

业绩承诺与上市公司盈余管理^{*}

——以股权分置改革中的管制为例

刘 浩^{1,2}, 杨尔稼², 麻樟城³

(1. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433; 3. 海通证券股份有限公司, 上海 200001)

摘 要:与以往对国内上市公司盈余管理的动机研究主要集中于IPO、再融资和扭亏等不同,文章以股权分置改革中业绩承诺公司为样本,试图探讨我国上市公司盈余管理的新动因——业绩承诺。研究发现:(1)业绩承诺公司存在调高利润的盈余管理行为,在盈余管理方法选择上倾向于采用非经常性交易;(2)在业绩承诺无法实现时,民营企业的大股东向小股东追送股份越多,上市公司盈余管理越严重。文章研究的实践意义在于:虽然股权分置改革已经结束,但是证监会对于上市公司在重大资产重组中要求业绩承诺的偏好不断加强,管制可能持续诱发上市公司新的盈余管理。

关键词:业绩承诺;盈余管理;股权分置改革

中图分类号:F231.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)10-0058-12

一、引 言

盈余管理是公司在对外财务报告过程中带有目的性的一种干涉,以期获得某些私人收益(Schipper, 1989)。基于中国资本市场的研究发现,取得IPO上市资格、取得增发配股资格、避免亏损以及避免被退市等是中国上市公司进行盈余管理的重要原因。本文试图探讨我国上市公司盈余管理的新动因——业绩承诺。

上市公司大规模的业绩承诺现象始于股权分置改革,当时为了保证股改的顺利完成,证监会和证交所特别要求股权分置改革与资产重组相结合的上市公司,需要对未来的经营目标作出明确的承诺并予以披露。然而,股权分置改革结束后,证监会对要求上市公司业绩承诺的监管方式依然具有较强的偏好。例如,2008年起生效的《上市公司重大资产重组管理办法》就要求独立财

收稿日期:2011-06-15

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70802035);国家社会科学基金资助项目(11CGL017);教育部重点研究基地重大项目(07JJD630007)

作者简介:刘 浩(1978—),男,陕西咸阳人,上海财经大学会计学院副教授,上海财经大学会计与财务研究院研究员,博士;

杨尔稼(1982—),男,重庆人,上海财经大学会计学院博士生;

麻樟城(1986—),男,浙江桐庐人,海通证券股份有限公司,硕士。

务顾问对上市公司重大资产重组实施中交易各方当事人承诺的履行情况出具持续督导意见。因此,近年来上市公司的业绩承诺不断增多。

如果说业绩承诺是为了保护中小股东的利益,那么大股东为了避免违反承诺而造成的恶性后果(例如需要追加支付对价或者无法增发)是否会采用特殊的会计方法?业绩承诺是否同样已成为中国上市公司进行盈余管理的重要动因?股权分置改革提供了一个合适的研究窗口。通过手工收集我国2005—2009年实施业绩承诺并完成股权分置改革的上市公司样本进行研究,我们发现上市公司在承诺期间确实存在向上的盈余管理活动。同时,我们进一步分析了业绩不达标时,上市公司承诺的送股比例和股权性质如何影响盈余管理变化。本文丰富了我国上市公司盈余管理动机的研究,同时为理解监管机构相关管制政策的经济后果提供了参考。

二、文献回顾与制度背景分析

(一)文献回顾

根据已有文献,盈余管理动机的研究主要有三类:契约动机(管理层薪酬、债务契约等)、资本市场动机和管制动机。西方文献中的管制动机主要源于企业向政府寻租(Jones,1991;Cahan,1992)。中国的研究则发现,上市公司盈余管理的主要动因是满足监管要求,例如:IPO(Aharony等,2000)、配股和增发(孙铮等,1999;陈小悦等,2000)以及ST“摘帽”(陆建桥,1999)等。本文着重讨论近年来证监会偏好的业绩承诺监管方式引发的盈余管理问题。

(二)制度背景分析

2005年4月29日起我国开始了股权分置改革,业绩承诺是股权分置改革的重要组成部分。业绩承诺是指参与股权分置改革的上市公司承诺在一定的会计期间保证公司经营业绩达到一定的标准,如果未能完成该目标,则公司控股股东将向中小股东追加支付对价。在证监会的要求下,证交所对业绩承诺的制定和履行都作出了明确的管制。

1. 证交所的管制文件

深圳证券交易所2005年11月9日发布了《股权分置改革承诺事项管理指引》,规定了上市公司可以作出的八种承诺事项,业绩承诺正是“向流通股股东追送股份或现金”中的一种。该指引还规定,“股权分置改革与上市公司资产重组结合,承诺人通过注入优质资产、承担债务等方式,以实现上市公司盈利能力或者财务状况改善作为对价安排的,承诺人应当对上市公司或置入资产未来三年的经营目标作出明确的承诺并予以披露。同时,承诺人应对上述预期经营目标无法达到时给予流通股股东相应补偿作出安排,如追送一定比例的股份或现金”。“对于‘追送股份或现金’类承诺且触发条件涉及上市公司业绩的,上市公司应当在披露相应定期报告时,同时披露是否达到承诺履行条

件的相关信息。当承诺履行条件触发时,承诺人应按承诺条款在该定期报告披露后两个月内予以实施”。

上海证券交易所也对上市公司股改方案中涉及业绩承诺的内容作出了规定。上交所《上市公司股权分置改革工作备忘录》第四号要求“承诺追送股份或者现金的,应披露追送的触发条件和时点、追送总额及追送比例的计算基础和计算方法、追送对象及其确定方法、追送股份或者现金的来源安排及其保障措施、违反追送承诺的违约责任及其执行方法”。上交所《上市公司股权分置改革工作备忘录》第十七号要求“股改承诺义务人应切实履行承诺义务。在股权分置改革中提出承诺的有关股东,应切实履行承诺”。但是上交所没有像深交所一样提出强制的业绩承诺的适用条件及年限要求。

2. 上市公司业绩承诺的种类

按承诺业绩标准来区分,业绩承诺主要分为两类:第一类的特点是每年的承诺业绩为确定的数值,即上市公司承诺净利润达到一定的数值或净利润实现一定的增长率(例如华联控股、东方市场、西飞国际等);第二类的特点是每年的承诺业绩不是确定的数值,但是在承诺结束时必须保证净利润增长率达到一定的目标,其中共有两种方式,一种是对净利润平均增长率的保证(例如美菱电器),另外一种是对净利润复合增长率的保证(例如冠城大通)。

这两类业绩承诺虽然存在一定的差异,但都是对公司未来经营业绩(净利润)的保证。上市公司必须通过努力运营实现承诺的目标,以避免承诺无法实现时大股东被迫向小股东追加支付股份或现金等对价。

通过发布各类工作指引规范上市公司业务操作,证监会和证交所在上市公司股改过程中起到了监管的作用。上市公司按照管制要求,制定、实施股改方案,并公布业绩承诺,而这些业绩承诺的后果是严重的。若上市公司实际经营没有达到预定目标,盈余管理将可能被触发。

三、研究假说

在业绩承诺公司中,大股东往往持股比例较高,对公司有着较强的控制能力。一方面大股东对公司的经营状况有着其他股东所不具有的信息优势,充分了解公司是否可以实现承诺业绩;另一方面大股东掌控着会计信息的生产过程,从而可以决定财务报表最终数据(陈政,2009)。业绩承诺的主要内容是对净利润增长的保证,如果这些公司的盈利能力较弱,为了避免追加支付对价的发生,大股东很可能操纵上市公司进行盈余管理活动。

在盈余管理方法的选择方面,邵军和边泓(2005)经过实证研究发现,A股亏损公司主要利用线下项目进行盈余管理。Teoh等(1998)的研究发现,在股票首次公开发行之时,公司通过操纵性应计项目增加了盈余,但是由于操纵性应计项目的不可持续性,在股票发行后,公司又转回了应计项目,说明利用应

计项目进行盈余管理会在以后年度进行回转调整。对于业绩承诺公司而言,大部分公司承诺期是2—3年,在自身经营能力较弱的情况下,虽然在某一年度采用应计项目进行盈余管理可以实现承诺业绩,但却无法解决剩余年限中应计项目反转带来的负面影响。而与应计项目相比,线下项目虽然容易被监管机构识别(高雷等,2008),但是监管机构本身并不对上市公司承诺的业绩负有甄别责任,更重要的是线下项目只影响当期,所以管理者有更强的动机利用线下项目操纵盈余(Haw等,2005)。对于业绩承诺公司而言,容易操控且没有反转影响的盈余管理方法价值更大,在承诺期间更容易被公司采用,由此我们提出本文第一个假说。

假说1:业绩承诺公司存在调高利润的盈余管理行为,在盈余管理方法选择上倾向于采用非经常性交易。

在承诺业绩无法实现时,每家上市公司追加支付股份数不尽相同,对于业绩承诺公司的大股东而言,追送的股份数占其持有股份数的比例越大,私人收益受到的减损越大。因此在正常经营无法实现承诺时,送股比例越高,大股东越可能利用盈余管理来实现业绩承诺。

但是不同股权性质的企业(国有企业和民营企业)对于业绩未达标情况下的股份追送,在其盈余管理决策中占有的地位可能是不同的。我们认为,民营企业业绩未达标时大股东追送股份比例对其盈余管理的影响更为直接。原因在于:首先,国有企业的经营目标是多元的,这使国有企业的盈余管理动机更为复杂。林毅夫(2002)认为,中国国有企业需要承担多种政策性负担,包括战略性政策负担(例如国家发展)和社会性政策负担(例如承担社会冗员),这就使得国有企业的经营目标可能并不是唯一的。民营企业的经营目标相对比较单一,主要是追求其产权收益最大化。其次,在股权分置改革中,国有企业也被赋予了更多的责任。2006年6月国资委发布了《国务院国资委关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》,明确要求“国有控股上市公司的控股股东要根据调整国有经济布局 and 结构、促进资本市场稳定发展的原则,结合企业实际情况,确定股权分置改革后在上市公司中的最低持股比例”,同时国有企业需要“注重保护职工的合法权益,维护社会稳定”。可以看到,股权分置改革中国有企业可能需要同时顾及国资委、国有经济布局 and 结构、资本市场发展、以及维护社会稳定等方面,从而使国有企业的行为更为复杂,业绩未达标时大股东追送股份比例可能在其盈余管理的诸多动因中只占其一。而民营企业在股权分置改革中的责任依然比较单一,其盈余管理与业绩未达标时大股东追送股份比例的关系更为直接。再次,国有股东和民营股东对于产权收益分配有较大差异。Alchian(1965)指出,国有产权与私有产权最大的差别在于产权的可转让性和排他性:私有产权的可转让性远高于国有产权,同时私有产权的排他性也高于国有产权。对于民营企业而言,达到业绩承诺从而无需向

小股东追加对价的收益是由大股东独占的(不需要通过代理人),同时这样的股权具有更高的可转让性价值,民营大股东使用盈余管理方式来获取上述产权收益的路径也就更为清晰。由此我们提出本文的第二个假说。

假说2:大股东在承诺业绩无法实现时向小股东追送股份越多,上市公司盈余管理越严重,同时这个现象主要在民营企业中出现。

四、研究设计和描述性统计分析

(一)样本选择

本文以2005—2009年沪深两市上市公司中进行股改并实施业绩承诺的公司作为样本。具体选择步骤如下:首先,选择股改承诺中追送股份承诺类公司175家;其次,从中筛选出股份追送与业绩承诺相关,并且是承诺已经兑现的公司,获得92个研究样本进行描述性分析及假说1的检验;最后,剔除大股东业绩承诺无法实现时追送股份数据缺失的公司,得到87个样本进行假说2的检验。

将92家业绩承诺公司按承诺年限进行简单的统计分析可以看到,承诺年限为1年的有30家公司,承诺年限为2年的公司有36家,承诺年限3年的公司26家,也就是说,承诺年限超过1年的公司占承诺公司总数的67%。

(二)变量定义与说明

1. 盈余管理变量

为了从多方面考察上市公司的盈余管理行为,本文选择三个指标进行度量,分别是线下项目比重、非经常性损益比重和可操纵性应计利润。同时考虑到承诺期间可能超过1年,我们使用的是样本公司承诺期间盈余管理变量数值的均值。

盈余管理度量Ⅰ——线下项目(BELOW)。为了消除2006年中国采用新会计准则的影响,本文的线下项目采用2006年之前会计准则的定义,包括投资收益、营业外收支净额和补贴收入,2007年之后的数字采用投资收益和营业外收支(补贴收入已经包含在营业外收入中),以确保会计数字的严格可比。为了消除不同公司规模的影响,我们采用线下项目合计除以总资产进行标准化,作为度量公司会计盈余质量的替代变量。

$$\text{BELOW} = (\text{投资净收益} + \text{营业外收支净额} + \text{补贴收入}) / \text{总资产}$$

盈余管理度量Ⅱ——非经常性损益(EI)。文献中非经常性损益也是使用很多的方法(Chen等,2004)。本文采用“非经常性损益/总资产”作为度量公司会计盈余质量的替代变量(魏涛等,2007)。非经常性损益采用CSMAR数据库中“净利润”和“扣除非经常性损益后净利润”之差来计算。

$$\text{EI} = \text{非经常性损益} / \text{总资产}$$

盈余管理度量Ⅲ——操纵性应计利润(DA)。操纵性应计利润广泛使用在盈余管理的研究文献中,本文采用基本Jones模型计算的可操纵性应计利

润 DA 作为会计盈余质量的替代变量。

2. 其他相关变量

(1)是否属于承诺期间(PRO):为了检验业绩承诺公司承诺前与承诺期间盈余管理的差异,本文设置 PRO 哑变量,属于承诺期为 1,否则为 0。(2)是否是承诺公司(COM):本文随机挑选了 92 家配对公司,用于检验业绩承诺公司与配对公司在承诺期内盈余管理的差异,本文设置 COM 哑变量,业绩承诺公司为 1,配对公司为 0。配对样本的选取原则是:公司规模相近、所属行业相同、上市地点相同。(3)盈余管理变化度量 I:公司业绩承诺前与业绩承诺期间相比线下项目的变化($\Delta BELOW$)和非经常性损益的变化 ΔEI 。为了消除承诺公司以前年度的影响,我们用承诺公司在承诺年份的 BELOW 和 EI 与承诺年份开始前一年的数字之差来计算由业绩承诺而导致的公司新增的盈余管理行为。因为在企业持续稳定经营的情况下,前期的数字可以看作是企业 BELOW 和 EI 中的正常部分,减去前期的数字, $\Delta BELOW$ 和 ΔEI 相当于是本期操纵的部分。(4)盈余管理变化的度量 II:剔除行业影响的线下项目的变化($\Delta BELOW_M$)和非经常性损益的变化(ΔEI_M)。根据 Chen 等(2004)、王克敏等(2007)的研究,为了消除承诺公司所处行业的影响,我们用承诺公司在承诺年份的 BELOW 和 EI 与同行业公司的中位数之差来计算由业绩承诺而导致的公司新增的盈余管理行为。(5)承诺送股比例(PTSS):我们从年报中手工收集承诺公司在未能实现承诺业绩时所需追送股份数除以承诺送股股东的持股数作为度量承诺公司盈余管理动机的指标。(6)股权性质(OSHIP):本文将企业股权性质作为哑变量,国有企业为 1,民营企业为 0,同时将交叉项 OSHIP $\times$ PTSS 放入回归方程,以检验股权性质对承诺公司盈余管理行为的影响。(7)公司规模(SIZE):本文以总资产的对数衡量公司规模。(8)收益率(ROE):净资产收益率。(9)负债率(LEV):资产负债率。(10)成长性(GROWTH):营业收入增长率。(11)行业(IND):深交所 2008 年的报告建立了行业壁垒指数,分为 1,2,3,...,10 十个档次,数值越大代表行业进入壁垒越高,市场垄断程度越高。本文将行业分为垄断性行业(进入壁垒指数 6—10)和竞争性行业(进入壁垒指数 1—5)。垄断性行业赋值为 0,竞争性行业赋值为 1。

(三)研究方法与模型设计

1. 对假说 1 的检验

为了检验业绩承诺公司是否在承诺期间进行了盈余管理,本文采用多元回归方法分析业绩承诺前和承诺期间(PRO),以及与配对样本相比(COM),承诺公司盈余管理水平的差异:

$$BELOW(EI/DA) = \beta_0 + \beta_1 PRO + \sum \gamma_i CONTROLS + \epsilon$$

$$BELOW(EI/DA) = \beta_0 + \beta_1 COM + \sum \gamma_i CONTROLS + \epsilon$$

2. 对假说 2 的检验

将业绩承诺公司盈余管理水平的变动作为被解释变量,承诺送股比例作为解释变量进行多元回归,其中,盈余管理变动度量分别是 ΔBELOW 、 ΔEI 、 $\Delta\text{BELOW_M}$ 和 $\Delta\text{EI_M}$ 。回归模型如下:

$$\begin{aligned} \text{盈余管理变动} &= \beta_0 + \beta_1 \text{PTSS} + \sum \gamma_i \text{CONTROLS} + \epsilon \\ \text{盈余管理变动} &= \beta_0 + \beta_1 \text{PTSS} + \beta_2 \text{OSHIP} + \beta_3 \text{OSHIP} \times \text{PTSS} \\ &\quad + \sum \gamma_i \text{CONTROLS} + \epsilon \end{aligned}$$

(四)描述性统计分析

通过比较业绩承诺前和业绩承诺期间线下项目和非经常性损益我们可以发现,业绩承诺公司承诺期间盈余管理水平较承诺前显著提高,但以操纵性应计利润(DA)作为盈余管理水平度量指标,没有发现显著差异,结果如表1所示。

表1 承诺公司承诺前后盈余管理水平比较

指标	时间点	样本	均值	标准差	中位数	t 检验 (Prob> t)	Z 检验 (Prob> Z)
BELOW	T _{BEFORE}	92	-0.001	0.050	0.001	2.55**	3.95***
	T _{AFTER}	92	0.022	0.074	0.008	(0.01)	(0.00)
EI	T _{BEFORE}	92	-0.019	0.091	0.000	3.46***	5.48***
	T _{AFTER}	92	0.020	0.059	0.005	(0.00)	(0.00)
DA	T _{BEFORE}	92	0.002	0.292	-0.012	0.17	0.65
	T _{AFTER}	92	0.008	0.151	-0.004	(0.86)	(0.51)

注: *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平,下表同。

通过与配对样本的比较我们发现,在承诺期间业绩承诺公司盈余管理水平较样本公司更高,特别是以线下项目和非经常性损益来度量盈余管理时差异更为明显,结果如表2所示。

表2 承诺公司与配对公司盈余管理水平比较

指标	公司	样本	均值	标准差	中位数	t 检验 (Prob> t)	Z 检验 (Prob> Z)
BELOW	非承诺	92	0.004	0.016	0.003	2.39**	3.52***
	承诺	92	0.022	0.074	0.008	(0.02)	(0.00)
EI	非承诺	92	-0.006	0.043	0.001	3.33***	4.92***
	承诺	92	0.020	0.059	0.005	(0.00)	(0.00)
DA	非承诺	92	-0.025	0.099	-0.020	1.71*	1.52
	承诺	92	0.008	0.151	-0.004	(0.09)	(0.13)

从表3其他主要变量的描述性统计中可以看到,在业绩承诺期间,盈余管理水平的变动均为正值,说明承诺公司确实提高了盈余管理水平。

表3 其他主要变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ΔBELOW	87	0.024	0.094	-0.132	0.005	0.723
ΔEI	87	0.041	0.134	-0.198	0.004	0.857

续表 3 其他主要变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ΔBELOW_M	87	0.018	0.075	−0.038	0.002	0.685
ΔEI_M	87	0.016	0.060	−0.009	0.000	0.540
PTSS	87	0.103	0.093	0.007	0.071	0.468
SIZE	87	9.428	9.502	8.299	9.178	10.258
ROE	87	0.112	0.146	−0.392	0.102	0.883
LEV	87	0.536	0.181	0.021	0.577	0.850
GROWTH	87	1.435	0.519	0.211	1.295	3.191
IND	87	0.241	0.430	0.000	0.000	1.000
OSHIP	87	0.506	0.503	0.000	1.000	1.000

限于篇幅，主要变量之间的相关系数表省略，各主要变量之间的相关性较弱。

五、实证检验结果及分析

（一）假说 1 的检验

表 4 的回归结果显示，在业绩承诺前和业绩承诺期间，样本公司线下项目（BELOW）和非经常性损益（EI）存在显著差异，但操纵性应计利润（DA）并没有显著变化。承诺公司与配对公司的回归也得到相似的结果，即承诺公司的 BELOW 和 EI 较配对公司更高。这说明业绩承诺公司在承诺期间的确存在向上的盈余管理行为，而且在盈余管理方法选择上，业绩承诺公司主要采用线下项目或非经常性损益项目，而不是通过应计项目的操控提高盈余。上述发现验证了假说 1。

表 4 假说 1 的多元回归结果

变量	BELOW	EI	DA	BELOW	EI	DA
Intercept	0.314*** (3.01)	0.269** (2.30)	0.432 (1.11)	0.236*** (2.95)	0.177** (2.25)	0.211 (1.07)
PRO	0.021** (2.18)	0.023** (2.17)	−0.127 (−0.36)			
COM				0.020*** (2.67)	0.025*** (3.31)	0.031 (1.65)
SIZE	−0.015*** (−2.98)	−0.014** (−2.46)	−0.022 (−1.19)	−0.011*** (−2.91)	−0.010** (−2.49)	−0.011 (−1.13)
ROE	0.052** (2.56)	0.149*** (6.56)	0.205*** (2.71)	−0.032 (−1.34)	0.046** (2.01)	0.063 (1.08)
LEV	0.004 (0.15)	0.011 (0.42)	0.080 (0.90)	0.024 (1.07)	0.031 (1.40)	−0.023 (−0.42)
IND	−0.009 (−0.88)	−0.001 (−0.07)	0.003 (0.06)	−0.006 (−0.69)	0.002 (0.20)	0.012 (0.54)
N	184	184	184	184	184	184
Adj R ²	0.074	0.233	0.015	0.072	0.077	0.005

注：括号中是 t 值。

(二)假说 2 的检验

从表 5 可以看到,盈余管理水平的变动与承诺送股比例存在正相关关系。这说明承诺送股越多的公司会进行越多的向上盈余管理活动。

表 5 承诺送股比例与盈余管理回归结果

	ΔBELOW	ΔEI	$\Delta\text{BELOW_M}$	$\Delta\text{EI_M}$
Intercept	0.527 *** (2.64)	0.735 *** (2.99)	0.280 (1.61)	0.276 ** (2.11)
PTSS	0.181 * (1.88)	0.313 ** (2.63)	0.209 ** (2.52)	0.183 *** (2.94)
SIZE	-0.024 ** (-2.54)	-0.034 *** (-2.88)	-0.012 (-1.37)	-0.012 * (-1.96)
LEV	0.044 (0.85)	0.047 (0.74)	0.015 (0.34)	0.031 (0.96)
ROE	-0.253 *** (-4.1)	-0.486 *** (-6.38)	-0.203 ** (-3.42)	-0.202 *** (-4.53)
GROWTH	0.008 (0.46)	0.030 (1.42)	-0.015 (-1.08)	-0.005 (-0.47)
IND	-0.023 (-1.11)	-0.043 * (-1.67)	-0.009 (-0.54)	-0.008 (-0.63)
N	87	87	87	87
Adj R ²	0.265	0.442	0.211	0.315

我们进一步区分股权性质进行检验,在回归方程中引入股权性质与承诺送股比例相乘的交叉项。从表 6 可以看到,盈余管理水平的变动与交叉项 $\text{OSHIP} \times \text{PTSS}$ 负相关,且在 1% 显著,验证了假说 2,说明业绩未达标时大股东追送股份比例对公司盈余管理的影响,主要出现在民营企业。

另外我们发现,交叉项系数为负,且数值较大,超过了 PTSS 的系数。我们对此做了补充的检验——对回归方程的系数进行 wald 检验,检验 PTSS 系数与交叉项系数之和是否与 0 有差异。检验结果显示(限于篇幅,检验过程略),对于 ΔBELOW ,p 值为 0.4636;对于 ΔEI ,p 值为 0.5892;对于 $\Delta\text{BELOW_M}$,p 值为 0.6773;对于 $\Delta\text{EI_M}$,p 值为 0.5550,都不能拒绝原假设。这说明民营企业对于回归结果整体的影响是很大的,也就是说,在民营企业中业绩未达标时大股东追送股份比例越大,公司盈余管理越多;而在国有企业中,上述关系不显著。

为了使本文的实证研究结论更加可靠,我们还进行了以下敏感性分析:(1)拉长窗口对比业绩承诺期前两年和前三年盈余管理水平均值与业绩承诺期间盈余管理水平;(2)采用真实活动的盈余管理度量盈余管理水平;(3)对假说 2 按照民营企业和国有企业进行分组回归。敏感性分析与本文假说的检验结果一致,没有发现承诺公司使用真实活动盈余管理(限于篇幅,不予赘述)。

表 6 不同股权性质下承诺送股比例与盈余管理回归结果

	ΔBELOW	ΔEI	ΔBELOW_M	ΔEI_M
Intercept	0.558 *** (2.95)	0.775 *** (3.37)	0.320 * (1.88)	0.310 ** (2.49)
PTSS	0.494 *** (3.73)	0.746 *** (4.64)	0.413 *** (3.72)	0.364 *** (4.47)
OSHIP	0.081 *** (3.07)	0.107 *** (3.33)	0.047 ** (2.05)	0.039 ** (2.36)
OSHIP×PTSS	−0.592 *** (−3.13)	−0.833 *** (−3.63)	−0.465 *** (−2.74)	−0.419 *** (−3.36)
SIZE	−0.029 *** (−3.11)	0.011 *** (3.54)	−0.015 * (−1.78)	−0.015 ** (−2.49)
LEV	0.034 (0.69)	0.031 (0.52)	0.005 (0.11)	0.021 (0.69)
ROE	−0.259 *** (−4.42)	−0.494 ** (−6.95)	−0.208 *** (−3.63)	−0.206 *** (−4.89)
GROWTH	0.021 (1.27)	0.048 ** (2.36)	−0.007 (−0.51)	−0.002 (−0.20)
IND	−0.027 (−1.35)	−0.047 * (−1.91)	−0.009 (−0.50)	−0.007 (−0.55)
N	87	87	87	87
Adj R ²	0.340	0.515	0.261	0.387

六、研究结论

为了保证股改的顺利完成，证监会和交易所出台了管制措施，其中一项重要的内容是上市公司或大股东需要对上市公司或置入资产未来的经营目标作出明确的承诺并予以披露。在股权分置改革结束以后，证监会对上市公司业绩承诺的监管方式依然具有较强的偏好，并延续至今。

本文以股权分置改革中业绩承诺公司为对象进行研究，主要发现：第一，业绩承诺管制确实诱发了中国上市公司的盈余管理行为。因此，交易所在管制过程中，其管制行为如果涉及会计信息，应该在政策、工作指引等制定和实施过程中更加谨慎。第二，通过对承诺公司盈余管理方法的研究发现，承诺公司主要采用了线下项目或非经常性损益类项目提高盈余，因为这些项目可以较快提高公司的经营业绩且可以重复使用，而操纵性应计项目以及真实活动盈余管理方法由于其在以后年度出现反转时，不能满足承诺公司持续保证业绩的要求。因此，在业绩承诺公司盈余管理方法选择上，线下项目或非经常性损益与应计项目之间存在替代效应。第三，对于承诺公司的控股股东而言，一旦承诺业绩无法实现，其承诺送股的比例越高，自身利益的减损就越大。我们发现，大股东承诺在业绩无法实现时向小股东追送股份越多，上市公司盈余管

理越严重,而且这个结果主要在民营企业中出现。

上述发现不仅对于股权分置改革是有意义的,同时也为证监会对当前上市公司重组中的承诺管制提供积极的启示。管制是市场完善的重要方式,但是对于管制可能引起的后果需要全面而审慎的考虑。

* 感谢匿名审稿人的建设性意见,使得本文更加充实,当然文责自负。本文还得到财政部“全国会计领军(学术类)后备人才培养项目”和上海财经大学“211工程”三期重点学科建设项目的资助。

参考文献:

- [1]陈小悦,肖星,过晓艳.配股权与上市公司利润操纵[J].经济研究,2000,(1):30—36.
- [2]陈政.大股东控制权私利与盈余管理研究[D].厦门:厦门大学博士学位论文,2009.
- [3]高雷,宋顺林.关联交易、线下项目与盈余管理——来自中国上市公司的经验证据[J].中国会计评论,2008,(1):61—78.
- [4]林毅夫.自生能力、经济转型与新古典经济学的反思[J].经济研究,2002,(12):15—24.
- [5]陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J].会计研究,1999,(9):25—35.
- [6]邵军,边泓.A股亏损公司利用线下项目进行盈余管理的实证研究[J].统计与决策,2005,(2):101—103.
- [7]孙铮,王跃堂.资源配置与盈余操纵之实证研究[J].财经研究,1999,(4):3—9.
- [8]王克敏,王志超.高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究[J].管理世界,2007,(7):111—119.
- [9]魏涛,陆正飞,单宏伟.非经常性损益盈余管理的动机、手段和作用研究——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2007,(1):113—121.
- [10]朱红军.大股东变更与高级管理人员更换:经营业绩的作用[J].会计研究,2002,(9):31—40.
- [11]Aharony J, Lee C-W J, Wong T. Financial packaging of IPO firms in China[J]. Journal of Accounting Research, 2000,38:103—126.
- [12]Alchian A. Some economics of property rights[A]. Alchian A. Economic Forces at Work[C]. Indianapolis: Liberty Press, 1965.
- [13]Cahan S. The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis[J]. The Accounting Review, 1992,67:77—95.
- [14]Chen K, Yuan H. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues[J]. The Accounting Review, 2004,79(3):645—665.
- [15]Haw I, Qi D, Wu D, et al. Market consequences of earnings management in response to security regulations in China[J]. Contemporary Accounting Research, 2005, 22: 95—140.
- [16]Jones J. Earnings management during import relief investigations[J]. Journal of Accounting Research, 1991, 29: 193—228.
- [17]Schipper K. Commentary: Earnings management[J]. Accounting Horizons, 1989, 3:

91—102.

[18]Teoh S, Welch I, Wong T. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53: 1935—1974.

Performance Commitments and Earnings Management of Listed Companies: Taking Supervision in the Split-share Reform for Example

LIU Hao^{1,2}, YANG Er-jia², MA Zhang-cheng³

(1. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 3. *Haitong Securities Co., Ltd, Shanghai 200001, China*)

Abstract: Previous studies on domestic listed companies' motivation for earnings management focus on IPO, refinancing and the reverse of losses and so on. And this paper tries to discuss the new motivation for earnings management, namely performance commitments, based on the sample of companies which have made performance commitments during the split-share reform. It finds that: firstly, companies which have made performance commitments have the earnings management behavior of increasing profits, and are apt to apply non-routine transactions to increase profits; secondly, mainly in private companies, when the performance commitments cannot be realized, the more shares re-allotted to minority shareholders by large shareholders result in more severe earnings management. This paper provides practical meanings that, although the split-share reform has finished, the preference of China Securities Regulatory Commission for performance commitments of listed companies made in major asset restructuring is constantly enhancing and supervision may continuously give rise to new earnings management of listed companies.

Key words: performance commitment; earnings management; split-share reform

(责任编辑 金 澜)