

产权性质、股权再融资与真实盈余管理

何丹,黄之荔

(西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130)

[摘要]采用 A 股上市公司 2003—2011 年的数据,对不同产权性质的上市公司股权再融资背景下真实盈余管理活动与公司业绩的关系进行研究,结果表明:无论是国有企业还是非国有企业,在股权再融资期间均有实施真实盈余管理的倾向,且国有企业的真实盈余管理水平高于非国有企业;真实盈余管理会导致上市公司再融资后业绩变差,且国有企业比非国有企业的业绩下滑更显著。

[关键词]股权再融资;公司业绩;产权性质;会计准则;真实盈余管理;会计制度改革;非国有企业;应计盈余管理

[中图分类号]F230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)06-0052-11

美国的 SOX 法案颁布之后,引发全球范围内的会计制度改革。在此背景下,会计准则弹性空间逐渐缩小,应计盈余管理成本增加,公司管理层开始更加关注交易操纵,即进行真实盈余管理。相对于传统的应计盈余管理,真实盈余管理手段更加多样化,隐蔽性更强并且更难准确定性;对于管理者个人而言,由于会计准则灵活性的降低,实施应计盈余管理的成本增加,因此真实盈余管理的实施成本相对更小。在现有的研究中,应计盈余管理一直是受到学者们关注的热点问题,但是 2005 年以来国外学者对真实盈余管理的研究兴趣明显增强,涌现出一批有分量的研究成果。然而总体看来,我国学术界对真实盈余管理系统的研究还很缺乏。国外研究者发现在上市公司股权再融资的背景下,上市公司的盈余管理水平将会提高^[1-2]。国内许多学者研究了上市公司为取得配股资格而进行的盈余管理,但是大部分对盈余管理的研究都集中在应计盈余管理方式上^[3-4]。在我国资本市场,“一股独大”是大多数上市公司的特征,并且大部分上市公司的“前身”是国有企业,最终控制人仍然为国家。因此,考虑我国国有控股的治理特征,对股权再融资背景下不同产权性质上市公司的真实盈余管理活动及其经济后果进行研究,具有极强的现实意义。

一、文献回顾

(一) 真实盈余管理的动机

就盈余管理的方式而言,盈余管理可以分为两类:真实盈余管理和应计盈余管理。Healy 和 Wahlen 的研究发现,盈余管理是管理者运用会计方法或者构建真实交易来改变财务报告,以影响利益相关者对公司业绩的理解,或者影响以财务报告会计数据为基础的契约的结果。其中,前者为应计盈余管理,后者为真实盈余管理^[5]。由于现有会计准则日臻完善和监管力度的不断增强,应计盈余管理的成本增大,灵活度减小,公司开始逐渐倾向于真实盈余管理,因此,对公司真实盈余管理活动进行研究是非常有现实意义的。

Healy 和 Wahlen 把盈余管理的动机分为三类:资本市场动机、契约动机和监管动机^[5]。其中,上

[收稿日期]2014-05-24

[基金项目]国家社会科学基金项目(10CJY007);中央高校基本科研业务费(JBK130127)

[作者简介]何丹(1976—),女,四川阆中人,西南财经大学会计学院副教授,博士,主要研究方向为资本市场财务与会计;黄之荔(1991—),女,湖南长沙人,西南财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为资本市场财务与会计。

市公司为了达到股权再融资标准而进行盈余管理活动的动机就是一种资本市场动机,这类盈余管理行为的目的是为了提高股票发行价格、达到一定的盈余临界点等。盈余管理动机也可以分为两类:机会主义动机和非机会主义动机。非机会主义动机包括有效契约动机和信息传递动机^[6]。然而,相对于应计盈余管理,真实盈余管理影响公司的现金流量,成本较高,那么如果通过应计项目操纵能够达到预期目的,为什么公司管理层还会选择真实盈余管理? Roychowdhury 认为,除了应计盈余管理事后遭受监管机构调查和集团诉讼的风险较高这一原因外,真实盈余管理能够避免单一使用应计盈余管理方式带来的风险,即应计盈余管理有一定的限度,仅仅使用会计操纵可能达不到管理层的要求^[7]。就应计项目操纵和真实盈余管理之间的选择而言,Zang 认为,对真实盈余管理和应计盈余管理的权衡是基于两者的相对成本的。如果应计盈余管理成本增加,如诉讼风险和外部审查力度增大,那么管理层选择真实盈余管理方式的动机将会增强,因此,当应计盈余管理的相对成本大于真实盈余管理的相对成本时,管理层将会更有动力选择后者^[8]。然而对于我国上市公司管理层而言盈余管理的动机有其特殊性,国有控股的治理结构使得很多国有企业的经营与政治目标相联系,因此区分国有企业和非国有企业研究其盈余管理活动及其动机是有一定意义的。

(二) 真实盈余管理与企业绩效

在现有的研究中,关于真实盈余管理对企业绩效的影响存在较大的分歧。目前主要有三种观点:第一种观点认为真实盈余管理是投机取巧的管理者运用会计或经营手段的灵活性损害股东的利益,即真实盈余管理是追求短期盈余的次优选择行为^[7,9-10],这也是获得大部分学者支持的观点;第二种观点认为真实盈余管理与企业绩效并没有直接联系,如 Gary 等通过研究交易操纵行为对于公司未来业绩的影响发现,从事交易操纵活动的公司随后年度经营业绩并未发生显著下降^[11];第三种观点认为真实盈余管理对企业绩效有正效应,如 Gunny 认为从信号传递角度来看,只有对未来充满信心的管理层才会使用真实盈余管理传递利好信号^[12]。由此看来,在真实盈余管理产生的经济后果方面,学者们并没有得出一致的结论。笔者认为,在真实盈余管理的实证研究中学者们采用计量模型的不统一、样本选择的差异导致了最后数据估计结果的不同,进而导致研究结论存在较大差异^[13-17]。

(三) 真实盈余管理与股权再融资

随着对盈余管理行为相关研究的深入,股权再融资成为一个重要的视角。现有的研究已经验证股权再融资与盈余管理水平以及企业未来价值有一定程度上的联系^[1,17]。但是,这类研究的重心大多放在应计盈余管理上。Graham 等指出管理层偏好于实施影响现金流量的真实盈余管理,78%的管理层愿意为了操纵财务报表而牺牲企业的经济利益和企业价值^[10]。另外,在时间上真实盈余管理先于应计盈余管理,应计盈余管理与真实盈余管理有着相互替代性^[16]。可见,仅仅从应计盈余管理方式方面分析盈余管理的方式以及经济后果是不全面的。Cohen 等从应计盈余管理和真实盈余管理两个方面,研究了公司股权再融资期间的盈余管理活动和其对公司经济业绩的影响,并且证明了两种盈余管理方式均会导致公司的业绩下滑^[13]。我国学者王跃堂等发现配股增发制度使得有股权融资需求的公司往往通过盈余管理达到平滑利润的目的^[14]。李增福等基于应计盈余管理和真实盈余管理两个方面探讨了盈余管理活动和上市公司业绩滑坡的关系,发现应计盈余管理影响公司短期业绩,真实盈余管理影响公司长期业绩^[15]。可见,在股权再融资的背景下,真实盈余管理对公司的业绩影响是消极的。

然而,由于我国特殊的制度背景,股权再融资期间国有企业和非国有企业真实盈余管理的动机是存在明显差异的。孙亮等指出民营企业的股权集中度显著低于国有上市公司,并且认为不同所有权性质将导致上市公司行为的异质性,不同的产权性质会对公司经营目标、决策等产生深刻影响,最终将影响到公司盈利能力和市场表现^[18]。Fan 等对东亚新兴市场的研究发现大股东可以通过对公司的有效控制来掠夺中小股东的利益,在这种情况下,大股东对小股东的掠夺效应降低了公司的盈余质

量^[19]。因此,监管当局股权再融资的要求和大股东“掏空”动机的存在使得国有企业更有动力去进行真实盈余管理。

总体来看,国内的大部分相关研究关注重点是应计盈余管理,很少考虑真实盈余管理以及真实盈余管理对公司未来业绩的影响,且鲜有文献从产权性质的角度来研究上市公司进行真实盈余管理动机的差异。本文试图对国有企业与非国有企业在股权再融资背景下应计盈余管理与真实盈余管理活动的动机及经济后果进行研究,以期补充相关领域的研究成果。

二、理论分析与研究假设

信息不对称理论认为,在市场上,卖方相对于买方拥有信息优势,信息不对称现象是普遍存在的,并且会导致两种机会主义的行为——逆向选择和道德风险。在这种情况下,投资者及潜在投资者作为信息劣势的一方,对公司的真实经营状况和盈利能力缺乏充分的了解,因而在上市公司进行股权再融资时,受到逆向选择机制的影响,投资者一般会要求较高的发行溢价作为风险补偿。所以,经理人有动机通过操控盈余来提升股票发行价格,以吸引更多的投资者。而在我国,配股增发制度使得有股权融资需求的公司往往会通过盈余管理达到平滑利润的目的^[14]。更重要的是,上市公司再融资必须严格满足证监会对于发行资格的要求,为了保证取得配股资格以及顺利完成配股,上市公司在股权再融资之前存在强烈的盈余管理动机。因此,在股权再融资之前,企业会更加偏向正向的盈余管理,抑制负向的盈余管理。

近年来,由于会计准则的弹性空间逐渐缩小,加之新会计准则的出台,盈余管理可利用的空间被大大压缩^[16]。随着利用应计项目管理盈余的空间越来越小,应计盈余管理的相对成本增加,很多上市公司将会选择真实盈余管理方式。因此,本文提出假设1。

假设1:当有股权再融资需求时,国有企业和非国有企业均存在正向的真实盈余管理动机。

真实盈余管理很可能导致企业偏离最优的经营决策而削弱企业的竞争力^[8]。真实盈余管理活动对企业未来价值的副作用可以看作企业实施真实盈余管理的潜在成本,而且真实盈余管理会影响企业的真实经营活动和现金流,从而使得真实盈余管理的成本增加。相对于非国有上市公司,国有上市公司的管理层不会过分担心真实盈余管理带给公司长期业绩的负面影响,因为国有企业通常面临较低的财务困境和破产风险,并且国有企业具有多重经营目标^[20]。

真实盈余管理活动涉及真实经营活动从而影响真实现金流,因此相对于应计盈余管理,真实盈余管理可能需要更多部门或公司相互配合完成。比如采用过量生产方式进行盈余管理,就不仅需要依赖于管理层的盈余操纵,而且需要生产部门等其他部门的配合;采用出售固定资产方式进行盈余管理,则可能需要其他公司的配合来完成。相对于民营企业,国有控股公司的董事会和监事会规模通常更大,股权集中度更高^[18],多部门或公司的相互合作对股权更加集中的国有企业而言相对更加容易实现。现代企业理论认为,企业是一系列契约关系的组合,而产权理论认为所有者类型作为具体的所有权安排,将导致不同类型的控制权特征,尤其值得注意的是,如果控制性股东“一股独大”,外部监管相对难以介入,那么通过“掏空”行为可获得的利益更大,侵害中小股东权利的手段更加隐蔽,侵害更不易被识别。相对于非国有企业,国有企业股权集中度更大,大股东更容易利用投票权控制公司经营方式和财务决策,以此侵占中小股东的利益,从而降低企业会计信息的可靠度,同时大股东也更加依赖于盈余管理活动来隐藏此类利益侵占行为,所以国有企业进行盈余管理的动机高于非国有企业。基于此,本文提出假设2。

假设2:在上市公司股权再融资当年及前一年,国有企业的真实盈余管理水平高于非国有企业。

真实盈余管理是管理层通过费用操纵、销售操纵和生产操纵影响企业的现金流,是管理层为了达到短期盈利目标而牺牲企业未来现金流的实际业务操纵^[10],对企业的未来业绩是有消极影响的。另

外 Gunny^[9]、Roychowdhury^[7] 等也证实了真实盈余管理会降低企业的未来现金流量,对企业未来业绩有负效应。

上市公司在股权再融资之前为了达到证监会的发行要求,通过正向的盈余管理活动提高其账面业绩,会导致公司在再融资之后的股票回报率和盈利能力下降^[1,21]。Cohen 等也证实了公司在股权再融资过程中会同时使用应计盈余管理和真实盈余管理两种方式进行盈余操纵活动,并且在股权再融资之前提高账面收益,在股权再融资之后出现盈利能力下降^[13]。我国上市公司在股权再融资之前也同样存在应计盈余和真实盈余管理活动,并且在股权再融资之后也出现了明显的业绩滑坡^[15]。相对于非国有企业,国有企业股权集中度更高,第二类代理成本更大。上市公司配股前的盈余管理水平与配股后的业绩负相关^[4],并且公司配股前盈余管理程度越大,配股后业绩下滑越多^[3]。基于真实盈余管理成本和盈余管理动机两个方面的分析,本文认为真实盈余管理会导致上市公司在股权再融资之后业绩下降,由于国有企业真实盈余管理水平高于非国有企业,因此国有企业在股权再融资之后的业绩下滑更显著。基于此,本文提出假设3。

假设3:真实盈余管理活动导致上市公司股权再融资后绩效变差,这一影响在国有企业中更显著。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文以2006—2008年期间进行股权再融资(配股与增发)的上市公司作为初选样本,并对初选样本执行如下筛选程序:(1)考虑到金融业的会计准则的特殊性,剔除金融行业上市公司;(2)剔除样本中在2006—2008年被ST的公司;(3)剔除在2006—2008年期间重复进行了股权再融资的公司;(4)剔除在股权再融资期间数据不全的上市公司。完成上述筛选后,本文最终得到样本公司1301家。为了研究股权再融资前后三年的真实盈余管理水平及其对未来业绩的影响,本文所选择样本涉及年度为2003—2011年。本文之所以选择2006年作为样本区间的起始点,是因为我国2005年的股权分置改革改变了上市公司主要股权的再融资方式,对上市公司股权再融资产生了较大的影响。本文数据来源于CSMAR数据库。

(二) 模型设计与变量定义

本文同时考虑应计盈余管理和真实盈余管理方式,设计以下计量模型,以研究股权再融资背景下的产权性质、真实盈余管理与企业业绩的关系。

1. 真实盈余管理模型

本文主要借鉴Roychowdhury的模型^[7],从异常现金流、异常可操纵性费用和异常生产成本三个方面来衡量真实盈余管理水平。利用模型,本文首先通过回归估算出经营现金净流量、生产成本和可操纵性费用的正常值,然后根据这三个项目当年发生的真实数值减去其正常值(即残差),估算出其异常值。

对于经营活动现金流,本文采用式(1)的OLS拟合值作为正常经营现金流(CFO)的估计值。

$$COF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SALES_{i,t} + \alpha_2 \Delta SALES_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

其中,SALES表示销售额。

销售产品成本(COGS)和当期销售的线性关系如式(2)所示。

$$COGS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SALES_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (2)$$

存货变化额(ΔINV)和当期及上期销售变动额($\Delta SALES$)的线性关系如式(3)所示。

$$\Delta INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta SALES_{i,t} + \alpha_2 \Delta SALES_{i,t-2} + \xi_{i,t} \quad (3)$$

生产成本(PROD)为销售产品成本加上当年存货的变动额。因此,生产成本与当期销售额、当期及上期销售变动额的线性关系如式(4)所示。

$$PROD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta SALES_{i,t} + \alpha_2 \Delta SALES_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta SALES_{i,t-2} + \xi_{i,t} \quad (4)$$

可操纵性费用(DISX)包括当年的销售费用和管理费用。可操纵性费用与上期销售变化额的线性关系如式(5)所示。

$$DISX_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta SALES_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (5)$$

在上述估计过程中,本文采用 $t-1$ 期的总资产,即 $Assets_{i,t-1}$ 对所有变量进行了标准化处理。考虑到公司可能同时采用上述三种方式进行真实盈余管理,本文设定的真实盈余管理的总量指标公式为: $RM_Proxy = RM_PROD - RM_CFO - RM_DISEXP$ 。当公司采用正向的真实盈余管理时, RM_Proxy 为正,反之则为负。

2. 应计盈余管理模型

本文使用修正的 Jones 模型来估计应计项目操控程度。具体做法为先采用 OLS 估计经营应计项目模型(6),将估计结果带入模型(7),得到 TA 的拟合值,将其看作不可操纵应计项目估计值。最后带入模型(8)得到应计盈余管理估计值。

$$\frac{TA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = k_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + k_3 \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$NA_{i,t} = \hat{k}_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \hat{k}_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \hat{k}_3 \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} \quad (7)$$

$$DA_{i,t} = (TA_{i,t}/Assets_{i,t-1}) - NA_{i,t} \quad (8)$$

其中, TA 为应计利润,计算方法为净利润减去经营现金流量, $Assets$ 为总资产, $\Delta SALES$ 为销售额的变化额, PPE 为固定资产原值, ε 为残差。出于稳健性的考虑,本文将公司规模、资产收益率、营业收入增长率、账面价值比率作为控制变量,以控制这些因素对公司真实盈余管理行为的影响。全部变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

| 变量类型 | 变量名称 | 变量代码 | 变量定义 |
|-------|-----------|-----------|--|
| 被解释变量 | 应计盈余管理 | DA | 应计盈余管理水平 |
| | 异常现金经营流量 | RM_CFO | 销售操控程度 |
| | 异常生产成本 | RM_PROD | 生产操控程度 |
| | 异常可操纵性费用 | RM_DISEXP | 费用操控程度 |
| | 真实盈余管理水平 | RM_Proxy | 真实盈余管理综合水平 |
| 解释变量 | 股权再融资虚拟变量 | Year | 若观测值属于股权再融资当年及前 1 年,则 Year = 1; 否则, Year = 0 |
| | 产权性质虚拟变量 | Type | 国有企业赋值为 1; 否则, 为 0 |
| 控制变量 | 公司规模 | SIZE | 年末资产总额的自然对数 |
| | 资产收益率 | ROA | 净利润/平均资产总额 |
| | 资产负债率 | LA | 负债总额/资产总额 |
| | 营业收入增长率 | Growth | 营业收入变化的百分比 |
| | 账面价值比率 | MTB | 公司账面价值/市场价值 |

四、实证结果与解释

(一) 基本统计分析

本文利用模型(1)、模型(4)和模型(5),得出真实盈余管理的计量结果。样本公司在 2003—2011 年期间,进行股权再融资的时间节点设为 t_0 ,进行股权再融资前三年分别设为 t_{-1} 、 t_{-2} 、 t_{-3} ,进行股权再融资后三年分别设为 t_1 、 t_2 、 t_3 。本文对应计盈余管理以及三种方式下的真实盈余管理计量结

果在股权再融资当年及前后三年逐年进行 t 检验,检验结果见表 2。为了验证在股权再融资前后产权性质对上市公司实施真实盈余管理活动的影响,本文区分国有企业样本和非国有企业样本,对三种方式下的真实盈余管理以及综合指标 RM_Proxy 的计量结果做了进一步的 t 检验,检验结果见表 3。

表 2 股权再融资前后三年真实盈余管理变量均值和 t 检验(全样本)

| | t_{-3} | t_{-2} | t_{-1} | t_0 | t_1 | t_2 | t_3 |
|--------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| DA | 0.021*** (2.97) | 0.005 (-0.74) | 0.012 (1.62) | 0.042*** (3.29) | 0.022** (2.53) | 0.013 (1.28) | 0.015 (1.50) |
| RM_CFO | -0.074 (-1.46) | -0.031 (-0.61) | -0.214*** (-3.21) | -0.209*** (-3.28) | 0.085** (2.37) | 0.072** (2.46) | 0.013 (0.38) |
| RM_PROD | -0.065** (-1.98) | -0.031 (-0.84) | -0.156*** (-3.28) | -0.105** (-2.10) | 0.064** (2.50) | 0.019 (0.96) | -0.021 (-1.14) |
| RM_DISEXP | -0.016*** (-3.02) | -0.018*** (-3.58) | -0.015*** (-2.88) | -0.004 (-0.69) | -0.028*** (-5.85) | -0.024*** (-4.91) | -0.025*** (-4.94) |
| RM_Proxy | 0.024 (0.96) | 0.018 (0.77) | 0.072*** (2.48) | 0.109*** (3.48) | 0.006 (0.27) | -0.029** (-1.32) | -0.009 (-0.37) |

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为 t 值。下同。

表 3 股权再融资前后三年真实盈余管理变量均值和 t 检验(分组样本)

| | | t_{-3} | t_{-2} | t_{-1} | t_0 | t_1 | t_2 | t_3 |
|--------------|-----|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| RM_CFO | 国企 | -0.095 (-1.47) | -0.032 (-0.49) | -0.201*** (-2.85) | -0.311*** (-3.69) | 0.048 (1.05) | 0.038 (1.02) | 0.019 (0.56) |
| | 非国企 | -0.016 (-0.25) | -0.029 (-0.37) | -0.240* (-1.70) | -0.029 (-0.32) | 0.150*** (2.67) | 0.136*** (2.73) | 0.001 (0.01) |
| RM_PROD | 国企 | -0.054 (-1.31) | -0.012 (-0.25) | -0.133*** (-3.03) | -0.178*** (-3.26) | 0.062** (1.89) | 0.021 (0.83) | 0.005 (0.24) |
| | 非国企 | -0.093** (-2.07) | -0.076 (-1.44) | -0.203** (-2.14) | -0.025 (0.25) | 0.068 (1.65) | 0.017 (0.50) | -0.068* (-1.75) |
| RM_DISEXP | 国企 | -0.015** (-2.40) | -0.014** (-2.36) | -0.016** (-2.45) | -0.004 (-0.49) | -0.028 (-0.26) | -0.029*** (-5.31) | -0.031*** (-6.05) |
| | 非国企 | -0.019* (-1.83) | -0.025*** (-3.15) | -0.013 (-1.51) | -0.005 (-0.50) | -0.024*** (-2.74) | -0.018* (-1.74) | -0.013 (-1.26) |
| RM_Proxy | 国企 | 0.055* (1.74) | 0.035 (1.23) | 0.084** (2.41) | 0.137*** (3.43) | 0.042 (1.64) | 0.012 (0.46) | 0.016 (0.68) |
| | 非国企 | -0.057 (-1.37) | -0.021 (-0.52) | 0.050 (0.94) | 0.059 (1.18) | -0.059 (-1.49) | -0.102** (-2.53) | -0.055 (-1.11) |

从表 2 可以看出,上市公司在融资当年显著存在应计盈余管理;在股权再融资当年,公司存在异常现金流方式下的真实盈余管理;在股权再融资前一年,存在异常现金流和可操纵性费用方式下的真实盈余管理。异常现金流和可操纵性费用方式下的真实盈余管理计量值为负,综合指标衡量的真实盈余管理估计值为正,我们发现上市公司在股权再融资前一年就开始进行了正向的真实盈余管理活动,因此,假设 1 得到初步验证。另外,我们也发现,在股权再融资后,异常现金流方式下真实盈余管理活动和用综合变量衡量的真实盈余管理活动在随后的年份出现了反向变化,我们认为,可能是管理层从长期的角度考虑需要减少真实盈余管理活动对长期绩效的影响,这也从另一个角度证明了股权再融资是企业进行真实盈余管理活动的重要驱动因素。

由表3可以看出,在股权再融资当年及前一年,国有企业存在异常现金流及异常可操纵性费用两种方式下的真实盈余管理活动,非国有企业仅在股权再融资前一年存在异常现金流方式下的真实盈余管理活动,真实盈余管理方式比较单一。从综合指标 RM_Proxy 来看,国有企业在股权再融资当年及前一年的均值检验结果均高于非国有企业,且非国有企业的均值检验结果并不显著。可见,在上市公司股权再融资当年及前一年,国有企业的真实盈余管理水平高于非国有企业,由此,假设2得到初步验证。

(二) 多元回归分析

1. 对真实盈余管理方式选择的检验

为了进一步检验上市公司在股权再融资期间的真实盈余管理活动以及国企与非国企的真实盈余管理活动的倾向性差别,本文进一步控制了其他可能影响公司真实盈余管理行为的因素,设计了回归模型(9)。

$$Y = \gamma_0 + \gamma_1 Year + \gamma_2 Type \times Year + \gamma_3 ConVars + \varepsilon \quad (9)$$

其中, Y 为真实盈余管理变量,分别为 RM_CFO 、 RM_PROD 、 RM_DISEXP 和 RM_Proxy 。本文重点关注的是表示表示产权性质的虚拟变量 $Type$ 和股权再融资虚拟变量 $Year$ 的交互项 $Type \times Year$, $ConVars$ 为控制变量。全部变量定义见表1。通过拟合数据,模型(9)的估计结果见表4。

由表4可以得出,综合指标 RM_Proxy 下的 $Type \times Year$ 显著为正,证明了上市公司在股权再融资当年及前一年进行了正向的真实盈余管理活动,并且在此期间国有企业的真实盈余管理水平高于非国有企业,这进一步验证了假设2。进一步研究发现,在异常现金流和异常可操纵性费用方式下, $Type \times Year$ 至少在10%的显著水平下为负,说明在股权再融资前一年及当年,国有企业更加倾向于使用这两种方式进行真实盈余管理。控制变量中,公司规模 $SIZE$ 、账面价值比率 MTB 、营业收入增长率 $Growth$ 均与真实盈余管理显著正相关,这与已有研究结论相一致。

2. 真实盈余管理对企业绩效影响的检验

为了检验在股权再融资背景下真实盈余管理对上市公司业绩的影响,本文采用股权再融资当年及前后三年的数据逐年进行 $adROA$ 的t检验。其中, $adROA$ 为经行业调整后的资产收益率。计算方法为资产收益率减去行业资产收益率的均值。按照Cohen和Zarowin的方法^[13],每种真实盈余管理方式下的检验样本均为此种方式下的四分位数以上的极端值,本文将异常现金流方式和异常可操纵性费用方式小于下四分位数的公司作为样本公司进行检验,对异常生产成本方式和综合指标下的真实盈余管理采用估计值大于上四分位数的上市公司作为样本。检验结果见表5。

从表5检验结果来看,在上市公司股权再融资的前三年,资产收益率的调整值 $adROA$ 呈现上升趋势,而在后三年 $adROA$ 呈现逐年递减的趋势。这说明在股权再融资之前,上市公司有通过真实盈

表4 真实盈余管理方式选择的回归结果

| | RM_CFO | RM_PROD | RM_DISEXP | RM_Proxy |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| $Year$ | -0.011 (-0.96) | 0.031*** (3.55) | 0.004 (1.63) | 0.037*** (4.29) |
| $Type \times Year$ | -0.096*** (-4.68) | -0.072*** (-4.74) | -0.008* (-1.91) | 0.038** (2.57) |
| $SIZE$ | -0.067*** (-12.90) | -0.032*** (-12.90) | -0.003*** (-3.29) | 0.037*** (9.76) |
| ROA | -0.277*** (-8.44) | -0.271*** (-11.18) | 0.006 (0.94) | 0.024 (1.02) |
| MTB | 0.221*** (10.86) | 0.231*** (15.33) | -0.043*** (-10.78) | 0.061*** (4.11) |
| $Growth$ | -0.001*** (-1.77) | 0.001*** (2.53) | 0.001** (2.25) | 0.001** (2.38) |
| LA | -0.001 (-1.54) | -0.000 (-1.06) | 0.000 (1.47) | 0.001 (0.75) |
| $-cons$ | 1.370*** (12.91) | 0.555*** (7.09) | 0.085*** (4.11) | -0.873*** (-5.35) |
| N | 3602 | 3602 | 3602 | 3602 |
| adj. R^2 | 0.096 | 0.116 | 0.049 | 0.064 |
| F | 55.567 | 68.564 | 27.544 | 36.110 |

余管理活动把账面业绩粉饰的行为,而在股权再融资之后,三种方式下的真实盈余管理均导致企业的业绩下滑,并且异常现金流方式下的真实盈余管理活动对企业业绩的影响最为显著。综上,真实盈余管理活动将导致上市公司股权再融资之后的业绩下滑,这与假设3一致。

表5 不同真实盈余管理方式下 $adROA$ 的 t 检验结果

| | t_{-3} | t_{-2} | t_{-1} | t_0 | t_1 | t_2 | t_3 |
|--------------|----------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| 全样本 | -0.009** (-2.00) | -0.005 (-0.94) | 0.023** (2.49) | 0.031*** (4.45) | 0.015*** (3.96) | 0.013*** (3.39) | 0.009*** (2.83) |
| RM_CFO | 0.013*** (3.84) | 0.013*** (3.36) | 0.011* (1.94) | 0.042*** (4.30) | 0.040*** (6.27) | 0.023*** (4.39) | 0.020* (1.94) |
| RM_PROD | -0.033*** (-4.36) | -0.020*** (-3.15) | 0.036* (1.68) | 0.007* (1.75) | -0.005 (-1.34) | -0.004 (-0.85) | -0.009** (-2.47) |
| RM_DISEXP | -0.004 (-0.24) | -0.106 (-1.11) | 0.200*** (2.81) | 0.033** (2.12) | 0.008* (1.92) | 0.007 (1.35) | -0.001 (-0.22) |
| RM_Proxy | 0.003 (0.70) | 0.007* (1.97) | 0.012*** (3.27) | 0.028** (2.57) | 0.012*** (2.72) | 0.003 (0.89) | 0.005 (1.51) |

为了检验国有企业与非国有企业股权再融资之后业绩下滑程度的差别,本文采用上市公司股权再融资当年及之后三年的数据,利用模型(10)对国有企业及非国有企业分别进行回归。

$$\Delta adROA = r_0 + r_1 RM + r_2 ConVars + \varepsilon \quad (10)$$

为了控制行业影响,体现上市公司在股权再融资之后的业绩变化趋势,且避免多重共线性,本文选用 $adROA$ 作为被解释变量进行回归,并把控制变量中的 ROA 替换为净资产收益率 ROE 。其中, $adROA$ 为经行业调整后的资产收益率, $\Delta adROA$ 为经行业调整后资产收益率的变化值。 RM 为真实盈余管理变量,分别为 RM_CFO 、 RM_PROD 、 RM_DISEXP 和综合变量 RM_Proxy 。 $ConVars$ 与模型(9)中的控制变量定义一致,但如前文所述,把总资产收益率 ROA 替换为净资产收益率 ROE 。国有企业和非国有企业的回归结果分别呈现于表6、表7。

表6 真实盈余管理对股权再融资后的公司业绩影响(国有企业样本组)

| | $\Delta adROA$ (I) | $\Delta adROA$ (II) | $\Delta adROA$ (III) | $\Delta adROA$ (IV) |
|--------------|----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| RM_CFO | 0.005*** (3.04) | | | |
| RM_PROD | | -0.002(0.64) | | |
| RM_DISEXP | | | -0.051*** (4.35) | |
| RM_Proxy | | | | -0.013*** (-4.30) |
| $SIZE$ | -0.003*** (-2.17) | -0.003** (-2.28) | -0.004*** (-2.81) | -0.003* (-1.94) |
| MTB | -0.008(-1.40) | -0.007(-1.16) | -0.008(-1.39) | -0.008(-1.34) |
| $Growth$ | 0.009*** (5.82) | 0.007*** (4.14) | -0.007*** (5.32) | 0.008*** (6.05) |
| LA | 0.017* (1.82) | 0.016* (1.70) | 0.018* (1.86) | 0.020** (2.12) |
| ROE | 0.175*** (12.98) | 0.173*** (12.62) | 0.177*** (13.00) | 1.171*** (12.82) |
| $_cons$ | 0.043(1.45) | 0.048(1.59) | 0.065** (2.13) | -0.035(1.17) |
| N | 750 | 750 | 750 | 750 |
| R^2 | 0.272 | 0.264 | 0.271 | 0.281 |
| adj. R^2 | 0.267 | 0.258 | 0.265 | 0.275 |
| F | 46.36 | 44.36 | 45.94 | 48.44 |

由表6可见,综合指标 RM_Proxy 的系数为 -0.013,且在1%水平上显著,可以得出真实盈余管理活动导致了国有上市公司股权再融资之后业绩下滑的结论。其中,异常现金流方式下的真实盈余

管理活动对股权再融资后的公司业绩影响最为显著。如表7所示,由非国有企业的回归结果可见,三种方式下的真实盈余管理以及综合指标的系数均不显著,说明由于非国有企业真实盈余管理成本过大,在存在股权再融资需求时管理层并不倾向于进行真实盈余管理,并且相对较为分散的股权结构也导致真实盈余管理活动的进行更加困难,因此在此期间,真实盈余管理活动对于非国有企业的影响也并不显著。综上,在上市公司股权再融资当年及之后三年,真实盈余管理活动对国有企业的业绩下滑的影响更大,这与假设3一致。

表7 真实盈余管理对股权再融资后的公司业绩影响(非国有企业样本组)

| | $\Delta adROA(I)$ | $\Delta adROA(II)$ | $\Delta adROA(III)$ | $\Delta adROA(IV)$ |
|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| <i>RM_CFO</i> | -0.004(-0.60) | | | |
| <i>RM_PROD</i> | | -0.001(-0.11) | | |
| <i>RM_DISEXP</i> | | | 0.002(0.05) | |
| <i>RM_Proxy</i> | | | | 0.007(0.76) |
| <i>SIZE</i> | 0.013** (2.28) | 0.013** (2.30) | 0.013** (2.29) | 0.014** (2.37) |
| <i>MTB</i> | -0.015(-0.79) | -0.017(-0.91) | -0.018(-0.91) | -0.018(-0.94) |
| <i>Growth</i> | -0.001*** (-17.98) | -0.001*** (-18.02) | -0.001*** (-18.02) | -0.001*** (-18.04) |
| <i>LA</i> | 0.013(-0.42) | -0.015(-0.49) | -0.015(-0.49) | -0.013(-0.43) |
| <i>ROE</i> | 0.164*** (4.16) | 0.166*** (4.17) | 0.166*** (4.22) | 0.168*** (4.28) |
| <i>_cons</i> | -0.300** (-2.54) | -0.302** (-2.54) | -0.303** (-2.54) | -0.311*** (-2.62) |
| N | 419 | 419 | 419 | 419 |
| R ² | 0.458 | 0.458 | 0.451 | 0.458 |
| adj. R ² | 0.450 | 0.450 | 0.449 | 0.450 |
| F | 57.92 | 57.92 | 57.81 | 57.98 |

(三) 稳健性检验

本文为检验上述结论的稳健性,对股权再融资当年及后三年的样本组中综合指标 *RM_Proxy* ≤ 0 的样本进行删除,然后对该样本组进行模型(10)的回归,回归结果见表8、表9。从表8和表9可以看出国有企业中综合指标 *RM_Proxy* 的系数仍然显著为负,而非国有企业中 *RM_Proxy* 的系数不显著,与上文研究结论基本一致。

表8 稳健性检验结果(国有企业样本组)

| | $\Delta adROA(I)$ | $\Delta adROA(II)$ | $\Delta adROA(III)$ | $\Delta adROA(IV)$ |
|---------------------|-------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| <i>RM_CFO</i> | 0.006*** (3.25) | | | |
| <i>RM_PROD</i> | | 0.004(1.08) | | |
| <i>RM_DISEXP</i> | | | -0.082*** (-3.57) | |
| <i>RM_Proxy</i> | | | | -0.016*** (-4.45) |
| <i>SIZE</i> | -0.005** (-2.51) | -0.005*** (-2.51) | -0.006*** (-3.32) | -0.004** (-2.34) |
| <i>MTB</i> | -0.007(-0.82) | -0.004(-0.51) | -0.006(-0.74) | -0.007(-0.85) |
| <i>Growth</i> | 0.007*** (3.75) | 0.005** (2.28) | 0.004*** (3.01) | 0.006*** (3.70) |
| <i>LA</i> | 0.015(1.25) | 0.013(1.07) | 0.018(1.48) | 0.018(1.50) |
| <i>ROE</i> | 0.173*** (10.43) | 0.168*** (10.03) | 0.176*** (10.56) | 0.171*** (10.51) |
| <i>_cons</i> | 0.078* (2.07) | 0.084** (2.22) | 0.107*** (2.82) | 0.071* (1.91) |
| N | 420 | 420 | 420 | 420 |
| R ² | 0.285 | 0.268 | 0.288 | 0.300 |
| adj. R ² | 0.274 | 0.258 | 0.278 | 0.290 |
| F | 27.37 | 25.24 | 27.86 | 29.47 |

表9 稳健性检验结果(非国有企业样本组)

| | $\Delta adROA(I)$ | $\Delta adROA(II)$ | $\Delta adROA(III)$ | $\Delta adROA(IV)$ |
|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| <i>RM_CFO</i> | -0.002(-0.15) | | | |
| <i>RM_PROD</i> | | 0.011(0.85) | | |
| <i>RM_DISEXP</i> | | | -0.048(-0.36) | |
| <i>RM_Proxy</i> | | | | 0.032(1.64) |
| <i>SIZE</i> | 0.033*** (2.91) | 0.035*** (3.02) | 0.034*** (2.92) | -0.037*** (3.23) |
| <i>MTB</i> | -0.041(-1.04) | -0.049(-1.23) | -0.043(-1.10) | -0.048(-1.23) |
| <i>Growth</i> | -0.001*** (-11.56) | -0.001*** (-11.56) | -0.001*** (-11.51) | -0.001*** (-11.24) |
| <i>LA</i> | -0.037(-0.57) | -0.041(-0.63) | -0.039(-0.59) | -0.029(-0.45) |
| <i>ROE</i> | -0.040(-0.33) | -0.031(-0.27) | -0.023(-0.19) | 0.081(-0.67) |
| <i>_cons</i> | -0.693*** (-2.97) | -0.721*** (-3.06) | -0.717*** (-2.96) | 0.692*** (1.39) |
| N | 181 | 181 | 181 | 181 |
| R ² | 0.517 | 0.519 | 0.517 | 0.524 |
| adj. R ² | 0.501 | 0.503 | 0.501 | 0.508 |
| F | 31.06 | 31.31 | 31.10 | 31.99 |

五、结论与启示

采用A股上市公司2003—2011年的数据,本文对不同产权性质的上市公司股权再融资背景下真实盈余管理活动与公司业绩的关系进行研究,得出以下主要结论:(1)无论是国有企业还是非国有企业,在股权再融资期间均有实施真实盈余管理的倾向,且国有企业的真实盈余管理水平高于非国有企业;(2)真实盈余管理会导致上市公司再融资后业绩变差,由于国有企业的真实盈余管理水平高于非国有企业,国有企业业绩下降程度高于非国有企业。

本文从真实盈余管理的角度,解释了上市公司再融资之后的业绩下滑问题,对以往仅从应计盈余管理角度的此类问题研究进行了补充,并且比较了国有企业和非国有企业业绩下滑的程度。此研究结果有助于监管层及投资者从新的角度认识我国上市公司的盈余管理行为。在股权再融资的背景下,国有企业更加倾向于实施真实盈余管理,因此,监管层应更好地识别国有企业和非国有企业的真实盈余管理行为,提高国有企业效率,以更好地保护投资者的利益,提高资本市场的运转效率。

参考文献:

- [1] Rangan S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 50: 22 - 101.
- [2] DuCharme L L, Malatesta P H, Sefcik S E. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71: 27 - 49.
- [3] 陆正飞, 魏涛. 配股后业绩下降: 盈余管理与真实业绩滑坡[J]. *会计研究*, 2006(8): 52 - 97.
- [4] 张祥建, 徐晋. 盈余管理、配股融资与上市公司业绩滑坡[J]. *经济科学*, 2005(2): 56 - 65.
- [5] Healy P M, Wahlen J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J]. *Accounting Horizons*, 1999, 12: 365 - 383.
- [6] 倪敏, 黄世忠. 非机会主义动机盈余管理: 内涵分析与实证研究述评[J]. *审计与经济研究*, 2014(1): 58 - 67.
- [7] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 6: 1 - 54.
- [8] Zang A. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation[EB/OL]. [2014-01-01]. ht-

- tp://ssrn.com/abstract=961293,2007.
- [9] Gunny K. What are the consequences of real earning management? [EB/OL]. [2014-01-01]. <http://ssrn.com/abstract=816025>,2005.
- [10] Graham J, Harvey R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40: 3-73.
- [11] Gary K, Taylor R, Xu Zhaohui. Consequences of real earnings management on subsequent operating performance[J]. *Research in Accounting Regulation*, 2010, 22: 128-132.
- [12] Gunny K A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2010, 27: 855-888.
- [13] Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earning management activities around seasoned equity offerings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50: 2-19.
- [14] 王跃堂, 王亮亮, 贡彩萍. 所得税改革、盈余管理及其经济后果[J]. *经济研究*, 2009(3): 86-98.
- [15] 李增福, 郑友环, 连玉君. 股权再融资、盈余管理与上市公司业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究[J]. *中国管理科学*, 2011(4): 49-56.
- [16] 沈烈, 张西平. 新会计准则与盈余管理[J]. *会计研究*, 2007(2): 52-58.
- [17] Shivakuma L. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? [J]. *Journal of Accounting Economics*, 2000, 29: 339-371.
- [18] 孙亮, 刘春. 公司治理对盈余管理的制约作用——以所有权为背景的经验研究[J]. *金融研究*, 2010(3): 65-72.
- [19] Fan P H J, Wang T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, 33: 401-425.
- [20] 顾明润, 杨继伟, 余怒涛. 产权性质、公司治理与真实盈余管理[J]. *中国会计评论*, 2012(9): 255-274.
- [21] Teoh S H, Welch I, Wang T J. Earnings management and the under performance of seasoned equity offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 50: 63-99.

[责任编辑: 杨凤春]

Property Rights, Seasoned Equity Offerings and Real Earnings Management

HE Dan, HUANG Zhili

Abstract: In this paper, we use data of A-share listed companies from 2003 to 2011 to look into the relationship between the real earnings management activity and the future performance of the listed companies under the background of seasoned equity offerings in listed companies with different property rights. The empirical outcomes illustrate that both state-owned company and non-state-owned company trend to have real earnings management activities during the seasoned equity offering period. What's more, state-owned enterprises have higher level of real earning management than non-state-owned enterprises. Real earnings management would lead to worse performance after the stock refinancing, which is, relatively, more obvious for state-owned enterprises.

Key Words: seasoned equity offering; corporate performance; property rights; accounting standard; real earnings management; reform on accounting system; non-state-owned company; accrued earnings management