

交叉上市对企业盈余质量的影响

——基于应计盈余管理和真实盈余管理的研究

吴媛媛(副教授)

【摘要】以1994~2015年间中国沪深两市A股上市公司作为研究样本,从中确定至2015年底已经在境内和香港两地上市的公司名单,对选取的样本进行多元回归分析,比较交叉上市公司与其配对公司在应计盈余管理和真实盈余管理行为上的差异。实证研究发现:交叉上市企业相比于配对公司而言,其应计盈余管理水平更低;替代效应的存在使得公司管理层在选择盈余管理方式的时候,往往呈现出此消彼长的趋势;企业在交叉上市以后,其实施这两种盈余管理方式的成本也发生了变化,其中实施真实盈余管理的成本相对降低,这就引发了企业实施该种盈余管理方式的动机。

【关键词】交叉上市;真实盈余管理;应计盈余管理;替代效应

【中图分类号】F276 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)02-0032-7

一、引言

各国证券市场的上市企业都存在一定程度的盈余管理行为。以美国为例,当上市公司预测到盈余减少时,8%~12%的公司会为了降低盈余减少的幅度而进行盈余管理,而当预测亏损时,这种盈余管理行为的占比将高达30%。大量研究表明,我国上市公司同时存在应计盈余管理和真实盈余管理这两种行为。真实盈余管理通常是通过虚构真实交易来实现的,因此会在一定程度上影响公司的现金流、经营业绩和企业价值。应计盈余管理更多的是通过会计方法来实现,并不改变公司的经营活动和现金流总量,只会改变公司现金流的区间分布。

随着我国经济的发展和世界资本市场的融合,越来越多的国内企业选择到更为规范和发达的国外资本市场上市。截至2014年年底,共有70家非金融类的国内企业完成了交叉上市,上市地点为香港和内地。交叉上市一方面可以让企业走出国门,吸引来自世界各地的投资者,增加公司股票的流动性;另一方面,也能透过“捆绑效应”改善企业的盈余质量。

交叉上市对盈余管理的影响是资本市场的热点议题之一,然而大多数研究仅限于考察交叉上市对

应计盈余管理的影响,而没有考虑到其对真实盈余管理的影响。管理层在进行盈余管理时,通常会根据自身的需求和相关法律政策的限制,在应计盈余管理和真实盈余管理这两种方式中做出选择,因此本文对这两种盈余管理方式进行了区分,并且分别考虑了交叉上市对这两种盈余管理方式的影响。

二、研究假设

交叉上市对企业自身的影响主要是依据“捆绑效应理论”,“捆绑效应”最初由Stultz(1999)以及Coffee(1999、2002)提出。根据“捆绑效应理论”,我国企业在香港和内地交叉上市以后,将会面临更加严格的法律监管以及更多的市场约束,从而减少自身的应计盈余管理行为。我国学者也证实了这一观点,沈红波等(2009)以1998~2004年我国资本市场中AH股、AB股以及配对的A股公司为样本进行研究发现,市场约束带来的声誉捆绑比法律捆绑更加有效。李双燕(2013)以1996~2003年间通过ADR在美上市的中国企业为研究样本,发现在上市后的十年里,非交叉上市的企业盈余管理幅度要大于交叉上市企业。何婧、徐龙炳(2013)以1990~2009年间在中国香港、新加坡、英国和美国市场交叉上市的中

国内地企业及其配对的纯A股上市企业为样本,通过实证研究论证了“捆绑效应”的存在,认为“捆绑效应”的产生既有公司的内部治理因素,也有投资者监督的外部因素。香港市场无论在制度设计还是存续时间上都远超于内地,监管更加严格,投资者理念也更加成熟,管理层的应计盈余管理行为被识破的概率更高,并且要受到的惩罚更严重,大大增加了应计盈余管理的成本。因此,本文提出假设如下:

H1: AH股交叉上市企业相比于纯A股上市企业而言,其应计盈余管理水平更低。

应计盈余管理和真实盈余管理两种盈余管理方式各有利弊,应计盈余管理操作起来更为容易,但是面临的风险较高,容易被察觉,真实盈余管理操作成本大,但是更不容易被发现,管理层在选择盈余管理方式时往往要综合考虑各项因素。龚启辉、吴联生、王亚平(2015)通过比较企业的盈余管理行为在2007年长期资产减值准备转回政策实施以后的差异,发现公司倾向于通过售卖长期资产来进行盈余管理。他们从成本—收益的角度解释了这一行为,并认为应计盈余管理和真实盈余管理存在部分替代关系。企业交叉上市以后,会面临更加严格的监管和制裁,使得其应计盈余管理的成本上升。真实盈余管理具有隐蔽性,交叉上市之后,并不会增加真实盈余管理的成本。从成本—效益的角度出发,本文提出第二个假设:

H2: 相对于纯A股上市企业而言,AH股交叉上市企业的真实盈余管理水平将更高。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文以1994~2015年间我国沪深两市A股上市公司为研究样本,主要数据来自国泰安(CSMAR)数据库。找出2015年年底已经在境内和香港两地交叉上市的公司名单及其分别在内地和香港上市的时间,以两者中较晚者作为交叉上市日期,各年的交叉上市公司就构成了研究的初始样本。为了保证数据分析的有效性,对样本数据进行如下处理:①因为金融行业的财务结构与一般企业差异过大,在回归分析时剔除了金融类的上市公司;②为了排除异常数据对回归结果的干扰,在1%的水平上对所有连续变量进行缩尾处理(winsorize);③考虑到ST企业可能存在较高程度的盈余管理行为,因此剔除这类企业;④剔除变量缺失的样本。最后共选出了70家交叉上市公司。与以往研究相同,本文主要采用Lang et al.(2003)的研究方法,即一对

一地进行样本配对。配对标准有以下三个:①对应的年份一致;②所处的行业一致;③企业的总资产规模在数值上差异最小。对选取的样本进行多元回归分析,比较交叉上市公司与其配对公司应在计盈余管理和真实盈余管理行为上的差异。最终得到1994~2015年722个公司层面的年度观察值。使用Stata 13.0对相关后续模型和数据进行分析。

2. 模型设计。本文构建如下回归模型研究交叉上市与公司管理层盈余管理行为之间的关系:

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cross_{it} + Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$EM_Proxy_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cross_{it} + Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中: DA_{it} 代表 t 年公司 i 的可操控应计利润; EM_Proxy_{it} 代表 t 年公司 i 的真实盈余管理水平; $Cross_{it}$ 为交叉上市虚拟变量; $Control_{it}$ 是公司层面的控制变量。

3. 变量定义。

(1)被解释变量:应计盈余管理和真实盈余管理。本文用可操控应计利润作为应计盈余管理的测量指标,即 $|DA_{it}|$ 。一般来说,企业的盈利包括两个部分,即不可操控应计项目和可操控应计项目。本文用修正的Jones模型来测度盈余管理。本文选取的行业分类标准是申万,为了防止金融行业的特殊影响,首先将其剔除,然后对剩下的行业按每一行业和每一年度进行回归分析,具体回归模型如下:

$$TA_{it}/A_{i,t-1} = \alpha_1/A_{i,t-1} + \alpha_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{i,t-1} + \alpha_3 PPE_{it}/A_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中:总应计项目 $TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$, TA_{it} 即公司 i 在 t 年的净利润与经营活动现金流之差; $A_{i,t-1}$ 是公司 i 在 $t-1$ 年年末的总资产; ΔREV_{it} 是公司 i 在 t 年和 $t-1$ 年间营业收入的变化额; ΔREC_{it} 是公司 i 在 t 年和 $t-1$ 年间应收账款的变化额; PPE_{it} 是公司 i 在 t 年的固定资产。

对每一个行业和公司年度,用模型(1)进行回归,并将每次回归残差定义为上市公司 i 在 t 年的可操控应计项目 DA_{it} 。在回归分析中,由于只关心盈余管理的规模而不关心盈余调整的方向,所以将 DA_{it} 取绝对值(即 $|DA_{it}|$)作为盈余管理规模的代理变量。 $|DA_{it}|$ 越大,则表示该上市公司盈余管理规模越大,财务信息质量越差,公司存在更严重的盈余操控现象;反之, $|DA_{it}|$ 越小,则表示该家上市公司的盈余操控行为越少,公司的盈余质量越好。本文的真实盈余变量使用Roychowdhury(2006)提出的模型来计量,该模型的核心思想就是首先对公司的往年数

据进行截面回归,计算出公司正常的现金流量以及酌量性费用,然后将这些数据与公司的实际数值做差,从而计算出公司真实盈余管理水平。

一般情况下,使用如下模型(4)分行业分年度进行截面回归,来估算每个企业各个年度内的正常经营现金流量水平。

$$CFO_t/TA_{t-1}=\alpha_0+\alpha_1/TA_{t-1}+\beta_0SALES_t/TA_{t-1}+\beta_2\Delta SALES_t/TA_{t-1}+\varepsilon_t \quad (4)$$

其中, TA_t 表示期末总资产, $SALES_t$ 表示 t 期的销售额, $\Delta SALES_t=SALES_t-SALES_{t-1}$ 。

在估计酌量性费用时,将酌量性费用表示为与滞后一期销售收入的线性函数。当公司采用销售操控增加利润时,即便没有实施费用操控,销售收入也会有较大程度的提高,使用滞后一期的销售收入是为了避免此问题的出现。模型(5)即用来估计正常酌量性费用。

$$DISEXP_t/TA_{t-1}=\alpha_0+\alpha_1/TA_{t-1}+\beta_0SALES_t/TA_{t-1}+\varepsilon_t \quad (5)$$

当运用上述两个模型分别回归出拟合值后,用当年的实际值减去相应的拟合值就是衡量真实盈余管理的两个指标:异常现金流量(EM_CFO)、异常酌量性费用(EM_DISEXP)。

(2)解释变量: Cross。Cross 为交叉上市的虚拟变量, Cross 取 1 时为交叉上市企业,取 0 时为非交叉上市企业。通过设置 Cross 变量,可以比较交叉上市对不同盈余管理方式的影响。

(3)控制变量。参考 Gordian A. Ndubizu (2007) 和 Francis、Wang(2008)的模型,并结合本文具体情况,选择了以下变量作为控制变量:①公司规模(ln_asset),为了控制公司资产规模对回归结果的影响,以公司的资产规模取对数作为对公司规模这个控制变量的衡量指标;②公司当年的销售增长率(growth),该变量为公司当年的销售增长额与公司上年销售额的比率;③公司的资本结构(leverage),用公司的资产负债率来衡量,该变量为当年年末的总负债和总资产的比率;④公司当年的固定资产(ln_PPE),取其对数进行衡量;⑤当年的经营现金净流量(CFO),该变量是为了控制公司的经营状况,尤其是现金流对回归结果的影响;⑥公司是否出现亏损(loss),该变量为虚拟变量,当公司上一年出现亏损时,取值为 1,否则取值为 0,当公司出现亏损时,就会引发公司管理层的盈余管理动机,为此本文把公司的经营状况作为控制变量,并且以虚拟变量

的形式展现;⑦资产收益率(ROA),为公司净利润占公司该年年末资产总额的比例;⑧公司机构投资者的持股情况(IO),即公司机构投资者的持股比例,机构投资者的持股比例越高,越有可能控制公司的管理层,要求其进行盈余管理;⑨存货占期末总资产的比例(Inv_Asset),用对期末存货占期末总资产的比例取对数的方式对该变量进行计量,由于公司可以通过调整存货的坏账计提比例来进行盈余管理,因而很有必要对其进行控制;⑩应收账款占期末总资产的比例(Rec_Asset),用应收账款净额占期末总资产的比例对该变量进行计量,由于公司可以通过调整应收账款的坏账计提比例来进行盈余管理,因而很有必要对其进行控制。

具体变量符号及其描述见表 1。

表 1 变量符号及其描述

变量类型	变量符号	变量描述
被解释变量	DA	操纵性应计利润
	EM_Proxy	真实盈余管理替代变量
解释变量	Cross	交叉上市虚拟变量,公司若为交叉上市企业,Cross取1,否则为0
控制变量	ln_asset	企业规模,对企业年末的资产总额取自然对数
	leverage	资产负债率=年末负债总额/年末资产总额
	ln_PPE	当年的固定资产净值取对数
	growth	销售增长率,等于本年销售收入相对于前一年的增长率
	loss	描述公司的盈亏状况,如果公司上一年的净利润为负,则取值为1,否则为0
	ROA	资产收益率=净利润/资产总额
	CFO	公司当年的现金净流量
	IO	机构投资者持股比例
	Inv_Asset	存货占期末总资产的比例取对数
	Rec_Asset	应收账款占期末总资产的比例

四、实证分析

1. 描述性统计分析。表 2~表 4 分别列出了全样本、对照组、实验组变量的描述性统计。从全样本描述性统计可以看到,盈余管理水平指标变量 DA、EM_Proxy 的平均值分别为 0.00987、0.262,均大于 0,说明我国大部分上市公司都存在两种盈余管理行为。通过比较实验组与对照组的 DA 和 EM_Proxy 的均值发现,实验组的 DA 值为 0.00127,小于对照组

表 2 全样本描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
DA	0.00987	0.0904	-0.243	0.00309	0.423
EM_Proxy	0.262	0.635	-1.787	0.236	2.532
Cross	0.497	0.5	0	0	1
ln_asset	23.82	1.442	20.49	23.98	26.9
leverage	0.571	0.188	0.182	0.58	0.974
ln_PPE	22.43	1.739	18.47	22.5	25.73
growth	0.248	0.73	-0.717	0.135	8.789
ROA	0.0392	0.0491	-0.144	0.0358	0.18
CFO	2.570e+09	5.100e+09	-9.380e+09	1.040e+09	2.380e+10
IO	8.223	13.33	0.1	3.998	65.42
Inv_Asset	0.142	0.146	0.00015	0.116	0.703
Rec_Asset	0.102	0.167	0	0.0479	2.64

表 3 对照组描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
DA	0.0184	0.09	-0.243	0.0131	0.423
EM_Proxy	0.23	0.684	-1.787	0.145	2.532
Cross	0	0	0	0	0
ln_asset	23.72	1.354	20.49	23.83	26.9
leverage	0.579	0.181	0.182	0.613	0.974
ln_PPE	22.34	1.687	18.47	22.52	25.73
growth	0.329	0.925	-0.717	0.161	8.789
ROA	0.0431	0.0447	-0.144	0.0368	0.18
CFO	2.090e+09	4.590e+09	-9.380e+09	7.400e+08	2.380e+10
IO	9.628	14.27	0.1	5.341	65.42
Inv_Asset	0.142	0.144	0.00015	0.12	0.703
Rec_Asset	0.112	0.167	0	0.0474	1.513

表 4 实验组描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
DA	0.00127	0.0902	-0.243	-0.00537	0.423
EM_Proxy	0.296	0.576	-1.787	0.303	2.532
Cross	1	0	1	1	1
ln_asset	23.92	1.521	20.49	24.06	26.9
leverage	0.563	0.194	0.182	0.552	0.974
ln_PPE	22.52	1.79	18.47	22.45	25.73
growth	0.167	0.445	-0.714	0.113	4.345
ROA	0.0353	0.053	-0.144	0.0342	0.18
CFO	3.040e+09	5.540e+09	-9.380e+09	1.330e+09	2.380e+10
IO	6.723	12.1	0.1	2.755	58.33
Inv_Asset	0.142	0.149	0.00015	0.113	0.703
Rec_Asset	0.0927	0.166	0	0.0501	2.64

注：在以上各个变量的计算过程中，均进行了1%水平的Winsorize缩尾处理。

的0.0184，说明交叉上市企业总体上的应计盈余管理程度比非交叉上市企业要低，这与本文的假设是一致的。然而实验组的EM_Proxy值为0.296，大于对照组的0.23，说明交叉上市企业总体上的真实盈余管理程度比非交叉上市企业要高。全样本企业资产总额的对数均值为23.82，中位数为23.98，标准差为1.442，说明全样本企业的资产规模相近，这样可以很好地控制公司规模所带来的影响。全样本企业growth的均值为0.248，中位数为0.135，而且标准差较大，为0.73，说明上市公司的成长性差异较大，比较对照组和实验组可以发现，非交叉上市企业的成长性要高于交叉企业，主要是因为是在香港交叉上市的企业一般已经在该行业存续了较长的时间，已经进入成熟阶段，从而成长性较低。

表 5 均值检验

变量	交叉上市企业	均值	非交叉上市企业	均值	MeanDiff
DA	363	0.018	359	0.001	0.017**
EM_Proxy	342	0.230	320	0.296	-0.066*

注：*、**分别表示在10%和5%的水平上显著，下同。

根据表5、表6可知，交叉上市企业与非交叉上市企业的应计盈余质量和真实盈余质量都存在显著差异。在均值方面，应计盈余管理衡量指标DA在交叉上市与非交叉上市企业之间存在5%水平的显著差异；真实盈余管理衡量指标EM_Proxy在交叉上市与非交叉上市企业之间存在10%水平的显著差异。在中位数方面，应计盈余管理衡量指标DA在交叉上市与非交叉上市企业之间存在1%水平的显著差异；真实盈余管理衡量指标EM_Proxy在交叉上市与非交叉上市企业之间存在5%水平的显著差异。以上结果初步证明了交叉上市企业的盈余管理指标与非交叉上市企业有所不同。

2. 相关性分析。从表7可以看出，变量之间的相关系数分布较为均匀，其中最大值为0.5869，其原因主要是交叉上市企业及其配对组都是重资产企业，从而现金流量和固定资产变量的相关性很高。另外，大多数变量的相关系数都比较小，基本上都低于0.25，表明变量之间不存在严重的多重共线性。

3. 交叉上市对企业盈余管理影响的实证结果。对回归模型(1)采用Fama-Macbeth模型进行回归，表8报告了交叉上市对应计盈余管理水平的影响。从表中的结果可以看出，当被解释变量为DA时，

表 6 中位数检验

Two-sample	Wilcoxon	rank-sum	(Mann-Whitney)	test
Cross	obs	rank	sum	expected
0	363	140730	131225	
1	359	120273	129779	
combined	722	261003	261003	
unadjusted	variance	7.852e+06		
adjustment	for	ties	-21.03	
adjusted	variance	7.852e+06		
Cross	obs	rank	sum	expected
0	342	107963	113373	
1	320	111490	106080	
combined	662	219453	219453	
unadjusted	variance	6.047e+06		
adjustment	for	ties	-14.01	
adjusted	variance	6.047e+06		
Ho	EM_Proxy (Cross=0)	=	EM_Proxy (Cross=1)	
z	=	-2.200		
Prob	>	z	=	0.0278

Cross 的回归系数为-0.00932,且在1%的水平上显著。上述结果表明交叉上市公司的应计盈余管理水平比非交叉上市公司更低,而造成这种现象的原因是,企业在交叉上市以后存在“捆绑效应”,抑制了其应计盈余管理行为。当企业选择到更为发达成熟的香港资本市场发展从而实现交叉上市时,公司所处的环境将会发生很大的变化,既要接受更为严格的法律监管,也会受到更多分析师、媒体等外部监管力量的监控,从而压缩了其进行应计盈余管理的空间,

使得交叉上市公司的应计盈余管理水平要低于非交叉上市公司。

同时,本文发现在众多控制变量中,应收账款占总资产的比重对应计盈余管理水平的影响较大,主要原因是大部分上市公司可以通过调整应收账款的坏账准备比例、提前确认收入等手段来实施应计盈余管理。

为了验证假设2,本文将被解释变量替换为EM_Proxy,并对回归模型(2)采用Fama-Macbeth模型进行回归,结果如表9所示。当被解释变量为EM_Proxy时,Cross的回归系数为0.0682,且在5%的水平上显著。这说明交叉上市企业的真实盈余管理水平显著高于非交叉上市企业,即交叉上市虽然抑制了上市公司的应计盈余管理行为,但让管理层转向了真实盈余管理,且大大提高了真实盈余管理水平。

部分学者通过实证研究证实了管理层进行两种盈余管理的真实性,并且它们之间存在着部分替代关系。如Cohen、Zarowin(2010)通过研究发现,当美国上市公司在资本市场有再融资的需求时,它们往往会同时进行上述两种常见的盈余管理,并且应计盈余管理成本的提高会促使企业转向另一种盈余管理方式。我国学者龚启辉等(2015)通过对中国的上市公司进行研究发现,两种盈余管理方式之间的替代效应是由各自的实施成本的变化所引起的,具体而言,当管理层实施一种盈余管理的成本发生变化时,两者之间的相对成本就会改变,从而使得管理层运用的盈余管理方式发生了转移,但是最终的结果都是使盈余管理变得更为严重。在本文探讨的情形中,企业交叉上市之后,由于会受到更加严格的法律

表 7 主要变量相关性系数

变量	DA	EM_Proxy	Cross	ln_asset	leverage	ln_PPE	growth	ROA	CFO	IO	Inv_Asset	Rec_Asset
DA	1											
EM_Proxy	0.009	1										
Cross	-0.0946*	0.0517	1									
ln_asset	0.0234	0.2154*	0.0691	1								
leverage	-0.0371	0.1485*	-0.0411	0.3273*	1							
ln_PPE	-0.0077	0.0621	0.0527	0.3863*	0.1979*	1						
growth	0.0724	-0.0368	-0.1110*	-0.0149	0.0603	-0.0322	1					
ROA	0.1758*	-0.0455	-0.0796*	0.0471	-0.4501*	-0.0233	0.1315*	1				
CFO	-0.1388*	-0.0827*	0.0933*	0.4846*	0.0958*	0.5869*	-0.0358	0.1457*	1			
IO	-0.0232	0.1491*	-0.1089*	-0.1519*	-0.1536*	-0.1055*	0.003	0.0504	-0.0940*	1		
Inv_Asset	0.0537	0.4611*	-0.0016	0.0699	0.2723*	-0.3119*	0.0496	-0.0719	-0.3032*	-0.0013	1	
Rec_Asset	-0.0026	-0.2502*	-0.0578	-0.2132*	0.1212*	-0.2610*	0.4685*	-0.0165	-0.1330*	0.0786*	0.0714	1

表 8 交叉上市与企业盈余质量
[被解释变量为应计盈余管理水平(DA)]

变量	(1)
	DA
Cross	-0.00932*** (-3.67)
ln_asset	0.00406 (0.36)
leverage	0.00250 (0.11)
ln_PPE	0.00853* (1.61)
growth	0.00795 (0.79)
loss	-0.0153 (-0.63)
ROA	0.326* (2.11)
CFO	-6.74e-12* (-2.33)
IO	-0.000231 (-0.79)
Inv_Asset	-0.00369 (-0.06)
Rec_Asset	0.0504** (2.38)
_cons	-0.273 (-1.57)
N	652
R ²	0.306

注：t statistics in parentheses；*p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01。下同。

监管和市场约束,在“捆绑效应”的作用下,管理层进行应计盈余管理的成本上升,然而管理层进行真实盈余管理的成本没有明显变化,从而使应计盈余管理程度下降,而真实盈余管理程度上升。

4. 稳健性检验。本文通过替换控制变量来进行稳健性检验,用 big4(国际四大会计师事务所审计)替换描述公司规模变量 ln_asset。big4(审计质量变量)为虚拟变量,当企业的审计是由国际四大会计师事务所完成时将其定义为 1,否则为 0。

最终发现,在替换了公司规模(ln_asset)这个控制变量以后,两个回归结果的正负号并没有发生变化。具体而言,被解释变量 DA 对应的 Cross 回归系数为 -0.0111,且在 10%的水平上显著,被解释变量 EM_Proxy 对应的 Cross 回归系数为 0.0624,也在 10%的水平上显著(限于篇幅,未列示出具体回归结

表 9 交叉上市与企业盈余质量
[被解释变量为真实盈余管理水平(EM_Proxy)]

变量	(2)
	EM_Proxy
Cross	0.0682** (3.05)
ln_asset	0.00223 (0.05)
leverage	0.4** (2.43)
ln_PPE	0.0624** (2.63)
growth	0.114** (3.16)
loss	-0.0986 (-0.73)
ROA	0.109 (0.19)
CFO	-1.60e-11*** (-4.62)
IO	0.0102*** (6.71)
Inv_Asset	2.257*** (10.47)
Rec_Asset	-2.001*** (-7.54)
_cons	-1.651** (-3.09)
N	603
R ²	0.481

果)。在经过上述严格的稳健性检验以后,可以认为本文的回归结果是可靠的,从而在一定程度上说明本文的两个结论是符合现实情况的。

五、研究结论与政策建议

1. 研究结论。上市公司的盈余管理行为一直是学术界和实务界关注的焦点,而内地上市公司到境外交叉上市以后其盈余质量相比内地非交叉上市公司而言有什么区别更是人们十分关注的问题。本文以在 1994~2015 年 12 年间在香港和内地完成交叉上市的企业为初始样本,以其配对公司为对照组进行实证研究,研究的主要问题是交叉上市企业的盈余质量。在通过严谨的实证分析以后,本文得到以下结论:①内地公司在香港交叉上市以后,将会受到更为严格的法律监管和市场约束,在“捆绑效应”的作用下,公司的应计盈余管理程度将会大大下降;②由于应计盈余管理和真实盈余管理之间存在着替代效应,公司在香港交叉上市以后,监管成本和法律风险

等的提高,使得其应计盈余管理的成本上升,而真实盈余管理的成本没有发生大的变动,这时便产生了替代效应,公司管理层将会减少应计盈余管理行为而增加真实盈余管理行为,所以交叉上市企业的真实盈余管理程度要高于非交叉上市企业。

2. 研究局限、展望与政策建议。本文主要在以下几个方面存在不足:①由于数据方面的限制,无法对企业在交叉上市前后盈余质量的变化进行对比研究,从而不能更加直接地得出研究结论。②虽然本文研究的问题内生性不是很明显,但是由于未能找到一个好的工具变量,从而未能很好地解决这个问题。在结合研究局限和实证研究方法的基础上,本文认为可以从以下几个方面进行改进,以丰富现有研究成果:首先,未来的研究可以尝试发掘新的控制变量来改善本文实证研究的不足之处。其次,随着我国经济的发展,未来将会有更多的内地公司到境外交叉上市,届时数据方面的问题将得到改善,可以用更加优化的方法进行研究。最后,未来的研究可以尝试寻找合适的工具变量,以解决内生性问题,从而优化本文的实证结果。

随着法律制度的不断完善,沪港通、深港通开放后,内地公司将会面临更加严格的法律约束和市场约束。根据本文的结论,一方面上市公司将会降低其应计盈余管理的程度,但另一方面由于替代效应的存在,上市公司的真实盈余管理程度将会提高。作为监管层要意识到这个趋势,调整其监管思路。同时,作为监管层应该认识到交叉上市这种制度的两面性,即一方面企业通过交叉上市将会增强流动性、提高知名度、抑制自身的盈余管理行为,但是另一方面也增加了其真实盈余管理行为,因此管理层应该加强对交叉上市公司真实盈余管理的监管。总体看来,交叉上市对企业而言利大于弊,所以政府应该让更多的企业在市场机制下走向国际资本市场,减少对这些上市公司诸多不必要的限制。

在对待企业交叉上市的问题上,政府、投资者、企业基于各自的角度都有不同的理解。结合本文的观点,政府作为监管层应该充分认识到企业交叉上市以后其盈余管理行为由应计盈余管理向真实盈余管理发生了转变,而目前的监管很难约束企业的真

实盈余管理行为。因此,政府应该寻求更为合理的监管渠道来约束企业在交叉上市以后的真实盈余管理行为。投资者作为资本市场的主要参与者,在面对纷繁复杂的公开信息时往往由于各种原因不能对这些信息做一个深刻的解读。企业交叉上市以后,企业的情况变得更为复杂,尤其是真实盈余管理具有隐蔽性,导致投资者很难准确识别。结合本文的观点,投资者应该通过各种渠道了解交叉上市企业进行真实盈余管理的基本手段以保护自身的利益。作为企业自身,随着资本市场的开放和发展,其应该积极寻找更多的融资渠道,参与国际资本市场,但是也要充分认识到交叉上市的利弊,认真权衡以后做出清醒的决策。

主要参考文献:

龚启辉,吴联生,王亚平. 两类盈余管理之间的部分替代[J]. 经济研究,2015(6).

何婧,徐龙炳. 境外上市对公司盈余管理的影响及其路径研究[J]. 上海财经大学学报,2013(6).

李双燕. 交叉上市与盈余管理:基于以ADR赴美上市企业的证据[J]. 当代经济科学,2013(5).

沈红波,廖冠民,廖理. 境外上市、投资者监督与盈余管理[J]. 世界经济,2009(3).

王永海,章涛. 上市公司盈余管理手法及监管措施[J]. 财会月刊,2014(5).

Coffee. Racing towards the tops: The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance [J]. Columbia Law Review,2002(7).

Cohen D., Zarowin P.. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010(1).

Francis J., Wang D.. The joint effect of investor protection and big4 audits on earnings quality around the world [J]. Contemporary Accounting Research, 2008(1).

作者单位:江苏财经职业技术学院,江苏淮安223003