

IPO前后盈余管理行为选择 及不同市场间差异

——基于应计和真实盈余管理的研究

黄有为 著

IPO前后盈余管理行为选择 及不同市场间差异

——基于应计和真实盈余管理的研究

黄有为 著

图书在版编目 (CIP) 数据

IPO 前后盈余管理行为选择及不同市场间差异: 基于应计和真实盈余管理的研究/黄有为著. —北京: 中国社会科学出版社, 2015. 9

ISBN 978-7-5161-6561-4

I. ①I… II. ①黄… III. ①上市公司—企业利润—管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 160058 号

出版人 赵剑英
责任编辑 卢小生
特约编辑 林木
责任校对 周晓东
责任印制 王超

出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮编 100720
网址 <http://www.csspw.cn>
发行部 010-84083685
门市部 010-84029450
经销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京金瀑印刷有限责任公司
版次 2015 年 9 月第 1 版
印次 2015 年 9 月第 1 次印刷

开本 710×1000 1/16
印张 10.75
插页 2
字数 182 千字
定价 39.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010-84083683

版权所有 侵权必究

序 言

1990年和1991年，上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立，标志着中国资本市场的诞生。随后，中国证券市场便步入了快速发展阶段，上市公司数量逐年递增，很大程度解决了我国企业，特别是国有企业融资难的问题，并对促进我国市场经济快速发展做出了重要贡献。但是，伴随快速发展的同时，证券市场也出现了一些问题，IPO公司的盈余管理行为就是其中的重要问题之一，因为它直接影响中国证券市场的效率问题，进而影响整个社会的资源配置效率。由此可见，IPO公司盈余管理问题的鉴别、分析等研究有利于实现社会资源最优配置。

IPO公司盈余操控可以分为应计盈余管理和真实盈余管理两种。应计盈余管理行为是指通过在公认会计准则范围内（GAAP）对会计政策进行选择来掩盖或遮掩企业真实经济行为（Dechow and Skinner, 2000），当管理者运用职业判断编制财务报告和构建交易时就会产生这种行为，目的在于或者误导企业利益相关者对企业基本业绩的判断，或者影响依赖于企业会计报告数字的契约后果。而真实盈余管理行为也是一种偏离企业正常经营活动的行为，其目的在于误导某些企业利益相关者相信企业的财务目标已经获得了实现。特定的真实盈余管理行为包括企业产品销售价格折扣、减少可操控性费用和加大生产以摊薄企业产品成本等（Roychowdhury, 2006）。

应计和真实盈余管理行为各有特点。应计盈余管理本质是通过会计方法的选择借用企业未来期间业绩，因而对公司现金流没有影响，影响的只是公司短期经营业绩；而真实盈余管理则通过对公司销售行为、生产行为以及费用的操控扭曲公司的经营行为，影响其经营现金流量，进而影响公司的长期经营业绩。国外一系列的研究也证实了这一点，格尼（Gunny, 2010）、科恩等（Cohen et al., 2010）、Zang（2012）的研究发现，真实盈余管理是以牺牲公司的长远利益为代价的，其危害由此可见一斑。

本书从应计和真实两种盈余操控行为入手，系统探讨了 IPO 公司在上市前后的盈余操控行为，特别是对真实盈余管理行为，分别对异常现金流、异常生产成本、异常酌量费用、真实盈余管理综合变量 RM1、RM2 和 RM 等进行了全面、深刻、系统探讨，以探寻 IPO 公司在上市前后的盈余操控规律。作者通过按总资产收益率（ROA）从低到高进行四等细化研究的基础上得出结论：IPO 公司同时存在应计和真实盈余操控行为，并且 IPO 当年更多地进行应计操控行为，而 IPO 之后一年更多地进行真实盈余行为操控。

随后，又进一步对 IPO 公司盈余管理行为在中国证券市场主板/中小板市场和创业板市场间的差异进行了研究，得出结论指出：两种不同市场间有显著差异，即在 IPO 当年，创业板 IPO 公司的应计盈余管理行为显著强于同期主板/中小板 IPO 公司的应计盈余管理行为；IPO 之后一年，创业板 IPO 公司的真实盈余管理行为显著强于同期主板/中小板 IPO 公司的真实盈余管理行为。

有关真实盈余管理的系统研究是近些年才开始的，始于罗伊乔杜里（Roychowdhury, 2006）的开创性文献，而关于 IPO 公司真实盈余管理的研究开展更晚，在国内系统研究 IPO 公司真实盈余管理的相关文献较为罕见，本书对中国 IPO 公司 IPO 前后的真实盈余管理行为的研究，无疑是原创之作，虽然难免有一定的不足和局限，但作为一次大胆的尝试，堪称佳作，故乐而为之序。

中央财经大学博士生导师



2014 年 11 月 26 日

摘 要

上市公司盈余管理行为一直是资本市场的热点问题，而盈余管理又可以分为应计盈余管理和真实盈余管理。无论国外还是国内，对应计盈余管理研究可谓汗牛充栋，但是对于 IPO 公司 IPO 行为中的应计盈余管理行为却少了很多。对真实盈余管理行为的系统研究国外也只是近几年才兴起，国内对此研究开展时间甚至更晚，而对 IPO 公司 IPO 行为中的真实盈余管理行为以及 IPO 行为中应计和真实盈余管理两种行为之间的关系问题，无论国外还是国内更是难觅其踪。而本书正是对这一问题进行深入研究尝试。

本书共分七章。第一章为导论，简要介绍文章研究的背景、目的和意义，研究思路和研究方法等。第二章为文献综述，分别就应计和真实盈余管理的相关文献进行系统梳理。第三章为理论基础和制度背景。第四章为应计和真实盈余管理总体状况实证研究。第五章为 IPO 公司应计和真实盈余管理行为的权衡选择。第六章为 IPO 公司应计和真实盈余管理行为在不同市场间的差异。第七章为研究结论和政策建议。

本书研究的可能创新点如下：

第一，系统、深入地研究中国证券市场 IPO 公司 IPO 前后的应计和真实盈余管理行为；

第二，第一次系统研究中国证券市场 IPO 公司 IPO 前后应计和真实盈余管理行为的权衡选择问题；

第三，第一次系统研究 IPO 公司在主板/中小板与创业板市场不同市场间的盈余管理行为选择问题。

关键词：应计盈余管理 真实盈余管理 权衡选择 主板/中小板
创业板

ABSTRACT

Earnings Management of listed Company is always a hot topic, and it can be classified as accrual earnings management and real earnings management. Whether at home or abroad, there are enormous research on accrual earnings management, but there are not too much research on real earnings management. Systematic study on real earnings management thrives in recent years overseas, while at home, this kind of research emerges later. But for the research on accrual and real earnings management of IPO company, including the relation between the two earnings management, there are scarcely any, whether at home or abroad. And this dissertation is trying to give a depth study on this topic.

This dissertation consists of seven chapters. Chapter 1 is the introduction, and it gives a brief introduction of the researching background, objectives, significance, thinking and methods etc. Chapter 2 is the part of literatures review. Chapter 3 is composed of theoretical basis and institutional background. Chapter 4 is about the empirical research of overall situation of accrual and real earnings management of IPO company. Chapter 5 is about the strategy choice of accrual and real earnings management of IPO company. Chapter 6 is about discrepancy of options of accrual and real earnings management of IPO company between different markets. Chapter 7 is research results and policy proposal.

The main innovations of this dissertation are as follows:

First, this dissertation gives a depth and systematic research on accrual and real earnings management of IPO company in Chinese Securities Market before and after IPO.

Second, this dissertation is the first systematic research on trade-off of accrual and real earnings management of IPO company in Chinese Securities Mar-

ket before and after IPO.

Third, this dissertation is the first systematic research on different choice of earnings management of IPO company between main/SME (Small and Mid Enterprise) board and GEM (Growth Enterprises Market) board.

Keywords: Accrual Earnings Management Real Earnings Management trade-off main/SME (Small and Mid Enterprise) board GEM (Growth Enterprises Market) board

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景、研究目的和研究意义	1
一 研究背景	1
二 研究目的和意义	3
第二节 研究思路和研究方法	5
一 研究思路	5
二 研究方法	7
第三节 研究创新	8
一 系统、深入地研究中国证券市场 IPO 公司 IPO 前后的 应计和真实盈余管理问题	8
二 第一次系统地研究了中国证券市场 IPO 公司 IPO 前后应计和 真实盈余管理行为的权衡选择问题	9
三 第一次系统地研究 IPO 公司在主板/中小板与创业板市场 之间的盈余管理行为选择问题	10
第二章 文献综述	11
第一节 盈余管理的含义和手段	11
一 盈余管理的含义	11
二 盈余管理手段	12
第二节 应计盈余管理	14
一 国内外应计盈余管理研究	14
二 国内外 IPO 公司应计盈余管理研究	20
第三节 真实盈余管理及与应计盈余管理之间的关系	24

一	真实盈余管理概念阐述	24
二	真实盈余管理文献回顾	25
三	应计和真实盈余管理行为选择	28
第四节	本章小结	30
第三章	理论基础和制度背景	32
第一节	理论基础	32
一	有效市场假说	32
二	委托—代理理论和信息不对称理论	36
三	理性选择理论	40
第二节	制度背景分析	43
一	中国股票市场 IPO 历程	43
二	股票发行监管制度演变	45
三	新会计准则制度的实施	49
第三节	本章小结	53
第四章	应计和真实盈余管理总体状况实证研究	55
第一节	应计和真实盈余管理相关方法回顾	55
一	应计盈余管理相关方法回顾	55
二	真实盈余管理相关方法回顾	60
第二节	应计和真实盈余管理总体状况分析	62
一	文献回顾和研究假设	62
二	数据获取和研究方法	63
三	实证结果分析	68
第三节	本章小结	74
第五章	IPO 公司应计和真实盈余管理行为的权衡选择	76
第一节	文献回顾和研究设计	76
一	文献回顾和假设提出	76
二	研究思路	78
第二节	应计和真实盈余管理行为权衡选择的实证结果	79
一	数据获取及 ROA 分类分析	79

二	IPO 前后盈余管理变量差异显著性检验	93
三	ROA 分类不同部分差异显著性检验	97
四	稳健性检验	99
五	研究结论	106
第三节	本章小结	106
第六章	IPO 公司应计和真实盈余管理行为在不同市场的差异	108
第一节	创业板市场相关情况分析	108
一	创业板市场的建立和发展	108
二	主板/中小板市场与创业板市场比较	110
第二节	主板/中小板与创业板差异实证研究	114
一	假设提出和统计描述	114
二	实证结果分析	118
三	稳健性检验	129
四	结论	129
第三节	本章小结	133
第七章	研究结论和政策建议	134
第一节	研究结论和政策建议	134
一	研究结论	134
二	政策建议	136
第二节	研究局限和研究设想	139
一	研究局限	139
二	研究设想	140
参考文献	141
后 记	160

第一章 导论

第一节 研究背景、研究目的和研究意义

一 研究背景

上市公司盈余管理行为一直是资本市场的热点问题，而盈余管理又可以分为应计盈余管理和真实盈余管理两种。应计盈余管理行为是指通过在公认会计准则范围内（GAAP）对会计政策进行选择以掩盖或遮掩企业的真实经济行为（Dechow and Skinner, 2000），管理层在财务报告中使用职业判断和构建交易而改变财务报告时就会产生盈余管理行为，其目的在于或者误导一部分利益相关者对企业基本经济行为的理解，或者影响以财务报告数字为基础的契约后果。而真实盈余管理行为也是一种偏离企业正常经营活动的行为，其不会增加企业价值，目的在于误导某些企业利益相关者相信企业的财务目标已经实现。特定的真实盈余管理行为包括企业产品销售价格折扣、减少可操控性费用和加大生成以摊薄企业产品成本等（Roychowdhury, 2006）。

国外学者研究表明，上市公司存在围绕 IPO 行为而进行操控性应计盈余管理行为（Friedlan, 1994；Teoh et al., 1998；Gramlich and Sorensen, 2004；Morsfield and Tan, 2006）。此外，还有研究表明，拥有更高程度应计盈余管理行为的上市公司会在 IPO 之后接下来的年份中出现收益和业绩下降行为（DuCharme et al., 2001；Fan, 2007；Chang et al., 2010）。

近些年来，围绕 IPO 公司 IPO 过程中盈余管理行为的研究也更多地拓展到真实盈余管理行为。Darrough 和 Rangan（2005）研究表明，IPO 公司在 IPO 当年会通过消减研发费用方式提高报告期收入。与此结果相一致，

格拉汉姆等 (Graham et al., 2005) 也提供证据表明, 管理者更愿意采用真实盈余管理行为来提高报告期盈余。罗伊乔杜里 (2006)、Zang (2012)、科恩等 (2008) 和格尼 (2010) 的相关研究都表明企业广泛存在真实盈余管理行为问题。

1990 年, 中国第一只股票飞乐音响在上海证券交易所上市交易, 拉开了中国股票市场的序幕。截至 2012 年年底, 总计 13 年的时间, 中国股票市场合计发行上市 2548 家企业, 其中在上海证券交易所上市企业 986 家, 深圳证券交易所上市企业 1562 家, 借此中国证券市场、资本市场获得了极大发展。但是, 一个证券市场能够健康发展的前提, 就是上市公司能够及时向市场提供相关且可靠的各种信息。资本市场的投资者获得了这些信息, 就能够准确地通过相关分析对上市公司进行估值并做出正确的投资决策, 从而获取收益, 最终实现市场中资本的有效配置, 促进整个市场的发展。在上市公司向市场提供的各种信息中, 会计盈余信息是其中非常重要的一部分, 一直备受上市公司各种利益相关者的关注。但是, 因为信息不对称等情况的存在, 外部利益相关者很难根据上市公司提供的会计信息而准确掌握上市公司的真实经营状况, 反而经常被其误导, 从而做出错误的决策而遭受损失。随着我国经济的不断发展, 资本市场相关法律制度的不断健全, 会计舞弊、财务造假的成本越来越高, 因此, 上市公司特别是 IPO 公司管理层就会更多地转向“合法”的会计政策选择等盈余管理方法以使上市公司的业绩达到所期望的水平, 从而获取各种利益。因此, IPO 公司盈余管理问题一直也是国内研究的热点。

自 20 世纪 90 年代初上海、深证交易所建立后, 我国证券市场就步入了快速发展阶段, 上市公司数量越来越多, 这对解决我国企业, 特别是国有企业的资金困难起到了非常重要的支持作用, 并对促进我国市场经济的快速发展做出了非常重要的贡献。但是, 正如我国经济改革过程中会出现很多问题一样, 伴随着快速发展的同时, 证券市场也出现了一些问题。其中, IPO 公司的盈余管理行为就是非常重要的一个问题。因为这个问题直接影响中国证券市场的效率, 直接影响整个社会资金最优配置。因此可见, IPO 公司盈余管理问题的鉴别、分析及解决是提高整个社会资金运用效率的重要内容。

中外关于 IPO 公司应计盈余管理问题的研究进入了一个比较成熟的阶

段,但是,关于 IPO 公司真实盈余管理行为的系统研究在国外才刚刚起步,而关于 IPO 公司应计和真实盈余管理二者之间的关系问题的国内外相关研究更是难觅踪迹。本书力图借助我们国家证券市场大发展所提供的背景,研究 IPO 公司中真实盈余管理以及和应计盈余管理之间的关系,从而能够更加丰富盈余管理的相关理论,同时为如何提高我国 IPO 公司盈余质量提供理论指导。另外,希冀能够找到 IPO 公司进行应计和真实盈余管理行为的原因及方式,从而能够对症下药,有效找到解决办法并提高我国 IPO 公司总体盈余质量,进而提高我国上市公司总体盈利能力,优化证券市场社会资源配置功能,从而提高社会资源使用效率,最终为我国经济的快速发展做出贡献。

二 研究目的和意义

(一) 研究目的

1. 系统探寻中国证券市场 IPO 公司应计和真实盈余管理行为,特别是真实盈余管理行为

西方关于 IPO 问题研究始于 Logue (1973) 和 Ibboston (1975) 对美国 20 世纪 60 年代股票市场新股抑价的实证分析,而西方盈余管理的实证研究兴起于希利 (Healy, 1988) 的经理人报酬契约下盈余管理行为研究。虽然这两个领域的理论与实证研究不胜枚举,但是将两者结合起来关注 IPO 的盈余管理问题的实证研究相对不多,而且研究更多集中于 IPO 公司应计盈余管理问题,而对真实盈余管理问题的研究更是难觅其踪。所以在这里,本书研究主要基于两点:第一,借助西方成熟的应计盈余管理行为检测方法,同时利用快速发展的我国证券场所提供的背景,分析我国 IPO 公司应计盈余管理行为的基本特点;第二,同样借助西方刚刚发展起来的真实盈余行为研究方法,系统探究我国证券市场 IPO 公司真实盈余管理行为的特点。

2. 探索中国股票市场中 IPO 公司真实盈余管理行为和应计盈余管理行为之间的关系,从而丰富盈余管理理论

国内外很多研究已经表明, IPO 公司普遍存在盈余管理问题,但是,关于盈余管理问题的研究更多基于应计盈余管理展开。而关于真实盈余管理行为的研究却不多,但随着 2006 年罗伊乔杜里发表的一篇著名的有关真实盈余管理文献的出现,使得真实盈余管理问题研究进入到了另一个层面。而我们国家对真实盈余管理问题的研究展开得更晚,因此,借助我国

证券市场大发展的背景，研究 IPO 公司中真实盈余管理以及和应计盈余管理之间的关系问题，从而能够更加丰富盈余管理的理论。

3. 希望能够对中国证券市场 IPO 公司的相关监管工作提供重要的支撑

对于任何国家，证券市场的核心作用都是优化配置资源，为最具竞争力的企业提供企业发展所急需的资金，为整个经济发展起到重大的推动作用；另外，也必须做好投资者的保护工作，让证券市场的资金提供者能够在企业和经济的发展中获益。因此，IPO 公司的相关监管工作，特别是对其盈余管理行为的监管工作特别重要。但是，做好这项工作的一个基本前提是能够系统掌握 IPO 公司应计和真实盈余管理行为的基本特征，而本书正好可以提供这样的一种支持。

（二）研究意义

1990 年年底，上海证券交易所建立；1991 年年初，深证证券交易所建立，这标志着我国证券市场的出现。随后，我国证券市场步入了快速发展阶段，为我国众多企业，特别是国有企业的发展提供了所急需的资金，并对促进我国市场经济的快速发展做出了非常重要的贡献。在我国社会主义市场经济中，证券市场在充分发挥其融资功能的同时，还是资源配置的重要桥梁，对促进我国资源优化、提高市场经济效益起着重要作用。

关于证券市场中 IPO 公司盈余管理一直是理论界和实务界重点关注的一个问题。中外关于 IPO 公司应计盈余管理问题的研究基本进入一个比较成熟的阶段，但是关于 IPO 公司真实盈余管理行为的系统研究在国外才刚刚起步，而关于 IPO 公司应计和真实盈余管理行为二者之间的关系问题的国内外文献更是少之又少。本书借助于我国证券市场快速发展的大背景，来研究 IPO 公司中应计盈余管理行为、真实盈余管理行为以及二者之间关系的权衡选择，从而能够更加丰富盈余管理的相关理论，因此，具有重要的理论意义。

此外，为保证进入中国证券市场的 IPO 公司的质量，把握 IPO 公司的相关监管工作，特别是 IPO 公司盈余管理行为的监管工作至关重要。这需要我们从根本上系统掌握 IPO 公司应计和真实盈余管理行为的基本特点，从而有的放矢。而该研究正好可以提供这样的一种支持，因此，对我国证券市场提高 IPO 公司质量，优化社会资源配置，提高资源使用效率具有现实意义。

第二节 研究思路和研究方法

一 研究思路

1990年年底和1991年年初,深、沪两个证券交易所的相继出现,标志着中国证券市场的建立。随后经过20多年的逐步发展、壮大,为我国众多企业,特别是国有企业的发展提供了急需的资金,并为我国经济建设做出了应有的贡献。随着2006年2月15日新会计准则的颁布,将我国证券市场的规范发展推向了更深的层次。为了更规范研究IPO公司应计和真实盈余管理问题,本书将研究时间限定为2007—2011年,而这正是新会计准则开始全面实施的时间,这样,就可以排除新会计准则实行前后带来的噪声影响。具体内容研究思路如下:

(一) IPO公司应计和真实盈余管理行为的总体状况分析

众多中外学者研究提供证据表明,上市公司IPO过程中存在机会主义盈余管理行为。在具体研究上,以2007年开始全面实施新会计准则的中国证券A股市场为背景,具体分析我国证券市场IPO公司的应计和真实盈余管理行为总体状况。

对于应计盈余管理行为,方法上运用比较成熟的修正琼斯(Jones)模型,计算出从2007—2011年历年IPO公司的 DA_t (操控性应计),用Year(-2)、Year(-1)、Year(0)、Year(1)、Year(2)和Year(3)分别表示上市公司IPO之前两年、之前一年、当年、之后一年、之后两年和之后三年,并以6年时间跨度来考察上市公司IPO过程前后应计盈余管理行为的特点及变化,这样就能够更全面掌握IPO公司的总体应计盈余管理行为状况。

我国学者对IPO公司应计盈余管理行为研究虽晚于国外,但经过多年努力,已获得了丰硕成果,但是对IPO公司真实盈余管理行为研究却极少。因此,对应计盈余管理行为的研究,更多地利用后发优势,即利用更充分的IPO公司数据来分析更可靠的IPO公司的应计盈余管理行为。而对于真实盈余管理行为的研究,为了更全面反映其情况,这里所使用的、用于估计真实盈余管理的估计模型,首先由戴乔等(Dechow et al., 1998)提出,并被罗伊乔杜里(2006)、科恩等(2008)、科恩和查诺文(Cohen

and Zarowin, 2010) 及 Zang (2012) 所广泛应用的, 并且为了反映真实盈余管理总体情况, 仿照科恩和查诺文 (2010) 所做, 形成真实盈余管理综合变量 RM1、RM2 和 RM, 以这样的方式从总体上更全面分析我国 IPO 公司总体真实盈余管理行为状况。在具体方法上同应计盈余管理的研究, 也使用 6 年的时间跨度考察上市公司 IPO 过程前后真实盈余管理行为的特点及变化。

根据国内外相关研究文献, 此部分的核心假设为: IPO 公司在 IPO 前后会同时运用应计和真实两种盈余管理行为方式。

(二) IPO 公司应计和真实盈余管理行为的权衡选择研究

根据科恩等 (2008) 等相关研究文献结果表明, 随着监管制度的加强, 应计盈余管理和实质盈余管理方式之间存在着相互替代、此消彼长的趋势。Zang (2012) 的研究发现, 管理人员优先决策实质盈余管理在应计操纵决策之前, 并且实质盈余管理和应计操纵之间存在相互替代关系。这支持了格拉汉姆等 (2005) 的研究结论, 因为真实盈余管理方式不容易引起监管机构和审计人员的注意, 所以, 管理者更偏爱真实盈余管理行为。以上研究表明, 不同的监管环境、不同的压力会导致企业区别运用应计和真实盈余管理两种方式。

应计盈余管理本质是通过会计方法的选择借用未来期间业绩, 因而对公司现金流没有影响, 影响的只是公司短期经营业绩; 而真实盈余管理则不同, 通过对公司销售行为、生产行为以及费用的操控扭曲公司经营行为, 影响其现金流量, 进而影响公司的长期经营业绩。国外一系列研究也证实这一点, 格尼 (2010)、科恩等 (2008)、Zang (2012) 的研究发现, 真实盈余管理是以牺牲公司长远利益为代价的。而企业也很清楚这一点, 所以在同等条件下会首选应计操控, 只有在应计操控行为受限时, 才考虑真实盈余操控行为。

因此, IPO 公司会根据实际情况对两种盈余管理行为进行权衡选择, 这里要检验的核心假设为: 应计盈余管理行为主要出现在 IPO 当年, 真实盈余管理行为主要出现在 IPO 之后一年。

(三) IPO 公司应计和真实盈余管理行为在不同市场间的差异

为了促进中小企业发展, 满足其融资需求, 西方许多资本市场发展成熟的国家都在主板市场之外设立创业板市场, 最著名的当属全美证券交易商协会自动报价系统, 即 NASDAQ 股票市场。我国创业板于 2009 年推