

政策调整与公司价值及其经济后果研究

——来自房地产上市公司的经验证据

王冰辉

摘要: 2004 年以来,我国房地产市场呈现上升趋势,房价飙升,为了抑制房价,保障普通居民的住房需求,政府出台了一系列控制房价的政策。本文研究了政府在 2005 年公布《关于切实稳定住房价格的通知》以及其后两年间的政策调整对房地产企业公司价值和会计行为的影响。本文采用 2001-2006 年的混合数据研究发现:房地产企业的公司价值在政策出台期间受到显著的负面影响;同时,房地产企业出于自身利益的考虑,通过降低应计项目的手法,进行盈余管理,降低报告利润,从而达到降低高昂政治成本的目的。

关键词: 经济政策 公司价值 盈余管理 政治成本

一、引言

在企业赖以生存和发展的外部环境中,政治环境是重要的因素之一。政治环境的改变可能给企业的运营带来风险。Stigler (1971) 在其经济管制理论中指出,各种管制或者政策的出台,并不是由单一力量决定的,而是相关利益集团互相博弈的结果。相关利益集团为了自己的利益,会利用各种途径进行政治游说,要求政府对某些行业进行监管或者取消监管,试图从中获取利益。

政策调整会改变政治环境,从而影响公司的价值,产生经济后果。Watts 和 Zimmerman (1986) 提出了政治成本刺激下的盈余管理,政治成本是指由于政治活动(如税收、管制、关税壁垒、不信任、游说、特殊行业补贴等)使企业的财富发生转移,从而给企业造成的经济损失以及企业为阻止财富转移而付出的代价(成本)。国内外学者对这一理论进行了实证检验,包括:Wong (1988), Jones (1991), Cahan (1992), Hall (1993), Cahan et al. (1997), Key (1997) Hall et al. (1997), Makar & Alam (1998), Baker (1999), Monem (2003), 田丰和周红 (2000), 张晓东 (2008) 等。在上述研究中,会计信息都被用作评判政府是否对公司或行业进行监管或补贴的标尺。如果会计信息没有被明确作为标尺的话,企业是否也会主动进行盈余管理获得自己所要的结果,并以此为依据进行游说活动,规避不利的政策呢?而发展迅速的中国房地产行业给这个问题带来了研究机会。

上世纪 90 年代,我国实行住房改革,政府希望通过市场手段来解决群众住房问题,并一直鼓励与支持房地产市场的发展,成绩斐然。进入新世纪以来,特别是 2004 年以来,我国的房价一路走高,媒体对其进行了广泛而深入的报道,引起了公众的关注与争议。公众开始指责房地产公司谋取暴利,要求政府出面干涉。同时,中央政府为了控制房价,在 2005 年 3 月 20 日发布了《关于切实稳定住房价格的通知》,首次明确指出要抑制房价过快增长。在随后的两年,政府又陆续出台一系列的政策,调控房价的增速。

在政策调整期间(2005-2006 年),本文研究发现房地产公司的市场价值受到了负面影响,房地产公司的市场价值降低到历史最低点。在公众的指责和政府出台政策抑制房价的双重压

力下，房地产公司高管多次表示：房地产市场目前处于正常发展阶段，房价上涨是由于成本上升和市场需求的增加导致的，房地产企业根本不存在暴利，并对 2005 年 3 月《关于切实稳定住房价格的通知》的颁布，表示坚决反对。华远集团总裁任志强，专门撰写了报告，并以全国工商联住宅产业商会报告的名义，递交到了权威部门，并宣称：“国务院错误估计了房地产市场的真实状况，目前的房地产市场处于正常发展阶段，政府的干预不合时宜。”^①房地产公司的种种言论都表明其很不希望政府控制房价，为快速增长的房价寻找各种理由，并进行各种各样的游说活动。那么房地产公司会采取何种措施来让政府和公众相信其所说的房价过高是正常现象而非泡沫呢？从微观层面来说，会计信息作为公开信息可以被投资者低成本的获取，从而向市场传递信号。高盈利表现在会计信息上面就是企业的利润，那么房地产公司是否会采用某些会计方法或政策来降低报告盈余，以达到其目的？也即房地产公司是否会通过盈余管理的手段向市场传递其确实没有高盈利的信号，使得政府和公众相信目前的房价是正常现象而非泡沫呢？这也是本文所主要研究的问题。

本文研究了政策变更期间房地产公司的价值和会计行为，结果表明：政策调整期间，房地产企业的公司价值显著低于其他年份；同时，房地产企业并不是被动的等待或者接受政策，而是通过盈余管理手段调低了报告盈余，以避免不利政策的实施。本文主要由五部分构成。第一部分是引言；第二部分是制度背景，回顾了我国房地产市场的发展历程，描述了相关政策和有关各方的利益冲突；第三部分是理论分析和研究假说，回顾已有的文献并提出了研究假说；第四部分是研究设计；第五部分为实证检验；第六部分是结论。

二、 制度背景

1994 年国务院下发《关于深化城镇住房制度改革的决定》，房改从此开始，房地产逐步进行了市场化，房地产市场也开始经历从形成到发展的巨大变化。上世纪 90 年代末，房地产市场已经与城镇居民家庭息息相关，市场规模快速膨胀，市场交易量快速增长，居民居住条件得到了很大改善，商品房已经是我国居民住房的首要消费品。国家一直在扶植和鼓励房地产市场的发展，希望能够以此推动住房制度的改革，摆脱福利分房制度，把住房推向市场。

在政府的鼓励和支持下，我国房地产市场迅速发展，为解决普通居民住房作出了巨大贡献。同时，我国平均房价一直在增长。从 2000 年到 2003 年底，房价基本上是平稳增长。而到了 2004 年，房价增长速度发出现了巨大的跳跃。2004 年底和 2005 年初，全国房价的

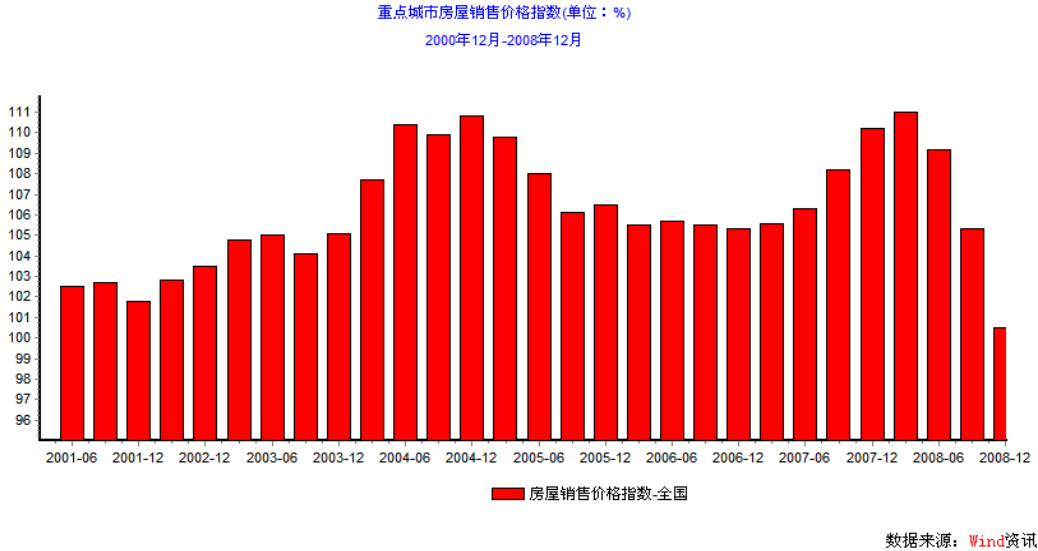


图 1：2002-2008 年全国平均房价增长率趋势图

季度增长率平均保持在 10%-11%左右，达到最高点。而从 2005 年第二季度开始，全国房价的增长率下降到 6%左右，而后的一年多时间维持在这个水平。到了 2007 年，全国房价又有一次快速的上升，直到 2008 年全球的金融危机，房价才开始大幅度下滑。图一是全国 35 个重点城市房屋价格指数的时间序列图。

2003 年以后，高涨的房价让政府受到前所未有的压力，从而对房地产市场的政策有所改变。表 1 列示了从 1994 年到 2007 年以来国务院和相关部委发布的与房地产市场相关的政策。从表 1 可以看出，房产政策分为两个阶段。在 2003 年以前，房产政策以鼓励和扶持为主，放手让市场发展，各地政府也对房地产行业的发展，放的多，管的少。但是，从 2003 年开始，由于房价快速上涨，引起了中央的关注。房地产政策逐渐发生了改变，以稳定房价，防止房价快速增长，保障居民住房为主要目标。2005 年 3 月 26 日国务院公布了《关于切实稳定住房价格的通知》（以下简称《通知》）。

表 1. 与房地产有关的主要政策

时间	政策（与房地产行业相关的政策）
1994-07-18	国务院：《关于深化城镇住房制度改革的决定》
1998-07-03	国务院：《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》
2003-08-12	国务院：《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》
2004-03-31	国土资源部、监察部：《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》
2004-04-26	国务院：《关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》
2004-07-13	建设部：《关于修改〈城市商品房预售管理办法〉的决定》
2004-08-30	银监会：《商业银行房地产贷款风险管理指引》
2004-10-28	央行：上调金融机构存贷款基准利率
2005-03-17	央行：调整商业银行自营性个人住房贷款政策
2005-03-26	国务院：《关于切实稳定住房价格的通知》（即国八条）^②
2005-04-27	国务院：加强房地产市场引导和调控的八项措施。
2005-05-11	建设部等七部门联合出台《关于做好稳定住房价格工作的意见》
2005-09-22	银监会发布第 212 号文件
2006-05-17	国务院：促进房地产业健康发展的六项措施(即国六条) ^③
2007-01-16	国税总局：《房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》
2007-09-27	央行、银监会：《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》
2007-12-03	国土资源部、财政部、央行：《土地储备管理办法》。

《通知》明确指出，对住房价格上涨过快、控制措施不力、造成当地房地产价格大起大落，影响经济稳定运行和社会发展的地区，要追究有关负责人的责任。《通知》还指明了调控房价

的具体路径：加大住房供应结构调整力度，在控制高价位商品住宅建设的基础上，及时调整房地产开发用地供应结构，着力增加普通商品住房、经济适用住房和廉租住房建设规模，同时抓紧清理闲置土地，促进存量土地的合理利用，提高土地实际供应总量和利用效率。这份文件实际上就是中央政府在今后相当长一段时间内调控房地产市场的施政纲领，表明了政府强烈希望稳住房价的决心。在这份纲领的指导下，中央政府在随后的近两年的时间内出台了一系列的调控房价的政策（见表1）。

然而，针对房地产行业，无论是中央政府还是地方政府都面临着双重的难题。

对于中央政府来说，普通民众的住房问题当然是其关心的问题，高昂的房价使得普通民众的住房需求无法得到满足，必然激起民众的不满情绪，危害和谐稳定的社会秩序。若不能妥善解决，会增加社会的不稳定因素。如何抑制房价，保证普通民众的住房需求，是中央政府面临的一个大问题。同时，中央政府也不能简单的为了抑制房价而打压房地产行业。房地产行业是国民经济的支柱产业之一，房地产的发展可以带动钢铁、建材、交通、物业服务等产业的发展，提供大量的就业岗位，从而促进整个国民经济的发展。简单的控制房价，打压房地产企业，显然会损害整个国民经济。如何才能既平抑房价又不损害房地产行业的发展，是中央政府面对的双重难题。

对地方政府来说，房价的上扬，带动了土地价格的上涨。卖地就成了地方政府财政收入的一大来源，抑制了房价也就抑制了地方财政收入。同时房地产的发展也会带动当地经济的发展，在这点上，地方政府和房地产企业有着共同的利益。与中央政府相比，地方政府与房地产企业的利益更一致，地方政府更没有动机实施控制房价的政策。从而在这种困境中，地方政府给房地产公司游说政府创造了机会。而房地产公司会通过各种途径来游说地方政府，阻挠相关政策的实施。

面对公众的指责，特别是 2004-2005 年这段时间，房地产商们认为房地产市场一直在健康发展，房价虽然在上涨，但是这种上涨是合理的，不存在所谓的“房地产泡沫”。2004 年 2 月，富力集团副董事长吕劲则根据自己的富力城项目谈住房价格问题时说：“土地和建筑原材料成本上涨两个因素加起来会影响房价上升 10%。”^④在 2004 年 11 月的采访中，中国房地产业协会副会长顾云昌认为，中国房地产市场总体上没有多少泡沫，从 1998 年到 2003 年，在大幅度提高住宅品质、成本加大、建材涨价的基础上，房价涨幅稳定，始终在百分之三至四左右。从这个意义上来讲，中国房地产市场并没有多少泡沫。他认为房价的上涨来自于供需的不平衡，完全是市场的自然力量走向供需平衡的过程。^⑤2005 年 3 月《通知》下发后，引发了敏感的地产商们的坚决反对。华远集团总裁任志强，专门撰写了一篇长达 40 多页、洋洋洒洒近 2.5 万字的文章，并以全国工商联住宅产业商会报告的名义，递交到了权威部门，认为国务院错误的估计了房地产市场的真实状况，目前的房地产市场并没有什么大问题，国八条不应该出台。针对上海、北京、深圳的大中城市房价的上涨，任志强认为：“国际上凡是最有竞争力的城市，都是房价最贵的，房价不贵就没有竞争力！一个城市的高房价必定是有支撑的，高房价的城市具备除了房价之外的其他吸引力，包括高工资和工作机会等。”于是房价的上涨等同于城市的竞争力的上涨。担任中城联盟轮值主席的河南建业集团董事长胡葆森，也郑重其事地写了一封公开信，其对当前房地产市场形势的基本判断是：“总体健康，局部问题。”^⑥

显然，房地产企业知道如何为自己辩护，他们把房价上涨演说成是成本上升，需求大于供给等正常的经济现象。尽力在喧嚣声中让自己保持一身清白，房地产根本就没有所谓的暴利，房价上升与暴利无关，完全是房地产发展过程中的合理上涨。房地产商们有充足的动机坚持自己的观点，同时可以通过盈余管理掩盖自己真实的会计盈余，避免自己的高盈余暴露在大家面前，从而向外界提供一个“虚假”信号，以支持自己的言论。

三、 理论分析和研究假说

(一) 文献回顾

Stigler (1971) 在其经济管制理论中指出, 各种管制或者政策的出台, 不是由单一力量决定的, 而是相关利益集团互相博弈的结果。相关利益集团为了自己的利益, 会利用各种途径进行政治游说, 要求政府对某些行业进行监管或者取消监管, 试图从中获取利益。产业政策的出台必然会影响企业的行为, 但是企业是否会被动的接受一些不好的政策? 企业是否在政策出台的前后进行相关活动, 来避免政治监管? Watts 和 Zimmerman (1986) 认为当企业的产品价格在不断上涨的时候, 消费者会抱怨企业的暴利损害自己的利益, 于是他们通过其利益集团的代表在国会进行游说, 希望国会通过对企业进行管制或者征收额外的利润税的法案。若是此类法案被通过, 企业的成本会增加, 从而对企业产生不利的影响。企业显然不愿意这些法案被通过, 为了避免被管制和额外征税, 它们会选择适当的会计政策和会计方法, 降低自己的报告盈余为自己在政治谈判中增加砝码。

Wong (1988) 在研究新西兰的公司出口税披露时, 发现企业管理当局会通过盈余管理来减轻政治监管。Jones (1991) 研究了美国有关公司的出口补贴事件与盈余管理的关系, 并利用其创立的Jones模型来区分操控性应计和非操控性应计, 表明了在这个期间相关公司为了获得出口补贴, 确实进行了向下的盈余管理, 故意调低了报告盈余。Cahan (1992) 选取了1970 ~ 1983 年间受反托拉斯监管调查的48 个公司, 指出: 受到反托拉斯监管调查的公司在被调查当年减少报告的非预期应计项目。Hall (1993) 对石油冶炼行业的研究发现, 在油价较高的情况下, 公司会向下进行盈余管理, 调减利润; 而在油价较低的情况下会向上进行盈余管理, 调高利润。Key (1997) 发现美国有线电视产业在面对价格调查时, 管理层通过盈余管理来降低利润, 以减轻政治监管。Cahan (1992) 研究了美国国会反垄断调查对公司盈余管理的影响, 研究结果表明: 随着外部政治成本的改变, 上市公司会进行相应的盈余管理。Key (1997) 发现, 在国会对有线电视行业进行调查期间, 有线电视公司向下进行盈余管理来规避政治风险。Cahan et al. (1997) 发现, 在美国国会提出实施全新的环境法规期间, 为规避政治成本的不良影响, 相关行业的公司会向下进行盈余管理以阻碍法规的通过。Hall et al. (1997) 研究发现, 石油公司有为避免潜在的政治处罚而向下进行盈余管理的行为。Han and Wang (1998) 对高油价背景下的石油及相关行业的盈余管理行为进行了研究, 研究结果发现石油冶炼企业为了规避政治成本进行了以调低盈余数字为目的的盈余管理, 但是石油开采企业并没有进行盈余管理。Makar and Alam (1998) 对处于经济周期不同阶段下, 公司为规避政治风险而进行的盈余管理行为进行了研究。研究结果发现: 在经济扩张期, 公司为了避免政治成本造成的公众关注而向下进行盈余管理; 而在经济衰退期, 公司并没有向上进行盈余管理。Baker (1999) 研究发现, 公司为避免经理人报酬过高引发的政治成本和社会关注, 管理人员会选择股票期权折价较低的方法来规避政治风险。Monem (2003) 研究了在澳大利亚政府对金矿采掘行业征收所得税的情况下, 公司会在政府政策拟订和审议期间向下进行盈余管理, 从而调低会计盈余以避免税赋的增加。从整体上来看, 国外研究基本上表明, 当存在政治成本时, 公司会进行盈余管理以争取有利的政策, 从而为公司创造良好的外部条件。

国内学术界对于公司规避政治成本的研究很少。田丰和周红 (2000) 研究了我国新闻纸行业上市公司在反倾销调查过程中的盈余管理行为, 但是结果发现公司没有为了获得有利的申诉地位而进行盈余管理。张晓东 (2008) 研究了2005年高油价时期石化行业公司, 发现石化行业公司进行盈余管理以调减利润, 但是盈余管理行为并未影响到政府经济干预措施。这也表明, 政府干预经济的行为具有一定理性。

（二）研究的前提假设

研究会计信息相关的政策过程是建立在经济管制理论(Stigler, 1971; Peltzman, 1976)基础上的, 这一理论认为各种政策会导致财富在有关各方之间进行转移。正如前文所叙述, 公众、政府和企业之间存在着复杂的经济和政治关系, 为了清楚的描述企业管理层可预见的行为, 本文的研究建立以下假设基础之上:

一、房地产企业和政府有着千丝万缕的政治联系。

企业和政府的政治联系是很多文献所证实的(田志龙, 2003)。作为支持国民经济发展的房地产企业来说, 其与政府的联系尤其重要。由于中国的土地归国家所有, 要获得土地必然要通过当地政府审批, 房地产企业和地方政府有着密切的联系。正是政府和企业之间的密切联系, 才使得企业有渠道游说政府。

二、财务数据能够影响房地产企业的政治活动。

无论相关团体(消费者或者政府)要批评或支持哪个企业, 财务数据都可能成为他们的依据。例如, 高报告盈余将被认为是存在暴利最明显的特征。房价的高涨, 成为房地产企业备受批评的主要原因, 这个时候报告高的会计盈余必然会给批评者留下口实, 成为支持对房地产企业进行监管或者制定相关政策的依据。房地产企业为了获得政府的支持就有很强的动机进行盈余管理, 降低报告盈余从而为公司的政治游说提供数据支持。

三、进行向下盈余管理的总收益大于其成本。

调低报告盈余可以用于游说政府(主要是地方政府), 避免房价控制政策的出台和实施, 即防止和降低相关政治成本。经济政策是一个产业发展的政治环境, 中国现在处于市场经济发展阶段, 有利的经济政策可以保证产业的发展 and 繁荣, 而不利的经济政策会对相关产业带来沉重的政治成本, 限制甚至是完全阻碍该产业的发展。对于房地产企业来说, 政府出台的限制房价政策, 提高廉价房和廉租房等替代品的供应量, 限制商品房开发土地供给等措施, 使得房地产经营市场环境变的非常糟糕。如果这些措施得到具体实施, 必然影响房地产企业的经营活动。由于政治成本是巨大的, 所以避免政治成本的收益也是巨大的。

进行向下的盈余管理引发的成本主要是契约成本。向下的盈余管理降低了报告盈余, 可能会引发两种契约成本。一种是债务契约, 由于债务契约中的条款会涉及到报告盈余, 低的报告盈余可能会触发这些条款。同时, 低的报告盈余会使得企业再融资和借贷变的困难, 也可能难以通过配股和发行债券的审核。另外一种契约成本是激励契约成本, 企业管理层的薪酬可能与财务数据挂钩, 降低报告盈余同时可能会降低管理层的收入, 管理层并不一定会原意这样做。但是, 对于房地产企业来说, 在房价高涨的时候进行向下的盈余管理, 所引发的契约成本并不是很大。一方面, 高涨的房价本身就是一个强烈的市场信号, 银行和投资者会在这个时候很乐意给房地产企业贷款或者投资。另外一方面, 房地产企业可以控制盈余管理的水平, 只要使得报告盈余与往年持平或略高即可, 这样既可以应对公众的“暴利论”, 也不会触发契约成本。

当然, 有些企业可能存在搭便车行为, 如多元化经营中涉足房地产的企业比那些纯粹的房地产企业更有可能搭便车。若一个公司只想趁着房价高涨, 然后进入房地产行业进行投机, 它不会有动机进行向下的盈余管理。而那些一直处于房地产行业, 专注于房地产经营的公司, 对政策的出台更为敏感, 他们在长期的经营活动中知道如何与政府打交道, 也知道这样的管制政策的出台意味着什么。这类公司, 要想在地方政府那里得到特殊照顾, 必然要给出足够的事实证据, 这大大的减少了这些公司搭便车行为。本文通过样本的控制来解决搭便车问题。

（三）研究假说

政府出台政策稳定房价。短期来看，住房的供给是有限的，控制房价会影响房地产公司的主营业务收入增长。同时，政府还会采取其他措施，例如增加廉价房和廉租房供给量，降低商品房的土地供给量；长期来看，这些政策会造成商品房的需求减少，从而对房地产企业造成不利影响，降低了公司价值。本文提出以下假说：

假说一：国八条出台对房价进行抑制的政策会对房地产公司的价值产生负面影响。

在前面的分析中，房地产企业极力反对政府出台政策控制房价。以房地产企业的长期经验来看，政府出台并实施相关政策会对企业的经营活动产生严重的负面影响。房地产公司会尽力避免政策的出台。那么在这个期间报告高额的利润显然是不明智的，高额的利润会引发公众更多的非议，也可能成为政府采取更多的措施对房价进行管制的理由。为了降低报告利润，避免高利润带来的惩罚性政策，那么房地产企业必然要进行盈余管理。本文提出了假说二：

假说二：在国家出台对房价进行抑制的政策期间，房地产公司通过盈余管理来降低报告盈余。

在进行盈余管理问题上，大公司和小公司可能有着不同的态度。大公司知名度更高，影响更大，很容易成为公众争论的焦点，成为众矢之的，政策对其的影响也相对较大，其面临的成本也更高。同时，大公司跟各地政府也保持着更紧密的联系，其进行游说的能力也比小公司要强，从而他们进行盈余管理的动机就更强。而相对较小的公司就不那么受人关注，对政府的影响力也小。所以他们进行盈余管理的动机相对要小。由此分析，本文提出了假说三：

假说三：在国家出台对房价进行抑制的政策期间，大公司的盈余管理程度要大于小公司的盈余管理程度。

四、 样本选择与研究设计

（一）样本选择和数据来源

本文选取了在沪深上市的 A 股房地产公司作为样本，采用中国证监会的行业分类。样本公司必须在 2001 年之前上市且主营业务为房地产开发和经营，在 2001-2006 期间，样本公司没有发生主营业务的变更。所谓的主营房地产业务是指其业务构成中来自房地产开发和经营的收入占营业收入的比率大于等于 50%，或者来自房地产开发和经营的利润占总利润的比率大于等于 50%。为了避免 ST 公司可能进行的盈余管理对研究结果的影响，剔除 2001 年至 2006 年期间被 ST 的公司。根据上述筛选，本文总共得到了 204 公司/年数据。样本选择期间为 2001-2006 年，全部数据来源于 WIND，CSMAR 和 CCER 三个数据库。数据处理全部采用 SAS 统计软件进行处理。

（二）研究设计

关于政策变更对公司价值的影响，本文采用两种方法进行实证研究。事件研究法是现代财务学的经典研究方法，它考察二级市场股价对事件反应程度。本文采用市场模型（market model）来计量《通知》下发后，房地产公司的累积超额收益率 CAR。本文采用公告前 200 个交易日的日收益率，以 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ 模型回归出公司 α_i 和 β_i ，并计算出超额报酬率 AR：

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

从而可以得出累积超额报酬率 CAR:

$$CAR = \sum_{t=-T_1}^{T_2} AR_t (T = -T_1, -T_1 - 1, \dots, T_2)$$

对《通知》前后短窗口的累计超额报酬率CAR进行T检验，看其是否对公司价值具有负面的影响。

同时，为了研究政策变更对公司价值较长时期的影响，本文采用托宾Q 来衡量公司价值 (Cheng & Pount, 1994; Lemmon & Lins, 2003; Bai et al, 2004) 并构建了如下模型 (1):

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Time_{i,t} + \beta_2 \times Level_{i,t} + \beta_3 \times Size_{i,t} + \beta_4 \times ROA_{i,t} + \beta_5 \times Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

本文采用时间哑变量来考察政策出台期间公司价值的变化；为了控制其它可能因素对公司价值的影响，这里我们加入了财务杠杆、公司规模、公司盈利能力以及销售增长率等控制变量。本文期望时间哑变量系数为负且显著。

本文采用总应计利润作为盈余管理程度的衡量指标 (Key, 1997 和 DeAngelo, 1986)。应计利润的计算有两种方法：一种是资产负债表法，一种是现金流量表法。本文采用流行的现金流量表法：

$$TA_t = NI_t - CFO_t$$

其中，TA_t为第t年的应计利润总额；NI为第t年的净利润；CFO_t为第t年现金流量表中经营活动现金流量净额。

为了检验假说二，本文使用两个回归模型进行多元回归。

第一个模型参考了应计项目预期模型 (key, 1997):

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times PPE_{i,t} + \beta_2 \times Rev_{i,t} + \beta_3 \times Time + \varepsilon_{i,t}$$

此模型以Jones (1991) 为基础，用应计利润总额作为盈余管理的衡量指标，考察企业在事件期间是否进行了盈余管理。同时，由于我们使用了应计利润总额，本文还加入了其它的控制变量，包括了企业规模、资产负债比率、ROA。由于企业在更换管理层期间可能“洗大澡”，这样也会产生向下的盈余管理。所以本文加入了是否更换企业高层做为控制变量，由此我们建立了如下回归模型 (2)

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Time + \beta_2 \times Mchange_{i,t} + \beta_3 \times Saleschange_{i,t} + \beta_4 \times Revchange_{i,t} + \beta_5 \times PPE_{i,t} + \beta_6 \times Cost_{i,t} + \beta_7 \times Level_{i,t} + \beta_8 \times Size_{i,t} + \beta_9 \times Roa_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

我们预期 Time 变量的系数为切显著。为了研究大小公司对盈余管理的影响，把样本公司按照2004-2006 年三年的主营业务收入平均值排序，取前 15 家为大公司，后 15 家为小公司。在检验假说一和假说二的时候，我们分别用全部样本和分组样本进行回归。表 2 给出了回归模型中所有的变量定义。

表 2 变量定义

变量	定义
$TA_{i,t}$	应计总额，用期初总资产标准化。
$TobinQ_{i,t}$	公司 i 在 T 期的市场价值，即 Tobin' s Q
$Growth_{i,t}$	公司的销售增长率

<i>Time</i>	哑变量，若报表公布时间为 2005 或者 2006 年则取 1，否则取 0。
<i>SalesChange_{i, t}</i>	主营业务收入的增长，期末主营业务收入减去期初主营业务收入，并用期初总资产标准化
<i>PPE_{i, t}</i>	t 期固定资产原值，用期初总资产标准化
<i>Cost_{i, t}</i>	t 期的主营业务成本的增长，年末主营业务成本减年初主营业务成本，并用期初总资产标准化
<i>RevChange_{i, t}</i>	t 期的应收账款变化，期末应收账款减去期初应收账款，并用期初总资产标准化
<i>Level_{i, t}</i>	t 期的资产负债率
<i>Size_{i, t}</i>	t 期的公司资产的自然对数 ln (asset)
<i>Mchange_{i, t}</i>	Dummy, 若 T 期 i 公司的董事长或者总经理更换，则为 1，否则为 0
<i>Roa</i>	公司的总资产收益率

五、实证结果

（一）市场反应与公司价值

政府出台政策要控制房价上涨，而房价受到调控对房地产企业来说是个利空的消息。若市场是有效的，投资者会对这些政策的经济后果进行理性预期，而这种预期会反映在股价的变动中。

表 3 给出了 2005 年 3 月 26 日国务院公布《关于切实稳定住房价格的通知》后样本公司的 CAR 值。可以看到在《通知》公布期间，样本公司的确出现了负的异常收益。在 (-1, 1)、(-5, 5) 和 (-10, 10) 三个短窗口中，样本公司的累计超额报酬率分别为-1.084%、-2.723%和-6.176%，并都在 1%的显著性水平上显著。而 (-20, 20) 长窗口中，样本公司的累计超额报酬率高达-18.434%，也在 1%的显著性水平上显著。充分说明了市场把《通知》看做利空消息。

表 3：《关于切实稳定住房价格的通知》公布后样本公司 CAR 表

期 间	CAR	T值	Boeher et al (1991)
			t-statistic
(-1,1)	-1.084***	-3.086	-2.579
(-5,5)	-2.723***	-3.429	-3.208
(-10,10)	-6.176***	-3.772	-5.139
(-20,20)	-18.434***	-4.801	-8.019

注：*表示 10%水平显著，**表示 5%水平显著，***表示 1%水平显著。

图 2 给出了在 2005 年 3 月 26 日国务院出台《关于切实稳定住房价格的通知》前后 20 天的市场反应图，图上每一个点代表了样本公司 CAR 的均值，可以看出在这时间期内，市

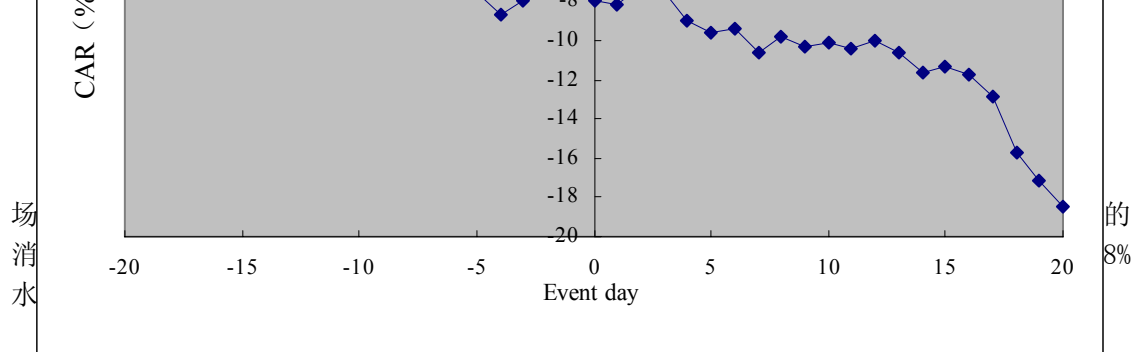


图 2：国务院出台《关于切实稳定住房价格的通知》的市场反应

事件日全样本（n=34）公司平均累计超额报酬率。横轴表示时间窗口，纵轴表示平均累计超额报酬率。

市场反应表明在短期内，《通知》带来的政策调整对房地产企业是不利的。整个政策调整时间，这样的不利影响是持续性的，还是短时间的市场反应？我们使用模型（1）进行多元分析，结果见表 4，可以看到在 2004 年和 2005 年期间，在控制了其他因素的条件下，公司的价值还是显著下降，时间哑变量 Time 的系数显著为负，说明市场预期到政策变更期间对公司价值产生负面影响，这种影响是长期的，而不是短期的。为了进一步检验规模不同的公司是否对这次政策的出台有不同的反应，本文根据 04 和 05 年样本公司平均销售收入的大小对其进行分组，结果表明：无论大公司还是小公司 Time 的系数都显著为负。大公司组的系数-0.26 要大于小公司组的系数-0.31，市场认为国八条是对整个行业都有着显著的负面影响，大公司和小公司的价值都会受到冲击。

表 4：公司价值多元回归结果

	Tobin's Q		
	全部样本	小公司	大公司
Intercept	3.73464*** (0.000)	7.25125*** (0.000)	0.07253
Time	-0.28456*** (0.000)	-0.30869*** (0.000)	-0.26089*** (0.000)
Growth	0.00044 (0.5396)	0.00096 (0.77454)	0.00004 (0.94394)
Size	-0.12593*** (0.000)	-0.29529*** (0.000)	-0.0077*** (0.81718)
Level	0.23806* (0.07012)	0.3301** (0.04954)	-0.06297 (0.71139)
Roa	-0.40708 (0.44229)	-2.03805*** (0.00204)	0.8323 (0.25307)
R ²	0.30142	0.57431	0.23778

注：括号中是 P 值。*表示 10%水平显著，**表示 5%水平显著，***表示 1%水平显著。

（二）盈余管理

图 3 给出了 2001 年到 2006 年样本公司应计利润总额的变化趋势。图 3 显示，在政策出台期间（财务报告期为 2004 年和 2005 年）样本公司应计利润总额明显低于其它年份，表明样本公司确实在这期间进行了盈余管理。

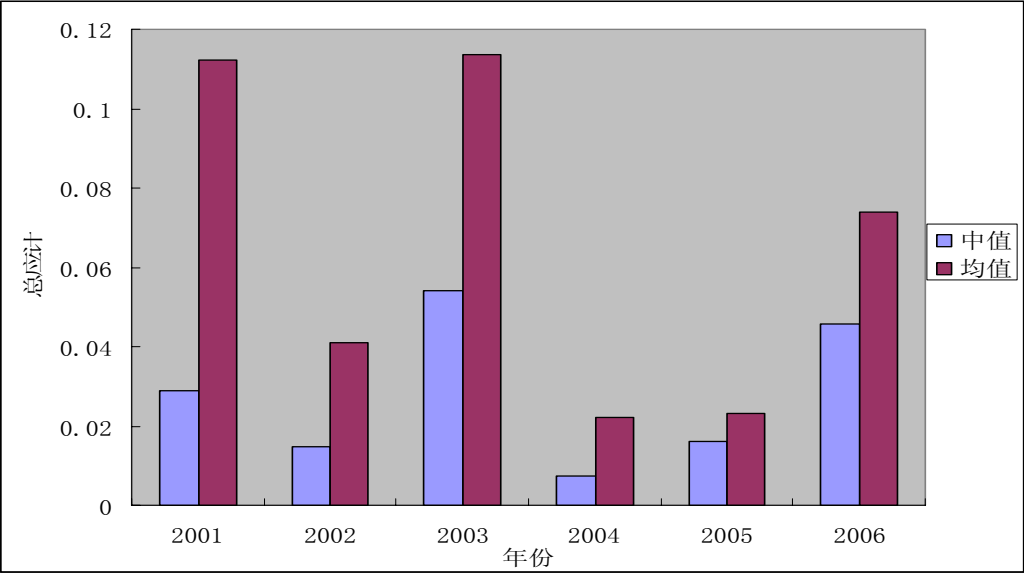


图 3：样本公司（n=34）年度总应计的分布图

为了检验国八条前后期间的应计总额与其它年份的应计总额在统计上是否具有显著差异，本文将样本按期间分组，2004年和2005年为一组，其它年份为一组。从表5可以看到，在未控制其它变量的情况下，国八条出台期间的总应计显著低于其它的期间的总应计，其中 wilcoxon 符号秩检验双尾检验统计量为 2.9441，而 T 统计量为 2.40。由此可见，在国八条出台的前后时期，房地产企业的总应计在减少，这与假设 2 相吻合。

表 5：按年份分组后总应计的单变量检验结果

按年份 分组	样本数	中位数	均值	Z 统计量	T 统计量
0	136	0.0347	0.0835	2.9441*	2.40***
1	68	0.0032	0.0036	(0.0862)	(0.0177)

注：政策出台年份的应计利润总额与其它年份的比较，1 表示 2004 年和 2005 年，0 表示其它年份。Z 统计量为 wilcoxon 符号秩检验，T 统计量用 satterthwaite 方法计算得到。括号中为 p 值。*代表 10%水平显著，**代表 5%水平显著，***表示 1%水平显著。

表 6：模型（2）的回归结果

预期 符号	全部样本	小公司	大公司
----------	------	-----	-----

Intercept	?	-0.06522 (0.85772)	-0.7859 (0.1160)	0.5715 (0.4559)
time	(-)	-0.06459** (0.03252)	-0.0538 (0.1646)	-0.1001* (0.0601)
Mchange	(-)	-0.01848 (0.53687)	0.0143 (0.7086)	-0.0148 (0.7857)
SalesChange	(+)	0.06208 (0.82603)	0.0509 (0.8724)	0.0495 (0.9303)
Revchange	(+)	1.23904*** (0.00004)	0.0732 (0.8843)	1.6887*** (0.0001)
Ppe	(+)	-0.01187 (0.91153)	-0.2276 (0.0545)	0.5142 (0.0329)
Cost	(-)	-0.22321 (0.50359)	-0.26662 (0.4667)	-0.2297 (0.7399)
Level	?	0.20553** (0.0269)	0.2893*** (0.0088)	0.4103** (0.0488)
Roa	?	1.17057*** (0.00479)	0.03401 (0.1459)	-0.0388 (0.2539)
Size	(+)	0.00076 (0.96394)	0.4519 (0.3082)	3.5533*** (0.0039)
N		190	77	79
R ²		0.20506	0.22642	0.36677

注：括号中是 P 值。*代表 10%水平显著，**代表 5%水平显著，***表示 1%水平显著。

单变量回归中，没有控制其他可能影响总应计的因素。为验证假说二，使用模型（2）进行多元回归，表 6 左边显示了（2）式的回归结果。时间哑变量 time 的系数显著为负，说明在政策期间，公司的应计总额显著低于其它年份。公司高管变动会对总应计产生负的影响，但是却不显著。同时公司的 Level 和 Roa 也对企业的总应计正相关性且显著。实证结果支持我们的假说二。

由于大公司更受公众的关注，所以大公司在政策期间应该比小公司更有可能往下进行盈余管理，本文把样本分大小公司两组。分组回归的结果如表 6 所示：大公司在政策出台期间的总应计显著为负，而小公司的 Time 变量虽然为负但却不显著。这与本文中的假说三是符合的。说明大公司更倾向于进行盈余管理，降低报告了利润，来规避对自己不利的影响。

六、结论

本文的研究表明：在《通知》出台后的两年期间，房地产企业的市场价值受到严重的负面影响，房地产公司为了降低不利影响，通过调整应计项目的方法，降低报告盈余。房地产商通过盈余管理，来降低财务报告利润，其目的可以归纳为两点：房地产企业使用盈余管理后的会计报告，一方面可以减少来自公众的指责（由于住房是公众密切关心的问题，房价的上涨，使得公众把矛头指向房地产商）。媒体和公众都认为房价上涨是房地产商坐地抬价，从而获取暴利，要求政府通过制定相关政策来抑制房价的上涨。为了自我辩护，房地产公司会用盈余管理的手段来控制会计报告盈余。

另一方面房地产商可以通过盈余管理手段来游说地方政府。由于地方政府和房地产企业的微妙经济关系，企业完全可以使用财务报表的数据对地方政府进行游说，从而获得好处。虽然中央政府可以制定各种各样抑制房价的政策，但是却需要地方政府去真正付诸实施。（全国房价的增长率图（图 1）显示，从 2006 年后期开始，房价的增长率开始上升。这可能是由于地方政府开始放松了对中央政府政策的执行力度，而到 2007 年，房价又开始一路高奏凯歌。国八条和国六条还在，但是对房价的抑制效果却不尽如意。地方政府和房地产商在房价上有着共同的利益。通过盈余管理报告“正常的会计盈余”，房地产商可以拿着被审计过的财务报告游说地方政府，向地方政府提供了“确凿”证据，证明房地产处在正常发展阶段，并不存在暴利。有了这样的证据，想维护地价以满足财政收入的地方政府也可以名正言顺地放手房地产商的作为。

本文的研究意义在于政策的制定者在制定政策时要考虑到可能的经济后果，否则政策的本意与实际效果可能大相径庭。房地产行业作为国民经济的重点行业，中间涉及复杂的利益群体关系。政策的变更会影响各利益集团的收益，从而影响他们的行为。在中国这样一种关系型交易突出的社会中，政策调整带来的经济后果会完全扭转政策本来的意向。

①《地产商面对国八条不再沉默，任志强上书 25000 言》，《21 世纪经济报道》，2005 年 4 月 20 日，同期有多家报纸和网络媒体转载或者引用这篇报告。

②《通知》包括了八条事项：一、高度重视稳定住房价格；二、切实负起稳定住房价格的责任；三、大力调整住房供应结构；四、严格控制被动性住房需求；五、正确引导居民合理消费需求；六、全面监测房地产市场运行；七、积极贯彻调控住房供求的各项政策措施；八、认真组织对稳定住房价格工作的督促检查。所以被简称为国八条，下同。

③包括六条事项：一、切实调整住房供应结构。二、进一步发挥税收、信贷、土地政策的调节作用。三、合理控制城市房屋拆迁规模和进度，减缓被动性住房需求过快增长。四、进一步整顿和规范房地产市场秩序。五、加快城镇廉租住房制度建设，规范发展经济适用住房，积极发展住房二级市场和租赁市场，有步骤地解决低收入家庭的住房困难。六、完善房地产统计和信息披露制度，增强房地产市场信息透明度，全面、及时、准确地发布市场供求信息，坚持正确的舆论导向。被简称为国六条，下同。

④《楼市观察：2004 年北京房价是涨还是跌》，北京青年报，2004 年 2 月 19。

⑤“2004 北京生态住宅水景论坛”，北京，2004 年 11 月 26 日。

⑥ 同①

参考文献

- [1] 夏立军, 2003: 盈余管理计量模型在中国股票市场的应用研究, 《中国财务与会计研究》, 2003 年 6 月。
- [2] 吴联生, 王亚平, 2007: 盈余管理程度的估计模型与经验证据: 一个综述, 《经济研究》, 2007 年第 8 期。
- [3] 田志龙, 高勇强, 卫武, 2003: 中国企业政治策略与行为研究, 《管理世界》2003 年 12 期。
- [4] 张晓东, 政治成本、盈余管理及其经济后果——来自中国资本市场的证据, 《中国工业经济》2008 年 8 月。
- [5] Cahan S. The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: a refined test of the political cost hypothesis . *Accounting Review*, 1992 (67) : 77295.
- [6] Dechow, P M., Sloan, R. G., and Sweeney,A. P. (1995), 'Detecting Earnings Management', *Accounting Review* 70: 193-225.
- [7] Han, Jerry C. Y., Shiing-Wu Wang. Political Costs and Earnings Management of Oil Companies During the 1990 Persian Gulf Crisis[J]. *Accounting Review*, 1998, 73(1) .
- [8] Jones, J. (1991), 'Earnings blanagement During Import Relief Investigations' *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- [9] Key, K.G(1997), 'Political cost incentives for earnings management in the cable televison industry', *Journal of accounting and economics* 23:309-337.
- [10] Lemmon, M. L. and Lins K. V., 2003, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asia Financial Crisis", *Journal of Finance*, 58, pp.1445~1468.
- [11] Monem, Reza M. 2003 Earnings Management in Response to the Introduction of the Australian Gold Tax ,*Contemporary Accounting Research*,20(4).
- [12] Stigler,G.J.,1971,The Theory of Economic Regulation, *Bell Journal of Economic and Management Science* 2,3-21.
- [13] Watts,R.,Zimmerman,J.,1990,Positive accounting theory: A ten years perspe-ctive, *Accounting Review* 65,131-156.
- [14] Wong,J.,1988 Political costs and intraperiod accounting choice for export tax credits, *Journal of accounting and Economics* 10,37-51.

Policy change and firm value and economic consequence

Wang Bing-hui

Abstract: Since 2004, China's real estate market is on the rise with prices soaring up. In order to curb housing prices and to protect the housing needs of the general population, Chinese government has enacted a series of policies to control housing prices. This paper investigates the influences of policy which is enacted in 2005 and the policies ajusted the following two years on the market value of real estate firms and their accounting behaviors. Using the pool data between 2001 and 2006, we find that during the period of the policy

enacted, real estate firms' market value are negatively effected. Meanwhile, they make efforts to reduce profits through earnings management in order to reduce the political costs.

Keywords: economic policy market value earnings management political costs

附录

本文研究公司名单:

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万业企业	600641	深深房 A	000029
浦东金桥	600639	沙河股份	000014
新黄浦	600638	深振业 A	000006
海鸟发展	600634	苏州高新	600736
金丰投资	600606	京能置业	600791
东华实业	600393	上实发展	600748
金地集团	600383	多伦股份	600696
首开股份	600376	中华企业	600675
天房发展	600322	珠江实业	600684
万通地产	600246	陆家嘴	600663
长春经开	600215	万科 A	000002
海泰发展	600082	世茂股份	600823
浙江广厦	600052	粤宏远 A	000573
绿景地产	000502	莱茵置业	000558
金融街	000402	银基发展	000511
泛海建设	000046	亿城股份	000616
深长城	000042	阳光股份	000608

全部变量描述性统计

年份	N	Tobin's Q		Growth		Size		Level		Roa	
		MEAN	STD	MEAN	STD	MEAN	STD	MEAN	STD	MEAN	STD
2001	34	1.3567	0.3788	0.4813	1.2146	21.1813	0.8671	0.5071	0.1776	0.0154	0.0718
2002	34	1.1560	0.3710	0.3455	0.8743	21.3243	0.8350	0.5133	0.1587	0.0296	0.0340
2003	34	0.9726	0.2894	3.4318	14.2467	21.5302	0.7786	0.5542	0.1701	0.0286	0.0363
2004	34	0.8659	0.1774	12.5597	68.6123	21.6699	0.8152	0.5664	0.1496	0.0320	0.0303
2005	34	0.8206	0.1598	-0.0238	0.5280	21.6958	0.8748	0.5539	0.1402	0.0290	0.0235
2006	34	1.1112	0.2559	0.2860	0.8256	21.8640	1.0045	0.5696	0.1444	0.0288	0.0267
全部	204	1.0472	0.3361	2.8941	28.9040	21.5515	0.8845	0.5448	0.1568	0.0275	0.0394

年份	N	TA		Salechange		Rchange		PPE		COST	
		MEAN	STD	MEAN	STD	MEAN	STD	MEAN	STD	MEAN	STD
2001	34	0.1430	0.3318	0.1062	0.3516	-0.0030	0.0653	0.1551	0.1949	0.0532	0.2511
2002	34	0.0198	0.2337	0.0616	0.2905	0.0149	0.0821	0.1509	0.1854	0.0383	0.2798
2003	34	0.1136	0.2576	0.0167	0.2262	0.0040	0.0328	0.1178	0.1321	-0.0007	0.1765

2004	34	-0.0032	0.2547	0.1249	0.1871	0.0020	0.0293	0.0956	0.1011	0.0961	0.1452
2005	34	0.0065	0.1417	-0.0546	0.2024	-0.0113	0.0485	0.0819	0.0972	-0.0532	0.1690
2006	34	0.0536	0.2379	0.0454	0.1700	0.0000	0.0234	0.0923	0.0915	0.0271	0.1225
全部	204	0.0538	0.2500	0.0489	0.2478	0.0012	0.0510	0.1148	0.1399	0.0268	0.2017

变量 Pearson 关系表

	TA	Tobin's Q	Growth	PPE	Salechange	Rchange	COST	Size	Roa	Level
TA	1									
Tobin's Q	0.196 (0.0053)	1								
Growth	0.069 (0.3337)	0.005 (0.9385)	1							
PPE	-0.123 (0.0839)	0.225 (0.0013)	0.025 (0.7215)	1						
Salechange	0.162 (0.0219)	0.109 (0.1227)	0.228 (0.0011)	-0.024 (0.7380)	1					
Rchange	0.349 (<.0001)	0.092 (0.1957)	0.053 (0.4584)	-0.103 (0.1450)	0.305 (<.0001)	1				
COST	0.105 (0.1371)	0.048 (0.4956)	0.174 (0.0139)	-0.001 (0.9887)	0.975 (<.0001)	0.259 (0.0002)	1			
Size	-0.074	-0.366	-0.018	-0.246	0.032	-0.006	0.04	1		

	(0.2962)	(<.0001)	(0.8020)	(0.0005)	(0.6563)	(0.9359)	(0.5764)			
Roa	0.21	-0.115	0.163	-0.288	0.237	0.173	0.155	0.16	1	
	(0.0028)	(0.1050)	(0.0215)	(<.0001)	(0.0007)	(0.0143)	(0.0284)	(0.0234)		
Level	0.239	0.037	0.031	-0.049	0.174	0.156	0.156	0.138	0.013	1
	(0.0007)	(0.5995)	(0.6667)	(0.4929)	(0.0138)	(0.0269)	(0.0277)	(0.0510)	(0.8543)	

*括号中为 P 值