

# 财务门槛、盈余管理与公司业绩

李广森

**【摘要】**以2011~2015年在创业板上市或在新三板挂牌的企业为样本,考察证券交易场所的挂牌制度中是否有财务业绩门槛要求对企业挂牌前正向盈余管理程度的影响,以及是否有财务业绩门槛要求对企业挂牌前的真实盈余管理导致挂牌后期经营业绩下降的调节作用,研究发现:在没有财务业绩门槛压力时,企业进行正向盈余操纵的动机显著减弱,致使应计与真实盈余管理的正向操纵水平有所降低。挂牌前实施的真实盈余管理会导致挂牌后企业的经营业绩下降,而当没有财务业绩门槛压力时,企业挂牌前的真实盈余管理对挂牌后经营业绩的损害作用会有所减弱。

**【关键词】**财务门槛; 盈余管理; 公司业绩; 挂牌制度

**【中图分类号】**F271 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2017)20-0012-9

## 一、引言

企业获得证券交易场所的准入及股份发行资格对其融资需求的满足、价值发现和声誉提高具有重要作用。然而,创业板中盈利、净资产等约束条件决定着企业能否获得IPO资格并上市,同时为了提高股票发行价格,企业会有较强的动机进行盈余管理和财务操纵,甚至可能采用欺诈、造假的方式争取上市。在盈余管理方式的选择上,企业为了达到盈余目标不仅使用应计盈余调整的方式,有时还会实施对企业生产经营及发展伤害更大的真实盈余管理。然而这些企业上市后经营业绩和股价表现并不理想,甚至出现业绩大幅滑坡的现象。

如果我国中小企业股份转让系统中企业挂牌并公开发行股票没有了对财务业绩条件的要求,企业为达到财务业绩门槛而进行盈余管理的动机是否会大大降低,是否会减少企业正向的盈余操纵活动,并以什么样的方式减少盈余调整行为?对企业挂牌后的业绩情况又会产生怎样的影响?在我国证券交易场所制度深化改革之际,对这些问题进行研究为我国公司挂牌及股票挂牌制度财务门槛的设定提供了参考。同时以此为契机,深入研究盈余管理的资本市场挂牌动机对盈余管理活动的影响作用及影响方式,为监管部门设计盈余管理治理政策提供了依据。考察不同财务门槛制度下盈余管理活动对公司挂牌

后业绩的影响,为公司未来的长期稳定发展提供了参考。

## 二、制度背景与研究假设

### (一)挂牌制度背景

本文中“财务门槛”指证券交易场所的准入制度中对挂牌公司盈利、净资产等指标的强制要求。自2009年7月新三板在中关村科技园试点期间,至2013年12月全国中小企业股份转让系统正式成立并实施修订后的挂牌规定,均没有对挂牌企业设立财务业绩门槛,尚未盈利的公司同样可以挂牌。而创业板首次公开发行股票并上市的规则中有对财务业绩门槛的强制要求,如“最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于一千万元且持续增长,或者最近一年盈利,且净利润不少于五百万元,最近一年营业收入不少于五千万元,最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十”。创业板相对于主板和中小板市场具有更低的准入门槛,对连续盈利年限、主营业务经营年限以及实际控制人与管理层变更年限的要求也适当缩短,在企业上市前的报审环节也进行了简化。新三板与创业板相似程度更为接近,且创业板与股转系统对公司挂牌发股都进行严格监管,均有详细的信息披露制度规定、强化保荐人的尽职调查和审慎推荐作用的要求,由于挂牌企业的风险相对较大,也均特别规定了投资者准入制度和风险揭示

规则等。

出于成功上市、公开发行股票获得融资和提升声誉等动因,企业可能有强烈的动机实施各种盈余管理行为以提高财务业绩指标,而经如此调整的公司上市后财务业绩却存在下滑现象,上市制度中财务业绩门槛对企业上市之前盈余管理活动及上市后的经营业绩发展已构成重要影响。本文选择全国股转系统挂牌公司与创业板上市公司为样本,检验挂牌上市时期财务业绩门槛对盈余管理的作用,分析财务门槛实质性差异对企业盈余管理动机及行为的影响。

## (二)理论分析与研究假设

**1. 财务门槛与盈余管理。**上市制度中财务业绩门槛对企业挂牌上市前盈余管理的影响可能通过几个方面产生作用:

第一,上市并公开发行股票获得融资、提升声誉对企业有重要意义、在与同类对手竞争中能够争先上市获得融资以扩大生产规模、设立研发投资新项目并取得良好品牌声誉等优势对企业的发展十分有利,且原股东持有的公司股票在限制期过后可以进行交易并套现,因此企业迫切需要满足上市并公开发行业务的硬性财务业绩门槛要求。在我国目前的经济环境下,仍存在着严重的信息不对称,即使企业上市需要经过严格的审核,但企业拥有的内部真实财务会计信息与市场中其他相关方,如投资者,甚至监管部门所拥有的企业相关信息相比更真实、更完整。即使在我国资本市场准入实行审核制的情况下,监管部门由于处于信息劣势,且监管者基于成本收益原则不能为获取企业所有真实、完整的信息而不计成本地投入,所以监管者无法获得上市企业所有相关信息,上市企业可以利用信息优势对财务会计信息进行操纵,向上调增会计盈余来满足财务业绩门槛的要求。如果在资本市场准入制度中没有了财务业绩门槛指标的要求,企业就不必为了满足要求而进行会计盈余操纵,包括对可操纵性应计利润和真实盈余的向上操纵。

第二,对于管理层而言,企业挂牌上市并公开发行股票后,总体规模会显著扩大,管理层所能管理的各种资源也会显著增加。研究表明,管理者的收益与企业规模正相关,规模较大企业的管理者在货币或非资金报酬上比规模较小公司管理者相应高出许多。股东和管理者之间可能存在两权分离的情况,管理者基于理性经济人假设更加关心如何扩大企业的规模以增加自身的利益。由于公司在股权与经营管理权

并不统一的情况下,可能存在股东期望公司价值最大化而管理者期望得到更多薪酬或权力的矛盾,可能会使管理者不顾企业是否已经真实达到挂牌上市的财务业绩门槛,尽可能利用盈余管理对影响会计利润进行向上调整以达到制度要求从而上市。在有委托代理问题的情况下,管理层更可能对影响公司的正常生产和经营活动的真实盈余进行操纵以达到财务业绩门槛;当挂牌制度中没有财务业绩门槛的硬性要求时,企业管理者可能出于长期发展和业绩稳步增长平滑盈余的考虑,对有损企业正常生产和经营管理的真实盈余的操纵程度会有所降低。

第三,在存在上市财务业绩门槛的情况下,企业可能为了应对投资者的预期而进行盈余管理。企业起初可能不存在盈余管理动因,但由于投资者心存公司已实施盈余管理的假定,企业无法改变投资者的想法使其相信自身不存在盈余管理活动,故企业会实施盈余管理活动以应对投资者的预期。尤其在我国目前的市场环境下,企业造假上市的案例相对较多,“万福生科”“绿大地”等企业真实业绩并未达到上市条件,但其通过虚增收入、利润的方式进行财务造假欺诈上市,这些引起投资者广泛关注的事件导致投资者对上市公司报告的财务业绩情况更为担忧,更加产生公司为满足上市目标而向上调整会计盈余的强烈心理预期。未进行盈余管理的上市公司也无法获得投资者的信任,导致在财务业绩门槛引导下,企业有较强的动机进行盈余管理以应对投资者的预期。

基于上述分析,企业为达到财务业绩门槛而向上进行盈余管理的动机较强。在盈余操纵对象的选择上,首先,可操纵性应计项目的调整更容易引起审计人员和监管部门的关注,而真实盈余操纵行为如削减研发、广告支出或调整价格、产量等带来的风险会小很多;其次,仅用应计方式操控盈余,可能导致期末盈余无法达到设定门槛,而此时已来不及用真实活动操控盈余,且应计盈余受之前的应计盈余操控程度及公司经营运营特征影响调整范围有限。因此,为确保能够满足财务门槛的要求,在外部法律风险、监管制度的约束下,企业可能同时采取正向的应计盈余管理与真实盈余管理。相对而言,当证券交易场所的挂牌制度中没有了财务门槛的要求时,企业为达到挂牌目标实施正向的应计与真实盈余管理的程度则有所下降,故本文提出如下假设:

假设 1a: 当证券交易所的挂牌制度中没有财务业绩门槛要求时,企业为此实施正向应计盈余管理

的程度降低。

假设 1b: 当证券交易所的挂牌制度中没有财务业绩门槛要求时, 企业为此实施正向真实盈余管理的程度降低。

2. 财务门槛对业绩下降的调节作用。公司为了达到挂牌上市基准盈余要求, 可能会实施尽量多的盈余操纵活动。公司挂牌上市时面临的外部法律风险、监管环境等相对较严格, 且对可操纵性应计利润的调整达到有限范围时, 公司可能会通过实施向上的真实盈余操纵活动来提高会计利润。由于应计盈余管理只是改变会计利润在不同会计期间的分布, 未来期间的业绩下滑是应计项目调整的结果, 并不会改变公司总的经营现金净流量和盈余总额。而真实盈余管理则可能改变公司的经营现金净流量, 当实施的真实盈余管理活动超出了经营的适度范围, 会影响企业的成长, 对长期经营业绩的负面影响更大。

已有研究表明, 公司为了股权再融资, 会同时实施应计与真实盈余管理, 公司对两种盈余管理方式的选择会依据其对应计盈余的操纵能力和成本进行权衡, 且发现真实盈余管理比应计盈余管理对股权再融资后经营业绩大幅滑落的影响更大。在我国经济背景下, 在股票增发时, 企业会同时使用两种盈余操纵方式, 真实盈余操纵可能导致企业经营绩效长期下降, 与应计项目操纵相比, 真实活动的盈余操纵是企业股票增发后经营绩效下降的关键因素。故在企业存在达到财务门槛的强烈动机时进行正向的真实盈余管理活动, 会对企业挂牌上市后的经营业绩产生负向影响。

当企业不必为了达到财务业绩门槛进行盈余操纵时, 企业进行盈余管理活动会考虑自身承受能力及长期经营发展能力, 为减少对企业长期经营业绩的损害, 在不损害实际发展能力的适度范围内进行真实盈余管理, 或者因为没有财务业绩门槛压力企业并不存在显著向上调节真实盈余的动机。因此, 在没有财务业绩门槛压力的情况下, 企业即使进行了少量或非刻意的正向真实盈余管理活动, 这种企业经营承受范围内的真实盈余管理对企业挂牌上市后业绩的负面影响比为了达到财务门槛而刻意实施的真实盈余管理对企业上市后业绩的负面影响要显著降低。因此提出假设 2:

假设 2: 当企业挂牌过程中不存在达到财务业绩门槛动机时, 挂牌前期实施的真实盈余管理对挂牌后经营业绩的负向影响会减弱。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文以创业板及全国中小企业股份转让系统挂牌公司在进行挂牌过程中的盈余管理及之后业绩情况为研究对象, 选取创业板 2011~2015 年年底上市的公司和新三板 2011~2015 年年底挂牌的公司为观测样本, 选取样本公司挂牌上市前三年、当年及后两年的数据为初选样本数据。按照研究惯例, 本文对样本数据进行了如下处理: ①由于金融行业公司在财务数据等方面具有一定特殊性, 本文剔除了金融行业公司的数据; ②为消除极端值的影响, 对样本连续变量数据进行了百分之一水平上的 Winsorize 缩尾处理; ③本文数据主要来源于国泰安数据库、锐思数据库, 对于部分缺失数据进行了手工收集。由于样本公司所在行业主要集中于制造业, 在后续应计、真实盈余计算中按制造业(C)的大类进行划分并进行计算。

#### (二) 变量设计

##### 1. 被解释变量。

(1) 应计盈余管理。研究证明, 修正的 Jones 模型能够更好地测试非预期应计利润并反映盈余操纵的情况。因此本文选取修正的 Jones 模型来度量应计盈余操纵程度:

$$TACC_{i,t}/A_{i,t-1} = \beta_1 \times 1/A_{i,t-1} + \beta_2 \times (\Delta S_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \beta_3 \times PPE_{i,t}/A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中:  $TACC_{i,t}$  表示企业的总应计利润,  $TACC_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t}$  ( $NI_{i,t}$  为企业的净利润,  $CFO_{i,t}$  为企业经营活动现金流量净额);  $\Delta S_{i,t}$  表示企业主营业务收入和上一期主营业务收入之差;  $\Delta REC_{i,t}$  为企业应收账款净额与上一期应收账款净额之差;  $PPE_{i,t}$  为第  $t$  期的固定资产净值。对这一模型进行行业、年度的控制后, 进行基本最小二乘法回归的残差  $DA_{i,t}$  即为企业的可操纵性应计利润, 应计盈余操纵的替代指标以可操纵性应计利润计算。

(2) 真实盈余管理。对真实盈余管理活动进行量化具有较高难度, 真实盈余管理衡量指标的分析与指标衡量效果的研究尚且较少, 参考 Roychowdhury 等的模型, 真实盈余操纵通常伴随着异常生产成本增大、异常操控性费用额减少和异常经营现金流量净额降低等操纵方式。依据模型拟合出正常水平的经营活动现金流量净额、生产成本总额和非操控性费用后, 实际金额与预期正常金额间的差异即为异常经营现金净流量、异常生产总成本和异常操控性

费用水平。具体方法如下:

经营现金净流量CFO是当期销售收入与当期销售收入增量的函数:

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

产品总成本PRO用本期产品销售成本与本期库存商品变动之和来衡量,其中,本期产品销售成本是本期销售额 $S_{i,t}$ 的函数,库存商品变动额为本期销售额变动额 $\Delta S_{i,t}$ 及上期销售额变动额 $\Delta S_{i,t-1}$ 的函数,产品总成本即与本期销售额、本期销售额变动额和上期销售额变动额三者间存在如下线性关系:

$$PRO_{i,t}/A_{i,t-1}=\beta_1\times(1/A_{i,t-1})+\beta_2\times(S_{i,t}/A_{i,t-1})+\beta_3\times(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1})+\beta_4\times(\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

操控性费用支出以销售支出加管理费用来衡量,其与上一期销售额存在如下线性关系:

$$DIS_{i,t}/A_{i,t-1}=\beta_1\times(1/A_{i,t-1})+\beta_2\times(S_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

利用式(2)、(3)、(4)分行业、分年度进行多元回归,求出各回归系数的估计值并求得生产总成本、操控性费用水平、经营现金净流量的估计正常金额,实际金额与估计正常金额间的差异即为三种真实盈余管理方式的度量指标:异常经营现金净流量(Acf)、异常生产成本(Apro)和异常操控性费用支出(Adis)。鉴于企业进行盈余管理时可能同时采取以上三种方式,借鉴Cohen等的模型,本文对三类真实活动的盈余操纵进行总和衡量。因为企业利用这三类盈余管理提升盈余水平时,将伴随异常生产成本的增大、异常操控性费用额的减少和异常经营现金流量净额的降低的方式实施操纵,据此计算出真实盈余管理总和Aproxy为:

$$Aproxy=Apro-Acf-Adis \quad (5)$$

(3)公司业绩。研究发现公司在上市前一年至上市两年间,经同年度同行业调整后的会计业绩呈逐年下降趋势,总资产收益率(ROA)呈较显著的下降态势,通过将主营业务收入当分母衡量的边际净利率来消除股票发行带来的资产、权益金额迅速增加对利润率计算的偏差,盈利能力下降趋势显示出很大缓和,故本文采用主营业务经营净利率(ROS)作为替代变量对公司会计业绩进行衡量。

**2. 主要解释变量。**本文通过设置虚拟变量(FT)来检验在财务业绩门槛具有实质性差异的挂牌制度下,企业为达到准入及发行股份目标而进行盈余管理行为的变化。对财务门槛的衡量采用虚拟变量,当没有财务门槛时 $FT=1$ ,有则取0。

**3. 控制变量。**由于税收负担会对企业价值产生一定的影响,公司操纵盈余的一大驱动因素就是为了减少税收负担。如果新三板企业相对于创业板企业面临的社会公众及政府监督压力更小,为了节约成本和提升企业价值,新三板企业的潜在监管差异可能反映在为降低税负而进行盈余管理活动。为了避免企业因避税动机而进行的盈余管理对研究产生影响,以所得税成本为衡量指标,借鉴叶康涛等的做法,考虑公开发行股票后总资产的膨胀,采用以平均总资产为分母计算的所得税成本(ITC)=(所得税费用-递延所得税费用)/期初与期末平均总资产。

在进入资本市场的过程中,主承销商作为专业的金融中介,其声誉品质是经过资本市场中长期的观察而得到认可的。主承销商为保证其声誉,可能以其行业和专业能力优势对企业财务信息质量产生影响。为控制承销商声誉可能对企业挂牌或上市前期的盈余管理程度的影响,对承销商声誉(CXQ)进行评价,采用中国证券业协会2012年度公布的经营业绩排名,当主承销商的承销、保荐及并购重组等财务顾问业务净收入合并口径统计结果排名前十时,承销商声誉(CXQ)取1,其余取0。

除此之外,本文还控制了净利润增长率(CH\_PRO)、所有者权益增长率(CH\_EQ)、企业规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)、总资产周转率(ATURN)、经营现金流量指标(CFO)、流动比率(CURR)、审计质量(AQ),如表1所示。

### (三)回归模型设计

在控制其他影响因素的条件下,为检验财务业绩门槛对企业挂牌上市前正向盈余管理的影响,本文建立如下回归模型:

$$EM=\alpha_0+\alpha_1\times FT+\sum\alpha_i\times CONTROLS+\varepsilon \quad (6)$$

其中:EM表示正向盈余管理程度变量,分别为DA、Acf、Apro、Adis和Aproxy。模型(6)用于检验当证券交易场所的挂牌和股票发行制度中没有了财务业绩门槛要求时,企业为挂牌实施的正向应计盈余管理与真实盈余管理程度是否会降低。数据取 $t=-2,-1,0$ 分年度及三年综合数据分组进行回归,并对行业和年度数据设定虚拟变量进行控制,验证挂牌门槛对企业不同时期范围的盈余管理操纵程度及方式的影响。

$$ROS=\alpha_0+\alpha_1\times FT+\alpha_2\times Aproxy+\alpha_3\times FT\times Aproxy+\alpha_4\times DA+\sum\alpha_i\times CONTROLS+\varepsilon \quad (7)$$

模型(7)用于检验当企业挂牌过程中不存在达到财务业绩门槛动机时,企业实施的真实盈余管理

表 1 变量描述

变量	变量描述	
被解释变量	DA	可操控性应计利润
	Acf	异常的经营现金净流量
	Apro	异常生产成本
	Adis	异常操控性费用支出
	Aproxy	真实盈余管理水平
	ROS	销售净利率
	ROA	总资产收益率
主要解释变量	FT	财务门槛,当没有财务门槛时取1,有则取0
	ITC	所得税成本,(所得税费用-递延所得税费用)/期初与期末平均总资产
控制变量	CH_PRO	净利润变化率,本期净利润变动额/上期净利润
	SIZE	资产规模,期末总资产的自然对数
	LEV	资产负债率,期末总负债与年末总资产之比
	ATURN	总资产周转率,主营业务收入/上期末与期末平均总资产
	CFO	经营现金流量,经营活动中产生的现金净流量/期初资产
	CH_EQ	所有者权益增长率,本年所有者权益变动额/上期末所有者权益
	CURR	流动比率,期末流动资产/期末流动负债
	CXQ	承销商声誉,当其为财务顾问业务前十的券商时取1,否则为0
	AQ	审计质量,当其为国内前十大会计师事务所时取1,否则为0

对企业挂牌后业绩的影响是否较小。挂牌过程中真实盈余管理程度取挂牌当年及前一年的平均值,对挂牌后 t=1、2 年度的经营业绩分组进行回归,并对行业和年度数据设定虚拟变量进行控制,观察申请挂牌过程中盈余管理对不同年度业绩的影响作用程度。

#### 四、实证结果及分析

##### (一)描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计情况。从表 2 可以看出,总体样本中企业实施了方向不同的盈余管理,可操控性应计利润 DA 的变化从 -1.3 到 1.01,中位数、均值均近似等于 0,可见在整体样本中向上和向下的盈余管理情况相对均衡。同样,真实盈余管理程度的衡量指标异常经营现金净流量(Acf)、异常生产成本(Apro)和异常操控性费用支出(Adis)的均值和

中位数也显示出了相似特性,真实盈余管理程度总和(Aproxy)均值与中位数分别为 -0.04 和 -0.02,略向负数方向倾斜,真实盈余管理的整体方向为向下调节盈余,但负向调节的极值(-2.02)幅度低于正向调节的极值(2.40)。真实盈余管理程度的极值和二、四分位数大于应计盈余管理,表明企业对真实盈余的操纵程度相对较大。由于异常生产成本和真实盈余管理的估计需要使用前两期的销售收入,因此在上市前两期的数据缺失较多,观察数量少于其他变量。从经营业绩方面来看,ROA 和 ROS 的四分位分位数分别为 0.05 和 0.08,表明大部分企业资产收益率和销售净利率为正,少量收益率为负的数据可能为创业板公司上市年度之后或新三板公司数据。从对主承销商和会计师事务所的选择上看,对前十大所的选择比例分别为 37%和 47%,说明企业选择声誉较高的承销商和事务所的动机并不缺乏。

表 2 变量描述性统计

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	Max
DA	2372	0	0.200	-1.300	-0.080	0	0.080	1.010
Acf	2372	0.010	0.210	-1.970	-0.070	0.010	0.090	2.970
Apro	1940	-0.020	0.210	-0.930	-0.110	-0.010	0.080	1.300
Adis	2372	0.020	0.170	-1.390	-0.050	0.010	0.070	1.340
Aproxy	1940	-0.040	0.440	-2.020	-0.220	-0.020	0.140	2.400
ROA	2372	0.110	0.110	-1.050	0.050	0.090	0.160	0.880
ROS	2372	0.150	0.160	-3	0.080	0.140	0.220	0.680
FT	2372	0.320	0.470	0	0	0	1	1
ITC	2372	0.020	0.020	-0.060	0.010	0.020	0.030	0.280
CH_PRO	2372	0.400	1.990	-6.140	-0.130	0.230	0.550	13.31
SIZE	2372	19.02	1.600	15.23	17.94	19.23	20.32	21.87
LEV	2372	0.300	0.190	0.010	0.140	0.270	0.430	1.180
ATURN	2372	0.810	0.500	0.090	0.450	0.700	1.030	3.960
CFO	2372	0.080	0.240	-1.790	-0.020	0.060	0.170	4.700
CH_EQ	2372	0.830	1.510	-0.970	0.060	0.240	0.760	15.49
CURR	2372	2.340	0.580	0.236	0.742	1.360	1.652	2.324
CXQ	2372	0.370	0.480	0	0	0	1	1
AQ	2372	0.470	0.500	0	0	0	1	1

##### (二)单变量统计分析

由于样本公司在 2011~2015 年中的不同年度进行挂牌或上市,本文借鉴李增福等(2011)用事件研究法界定样本的时间节点:将挂牌或上市当年时间节点 t 设为 0,之前第一、二年 t 设为 -1、-2,之后两年 t 设为 1、2。将创业板及股转系统公司分为有财务门槛组(FT=0)和无财务门槛组(FT=1)两组,分年度(t=-2、-1、0、1、2)对盈余管理变量均值进行 t

检验,验证各个变量是否显著异于零、各种盈余管理方式不同年度的操纵程度。检验结果如表3所示。

表3 有财务门槛组与无财务门槛组盈余变量t检验

variable	Time	FT=0	FT=1	Diff
DA	t=-2	0.0167	-0.1692	0.1858***
	t=-1	0.0274	-0.0974	0.1248***
	t=0	0.0970	-0.0140	0.1110***
	t=1	0.0217	-0.0544	0.0762***
	t=2	0.0015	-0.0175	0.0190
Aprox	t=-1	0.0788	0.0192	0.0596
	t=0	0.1187	-0.0105	0.1293**
	t=1	0.0809	-0.0861	0.0350***
	t=2	0.0901	-0.0781	0.1681***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

表3列示了分年度对有财务业绩门槛组和无财务业绩门槛组公司的分组盈余管理数据求得的均值,以及两组盈余管理均值t检验的结果。从表3中可以看出,面临财务业绩门槛的公司在上市当年及上市之前进行了较高等度的正向应计盈余管理,在t=-2、-1、0、1年度均高于无财务业绩门槛公司挂牌前的盈余管理程度,初步检验了在没有满足财务业绩门槛条件动机的情况下,企业向上调整会计盈余以满足制度要求的动机减弱,在盈余管理上多选择向下方向的盈余管理。可操控性应计利润数值反映出有财务业绩门槛企业在上市前的正向应计盈余管理程度逐渐增强,并在上市当年达到最大值。在挂牌上市后第二年正向应计盈余管理的差异不再显著,且从平均数水平上看,在挂牌上市后第二年正向应计盈余管理程度有所降低,无财务业绩门槛组公司向向下进行盈余管理的水平也有所降低,经检验显示两组公司在t=2年度应计盈余管理均值t检验值为0.2877和-0.4395,没有显著异于0。由于应计盈余管理活动并不能够实际增加或减少企业的真实盈利能力,但会改变企业盈余在不同会计期间的反映和分布,在前期进行了较高等度的正向应计盈余管理后,企业为满足IPO财务业绩门槛要求而向上进行盈余管理的动机减弱,有财务业绩门槛时公司的正向应计盈余管理程度在上市后第二年得以减弱。

通过对真实盈余管理指标Aprox进行检验发现,在t=-1、0、1、2年度,无财务业绩门槛压力公司的t检验值分别为0.132、-0.224、-1.4265、-0.6348,每一年均未表现出显著的真实盈余管理情况。而有达到财务业绩门槛动机的公司则表现出了显著的真

实盈余管理活动,在t=-1、0、1、2年度真实盈余管理t检验值分别为2.3464、3.6167、5.8509、5.2476,均在1%的水平上显著大于0。从数值变化趋势上观察,在上市当年真实盈余管理程度与正向应计盈余管理程度均达到最大值。

### (三)多元回归分析

在单变量分析和描述性统计部分,通过均值t检验和相关系数检验初步对假设1进行了验证。在多元回归过程中,分别将可操控性应计利润、异常经营现金净流量、异常生产成本、异常操控性费用支出代入回归模型(6),并选取企业挂牌上市当期及前期的数据,其中应计盈余管理数据期间为挂牌上市前二期、前一期和当期,真实盈余管理期间为挂牌上市前一期及当期数据。

表4 回归结果(1)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	Acf	Apro	Adis	Aprox
FT	-0.077*** (-4.28)	0.00900 (0.38)	-0.090* (-1.85)	0.045* (1.72)	-0.183** (-2.37)
ITC	3.490*** (14.79)	-0.725** (-2.41)	-3.915*** (-5.87)	0.408 (1.18)	-3.283*** (-3.08)
SIZE	0.061*** (11.26)	-0.099*** (-14.31)	0.037*** (2.58)	-0.0120 (-1.49)	0.140*** (6.05)
CFO	-0.575*** (-36.85)	0.897*** (45.09)	-0.318*** (-6.72)	0.070*** (3.08)	-1.386*** (-18.38)
LEV	-0.125*** (-5.46)	-0.0340 (-1.18)	0.327*** (5.36)	-0.069** (-2.06)	0.403*** (4.15)
ATURN	0.072*** (7.76)	-0.142*** (-11.91)	0.372*** (13.77)	-0.199*** (-14.57)	0.639*** (14.83)
CH_PRO	0.002*** (3.53)	-0.003*** (-4.66)	0.030*** (5.30)	-0.004*** (-5.47)	0.052*** (5.76)
CXQ	-0.014* (-1.65)	0.00700 (0.64)	-0.0120 (-0.59)	0.0160 (1.32)	-0.0250 (-0.77)
AQ	0.00700 (0.89)	-0.00400 (-0.38)	-0.0250 (-1.26)	0.0170 (1.44)	-0.0370 (-1.17)
cons	-1.204*** (-7.58)	2.027*** (10.01)	-0.775** (-2.01)	0.124 (0.54)	-2.718*** (-4.42)
N	1505	1505	1073	1505	1073
adj. R-sq	0.566	0.665	0.339	0.225	0.487
F	82.63	125.5	23.90	19.21	43.43

回归结果如表4所示。结果(1)和结果(5)显示,FT系数显著为负,表明财务业绩门槛对企业的正向应计和真实盈余管理具有显著影响。在无财务业绩门槛时,企业的正向应计和真实盈余管理水平显著降低,说明企业为达到进入资本市场的财务业绩门槛,有强烈的正向操纵应计与真实盈余的动机。从真

实盈余管理的方式来看,有无财务业绩门槛对操控经营现金净流量的影响较小,对生产成本和费用支出的操纵影响较大。由于真实盈余管理表现为更高的异常生产成本、更低的经营现金净流量、更低的可操控性费用水平,结果(3)、结果(4)表明当企业有达到财务业绩门槛的动机时会更显著地采取提高生产成本和降低费用支出的方式实现向上的盈余调整。在盈余管理方式的选择上,作为进入资本市场的公众公司,一般面临更严格的监管和更广泛的社会关注,对会计核算方式的选择和会计项目的调整也存在有限范围,在进行应计盈余管理后仍不能满足IPO财务业绩门槛要求的情况下,企业可能采用过度生产的方式来降低单位平均成本,采用削减或推迟研发、广告或销售支出等可能有损企业真正经营业绩发展的方式来提高会计盈余水平。

对回归结果中的控制变量进行观察发现,衡量税收成本的控制变量ITC与正向应计盈余管理程度显著正相关,而与真实盈余管理程度显著负相关。因税收中计税算法与会计利润的计算有所差异,企业自身通过改变固定资产折旧方式、坏账准备的计提等一些应计盈余管理方式并不能降低自身税负成本,因此企业在面对更高的税负成本时,可能更倾向于利用真实盈余管理活动来降低盈余从而降低税负成本。净利润增长率指标CH\_PRO与应计和真实盈余管理均呈显著正相关关系,表明企业为实现净利润增长会增加向上的应计和真实盈余管理活动。外部治理因素中,承销商声誉CXQ和审计质量指标AQ对盈余管理的作用并不十分显著。在我国市场环境下,即使是声誉较好的承销商对挂牌上市公司盈余管理行为的监督抑制作用也较为微弱。在我国当前的保荐制度下,主承销商大多承担公司挂牌上市的保荐人职能,应当对企业的财务报表等有关材料做仔细审核并承担相应责任,但结果显示,声誉良好的承销保荐机构并没有起到抑制发行人应计与真实盈余管理活动的作用。

如表5所示,分时间节点回归结果清晰地显示了达到财务业绩门槛动机对正向盈余管理削弱作用的时期。结果显示,无财务业绩门槛的外部压力时,企业挂牌上市前正向应计与真实盈余管理程度均有所降低,部分年度的降低程度较为显著。将真实与应计盈余管理结合观察,在上市前一期无财务门槛时正向应计盈余管理降低程度较小,但真实盈余管理程度显著降低。这表明在有财务业绩门槛压力时,企业会结合真实和应计盈余管理两种方式进行调整,

应计盈余管理仅改变盈余报告时期因而调整程度有限,企业为了上市同样会实施可能有损企业实际业绩发展的真实盈余管理活动。

表5 回归结果(2)

	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	DA	DA	DA	Aprox	Aprox
	t=-2	t=-1	t=0	t=-1	t=0
FT	-0.223*** (-4.51)	-0.0130 (-0.49)	-0.087*** (-3.14)	-0.541*** (-3.93)	-0.137 (-1.36)
ITC	3.363*** (5.65)	3.082*** (10.07)	4.949*** (10.71)	0.895 (0.58)	-4.889*** (-2.90)
SIZE	0.035** (2.36)	0.081*** (9.88)	0.049*** (6.33)	0.001 (0.02)	0.179*** (6.29)
CFO	-0.443*** (-13.62)	-0.617*** (-25.26)	-0.708*** (-27.53)	-1.837*** (-12.27)	-1.218*** (-12.99)
LEV	-0.208*** (-3.22)	-0.084** (-2.27)	-0.0160 (-0.41)	0.867*** (4.63)	0.577*** (3.94)
ATURN	0.096*** (4.83)	0.087*** (6.70)	0.030* (1.82)	0.644*** (10.73)	0.683*** (11.52)
CH_PRO	0.008*** (2.71)	0.001** (2.42)	0.017*** (5.55)	0.048*** (3.60)	0.055*** (4.81)
CXQ	-0.024 (-1.16)	-0.005 (-0.39)	-0.007 (-0.61)	0.0490 (0.95)	-0.0590 (-1.39)
AQ	0.012 (0.61)	-0.001 (-0.09)	0.012 (1.05)	-0.010 (-0.20)	-0.075* (-1.84)
cons	-0.698** (-2.44)	-1.561*** (-6.94)	-1.053*** (-4.98)	-0.662 (-0.64)	-3.446*** (-4.47)
N	339	583	583	374	583
adj.R-sq	0.494	0.623	0.649	0.573	0.520
F	20.43	42.79	47.73	26.00	28.45

在假设2中,由于真实盈余管理会降低企业挂牌后的实际经营业绩,本文预测在没有财务业绩门槛驱动时,前期真实盈余管理对挂牌上市后期经营业绩的降低作用会削弱。表6的结果显示了真实盈余管理Aprox对销售净利率的符号显著为负,说明挂牌前实施的真实盈余管理会导致挂牌后第一、二期的销售净利率显著下降,交乘项FT×Aprox显著为正,表明无财务门槛条件驱动时前期的真实盈余管理对后期业绩的损害作用有了显著改善,支持了本文的假设。

当企业在挂牌时不必为了达到财务业绩门槛进行盈余操纵时,企业进行盈余管理活动会考虑自身承受能力及长期经营发展能力,为减少对企业长期经营业绩的损害,在不损害实际发展能力的范围内适度进行真实盈余管理,或者在没有财务业绩门槛的压力下企业并不存在显著向上调节真实盈余的初

衷。因此,在没有财务业绩门槛压力的情况下,企业即使进行了少量或非刻意的正向真实盈余管理活动,对企业挂牌上市后业绩的负面影响也会显著降低。结合描述性统计,无财务业绩门槛压力的企业虽然真实盈余管理活动的值并不全为零,但在无业绩指标压力时不会为了满足财务业绩门槛要求而刻意采用真实盈余管理的方式,更不会以对长期业绩的损害为代价进行盈余管理。也就是说,无财务业绩门槛压力的企业可能进行了真实盈余的操纵但并不急于提高短期会计利润水平,均值t检验显示无财务业绩门槛组实施的真实盈余管理程度并不显著,对后期经营业绩的负面影响也相对较弱,减弱了挂牌前期实施的真实盈余管理对挂牌后期经营业绩的降低作用。

表6 回归结果(3)

	(11)	(12)
	ROS	ROS
	t=1	t=2
FT	-0.0430 (-0.77)	0.0430 (0.90)
Aproxy	-0.065*** (-4.68)	-0.060*** (-3.42)
FT×Aproxy	0.078*** (2.74)	0.052** (2.31)
ITC	5.121*** (4.62)	3.262* (1.73)
SIZE	0.032** (2.33)	0.041** (2.50)
LEV	-0.0390 (-0.73)	-0.150*** (-3.55)
ATURN	-0.0430 (-0.81)	-0.0500 (-1.01)
CURR	0.003*** (3.02)	0.001* (1.93)
CH_PRO	-0.210 (-1.54)	-0.0110 (-0.14)
CH_EQ	0.135 (1.29)	0.108** (2.57)
CXQ	0.00300 (0.28)	0.00700 (0.59)
AQ	-0.0130 (-1.02)	-0.00700 (-0.59)
cons	-0.525* (-1.84)	-0.673** (-2.03)
N	357	269
adj. R-sq	0.493	0.364
F	17.90	9.970

经过以上检验本文认为,当证券交易场所的挂牌和股票发行制度中没有了财务业绩门槛要求,企业为此实施正向的应计盈余管理和真实盈余管理的程度均有所降低。而在对长期业绩可能有损害作用的真实盈余管理活动的选择上,在无财务业绩门槛压力或动机下企业进行的正向真实盈余管理对后期业绩损害程度相对有所减弱。

#### (四)稳健性检验

在上文中对假设1的单变量检验中采用了t检验的方法,为了防止样本中盈余管理程度数据不符合正态分布,现采用中位数的秩和检验来验证无财务业绩门槛组应计与真实盈余管理的程度是否比有财务业绩门槛组显著下降。中位数检验结果与t检验结果基本相似,当没有财务业绩门槛压力时,在挂牌上市当年及前期企业的正向应计盈余管理情况出现了显著下降。应计与真实盈余管理中位数的变化趋势与均值相似,均在挂牌上市前期逐渐上升,在挂牌上市当年达到最大,此后正向操纵的盈余管理程度又有所下降。中位数检验结果与上文验证结果基本一致,说明本文假设1的结论具有较好的稳健性。

对假设2采用总资产回报率(ROA)和净资产回报率(ROE)对原被解释变量销售净利率(ROS)进行替换,检验企业挂牌过程中不存在达到财务业绩门槛动机时,企业实施的真实盈余管理对企业挂牌后期(t=1、2)业绩的影响是否较小,结果表明净资产回报率指标替换销售净利率后结果与原结果基本一致,说明上文中的结论具有较好的稳健性。

#### 五、结论

目前,我国正在逐步建立多层次资本市场体系,完善的制度措施至关重要。全国股转系统为股份公司挂牌并发行股份提供了无财务业绩门槛的新规则,为研究企业达到财务业绩门槛动机提供了新角度。如果证券交易场所的挂牌和股票发行制度中不存在对财务业绩门槛的要求,企业为达到挂牌目标实施的盈余管理程度很可能会产生变化。深入分析我国企业达到挂牌标准动机对盈余管理的影响后,本文通过均值、中位数单变量检验和OLS回归检验了挂牌或IPO上市过程中是否有财务业绩门槛压力对企业应计与真实盈余管理程度的影响,以及存在财务业绩门槛时在挂牌上市前进行的真实盈余管理对挂牌上市后经营业绩的影响。

单变量检验结果显示,企业在存在上市财务业绩门槛要求时,对上市前的正向应计与真实盈余管



理水平比没有财务业绩门槛压力的企业显著提高。多元回归分析后结果一致,在证券交易场所的挂牌制度中没有财务业绩压力的情况下,企业在挂牌前实施的正向应计盈余管理水平有了显著降低,而且在挂牌前实施向上的真实盈余管理的程度也有显著降低。无财务业绩门槛压力时对向上真实盈余管理程度的降低作用主要表现在对异常生产成本和可操控性费用水平的作用上。总体结果表明在没有财务业绩门槛压力的情况下,企业进行正向盈余操纵的动机显著减弱,对应计与真实盈余管理的正向操纵程度的降低有显著作用。

进一步检验财务门槛对后期经营业绩的影响,结果发现挂牌前实施的真实盈余管理会导致挂牌后企业的经营业绩下降,而当没有财务业绩门槛的压力时,企业挂牌前的真实盈余管理对挂牌后经营业绩的损害作用会有所减弱。真实盈余管理是通过对企业生产经营过程中销售、投资或融资的范围或时间的管理来改变财务报告的会计利润,当企业实施的真实盈余管理活动超出了经营活动所能承受的适度范围时,可能会损害企业实际的经营业绩,甚至可能对企业的成长性或后期的盈利能力产生负面影响。虽然挂牌上市前期过度的真实盈余管理可能会损害企业实际的经营业绩,但是为了满足挂牌上市的要求,企业仍然实施了真实盈余管理来满足上市并公开发行股份的融资需要。当没有了财务业绩门槛的压力时,企业会减少仅提高短期利润水平、但可能损害后期经营业绩的真实盈余管理活动。当企业不必为了达到挂牌财务门槛而操纵利润时,企业会考虑自身承受能力及长期发展情况而在适度的范围内进行真实盈余管理,减少对后期经营业绩的损害。上述研究结论在我国资本市场各项准入制度改革与发展时期丰富了上市制度对盈余管理以及后期业绩影响的研究,提供了上市财务业绩门槛制度对企业微观影响的理论依据和经验证据。

#### 主要参考文献:

蔡春,李明,和辉.约束条件、IPO盈余管理方式与公司业绩——基于应计盈余管理与真实盈余管理的研究[J].会计研究,2013(10).

傅蕴英,田琼.市场环境、股权集中度与盈余管理——基于中国A股市场的实证研究[J].财会通讯,2014(3).

何威风.高管团队垂直对特征与企业盈余管理行为研究[J].南开管理评论,2015(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).

王克敏,刘博.公开增发业绩门槛与盈余管理[J].管理世界,2012(8).

王娜,王跃堂,王亮亮.企业所得税影响公司薪酬政策吗?——基于企业所得税改革的经验研究[J].会计研究,2013(5).

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).

曾月明,孙宝庆.IPO定价制度对不同所有制企业盈余管理影响研究[J].财会通讯,2014(33).

Aharony J., Wang J., Yuan H.. Tunneling as an Incentive for Earnings Management During the IPO Process in China [J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2010(5).

Brau J. C., Johnson P. M.. Earnings Management in IPOs: Post-Engagement Third-Party Mitigation Or Issuer Signaling [J]. Advances in Accounting, 2009(2).

Cohen D., Dey A., Lys T.. Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods [J]. The Accounting Review, 2008(1).

Dechow P., Weili Ge., Schrand C.. Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010(8).

Katherinea Gunny. The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks [J]. Contemporary Accounting Research, 2010(2).

Taylor G. K., Xu R. Z. H.. Consequences of Real Earnings Management on Subsequent Operating performance [J]. Research in Accounting Regulation, 2010(1).

作者单位:青岛理工大学管理工程系,山东临沂 273400