

國立政治大學經濟學系碩士論文

指導教授：王信實

指導教授：李文傑

中國大陸申請上市企業盈餘管理問題的實證研究
An Empirical Study on Earnings Management in China

研究生：施布恩

二〇一五年六月

摘要

本研究首先利用修正的 Jones 模型對申請上市企業的盈餘管理狀況進行實證研究。然後再以政府的產業發展規劃作為切入點，利用實證研究的結果來找出政府的產業發展規劃對企業的盈餘管理行為產生影響的證據。

本研究的實證結果分別從行業之間的差別、年度之間的差別、申請上市板塊之間的差別三方面，為本研究提出的假設提供了證據，有力地支持了政府的產業發展規劃會對企業的盈餘管理行為產生影響這一觀點。

關鍵字：盈餘管理 產業發展規劃 實證研究



Abstract

In this research the Modified Jones Model is introduced to detect the earnings management potentially existing in the private firms in the application process of initial public offerings. The planned industrial policy recently formulated by the Chinese government is hypothesized to influence the degree of earnings management for those pre-IPO firms in the specific industries highlighted by the governmental industrial policy. The empirical results support the facts the earnings management taken by pre-IPO firms is affected by the government' s industrial policies. Besides, this paper also provides evidence to conclude different pre-IPO firm' s earnings management in terms of industries, accounting years before first IPO applications, and targeted application boards. This research would shed some light on the regulation of manipulated earnings management of pre-IPO based on the rich empirical results provided.

Key words: Earnings management, Industrial policies, Empirical study



目錄	
第一章 緒論	01
第一節 研究背景與意義	01
第二節 故事大綱	04
第二章 文獻回顧	08
第一節 關於盈餘管理基本理論的文獻回顧	08
第二節 關於 IPO 公司盈餘管理的文獻回顧	11
第三節 關於盈餘管理計量模型的文獻回顧	13
第三章 模型與變數介紹	18
第一節 模型介紹	18
第二節 變數介紹	20
第四章 資料的介紹、搜集與整理	22
第五章 敘述統計與主要假說	27
第一節 敘述統計	27
第二節 主要假說	34
第六章 實證結果	35
第一節 模型參數估計結果	35
第二節 預披露企業盈餘管理程度	37
第七章 結論	41
第八章 參考文獻	42
附錄一 A 股市場公開發行股票中法律制度及相關規定	45
附錄二 預披露機制出臺的背景	46
附錄三 公司盈餘管理的主要方法	47
附錄四 模型回歸結果表	50
附錄五 預披露企業盈餘管理程度匯總	54

圖次	
圖 1	07

第一章 緒論

第一節 研究背景與意義

一、選題背景

與發達國家的證券市場不同，中國的證券市場是在改革開放的背景下建立起來，帶有特殊制度背景的不成熟市場。¹中國證券市場長期以來存在較為嚴重的市場扭曲現象，許多上市公司把股票上市作為獲取無成本資金的途徑，損害了投資者的權益。²根據資本結構理論中的“優序融資理論”(Pecking Order Theory)，企業應該遵循內部融資、銀行貸款、發行債券、發行股票的融資順序，而中國的上市公司卻往往與此背道而馳。股票發行資格成為了稀缺資源，為了能夠獲得 IPO 資格，提高 IPO 價格，部分公司對其歷史盈利與預測的會計盈餘資訊進行了過度的財務包裝，造成中國股市時常發生“一年績優，二年績平，三年績差”的現象。³企業在 IPO 過程中過度的盈餘管理一方面誤導了投資者，破壞了證券市場的誠信基礎，另一方面損害了整個市場的信心與長遠發展，不利於資本市場對資源的優化配置。

中國證券市場誕生短短 24 年，就經歷了 8 次 IPO 暫停，累計暫停時間達到四年半之久。⁴暫停的原因大都是因為市場低迷，投資者對 IPO 企業不滿而反響強烈。然而，暫停 IPO 的並不能從根本上改變中國證券市場在新股發行方面的各種弊端。統計顯示，在前 7 次 IPO 暫停期間，大盤上漲 4 次下跌 3 次，顯然暫停 IPO 並不是理想的救市牌。而如何從上市之初就採取有效措施，防止過度的盈餘管理行為，防患於未然，則應該是會計準則制訂部門與證券監管機構必須面對與亟待解決的問題。這對於恢復資本市場的健康發展，維護證券市場的信心都有著深遠的意義。

2014 年，已經暫停了一年多的 IPO 又將重啟，在新的法規要求下，企業 IPO 要做到申請即預披露，這無疑是加大對申請 IPO 企業的監管力度，規範證券市場秩序的一個重要舉措。⁵本研究就是在 IPO 預披露機制出臺的背景下，探討了預披露企業的盈餘管理狀況。

而 2012 年 7 月 9 日，國務院以國發〔2012〕28 號印發《“十二五”國家戰

¹ 中國在本研究中指的都是中國大陸。1990 年 12 月 19 日，上海證券交易所開業；1991 年 7 月 3 日，深圳證券交易所正式開業。上海證券交易所、深圳證券交易所的成立標誌著中國證券市場的創立。

² 根據現有文獻的研究成果，中國股市存在股票價格與價值背離，股市表現與經濟週期背離，市場操縱等現象。

³ 中國大陸企業盈餘管理的各種方法詳見附錄三。

⁴ 8 次 IPO 暫停的詳細情況見附錄二。

⁵ 為了論述的簡潔與一致，本研究將已經披露了招股書並進入 IPO 申請流程的企業統稱為“預披露企業”，其實指的就是 pre-IPO firms。本研究中預披露企業的資料樣本範圍是從第八次 IPO 申請暫停開始，一直到 2014 年 6 月之間申請上市的企業，2014 年 6 月之後申請上市的企業不在本研究的討論範圍之類。

略性新興產業發展規劃》。該《規劃》分背景，指導思想、基本原則與發展目標，重點發展方向與主要任務，重大工程，政策措施，組織實施 6 部分。重點發展方向與主要任務是：節能環保產業、新一代資訊技術產業、生物產業、高端裝備製造產業、新能源產業、新材料產業、新能源汽車產業。那麼國家的產業政策與申請上市企業的盈餘管理之間是否存在某種關聯，也將成為本研究探討的重要主題。

二·研究意義

1·理論意義

關於盈餘管理問題的實證研究，對公認原則的制訂與會計實務產生了深遠的影響，是現代會計理論研究的重要組成部分，很大程度上促進了現代會計理論及其研究方法的發展。

由於會計準則等會計法規本身的不完善，使盈餘管理行為成為可能。要改變市場上資訊不對稱的現狀，必須增加對外財務報告的透明度。近年來對國際會計準則與各國公認會計原則的修訂以及新準則的立項與制訂基本都是朝著這一方向發展的。對盈餘管理的實證研究可以促進公認會計準則的發展與完善，這在增加會計資訊的可比性與對外財務報告的透明度方面表現的尤為顯著。

2·實際意義

首先，對盈餘管理的實證研究一方面能夠揭示出企業盈餘管理行為的存在程度與方式，另一方面也有助於投資者盡可能多地識別預披露公司的盈餘管理行為，把資訊不對稱等不利因素的影響降低，幫助投資者做出選擇正確的投資決定。

其次，對企業而言，探討盈餘管理問題可以引導預披露公司走正確的發展道路，以實現企業的可持續發展與長久健康生存為原則進行融資，而不是只顧短期利益，損害自身與證券市場的信譽。對市場而言，規範企業的盈餘管理行為對於加強證券市場監管，完善公司治理結構，完善相關法律法規等問題都有很大的幫助，能為有效控制過度盈餘管理行為的發生提供重要參考。

最後，本研究將國家產業規劃、產業政策與企業的盈餘管理行為聯繫起來，為理解中國證券市場與國家政策之間的關係，提供了新的切入點。

3·創新意義

本研究的主要創新之處在於：

首先，研究對象的創新。以現有的研究盈餘管理理論的文獻為依據，結合中國證券市場的實際情況，將 2014 年剛剛出臺的預披露制度與企業盈餘管理的實證研究結合起來。相對於已有文獻只對已經成功上市的企業進行盈餘管理實證研究，本研究實現了研究對象或者說是研究主題的創新。

其次，研究資料的創新。本文採用了中國證監會網站上公佈的預披露企業的財務報表資料，並結合已上市公司的財務報表資料以及企業的 IPO 資料，在資料上也做到了求新求變。

最後，研究角度的創新。現有的關於盈餘管理的文獻大多是研究企業在上市

前後盈餘管理的行為，而本研究則將國家的產業發展規劃、產業政策與申請上市企業的盈餘管理行為聯繫起來，從國家產業發展規劃、產業結構升級的角度來解讀企業的盈餘管理行為。為企業盈餘管理問題帶來了新的研究角度。



第二節 故事大綱

預披露企業的財務資料可以用來驗證他們的盈餘管理狀況。然而，對預披露企業的盈餘管理狀況進行實證分析只是本研究的目的之一。本研究還將試圖將預披露企業的盈餘管理狀況作為切入點，進一步探討可能影響盈餘管理狀況的因素，並為證實這些猜測提供基於實證結果的證據。

一. 政府對產業的干預

George J. Stigler (1971) 的研究觀察到，政府有時候會通過一些政策來增加或者減少某些產業的利潤。那麼政府要對產業進行干預的原因何在？George J. Stigler(1971)的研究首先就闡述了政府對產業進行干預的兩種可能的原因。首先，政府對某些產業進行干預可能是為了實現某些社會目標。例如，對進口原油實行配給制是為了保證國產原油的市場份額，從而保障國防安全。第二，政府進行產業干預可能是因為政府本身受到了其他社會力量的影響。尤其是在選舉制度下，一些產業集團或者是行業協會能夠對政府的決策產生影響力，從而讓政府推行能夠讓這些產業集團或者行業協會受益的產業政策。

既然政府擁有強制的力量，可以通過各種方法來增加或者減少某些行業的利潤，那麼政府又是通過哪些手段來實現這一目標的呢？George J. Stigler(1971)對政府干預產業的方法進行了總結，發現政府主要通過以下四種方法來來影響產業發展。首先政府可以直接通過補助的方式來支持某一些產業。但是這種支持方式存在一個顯著的問題，由於政府的補助，會造成越來越多的競爭者進入這個產業，最後導致每一家企業能夠得到的補助被稀釋。第二種常見的干預方式就是政府會控制競爭者進入某一個產業，從而使得產業中的企業們獲得獨佔或者寡占的地位，從而獲得超額的利潤。第三種干預方式是政府可以通過影響某一個產業的替代品和互補品來對該產業施加影響。最後一種干預方式是政府可以對某些產業的產品的定價做出明確規定，即通過價格來干預產業發展。

中國的市場經濟體制是從計劃經濟轉型而來，政府在中國的國民經濟中依然扮演著重要的角色，政府的經濟政策也依然深刻地影響著中國經濟的走向。將 George J. Stigler (1971) 就政府產業政策的研究結果與中國的實際情況結合起來，我們可以提出四個問題。首先，政府要不要對中國的產業發展進行干預？其次，如果政府對產業發展進行了干預，那麼哪些行業應該得到優先發展？第三，政府對產業發展進行干預的目的是什麼？最後，除了 George J. Stigler(1971) 總結的傳統干預手段之外，政府還有沒有其他手段來進行干預？

這四個問題中的前三個，我們都可以在“十二五規劃”中找到答案。所謂“十二五規劃”，指的是中國國民經濟的第十二個“五年計劃”。“五年計劃”是中國國民經濟計劃中的重要環節，主要是對全國重大建設項目、生產力分佈和國民經濟重要比例關係等作出規劃，為國民經濟發展遠景規定目標和方向。從表 1 中可以看到，中國進行“五年計劃”的傳統可以一直追溯到改革開放之前的計劃經濟時期。從 2006 年的“十一五規劃”開始，“五年計劃”更改名稱為“五

年規劃”，官方英文翻譯（five-year plan）則保留不變。

表 1 中國“五年計劃”一覽

五年計劃	時間跨度
一五計畫	1953-1957
二五計畫	1958-1962
三五計畫 ⁶	1966-1970
四五計畫	1971-1975
五五計畫	1976-1980
六五計畫	1981-1985
七五計畫	1986-1990
八五計畫	1991-1995
九五計畫	1996-2000
十五計畫	2001-2005
十一五規劃	2006-2010
十二五規劃	2011-2015
十三五規劃	2016-2020

表格由本研究作者整理

2012年1月，國務院以國發〔2011〕47號印發《工業轉型升級規劃（2011-2015年）》。同年7月，國務院又以國發〔2012〕28號印發《“十二五”國家戰略性新興產業發展規劃》。這兩份“十二五”期間的產業發展規劃明確回答了“政府要不要對中國的產業發展進行干預”，“哪些行業應該得到優先發展”以及“政府對產業發展進行干預的目的是什麼”這三個問題。在產業發展規劃中被要求重點發展的產業分別是：節能環保產業、新一代資訊技術產業、生物產業、高端裝備製造產業、新能源產業、新材料產業以及新能源汽車共七大產業。而政府提出產業發展規劃最主要的目的就在於促進產業結構的轉型與升級。

“十二五”產業發展規劃為本研究提供了一個很好的切入點。本研究試圖探討的主題是在前文中所提出的四個問題中的最後一個問題，即在George J. Stigler（1971）總結的傳統干預手段之外，政府還沒有其他途徑來干預產業發展？政府的產業政策是不是與企業的盈餘管理之間存在某種關聯？那些受到政府產業政策鼓勵的企業是不是更具有盈餘管理的傾向？本研究的目標就是試圖以財務資料為依據，以分析企業的盈餘管理為手段，以政府的產業政策為切入角度，去尋找支持以上這些猜測的證據。

二· 本文框架

⁶ 1958年至1960年的大躍進造成了三年的空窗期。導致原本應該於1963年開始的“三五計畫”因為這三年延遲，直到1966年才開始。

本研究的大體思路可以分成三步。首先利用盈餘管理模型對已上市企業的財務資料進行回歸分析，估計出模型參數。然後利用這些參數結合預披露企業的財務資料，計算預披露企業的盈餘管理程度。最後找出國家產業政策對預披露企業盈餘管理程度產生影響的證據。如圖 1 所示，本文共分為以下八章。



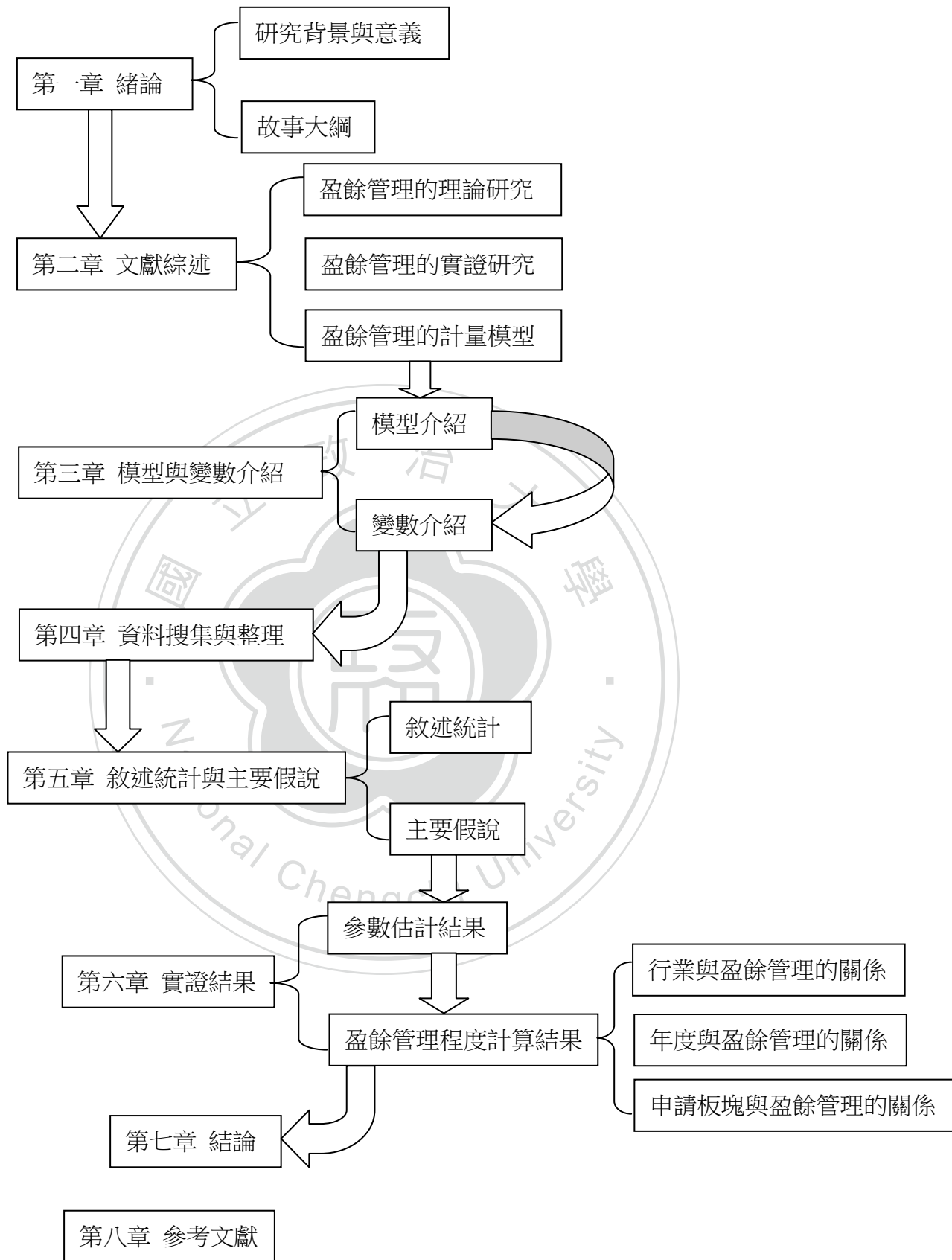


圖 1

第二章 文獻回顧

第一節 關於盈餘管理基本理論的文獻回顧

一．盈餘管理的涵義及特徵

盈餘管理(Earnings Management)是學術界常年以來一直研究討論的問題，尤其是西方會計界對證券市場的盈餘管理問題的研究更是極大地推動了實證會計理論發展。但是，對西方國家盈餘管理(Earnings Management/Manipulation)概念的界定還存在諸多爭議，以至於我們有時將其譯成盈餘管理，有時又將其譯成利潤操縱或利潤調節。縱觀西方會計理論界近 30 年的研究歷史，較有權威性與代表性的觀點主要有以下三種：

第一種是基於“經濟收益觀”提出的，以 Willian · R · Scott (1997) 為代表，認為盈餘管理是選擇會計政策後產生的經濟後果的具體表現。只要企業的管理層有選擇不同會計政策的自由權，就必然會選擇那些使自身效用或公司市場價值最大化的會計政策，這就是所謂的“盈餘管理”。

第二種觀點是在“資訊觀”的基礎上提出來的，代表人為 Katherine Schipper (1989)。他認為，盈餘管理是一種“披露管理”的概念，即企業管理層（包括董事會、經理、部門負責人）為獲取一定的私人利益，在對外進行披露時，有目的地對財務報告進行控制的過程。這種控制不僅包括對損益表中的盈餘，還包括對資產負債表以及財務報告中其他如附注等輔助資訊。

第三種觀點是同時從經濟收益觀與資訊觀兩個角度來解釋盈餘管理的含義，這種觀點的代表人物是 Paul M Healy 與 James M Wahlen (1999)。他們共同指出，從與會計準則制定者相關的目的研究盈餘管理，盈餘管理發生在管理當局運用職業判斷編制財務報告與通過規劃交易以變更財務報告時，旨在誤導那些以公司的經營業績為基礎的利益關係者的決策。

從以上定義可以看出，目前對盈餘管理的定義尚未形成共識。而爭議在於，第一，盈餘管理目的僅僅是為了管理當局自身的利益還是有可能為了企業整體的利益。第二，盈餘管理是否是在會計準則允許的範圍內進行的。

本研究將盈餘管理的定義限制在會計準則允許的範圍內，因為這是盈餘管理不同於會計造假的關鍵。⁷否則，盈餘管理的概念就沒有單獨存在的必要。本研究認為，公司盈餘管理行為具有如下特點：第一，盈餘管理的主體是企業管理當局。第二，盈餘管理是在會計法律法規與會計準則允許的範圍內進行的。第三，盈餘管理的目的是為了實現經營者的利益最大化與企業價值最大化。第四，盈餘管理的手段是對現行會計政策的可選擇性與現行會計制度漏洞的利用。

二．有關公司盈餘管理的經濟學理論

⁷ 會計準則在這裡具體指的是中國會計準則 Chinese accounting standards，本文研究期限內的企業財務資料都應該遵循 CAS2006。

1. 契約理論

契約理論是 20 世紀 30 年代以來形成的一種主流企業理論。1937 年，美國經濟學家 Coase (1937) 提出企業是“一系列契約的集合體” (Nexus of Contracts)。因此，企業行為是各契約方之間博弈的結果，各契約方目標函數都是約束條件下的個人效用最大化。

正如 Watts 與 Zimmerman (1978) 所指出，“除非契約各方能夠確定契約是否被違反，否則契約不會減少利益衝突的成本。因此，基於企業是‘若干契約的聯結’這種觀點，人們就要求對這些契約進行監督。無論是有關‘產權’的文獻還是有關‘契約’的文獻都表明，會計在制訂契約的條款以及在監督這些條款的實施中發揮了重要的作用。會計資料經常用於各種契約（債務契約、管理人員報酬方案、公司章程及細則等）。這些契約常常包括對各方行為採取的各種限制，而這些限制是以某些會計資料為條件的。因此，人們便提出計算與報告這些資料的要求亦即對會計的要求。”

會計準則是一種公共契約，在制定過程中，準則制定機構必須平衡各相關方的利益需求，使準則最終能被各相關方所接受，並力求使交易費用（包括準則制定費用、執行費用、摩擦成本）最小化。由於準則制訂者的有限理性，不可能在制定過程中窮盡所有規定且盡善盡美，而隨著市場經濟的發展，新的經濟行為、新的經濟業務、新的市場工具不斷湧現，又使得會計準則常常落後於會計實踐與經濟行為的創新。因此，就必須放寬會計準則對一些經濟業務會計處理的選擇空間。由於企業管理當局擁有眾多的資訊優勢，能夠比會計準則制訂機構更加準確、迅速地判斷經濟事項的性質進而決定會計處理方法，所以會計處理的選擇權必然被賦予給了企業管理當局。而企業在會計準則規定的框架內因為會計政策、會計估計等的可選擇性就會導致盈餘管理問題的出現。

2. 經濟收益觀與資訊觀

經濟收益觀 (Economic Income Perspective) 認為，一定期間內的經濟收益是投資期內現金淨流入量的折現值與初始資本投入量的差額。其中正經濟收益是指期末淨資本超出初始資本的部分。經濟收益的計量與資產定價密切相關，它體現了企業的實際收益。這種觀點在理論上看邏輯推理嚴密，能全面地反映資產收益的真實狀況，但是在實踐中收益的確認與計量的操作性問題卻不易解決。因為期末淨資產價值是未來預期現金流量折現而來的，而未來的現金流量具有不確定因素，而且人們對折現率等未來事項的估計各不相同。因此，在經濟收益觀下，有一些經濟收益的資料可能被企業的盈餘管理行為故意地歪曲。

資訊觀 (Information Perspective) 最初是針對長期佔據會計理論統治地位的經濟收益觀而提出來的。資訊觀認為，在市場不完全和充滿不確定性的現實經濟世界中，任何會計方法都不能反映企業的“真實收益”。財務報表的作用是向投資者傳遞某種有助於判斷和估計經濟收益的“信號”，而不是經濟收益本身。因此，以資訊觀來看待盈餘管理更有意義。在資訊觀下，盈利僅僅是許多用作決策與判斷的信號中的一個。資訊觀意味著會計資料的重要屬性是其“資訊含量”

這一統計特性。在資訊觀下，人們並不需要作為真實價值的盈利概念，與真實收益基準有關的偏差問題也不復存在。資料的真實價值在經濟收益觀下是至關重要的，但在資訊觀下則不再是重要的屬性了。

3. 資訊不對稱理論

締約當事人一方知道而另一方不知道，甚至連第三方也無法驗證，或即使能夠驗證，也需要花費很大的物力、財力和精力，從而出現經濟上不合算、不理性的情況，就是資訊不對稱（Asymmetric Information）。資訊不對稱會阻礙資訊的交流，通常會產生兩類問題，一是逆向選擇（Adverse Selection）問題，二是道德風險（Moral Hazard）問題。

儘管現代會計通過對委託代理關係的形成、執行、解除等進行記錄和反映，建立起有效的資訊系統，確實有效地改善了委託代理雙方的資訊公佈，但仍無法完全消除委託代理雙方存在的資訊不對稱。這一方面是由於作為代理人的企業管理當局同樣受制於成本效益原則及法律、技術等因素的約束，不可能將自己知悉的資訊全部傳遞給委託人，且企業的所有資訊也並不一定全部可以通過財務報告披露出來；另一方面，即使是對於提供的會計資訊，代理人也會有比委託人更深的理解。因此，企業管理當局總會擁有更充分，更及時的資訊，甚至永遠不被外人知曉的私人資訊，而委託人掌握的資訊是不完全、不及時的。企業管理當局與委託人之間存在著溝通阻滯，這使得委託代理關係下的資訊不對稱是客觀存在且不可能完全消除。也就是說，作為代理人的企業管理層生成和提供的會計資訊不得不被當做評價自身是否履行契約的標準或依據。那麼，在代理人與委託人之間的目標函數不一致的情況下，代理人利用其資訊優勢及特權根據自己的利益需求“修正”這一標準，損害委託人利益的盈餘管理動機就產生了。

當然，委託人並不是束手無策，為了限制企業管理層盈餘管理的機會主義行為，降低代理成本，委託人可以對代理人的行為實施監督。例如，通過及時收集大量關於代理人的行為資訊對其進行考察，聘請獨立的註冊會計師對財務報表進行審計等。然而，由於監督成本以及監督的有限性，使得企業管理層仍然有機會實施盈餘管理。也就是說，只要存在契約成本與監督成本，管理人員進行會計操縱就不可能完全根除。

就正在申請 IPO 過程中的預披露公司而言，計畫在公開市場上通過購買他們股票而成為公司新股東的投資者，出現了資訊經濟學中所謂的“事前資訊不對稱”而產生的逆向選擇問題。同時，原有股東可能並未參與企業的經營，預披露公司的管理層進行盈餘管理的行為就存在“事後資訊不對稱”，出現道德風險。於是，面對同一家公司，就同一事件，在同一時間，由於委託方的不同，造成事前和事後的資訊不對稱同時產生。

第二節 關於 IPO 公司盈餘管理的文獻回顧

從文獻回顧結果來看，國外已經有不少關於 IPO 過程中的盈餘管理問題的研究成果。Stoll and Curley (1970)、Ibbotson (1975)、Stern and Bornstein (1985)、Ritter (1991) 等的研究表明，上市公司在 IPO 之後，往往出現業績滑坡，其原因是上市公司為了使初次股票能順利發行，並實現更高的發行價格，從而募集更多的資金，經常通過盈餘管理高估公司發行股票前的利潤，而當公司股票發行之後，前期高估的利潤就會沖轉回來，從而導致公司股票發行後年度利潤水準的下降。

Stein (1989) 利用信號修飾模型 (Signal Jamming Model) 建立了一個用來分析企業經理人員由於關注股票價格而產生的短視行為 (Myopic Behavior) 的模型。該模型說明，公司經理人員可以通過提高企業在 IPO 之前的盈餘水準來操縱投資者的預期，從而獲得更大的發行收入。也就是說，當股票發行價格取決於過去的經營業績與盈利預測值時，上市公司就有動機對公司過去的經營業績進行操縱，“道德風險”不可避免地出現。信號修飾模型的基本思想是，股票市場把企業的盈餘資訊作為企業價值的理性預期，即將來的高盈餘與現在的高盈餘是密切相關的假。正因為如此，企業經理人員才會盡可能地進行盈餘操縱，將虛假信號或噪音 (Jamming) 傳遞給外部投資者等財務報告使用者，提高他們對企業的盈餘預期與企業價值的評估額。Aharony, Lin and Loeb (1993) 的研究表明，企業家會在 IPO 前的最近兩年選擇能增加報告收益的會計方法。Rao (1998) 認為，在上市之前，幾乎沒有什麼新聞媒體對這些公司加以關注，承銷商通常運用同行業中已上市公司的市盈率倍數作參照來制訂 IPO 價格。發行公司與承銷商可能會存在在發行檔中報告樂觀會計資訊的動機，以增加發行被全額認購的機會。與其他時期相比，IPO 過程中的利潤操縱行為對投資者利益造成的損害更為隱蔽和直接。Friedlan (1994) 分析了會計資訊在 IPO 定價中的作用，並採用修正後的 DeAngelo 模型，證明了在公開募股之前發行公司採用增加收益的應計方法。Jain and Kini (1994) 比較了 1976 至 1988 年上市的 2126 家美國公司上市前 1 年到上市後 4 年的經營業績，發現企業上市後難以維持上市前的業績水準，上市後的經營業績顯著下降。

Aharony, Lee and Wong (2000) 檢驗了包括 1992 至 1995 年共 83 家發行 B 股與 H 股的國有企業的樣本。其中包括 16 家被中央政府保護的工業企業樣本，如石化、能源與原材料行業的企業，以及 67 家非保護性行業的公司。研究結果表明，公司在 IPO 當年的報告收益達到最高水準，隨後將下降，公司的收益往往表現為以 IPO 當年為分界線呈倒 V 形，意味著中國的 IPO 公司存在著一定的盈餘管理行為。該研究還依據企業上市地點及所在行業把企業分成了四類：1 香港上市的公司由於所受監管較嚴而有較少機會管理盈餘；2 在上海或深圳上市的公司則有較多機會管理盈餘；3 在國家保護行業的企業有較弱動機管理盈餘；4 在非國家保護行業的企業則因為市場的壓力而有著更強的管理盈餘的動機。

Chaney and Lewis (1998) 用美國的資料研究了 IPO 公司的收益平滑與發行後的經營業績的關係。研究發現，IPO 企業發行前的收益平滑與發行後的業績呈正相關，即那些發行後業績表現較好的企業，報告收益與經營現金流量的波動較小，該文的研究支持了收益平滑可以為資本市場傳遞更多有價值資訊的假設。

Teoh, Wong and Rao (1998) 檢驗企業 IPO 時點附近的折舊估計、壞賬準備等應計項目，發現與配比的、未進行 IPO 的企業相比，企業顯然利用了大量能增加盈餘的折舊政策與壞賬準備計提政策，從而達到高估盈餘的目的，但在其後的年度上述非預計的應計項目又顯著地發生了轉回，並影響 IPO 後企業的盈餘水準。Firth (1998) 的研究表明，發行公司可以通過招股說明書和其他手段向投資者揭示公司價值。而招股說明書中的利潤預測遠高於企業以往年度利潤，這是導致股票上市收盤價較高的因素之一。DuCharme, Malatesta and Sefcik (2001) 的研究顯示：IPO 公司可能增加其發行所得，從而在公開發行前通過應計利潤管理而進行機會性的虛誇其盈利，並短期蒙蔽投資者。Gian Luca Clementi (2002) 研究發現以資產收益率來衡量經營績效，在 IPO 前一個財務年度達到最高點，隨後在 IPO 當年即開始惡化，並在 IPO 以後的幾年內持續下降。



第三節 關於盈餘管理計量模型的文獻回顧

盈餘管理的實證研究一直是學術界、實務界和監管部門關注的熱點。20 世紀 80 年代中期國外學者開始關注盈餘管理的研究，90 年代則得到了較為全面的發展，其中，盈餘管理的計量是眾多文獻研究的核心，迄今為止，結合研究角度的不同，國外文獻已經形成了眾多的盈餘管理計量模型。

一、應計利潤分離法的概述

國外學者從契約、政治成本、紅利計畫等方面對盈餘管理動機進行研究時，因研究的側重點與環境不同，對盈餘管理的計量存在差異。目前這些計量方法大體上分為三類，分別是總應計利潤分離法、具體項目法與分佈檢測法，這些方法各有優缺點和側重點。

目前文獻中最常用的應計利潤分離法也最適合中國股票市場的實際情況。⁸ 因此本研究將主要介紹基於應計利潤分離法的盈餘計量模型。

應計法中的總應計利潤(Total Accrual, TA) 為公司報告的淨收益(Net Income, NI) 與經營活動淨現金流(Cash From Operation, CFO) 的差額。總應計利潤 TA 的計算又有兩種方法：資產負債表法和現金流量表法。雖然已有的實證文獻中資產負債表法比現金流量表法應用的更普遍，但 Hribar 和 Collins (2002) 已經研究證實：在某些情況下，比如當樣本公司存在收購兼併重組、非持續性利潤、外幣轉換等特殊現象時，用資產負債表法計算總應計利潤時會包括這些特殊狀況產生的應計利潤，將其計算為操作性應計利潤，從而發生高估公司盈餘管理程度的情況。有鑑於此，這裡決定採用現金流量表法來計算總應計利潤，具體計算公式如下： $TA=NI-CFO$ 。

應計利潤在會計上定義為那些不直接形成當期現金流入或流出，但按照權責發生制和配比原則應計入當期損益的收入或費用（或淨資產的增加或減少部分），如折舊費用、攤銷費用、應收賬款增加額等。所謂總應計利潤分離法，是將總應計利潤分離為操作性應計利潤(Discretionary Accruals, DA) 與非操作性應計利潤(Non-discretionary Accruals, NDA) 兩部分，即 $TA=DA+NDA$ 。操作性應計利潤(DA) 代表了公司盈餘管理的程度。由於 DA 具有不可觀測性，因此，只能通過模型計算出 NDA，從而間接求出 DA 的大小，即 $DA=TA-NDA$ 。為此，這種衡量盈餘管理的方法被稱為應計利潤分離法。

二、盈餘管理計量模型

1· Healy 模型(1985)

Healy (1985) 因為無法取得公司的會計記錄和賬簿，也無法確定公司管理人員可以操縱的具體應計利潤所以，Healy 模型假定，非操作性應計利潤是不會

⁸ 目前中國採用的會計準則基本參照了國際會計準則，因此在盈餘管理計量方法的選擇上，中國市場與國外市場相類似。所以，本研究沿用目前大部分文獻都採用的應計利潤分離法。

發生改變的，在整個事件的前後期內企業各年操作性應計利潤代數和的均值為 0。

基於此，其計量模型為： $NDA_t / A_{t-1} = \sum TA_t / (T \times A_{t-1})$ ，其中 NDA_t 是公司經過第 $t-1$ 期期末總資產調整後的第 t 年的非操作性應計利潤； A_{t-1} 是公司第 $t-1$ 期期末總資產； TA_t 第 t 期的總體應計利潤。

2 · DeAnglo 模型 (1986)

DeAnglo (1986) 將 $t-k$ 期的總應計利潤作為正常的總應計利潤，非正常應計利潤 ΔTA_t 是當期總應計利潤減去 $t-k$ 期總應計利潤，即 $\Delta TA_t = TA_t - TA_{t-k}$ ，

因此， ΔTA_t 可分離成操作性應計利潤和非操作性應計利潤。DeAnglo 模型基於這樣的假定即非操作性應計利潤平均變化 ($NDA_t - NDA_{t-k}$) 為 0，這樣總應計利潤的變化 ($TA_t - TA_{t-k}$) 即反映出操作性應計利潤的變化 ($DA_t - DA_{t-k}$)。其模型如下：

$TA_t = NI_t - CFO_t$ ； $\Delta TA_t = (TA_t - TA_{t-k}) = (DA_t - DA_{t-k}) - (NDA_t - NDA_{t-k})$ 。其中， NDA_t 是公司經過第 $t-1$ 年期末總資產調整後的第 t 期的非操作性應計利潤； DA_t 是經過 $t-1$ 期期末總資產調整後的第 t 期的操作性應計利潤； TA_t 是公司第 t 期的總體應計利潤； NI_t 是公司第 t 期淨收益； CFO_t 公司第 t 期經營現金流； ΔTA_t 表示總體應計利潤的變化。

Healy 模型和 DeAnglo 模型的貢獻在於提出了對總應計利潤的分離，為後期出現的各種應計利潤分離法奠定了理論基礎。但兩個模型均存在缺陷：一是均假定 NDA_t 在事件的前後期內連續不會發生改變；二是對 NDA_t 和 DA_t 的確認是模糊和不確定的。

3 · Jones 模型 (1991)

Jones (1991) 放鬆了非操作性應計利潤是常數的假設，並且控制了經濟環境變化對非操作性應計利潤的影響，Jones 模型假定非操作性應計利潤和其它解釋變數是一種穩定的線性關係，其計量模型為：

$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t / A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t / A_{t-1})$ 。其中， NDA_t 是經過第 $t-1$

期期末總資產調整後第 t 期的非操縱性應計利潤； ΔREV_t 是第 t 期收入和第 t-1 期收入的差額； PPE_t 是第 t 期期末固定資產價值； α_1 、 α_2 、 α_3 是公司特徵參數。

OLS 回歸取得： $TA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$ 。其中， TA_t 是公司第 t 期的總體應計利潤， ε_t 為殘差項，代表各公司總應計利潤中的操縱性應計利潤部分，他變數含義同上。 TA_t 的計算公式仍為： $TA_t = NI_t - CFO_t$ 。

Jones 模型從全新視角首次應用回歸模型從總應計利潤分離出 NDA 和 DA，為應計項目操作程度的定量研究提供了實證資料。很多後期的盈餘管理計量模型均由 Jones 模型衍生而來。

4. 修正的 Jones 模型 (Modified Jones Model) (Dechow, 1995)

Dechow (1995) 認為當收入確認受到操作時，基本的 Jones 模型在估計 NDA 時將出現誤差，因此，在修正的 Jones 模型中考慮了收入確認的盈餘管理。模型的假設前提與基本的 Jones 模型是一致的，其計量模型為：

$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})$ 。其中 ΔREC_t 是第 t 期淨應收款項和第 t-1 期淨應收款項的差額，其他變數含義同上。 α_1 、 α_2 、 α_3 的估計值由估計期觀測值通過 OLS 估計得到。

5. 行業模型 (Dechow, Sloan, 1991)

行業模型放鬆了非操縱性應計利潤在時間序列上是常數的假設。行業模型假設非操作性應計利潤決定因素的變化在同行業公司之間是相同的。基於此，其計量模型為： $NDA_t = \beta_1 + \beta_2 \text{median}_j(TA_j/A_{t-1})$ 。其中， $\text{median}_j(TA_j/A_{t-1})$ 是同行業所有非樣本公司經過第 t-1 期總資產調整的第 t 期應計利潤的中位數。公司特徵參數 β_1 、 β_2 用估計期觀測值通過 OLS 估計獲得。

6. 截面 Jones 模型 (Dedond, Jiambalvo, 1994)

相對於前 5 個模型是用時間序列資料估計參數，截面的 Jones 模型則採用樣本期間的資料估計參數，與基本的 Jones 模型相似其計量模型為：

$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})$ 。其中變數的含義以及參數的估計方法均與 Jones 模型相同。

7. 截面修正 Jones 模型

相對於修正的 Jones 模型，截面修正的 Jones 模型採用樣本期間的資料估計參數，而不是用時間序列資料估計。與修正的 Jones 模型相似。其計量模型為：

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})。其中變數的含義$$

以及參數的估計方法均與修正的 Jones 模型相同。

8· 業績控制模型 (Kothari, 2005)

Kothari (2005) 發現在截面 Jones 和修正 Jones 模型的基礎上控制公司業績 (ROA)，能更好揭示公司的盈餘管理。其計量模型為：

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1}) + \alpha_4(ROA_t/A_{t-1})。其中，ROA$$

是第 t 期的資產收益率，而其他變數的含義以及參數的估計方法均與修正的 Jones 模型相同。業績控制模型控制了應計項和業績之間的關係，是目前較新的一種微觀計量模型。

9· 宏觀盈餘管理模型 (Leuz, 2003)

前面八個模型均是從微觀領域，針對具體的公司財務資料來求操作性應計利潤，Leuz (2003) 則從宏觀角度，衡量了 31 個國家不同幅度的盈餘管理。Leuz (2003) 認為，公司內部人有保護控制權私利的動機，其將利用盈餘管理向外部投資者隱藏公司的真實業績。因此，在國家宏觀經濟環境下，公司股權結構，對外部投資者的法律保護及其法律執行力度，資本市場的發達程度等勢必影響內部人操縱盈餘的空間。因為本文不涉及宏觀盈餘管理，故不在此列出其具體模型。

應計項目分離法在對盈餘管理的計量中得到了廣泛運用，學術界也發展了眾多的計量模型方法。但在哪種模型更具有客觀性和準確性方面尚未取得一致意見。Dechow (1995) 認為基本的 Jones 模型和修正的 Jones 模型揭示盈餘管理的效果比較好；Guay (1996) 經驗表明基本的 Jones 和修正的 Jones 模型能有效揭示盈餘管理，同時，管理人員的動機能夠影響應計利潤的方向和操作程度；Bartov (2001) 則認為截面的 Jones 模型能夠很好地揭示盈餘管理；Kothari (2005) 認為 Dechow (1995) 沒有控制住應計項和業績之間的關係，因此，在截面 Jones 模型和修正 Jones 模型中加入 ROA (業績匹配) 這個控制變數，能更好揭示公司的盈餘管理。表 2 對各個模型進行了簡要總結。

國外學者對盈餘管理的研究是以成熟的資本市場為背景進行的，而目前中國經濟處於轉型期，資本市場制度尚不成熟且處於逐年變化之中，因此在利用國外研究成果時需要謹慎，應當注意結合中國的現實制度對模型進行檢驗，以探索出合適的盈餘管理計量模型。

表 2 盈餘管理計量模型匯總表⁹

名稱	模型
Healy 模型	$NDA_t / A_{t-1} = \sum TA_t / (T \times A_{t-1})$
DeAnglo 模型	$\Delta TA_t = (TA_t - TA_{t-k}) = (DA_t - DA_{t-k}) - (NDA_t - NDA_{t-k})$
Jones 模型	$NDA_t = \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t / A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t / A_{t-1})$
修正的 Jones 模型	$NDA_t = \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2[(\Delta REV_t - \Delta REC_t) / A_{t-1}] + \alpha_3(PPE_t / A_{t-1})$
行業模型	$NDA_t = \beta_1 + \beta_2 \text{median}_j(TA_t / A_{t-1})$
截面 Jones 模型	$NDA_t = \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t / A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t / A_{t-1})$
截面修正 Jones 模型	$NDA_t = \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2[(\Delta REV_t - \Delta REC_t) / A_{t-1}] + \alpha_3(PPE_t / A_{t-1})$
業績控制模型	$NDA_t = \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t / A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t / A_{t-1}) + \alpha_4(ROA_t / A_{t-1})$
宏觀盈餘管理模型	略。

表格由本研究作者整理

⁹ 表格中的各種計量方法都屬於應計利潤分離法。

第三章 模型與變數介紹

第一節 模型介紹

一般而言，會計利潤可以分為現金流量和對現金流量的會計調整兩部分，其中對現金流量調整部分稱為總應計利潤（total accruals, TA）。總應計利潤可以進一步分為操作性應計利潤（discretionary accruals, DA）和非操作性應計利潤（non-discretionary accruals, NDA），即 $TA=NDA+DA$ 。而非操作性（NDA）應計利潤是按照企業會計準則（CAS）如實地反映企業的經濟業務和財務成果，操作性應計利潤（DA）是企業經理人員基於某種目的而有意識的對企業盈餘進行管理的程度。

由於企業外部人員不可能得到企業的內部財務記錄，只能根據企業公開披露的財務報告來對操縱過的盈餘和沒有操縱過的盈餘做出主觀判斷。因此，本研究在建立模型計算盈餘管理時，首先要對沒有被企業經理人員操作的盈餘進行測定，即先確定非操作性應計利潤（NDA）；然後利用總應計利潤減去非操作性應計利潤來得到操作性應計利潤（ $DA=TA-NDA$ ）。由於操作性應計利潤是反映盈餘管理程度的替代變數，因此這樣就能確定相關企業盈餘管理的程度。

根據現有文獻都認同的假設，符合一定條件的已上市企業被認為沒有進行盈餘管理的動機，即平均而言這些企業的總應計利潤應該等於其非操作性應計利潤（ $TA=NDA$ ），也就是說他們的操作性應計利潤應該為 0（ $DA=0$ ）。那麼我們就可以使用已上市企業的總應計利潤（TA）代替不能從財務資料中直接觀測的非操作性應計利潤（NDA）來進行計量模型的參數估計。

根據第二章第三節中對研究盈餘管理計量模型的文獻回顧，本研究將要使用的計量模型是根據中國證券市場的實際情況進一步改良的修正的 Jones 模型（Modified Jones Model）。¹⁰於是本研究首先採用這個模型對已上市企業的財務資料對模型的參數進行估計。然後將預披露企業的財務資料帶入模型進行擬合，得到預披露企業的非操作性應計利潤。¹¹最後將預披露企業的實際總應計利潤減去非操作性應計利潤就得到了預披露企業的操作性應計利潤。而操作性應計利潤就是反映盈餘管理程度的指標，也就是本研究最終要求的值。

首先，回歸模型是：

¹⁰ 第二章第三節回顧了以 Jones Model 為代表的應計利潤分離法的發展過程，在處理具體問題時可以根據情況選擇適當的模型，其中 Modified Jones Model 是應用範圍最廣，同時也是最適合本研究的模型，因此本研究將選擇 Modified Jones Model 作為實證研究的基礎。

¹¹ 首先，雖然預披露企業與已上市企業在規模、內部管理等方面存在差異，但是預披露企業都是已經達到了附錄一之中申請 IPO 標準的企業，相對於一般企業而言，預披露企業已經比較接近上市企業的標準。其次，因為本研究是探討國家產業政策對企業盈餘管理的影響，而另一方面產業別也確實是影響企業財務報表屬性的重要因素。因此由以上兩點，本研究認為，影響同一產業內的兩種企業非操作性應計利潤（NDA）的因素相近。也就是說，處於同一行業的已上市企業與預披露企業擁有相同的解釋 NDA 的參數。

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0(1/A_{i,t-1}) + a_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + a_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_3(\Delta Expense_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_4(IA_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

其次，計算預披露企業的非操作性應計利潤：

$$NDA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0(1/A_{i,t-1}) + a_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + a_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_3(\Delta Expense_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_4(IA_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

最後，計算預披露企業的操作性應計利潤：

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

這一節主要介紹了本研究將要使用的計量模型，而下一節將進一步介紹模型中各個變數的具體含義、計算方法以及他們所涉及到的會計科目。



第二節 變數介紹

一．被解釋變數

本研究使用的被解釋變數是總應計利潤 (TA)。根據總應計利潤的定義，他等於企業的淨利潤 (net income, NI) 減去經營現金流量 (cash flow from operation, CFO)，即 $TA=NI-CFO$ 。

二．解釋變數

1. 現銷收入增量 ($\Delta REV - \Delta REC$)

本研究選取的第一個解釋變數是現銷收入增量 ($\Delta REV - \Delta REC$)。隨著經濟規模的擴大，銷售收入增加，則應計利潤也相應增加。但是，企業產品銷售中的信用條件放寬，應收賬款也相應擴大，也會導致銷售收入的增加，即主營業務收入的增長。因此我們認為上市公司可以利用信用交易的擴大來操縱盈餘，實現盈餘管理。那麼為了消除賒銷對銷售收入的影響，應該在主營業務收入增量中剔除應收賬款增量。

ΔREV_t ：主營業務收入增量=第 t 年的主營業務收入與 t-1 年的主營業務收入之差。

ΔREC_t ：應收賬款增量=第 t 年的應收賬款淨額與 t-1 年的應收賬款淨額之差。

2. 期間費用增量 ($\Delta Eexpense$)

期間費用包括銷售費用、財務費用和管理費用。期間費用也是影響應計利潤的因素之一，期間費用的增加會導致應計利潤的減少。張宗益、黃新建 (2003) 認為，Jones 模型假設營業收入和期間費用存在相關關係，而中國上市公司的期間費用和營業收入並不相關，上市公司也可以通過期間費用進行盈餘管理，因此他們在修正的 Jones 模型之中又加入的期間費用。根據已有文獻的研究結果，本文獻也將期間費用增量納入解釋變數之中。

$\Delta Eexpense_t$ ：期間費用增量=第 t 年的期間費用與 t-1 年的期間費用之差。

3. 固定資產 (PPE)

固定資產原值用以控制總的應計利潤中非主觀折舊費用。Kang 與 Sivaramakrishnan (1995)、Yoon 和 Miller (2002) 等人提出利用固定資產原值的增長率來反映折舊費用更有效。而大多數盈餘管理研究認為，之所以選取固定資產原值而非其變動值來反映折舊費用，是因為總的應計利潤中包括的是總的折舊費用，而非折舊費用的變化。因此，採用固定資產原值來反映折舊費用更有效。為此，本研究選用固定資產原值作為解釋變數之一。

4. 無形資產 (IA)

無形資產被引入到模型中，很大程度上是考慮到中國土地市場的特殊性。在

中國的土地市場上，個人和企業只擁有土地的使用權，土地的所有權屬於國家。因此在會計上就無法將土地歸入固定資產項，而只能將土地使用權歸入無形資產項。然而土地使用權雖然被歸類為無形資產，它本身卻又帶有固定資產的性質。

陳武朝、張泓（2004）在其研究中指出，中國上市公司的土地使用權價值沒有包含在固定資產（PPE）中，而反映在無形資產項目中，因此（PPE）不足以反應公司真實的固定資產規模，需要在解釋變數中加入無形資產。本研究也將參照這種做法，嘗試將無形資產納入到解釋變數中，驗證無形資產是否是解釋已上市企業非操作性應計利潤的一個因素。為了驗證這一點，本研究將提供兩個備擇模型。

模型一即本章第一節中的（1）式：

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0(1/A_{i,t-1}) + a_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + a_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_3(\Delta Expense_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_4(IA_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

模型二則是解釋變數中不包含無形資產的模型：

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0(1/A_{i,t-1}) + a_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + a_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_3(\Delta Expense_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

兩個模型其他地方完全一致，唯一的區別在於解釋變數中是否含有無形資產項。將以上這些被解釋變數、解釋變數以及敘述統計所需要的財務報表資料總結起來，共涉及 11 個會計科目，表 3 總結了這些會計科目。

表 3 本研究需要使用的會計科目

編號	會計科目	對應的英文縮寫	分類
1	應收賬款	REC	資產負債表
2	固定資產	PPE	
3	無形資產	IA	
4	總資產	A	
5	股東權益 ¹²	NA	
6	營業收入	REV	利潤表
7	銷售費用	Expense	
8	管理費用		
9	財務費用		
10	淨利潤	NI	
11	營業現金流量	CFO	現金流量表

表格由本研究作者整理

¹² 股東權益在實證研究中沒有用到，而是在敘述統計中用於計算淨資產收益率。

第四章 資料的介紹、搜集與整理

一. 資料介紹

本研究以正在申請上市的預披露企業為研究對象，試圖探討預披露企業在 IPO 之前，是否存在盈餘管理的行為。為了進行上述實證研究，需要搜集和整理相關資料，而本研究最大的困難亦在於此。搜集資料的困難在於，首先，目前沒有關於預披露企業完整的資料庫供研究使用；其次，預披露企業的財務資料並不單獨披露，而是披露於其招股書之中，要得到其財務資料需要從招股書中進行搜集與整理；第三，因為資料筆數較多，導致整理工作耗時費力。綜上所述，資料的搜集與整理是本研究的重點與難點。

為了驗證預披露企業在 IPO 之前是否存在盈餘管理的行為，本研究所需要的資料主要是相關企業的財務報表資料，而根據企業性質的不同，可以分為兩部分。第一部分是已上市企業的財務報表資料，這部分資料將會被帶入模型之中，通過回歸得到參數估計。第二部分是預披露企業的財務報表資料，將這部分資料帶入到完成了參數估計的模型之中，就可以用來衡量預披露企業盈餘管理的程度。因為本研究需要的資料分為上述兩部分，因此在進行資料的搜集和整理的時候，也需要分別分成兩部分來展開。

二. 資料搜集

1. 已上市企業財務資料的搜集

已上市企業的財務報表依法都需要公開披露，而且相關資料庫也會對上市公司的財務資料進行搜集和整理。因此搜集已上市企業的財務資料，主要是通過查找資料庫中已有的資料。本研究所需要的中國大陸上市公司的財務資料，都來源於國泰安資料庫。

但是在搜集資料的過程中，還需要注意並不是所有的上市公司都適合用來進行參數估計。因為本研究運用已上市公司的財務資料來進行參數估計，實際上是假設了這部分企業沒有進行盈餘管理的動機，因此在實際處理的過程中，就需要將一些可能存在盈餘管理動機的已上市企業從樣本當中排除出去。那麼，哪些已上市企業是可能具有盈餘管理的動機的呢？根據第二章第二節中實證研究的結果，一般認為企業在 IPO 前後存在倒 V 形的盈餘管理過程，很多企業在 IPO 之後的三年之內仍然存在盈餘管理行為。結合附錄二中國證券市場 IPO 暫停的實際情況，本研究決定選擇第七次 IPO 暫停之前進行 IPO 的企業作為樣本範圍，這樣可以保證這些企業在 2011、2012、2013 三個我們選擇的會計期間內沒有因為 IPO 而進行盈餘管理的動機。此外我們還注意到，有些上市公司在 IPO 之後，還會增發股票或者進行配股。在增發股票或者配股時，公司股價的高低與 IPO 時一樣，也會受到公司盈利情況的影響，進而影響到公司在融資活動中的收益。因此在進行參數估計時，我們有必要將這部分在研究期限內進行過增發股票或者配股活動的企業從樣本中剔除出去，而這就需要借助上市公司增發股票和配股的資料庫。

雖然這些資料庫是存在的，但是經過查詢發現不管是本校還是台大等學校都沒有購買相關資料庫。後來在一位復旦大學同學的幫助下，才終於順利取得了相關資料。

2. 預披露企業財務資料的搜集

預披露企業的財務資料是本研究的重點也是創新點。預披露企業並不單獨披露其財務報表資料，而是在其招股書中披露其財務報表。預披露企業的招股書不但內容全面詳實，而且格式也較為統一，是非常好的資料。¹³本研究所採用的預披露企業的招股書全部可以從中國證監會網站上獲得。¹⁴

三. 資料整理

1. 已上市企業資料的整理

已上市企業的資料雖然可以直接從現有資料庫中取得，但實際搜集和整理資料的過程仍然比較繁瑣。首先要確定在研究期間之前上市的所有企業，並從資料庫中獲得他們的公司名稱、行業代碼和證券代碼。其次，根據上市公司增發和配股資料庫中相關資料，刪去研究期間及之前一段時間內，存在增發或者配股情況的個股。除此之外，為了防止極端樣本影響回歸的準確性，還要剔除在相鄰會計期間內發生如下情況的4類樣本，即（1）營業收入增加超過100%，（2）營業收入減少超過50%，（3）總資產增加超過100%，（4）總資產減少超過50%。¹⁵再次，將已上市企業依其行業代碼劃分行業類別，在這個過程中還需要根據最新的上市公司行業分類標準和每個行業中的樣本數量對原有行業別進行適當調整。然後，才能從國泰安資料庫中逐年查找各個行業的財務報表資料。最後，將資料有缺失的企業從樣本中剔除出去，這樣就完成了已上市企業財務資料的搜集和整理工作。

2. 預披露企業財務資料的整理

預披露企業的財務資料全部要從其招股書中抓取，才能進行進一步的整理。因此首先要從中國證監會網站上下載全部預披露企業的招股書。為了方便之後的處理，在下載過程中就需要對招股書本身按照企業名稱、板塊類型以及材料更新與否進行重命名和整理。因為本研究將企業按照行業進行分類研究，因此緊接著，就要對預披露企業的招股書按照其所屬行業進行分類。值得一提的是，因為證監

¹³ 企業的招股書中一般包換本次發行概況、風險因素、發行人基本情況、業務與技術、同業競爭與關聯交易、董事、監事、高級管理人員與核心技術人員、公司治理、財務會計資訊、管理層討論與分析、業務發展目標、募集資金運用、股利分配政策等涉及公司各個方面的詳細資訊，是豐富詳實的資料集合。

¹⁴ 中國證監會公佈首次公開發行股票資訊披露的網址：

<http://ipo.csrc.gov.cn/homepage.jsp>

¹⁵ 本研究認為在相鄰會計期間內，企業的營業收入或資產增加一倍或者減少一半說明很有可能發生了影響企業經營狀況的重大事項。因此，影響這些企業非操作性應計利潤（NDA）的因素與行業內的其他企業相比，很有可能已經發生了變化。也就是說，這些企業已經不適合用來作為參數估計的樣本。在實證研究過程中也發現，將這些樣本剔除後，模型與參數的顯著性都有較大提升。

會公佈的上市公司行業分類標準發生變化，造成已上市企業和預披露企業的行業分類標準呈現不一致。此外，不管是已上市企業還是預披露企業都在某些行業中出現了樣本數過少的情況。綜合上述兩點因素考慮，本研究以最新的上市公司行業分類標準為基礎，再適當將一些樣本數較少的相近行業進行合併，最後將兩部分企業都劃分為十八個行業類別。這十八個行業的行業代號、名稱以及樣本個數都展現在表 4 中。在表 4 所羅列的行業中，C6、C7、C8、C9、I 這五個行業，大致上與國家“十二五”產業發展規劃要求重點發展的行業相符合。¹⁶

表 4 行業分類表

編號	行業代號	行業	已上市企業 樣本數	預披露企業 樣本數
01	A	農林牧漁	18	3
02	B	採掘業	22	6
03	C1	製造業 食品飲料	31	49
04	C2	製造業 紡織、服裝、珠寶、製鞋	37	19
05	C0	製造業 其他	47	18
06	C5	製造業 石油、化學、橡膠、塑膠	76	43
07	C6	製造業 金屬、非金屬、新材料	56	46
08	C7	製造業 汽車、機械設備、儀錶	107	158
09	C8	製造業 電子	22	34
10	C9	製造業 製藥、生物	53	46
11	D	電力、熱力、供水、燃氣	26	10
12	E	建築、裝修	15	23
13	F	批發和零售	45	13
14	G	交通運輸、倉儲、郵政	41	9
15	H	住宿、餐飲、旅遊	16	4
16	I	資訊傳輸、軟體和資訊技術	27	51
17	K	房地產業	43	2
18	R	其他服務業	19	71
		合計	701	605

表格由本研究作者整理

這裡需要指出的是，在上述行業分類中並不包括金融業。原因在於金融行業

¹⁶ “十二五”產業發展規劃要求重點發展的七大產業為，節能環保產業、新一代資訊技術產業、生物產業、高端裝備製造產業、新能源產業、新材料產業以及新能源汽車。值得注意的是，上市公司行業劃分標準與國務院發佈的“十二五”產業發展規劃中的行業劃分標準是有所差異的。雖然分類標準有差異，但是本研究選擇的五個行業基本上包括了十二五規劃要求重點發展的七大產業。

的財務報表形式、會計科目與其他行業有比較明顯的不同，就金融業本身而言，銀行業和非銀行業的財務報表形式又存在較大區別，其資料都難以帶入到本研究所用的模型中去，因此雖然在相關資料庫和資料集中都包含了金融業的相關資料，但在本研究中不管是已上市企業還是預披露企業，都不涉及金融行業。

在將預披露企業的招股書按照行業完成分類之後，接著就需要將本研究所需的財務資料從招股書中選取出來，這一步是整個研究過程中最耗時費力的一步。首先要根據回歸模型中可能用到的變數決定需要用到哪些會計利潤，其次需要在各個招股書中找到該企業的會計報表，最後找到所需的會計科目並依次將各會計科目的資料一筆一筆複製下來。每家企業的財務資料找好之後，都需要再檢查一邊，避免出現錯誤。表 5 比較詳盡地記錄了本研究搜索和整理資料的全過程。



表 5 資料搜集與整理進度表

時間	資料搜集和整理進度
2014/04	開始搜索包含有預披露企業財務報表相關資料的資料庫，但是經過查找之後發現三個問題。首先，難以找到包含預披露企業財務報表資料的免費資料庫。其次，即使在一些付費資料庫中，資料的形態不是很好，各企業的財務報表相對獨立，沒有經過整理，仍然需要人工整理。最後，即使是在付費資料庫中，也不包含所有預披露企業的資料，樣本缺失非常嚴重。考慮到以上三點，決定通過人工編制預披露企業的財務報表資料。
2014/05	在中國證監會網站下載預披露企業的招股書，將招股書根據企業名稱、上市板塊和是否更新材料進行重命名，然後按照行業進行分類。
2014/06	找出模型所需變數對應的會計利潤，在預披露企業招股書中找到其財務報表，將需要的會計利潤逐年一筆一筆複製下來。
2014/07	開始搜索包含有中國大陸上市公司財務報表相關資料以及發行、增發、配股等相關資料的資料庫。經過查找，發現政大圖書館購買的國泰安資料庫中就有相關資料。但是政大購買的國泰安資料庫中資料不齊全，其中上市公司發行、增發、配股等相關資訊的資料庫沒有購買。在台大圖書館網站查找，發現台大也沒有購買相關資料庫。
2014/07	求助在大陸的同學，順利在復旦大學購買的資料庫中找到了上市公司發行、增發和配股資訊的資料庫。根據相關資料，從已上市企業的樣本中，剔除了在研究期間內有增發和配股行為的企業。除此之外，還要在已上市企業中剔除掉發生如下情況的 4 種樣本，即在相鄰的會計期間內(1)營業收入增加超過 100%，(2)營業收入減少超過 50%，(3)總資產增加超過 100%，(4)總資產減少超過 50%。最後刪去有缺漏項目的樣本。
2014/08	將已上市企業根據行業代碼進行分類。再逐行業從資料庫中搜集已上市企業的財務資料。

表格由本研究作者整理

第五章 敘述統計與主要假說

第一節 敘述統計

從表 6 到表 11 這六張表格中我們可以看到，首先，無論是營業收入增長率、淨利潤增長率還是淨資產收益率，預披露企業的表現都明顯要好於已上市企業。其次，對大多數行業而言，預披露企業 2013 年度的三個敘述統計指標都要好於 2012 年度，而這種趨勢在已上市企業中則很難看到。從敘述統計中我們已經可以從定性的角度大致觀察到，相對於已上市企業，預披露企業進行盈餘管理的可能性更大。

一. 營業收入增長率

表 6 已上市企業的營業收入增長率表

行業代碼	營業收入增長率 2012-2013		營業收入增長率 2011-2012	
	平均數	中位數	平均數	中位數
A	-8.22%	-8.70%	8.52%	9.15%
B	-4.22%	-5.54%	7.35%	9.55%
C0	10.91%	3.91%	0.19%	-3.75%
C1	0.34%	0.96%	10.17%	9.54%
C2	2.26%	2.47%	0.21%	-2.52%
C5	0.99%	-2.53%	1.33%	2.51%
C6	5.55%	5.93%	-5.14%	-5.56%
C7	6.34%	8.44%	-3.03%	-4.99%
C8	4.39%	7.35%	0.16%	-0.51%
C9	11.47%	14.74%	11.76%	13.01%
D	4.38%	4.77%	1.22%	7.56%
E	16.18%	15.80%	8.29%	8.96%
F	8.91%	8.37%	0.76%	1.30%
G	7.81%	4.61%	4.86%	4.50%
H	-5.08%	-3.10%	4.85%	5.31%
I	13.52%	15.00%	8.61%	10.42%
K	20.12%	26.35%	8.08%	-2.26%
R	2.66%	2.75%	11.07%	5.36%

表格由本研究作者整理

表 7 預披露企業的營業收入增長率表

行業代碼	營業收入增長率 2012-2013		營業收入增長率 2011-2012	
	平均數	中位數	平均數	中位數
A	20.25%	17.37%	23.87%	14.46%
B	21.73%	16.69%	19.14%	-0.44%
C0	16.15%	14.81%	64.02%	13.68%
C1	8.41%	11.63%	18.08%	16.89%
C2	10.84%	11.23%	13.76%	12.88%
C5	11.46%	9.62%	16.05%	12.21%
C6	10.64%	10.16%	10.43%	6.90%
C7	13.49%	12.86%	13.77%	12.48%
C8	13.03%	14.39%	66.39%	19.58%
C9	17.27%	15.54%	36.46%	27.82%
D	11.55%	8.34%	18.08%	16.95%
E	19.45%	17.42%	20.00%	20.09%
F	14.71%	13.02%	13.62%	11.90%
G	15.55%	18.97%	15.65%	17.39%
H	2.10%	1.85%	11.93%	11.45%
I	18.64%	15.21%	39.08%	24.54%
K	12.39%	12.39%	39.75%	39.75%
R	20.92%	18.99%	27.26%	22.39%

表格由本研究作者整理

二·淨利潤增長率

表 8 已上市企業的淨利潤增長率表¹⁷

行業 代碼	淨利潤增長率 2012-2013		淨利潤增長率 2011-2012	
	平均數	中位數	平均數	中位數
A	25.21%	-8.79%	-77.77%	-62.87%
B	-68.50%	-49.48%	-29.50%	-13.60%
C0	-138.01%	-21.28%	-43.42%	-8.56%
C1	-138.28%	-41.24%	-252.61%	-10.82%
C2	41.59%	13.45%	-355.19%	-26.34%
C5	-1015.76%	-46.71%	-347.48%	-48.88%
C6	-12.38%	-14.37%	-325.57%	-46.29%
C7	24.88%	4.64%	-29.25%	-19.17%
C8	-111.96%	6.55%	-868.02%	-24.37%
C9	-23.91%	10.32%	-264.47%	12.03%
D	105.81%	19.60%	-129.50%	-18.29%
E	-47.81%	4.50%	-5.00%	1.06%
F	41.55%	12.82%	-101.00%	2.50%
G	-69.21%	2.42%	-74.78%	-8.34%
H	-2318.58%	-33.38%	-80.68%	-9.34%
I	-0.96%	18.26%	12.87%	9.57%
K	124.40%	11.22%	7.00%	-1.27%
R	-87.08%	9.05%	-47.27%	-2.43%

表格由本研究作者整理

¹⁷ 某些行業淨利潤增長率的平均值更容易受到行業內個別企業的極端值影響，從而導致平均值與中位數出現了較大程度的差異。

表 9 預披露企業 淨利潤增長率表

行業 代碼	淨利潤增長率 2012-2013		淨利潤增長率 2011-2012	
	平均數	中位數	平均數	中位數
A	-13.46%	-14.51%	3.93%	-13.23%
B	22.28%	19.27%	19.71%	35.90%
C0	13.31%	8.47%	16.12%	11.15%
C1	2.16%	4.46%	24.07%	15.54%
C2	8.56%	10.19%	9.11%	6.82%
C5	6.48%	5.15%	10.39%	7.94%
C6	9.18%	7.61%	10.76%	6.96%
C7	11.23%	11.08%	19.14%	10.64%
C8	6.62%	6.44%	99.33%	25.66%
C9	18.53%	14.29%	40.82%	26.66%
D	7.77%	10.98%	7.00%	8.81%
E	18.69%	21.35%	28.19%	17.84%
F	29.70%	14.86%	10.26%	9.01%
G	7.83%	2.05%	15.52%	21.54%
H	0.68%	4.69%	7.42%	9.93%
I	11.48%	5.63%	28.88%	17.34%
K	-0.20%	-0.20%	24.21%	24.21%
R	14.83%	10.63%	28.43%	17.95%

表格由本研究作者整理

三 淨資產收益率

表 10 已上市企業的淨資產收益率表

行業代碼	淨資產收益率 2013		淨資產收益率 2012		淨資產收益率 2011	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
A	4.37%	3.22%	6.89%	3.39%	-14.78%	5.91%
B	6.38%	6.12%	11.89%	11.63%	17.08%	17.14%
C0	-1.16%	4.43%	28.23%	5.46%	-40.08%	6.16%
C1	5.05%	4.57%	11.21%	7.42%	14.26%	10.28%
C2	3.37%	4.24%	3.64%	3.30%	4.97%	4.94%
C5	1.67%	2.69%	12.48%	2.13%	8.87%	4.07%
C6	4.75%	4.23%	3.53%	5.44%	12.26%	8.34%
C7	5.65%	7.58%	9.98%	5.50%	5.60%	6.91%
C8	3.85%	3.91%	2.27%	2.11%	5.65%	4.47%
C9	7.46%	8.98%	22.25%	8.56%	10.49%	12.11%
D	0.10%	9.13%	6.41%	7.74%	5.07%	6.24%
E	8.55%	10.00%	6.72%	6.71%	7.26%	6.62%
F	6.00%	8.98%	8.79%	8.08%	12.30%	9.94%
G	5.74%	6.84%	6.25%	7.98%	7.48%	8.76%
H	4.29%	5.16%	4.53%	6.58%	5.18%	7.01%
I	8.67%	8.19%	9.55%	8.05%	10.39%	9.43%
K	7.25%	6.77%	6.04%	7.44%	8.16%	8.74%
R	4.30%	7.76%	8.00%	6.16%	7.91%	7.81%

表格由本研究作者整理

表 11 預披露企業的淨資產收益率表

行業代碼	淨資產收益率 2013		淨資產收益率 2012		淨資產收益率 2011	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
A	12.94%	13.43%	17.09%	18.21%	23.97%	24.01%
B	20.04%	19.97%	19.20%	20.28%	23.31%	22.18%
C0	19.73%	18.38%	21.54%	19.72%	25.37%	22.25%
C1	20.50%	19.57%	24.33%	23.22%	28.02%	26.18%
C2	21.69%	20.24%	25.77%	23.96%	39.67%	28.82%
C5	18.51%	19.20%	20.54%	20.64%	23.95%	22.87%
C6	17.58%	17.20%	19.35%	18.86%	23.35%	24.38%
C7	20.66%	19.90%	23.33%	22.06%	27.30%	25.81%
C8	22.19%	21.19%	27.04%	24.36%	25.93%	25.84%
C9	25.82%	23.57%	29.21%	26.40%	31.21%	29.49%
D	15.15%	13.77%	16.84%	14.83%	20.10%	19.33%
E	22.16%	19.21%	23.07%	20.51%	25.41%	22.17%
F	20.85%	20.64%	22.11%	21.21%	25.21%	22.19%
G	15.80%	14.58%	16.81%	16.55%	19.33%	14.67%
H	18.73%	13.69%	21.24%	16.95%	22.48%	19.22%
I	26.28%	21.22%	30.12%	24.29%	29.55%	27.27%
K	15.39%	15.39%	16.75%	16.75%	26.16%	26.16%
R	21.47%	21.39%	23.54%	22.99%	27.14%	25.48%

表格由本研究作者整理

四·預披露與已上市企業相對數量的變化

在敘述統計的最後一部分，本研究要對兩組樣本各行業中企業的相對數量進行比較，從而大致瞭解各行業的發展趨勢。

從表 12 中我們可以看出兩點，首先是已上市企業的原始個數和已上市企業的樣本個數不一致。這是因為我們在選擇樣本的時候，剔除了包含如下情況的 4 種樣本，即在相鄰的會計期間內（1）營業收入增加超過 100%，（2）營業收入減少超過 50%，（3）總資產增加超過 100%，（4）總資產減少超過 50%。其次在計算預披露企業與已上市企業原始個數的比值的時候，我們都乘以了一個固定的常數 701/605，這是為了控制兩組樣本之間的比例，以反映兩組資料之間的相對變化。這樣計算出來的比值如果大於 1，就說明預披露企業在某個行業的相對個數超過了已上市企業；如果比值小於 1，就說明預披露企業在這個行業的相對個數少於已上市企業。

經過計算比值並對比，我們可以看出，在預披露企業與已上市企業之間，行業結構已經發生了比較明顯的變化。變化主要體現在以下幾個方面，首先，預披露企業在農業、採掘業和低端製造業的相對個數有比較明顯的減少。其次，預披

露企業在中高端製造業和服務業中的相對規模有了明顯的增長，體現出這些行業有了比較明顯的發展。第三，這些取得發展的行業與國家“十二五”規劃中所提出要重點扶持和發展的行業是高度吻合的，如高端設備製造業 C7、電子製造業 C8、資訊產業 I 等行業都是國家重點支持的行業。第四，值得注意的是，預披露企業中房地產行業 K 的規模相對已上市企業而言，有了非常明顯的減少。這顯示出房地產開發在現階段已經不再是快速發展的產業。

表 12 企業數量變化表

編號	行業代號	行業	已上市企業原始個數	已上市企業樣本數	預披露企業樣本數	比值 ¹⁸
01	A	農林牧漁	18	14	3	0.193
02	B	採掘業	22	21	6	0.316
03	C0	製造業 食品飲料	31	26	49	1.831
04	C1	製造業 紡織、服裝、珠寶、製鞋	37	33	19	0.595
05	C2	製造業 其他	47	42	18	0.444
06	C5	製造業 石油、化學、橡膠、塑膠	76	68	43	0.656
07	C6	製造業 金屬、非金屬、新材料	56	48	46	0.952
08	C7	製造業 汽車、機械設備、儀錶	107	94	158	1.711
09	C8	製造業 電子	22	20	34	1.791
10	C9	製造業 製藥、生物	53	48	46	1.006
11	D	電力、熱力、供水、燃氣	26	23	10	0.446
12	E	建築、裝修	15	15	23	1.777
13	F	批發和零售	45	40	13	0.335
14	G	交通運輸、倉儲、郵政	41	35	9	0.254
15	H	住宿、餐飲、旅遊	16	14	4	0.290
16	I	資訊傳輸、軟體和資訊技術	27	26	51	2.189
17	K	房地產業	43	35	2	0.054
18	R	其他服務業	19	16	71	4.330
		合計	701	618	605	

表格由本研究作者整理

¹⁸ 比值=預披露企業樣本個數/已上市企業原始個數*701/605，這個指標是各個行業在兩組資料之間企業相對數量之比。他體現的是預披露企業與已經上市的企業在各個行業的相對數量是增加還是減少，因此也衡量了行業發展速度。

第二節 主要假說

在上一節的敘述統計中，我們已經探討了國家產業政策與申請上市企業數量之間的關係。可以看到在國家產業政策鼓勵、支持的行業中，申請上市的企業的數量增加更多。在第一章緒論中，我們也已經介紹了 George J. Stigler (1971) 總結的國家產業政策影響行業發展的幾種方法。那麼在現有文獻總結的方法之外，國家的產業政策還有什麼能影響行業發展的方法呢？

在緒論的第一節研究背景中我們提到過，在企業進行股權融資的過程中，盈餘管理行為可以通過影響企業的利潤來影響企業的股價與籌資數量。如果國家的產業政策可以對企業的盈餘管理行為產生影響，那麼他就會對企業在股權融資市場上的表現產生影響，進而實現國家對產業發展的干預。也就是說本研究猜測通過影響企業的盈餘管理行為來影響企業在股權融資市場上的表現，是國家的產業政策影響行業發展的方式之一。

那麼國家的產業政策與企業的盈餘管理行為之間究竟是否存在關聯？從資料之中，我們是不是可以找到證據來支持這種假設？帶著這樣的疑問，本研究將提出以下三個假說，這些假說都將通過實證研究加以檢驗。

假設一：受到國家產業政策支持的行業更傾向於採用正向的盈餘管理。

假設二：相對於平時，企業在臨近上市時更傾向於採用正向的盈餘管理。

假設三：在創業板市場上市的企業更傾向於採用正向的盈餘管理。

如果這些假設都得到驗證，那麼雖然還不能直接證明國家的產業政策會促使企業進行盈餘管理，但至少為這個觀點提供了一些基於實證研究的證據。

第六章 實證結果

第一節 模型參數估計結果

實證研究的第一步，就是用根據中國證券市場的特點改良過的 Modified Jones Model 對已上市企業進行參數估計，參數估計的方式是 OLS。在進行參數估計的時候，本研究使用了兩個備擇模型，一個是在解釋變數中添加了無形資產的模型；另一個則是在解釋變數中沒有添加無形資產的模型。這樣處理的原因在第四章中也已經加以詳細解釋，即土地使用權雖然被歸類為無形資產，卻又帶有固定資產的特性。本研究希望通過這兩個模型之間的對比，來驗證無形資產是否會對已上市企業的應計利潤產生影響。

在附錄四中的附表中，有各行業在 2013 年度與 2012 年度用兩個模型分別進行回歸得到的結果表。通過綜合考慮與對比 2013 年度與 2012 年度的回歸結果，我們可以歸納出以下幾點。

首先需要檢驗的是 F 鑒定量，即整個模型的顯著性。經過觀察 F 鑒定量可以發現，在兩個年度各個行業的回歸模型中，除了 R 行業（其他服務業）之外，其餘行業的至少都在一個回歸模型中呈現為顯著。值得一提的是，R 行業是由幾個樣本數非常少，單獨劃分都不足以進行回歸的相近行業合併而成的。在這裡 R 行業的回歸結果不顯著，說明了將這幾個行業進行合併可能並不是最合適的處理方法，但因為這幾個行業的樣本個數有限，本研究不能提供更好的處理辦法。非常遺憾的是，R 行業正是近年來發展較快的行業，在第五章第一節的表 12 中 R 行業的增長比值達到 4.33，在所有行業中排行第一。¹⁹但由於 R 行業的回歸結果不顯著，導致在進一步分析預披露企業的盈餘管理時，不得不將 R 行業排除在外。

其次，觀察不同年度兩組模型各個變數的 t 檢定量可以發現，不論是 2013 年度還是 2012 年度，第二組模型，即解釋變數中沒有添加無形資產的模型的各個解釋變數大都呈現為顯著。而第一組模型，即解釋變數中添加了無形資產的模型的前幾項解釋變數也大多數呈現為顯著，但無形資產這個解釋變數的顯著性卻在不同行業之間產生了差異。其中還出現了某些行業無形資產項的顯著性在不同年份之間存在差異，即某一年呈現為顯著，另一年卻呈現為不顯著，這給本研究確定這些行業的模型增加了困難。為了研究的嚴謹性，本研究決定只有當無形資產這一解釋變數在 2013 與 2012 年度的模型中都顯著時，才將其納入到模型中，否則就不將其納入模型。採用這個辦法，共有 B、C8、D、F、G、H 這 6 個行業滿足條件，也就是說在所有 18 個行業中，這 6 個行業將採用第一組模型，R 行業因為模型整體不顯著，沒有辦法進行下一步研究，而其餘 11 個行業將採用第二組模型。各行業最終使用的模型情況總結在表 13 中。

¹⁹ R 行業（其他服務業）中集中了許多在已上市企業中數量非常少，而近年來卻發展很快的行業，其中還包括了“十二五”產業規劃中提到的環保產業。

通過對使用兩組模型的行業進行大致對比，我們發現，使用模型一的幾個行業確實包含對土地、礦產等帶有固定資產特性的無形資產依賴程度較高的行業，如 B、F、D、G、H 這幾個行業。這也大致印證了本文第三章中，關於回歸模型中是否應該添加無形資產作為解釋變數的猜測。

最後需要分析的是 R-square，即模型的解釋能力。通過觀察附錄四中兩個年度的回歸結果，可以發現，從總體而言各行業回歸模型的解釋能力都較強，大部分行業的 R-square 在 0.5 以上，有的行業模型的 R-square 達到了 0.9 以上，這表明出本研究所使用的模型對已上市企業應計利潤的構成已經具備了良好的解釋能力。

表 13 各行業使用模型情況的匯總表

行業代號	行業	已上市企業樣本數	預披露企業樣本數	使用的模型	兩組模型占全部企業數量的百分比
B	採掘業	21	6	模型一	12.56%
C8	製造業 電子	20	34		
D	電力、熱力、供水、燃氣	23	10		
F	批發和零售	40	13		
G	交通運輸、倉儲、郵政	35	9		
H	住宿、餐飲、旅遊	14	4		
	以上總計	153	76		
A	農林牧漁	14	3		
C0	製造業 食品飲料	26	49		
C1	製造業 紡織、服裝、珠寶、製鞋	33	19		
C2	製造業 其他	42	18		
C5	製造業 石油、化學、橡膠、塑膠	68	43		
C6	製造業 金屬、非金屬、新材料	48	46		
C7	製造業 汽車、機械設備、儀錶	94	158		
C9	製造業 製藥、生物	48	46		
E	建築、裝修	15	23		
I	資訊傳輸、軟體和資訊技術	26	51		
K	房地產業	35	2		
	以上總計	449	458		
R	其他服務業	16	71	不顯著	11.74%
	全部總計	618	605		

表格由本研究作者整理

第二節 預披露企業盈餘管理程度

在對已上市企業的資料進行回歸之後，我們已經得到各行業在 2013 年度與 2012 年度應計利潤模型的參數估計結果。下一步就要利用這些參數估計的結果來計算預披露企業盈餘管理的程度。

在本研究中，預披露企業的盈餘管理需要通過其操作性應計利潤來衡量，而操作性應計利潤等於預披露企業的實際應計利潤減去其非操作性應計利潤。

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

而計算預披露企業的非操作性應計利潤則需要將預披露企業的財務資料帶入到之前用已上市企業進行了參數估計的模型中去。通過上述計算，就得到了該企業進行盈餘管理的程度。

$$NDA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0(1/A_{i,t-1}) + a_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + a_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_3(\Delta Expense_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_4(IA_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

回顧之前參數估計的結果，在 18 個行業中，共有 11 個行業採用解釋變數中不含無形資產項的模型，6 個行業 (B、C8、D、F、G、H) 採用解釋變數中含有無形資產的模型，1 個各行業 (R) 因為模型不顯著，不能用來進行擬合。因為行業 R (其他服務業) 在進行回歸時模型整體不顯著，因此最終可以用來進行模型擬合併計算盈餘管理程度的企業共有 534 家，其中非製造業企業 121 家，製造業企業 413 家。值得一提的是，雖然有 6 個行業採用模型一進行回歸與擬合，有的 11 個行業採用模型二進行回歸與擬合，但是由於總體上無形資產在總資產中占的比例較小，因此對大多數企業而言，採用兩種模型進行回歸與擬合得到的最終結果是十分相近的。換句話說，採用哪種回歸模型對本研究將要得出的結論影響不大。

在得出擬合結果之後，我們再來回顧第五章第二節中所提出的三個假設。

假設一：受到國家產業政策支持的行業更傾向於採用正向的盈餘管理。

假設二：相對於平時，企業在臨近上市時更傾向於採用正向的盈餘管理。

假設三：在創業板市場上市的企業更傾向於採用正向的盈餘管理。

也就是說，本研究將要考察如下幾個問題：1. 行業與盈餘管理程度之間的關係。2. 2013、2012 兩個年度與盈餘管理之間的關係。3. 預披露企業申請上市的板塊與盈餘管理之間的關係。

一、行業與盈餘管理的關係

首先要探討的就是行業與預披露企業盈餘管理之間的關係，這也是本研究的重點。2013 年度盈餘管理程度為正的企業有 261 家，其中在 0.05 以上的有 195 家，0.1 以上的有 133 家，0.2 以上的有 54 家。在盈餘管理程度 0.1 以上的 133 家企業中，非製造業企業僅 18 家，製造業企業 115 家。在盈餘管理程度 0.2 以

上的 54 家企業中，非製造業企業僅 9 家，製造業 45 家，其中 C6（化工、新材料）16 家，C8（電子）12 家，其所占比例明顯高於該行業在預披露企業中的比重。²⁰另一方面，盈餘管理程度為負的企業共有 273 家。在負的盈餘管理程度最大的 100 家企業中，非製造業企業共 61 家，製造業企業共 39 家。在負的盈餘管理程度最大的 50 家企業中，非製造業占 46 家，製造業企業僅占 4 家。

2012 年度盈餘管理程度為正的企業有 207 家，其中在 0.05 以上的有 169 家，0.1 以上的有 151 家，0.2 以上的有 119 家。在盈餘管理程度 0.1 以上的 151 家企業中，非製造業企業 4 家，製造業企業 147 家。在盈餘管理程度 0.2 以上的 119 家企業中，非製造業企業沒有，製造業企業 119 家，其中 C7（機械、設備、儀器、汽車）占 112 家，其所占比例明顯高於該行業在預披露企業中的比重。另一方面，盈餘管理程度為負的企業共有 327 家。在負的盈餘管理程度最大的 100 家企業中，非製造業企業共 52 家，製造業企業共 48 家。在負的盈餘管理程度最大的 50 家企業中，非製造業占 36 家，製造業企業僅占 14 家。

綜合這些結果我們可以得到以下結論，製造業企業相對於非製造業企業而言，更容易產生正向盈餘管理的現象，尤其是 C6（化工、新材料）、C7（機械、設備、儀器、汽車）、C8（電子）等行業。這與國家“十二五”規劃中的產業結構升級計畫高度吻合。相關資訊見表 14

表 14 預披露企業所在行業與盈餘管理的關係表

年度	範圍	類別	行業	企業數量		百分比	
	全部預披露企業	製造業		413		77.34%	
		非製造業		121		22.66%	
2013	預披露企業盈餘管理程度大於 0.1	製造業		113		86.26%	
		非製造業		18		13.74%	
	預披露企業盈餘管理程度大於 0.2	製造業	C6	45	16	83.33%	35.56%
			C8		12		26.67%
			其他		17		37.78%
非製造業		9		16.67%			
2012	預披露企業盈餘管理程度大於 0.1	製造業		147		97.35%	
		非製造業		4		2.65%	
	預披露企業盈餘管理程度大於 0.2	製造業	C7	119	112	100%	94.12%
			其他		7		5.88%
非製造業		0		0%			

表格由本研究作者整理

²⁰ 在 605 家預披露企業中，製造業企業占了 413 家，其中 C6、C7、C8 分別有 46 家、158 家與 34 家。他們分別占預披露企業樣本總數的 7.6%、26.12%與 5.62%。同時他們又分別占了預披露企業中製造業企業總數的 11.14%、38.26%與 8.23%。

二·盈餘管理在兩個年度之間的關係

其次要探討的就是同一個企業兩個年度的盈餘管理程度之間的關係。2013 年度盈餘管理程度為正的企業有 260 家，2012 年度盈餘管理程度為正的企業有 208 家。與 2012 年度相比，在 2013 年度出現正向盈餘管理的企業明顯增加，增加數量將近占預披露企業總數的 10%。從中可以推測當申請上市的時間臨近時，企業更傾向於採用正向的盈餘管理策略。

此外，本研究選擇了 2013 年度盈餘管理程度大於 0.2 的企業共 54 家，發現在 2012 年度，這些企業的盈餘管理程度為負的有 45 家（占 83.33%），為正的僅 9 家（占 16.67%）。當我們將 2013 年度的盈餘管理程度放寬到 0.1，這種結論依然成立。在 2013 年度盈餘管理程度大於 0.1 的 133 家企業中，2012 年度盈餘管理程度為負的有 103 家（占 77.44%），為正的僅 30 家（占 22.56%）。雖然樣本期間只有兩年，但是仍可以從中推測出有意申請上市的企業傾向於在申請上市之前的某些年份採用負向的盈餘管理策略，從而才能在臨近申請上市的年份有條件進行較大幅度的正向盈餘管理，以實現讓自身的淨利潤在上市之前呈現出較高的水準，從而高估發行價格的目的。

三·申請上市的板塊與盈餘管理之間的關係

第三個要探討的問題是預披露企業申請上市的板塊與盈餘管理程度之間的關係。A 股市場分為主機板和創業板兩個板塊，在主機板市場中，又可以劃分出中小企業板塊。中小企業板塊是主機板市場的一個子版塊，這個版塊只在深圳證券交易所上市。

在排除了行業 R 之後，預披露企業共 534 家。其中，申請在上海證券交易所上市的預披露企業共 236 家，占樣本總數的 44.2%；申請在中小企業板塊上市的預披露企業共 111 家，占樣本總數的 20.8%；申請在創業板上市的預披露企業共 187 家，占樣本總數的 35%。

在 2013 年度盈餘管理程度大於 0.2 的 54 家企業中，申請在上交所上市的企業有 19 家，占 35.2%；申請在中小企業板塊上市的企業有 9 家，占 16.7%；申請在創業板上市的企業有 26 家，占 48.1%。在 2012 年度盈餘管理程度大於 0.2 的 119 家企業中，申請在上交所上市的企業有 28 家，占 23.5%；申請在中小企業板塊上市的企業有 16 家，占 13.4%；申請在創業板上市的企業有 75 家，占 63%。相關資訊見表 15。

從以上板塊之間的橫向對比之中，我們可以清楚地看到，在進行正向盈餘管理程度較大的企業中，創業板企業所占的比重不但高於其他版塊，更是明顯高於創業板企業在預披露企業總數中所占的比重。

申請在創業板上市的預披露企業除了在所有盈餘管理程度較高的企業中佔有較高的比重之外，在行業分佈上也與申請在主機板上市的企業有較大差別。在 187 家申請在創業板上市的企業中，C6、C7、C8、C9、I（資訊技術）分別占了

19、77、12、18、34 家。這些與國家“十二五”規劃扶植產業相吻合的產業一共有 160 家，占了所有申請在創業板上市企業總數的 85.6%。

創業板市場有沒有被國家產業政策作為對相關行業進行扶植的工具？以上兩點為我們的猜測提供了證據。

表 15 預披露企業申請 IPO 板塊與盈餘管理關係表

年度	範圍	板塊	數量	百分比
	預披露企業	上交所	236	44.2%
		中小企業板	111	20.8%
		創業板	187	35%
2013	盈餘管理程度 大於 0.2	上交所	19	35.2%
		中小企業板	9	16.7%
		創業板	26	48.1%
2012	盈餘管理程度 大於 0.2	上交所	28	23.5%
		中小企業板	16	13.4%
		創業板	75	63%

表格由本研究作者整理

綜上所述，本研究提出的三個假設都能通過實證研究的結果找到相對應的證據。

第七章 結論

一· 本研究的結論

本文的實證研究結果從預披露企業的行業與盈餘管理的關係、預披露企業盈餘管理狀況的年度變化、預披露企業申請上市板塊與盈餘管理的關係這三個方面，驗證了研究中提出了三個假設。本研究的實證結果為驗證國家的產業政策能夠對企業的盈餘管理行為產生影響這一假設，提供了有力的實證證據支持。

二· 本研究的創新與貢獻

本研究最重要的創新之處在於研究對象的創新與研究主題的創新。

首先，相對於已有文獻只對已經成功上市的企業進行盈餘管理實證研究的現狀，本研究立足於現有的盈餘管理理論，結合中國證券市場的實際情況，將 2014 年剛剛出臺的預披露制度與盈餘管理的實證研究結合起來，著力研究預披露企業的盈餘管理狀況，從而實現了研究主題的創新。

其次，現有的關於盈餘管理的文獻大多是研究企業在上市前後盈餘管理的行為，而本研究則將國家的產業發展政策與申請上市企業的盈餘管理行為聯繫起來。從國家產業發展規劃、產業結構升級的角度來解讀企業的盈餘管理行為，同時又以企業的盈餘管理行為來印證國家的產業發展規劃，為企業盈餘管理問題的研究提供了新的切入點。

最後，除了上述創新之處外，本研究最大的貢獻在於對新資料的整理與使用。本研究採用了中國證監會網站上公佈的預披露企業招股書中的財務報表資料，經過耗時費力的整理工作才讓分散的財務資料能夠得到應用。

三· 本研究的不足之處與將來的改進方向

首先，預披露企業的招股書中包含了大量有價值的資料，本研究僅僅是採用了財務資料中的幾個資料，還有大量資料沒有得到充分應用。尤其是諸如股權結構、管理層構成、企業行為等等有價值的資料都可以用來進行更深入的研究。

其次，由於預披露企業只在招股書中披露申請 IPO 前三年的財務報表資料，造成本研究的資料期間過短。如果能夠在將來的研究中得到預披露企業更多期的財務報表資料，就可以讓實證結果更豐富，更有說服力。此外在已上市企業中，構成 R 行業的各個行業樣本數量太少，單獨劃分都不足以進行回歸，而將他們合併成 R 行業之後，模型又呈現不顯著，也是本研究的遺憾之處。

最後，本研究得出的實證結果僅能夠給“國家的產業政策能夠對企業的盈餘管理行為產生影響”這一假設提供證據支持。如果要進一步證明這一觀點，僅僅憑藉實證研究是不夠的，必須進一步探討政府的產業政策透過盈餘管理來影響企業行為的內在機理，而這就需要更多的經濟學理論知識作為支持。這就是本研究第三個可以提高與改進的方向。

第八章 參考文獻

- [1] George J. Stigler(1971), The theory of economic regulation. The Bell Journal Economics and Management Science, Vol.2 , No.1 , pp.3-21.
- [2] William R. Scott(1997), Financial Accounting Theory. Prentice-Hall, Inc.
- [3] Katherine Schipper(1989), Commentary on earnings management. Accounting Horizons 1989, 3(4) , pp.91-02.
- [4] Paul M. Healy and James M. Wahlen(1999), A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Settings. Accounting Horizons, 13(4), pp.365-383.
- [5] Coase R. H.(1937), The Nature of the Firm. Economic, 388.
- [6] Watts L. W. and J. L. Zimmerman(1978), Towards a positive Theory of the Determination of Accounting Standards. The Accounting Review. Vol. 53, No.1, pp.112-134.
- [7] Hans Stoll and Anthony J. Curley(1970), Small Business and the New Issues Market for Equities. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.5, Issue.3, pp.309-322.
- [8] Roger G. Ibbotson(1975), Price performance of common stock new issues. Journal of Financial Economics Vol.2, Issue.3, pp.235-272.
- [9] Stern and Bornstein(1985), Why New Issues Are Lousy Investments. Forbes, 2, December, pp.152-154.
- [10] Ritter J.(1991), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. Journal of Finance, 46, pp.3-27.
- [11] Stein J.(1989), Efficient Capital Markets, Inefficient firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. Quarterly Journal of Economics, pp.655-669.
- [12] Aharony Joseph, Lin Chan-Jane, Loeb Martin P.(1993), Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. Contemporary Accounting Research, 10(1), pp.61-81.
- [13] Teoh S. H., T. J. Wong, and G. R. Rao(1993), Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic? Review of Accounting Studies. 3(1/2): 175-208.
- [14] Friedlan John M.(1994), Accounting Choices of Issues of Initial Public Offerings. Contemporary Accounting Research, 11(1), pp.1-32.
- [15] Jain. Bharat A. and Omesh Kini(1994), The Post-issue Operating Performance of IPO Firms. Journal of Finance. Vol.49, No.5, pp.1699-1726.
- [16] J. Aharony, C. J. Lee, and T. J. Wong (2000), Financial Packaging of IPO Firms in China. Journal of Accounting Research, 38, pp.103-126.

- [17] Paul K Chaney, Craig M Lewis(1998), Income Smoothing and Underperformance in Initial Public Offerings. *Journal of Corporate Finance*. Vol4, Issue.1, pp.1-29.
- [18] Michael Firth(1998), IPO Profit Forecasts and Their Role in Signaling Firm Value and Explaining Post-listing Returns. *Applied Financial Economics* Vol8, Issue.1, pp.29-39.
- [19] Larry L. Ducharme , Paul H. Malatesta , Stephan E. Sefcik (2001), Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting Auditing and Finance*. 16, pp.369-396.
- [20] Gian Luca Clementi(2002), IPOs and The Growth of Firms. *Garnegie Mellon University, Working Paper, No.04-23*.
- [21] Paul Hribar and Daniel W. Collins(2002), Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*. Vol.40, Issue.1, pp.105-134.
- [22] P. M. Healy(1985), The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7, pp.85-107.
- [23] DeAngelo L. (1986), Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Shareholders. *The Accounting Review*, Vol.61, No.3, pp.400-420.
- [24] Jones J. J. (1991), Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*. Vol.29, No.3, pp.193-228.
- [25] Dechow P. M., Sloan R. G. and Sweeney, A. P. (1995), Detecting earnings management. *The Accounting Review*, Vol.70, No.2, pp.193-225.
- [26] Dechow P. M., Sloan(1991), Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*. Vol.14, Issue.1, pp.51-89.
- [27] Mark L. DeFond, James Jiambalvo(1994), Debt covenant violation and manipulation of accruals . *Journal of Accounting & Economics*. Vol.17, No.1-2, pp.145-176.
- [28] S.P. Kothari (2005), Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting & Economics*, Vol.39, No.1, pp.163 - 197.
- [29] Christian Leuz, Dhananjay Nandab, Peter D. Wysockic(2003), Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69, pp.505 - 527.
- [30] Guay W., Kothari, S., Watts, R. (1996) , A market-based evaluation of discretionary accrual models, *Journal of Accounting Research* 34, pp.83-105.

- [31] Eli Bartov Stephen R. Goldberg and Myung-Sun Kim(2001), The Valuation-relevance of Earnings and Cash Flows: an International Perspective. *Journal of International Financial Management & Accounting* Vol.12, Issue. 2, pp.103-132.
- [32] S.P. Kothari, Andrew Leone and Charles E. Wasley(2005), Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, Vol.39, Issue.1, pp.163-197.
- [33] Sok-Hyon Kang and K. Sivaramakrishnan(1995), Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach. *Journal of Accounting Research*. Vol. 33, No.2, pp.353-367.
- [34] Yoon S., and G. Miler(2002), Cash from Operations and Earnings Management in Korea. *The International Journal of Accounting*. Vol.37, No. 4, pp.395-412.
- [35] 張宗益，黃新建(2003)，我國上市公司首次公開發行股票中的盈餘管理實證研究。經濟論壇，10， pp.37-39。
- [36] 陳武朝，張泓(2004)，盈餘管理、審計師變更與審計獨立性。會計研究，8， pp.81-86。



附錄一 A 股市場公開發行股票中法律制度及相關規定

一家公司能夠募集資金的多少是由股票發行額度和股票發行價格決定的，其中股票發行額度由證券主管部門所確定，公司所能做的文章也就是股票發行價格了。在中國大陸，股票發行價格的相關政策經歷了較為漫長的變化過程，具體如下：

1996年12月26日以前，股票發行價格是根據發行當年預測的每股收益和發行市盈率計算的，由於市盈率同樣是證券主管部門所確定的，所以許多公司粉飾盈利預測報表，從而高估盈利預測。實際上，多數公司盈利預測數遠高於實際完成數。

1996年12月26日，中國證監會對股票發行價格作出調整，按照發行新股前三年平均每股收益和發行市盈率計算，於是，為了獲取理想的募集資金，許多公司便在前三年或三年後一期的財務報表上做文章。

1997年9月10日，中國證監會針對許多公司粉飾歷史財務報表的情況，又將新股發行價格改為：股票發行價格=每股稅後利潤×市盈率，其中每股稅後利潤=發行前一年每股稅後利潤×70%+發行當年攤薄後的預測每股稅後利潤×30%。在這種發行價格的定價模式下，新股發行公司又在上年財務報表和本年度盈利預測報表上同時做文章。

1999年初，中國證監會再次調整股票發行價格的定價方法，即按照股票市場上行業相同或相近、規模相近、盈利水準相近的，家左右已上市公司股票的平均價格來定價。然而，這種定價方法也未能有效阻止上市公司操縱盈餘，為了取得較高的發行價格，虛報發行前一年利潤水準的企業仍不乏其數。

2006年5月17日，中國證監會又出臺了最新規定，企業發行股票並上市IPO的財務指標應當達到以下要求。

(1)最近3個會計年度淨利潤均為正數且累計超過人民幣3000萬元，淨利潤以扣除非經常性損益前後較低者為計算依據。

(2)最近3個會計年度經營活動產生的現金流量淨額累計超過人民幣5000萬元；或者最近3個會計年度營業收入累計超過人民幣3億元。

(3)發行前股本總額不少於人民幣3000萬元。

(4)最近一期期末無形資產扣除土地使用權、水面養殖權和採礦權等後占淨資產的比例不高於20%。

(5)最近一期期末不存在未彌補虧損。

這些條件同時也是企業進行盈餘管理的激發條件。

2014年，證監會調整了企業IPO審查流程。IPO在審企業預披露只是受理發行申請的必要環節，證監會會按照受理材料的先後順序審批，預披露不與發行時間直接掛鉤，也不意味著馬上就會上發審會。與以往不同，現在所有在審企業都需要進行預披露，所有新申報企業經受理即需要預披露，2014年6月底前在審企業逾期未預披露的將被終止審查。

附錄二 預披露機制出臺的背景

A 股市場八次 IPO 暫停

次序	IPO 暫停開始時間	IPO 暫停結束時間	持續時間
第一次	1994 年 7 月 21 日	1994 年 12 月 7 日	98 個交易日
第二次	1995 年 1 月 19 日	1995 年 6 月 9 日	96 個交易日
第三次	1995 年 7 月 5 日	1996 年 1 月 3 日	128 個交易日
第四次	2001 年 7 月 31 日	2001 年 11 月 2 日	69 個交易日
第五次	2004 年 8 月 26 日	2005 年 1 月 23 日	101 個交易日
第六次	2005 年 5 月 25 日	2006 年 6 月 2 日	264 個交易日
第七次	2008 年 9 月 16 日	2009 年 7 月 10 日	191 個交易日
第八次	2012 年 11 月 16 日	2014 年 1 月	超過一年

表格由本研究作者整理

中國的證券市場誕生短短 24 年，就已經經歷了 8 次 IPO 暫停，累計暫停時間達到 4 年半之久。暫停的原因大都是因為市場的低迷，投資者因為對 IPO 企業在市場“圈錢”的行為不滿而反響強烈。然而暫停 IPO 的並不能從根本上改變中國證券市場在新股發行方面的各種弊端。

統計顯示，在前 7 次 IPO 暫停期間，大盤上漲 4 次下跌 3 次。暫停 IPO 顯然並不是理想的救市牌。而如何從上市之初就採取有效措施，防止過度的盈餘管理行為，防患於未然，則應該是會計準則制訂部門和證券監管機構必須面對和解決的問題，這對於恢復維護資本市場的健康發展和證券市場的信心都有著深遠意義。而申請即預披露的機制正是在這樣的背景之下出臺的。相比較於以往只有已經成功上市的企業才需要披露財務報表，現在預披露制度的出臺為研究申請上市企業的行為提供了便利。

附錄三 公司盈餘管理的主要方法

國外會計理論對盈餘管理的研究表明，盈餘管理主要是通過變更會計方法、會計估計或應計利潤來遞延收益或調增本期收益。在中國大陸的 IPO 公司，則主要通過會計政策及會計估計、關聯交易、非正常損益資產重組以及地方政府的財政支持等方法進行盈餘管理。

一、利用會計政策及會計估計變更

IPO 公司對會計政策和會計估計進行變更，往往可以起到立竿見影的效果。一些公司管理當局常常通過選用不恰當的會計政策和會計估計方法操縱利潤。其常用方法包括：選用不當的借款費用核算方法、選用不當的股權投資核算方法、選用不當的合併政策、選用不當的固定資產折舊方法和無形資產攤銷方法、選用不當的收入費用確認方法、通過利用會計報表項目掩飾交易或事實真相，或者在報表附注中未能完全披露交易真相等。

1. 調控收入的確認時點和確認數量

收入是指企業在銷售商品、提供勞務及他人使用本企業資產等日常活動中所形成的經濟利益的總流入。企業通過收入的確認來管理盈餘，主要表現為提前或推遲確認收入。

提前確認收入，是企業管理當局做大利潤，進行正向盈餘管理最常用的手法之一。企業管理當局往往在確認條件沒有滿足時就確認、計量和記錄收入。例如，在與商品所有權相關的主要風險和報酬還未轉移給買方時或者所有權已經轉移，但企業對該商品仍能繼續控制或繼續實施管理時提前確認收入，在與交易相關的經濟利益還不是很可能流入企業時確認收入，在相關的收入和成本還不能可靠計量時就確認收入，在企業提供的勞務還沒有完成時確認勞務收入等等。

推遲確認收入，也稱遞延收入，是將應由本期確認的收入遞延到未來期間確認。與提前確認收入一樣，推遲確認收入也是企業盈餘管理的一種手法，只是其與提前確認收入相反，是把本期利潤做小，進行反向的盈餘管理。推遲確認收入，可使收入平滑化，會使公司收益呈現一種穩定的、有規則的上升趨勢，而不是時而上升，時而下降的變動狀態或者也可能出於其他目的，如建立收益的秘密準備。因此，為保證收益的穩定性，公司可能將收益特別好的期間實現的收入遞延到未來期間確認。

2. 調控費用的確認時點和確認數量

費用是指企業在日常活動中發生的、會導致所有者權益減少的、與向所有者分配利潤無關的經濟利益的總流出。除對收入進行調控外，通過費用的確認和計量調節利潤，亦是企業進行盈利管理的常用手法，在我國上市公司中也比較普遍。不少企業隨意確認費用，任意攤提費用以及隨意確定攤提時間，將費用作為利潤的一個“調節器”和“蓄水池”——提前或推遲確認費用，收益性支出资本化，少提資產減值準備，潛虧掛賬等等。

二．利用關聯交易進行盈餘管理

關聯方交易是指在關聯方之間發生的轉移資源或義務的事項，而不論是否收取價款。關聯方交易與盈餘管理不存在必然的聯繫，如果關聯方交易確實以公允價格定價，則不會對交易的雙方產生異常的影響。但事實上有些公司的關聯方交易採取了協議定價的原則，定價的高低取決於公司的需要，這使得利潤很容易在公司之間進行轉移。利用關聯方交易進行盈餘管理的主要方式包括以下幾種：

1．關聯購銷。

關聯購銷活動是關聯方交易的一種常見方式，主要手段是上市公司從關聯公司低價採購原材料，再把產品高價賣給關聯公司。IPO 公司可以通過這種價格顯失公允的購銷行為來調整上市前的盈利，達到調高上市前的業績水準的目的。

2．轉讓、置換和出售資產。

由於我國對公司價值評估方法缺乏相應的理論體系及操作規範，公司並購的法律和財務處理不夠完善，同時也由於地方政府部門和國有資產經營公司的刻意參與，使得資產轉讓和置換基本上表現為不等價交換和利潤轉移。其具體形式有：一是 IPO 公司將不良資產轉賣給關聯方，其不良資產的價值十分有限，但卻能賣得好的價錢，在轉讓過程中上市公司往往獲得一筆可觀的收益；二是關聯方將優質資產低價賣給公司，或是與公司的小良資產進行置換，在這種形式下，IPO 公司往往是對購買關聯方優質資產的款項進行掛賬，不計利息和資金占用費，此時，公司一方面獲得了優質資產的經營收益，另一方面又不需要付出任何代價。同時在對優質資產或不良資產進行評估過程中，一律按照成本法評估其價值，而不考慮資產的品質和獲得能力，這顯然對 IPO 公司大為有利。

3．費用分攤。

由於許多 IPO 公司與關聯方之間存在著接受服務和提供服務的關係，雙方往往鑒訂了有關協議，明確有關費用支付和分攤標準，但從實際來看，IPO 公司上市前通過改變費用分擔方式和標準，如關聯方調低 IPO 公司應交納的費用標準，承擔 IPO 公司的管理費用、廣告費用、離職人員的費用，將公司以前年度交納的有關費用退回等，提高 IPO 公司上市前的利潤。

三．利用資產重組進行盈餘管理

利用資產重組進行盈餘管理包括在關聯方之間或非關聯方之間進行資產置換、並購、債務重組等形式。會計準則企業以非貨幣性交易取得的資產應以出資的帳面價值，加上應支付的相關稅費，作為換入資產的入帳價值，其目的主要在於限制公司利用資產轉讓、置換和出售進行利潤操縱的空間。但是，一些上市公司仍然利用並購和債務重組虛構利潤。如通過操縱並購日期、交易內容和會計方法的選用，以達到虛增利潤的目的。又如，一些上市公司的管理當局利用債務重組中產生的收益對潤進行調節。

四·利用非正常損益進行盈餘管理

非經常性損益是指並非經常發生的，與企業日常活動無關的損益。非經常性損益，產生於偶發的、非日常經營活動，具有短暫性和臨時性。一般來說，對一個正常生產經營的企業而言，它在利潤總額中所占的比例通常比較小。

非經常性損益在報表上會體現在“投資收益”、“營業外收入”、“以前年度損益調整”等項目，有時也會通過“管理費用”、“財務費用”等項目反映。企業在利用非經常性損益進行盈餘管理時，往往會有意避重就輕，儘量不引起報表閱讀者的注意。通常人們在閱讀財務報表時一般會較多地關注“投資收益”、“營業外收入”、“以前年度損益調整”等項目，從中尋找公司盈利管理的蛛絲馬跡，公司則有可能將有關非經常性損益計入“管理費用”、“財務費用”等項目，以避開人們的注意力。

五·利用政府的財政支持進行盈餘管理

一些上市公司憑藉政府的財政支持達到操縱利潤目的的主要形式包括：

1·稅收優惠

根據我國新企業所得稅法之前的相關規定，特區企業、高新經濟技術開發區企業和內地企業所得稅稅率各不相同，所得稅的減免權除稅法統一規定外，地方無權減免。但是，某些地方政府為了扶持當地主要上市公司，有時越權給上市公司稅收返還，從而降低這些上市公司的實際所得稅率。

2·財政補貼

即一些上市公司有時利用自己與政府部門的各種特殊關係，要求政府採用巨額財政補貼的形式幫助上市公司實現一定的盈利目標。

附錄四 模型回歸結果表

行業 代碼	樣本 個數	現銷收入增量		期間費用增量		固定資產		無形資產		常數項		F 檢定	R2	Adj R2
		參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定			
A	14	0.2420	0.0010	-1.4068	0.2350	-0.2660	0.0010	0.5136	0.2810	8.20E+07	0.2330	0.0000	0.9709	0.958
B	21	-1.0314	0.0250	-11.8717	0.0000	0.1762	0.0620	0.3401	0.0580	-2.88E+09	0.1030	0.0000	0.9835	0.9794
C0	26	-0.7688	0.0010	4.1390	0.0000	0.0750	0.0560	-0.8173	0.1020	-5.10E+07	0.6420	0.0007	0.5849	0.5058
C1	33	-0.7592	0.0030	3.9392	0.0000	-0.1921	0.3090	0.3933	0.5200	2.22E+06	0.9910	0.0000	0.6678	0.6204
C2	42	-0.7452	0.0000	3.7002	0.0060	-0.1334	0.0030	0.3801	0.5640	-2.50E+06	0.9730	0.0000	0.7932	0.7708
C5	68	-0.0375	0.0530	0.8104	0.0000	-0.1554	0.0000	0.4442	0.0310	-1.66E+07	0.6910	0.0000	0.7899	0.7765
C6	48	0.1624	0.0180	-2.2288	0.0120	-0.1117	0.0000	-0.0412	0.8170	-3.87E+07	0.8310	0.0000	0.7836	0.7635
C7	94	-0.1899	0.0030	-0.8594	0.1980	0.0561	0.2760	0.3389	0.1810	2.18E+07	0.6890	0.0000	0.4019	0.375
C8	20	-2.1976	0.0000	4.2171	0.0220	-0.0647	0.5450	1.7523	0.0150	-5.44E+07	0.2620	0.0000	0.9645	0.955
C9	48	0.2805	0.0000	-0.2561	0.5210	0.0374	0.6690	-0.1173	0.4450	3.05E+07	0.6280	0.0000	0.5122	0.4668
D	23	-0.6315	0.0010	2.8352	0.0380	-0.0877	0.0000	-0.2879	0.1200	-7.99E+06	0.9310	0.0000	0.8113	0.7694
E	15	-0.2607	0.0240	11.1242	0.0370	0.2808	0.2800	-0.0474	0.8140	-4.34E+07	0.7030	0.0000	0.9958	0.9942
F	40	0.2108	0.1270	-2.1370	0.0370	-0.1343	0.1040	0.3677	0.0290	1.89E+07	0.8340	0.1077	0.1903	0.0978
G	35	-0.0374	0.5810	-5.9807	0.0000	-0.0127	0.0270	-0.0470	0.0070	4.03E+07	0.6750	0.0000	0.9059	0.8934
H	14	0.1977	0.3200	-0.7150	0.1340	0.0276	0.4560	-0.6558	0.0000	5.06E+07	0.2120	0.0005	0.8685	0.8101
I	26	-0.0638	0.8500	0.6685	0.4760	-0.1728	0.0890	-0.4720	0.7270	2.83E+08	0.1720	0.0000	0.997	0.9965
K	35	0.4386	0.0000	0.5982	0.8060	-0.0408	0.9360	3.8926	0.0320	4.96E+07	0.8430	0.0000	0.8695	0.8521
R	16	0.0201	0.9610	1.1946	0.6250	-0.0704	0.4810	0.1379	0.2810	-1.62E+08	0.2980	0.4468	0.2672	0.0007

附表 1 2013 年度 (1) 式回歸結果

行業代碼	樣本個數	現銷收入增量		期間費用增量		固定資產		常數項		F 檢定	R2	Adj R2
		參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定			
A	14	0.2269	0.0010	-1.0291	0.3600	-0.2633	0.0010	1.24E+08	0.0440	0.0000	0.9667	0.9567
B	21	-1.4556	0.0020	-12.3875	0.0000	0.2797	0.0020	-2.59E+09	0.1700	0.0000	0.9792	0.9756
C0	26	-0.7013	0.0010	4.1271	0.0000	0.0235	0.3110	-1.33E+08	0.2020	0.0008	0.5270	0.4625
C1	33	-0.6469	0.0000	3.9317	0.0000	-0.1073	0.4190	2.58E+07	0.8960	0.0000	0.6628	0.6279
C2	42	-0.7428	0.0000	3.5562	0.0060	-0.1138	0.0000	2.22E+07	0.7140	0.0000	0.7913	0.7748
C5	68	-0.0572	0.0010	0.9671	0.0000	-0.1117	0.0000	-1.41E+07	0.7430	0.0000	0.7737	0.7631
C6	48	0.1602	0.0170	-2.2831	0.0070	-0.1157	0.0000	-3.94E+07	0.8260	0.0000	0.7833	0.7685
C7	94	-0.2159	0.0010	-0.5740	0.3650	0.0936	0.0330	3.58E+07	0.5050	0.0000	0.3897	0.3694
C8	20	-1.8632	0.0000	8.2124	0.0000	0.1001	0.3380	-8.98E+07	0.1100	0.0000	0.9468	0.9368
C9	48	0.2716	0.0000	-0.2350	0.5520	0.0061	0.9370	2.95E+07	0.6370	0.0000	0.5055	0.4718
D	23	-0.4511	0.0020	2.3625	0.0810	-0.1035	0.0000	-6.45E+07	0.4750	0.0000	0.7834	0.7492
E	15	-0.2764	0.0020	12.2133	0.0000	0.2256	0.0240	-3.87E+07	0.7170	0.0000	0.9958	0.9947
F	40	0.1201	0.3840	-1.6481	0.1150	0.0031	0.9560	-2.45E+06	0.9790	0.4475	0.0702	-0.0072
G	35	-0.0177	0.8130	-5.9373	0.0000	-0.0107	0.0850	-8.10E+07	0.4010	0.0000	0.8795	0.8679
H	14	-0.4202	0.2780	0.8585	0.3160	-0.0976	0.1760	-3.71E+07	0.6510	0.3823	0.2535	0.0296
I	26	-0.0761	0.8180	0.7722	0.3760	-0.2036	0.0000	2.52E+08	0.1660	0.0000	0.9970	0.9966
K	35	0.4828	0.0000	-0.5503	0.8270	0.7716	0.0500	9.03E+07	0.7340	0.0000	0.8475	0.8327
R	16	0.0263	0.9500	2.6867	0.2040	-0.0163	0.8510	-1.55E+08	0.3220	0.4752	0.1816	-0.0229

附表 2 2013 年度 (4) 式回歸結果

行業代碼	樣本個數	現銷收入增量		期間費用增量		固定資產		無形資產		常數項		F 檢定	R2	Adj R2
		參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定			
A	14	0.0357	0.4860	-4.7322	0.4150	-0.1871	0.0880	-0.4055	0.7710	1.05E+08	0.4820	0.0046	0.7836	0.6874
B	21	-0.1014	0.0390	-4.9717	0.0000	-0.0405	0.1050	0.2005	0.0080	8.70E+08	0.2330	0.0000	0.9933	0.9916
C0	26	-0.8906	0.0030	3.0291	0.1330	-0.1949	0.0440	-0.0833	0.9200	5.15E+07	0.7240	0.0011	0.5644	0.4814
C1	33	0.2124	0.0050	0.0818	0.8790	0.0247	0.7500	-0.5705	0.0360	5.09E+07	0.5100	0.0000	0.6338	0.5815
C2	42	0.2011	0.1860	2.5470	0.1840	-0.3458	0.0000	0.7470	0.3310	-2.97E+07	0.7330	0.0000	0.6896	0.6560
C5	68	0.0602	0.2990	-1.4571	0.0070	0.0575	0.0200	0.0871	0.7460	2.02E+08	0.0010	0.0116	0.1831	0.1313
C6	48	0.0529	0.0560	-0.2667	0.6230	-0.1383	0.0000	0.1484	0.5080	1.50E+08	0.5160	0.0000	0.8034	0.7851
C7	94	0.2690	0.0000	-3.9703	0.0000	0.1601	0.0010	0.3942	0.1330	-1.15E+08	0.0560	0.0000	0.4281	0.4024
C8	20	0.1423	0.0650	1.1783	0.0070	-0.2494	0.0000	0.4151	0.0020	5.12E+07	0.0370	0.0000	0.8982	0.8711
C9	48	0.1505	0.0000	-0.1702	0.4240	-0.0176	0.7840	-0.1546	0.1270	3.89E+07	0.3270	0.0000	0.5943	0.5565
D	23	0.0077	0.9400	6.6684	0.0000	-0.2650	0.0000	0.7567	0.0000	7.29E+07	0.2930	0.0000	0.9482	0.9367
E	15	0.1083	0.1240	-0.1303	0.9570	-0.0191	0.9070	0.2490	0.0110	4.86E+07	0.6700	0.0000	0.9901	0.9862
F	40	-0.1369	0.0820	-1.5710	0.0340	-0.1469	0.0590	-0.2053	0.1090	1.67E+08	0.0300	0.0000	0.6056	0.5606
G	35	0.2324	0.0130	-0.5436	0.3840	-0.0258	0.0070	-0.0531	0.0010	-4.28E+07	0.5760	0.0000	0.7260	0.6894
H	14	-0.0692	0.5180	-0.0152	0.9540	-0.0306	0.0850	-0.4091	0.0000	-2.52E+05	0.9850	0.0000	0.9699	0.9566
I	26	0.2515	0.2430	0.4951	0.8500	-0.1338	0.1020	-1.5871	0.4550	2.44E+08	0.1130	0.0000	0.9981	0.9977
K	35	0.4720	0.0000	-5.0025	0.0280	0.5489	0.3310	0.6561	0.7260	-1.64E+08	0.5390	0.0000	0.7431	0.7089
R	16	-0.5162	0.2590	-3.0617	0.7210	-0.0746	0.3950	0.0940	0.4970	9.86E+07	0.5400	0.1022	0.4773	0.2873

附表 3 2012 年度 (1) 式回歸結果

行業代碼	樣本個數	現銷收入增量		期間費用增量		固定資產		常數項		F 檢定	R2	Adj R2
		參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定	參數估計	t 檢定			
A	14	0.0436	0.2940	-5.8507	0.1650	-0.1812	0.0760	7.42E+07	0.4540	0.0012	0.7814	0.7159
B	21	-0.1391	0.0170	-4.7805	0.0000	-0.0121	0.6510	1.69E+09	0.0460	0.0000	0.9895	0.9876
C0	26	-0.8908	0.0030	2.9533	-0.1050	-0.1971	0.0330	4.43E+07	0.7210	0.0003	0.5642	0.5047
C1	33	0.3056	0.0000	-0.3928	0.4540	-0.1137	0.0220	5.61E+07	0.4950	0.0000	0.5705	0.5260
C2	42	0.1901	0.2090	2.9909	0.1090	-0.3040	0.0000	9.10E+06	0.9060	0.0000	0.6814	0.6563
C5	68	0.0608	0.2910	-1.4117	0.0070	0.0627	0.0010	-1.97E+08	0.0010	0.0048	0.1818	0.1434
C6	48	0.0488	0.0680	-0.2714	0.6150	-0.1283	0.0000	1.84E+08	0.4130	0.0000	0.8013	0.7878
C7	94	0.2557	0.0000	-3.8593	0.0000	0.2134	0.0000	-1.03E+08	0.0860	0.0000	0.4134	0.3938
C8	20	0.1192	0.2290	1.0237	0.0580	-0.0811	0.0000	5.03E+06	0.8420	0.0000	0.8052	0.7686
C9	48	0.1462	0.0000	-0.2228	0.2980	-0.0493	0.4270	3.91E+07	0.3320	0.0000	0.5714	0.5422
D	23	-0.1584	0.4200	8.7359	0.0000	-0.2876	0.0000	2.61E+08	0.0450	0.0000	0.7926	0.7599
E	15	0.1899	0.0350	7.1518	0.0000	-0.4972	0.0000	1.40E+08	0.3490	0.0000	0.9805	0.9751
F	40	-0.1194	0.1330	-1.3770	0.0630	-0.2347	0.0000	1.82E+08	0.0200	0.0000	0.5752	0.5397
G	35	0.2466	0.0260	-1.0142	0.1700	-0.0193	0.0720	-1.58E+08	0.0660	0.0000	0.5941	0.5548
H	14	-0.7393	0.0120	1.2393	0.1080	-0.1171	0.0190	-4.12E+06	0.9220	0.0106	0.6589	0.5565
I	26	0.2182	0.2940	-0.9920	0.5570	-0.1790	0.0020	2.32E+08	0.1240	0.0000	0.9981	0.9978
K	35	0.4823	0.0000	-5.2652	0.0140	0.6896	0.0800	-1.51E+08	0.5620	0.0000	0.7421	0.7171
R	16	-0.7280	0.0340	0.7005	0.9130	-0.0478	0.5270	1.11E+08	0.4790	0.0566	0.4539	0.3173

附表 4 2012 年度 (4) 式回歸結果

附錄五 預披露企業盈餘管理程度匯總

行業編號	公司名稱	申請板塊 ²¹	盈餘管理 2013	盈餘管理 2012
A	湖南鑫廣安農牧	中小企業板	-0.0956	-0.0627
A	遼寧禾豐牧業	上交所	0.0734	0.1778
A	天水眾興菌業科技	中小企業板	-0.0543	-0.3743
B	內蒙古大中礦業	上交所	0.2030	-0.1909
B	金石資源集團	上交所	5.6263	-2.3448
B	海南礦業	上交所	0.6747	-0.3023
B	博邁科海洋工程	上交所	2.3400	-0.6645
B	金誠信礦業管理	上交所	1.9104	-0.2366
B	新疆貝肯能源工程	中小企業板	5.6141	-1.7126
C0	北京韓建河山管業	上交所	-0.1540	-0.3003
C0	北京三聯虹普新合纖技術	創業板	-0.1166	-0.0632
C0	常熟市汽車飾件	上交所	0.0420	0.1097
C0	東莞市南興傢俱裝備製造	中小企業板	0.1691	-0.1765
C0	廣東邦寶益智玩具	上交所	0.1814	-0.1783
C0	廣東惠倫晶體科技	創業板	-0.0016	-0.0549
C0	廣東四通集團	上交所	-0.0171	-0.2806
C0	廣東新宏澤包裝	中小企業板	0.1828	-0.1519
C0	廣東壯麗彩印	中小企業板	0.0186	-0.1449
C0	廣州鵬輝能源科技	創業板	0.1302	-0.0631
C0	海南鈞達汽車飾件	中小企業板	-0.1493	1.7203
C0	杭州電纜	上交所	0.0824	0.0344
C0	杭州永創智慧設備	上交所	-0.0138	-0.0431
C0	恒通創新賽木科技	創業板	0.0691	-0.0099
C0	江蘇力星通用鋼球	創業板	0.1013	-0.0601
C0	江蘇立霸實業	上交所	0.2103	0.0360
C0	江西 3L 醫用製品集團	創業板	0.0846	-0.2899
C0	江西國泰民爆集團	上交所	-0.1088	-0.2880
C0	江西三鑫醫療科技	創業板	0.2014	-0.0989
C0	藍思科技	創業板	-0.0745	0.4358
C0	美聯鋼結構建築系統	上交所	0.0480	-0.2316
C0	寧波東方電纜	上交所	-0.0232	0.0134
C0	寧波東方電纜	上交所	-0.0232	0.0134
C0	曲美傢俱集團	上交所	-0.1036	0.0169
C0	廈門吉宏包裝科技	中小企業板	0.1182	-0.0414
C0	廈門瑞爾特衛浴科技	中小企業板	0.1584	0.0001
C0	廈門萬里石	中小企業板	0.0443	-0.1374
C0	上海寶鋼包裝	上交所	-0.1308	0.0721
C0	上海晨光文具	上交所	0.2138	0.3268
C0	上海岱美汽車內飾件	上交所	-0.1555	0.0009
C0	上海海順新型藥用包裝材料	創業板	0.2366	0.0384
C0	上海鴻輝光通科技	上交所	0.0526	0.2363

²¹ 中小企業板與創業板只在深圳證券交易所上市。

C0	上海普麗盛包裝	創業板	0.1029	-0.1113
C0	上海新通聯包裝	中小企業板	0.2906	-0.1297
C0	深圳可立克科技	中小企業板	-0.0218	-0.0099
C0	深圳市名雕裝飾	中小企業板	-0.2827	-0.4908
C0	深圳市名家匯科技	創業板	0.4641	0.2361
C0	深圳市贏合科技	創業板	0.1711	-0.3449
C0	生迪光電科技	上交所	0.1304	-0.1280
C0	四川帝王潔具	中小企業板	0.0810	-0.2197
C0	蘇州華源包裝	中小企業板	0.1407	-0.0732
C0	蘇州柯利達裝飾	上交所	0.2521	-0.0443
C0	西安環球印務	中小企業板	-0.0111	-0.1207
C0	亞振傢俱	上交所	-0.1318	-0.2295
C0	永和流體智控	中小企業板	0.0966	0.0748
C0	浙江盛洋科技	上交所	0.0636	-0.1200
C0	浙江永藝傢俱	上交所	0.2219	-0.0227
C0	真彩文具	上交所	-0.0558	-0.0556
C0	重慶三聖特種建材	中小企業板	0.0419	0.2001
C1	愛普香料集團	上交所	0.1667	-0.0944
C1	安徽口子酒業	上交所	-0.0192	-0.0529
C1	安徽迎駕酒	上交所	0.0193	-0.1172
C1	安記食品	上交所	-0.0163	-0.2977
C1	福建安井食品	上交所	-0.0127	-0.2547
C1	廣東燕塘乳業	中小企業板	0.0619	-0.3487
C1	河南科迪乳業	中小企業板	0.0304	-0.0352
C1	會稽山紹興酒	上交所	0.0288	-0.0638
C1	江蘇今世緣酒業	上交所	0.1861	-0.0884
C1	金徽酒	上交所	0.0480	-0.1842
C1	遼寧振隆特產	中小企業板	0.1935	-0.0203
C1	千禾味業食品	上交所	-0.0855	-0.1692
C1	山東龍大肉食品	中小企業板	0.5219	0.0206
C1	上海元祖夢果子	上交所	-0.4209	-0.1684
C1	瀋陽桃李麵包	上交所	0.1525	-0.2292
C1	四川天味食品集團	上交所	0.0280	-0.2883
C1	天津桂發祥十八街麻花食品	中小企業板	0.0656	-0.3423
C1	威龍葡萄酒	上交所	0.0046	-0.0648
C2	北京富泰革基布	上交所	-0.2935	0.0907
C2	比音勒芬服飾	中小企業板	-0.3514	-0.4420
C2	多喜愛家紡	中小企業板	-0.1711	-0.2216
C2	廣州天創時尚鞋業	上交所	-0.1979	-0.1448
C2	江蘇丹毛紡織	中小企業板	0.0363	0.1575
C2	江蘇申利實業	上交所	-0.0618	-0.0628
C2	金髮拉比婦嬰童用品	中小企業板	0.1781	-0.0048
C2	深圳歌力思服飾	上交所	-0.1619	-0.1189
C2	深圳匯潔集團	中小企業板	-0.1612	-0.0462
C2	深圳瑪絲菲爾時裝	中小企業板	-0.1677	-0.1673
C2	深圳市愛迪爾珠寶	中小企業板	0.2103	0.0128
C2	瀋陽萃華金銀珠寶	中小企業板	0.0870	-0.2198

C2	通靈珠寶	上交所	0.1851	0.0238
C2	維格娜絲時裝	上交所	-0.2229	-0.3599
C2	欣賀	上交所	-0.3855	-0.0329
C2	浙江紅蜻蜓鞋業	上交所	-0.0493	0.0859
C2	浙江健盛集團	上交所	0.1225	0.2173
C2	浙江新澳紡織	上交所	-0.0035	0.0473
C2	中潛	創業板	0.0282	0.1139
C5	昆明川金諾化工	創業板	0.0859	-0.5328
C5	青島康普頓科技	上交所	0.0464	-0.4279
C5	安徽廣信農化	上交所	0.0866	-0.1663
C5	北京東方新星石化工程	中小企業板	0.1482	-0.5510
C5	廣東達志環保科技	創業板	0.1819	-1.4669
C5	廣東光華科技	中小企業板	0.1072	-0.4863
C5	廣東中迅農科	中小企業板	0.0417	-0.4875
C5	杭州高新橡塑材料	創業板	0.1793	-0.6660
C5	杭州科利化工	中小企業板	0.3327	-0.3295
C5	航太長征化學工程	上交所	0.0463	-0.2543
C5	黑龍江長和化工	中小企業板	0.2605	-0.8633
C5	湖北凱龍化工集團	中小企業板	0.0434	-0.2855
C5	湖北振華化學	上交所	0.0841	-0.4706
C5	湖南百利工程科技	上交所	0.0854	-0.4587
C5	湖南金葉眾望科技	上交所	-0.0066	-0.4275
C5	佳化化學	上交所	0.2423	-0.2778
C5	江蘇高科石化	中小企業板	0.0947	-0.3585
C5	江蘇井神鹽化	上交所	0.0296	-0.1860
C5	江蘇七洲綠色化工	中小企業板	0.0415	-0.2397
C5	江蘇通用科技	上交所	-0.0333	-0.0416
C5	江蘇亞邦染料	上交所	0.1093	-0.1240
C5	江西世龍實業	中小企業板	0.1443	-0.2982
C5	利民化工	中小企業板	0.0021	-0.3146
C5	龍岩卓越新能源	創業板	0.0931	-0.5621
C5	南通醋酸化工	上交所	0.0400	-0.2562
C5	青島國恩科技	中小企業板	0.1751	-0.6614
C5	三角輪胎	上交所	-0.0482	-0.0704
C5	三棵樹塗料	上交所	-0.0349	-0.3782
C5	山東豐元化學	中小企業板	0.0519	-0.5445
C5	山東玲瓏輪胎	上交所	-0.6760	-0.1888
C5	山東石大勝華化工集團	上交所	-0.0446	-0.1207
C5	山西永東化工	中小企業板	0.0954	-0.2464
C5	陝西黑貓焦化	上交所	0.0759	0.0079
C5	四川川環科技	創業板	0.0986	-0.3795
C5	四川達威科技	創業板	0.1289	-0.6431
C5	四川國光農化	中小企業板	0.0134	-0.6225
C5	四川金象賽瑞化工	上交所	0.1145	-0.1132
C5	蘇州世名科技	創業板	0.2555	-1.5174
C5	浙江嘉澳環保科技	上交所	0.1011	-0.5059
C5	浙江金科過氧化物	創業板	0.0889	-0.4695

C5	浙江三維橡膠製品	上交所	0.1132	-0.3063
C5	浙江萬盛	上交所	0.1039	-0.4563
C5	浙江仙通橡塑	上交所	0.1414	-0.7295
C6	四川裡伍銅業	中小企業板	0.0754	-0.0763
C6	西部黃金	上交所	0.0051	-0.1108
C6	安徽省鳳形耐磨材料	中小企業板	0.0604	-0.1623
C6	白銀有色集團	上交所	-0.0632	0.0243
C6	保定樂凱新材料	創業板	0.2718	-0.8279
C6	常州強力電子新材料	創業板	0.2469	-0.8098
C6	廣東道氏技術	創業板	0.5029	-0.4725
C6	廣東和勝工業鋁材	中小企業板	0.2580	-0.4529
C6	廣東紅牆新材料	中小企業板	0.1744	-0.2916
C6	廣東美聯新材料	創業板	0.1548	-0.8413
C6	廣東松發陶瓷	上交所	0.1659	-0.4448
C6	廣東翔鷺鎢業	中小企業板	-0.0379	-0.4208
C6	邯鄲含光科技	創業板	0.2577	-0.3780
C6	杭州福斯特光伏材料	上交所	0.1201	0.0473
C6	河北四通新型金屬材料	創業板	0.2073	-0.5994
C6	湖北菲利華石英玻璃	創業板	0.1672	-0.4311
C6	湖南泰嘉新材料科技	中小企業板	0.1397	-0.2980
C6	華懋新材料科技	上交所	0.1538	-0.3522
C6	吉林科龍建築節能科技	創業板	0.1629	-0.3757
C6	江蘇廣信感光新材料	創業板	0.3854	-0.6996
C6	江蘇賽福天鋼索	上交所	0.0870	-0.2069
C6	江蘇天鳥高新技術	創業板	0.1339	-0.6773
C6	江蘇武進不鏽	上交所	0.0442	-0.0649
C6	濮陽惠成電子材料	創業板	0.3038	-0.9911
C6	三祥新材	上交所	0.2314	-0.6014
C6	山東華鵬玻璃	上交所	-0.0089	-0.1041
C6	山東一滕新材料	創業板	0.4620	-0.5731
C6	上海飛凱光電材料	創業板	0.2141	-0.4971
C6	上海納爾數碼噴印材料	中小企業板	0.1544	-0.5242
C6	深圳王子新材料	中小企業板	0.0642	-0.3888
C6	蘇州斯迪克新材料	創業板	0.0551	0.0298
C6	蘇州中來光伏新材	創業板	0.2361	-0.5241
C6	索通發展	上交所	0.0664	0.0760
C6	天津利安隆新材料	創業板	0.2193	-0.3280
C6	天津銀龍預應力材料	上交所	0.1454	-0.0985
C6	無錫洪匯新材料科技	中小企業板	0.1690	-0.6657
C6	西安藍曉科技新材料	創業板	0.1416	-0.5018
C6	鑫廣綠環再生資源	上交所	0.1445	-0.3970
C6	永興特種不銹鋼	中小企業板	0.1511	-0.0100
C6	雲南創新新材料	中小企業板	0.0718	-0.0884
C6	浙江華友鈷業	上交所	0.2560	-0.0889
C6	浙江華正新材料	上交所	0.1159	-0.2132
C6	浙江優創材料科技	創業板	0.2465	-0.3419
C6	浙江自立	上交所	0.1593	-0.0786

C6	重慶再升科技	上交所	0.3972	-0.8340
C6	株洲飛鹿新材料技術	創業板	0.1237	-0.7987
C7	珠海匯金科技	創業板	-0.1478	3.6594
C7	安徽聚隆傳動科技	創業板	0.1301	0.0447
C7	安徽長城軍工	上交所	-0.0204	-0.0508
C7	北京誠益通控制工程科技	創業板	0.0353	0.5338
C7	北京大豪科技	上交所	0.1137	0.0917
C7	北京東方中科集成科技	中小企業板	0.0085	0.0321
C7	北京漢邦高科數位技術	創業板	0.0709	0.6936
C7	北京合縱科技	創業板	0.0647	0.3336
C7	北京康斯特儀錶	創業板	-0.1452	0.8488
C7	北京康拓紅外技術	創業板	-0.0200	0.3089
C7	北京耐威科技	創業板	0.0662	1.6037
C7	北京三聯虹普新合纖技術服務	創業板	-0.2329	0.3546
C7	北京數字認證	創業板	0.0241	1.1809
C7	北京雙傑電氣	創業板	0.0759	0.5690
C7	北京萬集科技	創業板	0.1009	0.5037
C7	北京萬向新元科技	創業板	0.0245	0.6257
C7	北京星網宇達科技	中小企業板	0.1043	0.6644
C7	常熟瑞特電氣	創業板	-0.0778	0.8332
C7	常州神力電機	上交所	-0.0345	0.2157
C7	常州騰龍汽車零部件	上交所	0.0166	0.1890
C7	成都華氣厚普機電設備	創業板	0.0565	0.2868
C7	成都深冷液化設備	創業板	0.0220	0.8190
C7	電光防爆科技	中小企業板	-0.0487	0.1917
C7	電光防爆科技	中小企業板	-0.0487	0.1917
C7	佛山市南華儀器	創業板	-0.0705	1.0736
C7	福建龍馬環衛裝備	上交所	0.0506	0.3929
C7	阜新德爾汽車部件	創業板	-0.0214	0.1319
C7	廣東堅朗五金製品	中小企業板	0.1522	0.3189
C7	廣東天際電器	中小企業板	-0.0005	0.5506
C7	廣東星徽精密製造	創業板	-0.1127	0.3967
C7	廣東伊之密精密機械	創業板	0.0911	0.2719
C7	廣東正業科技	創業板	-0.0189	0.5948
C7	廣州白雲電器	上交所	-0.0142	0.0961
C7	廣州高瀾節能技術	創業板	0.0202	0.4771
C7	廣州航新航空科技	創業板	-0.1237	0.4635
C7	廣州市愛司凱科技	創業板	0.0381	1.1747
C7	廣州市昊志機電	創業板	0.0147	0.9979
C7	廣州維力醫療器械	上交所	-0.0466	0.3548
C7	桂林福達股份	上交所	-0.0610	0.0053
C7	海洋王照明科技	中小企業板	-0.0437	-0.2153
C7	杭州集智機電	創業板	0.1131	0.2439
C7	杭州市中泰深冷技術	創業板	-0.0100	0.5176
C7	杭州中亞機械	創業板	-0.1578	0.4563
C7	合肥東方節能科技	創業板	0.0287	0.7134
C7	合肥合鍛機床	上交所	0.0505	0.2216

C7	河南思維自動化設備	上交所	0.1974	0.4262
C7	恒鋒工具	創業板	-0.1141	0.3955
C7	湖北華舟重工應急裝備	創業板	-0.0131	0.1078
C7	湖北久之洋紅外系統	創業板	0.2263	1.1436
C7	湖北永祥糧食機械	創業板	-0.1436	0.6399
C7	湖南艾華集團	上交所	-0.0557	0.0061
C7	湖南機油泵	上交所	-0.0874	0.0997
C7	湖南三德科技	創業板	-0.0588	0.4020
C7	華電重工	上交所	0.0591	0.1146
C7	華自科技	創業板	-0.0455	0.3501
C7	吉林省金冠電氣	創業板	-0.1049	0.5950
C7	江蘇奧力威傳感高科技	創業板	0.0055	0.6236
C7	江蘇如通石油機械	上交所	-0.0885	0.3070
C7	江蘇三恒科技	創業板	0.0751	0.8136
C7	江蘇新美星包裝機械	創業板	-0.0958	0.2356
C7	潔華控股	上交所	-0.0495	0.3258
C7	萊克電氣	上交所	0.0226	0.0686
C7	蘭州蘭石重型裝備	上交所	0.0562	0.1062
C7	遼寧福鞍重工	上交所	-0.1146	0.0974
C7	綿陽富臨精工機械	創業板	0.0527	0.6054
C7	南京埃斯頓自動化	中小企業板	0.0635	0.6905
C7	南京多倫科技	上交所	-0.1028	0.0266
C7	南京康尼機電	上交所	0.0185	0.1774
C7	南京音飛儲存設備	上交所	-0.0310	0.3100
C7	南通四方冷鏈裝備	上交所	-0.1034	0.1397
C7	寧波鮑斯能源裝備	創業板	-0.0796	0.4654
C7	寧波高發汽車控制系統	上交所	0.0576	0.4311
C7	寧波海天精工	上交所	-0.0763	-0.2401
C7	寧波橫河磨具	創業板	-0.0638	0.5489
C7	寧波弘訊科技	上交所	-0.0433	0.1089
C7	寧波繼峰汽車零部件	上交所	0.1437	0.1981
C7	寧波精達成型裝備	上交所	-0.0955	0.3215
C7	寧波拓普集團	上交所	0.0219	0.1457
C7	歐普照明	上交所	0.0484	0.2612
C7	青島天能重工	創業板	-0.0701	0.2915
C7	清源科技	上交所	0.0169	0.1507
C7	賽摩電氣	創業板	-0.0284	0.7246
C7	山東博潤工業技術	創業板	0.0456	0.3317
C7	山東赫達	中小企業板	-0.0423	0.4007
C7	山東萊蕪金雷風電科技	創業板	0.0594	0.0523
C7	山東魯億通智能電氣	創業板	-0.0581	0.5703
C7	山東天鵝棉業機械	上交所	-0.0567	0.2726
C7	山東天力乾燥	創業板	-0.0179	0.5665
C7	山西東傑智能物流裝備	創業板	0.0238	0.2718
C7	上海創力集團	上交所	0.0532	0.1759
C7	上海飛科電器	上交所	0.2698	0.1409
C7	上海滬工焊接集團	上交所	-0.0920	0.3076

C7	上海華銘智慧終端機設備	創業板	0.0397	0.3955
C7	上海康得萊企業發展集團	上交所	-0.0942	0.1672
C7	上海聯明機械	上交所	-0.0344	0.1613
C7	上海維巨集電子科技	創業板	0.0030	2.2284
C7	上海亞虹模具	上交所	-0.1158	0.5719
C7	上海至純潔淨系統科技	上交所	0.0245	0.7319
C7	申龍電梯	上交所	0.0623	0.0446
C7	深圳市和科達精密清洗設備	中小企業板	0.0777	0.4989
C7	深圳市凱中精密技術	中小企業板	0.0264	0.1768
C7	深圳市藍海華騰技術	創業板	0.1615	2.1991
C7	深圳市朗科智慧電器	創業板	-0.0274	0.8269
C7	深圳市雷賽智慧控制	創業板	0.0559	0.8906
C7	深圳市麗晶光電科技	創業板	-0.0300	0.4808
C7	深圳市聯得制動化裝備	創業板	0.0228	1.4667
C7	深圳市路暢科技	中小企業板	0.1319	8.2052
C7	深圳市索菱實業	中小企業板	-0.1082	0.2325
C7	深圳市同為數碼科技	中小企業板	0.0486	1.2650
C7	深圳市雄韜電源科技	中小企業板	-0.0241	0.1467
C7	深圳市銀寶山新科技	中小企業板	0.0273	0.2372
C7	瀋陽鼓風機集團	上交所	-0.0175	0.0527
C7	瀋陽遠大壓縮機	上交所	-0.8409	-0.7063
C7	四川金石東方新材料設備	創業板	-0.0767	0.4741
C7	四川日機密封件	創業板	0.0693	0.7501
C7	四川中光防雷科技	創業板	-0.0941	0.5376
C7	蘇州道森鑽采設備	上交所	-0.0477	0.2686
C7	蘇州恒久光電科技	中小企業板	-0.0843	0.5056
C7	蘇州科達科技	上交所	0.1863	1.4575
C7	蘇州市世嘉科技	中小企業板	-0.0734	0.4711
C7	蘇州蘇試試驗儀器	創業板	-0.0552	0.6160
C7	蘇州天華超淨科技	創業板	-0.0647	0.4974
C7	天津華邁燃氣裝備	創業板	0.0139	1.1105
C7	天津凱發電氣	創業板	0.0032	0.4427
C7	無錫宏盛換熱器製造	上交所	-0.0841	0.4849
C7	無錫先導自動化設備	創業板	-0.1101	0.7961
C7	無錫新宏泰電器科技	上交所	-0.1017	0.2241
C7	無錫信捷電氣	上交所	0.0720	1.1189
C7	武漢理工光科	創業板	-0.0421	0.5269
C7	武漢塞力斯醫療科技	上交所	0.0419	0.6797
C7	武漢智迅創源科技發展	創業板	-0.1743	1.3526
C7	武漢中科創新技術	創業板	-0.1989	1.5280
C7	湘潭宏大真空技術	創業板	0.2564	0.7615
C7	新鄉日升數控軸承裝備	創業板	-0.0892	0.6194
C7	星光農機	上交所	0.0936	-0.0954
C7	徐州五洋科技	創業板	-0.0692	0.5843
C7	亞普汽車部件	上交所	0.0344	-0.0721
C7	亞翔系統集成科技	上交所	-0.0680	0.0187
C7	優德精密工業	創業板	0.0550	0.8042

C7	長沙長泰機械	創業板	-0.0260	0.4389
C7	浙江迪貝電氣	上交所	-0.1416	0.1614
C7	浙江鼎力機械	上交所	-0.0144	0.4024
C7	浙江東音泵業	中小企業板	-0.1044	0.4850
C7	浙江迦南科技	創業板	-0.0448	0.6997
C7	浙江金海環境技術	上交所	0.0241	0.3746
C7	浙江朗迪集團	上交所	0.0735	0.2772
C7	浙江諾力機械	上交所	-0.0157	0.1049
C7	浙江天成自控	上交所	-0.0643	0.4940
C7	浙江田中精機	創業板	-0.1301	1.0034
C7	浙江五洲新春集團	上交所	-0.0579	-0.0315
C7	浙江中堅科技	中小企業板	-0.0759	0.3265
C7	鄭州光力科技	創業板	-0.0198	0.8863
C7	中電電機	上交所	-0.0156	0.0256
C7	中富通	創業板	0.1047	0.6087
C7	重慶川儀自動化	上交所	0.0602	0.0678
C7	重慶藍黛動力傳動機械	中小企業板	-0.1032	0.0236
C7	重慶市偉岸測器製造	創業板	0.0574	0.5169
C7	重慶小康工業集團	上交所	0.0225	-0.0087
C8	長沙景嘉微電子	創業板	0.2100	-0.1858
C8	杭州微光電子	中小企業板	0.2103	-0.3127
C8	石家莊通合電子科技	創業板	0.2445	-0.8514
C8	潮州三環集團	創業板	-0.1106	0.1308
C8	浙江德宏汽車電子電器	上交所	0.1863	-0.1600
C8	珠海全志科技	創業板	0.1888	-1.2752
C8	珠海越亞封裝基板技術	上交所	-0.3111	-0.0098
C8	常州快克錫焊	上交所	0.0917	-0.2892
C8	肇慶華鋒電子鋁箔	中小企業板	0.1577	-0.1097
C8	好利來電子科技	中小企業板	0.3850	-0.2910
C8	山東華盛中天機械集團	中小企業板	-0.3200	0.0367
C8	英飛特電子	創業板	0.7518	-0.4722
C8	新世紀光電	上交所	0.0795	-0.1390
C8	湖北泰晶電子科技	上交所	0.1154	-0.1836
C8	深圳市雄帝科技	創業板	0.1470	-0.3437
C8	深圳市崇達電路技術	中小企業板	-0.0866	-0.1333
C8	惠州元暉光電	上交所	-0.4897	-0.1163
C8	上海徠木電子	上交所	-0.0218	0.0097
C8	福建火炬電子科技	上交所	0.3181	-0.0456
C8	博敏電子	上交所	0.1524	-0.1206
C8	深圳深愛半導體	中小企業板	-0.0641	0.0693
C8	上海古釐電子科技	創業板	0.4650	-0.3397
C8	博創科技	創業板	-0.0949	-0.1694
C8	深圳市共進電子	上交所	-0.2633	-0.0062
C8	哈爾濱威帝電子	上交所	0.3317	-0.1321
C8	杭州先鋒電子技術	中小企業板	0.1441	-0.1983
C8	勝宏科技	創業板	-0.2841	-0.1287
C8	寧波天龍電子	上交所	0.1155	-0.2356

C8	深圳市匯頂科技	上交所	0.5506	-1.5181
C8	廣東依頓電子科技	上交所	-0.9463	0.0092
C8	深圳市眾鴻科技	創業板	0.6756	-1.7229
C8	飛天誠信科技	創業板	1.2615	-0.6156
C8	深圳市駿達光電	創業板	1.8520	-0.1199
C8	北京兆易創新科技	上交所	-0.3691	-0.4880
C9	安徽黃山膠囊	中小企業板	-0.0378	-0.3214
C9	安徽山河藥用輔料	創業板	-0.1540	-0.3012
C9	北京九強生物技術	創業板	-0.0088	-0.1079
C9	北京賽升藥業	創業板	-0.2342	-0.2441
C9	北京泰德製藥	創業板	-0.1084	-0.0800
C9	貝達藥業	創業板	-0.2863	-0.4496
C9	辰欣藥業	上交所	0.0262	0.1140
C9	成都康弘藥業集團	中小企業板	-0.0551	-0.0894
C9	福建廣生堂藥業	創業板	-0.3285	-0.3549
C9	甘肅隴神戎發藥業	創業板	-0.1440	-0.4773
C9	廣東台城製藥	中小企業板	-0.0622	-0.2385
C9	廣東丸美生物技術	上交所	-0.2325	-0.1513
C9	廣西柳州醫藥	上交所	-0.0293	-0.0508
C9	廣州博濟醫藥生物技術	創業板	-0.1793	-0.2651
C9	廣州萬孚生物技術	創業板	-0.2712	-0.3019
C9	海爾施生物醫藥	上交所	-0.1332	-0.0737
C9	海利爾藥業集團	上交所	-0.1868	-0.0507
C9	黑龍江珍寶島藥業	上交所	0.0890	0.1186
C9	湖南方盛製藥	上交所	-0.2576	-0.0041
C9	吉林省西點藥業科技發展	上交所	-0.1412	-0.1619
C9	江西富祥藥業	創業板	-0.1411	-0.1861
C9	凱萊英醫藥集團	中小企業板	-0.1045	0.0154
C9	葵花藥業集團	中小企業板	-0.0543	-0.0788
C9	昆明龍津藥業	中小企業板	-0.1936	-0.1188
C9	靈康藥業集團	上交所	-0.2565	-0.3992
C9	龍寶參茸	中小企業板	0.1232	0.0457
C9	鷺燕藥業	中小企業板	0.0051	-0.0705
C9	寧波美康生物科技	創業板	-0.0390	0.1309
C9	普萊克生物工程	上交所	-0.1067	-0.1079
C9	山東步長製藥	上交所	0.0117	0.0444
C9	山西普德藥業	中小企業板	-0.1874	-0.1407
C9	上海海利生物技術	上交所	-0.1128	-0.0950
C9	上海雪榕生物科技	創業板	-0.2109	-0.1004
C9	瀋陽興齊眼藥	創業板	0.0081	-0.1436
C9	四川百利天恒藥業	創業板	-0.0264	-0.0743
C9	四川邁科生物科技	創業板	0.0658	0.0086
C9	西安萬隆製藥	創業板	-0.1716	-0.2705
C9	浙江華通醫藥	中小企業板	-0.1067	-0.1180
C9	浙江濟民製藥	上交所	-0.1104	-0.1827
C9	浙江九洲藥業	上交所	-0.1014	-0.0595
C9	浙江莎普愛思藥業	上交所	-0.1299	-0.0808

C9	浙江司太立製藥	上交所	-0.1068	-0.1520
C9	浙江新光藥業	創業板	-0.0800	-0.1628
C9	鄭州安圖生物工程	上交所	-0.1009	-0.0890
C9	珠海健帆生物科技	創業板	-0.1397	-0.2604
C9	珠海潤都製藥	中小企業板	-0.0383	-0.2416
D	安徽省天然氣開發	上交所	0.2035	-0.1175
D	大連派思燃氣系統	上交所	0.1083	-0.4545
D	廣西綠城水務	上交所	0.0351	-0.0350
D	杭州海興電力科技	上交所	-0.0515	-0.3748
D	湖北丹江電力	中小企業板	0.1590	-0.2454
D	克拉瑪依新科澳石油天然氣	中小企業板	0.0529	-0.1511
D	南京中油恒燃石油燃氣	中小企業板	-0.0381	-0.3333
D	中國核能電力	上交所	0.0137	-0.0161
D	中節能風力發電	上交所	-0.1278	-0.6013
D	重慶燃氣集團	上交所	0.0446	-0.0522
E	成都富森美家居	中小企業板	-0.1336	-0.0766
E	福建海峽科華	上交所	-0.5226	-0.0473
E	顧家家居	上交所	-0.6626	-0.0514
E	廣州好萊客創意家居	上交所	-1.2712	-0.2099
E	海波重型工程科技	創業板	0.1413	-0.2683
E	紅星美凱龍家居集團	上交所	-0.3256	-0.0733
E	江蘇恒康家居科技	上交所	-0.4389	-0.2418
E	康新設計工程	上交所	-0.0218	-0.1005
E	森特士興集團	上交所	0.1711	0.1971
E	上海城地建設	上交所	-0.0886	-0.0523
E	上海全築建築裝飾集團	上交所	0.1047	-0.0326
E	深圳市建藝裝飾集團	中小企業板	0.2994	-0.1793
E	深圳市美芝裝飾設計工程	中小企業板	-13.3461	-0.2027
E	深圳市奇信建設集團	中小企業板	-0.0826	-0.0387
E	深圳市亞泰國際建設	中小企業板	0.0636	-0.0204
E	深圳市中裝建設集團	中小企業板	-0.1817	-0.0250
E	四川山鼎建築工程設計	創業板	-0.2689	-0.3512
E	新疆雪峰科技	上交所	-0.1602	-0.0854
E	浙江華鐵建築安全科技	上交所	-0.4351	-0.0150
E	正平路橋建設	上交所	-0.1275	-0.1307
E	中國核工業建設	上交所	-0.0064	-0.0562
E	重慶建工集團	上交所	0.0002	0.0039
E	築博設計	創業板	-1.0207	-0.2884
F	新疆匯嘉時代百貨	上交所	-0.0498	-0.0330
F	青島利群百貨集團	上交所	-0.1059	0.0554
F	安徽安德利百貨	上交所	-0.1045	-0.0228
F	益豐大藥房連鎖	上交所	0.0542	0.0824
F	老百姓大藥房連鎖	上交所	0.1520	0.0579
F	上海來伊份	上交所	-0.1263	0.0786
F	快樂購物	創業板	-0.0881	-0.0421
F	家家悅集團	上交所	0.0278	0.0292
F	甘肅國芳工貿集團	上交所	0.0461	-0.0018

F	哈森商貿	上交所	0.1859	0.1720
F	上海潤欣科技	創業板	-0.1149	-0.3759
F	深圳市同益實業	創業板	-0.1337	-0.6046
F	北京三夫戶外用品	中小企業板	0.1475	-0.9872
G	湖北大通互聯物流	上交所	-0.0479	0.1045
G	海南海汽運輸集團	上交所	-0.1628	-0.0608
G	恒通物流	上交所	-0.0841	-0.0302
G	江蘇萬林現代物流	上交所	-0.2038	0.0058
G	舟山港	上交所	0.0280	0.0091
G	北京長久物流	上交所	-0.1449	-0.0061
G	新疆天順供應鏈	中小企業板	0.1238	0.0145
G	春秋航空	上交所	-0.0994	-0.0705
G	上海吉祥航空	上交所	-0.1125	-0.0068
H	長白山旅遊	上交所	-0.1094	0.0381
H	安徽九華山旅遊發展	上交所	-0.0873	-0.0191
H	北部灣旅遊	上交所	-0.0708	-0.0212
H	廣州酒家集團	上交所	-0.0716	-0.0187
I	江蘇省廣電有限資訊網路	上交所	-0.0527	-0.0527
I	廣西廣播電視新機網路	上交所	-0.0742	-0.1864
I	曙光資訊產業	上交所	-0.1342	-0.0935
I	北京北廣科技	中小企業板	-0.1754	-0.0070
I	邁普通信技術	中小企業板	-0.2012	-0.6140
I	高偉達軟體	創業板	-0.2145	-0.4237
I	華揚聯眾數位技術	上交所	-0.2924	-0.4666
I	廣東通宇通訊	中小企業板	-0.3266	-0.3168
I	中通國脈通信	上交所	-0.4607	-0.7025
I	北京先進數通資訊技術	創業板	-0.4773	-0.4679
I	北京昆侖萬維科技	創業板	-0.5074	-0.3387
I	上海金橋資訊	上交所	-0.5368	-0.4774
I	青島鼎信通訊	上交所	-0.5377	-1.6880
I	杭州縱橫通信	創業板	-0.6225	-0.6433
I	南威軟體	上交所	-0.6338	-0.8316
I	成都新易盛通信技術	創業板	-0.6351	-0.5245
I	新晨科技	創業板	-0.6846	-0.6822
I	四川久遠銀海軟體	中小企業板	-0.6869	-0.5633
I	廈門吉比特網路技術	上交所	-0.7333	-0.4853
I	哈爾濱中飛新技術	創業板	-0.7592	-0.7158
I	創業軟體	創業板	-0.7866	-0.8641
I	北京辰安科技	創業板	-0.8411	-1.2746
I	深圳市財富趨勢科技	中小企業板	-0.8717	-0.9022
I	深圳四方精創資訊	創業板	-0.8947	-1.2814
I	南京德樂科技	創業板	-0.8968	-1.0496
I	上海網達軟體	上交所	-0.9603	-2.3416
I	上海思華科技	上交所	-0.9608	-1.0581
I	深圳冰川網路	創業板	-0.9646	-1.1203
I	南京全信傳輸科技	創業板	-0.9697	-0.8225
I	上海中信資訊發展	創業板	-1.0220	-1.5654

I	江蘇天孚光通信	創業板	-1.1462	-1.2298
I	科大國創軟體	創業板	-1.1702	-1.4449
I	北京暴風科技	創業板	-1.1898	-1.4346
I	無錫路通視信網路	創業板	-1.1912	-2.0209
I	北京品恩科技	創業板	-1.2005	-1.1086
I	廣東天波資訊技術	創業板	-1.2334	-1.0284
I	深圳市盛訊達科技	創業板	-1.2938	-1.5470
I	深圳市宏電技術	創業板	-1.3013	-1.1651
I	北京瑞友科技	創業板	-1.3398	-1.4119
I	深圳太辰光通信	創業板	-1.4000	-1.4415
I	中科創達軟體	創業板	-1.4555	-1.8553
I	杭州電魂網路科技	上交所	-1.4674	-2.6012
I	福州頂點軟體	創業板	-1.4939	-1.3583
I	成都佳發安泰科技	創業板	-1.5382	-3.7320
I	山東神思電子技術	創業板	-1.5633	-1.3497
I	深圳市優博訊科技	創業板	-1.6357	-1.8327
I	北京龍軟科技	創業板	-1.6939	-1.8080
I	福建博思軟體	創業板	-1.6982	-2.0411
I	湖北盛天網路技術	創業板	-1.7250	-2.6833
I	四川迅遊網路科技	創業板	-2.5246	-3.2489
I	浙江和仁科技	創業板	-3.8109	-12.6760
K	中新蘇州工業園區	上交所	-0.0325	-0.0320
K	上海錦和商業經營管理	上交所	0.4878	-0.8030

