

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 32120101150594

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕士学位论文

监管制度变迁、股权再融资与盈余管理  
行为研究

The Change of Regulatory Institution, Seasoned Equity  
Offering and Earnings Management

许思瑶

指导教师姓名: 赵景文 副教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2013 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘要

为了规范上市公司的股权再融资行为和保护相关投资者的利益,监管层对我国再融资政策及相关制度进行过多次调整,可以说上市公司的监管环境处在一个相对动态的变化之中。然而,证券监管部门对再融资资格做出的各种限制却在一定程度上诱导上市公司通过盈余管理来达到政策要求,本文就选择从政策变迁的视角对上市公司股权再融资(Seasoned Equity Offering, 简称 SEO)过程中的盈余管理行为进行研究。

关于盈余管理方式的研究大多是基于会计应计角度,国外是近年关于真实业务操纵的研究开始逐渐增多,国内关于后者的研究更少,研究方法较为同质、单一。并且,国内只静态地研究某一短期间,不能发现盈余管理行为随政策变迁的动态变化,关于盈余管理产生的经济后果也没有达成一致结论。本文会分开检验我国资本市场不同阶段的三种“主流”再融资方式——配股、公开增发和定向增发,同时考虑会计应计、真实业务活动等盈余管理手段。希望本文的研究可以提供我国目前该领域的一点新视角和补充。从理论角度具有两方面意义:一是首次从监管制度变迁的角度研究再融资上市公司的盈余管理方式可能发生的转变;另外也可以丰富盈余管理方式及经济后果方面的文献。从实践角度来说:可以为监管层的政策制定提供一定参考;并且,通过再融资后业绩的检验也为投资者提供了一定的参考价值。

本文的实证分析主要检验以下几个方面的问题:上市公司股权再融资时盈余管理方式和程度会随政策的变迁而有所调整吗?不同方式对再融资的长短期经济后果相同吗?针对不同发行对象的定向增发,盈余管理行为有何差别?最后,本文的结论是,对于配股、公开增发:①管制政策出台后,线下项目的操纵行为显著减弱;②企业存在应计手段操纵盈余,而程度随着制度变迁有所变化;③在监管严格的阶段,上市公司同时采用了真实手段管理盈余;④应计手段会产生较短期的负面经济后果,而真实手段对业绩的影响更长期。对于定向增发:⑤发现按照大股东参与程度的不同分成的三种类型,他们在增发前后针对政策条规的不同的盈余管理行为;并且,发现更加明显的真实手段操纵迹象。

**关键词:** 股权再融资 制度变迁 盈余管理 经济后果

## Abstract

To regulate the refinancing of listed companies and protect the interests of the investors, regulators have modified the refinancing and related institutions for many times. So the regulatory environment of listed firms has been in a relatively dynamic change. However, all the restrictions on refinancing qualifications induce them to meet the policy requirements through earnings management. This paper will explore the earnings management of SEO listed firms from a perspective of Institutional change.

Most empirical research is based upon accrual-based earnings management. Later, several researchers overseas began to find real activities management around SEOs, which few domestic researchers study. And domestic researches mainly study a short sample statically, which can not find the dynamic change of earnings management with Institutional change, and economic consequences of them are also inconsistent. This paper will explore all the three types of SEO and consider below-the-line, accrual-based and real earnings management together. I hope that the crude remarks in this paper can make a little contribution to this field. Firstly, it, for the first time, studies the earnings management from the perspective of Institutional change. Again, it enriches the studies on earnings management around SEOs. Otherwise, these results provide some reference to related policy and the investor's investment.

The empirical analysis in this paper test the following hypotheses. Firstly, we investigate whether listed firms alter earnings management methods around SEOs with Institutional change. Secondly, we examine whether the economic consequences the accrual-based and real earnings management cause after SEO are the same. Lastly, we wonder how different earnings management behaviors around Private Placement to three types of purchaser are. We find that earnings management behaviors around SEOs indeed change with Institutional change. The economic consequences of accrual-based and real earnings management around SEOs are also different.

**Key words:** Seasoned Equity Offering; Institutional Change; Earnings Management;  
Economic Consequence

# 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>第一章 概论</b> .....                            | <b>1</b>  |
| 1.1 研究背景 .....                                 | 1         |
| 1.2 研究改进及意义 .....                              | 2         |
| 1.3 研究思路和框架 .....                              | 3         |
| <b>第二章 文献综述</b> .....                          | <b>5</b>  |
| 2.1 股权再融资期间的盈余管理行为研究 .....                     | 5         |
| 2.1.1 SEO 期间的线下项目操纵行为研究 .....                  | 5         |
| 2.1.2 SEO 期间的应计项目操纵行为研究 .....                  | 6         |
| 2.1.3 SEO 期间的实际业务操纵行为研究 .....                  | 8         |
| 2.2 制度变迁对股权再融资期间盈余管理行为的影响研究 .....              | 10        |
| 2.3 股权再融资期间盈余管理行为的经济后果方面的相关研究 .....            | 12        |
| <b>第三章 制度背景和研究假说</b> .....                     | <b>15</b> |
| 3.1 SEO 及相关政策变迁历史 .....                        | 15        |
| 3.2 研究假说 .....                                 | 20        |
| 3.2.1 上市公司 SEO 期间盈余管理行为的存在性及随制度变迁是否做出了调整 ..... | 20        |
| 3.2.2 上市公司 SEO 期间盈余管理的长短期经济后果 .....            | 21        |
| 3.2.3 上市公司定向增发面对不同发行对象时的盈余管理行为差异何在 .....       | 21        |
| <b>第四章 研究设计</b> .....                          | <b>23</b> |
| 4.1 盈余管理计算方法 .....                             | 23        |
| 4.1.1 线下项目盈余管理的计量 .....                        | 23        |
| 4.1.2 可操纵应计利润的计量 .....                         | 23        |
| 4.1.3 实际业务盈余管理行为的计量 .....                      | 24        |
| 4.2 研究程序 .....                                 | 26        |
| 4.2.1 对线下项目操纵方式的检验 .....                       | 26        |

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| 4.2.2 盈余管理方式的时间序列分析.....             | 26        |
| 4.2.3 多元回归模型检验盈余管理行为随监管制度变迁的变化 ..... | 27        |
| 4.2.4 多元回归模型检验不同盈余管理方式带来的长短期经济后果.... | 29        |
| 4.3 样本数据 .....                       | 31        |
| <b>第五章 实证结果与分析 .....</b>             | <b>33</b> |
| <b>5.1 配股结论 .....</b>                | <b>33</b> |
| 5.1.1 配股公司线下项目操纵行为的检验 .....          | 33        |
| 5.1.2 配股期间的应计和真实盈余管理行为 .....         | 33        |
| 5.1.3 多元回归检验盈余管理行为随制度变迁的变化.....      | 38        |
| 5.1.4 配股期间盈余管理的经济后果.....             | 45        |
| 5.1.5 小结.....                        | 51        |
| <b>5.2 公开增发结论.....</b>               | <b>52</b> |
| 5.2.1 公开增发公司线下项目操纵行为的检验 .....        | 52        |
| 5.2.2 公开增发期间应计和真实盈余管理行为 .....        | 53        |
| 5.2.3 多元回归检验盈余管理行为随制度变迁的变化.....      | 55        |
| 5.2.4 公开增发期间盈余管理的经济后果.....           | 58        |
| 5.2.5 小结.....                        | 59        |
| <b>5.3 定向增发结论.....</b>               | <b>60</b> |
| 5.3.1 定向增发前后的盈余管理 .....              | 60        |
| 5.3.2 盈余管理方式的趋势差异检验.....             | 62        |
| 5.3.3 小结.....                        | 66        |
| <b>第六章 研究结论及讨论.....</b>              | <b>67</b> |
| 6.1 研究结论和政策建议.....                   | 67        |
| 6.2 文章的创新和未来研究展望 .....               | 68        |
| <b>[参考文献].....</b>                   | <b>70</b> |
| <b>致谢语.....</b>                      | <b>73</b> |

# Table Of Contents

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Chapter1 Introduction.....</b>  | <b>1</b>  |
| <b>1.1 Research Background .....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>1.2 Research Improvement and Motivation .....</b>   | <b>2</b>  |
| <b>1.3 Research Ideas and Framework .....</b>  | <b>3</b>  |
| <b>chapter2 Literature Review.....</b>   | <b>5</b>  |
| <b>2.1 Research on Earnings Management Behaviors around SEOs.....</b>                                | <b>5</b>  |
| 2.1.1 Research on Below-the-line Earnings Management around SEOs.....                                | 5         |
| 2.1.2 Research on Accrual-based Earnings Management around SEOs.....                                 | 6         |
| 2.1.3 Research on Real Earnings Management around SEOs.....  | 8         |
| <b>2.2 Research on the Influence of Institutional Change on Earnings Management around SEOs.....</b> | <b>10</b> |
| <b>2.3 Research on Economic Consequences Of Earnings Management around SEOs .....</b>                | <b>12</b> |
| <b>Chapter3 Institutional Background and Hypotheses.....</b>   | <b>15</b> |
| <b>3.1 The Change of SEO and Related Institutions .....</b>  | <b>15</b> |
| <b>3.2 Hypotheses.....</b>   | <b>20</b> |
| 3.2.1 The Existence and Change of Earnings Management around SEOs ..                                 | 20        |
| 3.2.2 Economic Consequences of Earnings Management around SEOs.....                                  | 21        |
| 3.2.3 The Difference of Earnings Management Behaviors around three types of Private Placement.....   | 21        |
| <b>Chapter4 Research Designing .....</b>   | <b>23</b> |
| <b>4.1 Illustration and Measurement of Earnings Management .....</b>                                 | <b>23</b> |
| 4.1.1 Measurement of Below-the-line Earnings Management .....  | 23        |
| 4.1.2 Measurement of Accrual-based Earnings Management .....   | 23        |
| 4.1.3 Measurement of Real Earnings Management .....  | 24        |
| <b>4.2 Research Procedure .....</b>  | <b>26</b> |
| 4.2.1 Test of Below-the-line Items.....  | 26        |



|   |           |
|---|-----------|
| 4.2.2 Time Series Analysis of Earnings Management Methods.....            | 26        |
| 4.2.3 Multiple regression on Change of Earnings Management Behaviors.     | 27        |
| 4.2.4 Multiple regression on Performance of Different Methods.....        | 29        |
| <b>4.3 Data and Sample .....</b>  | <b>31</b> |
| <b>Chapter5 Empirical Results and Analysis .....</b>                      | <b>33</b> |
| <b>5.1 Results of Rights Issue .....</b>                                  | <b>33</b> |
| 5.1.1 Test of Below-the-line Items of Rights Offering Companies .....     | 33        |
| 5.1.2 Accrual-based and Real Earnings Management around Issuing.....      | 33        |
| 5.1.3 Regression Results of Methods change with Institutional change..... | 38        |
| 5.1.4 Economic Consequences of Earnings Management around Issuing...      | 45        |
| 5.1.5 A Brief Summary .....   | 51        |
| <b>5.2 Results of Public Issuance of New Shares .....</b>                 | <b>52</b> |
| 5.2.1 Test of Below-the-line Items of Public Offering Companies .....     | 52        |
| 5.2.2 Accrual-based and Real Earnings Management around Issuing.....      | 53        |
| 5.2.3 Regression Results of Methods change with Institutional change..... | 55        |
| 5.2.4 Economic consequences of Earnings Management around Issuing ...     | 58        |
| 5.2.5 A Brief Summary .....   | 59        |
| <b>5.3 Results of Private Equity Placement .....</b>                      | <b>60</b> |
| 5.3.1 Earnings Management Behaviors around Issuing.....                   | 60        |
| 5.3.2 Periodical Tests of Earnings Management Methods.....                | 62        |
| 5.3.3 A Brief Summary .....   | 66        |
| <b>Chapter6 Conclusion and Discussion .....</b>                           | <b>67</b> |
| <b>6.1 Conclusion and Policy Suggestions.....</b>                         | <b>67</b> |
| <b>6.2 Research Innovation and Future Research .....</b>                  | <b>68</b> |
| <b>References.....</b>  | <b>70</b> |
| <b>Acknowledgements.....</b>  | <b>73</b> |

## 第一章 概论

### 1.1 研究背景

盈余管理就是企业管理当局用会计方法或安排真实交易来改变财务报告,以误导利益相关者对公司业绩的理解或者影响以报告盈余为基础的合约(Healy and Wahlen,1999)<sup>[1]</sup>。最早是从应计利润操纵开始研究再融资期间的盈余管理,这些研究普遍认为再融资期间上市公司为提高报告盈余而会进行向上的盈余管理。然而西方学者近年来发现,除了会计应计额的处理,公司还可以通过改变实际经营活动来进行盈余管理<sup>①</sup>(Gunny,2005<sup>[2]</sup>;Roychowdhury,2006<sup>[3]</sup>;Zang,2005<sup>[4]</sup>)。

我国上市公司普遍存在大股东超强控制这种特殊的股权结构,且法制不尽完善,大股东和普通投资者之间存在严重的信息不对称,大股东具有很强的盈余管理动机利用股权再融资实现“圈钱”和掠夺小股东的财富。国内学者普遍认为,相关政策是诱发我国上市公司盈余管理行为的直接原因(孙铮等,1999<sup>[5]</sup>;陈小悦等,2000<sup>[6]</sup>;陆宇建,2003<sup>[7]</sup>)。

配股是我国上市公司在1998年以前唯一的股权再融资(Seasoned Equity Offering,简称SEO)方式,2000年以后增发开始逐渐增多,随着证券市场的发展,对上市公司股权再融资的相关监管政策也发生了相应的变迁(主要的政策变化内容见后文“3.1 SEO及相关政策变迁历史”)。但关于衡量再融资资格最重要的条件仍集中于业绩需符合一定的标准(即对ROE的要求),例如,对于配股,2001年2月25日和3月15日,证监会相继出台了《上市公司新股发行管理办法》和《关于做好上市公司新股发行工作的通知》,其中对ROE的计算方法做了新的规定,即将扣除非经常性损益后的净利润与扣除前相比,以低者作为计算依据。对于公开增发,证监会是于2002年7月24日颁布实施的《关于上市公司增发新股有关条件的通知》中对ROE的计算方法做出该项调整。而定向增发是在2006年证监会推出的《上市公司再融资管理办法》新政中进行了规范。当然随着市场的成熟,除了上市公司再融资政策和相关制度等有所变化,对再融资期间的审计师、承销商等中介机构的角色定位也有所调整,再加上新闻媒体等监督职能的加

<sup>①</sup> 文中在阐述“实际业务活动盈余管理/操纵”时,有时会写成“真实手段/手法”,含义相同,同用;在阐述“可操控应计项目利润”时,有时会简写成“应计手段/方法”,含义相同,同用。

强，可以看出，我国上市公司再融资的环境也逐渐在发生变化。

司法体系的制度安排对企业所有权结构、金融市场乃至整个国民经济发展的影响已经被众多的跨国比较文献所证实(La Porta et al,1997<sup>[8]</sup>等)。而股权再融资方面，Cohen et al. (2008)<sup>[9]</sup>发现，在萨班斯-奥克斯利法案颁布之后，管理者放弃会计操纵，转而采用基于实际经营活动的盈余管理。本文也试图研究监管政策的变迁对再融资上市公司盈余管理方式是否有影响；并且，如：Teoh et al. (1998)<sup>[10]</sup>的研究还发现，股权再融资之前的盈余管理水平（应计项目操纵程度）能够预示再融资之后的经济后果，即应计项目操纵水平越高，SEO 公司的长期异常经营业绩和长期股票异常收益越差。Cohen 和 Zarowin (2010)<sup>[11]</sup>以美国增发公司为样本还发现，除了应计手段，企业在当年还会采用真实手段，并且后者造成的经济后果更严重。因此，本文也会考虑，我国上市公司再融资以后是否也会出现绩效滑坡，对应相应的盈余管理方式和程度的不同，又会表现出怎样的特点。对于定向增发，学术界发现了随着增发对象的不同，尤其是大股东的参与程度的不同，企业的行为存在着很大的差异，本文主要根据政策内容对三类不同发行对象锁定期的差别规定，也即以大股东参与程度的不同将发行对象分为三种类型，研究了这个阶段增发公司在再融资前后的盈余管理行为，看看该项新政到底会带来怎样的效果。

## 1.2 研究改进及意义

关于股权再融资期间的盈余管理，国外的相关研究主要都是基于应计项目操纵的角度，近年来关于实际业务操纵的研究逐渐增多。我国证券市场存在有别于他国的特殊国情，相关研究首先也表现出不一样的特点：许多学者发现我国再融资公司存在的“线下项目”操纵行为（陈晓 等，2001<sup>[12]</sup>；原红旗，2004<sup>[13]</sup>；Chen and Yuan, 2004<sup>[14]</sup>等），而后关于应计手段的研究逐渐增多（具体应用模型不统一），但关于真实业务操纵的研究却极少有学者涉足，整体研究相对来说还不够成熟。并且，国内的研究基本都是选取一定短时期的样本来研究当时的盈余管理行为，不能发现盈余管理行为随制度变迁的动态变化，关于盈余管理（应计和真实手段）会对再融资之后的经济后果产生如何的影响更没有达成很好一致的结论。

而本文是以我国整个证券市场的发展时期为研究阶段，分开检验我国资本市

场不同阶段的三种“主流”再融资方式——配股、公开增发及定向增发，配股和公开增发政策有相似也有不同，同时着眼研究有利于比较发现，对定向增发则是对增发前到解锁前的盈余管理情况（由于我国现在进入了全流通时代，大股东和机构投资者同样可以通过减持套现）进行了初步探讨。并且，同时考虑会计应计、真实业务活动等盈余管理手段。具体是基于我国的国情背景，分析再融资公司面临的不同时期的监管政策对其盈余管理方式和程度的影响。具体来说，本文研究从理论角度具有两方面意义：一是首次从监管制度变迁的角度研究再融资上市公司的盈余管理方式可能发生的转变；二是也可以丰富盈余管理方式及经济后果方面的文献。从实践角度来说：可以为监管层的政策制定提供一定参考，引导真正有发展潜力、需要资金的上市公司“健康”再融资；并且，通过再融资后业绩的检验也为投资者提供了一定的参考价值。

### 1.3 研究思路和框架

本文致力于研究我国 SEO 上市公司的盈余管理行为（方式和程度）随多次监管政策变迁是否存在调整和转变。对于配股和公开增发，首先分别以 2001 年、2002 年为分界点分前后两个阶段对线下项目操纵进行检验（具体见表 4.1）；然后，再按照大体的政策变迁细分为 6 个和 4 个阶段研究。同时，本文会继续探究，我国上市公司再融资以后是否也会出现绩效滑坡，对应相应的盈余管理方式和程度的不同，又会表现出怎样的特点。对于定向增发，本文以大股东参与程度的不同将发行对象分为三种类型：I-面向大股东的定向增发，II-同时面向大股东和外部投资者的定向增发和 III-面向外部投资的定向增发，研究这个阶段定向增发公司在再融资前后的盈余管理行为，并分别检验其在没有明显的监管制度变迁的情况下，盈余管理方式是否存在阶段性变化。

本文余下部分安排如下：第二章是国内外相关文献综述；第三章进行了制度背景介绍并提出本文的研究假说；第四章是研究设计；第五章是实证结果与分析，包括配股、公开增发和定向增发三个部分的内容。最后是文章的结论。本文整体的结构框架如图 1.1 所示：

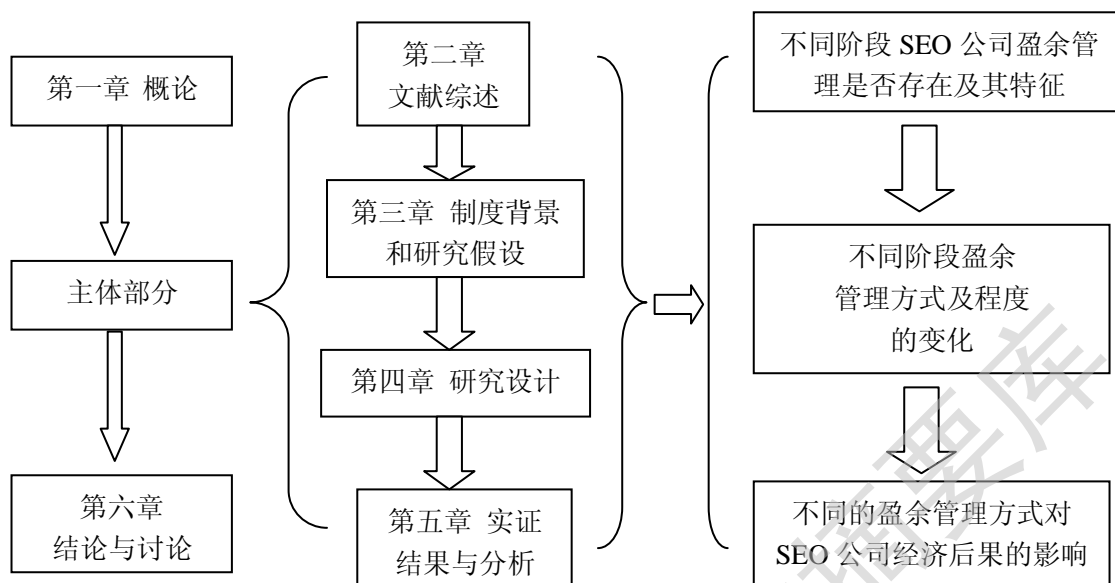


图 1.1 论文整体结构框架

## 第二章 文献综述

### 2.1 股权再融资期间的盈余管理行为研究

#### 2.1.1 SEO 期间的线下项目操纵行为研究

首先,对于非经常发生的线下项目,如投资损益、补贴收入、营业外收支项目,这些项目会单独披露在利润表中,报表使用者就可以很容易识别,因此这种盈余管理行为被投资者识别出来的风险最高。国外也有关于线下项目的研究(item-below-the-line),但主要是从正常与非正常项目之间的分类转移角度研究该种盈余管理方式,如: Barnea et al. (1976)<sup>[15]</sup>、McVay(2006)<sup>[16]</sup>等。鉴于我国在会计准则、制度等方面存在不同的国情,下面主要介绍国内的相关研究。

陈晓等(2004)<sup>[17]</sup>研究了1998~2000年中国A股上市的亏损公司样本,发现关联交易和重组活动是亏损公司扭亏的主要手段。陈晓、李静(2001)<sup>[12]</sup>研究发现地方政府积极参与了上市公司为提升业绩而进行的盈余管理活动,在扶持手段上主要倾向于财政补贴(主要针对业绩较差且不稳定公司)和税收返还<sup>②</sup>(针对业绩相对较好公司),并且发现,如果没有地方政府诸如此类的财政支持,许多上市公司将不能达到配股资格。肖星、陈晓(2003)<sup>[18]</sup>也发现保配公司当年利润表项目中的补贴收入等非主营业务利润显著高于上年(选取1996~2001年样本)。陈龙水(2002)<sup>[19]</sup>研究了1998~2001年进行股票增发的32家上市公司组成的样本,发现了我国公司在增发前有着不同于国外上市公司的盈余管理模式,即主要采用资产重组等关联方交易(如大股东注入优质资产)的形式来进行盈余管理(而不同于国外上市公司普遍采取基于应计项目的盈余管理)。

原红旗(2004)<sup>[13]</sup>发现配股公司通过应计项目和线下项目带来的ROE均显著高于其他公司。Chen and Yuan(2004)<sup>[14]</sup>; Haw et al. (2005)<sup>[20]</sup>都发现了配股公司为迎合监管部门的要求而利用“线下项目”操纵盈余的证据。Chen and Yuan(2004)<sup>[14]</sup>以我国1996~1998年间实施配股的公司为样本(该期间的配股政

<sup>②</sup> 财政部于2000年发文《关于进一步认真贯彻落实国务院〈关于纠正地方自行制定税收先征后返政策的通知〉的通知》,各地区自行制定的税收先征后返政策,从2000年1月1日起一律停止执行(其中企业所得税优惠政策允许保留到2001年12月31日),相信以后的该种财政行为将得到一定抑制。

策对 ROE 的要求是最近三年每年都在 10% 以上), 用行业中位值调整后的经净资产标准化的非经常性利润指标衡量线下项目操纵程度, 发现经常性 ROE 小于 10% 的公司的该指标显著高于经常性 ROE 大于或等于 10% 的公司, 并且前者投资收益占净资产的比重显著高于后者, 证明我国当时“10%现象”的存在性, 即上市公司为达到配股资格而通过非正常的损益项目操纵盈余。Haw et al. (2005)<sup>[20]</sup> 同样发现在 1996~1998 年间, 我国上市公司管理者成功地利用了涉及“线下项目” (在我国企业的利润表中, 具体是指营业外收支、补贴收入等项目) 的交易 (同时还有应计项目操纵) 来达到监管者部门对于配股收益指标的要求。

可见, 上述研究都是发现处在较早阶段 (2001 年之前) 的 SEO 公司样本的线下项目操纵行为。如前文及“3.1 SEO 及相关政策变迁历史”部分所述, 我国监管层有针对上市公司该种行为的管制措施, 如: 财政部于 2000 年发布了《关于进一步认真贯彻落实国务院<关于纠正地方自行制定税收先征后返政策的通知>的通知》, 于 2001 年底出台了《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》等。并且, 再融资政策的相关内容也有做出针对性的调整: 配股、公开增发政策分别于 2001 年、2002 年改变了 ROE 的计算方法, 即扣除非经常性损益后的净利润与扣除前相比, 以低者作为计算依据。那这些政策的出台, 有没有对之后再融资公司的线下项目操纵行为起到一定的遏制作用? 本文会对此进行检验。

### 2.1.2 SEO 期间的应计项目操纵行为研究

对应计项目的操纵, 是指例如操纵计提坏账和资产减值准备、待摊预提项目等方式, 这种盈余管理方式并不在报表中单独列示, 报表使用者很难识别出这种行为, 但是这种方式往往是审计机构审计的重点, 因此, 应计项目的操纵是一种实施成本较高同时隐蔽性也较强的一种盈余管理方式。国外学者首先也是从基于会计应计项目的操纵着手研究再融资期间上市公司的盈余管理行为。

Rangan (1998)<sup>[21]</sup>通过研究 1987 年至 1990 年美国市场的增发样本发现, 在上市公司再融资期间通常有着高于正常水平的应计额, 随后的年份伴随着异常低的应计额和利润, 企业在增发公告后的当季和下一个季度都会继续进行盈余管理, 原因是企业认为, 如果增发后立刻停止管理盈余而导致盈余水平下降可能会有诉讼风险, 同时一般内部人都有持股有锁定期, 企业也有动机继续进行盈余管理。并且, Rangan 认为投资者无法准确评估非预期应计项目所反映盈余管理的

实际效果，企业管理层在增发过程中会利用盈余管理来引导投资者的预期。Shivakumar(2000)<sup>[22]</sup>得到了类似的证据，不过他认为市场对公司盈余管理行为是有效的，公司向上操纵利润并不是为了误导投资者，而是因为与投资者达成了“默契”，即投资者怀有成见的认为公司会向上操纵利润，在这种情况下，向上操纵利润是再融资公司回应市场预期的理性选择。

Teoh、Welch and Wong(1998)<sup>[10]</sup>；DuCharme、Malatesta and Sefcik(2004)<sup>[23]</sup>等认为，上市公司在配股、公开增发新股前会通过提高可操控性应计利润向上操纵盈余，误导投资者，从而提高股票的发行价格。其中，Ducharme、Malatesta and Sefcik (2004)<sup>[23]</sup>以美国 1988 年到 1997 年期间发行股票（包括首发和增发）而后来受到法律诉讼的公司为研究样本，发现企业（尤其是那些后来招致法律诉讼的公司）在发行股票前，其可调整会计应计项目（短期可支配应计项目）异常高。他们因此认为，企业在发行股票的过程中的确存在非常强烈的动机通过盈余管理手段来提高投资者对企业未来发展前景的预期，提高发行价格从而能够募集过量资金。

可见，国外研究的结论基本一致，即发现公司在再融资期间存在异常高的可操控应计利润，只是个别对其动机的解释有差别。国内关于我国上市公司再融资过程中盈余管理的研究早先主要集中于：采用频率分布图等描述性的方法，通过对主要业绩指标净资产收益率(ROE)的检验得出盈余管理的证据(盈余分布法)，而后利用应计模型（具体模型有所差异）定量地从盈余管理方式和程度角度进行的研究逐渐增多。

蒋义宏等（1998）<sup>[24]</sup>采用描述性统计的方法，对 1993 年至 1997 年深沪上市公司年度报告披露的净资产收益率(ROE)进行了研究，发现上市公司的 ROE 集中分布在[10%， 11%]区间，从而指出了配股前盈余管理的存在性，提出了著名的“10%现象”；阎达五等（2000）<sup>[25]</sup>又发现了年净资产收益率保 6%、三年净资产收益率之和保 30%的现象。陈小悦等（2000）<sup>[6]</sup>研究了上市公司对证监会有关配股资格所做的“净资产收益率 10%”规定的反应，将样本分为三组（5%—9%；10%—12%；12%以上），利用修正的 Jones 模型，发现在配股资格线（ROE 为 10%—12%组）周围的公司的操控性应计利润明显更高。

黄新建和张宗益（2004）<sup>[26]</sup>也发现配股前和当年有着异常高的操控性应计



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库