

# 我国新股首次公开发行(IPOs)时盈余管理的实证研究

福建农林大学经济与管理学院 杨文

[摘要] 本文借鉴西方关于首次公开发行及盈余管理的研究成果,结合我国股市的实际,选取沪市101只股票作为样本,选取沪深两市共147只股票作为参照样本,计算上市公司首次公开发行时的主观流动性应计利润。经检验得出,我国上市公司首次公开发行时普遍存在盈余管理。

[关键词] 盈余管理,首次公开发行(IPOs),新股,主观流动性应计利润(DCA)

## 一、研究背景

盈余管理发生在管理当局运用职业判断编制财务报告和通过规划交易以变更财务报告时,旨在误导那些以公司的经营业绩为基础的利害关系人的决策或者影响那些以会计报告数字为基础的契约的后果(Schipper, 1989年)。从20世纪60年代末起,国内外学者相继注意到首次公开发行股票存在三个异常现象,即发行定价偏低(Underpricing)现象、“热门股市场”(Hot Issue Market)现象和新股长期市场表现失常现象(long-run underperformance)。美国芝加哥大学教授 Roger G. Ibbotson 称之为 IPOs 之谜(1970年),又称“新股之谜”。这三个现象成为困扰财务学界的三个难题,许多学者从不同的理论与实证角度试图解释。国外有些学者从上市公司首次公开发行前盈余管理的角度来解释“新股之谜”,并提出新股长期市场表现失常是由于上市前公司实施盈余管理的结果。Burgstahler 等(1997年)对上市公司为避免亏损而进行盈余管理的行为作了研究。他们发现,在管理后盈余的分布中,微利的情况比较集中,而微亏的情形比期望的少。这些结果意味着那些预测当年可能会发生微亏的公司,会通过盈余管理以改变当年的“赤字”。Degeorge 等(1999年)、Myers 和 Skinner(1999年)、Beatty 等(1999年)以及 Beaver 等(2000年)先后应用管理后盈余分布法对上市公司的盈余管理行为进行检验,获得了很强的证据表明上市公司确实存在盈余管理现象,并且不同类型的公司基于不同的目的,盈余管理的幅度也不尽相同。我国学者孙铮和王跃堂(1999年)研究发现:(1)由上市公司净资产收益率分布的总体检验可以看出上市公司就总体而言确实存在操纵盈余的倾向,披露的会计信息存在失真问题。(2)上市公司操纵盈余的动机直接与政府的监管政策有关,尤其是监管政策中的配股政策、特别处理政策以及摘牌政策。这种“上有政策,下有对策”的结果,在某种程度上说明政府监管政策还缺乏效率。陆建桥(1999年)对在上交所上市的22家亏损公司进行实证研究,结果显示了亏损公司在首次出现亏损年份,存在显著的非正常调减盈余的应计会计处理,在首次出现亏损前一年度和扭亏为盈年度,又明显存在调增收益的盈余管理行为。

## 二、研究设计

### (一) 样本选择和考察时间段的确定

本文选取1996年1月1日至1998年12月31日期间在上海证券交易所首次公开发行的101只制造业股票。样本选取和考察时间段的确定主要考虑以下几个原因:1、我国《股票发行与交易管理暂行条例》(1993年)第9条和第30条中规定,原有企业改组设立股份有限公司申请发行股票和申请上市交易的,应当符合“公司近3年连续盈利”。又因为本文在计算样本公司的主观流动性应计利润(DCA)时,须选取一定数量的参照样本公司(1995年之前首次公开发行股票的上市公司),所以本文选取1996年之后首次公开发行股票的上市公司。2、1996-1998年沪市共发行249只股票,样本期间IPO在各行业之间分布不均匀。为了统计分析的可靠性,所以选取制造业的130股票;其它行业发行数量都很少,回归行业主观流动性应计利润(DCA)方程时样本数量太少,故删除。4、删除首次公开发行中的历史遗留股12只股票。又因为有17家公司在年初发布招股说明书和上市公告书,前一年年终的财务报表未公布,因此本文选取样本时将它们排除在外。

### (二) 有关变量的定义

公司会计利润包括经营现金流量和应计利润额两部分,经营现金流量的可操纵性不强,而应计利润项目相对弹性较大。因此,公司盈余管理主要通过调剂应计利润额来实现。应计利润项目按其可变现程度分为流动性应计利润(Current Accruals)和非流动性应计利润(Non-current Accruals)。非流动性应计利润主要是指固定资产折旧、无形资产和递延资产的摊销以及递延税金,这些项目很难进行调剂,除非进行会计调整,而会计调整要有公开披露<sup>1</sup>。因此,公司盈余管理又主要通过调剂流动应计利润额来实现。流动性应计利润项目按其可人为主观操纵程度分为主观流动性应计利润(Current Accruals)和非主观流动性应计利润(Non-current Accruals)。本文研究盈余管理所涉及到的上述变量(流动性应计利润、非主观流动性应计利润、主观流动性应计利润),各变量依此定义如下:

1、流动性应计利润(CA)。流动性应计利润(CA) = (流动资产 - 现金) - (流动负债 - 一年内到期的长期负债), (1)

2、非主观流动性应计利润(NDCA)。NDCA<sub>i,0</sub> = a<sub>0</sub> {  $\frac{1}{TA_{i,-1}}$  } + a<sub>1</sub> {  $\frac{Sales_{i,0} - TR_{i,0}}{TA_{i,-1}}$  } (2)

其中:NDCA<sub>i,0</sub>为样本公司i经过会计年度-1年末总资产调整后在会计年度0年的非主观流动性应计利润;TA<sub>i,-1</sub>为样本公司i在会计年度-1年的总资产;sales<sub>i,0</sub>为样本公司i在0年的销售收入与-1年

陆建桥:“中国亏损上市公司盈余管理实证研究”,《会计研究》,1999年第9期,P26。

的销售收入的差额;  $TR_{i,0}$  为样本公司  $i$  在 0 年的应收账款与 - 1 年的应收账款差额;  $a_0, a_1$  为  $a_0, a_1$  为估计参数。

$$3、\text{主观流动性应计利润(DCA)}: \quad DCA_{i,0} = \frac{CA_{i,0}}{TA_{i,-1}} - NDCA_{i,0} \quad (3)$$

其中:  $NDCA_{i,t}$  为样本公司  $i$  经过 - 1 年末总资产调整后在 0 年的主观流动性应计利润;  $TA_{i,t-1}$  为样本公司  $i$  在 - 1 年的总资产;  $CA_{i,t}$  为第  $i$  家样本公司在第 0 年的流动性应计利润。

(三) 研究方法

本文采用截面修正的 Jones 模型,按照 SIT(Siew Hong Teoh, Ivo Welch 和 T. J. Wong, 1998 年)的研究方法,将 SIT 模型中非主观性应计利润(NDA)分为非主观流动性应计利润(NDCA)和非主观长期性应计利润(NDLA)两部分,再用公式(3)来计算样本公司的主观流动性应计利润(DCA)。由于样本公司首发当年有不同程度的盈余管理,本文将选取同一时期已在沪深两市交易股票的 147 家制造业公司作为参照样本,利用参照样本公司的财务数据回归方程,得到同一行业 1996 年、1997 年和 1998 年三个年度的非主观应计利润与销售收入变化量的一元线性关系。再将参照样本公司每一年度一元线性方程中的参数  $a_0, a_1$  为代入公式(2),得到在该年度首发股票样本公司的非主观流动性应计利润(NDCA)。随后将以上计算的非主观流动性应计利润(NDCA)代入公式(3),求得样本公司首发当年的主观流动性应计利润(DCA)。

三、实证检验结果

(一) 样本的统计描述

根据以上公式计算所得的各公司在首次公开发行股票当年的主观流动性应计利润(DCA)值,根据以上计算结果,对 101 只股票进行统计描述,其结果见表 1。从表 1 可得,样本的平均值(19.5336)大于 0,峰值(1.0657)大于 0。

表 1 样本 DCA 的统计描述

平均	19.5336	偏斜度	- 0.3205
标准误差	3.4404	区域	200.1088
中值	21.1734	最小值	- 104.3124
标准偏差	34.5757	最大值	95.7964
样本方差	1195.4807	求和	1972.8916
峰值	1.0657	计数	101

(二) 样本的假设检验

用总体平均数的  $t$  检验,分析样本 DCA 是否超过零。做  $t$  检验如下:假设:  $H_0: \mu_x = 0$   $H_1: \mu_x > 0$

表 2 中统计分析数据表明,  $t = 5.678 > t_{0.05} = 1.6602$ ,所以在  $\alpha = 0.05$  显著水平上拒绝原假设,表明首次公开发行股票公司发行当年普遍存在盈余管理。

四、结论及讨论

通过以上分析及检验,我们可以看到,与国外的众多研究结果相一致,我国首次公开发行的公司为了能够顺利销售股票,大多数公司在首次公开发行的当年均进行积极盈余管理,调高财务报表的赢利,以期吸引投资者。研究结果可以从一方面解释我国股市的现状,即许多上市公司上市当年赢利,第二年保本,第三年亏损。对于这种现象可以作出如下解释,由于股票首次公开发行当年调高的利润实际上是将以后会计年度的部分利润提前入账,在报表中体现出来,以后的会计年度报表中必须少计算这一已提前入账的利润。

表 2 样本主观流动性应计利润的单样本  $t$  检验

One - Sample Test						
Test Value = 0						
	t	df	sig. (2 - tailed)	Mean = Difference	95 % Confidence Interval of the difference	
					Lower	Upper
DCA	5.678	100	.000	*****	*****	*****

[参考文献]

[1] Ibbotson, R. G, and J. F. Jaffe, "Hot issue ' markets "[J], Journal of Finance, Economics2, 1975, P1027 - 1042

[2] Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan, Amy P. Sweeney, "Detecting Earnings Management "[J], The Accounting Review, April 1995, P193 - 225.

[3] Siew Hong Teoh, Ivo Welch, and T. J. Wong, "Earnings Management and the Long - Run Market Performance of Initial Public Offerings "[J], Journal of Finance, December 1998, P1935 - 1974.

[4] Paul M. Healy and James M. Wahlen 撰,王学军,肖华译: "盈余管理研究回顾及其对会计准则建设的启示 "[J],《会计研究》,2000 年第 11 期。

[5] 王亚平等: "中国上市公司盈余管理的频率与幅度 "[J],《经济研究》,2005 年第 12 期。

Siew Hong Teoh, Ivo Welch, and T. J. Wong, "Earnings Management and the Long - Run Market performance of Initial Public Offerings ", The Journal of Finance, December 1998, P1966 - 1969.

