

□ 孙 铮 王跃堂

资源配置与盈余操纵之实证研究

上市公司披露的会计信息,反映着公司的盈利能力和财务状况,是投资者评价公司经营况况和发展潜力,决定资金投向的主要依据,从这个意义上可以说会计信息是证券市场进行资源(资本)有效配置的基础。衡量证券市场有效性的重要依据之一是上市公司披露的会计信息的真实性与可靠性。上市公司披露的会计信息是否真实,有无操纵盈余的问题,不仅直接关系到证券市场能否发挥资源优化配置的功能,而且从一个侧面反映出政府监管政策的合理性。有文^①对上市公司年报中净资产收益率的10%现象进行了专题研究,得出上市公司有盈余操纵倾向的结论,但文中运用描述性统计方法对10%的配股现象进行论证,缺乏应有的说服力,并且未对上市公司操纵盈余的现象全面地加以揭示与剖析。由于净资产收益率不仅是反映企业盈利能力的主要指标,而且是证券管理部门制定和监督执行有关政策的主要依据,因此它业已成为上市公司操纵的首选对象,最能反映上市公司盈余操纵的特征。为了说明上市公司是否存在操纵盈余的倾向,评价政府监管政策的有效性,本文选择了净资产收益率作为研究指标,对上市公司净资产收益率的分布进行统计检验,全面具体地加以分析。实证分析的结论是:(1)上市公司确实存在操纵盈余的倾向,尤其表现在配股现象、微利现象和重亏现象方面。(2)上市公司操纵盈余的问题与政府的监管政策不无关系,可以说某些不合理的监管政策客观上促发了一些上市公司操纵盈余的问题,由此也损害了证券市场资源优化配置的功能。

一、研究设计

(一)研究假设

上市公司净资产收益率这一指标受众多因素影响,且就所有的上市公司而言很难说某一因素对其有特别大的作用,这些因素也很难说不是近乎独立的。因此从理论上讲,净资产收益率这一随机变量应该服从正态分布。在样本足够大的情况下,其分布理应近似地服从正态分布。若检验结果确实如此,则可以判断上市公司总体上不存在盈余操纵的现象。我们将此作为研究假设,并以此作为判断上市公司就总体而言是否存在盈余操纵倾向的依据。

(二)样本选取

从研究假设可以看出,为使结论可靠,应取足够大的样本。为此我们以我国所有上市公司作为样本。截止1998年5月1日,沪、深775家上市公司中,除杭汽轮B股和琼民源外,745家上市公司已公布了1997年的年报摘要,其余28家在1998年内新上市的公司,也在上市公告书中披露了1997年的财务报告。所以本文取773家上市公司的数据作为研究对象。

(三)研究方法

首先从直观上给出上市公司净资产收益率分布的直方图,然后进行有关的统计检验,具体的检验采用 SAS 软件进行。

二、总体检验

为了对上市公司净资产收益率的分布状况有所了解,可以先对 1997 年上市公司净资产收益率的数据进行适当分组(在此将净资产收益率分成 16 个区间,具体分法见表 1),根据组变量得出相应的直方图及其正态拟合曲线(如图 1 所示):

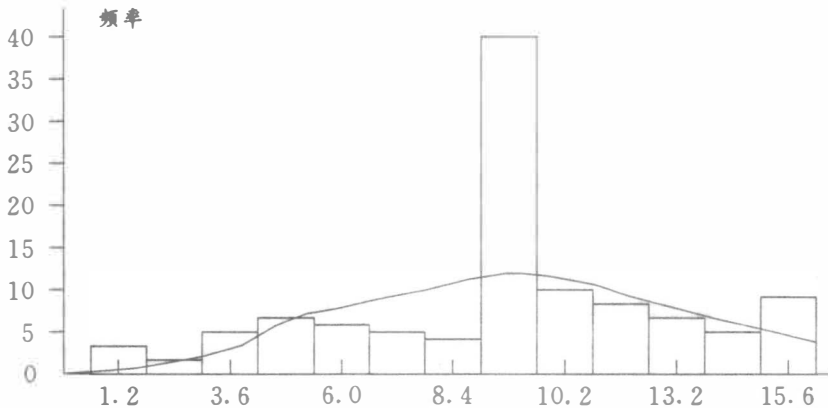


图1

从图 1 可以看出,根据分组数据所得的直方图并没有很好地拟合其对应的正态曲线,对分组数据进一步进行 χ^2 拟合检验,其检验结果如表 1 所示:

表 1: χ^2 检验结果

组别	区间	实测频数(1)	期望频数(2)	(3)=(1)-(2)	(3) ² =(4)	(4)/(2)
1	$(-\infty, -0.4)$	15	142.697	-127.697	16306.4	114.27
2	$[-0.4, -0.2)$	8	89.803	-81.803	6691.7	74.52
3	$[-0.2, -0.05)$	11	80.597	-69.597	4843.7	60.10
4	$[-0.05, 0)$	7	28.426	-21.426	459.1	16.15
5	$[0, 0.02)$	46	11.494	34.506	1190.6	103.58
6	$[0.02, 0.04)$	27	11.541	15.459	239.0	20.71
7	$[0.04, 0.06)$	31	11.572	19.428	377.4	32.61
8	$[0.06, 0.08)$	26	11.587	14.413	207.7	17.93
9	$[0.08, 0.1)$	28	11.585	16.415	269.4	23.26
10	$[0.1, 0.12)$	281	11.567	269.433	72594.0	6275.83
11	$[0.12, 0.14)$	87	11.533	75.467	5695.3	493.83
12	$[0.14, 0.16)$	55	11.482	43.518	1893.8	164.93
13	$[0.16, 0.18)$	49	11.416	37.584	1412.6	123.73
14	$[0.18, 0.2)$	28	11.334	16.666	277.8	24.51
15	$[0.2, 0.3)$	57	54.921	2.079	4.3	0.08
16	$[0.3, \infty)$	17	261.445	-244.445	59753.1	228.55
合计		773	773			7774.59

$$\chi^2 = 7774.59$$

查表: $\chi_{15}^2(7774.59) = 0.0000$, 从而在 $\alpha = 0.001$ 的显著性水平下拒绝原假设, 即净资产收

益率不服从正态分布,因而表明上市公司就总体而言存在操纵净资产收益率的倾向。

三、进一步检验与分析

为具体揭示上市公司操纵盈余的现象,图2列示了根据1%分组数据所描述的净资产收益率的直方图:

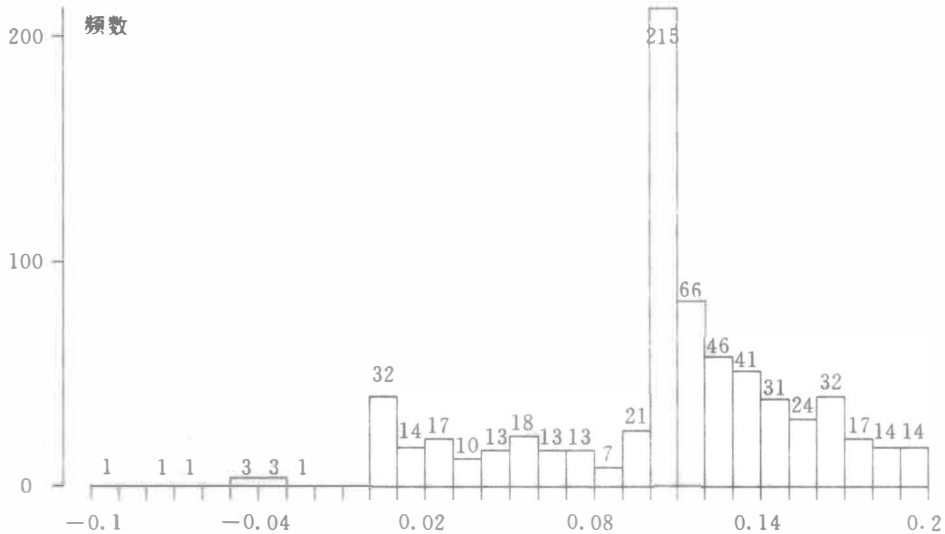


图2

从图2可以直观地观察到微利区间(0,1%)及刚达配股资格线区间(以下简称刚达线区间)(10%,11%)较相邻区间有着异常的峰值,还有因画面限制未列示出的亏损区间($-\infty, 0$),净资产收益率的分布也极为异常,这是否表明此类区间中的上市公司存在操纵盈余的倾向,需要进一步检验。为考察这三个区间是否存在盈余操纵的问题,可以选取一个正常样本,^②将其作为亏损样本、微利样本以及刚达线样本的对照样本,对净资产收益率及其影响因素(此处将影响因素分为营业利润和非营业性项目的损益两类,营业利润是公司经营性业务取得的利润,包括主营业务利润和其他业务利润,而非营业性项目的损益是公司日常营业活动以外发生的损益,包括投资收益和营业外收支净额,它们均是影响净资产收益率的主要因素)进行相关性检验。

Spearman 秩相关分析结果如表2所示:

表2:

		营业利润				非营业性项目的损益			
		正常样本	亏损样本	微利样本	刚达线样本	正常样本	亏损样本	微利样本	刚达线样本
净资产收益率	系数	0.45	0.59	0.42	-0.02	-0.03	0.48	-0.10	-0.13
	概率	0.0001*	0.0001*	0.0180*	0.7888	0.5502	0.0016*	0.5966	0.0524
营业利润	系数					-0.07	0.1	-0.64	-0.09
	概率					0.1205	0.5418	0.0001*	0.1869

说明: *表示在5%的显著性水平下通过秩相关检验。

由表2可以得出以下几点结论:

1. 在正常样本中,上市公司的净资产收益率与营业利润呈现正相关性,这意味着净资产

收益率是随着主营业务利润的增加(减少)而增加(减少)。进一步对其净资产收益率与主营业务利润进行线性相关性检验,会发现其线性相关系数为 0.26,对应的概率为 0.0001,在 5%的显著性水平下具有线性相关性,由此可见正常样本的净资产收益率的大小与营业状况具有高度正相关性。表 2 同时显示出在正常样本中,净资产收益率、营业利润与非营业性项目的损益均无关。这一结果与人们的预期是一致的,因为正常情况下,公司经营业绩应主要依赖营业状况,非营业性项目的损益具有不确定性,不是影响公司业绩的主要因素,与营业状况并无直接联系。

2. 在亏损样本中,上市公司的净资产收益率与营业利润呈现正相关性,表示公司的亏损现象与主营业务的状况是密切相关的,主要是因营业状况差而导致亏损,这与正常样本的结论是一致的。但在亏损样本中,公司的净资产收益率与非营业性项目的损益也呈现正相关性,这是正常样本所没有的现象。这说明在亏损样本中,公司存在依据营业状况,操纵非营业性项目的损益,有意识地做大亏损,为明年扭亏做准备的倾向。

3. 在微利样本中,公司的净资产收益率与营业利润呈现正相关性,表示公司盈利与营业状况是有联系的,但营业利润与非营业性项目的损益呈现负相关性却是正常样本所没有的。进一步对营业利润与非营业性项目的损益进行线性相关性分析,会发现其线性相关系数为-0.72,对应的概率为 0.0001,因此在 5%的显著性水平下,具有负线性关系。这说明在微利样本中,非营业性项目的损益与营业利润有反方向变动的趋势,表明在微利样本中,存在依据营业状况,对非营业性项目的损益进行调节,弥补营业性的亏损,人为“扭亏为盈”的倾向。

4. 在刚达线样本中,公司的净资产收益率与营业利润不具有相关性,这说明公司达到配股资格线与营业状况并无联系,但将显著性水平降低到 10%,会发现公司的净资产收益率与非营业性项目的损益有着负相关性。进一步对营业利润与非营业性项目的损益进行线性相关性分析,会发现其线性相关系数为-0.12,对应的概率为 0.0901,因此在 10%的显著性水平下,具有负线性关系。这两个现象与正常样本截然相反,只能说明在刚达线样本中,确实存在不是依赖营业状况,而是借助于调节非营业性项目的损益,如推迟确认费用和损失,进行挂账处理等挤入配股资格线的情况。

综上所述,亏损样本、微利样本以及刚达线样本与正常样本有着明显差异,具有盈余操纵的特征,这就印证了直方图上所揭示的问题。对上市公司操纵盈余的现象结合政府的监管政策进行分析,不难找出其操纵动机:

1. 微利现象

从图 2 可以看出上市公司在(0,1%)区间有一个较小的峰谷,家数达 32 家,是右边区间(1%,2%)的 14 家的两倍之侈,左边区间(-2%,0)则是一家没有。这一异常现象与证券市场管理中的特别处理和摘牌的监管政策直接相关。特别处理是指:(1)对该股票交易行情分类公布(在股票代码前注明“ST”字样),以示区别;(2)每日涨跌幅度限制为 5%;(3)中报必须经过审计。特别处理的范围一是指财务状况异常,如公司连续两年亏损,或每股净资产低于面值;二是指其他状况异常,包括自然灾害、重大事故等导致公司生产经营活动基本停顿,公司涉及可能赔偿金额超过本公司净资产的法律诉讼等情况。摘牌是指终止其股票在股票交易所挂牌交易,摘牌的情况是连续 3 年亏损。受到来自于这两项处罚政策的压力,微亏企业当然不甘心落入亏损之列,使自己处于被动或难堪境地,要么改善经营,扭亏为盈,要么进行盈余操纵,将亏做“盈”,(-2%,0)区间上的空白不能简单地被认为是一种偶然现象。作为已亏损 1 年的公司,

为了免于被特别处理,就得扭亏为盈;而作为已连续两年亏损的企业,则已无退路,要么操纵盈余“扭亏为盈”,要么被摘牌下市。面对特别处理和摘牌的压力,亏损企业操纵盈余不失为摆脱厄运的一条“捷径”。 $[0,1\%)$ 区间上形成的峰谷可能就是操纵盈余、摆脱监管政策惩罚的动机的反映。而必须引起重视的是,该被特别处理的公司未被特别处理,就会继续不受限制地蚕食资源,该被摘牌的公司未被摘牌,就会继续占用资源,结果必然是市场风险陡增,资源被低效或无效占用,甚至被浪费。

2. 配股现象

图 2 有一个最高的峰值,即落在净资产收益率 $(10\%,11\%)$ 区间上的公司达 215 家,而临近的左边区间 $[9\%,10\%)$ 、 $[8\%,9\%)$ 却只有 21 家和 7 家,悬殊如此之大,原因在于年净资产收益率 10%的配股资格线的监管政策。根据配股政策的规定,申请配股的公司必须最近 3 年每年的净资产收益率不低于 10%,属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低些,但不得低于 9%。因此要达到配股目的,体现上市的最大价值,非特殊行业公司必须使自己的净资产收益率不低于 10%。对于已经 1 年或 2 年不低于 10%的公司,更是必须保持不低于 10%的目标,不惜代价采取合法或非法手段保持 10%,否则就会前功尽弃,一切得从头再来。不难设想,净资产收益率接近 10%的公司会采取合法或非法手段设法挤入 10%的配股资格线,盈余操纵倾向可见一斑。表 3 进一步列示了 $(10\%,11\%)$ 区间上公司的构成情况(根据 1997 年上市公司年报统计):

表 3:

净资产收益率区间(%)	$[10,10.2)$	$[10.2,10.4)$	$[10.4,10.6)$	$[10.6,10.8)$	$[10.8,11)$	合计
公司数量	92	42	31	25	25	215
比例(%)	42.79	19.53	14.42	11.63	11.63	100

从表 3 看出分布在 $(10\%,11\%)$ 上的公司分布明显失衡,几乎一半公司集中在 $1/5$ 的狭小区间 $[10\%,10.2\%)$ 上,这印证了上市公司操纵盈余企图挤入 10%配股资格线的倾向。此外对属于区间 $[9\%,10\%)$ 上的 21 家公司进行排查,便可发现有 19 家属于配股政策所规定的特殊行业,其中能源类 2 家,原材料类 9 家,基础设施类 5 家,农业类 3 家,属于配股对象的比例高达 90.48%。这种现象或意图也不能不令人怀疑这是人为操纵的结果。配股现象的动机显然是为了满足配股政策的有关条款,其直接后果是证券市场中有有限的追加资源被不合理地分散化,因而也就降低了追加资源配置的有效性。

3. 重亏现象

图 2 因画面限制只列出了部分亏损区间的分布情况,为便于对上市公司的亏损现象进行讨论,表 4 完整地列示了亏损区间的分布情况(根据 1997 年上市公司年报统计):

表 4:

区间分组 (净资产收益率)	严重亏损	一般亏损	轻度亏损	合计
	$(-\infty,-20\%)$	$[-20\%,-10\%)$	$[-10\%,-2\%)$	
公司数量	23	8	10	41
比例(%)	56.1	19.51	24.39	100

注:区间 $(-2\%,0)$ 上无上市公司。

从表 4 可以看出,若将 $(-\infty,-20\%)$ 看作严重亏损区间(简称重亏区),则亏损区间的分布明显偏向重亏区。造成这种现象的原因可以有两个:一是公司确实经营不善,亏损严重;二是

也可能与上市公司人为做大亏损不无关系。做大亏损对于无法做成盈利而又是最近首次落入亏损之列的公司而言,其目的可能是为明年“扭亏”留一手,避免因第二年连续亏损而被特别处理;对于已无法摆脱特别处理命运的公司而言,则是为生存而做大亏损,洗清以前累积的问题,为下年“扭亏”逃脱摘牌的厄运作前期准备。但也应注意亏损区间还存在人为减小亏损的问题,其目的是避免因巨额亏损造成每股净资产低于面值而被特别处理,轻度亏损区间 $[-10\%, -2\%]$ 上公司的比例高于一般亏损区间 $[-20\%, -10\%]$,尤其是狭小的左端区间 $[-5\%, -2\%]$ 就集中了7家公司,在 $[-10\%, -2\%]$ 区间中所占比例高达70%,充分显示了做小亏损的特征。亏损公司操纵盈余的动机是逃避监管政策的惩罚或为来年逃避惩罚作准备,其后果是扭曲公司前后期经营的真实情况,误导投资者的判断和决策,进而也损害了证券市场的资源优化配置功能。

四、结论与启示

(一) 结论

首先,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。

其次,根据上市公司净资产收益率直方图揭示的问题及进一步检验,可以发现上市公司操纵盈余突出表现为配股现象、微利现象和重亏现象。

最后,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的监管政策还缺乏效率。

(二) 启示

首先,证券市场要实现资源优化配置的功能,就必须解决会计信息失真的问题。伴随着我国证券市场的发展,市场已开始由“脱离业绩炒个股”的状态向注重公司经营业绩的投资理念转变,^③投资者会越来越关注公司披露的会计信息。因此会计信息的失真,极可能误导投资者的决策,从而损害证券市场的资源优化配置功能。配股现象、微利现象及重亏现象无疑是对证券市场资源配置功能的严重威胁。正如我国领导人所说,会计信息虚假已成为困扰我国经济发展的重大问题,必须下大力加以解决。

其次,证券市场的监管政策存在不足,需要改革完善。政府监管政策有两个方面的问题:一是政策本身是否合理。如配股政策所定的净资产收益率不得低于10%,特殊行业不得低于9%的标准,为以前年份所定,制定年份也许与当时的经济环境相适应,但对当前的经济环境而言,并不切合实际。试想银行利率已由10.98%调低到3.78%,但对上市公司的盈利率却仍坚持原来的标准,这无疑是在逼迫需要配股的公司操纵盈余,反过来操纵的结果也使得10%或9%的标准失去了现实意义。二是政策执行有缺陷。如落实监管政策,究竟是以公司编制的会计信息为依据,还是以根据注册会计师的审计意见调整后的会计信息为依据,没有定论。当两者意见不一致时,证监会则充当仲裁角色,这无疑使上市公司对操纵盈余抱有侥幸心理,同时削弱了注册会计师的鉴证权威和法律责任。因此制止上市公司操纵盈余的问题,还必须对现有的监管政策加以改革和完善。

最后,证券市场存在不合理的行政因素的影响,需要清除其干扰。行政因素对证券市场运作的影响至少表现在两个方面:一是上市审批制度。在我国,一个企业能否上市关键往往不在

于其业绩好差,而在于政府是否将上市指标给你,有指标,效益差的可以通过包装(实际上这是操纵盈余的起点)达到上市要求。红光实业一上市便发生巨额亏损的现象就是这种审批制度的产物。^④同时由于存在上市审批制度,上市指标无形中成了稀缺资源,形成了“壳”资源这一我国证券场所特有的产物。二是地方政府对上市公司的干预。我国上市公司大多由国有企业改制而成,国有股通常对公司拥有控制权,由此引发了不少非市场经济所具有的现象。特别当上市公司处于配股的关键时刻,或面临特别处理的压力,或面对摘牌的威胁时,地方政府往往通过行政手段对上市公司实施资产重组,给予财政补贴,迫使银行减息甚至免息,使公司业绩明显改善,最终达到配股目标,或免于特别处理,或逃脱下市厄运。这些不合理的行政干扰的结果是公司的经营业绩被黑白混淆,证券市场的资源配置功能发生扭曲,市场潜伏危机。不难看出,要使我国的证券市场规范化,能按市场经济的法则运行,就必须减少不合理的行政因素的干扰。

注释:

①蒋义宏、魏刚:“Roe是否已被操纵——关于上市公司净资产收益率的实证研究”,中国证券报1998年5月28日第7版。

②正常样本是指由无明显盈余操纵动机的上市公司构成的样本,总计有485家,其选取方法为:773家上市公司(指截止1998年5月1日所有提供年报摘要的公司)剔除亏损样本(41家)、微利样本(32家)和刚达线样本(215家),因为微利区间的公司可能有扭亏动机,刚达线区间的公司可能有配股动机,而亏损区间的公司可能有做大或减小亏损的动机。

③赵宇龙:“会计信息披露的信息含量——来自上海股市的经验证据”,《经济研究》1998年第7期。

④红光实业在上市公告书中预测能获得巨额利润,但上市后第一年却发生巨额亏损。问题就在于上市时的包装掩盖了经营的真实情况。

参考文献:

1. 孙铮:《论证券市场管理中的会计规范》,上海财经大学出版社1996年版。
2. 杨朝军等:《中国证券市场实证分析》,学林出版社1997年版。
3. Watts, R. and J. Zimmerman, 1986, Positive Accounting Theory. Prentice Hall, Inc..
4. Barnea, A. M. J. Ronen, and S. Sadan. "The Implementation of Accounting Objectives: An Application to Extraordinary Items." Accounting Review 50 (January 1975), 58-68.
5. Benston, G. J. . "The Market for Public Accounting Services: Demand, Supply and Regulation." Accounting Journal II (Winter 1979-1980), 2-47.
6. Gonedle, S. N. . "The Capital Market. The Market for Information and External Accounting." Journal of Finance 31 (May 1976), 611-630.

(孙铮系上海财经大学会计学院教授、博士生导师,王跃堂系上海财经大学会计学院博士生;单位邮编:200083)