



交叉上市企业应计盈余管理和真实盈余管理研究

贾巧玉, 周嘉南

西南交通大学 经济管理学院, 成都 610031

摘要: 随着国际资本流动日趋自由化, 越来越多的企业实行交叉上市, 对交叉上市的研究显得尤为重要。

捆绑假说是解释企业交叉上市动因的重要理论, 该假说认为企业在外部监管较为严格的地区交叉上市, 可以约束控股股东和管理层谋取私有收益, 抑制公司盈余管理, 从而提高公司盈余质量。然而, 国内外学者以不同数据和方法对捆绑假说加以研究, 并未得到一致结论。部分研究表明, 交叉上市企业盈余管理水平低于非交叉上市企业, 支持捆绑假说, 而其他研究认为交叉上市企业盈余质量并未显著高于非交叉上市企业。而且, 已有研究大多仅考虑应计盈余管理, 忽略了真实盈余管理。真实盈余管理由于其隐蔽性强、会计弹性大等特点而被越来越多的企业采用。

交叉上市企业在面临更为严格的外部环境时, 会减少应计盈余管理, 增加真实盈余管理。基于捆绑假说视角, 探讨交叉上市企业盈余管理方式的转变。考虑应计盈余管理和真实盈余管理两种方式, 采用修正的Jones模型和Roychowdhury模型分别估算应计盈余管理和真实盈余管理水平, 以2007年至2014年中国发行A+H股、A+B股、A+H+N股的交叉上市企业和纯A股上市企业数据为样本, 通过控制年度和行业的OLS回归方法检验交叉上市企业盈余管理方式的转变, 并进一步研究交叉上市企业的上市地对其盈余管理的影响。

研究结果表明, 交叉上市企业倾向于减少应计盈余管理, 但其真实盈余管理水平显著高于纯发行A股的上市企业; 发行A+H股的上市企业应计盈余管理和真实盈余管理水平均与发行A+B股的上市企业无显著差异; 发行A+H+N股的上市企业其应计盈余管理水平与发行A+H股、A+B股的上市企业无显著差异, 但其真实盈余管理水平显著低于这两种上市企业。研究结果有助于增强对交叉上市企业盈余质量的理解, 也为投资者的投资决策提供经验证据。

关键词: 交叉上市; 应计盈余管理; 真实盈余管理; 分流效应; 捆绑假说

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2016.03.009

文章编号: 1672-0334(2016)03-0097-15

1 引言

近年来交叉上市对其母国资本市场的影响是学术界关注的热点话题。交叉上市企业对其母国同行业企业的影响主要表现为分流效应和风险分散效应^[1]。在中国A股市场, 交叉上市企业的分流效应

影响显著, 风险分散效应的影响尚不明显^[2]。产生分流效应的一个重要原因是交叉上市具有“信号示意功能”, 即相对于纯A股上市企业, 交叉上市企业面临境外资本市场更为严格的外部监管和法律环境, 从而向中国投资者传递“高质量企业”的信号, 导

收稿日期: 2015-10-30 **修返日期:** 2016-04-30

基金项目: 国家自然科学基金(71371155)

作者简介: 贾巧玉, 西南交通大学经济管理学院博士研究生, 研究方向为公司治理、会计理论和实证研究等, E-mail: jiaqiaoyu2013@163.com

周嘉南, 管理学博士, 西南交通大学经济管理学院教授, 研究方向为公司财务和公司治理等, 代表性学术成果为“损失厌恶能否解释‘好消息提前, 坏消息延后’”, 发表在2009年第6期《管理科学学报》, E-mail: zjncf76@aliyun.com

致投资者更倾向于投资交叉上市企业的股票^[3]。

目前,中国仅有少数研究就交叉上市企业盈余管理进行探讨,得到交叉上市企业盈余管理水平低于纯A股上市企业的结论^[4-5]。但已有研究大多局限于应计盈余管理,较少考虑真实盈余管理。真实盈余管理即通过操控企业真实的交易活动达到既定财务目标的盈余操控行为^[6-7],由于其隐蔽性强、诉讼风险低、会计弹性大等特点^[8],已成为中国上市企业盈余管理的主要方式^[9-11]。那么,随着会计信息环境的改善、监管力度的加强,交叉上市企业究竟会选择独善其身,提高盈余质量,还是转而采用隐蔽性更好的真实盈余管理方式来达到财务目标,有待于进一步探讨。

2 相关研究评述和研究假设

随着国际资本流动日趋自由化,越来越多的企业实行交叉上市。中国企业交叉上市始于20世纪90年代,截至2014年12月31日,A股市场共有86家企业在境外上市,其中,发行A+H股的企业有76家,发行A+H+N股的企业有10家,还有82家企业发行A+B股。这些交叉上市企业大多是国有或国有控股大型企业,对吸引境外投资者参与中国资本市场有很大作用,有利于推动中国资本市场不断与国际市场接轨。随着中国资本市场对外开放程度越来越高,对交叉上市的研究显得尤为重要。

早期学术界对交叉上市的研究主要集中在动因理论,COFFEE^[12]和STULZ^[13]提出的捆绑假说是解释企业交叉上市动因的主要理论之一。捆绑假说认为,企业在外部监管更为严格的地区交叉上市,可以约束控股股东和管理层获取私有收益,加大对中小股东的保护力度,向投资者传递“高质量企业”的信号,增加公司外部融资的机会,提升公司价值。近年来学术界开始关注交叉上市对其母国资本市场的影响,FERNANDES^[1]认为,会对其母国同行业企业产生分流效应和风险分散效应。中国交叉上市企业对A股市场的影响主要体现在由信号示意功能引发的分流效应^[2-3],由于境外上市的捆绑作用,投资者认为交叉上市企业的盈余质量应该高于非交叉上市企业,更愿意投资交叉上市公司,导致中国其他公司股票持有欲望下降,股票价格下跌^[14]。

关于交叉上市与盈余质量,国际上已有较多相关探讨。CABÁN-GARCÍA^[15]研究发现市场监管力度越大,企业盈余质量越高;LANG et al.^[16]研究表明,在美国交叉上市会增加企业的分析师关注和预测精确度,提高公司价值。以上研究均认为境外上市能够提升公司质量,与捆绑假说一致。然而,仍有部分研究对捆绑假说提出质疑。LANG et al.^[17]以181家在美国交叉上市的非美国公司为样本,研究发现其盈余质量低于美国本地公司;SIEGEL^[18]的研究也得出了一致的结论,认为境外上市并不总是能够发挥捆绑作用;LAIL^[19]发现萨班斯·奥克斯利法案(SOX法案)没有提高在美国上市的非美国公司的盈余质量,

这些公司并没有严格遵守SOX法案,他们对在美国上市产生的名誉收益更感兴趣。上述研究基于个别数据和方法得到的结论不尽一致,尚不足以证明捆绑假说的普遍性,因此需要继续拓展研究。

目前关于中国交叉上市企业盈余质量的研究较少,且未得到一致结论。部分学者从交叉上市企业信息不对称角度进行研究,认为交叉上市企业信息环境得到改善,信息不对称程度降低,盈余质量得到提高^[20-21]。还有部分学者从盈余管理的视角对交叉上市企业盈余质量进行探讨,ENG et al.^[22]借鉴LANG et al.^[17]的方法,发现在美国交叉上市的中国企业盈余质量并没有得到提高;沈红波等^[23]通过对比发现,发行A+H股和A+B股的企业盈余质量无显著差别,但二者的盈余质量均显著高于纯A股上市企业;辛清泉等^[4]着眼于审计师这一视角,通过对比发行A+H股的企业与配对的纯A股上市企业在会计盈余质量上的差异,发现国际四大审计可能是导致交叉上市企业盈余质量高于非交叉上市企业的一个重要因素。以上研究仅探讨了交叉上市对企业应计盈余管理的影响,没有考虑其对真实盈余管理的影响。

相对于应计盈余管理,真实盈余管理具有隐蔽性强、诉讼风险低、会计弹性较大等特点,被越来越多的企业采用。蔡春等^[24]利用2004年至2010年A股市场被特别处理的企业数据,考察不同盈余管理方式对濒死企业状况改善的影响,发现濒死企业会同时实施应计盈余管理和真实盈余管理改善其状况;林永坚等^[25]将应计盈余管理和真实盈余管理纳入分析框架,研究上市企业发生总经理变更之后的盈余管理行为,发现在新任总经理上任后第一和第二个完整会计年度,企业存在利用应计项目和真实活动调增利润的盈余管理行为。更有研究发现,为实现既定财务目标,管理层倾向于采用真实盈余管理替代应计盈余管理。谢柳芳等^[26]认为,创业板退市制度出台后,企业会显著减少应计盈余管理,主要通过销售操控增加真实盈余管理;胥朝阳等^[27]认为会计信息可比性的提高有利于投资者发挥监管作用,从而促使企业减少应计盈余管理,增加真实盈余管理;蔡春等^[28]研究发现高管具有审计背景的公司为了实现较低风险水平下的私有收益最大化,更愿意以真实盈余管理替代应计盈余管理。管理层从应计盈余管理向真实盈余管理转换的主要原因有以下两个:①应计盈余管理诉讼风险增大。在会计准则日臻完善和市场监管力度不断加大的环境下,应计盈余管理易被识别,使企业面临的被诉讼风险加大,而真实盈余管理具有更强的隐蔽性,被诉讼风险较低,因此,企业管理层更倾向于增加真实盈余管理,相应地减少应计盈余管理。②应计盈余管理的会计弹性有限。应计盈余管理对企业未来经营业绩的影响主要是盈余在不同期间的分配及应计项目的转回,对中国亏损企业的扭亏作用十分有限^[29]。已有研究表明,真实盈余管理会损害企业的长期价值^[30-31]。因此,为避免遭受重大损失,企业利益相关者有动机对

真实盈余管理行为加以监督。袁知柱等^[32]发现机构投资者持股比例与真实盈余管理程度显著负相关,与应计盈余管理程度显著正相关;缪毅等^[33]研究发现压力抵制性的机构投资者能够显著降低公司真实盈余管理水平;陈晖雨等^[34]采用双重差分模型研究发现,融资融券机制能促使投资者更加关注公司盈余质量,约束管理层应计盈余管理和真实盈余管理行为。综上所述,真实盈余管理已成为企业管理层实现既定目标的常用手段,而且当企业面临更严格的内外部监管时,管理层倾向于加大对真实活动的操控程度。因此,在中国交叉上市企业盈余质量的研究中考虑真实盈余管理方式是十分必要的。

与纯A股上市企业相比,发行A+H、A+B、A+H+N股交叉上市企业面临的法律监管和投资者监督更加严格。曹森^[35]认为交叉上市和外资持股能够强化企业自身的治理约束,提升公司价值。本研究认为,基于应计盈余管理行为隐蔽性较差、会计弹性小、被诉讼风险高等特点,交叉上市企业在更严格的外部环境下会相应减少应计盈余管理。然而,在市场催生的盈余管理动机的驱使下,企业为实现既定的财务目标,很可能会转向隐蔽性较强、风险较低的真实盈余管理。因此,本研究提出假设。

H₁ 相对于非交叉上市企业,交叉上市企业应计盈余管理水平更低,真实盈余管理水平更高。

SIEGEL^[18]认为,捆绑假说的作用机制主要有法律监管和市场约束两类。法律监管体现在境外各种强制性信息披露标准和更高的违法成本两方面;市场约束则主要源于投资者、财务分析师等市场主体,他们利用专业能力分析盈余信息,从而有力地监督公司的违规行为。本研究中发行A+H、A+B、A+H+N股3类交叉上市企业在境外市场中均由机构投资者占据主导地位,因此它们具有相似的投资者监督,即市场约束机制没有明显差距。但是,3类交叉上市企业面临的法律监管力度存在较大差别:发行A+B股的企业位于中国大陆,除信息披露标准外,其面临的法律监管与纯A股上市企业较为接近。而香港保留了英式的法律制度,ALLEN et al.^[36]认为,香港资本市场的投资者保护和金融市场的发达程度均明显好于内地,因此,与发行A+B股的企业相比,发行A+H股的企业面临的法律监管更为严格。美国资本市场经过近百年的发展,相对较为成熟和开放,其法律监管远比香港更为严格,具有看似繁密冗杂却又周密细致的投资者权利保护体系,对财务造假持更低的容忍态度,其严厉的处罚措施、强有力的监管手段以及高昂的违规成本令上市公司望而生畏。因此,与发行A+H股的企业相比,发行A+H+N股的企业面临的监管和约束更为严格。LANG et al.^[37]从盈余平滑度、盈余管理和盈余信息的价值相关性等角度,比较在美国交叉上市企业和未在美国交叉上市企业按其母国会计准则编制的财务报告的质量,发现在美国交叉上市的企业其财务报告盈余管理水平显著低于未在美国交叉上市的企业。

综上,本研究认为发行A+H、A+B、A+H+N股的企业虽然均存在由应计盈余管理向真实盈余管理手段的转换,但由于交叉上市地的法律监管力度存在差异,其真实盈余管理的水平也会有所不同。根据法律监管的捆绑作用,本研究提出假设。

H_{2a} 发行A+H股的企业真实盈余管理水平低于发行A+B股的企业;

H_{2b} 发行A+H+N股的企业真实盈余管理水平低于发行A+B股的企业和发行A+H股的企业。

3 数据和方法

3.1 样本选取和数据来源

以2007年至2014年A股上市企业为初选样本,由于金融行业在财务数据和上市要求等方面存在特殊性,故剔除金融行业上市企业,进一步剔除数据缺失样本,得到发行A+H股的交叉上市企业63家,发行A+H+N股的交叉上市企业9家,发行A+B股的交叉上市企业84家(包含在2014年B股转为H股的万科和丽珠医药的2007年至2013年数据),纯A股上市企业2478家,最终得到13411个公司年样本,其中非交叉上市样本12395个公司年数据,交叉上市样本1016个公司年数据。本研究中交叉上市企业及其所有财务数据均来源于国泰安数据库,为消除极端值的影响,对连续变量按照1%和99%分位数进行缩尾处理。本研究使用的统计软件为STATA 12.1。

3.2 盈余管理水平的度量

3.2.1 应计盈余管理的度量

本研究使用操控性应计利润衡量应计盈余管理水平,DECHOW et al.^[38]比较各类操控性应计利润的计算模型,发现修正的Jones模型的估计效果最佳。因此,本研究采用修正的Jones模型估计操控性应计利润,具体计算过程如下。

利用2007年至2014年所有A股一般非金融企业数据,计算企业各年的总应计利润 $TACC_{i,t}$, $TACC_{i,t} = t$ 年净利润- t 年经营活动现金流净额。对(1)式采用分年度、分行业的OLS回归,估计残差即为操控性应计利润,记为 $DACC$ 。即

$$\frac{TACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Sale_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标 i 为企业,下标 t 为年度, $TACC_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年的总应计利润, $A_{i,t-1}$ 为 i 企业第 $(t-1)$ 年总资产, $\Delta Sale_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年销售收入变动额, $\Delta REC_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年应收账款变动额, $PPE_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年固定资产原值, $\alpha_1 \sim \alpha_3$ 为估计系数, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差。所有变量用 $A_{i,t-1}$ 平减。由于应计盈余管理具有方向性,本研究借鉴蔡春等^[28]方法,采用 $DACC$ 的绝对值、正的 $DACC$ 和负的 $DACC$ 衡量应计盈余管理水平,分别记为 ABS_DACC 、 $DACC > 0$ 和 $DACC < 0$ 。全样本中, $DACC > 0$ 的样本量为6715个公司年, $DACC < 0$ 的样本量为6696个公司年;交叉上市样本中, $DACC > 0$ 的样本有442个公司年,

$DACC < 0$ 的样本量为 574 个公司年。

3.2.2 真实盈余管理的度量

ROYCHOWDHURY^[6]构建了经典的真实盈余管理模型来识别和衡量真实盈余管理。真实盈余管理模型主要考察企业销售操控、生产操控和费用操控 3 种盈余管理手段,计算异常经营活动现金流、异常产品成本和异常酌量性费用 3 个指标,检验真实盈余管理的水平和手段。本研究借鉴 ROYCHOWDHURY^[6]的真实盈余管理模型计算每个公司年度的异常经营活动现金流、异常产品成本和异常酌量性费用,以 3 个指标之和作为企业真实盈余管理的替代变量。

(1) 现金流量模型。经营活动现金流与当期销售收入关系见模型(2)式,对其进行分年度、分行业的 OLS 回归,估计残差即为异常现金流,记为 $abCFO$ 。即

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \psi_0 + \psi_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \psi_2 \frac{Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \psi_3 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + q_{i,t} \quad (2)$$

其中, $CFO_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年的经营活动现金流净额, $Sale_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年销售收入, ψ_0 为截距项, $\psi_1 \sim \psi_3$ 为估计系数, $q_{i,t}$ 为残差。所有变量用 $A_{i,t-1}$ 平减。

(2) 产品成本模型。产品成本与当期销售收入关系见模型(3)式,对其进行分年度、分行业的 OLS 回归,估计残差即为异常产品成本,记为 $abPROD$ 。即

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \varphi_0 + \varphi_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \varphi_2 \frac{Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varphi_3 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varphi_4 \frac{\Delta Sale_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

其中, $PROD_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年产品成本,等于营业成本与存货变动额之和; φ_0 为截距项, $\varphi_1 \sim \varphi_4$ 为估计系数, $\mu_{i,t}$ 为残差。所有变量用 $A_{i,t-1}$ 平减。

(3) 酌量性费用模型。根据酌量性费用与当期销售收入的关系建立模型(4)式,对其进行分年度、分行业的 OLS 回归,估计残差即为异常酌量性费用,记为 $abDISEXP$ 。即

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \rho_0 + \rho_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \rho_2 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + v_{i,t} \quad (4)$$

其中, $DISEXP_{i,t}$ 为 i 企业第 t 年的酌量性费用,等于销售费用与管理费用之和,用 $A_{i,t-1}$ 平减; ρ_0 为截距项, ρ_1 和 ρ_2 为估计系数, $v_{i,t}$ 为残差。

真实盈余管理会使产品成本增加、经营活动现金流和酌量性费用减少,为避免 3 种手段之间可能存在的抵消效应,借鉴胥朝阳等^[27]的做法,定义真实盈余管理总计为 REM ,即

$$REM = abPROD - abCFO - abDISEXP$$

REM 越大,企业越有可能采用真实盈余管理方式调增利润。

3.3 模型设定

本研究采用模型(5)式检验交叉上市对企业盈余质量的影响,即

$$EM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cross_{i,t} + \sum Controls + \sum YEAR + \sum IND + \sigma_{i,t} \quad (5)$$

其中, EM 为盈余管理水平,分别用 ABS_DACC 、 $DACC > 0$ 、 $DACC < 0$ 、 REM 、 $abCFO$ 、 $abPROD$ 和 $abDISEXP$ 表示; $Cross$ 为交叉上市虚拟变量,如果企业当期交叉上市, $Cross$ 取值为 1,否则取值为 0; $Controls$ 为控制变量,本研究选择企业规模 ($LNSIZE$)、资产负债率 (LEV)、销售收入增长率 (GS)、账值市值比 (BM)、董事长和总经理两职兼任虚拟变量 ($Dual$)、管理层薪酬 (SAL)、前五大股东持股比例 ($Top5$)、资产收益率 (ROA)、四大审计虚拟变量 ($Big4$) 作为控制变量; $YEAR$ 为年度, IND 为行业; β_0 为截距项, β_1 为估计系数, $\sigma_{i,t}$ 为残差。

为进一步探讨交叉上市企业的盈余管理是否受其上市地的影响,利用样本中所有交叉上市企业数据建立模型,即

$$EM_{i,t} = \kappa_0 + \kappa_1 CL_AB_{i,t} + \kappa_2 CL_AHN_{i,t} + \sum Controls + \sum YEAR + \sum IND + \theta_{i,t} \quad (6)$$

其中, CL_AB 和 CL_AHN 均为上市地虚拟变量。如果企业为 $A+B$ 交叉上市, CL_AB 取值为 1,否则取值为 0; 如果企业为 $A+H+N$ 三地交叉上市, CL_AHN 取值为 1,否则取值为 0; 如果企业为 $A+H$ 两地交叉上市, CL_AB 和 CL_AHN 均取 0。 κ_0 为截距项, κ_1 和 κ_2 为估计系数, $\theta_{i,t}$ 为残差。

以上主要变量的定义和计算方法见表 1。

4 实证结果和分析

4.1 描述性统计和差异检验

表 2 给出交叉上市企业与非交叉上市企业中主要变量的描述性统计结果。从 ABS_DACC 、 REM 、 $abCFO$ 、 $abPROD$ 和 $abDISEXP$ 的统计数据可以看出,交叉上市企业与非交叉上市企业有不同程度的盈余管理,在 $LNSIZE$ 、 LEV 、 BM 等方面均表现为交叉上市企业均值和中位数大于非交叉上市企业,符合交叉上市企业多为大型国有或国有控股企业的事实。

通过 Jarque-Bera 统计量检验可知,盈余管理变量非正态分布,故采用 Wilcoxon 秩和检验及 Kruskal-Wallis H 检验两种非参数检验方法检验交叉上市企业与非交叉上市企业盈余管理水平的差异,检验结果见表 3。Wilcoxon 秩和检验结果表明,交叉上市企业与非交叉上市企业在 ABS_DACC 、 $abCFO$ 和 $abPROD$ 上均存在显著差异; Kruskal-Wallis H 检验结果显示, ABS_DACC 、 $abCFO$ 和 $abPROD$ 检验结果的显著性水平均小于 5%,说明交叉上市企业与非交叉上市企业在 ABS_DACC 、 $abCFO$ 和 $abPROD$ 上均存在显著差异。出现以上结果的主要原因是由于交叉上市改变了企业所处的外部环境,导致其盈余管理方式发生变化。

表 4 给出主要变量 Pearson 相关性检验结果。Panel A 为全样本 Pearson 相关性检验结果,由 Panel A 可知, $Cross$ 与 ABS_DACC 相关系数为 -0.030,在 1% 的水平上显著,初步说明交叉上市能够抑制公司应计盈余管理。 $Cross$ 与 REM 相关系数为 0.004,不显著,但 $Cross$ 与 $abCFO$ 、 $abPROD$ 的相关系数均显著为正,初步说明交叉上市企业的真实盈余管理水平显著区别于

表1 主要变量的定义和计算方法
Table 1 Definition and Computation Method of the Main Variables

变量	变量名称	计算方法
<i>TACC</i>	总应计利润	净利润 - 经营活动现金流净额
<i>DACC</i>	操控性应计利润	(1) 式分年度、分行业回归残差
ΔREC	应收账款变动额	当期应收账款 - 上期应收账款
<i>PPE</i>	固定资产原值	来自国泰安数据库
<i>CFO</i>	经营活动现金流净额	来自国泰安数据库
<i>PROD</i>	产品成本	营业成本 + 存货变动额
<i>DISEXP</i>	酌量性费用	销售费用 + 管理费用
<i>Sale</i>	销售收入	来自国泰安数据库的营业收入
$\Delta Sale_{i,t}$	销售收入变动额	当期销售收入 - 上期销售收入
$\Delta Sale_{i,t-1}$	上期销售收入变动额	上期销售收入 - 其前一期销售收入
$A_{i,t-1}$	年初总资产	来自于国泰安数据库
因变量		
<i>ABS_DACC</i>	应计盈余管理水平	<i>DACC</i> 的绝对值
<i>DACC > 0</i>	正向应计盈余管理水平	正的 <i>DACC</i>
<i>DACC < 0</i>	负向应计盈余管理水平	负的 <i>DACC</i>
<i>abCFO</i>	异常现金流	(2) 式分年度、分行业回归残差
<i>abPROD</i>	异常产品成本	(3) 式分年度、分行业回归残差
<i>abDISEXP</i>	异常酌量性费用	(4) 式分年度、分行业回归残差
<i>REM</i>	真实盈余管理总计	$REM = abPROD - abCFO - abDISEXP$
自变量		
<i>Cross</i>	交叉上市虚拟变量	若为 A + H、A + B、A + H + N 交叉上市企业, <i>Cross</i> 取值为 1, 否则取值为 0
<i>CL_AB</i>	A + B 交叉上市虚拟变量	企业为 A + B 交叉上市, <i>CL_AB</i> 取值为 1, 否则取值为 0
<i>CL_AHN</i>	A + H + N 交叉上市虚拟变量	企业为 A + H + N 交叉上市, <i>CL_AHN</i> 取值为 1, 否则取值为 0
控制变量		
<i>LNSIZE</i>	企业规模	当期总资产的对数
<i>LEV</i>	资产负债率	$\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$
<i>GS</i>	销售收入增长率	$\frac{\text{当期销售收入} - \text{上期销售收入}}{\text{上期销售收入}}$
<i>BM</i>	账值市值比	$\frac{\text{净资产}}{\text{市值}}$
<i>Dual</i>	董事长和总经理两职兼任虚拟变量	董事长和总经理两职兼任, <i>Dual</i> 取值为 1, 否则取值为 0
<i>SAL</i>	管理层薪酬	$\frac{\text{董事、监事及高管年薪总额}}{\text{总资产}}$
<i>Top5</i>	前五大股东持股比例	来自国泰安数据库
<i>ROA</i>	资产收益率	$\frac{\text{净利润}}{\text{总资产}}$
<i>Big4</i>	四大审计虚拟变量	审计单位为四大, <i>Big4</i> 取值为 1, 否则取值为 0
<i>YEAR</i>	年度控制变量	
<i>IND</i>	行业控制变量	

表2 主要变量描述性统计结果
Table 2 Results of Descriptive Statistics
of Main Variables

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
Panel A: 非交叉上市样本统计						
<i>ABS_DACC</i>	12 395	0.079	0.092	0.000002	0.581	0.051
<i>REM</i>	12 395	-0.219	0.330	-1.741	0.539	-0.165
<i>abCFO</i>	12 395	0.060	0.110	-0.291	0.397	0.054
<i>abPROD</i>	12 395	-0.105	0.187	-1.011	0.392	-0.080
<i>abDISEXP</i>	12 395	0.053	0.089	-0.065	0.468	0.029
<i>LNSIZE</i>	12 395	21.777	1.176	19.081	25.714	21.674
<i>LEV</i>	12 395	0.481	0.221	0.055	1.141	0.486
<i>GS</i>	12 395	0.217	0.594	-0.648	4.345	0.121
<i>BM</i>	12 395	0.399	0.258	-0.043	1.336	0.344
<i>Dual</i>	12 395	0.196	0.397	0	1	0
<i>SAL</i>	12 395	0.002	0.002	0.0003	0.008	0.001
<i>Top5</i>	12 395	50.602	15.345	17.243	87.641	50.936
<i>ROA</i>	12 395	0.035	0.061	-0.239	0.211	0.033
<i>Big4</i>	12 395	0.030	0.169	0	1	0
Panel B: 交叉上市样本统计						
<i>ABS_DACC</i>	1 016	0.069	0.087	0.000004	0.581	0.042
<i>REM</i>	1 016	-0.214	0.336	-1.741	0.539	-0.147
<i>abCFO</i>	1 016	0.067	0.109	-0.291	0.397	0.067
<i>abPROD</i>	1 016	-0.093	0.186	-1.011	0.392	-0.061
<i>abDISEXP</i>	1 016	0.052	0.090	-0.065	0.468	0.030
<i>LNSIZE</i>	1 016	22.932	1.784	19.081	25.714	22.856
<i>LEV</i>	1 016	0.547	0.209	0.055	1.141	0.546
<i>GS</i>	1 016	0.147	0.503	-0.648	4.345	0.089
<i>BM</i>	1 016	0.492	0.341	-0.043	1.336	0.432
<i>Dual</i>	1 016	0.132	0.339	0	1	0
<i>SAL</i>	1 016	0.001	0.001	0.000003	0.008	0.0006
<i>Top5</i>	1 016	57.742	19.616	17.243	87.641	55.760
<i>ROA</i>	1 016	0.033	0.063	-0.239	0.211	0.033
<i>Big4</i>	1 016	0.394	0.489	0	1	0

表3 非参数检验结果
Table 3 Test Results of Nonparametric

变量	Wilcoxon 秩和检验			Kruskal-Wallis H 检验	
	交叉上市 样本的 中位数	非交叉 上市样本 的中位数	z 值	χ^2	p 值
<i>ABS_DACC</i>	0.042	0.051	4.874***	23.759***	0.0001
<i>REM</i>	-0.147	-0.165	-1.183	1.400	0.237
<i>abCFO</i>	0.067	0.054	-2.467**	6.082**	0.014
<i>abPROD</i>	-0.061	-0.080	-3.040***	9.238***	0.002
<i>abDISEXP</i>	0.030	0.029	0.847	0.717	0.397

注:***为在1%的水平上显著,**为在5%的水平上显著,下同。

非交叉上市企业。*SAL*与*ABS_DACC*的相关系数在10%的水平上显著为正,*Top5*与*ABS_DACC*的相关系数在1%的水平上显著为正,而*SAL*与*REM*的相关系数、*Top5*与*REM*的相关系数均在1%的水平上显著为负,说明管理层薪酬越高、股权越集中,公司越倾向于采用应计盈余管理,减少真实盈余管理。*REM*与*abCFO*、*abPROD*、*abDISEXP*的相关系数分别为-0.696、0.942、-0.789,且均在1%的水平上显著,符合本研究中*REM*的计算方法,即 $REM = abPROD - abCFO - abDISEXP$,虽然相关系数较大,但由于它们均分别作为模型(2)式~(4)式的因变量,因此其相关性不影响模型回归结果。除此之外,每个模型中主要自变量间相关系数的绝对值均不超过0.500,说明自变量之间不存在严重的共线性问题。Panel B为交叉上市样本Pearson相关性检验结果,由Panel B可知,*CL_AB*与*ABS_DACC*、*REM*的相关系数均显著为正,而*CL_AHN*与*REM*的相关系数显著为负,初步说明交叉上市企业的上市地对其盈余管理行为有显著影响,发行A+H+N股的企业真实盈余管理水平最低。Panel B中*LNSIZE*与*CL_AB*的相关系数为-0.572,并且在1%的水平上显著,*Top5*与*CL_AB*的相关系数为-0.700,且在1%的水平上显著,说明*LNSIZE*和*Top5*均与*CL_AB*中度负相关,模型(6)式中可能存在多重共线性。由于*CL_AB*为模型(6)式的主要自变量,*LNSIZE*、*Top5*与*CL_AB*中度负相关可能会导致*CL_AB*回归结果不准确,因此,在回归时要消除多重共线性。

4.2 多元回归分析

表5给出控制年度和行业后模型(5)式的OLS回归结果,当因变量为*ABS_DACC*时,*Cross*的系数为-0.006,并且在10%的水平上显著,表明交叉上市企业管理层通过应计方式操控盈余的活动显著减少,即交叉上市对企业应计盈余管理具有显著的抑制作用。将*DACC*按符号划分,当因变量为*DACC*>0时,*Cross*的系数为-0.011,并且在10%的水平上显著,表

表4 Pearson相关性检验结果
Table 4 Test Results of Pearson Correlation

Panel A:全样本															
	<i>ABS_DACC</i>	<i>REM</i>	<i>abCFO</i>	<i>abPROD</i>	<i>abDISEXP</i>	<i>Cross</i>	<i>LNSIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>GS</i>	<i>BM</i>	<i>Dual</i>	<i>SAL</i>	<i>Top5</i>	<i>ROA</i>	<i>Big4</i>
<i>ABS_DACC</i>	1.000														
<i>REM</i>	-0.107 ***	1.000													
<i>abCFO</i>	-0.118 ***	-0.696 ***	1.000												
<i>abPROD</i>	-0.138 ***	0.942 ***	-0.495 ***	1.000											
<i>abDISEXP</i>	0.170 ***	-0.789 ***	0.336 ***	-0.701 ***	1.000										
<i>Cross</i>	-0.030 ***	0.004	0.017 *	0.017 **	-0.001	1.000									
<i>LNSIZE</i>	-0.062 ***	-0.058 ***	0.152 ***	-0.019 **	-0.026 ***	0.246 ***	1.000								
<i>LEV</i>	0.151 ***	0.097 ***	-0.082 ***	0.101 ***	-0.060 ***	0.035 ***	-0.020 **	1.000							
<i>GS</i>	0.055 ***	-0.045 ***	-0.031 ***	-0.048 ***	0.046 ***	-0.003	-0.002	0.002	1.000						
<i>BM</i>	-0.161 ***	0.110 ***	-0.007	0.119 ***	-0.154 ***	0.068 ***	0.463 ***	-0.213 ***	-0.002	1.000					
<i>Dual</i>	0.007	-0.011	-0.046 ***	-0.024 ***	0.053 ***	-0.043 ***	-0.146 ***	-0.031 ***	-0.002	-0.078 ***	1.000				
<i>SAL</i>	0.015 *	-0.073 ***	-0.059 ***	-0.099 ***	0.145 ***	-0.082 ***	-0.351 ***	0.039 ***	-0.004	-0.323 ***	0.121 ***	1.000			
<i>Top5</i>	0.028 ***	-0.152 ***	0.133 ***	-0.147 ***	0.078 ***	0.124 ***	0.282 ***	-0.074 ***	0.008	0.085 ***	-0.025 ***	-0.116 ***	1.000		
<i>ROA</i>	0.025 ***	-0.019 **	0.0004	-0.030 ***	0.014	0.002	-0.013	-0.257 ***	0.000	0.056 ***	0.015 *	0.021 **	0.005	1.000	
<i>Big4</i>	-0.046 ***	-0.034 ***	0.085 ***	-0.011	0.001	0.415 ***	0.381 ***	0.010	-0.003	0.146 ***	-0.065 ***	-0.144 ***	0.159 ***	0.002	1.000

Panel B:交叉上市样本																
	<i>ABS_DACC</i>	<i>REM</i>	<i>abCFO</i>	<i>abPROD</i>	<i>abDISEXP</i>	<i>LNSIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>GS</i>	<i>BM</i>	<i>Dual</i>	<i>SAL</i>	<i>Top5</i>	<i>ROA</i>	<i>Big4</i>	<i>CL_AB</i>	<i>CL_AHN</i>
<i>ABS_DACC</i>	1.000															
<i>REM</i>	-0.096 ***	1.000														
<i>abCFO</i>	-0.089 ***	0.771 ***	1.000													
<i>abPROD</i>	-0.121 ***	0.950 ***	-0.613 ***	1.000												
<i>abDISEXP</i>	0.146 ***	-0.712 ***	0.336 ***	-0.609 ***	1.000											
<i>LNSIZE</i>	-0.191 ***	-0.120 ***	0.324 ***	-0.083 ***	-0.129 ***	1.000										
<i>LEV</i>	0.240 ***	0.071 **	-0.080 **	-0.070 **	-0.018	-0.109 ***	1.000									
<i>GS</i>	0.110 ***	-0.060 *	0.020	-0.088 ***	0.019	-0.028	0.003	1.000								
<i>BM</i>	-0.190 ***	0.034	0.090 ***	0.042	-0.149 ***	0.445 ***	-0.512 ***	-0.032	1.000							
<i>Dual</i>	0.040	0.066 **	-0.122 ***	0.023	-0.037	-0.178 ***	-0.040	-0.018	-0.042	1.000						
<i>SAL</i>	0.191 ***	0.113 ***	-0.274 ***	0.074 **	0.095 ***	-0.686 ***	0.332 ***	-0.019	-0.437 ***	0.164 ***	1.000					
<i>Top5</i>	-0.093 ***	-0.118 ***	0.250 ***	-0.098 ***	-0.059 *	0.538 ***	-0.086 ***	-0.003	0.165 ***	-0.220 ***	-0.343 ***	1.000				
<i>ROA</i>	0.172 ***	-0.078 **	0.007	-0.066 **	0.156 ***	-0.041	0.001	0.010	-0.007	-0.016	0.140 ***	-0.048	1.000			
<i>Big4</i>	-0.152 ***	-0.068 **	0.238 ***	-0.039	-0.102 ***	0.580 ***	-0.045	-0.035	0.186 ***	-0.165 ***	-0.364 ***	0.385 ***	0.006	1.000		
<i>CL_AB</i>	0.114 ***	0.063 **	-0.162 ***	0.047	0.041	-0.572 ***	0.034	0.033	-0.186 ***	0.046	0.355 ***	-0.700 ***	-0.011	-0.388 ***	1.000	
<i>CL_AHN</i>	-0.048	-0.071 **	0.191 ***	-0.050	-0.064 **	0.372 ***	-0.005	-0.011	0.049	-0.017	-0.175 ***	0.334 ***	0.022	0.264 ***	-0.327 ***	1.000

注:*为在10%的水平上显著,下同。

表5 模型(5)式的回归结果
Table 5 Regression Results of Model (5)

自变量	因变量						
	<i>ABS_DACC</i>	<i>DACC > 0</i>	<i>DACC < 0</i>	<i>REM</i>	<i>abCFO</i>	<i>abPROD</i>	<i>abDISEXP</i>
<i>Cross</i>	-0.006* (-1.843)	-0.011* (-1.802)	0.008*** (2.887)	0.043*** (3.701)	-0.016*** (-4.377)	0.026*** (4.008)	-0.0002 (-0.070)
<i>LNSIZE</i>	0.0009 (0.647)	0.002 (0.885)	0.002** (2.061)	-0.060*** (-10.314)	0.019*** (11.789)	-0.027*** (-7.943)	0.013*** (10.088)
<i>LEV</i>	0.014*** (3.715)	0.078*** (7.974)	-0.022*** (-4.894)	0.062*** (3.025)	-0.016*** (-3.142)	0.035*** (2.865)	-0.011*** (-2.803)
<i>GS</i>	0.000004*** (7.433)	0.000004*** (7.545)	0.008*** (2.571)	-0.00001*** (-6.600)	-0.000003*** (-8.647)	-0.000008*** (-6.645)	0.000004*** (6.992)
<i>BM</i>	-0.040*** (-4.671)	-0.071*** (-8.601)	0.025*** (7.352)	0.181*** (7.196)	-0.035*** (-6.019)	0.100*** (6.946)	-0.045*** (-7.453)
<i>Dual</i>	0.003 (1.434)	0.004 (1.210)	-0.003* (-1.855)	-0.007 (-0.998)	-0.004 (-1.588)	-0.006 (-1.522)	0.005*** (2.576)
<i>SAL</i>	0.582 (0.554)	0.497 (0.351)	-0.527 (-0.800)	-9.155** (-2.474)	1.351 (1.330)	-4.871** (-2.228)	2.173*** (3.055)
<i>Top5</i>	0.0004*** (6.641)	0.0009*** (8.898)	-0.00006 (-1.402)	-0.003*** (-13.448)	0.0006*** (9.095)	-0.002*** (-13.226)	0.0005*** (10.184)
<i>ROA</i>	0.005*** (2.906)	0.006*** (3.186)	0.379*** (23.428)	0.006 (1.273)	-0.002** (-2.192)	0.001 (0.532)	-0.001 (-1.197)
<i>Big4</i>	-0.014*** (-4.034)	-0.028*** (-4.844)	-0.009*** (-3.100)	0.0004 (0.025)	0.012*** (2.829)	0.008 (1.010)	-0.0002 (-0.061)
常数项	0.062** (1.962)	-0.001 (-0.033)	-0.129*** (-5.605)	1.200*** (10.289)	-0.355*** (-10.624)	0.546*** (8.073)	-0.257*** (-10.074)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.094	0.118	0.297	0.238	0.169	0.201	0.303
样本量	13 411	6 715	6 696	13 411	13 411	13 411	13 411

注:括号内数据为*t*值,下同。

明交叉上市能够显著抑制企业的正向应计盈余管理;当因变量为 *DACC < 0* 时, *Cross* 的系数为 0.008, 并且在 1% 的水平上显著, 表明交叉上市能够显著抑制企业的负向应计盈余管理。当因变量为 *REM* 时, *Cross* 的系数为 0.043, 且在 1% 的水平上显著, 表明交叉上市企业管理层通过真实交易活动操控盈余的动机增强, 即交叉上市显著提高企业真实盈余管理水平。以上结果表明, 当交叉上市企业面临更严格的外部环境时, 管理层倾向于减少应计盈余管理, 转而增加更为隐蔽的真实盈余管理, H_1 得到验证。当因变量为 *abCFO* 时, *Cross* 的系数为 -0.016, 且在 1% 的水平上显著, 说明交叉上市企业异常现金流显著低于非交

叉上市企业; 当因变量为 *abPROD* 时, *Cross* 的系数为 0.026, 且在 1% 的水平上显著, 说明交叉上市企业异常产品成本显著高于非交叉上市企业; 当因变量为 *abDISEXP* 时, *Cross* 的系数为 -0.0002, 但不显著, 说明交叉上市企业与非交叉上市企业的异常酌量性费用没有显著差异。以上结果表明, 交叉上市企业与非交叉上市企业费用操控没有显著差异, 但交叉上市企业采用了更多的销售操控和成本操控来增加企业利润, 导致其真实盈余管理水平高于非交叉上市企业。

此外, 由回归结果可知, 当因变量为 *ABS_DACC* 时, *Top5* 的系数为 0.0004, 在 1% 的水平上显著。当因变量为 *REM* 时, *Top5* 的系数为 -0.003, 在 1% 的水平上

表6 模型(6)式的回归结果
Table 6 Regression Results of Model (6)

自变量	因变量						
	<i>ABS_DACC</i>	<i>DACC > 0</i>	<i>DACC < 0</i>	<i>REM</i>	<i>abCFO</i>	<i>abPROD</i>	<i>abDISEXP</i>
<i>CL_AB</i>	0.007 (1.134)	0.010 (0.692)	-0.006 (-1.331)	0.012 (0.536)	0.003 (0.406)	0.015 (1.269)	-0.0008 (-0.127)
<i>CL_AHN</i>	0.007 (0.749)	-0.006 (-0.250)	-0.009 (-1.095)	-0.092*** (-2.827)	0.030** (2.302)	-0.036** (-1.998)	0.026*** (4.435)
<i>LEV</i>	0.019*** (7.417)	0.019*** (3.956)	-0.002 (-0.394)	-0.023** (-2.173)	0.009** (2.412)	-0.007 (-1.148)	0.003 (1.257)
<i>GS</i>	0.004** (2.109)	0.009** (2.093)	0.001* (1.776)	-0.009* (-1.727)	0.001 (1.166)	-0.007** (-2.089)	0.0009 (0.744)
<i>BM</i>	-0.003 (-0.251)	-0.031 (-1.490)	0.0001 (0.027)	-0.022 (-1.515)	0.024*** (3.421)	-0.002 (-0.233)	-0.005 (-1.284)
<i>Dual</i>	0.008 (0.871)	0.020 (1.178)	0.012 (1.612)	0.019 (0.689)	-0.011 (-1.170)	-0.008 (-0.476)	-0.015** (-1.983)
<i>SAL</i>	2.793*** (3.259)	2.027 (1.493)	1.609 (0.709)	16.245*** (2.691)	-5.828*** (-3.681)	5.159 (1.344)	-2.636*** (-2.617)
<i>ROA</i>	0.045*** (6.483)	0.050*** (4.609)	0.255*** (4.587)	-0.083* (-1.737)	-0.008 (0.457)	-0.034 (-1.224)	0.039*** (9.737)
<i>Big4</i>	-0.010* (-1.680)	-0.019 (-1.479)	-0.006 (-1.217)	-0.046** (-2.091)	0.037*** (5.029)	-0.012 (-0.972)	-0.00007 (-0.014)
常数项	0.063*** (4.182)	0.093*** (3.967)	-0.207*** (-16.649)	0.110** (2.464)	-0.073*** (-4.549)	0.038 (1.462)	-0.003 (-0.230)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R²</i>	0.244	0.319	0.377	0.383	0.360	0.321	0.488
样本量	1 016	442	574	1 016	1 016	1 016	1 016

显著, *SAL*的系数为-9.155,在5%的水平上显著。说明企业内部治理水平是影响盈余管理的重要因素,企业股权越集中,管理层薪酬越高,管理层越倾向于减少损害企业长期价值的真实盈余管理,选择更为温和的应计盈余管理。

表6给出控制年度和行业后模型(6)式的OLS回归结果,*LNSIZE*和*Top5*由于存在严重的多重共线性被剔除。由表6可知,*CL_AB*对所有因变量的影响均不显著,即发行A+B股的企业与发行A+H股的企业盈余管理水平没有显著差别, H_{2a} 没有得到验证。因变量为*ABS_DACC*时,*CL_AHN*的系数为0.007,因变量为*DACC > 0*时,*CL_AHN*的系数为-0.006,因变量为*DACC < 0*时,*CL_AHN*的系数为-0.009,以上系数均不显著;因变量为*REM*时,*CL_AHN*的系数为-0.092,在1%的水平上显著,因此,发行A+H+N股的企业应计

盈余管理水平与发行A+H股的企业无异,而真实盈余管理水平显著低于发行A+B、A+H股的企业, H_{2b} 得到验证。由表6后3列可知,发行A+H+N股的企业与发行A+B、A+H股的企业真实盈余管理水平的区别具体表现在:发行A+H+N股的企业能显著提高*abCFO*,减少销售操控;显著降低*abPROD*,减少成本操控;显著增加*abDISEXP*,减少费用操控。

由于发行A+B、A+H、A+H+N股的企业境外投资者均由机构投资者占主导地位,故3类企业面临相似的投资者监督。因此,本研究认为发行A+H+N股的企业与发行A+H、A+B股的企业真实盈余管理水平存在差异的主要原因在于美国资本市场中强大的法律监管力量发挥了捆绑作用,使发行A+H+N股的企业虽然存在由应计盈余管理向真实盈余管理手段的转换,但其真实盈余管理程度大受限制。而发

行A+H、A+B股的企业应计盈余管理与真实盈余管理水平均没有显著差别,究其原因,本研究认为与纯A股上市企业相比,发行A+B、A+H股的企业盈余管理方式的改变主要是源于更有效的投资者监督效应,发行A+H股的企业面临香港更严格的法律监管没有发挥捆绑作用,否则发行A+H股的企业真实盈余管理水平应低于发行A+B股的企业,这一结论与沈红波等^[23]的研究一致。

5 稳健性检验

5.1 倾向得分匹配法

交叉上市企业多为行业内的大型国有企业,研究交叉上市企业盈余管理行为,存在潜在的样本选择偏差,如果不能控制这个问题,前文的系数估计可能存在偏误。

为处理样本选择偏差问题,本研究选择倾向得分匹配法进一步检验。倾向得分匹配法可以将多个维度的信息浓缩成一个得分因子,进而将交叉上市企业和与其特征相近的非交叉上市企业进行匹配,得出交叉上市对企业盈余管理的净影响。匹配方法中最常用的4种方法是最近邻域匹配法、极半径匹配法、核匹配法和分层匹配法,核匹配法在有效匹配的同时不会损失样本,因此在交叉上市样本较少的情况下,本研究采用核匹配法,以保证研究结果的可靠性。核匹配法是整体匹配法,对交叉上市企业进行核匹配时需要将所有未交叉上市样本进行加权,从而得到一个用来配对的虚体企业。加权过程中,各样本的权重根据其交叉上市企业的倾向性得分之差确定,差值越小,该样本权重越大。因此,在核匹配法中,实际用来配对的并非真实企业,而是通过特定方法得到的虚体企业,其所对应的盈余管理水平是各非交叉上市企业盈余管理水平的加权平均值。本研究首先估算企业交叉上市的倾向性得分(PS),即

$$PS(z) = Pr[Cross = 1 | z] = E[Cross | z] \quad (7)$$

其中, z 为影响企业是否交叉上市的因素,包括 $LNSIZE$ 、 LEV 、 GS 、 BM 、 $Dual$ 、 SAL 、 $Top5$ 、 ROA 、 $Big4$ 、 $YEAR$ 、 IND 。根据(7)式计算出PS后,计算交叉上市平均处理效应。

核匹配法对应的交叉上市平均处理效应(ATT)的估算公式为

$$ATT = \frac{1}{N^T} \sum_{i \in T} \left[\ln y_i^T - \frac{\sum_{j \in C} \ln y_j^C G\left(\frac{PS_j - PS_i}{h_n}\right)}{\sum_{k \in C} G\left(\frac{PS_k - PS_i}{h_n}\right)} \right] \quad (8)$$

其中, T 为交叉上市样本组, C 为未交叉上市样本组,下标 i, j, k 均为企业; N^T 为交叉上市样本数量; y 为盈余管理水平; h_n 为带宽参数,决定进入匹配范围的企业数量; $G(\cdot)$ 为高斯核函数,决定了各匹配企业盈余管理水平的权重。

表7给出ATT的估计值及其显著程度。由表7可

知,核匹配后盈余管理水平在交叉上市企业与非交叉上市企业间存在显著差异,交叉上市企业的 ABS_DACC 在5%的显著性水平上小于非交叉上市企业,但其 REM 在5%的显著性水平上大于非交叉上市企业。就真实盈余管理具体手段而言,交叉上市企业的 $abCFO$ 在1%的显著性水平上小于非交叉上市企业, $abPROD$ 在5%的显著性水平上大于非交叉上市企业,而 $abDISEXP$ 与非交叉上市企业无显著差别。倾向得分匹配法的检验结果表明,与非交叉上市企业相比,交叉上市企业减少了应计盈余管理,通过增加销售操控和成本操控增加了真实盈余管理,与前文的结论一致,支持 H_1 。这说明虽然本研究存在样本选择偏差问题,但交叉上市对企业盈余管理的影响仍然显著存在。

表7 倾向得分匹配法的结果

Table 7 Results of PSM

变量	均值差额 (交叉上市组 - 非交叉上市组)	标准差	t 值
ABS_DACC	-0.009	0.004	-2.398**
REM	0.030	0.014	2.182**
$abCFO$	-0.012	0.005	-2.747***
$abPROD$	0.017	0.008	2.189**
$abDISEXP$	-0.0008	0.004	-0.206

5.2 基于应计盈余管理的稳健性检验

前文通过修正的Jones模型度量应计盈余管理水平,为了检验结果的可靠性,在此继续采用Jones模型度量应计盈余管理水平,此处的Jones模型只考虑销售收入的变动,不考虑管理层对赊销的操控。Jones模型为

$$\frac{TACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \tau_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \tau_2 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \tau_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + o_{i,t} \quad (9)$$

其中, $\tau_1 \sim \tau_3$ 为估计系数, $o_{i,t}$ 为残差。

模型(9)式采用分年度、分行业的OLS回归,回归残差即为操控性应计利润,记为 $DACC'$ 。借鉴前文 $DACC$ 的处理方法,分别采用 ABS_DACC' 、 $DACC' > 0$ 和 $DACC' < 0$ 衡量应计盈余管理水平。经Jones模型估计后,全样本中 $DACC' > 0$ 的样本量为7563个公司年, $DACC' < 0$ 的样本量为5848个公司年;交叉上市样本中 $DACC' > 0$ 的样本量为520个公司年, $DACC' < 0$ 的样本量为496个公司年。分别将 ABS_DACC' 和 $DACC' > 0$ 、 $DACC' < 0$ 代入模型(5)式和模型(6)式进行控制年度和行业的OLS回归,回归结果见表8。

模型(5)式的回归结果列示于表8的第2列~第4列,结果表明,当因变量为 ABS_DACC' 时, $Cross$ 系数为

-0.008,在5%的水平上显著;当因变量为 $DACC' > 0$ 时, $Cross$ 系数为 -0.012,在10%的水平上显著;当因变量为 $DACC' < 0$ 时, $Cross$ 系数为0.007,在5%的水平上显著。以上结果表明,交叉上市能够抑制公司应计盈余管理,与前文结论一致。模型(6)式的回归结果列示于表8的第5列~第7列,结果表明,对于3个因变量, CL_{AB} 和 CL_{AHN} 的系数均不显著,说明发行A

+H、A+B、A+H+N股的企业应计盈余管理没有显著区别,与前文结论一致。

5.3 其他稳健性检验

借鉴LANG et al.^[17]度量盈余质量的方法,本研究通过检验盈余平滑度、盈余管理、及时确认损失3种方法进一步检验交叉上市企业与非交叉上市企业盈余质量的差别。

表8 模型(5)式和模型(6)式的回归结果
Table 8 Regression Results of Model (5) and Model (6)

自变量	模型(5)式			模型(6)式		
	<i>ABS_DACC'</i>	<i>DACC' > 0</i>	<i>DACC' < 0</i>	<i>ABS_DACC'</i>	<i>DACC' > 0</i>	<i>DACC' < 0</i>
<i>Cross</i>	-0.008** (-2.112)	-0.012* (-1.865)	0.007** (2.331)			
<i>CL_AB</i>				0.006 (0.886)	0.004 (0.338)	-0.005 (-0.994)
<i>CL_AHN</i>				0.006 (0.588)	-0.017 (-0.834)	-0.011 (-1.301)
<i>LNSIZE</i>	0.002 (1.368)	0.004* (1.903)	0.003*** (3.116)			
<i>LEV</i>	0.014*** (3.871)	0.024*** (2.945)	-0.025*** (-4.810)	0.014*** (4.604)	0.010** (2.006)	-0.001 (-0.239)
<i>GS</i>	0.000005*** (7.625)	0.000005*** (7.821)	0.0006 (1.252)	0.004* (1.721)	0.004* (1.718)	0.020 (1.593)
<i>BM</i>	-0.049*** (-5.227)	-0.082*** (-10.132)	0.027*** (7.324)	-0.011 (-0.922)	-0.042** (-1.994)	0.003 (0.604)
<i>Dual</i>	0.004* (1.885)	0.007** (2.006)	-0.001 (-0.738)	0.008 (0.758)	0.023 (1.315)	0.010 (1.249)
<i>SAL</i>	-0.540 (-0.514)	-3.237* (-1.713)	-1.726*** (-6.292)	3.509*** (3.274)	3.295** (2.025)	-0.378 (-0.165)
<i>Top5</i>	0.0005*** (7.332)	0.0009*** (8.276)	-0.0001** (-2.249)			
<i>ROA</i>	0.008*** (3.964)	0.009*** (3.892)	0.397*** (23.226)	0.059*** (7.863)	0.064*** (5.494)	0.245*** (4.000)
<i>Big4</i>	-0.016*** (-4.437)	-0.029*** (-4.927)	-0.008** (-2.514)	-0.011* (-1.683)	-0.021* (-1.768)	-0.008 (-1.448)
常数项	0.038 (1.172)	-0.031 (-0.631)	-0.159*** (-6.670)	0.085*** (6.311)	0.072** (2.512)	-0.182*** (-14.467)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.092	0.112	0.324	0.251	0.298	0.441
样本量	13 411	7 563	5 848	1 016	520	496

(1) 盈余平滑度。本研究采用模型(10)式检验净利润的波动性,波动性用模型残差的方差表示,波动性越小,净利润越平滑,企业进行盈余管理的可能性越大。

$$\frac{\Delta NI_{i,t}}{A_{i,t}} = \gamma_0 + \gamma_1 LNSIZE_{i,t} + \gamma_2 LEV_{i,t} + \gamma_3 GS_{i,t} + \gamma_4 GE_{i,t} + \gamma_5 GD_{i,t} + \gamma_6 AssetTurnover_{i,t} + d_{i,t} \quad (10)$$

其中, ΔNI 为本期净利润与上期净利润之差,用当期总资产平减; GE 为股权发行频率,用所有者权益变化率替代; GD 为债务发行频率,用总负债变化率替代; $AssetTurnover$ 为资产周转率,等于销售收入除以总资产; γ_0 为截距项, $\gamma_1 \sim \gamma_6$ 为估计系数, $d_{i,t}$ 为残差。

(2) 盈余管理。管理层更倾向于通过盈余管理报告一个微正的盈余数字,借鉴LANG et al.^[17]的模型为

$$Cross_{i,t} = s_0 + s_1 indicator1_{i,t} + \sum Controls + \xi_{i,t} \quad (11)$$

其中, $indicator1$ 为企业微利虚拟变量,如果企业净利润除以总资产的值在0~0.020之间,即 $\frac{NI}{A} \in (0, 0.020)$,说明企业报告了微正的盈余, $indicator1 = 1$,否则 $indicator1 = 0$; $Controls$ 为控制变量,包括 $LNSIZE$ 、 LEV 、 GS 、 GE 、 GD 、 $AssetTurnover$; s_0 为截距项, s_1 为估计系数, $\xi_{i,t}$ 为残差。

(3) 及时确认损失。在发生重大损失时,若企业不能及时确认损失,而是将其分配到多个期间确认,说明企业存在应计盈余管理。本研究采用模型(12)式检验交叉上市企业是否能及时确认损失,即

$$Cross_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 indicator2_{i,t} + \sum Controls + \eta_{i,t} \quad (12)$$

其中, $indicator2$ 为损失虚拟变量,若 $\frac{NI}{A} < -0.020$,则 $indicator2 = 1$,否则 $indicator2 = 0$; ω_0 为截距项, ω_1 为估计系数, $\eta_{i,t}$ 为残差。

以上3种检验方法的结果见表9。

表9 模型(10)式、(11)式和(12)式的检验结果
Table 9 Test Results of Model (10)、(11)、(12)

检验方法	交叉上市企业	非交叉上市企业	差额
盈余平滑度 - ΔNI 波动性	0.005	2.620	-2.615 ^{***}
盈余管理 - 报告微大于0的盈余 ($indicator1$)		0.527 ^{***}	
损失及时确认 - 报告亏损 ($indicator2$)		0.857 ^{***}	

注:^{***}为在1%水平上显著异于0。

由表9的结果可知,交叉上市企业盈余波动性为0.005,在1%的显著性水平上低于非交叉上市企业的

盈余波动性(2.620),即交叉上市企业的盈余比非交叉上市企业的盈余更为平滑,说明交叉上市企业更有可能进行盈余管理。 $indicator1$ 的系数为0.527,在1%的水平上显著,说明与非交叉上市企业相比,交叉上市企业更倾向于报告微大于0的净利润,即更倾向于进行盈余管理以达到盈余阈值。 $indicator2$ 的系数为0.857,在1%的水平上显著,表明交叉上市企业比非交叉上市企业更愿意报告亏损,即能更及时地确认损失,暗示交叉上市企业应计盈余管理水平低于非交叉上市企业。但由前两种检验可知,交叉上市企业比非交叉上市企业存在更多的盈余管理,由此揭示了交叉上市企业真实盈余管理程度大于非交叉上市企业的证据。以上结果与前文估计一致,更好地验证了交叉上市能够抑制企业应计盈余管理、增加企业真实盈余管理这一结论。

6 结论

本研究实证检验中国新会计准则实施后交叉上市企业盈余管理方式的变化,并探讨交叉上市的上市地对企业盈余管理的影响,通过稳健性检验证明结论的可靠性。研究表明,与纯A股上市企业相比,交叉上市企业会减少应计盈余管理,采用销售操控和产品成本操控两种方式增加真实盈余管理。进一步研究发现,交叉上市的上市地也会对企业盈余管理产生显著影响,即发行A+H股的企业应计盈余管理和真实盈余管理水平均与发行A+B股的企业无显著差异,发行A+H+N股的企业应计盈余管理水平与发行A+H、A+B股的企业无显著差异,但其真实盈余管理水平显著低于发行A+H、A+B股的企业。另外,研究发现在高薪酬和高股权集中度的环境下,企业更倾向于采用较为温和的应计盈余管理,减少损害企业长期价值的真实盈余管理。本研究将真实盈余管理纳入交叉上市研究框架,有助于企业所有利益相关者增强对交叉上市企业真实盈余质量的理解,免受交叉上市“信号示意功能”误导,同时对中国会计制度的完善和中国资本市场的健全有重要的参考价值。

目前,真实盈余管理很难被监管层有效识别,交叉上市虽然有效抑制了易被察觉的应计盈余管理,但未能抑制股票市场催生的真实盈余管理,交叉上市企业会更多地采用损害企业长期价值的真实盈余管理方式进行盈余管理,因此交叉上市企业并不等于“高质量企业”。投资者在做出投资决策时需充分了解企业经营状况,免受交叉上市“信号示意功能”的误导。中国大陆资本市场在法律制度建设、市场监督、投资者保护和企业内部治理等方面还不健全,应进一步完善投资者合法权益保护制度,加强财务造假的监管力度和惩罚力度,不断提高中小投资者保护水平。同时,进一步完善企业内部治理结构和治理机制,减少盈余管理行为,实现交叉上市企业在中外资本市场的长期发展。

本研究的局限性有以下几点:①由于交叉上市

企业数量有限,可供研究的交叉上市样本较少,今后可随交叉上市企业的增多扩大样本量继续研究。②由于样本数量的限制,本研究没有考虑在伦敦、新加坡等地交叉上市的企业,未来在样本量足够的情况下可以加入这方面的研究。③仅考虑了应计盈余管理和真实盈余管理,没有考虑分类转移操控等其他盈余管理方式,未来将围绕这些方面继续开展研究,以期得到更多有意义的结论。

参考文献:

- [1] FERNANDES N. Market liberalizations at the firm level: spillovers from ADRs and implications for local markets. *Journal of International Money and Finance*, 2009, 28(2): 293-321.
- [2] 陈国进,王景. 我国公司A+H交叉上市的溢出效应分析. *南开管理评论*, 2007, 10(4): 36-42.
CHEN Guojin, WANG Jing. The spillover effect analysis of the A and H shares cross-listing firms in China. *Nankai Business Review*, 2007, 10(4): 36-42. (in Chinese)
- [3] MELVIN M, VALERO M. The dark side of international cross-listing: effects on rival firms at home. *European Financial Management*, 2009, 15(1): 66-91.
- [4] 辛清泉,王兵. 交叉上市、国际四大与会计盈余质量. *经济科学*, 2010(4): 96-110.
XIN Qingquan, WANG Bing. Cross listing, big 4 audits and earnings quality. *Economic Science*, 2010(4): 96-110. (in Chinese)
- [5] 李双燕. 交叉上市与盈余管理: 基于以ADR赴美上市企业的证据. *当代经济科学*, 2013, 35(5): 115-123.
LI Shuangyan. Cross listing and surplus management: evidence from the Chinese ADR listed companies in the U.S.. *Modern Economic Science*, 2013, 35(5): 115-123. (in Chinese)
- [6] ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3): 335-370.
- [7] COHEN D A, DEY A, LYS T Z. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 2008, 83(3): 757-787.
- [8] 蔡春,朱荣,谢柳芳. 真实盈余管理研究述评. *经济学动态*, 2011(12): 125-130.
CAI Chun, ZHU Rong, XIE Liufang. A review of real earnings management. *Economic Perspectives*, 2011(12): 125-130. (in Chinese)
- [9] 顾鸣润,杨继伟,余怒涛. 产权性质、公司治理与真实盈余管理. *中国会计评论*, 2012, 10(3): 255-274.
GU Mingrun, YANG Jiwei, YU Nutao. The nature of ownership, corporate governance and real earnings management. *China Accounting Review*, 2012, 10(3): 255-274. (in Chinese)
- [10] 李增福,周婷. 规模、控制人性与盈余管理. *南开管理评论*, 2013, 16(6): 81-94.
LI Zengfu, ZHOU Ting. Firm size, controller properties and earnings management. *Nankai Business Review*, 2013, 16(6): 81-94. (in Chinese)
- [11] 李明辉,杨鑫,刘力涵. 真实盈余管理研究回顾与展望. *证券市场导报*, 2014(11): 37-45.
LI Minghui, YANG Xin, LIU Lihan. The review and outlook of real management research. *Securities Market Herald*, 2014(11): 37-45. (in Chinese)
- [12] COFFEE J C, Jr. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 1999, 93(3): 641-708.
- [13] STULZ R M. Globalization of equity markets and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999, 12(3): 8-25.
- [14] LEVINE R, SCHMUKLER S L. Migration, spillovers, and trade diversion: the impact of internationalization on domestic stock market activity. *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31(6): 1595-1612.
- [15] CABÁN-GARCÍA M T. The impact of securities regulation on the earnings properties of European cross-listed firms. *The International Journal of Accounting*, 2009, 44(3): 279-304.
- [16] LANG M H, LINS K V, MILLER D P. ADRs, analysts, and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value?. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(2): 317-345.
- [17] LANG M, RAEDY J S, WILSON W. Earnings management and cross listing: are reconciled earnings comparable to US earnings?. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(1/2): 255-283.
- [18] SIEGEL J. Can foreign firms bond themselves effectively by renting U. S. securities laws?. *Journal of Financial Economics*, 2005, 75(2): 319-359.
- [19] LAIL B E. Do cross-listers bond to U. S. markets? An examination of earnings quality around SOX. *Advances in Accounting*, 2014, 30(2): 354-366.
- [20] 王亚星,叶玲,杨立. 交叉上市、信息环境与经济后果: 来自A股、H股市场的经验证据. *证券市场导报*, 2012(12): 35-41, 73.
WANG Yaxing, YE Ling, YANG Li. Cross-listing, information environment and economic consequences: the empirical evidence from A and H share market. *Securities Market Herald*, 2012(12): 35-41, 73. (in Chinese)
- [21] 周开国,周铭山. 交叉上市能降低信息不对称

- 吗?:基于AH股的实证分析. 证券市场导报, 2014(12):51-59.
- ZHOU Kaiguo, ZHOU Mingshan. Can cross-listing reduce information asymmetry? On the basis of the empirical study of AH shares. *Securities Market Herald*, 2014(12):51-59. (in Chinese)
- [22] ENG L L, LIN Y C. Accounting quality, earnings management and cross-listings: evidence from China. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 2012, 15(2): 1250009-1-1250009-25.
- [23] 沈红波, 廖冠民, 廖理. 境外上市、投资者监督与盈余质量. 世界经济, 2009, 32(3): 72-81.
- SHEN Hongbo, LIAO Guanmin, LIAO Li. Cross listing investor's supervision and earnings quality. *The Journal of World Economy*, 2009, 32(3): 72-81. (in Chinese)
- [24] 蔡春, 朱荣, 和辉, 等. 盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善: 来自A股特别处理公司的经验证据. 会计研究, 2012(9): 31-39.
- CAI Chun, ZHU Rong, HE Hui, et al. The choice of earnings management methods, hidden behavior and the improvement of condition for the dying firms: empirical evidence from ST listed companies in A-stock market. *Accounting Research*, 2012(9): 31-39. (in Chinese)
- [25] 林永坚, 王志强, 李茂良. 高管变更与盈余管理: 基于应计项目操控与真实活动操控的实证研究. 南开管理评论, 2013, 16(1): 4-14, 23.
- LIN Yongjian, WANG Zhiqiang, LI Maoliang. Executive turnover and earnings management: an empirical test based on accruals and real activities manipulation. *Nankai Business Review*, 2013, 16(1): 4-14, 23. (in Chinese)
- [26] 谢柳芳, 朱荣, 何苦. 退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响: 基于应计与真实盈余管理的分析. 审计研究, 2013(1): 95-102.
- XIE Liufang, ZHU Rong, HE Ku. Effects of the delisting rules on the earnings management behaviors of listed companies in growth enterprises market: based on analysis of accrual and real earnings management. *Auditing Research*, 2013(1): 95-102. (in Chinese)
- [27] 胥朝阳, 刘睿智. 提高会计信息可比性能抑制盈余管理吗?. 会计研究, 2014(7): 50-57.
- XU Chaoyang, LIU Ruizhi. Can accounting comparability reduce earnings management?. *Accounting Research*, 2014(7): 50-57. (in Chinese)
- [28] 蔡春, 谢柳芳, 马可哪呐. 高管审计背景、盈余管理与异常审计收费. 会计研究, 2015(3): 72-78.
- CAI Chun, XIE Liufang, MA Kenana. Manager's audit background, earnings management and abnormal audit fees. *Accounting Research*, 2015(3): 72-78. (in Chinese)
- [29] 陈晓, 戴翠玉. A股亏损公司的盈余管理行为与手段研究. 中国会计评论, 2004, 2(2): 299-310.
- CHEN Xiao, DAI Cuiyu. An empirical analysis on the earnings management of the A-share loss firms. *China Accounting Review*, 2004, 2(2): 299-310. (in Chinese)
- [30] 蔡春, 李明, 和辉. 约束条件、IPO盈余管理方式与公司业绩: 基于应计盈余管理与真实盈余管理的研究. 会计研究, 2013(10): 35-42.
- CAI Chun, LI Ming, HE Hui. Restraint condition, IPO earnings management and corporate performance: viewpoint from accruals and real earnings management. *Accounting Research*, 2013(10): 35-42. (in Chinese)
- [31] 王福胜, 吉姗姗, 程富. 盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究: 基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角. 南开管理评论, 2014, 17(2): 95-106.
- WANG Fusheng, JI Shanshan, CHENG Fu. The effects of earnings management on future operating performance: a comparative perspective between accrual earnings management and real earnings management. *Nankai Business Review*, 2014, 17(2): 95-106. (in Chinese)
- [32] 袁知柱, 王泽燊, 郝文瀚. 机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择. 管理科学, 2014, 27(5): 104-119.
- YUAN Zhizhu, WANG Zeshen, HAO Wenhan. Institutional ownership and the choice between accrual and real earnings management activities. *Journal of Management Science*, 2014, 27(5): 104-119. (in Chinese)
- [33] 缪毅, 管悦. 制度环境与机构投资者治理: 基于真实盈余管理的视角. 证券市场导报, 2014(10): 18-23.
- MIAO Yi, GUAN Yue. Institutional environment and institutional investor's governance from the prospect of real earnings management. *Securities Market Herald*, 2014(10): 18-23. (in Chinese)
- [34] 陈晖丽, 刘峰. 融资融券的治理效应研究: 基于公司盈余管理的视角. 会计研究, 2014(9): 45-52.
- CHEN Huili, LIU Feng. The governance roles of margin trading: a perspective of earnings management. *Accounting Research*, 2014(9): 45-52. (in Chinese)
- [35] 曹森. 交叉上市、治理环境与上市公司超额现金价值. 管理科学, 2012, 25(4): 31-43.
- CAO Sen. Cross-listing, governance environment and the value of excess cash holding of listed companies.

- Journal of Management Science*, 2012, 25(4): 31–43. (in Chinese)
- [36] ALLEN F, QIAN J, QIAN M. Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57–116.
- [37] LANG M, RAEDY J S, YETMAN M H. How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(2): 363–386.
- [38] DECHOW P M, SLOAN R G, SWEENEY A P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 1995, 70(2): 193–225.

Research on Accruals and Real Earnings Management of Cross-listed Companies

JIA Qiaoyu, ZHOU Jianan

School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, China

Abstract: With the increasing liberalization of international capital flows, a growing number of companies choose to cross-list abroad. Thus, the studies on cross-listing are particularly important.

Bonding hypothesis, proposed by scholars, is an important theory to explain the cross-listing motivation. Bonding hypothesis suggests that cross-listing in a location with stringent external environment can constrain the controlling shareholders and management from seeking private gain, inhibit earnings management, and improve a company's earnings quality. However, domestic and international studies on bonding hypothesis using different data and methods did not reach a unanimous conclusion. For instance, there are two opposing views about the relationship between cross-listing and earnings management in China. Some studies show that earnings management in cross-listed companies is less than that in non-cross-listed companies. This supports the bonding hypothesis. Other studies show that the earnings quality of cross-listed companies is not significantly better than that of non-cross-listed companies. Furthermore, most of the studies mentioned above only considered accruals earnings management, ignoring real earnings management. Real earnings management is increasingly widespread because of its strong concealment, accounting flexibility, and so on. We argue that cross-listed companies facing a more stringent external environment prefer to reduce accruals earnings management and increase real earnings management.

The study explores the earnings management of cross-listed companies from the perspective of bonding hypothesis. The study uses an OLS regression to empirically investigate earnings management among companies that are cross-listed in A + H shares, A + B shares, A + H-N shares and those listed only in A shares. The study discusses the influence of cross-listing location on earnings management. Considering both accruals and real earnings management, we adopted the modified Jones and Roychowdhury models to estimate the degree of accruals and real earnings management separately, using samples obtained from companies between 2007 and 2014. Results show that cross-listed companies tend to reduce accruals earnings management, yet the degree of real earnings management is significantly higher than that in companies listed only in A shares. Additionally, there is no significant difference in accruals and real earnings management among companies cross-listed in A + H and A + B shares. The degree of real earnings management in companies cross-listed in A + H + N shares is significantly lower than that in companies cross-listed in A + H and A + B shares. On the other hand, there is no significant difference in accruals earnings management among companies cross-listed in A + H + N, A + H, and A + B shares. Our findings contribute to the understanding of earnings management in cross-listed companies and provide empirical evidence for investors to make their investment decisions.

Keywords: cross-listing; accruals earnings management; real earnings management; diversion effect; bonding hypothesis

Received Date: October 30th, 2015 **Accepted Date:** April 30th, 2016

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71371155)

Biography: JIA Qiaoyu is a Ph. D candidate in the School of Economics and Management at Southwest Jiaotong University. Her research interests cover corporate governance and theoretical and empirical study of accounting. E-mail: jiaqiaoyu2013@163.com

ZHOU Jianan, doctor in management, is a professor in the School of Economics and Management at Southwest Jiaotong University. Her research interests include corporate finance and corporate governance. Her representative paper titled "Good news early, bad news late: the impact of loss aversion" was published in the *Journal of Management Sciences in China* (Issue 6, 2009). E-mail: zjncf76@aliyun.com □