

# 融资融券背景下我国上市公司 盈余管理问题研究

何明友(副教授)

(宁波职业技术学院, 宁波 315800)

**【摘要】** 本文从2010~2014年我国融资融券上市公司为样本,利用双重差分模型分析融资融券业务对我国上市公司盈余管理程度的影响。实证结果表明:对比控制组,融资融券能够有效降低公司的盈余管理水平,融资融券对盈余管理的影响受到公司所在地区市场化程度高低的影响。在公司市场化程度高的地区,融资融券能发挥抑制盈余管理的作用,而在市场化程度低的地区,这种抑制效果不显著;在公司股权制衡无效的情况下,市场化程度高低对盈余管理的抑制效果不再显著,表明公司治理水平是抑制盈余管理的内因,市场化程度等外因要发挥作用必须依赖于内部治理的有效性。

**【关键词】** 融资融券; 盈余管理; 市场环境; 股权机构

## 一、引言

我国融资融券业务始于2010年3月,此后,我国证券市场结束了没有卖空机制的时代,标志着信用交易时代的到来。融资融券对于我国资本市场、上市公司都具有深层次的影响,是发挥我国资本市场资源配置功能的重要事件。融资融券在国外开展的时间长,各项交易制度更为成熟,并且有关学者针对卖空机制与盈余管理的关系进行了系统的研究。Chen等(2010)认为卖空机制导致投资者对公司盈余质量的关注提升,增加了公司盈余管理被识别的可能性,从而使得卖空机制成为抑制管理层盈余管理行为的有效制度安排。我国的市场环境与公司治理特征具有独特性,与国外也有着显著差异,因此,需要从我国上市公司市场环境和公司内部治理特征入手,全面评价融资融券机制的盈余管理治理效应。

有关盈余管理问题的研究,国内外学者从代理冲突的理论框架入手,从公司治理机制方面进行了大量富有成效的研究,并从公司董事会、监事会、内部审计等机构设置、职能设置等方面提出了建议。在我国目前的外部市场环境下,公司的信息披露往往经过管理层的“选择”,进而使得进入市场的信息不足以反映公司的真实状况,这是市场制度层面存在的不足。从公司治理层面讲,独立董事、机构投资者获取公司信息的途径受到限制,独立董事的职能并没有发挥出来,而机构投资者不仅不能成为公司管理层的有效监督者,甚至有可能成为管理层的同谋,管理层通过盈余管理来谋取私利成为损害公司股东利益的严重问题。另外,股权机构的不合理,导致公司的大股东得不到有效的制衡,大股东通过对公司经营管理权的

控制,利用过度投资、关联交易等手段“掏空”公司,使得中小投资者利益受到侵害。

融资融券业务的推出能够促使公司的其他利益相关者更加关注公司的盈余质量,加大对公司负面消息、内部消息的挖掘和传播力度。公司通过利润操作进行盈余管理一旦被发现,将会在资本市场上“名利双失”,融资融券显然成为强化外部市场监管的“催化剂”。融资融券自实施以来是否真正发挥了应有的效果,影响其发挥效果的因素又有哪些,这些问题成为本文研究的重点。

通过现有研究的分析,发现目前的研究主要集中在融资融券的市场效率影响方面,而从公司治理层面来研究融资融券业务的影响的研究还不多见。为此,本文拟从公司治理中的热点领域——盈余管理问题入手,探讨融资融券事件前后上市公司盈余管理是否发生显著变化。由于我国市场环境与国外有着显著差异,而我国上市公司的股权结构并不完善,因此,在研究中将着重考虑这两方面因素对融资融券、盈余管理的影响。

## 二、文献综述

### (一)国外研究

国外有关融资融券业务的研究如下:Miller(1997),Diamond And Verrechia(1997)研究了卖空机制的存在对于信息传递的影响,继而对公司股票价格产生影响,市场的流动性和波动性会因此受到显著影响。Bris(2013)的研究表明卖空机制对于公司行为和动机具有调整作用,公司应计盈余管理随着卖空成本的增加而增加,但这一影响随着“降低卖空事件”的结束而消失。Karpoff and Lou(2010)发现在存在卖空机制的情况下,监管部门、投资者

对于财务信息质量的要求更高,作为融资融券交易的主要参与者——机构投资者,对财务重述的敏感度也更高,他们有更多的途径和动机去获取公司的非公开信息,投资者对公司应计项目的重视会抑制管理层的操作动机。Massa(2012)以美国2003~2011年的资本市场数据检验了卖空机制与盈余管理的相关性,研究表明潜在卖空量与公司应计盈余管理水平显著负相关,进而说明卖空能抑制管理层的卖空行为。

## (二)国内研究

随着融资融券的推出,我国关于融资融券的研究开始丰富起来。廖士光和杨朝军(2005)以台湾股票市场数据为基础,研究了卖空机制与股票价格的关系,发现卖空机制对于市场波动具有抑制作用。廖士光(2011)采用事件窗口法研究了某公司成为融资融券标的公司对股票价格的影响,研究发现融资融券交易对公司股票价格的调节功能未能充分发挥。

许红伟和陈欣(2012)采用DID法研究融资融券对股票定价的影响,发现融资融券对公司股票定价效率影响有限,但杨德勇和吴琼(2011)的研究表明融资融券业务能够抑制标的公司的股票价格变动,有利于降低公司风险。

目前,研究多围绕融资融券与市场流动性、股票价格等的关系,有关融资融券是否抑制盈余管理的研究还很少,因此,有必要围绕这一问题进行深入的探讨。

## 三、理论分析与研究假设

在我国由于对上市公司盈余管理行为识别不够、惩罚力度不大,导致公司管理层通过利润操纵谋取私利的情况较为严重。融资融券的推出弥补了我国资本市场缺少卖空机制的空白,提高了管理层进行盈余管理的风险。Karpoff and Lou(2010)发现在存在卖空机制的情况下,监管部门、投资者对于财务信息质量的要求更高,作为融资融券交易的主要参与者——机构投资者,对财务重述的敏感度也更高,有更多的途径和动机去获取公司的非公开信息,投资者对公司应计项目的重视会抑制管理层的操作动机。

假设1:上市公司在成为融资融券标的公司后公司的盈余管理水平降低,相比于非融资融券公司的盈余管理水平更低。

融资融券作为一项新开展的业务活动,普通投资者要掌握这一金融工具需要一定的外部市场环境的推动:①金融机构的业务推广。融资融券需要金融机构,尤其是券商的推广,帮助投资者掌握操作流程,提高融资融券业务的使用率。融资融券业务资格的证券公司多分布在市场化程度高的地区。②融资融券业务对投资者有一定的要求:开户时间不少于一年半,证券资产不低于50万元,地区的市场化程度越高,符合条件的投资者越多。

市场化程度越高,市场包含的公司经营管理信息越多,而内部消息越少,这显然会降低外部利益相关者的信息获取成本,降低双方的信息不对称程度,有利于提高对公司盈余管理行为的监管,从而形成对盈余管理行为的抑制。

假设2:地区市场化程度越高,融资融券抑制盈余管理的效果越显著。

“一股独大”一直以来是影响我国上市公司股权结构的特征,由于股权制衡力度不够,公司大股东利用关联交易、过度投资等方式侵占中小股东利益的情况被证明普遍存在,大股东利用控制权通过盈余管理获取私利。在公司股权制衡乏力时,盈余管理程度更高,此时,融资融券的推出对于盈余管理的抑制会更显著。

假设3:公司股权制衡力度越小,融资融券对盈余管理的抑制效果越来越依靠外部市场环境。

## 四、研究设计

### (一)研究变量

1. 因变量——盈余管理水平(DA)。修正的Jones模型被广泛应用于公司可操控应计项目的盈余管理,其基本计量模型为:

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1} + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

$$NDA_t/A_{t-1} = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1} + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})$$

$$DA_t = TA_t - NDA_t$$

其中,TA<sub>t</sub>表示t年的总经营应计项目,TA<sub>t</sub>值越大表示公司的盈余管理程度越大,A<sub>t-1</sub>表示第t-1年末的总资产,ΔREV<sub>t</sub>表示第t年与第t-1年主营业务收入之差,ΔREC<sub>t</sub>表示第t年与第t-1年应收账款净额之差,PPE<sub>t</sub>表示第t年的固定资产原值。

### 2. 自变量。

(1)虚拟变量(LIST)。定义为公司是否属于融资融券的标的公司。截至2014年9月,我国共有900家上市公司的股票债券确定为融资融券标的,由于这个名单处于动态调整阶段,2010年为90只,2011年为278只,2013为500只,并且不断有上市公司被调整,因此该变量为虚拟变量,对于处于融资融券标的公司取值为“1”,否则取值“0”。

(2)虚拟变量(POST)。公司进入融资融券名单前的年度取值“0”,进入融资融券名单后的年度取值“1”。

(3)市场化程度变量(MKT)。以樊纲(2011)计算的市场化进程指数确定各省份市场化程度高低,公司注册地所在省份的指数高于中位数,该变量取值“1”,否则取值“0”。

(4)股权制衡力度(BALANCE)。以第一大股东与第二到第五大股东之和的持股比例进行行业内排序,比值位于上四分位数时取值“1”,否则取值“0”。

3. 控制变量。参照以往的研究管理,本文还选取了对公司盈余管理行为具有显著影响的以下变量作为本文研究的控制变量:资产规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、投资机会(Q)、净资产收益率(ROA),以及虚拟变量行业变量(Industry)和年度变量(Year)。

变量类型	变量符号	变量定义
因变量	DA	以修正的Jones模型计量操控性应计利润
自变量	LIST	虚拟变量,如果是融资融券标的公司,变量取值为“1”,否则取值为“0”
	POST	虚拟变量,公司进入融资融券名单后的年度,变量取值“1”,否则取值“0”
	MKT	虚拟变量,用以衡量公司所处市场环境,以樊纲(2011)计算的市场化进程指数确定各省份市场化程度高低,公司注册地所在省份的指数高于中位数,该变量取值“1”,否则取值“0”
	BALANCE	虚拟变量,用以衡量公司内部股权制衡力度,以第一大股东与第二到第五大股东之和的持股比例进行行业内排序,比值位于上四分位数时取值1,否则取值0
控制变量	SIZE	衡量公司规模,以总资产的自然对数计量
	LEV	资产负债率=负债/总资产
	Q	衡量公司投资机会=公司市值/公司净资产
	ROA	净资产收益率
	Year	年度虚拟变量
	Industry	行业虚拟变量
	Company	公司特征虚拟变量,可疑盈余,ROA在0至0.005之间,取值“1”,否则取“0”

(二)实证模型

为检验融资融券与盈余管理的相关性,构建模型(1):

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIST_{i,t} + \beta_2 POST_{i,t} \times LIST_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 Q_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \sum Company + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为检验市场化程度对融资融券与盈余管理相关性的影响,构建模型(2):

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIST_{i,t} + \beta_2 POST_{i,t} \times LIST_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 Q_{i,t} + \beta_6 MKT_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \sum Company + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为检验市场化程度、公司股权制衡对融资融券与盈余管理相关性的影响,构建模型(3):

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIST_{i,t} + \beta_2 POST_{i,t} \times LIST_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 Q_{i,t} + \beta_6 MKT_{i,t} + \beta_7 MKT_{i,t} \times BALANCE_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \sum Company + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中变量的具体定义见表1,若 $\beta_2$ 系数为负,表明融资融券之后,公司的盈余管理程度得到抑制。

(三)数据来源与样本选择

截至2014年9月,我国融资融券标的公司共有900

家,由于金融类公司的行业特殊性,本研究中将33家金融类公司剔除,共获得867家融资融券样本公司。选取867家没有进入融资融券名单的非金融类公司作为控制组,以2006~2014年作为检验期,剔除样本公司融资融券的当年数据,并剔除净资产为负、财务数据缺失的观测值。最后,为了减小极端值的影响,在回归分析过程中对连续变量进行1%和99%分位数的WINSORIZE处理。

研究所需财务数据、市场数据主要来自RESSET和WIND数据库,融资融券公司的名单、金融融资融券公司名单的时间来自沪深交易所公告。

同时,本文在研究过程中,按照公司所处的外部市场化程度以及内部股权制衡力度进行分组,分别对样本进行描述性统计与回归统计,本文所采用的软件为EViews 6.0。

五、实证检验

(一)描述性统计

变量	样本量	均值	第一四分位	中位数	第三四分位	标准差
DA	8 889	0.058 4	0.019 5	0.045 9	0.088 4	0.058 3
SIZE	9 694	20.787 3	20.755 8	21.662 3	22.451 4	2.285 1
LEV	9 694	0.624 5	0.352	0.504 1	0.638 2	0.221 4
Q	9 694	1.834 1	1.025 7	1.432 2	2.012 9	1.362 4
ROA	9 694	0.049 2	0.011 1	0.036 5	0.081 9	0.091 2

表2显示了本文主要研究变量的均值、中位数以及标准差,样本总体盈余管理水平较低,且差异不显著,公司规模与投资机会差异较大。

(二)相关性分析

进一步分为实验组和控制组,按照进入融资融券名单前和进入融资融券名单后的公司盈余管理情况进行统计,如表3。

表 3 盈余管理情况对比

	控制组		实验组		Z统计	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
融资融券前	0.000 1	-0.000 1	0.016 9	0.016 9	-0.017	-0.017
融资融券后	-	-	0.015 8	0.007 6	-	-
前后差异	-	-	0.001 1**	0.009 3**	-	-

注:\*\*\*表示在1%水平上显著,\*\*表示在5%水平上显著,\*表示在10%水平显著(双尾检验),下同。

表3的统计结果表明,成为融资融券标的公司前后,公司盈余管理水平发生显著的变化,均值与中位数在5%水平上通过显著性检验。同时,控制组与实验组在盈余管理程度上不存在显著差异。这表明本文的自变量LIST与POST的乘积项(LIST×POST)与公司盈余管理水平(DA)存在显著的相关性。

**(三)实证检验**

1. 融资融券与盈余管理。利用模型(1)进一步检验融资融券公司与盈余管理的关系,表4为回归统计的结果。列(1)控制年度固定效应和行业固定效应,POST×LIST与DA在1%水平上通过显著性检验。列(2)控制年度固定效应和公司固定效应,其也在1%水平上显著负相关,因此本文假设1通过检验。

**表4 融资融券与盈余管理**

变量名称	(1)DA	(2)DA
LIST	0.004 9 (1.624 7)	
POST×LIST	-0.022 5*** (-3.446 9)	-0.032 4*** (-3.650 4)
SIZE	-0.054 3** (-4.358 1)	-0.005 (-1.025 4)
LEV	0.008 7*** (6.002 8)	0.032 4** (4.039 1)
Q	0.003 6*** (5.029 8)	0.002 4** (3.254 1)
Year	Control	Control
Industry	Control	-
Company	-	Control
N	8 669	8 669
R2	0.302 4	0.321 7
Adj.R2	0.234 5	0.261 4
F	143.247 1***	156.684 7***

注:括号内为t值,下同。

2. 不同市场化程度下的融资融券与盈余管理。

**表5 不同市场化程度下的融资融券与盈余管理**

变量名称	(1)MKT=0	(2)MKT=1
LIST	0.002 4 (-2.335 4)	0.002 7 (-3.002 1)
POST×LIST	-0.006 9 (-2.002 1)	-0.015 6* (-2.334 7)
SIZE	-0.057 7** (-4.358 1)	-0.044 9** (-3.224 6)
LEV	0.059 1*** (-5.298 7)	0.008 7*** (-5.963 1)
Q	0.004 1*** (-4.775 9)	0.003 6*** (-4.062 5)
Year	Control	Control
Industry	Control	Control
Company	Control	Control
N	8 669	8 669
R2	0.322 4	0.331 4
Adj.R2	0.297 4	0.278 4
F	152.336 4***	152.367 4***

表5是按照公司所在地区的市场化程度进行分组之后进行回归统计的结果,MKT=0表示市场化程度低,MKT=1表示市场化程度高。列(1)中POST×LIST与DA没有通过显著性检验,列(2)中POST×LIST与DA在10%水平上显著负相关。由此可见,市场化程度高低对融资融券能否降低公司盈余管理水平有显著影响,这与本文的研究假设2相符,但两者的相关程度较弱,有必要从公司内部进一步探讨。

3. 股权制衡力度、市场化程度共同作用下的融资融券与盈余管理实证检验。按照公司所在地的市场化程度高低、公司内部股权制衡力度进行分组,并按分组样本进行检验,回归结果见表6。

**表6 股权制衡力度、市场化程度影响下的融资融券与盈余管理**

变量名称	(1)MKT=0, BALANCE=0	(2)MKT=1, BALANCE=0	(3)MKT=0, BALANCE=1	(4)MKT=1, BALANCE=1
LIST	0.001 2 (-2.001 4)	0.003 4 (-3.021 4)	0.001 5 (-2.981 4)	0.002 4 (-3.114 9)
POST×LIST	-0.001 (-0.202 1)	-0.024 1** (-2.45 3)	-0.008 4 (-1.225 3)	-0.010 5** (-1.312 4)
SIZE	-0.016 4** (-4.358 1)	-0.018 7*** (-5.210 3)	-0.051 4** (-4.012 1)	-0.052 8*** (-4.982 6)
LEV	0.045 1*** (4.326 5)	0.050 2*** (-5.029 8)	0.040 2 (3.335 4)	0.045 6*** (-4.985 2)
Q	0.004 1*** (-3.584 7)	0.005 2*** (-4.236 5)	0.003 6*** (-4.221 5)	0.004 6*** (-4.521 4)
Year	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control
Company	Control	Control	Control	Control
N	1 346	1 205	3 637	3 405
R2	0.401 2	0.398 7	0.395 4	0.384 7
Adj.R2	0.301 1	0.326 6	0.298 4	0.302 1
F	142.354 1***	150.224 1***	142.665 4***	150.332 4***

结果表明,在公司股权制衡缺失(不强)的情况下(BALANCE=1),高市场化程度能够抑制公司盈余管理,表现为POST×LIST与DA相关性不显著;在公司股权制衡合理的情况下(BALANCE=0),如果公司所在地区市场化程度高,则融资融券与公司盈余管理水平显著负相关;如果公司所在地区市场化程度低,则融资融券与公司盈余管理水平不显著相关。

由此可见,股权制衡作为衡量公司内部治理环境优劣的代表性因素之一,在决定融资融券是否影响公司盈余管理的过程中发挥着重要作用。同时,市场化程度的高低作为公司治理的外部因素,其抑制公司盈余管理的作用发挥依赖于公司内部治理机制的完善,这与本文的研究假设3恰恰相反。

**(四)稳健性检验**

1. 更换样本。2014年9月融资融券公司由500只变为900只,未检验结果的稳定性,以2013年以来新增的400只股票作为研究样本,并采用类似DID研究方法进行实证分析,得出的结论与本文一致。

2. 因变量的计量。采用控制公司上年业绩(ROA)的修正琼斯模型计量公司盈余管理程度,重新对样本进行检验,回归结果与采用修

正Jones模型基本一致。

3. 增加样本数量。以季度数据替换年度数据,重复上述检验,POST×LIST系数在多数样本组中的系数显著为负,与本文研究结论基本一致。

## 六、研究结论与建议

### (一)主要结论

本文以近年来我国融资融券业务为背景,采用回归分析检验了融资融券业务对公司盈余管理的影响,研究表明:

第一,对比控制组,融资融券能够有效降低公司的盈余管理水平。

第二,融资融券对盈余管理的影响受到公司所在地区市场化程度高低的影响,在公司市场化程度高的地区,融资融券能发挥抑制盈余管理的作用,而在市场化程度较低的地区,这种抑制效果不显著。主要由于市场化程度越高,市场上包含的有关公司的信息越多,投资者的信息获取成本低,大大降低了投资者与公司内部人员的信息不对称程度,有利于社会、监管部门对公司管理层进行监督,进而大大降低公司进行盈余管理的可能性。

第三,融资融券对盈余管理的影响还受到公司内部股权制衡机制的影响。股权制衡作为公司治理的重要特征,是影响融资融券能否发挥抑制公司盈余管理的重要因素。在公司股权制衡无效的情况下,市场化程度高低对盈余管理的抑制效果不再显著,表明公司治理水平是抑制盈余管理的内因,市场化程度等外因要发挥作用必须依赖于内部治理的有效性。在股权制衡失效的情况下,管理层通过虚假披露、粉饰利润等向市场传递错误信号,会导致市场监督失灵。但市场化程度的提高显然增加了公司进行盈余管理的成本和风险,本文的结果显示在公司股权制衡失效的情况下,市场化进程却没有发挥相应的作用,可能的原因是我国的市场化程度还不够高,不足以及时发现公司向外部传递的虚假信息,进而弱化了市场的监督效能。

### (二)建议

融资融券机制有利于对公司管理层的机会主义行为进行抑制,但其效果的发挥依赖于完善的公司治理和有效的市场监督,因此,首先要完善公司的治理机制。从股

权结构方面看,通过股权流通改革,解决国有企业一股独大、控股股东缺位的问题仍然是今后工作的重点。而对于民营企业而言,逐步改变家族控股,对于提升公司管理水平意义重大。从公司管理机制来看,完善公司董事会、监事会运行机制,发挥内部控制、内部审计的监督职能,是最有效的方式。

市场化程度的提高是外部监督机制完善的综合反映,一方面需要建立起高效的信息传递途径,减少公司信息在传递过程中的噪音,使利益相关者获取大量的可靠信息;另一方面,需要加强对盈余管理行为的惩戒力度,提高上市公司盈余管理的成本。

### 主要参考文献

Karpoff J. M., X. Lou. Short Sellers and Financial Misconduct[J]. The Journal of Finance, 2010(5).

Miller. Performance Matched Discretionary Accrual Measures[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(1).

Chen J., H. Hong, J. Stein. Breadth of Ownership and Stock Returns[J]. Journal of Financial Economics, 2002(66).

Bris A., W. Goetzmann, N. Zhu. Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World[J]. Journal of Finance, 2007(3).

廖士光,杨朝军.卖空交易机制对股价的影响——来自台湾股市的经验证据[J].金融研究,2005(10).

谷文林,孔祥忠.融资融券业务对市场资本流动性的短期影响[J].证券市场导报,2010(7).

杨德勇,吴琼.融资融券对上海证券市场影响的实证分析——基于流动性和波动性的视角[J].中央财经大学学报,2011(5).

吴琦.上市公司金融资产盈余管理研究[J].财会通讯,2013(23).

李琦,罗炜,谷仕平.企业信用评级与盈余管理[J].经济研究,2011(S2).

廖士光.融资融券交易价格发现功能研究——基于标的证券确定与调整的视角[J].上海立信会计学院学报,2011(1).