

创业板上市公司 IPO 过程中的盈余管理研究

甘欢 刘益平(教授)

(南京航空航天大学经济与管理学院 南京 211106)

【摘要】 本文以 2009~2010 年在创业板上市的 153 家公司为样本,利用范霍恩模型和修正后的琼斯-CFO 模型,分别对创业板 IPO 公司的资金需求动机和在 IPO 过程中是否存在盈余管理行为进行了验证。

【关键词】 创业板 IPO 盈余管理 资金需求动机

20 世纪中后期, 盈余管理成为会计研究的重要领域。资本市场的有效程度低、信息不对称以及委托代理关系的存在为上市公司进行盈余操纵提供了可能, 而当前监管制度的不完备性则成为其客观动因。本文以 2009~2010 年创业板上市的 153 家公司为样本, 实证检验了创业板上市公司利用 IPO 进行盈余管理的动机及手法。

一、理论分析与研究假设

1. 创业板 IPO 公司的盈余管理内涵。创业板市场最大的特点就是低门槛进入, 严要求运作, 帮助有潜力的中小企业获得融资机会, 促进企业发展壮大。结合我国实际, 盈余管理是指在国家政策允许的范围内, 在不违反相关政策法规及会计原则的情况下, 企业管理当局利用会计或非会计的手段, 同时运用一定的职业判断, 对财务报告中有关盈余信息披露及生成或其相关辅助信息进行管理的过程。创业板 IPO 公司盈余管理则主要体现在创业板上市公司在相关政策允许的范围内, 为获得较高的首发价格, 满足其低成本融资的需求, 粉饰招股说明书中的财务信息, 误导投资者的行为。

2. 创业板 IPO 公司盈余管理动因。张祥建、徐晋(2006)分析认为盈余管理的动机包括资本市场动机、契约动机及政治动机。与西方国家相比, 我国上市公司盈余管理的资本市场动机尤其是 IPO 动机更为明显, 主要原因在于我国中小企业在其发展过程中通过在创业板上市能够一定程度上满足其资金融通的需求。谷文林、孔祥忠(2011)对创业板在高科技企业融资中的功效进行了实证分析, 研究结果表明创业板市场的推出对高科技企业融资具有显著影响, 即创业板市场有利于提升高科技企业的融资能力。鉴于此, 本文提出假设 1: 创业板上市公司融资困难, 其上市是基于资金需求。

3. 创业板 IPO 公司盈余管理行为的存在性。王春峰、李吉栋(2003)研究了企业首次公开发行股票前后的盈余管理行为, IPO 企业在发行的前一年以及发行的当年有人为调增利润现象, 而在发行后的第 2 年存在人为调减利润现象。创业板的推出为中小企业提供了低成本的筹资渠道, 也可大大提高公司的资产变现能力以及公司的社会知名度, 对于中小企业而言, 在创业板上市可以获得超额利润。因此, 本文提出假设

2: 创业板公司在上市过程中存在盈余管理行为。

二、研究设计

1. 研究样本与数据来源。本文选择 2009~2010 年在创业板上市的公司作为研究样本, 数据全部可得, 因此保留了全部 153 家公司。本文的上市公司年报及招股说明书来自金融界和深圳证券交易所网站, 所需会计数据根据其年报和招股说明书整理而得。

2. 检验模型及相关变量说明。

(1) 范霍恩模型。美国财务学家詹姆斯·范霍恩(1998)用可持续增长模型(SGM)对可持续增长反映的财务思想进行了表述, 模型所确定的可持续增长率(SGR)是指不增发新股并保持目前经营效率和财务政策条件下公司销售所能增长的最大比率。创业板上市公司多为高成长性公司, 利用下述范霍恩模型计算的可持续增长率与实际增长率的关系对假设 1 进行验证, 具有可行性。

$$SGR = \frac{b \left(\frac{NP}{S} \right) \left(1 + \frac{D}{Eq} \right)}{\left(\frac{A}{S} \right) - b \left(\frac{NP}{S} \right) \left(1 + \frac{D}{Eq} \right)} \quad (1)$$

其中: b 为利润留存率; NP/S 为销售净利率; D/Eq 为产股权比; A/S 为资产销售比。

通过范霍恩模型可计算得出企业可持续增长率, 企业实际增长率 G 则通过下式计算:

$$G = \frac{S_1 - S_0}{S_0} \quad (2)$$

其中: S_1 为企业本会计年度主营业务收入; S_0 为企业上一会计年度主营业务收入。

根据可持续增长理论, 本文考察的变量是企业实际增长率和可持续增长率的差值:

$$x = G - SGR \quad (3)$$

当企业经营效率和财务政策保持不变, 在不增发新股的情况下, 企业的可持续增长率和实际增长率应保持一致。但是, 当财务比率达到公司的极限, 实际增长率超出了内在资源所允许的增长速度, 公司只能通过上市融资才能进一步提高销售增长率。因此, 若 x 大于 0, 说明企业实际增长率超过可

持续增长率,需要通过 IPO 上市融资,资本动机明显。

(2)修正琼斯-CFO 模型。原有琼斯-CFO 模型中考虑了固定资产、无形资产和其他长期资产对总体应计利润的影响,但是学者利用该模型对中小企业板上市公司 IPO 过程中的盈余管理进行验证时,模型的拟合效果并不理想。因此,本文试删除这两个变量,得出修正琼斯-CFO 模型,具体如式(4):

$$TA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \alpha_2 CFO_{it} + \xi_{it} \quad (4)$$

其中:TA_{it}为i企业t年的总体应计利润;ΔREV_{it}为i企业t年主营业务收入与t-1年主营业务收入之差;ΔREC_{it}为i企业t年应收账款净额与t-1年应收账款净额之差;CFO_{it}为i企业t年经营活动现金流量;ξ_{it}为残差;t为企业IPO当年;t-1为IPO前一年。

本文收集发行新股公司各年主营业务收入、应收账款、经营现金流量等会计数据,利用SPSS17.0估计了模型系数。因为主营业务收入与应收账款从总体上讲与总体应计利润是正相关的,因此假定其系数为正;总体应计利润是净利润与经营现金流量之差,因此假定经营活动现金流量系数为负。同时,将残差看作实际总体应计利润与估计应计利润之间的差额,也就是可操纵性应计利润。如果残值显著异于0,则说明存在异常的操纵性应计利润,创业板上市公司在IPO过程中存在盈余管理行为。

三、实证结果分析

1. 创业板 IPO 公司基于资金需求的盈余管理动机。通过比较创业板 IPO 公司在上市当年及上市前两年的可持续增长率与实际增长率,研究其盈余管理的 IPO 动机。首先对利用范霍恩模型进行实证分析时所需的财务比率及增长率数据进行了描述性统计,具体见表1:

表1 相关年度财务比率及增长比率的描述性统计

指标	最大值	最小值	平均数	中位数	标准差
销售净利率	0.68	0.02	0.20	0.18	0.11
产权比	4.10	0.01	0.62	0.48	0.58
资产销售比	9.15	0.22	1.87	1.37	1.43
利润留存率	1.00	-1.36	0.77	0.84	0.30
G	9.76	-0.82	0.49	0.31	0.85
SGR	4.43	-0.20	0.30	0.23	0.39
X	9.04	-3.59	0.19	0.10	0.79

本文根据所有153家创业板上市公司IPO当年及前两年的财务数据,利用式(1)、(2)、(3)分别计算得出SGR、G和X。根据假设1,对进行单边均值假设检验:H₀:x≤0;H₁:x>0。

利用SPSS软件进行单样本t检验,检验结果显示:Sig.(2-tailed)=0.000,每一侧概率P远远小于0.05,t=5.167,按α=0.05时可以拒绝H₀,即在0.05的显著性水平下创业板IPO公司在这三年中的实际增长率显著高于可持续增长率。因此,可以认为企业有外部融资的需求,有必要通过在创业板上市满足其资金需求。IPO过程中进行盈余管理是企业扩大筹资额的方式之一,因此企业存在IPO过程中进行盈余管理的动机。

2. 创业板 IPO 公司在上市过程中存在盈余管理行为。本

文利用SPSS17.0对修正琼斯-CFO模型进行了多元回归分析,其中,总体应计利润(TA)为因变量,主营业务收入变动值与应收账款变动值的差额(ΔREV-ΔREC)及经营现金流量(CFO)为自变量。回归结果见表2、表3:

表2 修正琼斯-CFO模型的拟合程度

R	R ²	F	Sig.F
0.869	0.756	232.237	0.000

表3 模型回归系数

系数	系数值	t	Sig.
α ₀	48 807 709.555	12.673	0.000
α ₁	0.160	9.427	0.000
α ₂	-0.760	-17.743	0.000

通过表2可以看出,R²=0.756,模型整体的拟合效果较好;回归方程整体的显著性水平F=232.237,P=0.000,显著小于0.01,在α=0.01时模型总体显著,即因变量总体应计利润和自变量主营业务收入变动值与应收账款变动值的差额及经营现金流量之间存在较为显著的关系。

从表3可以看出,模型系数分别为:α₀=48 807 709.546、α₁=0.160,α₂=-0.76,t值分别为12.673、9.427和-17.743。同时,回归结果显示,所有系数均能通过t检验,且α₁为正数、α₂为负数,与预估的符号相一致。利用上述结果,得到估计总体应计利润的回归方程:

$$TA_{it} = 48\ 807\ 709.55 + 0.16 \times (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + 0.76 \times CFO_{it} \quad (5)$$

将各年的主营业务收入变动值与应收账款变动值的差额与经营现金流量代入式(5),得到估计总体应计利润。实际总体应计利润减去估计得到的总体应计利润得到残差,即为所需分析的可操纵性应计利润。本文以可操纵性应计利润除以IPO当年年初的资产总额以排除资产规模的影响。通过采用SPSS软件中的单样本t检验验证创业板IPO公司盈余管理的程度。统计结果显示,均值为-0.0417,P=0.000,α=0.05时显著非零,即假设2得到验证,创业板IPO公司在上市过程中存在盈余管理行为。

四、结论

实证分析表明,创业板上市公司在IPO当年及IPO前两年的实际增长率远远高于可持续增长率,实际增长率超过内在融资所能承受的发展速度,因而中小企业利用创业板满足资金需求成为了较优的选择。同时,通过修正琼斯-CFO模型计算出可操纵性应计利润,进一步地利用单样本t检验验证了创业板公司在IPO过程中确实存在盈余管理行为。

主要参考文献

1. 丁玫.试析我国中小企业板上市公司IPO过程中的盈余管理行为.财贸研究,2008;5
2. 张祥建,徐晋.盈余管理的原因、动机及测度方法前沿研究综述.南开经济研究,2006;6
3. 谷文林,孔祥忠.创业板在高科技企业融资中的功效研究.科技与经济,2011;2