

终极控制人、盈余管理方式与IPO业绩变化

——来自不同市场板块的证据

肖力

(北京大学光华管理学院 北京 100871)

【摘要】 本文首先运用应计盈余管理模型和真实盈余管理模型检验我国证券市场IPO前后盈余操纵动机的强度,并细分至终极控制人性质和资本市场两个层次,以观察盈余管理方式选择上所存在的差异,然后进一步分析了两种盈余管理方式对IPO后长期经营业绩的影响程度。实证结果表明:上市公司上市前后三年内每年均进行应计盈余管理,而每间隔一年会进行真实盈余管理;盈余管理程度和选择实施真实盈余管理意愿的强度均遵循“主板>中小板>创业板”的规律,且国有上市公司更倾向于采用真实盈余管理方式;在公司治理因素中,董事会持股比例和管理层持股比例是盈余管理程度和方式选择的两大重要参考因素。此外,与应计盈余管理相比,真实盈余管理对IPO后长期经营业绩的负面影响更大。

【关键词】 剩余收益 随机前沿模型 分位数回归 IPO折价

一、引言

真实盈余管理自2006年Roychowdhury提出以来,逐渐成为学术界关注热点。与传统应计盈余管理主要通过会计准则操纵不同,真实盈余管理(Real Earnings Management, REM)为达到盈余目标,往往利用真实的经营活动进行盈余操纵,手段更加隐蔽。我国企业IPO上市动机普遍强烈,上市前更倾向于采用盈余管理手段以提高盈余水平,粉饰财务报表。故研究盈余管理方式对我国企业IPO经营业绩的影响,不论是对资本市场资源的有效配置,还是对公司治理水平的改善,都具有重大价值。同时,我国70%以上的上市公司终极控制人均为国家,且证券市场细分为主板、中小板和创业板三大板块,故研究国有控股和各板块上市公司的盈余管理方式及其经济后果对我国上市公司的监管策略调整也具有现实指导意义。

目前已有相关文献提供了IPO前后应计和真实盈余管理存在的证据,但并未进一步细分至证券市场层面和终极控制人层面;同时,已有文献在研究盈余管理方式对IPO后经营业绩影响方面存在争议。顾鸣润(2012)等运用2009年底前上市公司数据、潘端莲(2013)等利用创业板数据,发现上市的公司IPO后仅真实盈余管理对经营业绩有显著负面影响,而蔡春(2013)等得出应计和真实盈余管理均对IPO后上市公司的业绩产生负作用,结论的差异可能是受到选取样本大小和时间跨度影响。基于此,本文对盈余管理方式分市场板块、终极控制人性质进行研究,并观察公司在这些层面上上市前后的业绩表现差

异和盈余管理方式选择差异。本文的样本涵盖了我国三大证券市场,即主板市场、中小板市场和创业板市场,最大程度削弱了样本选取因素对盈余管理方式经济后果分析的干扰。此外本文还引入了生命周期理论,以深化盈余管理方式对上市公司经营业绩影响的探讨分析。

二、理论分析与研究假设

由于板块的功能、制度建设和监管法规的差异化,因而不同板块的上市公司的盈余管理程度和方式选择会有所不同。从板块成熟度、板块总体规模以及监管制度健全性来看,主板的盈余管理程度均值大于中小板,而创业板最小,且主板较之于中小板、创业板,运用真实盈余管理方式的能力更强。基于上述分析,本文提出如下假设:

H1: IPO公司的盈余管理程度呈现“主板>中小板>创业板”的规律,且其运用真实盈余管理方式的程度也是主板大于中小板,而中小板又大于创业板。

在我国,不同的终极控制人性质其盈余操纵动机和监管约束程度也会有所不同。一方面,国有企业的IPO上市多作为地方政绩的一种表现形式,其操纵利润的动机较非国有企业更强烈(李增福等,2013);另一方面,国有企业受监管约束也比非国有企业大,较之采用应计盈余管理方式,其更可能倾向采用相对较隐蔽的真实盈余管理方式。基于此,本文提出如下假设:

H2: 与应计盈余管理方式相比,实施IPO的国有企业更倾向于运用真实盈余管理。

从应计盈余管理和真实盈余管理的操纵方式来看,

应计盈余管理的本质是调整资产负债与收入费用项目及其转化(蔡春等,2011),其会计项目均为短期项目,影响到会计盈余的期间分布并不影响公司真实现金流量,总生命周期内也不影响盈余总额;而真实盈余管理的本质是改变真实经营现金流量,并操纵销售和费用项目,且改变当期盈余,会对企业未来的经营活动和持续经营产生永久性的影响,基于此,本文提出如下假设:

H3: 应计盈余管理与真实盈余管理对 IPO 后未来公司经营绩效会产生不同的影响。

三、数据来源及模型构建

1. 数据和指标来源。证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号》明确要求,公司申请 IPO 需要在招股说明书中披露前三个会计年度及最近一期的财务信息,据此认定公司上市前三年的关键数据具备可靠性。由于 2007 年我国开始实施修订的企业会计准则,同时至少保证样本公司在 t=-1 年、0 年、1 年均具有数据,故选取 2008~2011 年间沪深两市 A 股上市公司作为研究对象,研究上市公司前后三年内的经营业绩变化和盈余管理方式,以及其对经营业绩的影响程度。

样本筛选过程如下:①金融行业较之其他行业在财务报表披露和法律监管方面具有特殊性,故剔除此行业的样本数据;②根据 Roychowdhury(2006)模型要求,剔除每年度每个行业样本量小于 15 的行业数据;③剔除研究设计中各变量中的缺失值。

本文采用的财务数据和公司治理数据均来自 CS-MAR 国泰安数据库,数据处理及模型估计、回归分析均采用 Stata 11.0 软件进行。后文根据模型计算所需变量及定义说明如表 1 所示。

2. 模型构建。

(1)操纵性应计盈余管理估计模型。Dechow 等(1995)修正后的 Jones 模型通过计算可操控应计利润度量应计盈余管理。具体计算过程如下:

$$\frac{TA_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} = \partial_0 + \partial_1 \frac{1}{A_{i,j,t-1}} + \partial_2 \frac{\Delta S_{i,j,t} - \Delta REC_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} + \partial_3 \frac{PPE_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

式中:TA_{i,j,t-1}为行业中i公司t-1年的总资产;TA_{i,j,t}为j行业中的i公司t年的应计利润,TA_{i,j,t}=净利润-经营现金净流量;ΔS_{i,j,t}为t年营业收入与t-1年之差;ΔREC_{i,j,t}为t年应收账款净额与t-1年之差;PPE为j行业中的i公司t年固定资产净额。

首先将式(1)分行业分年度进行 OLS 回归,得到应计利润估计值,然后将应计利润与其估计值之差除以上一年末总资产即为可操控性应计利润 DA。进一步得出应计利润的另外三种表现形式:①ADA 为 DA 的绝对值;

表 1 变量描述说明

类型	变量名称	符号	说明	
被解释变量	总资产收益率	ROA	年末总资产/净利润	
	总资产收益率增长率	DROA	=(ROA _t - OA _{t-1})/ROA _{t-1}	
解释变量	可操纵应计利润	DA/ADA/ PLUSDA/ MINUSDA	见公式(1)	
	异常经营性现金净流量	R_CFO	见公式(2)	
	异常生产性成本	R_PROD	见公式(3)	
	异常酌量性费用	R_DISP	见公式(4)	
	REM 综合指标	R_PROXY	=R_PROD- R_CFO- R_DISP	
控制变量	财务状况	资产规模	SIZE	年末总资产的自然对数
		杠杆率	LEV	总负债/总资产
		成长性	GROWTH	营业收入增长率
	公司治理	制衡能力 1	CB12Z	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
		制衡能力 2	CB110S	第一大股东持股比例/第二至第十大股东持股比例
		管理层权力 1	MSHRP	管理层总持股比例
		管理层权力 2	MLDSHRP	管理层领导持股比例
		董事会权力 1	BDSHRP	董事会持股总比例
		董事会权力 2	BDCEO	董事长兼任总经理时为 1,否则为 0
	生命周期	终极控制人性	SOE1	终极控制人性质为国家时 SOE1=1,否则为 0
		成长期	PERIOD1	公司处于成长期为 1,否则为 0
		成熟期	PERIOD2	公司处于成熟期为 1,否则为 0
		衰退期	PERIOD3	公司处于衰退期为 1,否则为 0

②PLUSDA=max(0,DA);③MINUSDA=min(0,DA)。

其中,行业分类依据证监会 2001 年发布的《上市公司行业分类指引》,共 13 大行业门类,由于剔除了金融行业,最终按 12 个行业大类进行分年度分行业的 OLS 回归,后文的真实盈余管理估计模型行业分类方法亦同。

(2)真实盈余管理估计模型。Roychowdhury(2006)模型表明,公司主要运用三种盈余管理手段进行盈余操纵:销售操控、生产操控及费用操控。当公司运用上述三种方式调增利润时,会拥有更高的生产成本、更低的经营性现金流量和更低的酌量性费用。

通过计算异常经营性现金净流量、异常生产成本和异常酌量性费用来度量公司的真实盈余管理程度。三个异常值的公式计算依次为:

$$\frac{CFO_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,j,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

$$\frac{PROD_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{1}{A_{i,j,t-1}} + \gamma_2 \frac{S_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} + \gamma_3 \frac{\Delta S_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} + \gamma_4 \frac{\Delta S_{i,j,t-1}}{A_{i,j,t-1}} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (3)$$

$$\frac{DISP_{i,j,t}}{A_{i,j,t-1}} = \delta_0 + \delta_1 \frac{1}{A_{i,j,t-1}} + \delta_2 \frac{S_{i,j,t-1}}{A_{i,j,t-1}} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (4)$$

式中：**S**和**A**的含义与式(1)指代相同；**PROD_{i,j,t}**=销售成本+当期库存商品变动；酌量性费用支出**DISP**=销售费用+管理费用，与可操控性应计利润的计算方法类似，对式(2)、式(3)、式(4)分行业分年度进行OLS回归，测算得出各因变量估计值，然后用实际值减去估计值即得各公式异常值，分别为：**R_CFO**、**R_PROD**、**R_DISP**。

此外，本文利用Chi et al (2011)在此基础上构建的一个综合性指数**R_PROXY**=**R_PROD**-**R_CFO**-**R_DISP**，来综合表示真实盈余管理的程度。

(3)经营业绩及其影响因素的回归模型。本文借鉴已有文献(如潘端莲等, 2013)的研究成果, 实证检验公司IPO后经营业绩的影响因素, 所使用的回归模型如下:

$$ROA_{i,t} \text{ 或 } DROA_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 \times EM_{i,t} + \sum_{i=2}^n \theta_i \times CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (5)$$

式(5)中的各变量指标说明如表1所示。

此外,若企业处于不同生命周期阶段,当其他条件相同时,其对现金流和盈利能力的影响程度也不同。为克服不同周期阶段企业的差异性,引入生命周期虚拟变量作为控制因素。本文选用常用的现金流组合模型划分法,参照曹裕(2010)将生命周期划分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段,所引入的虚拟变量见表1说明。

四、实证分析

1. 描述性统计分析。

(1)经营业绩的描述性统计分析。公司IPO前后经营业绩(用**ROA**大小和**ROA**增长率**△%**表示)分年度、市场层次和终极控制人性质的描述性统计如表2面板A和面板B所示。表2面板A的公司上市前后**ROA**对比表明,公司上市前**ROA**达到最高,上市后**ROA**便开始下滑,t=0年,即上市当年**ROA**整体下滑达55.5%。

表2面板B显示,t=1年和t=2年,**ROA**增长率均为负值,说明三个市场板块的国有及非国有公司在上市后的经营业绩均呈现负增长,且国有企业上市后**ROA**下降速

度快于非国有企业。主板上市公司在上市前及上市后一年内**ROA**均值小于中小板和创业板公司。t=2年代表主板上市公司**ROA**均值与中小板公司相当,创业板公司因上市后**IPO**下降过快而在上市两年后**ROA**开始小于主板和中小板公司。这在一定程度上说明创业板公司业绩变脸程度大于主板和中小板公司。

表2 经营业绩的描述性统计

面板A:									
ROA	MEAN	MEDIAN	MIN	MAX	STD	△%			
-2	0.142	0.130	0.000	0.538	0.075	0.061			
-1	0.146	0.133	0.019	0.588	0.078	0.030			
0	0.065	0.062	0.013	0.193	0.026	-0.555			
1	0.060	0.058	-0.404	0.200	0.038	-0.081			
2	0.056	0.052	-0.141	0.242	0.043	-0.069			
面板B:									
ROA	-2	-1	△%	0	△%	1	△%	2	△%
主板	0.090	0.091	0.014	0.059	3.198	0.050	-0.984	0.057	-1.058
中小板	0.130	0.140	0.077	0.066	-0.142	0.061	-1.428	0.057	-1.040
创业板	0.170	0.175	0.033	0.065	0.947	0.061	-0.936	0.051	-1.055
国有	0.098	0.116	0.187	0.064	-0.657	0.064	-1.098	0.065	-1.059
非国有	0.147	0.151	0.028	0.065	1.348	0.059	-0.956	0.054	-1.056

(2)盈余管理的描述性统计分析。表3中的均值检验含义为:若第t年的均值检验显著不等于0,则企业在当年实施了盈余管理。表3面板A显示,ADA、PLUSDA、MINUSDA的均值t检验在1%的水平上均显著,说明公司在上市前后三年内均进行了应计盈余管理,且上市前均值明显高于上市后的操控性应计利润。而CFO、PROD、DISP、PROXY只在t=±1年、±3年,均值t检验在5%的水平上显著,即每间隔一年进行真实盈余管理。这表明公司为达到盈余目标,会有意分期进行烫平年度盈余上的波动,且间隔性地进行真实盈余操控更不易被发现,以达到粉刷财务报表的目的。

经细分至市场层面和终极控制人属性层面,可得统计值如表3面板B所示,从中可以看出,分市场分终极控制人属性的应计盈余管理ADA的t检验均在5%水平上显著;而真实盈余管理的t检验分别在t=-1年和t=1年显著,在t=0年、t=-2年、t=2年不显著,这说明上市公司真实盈余管理动机在上市前后一年内较强,上市后第二年真实盈余操控的动机减弱。忽略t=0年不显著的PROXY值,观察发现,上市后公司真实盈余管理程度较上市前明显下降,且上市后第一年证券市场三大板块、国有非国有企业均为正向的真实盈余管理。而上市后由表2面板A、面板B可以看出公司业绩均下滑,这说明即使管理层有意调增利润,公司上市后业绩也是下滑的,市场资源配置效率的低下非常值得深思。

表 3 盈余管理的描述性统计
面板 A:

		- 3	- 2	- 1	0	1	2	3
DA	MEAN	- 0.006	- 0.015	0.006	0.012***	0.001	0.001	- 0.005
	STD	0.162	0.761	0.159	0.107	0.077	0.084	0.085
ADA	MEAN	0.087***	0.138***	0.084***	0.070***	0.055***	0.058***	0.059***
	STD	0.137	0.749	0.135	0.082	0.054	0.060	0.061
PLUSDA	MEAN	0.040***	0.060***	0.042***	0.041***	0.028***	0.030***	0.027***
	STD	0.093	0.216	0.123	0.083	0.052	0.059	0.053
MINUSDA	MEAN	- 0.045***	- 0.074***	- 0.036***	- 0.029***	- 0.027***	- 0.029***	- 0.032***
	STD	0.115	0.712	0.074	0.047	0.041	0.043	0.052
CFO	MEAN	- 0.025***	0.018	0.013***	- 0.014**	- 0.007**	- 0.002	0.017**
	STD	0.176	0.793	0.153	0.165	0.086	0.089	0.096
PROD	MEAN	0.038***	- 0.003	- 0.026***	- 0.012	0.017***	0.007	- 0.019**
	STD	0.328	0.301	0.253	0.261	0.097	0.106	0.150
DISP	MEAN	- 0.017**	0.008	0.009**	- 0.005	- 0.007***	0.005	0.026***
	STD	0.246	0.221	0.186	0.186	0.066	0.071	0.092
PROXY	MEAN	0.079***	- 0.024	- 0.048***	0.007	0.030***	0.004	- 0.062***
	STD	0.614	0.942	0.466	0.464	0.200	0.218	0.282

面板 B:

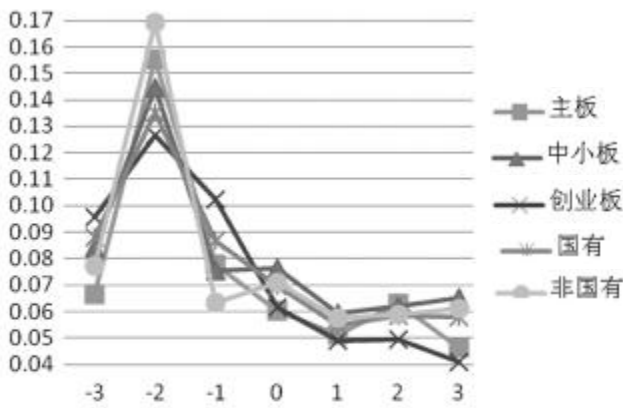
		主板	中小板	创业板	国有	非国有
ADA	- 2	0.155**	0.145***	0.127***	0.135***	0.169***
	- 1	0.078***	0.076***	0.102***	0.087***	0.063***
	0	0.060***	0.077***	0.062***	0.071***	0.071***
	1	0.051***	0.059***	0.049***	0.055***	0.057***
	2	0.063***	0.062***	0.050***	0.058***	0.059***
PROXY	- 2	0.163	- 0.096*	0.037	0.018	- 0.028
	- 1	0.027*	- 0.078***	- 0.004*	- 0.091*	- 0.042***
	0	- 0.094	0.015	0.022	- 0.070	0.017
	1	0.035*	0.034***	0.024*	0.017**	0.032***
	2	0.010	- 0.001	0.015	- 0.017	0.008

注: *、**、***分别表示统计值在 1%、5%、10%的水平上显著,下同。

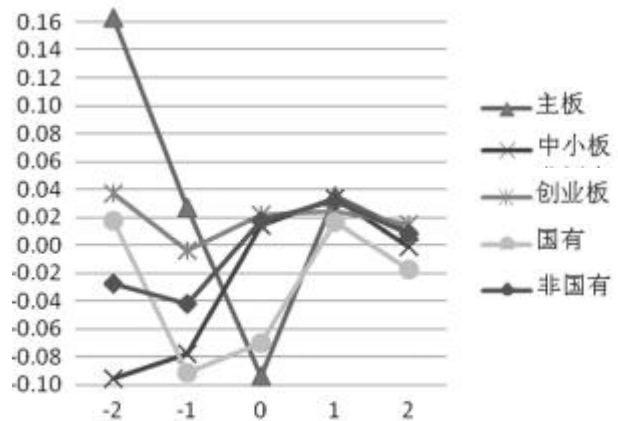
为便于分析,我们将证券市场三大板块和公司股权性质以图形方式描绘,其中,应计盈余管理仅以 ADA 为代表,而真实盈余管理则以综合指标 R_PROXY 为代表,分别表示盈余管理操控性程度,如图(a)、图(b)所示。从两图中可以看出,国有和非国有企业间的应计盈余管理程度相当;而真实盈余管理程度按年度平均,国有企业均值大于非国有企业。同时,各板块真实盈余管理程度均低于应计盈余管理程度。其中,主板的应计盈余管理程度和真实盈余管理程度最高,其次为中小板,最低为创业板。本文的假设 1 和假设 2 得到验证。

2. 回归结果分析。本文采用分年度回归方法以观察不同的盈余管理方式对经营业绩影响程度的演化特征,其中,应计盈余管理仅以 ADA 为代表,而真实盈余管理则以综合指标 R_PROXY 为代表,分别进行观察,结果如表 4 面板 A、B、C 所示。

观察表 4 面板 A 回归系数和 t 值发现,在上市两年内应计盈余管理对经营业绩起到正向作用,这说明短期内通过利润调增,可使公司的盈利能力在“表面”上表现良好,但第三年开始短期正向效应消失,显示为负面影响,应计盈余管理程度越大,经营业绩越差。这充分说明应计盈余管理对经营业绩一直存在潜在的负面影响。



(a) 应计盈余管理 ADA



(b) 真实盈余管理 R_PROXY

上市公司盈余管理程度分析图

表 4 盈余管理方式对经营业绩影响的回归结果
 面板 A: 面板 C:

ROA	ADA					ROA	REMPROXY				
	t=0	t=1	t=2	t=3	全样本		t=0	t=1	t=2	t=3	全样本
EM	0.018**	0.02	0.086***	-0.112***	0.031***	EM	-0.008***	-0.056***	-0.074***	-0.100***	-0.029***
	(2.05)	(0.93)	(3.34)	(-1.66)	(3.16)		(-4.450)	(-8.380)	(-8.920)	(-6.740)	(-12.510)
CB12Z	0	0	0.001**	0.001	0	CB12Z	0.000	0.000	0.001**	0.002	0.000
	(-0.27)	(-0.12)	(2.03)	(0.97)	(0.85)		(-0.040)	(-0.150)	(1.920)	(1.420)	(1.030)
CB110S	0.001	0.001	-0.004**	-0.003	0	CB110S	0.001	0.001	-0.003*	-0.005	0.000
	(0.97)	(0.78)	(-2.1)	(-0.61)	(-0.2)		(0.810)	(0.860)	(-1.790)	(-0.920)	(-0.270)
BDCEO	0.002	0.001	0.005	-0.014	0.002	BDCEO	0.002	0.001	0.006	-0.016	0.002
	(0.97)	(0.4)	(1)	(-1.19)	(0.9)		(0.870)	(0.410)	(1.290)	(-1.530)	(0.890)
MSHRP	0.015	0.070**	0.05	0.067	0.045**	MSHRP	0.016	0.045	0.019	0.108	0.041**
	(0.68)	(1.92)	(0.93)	(0.57)	(2.14)		(0.740)	(1.290)	(0.390)	(1.030)	(1.990)
BDSHRP	-0.014	-0.081**	-0.069	-0.07	-0.057***	BDSHRP	-0.015	-0.055	-0.031	-0.097	-0.051***
	(-0.63)	(-2.16)	(-1.25)	(-0.57)	(-2.59)		(-0.670)	(-1.520)	(-0.590)	(-0.890)	(-2.390)
MLDSHRP	0	0.014	0.034**	-0.012	0.019***	MLDSHRP	-0.001	0.014	0.029*	-0.021	0.018***
	(0.05)	(1.24)	(1.98)	(-0.27)	(2.66)		(-0.090)	(1.240)	(1.810)	(-0.540)	(2.560)
SOE1	0.004	0.005	0.010*	0.008	0.005*	SOE1	0.003	0.005	0.009	0.020	0.005**
	(1.21)	(1.04)	(1.66)	(0.56)	(1.78)		(1.090)	(1.160)	(1.600)	(1.550)	(2.110)
SIZE	0.004***	0.004**	0.006**	0.010**	0.003***	SIZE	0.003	0.002	0.003	0.008*	0.002*
	(2.8)	(2.43)	(2.29)	(2.06)	(3.36)		(1.990)	(1.300)	(1.430)	(1.800)	(1.660)
LEV	-0.028***	-0.020***	-0.017***	-0.012	-0.017***	LEV	-0.026***	-0.016***	-0.009***	-0.007*	-0.014***
	(-11.91)	(-7.27)	(-5.3)	(-2.8)	(-13.8)		(-10.650)	(-5.940)	(-3.020)	(-1.920)	(-11.510)
GROWTH	0.001***	0	0	0	0.000*	GROWTH	0.001***	0.000	0.000	0.000	0.000
	(4.9)	(1.29)	(0.72)	(-1.42)	(1.68)		(4.370)	(1.490)	(0.130)	(-1.450)	(1.340)
PERIOD1	0.005	0.004	-0.004	-0.001	0.008***	PERIOD1	0.003	0.003	-0.009	0.004	-0.009***
	(0.75)	(1.02)	(-0.58)	(-0.07)	(2.97)		(0.430)	(0.830)	(-1.520)	(0.260)	(-5.570)
PERIOD2	0.004	0.023***	0.015**	0.035*	0.021***	PERIOD2	0.001	0.013***	0.001	0.031**	0.000***
	(0.38)	(6.45)	(2.4)	(1.96)	(7.33)		(0.110)	(3.710)	(0.100)	(1.950)	(0.000)
PERIOD3	-0.039***	-0.013	-0.011**	-0.053***	-0.048**	PERIOD3	-0.001	-0.001	-0.016***	-0.017***	-0.015***
	(-14.94)	(-0.28)	(1.62)	(-19.30)	(-18.97)		(-0.113)	(-0.119)	(-5.943)	(-9.860)	(-5.510)
CONST	0.016	-0.022	-0.06	-0.128	-0.005	CONST	0.037	0.025	-0.010	-0.104	0.047
	(0.59)	(-0.59)	(-1.16)	(-1.23)	(-0.26)		(1.400)	(0.690)	(-0.200)	(-1.130)	(2.320)

面板 B:

DROA	ADA			
	t=0	t=1	t=2	t=3
EM	-1.615	-0.134	-1.399	-3.478**
CB12Z	-0.031	0.002	0.019	-0.010
CB110S	0.257	0.003	-0.044	0.061
BDCEO	0.226	-0.054	-0.083	-0.232
MSHRP	5.925	0.774*	-0.980	-0.410*
BDSHRP	-5.288	-0.848*	0.916	0.699**
MLDSHRP	-0.202	0.024	0.372**	-0.529***
SOE1	0.546	0.207***	-0.097	0.033
SIZE	0.424	-0.041	0.096	0.188*
LEV	-1.438**	-0.142***	0.006	-0.039
GROWTH	-0.017	0.003	-0.002	-0.017***
PERIOD1	0.013	0.057	-0.335	0.065
PERIOD2	-1.183	0.159***	-0.116	0.274
PERIOD3	-1.392***	-0.084	-0.392*	-1.597**
CONST	-6.564	0.929	-1.936	-3.815*

注:括号中为回归系数的t值大小。

本文选用增量指标总资产收益率增长率替换存量指标总资产收益率,建立多元回归模型,进一步观察公司实施应计盈余管理对盈利能力的负面影响,即逐步削弱现象,结果如表4面板B所示。

从表4面板B可以看出,上市后应计盈余管理与经营业绩的增长率负相关,且随着年份的推移,应计盈余管理对业绩增长率的影响程度逐年增加。这说明应计盈余管理虽在短期内使盈利能力“表现”良好,但本质上一直在损害公司的长期经营业绩,且负面影响越来越大。

从表4面板C回归系数的符号和绝对值大小可看出,真实盈余管理对上市后公司的经营业绩也一直为显著的负面影响,且随着年份推移,真实盈余管理程度的累积,对公司经营业绩的负面影响逐年增强。鉴于有些指标未能列示于表格中,故本文以增量指标业绩增长率为因变

量,以真实盈余管理指标 R_PROXY 为解释变量进行回归,将之与以 ADA 为代理变量的应计盈余管理作为解释变量进行对比,发现应计盈余管理和真实盈余管理对经营业绩的影响程度相当,但考虑到前文描述性统计中所得出的结论,上市公司是在上市前后三年内每年都进行了应计盈余管理,而每间隔一年才进行真实盈余管理,故得出结论:真实盈余管理对长期经营业绩的影响程度大于应计盈余管理,这与假设3的理论预期是一致的。

从全样本回归结果可以看出,以应计盈余管理和真实盈余管理作解释变量时,资产规模越大、杠杆率越低、成长能力越强,上市后公司经营业绩越好。表示制衡能力的第一和第二大股东持股比例、第一和前十大股东持股比例与 IPO 后三年的经营业绩无显著关系,说明我国上市公司的制衡机制无法充分发挥作用,其对公司上市后的经营业绩无实质性的影响。同时,在董事会持股比例较高、管理层持股比例较低的上市公司的应计盈余管理程度和真实盈余管理程度均较低(其中: $BDSHRP: Coeff. = -0.057, t = -2.59; MSHRP: Coeff. = 0.045, t = 2.14$)。这说明,董事会持股比例较高时,出于自身利益考虑,其监管的动机也较强烈;而管理层持股比例越高,管理层盈余操控的动机也越明显,这说明公司的治理结构会直接影响管理层盈余操纵程度和方式的选择,也说明国有上市公司的经营业绩显著优于非国有上市公司。

此外,对于处于成长阶段的公司而言,以应计盈余管理和真实盈余管理作解释变量得出对经营业绩影响的结论与上面恰恰相反,即没有明显的正负面影响。这说明成长阶段是公司的稳定期。而当公司进入成熟期后,两种盈余管理会对经营业绩起到正向促进作用($Coeff. = 0.021, t = 7.33$);一旦公司进入衰退阶段,盈余管理对经营业绩只会起到负面作用($Coeff. = -0.048, t = -18.97$)。

3. 稳健性检验。为检验结果稳健程度,本文在计量经营业绩时选用了净资产收益率代替总资产收益率,分别进行经营业绩描述性统计,以及 IPO 业绩影响因素分析。结果显示, IPO 前后经营业绩变化规律和盈余管理方式对其影响的结论不变,控制变量的符号和显著性基本上与前面的结果一致,说明检验结果具有较好的稳健性。

五、结论与建议

本文从证券市场三大板块和终极控制人两个角度,考察盈余管理方式对 IPO 前后企业经营业绩的影响,得出研究结论,并提出针对性的建议。

1. 完善会计准则,并提高审计师行业专业水平。本文研究发现,公司 IPO 业绩下滑的重要原因之一就是其在 IPO 前后进行了应计和真实的盈余管理,而会计准则的不健全留给了上市公司更多的应计盈余管理操纵机会,这提醒会计准则制定者和审计师尤其要重视 IPO 公司利用

真实经济活动操控盈余的行为。会计准则的完善和审计师胜任能力的增强均有助于降低上市公司的盈余操纵,从而提高财务会计信息质量,最大限度地降低因会计信息的不可靠而误导投资者决策的可能性。

2. 推进国企改革,完善公司治理机制。研究结果说明,国有企业盈余操纵动机强于非国有企业,且倾向于采用更加隐蔽的真实盈余管理方式操纵盈余。而在治理机制较有效的公司内部,盈余管理程度会得到一定程度的遏制。因此,从企业层面来看,需要进一步推进国有企业改革进程,合理减少终极控制人的持股比例,并发展机构投资者,做好中小投资者的教育和引导工作,以优化股权结构,有效抑制管理层真实盈余管理的冲动。

3. 深化 IPO 注册制、退出机制等资本市场制度的改革。本文理论分析与研究假设部分显示,资本市场制度的不合理会引发上市公司进行盈余操纵的逆向选择。近年来,我国证券市场的制度改革进程不断加快,2012年5月实施的《深圳证券交易所创业板股票上市规则》中明确了退市标准和转让手续。2014年3月我国政府工作报告首次明确指出推进股票发行注册制改革。政府未来还应着手建立投资者尤其是中小投资者的损失赔偿责任承担机制,切实保护好投资者的利益。

本文实证结论表明,真实盈余管理方式之所以频频被一些上市公司所采纳,是因为它相比应计盈余管理方式更具隐蔽性。但其对公司 IPO 后的长期经营业绩负面影响也比应计盈余管理方式大,且随着时间推移,负面影响会逐年累积,越来越大,严重损害资本市场的有效性。随着我国未来资本市场容量不断扩大,应继续加大监管力度,以应对盈余操控手段隐蔽化和多元化。

主要参考文献

1. Roychowdhury S.. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 2006; 42
2. Chi Lisic, Pevzner. Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?. *Accounting Horizons*, 2011; 25
3. 潘端莲, 杨有红. 盈余管理与创业板公司 IPO 前后的业绩变化. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2013; 3
4. 顾鸣润, 田存志. IPO 后业绩变脸与真实盈余管理分析. *统计与决策*, 2012; 1
5. 蔡春, 朱荣, 谢柳芳. 真实盈余管理研究述评. *经济动态*, 2011; 12
6. 李开伟, 韩传模, 李晓雄. 增发过程中经营活动真实盈余管理程度研究. *财会月刊*, 2012; 11
7. 张东旭, 江新峰. 真实盈余管理影响因素研究述评. *财会月刊*, 2013; 16