

# 上市公司盈余操纵与股市反应实证研究

——以现金增资为例

彭 华

(武夷学院 海峡学院,福建 武夷山 354300)

**[摘要]** 文章以2006—2013年间深圳证券交易所A股上市公司现金增资为研究对象,探讨上市公司在实施现金增资前是否存在盈余操纵行为以及在现金增资前后,股价是否因为盈余操纵而出现异常波动。研究发现,在现金增资前2年,部分上市公司有显著的盈余操纵行为;在现金增资前后股价出现异常波动,且有盈余操纵公司股价异常波动程度较大。

**[关键词]** 盈余操纵; 异常报酬率; 现金增资

**[中图分类号]** F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2014)04-0049-08

## 一 假设提出

现金增资是上市公司最常用的募集资金的方式,公司管理层为了符合公司法、证券法等相关法律法规规定,极有可能通过盈余操纵来美化财务报表,以获得较佳的融资条件。近年来,国内外陆续曝出一些上市公司操纵财务报表的丑闻,如轰动一时的美国 Enron 案和 World Com 案等。在信息不对称的情况下,外部投资者主要是通过企业发布的财务报表来预测未来营运绩效并制定投资决策,管理者若是为了改变投资人对公司的预期,也可能会有盈余操纵的动机。Magrath and WELD(2002)认为,公司滥用盈余管理的目的主要在满足对利害关系人的义务,或是欺瞒证券市场的投资者<sup>[1]</sup>。Bergstresser and Philippon(2006)指出,管理者的薪酬契约也可能和公司的盈余有密切关系,从而使管理者有盈余操纵的诱因<sup>[2]</sup>。盈余操纵使得财务报表无法反映实情,也可能使投资者误解公司的盈余成长,使股价无法合理反映出其真实价值。

Tech and Welch(1998)、Rangan(1998)、Shiva-kumar(2000)等文献研究发现,上市公司在现金增资前明显有盈余操纵的现象<sup>[3]</sup>。李清(2008)从行业的角度对中国大陆2001—2006年间的上市公司盈余管理情况进行了分析,研究认为,盈余管理是上市公司中的普遍现象<sup>[4]</sup>。因此,本研究由相关文献及逻辑推理提出假设一:

假设一:上市公司于现金增资前有显著盈余操

纵现象,且多数为正向盈余操纵。

Rangan(1998)研究指出,加入公司用增加盈余的方式来使募集资金的过程顺利进行,且市场投资者又疏于了解盈余操纵下的盈余增加是短暂的,则发行公司的价值可能会被高估<sup>[5]</sup>。之后,盈余操纵的回转效果产生且发行公司增资后的盈余降低时,投资大众则会因失望而向下修正其评价,且公司在宣告现金增资后股价会受到市场噪声或投资者对股价过度反应的影响<sup>[6]</sup>。因此,本研究由相关文献及逻辑推理提出假设二:

假设二:现金增资公司在增资前后股价呈现异常波动。

Ritter(1991)表明新上市公司管理当局可能藉由调整财务报表的方式不正常提高盈余,此时若投资人未注意到会计盈余的组成,则会错误衡量公司的营运潜能,而付出较高的购买价格,待公司上市后会计盈余无法维持原有水平,投资者将公司真实价值反映在股价上,造成股价长期报酬率不佳的现象,且若公司盈余操纵程度愈高,其最后股价变化的程度将愈大<sup>[7]</sup>。因此,本研究由相关文献及逻辑推理提出假设三:

假设三:现金增资前后有盈余操纵公司较无盈余操纵公司其股价异常波动较大。

为验证以上假设,本研究以2006—2013年间,深圳证券交易所A股上市公司现金增资为研究对象,排除8年内连续现金增资的公司,探讨上市公司在实施现金增资前是否存在以及在何种程度上存在

盈余操纵行为,进而分析在有无盈余操纵的情况下,现金增资事件是否会造成股票市场价格的波动以及呈何种波动态势。

## 二 实证模型与资料来源

### (一) 现金增资前盈余操纵计量模型

盈余分为总应计项目(total accruals, TAC)与现金流量。其中,总应计项目又可根据会计项目是否人为操控或受外在经济环境与产业属性影响进一步划分为裁决性应计项目(discretionary accrual, DA)和非裁决性应计项目(non-discretionary accrual, NDA)。所以本研究以DA作为盈余操纵的代理变数。

Kothari、Leone、Wasley(2005)<sup>[8]</sup>和Tucker、Zarowin(2006)<sup>[9]</sup>指出,修正Jones模型在衡量盈余操纵时未考虑未来营运绩效指标如资产报酬率ROA,因此本研究引用Kothari et al.(2005)提出的可裁决应计项目估计模型,具体如下:

$$TAC_{i,t} = ONI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (1)$$

式中,  $TAC_{i,t}$ :  $i$  公司第  $t$  年总应计项目;

$ONI_{i,t}$ :  $i$  公司第  $t$  年继续营业部门净利;

$CFO_{i,t}$ :  $i$  公司第  $t$  年营业活动现金流量。

修正 Jones 模式加入资产报酬率(ROA)控制营运绩效,非裁决性应计项目估计回归式如下:

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

式中,  $A_{i,t-1}$ :  $i$  公司第  $t-1$  年年末资产;

$\Delta REV_{i,t}$ :  $i$  公司第  $t$  年与  $t-1$  年销货收入变动量;

$\Delta REC_{i,t}$ :  $i$  公司第  $t$  年与  $t-1$  年应收账款变动量;

$PPE_{i,t}$ :  $i$  公司第  $t$  年固定资产总额;

$ROA_{i,t}$ :  $i$  公司第  $t$  年资产报酬率。

将估计出来的回归系数  $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 、 $\beta_4$  代入回归式(2)求出非裁决性应计项目估计值,然后用各年度实际应计总项目减去非裁决性应计项目即得到裁决性应计项目,计算式如下:

$$DA_{i,t} = \frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{\hat{TAC}_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (3)$$

本研究探讨公司现金增资前是否有盈余操纵现象,因此以实施现金增资前2年为事件期,以事件期前4年为估计期,并假设上市公司在估计期无盈余操纵,所以前述方程式(1)(2)(3)中  $t$  的取值为: $t$

$$= -6, -5 \dots -1$$

为了衡量公司在现金增资前是否存在盈余操纵,即事件期与估计期的裁决性应计项目有无显著差异,以虚拟变数方法建立以下回归式:事件期

$$DA_{i,t} = a_i + b_i PART_{i,t} + e_i \quad (4)$$

$$t = -6, -5 \dots -1$$

$$\text{式中, } PART_{i,t} = 1 \begin{cases} 1 \\ 0 \end{cases}$$

虚无假设  $H_0: b_i = 0$ , 表示 DA 在事件期与估计期没有系统性差异;若拒绝  $H_0$ , 则表示 DA 在事件期与估计期存在系统性差异,即存在盈余操纵现象。

### (二) 现金增资前后股市反应计量模型

#### 1、GARCH 风险调整模型

Engle(1982)提出自我回归异质条件变异数模型(ARCH),此模型允许条件变异数为过去残差值的函数,使条件变异数并非固定常数而是随时间改变。Bollersler(1986)则是将过去残差及条件变异数加入条件变异数方程式中,使其模型更能缩减估计的参数个数,并有很好的估计效果,此模型称为一般化自我回归异条件变异数(GARCH)模型。Bollersler(1986)GARCH模型架构为:

$$R_{i,t} = bx_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 \quad (6)$$

$$\varepsilon_t | \Omega_{t-1} \sim N(0, \sigma_t^2)$$

模型的参数必须使用最大概似(maximum likelihood)估计法,经过计算可以得到最大概似估计值(maximum likelihood estimator;简称MLE)。其中,  $\alpha_1$  为来自波动率的贡献,  $\beta_1$  为最新资讯冲击的大小,  $\alpha_1 + \beta_1$  为波动的持续性,当波动率的持续性愈大,则未来波动率受到当前冲击的影响持续愈久。式中,  $w > 0, \alpha_1 > 0, \beta_1 > 0, \alpha_1 + \beta_1 < 1$ 。  $\Omega_{t-1}$  表示在  $t-1$  期之前所有已知信息之集合,  $\sigma^2$  为模型残差异质条件变异数,其受过去误差干扰项的影响,以及过去条件残差变异数影响。

因此事件期 E 期的预期报酬率计算方式如下:

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad (7)$$

其中,  $E(\hat{R}_{iE})$  为预期报酬率,  $R_{mE}$  为事件期 E 期市场报酬率。

#### 2、异常报酬率估计

本研究用股价异常报酬率(abnormal returns, AR)作为衡量公司现金增资是否会引起股价异常变动的变量,检定期望异常报酬率是否为零,进而判定现金增资是否对股价造成了影响。异常报酬率是以事件期的实际报酬率减去预期报酬率,其计算式如下:

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad (8)$$

其中,  $AR_{iE}$  为  $i$  公司在事件期  $E$  异常报酬率,

$R_{iE}$  为实际报酬率,  $E(\hat{R}_{iE})$  为预期报酬率。

由于每家公司在估计过程中存在许多不确定因素,沈中华与李建然(2000)建议将所有样本的异常报酬率平均,可降低这些干扰对股票报酬的影响<sup>[10]</sup>。异常报酬率平均指标主要包括平均异常报酬率(average AR, AAR)和累积平均异常报酬率(cumulative AAR, CAAR),其定义分别如下:

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} \quad (9)$$

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E \quad (10)$$

其中,  $N$  为公司个数,  $AR_{iE}$  为事件期第  $i$  家公司的异常报酬率。

本研究以现金增资当日前 70 个交易日至前 11 个交易日为估计期( $t = -70, -69, \dots -12, -11$ ),以现金增资当日前后 10 个交易日为事件期( $e = -$

10, -9, ..., 9, 10)。

根据实证结果,在不同信赖水平下,根据有盈余操纵和无盈余操纵两子样本公司的 AAR 和 CAAR 判定现金增资前后股票市场的反应。

### (三)资料来源

样本数据选取自中国大陆深圳证券交易所 A 股上市公司,期间为 2006 至 2013 年共 8 年有现金增资的公司,财务资料均取自“台湾经济新报社(TEJ)”中国大陆一般产业财务数据文件,样本选取的准则如下:

- (1) 因为金融业行业性质特殊,财务资料结构与一般行业不同,故将其排除于样本外;
- (2) 排除于样本年间未能提供完整资料者;
- (3) 现金增资日前 6 年没有现金增资;
- (4) 排除首次上市现金增资公开发行新股的样本。

样本分布情况如表 1 所示:

表 1 样本公司分布情况

Panel A 样本公司产业分布

产业代码	产业名称	样本数(家)	样本百分比
C	制造业	80	54.42%
D	电力、热力、燃气及水	16	10.88%
K	房地产业	16	10.88%
B	采矿业	8	5.44%
F	批发和零售业	7	4.76%
N	水利、环境和公共设施	6	4.08%
E	建筑业	2	1.36%
G	交通运输、仓储 & 邮政	2	1.36%
A	农、林、牧、渔业	2	1.36%
R	文化、体育和娱乐业	2	1.36%
I	信息传输 & 软件	2	1.36%
H	住宿和餐饮业	2	1.36%
S	综合	1	0.68%
L	租赁和商务服务业	1	0.68%
合计	14	147	100%

Panel A 样本公司年度分布

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
9	28	23	15	22	18	12	20	147

将 147 家样本公司现金增资日前 6 年的年度财务数据代入方程式(2),回归结果如表 2 所示:

### 2、不同信赖水准下公司盈余操纵判定结果

本研究根据方程式(4)对样本公司进行分析,在 5%、10% 和 20% 的不同信赖水准下,判定样本公

## 三 实证结果及分析

### (一)盈余操纵实证结果

#### 1、非裁决性应计项目系数回归值及检定结果

司在现金增资前 2 年有无盈余操纵现象,进而将有盈余操纵公司进一步区分为正向盈余操纵和负向盈

余操纵,从而样本区分为正向盈余操纵、负向盈余操纵和无盈余操纵三个子样本,实证结果如表 3 所示。

表 2 非裁决性应计项目系数回归值及检定结果

Panel A: F 检定和 Hausman 检定结果

	统计量	P 值	估计效果
F test	F value = 58.01	0.0000 ***	Fixed - effects
Hausman test	Chi square = 36.7	0.0000 ***	Fixed - effects

  

Panel B: 盈余操纵系数估计值					
系数	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$
数值	-0.0055 (0.0193)	-1611.19 (470.7722) ***	-0.2716 (0.0243) ***	0.0287 (0.0387)	0.001 (0.0002) ***

注: ( ) 内为标准偏差, \*\*\* :1% 显著水平

表 3 样本公司盈余操纵判定结果

产业代码	正向盈余操纵公司 信赖水准			负向盈余操纵公司 信赖水准			无盈余操纵公司 信赖水准		
	5%	10%	20%	5%	10%	20%	5%	10%	20%
	样本数(百分比)			样本数(百分比)			样本数(百分比)		
C	6	7	18	2	7	10	72	66	52
D	0	0	3	1	1	2	15	15	11
K	2	2	6	0	1	2	14	13	8
B	1	2	5	1	1	1	6	5	2
F	0	1	2	0	0	0	7	6	5
N	0	0	1	0	0	1	6	6	4
E	0	0	2	0	0	0	2	2	0
G	1	1	2	0	0	0	1	1	0
A	0	0	0	0	0	0	2	2	2
R	0	0	0	0	0	0	2	2	2
I	0	1	1	0	0	0	2	1	1
H	0	0	1	1	1	1	1	1	0
S	0	0	0	0	0	0	1	1	1
L	0	0	0	1	1	1	0	0	0
合计	10 (7%)	14 (10%)	41 (28%)	6 (4%)	12 (8%)	18 (12%)	131 (89%)	121 (82%)	88 (60%)

不同信赖水准表示区分有盈余操纵和无盈余操纵公司的严谨程度不同,以严谨的标准来区分,有盈余操纵的公司样本数越少。实证结果显示,在 5%、10% 和 20% 的信赖水准下,分别有 16 家、26 家、59 家样本公司存在盈余操纵现象,其中负向盈余操纵公司分别为 6 家、12 家和 18 家。因此,本研究验证假设一:公司实施现金增资前,部分公司有显著盈余操纵现象,且多数公司为正向盈余操纵。

## (二) 股价异常报酬率实证结果

本研究收集事件日前 70 日(估计期)与事件日前 10 日及后 10 日(事件期)的股票收盘价为样本。通过表 4 Panel A 实证结果得知,在不同的显著水平下有盈余操纵公司在现金增资前第 10 交易日有显著正报酬,且在显著水平 20% 下有盈余操纵公司在

现金增资前(-10,0)有显著正累计异常报酬达 2.0793%。Panel B 实证结果显示无盈余操纵公司于现金增资前后累计异常报酬几乎均为正。Panel C 实证结果显示公司于现金增资前后均有显著正累积异常报酬,且于现金增资前第 7 及第 4 交易日显著正异常报酬为 0.3757% 和 0.5698%,但现金增资前 1 交易日显著负异常报酬 -0.403%;现金增资后第 1 至第 3 交易日均有显著正异常报酬,但第 4 及第 10 交易日却产生负异常报酬 -0.4796% 和 -0.4169%。此证据显示,现金增资前股价会呈现上涨但越接近现金增资日则呈现下跌趋势,现金增资后股价呈现上升趋势但经过一周后出现下跌现象。

表4 样本公司股价异常报酬率计算结果

Panel A:有盈余操纵公司

事件期	信赖水准					
	5%		10%		20%	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR
-10	1.1495 (1.5636)**	1.1495 (1.5636)*	0.8178 (1.367)*	0.8178 (1.367)*	0.6566 (1.7389)**	0.6566 (1.7389)**
-9	0.1558 (0.222)	1.3053 (1.275)	-0.7865 (-1.3507)*	0.0313 (0.0371)	-0.165 (-0.4432)	0.4916 (0.9184)
-8	-0.4353 (-0.6157)	0.87 (0.6951)	0.4865 (0.8267)	0.5178 (0.5001)	0.2773 (0.7365)	0.7689 (1.1668)
-7	-0.2087 (-0.2782)	0.6613 (0.4509)	0.6769 (1.1055)	1.1947 (0.9878)	0.6753 (1.7415)**	1.4442 (1.8785)**
-6	0.4734 (0.6539)	1.1347 (0.6915)	0.448 (0.7476)	1.6426 (1.2121)	0.6045 (1.5721)*	2.0487 (2.3745)***
-5	0.5247 (0.7169)	1.6594 (0.9202)	0.441 (0.7281)	2.0836 (1.398)*	0.252 (0.6486)	2.3007 (2.4223)***
-4	0.4633 (0.6281)	2.1227 (1.0838)	0.9029 (1.4828)*	2.9865 (1.8466)**	0.5409 (1.38)*	2.8416 (2.7545)***
-3	-0.2791 (-0.3743)	1.8436 (0.8755)	-0.0504 (-0.0817)	2.9361 (1.6891)**	0.1572 (0.3956)	2.9987 (2.7031)***
-2	-0.7219 (-0.9784)	1.1216 (0.5013)	-0.7791 (-1.273)	2.157 (1.1668)	-0.4772 (-1.2022)	2.5215 (2.1355)***
-1	-0.5946 (-0.797)	0.527 (0.2232)	-0.7172 (-1.1615)	1.4398 (0.7377)	-0.2285 (-0.5726)	2.293 (1.8367)**
0	-0.0406 (-0.0535)	0.4864 (0.1959)	-0.3731 (-0.5883)	1.0666 (0.5193)	-0.2137 (-0.5247)	2.0793 (1.5817)*
1	0.4487 (0.5995)	0.9351 (0.36)	0.125 (0.1987)	1.1916 (0.554)	-0.1436 (-0.352)	1.9357 (1.4037)*
2	0.0737 (0.0986)	1.0088 (0.3727)	-0.3777 (-0.6021)	0.8139 (0.3627)	-0.0299 (-0.0735)	1.9058 (1.3237)*
3	-0.268 (-0.3489)	0.7408 (0.2631)	0.2163 (0.3409)	1.0302 (0.4408)	-0.1272 (-0.3098)	1.7786 (1.1859)
4	0.1259 (0.1668)	0.8668 (0.2978)	-0.4807 (-0.7691)	0.5495 (0.2273)	-0.2715 (-0.6656)	1.507 (0.9697)
5	0.85 (1.1252)	1.7167 (0.5701)	0.8545 (1.3531)*	1.404 (0.5612)	0.3642 (0.8865)	1.8713 (1.1625)
6	0.4956 (0.645)	2.2123 (0.7095)	0.4637 (0.7328)	1.8677 (0.7221)	-0.1078 (-0.2614)	1.7635 (1.0594)
7	-1.1586 (-1.5349)*	1.0537 (0.3283)	-0.2438 (-0.3887)	1.6239 (0.6099)	-0.1613 (-0.3923)	1.6022 (0.9337)
8	-1.4497 (-1.897)**	-0.396 (-0.12)	-1.0698 (-1.6844)**	0.5541 (0.2023)	0.0914 (0.2203)	1.6935 (0.9586)
9	-0.8603 (-1.1303)	-1.2563 (-0.3706)	-1.0422 (-1.6558)**	-0.4881 (-0.1735)	-0.6594 (-1.5961)*	1.0341 (0.5694)
10	0.3899 (0.5159)	-0.8663 (-0.2491)	-0.1052 (-0.1659)	-0.5932 (-0.2055)	-0.4087 (-0.9839)	0.6254 (0.3354)

Panel B:无盈余操纵公司

事件期	信赖水准					
	5%		10%		20%	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR
-10	0.0887 (0.3905)	0.0887 (0.3905)	0.0838 (0.3617)	0.0838 (0.3617)	-0.0442 (-0.1658)	-0.0442 (-0.1658)
-9	-0.1365 (-0.5912)	-0.0479 (-0.1464)	0.0522 (0.2214)	0.136 (0.4078)	-0.0627 (-0.2303)	-0.1069 (-0.2782)
-8	0.3732 (1.5938)*	0.3253 (0.8027)	0.2275 (0.9519)	0.3635 (0.8792)	0.2733 (0.9897)	0.1663 (0.3487)

续表

事件期	信赖水准					
	5%		10%		20%	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR
-7	0.4567 (1.9275)**	0.7821 (1.6571)**	0.3084 (1.2743)	0.6719 (1.3954)*	0.1968 (0.7041)	0.3631 (0.6535)
-6	0.1646 (0.6913)	0.9467 (1.7835)**	0.1473 (0.6055)	0.8192 (1.5126)*	-0.0381 (-0.1358)	0.325 (0.52)
-5	-0.1814 (-0.755)	0.7653 (1.3096)*	-0.2153 (-0.8773)	0.6039 (1.0129)	-0.3029 (-1.071)	0.0221 (0.0322)
-4	0.5846 (2.4224)***	1.3498 (2.1271)***	0.4954 (2.0091)***	1.0993 (1.6973)**	0.5871 (2.0708)***	0.6092 (0.8156)
-3	-0.1726 (-0.708)	1.1772 (1.7271)**	-0.2158 (-0.867)	0.8835 (1.27)	-0.3903 (-1.3655)*	0.2189 (0.273)
-2	-0.1794 (-0.7294)	0.9978 (1.3745)*	-0.1262 (-0.502)	0.7573 (1.0222)	-0.107 (-0.3706)	0.1119 (0.131)
-1	-0.3764 (-1.5259)*	0.6214 (0.8087)	-0.3328 (-1.3198)*	0.4245 (0.5413)	-0.5072 (-1.7501)**	-0.3953 (-0.4375)
0	0.0703 (0.2838)	0.6916 (0.8552)	0.1528 (0.6064)	0.5773 (0.6994)	0.2183 (0.7562)	-0.177 (-0.1862)
1	0.3937 (1.5844)*	1.0854 (1.2808)	0.462 (1.8264)**	1.0392 (1.2017)	0.7253 (2.5129)***	0.5483 (0.5511)
2	0.5156 (2.0509)***	1.601 (1.8087)**	0.6494 (2.5337)***	1.6886 (1.8697)**	0.7555 (2.5713)***	1.3038 (1.2549)
3	0.5825 (2.3318)***	2.1835 (2.3703)***	0.5377 (2.1083)***	2.2263 (2.3693)***	0.841 (2.8849)***	2.1448 (1.9852)***
4	-0.5635 (-2.2512)***	1.62 (1.6951)**	-0.4793 (-1.8731)**	1.7469 (1.7916)**	-0.6039 (-2.065)***	1.5409 (1.375)*
5	-0.2368 (-0.9398)	1.3831 (1.3972)*	-0.3188 (-1.2402)	1.4282 (1.4141)*	-0.3845 (-1.3086)*	1.1565 (0.9964)
6	-0.3514 (-1.3979)*	1.0318 (1.0092)	-0.4073 (-1.5848)*	1.0209 (0.9785)	-0.3321 (-1.1329)	0.8244 (0.6879)
7	0.2145 (0.8515)	1.2463 (1.1821)	0.1124 (0.4366)	1.1333 (1.0532)	0.172 (0.5859)	0.9964 (0.8064)
8	0.4656 (1.8412)**	1.7119 (1.5772)*	0.5233 (2.0273)***	1.6566 (1.4954)*	0.3166 (1.0762)	1.313 (1.0326)
9	-0.0846 (-0.3344)	1.6273 (1.4586)*	0.0139 (0.0536)	1.6705 (1.4669)*	0.1079 (0.3663)	1.4209 (1.0874)
10	-0.5287 (-2.0838)***	1.0987 (0.9594)	-0.4865 (-1.8804)**	1.184 (1.0129)	-0.4218 (-1.4321)*	0.9992 (0.7452)

Panel C: 全体样本公司

事件期	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4
AAR	0.2178 (0.9964)	-0.101 (-0.4587)	0.2748 (1.2325)	0.3757 (1.6533)**	0.2022 (0.891)	-0.0954 (-0.4166)	0.5698 (2.4755)***
CAAR	0.2178 (0.9964)	0.1169 (0.3734)	0.3916 (1.0115)	0.7674 (1.7003)**	0.9696 (1.9117)**	0.8741 (1.5659)*	1.4439 (2.3819)***
事件期	-3	-2	-1	0	1	2	3
AAR	-0.1856 (-0.798)	-0.2455 (-1.0492)	-0.403 (-1.7153)**	0.0568 (0.2402)	0.4004 (1.6931)**	0.4618 (1.934)**	0.479 (2.0084)***
CAAR	1.2583 (1.9323)**	1.0129 (1.4609)*	0.6099 (0.8315)	0.6666 (0.8636)	1.0671 (1.3195)*	1.5289 (1.8108)**	2.0078 (2.2852)***
事件期	4	5	6	7	8	9	10
AAR	-0.4796 (-2.0126)***	-0.1045 (-0.4361)	-0.2482 (-1.0354)	0.0474 (0.1977)	0.2324 (0.9653)	-0.179 (-0.7439)	-0.4169 (-1.7292)**
CAAR	1.5283 (1.6775)**	1.4237 (1.509)*	1.1755 (1.2058)	1.2229 (1.2168)	1.4553 (1.4068)*	1.2763 (1.2004)	0.8594 (0.7876)

注:(1)\*表示5%显著水平,\*\*表示10%显著水平,\*\*\*表示20%显著水平。

(2)( )内为T值。

## (三)事件窗口累积平均异常报酬分析

本研究根据事件期周交易日,将事件期分割为五个区间检定,分别为现金增资前的第1个事件窗口 $[-10, -6]$ 、第2个事件窗口 $[-5, -1]$ 以及现金增资后的第3个事件窗口 $[0, 5]$ 、第4个事件窗口 $[6, 10]$ ,另外加上整个事件的事件窗口 $[-10, 10]$ 。由表5 Panel A 实证结果得知,信赖水平为20%有盈余操纵公司在现金增资前事件窗口 $[-10, -6]$ 下有显著正累积异常报酬达2.0487%,且现金增资后事件窗口 $[6, 10]$ 有盈余操纵公司有显著负累积异常报酬,由此可见,有盈余操纵公司在现

金增资前后股价呈现先上涨后下跌现象。Panel B 显示,信赖水平为5%及10%下无盈余操纵公司在现金增资前事件窗口 $[-10, -6]$ 有显著正累积异常报酬,且现金增资后事件窗口 $[0, 5]$ 也有显著正累积异常报酬,此表示无盈余操纵公司在现金增资前后股价均呈现上涨现象。Panel C 显示,现金增资公司在增资前事件窗口 $[-10, -6]$ 有显著正累积异常报酬0.9696%,且现金增资后事件窗口 $[0, 5]$ 会亦有显著正累积异常报酬0.8139%,此表示无论有无盈余操纵,公司在现金增资前后股价均呈现上涨现象。

表5 样本公司事件窗口累积平均异常报酬

Panel A:有盈余操纵公司

事件窗口	信赖水平		
	5%	10%	20%
$[-10, -6]$	1.1347 (0.6915)	1.6426 (1.2121)	2.0487 (2.3745)***
$[-5, -1]$	-0.6077 (-0.3674)	0.2451 (0.1637)	0.2443 (0.2819)
$[0, 5]$	1.1897 (0.6583)	-0.0358 (-0.0237)	-0.4217 (-0.4398)
$[6, 10]$	-2.581 (-1.5615)*	-1.9972 (-1.1625)*	-1.2459 (-1.4347)*
$[-10, 10]$	-0.8663 (-0.2496)	-0.5932 (-0.2055)	0.6254 (0.3354)

Panel B:无盈余操纵公司

事件窗口	信赖水平		
	5%	10%	20%
$[-10, -6]$	0.9467 (1.7835)**	0.8192 (1.5126)*	0.325 (0.52)
$[-5, -1]$	-0.3253 (-0.6119)	-0.3947 (-0.7278)	-0.7204 (-1.1509)
$[0, 5]$	0.7618*** (1.2964)	1.0037 (1.6786)**	1.5518 (2.2512)***
$[6, 10]$	-0.2845 (-0.5348)	-0.2442 (-0.4502)	-0.1573 (-0.2514)
$[10, 10]$	1.0987 (0.9594)	1.184 (1.0129)	0.9992 (0.7452)

Panel C:全体样本公司

事件窗口	$[-10, -6]$	$[-5, -1]$	$[0, 5]$	$[6, 10]$	$[-10, 10]$
CAAR	0.9696 (1.9117)**	-0.3597 (-0.7074)	0.8139 (1.4507)*	-0.5643 (-1.1093)	0.8594 (0.7876)

注:(1)\*表示显著水平5%,\*\*表示显著水平10%,\*\*\*表示显著水平20%。

(2)( )为T值

因此,根据表4及表5,实证结果可验证“假设二:现金增资公司在增资前后股价呈现异常波动”及“假设三:现金增资前后有盈余操纵公司较无盈

余操纵公司其股价异常波动较大”。

## 四 结论

上市公司为顺利筹措资金,在增资前有盈余操

纵美化报表的动机。一旦发现在现金增资前存在盈余操纵,该公司所提供的财务报表信息已经失真,因此公司股价在现金增资前后是否出现异常波动以及在区分有无盈余操纵的情形下股价的波动有何不同,就成为一个值得探讨的问题。本研究以深圳证券交易所A股上市公司现金增资为研究对象,先根据文献和逻辑推理提出研究假设,然后通过对裁决性应计项目和股价异常报酬率的估计进行实证,以验证研究假设成立。

本研究发现,在5%、10%和20%的信赖水准下,分别有占样本比重11%、18%和40%的公司存在盈余操纵现象,其中正向盈余操纵公司比重分别为37%、23%和30%。股价会在现金增资前后2周内出现波动,具体为现金增资前股价会呈现上涨但越接近现金增资日则呈现下跌趋势,现金增资后股价呈现上升趋势但经过一周后出现下跌现象。此外,通过事件窗口累积平均异常报酬分析,现金增资前后有盈余操纵公司较无盈余操纵公司其股价异常波动较大。

#### [参考文献]

[1] Magrath L, L Weld. Abusive Earnings Management and Early Warning Signs[J]. The CPA Journal, 2002(72):

50-54.

- [2] Bergstresser D, Philippon T. CEO Incentives and Earning Management[J]. Journal of Financial Economics, 2006(80):511-529.
- [3] Teoh Siew Hong, Welch Ivo, Wong T J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998(50):63-99.
- [4] 李清. 我国上市公司盈余管理的理论与实证研究——基于行业视角[D]. 武汉: 武汉理工大学, 2008.
- [5] Rangan Srinivasan. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998(50):101-122.
- [6] Loughran Tim, Ritter Jay R. The new issues puzzle[J]. Journal of Finance, 1995(50):23-51.
- [7] Ritter Jay R. The Long-run performance of initial public offerings[J]. Journal of Finance, 1991(46):3-27.
- [8] Kothari S P, AJLeone, C E Wasley. Performance matched discretionary accrual measures[J]. Journal of Accounting & Economics, 2005(39):163.
- [9] Tucker J, P Zarowin. Dose Income Smoothing Improve Earnings Informativeness? [J]. The Accountings Review, 2006(81):251-270.
- [10] 沈中华, 李建然. 事件研究法[M]. 台北: 华泰文化事业公司, 2000:2-26.

## An Empirical Study on Earnings Manipulation and Reaction of Stock Market

——Take seasoned equity offerings for example

PENG Hua

(Wuyi University, Wuyishan 354300, China)

**Abstract:** In this study, we use the seasoned equity offerings(SEO) of A shares listed companies between 2006 -2013 on the Shenzhen Stock Exchange to check whether the listed companies would implement earnings manipulation before SEO and whether share price would be affected by the earnings manipulation before and after the SEO. The findings contain that part of the listed companies have a significant phenomenon of earnings manipulation two years before SEO, the share price behaves erratically before and after the SEO, especially in those listed companies which implement earnings manipulation.

**Key words:** earnings manipulation; abnormal returns; seasoned equity offerings