

股市周期与盈余管理

蒋义宏¹ 潘妙丽²

(1. 上海财经大学会计学院, 会计与财务研究院, 上海, 200433; 2. 上海证券交易所, 上海, 200120)

摘要: 本文将中国大陆 1394 家上市公司 2004 年至 2007 年期间 5576 份年报, 分为熊市悲观样本组与牛市乐观样本组。用 Givoly and Hayn (2000) 应计项目模型和 Ball and Shivakumar (2005) 应计项/现金流模型进行实证研究后发现: 熊市悲观样本组的应计利润以及非经营性应计利润较低, 会计盈余下降周期与熊市悲观周期吻合; 牛市乐观样本组的应计利润以及非经营性应计利润较高, 会计盈余上升周期与牛市乐观周期一致。上市公司经营者(代理人)操纵应计项目以及刻意安排应计项目在牛市与熊市之间回转, 使得熊市悲观周期会计盈余被低估而牛市乐观周期会计盈余被高估, 以迎合投资者(委托人)牛市过度乐观而熊市过度悲观的情绪和盈余预期。

关键词: 股市周期; 投资者情绪; 会计盈余; 盈余管理; 应计利润; 非经营性应计利润

中图分类号: **文献标识码:** A

一、盈余波动周期与股市周期一致与经济周期背离之谜

2004 年至 2007 年的四年中, 中国大陆以 GDP 表示的宏观经济稳步增长, 而中国大陆 A 股市场以上证综合指数表示的股价却出现了过山车式的暴涨暴跌: 前两年股价系统性地持续大幅下跌, 后两年股价系统性地持续大幅上涨。同期, 以会计盈余表示的中国大陆 A 股上市公司业绩波动也出现了系统性地与经济周期背离, 却与股市周期一致的现象(表 1): 前两年业绩非但没有随经济增长而上升反而大幅下降, 后两年业绩又远超经济增长而大幅上升。在熊市与牛市转换的熊市末期(2005 年)与牛市初期(2006 年), 业绩下降幅度与业绩上升幅度之反差更为强烈。

表 1 中国大陆 A 股上市公司平均每股盈余波动、上证指数涨跌和 GDP 增幅¹

年度	2004	2005	2006	2007
平均每股盈余(元)	0.1271 ↓	0.0711 ↓ ↓	0.1636 ↑ ↑	0.3242 ↑ ↑
比上年度增长(%)	-7.96 ↓	-44.06 ↓ ↓	130 ↑ ↑	98.17 ↑ ↑
上证指数(年末)	1266.5 ↓	1161.06 ↓	2675.47 ↑	5261.56 ↑
比上年末上涨(%)	-15.4 ↓	-8.33 ↓	130.4 ↑ ↑	96.66 ↑ ↑
GDP 增幅(%)	10.1 ↑	10.4 ↑	11.6 ↑	13 ↑

中国大陆上市公司普遍以日历年度为会计年度盈余报告周期, 为了便于研究股市周期、经济周期与盈余波动周期的关系, 本文对股市周期和经济周期的划分也以日历年度为时间单位。本文所指

经济周期、股市周期以及盈余波动周期均在一年（含）以上。根据表1，本文将上证综合指数持续下跌的2004年和2005年划分为中国大陆股票市场的熊市周期，将上证综合指数持续上涨的2006年和2007年划分为中国大陆股票市场的牛市周期。将上市公司会计盈余大幅下降的2004年和2005年划分为盈余下降周期，将会计盈余大幅上升的2006年和2007年划分为盈余上升周期。

从一个只有四年的时间窗口来看，股市周期与宏观经济周期偏离本不足为奇；但是在一个股票市值占同期（以2007年为例）GDP 150 %的股票市场中，上市公司会计盈余波动周期与宏观经济周期背离却与股市周期一致的现象，就不得不引起我们的关注：这是纯属偶然的巧合还是盈余管理的结果？如果是盈余管理的结果，那么为何要通过盈余管理使会计盈余波动周期与股市周期一致呢？

众所周知，熊市周期投资者情绪沮丧对上市公司盈余预期悲观，牛市周期投资者情绪亢奋对上市公司盈余预期乐观，投资者情绪波动周期与股市周期一致，同时意味着会计盈余波动周期与投资者情绪波动周期一致。上市公司经营者（代理人）在熊市中通过盈余管理使会计盈余被低估是为了迎合投资者（委托人）过度悲观的情绪和盈余预期，在牛市中通过盈余管理使会计盈余被高估是为了迎合投资者（委托人）过度乐观的情绪和盈余预期。据此推测：以迎合投资者情绪与预期为目标的盈余管理，会导致会计盈余波动周期与投资者情绪波动周期一致。

为了寻找证据支持上述推测，本文以下的安排是：首先演绎股市周期与投资者情绪以及投资者情绪与盈余管理的逻辑关系，然后根据上述逻辑关系演绎会计盈余波动周期与投资者情绪波动周期同步的假说，再以归纳法搜集证据寻求对该假说的支持，最后以实证研究结果形成结论。

二、股市周期与投资者情绪

由于投资者的非完全理性，其投资过程受信念、偏好、情感和认知等心理因素的影响。在不确定的情形下，他们会抓住问题的某个特征直接推断结果，而不考虑这种特征出现的真实概率以及与特征有关的其他原因，这种行为将导致严重的认知偏差。认知偏差一旦形成，他们就会有意识地寻找有利于证实自身信念的各种证据，并人为地扭曲新的证据，从而形成系统性的认知偏差和情绪偏差。如金融市场中的过度自信，大多数人在很多方面对自己的能力以及未来的前景都表现出过于乐观的倾向。

De Bondt and Thaler (1995)列举了大量事实，说明投资者在决策时，对不确定性事件发生概率的估计过于自信。负向的认知偏差导致投资者的保守主义，形成过度悲观的情绪偏差，而正向的认知偏差导致投资者的激进主义，形成过度乐观的情绪偏差。Brown and Cliff (2004)^[1]认为投资者情绪可以定义为投资者对股票的总体乐观或悲观，代表了市场参与者对某一标准的预期，这个标准就是看涨（或看跌）的投资者的期望收益会高于（或低于）市场平均收益。Stein (1996)^[2]把投资者对未来预期的系统性偏差称作投资者情绪。投资者通过情绪和行为互相感染，彼此模仿，使得投资者个体的行为偏差逐渐演变为羊群效应（Buebler and Griffin, 1994）^[3]。当投资者情绪乐观时，由不断爆发的亢奋情绪引发的多头行为也不断升级，并进一步刺激投资者的乐观情绪；当投资者情绪悲观时，由不断激发的沮丧情绪引发的空头行为也不断升级，并进一步刺激投资者的悲观情绪。

刘超、韩泽县（2006）考察了投资者情绪与上证综合指数之间的关系。他们利用中央电视台中国证券栏目中的投资者情绪调查数据证明了投资者情绪与上证综合指数有非常直观的联系和比较一致的运行趋势，两者之间有较强相关性，且无论是个人投资者情绪还是机构投资者情绪都是如此。

伍燕然、韩立岩（2007）认为投资者新开户数代表场外投资者对证券的需求，可以直观地反映投资者情绪。情绪高涨时，投资者进入市场的热情就高，故新开户数就高；情绪低落时，投资者进入市场的意愿较低，故新开户数就低。图1以2004年1月—2007年12月期间投资者新开账户数作为投

投资者情绪的替代变量描述股市周期和投资者情绪之间的关系。

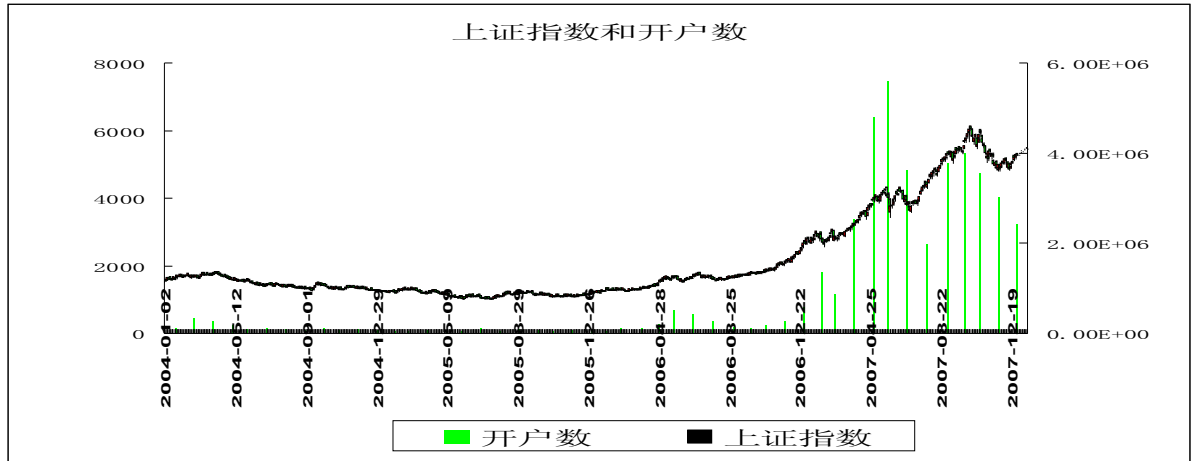


图1 上证指数与A股投资者开户数

熊市（2004—2005）投资者情绪沮丧对后市预期悲观不愿入市，新开户数在低位徘徊，在股市最低迷的2005年中期形成低谷；牛市（2006—2007）投资者情绪亢奋对后市预期乐观积极入市，新开户数快速上升，在股市最疯狂的2007年中期形成峰值。

黄德龙等（2009）^[4]运用主成分分析法构建了中国大陆股票市场投资者情绪指数，并对投资者情绪和股票当期收益之间的关系进行了探讨。结果表明：在投资者情绪乐观时，乐观的盈利预期和高投机性需求对股票当期收益有正面影响，在投资者情绪悲观的情况下，悲观的盈利预期和低投机性需求对股票当期收益有负面影响。Hribar and McNinnis（2009）的研究指出，在投资者情绪乐观时，分析师对企业的盈利预测以及盈利增长预期也变得较为乐观，反之亦然。

表2是2004年—2007年期间中国大陆证券分析师对上市公司推荐评级的情况²。我们可以看到，2006年和2007年的牛市期间，出具买入和增持评级的机构比例显著高于2004年和2005年的熊市期间，而2004年和2005年被出具中性、减持以及卖出评级的机构比例显著高于2006年和2007年的牛市期间。值得注意的是，2004年—2007年期间，中国宏观经济平稳增长，而股市却经历了暴涨暴跌的过山车行情。说明证券分析师（应该比普通投资者更加理性）对上市公司盈余预期也随股市周期轮回而悲喜交替。

表2 2004年—2007年分析师股票推荐评级情况

	买入	增持	中性	减持	卖出
2004	13.15%	36.47%	44.04%	5.72%	0.62%
2005	14.78%	42.89%	39.01%	3.12%	0.20%
2006	23.94%	49.02%	25.23%	1.63%	0.19%
2007	29.92%	49.66%	19.21%	1.07%	0.15%

另外，Wiesenberger（1946）、DSSW（1990a）、伍燕然、韩立岩（2007）、张丹、廖士光（2009）等用封闭式基金折价率来反映投资者情绪，他们认为当封闭式基金折价率较高时，反映投资者情绪比较悲观；当封闭式基金折价率较低时，反映投资者情绪比较乐观。本文借鉴上述做法，用每年最后一个交易日的交易所上市的股票型封闭式基金平均折价率反映投资者情绪，结果如图3所示。熊市周

期（2004—2005）封闭式基金的平均折价率较高，反映投资者情绪比较悲观。牛市周期（2006—2007）封闭式基金的平均折价率较低，反映投资者情绪比较乐观。

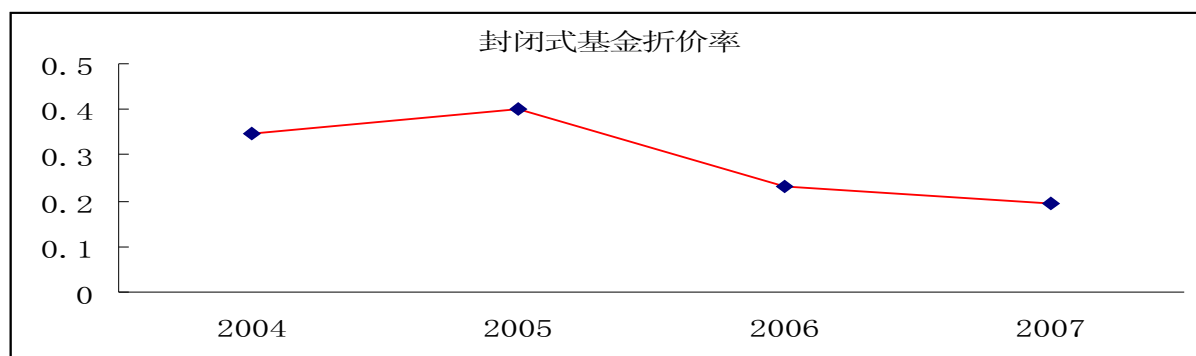


图2 2004—2007年股票型封闭式基金年末平均折价率

根据图1、表2和图2，分别以投资者新开股票账户数、分析师给予股票正面评级/负面评级比例以及封闭式基金平均折价率为标志，以日历年度为时间单位，将投资者情绪划分为两个周期，2004年和2005年为熊市悲观周期，2006年和2007年为牛市乐观周期。按照上述方法划分周期，投资者情绪波动周期与股市周期是一致的。

三、投资者情绪与盈余管理

上市公司经营者（代理人）与投资者（委托人）之间存在着委托代理问题，薪酬契约在一定程度上可以缓解委托代理问题。但是由于薪酬契约的不完全性以及以会计盈余作为经营者业绩考核变量，有可能导致经营者为了自身利益，利用盈余管理手段操纵会计盈余（Healy, 1995等）。而迎合投资者的喜怒哀乐进行向上或向下的盈余管理，更有可能实现经营者自身利益最大化。

1. 迎合投资者的盈余预期

投资者的盈余预期会给上市公司经营者造成很大压力。在牛市中，投资者情绪乐观对会计盈余预期较高，经营者通过向上的盈余管理高估会计盈余迎合投资者的乐观预期，可以赢得投资者对其盈余增长的赞许来实现其自身利益最大化。在熊市中，投资者情绪悲观对会计盈余预期较低，经营者通过向下的盈余管理低估会计盈余迎合投资者的悲观预期，可以获得投资者对其会计稳健的美誉来实现自身利益最大化。

2. 迎合投资者的情感心理

上市公司经营者薪酬契约多以会计盈余作为经营者业绩的替代变量进行考核。牛市中投资者赚得盆满钵满心情自然愉悦，经营者通过向上的盈余管理使会计盈余被高估，可以按薪酬契约多得奖金，即使奖金数额巨大也不易招致投资者反感。熊市中投资者输得惨不忍睹心情当然沮丧，经营者按薪酬契约即使可以获得高额奖金，但一边是海水一边是火焰的强烈反差，也容易招致投资者反感。识时务的经营者还不如通过向下的盈余管理使会计盈余被低估，按薪酬契约少得或不得奖金。既能显示与投资者共度时艰以博得投资者好感，又能隐藏应计利润待下一轮牛市中释放，在下一轮牛市中多得奖金以弥补熊市中少得奖金的损失，此乃先苦后甜也。

3. 迎合投资者的风险偏好

“牛市重势，熊市重质”是大多数投资者的偏好。牛市中多数投资者的心态属风险偏好型，上市公司经营者选择激进的会计政策使会计盈余被高估，即使盈余稳健性较低甚至盈余质量较差，投

资者也因为“牛市重势”偏好而可以容忍。熊市中多数投资者的心态属风险厌恶型，上市公司经营者选择保守的会计政策使会计盈余被低估，导致盈余稳健性较高并且盈余质量较好，投资者因为“熊市重质”偏好而愿意接受。

4. 迎合投资者的投资偏好

牛市中多数投资者偏好股权投资，被高估的会计盈余显然有利于上市公司经营者在股票价值被高估的情形下进行股权融资。熊市中多数投资者偏好债权投资，被低估的会计盈余符合债权人对会计稳健的要求，有利于上市公司经营者在股票市场低迷的情形下进行债权融资。融资活动的现金流入，有利于上市公司经营者利用自由现金流谋取私利。

5. 以迎合投资者情绪为目标的应计项目盈余管理

根据委托代理理论，上市公司经营者（代理人）只有迎合投资者（委托人）的情绪和盈余预期才能实现自身利益最大化。虽然投资者盈余预期是情绪化的，但是会计盈余波动与投资者情绪波动是毫不相干的。只有通过盈余管理，才能使会计盈余在投资者情绪乐观周期被高估，在投资者情绪悲观周期被低估。会计分期假设下的盈余报告周期是人为划分的，权责发生制假设下被高估或者被低估的应计项目会周期性地回转，这些都是目前无法克服的会计制度性缺陷。应计项目之确认计量还需要依据会计师的主观判断。所以利用会计的制度性缺陷和会计师的自由裁量权，操纵应计项目确认计量和回转周期，使盈余波动周期与投资者情绪波动周期匹配易如反掌。

根据委托代理理论，上市公司经营者（代理人）的盈余管理行为一旦被投资者（委托人）觉察就会提高代理成本。而利用会计分期假设与权责发生制假设的制度性缺陷进行盈余管理，使人难以分清应计利润波动是会计的制度性缺陷所致，还是人为的盈余管理所致。因其隐蔽性高而代理成本低，通常为盈余管理手段之首选 (Jones, 1991; 陈小悦等, 2000)。因为会计盈余被高估正好与投资者的乐观情绪和预期一致，会计盈余被低估正好与投资者的悲观情绪和预期一致，所以情绪化的投资者就难以察觉。即使有所察觉，因为会计盈余被高估或者被低估正好符合投资者的偏好，所以非完全理性的投资者也愿意默许而不愿意揭露。

以迎合投资者情绪为目标的应计项目盈余管理具体表现为：熊市周期中，将上一轮牛市应计项目中收入被高估和/或费用被低估部分转回，并以稳健的会计选择使当期应计项目中收入被低估和/或费用被高估，结果导致熊市会计盈余被低估；牛市周期中，将上一轮熊市应计项目中收入被低估和/或费用被高估部分转回，并以激进的会计选择使当期应计项目中收入被高估和/或费用被低估，结果导致牛市会计盈余被高估。

四、假说与研究设计

综上所述，本文提出以迎合投资者情绪为目标的盈余管理会导致盈余波动周期与投资者情绪波动周期同步的假说如下：

假说 1：为迎合投资者情绪与盈余预期，上市公司经营者利用会计分期假设与权责发生制假设的制度性缺陷进行盈余管理。熊市周期中，将上一轮牛市应计项目中收入被高估和/或费用被低估部分转回，并以稳健的会计选择使当期应计项目中收入被低估和/或费用被高估，结果导致熊市会计盈余被低估；牛市周期中，将上一轮熊市应计项目中收入被低估和/或费用被高估部分转回，并以激进的会计选择使当期应计项目中收入被高估和/或费用被低估，结果导致牛市会计盈余被高估。

由于 2004 年—2007 年期间宏观经济平稳增长，上市公司经营者若操纵经营性应计项目进行盈余管理，难免引起经营性损益与宏观经济趋势背离的大起大落，容易招致盈余管理之嫌。由于非经营性损益与宏观经济周期并无直接联系，且非经营性损益通常具有偶发性。因此操纵非经营性应计

项目进行盈余管理，即使大起大落也不易招致盈余管理之嫌。进一步形成关于操纵非经营性损益的假说如下：

假说2：上市公司经营者为避免经营性损益与宏观经济周期背离的大起大落而招致盈余管理之嫌，还对非经营性损益进行盈余管理，熊市周期中多确认非经营性损失和/或少确认非经营性收益，牛市周期中少确认非经营性损失和/或多确认非经营性收益。

为检验本文的假说，我们采用 Givoly and Hayn(2000)^[5]的应计项目模型以及 Ball and Shivakumar(2005)^[6]的应计项/现金流回归模型。具体而言，为检验假说1，我们采用如下模型：

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 * good + \beta_2 * Loss_t + \beta_3 * Size_t + \beta_4 * Debt_t + \varepsilon_t$$

(1)

模型（1）中变量的定义如下：

ACC_t ：第t年的总应计项目，为扣除折旧前的净利润减去经营现金流，并用期初总资产进行标准化；

$good$ ：虚拟变量，股市处于多头市场时，为1，否则为0；

$Loss_t$ ：虚拟变量，如果当年净利润小于0，则为1，否则为0；

$Size_t$ ：当年总资产的对数；

$Debt_t$ ：第t年的资产负债率。

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 * CF_t + \beta_2 * \Delta CF_t + \beta_3 * D\Delta CF_t + \beta_4 * D\Delta CF_t * \Delta CF_t + \beta_5 * good + \beta_6 * good * \Delta CF_t + \beta_7 * good * \Delta CF_t * D\Delta CF_t + \beta_i * (controls) + \varepsilon_t$$

(2)

模型（2）中的变量定义为：

CF_t ：第t年的经营现金流，用当年的总资产进行标准化；

ΔCF_t ：第t年对t-1年的经营现金流变化，用当年总资产进行标准化；

$D\Delta CF_t$ ：虚拟变量，如果 $\Delta CF_t < 0$ ，则为1，否则为0；

其余变量定义同模型（1）。

为检验假说2，我们将模型（1）和（2）中的因变量用非经营性应计利润替代，具体模型如下，

$$noperacc_t = \beta_0 + \beta_1 * good + \beta_2 * Loss_t + \beta_3 * Size_t + \beta_4 * Debt_t + \varepsilon_t$$

(3)

模型（3）中变量的定义如下：

$noperacc_t$ ：第t年的非经营性应计利润，等于第t年总的应计利润－第t年的经营性应计利润，

并用期初总资产进行标准化；第 t 年的总的应计利润为扣除折旧前的净利润减去经营现金流，并用期初总资产进行标准化；第 t 年的经营性应计利润，等于△应收账款+△存货+△待摊费用－△应付账款－△应交税金－△预提费用，用期初总资产标准化；

其余变量定义同前。

$$\begin{aligned} noperacc_t = & \beta_0 + \beta_1 * CF_t + \beta_2 * \Delta CF_t + \beta_3 * D\Delta CF_t + \beta_4 * D\Delta CF_t * \Delta CF_t \\ & + \beta_5 * good + \beta_6 * good * \Delta CF_t + \beta_7 * good * \Delta CF_t * D\Delta CF_t + \beta_i * (controls) + \varepsilon_t \end{aligned}$$

(4)

模型（4）中的变量定义同前。

根据假说 1，熊市中上市公司经营者为迎合投资者悲观预期，操纵应计项目低估当期盈余；牛市中上市公司经营者为迎合投资者乐观预期，操纵应计项目高估当期盈余。因此牛市中的应计利润显著高于熊市，预期模型（1）中的系数 β_1 大于零。

在熊市中低估当期盈余，可以通过提前确认当期费用与损失，推迟确认收入与利得的方式来实现；在牛市中则正好相反。因此预期模型（2）中的 β_7 小于 0。

根据假说 2，上市公司经营者在熊市中多确认非经营性损失少确认非经营性收益，牛市中少确认非经营性损失多确认非经营性收益。因此预期模型（3）中的系数 β_1 大于 0，模型（4）中的系数 β_7 小于 0。

五、实证研究与结果

1. 样本选择与分组

本文选择样本的步骤为，1）选取中国大陆2004年之前上市且2004年至2007年期间每个会计年度都公布年报的所有发行A股的上市公司。2）剔除金融类上市公司样本。3）剔除ST公司样本。4）剔除数据不全以及极端值的样本。符合上述条件的上市公司数量为1394家，这些公司2004年至2007年期间公布年报5576份，所以入选样本总共5576个。

中国大陆上市公司以日历年度为会计年度，为了便于研究股票市场周期与盈余管理周期的关系，本文关于股票市场周期的划分也以日历年度为时间单位。纵观1991年上海证券交易所成立以来的中国大陆股市，熊长牛短，股价持续上涨超过一个日历年度的时期仅有2006年至2007年（牛市），而与之对应的正好是2004年至2005年的股价持续下跌（熊市）（表3）。并且2004年至2007年期间中国大陆宏观经济平稳增长，选择这一时期的样本，可以有效控制经济周期变动对股票市场周期以及上市公司业绩的影响。因此本文将所有样本分为两组，将2004年与2005年的样本共计2788个归入熊市悲观样本组，将2006年与2007年的样本共计2788个归入牛市乐观样本组。

表 3 2004 年—2007 年期间上证综合指数波动³

年度/月份	年度 K 线	年末收 盘指数	同比涨幅 %	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	上涨 月度	下跌 月度	下跌 月占 比%
2004	阴线	1266.50	-15.40	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	-	5	7	58.3
2005	阴线	1161.06	-8.33	-	+	-	-	-	+	+	+	-	-	+	+	6	6	50
2006	阳线	2675.47	130.43	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	10	2	16.7
2007	阳线	5261.56	96.66	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	10	2	16.7

2. 描述性统计

表4给出了1394家样本公司2004年—2007年期间应计利润及非经营性应计利润的情况。不论是平均每股应计利润还是平均每股非经营性应计利润，2004年和2005年的均值都明显小于2006年和2007年。以年初总资产进行标准化后的应计利润及非经营性应计利润也反映了类似情况。但是前者与后者比较，（前者）平均每股应计利润波动和平均每股非经营性应计利润波动与股市周期的关系似乎更为密切。本文对此的解释是：每股盈余是计算市盈率的重要因素，也是衡量公司业绩和股票定价的重要指标，还有可能是薪酬契约的重要条款，因此以每股盈余作为盈余管理的主要目标并以操纵应计利润和非经营性应计利润为主要手段是合乎逻辑的。而（后者）每一元总资产创造的会计盈余，投资者对其的关注度相对较低，自然不会成为盈余管理的主要目标。

表4 样本公司2004—2007年间应计利润和非经营性应计利润情况 单位：元

年度	统计值	以年末发行在外总股本标准化		以年初总资产标准化	
		平均每股应计利润	平均每股非经营性应计利润	平均应计利润	平均非经营性应计利润
2004年 1394个观察值	均值	-0.0061	-0.0637	-0.0065	-0.0216
	标准差	0.0963	0.2664	0.0977	0.0505
2005年 1394个观察值	均值	-0.1266	-0.0767	-0.0194	-0.0243
	标准差	0.6213	0.3180	0.0976	0.0571
2006年 1394个观察值	均值	-0.0622	-0.0500	-0.0098	-0.0158
	标准差	0.6278	0.3085	0.0984	0.0565
2007年 1394个观察值	均值	0.1478	-0.0221	0.0173	-0.0080
	标准差	0.7792	0.2954	0.1071	0.0553

3. 回归结果与分析

3.1 假说1的检验

为检验假说1，模型1和模型2以总的应计利润为因变量，得到了以应计项模型为基础的结果。从表5 模型1和模型2的回归结果可见，表示股市周期的变量GOOD的系数为正，且在1%水平上显著。说明牛市总的应计利润显著高于熊市。

模型2在模型1的基础上增加了LOSS，SIZE，DEBT等控制变量，结果发现，主要考察变量GOOD的系数仍然为正，且在1%水平上显著。这说明在加入控制变量后，股市周期变量和总的应计项之间的负相关关系仍然保持不变。

我们还注意到，控制变量LOSS的系数在1%水平上显著为负，说明亏损公司当年计提的总的应计利润显著低于盈利公司，与以往文献（陆建桥，1999^[7]；陈晓，戴翠玉，2004等^[8]）的研究结果一致，说明亏损公司以扭亏为目标的盈余管理与盈利公司以迎合投资者情绪为目标的应计项目盈余管理有显著不同。

公司规模（SIZE）的系数显著为负，说明公司规模越大，应计项金额越低。这可能与大公司机构投资者较多；小公司散户投资者较多有关，通常机构投资者的情绪波动小于散户投资者，所以大规模公司经营管理者迎合投资者情绪的动机不如小规模公司经营管理者那么强烈。

表5 应计项模型的结果—模型（1）、（3）的结果

	以总的应计利润为因变量		以非经营性应计利润为因变量	
	回归 1	回归 2	回归 3	回归 4
Constant	-0.0063***	0.1230***	-0.0177***	0.0120
	0.000	0.000	0.000	0.182
Good	0.0169***	0.0143***	0.0105***	0.0088***
	0.000	0.000	0.000	0.000
Loss		-0.0879***		-0.0572***

		0.000		0.000
Size		-0.0051***		-0.0008*
		0.000		0.072
Debt		-0.0002***		-0.00015***
		0.000		0.000
Obs	5576	4938	5576	4938
Adj R ²	0.87%	9.07%	1.36%	14.97%

表5的回归1和回归2给出的是应计项模型的结果，考虑到上市公司经营者在不同周期下迎合投资者情绪的盈余管理还可能表现在对损失和收益确认的非对称及时性上，因此，以下从Ball and Shivakumar (2005)^[6]模型的角度对假说1进行检验（结果见表6的回归1和回归2）。

表6 应计项/现金流模型的结果—模型（2）、（4）的结果

	以总的应计利润为因变量		以非经营性应计利润为因变量	
	回归 1	回归 2	回归 3	回归 4
Constant	0.0361***	0.1853***	-0.0154***	0.0120
	0.000	0.000	0.000	0.195
CF _t	-0.5189***	-0.6247***	-0.009	-0.0595***
	0.000	0.000	0.353	0.000
ΔCF_t	-0.2932***	-0.2274***	-0.018	0.0164
	0.000	0.000	0.257	0.265
$D\Delta CF_t$	-0.0044*	-0.0033	0.0018	0.0025
	0.071	0.102	0.279	0.103
$D\Delta CF_t * \Delta CF_t$	0.2764***	0.1495***	0.082***	0.0176
	0.000	0.000	0.000	0.427
good	0.0123***	0.0127***	0.0068***	0.0063***
	0.000	0.000	0.000	0.000
$\Delta CF_t * good$	0.0437	0.0370	0.042**	0.0514***
	0.123	0.123	0.026	0.004
$D\Delta CF_t * \Delta CF_t * good$	-0.2415***	-0.1316***	-0.110***	-0.0780**
	0.000	0.001	0.001	0.011
loss		-0.1302***		-0.0598***
		0.000		0.000
size		-0.005***		-0.0006
		0.000		0.184
debt		-0.0004***		-0.0002***
		0.000		0.000
Obs.	5561	4938	5561	4938
Adj R ²	45.85%	62.18%	1.56%	15.82%

从表中的回归 1 可见，经营现金流 CF 的系数显著为负，即当期经营活动现金流和总的应计项之间呈负相关关系，这与 Dechow (1994)^[9]，Dechow et al (1998)认为应计项和现金流之间呈负相关关系的判断是一致的。当期经营活动现金流的变化和应计项之间也呈负相关关系，说明应计项具有降低现金流噪音的作用，这也符合 Givoly and Hayn(2000)^[5]等的研究结果。同时， $D\Delta CF_t * \Delta CF_t$ 的系数在 1%水平上显著为正，说明在当期经营活动现金流的变化为负值时，应计项和现金流之间的负相关关系被减弱。这是因为应计项除了具备降低现金流噪音的功能之外，还有对损失和收益进行非对称及时性确认的功能。此外， $D\Delta CF_t * \Delta CF_t * good$ 的系数为负，且在 1%水平上显著，说明上市公司经营者为迎合投资者的乐观情绪，牛市中更倾向于及时确认收益而延迟确认损失。

从表中的回归 2 可见，主要变量的系数符号和显著性水平均保持不变。如， $D\Delta CF_t * \Delta CF_t * good$ 的系数虽然绝对值大小有所降低，但仍在 1%水平上显著为负。控制变量均保持了原来的系数方向和显著性水平。

表5和表6中回归1和回归2的结果，均支持支持本文的假说1。

3.2 假说2的检验

表5和表6中模型（3）和（4）的回归结果可见，回归3在单变量模型下，股市周期变量 *GOOD* 的系数在1%水平上显著为正。说明样本公司牛市的非经营性应计利润显著高于熊市。回归4在回归3的基础上增加了 *LOSS*, *SIZE*, *DEBT*等控制变量后，主要考察变量 *GOOD*的系数仍然为正，且在1%水平上显著。说明在加入控制变量之后，股市周期变量和非经营性应计利润之间的负相关关系仍然保持不变，样本公司中牛市非经营性应计利润显著高于熊市。

另外，我们注意到，控制变量的系数符号和显著性程度均和表5中的回归1和回归2类似。因此，总体而言，上市公司经营者的盈余管理手段以管理非经营性损益为主，熊市中多确认非经营性损失少确认非经营性收益，牛市中少确认非经营性损失多确认非经营性收益，以避免经营性损益与宏观经济趋势背离的大起大落而招致盈余管理之嫌。

表6中的回归3和回归4给出了以非经营性应计利润为因变量，以Ball and Shivakumar(2005)^[6]的应计项/现金流模型为基础的结果。从表6中的回归3可见，经营现金流CF的系数为负（但不显著），即当期经营活动现金流和应计项之间呈负相关关系，这与Dechow (1994)^[9], Dechow et al (1998)认为应计项和现金流之间呈负相关关系的判断是一致的。另外我们注意到，当期经营活动现金流的变化和非经营性应计利润之间也呈负相关关系，说明非经营性应计利润同总的应计利润，也具有降低现金流噪音的作用，这也符合Givoly and Hayn(2000)^[5]等的研究结果。同时， $D\Delta CF_t * \Delta CF_t$ 的系数在1%水平上显著为正，说明在当期经营活动现金流的变化为负值时，非经营性应计项和现金流之间的负相关关系被减弱。主要考察变量 $D\Delta CF_t * \Delta CF_t * good$ 的系数在1%水平上显著为负，表6中的回归3从非经营性损失和非经营性收益的非对称及时确认的角度支持了假说2。再看加入控制变量之后的回归4，主要变量的系数仍然为负，且在5%水平上显著。另外，控制变量的系数符号和显著性水平仍与表6的回归2相似。

表5和表6中的回归3和回归4的结果支持本文的假说2，为避免经营性损益与宏观经济趋势背离的大起大落而招致盈余管理之嫌，上市公司经营者在熊市中多确认非经营性损失少确认非经营性收益，或及时确认损失延迟确认收益，在牛市中少确认非经营性损失多确认非经营性收益，或及时确认收益延迟确认损失。

六、稳健性检验

本文还进行了以下稳健性检验（详见附录）：

1. 模型中增加行业变量

考虑到行业因素可能会对本文的结果造成一定的影响，如Dhaliwal(2008)等发现产品市场的竞争程度会影响企业的会计信息质量。因此，我们在以上模型中增加了行业变量。结果显示，无论是以总的应计利润还是以非经营性应计利润为因变量，主要考察变量Good的系数均在5%或1%水平上显著为正，说明牛市中应计利润或非经营性应计利润均显著高于熊市，这与本文假说1和2推测的经营者倾向于在牛市中高估盈余而在熊市中低估盈余是一致的。另外，在使用BS(2005)模型时，主要考察变量 $D\Delta CF_t * \Delta CF_t * good$ 也在1%水平上显著为负，说明就经营者进行盈余管理的手段而言，除了对应计利润的绝对项计提外，还体现在对损失和收益确认的非对称及时性上，即在牛市中倾向于及时确认经济收益而延迟确认经济损失，在熊市中则刚好相反。由此可见，加入行业变量后并没有改变本文的结论。

2. 剔除2004年至2007年期间进行再融资的样本公司

徐华新、孙铮(2008)认为是上市公司的再融资行为导致了不同股市周期下应计利润确认的差异。如在牛市中，上市公司再融资需求较高，因而有进行向上盈余管理的动机，而熊市中，上市公司再融资需求较低，因此向上盈余管理的动机较弱。然而，本文认为融资需求的差异并非主要因素，

即使牛市中也并非大部分公司都有融资需求。主要原因在于上市公司经营者为迎合投资者的情绪波动，而进行的与股市周期相关的会计选择，使会计盈余，或者说应计盈余表现出随股市周期增减的周期性波动。剔除了2004年至2007年期间进行再融资的样本公司后，稳健性检验的结果仍然支持本文的假说。

3. 剔除投资收益

虽然本文已经提出了金融公司样本，但是某些上市公司会计盈余中的投资收益还包括股票买卖损益（虽然比例较低），股票买卖损益和股票市场涨跌有密切关系。为消除股票买卖损益的影响，本文剔除会计盈余中的投资收益后对模型进行回归，结果仍然与此前相似。

七、研究结论与启示

本文以中国大陆宏观经济稳步增长但股市却大起大落的2004年至2007年为采样时期，将股价持续下跌导致投资者情绪过度悲观的2004年和2005年定义为熊市悲观周期，将股价持续上涨导致投资者情绪过度乐观的2006年和2007年定义为牛市乐观周期。将会计盈余大幅下降的2004年和2005年定义为盈余下降周期，将会计盈余大幅上升的2006年和2007年定义为盈余上升周期。以中国大陆1394家上市公司2004年至2007年期间的5576份年报为样本，将2004年报和2005年报列入熊市悲观样本组，将2006年报和2007年报列入牛市乐观样本组。

描述性统计以及用Givoly and Hayn (2000)应计项目模型和Ball and Shivakumar (2005)应计项/现金流模型进行回归的结果显示：熊市悲观样本组会计盈余同比逐年下降，应计利润以及非经营性应计利润较低，盈余下降周期与熊市悲观周期吻合；牛市乐观样本组会计盈余同比逐年上升，应计利润以及非经营性应计利润较高，盈余上升周期与牛市乐观周期一致。在熊市牛市转换的熊市末期（2005年）与牛市初期（2006年），盈余下降与盈余上升之反差更为强烈。研究结果支持以迎合投资者情绪为目标的盈余管理导致盈余波动周期与投资者情绪波动周期同步之假说。

为迎合投资者（委托人）牛市过度乐观而熊市过度悲观的情绪和盈余预期，上市公司经营者（代理人）操纵应计项目以及刻意安排应计项目在牛市与熊市之间回转，使得熊市悲观周期会计盈余被低估而牛市乐观周期会计盈余被高估，以迎合投资者（委托人）牛市过度乐观而熊市过度悲观的情绪和盈余预期。在投资者（委托人）以会计盈余作为经营者业绩考核变量之薪酬契约的情况下，这是上市公司经营者（代理人）利益最大化且最不易被觉察之盈余管理路径。

本文给读者的启示可能是：

从经济学视角来看，理性投资者的决策不应受情绪影响，上市公司业绩波动理应受经济周期影响而与股市周期无关与投资者情绪波动无关。但是就心理学角度而言，谁又敢说投资者是完全理性的人，投资决策不受情绪波动影响？“横看成岭侧成峰”，经济学与心理学的视角不同，“英雄所见”当然不同。在研究会计与资本市场的问题时，经济学理论固然重要，心理学视角也不可忽略。

从会计学的意义上说，上市公司业绩既可以用应计制基础上的会计盈余表示，也可以用现金制基础上的经营活动净现金流反映。既然会计盈余波动周期与投资者情绪波动周期同步有可能使会计盈余不能反映上市公司真实业绩，而经营活动净现金流受货币政策影响较大应该与经济周期相关而与股市周期无关，那么以会计盈余与经营活动净现金流两项指标相互印证上市公司业绩，似乎是现行会计制度下应对盈余管理的权宜之计。又因迎合投资者情绪为目标的盈余管理有可能操纵非经营性应计利润，那么以经营性会计盈余与经营活动净现金流两项指标相互印证上市公司业绩，似乎也是现行会计制度下应对盈余管理的无奈选择。

本文没有研究上市公司净现金流波动是否存在与经济周期和股市周期同步的周期性，也没有研究上市公司净现金流波动与投资者情绪波动之关系，是本文受制于篇幅的不足之处，也是今后的研究方向。本文没有涉及以迎合投资者情绪为目标的盈余管理，是否符合投资者利益的价值判断，是本文受制于实证研究范式的不足之处，也是今后的研究方向。

参考文献

- [1]Brown, G. W., Cliff, M. T., 2004, Investor Sentiment and the Near - term Stock Market, Journal of Empirical Finance, 11, 1-27.
- [2] Stein, Jeremy. C., 1996, Rational capital budgeting in an irrational world, Journal of Business, 69 (4), 429-455.
- [3] Buehler, Roger; Griffin, Dale; Ross, Michael, 1994, Exploring the "planning fallacy": Why people underestimate their task completion times, Journal of Personality and Social Psychology, 67(3), 366-381.
- [4]黄德龙, 文凤华, 杨晓光, 2009, 投资者情绪指数及中国股市的实证, 《系统科学与数学》, 第1期, 1-13.
- [5]Givoly D. and C. Hayn., 2000, The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? Journal of Accounting and Economics, 29, 287-320.
- [6]Ball, R., Shivakumar, L., 2005, Earnings quality in U.K. private firms, Journal of Accounting and Economics, 39, 83-128.
- [7]陆建桥, 1999, 中国亏损上市公司盈余管理实证研究, 《会计研究》, 第9期, 25-35.
- [8]陈晓, 戴翠玉, 2004, A股亏损公司的盈余管理行为与手段研究, 《会计评论》, 第2期, 12-20.
- [9] Dechow, P.M., Sloan. R.G., and Sweeney, A.P., 1995, Detecting Earnings Management, Accounting Review, 70 (2), 193-225.

附录:

表1 增加行业变量后的应计项模型结果

	总的应计利润	经营性应计利润	非经营性应计利润
Constant	0.055**	-0.026	0.044***
	0.018	0.219	0.000
Good	0.006**	-0.0003	0.0069***
	0.041	0.899	0.000
Loss	-0.086***	-0.018***	-0.060***
	0.000	0.000	0.000
Size	-0.0014	0.003***	-0.0026***
	0.184	0.001	0.000
Debt	-0.00016***	-0.00009**	-0.0002***
	0.001	0.032	0.000
industry	control	control	control
Obs	4938	4938	4938
Adj R ²	12.37%	6.72%	17.90%

表2 增加行业变量后的应计项/现金流模型结果

	总的应计利润	经营性应计利润	非经营性应计利润
Constant	0.041***	-0.040***	0.040***
	0.004	0.002	0.001
CF _t	-0.736***	-0.664***	-0.053***
	0.000	0.000	0.000
ΔCF _t	-0.179***	-0.148***	0.0059
	0.000	0.000	0.714
DΔCF _t	-0.0035*	-0.0035**	0.0027*
	0.079	0.050	0.090
DΔCF_t*ΔCF_t	0.134***	0.028	0.040*
	0.000	0.284	0.091
good	0.0058**	0.0013	0.0049***
	0.011	0.524	0.007
ΔCF _t *good	0.051**	0.0348	0.034*
	0.038	0.110	0.083
DΔCF_t*ΔCF_t*good	-0.135***	-0.065*	-0.067**

	0.001	0.072	0.042
Loss	-0.125***	-0.056***	-0.062***
	0.000	0.000	0.000
Size	0.0015**	0.0058***	-0.0023***
	0.031	0.000	0.000
Debt	-0.00029***	-0.0002***	-0.0002***
	0.000	0.000	0.000
industry	control	control	control
Obs.	4938	4938	4938
Adj R ²	67.23%	66.80%	18.42%

表3 剔除再融资样本后的应计项模型结果

	总的应计利润	经营性应计利润	非经营性应计利润
Constant	0.060**	-0.023	0.045***
	0.011	0.289	0.000
Good	0.0059**	-0.00055	0.0069***
	0.050	0.840	0.000
Loss	-0.086***	-0.019***	-0.060***
	0.000	0.000	0.000
Size	-0.0017	0.003***	-0.003***
	0.134	0.002	0.000
Debt	-0.00016***	-0.00009**	-0.0002***
	0.001	0.033	0.000
industry	control	control	control
Obs	4871	4871	4871
Adj R ²	12.37%	6.62%	17.85%

表4 剔除再融资样本后的应计项/现金流模型

	总的应计利润	经营性应计利润	非经营性应计利润
Constant	0.045***	-0.038***	0.042***
	0.002	0.004	0.001
CF _t	-0.735***	-0.663***	-0.054***
	0.000	0.000	0.000
ΔCF _t	-0.180***	-0.146***	0.0039
	0.000	0.000	0.812
DΔCF _t	-0.0036*	-0.003*	0.0026
	0.076	0.063	0.116
DΔCF_t*ΔCF_t	0.134***	0.025	0.042*
	0.000	0.342	0.081
good	0.006***	0.0016	0.0048***
	0.009	0.433	0.009
ΔCF _t *good	0.051**	0.033	0.036*
	0.041	0.141	0.074
DΔCF_t*ΔCF_t*good	-0.132***	-0.059	-0.069**
	0.001	0.109	0.039
Loss	-0.125***	-0.056***	-0.062***
	0.000	0.000	0.000
Size	0.001*	0.0057***	-0.0023***
	0.065	0.000	0.000
Debt	-0.00029***	-0.0002***	-0.0002***
	0.000	0.000	0.000
industry	control	control	control
Obs.	4871	4871	4871
Adj R ²	66.81%	66.28%	18.38%

表5 扣除投资收益后的应计项模型结果

	非经营性应计利润—扣除投资收益
--	-----------------

Constant	0.025**
	0.013
Good	0.0029**
	0.019
Loss	-0.040***
	0.000
Size	-0.0016***
	0.001
Debt	-0.00016***
	0.000
industry	control
Obs	4357
Adj R ²	12.70%

表 6 扣除投资收益后的应计项/现金流模型

	非经营性应计利润—扣除投资收益
Constant	0.023**
	0.025
CF _t	-0.025***
	0.006
ΔCF _t	-0.013
	0.334
DΔCF _t	0.00049
	0.727
DΔCF_t*ΔCF_t	0.033*
	0.100
good	0.0007
	0.650
ΔCF _t *good	0.036**
	0.036
DΔCF_t*ΔCF_t*good	-0.072**
	0.011
Loss	-0.041***
	0.000
Size	-0.0014***
	0.005
Debt	-0.00017***
	0.000
industry	control
Obs.	4357
Adj R ²	12.97%

Stock Market's Cycle and Earnings Management

JIANG Yi-hong¹, PAN Miao-li²

(1. Institute of Accounting and Finance, School of Accountancy, Shanghai University of finance and economics, Shanghai, 200433; 2. Shanghai Stock Exchange, 200120)

Abstract: This paper divides the period from year 2004 to year 2007 into two groups, one is the bear market group which is for the year 2004 and 2005, the other is the bull market group which is for the year 2006 and 2007, then compares the accruals between these two groups using the Givoly and Hayn's (2000) accrual model and Ball and Shivakumar (2005) model. We find that, both accruals and non operation accruals in the former group are significantly lower than the latter, this indicates that the cycle of accounting earnings is consistent with the stock market cycle. We infer that, in order to cater for investors' sentiment and their earnings expectation, there

does exist earnings management based on the stock market cycles, that is to say, managers tend to manipulate the accruals and allocate accruals between cycles, that is underestimate accruals in the bear market period and overestimate it in the bull market period, specifically, to reverse the underestimated accruals in the previous bear market and might even overestimate the accruals.

Key words: stock market cycles; investor sentiment; earnings management; accruals; non operation accruals

基金项目: 国家自然科学基金项目资助 (70872067); 教育部人文社会科学研究基地重大项目资助 (08JJD630005); 上海财经大学 ‘211 工程’ 三期重点学科建设项目。

¹相关数据来自 WIND 数据库和中国发展门户网。

²图 1、表 2、表 3 和图 2 的数据均来自 WIND 数据库。

³ +表示年末/月末收盘股指高于年初/月初开盘股指，即年度/月度阳线；—表示年末/月末收盘股指低于年初/月初开盘股指，即年度/月度阴线。数据均来自 WIND 数据库。