

分类号 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 国有股权参股对民营企业真实  
盈余管理的影响研究

研究生姓名: 王妍

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 管理会计理论与方法

提交日期: 2023年6月19日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王妍 签字日期： 2023. 6. 13

导师签名： 郭明 签字日期： 2023. 6. 15

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王妍 签字日期： 2023. 6. 13

导师签名： 郭明 签字日期： 2023. 6. 15

# **Research on the Impact of State-owned Equity Participation on the Real Surplus Management of Private Enterprises**

**Candidate :Wang Yan**

**Supervisor:Guo Hengtai**

## 摘 要

会计准则的日益规范以及企业内外部监管力度的增强使得应计盈余管理操作难度不断加大，真实盈余管理成为当前企业盈余操作的主要手段。长期以来，民营企业是我国经济稳定发展的重要贡献者。但日渐严苛的生存环境使得民营企业不可避免地存在真实盈余管理水平较高的问题，这无疑将损害企业核心价值，不利其长期发展。因此，如何有效抑制企业真实盈余管理活动，保证证券市场的健康运行是当前学术界的重点话题。股权结构作为影响企业盈余信息质量的重要因素，一直以来备受关注，那么在当前我国经济结构不断优化的重要时期，因混合所有制改革所产生的股权结构变化将会对民营企业真实盈余管理产生怎样的影响？其内在作用机理为何？这种影响会不会受到企业内外部治理环境的影响？

基于此，本文以 2014-2020 年 A 股上市民营企业为研究样本，探究了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响、两者之间的作用机理，以及内外部治理环境对国有股权参股与民营企业真实盈余管理关系的调节作用。研究发现：（1）在其他条件相同的情况下，国有股权参股能够有效抑制民营企业真实盈余管理活动；（2）在其他条件相同的情况下，国有股权参股对民营企业真实盈余管理活动的抑制作用在高质量内外部治理环境中更显著；（3）融资约束和代理成本在国有股权参股抑制民营企业真实盈余管理的过程中发挥了部分中介作用。

本文的研究不仅进一步佐证了民营企业混合所有制改革的科学性，为民营企业积极参加混合所有制改革提供了数据支持，同时也对民营企业如何在日渐严苛的经济环境中寻求持续科学发展具有指导意义。

**关键词：**国有股权参股 真实盈余管理 内部控制质量 产品市场竞争

## Absrtact

The increasing standardization of accounting standards and the strengthening of internal and external supervision of enterprises have made accrued earnings management operations more and more difficult, and true earnings management has become the main means of enterprise earnings operations. For a long time, private enterprises have been important contributors to the stable development of China's economy. However, the increasingly harsh living environment makes it inevitable that private enterprises have the problem of high level of real surplus management, which will undoubtedly damage the core value of enterprises and detrimental their long-term development. Therefore, how to effectively curb the real earnings management activities of enterprises and ensure the healthy operation of the securities market is a key topic in the current academic circles. As an important factor affecting the quality of enterprise earnings information, equity structure has always attracted much attention, so in the current important period of continuous optimization of China's economic structure, what impact will the change of equity structure caused by the mixed ownership reform have on the real surplus management of private enterprises? What is its intrinsic mechanism? Will this impact be affected by the internal and external governance environment of the enterprise?

Based on this, this paper takes A-share private enterprises from 2014

to 2020 as a research sample, uses the fixed-effect model to conduct empirical tests, explores the impact of state-owned equity participation on the real earnings management of private enterprises, the mechanism between the two, and the regulating effect of internal and external governance environment on the relationship between state-owned equity participation and real earnings management of private enterprises. The results show that state-owned equity participation can inhibit the real earnings management activities of private enterprises, and in the high-quality internal and external governance environment, the inhibition effect of state-owned equity on the real earnings management activities of private enterprises is more significant. The mechanism test shows that financing constraints and agency costs play a part-in-the-middle role in the process of state-owned equity participation in inhibiting the real surplus management of private enterprises.

The research in this paper not only further proves the scientific nature of the mixed ownership reform of private enterprises, provides data support for private enterprises to actively participate in the mixed ownership reform, but also has guiding significance for how private enterprises can seek sustainable scientific development in an increasingly harsh economic environment.

**Keywords:** State-owned equity participation; True surplus management;

## Internal control of quality; Product market competition

# 目 录

1. 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的和意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	3
1.3 研究内容、框架和方法	3
1.3.1 研究内容	4
1.3.2 研究框架	4
1.3.3 研究方法	7
1.4 创新之处	7
2. 文献回顾及理论基础	9
2.1 文献回顾	9
2.1.1 国有股权参股的相关研究	9
2.1.2 真实盈余管理的相关研究	11
2.1.3 文献述评	15
2.2 理论基础	16
2.2.1 信息不对称理论	16
2.2.2 信号传递理论	16
2.2.3 资源依赖理论	17
3. 理论分析与研究假设	18
3.1 国有股权参股与民营企业真实盈余管理	18
3.2 国有股权参股对民营企业真实盈余管理的异质性效应	19
3.2.1 国有股权参股、内部控制与民营企业真实盈余管理	20
3.2.2 国有股权参股、产品市场竞争与民营企业真实盈余管理	20
4. 研究设计	22
4.1 样本选择与数据来源	22



4.2 变量界定 .....	22
4.2.1 被解释变量 .....	22
4.2.2 解释变量 .....	23
4.2.3 调节变量 .....	23
4.2.4 控制变量 .....	24
4.3 回归模型设计 .....	25
<b>5 实证结果与分析</b> .....	<b>26</b>
5.1 描述性统计 .....	26
5.2 相关性分析 .....	26
5.3 多元回归分析 .....	29
5.3.1 国有股权参股与民营企业真实盈余管理的回归分析 .....	29
5.3.2 国有股权参股对民营企业真实盈余管理的异质性检验 .....	30
5.4 稳健性检验 .....	33
5.4.1 倾向得分匹配检验 .....	33
5.4.2 Heckman 两阶段回归 .....	34
5.4.3 反向因果推断 .....	36
5.4.4 更换解释变量 .....	37
5.4.5 控制省份固定效应 .....	37
5.5 进一步分析：机制检验 .....	38
<b>6 结语</b> .....	<b>43</b>
6.1 研究结论 .....	43
6.2 政策建议 .....	44
6.3 研究局限及展望 .....	45
<b>参考文献</b> .....	<b>46</b>
<b>后 记</b> .....	<b>54</b>

# 1. 绪论

## 1.1 研究背景

现代股份制公司通过资本社会化和经理人职业化的方式,使得股东和经理人各司其职、分工协作,这种方式在帮助企业迅速累积财富的同时,也诱发了一系列代理问题(郑志刚,2016),其中,盈余管理便是管理者实施自利行为最常用的手段。近年来,昆明机床、泽达易盛、新亿等多加上市公司谎报财务数据、虚增收入、虚增利润、掩盖企业经营问题的事件层出不穷,不仅严重损害了投资者的权益,而且不利我国证券市场的稳定发展。进一步地,上市公司盈余操作、业绩造假现象时有发生,使得公司业绩真实性已成为上交所和深交所共同关注的六大重点问题之一(陈运森等,2019)。由此推断,过度盈余管理将会是未来很长一段时间影响我国经济发展的重大隐患。且相较于应计盈余管理,真实盈余管理已经成为当前企业实现短期盈利目标最主要的方式(Graham等,2005; Roychowdhury,2006; 李江涛和何苦,2012),这个结论更是得到了Graham等(2005)的证据支持。其主要原因如下,一是真实盈余管理活动隐蔽性更强,审计和监察难以发现,操纵风险低(Cohen和Zarowin,2010; 蔡春等,2011),二是真实盈余管理活动在管理层的控制之下,在时空上更具灵活性(黄华等,2020)。这种真实盈余管理活动虽然能在短时间内帮助企业破除困境,但长此以往将会对企业未来的经营业绩和盈利能力产生负面影响,有损企业长期价值的实现(Gunny,2005)。因此,如何有效抑制企业真实盈余管理是学术界亟待解决的重要课题。

混合所有制改革是指通过改革使得国有资本和非国有资本交叉持股、相互融合,以期通过相互合作的方式助力双方实现经济效益最大化。当前,有关国有企业混合所有制改革的优越性已经得到了学术界的广泛认可。研究表明,民营资本进入国有企业,在优化公司治理机制(秦海林和段曙光,2021)、改善企业经营业绩(李向荣和张洪宝,2021)、提升企业创新绩效(任广乾等,2022)等方面具有显著的成效。十八届三中全会的召开使得民营企业混合所有制改革的经济后果也开始备受关注,其主要原因在于此次会议明确提出要“鼓励发展非公有资本

控股的混合所有制企业”。此后，国家也曾前后出台相关政策，其目的在于鼓励推进国有资本入股民营企业，比如发布于 2015 年 9 月的《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》。此外，发生于 2018 年我国资本市场的股灾更是加速了这一进程，使得市场层面也开始积极响应，比如 2020 年康恩贝引入浙江国资、2021 年飞荣达引入深圳国资等。一时间，国有股权参股民营企业的经济后果深受学界广泛关注。因此，深入探索国有股权参股的经济后果迫在眉睫，且具有一定的现实意义。

当前研究表明，国有股权参股能为民营企业的发展产生积极作用，原因在于国有股权能够通过发挥监督效应、资源效应的方式促进企业增加研发投入、提高投资效率、抑制股价崩盘风险（罗宏和秦际栋，2019；唐松莲等，2021；李增福等，2021）等。那么，国有股权的资源效应和监督效应能否有效抑制民营企业真实盈余管理活动，提高民营企业财务信息披露质量，保护投资者权益，维护资本市场的健康运行？国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响又存在何种作用机理？

基于上述分析，本文试图就国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响展开探讨。本文的研究不仅能够进一步为国有股权参股的经济后果提供证据支持，深入明晰国有资本入股民营企业到底是“国进民退”还是“国民共进”，而且对探索如何抑制民营企业真实盈余管理活动具有深远的理论和实践意义。

## 1.2 研究目的和意义

### 1.2.1 研究目的

本文从民营企业真实盈余管理的视角出发，研究国有股权参股对民营企业的影响及其作用机理，并探讨上述关系是否会因内部控制质量、产品市场竞争程度的不同而存在差异。研究结论预期能够进一步丰富国有股权参股的经济后果研究，同时也能为抑制民营企业真实盈余管理活动提供理论和经验参考。

具体地，结合文献研究法与实证分析法，以 2014-2020 年我国 A 股上市民营企业为研究样本，采用固定效应模型考察国有股权参股与民营企业真实盈余管理之间的关系。拟重点探讨以下问题：（1）国有股权参股是否能够有效抑制

民营企业真实盈余管理活动？（2）国有股权参股对民营企业真实盈余管理的抑制作用是否会因内部控制质量、产品市场竞争程度的不同而存在差异？（3）国有股权参股通过什么渠道抑制民营企业真实盈余管理活动？

## 1.2.2 研究意义

### （1）理论意义

第一，当前有关混合所有制改革的研究多集中于国有企业引入民营股东，而本文则专注混合所有制改革的另一面——民营企业引入国有股东，探讨了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响，并分析其内在作用机理，为“逆向混改”的经济效果提供新的证据支持，进一步丰富了国有股权参股的相关研究。第二，真实盈余管理一直以来都是学术界的研究热点，不同于以往文献从机构投资者持股、管理层持股等方面入手研究股权制衡度对企业真实盈余管理行为的影响，本文的研究聚焦“国资入股民企”，研究了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响，有助于进一步丰富民营企业真实盈余管理的影响因素研究。

### （2）实践意义

第一，深入探讨国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响，对于全面客观认识国有股权在混合所有制改革中所扮演的角色具有重要意义。有助于帮助民营企业认识到国资背景股东的加入，能够进一步优化资源配置效率，帮助各方实现互利共赢，深刻认识到“国民共进”是当前中国特色社会主义市场经济的必然结果；第二，本文为如何抑制民营企业真实盈余管理活动，帮助实现民营企业实现长久、稳定、健康发展提供了切实可行的方法，即响应国家政策、积极参加混合所有制改革，与国有资本交互融合，实现优势互补；第三，本文深入探究了国有股权参股与民营企业真实盈余管理之间的作用机理，以期细化国有股权参股民营企业的政策建议，帮助国有股权实现参股效应最大化，也对民营企业如何在当前日渐严苛的经济环境中寻求可持续发展具有指导意义。

## 1.3 研究内容、框架和方法

### 1.3.1 研究内容

#### (1) 基本研究内容

第一，探讨国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响，针对这一问题，首先通过理论分析提出假设 1，即在其他条件不变的情况下，国有股权参股能够抑制民营企业真实盈余管理活动。然后通过构建多元回归模型进行假设检验，最后为解决内生性问题，分别采用了倾向得分匹配检验、Heckman 两阶段检验以及反向因果推断法，此外，还进行了包括更换解释变量度量等一系列稳健性检验。

第二，为进一步检验企业内外部治理机制对国有股权参股效应的影响，本文按照内部控制质量的高低和产品市场竞争程度的强弱进行了分组回归。基于理论分析，首先，将全样本按照内部控制质量的高低划分为两个组别，继而提出假设 2.1，与内部控制质量降低的民营企业相比，国有股权参股对真实盈余管理的抑制作用在内部控制质量较高的民营企业中更显著；其次，按照产品市场竞争的强弱程度，将全样本划分为两个子样本并提出假设 2.2，相较于产品市场竞争程度较弱的民营企业，国有股权参股对真实盈余管理的抑制作用在产品市场竞争较强的民营企业中更显著。为保证结论的稳健性，将所有的分组均进行了组间系数差异检验。

#### (2) 进一步研究内容

根据前文的分析，本文认为国有股权能够通过发挥“资源效应”和“监督效应”的方式抑制民营企业真实盈余管理行为。一方面，国有股权参股能为民营企业带来发展所需资源，帮助民营企业破除融资壁垒，缓解融资约束，抑制其实施真实盈余管理的动机；另一方面，国有股权参股能够产生监督效应，约束管理者自利行为，降低管理者实施真实盈余管理的能力。综上，国有股权参股能够有效降低民营企业真实盈余管理水平。基于此，本文通过构建中介效应逐步回归模型检验国有股权参股对民营企业真实盈余管理的作用机制，以便进一步深入理解国有股权参股与民营企业真实盈余管理之间的关系。

### 1.3.2 研究框架

研究国有股权参股是否会对民营企业真实盈余管理产生影响以及内外部治

理环境在二者关系中的作用。本文首先对相关文献进行了梳理、总结和评价，为后文提供理论支撑。其次，在梳理文献和对相关理论进行分析的基础上明确本文的研究主题，并采用理论分析进行逻辑论证，提出相应的研究假设。再次，采用多元回归分析方法进行了实证检验，验证了国有股权参股与民营企业真实盈余管理的关系以及内外部治理机制（内部控制质量和产品市场竞争程度）对两者关系的影响。为检验文中可能存在的内生性问题，分别采用了倾向得分匹配检验、Heckman 两阶段检验法。为保证研究结论的稳健性，应用更换变量、控制外部宏观环境等方式进行了稳健性检验。此外，针对上文中提到的“资源效应”和“监督效应”展开了进一步研究，佐证国有股权参股与民营企业真实盈余管理之间作用机理的切实存在性。最后，归纳总结全文。图 1.1 为本文的研究框架图。

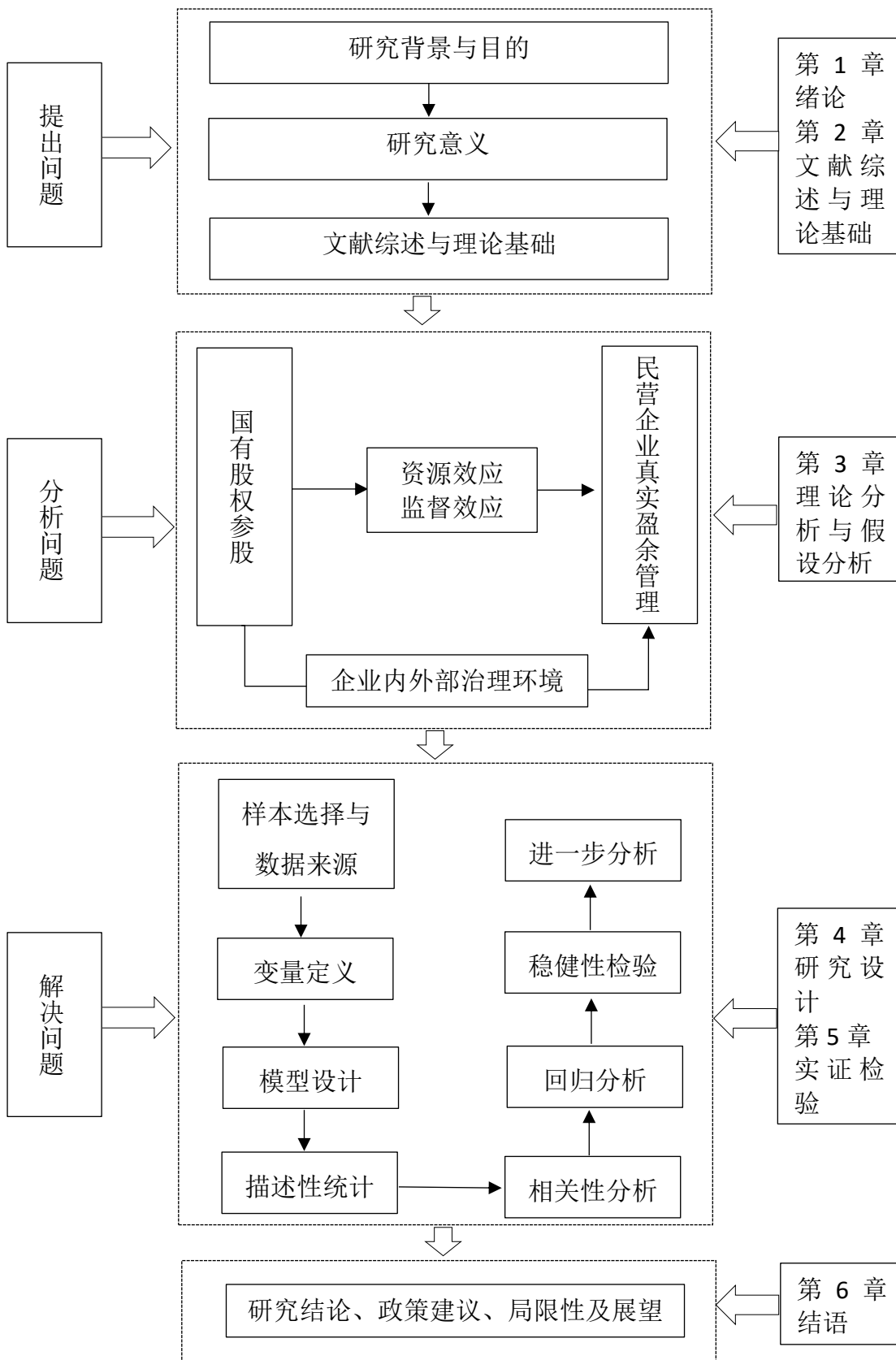


图 1.1 研究框架图

### 1.3.3 研究方法

本文采用了规范研究和实证研究相结合的方法,采用定性分析和量化研究相结合的方法,以期确保研究论证和结论的科学合理性。

(1) 文献研究法:通过梳理和总结已有文献对国有股权参股、民营企业真实盈余管理的基础上,以信息不对称理论、信号传递理论、资源依赖理论为理论支撑,逻辑推理并归纳了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响、作用机理,以及内外部治理环境优劣程度下二者关系的异质性,并据此提出研究假设。

(2) 实证分析法:针对本文的主要研究内容,应用 Stata14.0 统计软件,以 2014-2020 年 A 股民营上市公司为研究样本,构建固定效应模型,实证检验本文中所提研究假说。首先在国有股权参股、民营企业真实盈余管理以及控制变量之间开展相关性分析;其次针对文中不同的研究假设,分别构建固定效应模型进行实证检验;最后,利用倾向得分匹配检验和 Heckman 两阶段法解决内生性问题,并通过更换解释变量度量方式、控制外部宏观环境等方式进行了稳健性检验,以此保障本文研究结论的可靠性。

## 1.4 创新之处

本文基于信息不对称理论、信号传递理论以及资源依赖理论,以民营企业真实盈余管理为切入点,深入剖析国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响,在重点阐述和论证国有股权参股对民营企业真实盈余管理影响的基础上,进一步考察不同的内外部治理环境中国有股权参股效应的异质性,创新之处如下:

(1) 在理论上,第一,与已有从外部市场环境、治理机制、高管特征等方面研究影响企业真实盈余管理因素、内在机理的文献所不同,本文聚焦国有股权参股,从“逆向混改”这一视角出发,研究国有股权参股对民营企业这一特殊群体真实盈余管理活动的影响及其作用渠道,丰富了民营企业真实盈余管理影响因素的研究文献;第二,与已有从研发创新、国际化水平、公司绩效以及股市表现等方面研究国有股权参股的经济后果不同,本文从民营企业真实盈余管理这一视角出发,进一步研究国有股权参股的经济后果,丰富了国有股权参股经济后果的研究文献。第三,本文从资源效应及监督效应两个视角出发,探究了国有股权参



股与民营企业真实盈余管理之间的作用机理，进一步拓展了现有研究。

（2）在实践上，为“逆向混改”的科学性提供了进一步的证据支撑。证实了在当前混合所有制经济发展的宏观环境背景下，民营企业响应国家号召，积极引入国有股权的科学合理性。

## 2.文献回顾及理论基础

### 2.1 文献回顾

#### 2.1.1 国有股权参股的相关研究

根据国务院国有资本委员会给出的定义，国有股权是指政府部门授权的投资主体利用其持有的国有资产进行投资，从而在被投资单位中所享有的股份。需要指出的是，本文中所提国有股权参股的民营企业其最终控制人均均为民营股东。

##### （1）国有股权参股的动因研究

关于国有资本参股民营企业的动因，学术界将其概括为两大类，第一类，企业主动型：这主要是从民营企业的视角来看，在当前不完善的市场环境中，良好的政企关系能够帮助民营企业获取稀缺资源、克服行政壁垒（张雨潇和方明月，2016），保护民营企业私有产权（张铎和宋增基，2016）。此外，相较于国有企业，民营企业常常会陷入融资困境，国有资本的引入能为民营企业提供信用担保（余汉等，2017），助力民营企业突破现有融资壁垒，缓解融资约束。第二类，政府主导型：这主要是从政府的视角入手，地方政府会通过国家资本涉入的方式推动民营企业国有化，其目的在于应对突如其来的金融危机（金碚和刘戒骄，2009），控制战略性资源（Lucy 和 Chernykh，2011）。

##### （2）国有股权参股的经济后果研究

随着民营企业混合所有制改革的不断推进，国有股权参股经济后果的研究也逐渐兴起，主要围绕民营企业自身和资本市场表现等展开。那么国有股权参股究竟会对民营企业产生怎样的影响？当前学术界对这一问题的回答尚不统一，多数学者认为国有股权参股能会对民营企业的发展产生积极效应，但也有学者提出了不同的看法。

有关国有股权参股积极经济后果的研究，主要从如下三个视角展开讨论。

一是资源效应视角。国有资本无论是获取经济资源还是信息资源，都有极大的优势，其主要原因在于它特殊的政治属性。具体地，国有资本的引入意味着民营企业与政府之间形成了制度性关联，这种关联能够帮助民营企业获得更多财政

补贴、税收优惠等关键资源（Wang 等，2016），帮助民营企业经营发展。此外，国有股权参股还能为民营企业外源融资的获取提供隐形担保（余汉等，2017），破除民营企业外部融资困境。再者，国有股权参股能够提高民营企业应对环境不确定性的能力，高效规避各种因外部环境因素而产生的风险，缓解民营企业代理冲突，保障企业内部治理机制的高效运转（钱爱民等，2021），帮助民营企业进入高壁垒行业（姚梅洁等，2019）。

二是监督效应视角。国有股权能发挥监督效应，具体表现为，国有股东不仅能够有效约束家族企业控股股东在董事会上的“绝对统治地位”，优化企业内部治理环境，帮助董事会更好的发挥治理作用（徐炜等，2020），还能提高中小股东对控股股东的股权制衡度，强化中小股东对控股股东的监督效能，当参股比例达到一定阈值时，将制衡第一大股东的经济决策，抑制其不合理投资（李明敏等，2017），提高民营企业投资效率。

三是综合视角。该视角研究综合考虑了国有股权参股的资源效应与监督效应。综合效应之下，有关国有股权对民营企业影响的研究主要围绕企业绩效、创新绩效、投资效率、资本市场表现等方面展开。民营企业绩效方面，陈建林（2015）认为，国有股权能与家族所有权之间产生协调效应，实现优势互补，优化资源配置，提高企业绩效。此外，刘启君和熊璇（2013）的研究也进一步佐证了二者之间的正相关关系。主要原因在于国有股权能为民营企业的发展创造更多经济资源、拓宽发展空间（余汉等，2017）。而吴国鼎（2020）的研究则表明，国有化无法提高民营企业盈利水平；民营企业创新方面，罗宏和秦际栋（2019）研究发现，国有股权能为家族企业创新资源的获取提供便捷，助力家族企业增加创新投入。进一步地，韦浪和赵劲松（2021）将研究样本拓展至民营企业，实证结果表明，国有股权不仅能增加民营企业的创新投入，还能提高民营企业的发明效率；投资效率方面，刘惠好和焦文妞（2022）认为，国有股权参股对投资不足的缓解作用存在阈值，一旦超过该阈值，民营企业将会陷入投资不足的窘境。李增福等（2021）认为，国有资本在非国有企业中可能会发挥两种作用，一是“掠夺之手”，即国有资本的介入会干预非国有企业的投资决策，降低非国有企业投资效率，二是“扶持之手”，即引入国有资本能够为非国有企业带来更多资源，帮助其缓解投资不足，最终检验结果显示，政府在其中主要扮演的是“扶持之手”的角色，即国有资

本的引入能帮助非国有企业缓解投资不足；资本市场表现方面，唐松莲等(2021)的研究表明，国有股权能够抑制股价崩盘，维持我国证券市场的稳定发展。

也有学者就国有股权参股对民营企业的积极影响持反对态度。首先，政治观认为，国有股权是政府干预民营经济的抓手，这种干预使得民营企业在享受政府补贴的同时承担了更重的雇员压力，最终将导致民营企业丧失原本的产品市场竞争力(郭剑花和杜兴强, 2011)，而且这种政治关系还有可能会演变为政企合谋，进一步扩大政府官员的寻租空间，降低民营企业经济效率(李文贵和余明桂, 2017)。其次，国有参股股东与民营控股股东之间的工作经验不同，因而在经营模式、行为目标以及决策模式等方面均存在较大的差别(陈建林, 2015)，引入国有股东不仅会增加民营企业的经营成本，还会导致民营企业出现资本配置出错，进而诱发企业僵尸化风险(肖正等, 2022)。再有，Deng 等(2020)立足我国“四万亿”经济刺激计划，研究了政府干预对民营企业投资效率的影响，结果发现政府干预会加剧民营企业所面临的投资不足，损害公司业绩。

### 2.1.2 真实盈余管理的相关研究

会计准则的日益规范以及企业内外部监管力度的增强使得应计盈余管理操作难度不断加大，真实盈余管理则因为实施的隐秘性强、操作更具时空灵活性等特点而成为当前企业盈余操作的主要手段之一。有关真实盈余管理的概念最早由 Schipper (1989) 提出，Schipper 认为管理者会为了实现自身利益最大化而刻意修改财务信息所披露的内容，这一过程便称之为真实盈余管理活动。此后，Roychowdhury (2006) 对上述概念进行了完善，指出真实盈余管理是指通过伪造虚构关联交易、促销活动的方式，最终实现修改财务报告、误导外部利益相关者的目的。本文有关真实盈余管理的度量参考 Roychowdhury (2006) 提出的模型。

#### (1) 真实盈余管理动因研究

有关真实盈余管理的动因研究，学术界认为主要有如下三种，分别是私利动机、融资动机以及资本市场动机。

私利动机。代理问题的存在使得公司管理层或者大股东会为了自身利益的实现而进行逆向选择，损害其他利益相关者权益。比如管理层会为了高额薪酬、获取公司股票等实施真实盈余管理(何威风等, 2019)，而且大股东也会为了攫取

控制权私利而实施真实盈余管理（李文洲等，2014）。

融资动机。信息不对称导致资金需求方外源融资困难，因此，资金需求方有动机通过盈余操作调高利润，以便获取更多外部资金（王云等，2016），特别是对于经常遭受“信贷歧视”的民营企业而言。

资本市场动机。企业会为了满足资本市场的需求和预期，调整盈余信息，使企业财务报告中的利润表现为正值，维持企业利润的稳定增长态势（Eli 等，2002）。比如，上市公司会为了稳定股价、提升市场价值而实施真实盈余管理（谢德仁和廖珂，2018）。

### （2）真实盈余管理操作手段研究

当前学术界有关真实盈余管理操作手段的研究已经形成了较为统一的认知，分别是异常销售操控、异常生产成本操控和异常酌量性费用操控。

异常销售操纵是指通过提高折扣、延长货款归还期限等方式增加商品销量，提高企业盈利额。短期来看，这种操纵方式确实能够帮助企业实现利润增长，但从长期来看将增加企业资金回收难度，抑制企业销售持续性，影响企业未来的生产经营。

异常生产成本操控是指在企业固定成本一定的前提下，通过扩大企业生产规模的方式压缩产品单位生产成本，降低售价，提高销量，增加企业财务报告盈余水平。但这种盲目扩大生产的行径会导致企业产品供需失衡，产生存货积压，增加产品的储存和管理成本。

异常酌量性费用操控是指管理层通过操纵广告费、招待费等酌量性费用支出的方式调整企业财务报告盈余水平。这种费用的增减变动最终将作用于企业利润，帮助企业达成期望业绩指标，但这类支出无法为企业创造收益，基本属于无效支出。长此以往，会对企业产生不可逆的损害。

### （3）真实盈余管理影响因素研究

自 Schipper（1989）提出真实盈余管理以来，有关真实盈余管理的研究一直以来都是学者们的重点研究话题之一。Roychowdhury（2006）的研究佐证了企业真实盈余管理的普遍存在性。此后，随着研究的不断深入，有关企业真实盈余管理影响因素的研究也在持续深入。可以将这些影响因素划分为企业外部影响因素和内部影响因素，外部主要从不确定性、资本市场开放、法律环境等方面展开，

内部则主要包括股权结构、股权性质、内部控制、高管特征等。

外部影响因素主要包括如下几种。

第一，有关不确定性对企业行为的影响，主要围绕以下不确定性展开，分别是环境不确定性、经济政策不确定性、市场监管不确定性。首先，环境不确定性是指企业外部市场环境出现了非正常以及无法预见的波动，这里的外部市场环境主体构成包括企业的供应商、客户以及竞争者，这种不确定性会冲击企业未来的业绩，使得管理层有动机实施真实盈余操作。同时，这种不确定性还会提高管理者不当行为被识别的难度，使得管理层有机会、有能力实施真实盈余管理，最终导致较高的真实盈余管理水平（张金若等，2013）；其次，经济政策不确定性是指企业无法就国家未来经济政策方向以及变动做出合理的判断，比如政府是否、何时以及如何改变现行经济政策（Huseyin 和 Mihai，2013），这种不确定性会增加企业经营业绩的不可控性、提高企业内外部信息壁垒，主观上，这种不确定性会使管理者滋生出盈余管理动机，客观上，这种不确定性会为管理者实施真实盈余管理提供条件，最终导致较高的真实盈余管理水平（黄庆成等，2022）；最后，市场监管部门产生的不确定性也会影响企业行为，其原因在于未来监管力度的变化会导致企业成本和收益产生改变，使其更有动机选择在当前监管力度下降期间借助盈余管理获取融资（古朴和翟士运，2020）。

第二，法律作为经济运行的重要基础，是企业政策制定所必须考虑的因素，Cohen 和 Zarowin（2010）的研究发现，《萨班斯-奥克斯利法案》出台之前，企业应计盈余管理活动呈上升态势，该法案的实施在有效抑制应计盈余管理活动的同时助长了企业真实盈余管理态势。

第三，资本市场的开放不仅能够拓宽国际融资渠道，还能产生外部治理效应，优化我国资本市场环境。交叉上市企业在严格的外部资本市场环境中减少了应计盈余管理操作，但却提高了真实盈余管理水平（贾巧玉和周嘉南，2016），但袁知柱等（2014）的研究却表明，QFII 持股时间较长，与企业整体利益方向趋同，为实现长期价值，他们有动机积极监督企业经济活动的开展，抑制企业真实盈余管理活动的开展；进一步地，彭雅哲和汪昌云（2022）研究发现，“陆港通”能够有效缓解代理冲突、强化企业监督，抑制企业真实盈余管理。

第四，媒体作为一种非正式治理机制，其治理作用的发挥能够有效纠正企业

自身违规行为（Alexander 等，2008），媒体关注能够有效提高企业财务信息透明度，进而有效缩小管理层进行盈余操纵的空间，抑制企业真实盈余管理活动（王丽娟和段魏婷，2018）。

内部影响因素则主要从如下几个方面展开探讨。

第一，股权结构与性质作为现代公司治理的重要组成部分，必然会对企业真实盈余管理活动产生影响，这里的股权结构又可以细分为股权集中度、机构持股比例、国有股权制衡度、管理层持股等。宿晓和卢慧（2020）的研究表明，过度集中的股权会使大股东有足够的能力和动机实施盈余操作，此时的企业高管会为了自身利益，迎合大股东的“掏空”行为，操控企业盈余，降低企业盈余质量，但这种影响更多体现在应计盈余管理方面。机构投资者是当前我国资本市场上重要的外部监管力量，相较个人投资者，机构投资者拥有更专业的分析师，持股比例也更大，有能力更有动机发挥积极的监督作用，降低企业真实盈余管理水平（李增福等，2013）；进一步地，罗付岩（2015）发现，这种抑制作用只存在于长期持股的机构投资者当中；且只有当机构投资者股权集中度较高时，才能有效制约企业真实盈余管理行为，反之则会导致更多的真实盈余管理操纵活动（孙国光等，2015）。当前，我国经济结构正处于不断调整的重要阶段，随着混合所有制改革的推进，多数企业股权结构均呈现出国有股和非国有股相互制衡的局面，毛新述和张博文（2020）的研究聚焦效率观和资源互补观，从这两个视角出发论述了国有企业混和所有制改革的政策效应，并通过实证检验证实了企业混合所有制改革对国有企业真实盈余管理抑制作用的真实存在性；同样的，祁怀锦等（2020）的研究表明，混合股权制衡度的提高能够有效抑制管理层自利行为、助力公司完善内部控制，最终降低国有企业真实盈余管理水平。

第二，完善的内部控制是缓解企业代理冲突的重要手段，必然会对企业真实盈余管理产生影响。内部控制贯穿于企业生产运营的全过程，能够有效监督管理层实施真实盈余管理行为，降低企业真实盈余管理水平（方红星和金玉娜，2011）。

第三，盈余管理与企业高管密切相关，原因在于盈余管理是对公司财务报告进行控制的过程（Shehzad，2001）。学术性的高管面临着更高的盈余目标，为了保证自身职业安全，他们会通过真实盈余操纵的方式提升企业财务绩效（徐铁祥和郭文倩，2020）。同时，用财务绩效考核管理者经营业绩的方式使其有动机实

施真实盈余管理（程果和蒋水全，2019）。此外，女性 CFO 不仅无法降低企业真实盈余管理水平，还会提高企业真实盈余管理程度（刘笑霞和李明辉，2018）；但增加管理层提高持股比例（袁知柱等，2014）、选聘技术性独立董事（胡元木等，2016）等则是抑制企业真实盈余管理的重要方式。

### 2.1.3 文献述评

通过以上对国有股权参股与企业真实盈余管理相关文献的回顾，归纳如下：第一，随着我国混合所有制改革的不断推进，国有股权参股对民营企业的影响研究也在持续深入，内容也在不断丰富。首先，多数研究都表明国有股权参股能够为民营企业的发展产生积极作用，具体地，国有股权具有资源效应，为民营企业的发展提供经济资源或者信息资源；国有股权能产生监督效应，优化民营企业内部治理环境；国有股权能够通过发挥综合效应的方式，增加企业创新投入、优化投资效率、提高公司财务绩效以及保障资本市场健康运行等。其次，也有学者提出了不同的观点，认为国有股权参股民营企业会对企业的发展产生不利影响。第二，已有文献从环境的不确定性、资本市场开放、股权结构与性质、内部控制高管特征等方面探究了企业真实盈余管理的影响因素。

因此，本文基于现有国有股权参股与民营企业真实盈余管理研究的相关研究，进一步明确了本研究的必要性。主要包括以下两个方面：第一，当前有关国家参与形式对企业真实盈余管理影响的研究主体多为国有全资和国有控股企业，焦点尚未聚焦民营企业，那么国有股权参股究竟会对民营企业真实盈余管理产生怎样的影响？当前的研究还缺乏从民营企业真实盈余管理角度出发检验国有股权参股的科学性。第二，当前对国有股权参股民营企业的影响尚存在争议，主要原因在于当前学术研究对国有股权的参股效应产生了不同的看法。如果国有股权参股民营企业能够通过资源效应抑制民营企业实施真实盈余管理的动机、通过监督效应降低民营企业实施真实盈余管理的能力，那么就可以进一步为企业抑制真实盈余管理活动、保护利益相关权益提供新的研究视角。此外也能进一步检验民营企业混合所有制改革的科学性，为帮助民营企业进一步认识到国有资本的入驻并非“国进民退”，而是“国民共进”提供数据支撑。



## 2.2 理论基础

### 2.2.1 信息不对称理论

信息不对称是指资本市场上交易主体之间所掌握的信息不完全对等，由此将会引发市场运行效率低下等问题。按照信息不对称理论，信息优势方会充分利用其信息优势做出对信息劣势方不利的事情，进而使得资本市场上不可避免的充斥着道德风险和逆向选择问题（Michae 和 Spence，1973）。

对企业而言，这种不对称主要包括两个方面，一是存在于企业内外部之间的信息不对称，主要是指企业内部管理层和外部投资者之间的信息不对称，与企业内部管理者所掌握的信息相比，企业外部投资者明显处于信息弱势方，为内部管理者利用信息优势进行机会主义行为提供了客观条件，以此损害其他利益相关者权益；二是就企业内部利益各方而言，信息不对称也同样存在，也不乏机会主义行为。会计信息是外部投资者制定经济决策的重要依据，信息优势方可能会为了自身利益而实施机会主义行为，通过盈余操作满足私利需求，影响企业会计信息质量，降低企业财务信息透明度。

### 2.2.2 信号传递理论

良好的信息传输机制是解决信息不对称重要举措，通常来说，存在信息差的经济主体之间会通过一定的信号传递机制告知对方自身真实信息。资本市场的日益高效使得信号理论日渐完善与成熟，使用范围也不断扩大，已经拓展至金融、财务等领域，是当前研究资本市场的重要工具。

信号传递理论认为即使当前并未要求企业充分披露经营信息，多数公司仍然选择积极主动的对外披露，其目的在于争取外部投资者的青睐。国有股权参股为民营企业对外融资提供了巨大便利，具体地，国有股权参股能够在一定程度上缓解当前银行等金融系统对民营企业的信贷歧视。此外，国有股权参股也能为民营企业提供信用担保，帮助其获取更多、时效更长的商业融资，抑制民营企业实施真实盈余管理的动机。

### 2.2.3 资源依赖理论

资源依赖理论认为，外部稀缺资源是企业存续和发展的重要基础，这些资源多来自企业外部，仅依靠企业自身无法获取。由此推断，企业越是缺乏稀缺资源，就会越依赖外部资源供应方，此时，为了确保外部资源的获取，企业就必须要与外部资源供应方之间取得长期稳定的联系。

在我国现行资本市场环境中，政府是众多稀缺资源的主要控制方，比如土地、金融等资源，这些都是关乎企业生存与发展的关键资源。政府就这些资源进行分配时，相较于国有企业，民营企业处于竞争劣势地位，而引入国有股权则是解决这一困境的措施之一。当民营企业能够更加便捷的获取外部稀缺资源时，盈余管理的实施就能够在一定程度上失去其必要性。此外，资源依赖理论还有另外一个特点，即企业的外部资源提供方除了扮演资源共营者之外，同时也将于资源接收方产生共生关系。当国有股权参股民营企业时，国有股权能够有效助力民营企业获取相关资源，降低民营实施盈余管理的动机。

### 3.理论分析与研究假设

#### 3.1 国有股权参股与民营企业真实盈余管理

信息不对称导致企业面临融资约束，使企业有动机利用盈余操纵调整盈利，以此获得更多外部资金，破除融资困境（陈燊，2020）；而委托代理的存在则为管理者实施盈余管理创造了条件（张昭等，2020）。国有股权参股能通过如下途径缓解民营企业融资约束、降低股东和管理者之间的代理成本，进而抑制民营企业真实盈余管理，保护投资者利益，维护资本市场的健康运行。

首先，国有股权能够发挥“资源效应”，缓解民营企业融资约束，抑制民营企业实施真实盈余管理的动机。国有股权的引入使得民营企业可以依仗其政治优势，进一步拓宽现有融资渠道，缓解民营企业融资约束（刘惠好和焦文妞，2022）。就获取银行贷款而言：相较国有企业，民营企业由于资源禀赋较差而经常面临银行“信贷歧视”（Lu等，2012），但国有资本的引入则可以为民营企业提供隐形担保，缓解商业银行对民营企业的“信贷歧视”，不仅能够帮助民营企业获取更多的银行贷款数额（余汉等，2017），还能助力民营企业延长银行贷款期限（宋增基等，2014）。就获取商业信用融资而言：商业信用是民营企业重要的短期外部融资途径，这个过程中债权人通常需要承担较高的债务违约风险和现金流短缺风险（Fabbri和Klapper，2016），因此，提供商业信用融资的债权人会在经营状况、财产挽回等多方面综合权衡债务人的资信状况。国有股权的引入不仅能够帮助民营企业有效应对外部环境不确定性风险，帮助其更好的经营，还能在债务契约上为民营企业提供国家股权的信用背书，增强民营企业债务偿还能力，以此获取商业信用供给方的信赖（钱爱民和吴春天，2021），增加民营企业商业信用融资额，缓解融资约束。此外，存在国有股权的民营企业也更容易获得政府补贴和税收优惠（Opler等，1997）。综上所述，国有股权参股民营企业能够从银行信贷、商业信用以及政府补贴和税收优惠三种渠道帮助缓解民营企业所面临的融资约束，抑制民营企业实施真实盈余管理的动机。

其次，国有股权能够发挥“监督效应”，约束管理者自利行为，降低管理者实施真实盈余管理的能力。根据委托代理理论，所有权与经营权的分离为管理层实施盈余管理创造了条件（张昭等，2020），加强监管则是缓解企业内部代理冲

突，抑制管理者真实盈余管理行为的重要方式之一（毛新述和张博文，2020）。国有股权参股能够通过以下途径强化民营企业监管，减少内部代理成本，优化企业内部治理环境，降低民营企业实施真实盈余管理的能力。一方面，国有参股民营企业能够强化民营企业内部监管。在我国当前的市场环境中，相较其他性质的股东，国有股东更具稀缺性，对民营企业的影响力也更大，能够获得超出其持股比例的话语权，同时也更有能力解决民营企业的代理问题（陈建林，2015），同时还能有效打破控股股东在董事会上的“绝对统治地位”，优化董事会治理环境，致力董事会治理作用最大化（徐炜等，2020）；此外，为了实现国有资产的保值增值，推进国家混合所有制改革目标的完成（于瑶和祁怀锦，2022），以及出于对自身声誉和政治晋升的压力，国有股东的代表人往往拥有更强的监管动机（Bloch 和 Hege，2003），以此维护国有资本的合法权益以及自身未来良好的发展前景；而且国有资本的进入，能够帮助民营企业完善现有的股权结构，形成更加多元化的股权结构，进一步完善已有的内部监督机制，使其发挥出更好的监督治理效应（马连福等，2015）。另一方面，国有股权参股民营企业这一行为自身就能够吸引更多外部利益相关者加强对民营企业的监察力度。原因在于，相较于其他性质的股东，国有股东会因其特殊的政治背景而受到更多社会监督（罗宏和黄婉，2020），不仅有来自证券监督管理部门的直接监管，更重要的是还要接受来自国有股东背后各级国资委的间接监督（唐松莲等，2021）。综上所述，国有股权不仅能主动监督民营企业，还将通过吸引外部监管机构的方式进一步强化这种监管力度，内外结合，助力解决民营企业内部代理问题，优化内部治理环境，降低民营企业实施真实盈余管理的能力。

基于上述分析，国有股权参股不仅能够降低民营企业实施真实盈余管理活动动机，还能抑制民营企业实施真实盈余管理活动的能力，最终有效降低民营企业真实盈余管理水平。

H1：其他条件不变的情况下，国有股权参股能够抑制民营企业真实盈余管理活动。

### 3.2 国有股权参股对民营企业真实盈余管理的异质性效应

从制度层面来讲，内外部治理环境是影响企业盈余信息质量最重要的因素

（张兆国等，2009），那么在不同的治理环境中，国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响也将存在差异。

### 3.2.1 国有股权参股、内部控制与民营企业真实盈余管理

内部控制是企业中一项重要的内部治理机制（于雅萍和姜英兵，2019），是企业经济决策制定的重要影响因素，其核心目标之一是保障企业财务报告质量。已有研究表明，高质量的内部控制能够有效抑制企业盈余管理行为，提高企业盈余质量（周继军和张旺峰，2011），保障企业盈余质量。具体地，第一，内部控制贯穿企业活动的全过程，涵盖财务报告控制、销售业务控制、资金活动控制等各个方面，能够从各个角度助力降低企业真实盈余管理水平（方红星和金玉娜，2011）。而且内部控制制度的完善程度与内部控制质量之间呈正相关关系，越细致的内部控制制度，越容易落到实处，越能保证企业盈余质量。同时，这种贯穿全过程的制度设计能够有效提高利益相关者甄别企业真实盈余管理活动的的能力，使得真实盈余管理活动丧失隐蔽性。第二，盈余管理行为从本质上来讲就是管理层的一种舞弊行为（吴勇等，2018），而高质量的内部控制则表明企业在高管价值观建设方面取得了较高的成就（陈燊等，2020），高质量的内部控制环境中，管理层的经营理念 and 价值观与企业长期可持续发展目标相契合，能有效降低真实盈余管理活动的发生率。

高质量的内部控制能够为国有股东参与公司治理提供良好的内部环境、高效的内部监督，为国有股权监督效应的发挥保驾护航，二者产生协同作用，共同助力国有股权的参股效应，最终有效抑制民营企业真实盈余管理活动。

H2.1：与内部控制质量较低的民营企业相比，国有股权参股对真实盈余管理的抑制作用在内部控制质量较高组中更显著。

### 3.2.2 国有股权参股、产品市场竞争与民营企业真实盈余管理

在当前市场经济环境中，外部产品市场是影响管理者行为的重要因素（姜付秀等，2009），其中，竞争机制是监督和约束管理者的重要基础，市场评判则是监督和约束管理者的主要依据。产品市场竞争作为一种较少受政府干预的外部治理机制，能够通过竞争淘汰机制和标杆对抗机制，缓解信息不对称情景下的代理

问题（谭云清等，2008），和内部治理机制之间呈现互补或替代作用（Balasubramanian等，2010），共同优化公司内部治理环境。一方面，产品市场竞争度的提高能有效降低股东和管理者之间的信息不对称程度（陈骏和徐玉德，2011），完善信息披露质量（伊志宏等，2010），优化股东的监管环境，约束管理者真实盈余管理行为；另一方面，激烈的产品市场竞争能够产生大量的信息，以此能够有效降低企业内外部之间的信息不对称程度，限制管理者寻租行为，此外，激烈的产品市场竞争往往伴随着较高的破产风险和雇佣风险，此时的管理者会为了自身职业发展和声誉，自觉减少自利行为，助力企业长期发展（Giroud和Mueller，2011）。

国有资本的进入，能够有效改变民营企业“一股独大”的股权结构，缓解企业内部代理冲突（曾敏等，2022），是一种企业重要的内部治理力量。产品市场竞争作为一种重要的外部治理力量，能够与内部治理力量之间产生互补作用，最终使得企业内部治理变得更加有效（姜付秀等，2009），抑制民营企业真实盈余管理行为。

H2.2: 相较于产品竞争市场程度较低的民营企业，国有股权参股对真实盈余管理的抑制作用在产品市场竞争程度较高组中作用更明显。

## 4. 研究设计

### 4.1 样本选择与数据来源

2013年11月，中共中央十八届三中全会顺利召开，会议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，也正式拉开了民营企业混合所有制改革的序幕。鉴于此，本文在选取2014-2020年A股民营上市企业为研究样本的基础上对数据进行了如下处理：（1）剔除金融保险行业数据，主要是考虑到上述行业有其特殊性，在统计经营数据的过程中与其他行业的样本存在较大差异；（2）剔除ST和\*ST样本，这类样本所代表的企业正处于非正常经营状态，所披露的数据不具有可靠性；（3）剔除异常数据的不完整的数据，用以避免这类数据对统计结果可能产生的干扰；（4）对所有连续变量均进行上下1%的缩尾处理，其目的是为了极值对研究结论的影响。此外，文中所用到的财务数据均来自国泰安（CSMAR）数据库，最终得到有效观测值9916个，数据处理均由Stata14.0完成。

### 4.2 变量界定

#### 4.2.1 被解释变量

借鉴Roychowdhury（2006）的研究，利用如下三个指标构衡量民营企业真实盈余管理，具体包括经营活动的异常现金流（CFOEM）、异常费用（DISXEM）和异常产品成本（PRODEM），这三个指标分别是模型（1）—（3）分行业、分年度估计的残差。

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

$$\frac{DISX_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{Sales_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{Sales_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中， $CFO_{i,t}$ 表示公司*i*第*t*年经营活动产生的现金流量； $DISX_{i,t}$ 表示公司*i*第*t*年销售费用与管理费用之和； $PROD_{i,t}$ 表示公司*i*第*t*年产品销售成本与存货变动额之和； $Assets_{i,t-1}$ 表示公司*i*第*t*年年初资产总额； $Sales_{i,t}$ 表示*i*公司第*t*年的销售收入； $\Delta Sales_{i,t}$ 表示公司*i*第*t*年的销售收入变动额。进一步地，本文参考张友棠和熊毅（2017）的做法，将以上三个指标构造成反映真实盈余管理活动的总和指标 REM，数值越大，表明企业真实盈余管理水平越高。最终表现为： $REM = |PRODEM - CFOEM - DISXEM|$ 。

#### 4.2.2 解释变量

本文参考郝阳和龚六堂（2017）以及罗宏和秦际栋（2019）的做法，利用如下两种度量方式衡量国有股权参股。一是国有股权持股比例（State1），即前十大股东中所有国有股东的持股比例之和；二是国有股权制衡度（State2），即国有股东持股比例和直接控股股东持股比例的比值。具体地，本文按照国泰安数据库中的股权分类说明书，先将股东的性质进行分类（具体可分为国有股东、民营股东、金融类股东、外资类股东、其他股东），然后再按照上述定义度量国有股权参股。

#### 4.2.3 调节变量

本文将内部控制质量与产品市场竞争程度作为衡量企业内外部治理环境的指标，原因如下：一是内部控制贯穿企业活动始终，是内部治理作用得以高效发挥的重要制度保障（方红星和金文娜，2011），二是相较于其他衡量企业外部治理环境的指标，产品市场竞争较少受政府干预，独立性更强（张兆国等，2009）。

首先，用深圳市迪博企业风险管理技术有限公司（以下简称“迪博”）发布的迪博·中国上市公司内部控制指数衡量内部控制质量（IC），之所以选择该公司发布的内部控制指数作为衡量公司内部控制质量的指标，是因为该指数综合了大量非财务信息，相对于其他内部控制指标，具有较好的外生性（杨七中和马蓓丽，2014）。

其次，选用赫芬达尔指数（HHI）衡量产品市场竞争程度，原因在于这种测



量方式能够有效避免公司数量和规模的影响（马国清和吕丹，2022），按照证监会发布的一级行业分类标准（制造业为二级），具体计算方式如下：

$$HHI_t = \sum \left( \frac{X_i}{X} \right)^2$$

其中， $X_i$  表示公司  $i$  的营业收入， $X$  表示市场总营业收入额， $t$  表示第  $t$  个会计年度。HHI 越小，表明产品市场竞争程度越强；反之越弱。

#### 4.2.4 控制变量

有关控制变量的选择参考李梅等（2021）学者的做法，选择影响企业盈余信息的公司特征和财务状况指标，具体包括营业收入增长率（Growth）、公司规模（Size）、资产负债率（Lev）、托宾 Q（TBQ）、公司成立年限（Age）、现金流比率（Cash）、机构投资者持股（Inst）、是否由四大审计（Big4），此外，本文还增加了行业和年度虚拟变量。

表 4.1 变量定义表

	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	真实盈余管理	REM	$REM =  PRODEM - CFOEM - DISXEM $
解释变量	国有股权参股	State1	前十大股东中国有股东持股比例之和
		State2	国有股权持股比与民营企业直接控股股东持股比例的比值
调节变量	内部控制质量	IC	迪博内部控制指数
	产品市场竞争	HHI	$HHI = \left( \frac{\text{行业内各公司的营业收入}}{\text{行业内所有公司的营业收入总和}} \right)^2$
控制变量	营业收入增长率	Growth	本年营业收入/上一年营业收入-1
	公司规模	Size	年总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	期末负债总额除以期末资产总额
	托宾 Q	TBQ	$\left( \frac{\text{股票总市值} + \text{债务账面值}}{\text{总资产账面价值}} \right)$
	公司成立年限	Age	$\text{Ln}(\text{当年年份} - \text{公司成立年份} + 1)$

续表 4.1 变量定义表

	变量名称	变量符号	变量描述
控制变量	现金流比率	Cash	经营活动现金流量净额除以总资产
	机构投资者持股比例	Inst	机构投资者持股数除以流通股总数
	是否接受四大审计	Big4	是否接受四大审计，是为 1，否为 0
	年度	Year	年度虚拟变量
	行业	Ind	行业虚拟变量

### 4.3 回归模型设计

为了考察国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响（H1），本文采用面板数据，构建如下固定效应模型：

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 State1_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$REM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 State2_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

上述模型分别以国有股权参股（State1、State2）的两种不同的度量方式作为解释变量，并借鉴已有研究构建上述模型。其中 $\beta_1$ 和 $\gamma_1$ 表述国有股权参股（State）与民营企业真实盈余管理（REM）之间的关系，若模型（4）中的 $\beta_1$ 和模型（5）中得 $\gamma_1$ 均为负，说明国有股权参股能够有效抑制民营企业真实盈余管理活动。在考察不同内部控制质量、产品市场竞争程度下国有股权参股（State）对民营企业真实盈余管理（REM）的影响时，本文通过分组回归进行验证。

## 5 实证结果与分析

### 5.1 描述性统计

表5.1报告的是主要变量的描述性统计结果。被解释变量民营企业真实盈余管理（REM）的平均值为0.145，标准差为0.148，表明样本期间各民营企业真实盈余管理水平差别较大，企业盈余信息质量各有不同。解释变量分两种方式度量，其中，国有股权持股比例（State1）的平均值为1.30%，最大值为16.5%，表明在部分民营企业中国有股东是非常重要的参股股东；国有股权制衡度（State2）的平均值为0.045，最大值为0.672，表明在部分民营企业中，国有股权是制衡控股股东的重要力量。

表5.1 描述性统计表

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
REM	9916	0.145	0.148	0.002	0.101	0.793
State1	9916	0.013	0.028	0.000	0.000	0.165
State2	9916	0.045	0.110	0.000	0.000	0.672
Size	9916	21.921	1.036	19.952	21.805	25.133
Lev	9916	0.385	0.192	0.049	0.376	0.845
TBQ	9916	2.166	1.317	0.929	1.733	8.469
Cash	9916	0.047	0.066	-0.137	0.045	0.238
Growth	9916	0.206	0.429	-0.530	0.129	2.673
Age	9916	2.808	0.345	1.792	2.833	3.434
Inst	9916	0.321	0.226	0.000	0.293	0.838
Big4	9916	0.025	0.155	0.000	0.000	1.000

### 5.2 相关性分析

表 5.2 列示的是主要变量间相关性系数值。首先，只有个别变量的相关系数大于 0.5，原因在于参股国有股权制衡度（State2）的算法与参股国有股权持股数（State1）密切相关，除此之外的相关系数均小于 0.5；其次，表中的结果显示参股国有股权持股数（State1）、参股国有股权制衡度（State2）与民营企业真实盈余管理（REM）的系数分别为负却不显著，具体数值为-0.002 和-0.007，表明在

没有添加控制变量的情况下，国有股权参股和民营企业真实盈余管理之间不存在显著关系，因此，仍需通过回归分析解释两者之间的关系。此外，本文还计算了主要变量的方差膨胀因子，可以看出均低于 5，即不存在明显的多重共线性，文中变量的选取较为合理。

表 5.2 相关系数表

	REM	State1	State2	Size	Lev	TBQ	Cash	Growth	Age	Inst	Big4
REM	1										
State1	-0.002	1									
State2	-0.007	0.895***	1								
Size	0.043***	0.043***	0.022**	1							
Lev	0.020**	0.047***	0.046***	0.507***	1						
TBQ	0.160***	0.041***	0.060***	-0.363***	-0.243***	1					
Cash	0.115***	-0.000	-0.008	0.020**	-0.166***	0.108***	1				
Growth	0.189***	-0.022**	-0.033***	0.098***	0.059***	0.013	-0.014	1			
Age	0.005	0.075***	0.080***	0.148***	0.143***	0.001	0.009	-0.019*	1		
Inst	0.136***	0.151***	0.087***	0.364***	0.182***	0.129***	0.104***	0.035***	0.091***	1	
Big4	0.017*	-0.010	-0.008	0.220***	0.089***	-0.031***	0.048***	0.001	0.038***	0.132***	1

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著，下表同

表 5.3 相关变量的 VIF 值

变量	VIF	1/VIF
Size	1.60	0.54
Lev	1.43	0.70
TBQ	1.30	0.77
Cash	1.07	0.94
Growth	1.02	0.98
Age	1.04	0.96
Inst	1.07	0.94
Big4	1.06	0.94
Mean VIF	1.23	

## 5.3 多元回归分析

### 5.3.1 国有股权参股与民营企业真实盈余管理的回归分析

表 5.3 为国有股权参股对民营企业真实盈余管理的样本回归结果，根据前文分析，本文预测两者之间应该呈显著负相关。表 5.3 的回归结果显示，国有股权参股（State1、State2）与民营企业真实盈余管理（REM）之间的相关系数均显著为负，表明在添加控制变量的基础上，国有股权参股能够利用其自身的资源优势，降低民营企业实施真实盈余管理的能力，同时也能发挥监督作用，抑制民营企业实施真实盈余管理的动机，最终降低民营企业真实盈余管理水平，保护利益相关者权益，本文假设 1 得到验证。此外，研究结果显示资产负债率（Lev）也是影响民营企业真实盈余管理（REM）的重要因素。具体的，资产负债率（Lev）与民营企业真实盈余管理（REM）之间的系数显著为正，即资产负债率水平的提高助长了民营企业真实盈余管理活动（REM）。其原因在于较高的资产负债率意味着企业所承担的债务压力较大，根据舞弊三角理论的观点，重压之下，管理层越有动机实施舞弊行为，最终能会表现为较高的盈余操纵，提高企业真实盈余管理水平。

表 5.3 国有股权参股与民营企业真实盈余管理的回归结果

	(1)	(2)
	REM	REM
State1	-0.189** (-2.22)	
State2		-0.042** (-2.45)
Size	0.023*** (5.91)	0.024*** (5.96)
Lev	0.025* (1.81)	0.027* (1.91)
TBQ	0.009*** (5.41)	0.009*** (5.48)
Cash	0.003 (0.13)	0.003 (0.14)
Growth	0.001** (2.25)	0.001*** (2.69)
Age	-0.004 (-0.18)	-0.003 (-0.14)
Inst	0.022** (2.18)	0.021** (2.08)
Big4	-0.041** (-2.24)	-0.038** (-2.06)
_cons	-0.371*** (-3.63)	-0.378*** (-3.69)
N	9916	9916
R <sup>2</sup>	0.024	0.025
Year	控制	控制
Ind	控制	控制

### 5.3.2 国有股权参股对民营企业真实盈余管理的异质性检验

上述研究表明,国有股权参股对民营企业真实盈余管理活动具有明显的抑制作用,但这种抑制作用在不同的制度环境中是否存在显著差异则需要进一步验证。已有研究表明,从制度层面出发,公司治理机制是影响和制约企业盈余管理的重要方面(张兆国等,2009)。鉴于此,文章尝试从企业内外部治理环境出发,进一步探讨国有股权参股对民营企业真实盈余管理抑制效果的差异性。

#### (1) 内部控制质量对国有股权参股与民营企业真实盈余管理关系的影响

本文参考熊凌云(2020)的做法,按照公司内部控制指数的大小,将全样本

分为三等分，其中前 1/3 为内部控制质量较高组（Higher），后 1/3 文为内部控制质量较低组（Lower），分样本进行回归检验。表 5.4 中回归结果显示，在内部控制质量较高组（Higher）中，国有股权参股（State1、State2）的回归系数分别显著为负，但在内控质量较低组（Lower）国有股权参股（State1、State2）的回归系数为负却不显著。表明相较于内部控制质量降低的民营企业，较高质量的内部控制有助于国有股权参股效应发挥，使其对民营企业真实盈余管理的抑制作用更明显，本文假说 2.1 得到验证。

表 5.4 内部控制对国有股权参股与民营企业真实盈余管理关系的影响结果

变量	REM			
	Higher	Lower	Higher	Lower
State1	-0.252* (-1.72)	-0.152 (-1.28)		
State2			-0.073** (-2.43)	-0.020 (-0.80)
Size	0.007 (1.13)	0.034*** (5.69)	0.008 (1.23)	0.033*** (5.68)
Lev	0.091*** (3.62)	-0.015 (-0.75)	0.095*** (3.77)	-0.014 (-0.74)
TBQ	0.005* (1.67)	0.010*** (4.06)	0.005* (1.73)	0.010*** (4.06)
Cash	0.126*** (3.43)	-0.128*** (-4.17)	0.127*** (3.45)	-0.128*** (-4.15)
Growth	0.000 (0.50)	0.004*** (2.67)	0.000 (1.00)	0.004*** (2.68)
Age	0.017 (0.46)	0.007 (0.18)	0.018 (0.48)	0.006 (0.16)
Inst	0.044*** (2.68)	-0.001 (-0.05)	0.043*** (2.59)	-0.002 (-0.13)
Big4	0.021 (0.75)	-0.114*** (-3.92)	0.027 (0.96)	-0.114*** (-3.91)
_cons	-0.113 (-0.67)	-0.600*** (-3.76)	-0.130 (-0.77)	-0.598*** (-3.75)
样本量	3098	3269	3098	3269
R <sup>2</sup>	0.029	0.038	0.031	0.038
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
组间差异	P=0.001		P=0.000	



## (2) 产品市场竞争对国有股权参股与民营企业真实盈余管理关系的影响

本文参考袁蓉丽等(2021)学者的做法,将全样本按照赫芬达尔指数的年度中位数进行分组,分为产品市场竞争程度高(Higher)和产品竞争程度低(Lower)两个子样本,分样本进行回归检验。表 5.5 中回归结果显示,产品竞争程度高(Higher)的样本中国有股权参股(State1、State2)的系数分别显著为负,而产品竞争较低组(Lower)中国有股权参股(State1、State2)的回归系数则并不显著,即产品竞争程度高的样本中,国有参股对民营企业真实盈余管理的抑制作用更强,本文假说 2.2 得到检验。

表 5.5 产品市场竞争对国有股权参股与民营企业真实盈余管理关系的影响

变量	REM			
	Higher	Lower	Higher	Lower
State1	-0.292*** (-2.73)	(0.56)		
State2			-0.073** (-2.43)	0.004 (0.13)
Size	0.018*** (3.48)	0.005 (0.64)	0.008 (1.23)	0.005 (0.64)
Lev	0.046*** (2.64)	0.058** (2.23)	0.095*** (3.77)	0.058** (2.24)
TBQ	0.006** (2.56)	0.006** (2.50)	0.005* (1.73)	0.006** (2.50)
Cash	-0.308*** (-11.43)	0.286*** (7.73)	0.127*** (3.45)	0.286*** (7.72)
Growth	0.000 (0.17)	0.003*** (3.52)	0.000 (1.00)	0.003*** (3.52)
Age	-0.063** (-2.10)	0.050 (1.14)	0.0180 (0.48)	0.051 (1.16)
Inst	0.004 (0.29)	0.017 (1.09)	0.043*** (2.59)	0.018 (1.15)
Big4	-0.040 (-1.53)	-0.014 (-0.51)	0.028 (0.96)	-0.014 (-0.51)
_cons	-0.111 (-0.83)	-0.115 (-0.60)	-0.130 (-0.77)	-0.118 (-0.61)
样本量	4958	4958	4958	4958
R <sup>2</sup>	0.056	0.057	0.031	0.057
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
组间差异	P=0.000		P=0.003	

## 5.4 稳健性检验

### 5.4.1 倾向得分匹配检验

由于民营上市公司是否存在国有股权会受到诸多因素影响,而这些因素可能会同时影响其真实盈余管理水平,出现样本的“选择性偏差”。因此,为克服存在国有股权参股和不存在国有股权参股民营企业之间的样本选择偏差,解决研究中可能存在的内生性问题。本文选用倾向得分匹配检验法(PSM),参考刘惠好和焦文妞(2022)的做法,具体地,处理组为存在国有股权参股的样本,对照组为不存在国有股权参股的样本,协变量为文中所有控制变量,并进行1:1最近邻匹配。表5.6报告了倾向得分匹配的平衡性检验结果,结果显示,匹配后企业规模(Size)、资产负债率(Lev)等变量的标准化偏差均大幅下降,这表明匹配后的处理组与对照组之间不存在显著的差异,匹配效果良好,通过了平衡性检验。

表5.6 匹配平衡性检验

变量	匹配类型	均值		标准化偏差	T 检验	
		实验组	控制组		T 值	P 值
Size	Unmatched	22.114	21.806	29.0	14.11	0.000
	Matched	22.02	22.019	0.1	0.03	0.973
Lev	Unmatched	0.393	0.380	6.8	3.30	0.001
	Matched	0.387	0.391	-1.9	-0.79	0.429
TBQ	Unmatched	2.251	2.104	11.2	5.42	0.000
	Matched	2.199	2.203	-0.3	-0.12	0.905
Cash	Unmatched	0.049	0.045	4.7	2.26	0.024
	Matched	0.047	0.046	1.6	0.64	0.522
Growth	Unmatched	0.354	0.298	1.6	0.81	0.415
	Matched	0.294	0.299	-0.1	-0.09	0.926
Age	Unmatched	2.819	2.800	5.4	2.58	0.010
	Matched	2.815	2.817	-0.8	-0.33	0.741
Inst	Unmatched	0.363	0.293	30.8	14.82	0.000
	Matched	0.346	0.341	2.3	0.95	0.344
Big4	Unmatched	0.025	0.025	0.4	0.21	0.831
	Matched	0.025	0.026	-0.2	-0.07	0.947

此后,将匹配后的样本重新检验,其回归结果如表5.7所示,国有股权参股

(State1、State2) 的系数仍然显著为负，与前文结论保持一致。

表 5.7 国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响 (PSM)

	(1)	(2)
	REM	REM
State1	-0.263*** (-2.66)	
State2		-0.054*** (-2.71)
Size	0.023*** (4.23)	0.022*** (4.11)
Lev	0.013 (0.73)	0.014 (0.78)
TBQ	0.007*** (3.29)	0.008*** (3.39)
Cash	0.033 (1.21)	0.032 (1.17)
Growth	0.001* (1.71)	0.002*** (2.77)
Age	0.019 (0.58)	0.019 (0.59)
Inst	0.028** (2.01)	0.025* (1.80)
Big4	-0.032 (-1.24)	-0.028 (-1.10)
_cons	-0.402*** (-2.93)	-0.391*** (-2.84)
样本量	6543	6543
R <sup>2</sup>	0.026	0.027
Year	控制	控制
Ind	控制	控制

#### 5.4.2 Heckman 两阶段回归

为进一步解决样本自选择问题，保证本文结论的稳健性，本文利用 Heckman 两阶段法重新检验。参考罗宏和秦际栋（2019）的研究，将同地区同行业国有股权持股比例均值（MV\_State1、MV\_State2）选为文中的工具变量，重新回归检验文中的实证结果。结果如表 5.8 中所示，其中列（1）和列（3）汇报的是第一阶段的回归结果，第一阶段中，工具变量（MV\_State1、MV\_State2）与国有股权参

股 (State1、State2) 的关系分别在 1% 的水平上显著正相关; 列 (2) 和列 (4) 则汇报的是第二阶段的回归结果, 第二阶段中, 国有股权持股数 (State1) 对民营企业真实盈余管理 (REM) 和国有股权制衡度 (State2) 对民营企业真实盈余管理 (REM) 的影响系数分别在 10% 的水平上显著为负; 再者, 逆米尔斯比率 (IMR) 与真实盈余管理 (REM) 之间的相关系数也分别在 1% 和 10% 的统计水平上显著。由此可以推断本文的研究结论在控制样本选择的生性问题之后仍然成立。

表 5.8 Heckman 两阶段分析法

	(1)	(2)	(3)	(4)
	State1	REM	State2	REM
Mv_State1	27.386*** (17.34)			
Mv_State2			4.852*** (15.02)	
State1		-0.164* (-1.91)		
IMR1		0.0527** (2.29)		
State2				-0.039** (-2.24)
IMR2				0.0429* (1.74)
Size	0.180*** (9.88)	0.029*** (6.15)	0.178*** (9.81)	0.028*** (5.83)
Lev	-0.175** (-2.03)	0.021 (1.50)	-0.179** (-2.07)	0.023 (1.62)
TBQ	0.051*** (3.84)	0.011*** (5.89)	0.051*** (3.84)	0.011*** (5.67)
Cash	0.025 (0.13)	0.002 (0.09)	0.009 (0.05)	0.002 (0.11)
Growth	0.001 (0.22)	0.001** (2.30)	-0.001 (-0.16)	0.001*** (2.60)
Age	-0.034 (-0.80)	-0.005 (-0.21)	-0.046 (-1.08)	-0.004 (-0.18)
Inst	0.555*** (8.39)	0.040*** (3.14)	0.580*** (8.80)	0.036*** (2.71)
Big4	-0.282*** (-3.21)	-0.052*** (-2.72)	-0.291*** (-3.32)	-0.047** (-2.45)

续表 5.8 Heckman 两阶段分析法

	(1)	(2)	(3)	(4)
	State1	REM	State2	REM
_cons	-4.580*** (-10.93)	-0.557*** (-4.23)	-4.406*** (-10.56)	-0.526*** (-3.90)
样本量	9916	9916	9916	9916
R <sup>2</sup>		0.025		0.025
Year		控制		控制
Ind		控制		控制

### 5.4.3 反向因果推断

从前文的逻辑推断以及实证结果来看,国有股权参股能有效降低民营企业真实盈余管理水平,但同时,那些自身表现良好,会计信息质量更高的企业也可能更容易吸引国有股权的关注与信赖,由此推断,两者之间可能存在互为因果的内生性问题。为解决这一问题,本文参考熊凌云(2020)的做法,将民营企业真实盈余管理(REM)作为自变量、国有股权参股(State1、State2)作为因变量并分别滞后一期(L1.State)和二期(L2.State)进行回归检验,如果国有股权参股(State)与民营企业真实盈余管理(REM)之间存在双向因果关系,则民营企业真实盈余管理(REM)的系数应该显著为负。从表5.9中可知,民营企业真实盈余管理(REM)与未来一期以及未来两期国有股权参股(L1.State、L2.State)的回归系数均未通过显著性检验。换言之,民营企业的真实盈余管理水平并没有影响到国有股权参股,意味着国有股权参股与民营企业真实盈余管理之间不存在双向因果关系。

表 5.9 反向因果检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	L1.State1	L.State2	L2.State1	L2.State2
REM	-0.001 (-0.41)	0.000 (0.07)	-0.002 (-0.25)	0.004 (0.50)
Size	-0.000 (-0.45)	0.001 (0.79)	-0.009*** (-2.94)	-0.005 (-1.51)
Lev	-0.001 (-0.67)	-0.004 (-1.64)	0.024** (2.36)	0.011 (0.91)
TBQ	-0.000 (-0.67)	0.000 (0.95)	-0.001 (-0.39)	0.000 (0.07)

续表 5.9 反向因果检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	L1.State1	L.State2	L2.State1	L2.State2
Cash	-0.001 (-0.27)	-0.000 (-0.06)	-0.004 (-0.28)	0.005 (0.30)
Growth	0.000 (0.23)	0.000 (0.64)	0.000 (1.05)	0.001* (1.69)
Age	0.016*** (3.84)	0.020*** (3.46)	0.076*** (3.75)	0.091*** (3.25)
Inst	0.006*** (3.27)	-0.001 (-0.43)	0.018** (2.28)	-0.000 (-0.00)
Big4	0.002 (0.59)	0.003 (0.74)	0.007 (0.52)	0.005 (0.33)
_cons	-0.025 (-1.45)	-0.053** (-2.37)	0.021 (0.26)	-0.084 (-0.78)
样本量	7556	5944	7554	5943
R <sup>2</sup>	0.011	0.011	0.009	0.007
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制

#### 5.4.4 更换解释变量

参考罗宏和秦际栋（2019）度量国有股权参股（State）的方式更换文中解释变量，具体地，当民营企业前十大股东中存在国有股权时，State 取值为 1，否则取值为 0，再重新回归检验，进一步明确研究结论的可靠性。结果如表 5.1 列（1）所示，国有股权参股（State）回归系数为-0.008，且在 5%的统计水平上显著，说明国有股权的引入能够有效抑制民营企业真实盈余管理活动，进一步佐证了本文结论的可靠性。

#### 5.4.5 控制省份固定效应

考虑到我国国有股权参股民营企业的比重可能存在地区差异性，因此通过设定省份固定效应（Pro）、省份与年份交互效应（Pro\*Year）的方式缓解外部宏观环境变动对结论产生的影响，然后利用主回归模型进行重新检验，结果如表 5.10 中列（2）和列（3）所示，国有股权参股（State1、State2）与民营企业真实盈余管理的（REM）相关系数分别为负，且在 5%的统计水平上显著，进一步明确了

本文结论的稳健性。

表 5.10 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
	REM	REM	REM
State	-0.007* (-1.94)		
State1		-0.195** (-2.25)	
State2			-0.042** (-2.38)
Size	0.023*** (5.94)	0.024*** (5.79)	0.024*** (5.91)
Lev	0.025* (1.81)	0.0256* (1.81)	0.027* (1.89)
TBQ	0.009*** (5.43)	0.009*** (4.92)	0.009*** (5.01)
Cash	0.003 (0.14)	0.007 (0.30)	0.007 (0.31)
Growth	0.001** (2.27)	0.001*** (2.75)	0.001*** (3.12)
Age	-0.004 (-0.18)	-0.001 (-0.02)	0.001 (0.03)
Inst	0.021** (2.10)	0.014 (1.38)	0.013 (1.30)
Big4	-0.041** (-2.22)	-0.051*** (-2.66)	-0.046** (-2.37)
_cons	-0.373*** (-3.65)	-0.210* (-1.67)	-0.227* (-1.80)
样本量	9916	9916	9916
R <sup>2</sup>	0.024	0.060	0.061
Year	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制
Pro		控制	控制
Pro*Year		控制	控制

## 5.5 进一步分析：机制检验

前文的回归结果已经证实了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的抑制作用。在研究假设提出的过程中，本文认为这种抑制作用主要通过两种途径实现，

一是国有股权能够发挥“资源效应”，帮助民营企业缓解融资约束，抑制民营企业实施真实盈余管理的动机；二是国有股权能够发挥“监督效应”，约束管理者自利行为，降低管理者实施真实盈余管理的能力。其主要逻辑如下：

首先，较高的融资困境使得企业有动机实施盈余管理，以便获得更多的外部资金（陈燊等，2020），而国有股权因其特殊的政治属性，具有“资源效应”，能够助力民营企业缓解融资约束，抑制民营企业实施真实盈余管理的动机。为检验该作用机制的可靠性，参考温忠麟等（2004）提出的中介效应检验程序，在原有主回归模型的基础上，继续构建模型（6）和模型（7），验证国有股权参股抑制民营企业真实盈余管理的作用机理的确实存在性：

$$M_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 State_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$REM_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 State_{i,t} + \mu_2 M_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中，M表示中介变量，具体包括融资约束(|SA|)和代理成本(AGCOST)。

融资约束的度量选取SA指数，其原因在于相较于其他衡量融资约束的指数，计算SA指数的子变量具有较强外生性而且较少受时间的影响(鞠晓生等,2013)。有关SA指数的计算参考 Charles 和 Joshua（2010）的做法，具体的：

$$SA = -0.737 * Size + 0.043 * Size^2 - 0.04 * Age$$

其中 Size 表示企业总资产规模，是通过对总资产取自然对数得到；Age 则是指企业成立年份，是用当前年份减去企业成年年份得到；此时得到的 SA 均为负数，为了方便解释，文中对 SA 指数取绝对值，绝对值越大，企业所面临的融资约束程度越高。

表 5.11 融资约束路径检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SA	REM	SA	REM
State1	-0.127*** (-4.14)	-0.156* (-1.85)		
State2			-0.024*** (-3.88)	-0.036** (-2.10)
SA		0.191***		0.252***

续表 5.11 融资约束路径检验



	(1)	(2)	(3)	(4)
	SA	REM	SA	REM
		(6.29)		(7.97)
Size	0.018*** (12.78)	0.019*** (4.71)	0.018*** (12.82)	0.019*** (4.76)
Lev	0.013** (2.52)	0.022 (1.59)	0.013*** (2.66)	0.023* (1.68)
TBQ	-0.008*** (-13.34)	0.011*** (6.58)	-0.008*** (-13.25)	0.011*** (6.63)
Cash	-0.021*** (-2.72)	0.008 (0.38)	-0.021*** (-2.71)	0.008 (0.39)
Growth	0.001*** (5.10)	0.001* (1.78)	0.001*** (5.49)	0.001** (2.19)
Age	0.048*** (5.48)	-0.016 (-0.68)	0.048*** (5.51)	-0.016 (-0.65)
Inst	0.010*** (2.78)	0.019* (1.93)	0.009** (2.56)	0.018* (1.85)
Big4	-0.040*** (-13.34)	-0.031* (-1.69)	-0.039*** (-5.81)	-0.029 (-1.54)
_cons	3.092*** (83.56)	-1.156*** (-8.19)	3.090*** (83.46)	-1.157*** (-8.19)
样本量	9916	9916	9916	9916
R <sup>2</sup>	0.859	0.033	0.859	0.033
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制

表5.11中列(1)、(3)汇报的是国有股权参股(State1、State2)对民营企业融资约束(|SA|)的影响,结果显示国有股权参股(State1、State2)与民营企业融资约束(|SA|)之间的回归系数均在1%的水平上显著为负,即国有股权参股能够有效缓解民营企业融资约束;进一步的,列(2)和(4)分别表示的是加入融资约束(|SA|)之后国有股权参股(State1、State2)对民营企业真实盈余管理(REM)的影响,可以看出即使加入融资约束(|SA|),国有股权参股(State1、State2)与民营企业真实盈余管理(REM)之间的系数仍显著为负,且相较基准回归,国有股权参股(State1、State2)的系数分别有所降低,此外,相较于基准回归的R<sup>2</sup>值,加入融资约束(|SA|)之后,R<sup>2</sup>值有所增大,即融资约束在国有股权参股对民营企业真实盈余管理的行为中发挥了部分中介作用。

其次,委托代理存在为管理者实施盈余管理创造了条件(张昭等,2020),而国有股权参股所产生的“监督效应”则能减小企业内部代理成本,优化民营企

业内部治理环境，降低民营企业实施真实盈余管理能力，助力抑制民营企业真实盈余管理活动。参考姜付秀等学者（2009）的做法，使用管理费用率衡量代理成本（AGCOST），具体地：

管理费用率=管理费用/主营业务收入，数值越大，企业内部代理问题越严重。

表 5.12 代理成本路径检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	AGCOST	REM	AGCOST	REM
State1	-0.057** (-1.98)	-0.097** (-2.19)		
State2			-0.029** (-2.05)	-0.036** (-2.10)
AGCOST		0.099*** (3.26)		0.023* (1.74)
Size	-0.013*** (-10.31)	0.003 (0.92)	-0.019*** (-6.28)	0.005 (1.30)
Lev	-0.037*** (-7.58)	0.096*** (6.95)	-0.041*** (-3.52)	0.093*** (6.68)
TBQ	-0.171*** (-22.42)	0.364*** (16.46)	-0.223*** (-12.05)	0.346*** (15.53)
Cash	-0.021*** (-2.83)	-0.047** (-2.25)	-0.048*** (-2.72)	-0.045** (-2.12)
Growth	-0.001*** (-4.10)	0.001* (1.96)	-0.002*** (-4.79)	0.001** (2.06)
Age	-0.032*** (-3.86)	-0.028*** (-2.61)	-0.034* (-1.68)	-0.001 (-0.02)
Inst	0.006* (1.96)	0.031*** (3.40)	0.015* (1.86)	0.029*** (3.08)
Big4	0.006 (0.89)	-0.036** (-2.04)	0.008 (0.51)	-0.034* (-1.88)
_cons	0.480*** (14.40)	0.089 (1.49)	0.619*** (7.67)	-0.014 (-0.14)
样本量	9916	9916	9916	9916
R <sup>2</sup>	0.237	0.043	0.078	0.050
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制

同理，从表5.12中的（1）、（3）列的回归结果可以看出，无论是国有股权参股（State1、State2）与代理成本（AGCOST）的系数均呈现显著负相关，也就是说国有股权参股（State1、State2）能有效降低民营企业代理成本（AGCOST），

优化其内部治理环境；进一步的，（2）、（4）列示的是加入代理成本之后国有股权参股（State1、State2）对民营企业真实盈余管理（REM）的影响，可以看出即使加入代理成本（AGCOST），国有股权参股（State1、State2）与民营企业真实盈余管理之间的系数仍显著为负，且相较于基准回归，国有股权参股（State1、State2）系数有所较低，而且相较于基准回归的 $R^2$ 值，加入代理成本（AGCOST）之后的 $R^2$ 值有所增大，即代理成本（AGCOST）也在国有股权参股（State1、State2）对民营企业真实盈余管理（REM）的行为中发挥了部分中介作用。

综上所述，国有股权参股能够缓解民营企业融资约束、优化内部治理环境，最终有效降低民营企业真实盈余管理水平，保障利益相关者权益，助推我国资本市场的稳定健康发展。

## 6 结语

### 6.1 研究结论

在当前全面深化改革，鼓励国有资本以各种形式入股民营企业的背景下，十八届三中全会更是明确提出要“鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业”，由此也拉开了民营企业混合所有制改革的序幕。基于此，本文通过定性分析和量化研究相结合的方法，以 2014—2020 年年我国 A 股民营上市公司为研究样本，就国有股权参股是否能够通过发挥“资源效应”和“监督效应”的方式抑制民营企业真实盈余管理活动展开探讨，在此基础上进一步考察了企业内部控制质量和外部市场竞争对二者关系影响的异质性。此外，还考察了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的具体作用路径，重点考察了融资约束和代理成本在其中的作用。研究结论如下：

第一，国有股权参股与民营企业真实盈余管理呈显著负向相关关系，即国有股权参股能够有效降低民营企业真实盈余管理水平。其主要原因是，一方面，国有股权能够有效发挥“资源效应”，帮助民营企业获取更多经济资源，缓解融资约束，约束民营企业实施真实盈余管理活动的动机；另一方面，国有股权能够发挥“监督效应”，优化民营企业内部治理环境，有效监督管理者自利行为，弱化民营企业实施真实盈余管理活动的的能力，抑制民营企业真实盈余管理。

第二，与内部控制质量较低的民营企业相比，国有股权参股对真实盈余管理的抑制作用在内部控制质量较高组中更显著。其主要原因是，高质量的内部控制能够为国有股东参与公司治理提供良好的内部环境、高效的内部监督，进而为国有股权监督效应的发挥保驾护航，二者产生协同作用，共同助力国有股权抑制民营企业真实盈余管理活动。

第三，与产品市场竞争较弱的民营企业相比，国有股权参股对真实盈余管理的抑制作用在产品市场竞争较强组中更显著。其主要原因是国有股东作为一种重要的内部治理力量，能与产品市场竞争这种外部治理力量之间产生协同效应，进一步优化企业内部治理环境，提升内部治理能力，抑制民营企业真实盈余管理活动。

第四，国有股权参股对民营企业真实盈余管理的抑制作用存在如下路径：国

有股权参股通过缓解民营企业融资约束、降低代理成本的方式助力民营企业降低真实盈余管理水平。这主要得益于国有股权“资源效应”和“监督效应”的发挥，弱化了民营企业实施真实盈余管理活动的动机，降低了民营企业实施真实盈余管理活动的的能力。

## 6.2 政策建议

本文的研究聚焦“国资入股民企”，结合国有股权的资源效应和监督效应，研究了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响。在上文研究结论的基础上，提出如下政策建议：

(1) 政府要合理鼓励国有股权参股民营企业，科学引导国有股权，助力国有股权最大化“资源效应”和“监督效应”，多方面、多途径降低民营企业真实盈余管理水平，保护利益相关权益，实现长期价值，维护资本市场的健康稳定。不同的产权性质使得国有股权和民营股权存在较大差异，优劣势明显，混合所有制改革能够助力双方实现优势互补。一方面，国有参股股东能够利用其政府背景为民营企业的发展创造更多的机会与资源，特别是在民营企业因产权性质收受到歧视而无法获取到的资源，有效抑制民营企业实施真实盈余管理的动机。另一方面，混合所有制改革也是实现市场化进程有效革新和改善公司治理的重要手段，国有股权在实现股权制衡的同时，国有股东更应该积极参与公司治理，有效监督民营企业内部管理者，降低其自利行为能力，保护利益相关者权益。

(2) 党的十九大报告中曾明确指出，公有制经济、非公有制经济应该相辅相成，而不是相互排斥。在此背景下，民营企业应该积极响应国家政策，参与混合所有制改革。原因在于，本文的研究以真实盈余管理为切入点，进一步佐证了混合所有制改革并非“国进民退”，而是“国民共进”。此外，在当前混合所有制经济发展的宏观环境背景下，股权结构的多元化是企业发展的重要影响因素，企业治理结构应该实施动态改进以适应外部环境。融资困境和内部治理问题一直以来都是制约民营企业发展的难题，在此环境中，民营企业积极构建存在国有股东的多元化股权结构有助于缓解融资约束，优化内部治理，能够有效助力民营企业长远价值的实现。

(3) 完善的内部控制制度以及公平开放的市场竞争都是国有股权参股效应

最大化的合理保障。一方面企业应该优化内部控制环境，进一步完善信息沟通和信息传递机制，强化内部监督和考核。另一方面，政府应该客观评估参股民营企业的产品市场态势，增强反垄断市场监管力度，努力构建开放公平的产品市场竞争生态环境，保证国有股权参股效应的有效发挥。

(4) 资本市场投资者在进行投资时不仅要关注民营企业的财务绩效，还应该关注其股权结构等信息，提高政策敏锐度，分析该企业对国家大政方针的应对策略，使得资金流入更加科学高效。

### 6.3 研究局限及展望

本文以 2014—2020 年 A 股民营上市公司为研究样本，探究了国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响，并实证检验了上述影响的存在性，本研究还存在以下不足。(1) 数据代表性有限。直到 2013 年 11 月民营企业混合所有制改革才正式拉开序幕，故本文样本数据取自 2014—2020 年，并进行了系列处理，样本量较少。(2) 研究方法有待拓展。本文以及现有大多数文献多采用实证研究方法探讨国有股权的参股效应，较少关注到国有股权参股在具体的民营企业中所扮演的角色。

今后研究可从以下方面补充完善。(1) 扩大样本量。随着民营企业混合所有制改革的推进，样本年份会持续拓展，样本量也会不断增加，今后的研究样本应该随时间的推移而不断扩充，持续性检验本文结论的可靠性。(2) 更换研究方法。考虑到各个企业实际状况存在差异，未来可以针对性的开展相关主题案例研究，进一步明确国有股权参股对民营企业真实盈余管理的影响。

## 参考文献

- [1] Balasubramanian N, Black R S, Khanna R. The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India[J]. *Emerging Markets Review*, 2010, 11(4): 319-340.
- [2] Bloch F, Hege U. Multiple Shareholders and Control Contests[J]. *MPRA Paper*, 2003,21(4):137-179.
- [3] Charles J H, Joshua R P. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5):1909-1940.
- [4] Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2010, 50(1): 2-19.
- [5] Deng L, Jiang P, Li S, Liao M, Poulsen A, Netter J. Government intervention and firm investment[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020,63:1-19.
- [6] Eli, Bartov, Dan Givoly, Carla Hayn. The rewards to meeting or beating earnings expectations[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2002,33(2):173-204.
- [7] Fabbri D, Klapper L F. Bargaining power and trade credit[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016: 66-80.
- [8] Giroud X, Mueller H M. Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(2):563-600.
- [9] 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.
- [10] Gruuy K. What are the consequences of real earnings management? [J]. *Dissertation Abstracts International*, 2005,67(3):143-178.
- [11] Huseyin G, Mihai I. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2013, 29(3):523-564.
- [12] Lucy, Chernykh. Profit or politics? Understanding renationalizations in Russia[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011,17(5):1237-1253.

- [13] Michael, Spence. Job Market Signaling[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1973,87(3):355-374.
- [14] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. NBER Working Papers, 1997, 52(1): 3-46.
- [15] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting & Economics, 2006, 42(3): 335-370.
- [16] Schipper K.COMMENTARY on Earnings Management[J]. Accounting Horizons, 1989,47(3):123-157.
- [17] Shehzad M. On the choice and replacement of chief financial officers[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(1):143-175.
- [18] Wang R, Fangjun W, Luying X, Changhong Y. R&D expenditures, ultimate ownership and future performance: Evidence from China[J]. Journal of Business Research, 2016, 71(2):45-76.
- [19] Zhengfei L, Jigao Z, Weining Z. Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences: Evidence from China[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 36(2):341-354.
- [20] 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.
- [21] 曾敏, 李常青, 李宇坤. 国有资本参股何以影响民营企业现金持有?——基于合作优势和竞争制衡的双重视角 [J]. 经济管理, 2022(04):134-152.
- [22] 陈建林. 家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应 [J]. 中国工业经济, 2015(12):99-114.
- [23] 陈建林. 家族控制、非控股国有股权与民营企业债务融资 [J]. 经济科学, 2015(04):95-106.
- [24] 陈骏, 徐玉德. 产品市场竞争、竞争态势与上市公司盈余管理 [J]. 财政研究, 2011(04):58-61.
- [25] 陈燊, 邓春梅, 陈汉文. 融资约束、内部控制与盈余管理策略 [J]. 东南学术, 2020(04):147-156.
- [26] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问



- 询函的证据[J]. 管理世界, 2019(03):169-185.
- [27]程果, 蒋水全. 管理层激励的盈余管理及股东财富增长——来自考核基期的证据[J]. 南京审计大学学报, 2019(03):28-37.
- [28]方红星, 金玉娜. 高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J]. 会计研究, 2011(08):53-60.
- [29]古朴, 翟士运. 监管不确定性与企业盈余质量——基于证监会换届的准自然实验[J]. 管理世界, 2020(12):186-202.
- [30]郭剑花, 杜兴强. 政治联系、预算软约束与政府补助的配置效率——基于中国民营上市公司的经验研究[J]. 金融研究, 2011(02):114-128.
- [31]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(03):122-135.
- [32]何威风, 陈莉萍, 刘巍. 业绩考核制度会影响企业盈余管理行为吗[J]. 南开管理评论, 2019(01):17-30.
- [33]胡元木, 刘佩, 纪端. 技术独立董事能有效抑制真实盈余管理吗?——基于可操控 R&D 费用视角[J]. 会计研究, 2016(03):29-35.
- [34]黄华, 何威风, 吴玉宇. 央企董事会试点与上市公司盈余管理行为[J]. 会计研究, 2020(07):90-103.
- [35]黄庆成, 闻岳春, 陈秋昊. 经济政策不确定性对企业真实盈余管理的影响研究[J]. 证券市场导报, 2022(05):69-79.
- [36]贾巧玉, 周嘉南. 交叉上市企业应计盈余管理和真实盈余管理研究[J]. 管理科学, 2016(03):97-111.
- [37]姜付秀, 黄磊, 张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. 世界经济, 2009(10):46-59.
- [38]金碚, 刘戒骄. 西方国家应对金融危机的国有化措施分析[J]. 经济研究, 2009(11):38-46.
- [39]鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013(01):4-16.
- [40]李江涛, 何苦. 上市公司以真实盈余管理逃避高质量审计监督的动机研究[J]. 审计研究, 2012(05):58-67.

- [41]李梅,蔡昌,倪筱楠.大股东减持、分析师关注与公司盈余管理[J].山西财经大学学报,2021(09):111-126.
- [42]李明敏,李秉祥,惠祥.国有股权参股对民营企业过度投资的治理效应[J].商业研究,2017(12):42-47.
- [43]李文贵,余明桂.产权保护与民营企业国有化[J].经济学(季刊),2017(04):1341-1366.
- [44]李文洲,冉茂盛,黄俊.大股东掏空视角下的薪酬激励与盈余管理[J].管理科学,2014(06):27-39.
- [45]李向荣,张洪宝.混合所有制改革与国企绩效提升——兼论国企的二次混改[J].经济问题,2021(12):120-127.
- [46]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(03):35-44.
- [47]李增福,云锋,黄家惠,连玉君.国有资本参股对非国有企业投资效率的影响研究[J].经济学家,2021(03):71-81.
- [48]刘惠好,焦文妞.国有股权参股、融资约束与民营企业金融资产投资[J].现代经济探讨,2022(04):70-82.
- [49]刘惠好,焦文妞.国有股权参股与民营企业投资不足——基于资源效应与治理效应的双重视角[J].经济管理,2022(08):76-94.
- [50]刘祺阳.内部控制对股权结构与公司绩效的中介作用机制研究[J].统计与决策,2018(02):176-181.
- [51]刘启君,熊璇.国有股权对企业绩效影响的再认识——基于上市公司会计信息的实证分析[J].中南大学学报(社会科学版),2013(04):23-28.
- [52]刘笑霞,李明辉.女性 CFO 真的更少进行盈余管理吗?[J].管理工程学报,2018(04):219-231.
- [53]罗党论,唐清泉.中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究[J].经济研究,2009(02):106-118.
- [54]罗付岩.机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理[J].管理评论,2015(03):174-184.
- [55]罗宏,黄婉.多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究[J].管理世

- 界, 2020(08):163-178.
- [56] 罗宏, 秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. 中国工业经济, 2019(07): 174-192.
- [57] 马国清, 吕丹. 政府补助、产品市场竞争与公司投资效率[J]. 会计之友, 2022(07):24-30.
- [58] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑[J]. 中国工业经济, 2015(07):5-20.
- [59] 毛新述, 张博文. 国有企业混合所有制改革与真实盈余管理[J]. 财务研究, 2020(05):15-28.
- [60] 彭雅哲, 汪昌云. 资本市场开放与企业真实盈余管理——基于“陆港通”的经验证据[J]. 经济管理, 2022(01):176-191.
- [61] 祁怀锦, 于瑶, 刘艳霞. 混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J]. 审计与经济研究, 2020(05):63-74.
- [62] 钱爱民, 吴春天. 民营企业混合所有制与商业信贷合约——不确定性风险视角[J]. 山西财经大学学报, 2021(04):112-126.
- [63] 钱爱民, 吴春天, 朱大鹏. 民营企业混合所有制能促进实体经济“脱虚返实”吗? [J]. 南开管理评论, 2021:1-36.
- [64] 秦海林, 段曙彩. 国企混改、公司治理结构与现金股利——基于公司治理的视角[J]. 投资研究, 2021(11):37-58.
- [65] 任广乾, 罗新新, 刘莉, 郑敏娜. 混合所有制改革、控制权配置与国有企业创新投入[J]. 中国软科学, 2022(02):127-137.
- [66] 宋增基, 冯莉茗, 谭兴民. 国有股权、民营企业家参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2014(12):133-147.
- [67] 宿晓, 卢慧. 股权集中度对企业盈余管理行为的影响研究——基于混合所有制改革背景下的分析[J]. 价格理论与实践, 2020(05):94-97.
- [68] 孙光国, 刘爽, 赵健宇. 大股东控制、机构投资者持股与盈余管理[J]. 南开管理评论, 2015(05):75-84.
- [69] 谭云清, 刘志刚, 朱荣林. 产品市场竞争、管理者激励与公司绩效的理论与实证[J]. 上海交通大学学报, 2008(11):1823-1826.

- [70]唐松莲,孙经纬,李丹蒙.国有股参股家族企业可抑制股价崩盘风险吗?[J].上海财经大学学报,2021(06):3-19.
- [71]王丽娟,段魏婷.媒体关注和内部控制对真实盈余管理治理的替代效应研究[J].工业技术经济,2018(03):87-96.
- [72]王云,李延喜,宋金波,马壮.企业生命周期视角下盈余管理方式研究——基于债务契约理论[J].管理评论,2016(12):75-91.
- [73]韦浪,赵劲松.非控股国有股权对民营企业创新水平的影响研究[J].财政研究,2021(10):114-129.
- [74]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(05):614-620.
- [75]吴国鼎.民营上市企业国有化:动因和绩效[J].辽宁大学学报(哲学社会科学版),2020(06):25-36.
- [76]吴勇,陈若昶,朱卫东.内部控制质量对真实盈余管理的影响研究——基于强制性内部控制审计及评价报告的实证研究[J].华东经济管理,2018(05):149-156.
- [77]肖正,翟胜宝,张静.引入国有资本能够化解民营企业僵尸化风险吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].经济管理,2022(02):36-56.
- [78]谢德仁,廖珂.控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J].会计研究,2018(08):21-27.
- [79]熊凌云.控股股东杠杆增持的治理效应——基于公司真实盈余管理的视角[J].当代财经,2020(11):75-87.
- [80]徐铁祥,郭文倩.学者型高管对企业真实盈余管理行为的影响[J].经济与管理评论,2020(06):76-87.
- [81]徐炜,马树元,王赐之.家族涉入、国有股权与中国家族企业国际化[J].经济管理,2020(10):102-119.
- [82]杨七中,马蓓丽.内部控制与盈余管理方式选择[J].会计与经济研究,2014(03):80-91.
- [83]姚梅洁,宋增基,张宗益.制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据[J].管理世界,2019(11):158-173.

- [84]伊志宏,姜付秀,秦义虎.产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J].管理世界,2010(01):133-141.
- [85]于雅萍,姜英兵.员工股权激励与内部控制质量[J].审计与经济研究,2019(02):54-66.
- [86]于瑶,祁怀锦.混合所有制与民营经济健康发展——基于企业违规视角的研究[J].财经研究,2022(03):33-47.
- [87]余汉,杨中仑,宋增基.国有股权能够为民营企业带来好处吗?——基于中国上市公司的实证研究[J].财经研究,2017(04):109-119.
- [88]袁蓉丽,李瑞敬,孙健.董事的信息技术背景能抑制盈余管理吗[J].南开管理评论,2021(03):139-151.
- [89]袁知柱,郝文瀚,王泽燊.管理层激励对企业应计与真实盈余管理行为影响的实证研究[J].管理评论,2014(10):181-196.
- [90]袁知柱,王泽燊,郝文瀚.机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择[J].管理科学,2014(05):104-119.
- [91]张金若,高洁,刘溢.环境不确定性、产权性质与真实盈余管理[J].当代会计评论,2013(01):40-62.
- [92]张铄,宋增基.国有股权对私有产权保护水平的影响研究[J].管理学报,2016(12):1873-1881.
- [93]张友棠,熊毅.内部控制、产权性质与盈余管理方式选择——基于2007~2015年A股非金融类上市公司的实证研究[J].审计研究,2017(03):105-112.
- [94]张雨潇,方明月.民营企业为什么要戴上“红帽子”——基于行政壁垒的一个解释[J].经济学动态,2016(02):31-40.
- [95]张昭,马草原,王爱萍.资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响——基于“沪港通”的准自然实验[J].经济管理,2020(06):172-191.
- [96]张兆国,刘晓霞,邢道勇.公司治理结构与盈余管理——来自中国上市公司的经验证据[J].中国软科学,2009(01):122-133.
- [97]赵璨,宿莉莎,曹伟.混合所有制改革:治理效应还是资源效应?——基于不同产权性质下企业投资效率的研究[J].上海财经大学学报,2021(01)75-90.

- [98]郑志刚. 中国公司治理的理论与证据[M]. 北京:北京大学出版社, 2016:4-6.
- [99]周继军, 张旺峰. 内部控制、公司治理与管理者舞弊研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2011(08):141-154.

## 后 记

从和平到段家滩，短短数十公里，却花费了七年时间才得以圆满。回首过去的三年，无论悲伤或是喜悦，此时此刻都成了不舍，因为这里承载了师恩、友情，还有不可追回的青春岁月。

首先，感谢我的导师郭恒泰老师，感谢老师的辛苦付出。三年来，周六的组会老师从不缺席，在跟老师以及同门交流的过程中总能收获新知识，正是因为日复一日的积累，才使我得以顺利完成硕士学位论文。对老师的感激无以言表，唯有坚持学习，不断进步，方不辜负老师！

其次，感谢关瑞娣老师，您是良师也是益友，感谢您不计回报的付出，感谢您的鼓励，您的出现是我收到最好的礼物之一！感谢在这三年当中遇到的所有老师，感谢老师们的倾囊相授，答疑解惑，让我在学习新知识的同时学会了为人处世的道理！同时，感谢各位答辩组的老师，从开题到正式答辩，各位老师都对我论文的完善提出了宝贵的修改意见，没有老师们的帮助，我的学位论文也不可能顺利完成！

再者，感谢这个由十五个人组成的班集体，这个小集体团结、互助、友爱，与你们相遇是我的小确幸，希望大家都有一个灿烂的未来！感谢我的朋友们，你们是冬日的暖阳，总是在我最需要的时候陪伴我，在我遇到困难的时候施以援手！特别感谢 119 的姑娘们，她们自信、勇敢、乐观，与你们在一起的时光值得我永远怀念！感谢同门小伙伴们，谢谢你们的帮助与鼓励！

最后，感谢我的父母，你们一直都是我最坚强的后盾，包容我的不美好，支持我的梦想，并为我加油打气，我会带着你们的爱稳步向前！还有，谢谢我的弟弟，谢谢你陪我一起长大，未来路漫漫，我们也要相互扶持！

万里征途，终有归期。再会，兰财！