

第11卷 第1期
(总第31期)
Vol. 11 No. 1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会
(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2013 · 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

编辑部

岳 衡/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

编辑部 IT 事务

曾建光

编务助理

湛嘉席

地 址

北京大学光华管理学院一号楼 529 室

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室

(邮编:100871 电话:010-62750037 传真:010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 11 卷. 第 1 期/王立彦主编. —北京: 北京大学出版社, 2013. 3

ISBN 978-7-301-22560-8

I. ①中… II. ①王… III. ①会计-中国-丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 109505 号

书 名: 中国会计评论 (第 11 卷第 1 期)

著 作 责 任 者: 王立彦 主编

责 任 编 辑: 李 娟

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-22560-8/F · 3626

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 子 信 箱: em@pup.cn QQ: 552063295

新 浪 微 博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 7.25 印张 170 千字

2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: \$30.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

欢迎您来东北大学工商管理学院工作

东北大学位于辽宁省省会沈阳,创办于 1923 年,具有良好的学术氛围和爱国主义传统,是首批进入“211”和“985”一流大学建设工程的国家重点大学之一。学校设有 65 个本科专业,179 个学科有权招收和培养硕士研究生,97 个学科有权招收和培养博士研究生。学校共有专任教师 2463 名(教授 424 人,博士生导师 353 人)。其中,中国科学院和中国工程院院士 5 人,国家千人计划 4 人,教育部“长江学者奖励计划”特聘教授、讲座教授 19 人,国家杰出青年基金获得者 24 人,教育部新世纪优秀人才 76 人,入选国家百千万人才工程百人层次 10 人。

东北大学工商管理学院的历史,可以追溯至 1939 年的原东北大学工商管理系和 1952 年的东北工学院冶金工业经济组织与计划专业,1994 年工商管理学院正式成立。学院目前拥有管理科学与工程、工商管理、应用经济学等一级学科博士学位授权点;在全国一级学科评估中,管理科学与工程学科位居第十五名;工商管理学科位居第十九名。学院现有教师 103 人,包括教授 23 人(其中长江学者特聘教授 1 人,博士生导师 19 人)。近几年来,学院承担国家自然科学基金和社会科学基金、国家“863”计划项目、国家科技攻关项目百余项,获省部级以上科技进步奖 24 项,其中仅 2003 年至 2012 年间就获得国家自然科学基金和社会科学基金项目 70 余项。

东北大学会计学专业成立于 1982 年,1997 年取得会计学硕士学位授予权,2010 年取得工商管理一级学科下的会计学二级学科博士学位授予权,2010 年取得会计硕士专业学位(MPAcc)授予权。东北大学会计学专业现有教师 15 人,其中教授 3 人(博士生导师 2 人),副教授 7 人,讲师 5 人,曾获得国家自然科学基金 3 项、国家社会科学基金 1 项,2009 年“会计学”课程获得辽宁省省级精品课。

目前东北大学工商管理学院为有识之士提供较为理想的发展空间与环境,欢迎各位会计领域优秀人才来我院会计研究所工作!

有意者请与我们联系!

联系人及方式:吴 粒 lwu@mail. neu. edu. cn / 13840390790

袁知柱 zzyuan@mail. neu. edu. cn / 15998317228

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
重庆大学	刘 星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	张兆国
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	陈 晓
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	陈汉文
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

特邀理事

IASB 国际会计准则理事会	张为国
中国会计学会	刘玉廷
中国注册会计师协会	陈毓圭

中国会计评论

第 11 卷 第 1 期

(总第 31 期)

2013 年 3 月

目 录

主编寄语 王立彦(1)

文 章

创业投资在 IPO 公司盈余管理中的角色 吴少凡 贾 宁 陈 晓(5)

管理者如何使用参照业绩进行相对业绩评价? 一项基于有效契约

假说的实验研究 陈 磊 潘中华(27)

非经常性损益的价值相关性研究 叶建芳 李丹蒙 吴琳琳(39)

国际“四大”的品牌溢价和我国上市公司的审计收费 田利辉 刘 霞(55)

跨组织合作的管理控制问题:一个理论研究框架

..... 潘 飞 高苗苗 杨玉龙 文东华(71)

会议综述

实证会计研究的国际化与本土化

——第十一届中国实证会计国际研讨会综述 张伟华 毛新述(91)

征 文

第十二届中国实证会计国际研讨会征文通知 (101)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 11 No. 1

March, 2013

CONTENTS

Message by the editors Liyan Wang(1)

Articles

- The Role of Venture Capital in the Earnings Management of
IPO Firms Shaofan Wu, Ning Jia and Xiao Chen(5)
- An Experimental Study on the Use of Peer Group's
Performance in Relative Performance Evaluation
..... Lei Chen and Zhonghua Pan(27)
- The Market Valuation of Non-recurring Items
..... Jianfang Ye, Danmeng Li and Linlin Wu(39)
- Brand Premiums of International Big4 and Audit Fees of
China's Listed Companies Lihui Tian and Xia Liu(55)
- The Management Control Problem of Inter-organization Cooperation:
A Theoretical Framework
..... Fei Pan, Miaomiao Gao and Yulong Yang and Donghua Wen(71)

Conference Summary

- Internationalization and Domestication of Empirical Accounting Research:
The Overview of the 11th International Symposium on Empirical
Accounting Research in China Weihua Zhang and Xinshu Mao(91)

Call for Papers

- The 12th International Symposium on Empirical Accounting Research in
China Call for Papers (101)

主 编 寄 语

会计实证研究,亟待改变下游徘徊格局

王立彦

进入 2013 年,《中国会计评论》走完第一个十年,从初期的每年两期,后来发展到每年四期,已经出版整整 30 期。

常常被问到一個具体问题:会计实证研究有用吗?我理解这里说的有用性,包括对会计界同业人士准则制定者、注册会计师、会计专业教书人;也包括对会计界以外的投资人、管理者、其他学科。显然可以推定,对于这个基本问题必然存在争议。

在大学商管学院的经济学、会计学和财务学等领域学术研究中,实证研究近年来成为主流研究范式,迅速发展、大步前进。但是冷静地思考,会计实证研究在从增加数量到提升质量的过程中正面对着短板和瓶颈,某些内生性缺陷和障碍正制约着学术研究水平的提高。

本文以下分两个话题谈。

(一) 完整的学术研究链条,不能只有下游

学术界使用实证方法一词,一般指利用“数字证据”对所提出的研究假说进行统计证实或证伪分析,并得到研究结果(发现、推论、结论等),在认识论意义上属于“经验解释”。所以,也有学者认为,英文中的 Empirical research 一词,译为“经验研究”更为贴切。当然,如果学术界都心有灵犀,译作经验研究或实证研究都可以接受。

我个人认为,当前的会计实证研究学术链条,的确缺少基本的独立完整性。表现在,会计研究总是居于下游阶段,缺少自己的上游研究,只好仰仗包括经济学研究、金融学研究、管理学研究、社会学研究、心理学研究等其他学术领域已有的某种理论学说。而没有自己的中游、上游,就很难构架独立的知识主体(见图 1)。

再进一步看会计学术研究自身的链条,作为上游的理论研究严重不足,学

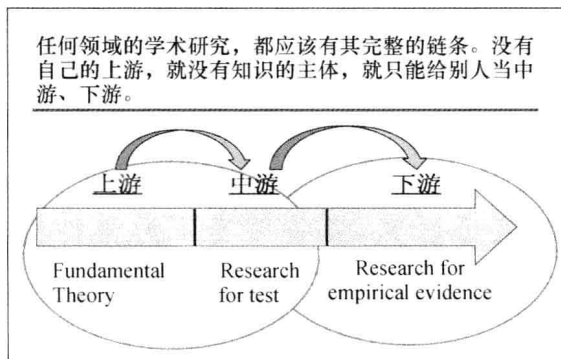


图1 学术研究链条

术界的学术力量几乎全部都集中在下游的经验研究。基本的研究模式几乎都相似：采取拿来主义，借用经济学、金融学、管理学、社会学、运筹学、工程学等领域的某一个“理论”、某一个或某一组模型，略作变量个数增减、变量定义调整修饰，就作为自己的基本模型，进而收集数据，展开统计分析，得到实证结果。这样的实证研究，初期以新颖取胜，越来越多以后就难免被认为缺乏新意（见图2）。

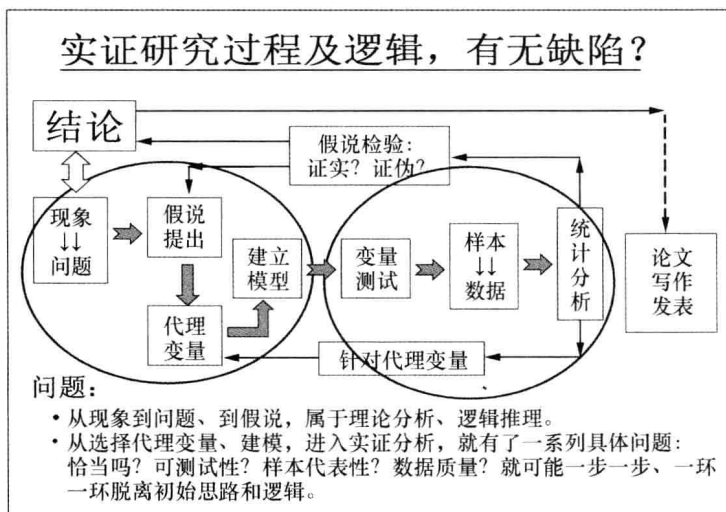


图2 会计实证学术研究链条，普遍偏重下游统计跑回归，忽略上游逻辑机理

会计学者们选择和构思研究话题、预期结果、方法，尤其是为参加国际会议提交学术文章时，非常重视借鉴欧美重要学术期刊上以往发表的文章。

目前的大多数实证会计研究（包括作者本人所为），很大程度是模仿欧美学术研究的理论、做法（甚至选题）。一般的过程是，直接借用海外文献中的选题

和理论(包括来自经济学、管理学、财务学、行为科学等领域的博弈论、委托代理理论、有效市场假说、资本资产定价模型、权变理论、心理和行为模式等),采用海外文献中的思路和方法,对其理论模型略作方程形式或变量选用的修改之后,利用自己搜集的样本数据进行统计计算、检验、解释和分析,得出研究发现或结论。这是典型的下游式研究。问题在于,怎样同时兼顾对中国现实的真正“发现”、“解释”呢?或者简单说,怎样同时兼顾会计研究的“有用性”呢?

(二) 调整和改进:必须重视实证研究的逻辑

应该说,借用某种理论(theory),就意味着接受其前提或假定(assumption),也就是说,以借鉴和模仿方式进行学术研究的隐含前提或假定是,我国的实证会计研究环境与欧美的实证会计研究环境相同或相似。这样看,就有理由提出许多疑问,譬如对西方文献意义上的“内部人控制”现象,在中国资本市场上以国有控股公司为基本面的上市公司整体普遍存在吗?换句话说,中国多数上市公司的以董事长为代表的所有者,与以总经理为代表的管理层之间,是两个比较对立的利益冲突主体吗?再譬如说,我国国有控股上市公司年报披露的高管的名义薪酬与个人实得收入之间,普遍严重脱节,相差很多。所以,学术研究中借鉴欧美激励理论和基于我国公司年报数据得出的实证研究结果,难免很不靠谱。一句话,即使对许多主题进行的实证研究是基于足够大量的数据,统计分析工具也足够复杂,但研究“发现”和“解释”往往陷于表象化。

就研究的内容而言,在会计学术研究中借用欧美的经济、金融、财务等研究中的假说、模型、方法时,必须深入分析其是否适合中国的政治机制环境、经济制度环境,进而提出、构造贴切中国社会的基础理论和模型。

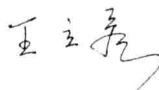
就研究的逻辑而言,目前的经济、金融、会计学术研究中,非常缺少分析式研究——通过构建理论模型和严格数理逻辑推演,解释现象并得出研究推论、结论。要知道,跳过具有学术支撑力度的分析式理论基础研究,直接模仿欧美学术界比较普遍常用的实证模型,就显得缺少严谨的思路逻辑,理论根基的支持力就不足。

(三) 小结

“基础研究、应用研究、开发(R&D)”是学术研究的完整链条,分别属于“上游、中游、下游”。当前会计实证研究的基本状况是:属于原创、创新的基础研究严重不足。我们需要特别重视上游的基础理论和基本模型研究,揭示中国经济

社会的本质,进而才可能有好的实证研究。

所以在短期内,实证研究这座楼房的地基还不够坚实,研究过程和结果还难以令人信服,研究的有用性就不会很明显。这种状况的逐渐改变,有赖于理论研究质量的进展和提高以及市场经济制度环境的改善。



2013年3月于北京大学

创业投资在 IPO 公司盈余管理中的角色

吴少凡 贾 宁 陈 晓*

摘 要 本文以 1994 年至 2009 年间在中国内地 A 股、美国、新加坡和中国香港特别行政区四地上市的我国公司为样本,以可操控应计项作为盈余管理程度的衡量指标,考察了创业投资(“创投”)对其参与企业盈余管理行为的影响,发现相比无创投参与的公司,有创投参与的公司其上市当年的盈余管理程度更高;相比非国有创投支持的公司,国有创投支持的公司其上市当年的盈余管理程度更低。在控制了创投公司的选择性偏差带来的影响之后,我们的研究结论仍然成立。研究表明,创投机构受自身利益驱动的机会主义行为对公司的会计信息质量产生了负面影响,同时这种影响也因创投的身份而有所不同。

关键词 创投机构,首次公开发行,盈余管理,国有创投

一、引 言

创业投资(“创投”)是提供给早期、高潜力和高成长性公司的一种私募股权,通过首次公开发行或者售出公司的终极形式来实现其利益回报。¹自 20 世纪 80 年代起,经过 20 多年的发展,创投已经逐渐成为我国金融体系的重要组成部分。尤其在过去的 10 年中,经济的快速发展和资本市场的逐步完善极大促进了我国创投行业的成长,投资规模与数量均有大幅度提升:投资额由 1999 年的 5.8 亿美元增至 2010 年的 53.87 亿美元,达到 22.5% 的年均复合增长率;投资案例也由 2001 年的 21 起增长到 2010 年的 817 起。²

作为一种金融中介,创投机构除了为企业提供资金外,还为企业提供大量增值服务,这也是它与其他财务投资者最大的不同之处。创投机构的介入被普遍认为能够为被投资企业提供增值服务,提高企业的整体管理水平,对其进行有效的约束和风险监控,完善公司的治理结构,促进其长期健康发展。从这个

* 清华大学经济管理学院。通讯作者:吴少凡, E-mail: wushf.06@sem.tsinghua.edu.cn。本文受国家自然科学基金项目(71002013)资助。

¹ 在本文中,我们不着重区分风险投资(venture capital, VC)和私募股权投资(private equity, PE)。虽然在西方,VC 和 PE 在投资阶段和投资特点等方面均有很大的不同,但是目前我国 VC 与 PE 的业务渗透很大,两者界限相对模糊。因此,在本文中,我们把这两类投资统称为创业投资。

² 数据来源:www.zeroipo.com.cn。

意义上讲,创投的参与对公司的会计信息质量有着间接的积极影响。然而,创投自身业绩的压力决定了创投机构和所投资公司其他股东之间的利益并不完全一致。³ 创投机构的主要目标是实现有限期间的投资收益最大化,而非公司长期价值最大化。由于首次公开发行是创投的主要退出方式之一,因此为达到上市后售出所持股份获取高额退出收益率的目的,创投机构有对其所投资公司的会计盈余进行操纵的动机,而会计盈余是影响公司股票价格的重要因素。同时,创投机构通过获得董事会席位等方式深度参与公司战略决策和财务管理,在被投资企业中有着重大的影响力,并且创投机构组织和团队通常拥有较强的财务背景和经验,对资本市场的规则和运作较为熟悉,因此,创投机构有能力辅助企业进行盈余管理活动。考虑到创投的动机和能力,创投的参与对公司的会计信息质量也会有负面的影响。按照最终控制人的性质,投资于我国上市公司的创投机构可以划分为国有创投机构与包括外资和民营创投在内的非国有创投机构。国有创投机构投资于企业,更多的是出于国家政策扶持和战略上的考虑和需要,它们更关注企业的长期发展前景和致力于培育企业的发展潜力,它们并不以投资收益最大化为其投资的唯一目标。加之国有创投机构收益分享和激励机制的市场化程度较低,以及国有股转让减持的限制,国有创投参与盈余管理的动机更弱。有鉴于此,相比非国有创投机构支持的企业,国有创投机构支持的企业盈余管理程度可能更低。

本文以在美国、新加坡、中国香港特别行政区和中国内地 A 股市场上市的我国公司为研究样本,以可操控应计项为盈余管理的度量指标,来考察创业投资对 IPO 公司盈余管理行为的影响,发现有创投支持的公司,其上市当年盈余管理程度更高,而有国有创投支持的公司,其盈余管理程度更低。在控制了创投选择资助公司的内生性问题之后,实证结果保持稳定。

本文的研究结果有着一定的学术贡献和现实意义。本文将研究样本的范围扩展到海外三地,系统地考察了创投的参与对我国公司的会计信息质量的影响,为我国公司的盈余管理研究提供了新的经验证据。我们的研究揭示了创投的参与以及创投身份对上市公司会计信息质量的潜在影响,对于我国股票市场投资者和相关政府主管部门具有一定的启示和参考意义。

本文其他部分安排如下:第二部分评述国内外相关的文献并提出假设;第三部分为变量定义及研究设计;第四部分为样本选择和变量的描述性统计;第五部分为实证结果和分析;第六部分为稳健性检验;最后是本文的主要结论及研究意义。

³ 创投基金通常有 10 年左右的固定期限,其中前 4 到 5 年用来寻找投资企业,之后的几年用来帮助企业成长并退出实现收益,期满时创投基金需要将本金和收益返还给出资人(Lee and Wahal, 2004)。

二、文献综述及假设提出

(一) 文献综述

在国内,关于创业投资与盈余管理的系统性经验证据还比较缺乏,不过国内学者在盈余管理方面的研究比较丰富,奠定了本研究专题的理论和实证基础。他们的研究发现,在不同动机的驱使下,中国的上市公司中存在着显著的盈余管理活动,产生了一定的经济后果(陈小悦、肖星、过晓艳,2000;王亚平、吴联生、白云霞,2005;何问陶、倪全宏,2005;陆正飞、魏涛,2006;孟焰、张秀梅,2006;佟岩、王化成,2007;张昕,2008;王跃堂、王亮亮和贡彩萍,2009)。

国外学者对创投在企业成长及上市前后扮演的角色方面进行了长期的研究,本文主要从以下三个方面对文献进行回顾:

1. 创投对所投资企业的积极影响

创业投资除了提供基本的融资功能外,其在为公司提供增值服务、监督管理层和管理活动方面也发挥着重要的作用。

创投机构提供的增值服务包括帮助企业招募高级管理人才(Gorman and Sahlman,1989;Hellmann and Puri,2002)、缩短产品面市时间(Hellmann and Puri,2000)、增加创新和专利发明(Kortum and Lerner,2000)、促进战略联盟的形成(Stuart et al.,1999)以及企业内部组织的专业化(Hellmann and Puri,2002;Davila and Foster,2007)等。

创投机构提供的管理和增值服务,能够促进公司在运营水平和管理架构上的成熟,完善公司的治理结构,间接提高了公司的会计信息质量,发挥了积极的影响。

在监督公司管理层和管理活动上,Sahlman(1990)发现,创投机构会介入到公司的日常运营中,并且常常是公司董事会成员。Rajan(1992)、Admati and Pfleiderer(1994)发现,创业投资有对所投资的公司进行监督的需求,这种监督会限制作为内部人的创业投资的机会主义行为。Lerner(1995)用来自董事会的证据对创业投资的监督效应进行了考察,实证结果表明,在CEO更换期间创业投资增加了在董事会中的席位。Gompers(1995)发现,当期望代理成本升高时,创业投资机构监督创业者的频率更高。Brav and Gompers(1997)认为,创投可能通过将公司管理结构纳入正轨来帮助公司取得更好的业绩。Field and Sheehan(2004)的研究表明,在公司IPO之前创投的出现提高了公司获得大股东投资的概率。

在对其所投资公司的治理上,Barry et al.(1990)发现创投在其投资组合公司中持有经济意义上相当可观的股份比例,认为他们直接参与到所投资公司的治理活动中。Campbell II and Frye(2009)发现,与无创投参与的公司相比,有

创投参与的公司 IPO 时利用治理结构进行了更高水平的监督。在一家创投退出公司后,治理指数显著下降。总的说来,创投的出现在 IPO 时和公开上市的早期年份都对公司的治理结构产生了影响。Suchard(2009)考察了 IPO 上市时创业投资家在投资者委员会中发挥的作用,他们发现有创投参与的 IPO 公司拥有更高比例的独立董事,创业投资家借助于他们的关系网络招募有行业经验的专家型独立董事来改善公司的治理水平。

2. 创投的机会主义行为

由于创投和创业公司本身的利益以及其他股东的利益不完全一致,同时创投也会受到自身业绩压力的影响,为达到自己的目的,可能会产生机会主义行为,具体表现在更频繁地参与所支持的 IPO 公司的盈余管理活动,这种机会主义行为的后果之一是降低了公司的会计信息质量。

创投行业的内在特征,决定了创投投资于企业并不寻求长期持股,创投机构和所投资公司其他股东之间的利益并不完全一致,他们的主要投资目标是追求有限期间的投资收益最大化,而非公司长期价值最大化。在 IPO 时点附近,创业投资的利益和其他 IPO 前、后的利益相关者的利益相冲突(Stross,2000;Healy,2002;Tunick,2003;Cohen and Langberg,2009)。Cohen and Langberg(2009)分析了创业投资带来的长期成本,实证结果表明,创业投资以长期投资者为代价,在给定的不同投资水平上提升短期利益,追求短期业绩的创业投资与长期股权投资者之间存在利益冲突。创投来自自身业绩的压力表现在,超过 80% 的创投基金的组织形式是有限合伙制,设定的生命周期通常是十年,有最高将基金往后延伸三年的权利。创投机构必须在限定时间内清算投资,并向投资者分配收益(Gompers and Lerner,1998)。并且,创投机构通常会在其投资企业上市后的第一年就将投资收益变现,因此它们对被投资公司长期财务健康和发展的关注十分有限(Gompers and Lerner,1998)。同时,风险资本的投资者的绝大部分回报都是通过公司最终公开上市来实现的(Sahlman,1990)。本文的研究样本中创投所持股份的解禁期通常在半年到一年之间,在 IPO 后的盈余管理活动能够为创投机构股份的套现创造良好的条件。因此,创投机构有动机在 IPO 之后帮助所投资企业开展激进的盈余管理活动。

除了拥有盈余管理的动机,创投也具备帮助所投资企业开展激进的盈余管理活动的的能力。创投高度介入所投资企业的公司治理,在其中扮演着重要的角色(Lerner,1995;Kaplan and Stromberg,2003,2004;Baker and Gompers,2003),创投在所投资企业中有比较重要的地位和影响力。考虑到作为其投资附加条件的一部分,创投机构通常拥有超过其投资额的不对称控制权,因此他们能够对所投资公司的管理层和财务运作施加很大的影响。另外,创投组织和团队通常拥有较强的财务背景和经验,对资本市场的规则和运作较为熟悉,有能力辅助企业进行盈余管理活动。

可见,创投本身的机会主义行为,可能会支持和帮助企业进行盈余管理活

动,导致被投资企业的会计信息质量下降。

3. 创投与盈余管理

一些学者就创业投资对包括盈余管理程度在内的会计信息质量的影响进行了研究,并未发现创投一致的影响(Hand, 2005; Morsfield and Tan, 2006; Darrough and Rangan, 2005; Lee and Masulis, 2008; Cohen and Lanberg, 2009)。Morsfield and Tan(2006)以 1983—2001 年间在美国上市的公司为研究对象,发现有创投背景的公司上市当年的盈余管理程度显著低于没有创投背景的公司, Lee and Masulis(2008)发现高声誉的创投并没有起到有价值的认证作用。在控制了创投支持的内生性之后,发现创投的支持没有在保障发行公司的财务健康上发挥显著作用。Cohen and Langberg(2009)研究创投的支持是否对公司上市后的财务报告质量产生影响,发现创投支持的公司的报告盈余的信息含量低于非创投支持的公司,即投资者对创投支持的公司未预期盈余的反应更弱,他们的实证结果支持了创投操纵流向公开市场的信息的假说。

与已有文献相比,本文的不同之处在于:第一, Morsfield and Tan(2006)等研究关注成熟市场中的创业投资,且这些机构已有较长的发展历史;而本文的研究对象是新兴市场中的创业投资。创业投资在我国起步较晚,更可能出现 Gompers(1996)提出的“逐名”现象,机会主义动机可能更强。因此,创投机构在中国 IPO 企业中发挥的作用可能与西方显著不同。第二,本文讨论的国有创投机构是我国具有制度特色的市场主体,而西方有关创投的研究中很少涉及国有创投机构和非国有创投机构的行为差别。第三,与集中于 A 股公司的研究相比,本文样本包括海外市场(美国、新加坡和香港)上市的中国公司,有助于全面了解创业投资机构在我国 IPO 企业中发挥的作用。

(二) 假设提出

综上所述,创投对所参与的公司盈余管理行为的影响既有积极的一面也有消极的一面,在我国究竟哪种作用处于支配地位尚缺少系统性的经验证据。考虑到创投帮助盈余管理的动机和能力,创投的消极影响可能会占据主导地位,由此本文提出假设 1。

假设 1 有创投参与的公司盈余管理水平较高。

投资于我国上市公司的创投机构,按照最终控制人的性质,可以划分为国有创投机构与包括外资和民营创投在内的非国有创投机构。作为创业投资行业的创始者、示范者与引领者,国有创投机构从创建之初,就肩负着弥补我国创业资本市场失灵、抚育科技型中小企业、促进高新技术产业发展以及培育新兴产业的重要使命,成为推进我国高新技术产业化的中坚力量,直到今天它依然是我国创投的重要组成部分,其总量占全国三分之一强。国有创投机构主要以抚育科技型中小企业为主,培育周期长。创投行业主要以引导扶持企业为主,

不寻求高比例持股,经过多轮上市前融资稀释,上市后国有创投机构所持股权比例一般较低,远小于其他国有控股资本。⁴

作为创投行业,同时也由于国有资产保值增值的压力,国有创投机构有追求投资收益最大化的动机和目标。但是相比非国有创投机构,国有创投机构的投资目标有多元化的趋势,投资收益最大化并非国有创投资本投资的唯一目标(钱苹、张炜,2007)。国有创投机构更注重于对所投资的中小企业的抚育和扶持,更关注企业的长期发展前景和致力于培育企业的发展潜力,国有创投机构的政策性支持是其投资企业的首要目标,而投资盈利目标的重要性可能排在第二位。此外,国有创投机构所获得的收益主要归属于实际控制人身份的国有股东,利益分享和激励的市场化程度偏低,而非国有创投公司的股东利益分享和激励的力度更大,机制更灵活。由此,国有创投机构与非国有创投机构在盈余管理的动机上有明显的差异。已有学者研究发现,国有创投机构支持的企业绩效“变脸”幅度显著低于非国有创投机构支持的企业,表明国有创投机构没有强烈的急功近利倾向(贾宁、李丹,2011)。

同时,国有创投所持上市公司股份的退出和转让属于国有股转持的范畴,受到严格的政策和法规上的限制,相比其他背景的创投,国有创投在解禁后套现股份的难度更大,国有创投的IPO退出渠道的效率更低,IPO退出的成本和难度更大,这可能也对其盈余管理的动机产生影响。国有创投的国企身份,决定了其股份的转让和退出要受到各级国有资产监督管理部门的监督和约束,在国务院国资委和中国证监会联合发布的《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》中对于国有股东所持上市公司股份通过证券交易系统的转让作出了具体而严格的要求和规定。

综上,与非国有创投相比,国有创投的盈余管理动机更弱,可能导致其投资的公司盈余管理程度相比由非国有创投支持的公司更低。为了考察不同身份的创投对公司盈余管理活动的影响,本文提出假设2。

假设2 由国有创投机构支持的公司盈余管理水平较低。

三、研究设计

本研究采用经典的可操控应计项模型来度量公司的盈余管理程度,并以其为基础检验本文所提出的研究假设。本研究中所使用的主要变量的定义,列示在表1中。

⁴ 引自《促进科技成果转化的科技金融支持机制研究》调研组,国有创业投资的定位、功能及发展,《科技日报》,2010年9月13日。