

在建工程、公司治理与盈余价值相关性

——来自 2002~2011 年中国 A 股上市公司的经验证据

罗进辉¹, 吴祖光², 黄震¹

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049)

[摘要] 利用 2002~2011 年沪深两市 A 股上市公司的样本数据进行了实证研究, 结果表明: 在建工程占总资产的比例越大, 会计盈余水平与市场回报率之间的盈余价值相关性就越低; 新会计准则的实施, 显著降低了在建工程对盈余价值相关性的负面影响; 股权制衡机制能够显著降低在建工程对盈余价值相关性的负面影响, 而第一大股东持股比例则显著增强了在建工程对盈余价值相关性的负面影响。

[关键词] 在建工程; 盈余管理; 盈余价值相关性; 新会计准则; 公司治理

[中图分类号] F276

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2012)11-0115-10

Constructions in Process, Corporate Governance and Value-Relevance of Earnings

--- Empirical Evidence of Chinese A-share Listed Companies from 2002 to 2011

LUO Jin-hui¹, WU Zu-guang², HUANG Zhen¹

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005; 2. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China)

Abstract: Using data of Chinese A-share companies listed in both Shanghai and Shenzhen stock markets during 2002-2010, this paper finds that there is a significant and negative relationship between constructions in process and the value-relevance of earnings; the negative relationship becomes weaker; and the check-and-balance ownership structure significantly weakens the negative relationship, while the ownership concentration of the largest shareholder significantly strengthens the negative relationship.

Key Words: constructions in process; earnings management; value-relevance of earnings, new accounting standards; corporate governance

一、引言

2011年8月20日,国内顶级券商——中信证券(SH.600030)在披露的半年报中把已投入使用的新大楼仍放在“在建工程”科目中进行反映和核算,导致中信证券每个月少计提折旧约573万元。^①中信证券的这个低级会计差错,在各主要财经媒体的争相报道中,引起了社会各界的广泛关注。在这一事件

的启发下,笔者产生了如下疑问:(1)如果不是人们容易观察到的办公大楼,投资者、审计机构、监管部门和媒体等利益相关者是否还能及时发现上市公司类似的“会计差错”?(2)类似这样的“会计差错”是否具有普遍性?(3)上市公司是否有意识地通过类似的“会计差错”达到盈余管理的目的?对此,现有国内外文献均没有给出答案。本文试图通过大样本数据分

[收稿日期] 2012-10-09

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目(71202061);福建省社科规划青年项目(2012C027)

[作者简介] 罗进辉(1983-)男,福建连城人,厦门大学管理学院会计系助理教授,研究方向是公司治理与公司金融、资本市场财务会计;吴祖光(1971-)男,陕西西乡人,西安理工大学经济与管理学院教师,西安交通大学管理学院博士研究生,研究方向是资本市场财务会计;黄震(1991-)男,福建福州人,厦门大学管理学院,研究方向是资本市场财务会计。

析,找到中国上市公司通过在建工程资产进行盈余管理的系统性证据。

基于2002~2011年中国沪深两市A股上市公司8962个年度观察值的大样本数据,本文实证分析后发现:(1)上市公司在建工程占总资产的比例越大,其会计盈余水平与市场回报率之间的盈余价值相关性就越低,而且固定资产比例同样也与公司的盈余价值相关性显著负相关;(2)限定其他条件不变,2007年新会计准则的实施显著降低了在建工程和固定资产对上市公司盈余价值相关性的负面影响;(3)在多种内外部治理机制中,仅有股权制衡机制能够发挥一定的治理作用,显著降低了在建工程对盈余价值相关性的负面影响,而第一大股东持股比例所反映的股权集中度则显著增强了在建工程对盈余价值相关性的负面影响。上述研究结论在充分考虑了计量模型选择、变量度量、变量极值等带来的影响后依然稳健成立。因此,本文发现了上市公司利用在建工程资产进行盈余管理的系统性证据,且仅有个别治理机制能够有效约束上市公司的这类盈余管理行为。

本文的贡献主要有以下三点:一是基于大样本的经验研究,首次发现了上市公司利用在建工程进行盈余管理的系统性证据,即在建工程是公司内部人(包括大股东和管理者)进行盈余操纵的一种重要途径;二是从一个更具体的层面说明了实施新会计准则的积极意义,即新会计准则的实施能够有效抑制公司内部人通过在建工程进行盈余管理的行为,从而间接地提高上市公司的会计盈余价值相关性;三是发现在股权高度集中、投资者法律保护薄弱等特定制度背景下,股权制衡机制能够发挥一定的治理作用,而管理层持股、独立董事比例、股权集中度、董事长与总经理两职兼任、聘请国际四大会计师事务所等并未发挥积极的治理作用。这些结论对于监管部门进一步改革和完善中国上市公司的治理结构,具有重要的政策参考意义和实践启示。

二、理论分析与研究假设

会计盈余信息是外部中小投资者进行投资决策最主要的依据,高质量的会计盈余信息,有利于指导投资者做出科学的投资决策,从而实现社会资源的合理流动和社会资本的优化配置,最终促进资本市场乃至市场经济的健康发展^[1]。

现实中,由于所有权与经营权的分离以及由此产生的委托代理问题,上市公司的代理人(包括控股股东和管理层)为了追求自身利益的最大化,往往会采用多种手段进行盈余管理^[2-4],向外部利益相关者提供虚假、低质量的会计盈余信息。已有研究表明,

在中国特定的经济制度背景下,为了达到包装上市、避免亏损以保护上市的“壳”资源、满足配股和增发的盈利条件、抬高股价以抛售股票或实现股票期权的行权、逃避税款等目的,上市公司普遍存在严重的盈余管理问题^[5-6]。苏冬蔚和林大庞研究了CEO的盈余管理行为,发现为了加大其股权和期权的行权概率,CEO进行了显著更多的盈余管理,而CEO行权后的公司业绩会出现大幅度下降^[7]。雷光勇和刘慧龙研究了大股东的盈余管理行为,发现为了避免其控制的上市公司因亏损而被ST、PT以及退市,大股东会通过关联交易、资产重组等方式向上市公司输送利益,帮助其度过难关,以期攫取更多的控制权私人收益^[8-9]。因此,无论是控股股东还是管理者,上市公司的内部人都普遍存在多种强烈的盈余管理动机。

既然中国上市公司普遍存在盈余管理动机,那么,在建工程科目能否帮助其实现盈余管理的目的呢?首先,操纵在建工程结转固定资产的时点,可以帮助公司实现虚增当期利润和避免亏损。一方面,虽然在建工程和固定资产都属于资产科目,但在建工程不计提折旧,而固定资产需要计提折旧,而且计提的折旧要计入当期费用;另一方面,虽然会计准则明确规定当在建工程达到预定可使用状态时应把在建工程科目转入固定资产科目,但会计人员在判断“预定可使用状态”时具有很大的职业判断空间,这就容易滋生机会主义行为。其次,公司内部人可以操纵在建工程的规模,以掩盖其过度在职消费行为,在虚增公司资产的同时降低会计信息质量。从某种意义上说,在建工程科目就像一个“黑箱”,外部利益相关者很难了解和监督在建工程的真实构成,因而公司内部人能够很容易把与固定资产形成无关的过度在职消费支出计入在建工程科目。据此,本文认为,中国上市公司存在利用在建工程进行盈余管理的动机和可能性,降低了公司的会计盈余信息质量,从而扭曲了投资者的投资决策,降低了公司的盈余价值相关性。基于以上分析,我们提出本文的第一个研究假设。

假设H1:在建工程占比越大,公司会计盈余的价值相关性就越低。

盈余管理通常是以会计选择和职业判断为依托,而会计选择和职业判断又是会计准则的主要内容^[10]。设计会计准则的本意是为了追求会计信息的相关性和可靠性,杜绝任意操纵会计信息的行为。然而,由于实际情况具有复杂性,会计信息的相关性与可靠性之间、会计准则的刚性与不完备性和现实适应性之间不可避免地存在冲突。为了缓解这些冲突,会计准则必须允许企业管理当局保有适当的职业判断,这一无奈的设计反而成为管理当局蓄意操纵盈

余的最好借口和工具。因此,会计准则与盈余管理既是制约与反制约的关系,也是利用与反利用的关系。进一步地,会计准则的科学性、严密性和弹性直接决定了管理当局盈余管理的程度。换言之,科学、完善的会计准则有利于较好地制约管理当局的盈余管理行为。2007年实施的新会计准则,是中国会计准则发展历程中的标志性事件,其在许多重要的理念和具体的规定上都实现了与国际会计准则的趋同^[11]。以保护投资者为基本理论的新准则,在压缩准则和制度规范的“死角”、完善会计披露要求等方面都有了显著提高,从而大大压缩了管理当局的盈余管理空间。基于以上分析,本文认为,新会计准则的实施能够在一定程度上限制公司内部人利用在建工程进行盈余管理的行为,这是本文的第二个研究假设。

假设 H2:新会计准则的实施,能够降低在建工程对公司盈余价值相关性的负面影响。

盈余管理的根源是两权分离以及由此产生的委托代理问题^[2],而公司治理的目的是解决或缓解委托代理问题,降低代理成本。因此,公司治理结构安排在减轻代理问题的同时,能够降低甚至消除管理当局的盈余管理动机,进而影响企业的盈余管理水平^[12]。有关公司治理与盈余管理关系的研究显示,合理的股权结构安排、科学的高管股权激励计划、专业而独立的董事会、健全的投资者法律保护体系等内外部治

理机制以及公司治理水平的整体提高,都有利于缓解盈余管理问题,提高会计信息质量^[5,7,13-15]。因此,本文认为,公司治理机制的完善和治理水平的提高,有利于降低甚至消除管理当局利用在建工程进行盈余管理的动机,提高会计盈余信息的价值相关性,这是本文的第三个研究假设。

假设 H3:公司治理水平越高,在建工程对公司盈余价值相关性的负面影响就越低。

三、实证研究设计

(一)样本选取与数据来源

根据研究需要,我们以沪深两市 A 股上市公司为总样本,以 2002~2011 年作为样本考察期间,其中的每一年均以上一年的所有 A 股上市公司为基础样本,这样,本文的最初年度观察样本量共有 14 902 个。^②根据这一基础样本,我们进行了相关经验数据的收集,发现有 3 591 个年度观察样本在主要变量上存在数据缺失,剔除这些样本后的数据完整样本有 11 311 个。为了增强样本间的可比性和避免异常数据的影响,我们还剔除了:(1)资不抵债的公司年度样本 249 个;(2)样本期间曾被或正被 ST、*ST、S、S*ST 的公司年度样本 1 002 个;(3)同时发行 B 股或 H 股的公司年度样本 1 013 个;(4)金融业公司的年度样本 85 个。最终,我们得到 8 962 个有效年度观察样本,其年度分布情况如表 1 所示。

表 1 样本的年度分布情况

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合计
样本量	647	712	767	761	841	894	945	904	1091	1400	8962
比例(%)	7.22	7.94	8.56	8.49	9.38	9.98	10.54	10.09	12.17	15.62	100

上市公司的财务数据和公司治理结构数据分别来自于国泰安数据服务中心(CSMAR)的中国上市公司财务报表数据库和中国上市公司治理结构研究数据库。本文主要使用统计分析软件 Stata10.1 进行相关的计量分析。

(二)计量模型

研究盈余价值相关性的模型主要有回报模型和价格模型两大类,其中,回报模型又分为超额回报模型和原始回报模型^[12]。根据主体研究文献的做法^[15-18],我们采用了原始回报模型。同时,为了保证本文研究结论的可靠性,我们尝试使用了价格模型和超额回报模型,发现主要结果高度一致。具体地,本文设计了如下四个计量模型:

$$\text{Return}_{it} = \beta_0 + \beta_{11}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Leverage}_{it} + \beta_4 \text{Tobinq}_{it} + \beta_5 \text{Beta}_{it} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Return}_{it} = \beta_0 + \beta_{11}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) + \beta_{12}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) * \text{Construction}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Leverage}_{it} + \beta_4 \text{Tobinq}_{it} +$$

$$\beta_5 \text{Beta}_{it} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{Return}_{it} = \beta_0 + \beta_{11}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) + \beta_{12}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) * \text{Construction}_{it} + \beta_{13}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) * \text{Construction}_{it} * \text{New} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Leverage}_{it} + \beta_4 \text{Tobinq}_{it} + \beta_5 \text{Beta}_{it} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{Return}_{it} = \beta_0 + \beta_{11}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) + \beta_{12}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) * \text{Construction}_{it} + \beta_{14}(\text{EPS}_{it}/P_{it-1}) * \text{Construction}_{it} * \text{Governance}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Leverage}_{it} + \beta_4 \text{Tobinq}_{it} + \beta_5 \text{Beta}_{it} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中, β_0 代表多元计量模型的常数项; i 表示第 i 个横截面; t 表示第 t 年; $\sum \text{Industry}$ 和 $\sum \text{Year}$ 分别代表行业和年度虚拟变量; Governance_{it} 分别代表 Top1_{it} 、 Indboard_{it} 、 Mshare_{it} 、 Duality_{it} 、 Balance_{it} 、 Big4_{it} 等多个公司治理变量中的某一个; ε_{it} 为随机扰动项。特别地,模型(1)是基础模型,其中 β_{11} 为盈余价值相关性系数,其符号应该显著为正;模型(2)用于检验在建工程对盈余价值相关性的影响,若 β_{12} 显著为

负,则表明在建工程降低了盈余价值相关性,反之则相反。模型(3)用于检验新会计准则实施前后在建工程对盈余价值相关性的影响是否发生了变化,若 β_{13} 显著为正,则表明新会计准则的实施有利于增强(减弱)在建工程对盈余价值相关性的积极影响(消极影响),反之则相反。模型(4)用于检验各种公司治理机制对在建工程与盈余价值相关性关系的影响,若 β_{14} 显著为正,则表明该治理机制有利于增强(减弱)在建工程对盈余价值相关性的积极影响(消极影响),反之则相反。

(三)变量定义

根据上述考察盈余价值相关性的原始回报模型,本文的因变量为上市公司的市场回报率(Return),自变量为上市公司的会计盈余水平(EPS/P),在建工程比例(Construction)、固定资产比例

(Fixed_asset)、新会计准则哑变量(NEW)、公司治理变量等则是本文的调节变量,出现在交互项中。本文主要考察六个公司治理变量的调节影响,其分别是反映公司股权结构机制的第一大股东持股比例(Top1)和股权制衡水平(Balance)、反映董事会治理机制的独立董事比例(Indboard)和两职兼任哑变量(Duality)、反映高管薪酬治理机制的管理层持股比例(Mshare)和反映外部审计治理机制的聘请国际四大会计师事务所哑变量(Big4)。此外,借鉴现有关于盈余价值相关性的研究文献^[12,15,18],我们控制了公司规模(Size)、负债水平(Leverage)、托宾Q值(Tobinq)、Beta系数(Beta)、行业(Industry)、年度(Year)等因素对上市公司盈余价值相关性的可能影响。各变量的具体定义如表2所示。

表2 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
市场回报率	Return	(当年最后一个交易日收盘价/当年第一个交易日收盘价)-1
会计盈余水平	EPS/P	当年年末公司每股收益与公司股票上一年年收盘价的比值
在建工程	Construction	年末在建工程与年初总资产的比值
固定资产	Fixed_asset	年末固定资产与年初总资产的比值
第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持有股份与公司总股份的比值
独立董事比例	Indboard	独立董事席位与董事会总席位的比值
管理层持股比例	Mshare	管理层持有股份与公司总股份的比值
两职兼任情况	Duality	哑变量,若董事长和总经理两职由一人担任,则取值为1,否则为0
股权制衡水平	Balance	第二到第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值
四大会计师事务所	Big4	哑变量,若聘请国际四大会计师事务所审计,则取值为1,否则为0
新会计准则	New	哑变量,新会计准则实施的年份取值为1,否则为0
公司规模	Size	年末公司总资产的自然对数值
负债水平	Leverage	年末公司总负债与总资产的比值
托宾Q值	Tobinq	(总股本*年收盘价+负债总额)/总资产
Beta系数	Beta	截至当年年末最近24个月的Beta系数
行业变量	Industry	根据中国证监会的一级行业分类标准,构建12个行业哑变量
年度变量	Year	构建10个年度哑变量,分别代表2002~2011年各年度

四、实证分析结果与讨论

(一)描述性统计分析结果

表3列示了样本数据的描述性统计分析结果。(1)市场回报率均值为30.8%,中位数为-9.1%,说明不同上市公司间的市场回报率差异非常大;会计盈余水平的分布则要均匀得多,其均值和中位数分别为0.012和0.008,比较接近。这些结果表明,A股市场存在着长期的巨幅波动现象。(2)在建工程占期初总资产的比例平均为5.9%,固定资产占期初总资产

的比例则平均为33.6%,说明上市公司的资产结构相对比较合理。(3)第一大股东平均持有38.9%的股份,第二到第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值平均为0.637,说明A股上市公司的股权结构高度集中,大额股份掌握在第一大股东手中。(4)独立董事比例平均为34.6%,刚好达到中国证监会关于上市公司董事会中至少有1/3独立董事席位的刚性要求,而管理层持股比例非常低,平均只有2.5%,这主要是受到中国证监会对上市公司高

管股权激励长期制度的限制。(5) 在所有样本公司中, 有 12.9%公司的董事长与总经理两职位由一个人担任, 且有 4.1%的公司购买了国际四大会计师事

务所的审计服务。此外, 其他变量的分布没有发现异常情况。

表 3 描述性统计分析结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
Return	8962	0.308	1.021	-0.884	-0.318	-0.091	0.678	12.123
EPS/P	8962	0.012	0.067	-0.734	0.002	0.008	0.019	5.478
Construction	8962	0.059	0.097	0.000	0.006	0.025	0.069	1.498
Fixed_asset	8962	0.336	0.225	0.000	0.182	0.300	0.467	5.264
Top1	8962	0.389	0.162	0.022	0.261	0.373	0.511	0.852
Indboard	8962	0.346	0.063	0.000	0.333	0.333	0.364	0.714
Mshare	8962	0.025	0.098	0.000	0.000	0.000	0.000	1.748
Duality	8962	0.129	0.335	0	0	0	0	1
Balance	8962	0.637	0.670	-0.203	0.145	0.412	0.932	7.971
Big4	8962	0.041	0.197	0	0	0	0	1
Size	8962	21.571	1.062	17.497	20.832	21.462	22.183	26.949
Leverage	8962	0.490	0.183	0.007	0.363	0.501	0.627	0.996
Tobinq	8962	6.741	13.695	0.749	1.870	3.194	6.530	389.640
Beta	8962	0.989	0.372	-0.941	0.762	1.000	1.217	2.843

(二) 相关系数分析结果

表 4 列示了本文主要变量的 Pearson 相关系数分析结果。(1) 与基本的理论预期相符, 上市公司的会计盈余水平与其市场回报率在 1% 的统计水平下显著正相关。(2) 第一大股东持股比例、聘请国际四大会计师事务所等与市场回报率显著负相关, 而独立董事比例、股权制衡水平等与市场回报率显著正相关, 这些结果可能表明, 具有相对分散的股权结构、较高独立性的董事会等特征的上市公司股票得到了外部中小投资者更高的定价。(3) 独立董事比例与第一大股东持股比例在 1% 的统计水平下显著负

相关, 说明上市公司的股权结构越集中, 董事会的独立性就越低。(4) 聘请国际四大会计师事务所哑变量与第一大股东持股比例显著正相关, 而与股权制衡水平显著负相关, 说明上市公司的股权结构越集中, 就越有可能聘请国际四大会计师事务所为其提供审计服务, 从而提高外部中小投资者对公司的信任度。此外, 除了第一大股东持股比例与股权制衡水平间的相关系数达到 -0.686 外, 其他变量间两两相关系数的绝对值都远小于 0.5, 这意味着多元回归分析中可能产生的多重共线性问题较轻。

表 4 主要变量的相关系数分析结果

变量	Return	EPS/P	Construction	Fixed_asset	Top1	Indboard	Mshare	Duality	Balance
Return	1								
EPS/P	0.065 ^a	1							
Construction	0.007	0.043 ^a	1						
Fixed_asset	0.045 ^a	0.048 ^a	0.170 ^a	1					
Top1	-0.053 ^a	0.068 ^a	0.065 ^a	0.108 ^a	1				
Indboard	0.083 ^a	0.021 ^b	-0.010	-0.053 ^a	-0.074 ^a	1			
Mshare	-0.014	0.008	-0.018 ^c	-0.070 ^a	-0.137 ^a	0.103 ^a	1		
Duality	-0.003	-0.013	-0.023 ^b	-0.055 ^a	-0.065 ^a	0.049 ^a	0.145 ^a	1	
Balance	0.029 ^a	-0.026 ^b	-0.025 ^b	-0.052 ^a	-0.686 ^a	0.018 ^c	0.269 ^a	0.044 ^a	1
Big4	-0.017 ^c	0.025 ^b	0.042 ^a	0.025 ^b	0.113 ^a	0.018 ^c	-0.026 ^b	-0.010	-0.041 ^a

注 a、b、c 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平下显著(双尾检验)。

(三)多元回归分析结果

在单变量描述性统计分析的基础上,本文进行了多元回归分析,以检验在建工程对上市公司盈余价值相关性的影响。

表5为在建工程影响盈余价值相关性的OLS多元回归分析结果。由表5可知,所有回归模型的F检验在1%的水平下统计显著,拒绝了回归模型中所有变量系数都为0的零假设。回归模型的VIF均值处于3.94与4.29之间,远小于临界值10,说明回归模型的多重共线性问题较弱。另外,所有回归模型调整后的R²都超过了65%,说明回归模型具有很高的解释力。

表5的结果显示:(1)上市公司的会计盈余水平(ESP/P)与其市场回报率(Return)在1%的统计水平下显著正相关,因而本文的基础模型(1)得到了检验并得以通过;(2)当把在建工程(Construction)、在建工程与会计盈余水平的交互项(ESP/P*Construction)引入回归模型后,会计盈余水平(ESP/P)的回归系数仍然显著为正,而在建工程与会计盈余水平的交互项则得到了1%水平下显著为负的回归系数,说明在建工程占比越大,公司的盈余价值相关性就越低,这支持了本文的研究假设H1,即上市公司存在利用在建工程进行盈余管理的问题,降低了会计盈余信息的价值相关性;(3)当把新会计准则哑变量(New)及其与在建工程、会计盈余水平三者间的交互项(ESP/P*Construction*New)引入回归模型后,其他变量的回归结果没有发生质的变化,而三个变量间的交互项则得到了1%水平下显著为正的回归系数,说明2007年新会计准则的实施,降低了在建工程对上市公司盈余价值相关性的负面影响,这很好地支持了本文的研究假设H2,即与国际趋同且更加完善的新会计准则体系,在一定程度上限制了上市公司管理当局利用在建工程进行盈余管理的空间,从而间接地提高了会计盈余信息的价值相关性。

表5 在建工程影响盈余价值相关性的OLS多元回归分析结果(N=8 962)

自变量	因变量:Return			
	模型1	模型2	模型3	模型4
EPS/P		0.666*** (6.866)	2.368*** (14.125)	2.664*** (14.865)
EPS/P*Construction			-17.555*** (-12.417)	-10.167*** (-4.775)
EPS/P*Construction*New				17.772*** (4.637)
New				1.611*** (51.454)
Construction			0.125* (1.860)	0.117** (1.747)

Size	-0.003 (-0.472)	-0.008 (-1.239)	-0.023*** (-3.276)	-0.024*** (-3.431)
Leverage	0.079** (2.016)	0.104*** (2.649)	0.166*** (4.250)	0.176*** (4.508)
Tobinq	0.005*** (10.454)	0.005*** (10.751)	0.006*** (11.457)	0.006*** (11.560)
Beta	0.119*** (6.255)	0.124*** (6.535)	0.129*** (6.886)	0.131*** (6.969)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.361** (-2.366)	-0.276* (-1.805)	-0.036 (-0.238)	-0.022 (-0.145)
F值	696.95***	674.41***	640.94***	624.01***
VIF值	4.12	4.00	3.94	4.29
调整R ²	0.651	0.653	0.658	0.659

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平下显著。

表6列示了多种治理机制影响在建工程与盈余价值相关性的OLS多元回归结果。(1)与表5的结果保持高度一致,在所有回归模型中,会计盈余水平(ESP/P)均在1%的水平下显著为正,在建工程与会计盈余水平的交互项(ESP/P*Construction)则在1%的水平下显著为负,本文的研究假设H1稳健成立。(2)第一大股东持股比例(Top1)及其与在建工程、会计盈余水平三者间的交互项(ESP/P*Construction*Top1)得到了1%水平下显著为负的回归系数,说明第一大股东持股比例越高,在建工程对上市公司盈余价值相关性的负面影响就越大,这意味着控股股东持有的股权比例越高,其利用在建工程进行盈余管理的行为倾向就越强,从而降低了上市公司会计盈余质量。(3)股权制衡(Balance)、在建工程、会计盈余水平三者间的交互项(ESP/P*Construction*Balance)得到了正的回归系数,而且统计显著水平达到了1%。这一结果表明,股权制衡能够发挥一定的治理作用,有效约束了上市公司内部人利用在建工程进行盈余管理的行为,从而间接地提高了公司的会计盈余质量。(4)本文没有发现董事会独立性(Indboard)、高管股权激励机制(Mshare)、董事长与总经理的两职兼任机制(Duality)、聘请国际四大会计师事务所(Big4)能够约束公司内部人利用在建工程进行盈余管理的经验证据。这主要是因为,在股权高度集中的背景下,上市公司的主要治理问题是控股股东与中小股东间的代理问题^[19],上述四种治理机制则主要用于解决传统的第一类代理问题,因而在约束控股股东机会主义行为方面发挥的作用非常有限^[20-21]。特别地,虽然上市公司董事会的独董席位和独立性在形式上有了明显的增加和提高,但实

实际上上市公司完善独立董事制度主要是为了应付证监会的监管要求(参见表 3),独立董事的独立性和专业性仍存在很大的疑问,甚至成为公司内部人的幌子和保护伞^[22],因而不能发挥应有的监督约束作用。综合表 6 的回归结果,本文发现,股权集中和股权制衡机制能够显著影响在建工程与盈余价值相关

性间的负向关系,这支持了本文的研究假设 H3。这一结果,一方面说明多种治理机制能够对上市公司利用在建工程进行盈余管理的行为发挥一定的监督、约束作用;另一方面由结果逆向推论可知,中国 A 股上市公司确实普遍存在利用在建工程科目进行盈余管理的现象。

表 6 在建工程、公司治理与盈余价值相关性的 OLS 多元回归分析结果(N=8 962)

自变量	因变量 Return					
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
EPS/P	2.820*** (14.710)	2.400*** (14.163)	2.376*** (14.127)	2.415*** (14.117)	2.851*** (15.163)	2.395*** (14.205)
EPS/P*Construction	- 8.390*** (- 3.646)	- 18.399*** (- 11.876)	- 16.568*** (- 8.294)	- 16.035*** (- 8.663)	- 9.310*** (- 4.580)	- 17.052*** (- 11.787)
EPS/P*Construction*Top1	- 55.331*** (- 5.008)					
EPS/P*Construction*Indboard		- 49.751 (- 1.344)				
EPS/P*Construction*Mshare			42.205 (0.693)			
EPS/P*Construction*Duality				14.868 (1.288)		
EPS/P*Construction*Balance					20.330*** (5.625)	
EPS/P*Construction*Big4						18.878 (1.583)
Top1	0.101** (2.327)					
Indboard		0.047 (0.393)				
Mshare			0.067 (0.979)			
Duality				0.024 (1.229)		
Balance					0.017* (1.789)	
Big4						- 0.056* (- 1.671)
Construction	0.132** (1.976)	0.126* (1.877)	0.122* (1.811)	0.125* (1.857)	0.108 (1.617)	0.115** (1.701)
控制变量	Size、Leverage、Tobinq、Beta、Industry、Year 等变量均已控制					
截距项	0.029 (0.190)	- 0.043 (- 0.279)	- 0.056 (- 0.359)	- 0.051 (- 0.329)	- 0.075 (- 0.483)	- 0.076 (- 0.483)
F 值	599.60***	596.79***	596.75***	596.96***	600.26***	597.06***
VIF 值	4.31	3.94	3.98	3.94	4.13	3.77
调整 R ²	0.660	0.658	0.658	0.659	0.660	0.659

注:同表 5。

(四)进一步的分析

理论上,在建工程是指企业固定资产的新建、改建、扩建,或者技术改造、设备更新和大修理工程等尚未完工的工程支出。也就是说,在建工程科目是一个临时性科目,当在建工程完工并正式交付使用时,都需要转入固定资产科目。由此产生的一个疑问是:

既然在建工程会影响公司的盈余价值相关性,那么,固定资产是否也会影响公司的盈余价值相关性?基于此,本文利用同样的计量回归模型,进一步分析了固定资产比例对盈余价值相关性的影响关系,结果如表 7 所示。

表 7 的回归结果显示,与表 5 关于在建工程的

回归结果高度类似,固定资产比例(Fixed_asset)与会计盈余水平的交互项(ESP/P*Fixed_asset)以及固定资产比例、会计盈余水平、新会计准则实施哑变量三者间的交互项(ESP/P*Fixed_asset*New)都分别得到了显著为负的回归系数和显著为正的回归系数,说明上市公司的固定资产占总资产的比例越高,其盈余价值相关性就越低,也即公司的会计盈余信息质量越低。2007年新会计准则的实施,有效地抑制了这一负面影响。本文的分析结果表明,由于在建工程科目中存在盈余管理问题,其对上市公司盈余价值相关性的负面影响也进一步反映在与其密切相关的固定资产科目中。

表7 固定资产影响盈余价值相关性的 OLS 多元回归分析结果(N=8 962)

自变量	因变量 :Return			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
EPS/P		0.666*** (6.866)	1.461*** (9.573)	1.742*** (10.645)
EPS/P*Fixed_asset			-4.188*** (-6.771)	-0.833 (-0.885)
EPS/P*Fixed_asset*New				8.129*** (4.724)
New				1.620*** (51.393)
Fixed_asset			0.041 (1.278)	0.031 (0.944)
Size	-0.003 (-0.472)	-0.008 (-1.239)	-0.014** (-1.994)	-0.014** (-2.031)
Leverage	0.079** (2.016)	0.104*** (2.649)	0.122*** (3.126)	0.137*** (3.485)
Tobinq	0.005*** (10.454)	0.005*** (10.751)	0.005*** (11.052)	0.006*** (11.162)
Beta	0.119*** (6.255)	0.124*** (6.535)	0.125*** (6.600)	0.126*** (6.685)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.361** (-2.366)	-0.276* (-1.805)	-0.210 (-1.372)	-0.210 (-1.374)
F 值	696.95***	674.41***	629.37***	609.14***
VIF 值	4.12	4.00	3.92	4.21
调整 R ²	0.651	0.653	0.654	0.655

注:同表5。

(五)稳健性检验

由于本文使用的样本是一个前后跨越10个观察年份的面板数据结构,而面板数据普遍存在公司间的截面相关以及时间序列上的自相关等问题,这些问题都可能导致回归系数标准误的低估和回归系数t统计量的高估,从而降低回归模型估计结果的可靠性。为了避免计量模型估计方法的自选择偏差,我们使用面板数据的固定效应模型方法(Fixed-ef-

fects model)进行了多元回归分析,结果如表8和表9所示。

表8 在建工程影响盈余价值相关性的固定效应模型分析结果(N=8 962)

自变量	因变量 :Return			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
EPS/P		0.664*** (6.183)	2.719*** (13.630)	3.089*** (14.481)
EPS/P*Construction			-20.248*** (-12.195)	-11.037*** (-4.377)
EPS/P*Construction*New				21.964*** (4.848)
New				-0.037 (-0.955)
Construction			0.224*** (2.600)	0.214*** (2.484)
Size	-0.114*** (-5.560)	-0.117*** (-5.572)	-0.133*** (-6.564)	-0.132*** (-6.529)
Leverage	0.192** (2.535)	0.227*** (3.000)	0.322*** (4.274)	0.346*** (4.581)
Tobinq	0.008*** (10.020)	0.008*** (10.160)	0.009*** (10.793)	0.009*** (10.886)
Beta	0.092*** (3.806)	0.099*** (4.099)	0.106*** (4.418)	0.108*** (4.505)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
截距项	2.270*** (3.394)	2.326*** (3.487)	2.640*** (3.986)	2.623*** (3.967)
F 值	747.85***	717.60***	674.89***	649.69***
调整 R ²	0.601	0.603	0.611	0.612

注:同表5。

从表8和表9中可以看出,与上文的OLS回归模型分析结果相比,本文主要观察变量的回归系数符号和统计显著水平都没有发生改变,即本文的主要研究结论仍然稳健成立。因此,本研究不存在计量估计模型的自选择偏误问题。

此外,本文还进行了如下稳健性检验:(1)借鉴陈俊和陈汉文的做法^[12],利用主成分因子分析方法,把第一大股东持股比例、股权制衡水平、管理层持股比例、董事长与总经理两职兼任情况、独立董事比例、聘请国际四大会计师事务所六个治理变量合并成一个综合的公司治理指数,发现综合治理指数越高,在建工程对盈余价值相关性的负面影响就越小,这很好地支持了本文的研究假设;(2)考虑到在建工程具有长期性,当年的在建工程总量可能不能较好地反映管理当局的盈余管理行为,本文分析了在建工程增量占期初总资产的比例对上市公司盈余价值相关性的影响,发现相关的回归结果依然支持本文的研究假设;(3)为了规避极值带来的不利影响,本

表9 在建工程、公司治理与盈余价值相关性的固定效应模型分析结果(N=8 962)

自变量	因变量 :Return					
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
EPS/P	3.257*** (14.157)	2.775*** (13.693)	2.731*** (13.641)	2.773*** (13.603)	3.310*** (14.707)	2.754*** (13.719)
EPS/P*Construction	- 9.438*** (- 3.464)	- 21.389*** (- 11.663)	- 20.131*** (- 7.834)	- 18.480*** (- 8.540)	- 10.680*** (- 4.436)	- 19.637*** (- 11.531)
EPS/P*Construction*Top1	- 64.457*** (- 4.918)					
EPS/P*Construction*Indboard		- 59.128 (- 1.393)				
EPS/P*Construction*Mshare			8.107 (0.097)			
EPS/P*Construction*Duality				17.229 (1.277)		
EPS/P*Construction*Balance					23.669*** (5.513)	
EPS/P*Construction*Big4						22.883 (1.592)
Top1	0.216** (2.079)					
Indboard		- 0.108 (- 0.650)				
Mshare			- 0.493* (- 1.929)			
Duality				0.000 (0.015)		
Balance					0.060*** (2.760)	
Big4						- 0.041 (- 0.701)
Construction	0.225*** (2.617)	0.227*** (2.634)	0.226*** (2.620)	0.223*** (2.584)	0.195** (2.266)	0.210*** (2.426)
控制变量	Size、Leverage、Tobinq、Beta、Industry、Year 等变量均已控制					
截距项	2.525*** (3.776)	2.656*** (4.007)	2.653*** (4.007)	2.407*** (3.592)	2.570*** (3.888)	2.622*** (3.958)
F 值	624.21***	621.05***	621.19***	620.94***	625.40***	621.07***
调整 R ²	0.612	0.611	0.611	0.611	0.613	0.611

文还对所有连续变量进行了 1%和 5%的缩尾处理, 并进行了相应的回归分析。结果显示, 本文的主要结论依然稳健成立。

五、研究结论与启示

完善上市公司的信息披露要求, 提高会计盈余信息的价值相关性, 是保护广大中小投资者利益、促进证券市场健康发展的重要举措。本文由现实案例引发思考后分析指出, 由于在建工程资产具有独特的隐蔽性, 上市公司内部人存在通过操纵在建工程的规模及其结转固定资产的时点进行盈余管理的动机和可能性, 从而降低上市公司会计盈余信息的价值相关性。基于这一理论预期, 本文对 2002~2011 年中国 A 股上市公司 8 962 个年度观察样本进行了实证研究, 结果表明: (1) 在建工程比例和固定资产比

例越大, 上市公司的盈余价值相关性就越低; (2) 2007 年新会计准则的实施, 显著降低了在建工程和固定资产对上市公司盈余价值相关性的负面影响; (3) 在多种内外部治理机制中, 仅有股权制衡机制能够发挥一定的治理作用, 显著降低了在建工程对盈余价值相关性的负面影响, 而由第一大股东持股比例反映的股权集中度则显著增强了在建工程对盈余价值相关性的负面影响。由此, 本文发现了中国上市公司利用在建工程进行盈余管理的系统性证据, 而新会计准则的实施和股权制衡机制能在一定程度上有效制约上市公司的这类盈余管理行为。

本文的研究结论对于进一步规范上市公司的会计核算和信息披露, 进而提高会计盈余的价值相关性, 具有重要的启示和政策意义。近年来, 上市公司

通过资产减值准备进行盈余管理的问题受到了社会各界的广泛关注,一些问题在新会计准则实施后得到了基本缓解,但与在建工程相关的盈余操纵问题却未引起足够的重视,有关决策部门急需出台和完善相关的会计准则和法规,以更好地规范上市公司在建工程科目的会计核算与信息披露行为,并责成会计师事务所加强对上市公司在建工程科目的审计与监督。更为重要的是,本文的研究结果启示我们,虽然针对各种具体形式的盈余管理行为,可以通过出台或完善相关的会计法规和监督制度来加以解

决,但这种“头痛医头,脚痛医脚”的解决思路不能从根本上杜绝上市公司的盈余管理行为,因为上市公司具有多种潜在的盈余管理途径供其相机选择。因此,要从根本上解决上市公司的盈余管理问题,需要具有系统的全局观,把完善公司治理结构与会计准则体系建设有机地结合起来。只有在健全且运转良好的公司治理结构下,上市公司才可能具有正确而有效的激励,按会计准则体系规定的正确方法进行会计核算和信息披露,并对外提供高质量的会计盈余信息。

注释:

① 详情请查阅新浪财经 <http://finance.sina.com.cn/stock/quanshang/other/20110824/021210366855.shtml>。

② 根据 CSMAR 数据库提供的数据,2002~2011 年期间,各年年初的 A 股上市公司家数分别为 1 140(2002 年)、1 211(2003 年)、1 278(2004 年)、1 378(2005 年)、1 393(2006 年)、1 459(2007 年)、1 585(2008 年)、1 662(2009 年)、1 761(2010 年)、2 035(2011 年),合计为 14 902 家。

[参考文献]

- [1] 陆正飞,祝继高,孙便霞.盈余管理、会计信息与银行债务契约[J].管理世界,2008(3):152-158.
- [2] Healy P M,Wahlen J M.A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standards Setting[J].Accounting Horizons,1999,13:365-383.
- [3] 吴联生,薄仙慧,王亚平.避免亏损的盈余管理程度:上市公司与非上市公司的比较[J].会计研究,2007(2):44-51.
- [4] 方红星,金玉娜.高质量内部控制能抑制盈余管理吗——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J].会计研究,2011(8):53-60.
- [5] 高雷,张杰.公司治理、机构投资者与盈余管理[J].会计研究,2008(9):64-72.
- [6] 陈小林,林昕.盈余管理、盈余管理属性与审计意见——基于中国证券市场的经验证据[J].会计研究,2011(6):77-85.
- [7] 苏冬蔚,林大庞.股权激励、盈余管理与公司治理[J].经济研究,2010(11):88-100.
- [8] 雷光勇,刘慧龙.控股股东性质、利益输送与盈余管理幅度——来自中国 A 股公司首次亏损年度的经验证据[J].中国工业经济,2007(8):90-97.
- [9] 李增泉,于谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(1):95-105.
- [10] 沈烈,张西萍.新会计准则与盈余管理[J].会计研究,2007(2):52-58.
- [11] 陈信元,何贤杰,田野.新会计准则研究:分析框架与综述[J].中国会计评论,2011(2):139-158.
- [12] 陈俊,陈汉文.公司治理、会计准则执行与盈余价值相关性[J].审计研究,2007(2):45-52.
- [13] Lee K W. Organizational Structure and Earnings Management[J].Journal of Accounting,Auditing & Finance,2007,22(2):293-331.
- [14] Cornett M M,Marcus A J,Tehrani H. Corporate Governance and Pay-for-Performance:The Impact of Earnings Management[J].Journal of Financial Economics,2008,87(2):357-373.
- [15] 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[J].会计研究,2006(2):66-74.
- [16] 高雷,张杰.公司治理、资金占用与盈余管理[J].金融研究,2009(5):121-140.
- [17] Fan J P H,Wong T J. Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia [J].Journal of Accounting Research,2002,43:401-425.
- [18] 罗进辉,李超.新会计准则颁布前后资产减值准备与盈余质量研究[J].证券市场导报,2010(7):37-43.
- [19] Shleifer A,Vishny R.A Survey of Corporate Governance[J].Journal of Finance,1997,52(2):737-783.
- [20] Morck R,Wolfenzon D,Yeung B. Corporate Governance,Economic Entrenchment,and Growth [J].Journal of Economic Literature,2005,43(3):655-720.
- [21] Young M N,Peng M W,Ahlstrom D,Bruton G D,Jiang Y. Corporate Governance in Emerging Economics:A Review of the Principal-Principal Perspective[J].Journal of Management Studies,2008,45(1):196-220.
- [22] Su Y,Xu D,Phan P H. Principal-Principal Conflicts in the Governance of the Chinese Public Corporation [J].Management and Organization Review,2008,4(1):17-38.

[责任编辑:高巍]