股股东行为的有效制衡,因为当对正确行动的先验判断存在差异,委托人的控制权与代理人激励之间就可能存在冲突。经理人薪酬激励与其对决策正确性的关心程度正相关(Vanden Steen,2005)。高管薪酬成为经理层制衡控股股东行为的激励。因此,我们提出:

假设4:高管薪酬激励与两类欺诈行为发生的可能性负相关。

### (四)高管持股

高管层虽然不直接参与财务报表编制,但其对会计信息系统的运行和财务报表的产生具有直接影响。现有文献表明,管理者持股机制对公司的影响存在两方面的假说:一是Jensen和Meckling(1976)提出的“利益趋同假说”,他们认为管理者倾向按照自身的利益进行决策,从而形成与外部股东利益的冲突。而管理者持股水平越高,管理者与外部股东的利益的一致性越强,高管层的事先持股行为具有降低经理人掠夺投资者利益的承诺价值,其持股的增加会减少由于所有权与控制权分离而引起的代理成本,进而减少盈余管理的可能性(Warfield,1995)。因此,随着管理层持股水平的提高,管理者愿意提供更高质量的会计信息以供外部股东决策。二是壕沟假说(Entrenchment),即管理层由于持股过高而具有足够的影响力,将可以凭借广泛的影响力和投票权,确保其在进行偏离公司价值最大化目标的投资项目不影响他们的工资水平和受公司聘任与否(Fama and Jensen,1983)。Morck等(1988)以及McConnell和Servaes(1990)实证研究发现了管理层持股与公司价值间的非线性关系,即当管理者股权在一定范围之内时,内部股权表现为利益协同效应,但当内部股权超过一定比例时,则主要体现出壕沟效应。Johnson等(2008)研究发现经理层会为了避免其所持股份价值大幅下滑而进行财务欺诈。Erickson、Hanlon和Maydew(2004)发现以股票基础的薪酬与财务欺诈发生的概率正相关,而由于财务欺诈行为的披露,公司经理层持股价值的中位数在之后的6个月内下降达49%。高雷等(2006)采用非平衡面板数据,研究发现管理者持股与基金持股均能抑制控股股东的掏空。考虑到中国上市公司的高管持股水平普遍较低,我们认为高管持股对欺诈行为发生可能性的影响以利益趋同效应为主。因此,我们提出:

假设5:经理层持股与两类欺诈行为发生的可能性负相关。

### (五)股权分置改革

除了完善资本市场的定价机制和资源配置功能外,始于2005年的股改被认为是改善中国上市公司治理结构的重要举措。因此,股改成为中国上市公司治理与代理冲突的研究中不可避免的重要事件,为动态考察公司治理机制与上市公司财务欺诈行为关系的研究提供了“天然实验”数据。股改影

响公司治理与上市公司的财务欺诈行为关系的路径何在? 现有针对股改的研究中,廖理、刘碧波、酆金梁(2008)研究了中国股权分置改革的市场效应,发现股权分置改革的市场效应显著为正。廖理和张学勇(2008)对股份全流通对于纠正终极控制者利益取向的有效性研究表明,股改导致大部分家族终极控制权下降,股改之后家族终极控制者掏空上市公司的程度呈明显下降。汪昌云等(2009)研究发现,股改显著地改善了上市公司部分治理机制的有效性,而这一改善是通过使非流通股和流通股股东形成共同的公司治理利益基础,提升大股东治理的正向作用的路径实现的。我们认为:一方面,股改使非流通股获取了在确定时间后的上市流通、获取资本利得来实现投资回报的机会,降低了其通过隧道行为利益输出的可能性和财务报告欺诈行为发生的动机。这一点在第二类欺诈行为中尤为明显,股改会降低控制权与所有权分离带来的利益侵占和发生欺诈的可能性。另一方面,非流通股股东与流通股股东之间利益趋于一致,控股股东有更高的激励进行监督,经理层进行财务欺诈的成本和被发现的概率大大提高,经理层会由于隐性收益,如在职消费等形式收益的降低,对显性的薪酬激励更加敏感,从而高管的薪酬激励更加有效。所以我们提出:

假设 6: 股改降低了第二类欺诈行为中所有权与控制权分离程度与欺诈发生可能性的正相关关系,提高了第一类欺诈行为中经理层薪酬激励抑制财务欺诈行为的有效性。

(六)欺诈行为的经济后果

欺诈行为通过有目的的欺骗或故意谎报重大财务事实,暂时掩饰了代理冲突的存在和对上市公司价值的侵害,却无法从根本上改变公司存在的问题。公司治理机制降低欺诈行为发生可能性的实质是降低代理冲突和提高企业价值,因此欺诈行为引致成本的降低也是公司治理机制价值创造的体现。Teoh 等(1998)和 Xie(2001)的研究表明,连续性的操纵盈余通常难以持续。而 Karpoff、Lee 和 Martin (2008) 针对美国证监会处理的 1978~2002 年间进行财务欺诈的 585 家公司的研究表明:财务欺诈法律的惩罚远低于来自市场的惩罚。他们发现对于公司通过欺诈行为抬高的每一美元股价,在其财务欺诈行为向市场披露后,公司平均付出额外的 3.08 美元,声誉损失高达 2.71 美元。其中,声誉损失为由于财务欺诈造成的低的销售收入、高的续约和融资成

本带来的未来现金流净值的损失。因此,我们提出:  
假设 7:财务欺诈行为降低上市公司价值。

三、样本选择和研究设计

(一)样本选择

由于中国上市公司的最终控制人资料披露始于 2001 年年报,且于 2002 年 1 月 7 日颁布并施行的《上市公司治理准则》(中国证监会和原国家经贸委联合颁布)对 2001 年之后的中国上市公司的公司治理实践和相关信息披露的质量和完整性有着重要影响<sup>②</sup>, 本文以 2001 年至 2008 年末的所有 A 股上市公司为初选样本,所有数据均来自国泰安经济金融研究数据库(CSMAR)。

1. 欺诈上市公司样本

本文关注上市公司财务信息披露方面的欺诈行为,包括证监会、上海证券交易所和深圳证券交易所正式立案审查,并做出行政处罚、通报批评,公开批评和谴责等正式处理决定的案件公司。考虑到金融行业的特殊性,我们剔除该行业欺诈样本。对研究样本依次执行如下筛选程序:(1) 删除公告中违规年度缺失的公司;(2) 删除多部门同时处罚造成的重复样本公司,按照先证监会后交易所的原则保留一个样本;(3) 删除非财务欺诈类的公司,包括欺诈类型为违规购买股票、擅自改变资金用途、推迟披露、出资违规、操纵股价、欺诈上市、违规炒作和其他类;(4) 对于连续多年发生欺诈事件的处理,本文参考了 Erickson、Hanlon 和 Maydew (2006)的处理方法,以首次欺诈年度作为连续欺诈样本公司的时间,因为将每一个违规年度作为单独样本处理会高估欺诈发生的可能性。经过上述程序,最后获得 306 家财务欺诈样本公司。

2. 无财务欺诈公司对照组选取

选取无欺诈行为的公司作为配对样本,展开对公司财务欺诈行为的研究,要求最终选取的配对样本公司和其配对的欺诈公司在欺诈行为发生前具有可比性,即与欺诈企业处于同一行业且实力接近,市场地位相当,从而能够更加准确和集中地对公司治理的影响进行分析。现有文献中的配对标准包括:企业的资产规模、主营业务收入、行业和上市地等公司特征(Beasley, 1996; Beaver, 1966; Altman, 1968; Elloumi and Gueyie, 2001; 陈静, 1999; 曹德芳、夏好琴, 2005),但缺乏完全统一的标准。对于样本中的每一家财务欺诈上市公司, 本文依照

Beasley(1996)的标准选取无财务欺诈行为的公司作为配对样本<sup>③</sup>:(1)同交易所:财务欺诈公司与对配对公司在同一交易所上市交易,即同为上海证券交易所或深圳证券交易所挂牌交易的公司;(2)同行业:财务欺诈公司与对比组公司所在行业相同<sup>④</sup>;(3)公司规模最相近:财务欺诈年度前一年与财务欺诈公司总资产最接近的公司。除上述标准外,配对样本公司还必须不在上交所、深交所公开谴责的公司之列,且历年审计报告都必须是无保留意见。

3.两类代理冲突下欺诈行为的划分

广义的公司治理涵盖两类代理问题的解决。Jensen 和 Meckling(1976)等强调基于所有权与经营权的分离,经理人为了实现帝国扩张目的甚至不惜投资净现值为负的项目,从而损害了外部股东的利益,我们称之为第一类代理问题。而新兴市场国家中,控股股东以金字塔型控股结构、交叉持股以及不平等的投票权等通过隧道行为实现资源的转移,形成对外部分散股东利益的损害,我们将这种由于股东之间利益冲突所引发的代理问题称为第二类代理问题。投资者之间利益冲突不仅普遍而且十分严重(LLS,1999;Claessens,Djankov and Lang,2000;Faccio and Lang,2002;Berglof and Pajuste,2002)。Johnson、La Porta、Lopez de Silanes 和 Shleifer (2000)等的研究发现,控制性投资者基于金字塔等结构所实现的控制(Control)权和现金流(Cash Flow)权利的分离,以资产出售、转移定价、现金盘剥等内部交易方式实现资源从孙公司向子公司到母公司的逐层转移,形成对孙公司和子公司其他分散股东利益的损害。国内研究也表明:上市公司控制者获取控制权私人收益的手段多种多样,包括隧道效应(Johnson et al.,2000),现金股利支付(Lee et al.,2004),过度负债(廖理等,2008),关联交易(李增泉等,2004),资金占用(黄渝祥,2003)和管理者安排等(金雪军,2005)。余明桂等(2007)及余明桂、夏新平(2004)证明,由于控制股东会通过关联交易和资金占用等手段损害其他股东利益,存在控制股东的上市公司市场价值显著小于不存在控制股东的公司。

代理冲突的存在会滋生财务欺诈行为,我们根据引起欺诈行为的代理冲突的不同,将上市公司的财务欺诈行为划分为第一类欺诈和第二类欺诈,前者为第一类代理冲突下,经理层由于投资低效率项目侵蚀公司财富、经营不善或在职消费等行为导致

表 1 两类欺诈行为的划分举例

	第一类欺诈	第二类欺诈
股票代码	55	600898
公司名称	方大A	三联商社
首次违规年度	2001年	2004年
违规类型	虚列资产、虚假陈述	重大遗漏
监管部门处罚文件	证监罚字[2006]18号	证监罚字[2008]23号
欺诈行为简述	一、虚增主营业务收入10538.51万元;二、虚构材料采购10548.7万元,虚增主营业务成本及管理费用10532.94万元;三、虚减应收账款及虚构应收账款收回,少提及冲回已提坏账准备1168.87万元;四、虚增固定资产和在建工程11932.46万元;五、少提长期投资减值准备200.37万元。	一、2004年三联商社与三联集团有限责任公司(以下简称三联集团)及关联公司发生大额资金往来,并为三联集团大额贷款提供担保;二、2005年三联商社与三联集团及关联公司发生大额资金往来;三、2006年3月三联商社潍坊家电分公司用银行贷款为三联集团垫支大额资金1600万元。上述大额资金往来及贷款担保事项,三联商社既未按规定进行临时公告,也未在2004年、2005年的定期报告中按规定予以披露。

公司价值降低而引发的财务欺诈行为,而后者则指股东之间的代理冲突下,控股股东为了使自身的隧道行为免于披露和监督,操控财务披露程序和结果。对于两类财务欺诈行为的区分研究有利于明晰股东和经理层相关的公司治理机制对欺诈行为的具体影响。因此,我们根据监管部门对欺诈公司处罚中关于违规类型和监管机构公告的内容信息界定两类欺诈行为<sup>⑤</sup>:将存在大股东占用上市公司资产或违规对大股东及大股东控股公司提供担保的财务欺诈行为定义为第二类欺诈行为,因为上市公司隐瞒发生在控股股东与上市公司间的担保和关联交易披露而违反披露要求,通常是由于控股股东试图欺骗或故意谎报重大财务事实,从而掩饰其行为产生的负面后果,这类欺诈行为集中体现了控股股东与分散的外部股东之间的利益冲突问题。考虑到作为财务报表责任人的管理层,当存在将公司资金的掠夺或浪费在无吸引力的项目上时,有通过财务欺诈行为来掩饰的可能,我们将第二类欺诈行为之外的虚构利润、虚列资产、虚假陈述、重大遗漏等欺诈归为第一类欺诈行为。而最后得到两类欺诈样本分别为189和117个。以方大A和三联商社为例对第一类欺诈和第二类欺诈行为的划分标准做出说明(见表1)。

(二)变量定义

1.被解释变量

样本公司是否发生欺诈(FRAUD):虚拟变量,若上市公司有财务欺诈行为该变量取1,否则取0。

公司价值:我们采用以下两种常用方法用来测度公司价值:(1)托宾Q(Q),是总资产的市场价值同账面价值之比,总资产的市场价值等于总负债账面

面价值加上权益的市场价值。(2) 资产收益率 (ROA),即公司的税后净利润与总资产之比。

2.解释变量

本文主要从大股东治理(大股东持股比例)、控制权与所有权分离(控制权与所有权之差<sup>⑥</sup>)、高管薪酬激励(前三大高管薪酬平均)和高管持股比例(前五大高管持股比例之和)4个角度对公司治理机制进行度量。

3.控制变量

审计标准说明文书分3个方面列出了与财务报告欺诈相关的风险因素:管理层特征和对控制环境的影响、行业特征及经营特征和财务稳定性,而已有的研究也表明:公司的规模、行业、是否特别处理、公司的财务特征、上市年限等因素将影响公司发生欺诈的可能性。因此,我们在研究中对以下可能对上市公司财务欺诈行为产生影响的因素进行控制。

(1)上市流通过年限(AGE)。上市公司上市前后都存在过度“包装”的现象,当企业绩效下降时管理层操纵会计报告的可能性增加,公司上市年限与财务舞弊行为存在正相关关系。

(2)特别处理(ST)。中国证券市场有明确的退市制度,当上市公司“最近3年连续亏损”时,国务院证券管理部门将决定是否暂停其股票交易(《公司法》第一百五十七条)。而上市公司最近两年连续亏损或出现其他重要异常情况时,证券交易所会对其股票交易实行退市风险警示。此时,上市公司通常会有强烈的动机操纵会计盈余以避免被特别处理,而已被特别处理的公司也有激励通过财务操纵行为实现“脱帽”。因此,我们引入虚拟变量,当上市公司被特别处理或特别处理后实现“脱帽”的,该变量取1,否则为0。

(3)公司财务特征。在公司财务特征方面,我们引入资产负债率(LEV)和公司规模(SIZE)作为控制变量。企业的负债权益比越高,经理人员就越可能选择将报告盈余从未来会计期间转移至当期。Chow 和 Wong-Boren(1987)发现,披露情况与公司规模、负债比例、净资产占总资产比率有关。

(4)控股股东性质。普遍认为,国有持股缺乏效率,私有化有益于提高公司绩效(Meggison and Netter,2001)。控制公司的政府机构有可能把上市公司当作完成扩大就业,增强社会稳定性等政策目标的工具,而与分散的其他股

东利益相冲突。经营者通常会利用政府产权上的“超弱控制”,形成事实上的内部人控制。此时,内部人存在通过扭曲会计信息来实现其控制目的的可能。另一方面,国有股的控股地位使国有股的代表,控制董事会并成为董事长或同时兼任总经理,这一现象加大了问题严重性。杜莹和刘立国(2002)研究认为国有产权特殊性使得行政代理无法构建对国有产权的有效保护,从而使上市公司管理层操纵财务信息披露成为可能。刘立国和杜莹(2003)研究表明当公司的第一大股东为国资局时,公司更可能发生财务欺诈。我们设置虚拟变量来控制控股股东性质的影响,当控股股东为国有时取1,否则取0<sup>⑦</sup>。

(5)审计委员会。审计委员会的设置对财务报告质量的提高具有积极作用(Klein,1998,2002; Chen and Zhou,2007)。DeFond 和 Jiambalvo(1991)则发现审计委员会的设立能有效降低公司高估盈余的可能性。DeChow 等(1996)的研究发现未设立审计委员会的公司更容易发生财务欺诈。因此,我们设置虚拟变量来控制审计委员会的影响,当上市公司设置了审计委员会时取1,否则为0。

表2 给出本文所使用的全部变量的定义。

(三)研究设计

本文的实证研究从以下三方面展开:首先,对欺诈公司样本组和对照组进行非参检验,考察两组之间公司治理机制的差异性;其次,考察公司治理特征

表2 变量定义表

变量代码	变量名称	变量定义
被解释变量:		
FRAUD	欺诈虚拟变量	上市公司有财务欺诈行为取1, 否则为0
Q	托宾Q	(普通股股权市值+净债务市值)/企业总资产的账面价值
ROA	资产收益率	税后净利润/总资产
解释变量:		
SEP	所有权与控制权分离	控制权与所有权之差, 参考La Porta等(1999)的计算方法, 控制权为实际控制人与上市公司股权关系链或若干股权关系链中最弱的一层的总和。所有权指实际控制人通过一致行动、金字塔及交叉持股方式拥有上市公司的所有权, 将实际控制人与上市公司股权关系链每层持有比例相乘后求和
OSR	股改虚拟变量	股权分置改革之前取值为0, 否则取值为1
TOP1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/总股数
SO_TOP1	第一大股东性质	第一大股东为国有股或国家法人股的取1, 否则为0
M5	五大高管持股比例	五大高管持股数之和/总股数
PAY	高管薪酬	前三大高管薪酬之和的平均值
控制变量:		
ST	特别处理	当上市公司被特别处理或特别处理后实现“脱帽”的, 该变量取1, 否则为0
ASSET	总资产	总资产
SIZE	规模	总资产自然对数
GR	增长率	总资产增长率
AGE	上市年限	上市年限
AC	审计委员会	上市公司设置审计委员会时取1, 否则为0



变量对上市公司欺诈行为发生可能性的影响及这一影响在两类欺诈行为中的差异,继而从股改角度,进一步考察公司治理机制与欺诈行为发生可能性的关系在股权分置前后的变化;最后,对财务欺诈的经济后果进行初步分析。考虑到配对样本基础上的非条件 Logistic 回归结果中对于系数估计存在不一致且有偏(Manski and Lerman,1977;Palepu,1986),而条件 Logistic 回归(Conditional Logistic)对于克服这一问题具有优势(Johnson,Ryan and Tian,2008),我们采用条件 Logistic 回归,对如下模型进行估计:

$$FRAUD_{it}=\alpha_0+\alpha_1CG_{it}+\alpha_2OSR\times CG_{it}+\eta_i\sum X_{it}+\xi_{it} \quad (1)$$

其中,式(1)中  $FRAUD_{it}$  是上市公司  $i$  在  $t$  期是否发生欺诈的虚拟变量,如果上市公司样本发生欺诈则取 1,否则为 0; $OSR$  为股改的虚拟变量,当样本公司在该年度前完成股改则取值为 1,否则取 0; $CG_{it}$  为样本公司  $i$  在第  $t$  期公司治理的特征变量,包括控制权和所有权的分离( $SEP_{it}$ )、大股东持股比例( $TOPI_{it}$ )、高管薪酬激励( $PAY_{it}$ )和经理人持股( $M5_{it}$ ),分别用来刻画所有权和控制权的分离程度、大股东的治理作用、经理人薪酬激励和经理人持股 4 个方面; $OSR\times CG_{it}$  为样本公司  $i$  在第  $t$  期公司治理变量与股权分置改革虚拟变量的交互效应,用来刻画股权分置改革对公司治理影响效果的边际效应。 $X$  为关于企业特征的控制变量向量,其中包括公司的资产负债比( $LEV_{it}$ ),资产增长率( $GR_{it}$ ),总资产的自然对数( $SIZE_{it}$ ),第一大股东性质( $SO\_TOPI_{it}$ ),特别处理( $ST_{it}$ ),是否设置审计委员会( $AC_{it}$ )以及公司上市年限( $AGE_{it}$ )。

在考察上市公司欺诈的经济后果时,我们借助以下计量模型进行回归分析,检验欺诈行为对下一期的公司营运绩效和当期市场价值的影响进行分析:

$$ROA_{it}=\beta_0+\beta_1FRAUD_{i,t-1}+\beta_2CG_{it}+\eta_i\sum Y_{it}+\xi_{it} \quad (2)$$

$$Q_{it}=\gamma_0+\gamma_1FRAUD_{it}+\gamma_2CG_{it}+\eta_i\sum Z_{it}+\xi_{it} \quad (3)$$

式(2)中, $ROA_{it}$  表示公司  $i$  在  $t$  年的公司营运绩效,以资产收益率度量,回归方程中的解释变量  $FRAUD_{i,t-1}$  为公司  $i$  在  $t-1$  期是否发生欺诈变量的虚拟变量。控制变量包括:资产负债比( $LEV_{it}$ )、资产增长率( $GR_{it}$ ),公司规模( $SIZE_{it}$ )和公司上市年限( $AGE_{it}$ )。式(3)中  $Q_{it}$  表示公司  $i$  在  $t$  年的公司市场价值,以托宾  $Q(Q_{it})$  来度量, $FRAUD_{it}$  为公司  $i$  在  $t$  期是否发生欺诈变量的虚拟变量,同时控制上市公司的资产负债率( $LEV_{it}$ )和公司规模( $SIZE_{it}$ )。

(四)描述性统计

表 3 报告了本文选取对照组所依据的配对标准在欺诈公司组和非欺诈公司组的描述统计情况。结合表 5 关于两组的非参检验结果,可以看出公司规模在两组间的差异不显著,欺诈组总资产均值(中位数)为 15.2439 亿元(11.4787 亿元),相应对照组总资产均值为 15.0033 亿元(11.3857 亿元),均值的参数  $t$  检验(中位数的 Wilcoxon 秩和检验)表明两组无显著差异,配对样本满足配比要求。欺诈公司的行业分布则呈现一定的集中趋势,制造业

欺诈样本公司达 166 个,占全部样本 54.2%,其次是信息技术业和批发与零售贸易类公司。

表 4 分别报告了欺诈公司和对照组公司样本中,主要变量的描述性统计。对于控制权与所有权分离程度,两组样本均值分别为 6.752%和 5.353%;大股东持股均值差异显著,欺诈组均值 35.483%明显低于对照组的大股东持股均值 41.530%。在经理层持股和高管薪酬方面,欺诈组的均值和中位数水平都明显低于对照组。我们将在本文之后的非参检验部分中展开对核心公司治理变量差异的显著性检验。

四、实证结果分析

(一)非参检验

欺诈公司样本组和对照组在公司治理机制和其他公司特征方面差异性

表 3 财务欺诈公司与其对照组公司样本的配对特征变量描述统计

	欺诈公司	对照组
总资产(万元):		
均值	152438.8	150033.3
中位数	114786.5	113856.9
标准差	135043.9	130708.3
样本的交易所分布:		
上海证券交易所	145	145
深圳证券交易所	161	161
欺诈样本公司的行业分布:		
A农、林、牧、渔业: 15; B采掘业: 3; C制造业: 166; D电力、煤气及水的生产和供应: 7; E建筑业: 5; F交通运输、仓储业: 7; G信息技术业: 34; H批发和零售贸易: 19; J房地产业: 17; K社会服务业: 10; L传播与文化业: 5; M综合类: 18。		

注:本表针对欺诈组公司及其相应的对照组公司在配对特征变量方面的分布情况:第一部分报告总资产的均值,中位数和标准差;第二部分报告样本公司的交易所分布情况;第三部分报告样本公司的行业分布情况。

表 4 欺诈公司和配对公司样本下的描述性统计

	欺诈组		对照组	
	均值	中值	均值	中值
SEP (%)	6.752	2.867	5.353	0.000
TOPI (%)	35.483	29.900	41.530	37.825
M5 (%)	0.026	0.000	0.059	0.000
PAY(万元)	13.472	9.307	19.216	13.222
ST	0.085	0.000	0.062	0.000
SO_TOPI	0.199	0.000	0.258	0.000
SIZE	20.791	20.817	20.910	20.911
GR	0.020	0.014	0.100	0.053
AGE	7.657	8.000	7.513	7.000
LEV	0.823	0.590	0.837	0.490
AC	0.379	0.000	0.382	0.000



是本文研究开展的基础。本部分我们通过对两个样本进行非参检验,考察两组之间公司治理机制和其他公司特征对欺诈行为发生的可能性影响差异以了解欺诈行为发生的可能性与公司治理机制之间的关系,为进一步的分析奠定基础。

表 5 报告了本文核心变量在欺诈组和配对的正常公司组的非参检验结果。全样本下的非参检验结果显示,公司治理机制在欺诈组和配对组中存在显著差异,对照组公司的第一大股东对上市公司有更强的控制力,其持股比例中位数比欺诈组的中位数高 7.925%。而财务欺诈组中最终控制人的两权分离程度更为严重,反映出财务欺诈组样本企业的最终控制人更强的侵占小股东利益的动机和相应较高的发生财务欺诈行为的概率。非欺诈公司的薪酬激励水平显著高于欺诈公司,说明薪酬激励有可能成为有效激励管理层,抑制其进行欺诈行为和确保财务信息披露质量的有效途径。在将财务欺诈进一步划分为第一类欺诈和第二类欺诈行为后,我们发现终极控股股东的所有权与控制权分离程度在第二类欺诈公司中的组间差异显著大于第一类欺诈公司,而两个子样本的大股东治理和薪酬激励机制的组间差异及显著性与全样本结果一致,总体而言,第一类财务欺诈公司样本的公司治理机制高于第二类财务欺诈样本,这可能是因为第二类代理成本通常由控股股东的隧道行为引起,而第二类财务欺诈的实施有赖于管理层在财务处理上的配合,因而,强大的控股股东弱化了公司治理中大股东之外治理机制的有效性。另外,财务欺诈组和对照组在公司上一年的总资产和高管持股方面无显著差异,并且在两类欺诈行为中出现相同的结果,前者肯定了配对样本选取的有效性,而后者则与中国高管持股总体水平比较低,持股激励不足有关。

(二)回归分析

表 6 报告了基于模型(1)的条件 Logistic 回归结果。在回归方程(1)~(4)中控制企业特征基础上,分别考察了大股东治理、控制权与所有权分离、高管薪酬激励和经理人持股对上市公司发生欺诈行为可能性的影响,而在方程(5)~(8)中,从股改的角度进一步分析公司治理与财

务欺诈行为之间的关系。

回归方程(1)~(4)的结果表明,大股东治理和高管层薪酬激励有效抑制了上市公司欺诈行为的发生,方程(5)~(8)则进一步证明,股改后的大股东治理和高管层薪酬激励机制的有效性显著提高,一定程度上肯定了股改部分实现了完善上市公司治理结构的目的。该结论与廖理等(2008)的结论一致。

方程(1)和(5)显示,大股东治理与发生欺诈的可能性显著负相关,且在 1%水平下显著,大股东治理在降低财务欺诈可能性方面作用显著,其有效性在股改后显著提高。这与 Fan 和 Wang(2002)和杜兴强(2006)的研究结果不一致,他们认为在所有权高度集中的情况下,上市公司的公司治理失效的可能性随之增大,控股股东将出于自利的目的报告会

表 6 公司治理机制对欺诈行为影响的条件 Logistic 回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
TOP1	-0.026*** (-4.19)				-0.025*** (-3.90)			
SEP		0.024 (1.50)				0.043** (2.12)		
M5			-0.125 (-0.74)				-0.087 (-0.55)	
PAY				-0.659*** (-3.12)				-0.497** (-2.45)
TOP1×OSR					-0.021** (-2.00)			
SEP×OSR						-0.052 (-1.63)		
M5×OSR							-1.493 (-0.36)	
PAY×OSR								-1.386** (-2.48)
SO_TOP1	-0.409* (-1.79)				-0.484** (-2.09)			
ST	0.379 (1.09)	0.466 (1.05)	0.293 (0.88)	0.258 (0.75)	0.345 (0.98)	0.483 (1.08)	0.294 (0.88)	0.143 (0.41)
SIZE	-1.240** (-2.22)	-1.452* (-1.69)	-1.458*** (-2.62)	-1.474*** (-2.66)	-1.146** (-2.02)	-1.551* (-1.78)	-1.463*** (-2.63)	-1.406*** (-2.52)
GR	0.074 (0.13)	-0.92 (-0.90)	0.318 (0.55)	0.527 (0.92)	0.005 (0.01)	-0.871 (-0.85)	0.324 (0.56)	0.503 (0.87)
AGE	-0.03 (-0.94)	-0.042 (-1.09)	-0.024 (-0.79)	-0.025 (-0.83)	-0.026 (-0.81)	-0.036 (-0.94)	-0.025 (-0.83)	-0.013 (-0.41)
LEV	0.012 (0.43)	-0.005 (-0.14)	0.009 (0.35)	0.011 (0.43)	0.021 (0.73)	0.001 (0.04)	0.009 (0.36)	0.013 (0.49)
AC	-0.016 (-0.08)	0.211 (0.80)	-0.016 (-0.08)	-0.001 (-0.00)	-0.046 (-0.23)	0.237 (0.89)	-0.02 (-0.10)	-0.031 (-0.15)
N	612	314	612	612	314	612	314	612
pseudo R <sup>2</sup>	0.106	0.141	0.051	0.08	0.116	0.153	0.053	0.098
χ <sup>2</sup>	44.85	30.61	21.59	33.86	49.17	33.33	22.65	41.45

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%和 10%的水平上显著。括号内为 t 统计量。

表 5 欺诈公司样本和配对样本组在两类欺诈行为基础上的非参检验

	全样本			第一类欺诈行为			第二类欺诈行为		
	欺诈组	对照组	Z	欺诈组	对照组	z	欺诈组	对照组	z
ASSET <sub>t-1</sub> (万元)	113856.9	114786.5	0.130	113402.1	113287.5	0.016	114487	115567.9	0.169
SEP	2.867	0.000	-2.332**	1.637	0.000	-0.889	6.186	0.000	-2.517***
TOP1	29.900	37.825	4.634***	31.790	36.830	3.314***	29.680	39.140	3.296***
M5	0.000	0.000	1.425	0.000	0.000	1.314	0.000	0.000	0.587
PAY (万元)	9.307	13.222	4.584***	9.280	12.200	3.272***	9.333	14.150	3.062***

注:这里的 z 检验代表 Wilcoxon 秩和检验(Wilcoxon two-sample signed rank),其目的是比较欺诈公司样本组合对照组之间的差异,零假设是中位数在两个样本间差异为 0。\*\*\* 表示结果在 1%水平上显著。

计信息,上市公司财务舞弊的可能性就越大。我们认为研究结果的显著差异在于样本区间不同和股权分置改革后公司治理机制有效性显著提高。在方程(2)和(6)中,控制权与所有权分离程度与上市公司发生财务欺诈的可能性正相关,但不显著,而该变量与股权分置改革虚拟变量的交互效应为负且也不显著,表明控制权与所有权的分离并未显著增加全样本下上市公司的代理成本和财务欺诈的可能性,我们认为现金流的激励效应或控制权的侵害效应伴随股改的完成,发生了显著改变,且主要体现在大股东与中小股东之间的利益冲突,从而造成其在整个样本区间不显著,对于这一点我们将在下一步区分两类欺诈行为基础上展开分析。

通过回归方程(3)、(4)、(7)和(8),本文考察了经理人相关治理机制及股改在降低上市公司欺诈可能性的作用。结果显示高管持股比例与欺诈的可能性负相关但不显著,其与股权分置改革的交叉项也同样为负不显著,说明高管持股机制降低上市公司发生欺诈的可能性及股改对高管持股治理机制有效性的提高作用均不明显,高管持股的利益趋同效应有限,管理者倾向按照自身的利益进行决策,有通过扭曲信息披露质量来提高所持有股票市场价格的动机。总体而言,本文结果支持了中国市场上管理者持股的激励效应并不明显,与现有的相关研究结论相吻合(魏刚,2000;陈勇等,2005;谌新民、刘善敏,2003;郑志刚等,2007),但并未未发现高雷等(2006)研究中发现的经理人持股抑制控股股东掏空行为的作用。与此同时,高管薪酬激励在1%置信水平下显著为负,这一结论支持了Firth等(2006)的研究,他们认为中国上市公司经理人薪酬与公司业绩正相关,因而经理人薪酬激励在中国资本市场扮演重要的公司治理角色。建立在公司业绩基础上的薪酬激励有效减少了CEO和股东之间的道德风险(Holmstrom,1979),佐证了薪酬设计减少管理层和股东之间道德风险的同时,降低通过操纵财务报表来榨取额外报酬的可能性(Frieder and Subrahmanyam, 2007)。而薪酬激励与股权分置改革的交叉项在5%的水平下显著为负也肯定了股改对高管的薪酬激励有效性的提高作用。

总体而言,股改与大股东治理和高管薪酬激励机制的交互效应分别显著为负,说明股改提高了这两个公司治理机制的有效性,显著降低了财务欺诈发生的可能性。直觉上,股改前资本流动存在非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格,公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束,公司治理缺乏共同的利益基础。控股股东所持股份的非流通性使其无法通过资本利得实现投资收益,因而有动机凭借其控股地位通过关联交易等隧道行为侵害中小股东利益,并产生了较强的财务欺诈动机。而股改则疏导了控股股东正常的利益回报途径(股利的发放和股份二级市场转让所获得的资本利得),一定程度上解决了非流通的公司控制者与公司市场价值的背离所产生的代理问题,而随着大股东治理机制作用的发挥,管理层的薪酬激励机制更加有效,从而提高了公司的信息披露质量。

进一步,本文在区分两类欺诈行为的基础上,研究了公司治理机制对不同欺诈行为影响的差异性。表7报告的结果表明:相对于所有欺诈样本公司回归结果,所有权与控制权分离显著正向的影响了第二类欺诈行为发生的可能性,在10%水平下显著,这一结果肯定了廖理等(2008)研究发现的股改使终极控制者掏空上市公司的程度明显下降,原来的非流通股股东与流通股股东之间利益趋于一致

表7 两类财务欺诈行为的分组条件 Logistic 回归分析

	第一类欺诈组				第二类欺诈组			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
TOPI	-0.024*** (-2.95)				-0.024** (-2.36)			
SEP		0.015 (0.76)				0.054* (1.72)		
M5			-0.127 (-0.76)				-4.256 (-0.54)	
PAY				-0.406* (-1.83)				-1.349*** (-2.75)
SO_TOPI	-0.226 (-0.83)				-0.885* (-1.87)			
ST	0.496 (1.13)	0.354 (0.61)	0.403 (0.94)	0.391 (0.89)	0.364 (0.58)	1.07 (1.28)	0.379 (0.62)	0.365 (0.59)
SIZE	-1.978** (-2.53)	-1.970* (-1.75)	-2.233*** (-2.91)	-2.244*** (-2.92)	0.059 (0.06)	-0.558 (-0.28)	0.074 (0.08)	0.116 (0.13)
GR	0.713 (0.98)	-0.27 (-0.22)	0.914 (1.30)	1.025 (1.45)	-0.613 (-0.54)	-1.64 (-0.73)	-0.385 (-0.37)	0.173 (0.16)
AGE	-0.044 (-1.17)	-0.069 (-1.52)	-0.039 (-1.07)	-0.037 (-1.03)	-0.034 (-0.52)	-0.046 (-0.48)	-0.037 (-0.60)	-0.044 (-0.68)
LEV	0.016 (0.48)	0.002 (0.04)	0.014 (0.44)	0.016 (0.49)	1.852*** (2.75)	2.938*** (2.65)	2.027*** (3.06)	1.708*** (2.69)
AC	-0.135 (-0.51)	0.058 (0.17)	-0.112 (-0.43)	-0.164 (-0.62)	0.169 (0.51)	0.638 (1.33)	0.125 (0.39)	0.289 (0.84)
N	378	192	378	378	234	122	234	234
pseudo R <sup>2</sup>	0.11	0.136	0.073	0.084	0.189	0.295	0.118	0.186
χ <sup>2</sup>	28.84	18.11	19.13	22.12	30.65	24.95	19.2	30.09

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。括号内为t统计量。

的结论。也肯定了股改在降低上市公司欺诈发生可能性方面的作用。而表 8 则在表 7 基础上引入公司治理与股权分置改革交互效应作进一步分析。总体而言,大股东治理、控制权与所有权分离及经理人薪酬均表现出明显的组间差异。

表 7 的结果显示,大股东治理在降低第一类欺诈行为作用方面更加有效,说明了大股东治理的监督作用有效解决了监督经理人问题上分散股东搭便车行为,减少管理层的机会主义倾向,降低代理冲突同时提高了财务报告的质量。因而其持股比例越高,就越有激励对经理层通过分散投资和低效率项目间接侵蚀公司财富,经营不善业绩下滑和在职消费等行为进行监督,从而降低第一类欺诈行为发生的可能性。而对于第二类欺诈行为,大股东存在以隧道行为挪用公司的资源以谋求自身或终极控股股东利益,损害外部股东的利益的可能性(La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000)降低了其对欺诈行为的抑制作用。方程(2)中,终极控股股东的所有权与控制权分离程度显著地提高了上市公司的第二类欺诈行为发生的可能性,所有权与控制权分离程度越高,最终控制人侵占小股东动机越强烈,利益输送的概率越高(Claessens et al., 2000; Fan and Wong, 2002; 王鹏、周黎安, 2006),从而欺诈发生的可能性越大,该结论支持了假设 3。而方程(4)中,经理人薪酬激励机制对第二类欺诈行为抑制作用强于其对第一类欺诈行为的作用,作为解决传统代理问题的重要方式的薪酬激励在组间的差异正是控股股东与经理层激励之间的冲突表现。Van den Steen(2005)认为在对正确行动的先验判断存在差异时,委托人的控制权与代理人激励之间就可能产生冲突。经理人薪酬激励越高,就越关心决策的正确性,进而更有可能坚持自己的观点。在控股股东积极介入公司决策的同时,存在将控制权私人收益的获取凌驾与公司利益之上的可能,面对控股股东扭曲的利益动机,经理层与控股股东之间的冲突会对公司的决策行为产生影响。夏纪军、张晏(2008)的研究发现中国上市公司大股东控制权与管理层股权激励之间的显著冲突与股权性质、公司成

长速度相关。

表 8 报告了从股改的维度上进一步动态考察公司治理机制与欺诈行为发生可能性的关系。与第一类欺诈样本不同,终极控股股东的所有权与控制权的分离程度仅在第二类欺诈行为中表现出与上市公司欺诈行为发生的可能性的正相关关系,所有权与控制权的分离程度越高,上市公司欺诈行为发生的可能性越大。终极控股股东实施财务操纵的程度受到其所持有的表决权水平及法律保护强度影响(La Porta et al., 2002),而在当前中国较弱的中小投资者保护机制下,较高的现金流权和表决权分离水平能够使最终控制人有更强的动机进行“隧道挖掘”谋取利益和损害其他投资者的利益,分离程度越高,上市公司的财务信息失真的可能性就越大。而股改虚拟变量与该机制交互效应显著为负,表明股改使得原来的非流通股股东和流通股股东的利益趋于一致,降低了第二类代理冲突,有效地规范了终极控股股东的行为,最终降低上市公司财务欺诈行为发生的可能性。该结论与廖理等

表 8 股权分置改革对两类财务欺诈行为影响分析

	第一类欺诈组				第二类欺诈组			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
TOP1	-0.022*** (-2.63)				-0.025*** (-2.42)			
TOP1×OSR	-0.017 (-1.36)				-0.027 (-1.20)			
SEP		0.026 (1.03)				0.096** (2.30)		
SEP×OSR		-0.029 (-0.74)				-0.115* (-1.65)		
M5			-0.088 (-0.56)				-5.872 (-0.66)	
M5×OSR			-2.638 (-0.19)				14.5 (0.56)	
PAY				-0.282 (-1.23)				-1.204** (-2.37)
PAY×OSR				-1.220** (-1.96)				-1.134 (-0.82)
SO_TOP1	-0.29 (-1.06)				-0.959*** (-2.01)			
ST	0.46 (1.04)	0.399 (0.69)	0.399 (0.93)	0.237 (0.53)	0.363 (0.57)	0.897 (1.08)	0.352 (0.57)	0.346 (0.56)
SIZE	-1.823** (-2.27)	-1.970* (-1.75)	-2.241*** (-2.91)	-2.050*** (-2.67)	-0.023 (-0.02)	-1.154 (-0.56)	0.095 (0.10)	0.019 (0.02)
GR	0.614 (0.83)	-0.279 (-0.23)	0.92 (1.30)	0.938 (1.32)	-0.532 (-0.47)	-1.692 (-0.72)	-0.421 (-0.40)	0.222 (0.21)
AGE	-0.036 (-0.93)	-0.065 (-1.41)	-0.041 (-1.10)	-0.021 (-0.56)	-0.04 (-0.61)	-0.017 (-0.17)	-0.036 (-0.59)	-0.039 (-0.59)
LEV	0.022 (0.63)	0.00394 (0.10)	0.014 (0.45)	0.015 (0.48)	1.767*** (2.68)	2.968*** (2.59)	2.002*** (3.01)	1.607** (2.51)
AC	-0.188 (-0.70)	0.056 (0.16)	-0.119 (-0.46)	-0.247 (-0.91)	0.195 (0.58)	0.951* (1.74)	0.137 (0.43)	0.322 (0.92)
N	378	192	378	378	234	122	234	234
Pseudo R <sup>2</sup>	0.117	0.14	0.078	0.102	0.199	0.329	0.12	0.191
χ <sup>2</sup>	30.77	18.68	20.33	26.77	32.26	27.86	19.51	30.91

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%和 10%的水平上显著。括号内为 t 统计量。

(2008)、汪昌云等(2009)的结论一致,肯定了股改部分实现了完善上市公司治理有效性的目标,是通过降低大股东与中小股东利益冲突的路径实现。高管薪酬激励机制与股改的交互作用在第一类欺诈行为中更为显著,表明股改促成了第一类欺诈行为中经理人薪酬激励机制有效性的提高。股改促使非流通股股东与流通股股东之间利益趋于一致,控股股东有更高的激励进行监督,从而大大增加了经理层进行财务欺诈的成本和被发现的概率,因此,经理层会降低隐性收入,如减少在职消费等行为,转而对显性的薪酬激励更加敏感,最终使得高管的薪酬激励更加有效。对于高管持股作用的分析与全样本下的结果一致,高管持股并未表现出对于控股股东掏空行为的抑制作用。

(三)财务欺诈的经济后果

财务欺诈行为暂时掩盖了公司存在的代理冲突,但会对公司的会计绩效和公司价值造成影响,我们需要对财务欺诈的经济后果进行深入的分析,而公司治理机制降低欺诈行为发生可能性的实质是降低代理冲突和提高企业价值,这也从一个侧面回答了本研究的意义:有针对性地推动公司治理改革可以更有效地降低财务欺诈行为,增加公司价值。

我们以公司下一期的营运绩效(ROA)和当期的托宾Q值(Q)为被解释变量,考察欺诈行为的经济后果,以期较为全面分析公司的财务欺诈行为。表9报告上市公司的欺诈行为的经济后果及这种关系在两类欺诈行为中的差异:财务欺诈行为虽然暂时掩盖了代理冲突的存在和对公司价值的侵害,但长期来看,欺诈制造出来的虚假的公司业绩难以长期为继,公司下一年的营运绩效受到欺诈行为的

表9 欺诈行为对公司营运绩效和市场价格的影响分析

	全样本		第一类欺诈组		第二类欺诈组	
	ROA	Q	ROA	Q	ROA	Q
FRAUD <sub>t-1</sub>	-0.166*** (-5.13)		-0.161*** (-3.22)		-0.083*** (-2.95)	
FRAUD <sub>t</sub>		-0.402*** (-2.65)		-0.402** (-2.16)		-0.194 (-0.77)
GR	0.244*** (8.05)		0.294*** (6.65)		0.166*** (5.98)	
AGE	0.004 (1.38)		0.006 (1.63)		0.002 (0.69)	
SIZE	0.038*** (3.67)	-0.190** (-2.15)	0.027** (2.06)	-0.0758 (-0.77)	0.017 (1.37)	-0.708*** (-3.98)
LEV	0.0502*** (27.33)	0.723*** (36.75)	0.053*** (26.43)	0.739*** (38.90)	-0.043*** (-7.02)	-0.178 (-1.00)
Intercept	-0.882*** (-4.04)	5.449*** (2.94)	-0.666** (-2.41)	2.993 (1.45)	-0.385 (-1.46)	16.81*** (4.49)
N	612	612	378	378	234	234
adj. R-sq	0.588	0.703	0.692	0.813	0.389	0.051
F	164.9	500	152.6	556.3	31.21	5.466

注:\*\*\*、\*\*和\*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。括号内为t统计量。

影响而显著降低。这一结论支持了假设7,与Teoh等人(1998)和Xie(2001)的研究一致,他们认为连续性的操纵盈余通常难以持续。而欺诈当年的托宾Q值也受到欺诈行为的影响而显著降低。对比分析两类欺诈行为的经济后果:我们发现虽然两类欺诈行为对于公司营运绩效和市场价格均呈负面影响,第一类欺诈行为对于公司的影响更加严重。我们认为这一差异源于两类欺诈行为背后的代理冲突不同:相对第一类欺诈行为下,经理层的经营不善等行为导致公司业绩下滑,第二类欺诈行为与控股股东的隧道行为直接相关,Peng、Wei和Yang(2006)对中国上市公司的关联交易行为的研究发现:控股股东的“隧道行为(Tunneling)”多数发生在业绩好的公司,当公司面对退市或丧失配股资格风险时,大股东通常会利用关联交易为上市公司提供支撑(Propping),确保未来有机会攫取控制权私人收益。因此,在第二类欺诈行为,公司会计绩效和市场价格受到的负面影响较弱。

五、结论

代理冲突滋生财务欺诈的动机,而财务欺诈行为为具有一定的复杂性,大股东作为第一类财务欺诈中的监督人和第二类财务欺诈中的责任人的双重角色,而经理层在两类代理问题中的责任人和制衡力量的不同定位,使得与之相关的治理机制在降低代理冲突和财务欺诈发生的可能性,保护投资者获取合理回报的同时,也存在增大不同财务欺诈行为发生概率的可能性。因此,控股股东与管理层相关的公司治理机制在两类欺诈行为发生可能性中会有不同的表现。

本文以2001~2008年的306家受到证监会或交易所处罚的财务欺诈的上市公司为研究样本,通过构建配对样本和采用条件Logistics方法,考察了公司治理机制对上市公司财务欺诈行为的影响。结合财务欺诈行为背后的代理冲突,我们将研究样本划分为第一类欺诈和第二类欺诈两类,并对比分析公司治理与财务欺诈行为间的关系在两类欺诈行为中的差异。研究结果表明:大股东治理和高管薪酬激励机制有效降低了两类财务欺诈发生的概率,而终极控股股东的控制权与所有权的分离程度与终极控股股东侵占中小股东利益相关的第二类欺诈行为发生可能性正相关。之后,本文从股改的角度动态考察公司治理机制与欺诈行为发生可能性的关系,发现

股改提高了大股东治理和经理人薪酬激励机制的有效性,降低了第二类欺诈行为发生的可能性,肯定了股改降低非流通股股东和流通股股东之间,由于股权分置带来的第二类代理冲突的作用,同时也进一步验证了两类财务欺诈行为划分的意义。最后,对财务欺诈经济后果的分析表明:财务欺诈行为显著降低了公司价值,且第一类欺诈行为的负面影响更为显著。因此,有效的公司治理机制降低上市公司的财务欺诈行为,提高信息透明度的同时,创造了公司价值,这对学术界深入研究公司治理对财务信息披露的影响意义重大,有助于克服财务欺诈行为的复杂性,如大股东治理的双重角色和经理层在不同欺诈行为中作为责任人或制衡力量的不同定位等,造成公司治理与财务欺诈行为关系不明。这为监管层在推进公司治理改革的实践中,有针对性地改进公司治理,缓和乃至解决两类代理冲突提供了理论依据。

本研究可能有以下局限性。其一,本文研究的欺诈样本限于已经被监管机构行政处罚、通报批评、公开批评的上市公司为对象,未将发生了欺诈但尚未被发现或未被处罚的公司纳入研究范围;其二,对于配对的正常公司,本文假设尚未被检查出欺诈行为的公司为正常公司,如果用于配对的公司存在欺诈行为而尚未披露,则会造成本文结果的偏差。

(作者单位:汪昌云,中国财政金融政策研究中心、中国人民大学财政金融学院;孙艳梅,对外经济贸易大学金融学院;责任编辑:尚增健)

#### 注释

①由股东和经理层之间代理冲突导致的财务欺诈行为即为第一类财务欺诈行为;而由大股东与小股东利益冲突引致的财务欺诈行为称为第二类财务欺诈行为。具体划分将在第三节中进行详尽的讨论。

②《上市公司信息披露办法》(中国证券监督管理委员会令第40号,2007年1月30日)的第三章第十二条规定:“年度报告应当在每个会计年度结束之日起4个月内,中期报告应当在每个会计年度的上半年结束之日起2个月内,季度报告应当在每个会计年度第3个月、第9个月结束后的1个月内编制完成并披露”。考虑到2001年的信息披露截止日期是2002年的4月30日,我们认为从2002年1月7日施行的《上市公司治理准则》对于中国上市公司的公司治理实践和相关信息披露要求会影响到2001年的信息披露。

③我们还引入主营业务收入等配对特征进行稳健性检验,结果差异不显著。

④我们采用中国证监会的四分位行业分类系统,将所有上市公司划分为13个行业,它们分别为畜牧业、动物养殖和渔业、矿产业、制造业、能源业、建筑业、交通和仓储业、信息产业、批发零售业、金融保险业、房地产业、社会服务业、通信与文化产业。

⑤上市公司违规类型包括14类:1=违规购买股票;2=虚构利润;3=虚列资产;4=擅自改变资金用途;5=推迟披露;6=虚假陈述;7=出资违规;8=重大遗漏;9=大股东占用上市公司资产;10=

操纵股价;11=欺诈上市;12=违规担保;13=违规炒作;14=其他。

⑥控制权采用 La Porta 和 Shleifer(1999)的计算方法,为实际控制人与上市公司股权关系链或若干股权关系链中最弱的一层或最弱的一层总和。所有权指实际控制人通过一致行动,金字塔及交叉持股方式拥有上市公司的所有权,将实际控制人与上市公司股权关系链每层持有比例相乘之总和。

⑦中国上市公司第一大股东性质大致可分为6类:国有股,国家股,国有法人,境外持股,流通股和法人股(不含国有法人)。借鉴徐晓东等(2003)的研究本文将控股股东的性质简单划分为国有和非国有两类。

#### 参考文献

- (1) Baker, C. and Wallage, P., 2000, "The Future of Financial Reporting in Europe: Its Role in Corporate Governance", *The International Journal of Accounting*, Vol. 35, No. 2, 2000, pp.173~188.
- (2) Beasley, Mark S., 1996, "An Empirical Analysis of the Relation Between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, October, pp.443~465.
- (3) Chen, K. Y., Zhou, J., 2007, "Audit Committee, Board Characteristics and Auditor Switch Decisions by Andersen's Clients", *Contemporary Accounting Research*, 24(4), pp.1085~1117.
- (4) Chow C. W. and A. Wong-Boren, 1987, "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review*, pp. 533~541.
- (5) Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58 (6), pp. 81~112.
- (6) Dechow P. M., Sloan R. G., Sweeney P., 1996, "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, 13, pp.1~36.
- (7) Defond M. L., Jiambalvo J., 1991, "Incidence and Circumstances of Accounting Errors", *The Accounting Review*, 66, pp.643~655.
- (8) Erickson, M., Hanlon, M. and Maydew, E., 2006, "Is There a Link between Executive Compensation and Accounting Fraud?", *Journal of Accounting Research*, 44, pp.113~143.
- (9) Faccio, Mara, Larry Lang, 2002, "The Ultimate Ownership of Western European Companies", *Journal of Financial Economics*, (65), pp.365~395.
- (10) Fama and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26 (June), pp.301~25.
- (11) Fan, J. P. H. and T. J. Wang, 2002, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp.401~425.
- (12) Firth, M., Fung, P. and Rui, O. M., 2006, "Corporate Performance and CEO Compensation in China", *Journal of Corporate Finance*, 12, pp.693~714.
- (13) Frieder, Laura and Avandhar Subrahmanyam, 2007, "Executive Compensation and Investor Clientele", UCLA, Working Paper.
- (14) Healy, Paul M. and Krishna G. Palepu, 2001, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting & Economics*, 31, nos. 1~3 (September), pp.405~440.
- (15) Holmstrom, B., 1979, "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, 10, pp.74~91.
- (16) Hong Xie, 2001, "The Mispricing of Abnormal Accru-

als", *The Accounting Review*, Volume 76, Issue 3 (July), pp. 356~373.

(17) Klein, A., 1998, "Firm Performance and Board Committee Structure", *The Journal of Law & Economics*, 41(1), pp.275~303.

(18) Klein, A., 2002, "Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management", *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp.375~400.

(19) Johnson Simon, Rafael La Porta, Florecio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, 2000, "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, pp.22~27.

(20) Johnson, Shane A., Ryan, Harley E. and Tian, Yisong S., 2008, "Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter (February 29)", EFA 2006 Zurich Meetings, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=395960>.

(21) Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305~360.

(22) Jonathan M. Karpoff, D. Scott Lee, Gerald S. Martin, 2008, "The Cost to Firms of Cooking the Books", *Forthcoming Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March 8.

(23) La Porta, Rafael, Lopez-de-silanes, Florencio and Shleifer, Andrei, 1999, "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, 54(2), pp.471~517.

(24) La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 57, pp.1147~1170.

(25) McConnell, J. and H. Servaes, 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595~612.

(26) McKinnon J. L. and Dalimunthe L., 1993, "Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies", *Accounting and Finance*, 331, pp.33~50.

(27) Mitchell J. D., Chia and Andrew S. Loh C.W. L., 1995, "Voluntary Disclosure of Segment Information: Further Australian Evidence", *Accounting and Finance*, 352, pp.1~16.

(28) Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293~315.

(29) Palepu, K., 1986, "Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 8(March), pp.3~35.

(30) Robert M. Bushman and Abbie J. Smith, 2001, "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, 32 (December), pp. 237~333.

(31) Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 95, pp. 461~488.

(32) Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan and Larry Lang, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57, December, pp. 2741~2771.

(33) Teoh, S. H., I. Welch and T. J. Wong, 1998, "Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 53, pp. 1935~1974.

(34) Teoh, S. H., I. Welch and T. J. Wong, 1998, "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 50, pp. 63~99.

(35) Van den Steen, 2005, "Too Motivated?", MIT Sloan Working Paper No. 4547-05.

(36) Warfield, T. D., John. J. Wild and Kenneth L. Wild, 1995, "Managerial Ownership, Accounting Choices and Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 20, pp. 61~91.

(37) Watts, R. L., J. L. Zimmerman, 1986, "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective", *Journal of Accounting Review*, 66, pp. 131~156.

(38) William L. Megginson and Jeffry M. Netter, 2001, "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, 39, pp. 321~389.

(39) Winnie Peng, K. C. John Wei and Zhishu Yang, 2006, "Tunneling or Propping: Evidence from Connected Transactions in China", Working paper, Hong Kong University of Science & Technology.

(40) 白重恩、刘俏、宋敏、张俊喜:《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,2005年第2期。

(41) 陈勇、廖冠民、王霆:《我国上市公司股权激励效应的实证分析》,《管理世界》,2005年第2期。

(42) 谌新民、刘善敏:《上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究》,《经济研究》,2003年第8期。

(43) 杜兴强等:《公司治理生态与会计信息产权博弈研究》,中国财政经济出版社,2006年。

(44) 杜莹、刘立国:《股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析》,《管理世界》,2002年第11期。

(45) 高雷、何少华、仪垂林:《国家控制、政府干预、银行债务与资金侵占》,《金融研究》,2006年第6期。

(46) 李增泉、王志伟、孙铮:《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》,《会计研究》,2004年第12期。

(47) 廖理、刘碧波、鄢金梁:《道德风险、信息发现与市场有效性——来自于股权分置改革的证据》,《金融研究》,2008年(a)第4期。

(48) 廖理、刘碧波、鄢金梁:《股权分置改革与上市公司治理的实证研究》,《中国工业经济》,2008年(b)第5期。

(49) 廖理、张学勇:《全流通纠正终极控制者利益取向的有效性——来自中国家族上市公司的证据》,《经济研究》,2008年第8期。

(50) 刘立国、杜莹:《公司治理与会计信息质量关系的实证研究》,《会计研究》,2003年第2期。

(51) 夏纪军、张晏:《控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析》,《经济研究》,2008年第3期。

(52) 徐晓东、陈小悦:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》,2003年第2期。

(53) 余明桂、夏新平:《控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究》,《南开管理评论》,2004年第6期。

(54) 汪昌云、孙艳梅、郑志刚、罗凯:《股权分置改革是否改善了我国上市公司治理机制的有效性?》,工作论文,2009年。

(55) 于鹏:《股权结构与财务重述:来自上市公司的证据》,《经济研究》,2007年第9期。

(56) 王鹏、周黎安:《控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据》,《金融研究》,2006年第2期。

(57) 魏刚:《高级管理层激励与上市公司经营绩效》,《经济研究》,2000年第3期。

(58) 张华、张俊喜、宋敏:《所有权和控制权分离对企业价值的影响——我国民营上市企业的实证研究》,《经济学(季刊)》,2004年第3期。

(59) 郑志刚、孙艳梅、谭松涛、姜德增:《股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验》,《经济研究》,2007年第7期。

conclusions: (1) manufacturers' IT technical ability and the ability of persons engaging in IT have a noticeable positive impact on the quality of organizational relations; (2) the ability of the persons engaging in IT and employed by manufacturers and the quality of the relationship between the two parties have an obvious positive effect on the joint planning and the joint settlement of problems, but manufacturers' IT technical ability has no significant bearing on the joint planning and joint problem-solving mentioned above; (3) the quality of the relationship between the manufacturer and sales agents and the joint solving of problems have manifest impact on opportunist actions taken through channels. Finally, according to the conclusion made by our study, we have offered our suggestions about how enterprises should use IT technology in the management of channels.

**A Study on Conflicts among Agents, on Corporate Governance and on Listed Companies' Fraud in Financial Statement**

*Wang Changyun and Sun Yanmei*

The agency conflicts among relevant persons in company interests have led to the motive of the financial statement fraud (FSF). Taking as the specimens for our study listed companies in which the FSF has occurred in China, and based on the division of the FSF into two kinds, we have explored both the impacts of the corporate governance on listed companies' FSF and the differences of these impacts in two kinds of FSF. The results of our study indicate that the governance mechanism of big shareholders and the system of the stimulation in remuneration given to top managers have efficiently lowered the probability of the occurrence of the types of FSF, and the separation of the control right from ownership has increased the probability of the occurrences of the second kind of FSF. Considering the special role played by the ownership-split reform in the corporate governance, and from the perspective of the share reform, we have made a further study and discovered that the share reform has enhanced the effectiveness of the big-share holders' control and the setup of the stimulation in remuneration given to top managers in reducing the efficacy of the FSF and that the effect on the second kind of FSF has been more striking. Finally, we have made a preliminary analysis of the economic consequence of the FSF, discovering that the FSF has markedly diminished company values and that the negative effect of the first kind of FSF on the company value has been more noticeable.

---

<b>Editor in Chief:</b>	<b>Li Kemu</b>
<b>Vice Chief_Editor:</b>	<b>Tian Yuan, He Shaohua, Lu Jian &amp; Jiang Dongsheng</b>
<b>General Editor:</b>	<b>Xie Yue</b>
<b>President:</b>	<b>Gao Yanjing</b>
<b>Sponsor:</b>	<b>Development Research Centre of the State Council, P.R.C.</b>
<b>Add:</b>	<b>No.8 Dazhongsi, Donglou, Beijing, China</b>
<b>Tel:</b>	<b>(010) 62112235 62115760</b>

---

**MANAGEMENT WORLD**

**Original Name: ADMINISTRATIVE WORLD**