

“濒死”企业真实盈余管理与再次“戴帽戴星”关系的检验

杜颖洁(博士), 史天瑜

【摘要】“濒死”企业通过盈余管理成功扭亏,但是扭亏效果的持续性需要验证。本文通过分析2009~2011年样本公司真实盈余管理的情况,得出“濒死”企业当年的真实盈余管理行为导致其未来3年内再次“戴帽戴星”、损害了企业长期业绩的结论。随着2014年新退市制度的实施,真实盈余管理会获得更多“濒死”企业的青睐,因此企业需要在“壳资源”价值与长期业绩之间做出权衡。

【关键词】“濒死”企业; 真实盈余管理; 长期业绩; 再次“戴帽戴星”

【中图分类号】 F275

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)20-0019-6

一、引言

由于我国资本市场不完善,为了避免企业寻租,退市制度(指特别处理、风险警示、暂停上市、终止上市等)包含了以盈亏为依据的监管措施。值得关注的是,盈亏指标同时诱发了“濒死”企业(指股票交易处于ST、*ST、PT状态的公司)的盈余管理行为,以使企业达到避免退市的目的。然而,“濒死”企业的盈余管理行为是否能够通过一劳永逸,彻底摆脱“戴帽戴星”的困境?企业“濒死”时的盈余管理对未来业绩是否具有负向影响?或者说真实盈余管理下的扭亏效果是否具有持续性?随着2014年新退市制度的出台,“濒死”企业更倾向于选择隐蔽性更强的真实盈余管理,然而真实盈余管理改变了未来现金流,对长期业绩的影响更加直接。顾鸣润和田存志(2012)发现,IPO公司在上市前的突击盈余管理行为严重扰乱了资本市场资源配置功能的发挥,误导投资者的投资决策,公司上市后业绩普遍下滑的一个重要的原因是IPO前的真实盈余管理活动;李增福等(2011)发现了在股权再融资过程中真实盈余管理引起公司业绩长期下滑的证据。然而,鲜有文献研究“濒死”企业“摘星脱帽”后的未来业绩。

本文通过经验研究的方法检验“濒死”企业当年的真实盈余管理水平与未来再次“戴帽戴星”之间是否存在相关性,即检验2009~2011年间真实盈余管理是否导致其未来3年内再次“戴帽戴星”。通过建立回归模型发现,真实盈余管理水平越高,“濒死”企业再次“戴帽戴星”的可能性就越大,即真实盈余管理水平与“濒死”企业的未来业绩负相关。

本文可能的贡献在于:①在中国特殊的退市制度背景下创设新的指标——是否再次“戴帽戴星”,衡量“濒死”企业的未来业绩;②已有文献对于真实盈余研究较少,对于经济后

果的研究主要集中在IPO、SEO上,本文对于“濒死”企业未来业绩的探讨是对现有文献的有益补充;③“濒死”企业真实盈余管理会导致其再次“戴帽戴星”的研究结论,对于“濒死”企业的经营、投资、筹资决策以及我国退市制度的进一步完善都有一定的借鉴意义。

二、文献综述、理论分析与研究假设

(一)文献综述

1. 真实盈余管理的概念界定。盈余管理方式主要有两种,分别为应计盈余管理与真实盈余管理(Gunny, 2005; Cohen 和 Zarowin, 2010)。Schipper(1989)把真实盈余管理界定为盈余管理的一个分支,较早地提出了真实盈余管理的概念:通过对投资或筹资时机的选择来影响企业的收益或其组成部分。

魏明海(2000)初步提出了真实盈余管理的概念:盈余管理可以采取多种形式,包括融资、投资和生产决策,比如研发费用与广告费的确切,这些因素对盈余管理的影响可看成是“实际的”盈余管理。

王福胜等(2014)与Amy Y. Zang(2012)从对现金流的影响这一角度界定了两种不同的盈余管理。王福胜等(2014)指出,真实盈余管理改变了公司的实际经营活动,因而将对公司的现金流、未来的经营业绩以及长期价值产生影响,而应计盈余管理只是改变公司的实际盈余在不同会计期间的反映和分布。Amy Y. Zang(2012)认为,真实盈余管理是通过改变真实交易活动来达到操控盈余的目的,它会引致真实经济活动的变化,因而会改变企业的现金流。

2. 真实盈余管理对长期业绩影响的研究。国外学者主要从真实盈余管理的方式和动机两方面探讨其对长期业绩的

□ 改革·发展

影响,而国内则关注IPO、SEO、发行债券、退市等特殊背景中真实盈余管理的影响。

Gunny(2005)研究了四种真实盈余管理方式,包括减少研发支出、缩减费用、处置长期资产、降低价格增加销售或者扩大生产降低成本,发现进行真实盈余管理会造成资产收益率的下降,但投资者并没有意识到这一后果。

Ewert和Wagenhofer(2005)认为,严格的会计政策会减少应计盈余管理行为,并带来盈余质量的提升,但是提升的盈余质量意味着有更多的真实盈余管理带来边际效益的上升,从而增加了真实盈余管理的成本。

李彬、张俊瑞(2009、2010)以我国A股市场上市公司为研究对象,分析了存在盈余管理动机的公司的未来三期业绩,并得出了销售操控与费用操控能降低未来经营业绩的结论。顾鸣润和田存志(2012)、李增福等(2011)分别发现了IPO、SEO前后业绩下滑的证据。

蔡春等(2012)以A股中被特别处理的上市公司为样本,发现“濒死”企业盈余管理行为隐性化程度越高,越有利于改善当年状况。同时提出“真实盈余管理成本越高,对未来价值损害越大,进而导致企业二、三次‘戴帽戴星’”的猜想。

(二)理论分析与研究假设

张维迎(1994)提出了委托代理理论的两个假设:一是委托人对随机的产出没有直接的贡献;二是代理人的行为不易被委托人直接地观察到。刘有贵、蒋年云(2006)认为委托代理理论产生的两个前提为:利益冲突与信息不对称。满足该前提条件的上市公司比比皆是,管理层往往利用信息优势做出最大化自身利益的选择,包括为了短期业绩忽视长远发展、随意扩大企业规模等。尤其对于“濒死”企业而言,上市公司面临着退市压力也意味着管理层面临着被“辞退”的压力与激励压力,从而其有动机去主动改善公司的财务状况以避免退市。企业之所以面临“濒死”的境地,归根到底是由于管理层经营不善导致企业不再符合上市要求,“濒死”的企业很难在当年或下一年扭亏为盈或经营好转,因此管理层不得不通过盈余管理操控利润。

随着我国资本市场制度的不断完善以及投资者的逐渐成熟,应计盈余管理操控利润的空间受到限制,相反,由于真实盈余管理隐蔽性强、诉讼风险低,使其成为“濒死”企业的“救命稻草”。但是与应计盈余管理不同,真实盈余管理对公司的现金流、未来经营业绩以及长期价值会产生影响(王福胜等,2014),有可能造成损害未来企业价值的不良后果。Rountree(2009)提出平滑现金流比平滑收益更有意义的观点,他认为投资者倾向于平稳的现金流,然而企业往往放弃净现值为正的项目,就是为了产生平滑的收益流。以平滑收益为目的的真实盈余管理活动改变了企业的现金流,从而伤害其长期价值。

另外,“濒死”企业之所以进行真实盈余管理,是为了满

足当期的盈利指标以避免退市,但由于没有考虑企业长期价值,反而损害了未来业绩。比如出售固定资产可能造成生产能力下降;缩减研发费用损害了企业的未来价值;放宽信用条件的销售必然形成大量坏账;没有考虑市场需求与企业生产计划的“大规模生产”只会增加库存成本。以上种种企业“濒死”时的真实盈余管理虽然在当时充当了“救命稻草”,然而可能为其业绩再次变差埋下隐患。

2014年10月证监会公布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》,主动退市与重大信息披露违法退市成为退市改革的亮点,意味着企业利用应计手段操纵会计利润的做法面临着巨大的诉讼风险,“濒死”企业不得不把目光投向更加隐蔽的真实盈余管理。谢柳芳等(2013)针对深交所发布的新退市准则的规定,研究了2009~2011年的创业板上市公司,发现新退市准则出台后,创业板上市公司由应计盈余管理向销售操控的真实盈余管理转变的规律。Daniel A. Cohen等(2008)发现,2002年Sarbanes-Oxley Act(萨班斯法案,SOX)颁布后,应计盈余管理行为大幅度减少,而真实盈余管理行为却有所增加,并得出了SOX颁布前后两种行为模式转变的结论。“濒死”企业越来越青睐实施真实盈余管理以避免退市。2016年注册制的推出,意味着“壳资源”不再稀缺,如果真实盈余管理行为损害了企业未来价值,“濒死”企业不得不考虑以未来业绩为代价换来的“壳资源”是否划算的问题。

本文认为机会主义动机下的真实盈余行为虽然短期内提高了经营业绩,但是损害了企业的长期价值,导致其未来经营业绩低于预期水平,甚至使其再次面临“濒死”局面。基于此,本文提出假设1:

H1:“濒死”企业进行真实盈余的程度越高,再次“戴帽戴星”的可能性越大。

真实盈余管理并没有从企业长远发展出发,而是为了短期美化报表,却改变了企业未来现金流,必然造成其未来业绩的下滑。Gunny(2005)分行业研究了1988~2000年间实施真实盈余管理的公司,发现与未实施或较少实施真实盈余管理的公司相比,其未来经营业绩的表现更差。鉴于此,本文提出假设2:

H2:“濒死”企业进行真实盈余管理的程度与未来业绩负相关。

三、研究设计

(一)模型构建与变量设定

为了检验H1,本文构建以下Logit模型,用于衡量真实盈余管理的程度与再次“戴帽戴星”的关系。

$$\text{Ln}(P/1-P)=\alpha+\beta\times\text{REM}+\sum\text{CONTROLS}+\varepsilon \quad (1)$$

1. 被解释变量。对于再次“戴帽戴星”变量,借鉴杜兴强、杜颖洁(2010)的思路设置哑变量,在2010~2014年期间经历过再次“戴帽戴星”的公司Y=1,否则Y=0。205个样本中,经

历过再次“戴帽戴星”的上市公司有52家,其中发生在2010~2014年间的有29家,二次“戴帽戴星”的有24家,三次“戴帽戴星”的有5家。表明公司层面上再次“戴帽戴星”的比例为14.15%(29/205×100%)。Y=1时各年公司分布情况见表1。

表1 各年度Y=1的公司个数

年度	2010	2011	2012	2013	2014
Y=1公司个数	9	4	6	7	5

注:存在同一家上市公司两次以上“戴帽戴星”的情况。

王福胜等(2014)、Gunny(2005)分别研究了t+1、t+2、t+3年的经营业绩,但是王福胜等人的被解释变量(ROA)为连续型变量,本文通过哑变量来解释真实盈余管理的持续性,满足Y=1的样本数量只有29家,分摊到每年可能会降低结论的解释力度。因此,笔者在指标的构建上做了改进,对于t年的Y值根据t+1到t+3年是否再次“戴帽戴星”进行赋值,即假设t年的盈余管理对t+1到t+3年均存在影响。因此,各年真实盈余管理影响的Y=1公司数量分布情况见表2。

表2 t+1到t+3年期间Y=1的公司个数

真实盈余管理年度t	2009	2010	2011
t+1到t+3年期间Y=1的公司个数	19	17	18

2. 解释变量。本文借鉴Roychowdhury(2006)的做法,对真实盈余水平通过异常经营活动现金流量(ab_CFO)、异常产品成本(ab_PROD)与异常操控性费用(ab_DISEXP)来衡量。先计算出样本正常情况下的CFO、PROD与DISEXP。产品成本包括销售成本与存货变化额。具体计算公式如下:

$$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_1 \times (1/A_{t-1}) + \beta_1 \times (S_t/A_{t-1}) + \gamma_1 \times (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_1 \quad (2)$$

$$PROD/A_{t-1} = \alpha_2 \times (1/A_{t-1}) + \beta_2 \times (S_t/A_{t-1}) + \gamma_2 \times (\Delta S_t/A_{t-1}) + \sigma_1 \times (\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_2 \quad (3)$$

其中, $PROD = CGOS_t + \Delta INV_t$ 。

$$DISEXP_t/A_{t-1} = \alpha_3 \times (1/A_{t-1}) + \beta_3 \times (S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_3 \quad (4)$$

其中: S_t 为当年的营业收入总额; ΔS_t 为当年收入总额的变动额; ΔS_{t-1} 为上年销售收入总额的变化额。 $CGOS_t$ 为当年的销售成本; ΔINV_t 为当年存货变化额; CFO_t 为当年的经营活动现金流量; $PROD_t$ 为当年的产品成本; $DISEXP_t$ 为当年的操控性费用。

通过代入2009~2011年未经特别处理的上市公司数据,分别对(2)、(3)、(4)式进行OLS估计,得到相应参数的估计值,从而计算出样本的正常经营活动现金流量、正常的产品成本以及正常的操控性费用值。实际数值与正常值的差额即为异常经营活动现金流量、异常产品成本以及异常的操控性费用。借鉴蔡春等(2012)的做法,本文构造了真实盈余管理的综合指标REM($REM = ab_PROD - ab_CFO - ab_DISEXP$)。同时根据惯例,按年对REM值进行排序,通过序数/个数来

计量真实盈余水平。

3. 控制变量。“濒死”企业在进行真实盈余管理的同时会辅助进行应计项目的操纵(李增福等,2011)。Sweeney(1994)发现,存在债务违约风险的企业更倾向于进行盈余操纵,而企业的规模和成长性对企业的长期绩效有显著影响。就公司治理而言,实际控制人类型、第一大股东持股比例、董事长是否兼职总经理等因素都会影响管理层实施盈余管理。“濒死”企业进行真实盈余管理是为了实现盈亏指标,需要控制满足当期盈余阈值的影响因素。因此,本文的控制变量包括:应计盈余水平(DACC)、盈余基准(BENCH)、交叉项(RB)、资产规模(LNA)、资产负债率(LEV)、实际控制人是否为政府(RAT)、第一大股东持股比例(FIRST)、董事长总经理合二为一(CEO)、行业指数(IND)、企业成长能力(GROWTH)、年度虚拟变量(YEAR)。

对于H2,将被解释变量替换为经济活动现金流量资产比(CFOA),用来衡量“濒死”企业的未来业绩,构造以下模型:

$$CFOA = \alpha + \beta \times REM + \sum \text{CONTROLS} + \varepsilon \quad (5)$$

该式解释变量与控制变量含义与H1相同,其被解释变量,借鉴Bens等(2002)和Gunny(2005)的研究方法,分年研究未来3年的经营业绩,即设实施盈余管理年份为t年,分别研究对t+1、t+2、t+3年经营活动现金流量资产比的影响。

各变量定义见表3。

表3 变量定义

变量类型	变量	定义	
被解释变量	Y	2009~2011年期间特别处理公司再次“戴帽戴星”,则Y=1,否则Y=0	
	CFOA	经济活动现金流量资产比。经营活动现金流量/总资产	
解释变量	REM	衡量真实盈余管理水平。 $REM = ab_PROD - ab_CFO - ab_DISEXP$,根据国际惯例对REM进行排序,通过序数/个数得到REM值	
	DACC	应计盈余水平	
	BENCH	盈余基准,衡量企业当年通过盈余业绩变好(“脱帽摘星”)的情况,业绩变好为1,否则为0	
	RB	REM与BENCH的交叉项,衡量当年盈亏指标的真实操控对未来业绩的影响	
	LNA	资产规模,对总资产取对数	
	LEV	资产负债率,衡量企业的偿债能力	
	控制变量	FIRST	第一大股东持股比例
		CEO	董事长与总经理是否合二为一,是=1,否=0
		RAT	实际控制人类型是否为政府,是=1,否=0
		IND	行业指数,依据证监会2001年颁布的《上市公司行业分类指引》确定的行业代码,当行业代码是B、C4、C6、D、F、G时,认为企业处于管制行业,赋值1,否则为0
GROWTH		企业的成长能力,以各年总资产的增长率衡量	
	YEAR	年度虚拟变量,本文涉及3个会计年度,故设立2个年度虚拟变量	

(二) 样本选择与数据来源

本文选取A股市场的特别处理公司为样本,研究2009~2011年期间的情况。从公司上市之日起,只要公司存在被特别处理的情况(无论过去还是现在)即包括在本文研究的样本范围内。由于计算真实盈余指标需要 $\Delta(t-1)$,而2006年的特别处理公司存在大量指标缺失,所以本文以2009年作为观测期开始。为了衡量未来3年是否再次“戴帽戴星”以及未来3年的经营活动现金流量资产比,本文样本截至2011年。剔除各年金融类上市公司以及指标缺失值后的样本数量为615个(每年样本量为205个)。

本文研究数据来源于wind数据库,2010~2014年期间是否二次或三次“戴帽戴星”由手工收集,数据处理使用SAS 9.2。为了克服极端值的影响,本文对变量按照1%与99%分位进行了Winsorize处理,借以剔除极端值的影响,增加研究结果的可靠性。

四、描述性统计与相关性分析

(一) 描述性统计

表4 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
Y	615	0.0878	0.2832	0	1.0000
CFOA	615	0.0205	0.0980	-1.0796	0.3767
REM	615	0.5024	0.2889	0.0049	1.0000
DACC	615	0.5024	0.2889	0.0049	1.0000
BENCH	615	0.1122	0.3159	0	1.0000
LNA	615	21.3479	1.2566	18.2906	25.7843
LEV	615	0.7056	0.9487	0.1100	13.7100
FIRST	615	0.3660	0.1626	0.0500	0.8000
CEO	615	0.1317	0.3384	0	1.0000
RAT	615	0.5659	0.4960	0	1.0000
IND	615	0.1463	0.3538	0	1.0000
GROWTH	615	0.4670	4.3205	-0.5758	74.8388

表4列示了各变量的描述性统计结果,从表4可以看出以下情况:

第一,被解释变量Y的均值为8.78%,表明有8.78%的公司出现再次“戴帽戴星”的情况,小于公司层面上的16.10%,原因在于“濒死”企业不可能在2009~2014年期间每年都出现再次“戴帽戴星”的情况,所以16.10%的公司占比更能说明“濒死”企业财务状况的恶化。

第二,被解释变量经营活动现金流量资产比(CFOA)的最小值为-107.96%,表明“濒死”企业现金流量不正常。同时CFOA均值仅为2.05%,比正常公司小了1倍(正常公司为4.55%),说明“濒死”企业经营活动现金流严重不足。

第三,真实盈余水平与应计盈余管理水平根据序数/个数得到。

第四,BENCH的均值为11.22%,表明有11.22%的公司

通过盈余管理达到盈亏标准,成功“脱帽摘星”。

第五,剔除极端值后的资产负债率的最大值为13.71,个别“濒死”企业面临巨大的偿债压力,具有盈余管理动机,同时巨额债务很大程度上造成企业再次“戴帽戴星”。

第六,以总资产增长率衡量的公司成长能力有天壤之别,平均值达到46.7%,说明“濒死”企业总体上具有较强的成长能力。在探讨企业的未来业绩以及是否再次“戴帽戴星”时,需要把成长能力考虑进去。

(二) 相关性分析

表5为主要相关变量的Pearson相关性分析,可以看出真实盈余管理水平在1%的显著性水平上与再次“戴帽戴星”正相关,初步支持了H1。而应计盈余管理与再次“戴帽戴星”负相关,说明应计盈余管理对未来业绩不一定是负向影响。同时,应计盈余管理与真实盈余管理显著负相关,说明两种盈余管理方式相互补充作用于“濒死”企业。

表5 主要变量的Pearson相关性分析

变量	Y	REM	DACC	BENCH	RB
Y	1.0000	0.1230***	-0.1327***	0.1277**	0.0171
REM	0.1230***	1.0000	-0.2753***	0.0151	0.0068
DACC	-0.1327***	-0.2753***	1.0000	-0.0494	-0.0047
BENCH	0.1277**	0.0151	-0.0494	1.0000	0.00381
RB	0.0171	0.0068	-0.0047	0.00381	1.0000

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。下同。

五、实证研究结果分析

(一) “濒死”企业真实盈余管理与再次“戴帽戴星”的关系

表6 真实盈余管理与再次“戴帽戴星”

参数	系数	标准差	P值
截距	9.1455	4.5183	0.0430**
REM	1.4811	0.7319	0.0430**
DACC	0.1244	0.8679	0.8860
BENCH	1.4850	0.4002	0.0002***
RB	-2.0368	1.5320	0.1837
LNA	-0.6092	0.2288	0.0077***
LEV	0.5518	0.3613	0.1267
FIRST	0.4617	1.1940	0.6990
CEO	-0.8328	0.4728	0.0782*
RAT	-0.4121	0.3459	0.2334
IND	-0.4448	0.5630	0.4295
GROWTH	-1.8585	0.8190	0.0232**
YEAR	控制	控制	控制
R-SQUARE	0.1027		

通过表6可以看出,真实盈余管理水平(REM)与再次“戴帽戴星”在5%的显著性水平上正相关,表明濒死企业当

年的真实盈余管理程度越高,企业再次“戴帽戴星”的可能性就越大。就控制变量而言,应计盈余管理会对“濒死”企业未来再次“戴帽戴星”起到推动作用,但是效果并不显著。同时可发现,资产规模越大,股权集中程度越高,对再次“戴帽戴星”越具有显著的“缓冲”作用;巨大的偿债压力会加速企业再次“戴帽戴星”的进程;成长率高的“濒死”企业再次“戴帽戴星”的可能性较小。

(二)“濒死”企业真实盈余管理与未来业绩的关系

表 7 真实盈余管理与经营活动现金流量资产比

参数	CFOA _{t+1}		CFOA _{t+2}		CFOA _{t+3}	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
截距	0.3829	4.06***	0.3006	3.29**	0.2887	3.17***
REM	-0.0580	-3.83***	-0.0492	-3.34***	-0.0595	-4.06***
DACC	0.0491	2.72***	0.0292	1.66*	0.0451	2.58***
BENCH	-0.02489	-1.85*	-0.0272	-2.08**	-0.0185	-1.42
RB	-0.0194	0.44	-0.0254	-0.59	-0.0803	-1.86*
LNA	-0.0167	-3.57***	-0.0134	-2.94***	-0.0131	-2.9***
LEV	-0.0184	-1.44	-0.0153	-1.23	0.0062	0.5
FIRST	0.0227	0.79	0.0506	1.81*	0.0562	2.02**
CEO	-0.0103	-0.81	-0.0091	-0.74	-0.0125	-1.03
RAT	0.0103	1.13	0.0025	0.28	0.0014	0.15
IND	0.0223	1.90*	0.0184	1.61	0.0148	1.3
GROWTH	0.0049	0.85	0.0093	1.66*	0.0057	1.02
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	615					
ADJ. R-SQUARE	0.0532		0.0364		0.0473	

如表 7 所示,“濒死”企业的真实盈余管理水平(REM)在 1%的显著性水平上与未来业绩(无论短期长期)负相关,而应计盈余管理对现金流具有显著正面影响,这与 H1 有些出入,因为表 6 表明应计盈余管理对再次“戴帽戴星”并无显著影响,而表 7 表明应计盈余管理程度的提升可以提高企业未来业绩。这与王福胜等(2014)的结论有所不同,他们认为应计盈余管理对企业未来业绩产生负面影响,且短期影响更大。产生差异的原因可能在于样本的选择不同,本文以“濒死”企业为样本,而不是所有上市公司,应计盈余管理并不带来现金流的改变,只是调整利润的确认时间,尤其是起到“脱帽摘星”效果的应计操纵,往往带来股价的提升与投资者预期的好转,一定程度上有利于未来业绩的改善。可见,公司规模越大,进行真实盈余管理对公司的损害越大,虽然可能获得其他关联公司的资金支持以避免退市,但是必然导致现金流量的减少。资产负债率、股权集中度、实际控制人类型、成长能力等则对未来经营活动现金流量资产比没有显著影响。

综上,“濒死”企业的真实盈余管理会引起未来经营活动现金流量的下降,也是导致其再次“戴帽戴星”的重要原因。

(三)稳健性检验

对于真实盈余管理的衡量($REM=ab_PROD-ab_CFO-ab_DISEXP$),本文使用异常经营活动现金流量(ab_CFO)、异常产品成本(ab_PROD)与异常操控性费用(ab_DISEXP)分别代替真实盈余管理水平(REM)。

实证结果表明: ab_CFO 与再次“戴帽戴星”在 5%的显著性水平上负相关,扩大信用条件带来了现金流的减少、未来业绩的下降,证明此类真实盈余管理对再次“戴帽戴星”具有负向影响。 ab_PROD 与再次“戴帽戴星”在 5%的显著性水平上正相关,说明不考虑市场需求与生产计划的盲目大规模生产,只会造成产品的积压与总体生产成本的上升,一定程度上导致了“濒死”企业再次陷入困境。 ab_DISEXP 与再次“戴帽戴星”的关系并不十分显著,但是系数为正,与“濒死”企业减少研发支出以及广告支出增加当期利润以避免退市,但是损害了其长期发展的假设并不一致。原因在于本文搜集的费用为管理费用与销售费用,没有单独体现出研发支出,因为同国外企业相比,中国企业的研发投入严重不足,所以本文并没有考虑研发费用,导致费用的节约效果并不明显。替代变量的回归结果见表 8。

表 8 稳健性检验

参数	替换为 ab_CFO		替换为 ab_PROD		替换为 ab_DISEXP	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
截距	13.0428	0.0055***	8.8530	0.0513*	9.5449	0.0382**
ab_CFO	-1.9110	0.0162**				
ab_PROD			1.6288	0.0275**		
ab_DISEXP					1.1556	0.0968*
DACC	0.2620	0.7659	0.0618	0.9424	-0.1354	0.8779
BENCH	1.3853	0.0009***	1.5089	0.0002***	1.3866	0.0004***
CB	1.5268	0.3956				
PB			-2.4256	0.1122		
DB					-1.7919	0.2860
LNA	-0.7057	0.0024***	-0.6004	0.0090***	-0.6094	0.0088***
LEV	0.4700	0.1963	0.5565	0.1215	0.5856	0.0999*
FIRST	0.1120	0.9245	0.5682	0.6360	0.5095	0.6686
CEO	-0.8554	0.0693*	-0.8358	0.0773*	-0.8595	0.0710**
RAT	-0.3899	0.2616	-0.3946	0.2545	-0.4422	0.2068
IND	-0.3627	0.5198	-0.4557	0.4187	-0.5269	0.3444
GROWTH	-1.7911	0.0269**	-1.9144	0.0207**	-1.9827	0.0186**
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
ADJ. R-SQUARE	0.1050		1.1045		0.1007	

注:CB、PB、DB 分别为 CFO、PROD、DISEXP 与 BENCH 的交叉变量。

针对 H2,本文借鉴 Gunny(2005)、李彬和张俊瑞(2009)的做法,用资产收益率(EBIT/年平均资产)代替经营活动现

□ 改革·发展

金流量资产比作为企业未来业绩的衡量指标,通过 OLS 回归后发现结论与前文一致。

六、研究结论与启示

本文以 2009~2011 年 A 股被特别处理的上市公司为样本,分析“濒死”企业当年的真实盈余管理与再次“戴帽戴星”是否存在因果关系,以及真实盈余管理对未来经营业绩的影响。实证结果表明,“濒死”企业当年真实盈余管理的程度越高,再次“戴星戴帽”的可能性越大,未来的经营业绩就越差。

随着新退市制度的出台,会计操作空间被进一步压缩,而违法信息披露的惩罚力度加大,导致“濒死”企业进行真实盈余管理是“大势所趋”。本文分析了此种行为的严重后果——二次、三次“戴星戴帽”以及未来业绩的下滑,期望“濒死”企业充分权衡退市与未来业绩下滑的后果,做出有利于未来发展的决策。同时,新退市制度中主动退市制度的推出,上市资格不再是“稀缺资源”,“保壳”还是“东山再起”,是每一家“濒死”企业必须考虑的问题。

本文研究的不足之处在于没有区分二次、三次“戴帽戴星”,通过建立 Logit 模型,将二次设为 1、三次设为 2,进一步衡量真实盈余管理对退市的影响是今后努力的方向。另外,对于样本公司“濒死”的原因没有进行区分,在今后的研究中将尝试分析不同原因下的企业真实盈余管理对再次“戴帽戴星”的影响。

主要参考文献:

顾鸣润,田存志. IPO 后业绩变脸与真实盈余管理分析[J]. 统计与决策,2012(1).

李增福,郑友环,连玉君. 股权再融资、盈余管理与上市公司业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究[J]. 中国管理科学,2011(2).

Gunny, Katherine. What are the consequences of real earnings management?[D]. Berkeley: University of California, 2005.

Daniel A. Cohen, Zarowin Paul. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of Accounting & Economics,2010(50).

Schipper, Katherine. Commentary on earnings management[J]. Accounting Horizons,1989(12).

魏明海. 盈余管理基本理论及其研究评述[J]. 会计研究,2000(9).

王福胜,吉姗姗,程富. 盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较

视角[J]. 南开管理评论,2014(2).

Amy Y. Zang. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management[J]. The Accounting Review,2012(87).

Ewert Ralf, Wagenhofer Alfred. Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management[J]. Accounting Review,2005(80).

李彬,张俊瑞. 真实活动盈余管理的经济后果研究——以费用操控为例[J]. 华东经济管理,2009(2).

李彬,张俊瑞. 实际活动盈余管理的经济后果研究:来自销售操控的证据[J]. 管理评论,2010(9).

蔡春,朱荣,和辉,谢柳芳. 盈余管理方式的选择、行为隐性化与濒死企业状况改善[J]. 会计研究,2012(9).

张维迎. 西方企业理论的演进与最新进展[J]. 经济研究,1994(11).

刘有贵,蒋年云. 委托代理理论述评[J]. 学术界,2006(116).

Rountree Brian, Weston James P., Allayannis George. Do Investors Value Smooth Performance? [J]. CFA Digest, 2009(39).

中国证券监督管理委员会. 关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见. 中国证监会令第 107 号,2014-10-15.

谢柳芳,朱荣,何苦. 退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于应计与真实盈余管理的分析[J]. 审计研究,2013(1).

Daniel A. Cohen, Aiysha. Dey, Thomas Z. Lys. Real and accrual based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods[J]. Accounting Review,2008(83).

杜兴强,杜颖洁. 濒死体验、盈余管理、政治联系与朽而不倒[J]. 山西财经大学学报,2010(7).

Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics,2006(42).

Sweeney A. P. DEBT-covenant violations and managers accounting responses[J]. Journal of Accounting and Economics, 1994(17).

Bens D. A., Nagar V., Wong M. H., F. Bens. Real investment implications of employee stock option exercises [J]. Journal of Accounting Research,2002(2).

作者单位:上海大学管理学院,上海 200444