

学校编码: 10384

分类号: \_\_\_\_\_ 密级: \_\_\_\_\_

学 号: B200211004

UDC: \_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

### 中国 A 股股票市场对盈余管理的价格反应 ——以可操纵应计为表征变量

#### The Pricing of Earnings Management in China's A-Share Market: Measured by Discretionary Accruals

郑 鑫 成

指导教师姓名: 陈汉文 教授

申请学位级别: 博 士

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2005 年 04 月

论文答辩日期: 2005 年 06 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2005 年 04 月

中国 ▶ 股股票市场 对 盈余管理 的 价格 反应 —— 以 可操纵 应计 为 表征 变量

郑 鑫 成

指 导 教 师 : 陈 汉 文 教 授

厦 门 大 学

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，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的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘 要

本文主要研究中国 A 股股票市场对于盈余管理（以可操纵应计为表征变量）的价格反应，以求更深入地理解我国证券市场如何处理会计信息。

全文内容框架及主要结论如下：引言主要介绍选题动机、正文各章节的内容安排、以及本文主要贡献；第一章对笔者检索到的盈余管理研究文献进行简要评述；第二章检验了各应计分解模型在中国证券市场的适用性，证明了横截面 Jones 模型的相对优越性；第三章检验了我国 A 股股票市场对于可操纵应计的价格反应，发现市场对净利润各组成部分（经营活动现金净流量、不可操纵应计、可操纵应计）均进行了单独定价；第四章解释了市场为何对可操纵应计进行定价，发现可操纵应计确实含有有关公司未来盈利能力的信息；第五章检验了我国 A 股市场对于可操纵应计的定价是否适度，结果发现存在显著的过度反应；第六章为结语，总结本文的主要结论，分析本文的局限性，并就可能的后续研究方向提出了个人意见。

本文创新之处和主要贡献包括：首次提供实证证据证明了横截面 Jones 模型在中国证券市场的相对优越性；首次证明中国 A 股股票市场对于可操纵应计为表征变量的盈余管理进行了单独定价，且价格反应系数为正；首次证明中国 A 股上市公司进行的盈余管理包含有关公司未来盈利能力的信息；首次证明我国 A 股市场对于可操纵应计的定价存在显著的过度反应；率先将某些实证研究方法应用于中国证券市场。

本文主要有如下局限性：横截面 Jones 模型对总应计的分解不一定准确；没有考虑研究期内制度变迁和业务发生重大变化的公司样本对数据一贯性和可比性的影响；样本期不够长使得某些时间序列模型的应用受到一定限制，并削弱了某些结论的稳固性；没有考虑公司所处行业差异、规模差异以及不同动机对盈余管理引发的市场反应的影响。

关键词：盈余管理；价格反应；可操纵应计

## ABSTRACT

The main purpose of this paper is to test the pricing mechanism of China's A-share stock market on discretionary accruals, which is the proxy of earnings management, so as to improve our understanding on how Chinese security market process the accounting information.

The paper consists of seven sections. The first part introduces the motive for this research, and describes its framework and main contributions. Chapter 1 briefly reviews the related literature. Chapter 2 compares the adaptability of differential accrual models and proves the comparative advantage of cross-sectional Jones Model. Chapter 3 tests whether the China's A-share market prices discretionary accruals and gets confirmative evidence. Chapter 4 tests the competitive explanations for the pricing of discretionary accruals and finds that it contains future value related information. Chapter 5 further tests the pricing of discretionary accruals and finds evidence of overpricing. Chapter 6 concludes the paper, and discusses the limitations and possible future research topic.

The main contributions of this paper include: provides empirical evidence for the comparative advantage of cross-sectional Jones Model when applied in Chinese security market; proves that the China's A-share market prices discretionary accruals; proves that the discretionary accruals contains future value related information; captures evidence of overpricing on discretionary accruals; and applies some research methodology and models to study on Chinese security market.

Major limitations of the paper include: cross-sectional Jones Model may be not accurate enough to separate discretionary accruals from total accruals; the institution changes during the research period is not considered; those corporations whose operation experienced extraordinary change are not excluded from the sample, which may impair the consistency of the financial data; my research period is too short to use some time-series models, and impair the robustness of some conclusion; the effects of different industry, size, and motives for earnings management on the pricing are not considered.

**Key Words:** Earnings Management; Pricing; Discretionary accruals

## 目 录

引言	1
一、问题的提出	1
二、本文框架及主要内容	3
三、本文主要贡献	7
第一章 盈余管理研究评述	9
一、概念界定	9
二、盈余管理动机的检验	14
1、资本市场动机	14
2、契约动机	21
3、管制动机	24
三、盈余管理的识别和计量	26
1、可操纵应计总额	26
2、个别应计项目	32
3、盈余数据的异常分布	33
四、国内盈余管理研究评述	33
第二章 中国 A 股市场盈余管理的计量	
——可操纵应计的估计	38
一、横截面 Jones 模型	39
二、横截面 DSS 模型（修订 Jones 模型）	42
三、时间序列 Jones 模型	42
四、时间序列 DSS 模型	44
五、四种模型之比较	44

<b>第三章 中国证券市场对可操纵应计有无价格反应</b> ·····	<b>49</b>
<b>一、研究模型设计</b> ·····	<b>49</b>
<b>二、变量的计量</b> ·····	<b>51</b>
1、总应计的计量·····	51
2、可操纵应计的计量·····	51
3、股票年超常回报的计量·····	51
<b>三、样本</b> ·····	<b>52</b>
1、样本的选取·····	52
2、样本描述性统计特征·····	53
<b>四、回归结果</b> ·····	<b>54</b>
<b>五、敏感性分析</b> ·····	<b>58</b>
1、剔除变量异常值·····	58
2、剔除横截面 Jones 模型回归异常的样本·····	59
3、其他模型·····	62
<b>六、结论</b> ·····	<b>63</b>
<b>第四章 对可操纵应计引发市场反应的解释</b> ·····	<b>64</b>
<b>一、盈余平滑证据</b> ·····	<b>65</b>
1、不同盈余指标之间的相关性·····	65
2、盈余数据的波动性·····	68
3、盈余数据一阶差分的自相关性·····	69
4、小结·····	70
<b>二、盈余平滑与盈余数据的决策相关性</b> ·····	<b>71</b>
<b>三、可操纵应计与未来盈余指标的关系</b> ·····	<b>73</b>
<b>四、结论</b> ·····	<b>77</b>

<b>第五章 中国证券市场对可操纵应计的定价是否适度</b> ···	<b>78</b>
<b>一、Mishkin 检验</b> ·····	<b>79</b>
1、研究设计·····	79
2、样本·····	80
3、研究结果·····	82
<b>二、投资组合检验</b> ·····	<b>84</b>
1、研究设计·····	84
2、样本·····	85
3、研究结果·····	86
<b>三、结论</b> ·····	<b>92</b>
<b>第六章 结语</b> ·····	<b>93</b>
<b>一、本文主要结论</b> ·····	<b>93</b>
<b>二、本文的局限性</b> ·····	<b>94</b>
<b>三、可能的后续研究方向</b> ·····	<b>95</b>
<b>参考文献</b> ·····	<b>98</b>
<b>后记</b> ·····	<b>104</b>



## CONTENTS

<b>Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>I. Motive of the research</b> .....	<b>1</b>
<b>II. Research Framework</b> .....	<b>3</b>
<b>III. Main contributions</b> .....	<b>7</b>
<b>Chapter One. Literature Review on Earnings Management</b> .....	<b>9</b>
<b>I. Definition</b> .....	<b>9</b>
<b>II. Motives of Earnings Management</b> .....	<b>14</b>
1. Capital Market Motives .....	14
2. Contract Motives .....	21
3. Anti-Regulation Motives .....	24
<b>III. Identification and Measurement of Earnings Management</b> .....	<b>26</b>
1. Discretionary Accruals .....	26
2. Specific Accruals .....	32
3. Abnormal Distribution of Earnings .....	33
<b>IV. Review of Chinese Literature</b> .....	<b>33</b>
<b>Chapter Two. Measurement of Earnings Management</b> <b>in China's A-Share Market: Estimation of</b> <b>Discretionary Accruals</b> .....	<b>38</b>
<b>I. Cross-Sectional Jones Model</b> .....	<b>39</b>
<b>II. Cross-Sectional DSS Model (Modified Jones Model)</b> .....	<b>42</b>
<b>III. Time-Series Jones Model</b> .....	<b>42</b>
<b>IV. Time-Series DSS Model</b> .....	<b>44</b>

<b>V. Comparison of the Four Models</b> .....	<b>44</b>
<b>Chapter Three. The Pricing of Discretionary Accruals</b> .....	<b>49</b>
<b>I. Research Design</b> .....	<b>49</b>
<b>II. Variables</b> .....	<b>51</b>
1. Total Accruals .....	51
2. Discretionary Accruals .....	51
3. Annual Abnormal Return .....	51
<b>III. Sample</b> .....	<b>52</b>
1. Selection of the Sample .....	52
2. Descriptive Statistics .....	53
<b>IV. Regression Results</b> .....	<b>54</b>
<b>V. Sensitive Analysis</b> .....	<b>58</b>
1. Exclusion of Outliers .....	58
2. Exclusion of Worse Jones Model Estimations .....	59
3. Alternative models .....	62
<b>VI. Conclusions</b> .....	<b>63</b>
<b>Chapter Four. Explanation for the Pricing of</b>	
<b>Discretionary Accruals</b> .....	<b>64</b>
<b>I. Evidence of Income Smoothing</b> .....	<b>65</b>
1. Contemporaneous Correlations between various	
components of net income .....	65
2. Volatility of Earnings .....	68
3. Autocorrelations of First-Difference in Earnings .....	69
4. Summary .....	70

<b>II. Implication of Income Smoothing</b> ·····	<b>71</b>
<b>III. Discretionary Accruals and Future Profitability</b> ·····	<b>73</b>
<b>IV. Conclusions</b> ·····	<b>77</b>
<b>Chapter Five. Mispricing of Discretionary Accruals</b> ·····	<b>78</b>
<b>I. The Mishkin Test</b> ·····	<b>79</b>
1. Research Design ·····	79
2. Samples ·····	80
3. Test Results ·····	82
<b>II. The Hedge-Portfolio Test</b> ·····	<b>84</b>
1. Research Design ·····	84
2. Samples ·····	85
3. Test Results ·····	86
<b>III. Conclusions</b> ·····	<b>92</b>
<b>Chapter Six. Conclusions</b> ·····	<b>93</b>
<b>I. Main Findings</b> ·····	<b>93</b>
<b>II. Limitations</b> ·····	<b>94</b>
<b>III. Future Research Suggestions</b> ·····	<b>95</b>
<b>References</b> ·····	<b>97</b>
<b>Acknowledgement</b> ·····	<b>104</b>

## 引 言

### 一、问题的提出

从 1990 年上海、深圳证券交易所相继设立<sup>1</sup>算起，我国证券市场已经走过了近十五年的发展历程。十五年间，我国的证券市场从无到有、从小到大，上市公司增长了一百多倍，上市公司总市值增长了近三千倍，在国民经济舞台上扮演着越来越重要的角色<sup>2</sup>。但同时不可否认的是，我国的证券市场还是一个很不成熟的市场，证券监管部门在和市场参与方的博弈中并未占据上风，致使十余年的发展历程出现了各式各样的违规事件和丑闻：原野股份、琼民源、东方锅炉、红光实业、黎明股份、银广夏、德隆系、伊利股份……，不胜枚举，且有愈演愈烈之势；这引发了投资者对我国证券市场的不信任，沉重打击了其投资信心，我国股市从 2001 年下半年开始陷入长时间熊市与之不无关系。

这些丑闻中，有相当一部分与上市公司进行利润操纵有关。上市公司的盈利能力是市场投资者进行投资决策的重要依据，同时也是市场监管的重要参数，因此证券市场对公司的盈余数据非常敏感。正因为此，上市公司出于各种目的进行盈余管理的现象非常普遍，本文略举两例如下：

1、由于我国上市公司发行股票的定价是以其会计利润为依据的，所以公司为了提高股票发行价格，千方百计调高上市前的会计利润，严重透

---

1、上海证券交易所成立于 1990 年 11 月 26 日，深圳证券交易所成立于 1990 年 12 月 1 日。

2、根据上海证券交易所([www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn))和深圳证券交易所([www.sse.org.cn](http://www.sse.org.cn))网站提供的数据整理：截至 2005 年 3 月 31 日，沪深股市上市公司总数已达 1375 家（沪市 837 家、深市 538 家），上市证券数为 1681 只（沪市 1004 只、深市 677 只），都比 1990 年增长了 100 多倍；上市公司总市值 3.6 万亿元人民币，比 1990 年增长近 3000 倍，占 2004 年 GDP 的 1/4 强。沪深股市为我国境内上市公司筹集巨额资金，使能源、交通、通讯、原材料等基础产业的资金瓶颈状况得到显著改善。

支了以后年度的帐面盈利，从而使得“首年发迹、次年微利、三年奔向 ST”的新股业绩变脸现象成为我国证券市场挥之不去的梦魇。根据 2003 年新上市的 41 家公司公布的半年报统计（陆国庆，2004），这些公司净利润总和比上年（也就是上市前一年）同期下降了近 97%；其加权平均每股收益仅 0.0026 元，远远低于 0.103 的市场平均水平。

2、（据 2003 年 6 月 2 日《上海证券报》第一版）深圳证券交易所在对 2002 年年报的事后审查工作中发现，2002 年年报中共有 137 家公司存在会计政策变更，占全部公司的 27.02%；97 家公司存在会计估计变更，占全部公司的 19.13%；131 家公司进行了会计差错调整，占全部公司的 25.83%。除了因执行新的《企业会计准则》和财政部通知等合理原因外，上述变更与调整中不乏应收款项、存货核算方法变更、资产减值准备计提比例变更等明显操纵利润的行为。

投资信心的缺失使得绝大部分投资者将盈余管理等同于利润操纵，甚至国内一些学者在其学术研究中也没有区分这两个概念（可参阅后文第一章第四节国内文献综述）。<sup>3</sup>但是 Watts and Zimmerman(1986)指出，有些盈余管理是出于机会主义动机，即为了满足公司或其管理层自身的某些需要，而故意操纵利润数据以误导市场的其他参与者——这种情况下的盈余管理扭曲了盈余数据；然而还有另外一种可能，即管理层通过盈余管理向市场传递了有关未来盈利能力的私有信息，弥补了基于历史成本的现行会计核算体系固有的某些缺陷，从而改善了会计利润数据反映公司内在经济价值的的能力（Healy and Palepu, 1993）。那么，我国证券市场中的盈余管理现象究竟是机会主义的利润操纵，还是善意的信号传递<sup>4</sup>呢？有关这一问题，笔

3、“操纵”在汉语中带有贬义，而“管理”则为中性词，不含主观价值判断。所以本文认为，在强调中立、客观的学术研究中，使用“盈余管理”比“利润操纵”更为合理。

4、信号传递是信息经济学中的术语，指拥有私有信息的一方主动将其拥有的私有信息传递给其他各方，以使对方能更准确地评估自己。

者尚未检索到具有普遍意义的实证证据，因此对其产生了浓厚的研究兴趣。

如果上市公司进行的盈余管理是出于机会主义动机，那么一个有效市场应该能够对其进行识别，在股票的定价中应该排除这些噪音的干扰；如果盈余管理的确传递了有关公司未来盈利能力的信息，那么市场在对股票的定价中应该考虑这些因素，换言之，市场应该对这种盈余管理进行单独定价。那么，我国证券市场究竟对上市公司的盈余管理做出了什么反应呢？本文将对这一问题进行研究，并分析这种反应是否恰当，或者说，能否作为我国证券市场有效性的证据。

进行上述研究的前提是能够对上市公司进行的盈余管理进行识别和计量。本文将分析讨论现有文献中应用最为广泛的盈余管理计量方法和模型，并基于中国证券市场的数据对其适用性进行比较评价。

## 二、本文框架及主要内容

除引言外，本文正文按如下框架展开。

第一章为盈余管理研究评述，对笔者掌握的国内外盈余管理研究文献进行简要梳理和回顾，主要从三个方面展开：对盈余管理概念的界定；盈余管理的动机研究；盈余管理的计量和识别。（一）现有文献中具有代表性的盈余管理定义有三个，其区别主要为是否将盈余管理限定于公认会计准则允许的范围内进行，以及是否包括非会计方法。本章对其进行了比较，并提出了本文研究基于的盈余管理概念。（二）盈余管理动机大致可分为三类：资本市场动机、契约动机和管制动机。资本市场动机包括管理层收购、股票发行、完成盈利预测、盈余平滑、影响投资者的预期等。现有文献证据表明，至少有一部分企业看起来是出于资本市场动机而进行了盈余管理，但这种盈余管理的发生频率还有待进一步研究；至于资本市场动机引发的盈余管理是否真正对股票价格产生了影响，不同的文献给出了相互矛盾的

证据。契约动机包括管理层薪酬契约动机或债务契约动机。现有文献证明，至少有部分公司的管理层出于薪酬契约动机或债务契约动机而进行了盈余管理，以增加个人分红、保住自己的职位、或者避免违反债务契约中的保护性条款。但是，有关这种盈余管理发生频率的证据非常少，也没有证据说明基于契约动机的盈余管理究竟利用了哪些具体的应计项目；此外，现有文献也不能说明基于契约动机进行的盈余管理幅度有多大、对股票价格产生何种影响以及如何影响资源配置。管制动机主要包括行业管制和反垄断管制；现有文献足以证明，企业为应对管制而进行了盈余管理，但有关这类盈余管理发生频率和幅度的证据非常有限，也没有证据说明管制当局和投资者对此作何反应。（三）现有文献中识别和计量盈余管理的方法可以分为三类：将总应计项目分解为不可操纵应计和可操纵应计，以可操纵应计度量盈余管理；专门研究特定应计项目，比如应收帐款坏帐准备、银行业贷款损失准备或保险公司理赔损失准备等等；通过盈余数据在某些临界值前后的异常分布来识别盈余管理。由于第三种方法无法说明盈余管理的手段和幅度，前两类方法应用得更为广泛。考虑到本文的主要研究目的，本节对现有文献中主要的应计计量模型进行了较为详细的讨论。

第二章利用 Jones 模型估计可操纵应计，以计量我国上市公司的盈余管理。为了进行比较，同时估计了横截面 Jones 模型、时间序列 Jones 模型、横截面 DSS 模型、时间序列 DSS 模型。根据上述四个模型估计的结果，从样本量（总样本量和单次回归样本量）、模型整体特征（拟合度和显著性）、参数估计值（符号符合预期的比例、标准差、分布正态性）三个方面对其进行比较，总体来说横截面模型略优于时间序列模型，Jones 模型略优于 DSS 模型。可以判断在现有模型中，横截面 Jones 模型是对可操纵应计的最好计量，但仍然不尽完美；这与众多国外学者的结论一致。本文之后的研究将采用横截面 Jones 模型从总应计中分离可操纵应计，作为盈余管理

的度量变量。

第三章利用上海、深圳证券交易所的数据，检验了我国 A 股股票市场是否对对应计项目做出了价格反应。实证结果表明，如果横截面 Jones 模型对可操纵应计和不可操纵应计的分解是正确的，则我国 A 股股票市场对于净利润的各组成部分（经营活动现金净流量、不可操纵应计、可操纵应计）均进行了单独定价，经营活动现金净流量、不可操纵应计、可操纵应计都能够提高盈余数据的价值相关性。尤其是，市场对可操纵应计做出了价格反应，且反应系数为正，说明通过操纵应计项目提高利润能够引起股票价格上涨，即我国 A 股市场对于盈余管理做出了价格反应。一系列敏感性检验均未推翻该结论。

第四章检验了市场为何对对应计项目进行定价，以判断两种解释何者合理：市场有效，可操纵应计含有反映公司经济价值的信息，改善了盈余数据反映公司经济价值的 ability；或者可操纵应计扭曲了盈余数据，市场对其定价是市场无效的表现。通过检验本期盈余数据对以后各期盈余指标的解释能力，本章证明可操纵应计确实含有有关公司未来盈利能力的信息；换言之，管理层通过操纵应计项目向市场传递了有关未来盈利能力的私有信息，确实改善了盈余数据反映公司经济价值的 ability，因此市场对可操纵应计的单独定价是合理的，不能作为市场无效的证据。此外，通过检验不同盈余指标之间的相关性、盈余指标的波动性、以及各盈余指标一阶差分的自相关性，本章还发现我国 A 股股票市场存在盈余平滑；然后通过检验各盈余数据的自相关性和交互相关性，证明盈余平滑提高了盈余数据的可持续性和可预测性，从而提高了其决策相关性。

第五章检验了我国 A 股市场对于可操纵应计（盈余管理）的定价是否适度。本章采用两种方法进行检验：Mishkin 检验和投资组合检验。Mishkin 检验的结果显示，相对于可操纵应计对下一年度盈利的预测能力，我国 A



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