

中国IPO公司

盈余管理动因与治理研究

A Study on Nature and Constraint Mechanism
of Earnings Management Surrounding IPO

黄 梅 © 著



中国出版集团



世界图书出版公司

中南财经政法大学基本科研业务费
青年教师创新项目(2010074)的研究成果

中国IPO公司

盈余管理动因与治理研究

A Study on Nature and Constraint Mechanism
of Earnings Management Surrounding IPO

黄 梅 ◎ 著

中国出版集团
世界图书出版公司
广州·上海·西安·北京

图书在版编目(CIP)数据

中国 IPO 公司盈余管理动因与治理研究 / 黄梅著.
—广州: 世界图书出版广东有限公司, 2014.9
ISBN 978-7-5100-8585-7

I. ①中… 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 (2014) 第 219910 号

中国 IPO 公司盈余管理动因与治理研究

责任编辑 黄利军
封面设计 高 燕
出版发行 世界图书出版广东有限公司
地 址 广州市新港西路大江冲 25 号
邮 箱 sancangbook@163.com
印 刷 虎彩印艺股份有限公司
规 格 787mm × 1092mm 1/16
印 张 8.5
字 数 148 千字
版 次 2014 年 9 月第 1 版 2015 年 1 月第 2 次印刷
ISBN 978-7-5100-8585-7/F · 0155
定 价 30.00 元

版权所有, 翻印必究

前 言

首次公开发行(简称IPO)市场是一个特殊的市场,发行双方“契约磨擦”与“沟通阻碍”的存在导致IPO公司盈余管理是一个非常普遍的现象。综观相关文献,国内外对于IPO中盈余管理问题的研究主要集中于两个方面,一是IPO公司盈余管理动因研究;二是IPO盈余管理治理机制研究。关于盈余管理动因的属性,会计学界有两种不同的观点:信号观和机会主义观。盈余管理究竟是有益的,还是有害的?还是一个有待回答的理论和实证问题。不论是机会主义观还是信号观,都会导致利益再分配效应。盈余管理行为会引发契约关系人之间财富的重新分配,并且过分的盈余管理容易演变成会计欺诈和内幕交易等非法行为,影响到资本配置效率,甚至导致市场失败。探讨IPO公司盈余管理的动因与治理,有利于促进IPO市场的健康持续发展。

本书在文献综述的基础上,首先运用统计模拟的方法,比较各盈余管理应计利润计量模型的检验效果;然后采用实证方法,探讨IPO公司盈余管理的动因;最后检验证券监管制度的变迁对IPO公司盈余管理的约束。本书的主要研究发现有以下几方面:

盈余管理实证研究的一个关键环节是计量盈余管理水平。诸多学者提出众多计量方法和模型,但目前各方法的合理性仍存在争议。本书运用统计模拟的方法,通过测试各模型产生第一类错误和第二类错误的频率,比较基本琼斯模型、修正琼斯模型、无形资产琼斯模型、前瞻性修正琼斯模型、收益匹配琼斯模型、现金流量琼斯模型、非线性琼斯模型等七种常用的截面操纵性应计利润模型在中国资本市场的检验效果。结果发现,在中国资本市场上,基本琼斯模型、修正琼斯模型和无形资产琼斯模型相对较优,它们所犯第一类错误和第二类错误的频率较小,但在收入操纵检测上,修正琼斯模型检验能力更突出;现金流量琼斯模型、非线性琼斯模型虽然检验盈余管理的能力较强,但是存在较为严重的第一类错误,易夸大中国上市公司盈余管理的程度。前瞻性修正琼斯模型计算复杂,存在第一类错

误,而且检验盈余管理的能力与修正琼斯模型相比没有明显的提高;收益匹配琼斯模型对于费用操纵的检验能力较差。综合各项检测结果发现,中国证券市场上,分年度分行业回归的截面修正琼斯模型在模型的设定和盈余管理的检验能力方面表现更佳。

IPO 市场中,内部人(企业家,管理者)与外部投资者之间存在高度的信息不对称,机会主义观和信号观的理论解释说明 IPO 公司盈余管理是国内外资本市场一个普遍存在的现象。但由于 IPO 企业的有限信息,投资者很难去区分异常应计的改变,是归于差企业管理者的操纵,还是归于好企业所发出的一种信号。本书利用“承销商声誉”划分好企业与差企业,分析企业类型、IPO 公司盈余管理水平与 IPO 后股票异常业绩之间的相关性。结果发现无论是高声誉的承销商所承销的好企业,还是低声誉的承销商所承销的差企业,其上市前一年盈余管理水平都显著为正,且与企业类型没有显著相关性,表明 IPO 公司盈余管理是一种普遍策略。但通过 IPO 后股票异常业绩与 IPO 公司盈余管理水平相关性的进一步检验,发现对于差企业,IPO 后异常股票业绩与 IPO 公司盈余管理水平之间有显著的负相关性;而对于好企业,这种显著的负相关性并不存在。总体的实证结果支持企业类型决定 IPO 公司盈余管理动因属性的理论分析。表明对于好企业,盈余管理是传递企业未来业绩的信号,而对于差企业,盈余管理是一个机会主义行为。这一发现为盈余管理的机会主义观与信号观的争议提供了一种可能的解释,也在一定程度上,证明了中国 IPO 市场承销商声誉机制的有效性。

不论是机会主义观还是信号观,都会导致利益再分配效应。盈余管理行为会引发契约关系人之间的财富的重新分配,并且过分的盈余管理容易演变成会计欺诈、会计造假和内幕交易等非法行为,因此必须有一定的机制来约束它。中国股票市场是一个新兴市场,与成熟股票市场不同,中国股票市场处于“行政市”向“市场市”转变完善的进程中,证券发行制度的变迁对于上市公司行为影响极其强烈,基于中国 IPO 公司管制诱发型盈余管理动因的考虑,本书根据中国证券发行制度演变,运用应计利润模型和实质盈余管理模型来计量 IPO 公司盈余管理水平,通过描述性统计和多元回归方法,分析证券发行制度市场化进程对于中国 IPO 公司盈余管理程度和方式的动态影响。研究发现随着证券发行制度由审批准转向核准制,通道制转向保荐制,IPO 公司盈余管理水平显著下降。在盈余管理方式的研究上,本书发现在中国 IPO 市场上,应计盈余管理和实质盈余管理是显著正相关,并没有发现 Cohen(2008)等西方研究文献所证明的随着监管制度的加强,应

计管理和实质盈余管理方式相互替代,此消彼长的趋势。总体的实证结果表明核准制的实施,可以约束 IPO 公司机会主义盈余管理的行为,系统提高中国上市公司质量。

综上所述,本书的贡献在于通过对 IPO 盈余管理常用计量模型的检验能力的分析,发现分年度分行业回归的截面修正琼斯模型在模型的设定和盈余管理的检验能力方面表现更佳,为盈余管理研究的模型选择提供了一种依据。另外对 IPO 公司盈余管理动因的实证分析,为盈余管理的机会主义观与信号观的争论提供了一种可能的解释,也在一定程度上证明了中国 IPO 市场承销商声誉机制的有效性。同时从制度变迁的角度,研究 IPO 公司盈余管理行为,验证了证券发行制度的市场化的完善能有效约束 IPO 公司机会主义盈余管理,为证券发行制度进一步向注册制发展提供了证据。由于本人水平有限,书中难免存在疏漏之外,请大家不吝指正。

目 录

第1章 导 论	1
1.1 研究问题	1
1.2 研究意义	3
1.3 研究方法与内容	5
1.4 研究贡献	7
第2章 IPO 公司盈余管理文献综述	10
2.1 IPO 研究综述	10
2.2 盈余管理研究综述	14
2.3 IPO 公司盈余管理研究综述	23
2.4 IPO 公司盈余管理研究现状评述	34
第3章 IPO 公司盈余管理计量模型的选择	36
3.1 盈余管理常用计量方法简述	36
3.2 各盈余管理计量方法优缺点评述	39
3.3 盈余管理计量方法运用现状分析	42
3.4 总体应计利润模型检测盈余管理能力的实证研究	44
3.5 IPO 公司盈余管理计量模型的选择	58
第4章 IPO 公司盈余管理动因的实证检验	60
4.1 文献回顾	60
4.2 研究设计	61
4.3 实证结果	66



4.4 稳健性测试	76
4.5 本章小结	81
第 5 章 IPO 公司盈余管理治理的实证研究	82
5.1 文献回顾	83
5.2 研究设计	86
5.3 实证结果	92
5.4 稳健性测试	103
5.5 本章小结	104
第 6 章 结论、研究局限与展望	105
6.1 研究结论	105
6.2 政策建议	107
6.3 研究局限	112
参考文献	114

第 1 章

导 论

1.1 研究问题

盈余管理的研究兴起于 20 世纪 80 年代,是会计研究领域的一个重要课题。根据 Healy 和 Whlen(1999)定义,盈余管理是管理当局为了误导以公司经营业绩为基础的利害关系人的决策,或者影响以会计数字为基础的契约的后果,而运用职业判断和规划交易编制财务报告。股票首次公开发行(Initial Public Offering,下述简称 IPO)也称新股发行,通常指股份有限公司或有限责任公司首次向社会公众公开招股的行为。通过 IPO,公司股票由私人持有转向公众持有。盈余管理源于委托代理双方的“契约磨擦”和“沟通阻碍”(Schipper,1989),契约磨擦是指企业与外部利益相关者存在利益冲突,沟通阻碍是指由于信息披露成本、会计规则、法律限制等因素,阻碍企业内部人和外部人信息交流和沟通。IPO 市场是一个特殊的市场,发行双方之间存在着突出的“契约磨擦”与“沟通阻碍”。发行人的目标是成功筹措资本并降低筹资成本,而投资者的目的是取得高的投资回报,二者目的不同导致利益冲突明显。同时投资双方存在严重的信息不对称,发行企业相对具有信息优势,而投资者只能依赖发行者的信息披露来进行投资决策。在理论上,虽然可以通过契约调整和重新安排来消除“契约磨擦”,“沟通阻碍”也可能通过有效监督和强化沟通来消除或减少,但是,高昂的监督成本不仅造成经济上得不偿失,而且技术与操作上也难以完全做到,因此导致 IPO 公司盈余管理是国内外资本市场一个普遍存在的现象(林舒,魏明海,2000)。盈余管理不是一个单纯的会计问题,盈余管理行为会引发契约关系人之间的财富的重新分配,过分的盈余管理容易演变成会计欺诈和内幕交易等非法行为,影响到资本配置效率,



甚至导致证券市场失败,因此加强 IPO 公司盈余管理的理论和实证研究有助于促进 IPO 市场的健康持续发展。

盈余管理实证研究的一个关键环节是计量盈余管理水平。由于盈余管理方式的多样性,手法的隐匿性以及信息披露的不对称性,研究者难以直接观察到盈余管理行为数额,因此诸多学者提出了众多计量方法和模型,McNichols(2000)对 1993 年—1999 年期间在国外八大会计顶级期刊发表的 55 篇有关盈余管理的实证文献进行了调查,发现使用总体应计利润法有 25 篇,使用具体应计利润法有 10 篇,使用盈余分布法有 1 篇,另外还有 20 篇使用其他方法,包括总体应计 4 篇,资产销售和资产注销 4 篇,会计改变 5 篇,非正常损益 2 篇,研发支出的改变 1 篇等。每种模型检测效力不同,如何选择合适的模型来衡量中国 IPO 公司盈余管理的水平和方式,是本书所要探讨的第一个问题。

关于盈余管理动因的属性,会计学界有两种不同的观点:信号观和机会主义观。信号观认为盈余管理目的是为了向外部信息使用者传递有用的内部信息。由于信息不对称的普遍存在,拥有相对信息优势的公司管理者可以利用现有会计准则弹性,通过选择更恰当的会计政策来提高会计数据的信息含量,作为一种向市场传递内部信息,使股价更好反映公司前景的机制,盈余管理可以缓解信息沟通障碍。机会主义观则认为,盈余管理目的是为了获取私人收益。会计政策的选择能够影响各利益相关者的财富变化,当管理层与外部利益相关者利益不一致时,为了最大化自身效用,管理当局可以利用会计准则所赋予的弹性,调整会计报告中的盈余,使其有利于自身。两个属性相比,信号观强调适度盈余管理是有益的,可以提高会计信息含量;而机会主义观则认为盈余管理会造成财富转移,违背了会计中立,公允的原则,应予以管制。在学术界,信号观得到了一定的理论和实证支持。Trueman 和 Titman(1988)的研究显示,盈余平滑可以降低债务融资成本,提高企业价值。Subramanyam(1996)发现操纵性应计是正相关于同期的股票价格和未来的盈余和现金流量,揭示管理人员选择应计去加强会计盈余的信息含量,支持了盈余管理的信号观;但是在实务界,尤其是随着安然、世通等众多欧美公司财务丑闻事件暴发,目前更多的人倾向于盈余管理机会主义观。前美国证券交易管理委员会(SEC)的主席 Levitt 将盈余管理形容为“数字游戏”,并指出 SEC 将严惩那些有严重盈余管理行为的上市公司(Levitt,1998)。盈余管理究竟是有益的,还是有害的?还是一个有待回答的理论和实证问题。因此,探讨 IPO 公司盈余管理究竟是误导投资者还是向投资者传递有价值的信息?为盈余管理的机会主义观与信号观的争议提供新的证据,是本书所要探讨的第二个问题。



不论是机会主义观还是信号观,都会导致利益再分配效应。盈余管理行为会引发契约关系人之间的财富的重新分配,并且过分的盈余管理容易演变成会计欺诈、会计造假和内幕交易等非法行为,因此必须有一定的机制来约束它。西方IPO主要采用市场化发行,中介机构承担着“信息生产”和“认证中介”重要作用,因此许多的研究,如Carter和Manaster(1990),Beatty(1989),Barry et al.(1990)的研究从理论和实证上证明承销商、审计师、风险资本家等中介机构对IPO公司盈余管理行为的约束。中国股票市场是一个新兴市场,与成熟股票市场不同,中国股票市场处于“行政市”向“市场市”转变完善的进程中。证券发行制度的变迁对于上市公司行为影响极其强烈,忽略制度变迁,仅研究承销商、审计师、风险资本家等中介机构对于IPO公司盈余管理的约束是有失偏颇的。因此检验证券发行制度的市场化演变能否加强市场力量对于IPO公司机会主义盈余管理水平的约束,是本书所要探讨的第三个问题。

1.2 研究意义

IPO公司盈余管理动因与治理的研究是一个重要课题,它的研究意义主要体现在以下几个方面:

1.2.1 为会计准则的制定者提供指引

契约理论将企业视为追求自身利润最大化的不同利益相关人之间以各式契约关系组成的集合体,会计是监督和管理契约的重要参数。基于契约不完备性和刚性的特征,有效契约观认为会计准则应给予公司管理当局一定的自由选择空间,使他们可以针对新的或未预期的环境做出适当调整,但同时也打开了机会主义行为的方便之门。对于准则制定者来说,需要决策的核心问题是给予企业在会计政策选择和会计估计方面更多还是更少的自由裁量权,从而最有利于提高财务报告的质量。为确定合适的准则弹性空间,需要研究者进行理论和实证研究,使准则制定者了解盈余管理的方式、普遍程度、发生频率以及盈余管理的衡量方法。本书对盈余管理计量模型的梳理与实证检验,以及对IPO公司盈余管理的动因和盈余管理方式的探讨,有助于准则制定者明了现有准则的优势以及仍需改进的不足。



1.2.2 为 IPO 盈余管理治理的政策设计提供思考的方向

在 IPO 市场,内部人(企业家,管理者)与外部投资者之间存在高度的信息不对称,内部人拥有外部投资者所不了解的有关企业未来盈余前景、投资机会,管理人员能力等私人信息。当管理层与外部利益关系人不一致时,管理层或控股股东可能利用自身的信息优势“修正”企业真实的盈利情况,向外部人传递不正确的信息,以牺牲其他利益相关者的利益来谋取自己的私利,由此产生盈余管理的机会主义观(Teoh et al.1998)。但并非所有的盈余管理都是机会主义的,管理层可以利用会计政策的选择,向外部使用者提供有关企业未来发展前景的私人信息。因为盈余管理是有真实经济成本,它可以有效地阻止低质量发行人的模仿。因此盈余管理也可以作为发行人质量分离均衡的一个有效的信号工具(Fan,2007),由此产生 IPO 盈余管理的信号观。现有的盈余管理研究已经广泛接受在一个非有效市场,盈余管理可以偏差市场对于企业价值判断的观点,但是盈余管理的信号功能通常被忽略。基于盈余管理机会主义观的考虑,证券监管部门通常认为 IPO 公司的盈余管理行为不利于证券资本市场长远发展,强调通过会计准则弹性空间的紧缩,公司内部治理结构的完善以及外部监管力量的强化来加强对它的约束。本书通过 IPO 公司盈余管理动因的理论和实证分析,探讨 IPO 公司盈余管理究竟是误导投资者还是向投资者传递有价值的信息,并为之寻找可能的解释,为监管部门进行 IPO 盈余管理治理的政策设计提供思考的方向。

1.2.3 为 IPO 市场发行制度的完善提供依据

虽说 IPO 公司盈余管理的根源于发行双方的利益冲突和信息不对称,但在中国 IPO 市场,其直接的诱因是 IPO 的发行机制问题。1999 年 7 月 1 日颁布的《证券法》规定,我国股票实行核准制,在此以前都实行审批制。审批制实行的是额度管理与两级审批制度,在发行价格上采用管制市盈率定价方法,由监管部门限制发行市盈率上限的方法指导发行定价。发行额度的限制和定价发行方式会直接诱导 IPO 公司机会主义操纵盈余,提高发行价格,取得尽可能多的资金。2001 年 4 月正式实行的核准制强化上市公司信息披露,减少发行双方的信息不对称;引入询价制,割断新股发行价格与账上每股盈余之间的固化联系;明晰参与各方的责任,上市公司承担信息披露责任,承销商承担尽责调查责任,注册会计师则要承担审计责任,目的是希望限制机会主义盈余管理行为,提高盈余的信息含量。但发行制度的转变能否约束 IPO 公司机会主义盈余管理行为,需要实证检验。本书



基于证券发行制度变迁的角度检验IPO公司盈余管理动态变化,有助于检验发行制度改变的政策效应,明确盈余管理产生的政策根源,为IPO发行制度的完善提供依据。

1.3 研究方法 with 内容

1.3.1 研究方法

在文献综述的基础上,本书运用统计模拟的方法,首先比较各盈余管理应计利润计量模型的检验效果;然后运用理论分析和实证方法,验证IPO公司盈余管理的动因;最后探讨证券监管制度的变迁对IPO公司盈余管理水平和方式的动态影响。本书主要采用的研究方法包括:

1.3.1.1 文献分析法

文献分析法主要通过已有文献的搜集,整理,分析与研究,探讨事实内在规律性,并形成对事实科学全面认识的方法。本书在第2章文献综述以及第3章盈余管理计量模型的评述中,为全面了解已有的研究重点与进一步的发展方向,采用了这种方法。

1.3.1.2 统计模拟法

统计模拟法是一种以概率统计理论为指导,通过随机抽样,以随机事件出现的频率估计其概率来解决问题的方法。本书在第4章盈余管理计量模型检验效力的分析中运用这种方法,检验各模型产生第一类错误和第二类错误的频率,来分析各模型的检验效力。

1.3.1.3 实证分析法

实证研究法是会计理论研究的一般方法。按照一般的范式,本书在第5章盈余管理动因以及第6章IPO公司盈余管理治理的实证分析上,以相关理论为指导,提出研究假设,根据研究题目划分因变量、自变量和控制变量,构建实证模型,运用IPO公司数据进行回归分析,验证在理论分析中提出的研究假设。

1.3.2 研究内容

本书基于制度视角,运用理论分析和实证分析相结合的方法,探讨中国公司IPO过程中的盈余管理动因及其治理。本书的研究遵循了从理论到实证的研究



思路。本书的逻辑框架如图 1-1 所示。全书共分 6 章,其主要研究内容如下:

第 1 章为导论。本章主要是对论文的研究内容进行一个简要的介绍,具体包括问题的提出、研究的意义、研究方法与内容以及研究创新之处。

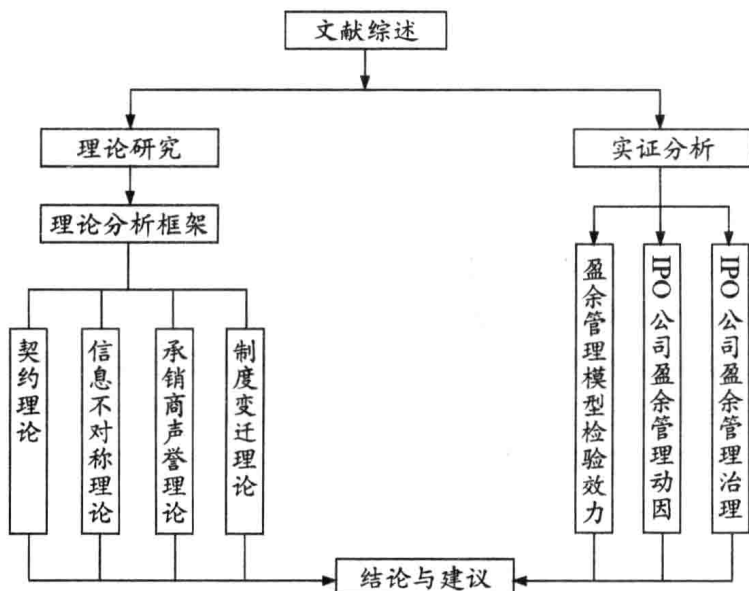


图 1-1 研究框架

第 2 章为文献综述。本章对国内外 IPO 公司盈余管理研究的相关文献进行综述,总结 IPO 公司盈余管理研究的发展脉络和主要成果,厘清研究中的难点和争议性问题,从而提出本书的研究重点和主要研究内容。

第 3 章为 IPO 公司盈余管理的计量模型的选择。本章对文献中常用的盈余管理计量方法和模型进行综合梳理,并运用统计模拟的方法,测试各模型产生第一类错误和第二类错误的频率,比较基本琼斯模型、修正琼斯模型等七种常用的截面操纵性应计利润模型在中国资本市场的检验效果,力图通过现有的文献的综合和实证研究的结果,寻找合适 IPO 公司盈余管理的计量模型。

第 4 章为 IPO 公司盈余管理动因的实证研究。本章利用“承销商声誉”划分好企业与差企业,分析企业类型与 IPO 公司盈余管理水平之间的相关性,以及企业类型对 IPO 后异常股票业绩与 IPO 公司盈余管理水平之间相关性的影响。实证结果支持企业类型决定 IPO 公司盈余管理动因属性的理论解释。为盈余管理的机会主义观与信号观的争议提供了一种可能的解释,也在一定程度上,证明了中国 IPO 市场承销商声誉机制的有效性。

第 5 章为 IPO 公司盈余管理治理的实证研究。本章根据中国证券发行制度



演变,通过描述性统计和多元回归方法,分析证券发行制度市场化进程对于中国IPO公司盈余管理程度和方式的动态影响。从制度变迁的角度,研究IPO公司盈余管理行为,证明证券发行制度是研究中国IPO公司盈余管理问题的一个重要约束变量,证券发行制度的市场化进程的完善能有效约束IPO公司机会主义盈余管理,提高上市公司质量。

第6章为结论、研究局限与展望。本章是对全文内容与观点的总结,根据研究结论提出若干政策建议,并对本书的主要不足进行说明,对未来的研究提出展望。

1.4 研究贡献

与已有研究相比,本书在以下几个方面有所创新:

1.4.1 对现有的盈余管理计量模型的检验效力进行了实证分析

西方研究学者提出了众多的总体应计利润模型,不同模型的检验效果存在差异,中西方研究学者对各模型的盈余管理检测能力进行了许多实证检验,总体来看,检验模型各异,方法各异,导致研究结论也不尽相同,哪一种模型更适合中国资本市场还是一个悬而未决的问题。本书在第三章运用统计模拟的方法,通过测试各模型产生第一类错误和第二类错误的频率,对各种常用的截面操纵性应计利润模型在中国资本市场的检验效果进行检验。

本书研究发现,在中国资本市场上,基本琼斯模型、修正琼斯模型和无形资产琼斯模型相对较优,它们所犯第一类错误和第二类错误的频率较小,但在收入操纵检测上,修正琼斯模型检验能力更突出;现金流量琼斯模型、非线性琼斯模型虽然检验盈余管理的能力较强,但是存在较为严重的第一类错误,易夸大中国上市公司盈余管理的程度。前瞻性修正琼斯模型计算复杂,存在第一类错误,而且检验盈余管理的能力上比修正琼斯模型没有明显的提高;收益匹配琼斯模型对于费用操纵的检验能力较差。综合各项检测结果发现中国证券市场上,分年度分行业回归的截面修正琼斯模型在模型的设定和盈余管理的检验能力方面表现更佳。

1.4.2 对IPO公司盈余管理动因的属性进行实证检验

IPO市场是一个特殊的市场,发行双方之间存在着突出的“契约磨擦”与“沟



通阻碍”。在理论上,“契约摩擦”虽可以通过激励机制的实施和契约的重新安排来消除,“沟通阻碍”也可以通过有效监督和完善信息披露来减少,但是,如此实施的成本过高,而且技术与操作上也难以完全做到,导致 IPO 公司盈余管理是一个国内外资本市场普遍存在的现象。文献回顾表明,目前有关 IPO 公司盈余管理行为的普遍存在已得到共识,但是对其动因属性的解释,却存在机会主义观与信号观之争议。

本书利用“承销商声誉”划分好企业与差企业,分析企业类型与 IPO 公司盈余管理水平、IPO 后股票异常业绩之间的相关性。结果发现无论是高声誉的承销商所承销的好企业,还是低声誉的承销商所承销的差企业,其上市前一年盈余管理水平都显著为正,且与企业类型没有显著相关性,表明 IPO 公司盈余管理是一种普遍策略。但通过 IPO 后股票异常业绩与 IPO 公司盈余管理水平相关性的进一步检验,发现对于差企业, IPO 后异常股票业绩与 IPO 公司盈余管理水平之间有显著的负相关性,而对于好企业,这种显著的负相关性并不存在。我们的实证结果支持企业类型决定 IPO 公司盈余管理动因属性的理论分析。表明对于好企业,盈余管理是传递企业未来业绩的信号,而对于差企业,盈余管理是一个机会主义行为。这一发现为盈余管理的机会主义观与信号观的争议提供了一种可能的解释,也在一定程度上,证明了中国 IPO 市场承销商声誉机制的有效性。

1.4.3 从制度变迁的角度检验 IPO 公司盈余管理的治理效果

不论是机会主义观还是信号观,都会导致利益再分配效应。盈余管理行为会引发契约关系人之间的财富的重新分配,并且过分的盈余管理容易演变成会计欺诈、会计造假和内幕交易等非法行为,因此必须有一定的机制来约束它。西方 IPO 主要采用市场化发行,中介机构承担着“信息生产”和“认证中介”重要作用,因此许多的研究,如 Carter 和 Manaster(1990)、Beatty(1989)、Barry et al.(1990)的研究从理论和实证上证明承销商、审计师、风险资本家等中介机构对 IPO 公司盈余管理行为的约束。中国资本市场是一个新兴市场,与传统的成熟资本市场不同,中国资本市场处于“行政市”向“市场市”转变完善的进程中,中国 IPO 公司盈余管理的直接诱因是 IPO 的发行机制问题。忽略制度偏差以及制度变迁,单纯研究承销商、审计师、风险资本家等中介机构对于 IPO 公司盈余管理的约束是有失偏颇的。基于中国 IPO 公司管制诱发型盈余管理动因的考虑,本书从制度变迁的角度分析 IPO 公司盈余管理的治理效果。

本书根据中国证券发行制度演变,将研究期间划分为三个时间段,审批制



(2001年3月之前),通道制(2001年4月—2004年12月),保荐制(2005年1月之后),运用应计利润模型和实质盈余管理模型来计量IPO公司盈余管理水平,通过描述性统计和多元回归方法,分析证券发行制度市场化进程对于中国IPO公司盈余管理程度和方式的动态影响。

在描述性统计中,通过审批制、通道制和保荐制下IPO公司盈余管理程度的趋势比较,发现随着证券发行制度由审批制转向核准制,尤其是核准制下保荐制的实施,IPO公司的应计利润盈余管理和实质盈余管理呈下降趋势。在引入承销商声誉、审计师质量以及国有控股股东等治理变量以及企业规模、业绩、盈余增长和财务杠杆等控制变量的多元回归分析中,发现随着保荐制的实施,IPO公司盈余管理水平显著下降。在盈余管理方式的研究上,本书发现在中国IPO市场上,应计盈余管理和实质盈余管理是显著正相关,并没有发现,Cohen et al.(2008)等西方研究文献所证明的随着监管制度的加强,应计管理和实质盈余管理方式相互替代,此消彼长的趋势。总体的实证结果表明核准制的实施,可以约束IPO公司机会主义盈余管理的行为,系统提高中国上市公司质量。

中国资本市场是一个新兴的不完善的市场,它正处于行政化向市场化转移的过渡阶段。本书从制度变迁的角度,研究IPO公司盈余管理行为,证明证券发行制度是研究中国IPO公司盈余管理问题的一个重要约束变量。证券发行制度的市场化的完善能有效约束IPO公司机会主义盈余管理,提高上市公司质量,为证券发行制度进一步向注册制发展提供证据。