

# 定向增发新股与盈余管理\*

——来自中国证券市场的经验证据

□章卫东

**摘要:**上市公司发行新股过程中的盈余管理问题一直是学者关注的热点问题,本文对上市公司定向增发新股中的盈余管理问题进行了研究。本文研究发现,中国上市公司在定向增发新股前一年存在盈余管理的动机,并且盈余管理的方式与定向增发新股类型有关。当上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产时,进行负的盈余管理;当向其他机构投资者定向增发新股募集资金时,进行正的盈余管理。中国上市公司定向增发新股盈余管理的程度与第一大股东的持股比例有关,第一大股东的持股比例越高,盈余管理的程度越强。本文还发现,中国上市公司定向增发新股前的盈余管理程度越高,定向增发新股后的股票价格表现越差。这说明中国上市公司在定向增发新股过程中,大股东有进行盈余管理向控股股东进行利益输送的动机。这一研究为加强对中国上市公司定向增发新股的监管、完善上市公司治理结构提供了理论依据。

**关键词:**定向增发新股 定向增发新股类型 盈余管理 经济后果

## 一、引言

上市公司发行新股过程中的盈余管理,一直是学术界关注的热点问题。盈余管理是指企业管理当局运用会计方法或者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)。国外学者已有的研究表明,上市公司股票再发行过程中普遍存在盈余管理现象(Teoh, Welch and Wong, 1998b; Rangan, 1998; DuCharme, Malatesta and Sefcik, 2004)。国内学者的研究也证实,中国上市公司在IPO、配股、公开增发新股时,为了达到证券监管部门对IPO、配股、公开增发新股公司的业绩(如ROE)要求,在IPO、配股、公开增发新股前进行了盈余管理。并且认为,政策性盈余指标是直接诱发中国上市公司盈余管理行为的动机(孙铮、王跃堂, 1999; 陆正飞、魏涛, 2006; 林舒、魏明海, 2000; 张祥建、郭岚, 2006)。可见,中国上市公司在IPO、配股、公开增发新股前进行盈余管理是为了获得IPO、配股、公开增发新股资格,达到在证券市场“圈钱”的目的。

股权分置改革之后,配股、公开增发新股的上市公司越来越少,而定向增发新股却成为中国上市公司股权再融资的主要方式。由于定向增发新股的对象是控股股东及其关联股东或其他机构投资者,一定程度解决了新股发行中的信息不对称问题。因此,证券管理部门对定向增发新股的上市公司没有盈利的要求,即使是业绩较差甚至是亏损的上市公司也可以进行定向增发新股融资。那么,上市公司在定向增发新股前还会进行盈余管理吗? 如果会的话,其动机是什么? 另外,中国上市公司定向增发新股主要有两种形式:其一是上市公司向其控股股东<sup>①</sup>及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产;其二是上市公司向其他机构投资者定向增发新股募集资金。那么,在不同类型的定向增发新股中,上市公司分别采取了什么方式进行盈余管理? 盈余管理后证券市场的投资者又有何反映呢? 本文将以进行了定向增发新

\* 本文是江西财经大学会计学院章卫东教授主持的国家社会科学基金项目“定向增发、资产收购与利益输送问题研究”(项目号:09BJY017)及教育部人文社会科学研究项目“中国上市公司股权再融资问题研究”(项目号:07JA630064)研究的阶段性成果。作者感谢匿名评审专家的宝贵意见,但文责自负。

股的中国上市公司为研究对象,研究中国上市公司定向增发新股前的盈余管理问题,其目的是为了揭示中国上市公司定向增发新股中盈余管理的动机、手段、影响因素及其产生的经济后果,以便为有关监管部门加强对上市公司盈余管理的监控,规范中国上市公司定向增发新股行为及完善上市公司治理结构提供理论依据,也可投资者进行投资决策提供新的启示。

本文其余部分的结构安排如下:第二部分是文献回顾及研究假设。第三部分是数据来源及研究设计。第四部分是上市公司定向增发新股盈余管理的实证检验。第五部分是影响盈余管理程度因素的多元回归分析。第六部分是盈余管理经济后果的实证分析。第七部分是研究结论。

## 二、文献回顾及研究假设

国内外大量研究表明,上市公司在进行配股、公开增发新股前存在盈余管理。Teoh、Welch 和 Wong (1998b);Rangan (1998);DuCharme、Malatesta 和 Sefcik (2004)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进行利润操纵,即通过盈余管理来调高财务报告业绩,从而提高股票发行价格。在中国上市公司配股、公开增发新股前也发现了盈余管理的证据。蒋义宏等(1998)通过对 ROE 分布的检验,发现中国上市公司在配股前有通过盈余管理操纵公司的业绩,使上市公司的 ROE 达到配股的标准;陈小悦等(2000)发现刚要达到配股资格的配股公司其操控性应计利润较高,他们认为上市公司是为了获取配股权而进行了盈余管理。黄新建等(2004)则发现配股公司在配股前进行了盈余管理,且盈余管理程度与配股后公司的业绩负相关。孙铮等(1999)、陆宇建(2002)等人还发现,上市公司有很强的动力将 ROE 维持在配股资格线 10%或 6%以上。陈龙水(2002)也发现中国上市公司在股票公开增发前进行了盈余管理。由此可见,企业操纵盈余的目的是为了取得发行新股的资格或者是为了对发行股票公司的股票价格产生影响,从而提高新股发行价格,因此,上市公司在配股、公开增发新股前有动机进行盈余管理(俞向前、万威武,2006)。

与配股、公开增发新股融资不同的是,证券管

理部门对上市公司定向增发新股没有盈利的要求。那么,上市公司在定向增发新股前是否还会进行盈余管理呢?在上市公司股权相对集中的情况下,由于法制不完善,控股股东与中小股东的利益冲突是公司治理的主要矛盾,大股东有利用各种手段侵占中小股东利益的动机 (La Potra,1999;La Porta et al.,2002;Claessens,2002)。Johnson 等(2000)将控股股东通过隐蔽的渠道侵吞公司资源的行为称为“隧道挖掘”行为。Friedman 等(2003)认为,控股股东为了获得长期收益,如为了保持公司不被摘牌、为获得股权融资资格等,他们也会向公司输送资源以维持公司的业绩,这种反向的利益输送被称为“支持”。李增泉、余谦和王晓坤(2005)也发现,中国上市公司的控股股东或地方政府也具有支持或掏空上市公司的动机,支持是为了获得配股资格,而掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。因此,在法制不完善、公司治理存在缺陷的情况下,大股东有通过隐蔽的渠道获取私人收益的动机。中国上市公司的定向增发新股是受大股东控制的一次融资行为,大股东为了实现自身利益最大化,有动机通过盈余管理的方式来影响上市公司的业绩,从而达到使上市公司的股价调整到大股东希望的价格区间,使定向增发新股的发行价格定位在大股东满意的“合理”区间,从而在证券市场上募集更多的资金或者用同样的资产换得上市公司更多的股份。因此,中国上市公司在定向增发新股前仍然具有盈余管理的动机。

由于中国定向增发新股的对象为机构投资者,机构投资者有能力对定向增发新股的上市公司的财务报告进行分析,也会对定向增发新股的上市公司的业绩、风险及未来成长性做出理性的判断。但是,由于盈余管理是企业管理当局运用会计方法或者安排真实交易来改变财务报告,即使是机构投资者也很难对上市公司的盈余管理做出准确的判断。这就使得中国上市公司定向增发新股中的盈余管理问题很难被阻止。

定向增发新股的类型将影响中国上市公司盈余管理的方式。从中国上市公司定向增发新股的目的来看,可以将定向增发新股分为两种类型:一种是上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产;另一种是上市

公司向其他机构投资者定向增发新股募集资金。无论是向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产,还是向其他机构投资者定向增发新股募集资金,都与大股东的利益密切相关。当上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产时,如果定向增发新股的发行价格越低,大股东以同样资产换取的股份就越多。因此,大股东在定向增发新股前会进行负的盈余管理来降低上市公司业绩,从而达到降低发行价格来换取更多的股份的目的。股权分置改革完成之后,在大股东的股份预期可以流通的情况下,大股东认购的定向增发新股的股份在3年后将可以流通,大股东通过向上市公司注入资产换取股份的动机将更强,目的是使原本不能流通的资产通过定向增发新股的形式换得更多的股份,不仅可获得资产的流通权,而且能使这部分资产增值。当上市公司向其他机构投资者定向增发新股募集资金时,定向增发新股的发行价格越高,上市公司募集的资金就越多,上市公司的每股净资产增厚就越多,上市公司的股票价格也将越高,大股东在定向增发新股中的财富增值效应就越大。因此,大股东在定向增发新股前有进行正的盈余管理来提升上市公司业绩,从而提高发行价格的动机。从这两种形式的盈余管理目的可见,上市公司在定向增发新股前进行盈余管理的最终目的是为了向其控股股东进行利益输送。

根据上面的分析,本文提出以下假设。

假设1:上市公司定向增发新股前有进行盈余管理的动机,且盈余管理的方式与定向增发新股类型有关。当上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产时,进行负的盈余管理;当向其他机构投资者定向增发新股募集资金时,进行正的盈余管理。

许多研究认为,大股东有进行盈余管理来获取私人利益的动机 (Francis et al., 1999; Filatotchev, 2001)。现代公司的主流不再是股权分散的特征,而是股权相对集中占主导地位 (La Porta et al., 1999)。当公司存在控股股东时,大股东的存在作为解决管理层一股代理问题的一种机制,对公司治理发挥积极作用的同时,又衍生出了另一类代理问题,即大股东与中小股东利益冲突问题,这一点在

投资者保护机制尚不健全的国家 and 地区表现得尤其明显 (La Porta et al., 2002; 白重恩等, 2005)。由于信息不对称,大股东掌握了外部投资者无法知晓的内部信息,大股东具有通过操纵财务报告盈余来隐瞒和误导外部投资者的强烈动机 (Teoh et al., 1998a, 1998b; Fan and Wong, 2002)。而会计政策的可选择性,使得大股东可以通过收益的提前或推迟确认、资产损失的计量等来操纵上市公司的财务报告 (Scott, 1992; 张祥建, 2007)。因此,大股东的存在使得盈余管理得以实现。中国上市公司股权结构的特征是“一股独大”,大股东在上市公司股东大会上拥有绝对的话语权,由于大股东掌控了上市公司会计信息披露的决策权,而中国会计准则的不完善性及会计政策的可选择性又为上市公司的大股东操纵财务报告提供了客观条件。由此可见,上市公司的控制权与盈余管理有关。

根据上面的分析,本文提出以下假设。

假设2:上市公司大股东的持股比例与盈余管理的程度正相关。

会计盈余是关于企业价值信息的重要来源。Bernard 和 Thomas (1990); Chaney 和 Lewis (1995) 发现,企业会计盈余与股票价格之间具有正相关关系,较高的报告盈余能够带来相对较高的股票价格,但上市公司的盈余管理行为会将导致新股发行之后报告盈余的向下正常调整,使上市公司的股票收益率的下降。由于在股票再发行过程中原有股东可通过调整异常应计利润来提高发行前的报告盈余,投资者没有能够及时看穿公司增发新股时的盈余管理行为,被一时蒙骗以致高价购买了股票,但异常应计利润在发行之后的向下调整,使公司股票再发行后的业绩下滑,股东的异常回报率下降 (Teoh, Welch and Wong, 1998b)。Teoh 等 (1998a, 1998b) 也认为,盈余管理是股票再发行后公司异常回报率下降的重要原因。当上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产时,上市公司有进行负的盈余管理的动机,定向增发新股前公司的股票价格将下跌,而定向增发新股完成后,上市公司将充回盈余管理的一部分应计利润,在定向增发新股前负的盈余管理程度越大,定向增发新股完成后充回的应计利润也越多。但由于定向增发新股之后股份数的增加将使每股收益

稀释,投资者的异常回报率仍然会下降。而当向其他机构投资者定向增发新股募集资金时,上市公司进行了正的盈余管理,在定向增发新股完成后,发行公司可能冲回盈余管理的一部分应计利润,使定向增发新股公司的收益下降,定向增发新股完成后,投资者的异常回报率也将下降。

根据上面的分析,本文提出以下假设。

假设3:上市公司盈余管理的程度与定向增发新股后的股票价格表现负相关。

### 三、数据来源及研究设计

#### (一)样本选择和数据来源

本文选取2006~2007年已实施定向增发新股的A股上市公司为研究样本,并剔除了以下样本:(1)剔除了B股公司增发A股,A股公司增发H股以及H股公司增发A股的样本。因为B股、H股与A股的计价货币种类不同。(2)剔除了金融类上市公司定向增发新股的样本。因为金融类上市公司与非金融类上市公司的经营范围不一样,具有特殊的资产负债结构与经营现金流特征,应计利润与其他类型公司存在明显差异。(3)剔除了定向增发新股期间有重大事件发生的样本。(4)剔除了当年同时进行过配股、发行可转换债券和公开增发新股的样本。因为重复的股权再

表1 定向增发新股样本公司的  
行业分布与时间分布情况

行业		2006年	2007年	合计(家)
采掘业		2	1	3
传播与文化产业		0	1	1
电力、煤气及水的生产和供应业		2	6	8
房地产业		6	12	18
建筑业		1	5	6
交通运输、仓储业		1	5	6
金融、保险业		1	3	4
农、林、牧、渔业		0	1	1
批发和零售贸易		3	2	5
社会服务业		2	3	5
信息技术业		2	2	4
制造业	制造业-电子	1	5	6
	制造业-纺织、服装、皮毛	1	1	2
	制造业-机械、设备、仪表	11	24	35
	制造业-金属、非金属	5	19	24
	制造业-木材、家具	0	2	2
	制造业-其他制造业	3	2	5
	制造业-石油、化学、塑胶、塑料	2	16	18
	制造业-食品、饮料	1	3	4
	制造业-医药、生物制品	0	2	2
	制造业-造纸、印刷	1	8	9
	综合类	2	4	6
	合计(家)		47	127

注:本表上市公司的行业划分是按照中国证监会(CSRC)在1998年制订的行业分类方法统计的。

融资会影响公司的股价(Rangan,1998)。(5)当上市公司在研究期间进行了多次定向增发新股时,仅选择最早的一次定向增发新股作为研究对象,以消除多重定向增发新股对研究结果造成的影响。(6)剔除了财务数据缺失、相关数据异常的样本公司。最后得到145家定向增发新股样本公司。本文数据来自于国泰安和色诺芬数据库。

表1列示了定向增发新股公司的发行年份和行业分布状况。从表中可以看出,上市公司实施定向增发新股最多的年份是2007年,这可能与2007年股票市场处于大牛市有关。从样本公司的行业分布来看,几乎每个行业都有公司实施了定向增发新股,但主要集中在制造业。

为了控制行业和公司规模因素的影响,本文选择在研究期间未实施IPO、配股等股权融资、总资产最为接近的同行业公司作为控制样本。控制样本的选取步骤为:(1)确定每家定向增发新股公司所属行业及其增发前一年年末的总资产;(2)在剔除所有发行新股公司后的上市公司中,选取与定向增发新股公司所属行业相同的公司;(3)在与每家定向增发新股公司所属行业相同的公司中,尽量选取增发前一年与定向增发新股公司的总资产最为接近的那家公司作为控制样本。按照这种方法,有130家定向增发新股公司找到了控制样本,占样本总量的89.7%,另外15家公司就选择任何一家规模相近但不同行业的上市公司作为控制样本。表2列示了定向增发新股前一年样本组与控制组的描述性统计结果。从表中可以看出,定向增发新股公司和控制样本公司在定向增发新股前一年年末的总资产非常接近,在统计上无显著差异,说明两组样本的规模相似,从而为后面的研究排除了规模因素可能产生的影响。

#### (二)盈余管理程度的估计

参照国内大多数学者(陆建桥,1999;陆正飞、魏涛,2006;张祥建、郭岚,2006)的做法,本文采用应计

表2 定向增发新股公司与控制样本的比较

	均值	t值	中位数	z值	标准差	最小值	最大值
总资产(万元)							
样本组	383676	-0.16	243688	-0.08	407436	15803	2230553
控制组	391267	(0.87)	241582	(0.94)	421474	14794	2292337
净利润(万元)							
样本组	21492	0.729	9818	-2.43	50249	-149609	468892
控制组	17855	(0.467)	5494	(0.02)	35155	-39806	293523
经营现金流量(万元)							
样本组	20774	-1.112	10965	-0.73	52123	-147119	292695
控制组	27297	(0.267)	10941	(0.46)	49816	-244359	252343

利润分离模型将总应计利润区分为非可操纵性应计利润和可操纵性应计利润。其中,非可操纵性应计利润是企业正常的应计利润,而可操纵性应计利润则是企业出于某种动机而进行的盈余管理。相关的应计利润分离模型很多,Dechow等(1995),Subramanyam(1996),Bartov、Gul、Tsui(2001)和夏立军(2003)等通过对美国市场和中国市场的盈余管理计量模型的检验,发现基于行业分类的横截面修正的Jones模型能较好地估计可操纵性应计利润。另外,Kothari等(2005)的研究表明,在修正的Jones模型模型加入ROA能够更好地估计可操纵性应计利润,Ken Y. Chen、Randal J. Elder、Yung-Ming Hsieh(2007)也应用了这一模型。基于此,本文采用修正的Jones模型(考虑业绩)来估计定向增发新股公司的盈余管理程度<sup>②</sup>。其具体的估计过程如下。

#### (1) 计算总应计利润(Total accruals, TA)

$$TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (1)$$

其中,  $TA_{i,t}$  为  $i$  公司第  $t$  年的总应计利润;  $NI_{i,t}$  为  $i$  公司第  $t$  年的净利润;  $CFO_{i,t}$  为  $i$  公司第  $t$  年的经营活动产生的现金净流量。所有变量都除以  $t-1$  年年末总资产进行标准化处理,以消除公司规模差异造成的影响。

#### (2) 计算非可操控性应计利润 (Non-discretionary accruals, NDA)

$$NDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \quad (2)$$

其中:  $NDA_{i,t}$  表示  $i$  公司第  $t$  年经过  $t-1$  年年末总资产标准化处理的非可操控性应计利润;  $\Delta REV_{i,t}$  表示  $i$  公司第  $t$  年的营业收入增加额,用以解释公司经营业绩和经济环境的变化对总应计利润的影响;  $\Delta REC_{i,t}$  表示  $i$  公司第  $t$  年的应收账款增加额;  $PPE_{i,t}$  表示  $i$  公司第  $t$  年年末的固定资产,用来表示公司的资产规模;  $ROA_{i,t-1}$  表示  $i$  公司第  $t-1$  年的总资产报酬率;  $A_{i,t-1}$  是  $i$  公司第  $t-1$  年年末的总资产,各变量除以  $A_{i,t-1}$  是为了消除公司规模的影响。

公式(2)中的参数  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  是使用行业截面数据通过下面公式估计得到:

$$TA_{i,t} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,  $TA_{i,t}$  为  $i$  公司第  $t$  年经过  $t-1$  年年末总资产标准化处理的总应计利润;  $b_0, b_1, b_2, b_3$  和  $b_4$  分别是参数  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$  和  $\beta_4$  的估计值;  $\varepsilon_{i,t}$  是随机误差项。

#### (3) 计算可操控性应计利润 (Discretionary accruals, DA)

用总应计利润减去非可操纵性应计利润,可得到代表盈余管理程度的可操纵性应计利润(DA),即:

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (4)$$

在分析过程中,本文使用定向增发新股样本公司所在行业上市公司的截面数据对公式(3)进行OLS估计,估计过程每年进行一次。由于股票发行事件可能对估计结果产生影响,因此剔除了估计期间相关行业中实施IPO、配股等股权融资的公司(张祥建,2007)。

#### (三) 模型的估计结果

本文使用2004~2007年与定向增发新股样本公司对应行业中上市公司的数据对修正的Jones模型(考虑业绩)进行OLS估计。如果某年度的行业数据太少,不足以保证估计的有效性,那么就取消对该年度该行业的估计。各行业上市公司的平均数量为57家,最小数量为10家,最大数量为199家。

表3列示的是修正的Jones模型(考虑业绩)估计结果的描述性分析。从表中可以看出,Adjusted R<sup>2</sup>均值为17.99%,F值平均为5.818,并在1%水平下通过了显著性检验,说明修正的Jones模型(考虑业绩)能够较好地估计盈余管理程度。

#### (四) 回归模型和变量定义

为了研究各种解释变量对上市公司定向增发新股前一年盈余管理程度的影响,本文构建了下面的回归模型:

表3 修正的Jones模型(考虑业绩)估计结果的描述性分析

	均值	标准差	中位数	最小值	1/4分位数	3/4分位数	最大值
$b_0$	0.020	0.128	-0.020	-0.481	-0.058	0.021	0.731
$b_1$	2855182	35011508	2537185	-123591128	-14094736	19853185	115901037
$b_2$	-0.026	0.233	-0.005	-1.538	-0.058	0.078	0.519
$b_3$	-0.062	0.235	-0.044	-1.453	-0.124	0.005	0.796
$b_4$	0.470	0.867	0.261	-1.131	0.069	0.609	6.203
Adjusted R <sup>2</sup>	17.99%	0.207	14.65%	-25.30%	5.93%	30.70%	80.40%
DW	2.043	0.306	2.036	1.099	1.861	2.195	3.034
F	5.818***	11.007	3.151	0.196	1.461	5.672	92.643
观测数量	57	41	50	10	26	76	199

$$DA = \beta_0 + \beta_1 AC + \beta_2 \ln(size) + \beta_3 Leverage + \beta_4 CE + \beta_5 TOP + \varepsilon \quad (5)$$

$$DA = \beta_0 + \beta_1 \ln(size) + \beta_2 Leverage + \beta_3 CE + \beta_4 AC \times TOP + \varepsilon \quad (6)$$

其中,各个变量的含义如下。

*DA*:上市公司定向增发新股前一年的可操纵性应计利润。本文采用修正的 Jones 模型(考虑业绩)来估计可操纵性应计利润。

*AC*:表示定向增发新股类型,若为资产收购型定向增发新股,则取值为 1,否则为 0。

*Ln(size)*:度量公司规模指标。本文用定向增发新股前一年年末公司总资产的自然对数来衡量。公司规模越大,大股东从上市公司和其他股东获取的收益就越多,大股东就越具有实施盈余管理的动力(Watts and Zimmerman,1986)。但是,另一方面,由于大公司受到来自政府监督部门、机构投资者、证券分析师和投资者等的监督、关注也比较多,倾向于向公众提供更多的信息,因而实施盈余管理的成本可能较大(Rajan and Zingdes,1995;Dechow and Dichev,2002)。可见,公司规模与盈余管理之间存在一定的关系。

*Leverage*:定向增发新股前一年年末公司的资产负债率。高负债能够促使企业实施增加应计利润的盈余管理行为,面临强制性条款契约的企业具有较高的可操纵性应计利润(DeFond and Jambalvo,1994;Sweeney,1994)。然而债务契约带来的会计稳健性(Watts,2003)会使负债比率与盈余管理负相关。DeAngelo等(1994)发现,陷入财务危机的公司为了获得债权人更多的让步,可能会进行负向盈余管理。因此,负债对盈余管理也有影响。

*CE*:定向增发新股前一年公司的资本支出。本文以构建固定资产等长期资产的支出除以年初总资产进行标准化处理后来衡量资本支出。资本支出直接影响到企业的资本密度,并影响企业盈余管理的程度。Francis等(1999)认为,企业的资本密度主要是影响长期应计利润,企业的资本密度越低,盈余管理的可能性就越大。Burgstahler和Dichev(1997)的研究表明,拥有较高流动资产或流动负债的公司拥有更多操纵盈余的空间。因此资本支出应与可操纵性应计利润成负相关关系,因为资本支出的增加会导致折旧的增加,从而造成净利润的减少。

*TOP*:第一大股东持股比例。本文采用 CCER 数据库对第一大股东持股比例的定义,即持股比例最大的股东持有的股票数量占总股本的比例。大量的实证研究表明,第一大股东的持股比例越大,其操纵盈余的动机和能力就越强(Fan and Wong,2002;Ming et al.,2003;孟焰、张秀梅,2006;王化成、佟岩,2006等)。

*AC×TOP*:表示定向增发新股类型与第一大股东持股比例的交乘项。

$\varepsilon$ :随机扰动项。

## 四、上市公司定向增发新股前一年盈余管理的存在性检验

### (一)定向增发新股公司盈余管理的时间序列分布

根据修正的 Jones 模型(考虑业绩)的估计结果,可以计算出每家定向增发新股公司相关年度的可操纵性应计利润。表 4 列示了不同类型定向增发新股公司增发前 2 年与当年共 3 个年度可操纵性应计利润的时间序列分布,表中数据均经过上一年年末总资产的标准化处理。

从表 4 可以看出,从-2 到 0 年,不同类型定向增发新股公司的可操纵性应计利润时间序列分布情况存在差异。对于资产收购型定向增发新股,上市公司定向增发新股前 2 年的可操纵性应计利润均为负值,且前一年的可操纵性应计利润小于其前 2 年的可操纵性应计利润,但在统计检验上不显著。这可以在一定程度上说明资产收购型定向增发新股公司在增发前进行了负的盈余管理。而对于资金募集型定向增发新股,上市公司 3 年(-2,0)的盈余管理程度均为正值,且定向增发新股当年及前一年盈余管理程度较高,并且统计检验高度显著。这表明,资金募集型定向增发新股公司在增发前一年加大了正的盈余管理程度。从而初步验证了本文提出的假设 1。

### (二)定向增发新股公司与控制样本的比较分析

类型	资产收购型			资金募集型		
	年度	均值	t值	中位数	均值	t值
上市公司盈余管理的时间序列分布	-2	-0.008	-0.390	-0.019	0.001	0.126
	-1	-0.024	-1.338	-0.008	0.019	2.378**
	0	0.085	1.666	0.055	0.064	3.430***

的分析,可以初步看出上市公司定向增发新股前一年存在盈余管理,且盈余管理程度与定向增发新股类型相关。但这种分析只对定向增发新股的上市公司盈余管理进行了纵向对比,而没有考虑行业和公司规模等因素的影响,从而有可能影响统计结果的有效性。因此,有必要对定向增发新股公司与控制样本之间的差异进行比较分析。本文将样本公司与控制样本的可操纵性应计利润之差作为衡量两者差异的指标进行了检验。

表5描述了定向增发新股公司前2年的可操纵性应计利润与控制样本公司可操纵性应计利润的比较及其统计检验结果。从表5可以看出,对于资产收购型定向增发新股,样本公司与控制样本公司比较,在定向增发前一年两者的可操纵性应计利润差异小于零,其均值(中位数)为-0.057(-0.025),且在5%水平上高度显著,在定向增发前2年两者的可操纵性应计利润差异也小于零,其均值(中位数)为-0.003(-0.002),但统计检验不显著。而对于资金募集型定向增发新股,样本公司与控制样本公司比较,在定向增发前一年的可操纵性应计利润两者的差异大于零,

表5 不同类型定向增发新股公司与控制样本的盈余管理程度差异分析

类型	资产收购型			资金募集型		
	年度	均值	t值	中位数	均值	t值
资产收购型	-2	-0.003	-0.126	-0.002	-0.007	-0.564
	-1	-0.057**	-1.979	-0.025	0.018*	1.735
	0	0.100*	1.691	0.104	0.049**	2.009

注:(1)\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%水平下双尾检验显著;(2)平均数采用T检验,中位数采用非参数Wilcoxon-Z检验。

表6 变量的描述性统计结果

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
公司规模(Ln(size))	145	21.594	21.612	0.993	18.878	23.828
资产负债率(Leverage)	145	0.58	0.595	0.184	0.108	1.654
资本支出(CE)	145	0.099	0.059	0.094	0	0.524
第一大股东持股比例(TOP)	145	0.385	0.382	0.141	0.11	0.8
全样本	145	0.009	0.013	0.091	-0.393	0.42
资产收购型定向增发新股(AC=1)	32	-0.024	-0.008	0.103	-0.39	0.2
募集资金型定向增发新股(AC=0)	113	0.019	0.014	0.085	-0.21	0.42
盈余管理程度(DA)	两组比较		t检验		Wilcoxon检验	
			均值	t值	中位数	Z值
			-0.043	-2.429**	-0.022	-1.955**

注:(1)\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%水平下双尾检验显著;(2)平均数采用T检验,中位数采用非参数Wilcoxon-Z检验。

其均值(中位数)为0.018(0.009),且在10%水平上高度显著,但在定向增发前2年两者的可操纵性应计利润差异小于零,但统计检验不显著。这一统计结果进一步验证了上市公司定向增发新股前存在盈余管理,并且当上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产时,进行了负的盈余管理;向其他机构投资者定向增发新股募集资金时,进行了正的盈余管理。从而进一步验证了本文提出的假设1。

## 五、上市公司定向增发新股前一年盈余管理程度影响因素的实证检验

表6列示了资产收购型及资金募集型两种类型定向增发新股的盈余管理程度及相关变量的描述性统计结果。从表6可以看见,定向增发新股公司全样本的可操纵性应计利润平均值(中位数)为0.009(0.013),说明了上市公司在定向增发新股前一年存在正盈余管理;样本公司的公司规模平均值(中位数)为21.594(21.612),标准差为0.993;样本公司的资产负债率平均值(中位数)为0.580(0.595);定向增发新股公司的资本支出平均值(中位数)为0.093(0.058),说明了资本支出占总资产的比重;样本公司第一大股东持股比例的平均值(中位数)为0.386(0.382)。另外,从表6还可以看出,资产收购型定向增发新股公司的可操纵性应计利润均值(中位数)为-0.024(-0.008)要小于资金募集型定向增发新股公司的可操纵性应计利润平均值(中位数)0.019(0.014)。通过资产收购型及资金募集型两种类型定向增发新股的盈余管理程度的比较,发现资产收购型定向增发新股公司的盈余管理程度要小于资金募集型定向增发新股公司的盈余管理程度,两者之间的差异为均值为-0.043,中位数为-0.022,并且在5%水平下高度显著。

表7描述了各变量之间的Pearson相关系数。从表7可以看出,AC与DA的相关系数为-0.199,且在5%水平下高度

显著。这说明,资产收购型定向增发新股公司在增发前一年的盈余管理程度要比资金募集型定向增发新股公司在增发前一年的盈余管理程度小19.9%;CE与DA的相关系数为-0.211,且在

表7 变量的相关性分析

	DA	AC	Ln(size)	Leverage	CE	TOP
DA	1	-0.199**	0.114	0.012	-0.211**	0.018
AC		1	0.085	-0.146	0.009	0.133
Ln(size)			1	0.105	0.06	0.187**
Leverage				1	-0.13	-0.053
CE					1	0.02
TOP						1

注:表中是Pearson相关系数,\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%水平下双尾检验显著。

5%水平上高度显著。这说明,资本支出越大,上市公司在定向增发新股前一年的盈余管理程度越小; $Ln(size)$ 、 $Leverage$ 、 $TOP$ 与 $DA$ 的相关系数分别为0.114、0.012、0.018,但都不显著。另外,从表7还可以看出,各解释变量之间的相关系数绝对值均小于0.3,表示各解释变量之间的线性相关关系较弱,这说明各解释变量之间的独立性较强,从而排除了各解释变量之间存在严重的多重共线性问题。

为了进一步验证本文的假设和描述性统计分析的结果,本文运用多元回归模型(1-5)和模型(1-6)来分析各种解释变量对上市公司定向增发新股前一年盈余管理程度的影响。表8是各种解释变量对上市公司定向增发新股前一年盈余管理程度的影响的多元回归检验结果。从表8可见,资产收购型定向增发新股前一年盈余管理程度比资金募集型定向增发新股前一年盈余管理程度要小4.9%,且在1%的水平上高度显著;发行公司规模对可操纵性应计利润有正面影响,发行规模每增加1%,可操纵性应计利润将增加1.4%,且在10%水平下显著。这表明,公司规模越大,上市公司实施盈余管理的可能性就越大,这一结果与Watts和Zimmerman(1986)的研究结论相吻合;资产负债率对可操纵性应计利润有负面影响,资产负债率每增加1%,可操纵性应计利润将减少3.2%,但统计检验不显著。这说明资产负债率对上市公司盈余管理的影响程度并不明显,这可能与我国债务融资对上市公司的“软约束”有关(孙永祥,2002;田利辉,2005);资本支出对盈余管理程度有显著的负向影响,资本支出的程度每增加1%,可操纵性应计利润将减少22.0%,并且在1%水平上高度显著,表明上市公司并没有通过增加资本支出来实施盈余管理,这与张祥建(2007)的研究结论一致。第一大股东的持股比例对盈余管理程度有正面影响,第一大股东的持股比例每增加1%,可操纵性应计利润将增加1.3%,但统计检验不显著。资产收购型定向增发新股与第一大股东的持股比例交乘项的参数估计系数为-0.079,且在5%水平下显著。这表明,在资产收购型定向增发新股中,随着第一大股东持股比例的逐渐增加,负的可操纵应计利润越大。资金募集型定向增发新股与第一大股东的持股比例交乘项的参数估计系数为0.069,且在10%水平下显著。这说明在资金募集型定向增发新股中,

第一大股东持股比例越大,正的可操纵性应计利润就越大。这一回归结果表明大股东的持股比例与盈余管理的程度正相关,从而验证了本文提出的假设2。

## 六、定向增发新股盈余管理的经济后果

企业会计盈余与股票价格之间具有正相关关系(Bernard and Thomas,1990),盈余管理导致错误的会计信息,不仅使资源的配置不合理,而且将误导投资者对企业股票的错误定价。盈余管理使会计收益的年度转移,不管是使定向增发新股年份的会计盈余增加还是减少,最终都要将转移的盈余转回,这将使定向增发新股后年份的盈余增加或减少,这些信息将在上市公司的股价上得到反映。为了检验盈余管理与上市公司股价的关系,本文选用投资者持有期回报率(Holding Period Return)来检验未来股票收益的变化。计算公式如下:

$$HPR = \left\{ \prod (1 + R_{i,m}) \right\} - 1 \quad (7)$$

$$HPAR = \left\{ \prod (1 + R_{i,m}) - \prod (1 + R_{m,m}) \right\} \quad (8)$$

其中, $R_{i,m}$ 为上市公司定向增发新股后每个月的回报率; $R_{m,m}$ 为定向增发新股后每个月的同期市场回报率(上证综合A股指数回报率或深圳成分A股指数回报率)。对每家定向增发新股公司,本文分别计算其12个月的HPR和HPAR。

为了检验定向增发新股公司的盈余管理与投资者持有

期回报率的关系,本文研究了上市公司定向增发新股前一年的盈余管理程度对定向增发新股后股票价格表现的影响。根据定向增发

表8 多元回归统计结果

回归统计量	(1)	(2)	(3)
Constant	-0.242 (-1.517)	-0.253 (-1.574)	-0.237 (-1.474)
AC	-0.049 (-2.708)***		
$Ln(size)$	0.014 (1.810)*	0.014 (1.879)*	0.012 (1.603)
Leverage	-0.032 (-0.786)	-0.028 (-0.672)	-0.022 (-0.540)
CE	-0.22 (-2.795)***	-0.213 (-2.688)***	-0.213 (-2.686)***
TOP	0.013 (0.247)		
$AC \times TOP$		-0.079 (-1.992)**	0.069 (1.829)*
样本数	145	145	145
D.W	1.973	1.962	1.962
Adj.R <sup>2</sup>	0.077	0.062	0.057
F Value	3.381**	3.345**	3.180**

注:\*,\*\*,\*\*\*分别表示10%、5%、1%水平下双尾检验显著;表中第二栏的 $AC \times TOP$ 表示资产收购型定向增发新股与第一大股东持股比例的交乘项,而第三栏的 $AC \times TOP$ 表示资金募集型定向增发新股与第一大股东持股比例的交乘项。



新股前一年平均可操纵性应计利润的程度,本文将样本以四分位点进行分层,将样本公司分为3个组别:保守型( $DA < 0$ )、中庸型( $0 \leq DA < 0.0485$ )、激进型( $DA \geq 0.0485$ )。通过计算每组样本公司定向增发新股后投资者的持有期原始回报率和异常回报率的变化,来分析股票价格与可操纵性应计利润的关系。

表9列示了不同组别的12个月持有期原始回报率和异常回报率与可操纵性应计利润关系的情况。从表9可见,随着盈余管理程度的增加,无论是持有期原始回报率还是持有期异常回报率都呈下降趋势,这表明盈余管理程度与股票价格表现之间存在负相关关系。

表10列示了不同类型定向增发新股的持有期回报率。从表10可见,资产收购型定向增发新股在12个月持有期异常回报率均值(中位数)为-8.59%(-11.93%),要大于资金募集型定向增发新股的-21.39%(-17.24%),说明资产收购型定向增发新股公司股票下跌的幅度要小于资金募集型定向增发新股公司股票下跌的幅度。因为在上市公司发行新股之后股票价格都要下跌(Masulis and Korwar, 1986; Mikkelsen and Partch, 1986; Brous and Kini, 1994; 提云涛, 2000; 刘力等, 2003),但由于资产收购型定向增发新股公司在发行新股前进行了负的盈余管理,定向增发新股之后的第一年开始充回隐藏的盈余,因而其股票价格下跌较少;而资金募集型定向增发新股公司在发行新股前进行了正的盈余管理,定向增发新股之后的第一年开始充回多积的盈余,因而导致其股票价格下跌较多。

通过以上分析可以得出,上市公司的盈余管理程度与定向增发新股后的股票价格表现成负相关关系,且资产收购型定向增发新股公司比资金募集型定向增发新股公司在定向增发新股之后第一年

表9 盈余管理与定向增发新股公司的持有期回报率

	全样本	保守型	中庸型	激进型	P值(保守型~激进型)
HPR <sub>12</sub> (%)	39.08	58.43	33.79	16.05	0.12
HPAR <sub>12</sub> (%)	-18.57	-3.16	-20.73	-39.85	0.07
样本量	145	57	52	36	—

表10 不同类型定向增发新股的持有期回报率

	样本数	HPR <sub>12</sub> (%)		HPAR <sub>12</sub> (%)	
		均值	中位数	均值	中位数
全样本	145	39.08	-14.59	-18.57	-16.13
资产收购型定向增发新股	32	62.54	4.9	-8.59	-11.93
资金募集型定向增发新股	113	32.43	-14.73	-21.39	-17.24

的股价下跌较少。从而验证了本文提出的假设3。

## 七、研究结论及政策意义

本文对中国上市公司定向增发新股前盈余管理的存在性、不同定向增发新股类型的盈余管理方式的差异、大股东持股比例与盈余管理程度的关系以及盈余管理的经济后果进行了理论分析,并用2006~2007年期间中国上市公司定向增发新股的数据进行了实证检验。本文研究发现:

(1)中国上市公司定向增发新股前一年存在盈余管理的动机。这一结果与先前的研究(陈小悦等, 2000; 黄新建, 2004)表明上市公司配股、公开增发新股过程中普遍存在盈余管理现象的结论相类似。

(2)中国上市公司定向增发新股盈余管理的方式与定向增发新股类型有关。当上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股收购控股股东及其子公司的资产时,进行负的盈余管理;当向其他机构投资者定向增发新股募集资金时,进行正的盈余管理。这说明中国上市公司在定向增发新股前有通过选择盈余管理的方式来进行利益输送的动机。

(3)中国上市公司定向增发新股盈余管理的程度与第一大股东的持股比例有关。第一大股东的持股比例越高,盈余管理的程度越强。这说明上市公司的大股东有利用盈余管理来向控股股东进行利益输送的动机,也证明了中国上市公司在融资过程中存在大股东侵占小股东利益的现象。

(4)中国上市公司定向增发新股前的盈余管理程度越高,定向增发新股后的股票价格表现越差。这一结论与上市公司的“盈余管理”是在发行新股后公司股票的异常回报率下降的原因(Teoh et al., 1998a, 1998b)的观点相一致。

本文研究的政策意义在于:通过对中国上市公司定向增发新股过程中盈余管理行为的研究,揭示了不同定向增发新股类型上市公司盈余管理的方式,也证明了大股东的持股比例对定向增发新股上市公司盈余管理程度的影响,还分析了上市公司定向增发新股盈余管理的经济后果。这一研究进一步说明中国上市公司在发行新股过程中存在盈余管理问题,而中国上市公司在发行新股过程中进行盈余管理的动机是为了向大股东输送利益,因此,这一研究也进一步证明中国上市公司存在大股东侵

犯小股东利益的现象。这就要求有关监管部门要加强对中国上市公司定向增发新股行为的监管,尤其要加强对中国上市公司盈余管理行为的监管,同时,也要求上市公司要进一步完善公司治理结构,切实保护中小股东的利益,促进中国上市公司定向增发新股融资的健康发展。

本文的不足之处在于:中国上市公司定向增发新股是股权分置改革开始后才出现的新生事物,定向增发新股中的盈余管理问题还有待进一步观察。另外,大股东参与定向增发新股认购的股份需满3年才能上市流通,机构投资者认购的定向增发新股的股份需满一年才能上市流通,在大股东、机构投资者认购定向增发新股股份可以上市流通之前是否存在盈余管理问题也值得进一步研究。

(作者单位:江西财经大学会计研究发展中心、江西财经大学会计学院;责任编辑:蒋东生)

#### 注释

①除非特别说明,本文所指的大股东、控股股东都是指第一大股东。

②为了统一口径,本文估计定向增发新股公司的盈余程度时使用的财务数据均为经新准则调整后的财务数据。

#### 参考文献

- (1)孙铮、王跃堂:《资源配置与盈余操纵之实证研究》,《财经研究》,1999年第4期。
- (2)李增泉、余谦、王晓坤:《掏空、支持与并购重组》,《经济研究》,2005年第1期。
- (3)白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜:《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,2005年第2期。
- (4)陆建桥:《中国亏损上市公司盈余管理实证研究》,《会计研究》,1999年第9期。
- (5)张祥建、郭岚:《大股东控制与盈余管理行为研究:来自配股公司的证据》,《南方经济》,2006年第1期。
- (6)夏立军:《盈余管理计量模型在中国股票市场的应用研究》,《中国会计与财务研究》,2003年第2期。
- (7)张祥建、郭岚:《股权再融资、盈余管理与大股东的寻租行为》,《当代经济科学》,2007年第4期。
- (8)孟焰、张秀梅:《上市公司关联方交易盈余管理与关联方利益转移关系研究》,《会计研究》,2006年第4期。
- (9)王化成、佟岩:《控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察》,《会计研究》,2006年第2期。
- (10)陆正飞、魏涛:《配股后业绩下降:盈余管理后果与真实业绩滑坡》,《会计研究》,2006年第8期。
- (11)林舒、魏明海:《中国A股发行公司首次公开募股过程中的盈利管理》,《中国会计与财务研究》,2000年第4期。
- (12)张祥建:《大股东控制下的配股融资与盈余管理研究》,上海财经大学出版社,2007年。
- (13)蒋义宏、魏刚:《净资产收益率与配股条件》,上海财经大学出版社,1998年。
- (14)陈小悦、肖星、过晓艳:《配股权与上市公司利润操纵》,《经济研究》,2000年第1期。
- (15)黄新建、张宗益:《中国上市公司宣布配股信息前后的

盈余管理》,《重庆大学学报》,2004年第6期。

(16)陆宇建:《从ROE与ROA的分布看中国上市公司的盈余管理行为》,《经济问题探讨》,2002年第3期。

(17)俞向前、万威武:《中国上市公司收入平滑盈余管理对股价影响的实证研究》,《西安交通大学学报》,2006年第5期。

(18)刘力、王汀汀、王震:《中国A股上市公司增发公告的价格效应及其二元股权结构解释》,《金融研究》,2003年第8期。

(19)孙永祥:《所有权、融资结构与公司治理机制》,《经济研究》,2001年第1期。

(20)提云涛:《沪深证券市场上市公司配股累计异常收益分析》,《申银万国证券公司工作论文》,2000年。

(21)田利辉:《国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理》,《管理世界》,2005年第7期。

(22)Bartov, E., F. A. Gul, J. S. L. Tsui, 2001, "Discretionary Accruals Models and Audit Qualifications", *Journal of Accounting and Economics*, 30, pp.421~452.

(23)Bernard, V. L., J. K. Thomas, 1990, "Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 13, pp.304~340.

(24)Brous, P. A., Kini, O., 1994, "The Valuation Effects of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts", *Financial Management*, 23, pp.33~46.

(25)Burgstahler D., Dichev I., 1997, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses", *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp.99~126.

(26)Chaney, P. K., C. M. Lewis, 1995, "Earnings Management and Firm Valuation Under Asymmetric Information", *Journal of Corporate Finance*, 1, pp.319~345.

(27)Claessens, S., S. Djankov, L. P. H., Lang, 2002, "The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations", *Journal of Accounting and Economics*, 57, pp.2741~2771.

(28)DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner, 1994, "Accounting Choice in Troubled Companies", *Journal of Accounting and Economics*, 17, pp.113~143.

(29)Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, 70, pp.193~225.

(30)Dechow, P. M. and I. D. Dichev, 2002, "The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, 77, pp.113~143.

(31)DuCharme, L. L., P. H. Malatesta, S. E. Sefcik, 2004, "Earnings Management, Stock Issues and Shareholder Lawsuits", *Journal of Financial Economics*, 71, pp.27~44.

(32)Defond, M. L., J. Jiambalvo, 1994, "Debt Covenant Effects and the Manipulation of Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 17, pp.145~176.

(33)Fan J. P. H. and T. J. Wong, 2002, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp.401~425.

(34)Filatotchev, I., R. Kepelyushnikov, N. Dyomina, S. Aukusonek, 2001, "The Effects of Ownership Concentration on Investment and Performance in Privatized Firms in Russia", *Managerial and Economic Economics*, 22, pp.299~313.

(35)Francis, J., K. Schipper, 1999, "Have Financial Statements Lost Their Relevance?", *Journal of Accounting Research*, 37, pp.319~353.

(下转第73页)

以及其他流转方式。

⑥参见《中华人民共和国物权法》,“第十一章 土地承包经营权”。

⑦参见《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》(2008年10月12日中国共产党第十七届中央委员会第三次全体会议通过)。

⑧本调查项目是连续性的,1999年开始首次全国性调查,2001年和2005年分别进行了第2次和第3次调查。2005年的调查成果及分析可参见叶剑平等:《2005年中国农村土地使用权调查研究——17省调查结果及政策建议》,《管理世界》,2006年第7期;以及叶剑平等:《中国农村土地流转市场的调查研究——基于2005年17省调查的分析和建议》,《中国农村观察》,2006年第4期。

⑨参见国家农业部等七部委联合下发的《关于开展全国农村土地突出问题专项治理的通知》(农经发[2007]14号文)。

⑩参见叶剑平等:《中国农村土地流转市场的调查研究——基于2005年17省调查的分析和建议》,《中国农村观察》,2006年第4期。

⑪在本次调查中,我们通过衡量农民对未来土地调整的预期来研究农民对其有保障的土地权利的信心。问卷中的问题是:“你个人认为今后30年之内土地还会调整吗?”。将农民回答“会”视为“没有信心”;回答“村干部说了算”或者“中央政府(或上级)说了算”视为“中度信心”;回答“肯定不会”视为“有信心”。

⑫因全球金融危机导致大量工厂关闭,许多农民工回乡,农产品出口下降以及更多农民工失业(据国家统计局3月份估计,失业农民工达2300万人),将影响2009年农民收入增长。参见

《今年中国农民收入增长料将放缓》(2009-4-16 10:03:13 文章来源:路透社;http://www.afinance.cn/new/gncj/200904/191277.html)。

⑬2007年中国乡村人口数为7.275亿,占全国总人口的55.06%。资料来源:国家统计局编:《中国统计年鉴2008》,中国统计出版社,2008年(转引自http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2008/indexch.htm)。

⑭例如,近期正在进行《土地管理法》的修订工作。在新一稿的《修订草案》中,采取了“公益性项目用地目录”的形式,这是一个进步。

⑮参见吴次芳:《关于〈土地管理法〉修订稿的几点修改建议》,北京大学—林肯研究院城市发展土地政策研究中心等主办:《土地管理法》修改相关问题研讨会(未公开材料),2009年6月。

⑯2007年6月成都市被国务院批准为全国统筹城乡综合配套改革试验区;2007年底,都江堰市柳街镇列为成都市农村土地和房屋产权制度改革的试点乡镇;2008年3月试点工作从鹤鸣村起步。截至2009年6月,已完成全镇范围内所有集体建设用地使用权证、房屋所有权证以及鹤鸣村607户承包经营权的颁发。上述经验参见《农村产权制度改革及耕地保护基金发放基本情况》,《成都统筹城乡土地管理制度改革现场研讨会交流资料》(未公开材料),2009年6月。

⑰参见《中华人民共和国物权法》,“第一百三十三条 通过招拍、拍卖、公开协商等方式承包荒地等农村土地,依照农村土地承包法等法律和国务院的有关规定,其土地承包经营权可以转让、入股、抵押或者以其他方式流转”。

(上接第63页)

(36)Friedman, E., S. Johnson and T. Mitton, 2003, “Proprietary and Tunneling”, *Journal of Comparative Economics*, 31, pp.732~750.

(37)Healy Paul M., Wahlen James M., 1999, “A Review of the Earnings Management Literature and Implications for Standard Setting”, *Accounting Horizons*, 13, pp.365~383.

(38)Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 2000, “Tunneling”, *American Economic Review*, 90, pp.22~27.

(39)Ken Y. Chen, Randal J. Elder, Yung-Ming Hsieh, 2007, “Corporate Governance and Earnings Management: The Implications of Corporate Governance Best-Practice Principles for Taiwanese Listed Companies”, pp.2~33.

(40)Kothari, S. P., A. J. Leone, C. E. Wasley, 2005, “Performance Matched Discretionary Accrual Measures”, *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp.163~197.

(41)La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, 2002, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 57, pp.1147~1170.

(42)La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 1999, “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Accounting and Economics*, 54, pp.471~518.

(43)La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, pp.1131~1150.

(44)Masulis R. W., Korwar A., 1986, “Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting and Economics*, 15, pp.91~118.

(45)Mikkelson, W. H., Partch, M. P., 1986, “Stock price effects of security offerings and the issuance process”, *Journal of*

*Accounting and Economics*, 15, pp.31~60.

(46)Ming Jing and T. J. Wong, 2003, “Earnings Management and Tunneling Through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups”, EFA Annual Conference Paper.

(47)Rajan, R. G., L. Zingales, 1995, “What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *The Journal of Finance*, 50, pp.1421~1460.

(48)Rangan, S., 1998, “Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, 50, pp.101~122.

(49)Scott, D. W., 1992, “Multivariate Density Estimation: Theory, Practice and Visualization”, New York: Wiley, pp.335~370.

(50)Sweeney, A. P., 1994, “Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses”, *Journal of Financial Economics*, 5, pp.281~308.

(51)Subramanyam, K. R., 1996, “The Price of Discretionary Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, 22, pp.249~281.

(52)Teoh, S. H., I. Welch, T. J. Wong, 1998a, “Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, 50, pp.63~99.

(53)Teoh, S. H., T. J. Wong, G. R. Tao, 1998b, “Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?”, *Review of Accounting Studies*, 3, pp.175~208.

(54)Watts, R. L., J. L. Zimmerman, 1986, “Positive Accounting Theory”, *Englewood Cliffs: Prentice Hall*, pp.225~228.

(55)Watts, R., 2003, “Conservatism in Accounting Part I, Explanations and Implications”, *Accounting Horizons*, 17, pp.207~221.