

双重增发条件下上市公司盈余管理实证研究

张嘉兴, 齐鲁光

(天津财经大学 商学院, 天津 300222)

[摘要]2006年和2008年证监会出台政策对增发新股公司的净资产收益率和现金分红均提出要求。以此为背景的实证研究发现,出于迎合政策中的双重增发条件目的,上市公司获取增发资格过程中为减少现金分红而实施了调减利润的盈余管理,而在增发当年和增发下一年存在调增业绩的盈余管理,并运用了应计项目和真实活动两种盈余管理方式。双重增发条件下上市公司盈余管理目的和行为的转化应引起投资者、分析师、审计师及政策制定部门的重视。

[关键词]双重增发条件;增发新股;迎合政策;应计项目盈余管理;真实活动盈余管理;企业再融资

[中图分类号]F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2015)01-0057-09

一、引言

上市公司增发新股(seasoned equity offerings,简称SEOs)过程中的盈余管理行为一直是投资者和监管者重点关注的问题。盈余管理是管理当局为获取某些私人利益而有目的地干预对外财务报告过程的“披露管理”^[1]。国外已有研究表明上市公司发行新股时为影响投资者的心理预期存在盈余管理现象^[2-4]。而我国对上市公司增发新股制定了较为严格的业绩门槛,满足增发政策规定的最低业绩要求成为上市公司盈余管理的诱因,且随着股权再融资政策的变化,上市公司盈余操纵采取了“亦步亦趋”策略^[5],表现出中国股票市场独特的“10%”现象和“6%”现象^[6-7]。

2006年5月证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》(以下简称《办法》)和2008年10月发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(以下简称《决定》)表明,增发新股必须满足“近三年加权平均净资产收益率平均不低于6%”和“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%”这两个条件(以下简称“双重增发条件”)。而之前政策(2002年《关于上市公司增发新股有关条件的通知》)对增发新股的核心要求仅是“最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于10%”。盈余管理行为随着再融资政策的变化而变化^[5,8],政策变化后上市公司增发新股时更多关注净资产收益率底线还是更多关注对现金分红的要求?双重增发条件下,上市公司的盈余管理行为是否发生变化?另外,国内对增发新股时真实活动盈余管理的研究文献相对较少,双重增发条件下公司是否会同时使用应计项目和真实活动进行盈余管理?

本文以我国上市公司2008—2012年数据为样本对上述问题进行实证检验,结果发现上市公司在获取增发资格过程中存在显著调减利润的盈余管理行为,且综合运用了应计项目和真实活动两种盈余管理方式。在实施增发新股的当年和增发后的下一年,上市公司存在利用应计项目盈余管理和真实活动盈余管理调增业绩的现象。这表明上市公司在增发新股时仍存在迎合政策的盈余管理动机,但更加关

[收稿日期]2014-02-27

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(71272189)

[作者简介]张嘉兴(1952—),男,天津人,天津财经大学商学院会计系教授,博士生导师,原天津财经大学校长,从事成本控制与审计理论研究;齐鲁光(1974—),男,山东菏泽人,天津财经大学会计学博士研究生,山东理工大学商学院副教授,从事会计信息监管研究。

注双重增发条件中对现金分红的规定。本文丰富了上市公司增发新股过程中盈余管理的文献, 双重增发条件下上市公司盈余管理目的和行为的转化也应引起投资者、分析师、审计师及政策制定部门的重视。

二、文献综述

国内外已有的文献表明上市公司增发新股前多存在调增利润的盈余管理, 且主要通过会计政策的选择来操控应计利润。Rangan 研究发现公司增发新股前利用应计项目调高盈余水平, 发行后的业绩发生反转并同时导致股票回报的下降^[2], Shivakumar 同样发现公司增发新股前利用应计项目盈余管理调高业绩, 但他认为盈余管理行为并不能误导投资者^[3], DuCharme 等从法律视角研究发现公司增发新股前的盈余管理行为将导致更多的诉讼和赔偿^[4]。由于股权融资的管制和严格的准入条件, 我国上市公司股权再融资时的盈余管理动机更为强烈。已有研究发现上市公司的盈余管理行为同配股政策相关^[9], 为达到证监会规定的净资产收益率阈值, 中国股市盈余水平呈现独特的“10%”和“6%”现象^[6-7], Chen 和 Yuan 的研究支持上市公司管理层为满足股权再融资条件而进行正向盈余管理^[10]。陆宇建和田高良等研究也发现中国上市公司为满足政策进行盈余管理, 且盈余管理行为随着再融资政策的变化而变化^[5,8]。仅有少数文献支持上市公司在配股时大股东为获取私人利益存在调减盈余的盈余管理行为^[11]。

由于利用应计项目操纵利润受到更严格的监管且调整幅度有限^[12-14], 学者们开始探讨真实活动盈余管理行为, 并发现管理层根据不同盈余管理的成本和弹性在应计盈余管理和真实盈余管理之间做出权衡^[12,14-16]。Cohen 和 Zarowin 研究发现, 美国公司 SEOs 时同时存在应计盈余管理和真实盈余管理, 且利用真实活动盈余管理公司增发后的业绩下降更严重^[12]。

总之, 过往文献主要支持增发新股时公司存在调增业绩的盈余管理行为, 其中早期的研究主要涉及应计项目盈余管理, 而近期研究真实活动盈余管理的文献逐渐增加且基本支持同时运用应计和真实盈余管理两种方式。国外研究认为增发新股时公司盈余管理的动机在于影响股价, 而我国的研究则表明公司盈余管理的动机主要是为迎合增发新股规定的条件。2008 年以后, 增发新股需要满足双重条件, 目前尚无文献探讨变化后的条件对盈余管理动机和行为的影响。

三、理论分析与研究假设

在实施股票注册制的国家, 股票发行和交易过程中不存在审批和门槛, 盈余管理的动机在于提高股价或迎合财务分析师的预期并最终迎合投资者。我国资本市场执行严格的核准制度, 对股票的首次发行和再融资制定了严格的准入门槛, 因此, 获得股权融资资格是众多公司的目标, 公司股权融资时的盈余管理旨在迎合股权融资政策规定的条件(以下简称“迎合政策”)而不是迎合投资者的需要。

2008 年以后, 根据《办法》和《决定》的要求, 上市公司增发新股必须满足“近 3 年加权平均净资产收益率平均不低于 6%”和“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”双重条件。其中, 满足“近 3 年加权平均净资产收益率平均不低于 6%”是对盈利能力的要求, 而满足“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”是对现金分红能力的要求。从盈利能力条件看, 2008 年以前增发新股的加权平均净资产收益率需要达到 10%, 要求较高, 增发新股前为迎合政策进行调增利润的盈余管理行为已得到经验证据的检验。而 2008 年出台的政策明显降低了增发新股对盈利能力的要求, 仅为 6%。根据本文的样本统计, 8097 公司年中有 57.32% 的净资产收益率高于 6%, 有 51.75% 的净资产收益率高于 7%, 说明不存在净资产收益率大量集聚于阈值点(6%)右侧的情形, 大多上市公司不需要操纵盈余即可达到“近 3 年加权平均净资产收益率平均不低于 6%”的要求, 可见满足盈利能力条件不再是上市公司增发新股时为迎合政策而进行盈余管理的主要动机。

再看双重增发条件中对现金分红能力的要求,上市公司增发新股必须同时符合“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%”。上市公司股权再融资预示着较高的再融资需求,根据优序融资理论,减少现金分红而留存成本较低的盈利资金是高成长公司的最优选择。但内源融资毕竟有限,大多数公司需借助增发新股筹集增长急需的外部资金,获得增发新股资格的条件是支付不低于30%的现金红利。但并不是每一个支付30%以上现金红利且满足增发条件的上市公司都能如愿实现增发,本文样本中满足增发条件的为1755个,而仅有713个获得增发批准并实施增发。若按实际业绩计算年均可分配利润并支付30%的现金红利,但增发未得到批准,对高速增长公司来说既没从资本市场上筹集到外源资金又未从实现的利润中留存内源资金,这无异于“雪上加霜”。再说,许多确实需要股权再融资公司可能根本拿不出30%的现金用于分红。因此,预增发新股上市公司存在减少现金分红又能取得增发资格的强烈动机。需要支付的30%现金红利以年均可分配利润为计算基础,年均可分配利润由年初未分配利润和本年净利润构成,年初未分配利润是过去年度累积的结果,很难随意调整,而本年净利润却可以通过盈余管理予以调整。因此,上市公司既要取得增发资格又要减少现金股利支付的强烈意愿倒逼公司运用盈余管理手段调减利润。

为迎合政策且尽量减少现金分红动用的货币资金,上市公司获取增发新股资格过程中调减利润的幅度亟须增加,而应计项目盈余管理调整利润的空间有限且已受到更多监管^[12-14],上市公司不得不同时运用有损企业价值的真实活动盈余管理。因此,本文提出如下假设。

H1:双重增发条件下,上市公司获取增发资格时为减少现金股利支付会同时使用应计项目盈余管理和真实活动盈余管理两种方式调减利润。

一旦实施增发,公司再融资目标达到,就会将之前盈余管理调整的应计利润转回,因此,上市公司增发当年将发生与获取增发条件过程中相反方向的盈余管理行为。真实活动盈余管理不像应计项目盈余管理一样需要转回,但之前利用真实活动进行盈余管理影响到公司战略的实现,为达到预定战略目标,公司之后的经营活动可能出现反转,例如增发前为调减利润降低的销售在增发后会因销售条件的改变而增加,增发前为调减利润而增加的酌量性费用也会在增发后缩减,毕竟公司中长期的销售与支出计划总量是预定的。

双重增发条件要求用3年的平均值,上市公司获准增发后,以前年度累积的应计项目盈余管理不可能在短时间内转回,经营活动在增发当年也不可能一次性消减,上市公司增发新股的下一年还会继续进行与增发年度同方向的盈余管理行为。

综上分析,本文提出如下假设。

H2:双重增发条件下,上市公司增发年度和增发下一年度同时使用应计项目盈余管理和真实活动盈余管理两种方式调增利润。

四、研究设计

(一) 样本设计

本文以沪深所有上市公司2008—2012年数据为初始样本,并剔除如下公司:(1)金融类上市公司;(2)ST公司;(3)最近两年上市的公司;(4)数据缺失的公司。最终得到样本为8097公司年,各年度样本个数分别为:2008年1289家,2009年1430家,2010年1496家,2011年1773家,2012年2109家。数据主要来源于CSMAR上市公司数据库和RESSET金融研究数据库。

(二) 盈余管理度量

研究表明,修正的Jones模型能更有效度量应计项目盈余管理^[17-18],因此本文选用修正的Jones模型计量的异常应计利润来度量应计项目盈余管理,其公式如下:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \times \frac{\Delta S_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \times \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

公式(1)中*i*为公司,*t*为年度(下同), $TA_{i,t}$ 为总应计利润,且 $TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t}$, $NI_{i,t}$ 为净利润, $CFO_{i,t}$ 为经营活动现金净流量; $\Delta S_{i,t}$ 为当期主营业务收入与上期主营业务收入之差; $\Delta REC_{i,t}$ 为当期应收账款净额与上期应收账款净额之差; $PPE_{i,t}$ 为固定资产原值; $A_{i,t-1}$ 为年初总资产。

对同一年度、同一行业的公司数据,本文利用公式(1)回归得到的残差即为各公司的可操控应计利润值(即异常应计利润)AB_TA。

与应计项目盈余管理通过账务处理调整利润不同,真实活动盈余管理一般通过安排真实交易完成。Roychowdhury 提出三种真实活动操控行为:销售操控、生产操控和酌量性费用操控,为提高盈余水平,销售操控会导致负向异常现金流,生产操控会产生更高异常产品生产成本(主营业务成本与存货变动额合计),而酌量性费用操控将导致负向异常酌量性费用^[19]。相反,为减少盈利进行真实活动盈余管理则产生正向异常现金流、负向异常产品总成本和正向异常酌量性费用。

借鉴前人的研究^[19-21],本文建立公式(2)、公式(3)和公式(4)测算异常现金流 AB_CFO、异常生产成本 AB_PROD 和异常酌量性费用 AB_DISP 三个指标作为真实活动盈余管理变量,分别衡量公司的销售操控、生产操控和酌量性费用操控。

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \delta_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \times \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \delta_{i,t} \quad (3)$$

$$\frac{DISP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \delta_{i,t} \quad (4)$$

其中,公式(2)中的 $S_{i,t}$ 为主营业务收入;公式(3)中的 $PROD_{i,t}$ 为产品生产成本,等于主营业务成本与存货变动额的合计数;公式(4)中的 $DISP_{i,t}$ 为管理费用和销售费用的合计数。

对同一年度、同一行业数据,本文利用公式(2)、公式(3)和公式(4)分别回归得到公司正常经营现金流、正常生产成本和正常酌量性费用,用公司实际值减去正常值即得到各公司异常现金流 AB_CFO、异常生产成本 AB_PROD 和异常酌量性费用 AB_DISP。为反映真实活动盈余管理的总体效应,本文借鉴 Cohen、Zang 和张嘉兴等的做法,构建真实活动盈余管理总体指标: $AB_PROXY = AB_PROD - AB_CFO - AB_DISP$ ^[12,14,20]。当公司采用真实活动盈余管理方式调增利润时,此指标为正,反之为负。

(三) 解释变量和控制变量

本文解释变量的符号为 FH、 Z_{01} ,分别代表公司在当年符合增发条件、当年增发及

增发下一年的公司。借鉴已有的研究^[12],本文加入的控制变量包括总资产报酬率(ROA)、资产负债率(LEV)、公司增长能力(TOBIN-Q)、公司规模(LNA)、盈余管理柔性(INVREC)和第一大股东持股比例(FIRST)。另外,回归分析时还控制了年度及行业的影响。各变量的具体含义见表1。

(四) 模型构建

为验证假设,本文构建公式(5)和公式(6)进行多元回归分析。

表1 变量定义

| 变量类型 | 变量名称 | 变量含义与解释 |
|-------|----------|------------------------------|
| 被解释变量 | AB_TA | 异常应计利润(即可操控性应计利润) |
| | AB_CFO | 异常现金流 |
| | AB_PROD | 异常生产成本 |
| | AB_DISP | 异常酌量性费用 |
| | AB_PROXY | 真实活动盈余管理总量 |
| 解释变量 | FH | 当年符合增发条件且未实施增发的样本取1,否则取0 |
| | Z_{01} | 当年增发及增发下一年的样本取1,否则取0 |
| 控制变量 | ROA | 总资产报酬率 |
| | LEV | 资产负债率 |
| | TOBIN-Q | 公司增长能力 |
| | LNA | 公司规模,对总资产取自然对数 |
| | INVREC | 表示盈余管理柔性,用存货与应收账款合计占总资产的比重表示 |
| | TATO | 总资产周转率 |
| | FIRST | 第一大股东持股比例 |

$$AB = \lambda_0 + \lambda_1 \times FH + \lambda_2 \times ROA + \lambda_3 \times LEV + \lambda_4 \times TOBIN - Q + \lambda_5 \times INVREC + \lambda_6 \times LNA + \lambda_7 \times TATO + \lambda_8 \times FIRSH + \sum_{k=9}^{12} \lambda_k \times YEAR + \sum_{l=13}^{23} \lambda_l \times INDUSTRY + \varepsilon \quad (5)$$

$$AB = \lambda_0 + \lambda_1 \times Z_{01} + \lambda_2 \times ROA + \lambda_3 \times LEV + \lambda_4 \times TOBIN - Q + \lambda_5 \times INVREC + \lambda_6 \times LNA + \lambda_7 \times TATO + \lambda_8 \times FIRST + \sum_{k=9}^{12} \lambda_k \times YEAR + \sum_{l=13}^{23} \lambda_l \times INDUSTRY + \varepsilon \quad (6)$$

公式(5)用来验证 H1,公式(6)用来验证 H2。AB 代表公司盈余管理值,包括 AB_TA、AB_CFO、AB_PROD、AB_DISP 和 AB_PROXY。

五、实证分析

(一) 描述性统计

根据表 2 所做的描述性统计,反映盈余管理水平的被解释变量均值和中位数普遍接近 0,其中,异常应计利润 AB_TA 均值和中位数分别为 0.0014 和 -0.0004,异常现金流 AB_CFO 均值和中位数分别为 0.0075 和 0.0092,异常生产成 AB_PROD 均值和中位数分别为 -0.012 和 -0.01,异常酌量性费用 AB_DISX 均值和中位数分别为 0.0109 和 0.0037,真实活动盈余管理总量 AB_PROXY 均值和中位数分别为 -0.0307 和 -0.0279,真实活动盈余管理总量

表 2 样本描述性统计

| 变量 | 样本量 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最大值 | 最小值 |
|-----------------|------|---------|---------|--------|---------|---------|
| AB_TA | 8097 | 0.0014 | -0.0004 | 0.1027 | 0.3802 | -0.3242 |
| AB_CFO | 8097 | 0.0075 | 0.0092 | 0.1008 | 0.3198 | -0.3375 |
| AB_PROD | 8097 | -0.012 | -0.01 | 0.1461 | 0.4633 | -0.5479 |
| AB_DISX | 8097 | 0.0109 | 0.0037 | 0.0726 | 0.3242 | -0.2064 |
| AB_PROXY | 8097 | -0.0307 | -0.0279 | 0.2606 | 0.8582 | -0.9054 |
| FH | 8097 | 0.2167 | 0 | 0.4121 | 1 | 0 |
| Z ₀₁ | 8097 | 0.1728 | 0 | 0.3781 | 1 | 0 |
| ROA | 8097 | 0.0391 | 0.0356 | 0.0662 | 0.2437 | -0.2299 |
| LEV | 8097 | 0.5041 | 0.503 | 0.2421 | 1.5155 | 0.0508 |
| TOBIN-Q | 8097 | 1.8679 | 1.4628 | 1.2399 | 7.9345 | 0.6253 |
| LNA | 8097 | 21.8203 | 21.6743 | 1.3030 | 28.4052 | 16.7022 |
| INVREC | 8097 | 0.2707 | 0.2429 | 0.1799 | 0.7844 | 0.0080 |
| TATO | 8097 | 0.7021 | 0.5885 | 0.5020 | 2.8344 | 0.0591 |
| FIRST | 8097 | 0.3598 | 0.3397 | 0.1549 | 0.7578 | 0.0863 |

AB_PROXY 波动幅度最大,标准差为 0.2606。解释变量中,FH 均值为 0.2167,表明当年符合增发条件且未实施增发的样本约占总体的1/5,当年增发及增发下一年 Z₀₁的均值较小,仅为 0.1728。从表 2 看,各控制变量的差异也较大。为消除极端值的影响,本文对连续变量进行了 1% 和 99% 的 Winsorize 处理。

(二) 单变量差异分析

本文对是否符合增发条件公司的盈余管理进行均值和中位数差异比较,结果见表 3 的 a 部分。如表 3a 所示,符合增发条件公司(FH = 1)异常应计利润 AB_TA 的均值和中位数显著低于不符合增发条件的公司(FH = 0),符合增发条件公司的真实活动盈余管理总量 AB_PROXY 均值和中位数也显著低于不符合增发条件的公司,说明符合增发条件公司从应计项目和真实活动两种方式进行了负向盈余管理,单变量均值和中位数检验支持 H1。真实活动盈余管理具体方式(AB_CFO、AB_PROD 和 AB_DISX)的均值和中位数比较也支持 H1,限于篇幅表中未予列示。

表 3a 是否符合增发条件公司盈余管理均值与中位数差异比较

| | 均值 | | 中位数 | |
|---------|------------|-------------|------------|-------------|
| | AB_TA | AB_PROXY | AB_TA | AB_PROXY |
| FH = 1 | -0.0043 | -0.0935 | -0.0008 | -0.0767 |
| FH = 0 | 0.0016 | -0.0133 | -0.0003 | -0.0132 |
| 差异(1-0) | -0.0059 ** | -0.0802 *** | -0.0005 ** | -0.0635 *** |
| t 值/z 值 | -2.3272 | -11.5073 | -2.4776 | -12.8949 |

注:“*”、“**”、“***”分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

实施增发与未实施增发公司盈余管理均值和中位数差异比较结果列示在表 3 的 b 部分,可以看

出,当年增发及增发下一年样本($Z_{01} = 1$)异常应计利润 AB_TA 的均值和中位数显著高于未实施增发样本($Z_{01} = 0$)的均值和中位数;公司在当年增发及增发下一年的真实活动盈余管理总量 AB_PROXY 均值和中位数同样显著高于未实施增发公司,因此,当年增发及增发下一年公司存在调增利润的盈余管理,单变量均值和中位数检验支持 H2。

(三) 回归分析

1. 验证 H1 的多元回归分析

我们利用公式(5)验证当年符合增发条件且未实施增发公司的盈余管理行为(H1),结果列示在表4中。如表4所示,当年符合增发条件且未实施增发变量 FH 与异常应计利润 AB_TA 显著负相关,表示上市公司获取增发条件时利用应计项目盈余管理方式调减利润。当年符合增发条件且未实施增发变量 FH 与各真实活动盈余管理变量也存在显著相关关系,具体表现为与异常现金流 AB_CFO 显著正相关,与异常生产成本 AB_PROD 显著负相关,与异常酌量性费用 AB_DISX 显著正相关,与真实活动盈余管理总量 AB_PROXY 显著负相关,这些显著相关关系均支持上市公司获取增发条件时存在调减利润的真实活动盈余管理行为。因此,双重增发条件下,上

市公司获取增发条件时综合利用应计项目和真实活动两种盈余管理方式调减利润,H1 成立。上述结果同时表明,双重增发条件中,上市公司更重视现金分红的要求,毕竟支付 30% 的现金股利需要动用公司的“真金白银”,为降低现金股利且能满足增发条件,调减利润的盈余管理行为势在必行。

控制变量方面,总资产报酬率 ROA 与操控性应计 AB_TA 显著正相关,而与真实活动盈余管理 AB_PROXY 显著负相关,Cohen 和 Zarowin 认为这是应计操控与真实活动盈余管理相互替代的结果^[12]。资产负债率越高,盈余管理越高,这与实证会计三大假设之一的债务契约假设相一致。公司成长性 TOBIN - Q 越高,进行负向盈余管理的意愿越强,表现为 TOBIN - Q 与盈余管理变量 AB_TA 和 AB_PROXY 显著负相关。INVREC 与 AB_TA 以及 NVREC 与 AB_PROXY 显著正相关均凸显盈余管理柔性(INVREC 代表的是盈余管理空间的大小)。资产规模越大,应计操控空间越大,表现为 LNA 与 AB_TA 显著正相关,LNA 与 AB_PROXY 显著负相关可能缘于规模较大公司进行真实活动盈余管理造成的负向影响太大。总资产周转率 TATO 与操控性应计 AB_TA 显著负相关,而与真实活动盈余管理 AB_PROXY 显著正相关。第一大股东持股比例 FIRST 在回归模型中并不显著。

表 3b 实施增发与未实施增发公司
盈余管理均值与中位数差异比较

| | 均值 | | 中位数 | |
|--------------|-----------|----------|-----------|----------|
| | AB_TA | AB_PROXY | AB_TA | AB_PROXY |
| $Z_{01} = 1$ | 0.0249 | -0.0167 | 0.0149 | -0.0137 |
| $Z_{01} = 0$ | -0.0035 | -0.0336 | -0.0038 | -0.0288 |
| 差异(1-0) | 0.0284*** | 0.0169** | 0.0187*** | 0.0151** |
| t 值/z 值 | 9.4625 | 2.2071 | 9.4201 | 2.1963 |

注:“*”、“**”、“***”分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

表 4 当年符合增发条件且未实施增发公司的盈余管理回归分析

| 变量 | AB_TA | AB_CFO | AB_PROD | AB_DISX | AB_PROXY |
|--------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| FH | -0.0129*** (-4.8593) | 0.0129*** (4.8673) | -0.0165*** (-4.3618) | 0.0081*** (4.0739) | -0.0357*** (-5.3367) |
| ROA | 0.5645*** (30.4481) | 0.3274*** (17.6335) | -0.5971*** (-22.5914) | 0.1176*** (8.4837) | -1.0377*** (-22.1645) |
| LEV | 0.0100* (1.9104) | -0.0118** (-2.2585) | 0.0400*** (5.3636) | -0.0051 (-1.3078) | 0.0571*** (4.3214) |
| TOBIN - Q | -0.0066*** (-6.2996) | 0.0046*** (4.3892) | -0.0087*** (-5.8364) | 0.0062*** (7.9562) | -0.0197*** (-7.5017) |
| INVREC | 0.1268*** (17.1473) | -0.1525*** (-20.5847) | 0.1966*** (18.6442) | -0.0081 (-1.4632) | 0.3824*** (20.4796) |
| LNA | 0.0040*** (3.8661) | 0.0083*** (8.0938) | -0.0052*** (-3.5565) | 0.0098*** (12.8139) | -0.0217*** (-8.4153) |
| FIRST | -0.0065 (-0.8969) | 0.0091 (1.2418) | 0.0022 (0.2106) | -0.0151*** (-2.7617) | 0.0072 (0.3890) |
| TATO | -0.0299*** (-12.4766) | -0.0159*** (-6.6396) | 0.0275*** (8.0533) | -0.0248*** (-13.8166) | 0.0663*** (10.9537) |
| -cons | -0.1080*** (-4.6346) | -0.1457*** (-6.2423) | 0.0473 (1.4251) | -0.1989*** (-11.4188) | 0.3567*** (6.0626) |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Industry | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R ² | 0.1702 | 0.1368 | 0.1669 | 0.0719 | 0.1787 |
| N | 8097 | 8097 | 8097 | 8097 | 8097 |

注:表中数值为各变量的回归系数,括号内为 t 值。“*”、“**”、“***”分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

2. 验证 H2 的多元回归分析

表 5 列示的是利用公式(6)对当年增发及增发下一年样本的盈余管理行为进行的多元回归分析结果,用于验证 H2。从表 5 中看,当年增发及增发下一年变量 Z_{01} 与异常应计利润 AB_TA 显著正相关,表示当年增发及增发下一年公司存在调增利润的应计项目盈余管理行为。 Z_{01} 与 AB_CFO 显著负相关、与异常生产成本 AB_PROD 显著正相关、与异常酌量性费用 AB_DISX 显著负相关、与真实活动盈余管理总量 AB_PROXY 显著正相关,均表明公司当年增发及增发下一年存在调增利润的真实活动盈余管理行为。总之,上市公司当年增发及增发下一年存在调增利润的盈余管理行为,H2 成立。控制变量与被解释变量的关系与表 4 基本相同。

(四) 进一步检验

为进一步验证 H2,我们将符合增发条件的 1755 家公司组成的样本分成“符合增发条件且实现增发”(Z0 = 1)和“符合增发条件但未实现增发”(Z0 = 0)两组进行盈余管理的单变量差异比较,结果见表 6a。无论是均值还是中位数比较,“符合增发条件且实现增发”公司的应计盈余管理和真实盈余管理均显著高于“符合增发条件但未实现增发”公司,且明显看出,“符合增发条件且实现增发”两种盈余管理的均值和中位数均为正向,而“符合增发条件但未实现增发”公司两种盈余管理的均值和中位数均为负向。这说明公司增发当年实施了正向的盈余管理,进一步支持了 H2。然而“符合增发条件但未实现增发”公司还要为继续保持符合增发条件且尤其为减少现金股利支付而继续进行负向的盈余管理活动,再次验证支持了 H1。表 6b 列示的是利用公式(6)对 1755 家符合增发条件公司进行回归分析得到的结果,如表 6b 所示,符合增发条件且实现增发变量 Z0 与异常应计利润 AB_TA 显著正相关、与 AB_CFO 显著负相关、与异常生产成本 AB_PROD 显著正相关、与异常酌量性费用 AB_DISX

表 5 实施增发年度及增发下一年的盈余管理回归分析

| 变量 | AB_TA | AB_CFO | AB_PROD | AB_DISX | AB_PROXY |
|--------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Z_{01} | 0.0166 *** (5.8574) | -0.0190 *** (-6.7109) | 0.0163 *** (4.0411) | -0.0079 *** (-3.7199) | 0.0443 *** (6.2090) |
| ROA | 0.5442 *** (29.6910) | 0.3487 *** (19.0094) | -0.6213 *** (-23.7591) | 0.1294 *** (9.4358) | -1.0935 *** (-23.6256) |
| LEV | 0.0123 ** (2.3524) | -0.0142 *** (-2.7182) | 0.0428 *** (5.7458) | -0.0065 * (-1.6561) | 0.0634 *** (4.8094) |
| TOBIN-Q | -0.0066 *** (-6.3206) | 0.0046 *** (4.3819) | -0.0087 *** (-5.8929) | 0.0062 *** (8.0115) | -0.0198 *** (-7.5330) |
| INVREC | 0.1267 *** (17.1399) | -0.1523 *** (-20.5938) | 0.1964 *** (18.6231) | -0.0080 (-1.4459) | 0.3820 *** (20.4714) |
| LNA | 0.0025 ** (2.4219) | 0.0099 *** (9.6004) | -0.0068 *** (-4.6118) | 0.0106 *** (13.7209) | -0.0257 *** (-9.8827) |
| FIRST | -0.0094 (-1.2906) | 0.0120 * (1.6459) | -0.0013 (-0.1284) | -0.0133 ** (-2.4512) | -0.0007 (-0.0371) |
| TATO | -0.0297 *** (-12.3886) | -0.0163 *** (-6.7759) | 0.0276 *** (8.0753) | -0.0248 *** (-13.8311) | 0.0668 *** (11.0464) |
| _cons | -0.0786 *** (-3.3570) | -0.1779 *** (-7.5949) | 0.0795 ** (2.3799) | -0.2145 *** (-12.2514) | 0.4365 *** (7.3868) |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Industry | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R ² | 0.1737 | 0.1416 | 0.1690 | 0.0742 | 0.1820 |
| N | 8097 | 8097 | 8097 | 8097 | 8097 |

注:表中数值为各变量的回归系数,括号内为 t 值。“*”,“**”,“***”分别表示在 10%,5%,1% 水平上显著。

表 6a 符合增发条件实现增发与未实现增发
盈余管理均值与中位数差异比较

| | 均值 | | 中位数 | |
|---------|------------|------------|------------|------------|
| | AB_TA | AB_PROXY | AB_TA | AB_PROXY |
| Z0 = 1 | 0.0291 | 0.0136 | 0.0289 | 0.0117 |
| Z0 = 0 | -0.0108 | -0.0372 | -0.0103 | -0.0338 |
| 差异(1-0) | 0.0399 *** | 0.0508 *** | 0.0392 *** | 0.0455 *** |
| t 值/z 值 | 12.5513 | 3.2793 | 11.6371 | 3.1830 |

注:“*”,“**”,“***”分别表示在 10%,5%,1% 水平上显著。

表 6b 获准并顺利实施增发年度的盈余管理回归分析

| 变量 | AB_TA | AB_CFO | AB_PROD | AB_DISX | AB_PROXY |
|--------------------|------------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|
| Z0 | 0.0223 *** (4.3036) | -0.0138 *** (-3.7015) | 0.0126 ** (2.3777) | -0.0049 ** (-2.3584) | 0.0340 *** (4.6154) |
| Adj-R ² | 0.1489 | 0.1058 | 0.1255 | 0.0603 | 0.1471 |
| N | 1755 | 1755 | 1755 | 1755 | 1755 |

注:表中数值为各变量的回归系数,括号内为 t 值。“*”,“**”,“***”分别表示在 10%,5%,1% 水平上显著。

显著负相关、与真实活动盈余管理总量 AB_PROXY 显著正相关,进一步表明公司“符合增发条件且实现增发”时利用应计项目和真实活动两种方式调增当期业绩, H2 再次得到验证。

本文还做了如下稳健性检验: (1) 利用 Jones 模型回归估计的操控应计替代修正 Jones 模型估计的操控应计, 结论没有差异。(2) 本文对增发后第 2 年的盈余管理测试发现, 增发后第 2 年存在增加利润的应计盈余管理和真实活动盈余管理, 但显著性明显减弱。

六、结论与启示

本文以我国上市公司 2008—2012 年数据为样本, 对双重增发条件下上市公司的盈余管理行为进行实证检验发现, 为迎合政策, 符合增发条件的上市公司在减少现金股利支付强烈动机下存在显著调减利润的盈余管理行为, 且综合运用了应计项目和真实活动两种盈余管理方式。在实施增发新股的当年和增发后的下一年, 上市公司存在利用应计项目盈余管理和真实活动盈余管理调增业绩的现象。前人的研究多支持增发新股前存在调增利润的盈余管理而在增发后将其转回, 本文的结论与之相反, 原因主要在于政策规定的增发新股条件发生了变化, 2008 年以前上市公司增发新股前盈余管理的动机主要是满足政策规定的净资产收益率最低门槛, 而 2008 年以后, 上市公司需要满足增发新股政策规定的双重增发条件, 实证数据尤其支持上市公司为减少现金分红且达到增发条件而于增发前进行调减利润的盈余管理, 说明增发政策中有关现金红利的规定对上市公司的影响更大。稳健性检验支持少数营利性稍差公司重点关注“近 3 年加权平均净资产收益率平均不低于 6%”条件, 增发前进行正向的盈余管理, 增发后将之前调增的利润转回。

本文的贡献包括: 一是发现双重增发条件下上市公司增发新股前为少支付现金红利而进行调减利润的盈余管理, 增发后又进行反向操控, 这一结论与之前的研究存在显著差异(利用 2008 年以前数据得出的研究结论基本上是增发新股前存在调增利润的盈余管理), 从而丰富了我国上市公司增发新股前盈余管理的文献; 二是发现双重增发条件下上市公司利用增发新股融资更加关注政策中对现金红利的规定, 毕竟现金分红涉及动用公司的“真金白银”, 这为进一步研究上市公司增发新股的动机和行为提供帮助; 三是发现为实现特定目标, 我国上市公司会同时运用应计项目和真实活动两种盈余管理方式。

证监会 2006 年出台的《办法》和 2008 年出台的《决定》将现金分红与再融资相挂钩, 旨在保护中小股东合法权益, 但“一刀切”地要求所有再融资上市公司增发前实施 30% 的现金分红却可能导致“监管悖论”, 不利于高成长性和高竞争性公司的可持续增长^[21]。确实需要股权再融资的高成长公司为迎合政策规定的双重增发条件的同时又要避免支付高现金股利被迫于增发新股前进行调减利润的盈余管理; 而低盈利公司在增发前可能仍实施虚增利润的盈余管理。不同经营情况公司为迎合政策发生的盈余管理转化势必影响投资者和分析师利用盈余信息进行公司价值评估, 也会影响审计师对客户重大错报风险的评估及进一步审计程序的选择。政策制定部门则应据此进一步完善上市公司现金分红政策。因此, 双重增发条件下上市公司盈余管理目的和行为的转化应引起投资者、分析师、审计师及政策制定部门的重视。

参考文献:

- [1] Schipper K. Commentary: earning management[J]. Accounting Horizons, 1989, 3(4): 91 - 102.
- [2] Rangan S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 50(1): 101 - 122.
- [3] Shivakumar L. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(3): 339 - 371.
- [4] DuCharme L L, Malatesta P H, Sefcik S E. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits[J]. Journal of Financial Econom-

- ics, 2004, 71(1): 27-49.
- [5] 陆宇建. 上市公司盈余管理行为对配股政策反应的实证研究[J]. 中国软科学, 2003(6): 47-51.
- [6] 陈小悦, 肖星, 过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵[J]. 经济研究, 2000(1): 30-36.
- [7] 杨旭东, 莫小鹏. 新股政策出台后上市公司盈余管理现象的实证研究[J]. 会计研究, 2006(8): 44-51.
- [8] 田高良, 齐保奎, 王恺. 股票市场政策对上市公司盈余管理活动的影响[J]. 经济与管理研究, 2011(8): 105-115.
- [9] 孙铮, 王跃堂. 资源配置与盈余管理之实证研究[J]. 财经研究, 1999(4): 3-10.
- [10] Chen W, Yuan K. Earnings management and capital resource allocation: evidence from China's accounting-based regulation of rights issues [J]. The Accounting Review, 2004, 79(3): 645-665.
- [11] 章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的证据[J]. 管理世界, 2010(1): 54-73.
- [12] Cohen D, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1): 2-19.
- [13] 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(3): 855-888.
- [14] Zang A. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management [J]. The Accounting Review, 2012, 87(2): 675-703.
- [15] Badertscher B. Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms [J]. The Accounting Review, 2011, 86(5): 1491-1518.
- [16] 王良成. 应计与真实盈余管理: 替代抑或互补 [J]. 财经理论与实践, 2014(3): 66-72.
- [17] Dechow M P, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting earning management [J]. The Accounting Review, 1995, 70(2): 193-225.
- [18] Guay W R, Kothari S P, Watts R. A Market-based evaluation of discretionary accrual models [J]. Journal of Accounting Research, 1996, 34(3): 83-105.
- [19] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3): 335-370.
- [20] 张嘉兴, 傅绍正. 内部控制、注册会计师审计与盈余管理 [J]. 审计与经济研究, 2014(2): 3-13.
- [21] 李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究 [J]. 经济研究, 2010(3): 144-155.

[责任编辑:高 婷]

Empirical Research on Listed Companies Earnings Management under the Dual SEOs Condition

ZHANG Jiaying, QI Luguang

(School of Business, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China)

Abstract: In 2006 and 2008, China Securities Regulatory Commission issued policies and requested for seasoned equity offerings of the return on equity and cash dividend. Based on this background, we carry on an empirical research and find that with the strong motivation of catering policy and decreasing cash dividend, listed companies lower profit of earnings management when acquiring the qualification of seasoned equity offerings, manage earnings upward in the year of SEOs and the following year. Both accrual and real manipulations are used around SEOs. Under the dual SEOs condition, change of earnings management of listed companies' profit goal and behavioral should attract investors, analysts, auditors and policymakers' attention.

Key Words: dual SEOs conditions; issuance of new shares; catering policy; accruals earnings management; real activity earnings management; enterprise re-financing