

# 国有企业混合所有制改革与真实盈余管理

毛新述 张博文

**摘要：**本文从效率观和资源互补观两方面分析了国有企业混合所有制改革所能发挥的积极政策效应，选取2007~2017年沪深两市A股国有上市公司为研究样本对国有企业混合所有制改革与真实盈余管理的关系进行了研究。研究发现，国有企业混合所有制改革可以显著抑制真实盈余管理；机制检验发现，国有企业混合所有制改革可通过降低代理成本和降低政策性负担抑制真实盈余管理；进一步研究发现，相对于中西部地区国企和中央国企，国有企业混合所有制改革对真实盈余管理的抑制作用在东部地区国企和地方国企中更加明显。本文拓宽了对国有企业混合所有制改革的认识，为通过混合所有制改革抑制国有企业盈余管理、防范国有企业财务舞弊提供了经验证据，对进一步深化国有企业混合所有制改革，促进国有企业高质量发展具有一定的启示意义。

**关键词：**国有企业；混合所有制改革；真实盈余管理

**中图分类号：**F275；F276.1 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)05-0015-14

## 一、引言

我国国有企业在较长的一段时间内面临着政策性负担较重、经营效率较低、业绩不佳等诸多问题，为解决这些问题，我国不断推进了多轮国有企业改革。针对国有企业改革的方向，学术界也逐渐形成了主张进行产权改革(吴敬琏, 1993; 张维迎, 1999; 刘小玄, 2000)的产权理论派和主张剥离国有企业政策性负担(林毅夫等, 2004; 白重恩等, 2006)的竞争理论派两大派别。近年来，我国开展了混合所有制改革，这是在先前国有企业改革的基础上进一步

深化改革，以更好解决上述国有企业仍存在的问题，有利于国有资本保值增值、提高国有经济竞争力、放大国有资本功能，从而推进国有企业更好发展。而混合所有制改革的实施能否为国有企业带来积极的政策效应，促进国有企业发展，以及在哪些方面促进国有企业发展，这些都是在推进国有企业混合所有制改革的背景下学术界比较关注的问题。现有研究表明，国有企业进行混合所有制改革能够缓解“一股独大”等引起的代理问题，为国有企业带来许多方面的积极效应，比如可以提升企业绩效(武常岐和张林, 2014; 郝阳和龚六堂, 2017)、提升企业创新能力(吴延兵,

收稿日期：2020-07-29

基金项目：国家社会科学基金十九大专项重大项目(18VSI068)；国家自然科学基金面上项目(71672003)；北京市属高校高水平教师队伍支持计划长城学者培养计划项目(CIT&TCD20170308)

作者简介：毛新述，北京工商大学商学院教授，博士生导师；  
张博文，北京工商大学商学院硕士研究生。

2014)、降低企业政策性负担(陈林和唐杨柳,2014;张辉等,2016)、提升企业投资效率(张祥建等,2015)以及提高企业全要素生产率(刘晔等,2016)等。这些研究都证明混合所有制改革的实施能很好地推进国有企业的发展。

盈余管理是企业管理层在财务报告过程中滥用会计判断或构造交易来改变报告结果的活动(Helay和Wahlen,1999),其可以分为运用会计方法而进行的应计盈余管理和通过构造真实交易而进行的真实盈余管理(龚启辉等,2015)。在基于应计盈余管理的研究中,雷光勇和刘慧龙(2006)发现,当最终控制人为国家股时,盈余操纵程度较小;孙亮和刘春(2008)发现民营上市公司盈余管理程度显著高于国有上市公司;薄仙慧和吴联生(2009)也发现国有控股公司正向盈余管理程度显著低于非国有公司。而在基于真实盈余管理的研究中,李增福等(2013)研究发现国有控股公司的真实盈余管理程度显著高于非国有公司,姜英兵和王清莹(2011)研究发现国家股、法人股与真实活动盈余管理正相关。以上都说明国有企业更有可能进行真实盈余管理。与应计盈余管理相比,真实盈余管理更具有隐蔽性,难以被审计和监管发现(Gunny,2010;蔡春等,2011;王斌和宋春霞,2015),但是对公司长远利益的影响更大,比应计盈余管理带给公司更严重的后果(Graham等,2005;Gunny,2005)。因此,探究国有企业混合所有制改革是否能降低企业真实盈余管理程度这一问题,对提升国有企业盈余质量、促进国有企业可持续发展具有重要意义。

本文首先从效率观和资源互补观两个角度对国有企业混合所有制改革与国有企业真实盈余管理的关系进行理论分析,之后以2007~2017年沪深两市A股国有上市公司作为研究样本对此问题进行了实证检验。结果表明,国有企业混合所有制改革可以显著抑制真实盈余管理;进一步进行机制检验发现,国有企业混合所有制改革可通过降低代理成本和降低政策性负担两个机制抑制真实盈余管理;另外,本文将研究样本分别区分为东部地区样本组和中西部地区样本组以及中央国企组和地方国企组进行进一步回归检验,结果显示,国有企业混合所有制改革对真实盈余管理的抑制作用在东部地区国有企业和地方国有企业中更加明显。

结合本文的研究结论,本文的研究意义和贡献体现在

以下三个方面:一是拓宽了认识和理解国有企业混合所有制改革的视角,从效率观和资源互补观两个方面分析国有企业混合所有制改革所能发挥的积极政策效应;二是探究国有企业混合所有制改革在微观层面所能发挥的积极政策效应,对现有相关研究进行了补充和丰富,为未来进一步推进混合所有制改革提供了新的必要经验证据;三是进一步深化了对国有企业盈余管理影响因素的认识,为防范国有企业舞弊和经营风险、促进国有企业高质量可持续发展提供了新的思路和视角。

本文接下来的行文安排如下:第二部分为理论分析与研究假设;第三部分为数据来源与研究设计;第四部分为实证结果与稳健性检验;第五部分为机制分析与检验;第六部分为进一步研究;第七部分为结论与启示。

## 二、理论分析与研究假设

混合所有制改革是对国企改革进一步推进,有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展,放大国有资本功能。本文将从效率观和资源互补观两方面综合考虑混合所有制改革所能产生的经济后果和能发挥的政策效应。

效率观主要基于由“所有者缺位”和政府干预所导致的内部人控制、监管失效、政策性负担较重等问题,认为国有企业通过混合所有制改革引入非国有股东可以加强对国有企业管理层的有效监督以及减弱政府对国有企业的过多干预,降低国有企业的政策性负担,进而在企业中产生积极的效果。其理论基础来源于早期关于国企改革的两大派别,一是以吴敬琏、张维迎等为代表的主张产权改革的产权理论派,二是以林毅夫、白重恩等为代表的竞争理论派。吴敬琏(1993)认为国有企业业绩不佳等问题主要是由于企业产权不清晰、内部法人治理结构不合理和管理不力等所造成的;张维迎(1999)认为产权改革是国有企业改革的先决条件,只有让非国有经济介入国有企业、承担股东角色,使私有产权形成有效的利益激励机制和经营者选择机制,形成优于国有企业的公司治理结构,才能从根本上解决国有企业低效的问题。林毅夫等(2004)发现国有企业承担政策性负担导致了企业的预算软约束,因此可以通过剥离政策性负担解决国有企业预算软约束问题。白重恩等

(2006)认为国企存在的政策性负担导致改革后会带来一定的社会成本,因此首先应从降低政策性负担入手来进行国企改革。以上两种理论观点虽有不同,但本质都是从提升国有企业效率角度探讨如何促进国有企业发展。

资源互补观以股东资源理论为基础,强调各股东资源进行优势互补,共同创造价值(毛新述,2020)。股东资源是股东个体所拥有并投入于公司,用以提升公司竞争优势与价值增长的所有要素,包括股东的财务资本、社会资本、人力资本等各种资源要素,它具有资源概念的基本属性,如有价值、稀缺、不可模仿、不可替代性等(张伟华等,2016)。资源拥有者与资源本身是不可分离的(周其仁,1997),资源拥有者具备干预公司资产使用的动机和能力(葛永盛和张鹏程,2013)。股东以其拥有资源的重要程度而在公司中拥有不同的话语权,进而影响公司治理与公司未来价值创造进程(Mcguinness和Morgan,2000;Bromiley和Papenhausen,2003;Leiblein,2003)。混合所有制改革在国有企业中引入非国有股东,会为国有企业带来与其原有资源互补的异质性股东资源,双方资源的异质性和潜在互补性使股东之间更能协同与合作,从而改善国有企业现有的公司治理基础,拓宽企业现有经营领域和范围,促进各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。

信息不对称是盈余管理存在的根本原因(Demski和Sappington,1987)。遏制其真实盈余管理行为的方法之一,就是对其加强监督。因此,从效率观出发,国有企业进行混合所有制改革引入非国有股东后可以加强对国有大股东及企业管理层的监督,从而遏制国有企业管理层的真实盈余管理行为,提高国有企业盈余质量。但同时,国有企业又面临着来自政府干预所致的政策性负担问题,比如投资领域和投资额度不符合企业利润最大化经营目标,承担过多促进就业的职能,造成企业员工冗余,增加企业运营成本,这些政策性负担对企业完成经营目标造成一定压力,使管理层产生真实盈余管理动机,因此政策性负担的降低或许可以缓解这一问题。而陈林和唐杨柳(2014)以及张辉等(2016)研究均发现混合所有制改革可以降低国有企业政策性负担,因此这便是从效率观出发的另一个机制,即国有企业引入非国有股东进行混合所有制改革,非国有股东天然的逐利性会迫使企业选择更适于企业经营目标的经

营策略,提高企业的市场化程度,降低企业的政策性负担,从而减弱管理层进行真实盈余管理的动机,降低国有企业盈余管理程度。

从资源互补观考虑,非国有股东的进入会为企业带来更多新的异质性资源,资源的聚集融合会为企业带来多方面的积极效应,从而有助于企业经营业绩的提升,缓解管理层基于业绩压力而进行真实盈余管理的动机,降低企业的盈余管理程度。郝阳和龚六堂(2017)研究发现民营参股提高了国有企业的商业化管理水平,并得出结论异质性股东的“互补”使企业发挥了不同所有制资本的优势。国有股东与非国有股东双方资源的互补融合,会提升企业的商业化管理水平,完善企业的公司治理基础,有助于企业业绩的提升,降低管理层进行真实盈余管理的动机,这也是资源互补观下国有企业混合所有制改革对盈余管理的作用机理所在。

综上所述,可提出本文的主假设:

H1:国有企业混合所有制改革可以抑制真实盈余管理。

### 三、数据来源与研究设计

#### (一)数据来源

本文以2007~2017年沪深两市A股国有上市公司作为研究样本,主要数据来源为CSMAR数据库以及公司年报。本文通过查阅样本公司年报以及企查查、天眼查网站手工收集了研究样本的前十大股东信息,确认了研究样本前十大股东的性质,并将其区分为以下三类股东:(1)国有股东,由政府部门直接或间接控制的机构投资者股东;(2)机构投资者类股东,由银行、基金、保险、证券等金融机构进行投资所形成的股东;(3)其他类股东,除上述两类股东之外的其他股东。下文将机构投资者类股东和其他类股东统称为非国有股东。

按照惯例,本文在研究中剔除了金融类行业公司,ST类公司以及在研究期间内主要财务数据缺失的公司,同时剔除了包含有无法确定性质股东的公司,最终获得了7632个公司一年度样本。另外,为了消除极端值的影响,本文对主要连续变量进行了1%和99%的双侧缩尾处理。

#### (二)变量说明

1.被解释变量:真实盈余管理是本文的被解释变量。

借鉴Roychowdhury(2006)的研究方法,本文从异常操控性支出、异常生产成本、异常经营活动现金净流量三个方面衡量企业的真实盈余管理程度。相关计量模型如下所示:

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \\ & + \alpha_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

上述模型中, DISEXP 表示公司的操控性支出, 具体包括研发支出、销售费用、管理费用和广告支出, 对应于利润表中销售费用与管理费用之和; PROD 表示公司生产成本, 等于销售成本与存货变化之和; CFO 为公司经营活动现金净流量; TA 表示总资产; SALES 表示销售收入;

ΔSALES 表示销售收入变化额。

分别对上述三个计量模型进行回归, 模型(1)回归得出的残差即表示异常操控性支出(REM\_DE), 异常操控性支出越低, 意味着公司越可能进行了真实盈余管理, 即通过减少操控性支出来增加盈利; 模型(2)回归得出的残差为异常生产成本(REM\_PC), 异常生产成本较高时, 说明公司存在通过过度生产或价格折扣进行真实盈余管理的可能; 模型(3)回归得到的残差表示异常经营活动现金净流量(REM\_CFO), 当公司利用放宽销售条件限制、信用条件、加大销售折扣等销售操控方式操控利润时, 公司经营活动现金净流量就会减少, 即异常的经营经营活动现金净流量就会更低。所以, 当公司的异常生产成本越高、异常操控性支出和异常经营活动现金净流量越低时, 表示公司的真实盈余管理程度越大。借鉴李增福等(2011)的研究, 本文设计指标TREM=REM\_PC-REM\_DE-REM\_CFO表示总体的真实盈余管理程度, TREM的值越大, 表示公司的真实盈余管理程度越大。

2. 解释变量: 混合所有制改革是本文的解释变量。本文从两个方面测度混合所有制改革, 一是参考杨志强等

表1 主要变量说明

变量类型	变量符号	变量说明
被解释变量	REM_PC	异常生产成本, 表示生产操控程度
	REM_DE	异常操控性支出, 表示费用操控程度
	REM_CFO	异常经营活动现金净流量, 表示销售操控程度
	TREM	总体真实盈余管理程度, 等于REM_PC-REM_DE-REM_CFO
解释变量	Mixrate	混合股权融合度, 国有股东持股比例之和与非国有股东持股比例之和二者之中较小者与较大者的比值
	Mix_10	虚拟变量, 前十大股东中非国有股比例大于10%时, 其值取1, 否则取0
控制变量	Size	公司规模, 为公司年末总资产的自然对数
	Salary	高管薪酬规模, 为公司高管年薪总额除以公司上年年末总资产
	Lev	公司杠杆, 即资产负债率, 为公司年末总负债与总资产的比值
	Roa	公司盈利能力, 即净资产收益率, 为企业净利润与所有者权益的比值
	PB	市净率, 为公司年末市场价值与账面价值的比值
	Growth	销售增长率, 公司当年销售收入与上年销售收入的比值
	Big4	会计师事务所类型, 如果会计师事务所为国际四大, 其值取1, 否则取0
	Ind	行业, 虚拟变量
Year	年度, 虚拟变量	



表2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
REM_PC	7 632	0.007	0.012	0.107	-0.348	0.316
REM_DE	7 632	-0.004	-0.011	0.063	-0.130	0.271
REM_CFO	7 632	-0.001	-0.003	0.075	-0.228	0.230
TREM	7 632	0.013	0.026	0.194	-0.618	0.510
Mixrate	7 632	0.276	0.179	0.254	0.014	0.970
Mix_10	7 632	0.406	0.000	0.491	0.000	1.000
Size	7 632	22.500	22.290	1.412	18.160	28.510
Salary	7 632	0.001	0.001	0.001	0.000	0.006
Lev	7 632	0.515	0.528	0.194	0.084	0.914
Roa	7 632	0.033	0.027	0.049	-0.141	0.195
PB	7 632	3.458	2.562	2.956	0.706	19.360
Growth	7 632	0.165	0.097	0.413	-0.487	2.795
Big4	7 632	0.089	0.000	0.285	0.000	1.000

(2016)、杨兴全和尹兴强(2018)的研究设计,用前十大股东中国有股东持股比例之和与非国有股东持股比例之和二者之中的较小者除以较大者,将计算得出的数值定义为混合股权融合度(Mixrate)。混合股权融合度越大,表示国有股东与非国有股东之间制衡作用越强。二是参考郝阳和龚六堂(2017)的研究,定义虚拟变量Mix\_10,如果前十大股东中非国有股东持股比例之和超过10%,则Mix\_10取值为1,否则,取值为0。

3.控制变量:参考以往相关研究,本文选取了公司规模(Size)、高管薪酬规模(Salary)、公司杠杆(Lev)、公司盈利能力(Roa)、市净率(PB)、销售增长率(Growth)、会计师事务所类型(Big4)、行业(Ind)和年度(Year)作为控制变量。

表1列示了变量的具体定义和说明。

### (三)模型构建

为了对主假设进行检验,本文利用上述变量,构建了下述基础模型(4):

$$\begin{aligned}
 REM_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Mix_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Salary_{i,t} \\
 & + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 PB_{i,t} \\
 & + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Big4_{i,t} \\
 & + Year + Ind + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4}$$

在模型(4)中,REM表示被解释变量真实盈余管理,

可由变量REM\_PC、REM\_DE、REM\_CFO和TREM分别替代;Mix表示解释变量混合所有制改革,可由变量Mixrate和Mix\_10分别替代,下标i和t分别表示公司和年份,ε表示残差。

所提主假设若要通过检验,当被解释变量为TREM和REM\_PC时,模型(4)中的β<sub>1</sub>应显著为负,当被解释变量为REM\_DE、REM\_CFO时,模型(4)中的β<sub>1</sub>应显著为正。

## 四、实证结果与稳健性检验

### (一)描述性统计

本文对主要变量进行了描述性统计,其结果列示于表2。表2显示,总体真实盈余管理程度(TREM)的均值和中位数分别为0.013和0.026,说明我国国有上市公司存在一定程度的真实盈余管理,其最小值和最大值分别为-0.618和0.510,说明不同国有上市公司之间进行真实盈余管理的程度存在较大差异。从异常生产成本(REM\_PC)、异常操控性支出(REM\_DE)和异常经营活动现金净流量(REM\_CFO)三个指标来看,三个指标的均值和中位数分别为0.007、-0.004、-0.001和0.012、-0.011、-0.003,样本企业中存在通过操控生产、操控费用和操控销售进行真实盈余管理的行为。混合股权融合度Mixrate的均值和中位数

表3 主要变量相关性分析

	REM_PC	REM_DE	REM_CFO	TREM	Mixrate	Mix_10	Size	Salary	Lev	Roa	PB	Growth	Big4
REM_PC	1.00												
REM_DE	-0.55 <sup>***</sup>	1.00											
REM_CFO	-0.45 <sup>***</sup>	0.17 <sup>***</sup>	1.00										
TREM	0.91 <sup>***</sup>	-0.69 <sup>***</sup>	-0.69 <sup>***</sup>	1.00									
Mixrate	-0.11 <sup>***</sup>	0.12 <sup>***</sup>	0.04 <sup>***</sup>	-0.11 <sup>***</sup>	1.00								
Mix_10	-0.11 <sup>***</sup>	0.13 <sup>***</sup>	0.05 <sup>***</sup>	-0.12 <sup>***</sup>	0.77 <sup>***</sup>	1.00							
Size	0.03 <sup>***</sup>	-0.05 <sup>***</sup>	0.08 <sup>***</sup>	-0.01 <sup>***</sup>	0.06 <sup>***</sup>	0.13 <sup>***</sup>	1.00						
Salary	-0.15 <sup>***</sup>	0.18 <sup>***</sup>	0.04 <sup>***</sup>	-0.15 <sup>***</sup>	0.09 <sup>***</sup>	0.06 <sup>***</sup>	-0.60 <sup>***</sup>	1.00					
Lev	0.22 <sup>***</sup>	-0.10 <sup>***</sup>	-0.13 <sup>***</sup>	0.21 <sup>***</sup>	-0.03 <sup>***</sup>	-0.03 <sup>***</sup>	0.33 <sup>***</sup>	-0.33 <sup>***</sup>	1.00				
Roa	-0.43 <sup>***</sup>	0.25 <sup>***</sup>	0.33 <sup>***</sup>	-0.45 <sup>***</sup>	0.10 <sup>***</sup>	0.15 <sup>***</sup>	0.05 <sup>***</sup>	0.19 <sup>***</sup>	-0.40 <sup>***</sup>	1.00			
PB	-0.07 <sup>***</sup>	0.07 <sup>***</sup>	-0.03 <sup>***</sup>	-0.05 <sup>***</sup>	0.02 <sup>***</sup>	0.04 <sup>***</sup>	-0.40 <sup>***</sup>	0.32 <sup>***</sup>	0.05 <sup>***</sup>	0.04 <sup>***</sup>	1.00		
Growth	-0.02 <sup>***</sup>	0.27 <sup>***</sup>	0.04 <sup>***</sup>	-0.11 <sup>***</sup>	0.02 <sup>***</sup>	0.05 <sup>***</sup>	0.04 <sup>***</sup>	0.11 <sup>***</sup>	0.06 <sup>***</sup>	0.22 <sup>***</sup>	0.08 <sup>***</sup>	1.00	
Big4	-0.03 <sup>***</sup>	0.01 <sup>***</sup>	0.06 <sup>***</sup>	-0.05 <sup>***</sup>	0.11 <sup>***</sup>	0.12 <sup>***</sup>	0.44 <sup>***</sup>	-0.20 <sup>***</sup>	0.04 <sup>***</sup>	0.06 <sup>***</sup>	-0.12 <sup>***</sup>	-0.02 <sup>***</sup>	1.00

注：上三角为Pearson系数，下三角为Spearman系数；\*\*\*、\*\*、\*与<sup>\*\*\*</sup>、<sup>\*\*</sup>、<sup>\*</sup>分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著

分别为0.276和0.179，说明我国国有上市公司股权结构中国有股东和非国有股东的融合度普遍不太高，也表明我国国有企业目前混合所有制改革的程度并不高，同时其最小值和最大值分别为0.014和0.970，说明不同国有企业之间进行混合所有制改革的程度存在较大差异。虚拟变量Mix\_10的均值和中位数分别为0.406和0.000，说明在研究样本中，前十大股东中非国有股东持股比例之和超过10%的公司不到一半，这也说明我国国有企业整体混改程度还不高。

(二)相关性分析

本文对主要变量进行了相关性分析，结果见表3。变量Mixrate和Mix\_10与总体真实盈余管理程度TREM的Pearson相关系数和Spearman相关系数均在1%水平上显著为负，说明国有企业混合所有制改革可以抑制真实盈余管理，另外它们与REM\_PC、REM\_DE、REM\_CFO的相关系数分别在1%水平上显著为负、1%水平上显著为正、1%水平上显著为正，也表明了国有企业混合所有制改革可以抑制真实盈余管理。

(三)回归结果与分析

表4和表5分别报告了以Mixrate和Mix\_10作为解释变量对混合所有制改革进行测度时模型(4)的回归结果。表4中，解释变量Mixrate与被解释变量TREM的回归系数在1%水平上显著为负，说明混合股权融合度越高，真实盈余管理程度越低，即国有企业混合所有制改革可以抑制真实盈余管理。Mixrate对REM\_PC和REM\_DE的回归结果显示，Mixrate的系数分别在1%水平上显著为负和在1%水平上显著为正，说明国有企业混合所有制改革可以降低企业生产操控程度和费用操控程度，Mixrate对REM\_CFO进行回归时，其系数不显著，说明国有企业混合所有制改革对销售操控程

表4 回归结果：以 Mixrate 对混合所有制改革进行测度

	REM_PC	REM_DE	REM_CFO	TREM
Mixrate	-0.029*** (-3.42)	0.024*** (3.42)	0.002 (0.46)	-0.056*** (-3.21)
Size	-0.002 (-0.91)	0.002 (1.34)	0.005*** (3.19)	-0.009* (-1.93)
Salary	-6.219** (-2.53)	7.816*** (3.85)	2.278 (1.54)	-15.588*** (-3.37)
Lev	0.045*** (3.65)	-0.013 (-1.32)	-0.017** (-1.97)	0.075*** (2.99)
Roa	-0.887*** (-16.99)	0.192*** (5.64)	0.493*** (15.41)	-1.580*** (-16.72)
PB	-0.003*** (-3.02)	0.001 (1.41)	-0.000 (-0.40)	-0.003* (-1.93)
Growth	0.020*** (4.02)	0.033*** (11.11)	-0.007* (-1.88)	-0.003 (-0.32)
Big4	-0.002 (-0.25)	-0.001 (-0.13)	0.004 (0.80)	-0.006 (-0.32)
Constant	0.079 (1.58)	-0.072* (-1.93)	-0.115*** (-3.34)	0.251** (2.57)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
样本数	7 632	7 632	7 632	7 632
F 值	20.95***	13.07***	15.42***	23.40***
调整后 R <sup>2</sup>	0.22	0.14	0.12	0.23

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值

度的影响并不显著。以上说明，国有企业混合所有制改革可以通过抑制企业生产操控程度和费用操控程度来抑制企业的真实盈余管理。

表5中，利用虚拟变量 Mix\_10 对混合所有制改革进行测度。回归结果显示，当被解释变量为 REM\_PC 和 TREM 时，Mix\_10 的系数在1%水平上显著为负；被解释变量为 REM\_DE 时，Mix\_10 的系数在1%水平上显著为正；被解释变量为 REM\_CFO 时，其系数并不显著。该结果与表4基本一致，即国有企业混合所有制改革可以抑制真实盈余管理，具体可抑制其中的生产操控程度和费用操控程度，但对企业的销售操控程度抑制作用并不显著。

表5 回归结果：以 Mix\_10 对混合所有制改革进行测度

	REM_PC	REM_DE	REM_CFO	TREM
Mix_10	-0.012*** (-3.06)	0.012*** (4.13)	-0.002 (-0.84)	-0.021*** (-2.82)
Size	-0.002 (-0.78)	0.002 (1.04)	0.005*** (3.31)	-0.008* (-1.80)
Salary	-6.468** (-2.64)	7.842*** (3.87)	2.496* (1.70)	-16.129*** (-3.50)
Lev	0.044*** (3.55)	-0.012 (-1.21)	-0.017* (-1.96)	0.072*** (2.91)
Roa	-0.887*** (-17.01)	0.189*** (5.59)	0.496*** (15.52)	-1.581*** (-16.77)
PB	-0.003*** (-2.91)	0.001 (1.23)	-0.000 (-0.35)	-0.003* (-1.82)
Growth	0.021*** (4.08)	0.033*** (11.07)	-0.007* (-1.89)	-0.002 (-0.25)
Big4	-0.004 (-0.38)	-0.000 (-0.04)	0.004 (0.87)	-0.008 (-0.44)
Constant	0.070 (1.38)	-0.060 (-1.58)	-0.119*** (-3.42)	0.235** (2.38)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
样本数	7 632	7 632	7 632	7 632
F 值	20.91***	13.35***	15.51***	23.32***
调整后 R <sup>2</sup>	0.22	0.14	0.12	0.22

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值

综上所述，本文提出的主假设得到验证，即国有企业混合所有制改革可以抑制真实盈余管理。具体来说，其主要通过抑制企业生产操控程度和费用操控程度来使企业整体真实盈余管理程度下降，而对企业的销售操控程度抑制作用并不显著。

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 内生性问题

内部制度完善、盈余管理程度低、舞弊风险低的国有企业可能本来就能吸引非国有股东的进入，提高其混改程度，因此本文可能存在一定的内生性问题。为解决这一问题，本文使用滞后一期的混合股权融合度(Mixrate<sub>t-1</sub>)，重新

表6 稳健性检验结果：将解释变量股权融合度滞后一期进行回归

	REM_PC	REM_DE	REM_CFO	TREM
Mixrate <sub>i,t-1</sub>	-0.028*** (-3.18)	0.024*** (3.27)	0.005 (0.85)	-0.057*** (-3.22)
Size	-0.002 (-0.86)	0.002 (1.09)	0.005*** (3.05)	-0.008* (-1.74)
Salary	-5.798** (-2.19)	7.599*** (3.47)	2.597* (1.70)	-15.243*** (-3.07)
Lev	0.045*** (3.57)	-0.012 (-1.20)	-0.019** (-2.09)	0.074*** (2.94)
Roa	-0.889*** (-16.25)	0.208*** (5.92)	0.486*** (14.29)	-1.588*** (-16.02)
PB	-0.003*** (-3.02)	0.001 (1.16)	-0.000 (-0.52)	-0.003* (-1.79)
Growth	0.020*** (3.69)	0.034*** (10.60)	-0.008** (-2.08)	-0.004 (-0.44)
Big4	-0.003 (-0.33)	-0.001 (-0.14)	0.004 (0.72)	-0.007 (-0.36)
Constant	0.055 (1.09)	-0.057 (-1.48)	-0.111*** (-3.18)	0.205** (2.09)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
样本数	6 775	6 775	6 775	6 775
F值	19.38***	12.57***	13.85***	21.98***
调整后R <sup>2</sup>	0.22	0.15	0.12	0.23

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值；因对股权融合度(Mixrate)进行了滞后一期处理，实际参与回归的数据为2008~2017年的数据，样本数为6 775个

对模型(4)回归以进行稳健性检验，回归结果列示于表6。结果与前述结论一致。

## 2. 敏感性分析

### (1) 改变真实盈余管理的测度方法

考虑到在企业的同一活动中可能同时导致更高的异常生产成本和更低的异常经营活动现金净流量，因此利用TREM指标对真实盈余管理进行总体测度有可能导致重复计算。本文借鉴Zang(2007)、Cohen和Zarowin(2010)，构建两个指标TREM\_1和TREM\_2重新对总体真实盈余管理

表7 稳健性检验结果：改变真实盈余管理的测度方法

	TREM_1	TREM_2	TREM_1	TREM_2
Mixrate	-0.054*** (-3.60)	-0.027*** (-2.81)		
Mix_10			-0.024*** (-3.79)	-0.010** (-2.53)
Size	-0.004 (-1.21)	-0.007*** (-3.01)	-0.004 (-0.98)	-0.007*** (-2.87)
Salary	-14.034*** (-3.40)	-10.094*** (-3.99)	-14.310*** (-3.48)	-10.338*** (-4.10)
Lev	0.058*** (2.84)	0.030** (2.18)	0.056*** (2.73)	0.029** (2.10)
Roa	-1.079*** (-14.14)	-0.686*** (-14.36)	-1.076*** (-14.16)	-0.686*** (-14.44)
PB	-0.003*** (-2.67)	-0.001 (-0.72)	-0.003** (-2.52)	-0.001 (-0.62)
Growth	-0.013** (-2.16)	-0.027*** (-5.43)	-0.012** (-2.07)	-0.026*** (-5.40)
Big4	-0.001 (-0.08)	-0.003 (-0.28)	-0.003 (-0.20)	-0.004 (-0.39)
Constant	0.152* (1.92)	0.187*** (3.53)	0.130 (1.63)	0.179*** (3.34)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
样本数	7 632	7 632	7 632	7 632
F值	21.62***	26.78***	21.54***	26.40***
调整后R <sup>2</sup>	0.21	0.18	0.20	0.18

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值

程度进行测度，并作为被解释变量对模型(4)进行回归。其中，TREM\_1=REM\_PC-REM\_DE，TREM\_2=-REM\_CFO-REM\_DE，TREM\_1越大表示企业真实盈余管理程度越大，TREM\_2越大表示企业通过越多的销售操控和费用操控来进行真实盈余管理。回归结果列示于表7，结果同样支持本文结论。

### (2) 改变混合所有制改革的测度方法

另外，本文参考刘运国等(2016)、蔡贵龙等(2018)、杨兴全和尹兴强(2018)、郝阳和龚六堂(2017)等，分别以



表8 稳健性检验结果：改变混合所有制改革的测度方法

	REM_PC	REM_DE	REM_CFO	TREM	REM_PC	REM_DE	REM_CFO	TREM
Mix_NS	0.001*** (-3.90)	0.001*** (3.70)	0.000 (0.40)	-0.002*** (-3.53)				
Mixrate2					-0.015*** (-2.82)	0.014*** (3.12)	0.000 (0.06)	-0.028*** (-2.58)
Size	-0.001 (-0.48)	0.001 (0.84)	0.005*** (3.08)	-0.007 (-1.48)	-0.002 (-0.98)	0.002 (1.38)	0.005*** (3.23)	-0.009** (-1.99)
Salary	-5.963** (-2.41)	7.616*** (3.71)	2.276 (1.53)	-15.144*** (-3.25)	-6.492*** (-2.64)	7.969*** (3.92)	2.349 (1.59)	-16.104*** (-3.48)
Lev	0.044*** (3.54)	-0.011 (-1.20)	-0.017* (-1.95)	0.072*** (2.89)	0.044*** (3.57)	-0.012 (-1.24)	-0.017* (-1.96)	0.073*** (2.92)
Roa	-0.884*** (-16.92)	0.190*** (5.62)	0.493*** (15.36)	-1.575*** (-16.69)	-0.893*** (-17.04)	0.197*** (5.70)	0.494*** (15.40)	-1.592*** (-16.75)
PB	-0.002*** (-2.82)	0.001 (1.20)	-0.000 (-0.41)	-0.003* (-1.74)	-0.003*** (-3.04)	0.001 (1.42)	-0.000 (-0.39)	-0.003* (-1.94)
Growth	0.021*** (4.08)	0.033*** (11.01)	-0.007* (-1.89)	-0.002 (-0.25)	0.021*** (4.09)	0.033*** (11.01)	-0.007* (-1.89)	-0.002 (-0.24)
Big4	-0.000 (-0.05)	-0.003 (-0.34)	0.004 (0.77)	-0.002 (-0.13)	-0.004 (-0.38)	-0.000 (-0.02)	0.004 (0.83)	-0.008 (-0.44)
Constant	0.058 (1.13)	-0.055 (-1.43)	-0.113*** (-3.24)	0.212** (2.12)	0.081 (1.62)	-0.073* (-1.95)	-0.115*** (-3.37)	0.255*** (2.61)
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	7 632	7 632	7 632	7 632	7 632	7 632	7 632	7 632
F值	21.22***	13.14***	15.38***	23.60***	20.94***	13.03***	15.40***	23.39***
调整后R <sup>2</sup>	0.22	0.15	0.12	0.23	0.22	0.14	0.12	0.23

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值

前十大股东中非国有股东持股比例之和(Mix\_NS)以及前十大股东中非国有股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值(Mixrate2)对混合所有制改革进行测度,然后重新对模型(4)回归,进行稳健性检验,回归结果列示于表8,仍然支持本文结论。

## 五、机制分析

前文通过理论分析和实证检验证明了国有企业混合所有制改革可以抑制真实盈余管理。但是其中的作用机制如何尚未进行实证检验,本文结合真实盈余管理的动机,从

降低代理成本和降低政策性负担两个方面分析和检验国有企业混合所有制改革抑制真实盈余管理的作用机制。

### (一)作用机制之一：降低代理成本

国有企业由于长期存在“一股独大”等问题,使外部监管部门和内部其他股东与国有企业管理层之间产生较大的信息不对称和代理冲突,从而给管理层的真实盈余管理带来了可操纵的空间。因此,国有企业混合所有制改革抑制真实盈余管理的一个作用机制可能为:国有企业引入非国有股东加强了对管理层的监督和约束,从而降低管理层与监管部门和企业股东之间的代理成本,进而降低管理

表9 机制分析与检验：代理成本差异检验

	代理成本高	代理成本低
Mixrate	-0.050** (-2.33)	-0.005 (-0.33)
Size	-0.027*** (-3.98)	-0.003 (-0.77)
Salary	-14.841*** (-2.87)	-6.501 (-1.08)
Lev	0.006 (0.17)	0.035 (1.37)
Roa	-1.640*** (-14.17)	-1.318*** (-11.19)
PB	-0.003* (-1.94)	0.003* (1.76)
Growth	-0.027** (-2.08)	-0.018* (-1.72)
Big4	-0.047 (-1.30)	-0.006 (-0.44)
Constant	0.594*** (4.16)	0.179* (1.82)
Ind	控制	控制
Year	控制	控制
样本数	3 814	3 818
调整后 R <sup>2</sup>	0.329	0.290

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值

层进行真实盈余管理的动机，降低企业的真实盈余管理程度。本文借鉴Singh和Davidson III(2003)、杜兴强和周泽将(2009)的研究，以管理销售费用率(管理费用与销售费用之和与营业收入的比值)测度代理成本，并根据研究样本中代理成本的年度中位数将研究样本区分为代理成本高和代理成本低两组样本，然后分别对两组样本进行回归检验。其中，自变量为混合所有制改革(Mixrate)，因变量为真实盈余管理(TREM)。表9的回归结果显示，在代理成本高组，Mixrate的回归系数在5%的水平上显著，而在代理成本低组，Mixrate的回归系数并不显著，由此可以说明降低代理成本是混合所有制改革抑制真实盈余管理的机制之一。

(二)作用机制之二：降低政策性负担

表10 机制分析与检验：政策性负担差异检验

	政策性负担高	政策性负担低
Mixrate	-0.060*** (-3.21)	-0.042* (-1.68)
Size	-0.008* (-1.69)	-0.007 (-1.07)
Salary	-15.238*** (-2.81)	-16.934*** (-2.79)
Lev	0.033 (1.10)	0.109*** (3.19)
Roa	-1.480*** (-12.75)	-1.675*** (-12.58)
PB	-0.001 (-0.40)	-0.006*** (-2.85)
Growth	-0.014 (-1.24)	0.009 (0.63)
Big4	-0.015 (-0.94)	-0.012 (-0.29)
Constant	0.210* (1.78)	0.240* (1.69)
Ind	控制	控制
Year	控制	控制
样本数	3 707	3 711
调整后 R <sup>2</sup>	0.24	0.25

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值

国有企业混合所有制改革抑制真实盈余管理的另一机制可能为：国有企业引入非国有股东后，可以提高企业市场化程度，增加企业可自由支配以及缺乏的资源，从而有助于减弱国有企业管理层为完成业绩目标缺口而进行真实盈余管理的动机，抑制管理层真实盈余管理行为。为验证这一机制，本文根据研究样本政策性负担的年度中位数，将研究样本区分为政策性负担高和政策性负担低两组样本分别进行回归检验，自变量为混合所有制改革(Mixrate)，因变量为真实盈余管理(TREM)。若这一机制正确，则混合所有制改革对真实盈余管理的系数显著性应在政策性负担高的样本组中更为显著。本文在测度政策性负担时，借鉴林毅夫等(2004)、白俊和连立帅(2014)、张霖琳等

表 11 进一步研究：区别地区的回归结果

	东部地区		中西部地区	
Mixrate	-0.066*** (-3.11)		-0.037 (-1.36)	
Mix_10		-0.025** (-2.49)		-0.013 (-1.24)
Size	-0.011* (-1.92)	-0.011* (-1.80)	-0.007 (-1.00)	-0.007 (-0.98)
Salary	-23.685*** (-4.30)	-23.935*** (-4.34)	-6.208 (-0.80)	-7.046 (-0.91)
Lev	0.089** (2.57)	0.086** (2.49)	0.082** (2.14)	0.081** (2.11)
Roa	-1.479*** (-12.48)	-1.481*** (-12.52)	-1.643*** (-11.21)	-1.643*** (-11.22)
PB	-0.002 (-0.89)	-0.002 (-0.86)	-0.005** (-2.23)	-0.005** (-2.14)
Growth	-0.019 (-1.44)	-0.017 (-1.35)	0.010 (0.79)	0.010 (0.81)
Big4	-0.031 (-1.29)	-0.032 (-1.35)	0.034 (1.12)	0.031 (0.99)
Constant	0.349*** (2.63)	0.339** (2.50)	0.182 (1.22)	0.172 (1.15)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
样本数	3 911	3 911	3 516	3 516
调整后 R <sup>2</sup>	0.23	0.22	0.26	0.26

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值；因部分样本无法确认注册地址，故出现少许样本损失

(2015)的研究，建立模型(5)并对其进行回归，以回归出的残差的绝对值作为政策性负担的取值。模型(5)中Ci为资本密集度，为固定资产净值(每百万元)与职工人数的比值；Capital为资产结构，为固定资产净值与总资产的比值；District为地区虚拟变量；其它变量与前文所述一致。从表10的回归结果可以看出，在政策性负担高的样本组中，Mixrate的系数在1%水平上显著，在政策性负担低的样本组中，其系数在10%水平上显著。系数差异检验显示，两组系数具有显著性差异。由此可知，缓解企业政策性负担

表 12 进一步研究：区别行政层级的回归结果

	中央国企		地方国企	
Mixrate	0.003 (0.13)		-0.088*** (-3.96)	
Mix_10		0.003 (0.23)		-0.032*** (-3.40)
Size	-0.016** (-2.52)	-0.016** (-2.50)	-0.005 (-0.74)	-0.004 (-0.63)
Salary	-27.807*** (-3.94)	-27.895*** (-3.94)	-10.570* (-1.76)	-11.699* (-1.93)
Lev	0.063* (1.79)	0.064* (1.80)	0.086** (2.53)	0.083** (2.44)
Roa	-1.229*** (-8.85)	-1.230*** (-8.84)	-1.740*** (-14.15)	-1.740*** (-14.21)
PB	-0.002 (-0.86)	-0.002 (-0.87)	-0.004* (-1.80)	-0.004* (-1.71)
Growth	-0.016 (-1.02)	-0.016 (-1.02)	0.004 (0.40)	0.005 (0.48)
Big4	0.001 (0.05)	0.001 (0.05)	-0.026 (-0.83)	-0.032 (-1.04)
Constant	0.388** (2.38)	0.392** (2.37)	0.180 (1.32)	0.155 (1.13)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
样本数	2 846	2 846	4 786	4 786
调整后 R <sup>2</sup>	0.22	0.22	0.25	0.25

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内是经过公司聚类(cluster)调整后的t值

是国有企业混合所有制改革抑制企业真实盈余管理的机制之一。

$$C_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Roa_{i,t-1} + \beta_4 Growth_{i,t-1} + \beta_5 Capital_{i,t-1} + District + Year + Ind + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

## 六、进一步研究

我国地域广袤，不同区间的发展程度各异，各地区市场化程度不一。总体来说，东部地区市场化程度最高，中部地区次之，西部地区市场化程度最低。不同区间的企业发展特征与状况也会存在差异，相同的政策在不同地区

间的企业可能产生不同的影响。同时,我国的国企可以分为中央国企和地方国企,由于所受约束、干预程度以及经营目标市场化程度的差异,不同层级的国企其行为也不尽相同(魏明海等,2017)。因此,本文进一步考虑不同市场化程度地区间国有企业和不同层级间国有企业混合所有制改革对盈余质量影响作用的差异。本文将研究样本按照注册地差异区分为东部地区样本和中西部地区样本,以及按照层级差异区分为中央国企样本和地方国企样本,运用模型(4)分别对四组样本进行回归,被解释变量选用总体真实盈余管理程度TREM进行测度,回归结果列示于表11和表12。从两个表中可以看出,在东部地区组和地方国企组中国有企业混合所有制改革对真实盈余管理的抑制作用比较显著;而在中西部地区组和中央国企组中国有企业混合所有制改革对真实盈余管理的抑制作用则并不显著。因此可以说明国有企业混合所有制改革对真实盈余管理的抑制作用在东部地区国有企业和地方国有企业中更强。

## 七、结论与启示

本文从效率观和资源互补观两个方面来分析国有企业混合所有制改革对真实盈余管理的影响,并以2007~2017年沪深两市A股国有上市公司作为研究样本进行了实证检验。结果表明,国有企业混合所有制改革可以显著抑制国有企业真实盈余管理。机制检验发现,国有企业混合所有制改革可通过降低代理成本和降低政策性负担抑制真实盈余管理。进一步研究发现,相对于中西部地区国企和中央国企,国有企业混合所有制改革对真实盈余管理的抑制作用在东部地区国有企业和地方国有企业中更加明显。本文验证了混合所有制改革所能发挥的积极效应,丰富了混合所有制改革相关研究,为深入推进混合所有制改革提供了新的经验证据,从抑制国有企业真实盈余管理角度为助推国有企业高质量可持续发展提供了新思路。

本文的研究结论具体可以带来以下启示:第一,混合所有制改革应注重激发参与混改各方的资源优势,使各方资源互补融合,充分发挥资源融合效应,助推企业提升与发展。政府部门也应考虑进一步给企业松绑,降低企业非必要的政策性负担,助推国有企业混合所有制改革释放更大的积极效应。第二,我国幅员辽阔,各地区市场化程度

情况各异,中西部地区国企应借助于混合所有制改革进一步扩大开放,提升企业市场化程度。第三,推进混合所有制改革过程中,应在治理层面推进各方的进一步融合,充分保证以及平等对待和尊重各持股股东话语权,加强股东间沟通交流,以提升决策效率和实现股东之间的有效制衡,建立抑制国有企业盈余管理的长效机制,保障国有企业盈余质量的真实性和有效性。第四,外部监管部门应进一步深化对国有企业的监督,不仅仅从财务角度对企业进行监督,同时在业务经营层面加强防范损害企业价值的行为,防止国有资产的流失。

## 主要参考文献:

- [1] 白俊,连立帅.国企过度投资溯因:政府干预抑或管理层自利?[J].会计研究,2014,(2):41-48+95.
- [2] 白重恩,路江涌,陶志刚.国有企业改制效果的实证研究[J].经济研究,2006,(8):4-13.
- [3] 薄仙慧,吴联生.国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角[J].经济研究,2009,(2):81-91.
- [4] 蔡春,朱荣,谢柳芳.真实盈余管理研究述评[J].经济学动态,2011,(12):125-130.
- [5] 蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].管理世界,2018,(5):137-149.
- [6] 陈林,唐杨柳.混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J].经济学家,2014,(11):13-23.
- [7] 杜兴强,周泽将.信息披露质量与代理成本的实证研究——基于深圳证券交易所信息披露考评的经验证据[J].商业经济与管理,2009,(12):76-82+90.
- [8] 葛永盛,张鹏程.家族企业资源约束、外部投资者与合同剩余[J].南开管理评论,2013,(3):57-68.
- [9] 龚启辉,吴联生,王亚平.两类盈余管理之间的部分替代[J].经济研究,2015,(6):175-188.
- [10] 郝阳,龚六堂.国有、民营混合参股与公司绩效改进[J].经济研究,2017,(3):122-135.
- [11] 姜英兵,王清莹.上市公司股权结构与真实活动盈余管理[J].财经问题研究,2011,(5):73-80.
- [12] 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,(1):129-136.
- [13] 李增福,董志强,连玉君.应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理?——基于我国2007年所得税改革的研究[J].管理世界,2011,(1):121-134.
- [14] 李增福,林盛天,连玉君.国有控股、机构投资者与真



- 实活动的盈余管理[J].管理工程学报,2013,(3):35-44.
- [15] 林毅夫,刘明兴,章奇.政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究[J].管理世界,2004,(8):81-89.
- [16] 刘小玄.中国工业企业的所有制结构对效率差异的影响——1995年全国工业企业普查数据的实证分析[J].经济研究,2000,(2):17-25.
- [17] 刘晔,张训常,蓝晓燕.国有企业混合所有制改革对全要素生产率的影响——基于PSM-DID方法的实证研究[J].财政研究,2016,(10):63-75.
- [18] 刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].会计研究,2016,(11):61-68.
- [19] 毛新述.国有企业混合所有制改革:现状与理论探讨[J].北京工商大学学报(社会科学版),2020,(3):21-28.
- [20] 孙亮,刘春.什么决定了盈余管理程度的差异:公司治理还是经营绩效?——来自中国证券市场的经验证据[J].中国会计评论,2008,(1):79-92.
- [21] 王斌,宋春霞.大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式[J].华东经济管理,2015,(8):118-128.
- [22] 魏明海,蔡贵龙,柳建华.中国国有上市公司分类治理研究[J].中山大学学报(社会科学版),2017,(4):175-192.
- [23] 吴敬琏.大中型企业:建立现代企业制度[M].天津人民出版社,1993.
- [24] 吴延兵.不同所有制企业技术创新能力考察[J].产业经济研究,2014,(2):53-64.
- [25] 武常岐,张林.国企改革中的所有权和控制权及企业绩效[J].北京大学学报(哲学社会科学版),2014,(5):149-156.
- [26] 杨兴全,尹兴强.国企混改如何影响公司现金持有?[J].管理世界,2018,(11):93-107.
- [27] 杨志强,石水平,石本仁,曹鑫雨.混合所有制、股权激励与融资决策中的防御行为——基于动态权衡理论的证据[J].财经研究,2016,(8):108-120.
- [28] 张辉,黄昊,闫强明.混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999-2007年工业企业数据库的实证研究[J].经济学家,2016,(9):32-41.
- [29] 张霖琳,刘峰,蔡贵龙.监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果——基于2003~2012年国企高管职位变更的数据[J].管理世界,2015,(10):117-131+187.
- [30] 张维迎.企业理论和中国企业改革[M].北京大学出版社,1999.
- [31] 张伟华,王斌,宋春霞.股东资源、实际控制与公司控制权争夺——基于雷士照明的案例研究[J].中国软科学,2016,(10):109-122.
- [32] 张祥建,郭丽虹,徐龙炳.中国国有企业混合所有制改革与企业投资效率——基于留存国有股控制和高管政治关联的分析[J].经济管理,2015,(9):132-145.
- [33] 周其仁.“控制权回报”和“企业家控制的企业”:公有制经济中企业家人力资本产权的个案[J].经济研究,1997,(5):31-42.
- [34] Bromiley, P., Papenhausen, C. Assumptions of rationality and equilibrium in strategy research: The limits of traditional economic analysis[J]. Strategic Organization, 2003, 1(4): 413-437.
- [35] Cohen, D.A., Zarowin, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1): 2-19.
- [36] Demski, J.S., Sappington, D.E.M. Delegated expertise[J]. Journal of Accounting Research, 1987, 25(1): 68-89.
- [37] Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. Journal of accounting and economics, 2005, 40(1): 3-73.
- [38] Gunny, K. What are the consequences of real earnings management? [R]. University of Colorado at Boulder Working Paper, 2005.
- [39] Gunny, K. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance[J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(3): 855-888.
- [40] Leiblein, M.J. The Choice of organizational governance form and performance: Predictions from transaction cost, resource-based, and real options theories[J]. Journal of Management, 2003, 29(6): 937-961.
- [41] Mcguinness, T., Morgan, R.E. Strategy, dynamic capabilities and complex science: management rhetoric vs. reality[J]. Strategic Change, 2000, 9(4): 209-220.
- [42] Roychowdhury, S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3): 335-370.
- [43] Singh, M., Davidson III, W.N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. Journal of Banking and Finance, 2003, 27(5): 793-816.
- [44] Zang, A.Y. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation[R]. University of Rochester Working Paper, 2007.

## The Reform of Mixed Ownership and Real Earnings Management in State-owned Enterprises

MAO Xin-shu, ZHANG Bo-wen

**Abstract:** From the view of efficiency and the view of resource complementarity, this paper analyzes the positive policy effect that the reform of mixed ownership of state-owned enterprises can play. The relationship between mixed ownership reform and real earnings management of state-owned enterprises is studied by selecting A state-owned listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2017. It is found that the reform of mixed ownership of state-owned enterprises can significantly restrain real earnings management; mechanism test shows that the reform of mixed ownership of state-owned enterprises can restrain real earnings management by reducing agency costs and reducing policy burden; further research shows that compared with state-owned enterprises in the midwest and central state-owned enterprises, the inhibition of mixed ownership reform of state-owned enterprises on real earnings management is more obvious in state-owned enterprises in the eastern and local state-owned enterprises. This paper broadens the understanding of the reform of mixed ownership of state-owned enterprises, provides empirical evidence for restraining earnings management of state-owned enterprises and preventing financial fraud of state-owned enterprises through mixed ownership reform, and has certain enlightening significance for further deepening the reform of mixed ownership of state-owned enterprises and promoting the high quality development of state-owned enterprises.

**Key words:** state-owned enterprises; mixed ownership reform; real earnings management

(责任编辑 周愈博)