

信息环境、年报披露时间选择 与下年盈余管理

◎ 王雄元 张鹏 顾俊

摘要 年报披露时间是否有助于投资者合理估计下年盈余管理程度，不同信息环境对这种估计又有什么影响？本文利用2004-2006年间的3451家公司样本对此进行了检验。结果表明：年报披露时间与下年盈余管理负相关，年报披露时间能向市场传递有效的未来信号；在标准审计意见和有较高质量经营现金流量支持的信息环境下，年报披露时间选择对下年盈余管理的信号作用更强。这些结论对理解公司年报披露时间安排有一定积极意义。

关键词 年报披露时间；披露时间选择；盈余管理

盈余管理是旨在干预对外财务报告过程以期获得个人利益的披露管理(Disclosure Management)，^[1]而披露时间选择是指管理者策略性地将信息安排在最恰当的时间披露以最大化(最小化)投资者对好消息(坏消息)的反应，由于管理披露时间是披露管理的一种方式，因此年报披露时间选择与盈余管理具有内在一致性。

进一步说，年报披露时间能传递有关盈余管理方向和程度的信息。不知情投资者通常根据盈余消息类型管理股票，因此管理者可通过策略性选择年报披露时间和盈余管理影响投资者预期。^[2]盈余管理需要花费时间，因而有盈余管理的公司倾向于推迟发布年报。^[3]推迟披露年报的公司当年显示出负的可操控应计，并且使收入减少的可操控应计与报告时滞正相关。^[4]年报披露越及时的公司，盈余质量越高，^[5]及时披露信息对国有股权私有化前的盈余管理有显著抑制作用。^[6]

由于年报披露时间能传递有关盈余管理方向和程度的信息，因此也有助于投资者据此对盈余管理的水平做出更知情的估计。^[7]依据公司年报披露时间选择情况，投资者不仅能合理估计当前盈余管理水平(已有文献研

究)，而且能大致判断下年盈余管理程度(本文关注的重点)。但由于公司年报披露时间选择具有明显的自我服务意图(Self-service)，投资者如何识别并利用年报披露时间所传递的特定信号是值得研究的重要问题，而不同的年报披露时间选择以及不同的信息环境为投资者识别盈余管理程度提供了依据。我们认为，过早或过晚的年报披露可能意味着较大幅度的正向或负向盈余管理，公司盈余质量较低、信息不对称程度较大，在同样信息环境下，投资者将谨慎对待并调低看待这类公司的估值。而标准审计意见以及经营现金流量与主营业务利润更好的吻合度能提供更可信的信息环境，更利于投资者正确理解年报披露时间选择对下年盈余管理的信号效应。

基于沪深两市2004-2006年间的3451家A股公司样本，本文对上述问题进行了检验。结果显示，总体上，年报披露时间选择与下年盈余管理负相关，年报披露时间能向市场传递有效的未来信号；在标准审计意见和有经营现金流量支持的信息环境下，年报披露时间选择对下年盈余管理的信号作用更强。这些结论对理解公司年报披露时间安排有一定积极意义。

一、文献回顾与研究假设

1. 年报披露时间选择与下年盈余管理程度

已有文献证实，年报披露时间与当年盈余管理负相关，^[3,7]除非“大洗澡”，盈余管理应具有连贯性，因此年报披露时间与下年盈余管理也负相关。早披露被认为是好消息而晚披露被认为是坏消息，市场存在好消息早披露而坏消息晚披露的普遍规律，^[8]因此年报披露时间选择应与盈利水平匹配。更早的信息披露需要更好的业绩支撑；如果没有，就要借助正向盈余管理，而糟糕

的业绩就只能较晚披露,为了将坏消息的效应尽可能缩小以及尽可能控制在本年度,公司通常会进一步调低盈余,以使未来更容易扭亏为盈以获得一个好消息。如果披露环境以及公司基本面没有明显变化,公司盈余管理将在下一年得以延续。据此我们提出:

假设 1: 年报披露时间选择与下年盈余管理显著负相关

2. 年报披露时间选择与下年盈余管理方向

市场对正向盈余管理更敏感而对负向盈余管理关注度不够。^①负向盈余管理是谨慎的表现,它只是让本该投资的项目变得不能投资,并不会造成投资者的实际损失,而正向盈余管理会让投资者投资本不该投资的项目,可能招致较大的实际损失。同时,负向盈余管理更容易从谨慎性原则上找到借口,注册会计师在审计负向盈余管理时的诉讼风险比正向盈余管理小,因此对正向盈余管理具有较高敏感性。也就是说,具有合理合法说辞的负向盈余管理对公司和投资者来说都是谨慎选择的结果,而正向盈余管理是一种损害投资者利益满足公司特殊群体利益的行为,在信息不对称情况下,投资者倾向于信任负向盈余管理和质疑正向盈余管理。据此,我们提出:

假设 2: 相对于盈余管理大于零组,盈余管理小于零组的年报披露时间信号效应更强

3. 审计意见、年报披露时间选择与下年盈余管理

审计意见与盈余管理密切关联。^[9]投资决策主要依据盈余信息,盈余管理有可能误导投资,注册会计师的诉讼风险变大,^[10]因此注册会计师应有效鉴别并适度降低公司盈余管理程度,^[11]并尽可能给具有较高应计利润的公司出具非标准无保留意见。^[12]虽然被出具标准审计意见的公司不一定没问题,而被出具非标准审计意见的公司则或多或少存在问题。但独立第三方身份使得注册会计师的审计意见更具可信度和权威性,投资者相信被出具标准审计意见的公司更可靠,它所传递的信息更真实,而被出具非标准审计意见的公司可靠性较差,它所传递的信息可能不太真实。可见,审计意见之于年报披露时间选择信号效应而言是一种劝说或暗示机制,不同审计意见营造了不同的信息环境,标准审计意见让投资者相信公司传递的信号是真实的、可靠的,而非标准审计意见则让投资者质疑公司所传递的信号并逆向选择。据此,我们提出:

假设 3: 相较于非标准审计意见,标准审计意见信息环境下年报披露时间选择与下年盈余管理的关系显著性更强

4. 经营现金流量、年报披露时间选择与下年盈余管理
经营现金流量与可操控应计高度负相关。^[2]2002 年

美国会计学会指出,盈余质量是指由应计制所确认收益与公司流入现金的吻合度,因此利润和现金流量的吻合度体现了公司盈余质量和盈余管理程度。管理者在期初披露预期公司价值,投资者在期末观察公司现金流量推断管理者披露的真伪,^[13]可见不同经营现金流量营造了不同的信息环境。经营现金流量与主营业务利润的吻合度越高,盈余质量更高,年报披露时间选择的信息环境更可靠,它对盈余管理的信号传递越真实。据此,我们提出:

假设 4: 经营现金流量与主营业务利润更好的吻合度,年报披露时间选择对下年盈余管理的信号效应越强

二、分析模型与变量定义

参照经典盈余管理模型,建立如下关于年报披露时间选择的回归模型:

$$DA_{t+1} = a_0 + a_1 DA_t + a_2 TIME_t + a_3 SIZE_{t+1} + a_4 AGE_{t+1} + a_5 CFO_{t+1} + a_6 REV_{t+1} + a_7 d_{t+1} + a_8 INST_{t+1} + a_9 Opinion_{t+1} + a_{10} \sum Indu + a_{11} \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

1. 盈余管理 (DA)

本文采用调整后的 Jones 模型估计可操纵应计 (DA_t),并用于衡量公司盈余管理程度。具体方式是:先运用不同行业不同年份的数据对式 (3) 进行 OLS 回归取得参数 α₁、α₂ 和 α₃,再将其代入式 (4) 计算不可操纵应计,最后将不可操纵应计代入模型 (5) 估计可操纵应计。

$$GA_t = EBXI_t - CFO_t \quad (2)$$

$$\frac{GA_t}{A_{t-1}} = a_1 \frac{1}{A_{t-1}} + a_2 \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} + a_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + a_4 ROA + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$NDA_t = a_1 \frac{1}{A_{t-1}} + a_2 \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} + a_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + a_4 ROA \quad (4)$$

$$DA_t = \frac{GA_t}{A_{t-1}} - NDA_t \quad (5)$$

其中,EBXI_t为第 t 期经营利润,CFO_t为第 t 期的经营活动现金流量,A_{t-1}为第 t-1 期期末总资产,NDA_t为经过 t-1 期期末总资产调整后的第 t 期的非操纵应计数,ΔREV_t为第 t 期和第 t-1 期主营业务收入的差额,PPE_t为第 t 期期末总的固定资产价值,ROA_t为第 i 家公司第 t 期的总资产利润率。

2. 年报披露时间选择 (TIME)

国内对年报披露时间的研究^[14-16]多沿用报告时滞^②(Reporting Lag),^[8]没有考虑我国年报特殊的预约披露制度。虽有学者研究年报预约披露时间是否变更^[17]以及实际披露日与预约披露日的时间差,^[18]但据王雄元的统计^[19]显示这类指标都不能全面反映公司年报披露时间的选择。

表1 描述性统计

Variables	Obs.	Mean	Min	25%	50%	75%	Max	Skewness	Kurtosis
$DA_{i,t}$	3451	-0.00261	-0.78325	-0.04034	-0.00207	0.033743	0.533383	-0.01368	11.24348
DA_t	3451	-0.00089	-0.81661	-0.03587	0.000266	0.036196	0.577342	-0.57089	14.80981
$BRDate_{t-1}$	3451	88.36424	12	75	90	110	121	-0.75723	3.017353
$BBRlag_t$	3451	1.754854	-100	-10	1	14	100	-0.16105	4.492687
$FBRlag_t$	3451	-0.06172	-61	0	0	0	92	5.831274	474.2018
$SIZE$	3451	9.293581	6.487252	8.988175	9.281459	9.577408	11.78012	0.201069	4.643781
AGE	3451	10.03274	2	7	9	12	108	4.095599	81.00193
REV	3451	-0.54439	-833.287	0.012683	0.041507	0.095236	114.9333	-39.4646	1826.185
CFO	3451	0.376135	-9.7968	0.0366	0.2748	0.62	22.55	6.203545	161.5918
d_t	3451	0.372043	0.0424	0.2493	0.3487	0.4954	0.8383	0.391486	2.376042
$INST$	3451	0.14654	0	0.006185	0.059829	0.214261	1.012202	1.609959	4.9523

基于预约披露制度，我们这样理解年报披露时间选择行为：公司以上年预约披露时间 ($BRDate_{t-1}$) 为基准并考虑年报会计期间内发生的变化（比如公司由单一经营改为多元经营、并购重组、改变主业以及财务状况发生根本性改变等）决定本年预约披露时间 ($BRDate_t$)，从而形成预约披露时间差 ($BBRlag_t$ ，代表第 t 期年报预约披露时间与第 $t-1$ 期年报预约披露时间的差额)；再根据年报披露期（上年末到年报实际披露日）内发生的变化（比如是否并购、股权分置、信息披露管理动机等）决定本年实际披露时间 ($FRDate_t$)，从而形成实际披露时间差 ($FBRlag_t$ ，代表第 t 期年报实际披露时间与第 t 期年报预约披露时间的差额)。因此年报实际披露时间可记作：

$$FRDate_t = BRDate_{t-1} + BBRlag_t + FBRlag_t \quad (5)$$

其中， $FRDate_t$ 以及 $BRDate_{t-1}$ 、 $BBRlag_t$ 和 $FBRlag_t$ ，为解释变量年报披露时间选择 (TIME)。^③

3. 其它控制变量

我们还控制了以下因素：公司规模 (SIZE) 按期末资产的自然对数计算，经营现金流量 (CFO) 直接取自现金流量表，^④ 主营业务收益率 (REV) 与经营现金流量配比反映盈余管理程度，第一大股东持股比例 (d_1) 越高操纵利润的可能性越大，上市年限 (AGE) 用公司 IPO 以来的自然年度度量，机构持股比例 (INST) 越大对盈余管理的抑制作用越大，^⑤ 盈余管理较大的公司更可能被出具非标准审计意见 (Opinion，标准审计意见取 1，其它取 0)，当年盈余管理程度 (DA_t) 参照李奇凤和宋琰纹^[20] 的研究设置，年度变量 (Year) 和行业

变量 (Indu) 控制年度和行业的系统差异。

三、研究数据与分析

研究样本为 2004-2006 年间删除 SEO 和 IPO 以及数据缺省后的 3451 家公司，^⑥ 数据取自万德金融数据库 (Wind) 和国泰安公司治理数据库 (Csmar)。本文采用 Excel 和 Stata9.2 处理数据，同时采用 Winsorize 处理了 1% 以下和 99% 以上的极端值，还采用稳健回归调整了异方差，以减少数据对回归结果的影响。

1. 描述性统计

描述性统计见表 1。数据显示，下年 DA 和本年 DA 存在正向关系，说明三年里大部分公司采取同方向的盈余管理，另外下年 DA 各年均值为负，说明多数公司倾向于负向盈余管理；从变量间均值的关系看，年报实际披露时间、预约披露时间和预约披露时间差与下年 DA 负相关，而实际披露时间差与下年 DA 正相关，与预期基本一致；除 REV 与 FBRlag 指标的峰度偏度较大外，数据分布基本合理，不会对回归结果产生较大影响。

2. 相关性分析

相关系数分析见表。数据显示，下年盈余管理与本年盈余管理显著正相关；实际披露时间和预约披露时间与下年 DA 显著负相关，而预约披露时间差和实际披露时间差与下年 DA 负相关但不显著；上市年限、控制权转移、经营现金流量、机构投资者持股比例、股票种类等对 DA 有显著影响；下年审计意见和本年审计意见与 DA 显著正相关；各变量间的相关系数较小，不存在明显的共线性。

表2 DA相关系数表

Variables	DA _{t+1}	DA _t	BRDate _{t-1}	BBRlag _t	FBRlag _t	SIZE	AGE	REV	CFO	d _t	INST
DA _{t+1}	1	0.165***	-0.0553***	-0.0045	-0.0183	-0.0183	-0.0814***	0.0577***	-0.5481***	0.0048	0.0141
DA _t	0.1234***	1	-0.046***	0.037**	0.022	-0.0509***	-0.0807***	0.0041	-0.0861***	-0.0247	-0.0149
BRDate _{t-1}	-0.067***	-0.0521***	1	-0.5047***	0.0456***	-0.1302***	0.1407***	-0.174***	-0.1569***	-0.1412***	-0.2103***
BBRlag _t	-0.0075	0.0213	-0.5389***	1	-0.0202	0.0358**	-0.0446***	-0.0421**	0.0011	0.0111	0.006
FBRlag _t	-0.027	-0.0158	0.0493***	-0.039**	1	-0.0519***	-0.0067	-0.0586***	-0.0475***	-0.0087	-0.0801***
SIZE	-0.0131	-0.0275	-0.1109***	0.0451***	-0.013	1	0.0095	0.1904***	0.3379***	0.2322***	0.4266***
AGE	-0.046***	-0.0549***	0.1169***	-0.0364**	0.0038	-0.0114	1	0.0643***	-0.0676***	-0.2319***	0.0958***
REV	-0.0053	0.008	-0.0384**	0.0019	0.0139	0.091***	0.0108	1	0.2596***	0.0932***	0.3966***
CFO	-0.4329***	-0.0789***	-0.067***	0.0101	-0.0062	0.2043***	-0.0257	0.0165	1	0.1298***	0.3051***
d _t	-0.0083	-0.0363**	-0.1226***	0.0131	-0.0138	0.2589***	-0.2147***	0.0258	0.0762***	1	0.1065***
INST	0.0179	-0.019	-0.1856***	0.0096	-0.0225	0.3902***	0.0521***	0.0268	0.2274***	0.1114***	1

注：*表示 10% 水平上显著（双尾检验），**表示 5% 水平上显著（双尾检验），***表示 1% 水平上显著（双尾检验）。下同

表3 DA的总样本和分年度回归

Variables	Total		分年度回归					
			2005		2006		2007	
Constant	-0.0220 (-0.674)	-0.0126 (-0.383)	-0.0705 (-1.460)	-0.0662 (-1.368)	0.0320 (0.538)	0.0545 (0.898)	-0.0552 (-1.011)	-0.0531 (-0.960)
DA _t	0.0829*** (3.855)	0.0808*** (3.778)	0.0414 (1.500)	0.0411 (1.484)	0.0478 (0.935)	0.0421 (0.837)	0.136*** (4.409)	0.135*** (4.417)
FRDate _t	-0.000330*** (-5.022)	-	-0.000274*** (-3.264)	-	-0.000422*** (-3.560)	-	-0.000287*** (-2.589)	-
BRDate _{t-1}	-	-0.000188*** (-3.300)	-	-0.000215*** (-2.600)	-	-0.000112 (-1.061)	-	-0.000244*** (-2.610)
BBRlag _t	-	-0.000640** (-2.103)	-	-0.000865** (-2.396)	-	-0.000864* (-1.683)	-	-0.000309 (-0.644)
FBRlag _t	-	0.00562 (1.558)	-	0.0138*** (2.716)	-	0.000614 (0.0908)	-	0.00751 (1.362)
SIZE	-0.00110** (-2.511)	-0.00106** (-2.414)	-0.00282*** (-4.132)	-0.00278*** (-4.021)	-0.00262*** (-3.453)	-0.00241*** (-3.183)	-2.04e-05 (-0.0495)	-1.60e-05 (-0.0384)
AGE	-3.89e-05 (-1.108)	-3.95e-05 (-1.140)	-8.49e-05 (-1.588)	-8.78e-05 (-1.628)	-7.93e-06 (-0.159)	-8.43e-06 (-0.176)	0.000250 (0.574)	0.000262 (0.595)
REV	-0.0416*** (-5.010)	-0.0416*** (-5.004)	-0.0725*** (-11.80)	-0.0725*** (-11.74)	-0.0244*** (-2.803)	-0.0244*** (-2.787)	-0.0587*** (-10.54)	-0.0587*** (-10.52)
CFO	-0.00902 (-1.131)	-0.00980 (-1.230)	-0.0291*** (-2.606)	-0.0294*** (-2.642)	-0.00235 (-0.160)	-0.00334 (-0.226)	0.00439 (0.296)	0.00413 (0.277)
d _t	0.0427*** (5.395)	0.0406*** (5.173)	0.0644*** (4.739)	0.0637*** (4.723)	0.00955 (0.772)	0.00318 (0.254)	0.0660*** (5.927)	0.0656*** (5.910)
INST	0.00652 (1.089)	0.00555 (0.923)	0.0128* (1.679)	0.0126 (1.644)	0.00185 (0.167)	0.000240 (0.0217)	0.0101 (0.872)	0.00974 (0.837)
opinion _{t+1}	-0.0220 (-0.674)	-0.0126 (-0.383)	-0.0705 (-1.460)	-0.0662 (-1.368)	0.0320 (0.538)	0.0545 (0.898)	-0.0552 (-1.011)	-0.0531 (-0.960)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	-	-	-	-	-	-
Obs.	3451	3451	1060	1060	1188	1188	1203	1203
Adj-R ²	0.226	0.227	0.422	0.422	0.111	0.117	0.346	0.345
F-value	4.69***	4.60***	9.34***	8.71***	1.72**	1.88***	-	-

四、实证结果

1. 总样本回归与分年度回归

回归结果见表 3。总体而言，投资者可根据年初年报披露时间的早晚判断信息披露质量或者信息的透明程度，进而作为决策的间接依据，假设 1 得到验证。具体

来看，总样本和分年度回归一致表明：第一，年报实际披露时间与下年盈余管理高度负相关。由于 DA 有正负之分，因此该结果可解释为：在 DA 小于零组，越晚披露 DA 越小；在 DA 大于零组，越早披露 DA 越大。这说明，年报实际披露时间越长，下年盈余管理越小，即负向盈

余管理的可能性越大，而年报实际披露时间越短，下年盈余管理越大，即负向盈余管理的可能性越小；第二，预约披露时间与下年盈余管理高度负相关；第三，预约披露时间差与下年盈余管理高度负相关，说明预约披露时间差越大，下年盈余管理越小。由于 DA 和 BBRlag 都有正负之分，因此该结果可分别解释为 BBRlag 小于零组，则披露时间差越小 DA 越大，而在 BBRlag 大于零组，披露时间差越大 DA 越小；第四，实际披露时间差与下年盈余管理高度正相关但不显著（2005 例外）。这说明，过早披露年报或者预约披露时间的较多提前被解读为正向盈余管理，而过晚披露年报或者预约披露时间的较多推迟被解读为负向盈余管理，这些公司的信息披露质量普遍较低，信息透明度普遍较差，进而低估公司价值。^⑦

表4 按DA符号分组检验结果

Variables	DA>0		DA≤0	
Constant	0.207*** (5.583)	0.213*** (5.570)	-0.234*** (-6.260)	-0.228*** (-6.199)
DA _t	0.0191 (0.719)	0.0179 (0.676)	0.0264 (1.329)	0.0249 (1.252)
FRDate _t	-0.000127* (-1.846)	-	-0.000236*** (-3.258)	-
BRDate _{t-1}	-	-3.44e-05 (-0.545)	-	-0.000136** (-2.250)
BBRlag _t	-	0.000493 (1.238)	-	-0.000282 (-0.879)
FBRlag _t	-	-0.0150*** (-3.939)	-	0.0208*** (4.598)
SIZE	0.000187 (0.565)	0.000213 (0.637)	-0.00129*** (-2.992)	-0.00126*** (-2.918)
AGE	9.19e-05*** (4.592)	8.90e-05*** (4.516)	-9.62e-05 (-0.759)	-9.72e-05 (-0.754)
REV	-0.0419*** (-7.990)	-0.0419*** (-7.967)	-0.0160*** (-2.684)	-0.0161*** (-2.682)
CFO	-0.00107 (-0.136)	-0.00222 (-0.282)	-0.0174* (-1.909)	-0.0176* (-1.937)
d _t	0.0296*** (3.490)	0.0282*** (3.362)	0.0132 (1.582)	0.0117 (1.397)
INST	-0.0167*** (-2.703)	-0.0170*** (-2.751)	0.0189*** (3.211)	0.0180*** (3.044)
opinion _{t-1}	0.207*** (5.583)	0.213*** (5.570)	-0.234*** (-6.260)	-0.228*** (-6.199)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Obs.	1667	1667	1784	1784
Adj-R ²	0.317	0.317	0.121	0.121
F-value	8.42***	8.20***	4.32***	4.14***

在控制变量中，下年 DA 与本年 DA 在总样本回归中高度正相关而且在分年度样本中系数为正，说明盈余管理具有持续性；公司规模和 DA 显著负相关，说明公司规模越大盈余管理动机越小；REV 与 DA 显著负相关，说明公司倾向于隐藏利润的盈余管理；第一大股东持股比

例与 DA 显著正相关，说明一股独大有可能加剧公司的盈余管理。除此之外，总样本中 DA 与上市年限、审计意见、经营现金流量以及机构持股比例等没有显著关系。

2. DA 分符号回归

DA 分符号回归见表 4，结论支持了假设 2。结果显示，DA 大于零组实际披露时间与 DA 在 10% 水平上显著负相关，而 DA 小于或者等于零组实际披露时间与 DA 在 1% 水平上高度负相关；DA 大于零组上年预约披露时间与 DA 负相关但不显著，而 DA 小于或者等于零组上年预约披露时间与 DA 在 1% 水平上显著负相关；DA 大于零组年报预约披露时间差与 DA 正相关但不显著，而 DA 小于或者等于零组预约披露时间差与 DA 负相关但不显著；DA 大于零组实际披露时间差与 DA 在 1% 水平上显著负相关，而 DA 小于等于零组实际披露时间差与 DA 在 1% 水平上显著正相关。这说明，年报的四种披露时间在不同目的盈余管理里有截然不同的信号效应，或者说投资者对不同盈余管理程度下的年报披露时间有不一样的理解。由于投资者对正向盈余管理更敏感或者说更谨慎、更持有怀疑态度，因此对这类公司所传递的信息也同样持怀疑态度，从而导致正向盈余管理下的年报披露时间选择的效应弱于负向盈余管理下的年报披露时间效应。

另外，SIZE、AGE 与 Opinion 在 DA 的两个不同组别中呈现出截然不同的显著性或者符号，这说明从事不同方向盈余管理的公司可能具有规律性的特征，投资者可据此判断公司年报披露时间与盈余管理间的关系。

3. 审计意见对年报披露时间选择与下年盈余管理的影响

虽然前文已控制了审计意见，但下年年审计意见只能用于控制审计因素对下年 DA 的影响，而不会影响年报披露时间本身。由于回归方程中的年报披露时间是本年年报时间，因此能影响年报披露时间的是本年年审计意见而不是下年年审计意见。为此，我们在方程中加入本年年审计意见 (Opinion) 变量再重新回归，以考察其对年报披露时间选择的影响。

回归结果见表 5。结果显示，审计意见对年报披露时间信号效应有影响，审计意见能为投资者判断年报披露时间信号的真实性提供佐证，假设 3 得到验证。具体来说，总体上，本年年审计意见对方程整体有效性以及对现有变量的符号和显著性没有影响，对下年年盈余管理也没有显著影响；但在对本年年审计意见按审计意见类型分组后，年报披露时间与下年盈余管理间的关系发生明显改变。具体来说，当本年年审计意见是标准审计意见时，

表5 审计意见对年报披露时间与下年盈余管理关系的影响

Variables	Total	本年审计意见		上年审计意见		两年审计意见组合		
		非标	标准	非标	标准	标准与标准	标准与非标	非标与非标
<i>Constant</i>	-0.0117 (-0.356)	0.0041 -0.0347	-0.0316 (-0.890)	0.0151 -0.127	-0.0116 (-0.346)	-0.00786 (-0.240)	-0.0955 (-0.793)	0.000727 -0.00434
DA_t	0.0806*** -3.773	0.0474 -0.644	0.0854*** -4.234	0.0501 -0.726	0.0827*** -4.068	0.0826*** -3.99	0.0371 -0.55	0.0586 -0.65
$BRDate_{t-1}$	-0.000315*** (-4.848)	-0.000652* (-1.657)	-0.000312*** (-4.851)	7.39E-05 -0.21	-0.000330*** (-5.156)	-0.000344*** (-5.377)	-2.24E-05 (-0.0635)	-0.000652 (-1.211)
$BBRlag_t$	-0.000176*** (-3.136)	9.27E-05 -0.36	-0.000230*** (-4.160)	0.000639** -2.347	-0.000234*** (-4.241)	-0.000244*** (-4.485)	-6.37E-05 (-0.239)	0.000486 -1.465
$FBRlag_t$	-0.000648** (-2.162)	-0.000991* (-1.755)	-0.000624 (-1.326)	-0.00128 (-1.146)	-0.000578* (-1.868)	-0.00075 (-1.451)	0.00041 -0.891	-0.00192 (-1.074)
<i>SIZE</i>	0.00498 -1.403	0.00603 -0.47	0.00719* -1.931	0.00402 -0.316	0.00537 -1.52	0.00544 -1.529	0.0169 -1.097	0.00766 -0.422
<i>AGE</i>	-0.00105** (-2.413)	-0.00211 (-1.065)	-0.000931** (-2.158)	-0.00531** (-2.271)	-0.000781* (-1.938)	-0.000744* (-1.849)	-0.00281 (-1.253)	-0.00329 (-1.066)
<i>REV</i>	-4.14E-05 (-1.185)	-2.32E-05 (-0.434)	-8.83E-05 (-0.317)	-1.26E-06 (-0.0203)	0.000132 -0.295	-0.00545 (-1.044)	0.000543* -1.677	-3.06E-05 (-0.456)
<i>CFO</i>	-0.0416*** (-5.005)	-0.106*** (-8.084)	-0.0407*** (-4.984)	-0.110*** (-4.649)	-0.0406*** (-4.965)	-0.0397*** (-4.926)	-0.109*** (-6.315)	-0.114*** (-4.043)
d_t	-0.00953 (-1.200)	-0.0135 (-0.324)	-0.00847 (-1.081)	-0.103** (-2.458)	-0.00117 (-0.150)	-0.00237 (-0.301)	-0.0427 (-0.961)	-0.0602 (-1.017)
<i>INST</i>	0.0403*** -5.135	0.127*** -2.595	0.0370*** -4.812	0.185*** -3.908	0.0366*** -4.76	0.0361*** -4.762	0.167*** -2.733	0.166** -2.602
$opinion_{t+1}$	0.000919 -0.133	- -	- -	0.0013 -0.107	0.00326 -0.395	- -	- -	- -
$opinion_t$	0.00849 -1.224	-0.0068 (-0.559)	0.0109 -1.196	- -	- -	- -	- -	- -
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs.</i>	3451	334	3117	345	3106	2988	247	216
<i>Adj-R²</i>	0.227	0.152	0.257	0.129	0.263	0.266	0.271	0.063
<i>F-value</i>	4.49***	-	4.83***	2.90***	4.63***	4.89***	3.99***	-

年报预约披露时间、预约披露时间差和实际披露时间差与下年盈余管理显著负相关，跟总样本符号完全一致。但当本年审计意见为非标准审计意见时，年报预约披露时间与下年盈余管理正相关但不显著，预约披露时间差与盈余管理显著正相关，符号跟总样本相比发生逆转，实际披露时间差年盈余管理仍然负相关但并不显著性；同样对下年年审计意见分组后回归，年报披露时间与下年盈余管理关系在符号和显著性上都有明显变化。

为检验上述结论的稳健性，本文按下年和本年审计意见类型对 DA 进行组合分组回归。组合依据是两年审计意见的一致性可提供不同程度的信号佐证，两个标准审计意见的佐证效用肯定大于一个标准审计意见和一个非标准审计意见，更大于两个非标准审计意见。回归结果见表 5。当两年都是标准审计意见时，年报预约披露时间和预约披露时间差与下年盈余管理在 1% 水平显著负相关，实际披露时间差与下年盈余管理负相关但不显

著，跟总样本以及分组检验的符号基本一致；当只有一年为标准审计意见时，年报预约披露时间和预约披露时间差与下年盈余管理负相关但不显著，实际披露时间差与下年盈余管理正相关但不显著；第三，当两年均为非标准审计意见时，年报预约披露时间与下年盈余管理负相关但不显著，预约披露时间差与下年盈余管理正相关但不显著，与总样本回归相比符号发生逆转，实际披露时间差与下年盈余管理负相关但不显著，与总样本回归结果一致。组合回归结果即验证了总样本回归和按审计意见类型回归的结论，又说明信号传递环境可信度逐渐减低对年报披露时间信号效应的影响，从而支持了假设 3。

4. 经营现金流量对年报披露时间选择与下年盈余管理的影响

与 Becker 等 1998 年的研究结果一致，经营现金流量在本文所有回归中都与盈余管理高度负相关，说明经

表6 CFO对年报披露时间选择与下年盈余管理关系的影响

Variables	CFO \geq 0	CFO<0	CFO>0		CFO \leq 0	
			REV>0	REV \leq 0	REV>0	REV \leq 0
Constant	-0.0886** (-2.366)	0.260*** -3.207	-0.127*** (-2.978)	0.0559 -0.513	0.382*** -3.834	0.481*** -2.826
DA _t	0.0585** -2.425	0.0937** -2.386	0.0754*** -3.507	-0.0638 (-0.540)	0.111*** -2.63	0.0638 -0.699
BRDate _{t-1}	-0.000236*** (-3.538)	-0.000639*** (-3.479)	-0.000234*** (-3.319)	-6.72E-05 (-0.205)	-0.000631*** (-3.284)	-0.000846* (-1.906)
BBRlag _t	-0.000133** (-2.434)	-0.000308** (-1.988)	-0.000135** (-2.315)	0.0002 -0.832	-0.000414*** (-2.630)	-6.18E-05 (-0.190)
FBRlag _t	-0.000618* (-1.863)	-0.000904 (-1.350)	-0.000455 (-1.081)	-0.000938* (-1.690)	-0.000741 (-0.770)	-0.00106 (-1.022)
SIZE	0.0101** -2.233	-0.0160* (-1.960)	0.0155*** -2.876	-0.00722 (-0.649)	-0.0269*** (-2.693)	-0.0434*** (-2.619)
AGE	-0.00108** (-2.080)	-0.00147 (-1.532)	-0.000929* (-1.827)	-0.00331** (-2.151)	-0.00151 (-1.546)	5.58E-05 -0.0269
REV	9.79E-06 -0.0832	8.96E-06 -0.211	-0.000545 (-0.409)	-6.18E-05 (-0.276)	-0.00132*** (-3.737)	-1.31E-05 (-0.169)
CFO	-0.0281*** (-3.274)	-0.0439*** (-4.899)	-0.0336*** (-2.842)	-0.0121* (-1.915)	-0.0420*** (-5.054)	-0.175*** (-6.738)
d _t	-0.00934 (-1.107)	-0.015 (-0.739)	-0.00522 (-0.644)	-0.0101 (-0.237)	-0.0337 (-1.449)	-0.0807* (-1.669)
INST	0.0342*** -4.187	0.0388* -1.714	0.0345*** -3.853	-0.0924 (-1.245)	0.0227 -0.95	0.0243 -0.202
opinion _{t-1}	0.00495 -0.703	0.0300*** -3.008	-0.00373 (-0.481)	0.00855 -0.608	0.018 -1.284	0.0182 -1.203
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs.	2775	676	2436	296	522	197
Adj-R ²	0.13	0.226	0.188	0.013	0.291	0.214
F-value	3.90***	5.85***	4.41***	1.6***	-	-

营现金流量越大，盈余管理程度越小。但这里我们将进一步分析，不同符号的 CFO 或 CFO 与 REV 的吻合度对年报披露时间选择的信号效应是否有影响。

首先按 CFO 符号对 DA 分组回归，结果见表 6。无论 CFO 符号如何，它与下年 DA 都高度负相关；CFO 符号对年报披露时间信号效应有轻微影响。无论 CFO 符号如何，预约披露时间与下年 DA 都在 1% 的水平上显著，预约披露时间差与下年 DA 都在 5% 水平上显著负相关，只是 CFO 为负时的系数较大，实际披露时间差与下年 DA 都显著负相关，但显著水平有所差异。假设 4 得到验证。

其次，产生于经营主业的 CFO 理应与主营业利润相对应，两者符号一致时公司盈余管理幅度较小，而两者符号不一致时公司盈余管理幅度较大，因此 CFO 与 REV 的不同符号可衡量不同的盈余管理程度。因此，我们按照 CFO 与 REV 的符号对下年 DA 进行分组，然后再回归。结果见表 6，在 CFO>0 且 REV>0 组，公司

盈余管理程度较低且盈余质量较高，年报披露时间的信号效应最强，与之前回归结果完全一致；在 CFO>0 且 REV \leq 0 组，公司有可能进行隐藏利润的负向盈余管理，年报披露时间与下年盈余管理没有显著关系，而且部分符号发生改变；在 CFO \leq 0 且 REV>0 组，公司有可能进行调高利润的正向盈余管理，年报披露时间与下年盈余管理显著负相关；在 CFO \leq 0 且 REV \leq 0 组，公司盈余管理程度较低且盈余质量较低，年报披露时间与下年盈余管理负相关但不显著，年报披露时间也没有明显信号效应。这进一步说明，经营现金流量与主营业务利润的不同吻合度的确能提供不同的信号环境，假设 4 基本得到支持。

结论

利用 2004-2006 年间的 3451 家公司样本，本文实证检验了年报披露时间是否有助于投资者合理估计下年

盈余管理程度, 以及不同信息环境对这种估计又有什么影响。结果表明, 年报披露时间选择与下年盈余管理显著负相关, 年报披露时间能向市场传递有效的未来信号; 审计意见能为投资者判断年报披露时间信号的真实性提供佐证。当本年审计意见或者两年都是标准审计意见时, 年报披露时间选择的信号效应更强。但当本年审计意见为非标准审计意见时或者两年不全是标准审计意见时, 年报披露时间选择的信号效应较弱; 经营现金流量也能为投资者判断年报披露时间信号的真实性提供佐证, CFO>0 组的信号效应明显强于 CFO≤0 组。主营业务利润与 CFO 同时为正, 年报披露时间选择的信号效应最强, 而同时为负时, 年报披露时间选择的信号效应最弱。这些结论对理解我国上市公司的年报披露时间安排有一定积极意义。

参考文献

- [1] Schipper K.. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 1989, 3(4): 91.
- [2] Becker C., Defond M., Jiambalvo J.. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 1998, Spring: 4-24.
- [3] Trueman, B., S. Titman. An Explanation for Accounting Income Smoothing. *Journal of Accounting Research*, 1988, 26 (Supplement): 127-139.
- [4] Mary L. Chai, Samuel Tung. The Effect of Earning Announcement Timing on Earning Management, *Journal of Business Finance and Accounting*, 2002, 29(9,10): Nov./Dec, 0306-686X.
- [5] 余怒涛, 沈中华, 黄登仕. 审计意见和年度报告披露会影响盈余质量吗? *审计研究*, 2008, 3.
- [6] 白云霞, 吴联生. 信息披露与国有股权私有化中的盈余管理. *会计研究*, 2008, 11.
- [7] Healy P. M., K. G., Palepu. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31: 405-440.
- [8] Chambers A. E., S. H. Penman.. Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 1984, 22(1): 21-47.
- [9] 章永奎, 刘峰. 盈余管理与审计意见相关性实证研究. *中国会计与财务研究*, 2002, 4(1).
- [10] Watts R. L.. Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, 2003, 17: 287-301.
- [11] 徐浩萍. 会计盈余管理与独立审计质量. *会计研究*, 2004, 1.
- [12] Francis J., Krishnan J.. Accounting Accruals, Auditor Reporting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16(1): 135.
- [13] Jo, H., Y. Kim. Disclosure Frequency and Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84: 561-590.
- [14] Gongmeng Chen, Louis T. W. Cheng, Ning Gao. Information Content and Timing of Earning Announcements, *Journal of Business Finance and Accounting*, 2005, 32(1,2): January/March, 0306-686X.
- [15] 陈汉文, 邓顺永. 盈余报告及时性: 来自中国股票市场的经验证据. *当代财经*, 2004, 4.
- [16] 朱晓婷, 杨世忠. 会计信息披露及时性的信息含量分析——基于 2002-2004 年中国上市公司年度报告数据的实证研究. *会计研究*, 2006, 11.
- [17] 王立彦, 伍利娜. 上市公司年报披露预约日变更及披露后更改行为——基于 2002 年中国上市公司年报的分析. *经济科学*, 2003, 6.
- [18] 伍利娜, 黄慧馨等. 上市公司审计与年报披露预约日变更. *审计研究*, 2004, 5.
- [19] 王雄元. 年度报告披露时间选择研究. 中山大学博士论文, 2008.
- [20] 李奇凤, 宋琰纹. 事务所地域与其对盈余管理的抑制能力. *中国会计评论*, 2008, 6(1).

注释

- ① 盈余管理可分为以调高利润为目的的正向盈余管理和以调低利润为目的的负向盈余管理, 而不同方向盈余管理受市场关注程度不同。
- ② 报告时滞是指年报会计期间结束日到披露日的时间间隔。
- ③ 如果 $t=2008$ 年, $FRDate_{t-1}$ 指 2007 年年报披露时间, 但 2007 年年报要在 2008 年年初披露。 $FRDate_{t-1}$ 与 DA_t 要说明的是, 在 2008 年年初披露的 2007 年报的时间是否能传递 2008 年公司盈余管理的信息。
- ④ Becker 等 (1998) 研究发现, 公司规模与盈余管理正相关, 经营现金流量与盈余管理显著负相关。
- ⑤ Bushee (1998) 研究发现, 具有高机构投资者持股比例的公司通常不会减少 R&D 支出以避免盈余下滑。
- ⑥ DA 和 $BRDate$ 相隔两期, 因数据库无 2008 年数据而无法取得当年 DA 值, 2002 年前没有权威的预约披露时间, 因此本文只涉及 2004-2006 年。同时, 由于 SEO 和 IPO 时盈余管理的可能性更大, 因此直接删除 SEO 与 IPO 的公司。
- ⑦ 这也可以解释为什么在中国资本市场年报披露扎堆现象比较严重。

(下转第 93 页)

财政部全国会计学术领军人后备人选, 研究方向为会计基本理论、财务会计理论、成本管理会计理论; 沈鹏, 西南财经大学硕士研究生, 研究方向为财务会计理论与实务

The Research on the Relevance between CFO Compensation and Earnings Quality of Chinese Listed Companies

Mao Hongtao, Shen Peng

Southwestern University of Finance and Economics

Abstract This paper investigates the relevance between CFO compensation and earning quality of listed companies in China. According to agency theory, we predict that CFO compensation plan can react significantly differently to extraordinary items, earnings before extraordinary items, accruals and operating cash flows, which reflect earnings quality. Our sample is composed of 1127 firm-years from 2005 to 2006. We design three models to test our hypotheses. Prior empirical research finds that CFO compensation is not significantly relevant to earnings quality in Chinese listed companies. In contrast, we find that, following the improvement of corporate governance, the CFO profit-oriented incentive compensation mechanism is gradually formed, which makes a breakthrough compared to the previous one. Our results show that the CFO compensation plan reacts significantly differently to extraordinary items and earnings before extraordinary items, but fails to reflect the differences between accruals and operating cash flows. This finding implies a “function fixation” phenomenon. For our further study, we then divide the whole sample into two subsamples. The subsample analysis indicates that CFOs in eliminated loss firms are more likely to manage earnings, because of the inappropriate weights assigned by the current compensation plan to extraordinary items and earnings before extraordinary items. Again, this result implies that “function fixation” also exists in earnings before extraordinary items. Tests on the profit-smoothing subsample indicates that weights assigned to extraordinary items and earnings before extraordinary items are appropriate and CFO compensation plan can better distinguish between accruals and operating cash flows, but still not significantly. In the sensitivity analyses, we revise the previous three models and further test our hypotheses. Results in sensitivity tests are consistent with our hypotheses and all of our main results. In conclusion, to improve the CFO compensation plan system in Chinese listed companies, we need to solve the “function fixation” effect of CFO compensation contract on accruals and operating cash flows, while improve the CFO compensation plan in companies with earnings management problems.

Key Words CFO Compensation; Earnings Quality; Earnings before Extraordinary Items; Extraordinary Items; Accruals; Cash Flows from Operations

(上接第 54 页)

作者简介 王雄元, 中南财经政法大学会计学院教授、博士, 研究方向为信息披露管理、政治联系; 张鹏, 北京大学光华管理学院博士生, 研究方向为信息披露管理、薪酬管理; 顾俊, 中南财经政法大学会计学院硕士生, 研究方向为信息披露管理

Information Environment, Timing of Annual Reports and Earnings Management for the Coming Fiscal Year

Wang Xiongyuan¹, Zhang Peng², Gu Jun¹

1. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law; 2. Guanghua School of Management, Peking University

Abstract It is widely acknowledged that both timing patterns and the dealings of accruals are essentials for the corporate disclosure, especially for the mandatory ones. While earnings management, a key technology that is widely adapted during this procedure, instead of facilitating its neutral operation, renders private gains. (Schipper, 1989), the strategy of disclosure based on the timing patterns can help the managers to amplify the effect from the good news but to eliminate those from the bad ones. Numerous researches indicate the relationship between the earnings management and the timing patterns. Specifically, Yue and Lee (2005) asserted the earnings management be detected via this negative relationship. In this paper we extend this research, arguing the existence of influence from the timing pattern of the annual report to the earnings quality next year. To be specific, we argue its effect of estimation on the earnings management for the continuing fiscal year. Using a sample that contains 3451 firms listed on the A-share market of China from the year of 2004 to 2006, this paper investigates the relationship between the timing patterns of the annual reports and the magnitude of earnings management in the coming fiscal year with the concern of the information environment. We find the negative relationship between the reporting lags of the annual report and the discretionary accruals next fiscal year, calculated by Jones Model, and it is enhanced when the annual reports were prepared under better information environment, for firms with clear auditing reports and high-quality CFO presented. The result reveals that the timing patterns of annual reports have signal effects on the estimation of earnings management of the following fiscal year, which is significant for both institutional governor and investors on their decision-makings.

Key Words Timing of Annual Report; Information Environment; Earnings Management