

# 新三板分层制度、市场环境与盈余管理

潘红波, 汪涛, 周颖

(武汉大学经济与管理学院, 湖北武汉, 430072)

**摘要:** 以我国 2013—2017 年的新三板挂牌企业为样本, 通过双重差分模型研究新三板分层制度对企业盈余管理的影响。研究发现: 分层制度实施首年进入创新层的企业, 其盈余管理程度在进入后显著降低, 并且这种效应主要集中于市场化程度与信任程度较高的地区。这说明, 分层制度的实施有助于降低创新层企业的盈余管理程度, 而良好的市场环境可以强化这种效应; 分层制度实施第二年进入创新层的企业, 其盈余管理程度并未显著下降。这表明, 受创新层各项利好的诱惑, 分层制度实施首年未达标企业的盈余管理动机增加, 导致分层制度的负面效应增强, 而正面效应有所减弱。因此, 应进一步优化分层制度改革, 针对性地加强监管, 先试点后推广, 以发挥分层制度的正面效应, 抑制其政策后期非预期的负面效应, 更好地促进中小微企业的发展。

**关键词:** 新三板分层制度; 创新层; 市场环境; 盈余管理; 双重差分

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

开放科学(资源服务)标识码(OSID)



文章编号: 1672-3104(2020)05-0119-14

## 一、引言

截至 2018 年末, 我国中小微企业数量已达到了 1.1 亿, 占全部市场主体的 99.6%, 产出了 60% 以上的 GDP、50% 以上的税收、80% 以上的就业岗位<sup>①</sup>。中小微企业已经成为我国经济总量、税收、就业乃至创新的中坚力量。但是, 融资难、融资贵始终是制约中小微企业发展的首要因素<sup>[1]</sup>。为解决中小微企业融资问题, 优化资源配置效率, 国务院批准设立新三板, 并且相关市场机制改革试验也逐步实施。自国务院决定开始扩容, 新三板迎来跨越式发展。然而, 信息不透明、融资困难等阶段性问题并没有随着新三板挂牌企业数量的快速增长而有效解决<sup>[2-3]</sup>。众多企业

在管理以及发展潜力等方面存在很大的差别, 这不但提高了投资者的决策成本, 也增加了监管机构的监管压力。在此背景下, 全国中小企业股份转让系统有限责任公司发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法(试行)》(以下简称《分层管理办法》), 从 2016 年 6 月 27 日起对挂牌公司实施创新层与基础层的分层管理<sup>②</sup>。《分层管理办法》旨在降低信息不对称程度以解决新三板流动性不足的难题, 筛选和培养优质的新三板代表企业, 带动市场整体发展。2020 年 7 月 27 日, 新三板精选层正式上市, 这是新三板发展的里程碑, 也是进一步深化新三板改革的起点。在此背景下, 分析新三板分层制度实施的影响与效果将对新三板当下及后续全面深化改革具有重要意义。

目前关于新三板分层制度的研究主要集中在

收稿日期: 2020-06-10; 修回日期: 2020-07-10

基金项目: 国家自然科学基金项目“官员交流对地方国企高管治理的影响及其经济后果研究”(71572133); 国家自然科学基金项目“高管个人事项申报、政治风险与国有企业创新投资研究”(71872137)

作者简介: 潘红波, 湖北孝感人, 管理学博士, 武汉大学经济与管理学院教授, 主要研究方向: 公司金融、法与金融、会计信息质量, 联系邮箱: phb@whu.edu.cn; 汪涛, 安徽安庆人, 武汉大学经济与管理学院硕士研究生, 主要研究方向: 企业会计信息质量; 周颖, 湖南武冈人, 武汉大学经济与管理学院博士研究生, 主要研究方向: 制度环境与公司财务

在两个方面：一是分层制度设计的讨论<sup>[3-5]</sup>；二是分层制度实施经济后果的分析。关于新三板分层制度的经济后果，现有研究更多关注于分层制度对股票流动性<sup>[6]</sup>、企业估值<sup>[7]</sup>、融资效率<sup>[8]</sup>、公司治理<sup>[7]</sup>等方面的影响，少有文献涉及分层制度对盈余管理的影响。然而，研究分层制度对企业盈余管理的影响可以为我国新三板分层制度的合理性与有效性提供经验证据。此外，国内外大量的文献从各个层面研究了上市公司盈余管理的问题<sup>[9-11]</sup>，关于非上市公司盈余管理的研究较少<sup>[12]</sup>。但是，占我国全部市场主体比重高达99.6%的中小微企业是非上市公司，研究这些企业的盈余管理问题，对提高资本市场资源配置效率、缓解中小微企业融资难、融资贵的现状具有至关重要的意义。因此，结合新三板分层的制度背景，研究挂牌企业盈余管理具有至关重要的理论价值和现实意义。

新三板分层制度对企业盈余管理行为可能存在正负两个方面的效应。一方面，对政策实施首年进入创新层的企业而言，投资者和监管部门等各界的关注度提升，曝光度增加使其盈余管理行为被发现的风险增大、盈余管理的能力减弱。此外，声誉对优质企业十分重要，盈余管理行为可能给企业带来声誉丧失的风险。同时，首年进入创新层的企业由于时间较短，享受到的政策红利还未彻底实现，使企业盈余管理的动机减弱。在市场化程度和信任度较高的地区，金融市场、投资者法律保护制度更加完善，声誉对企业更加重要，而盈余管理的风险较高。因此，这种正面效应会主要集中于市场化程度和信任度较高的地区。另一方面，从政策实施后的第二年开始，首年进入创新层企业的政策红利开始逐步实现，会引起更多优质投资者的注意，吸引更多优质资本的注入。此时，对未入选创新层的企业而言，具有较大的动机进行盈余管理以跻身创新层。因此，分层制度的负面效应在第二年入选创新层的企业中有所增强，而正面效应有所减弱。

以我国2013—2017年的新三板挂牌企业为样本，本文研究新三板分层制度、市场环境与企业盈余管理之间的关系。本文的研究贡献主要体现在以下几个方面：第一，从盈余管理的视角对

新三板分层制度经济后果的相关研究进行发展和创新。现有的研究重点关注了分层制度对新三板企业股票流动性、企业估值和融资效率等方面的影响<sup>[6-7]</sup>。本文从盈余管理的视角为分层制度的政策合理性和有效性提供了直接的经验证据。第二，丰富和拓展了企业盈余管理的相关研究。关于上市公司盈余管理问题的研究成果较多<sup>[10-11,13]</sup>，而非上市公司盈余管理的研究较少<sup>[12]</sup>。本文结合新三板分层制度的改革背景，研究非上市公司的盈余管理，是对企业盈余管理相关研究的丰富和拓展。第三，丰富和拓展了制度环境的相关研究。政策效果在制度环境不同的地区存在差异<sup>[14]</sup>，本文检验不同制度环境对政策实施效果的影响，发现分层制度改革的正面效应主要集中在市场化程度和信任程度较高的地区，为今后新三板制度改革提供了理论依据。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一) 文献回顾

由于2016年才开始实行新三板分层制度，因此，关于新三板分层制度影响的研究还处于起步阶段。目前关于新三板分层制度的研究主要集中在两个方面。一是关于新三板分层制度设计的讨论。柴瑞娟和朱士玉<sup>[4]</sup>以美国纳斯达克市场分层的演进轨迹为对比，分析了我国新三板分层制度设计的背景，为新三板改革提出了可能有效的改革路径。何牧原和张昀<sup>[3]</sup>从新三板的兴起、制度设计、定位、问题以及发展方向等方面全面总结了新三板的发展，厘清了新三板在多层次资本市场中的定位，指出新三板分层制度仍处于探索和发展的阶段。齐杏发<sup>[5]</sup>研究发现，新三板的发展瓶颈导致优质企业流失、金融诈骗和融资日益困难，其基础性原因在于信息披露缺乏真实性，极大打击了投资者的信心。同时，监管和制度建设的落后使这一问题逐渐变成新三板发展的障碍。因此其建议在新三板现有的分层制度基础上增加精选层，通过改善交易方式、适当降低投资者门槛等措施，提高会计信息质量，提升企业估值水平。

二是关于新三板分层制度实施经济后果的分析。目前的研究尚未得出一致的结论,一部分学者认为,进入创新层虽会促进企业股票流动性和估值的提高,但受限于精力与资本,投资者更加青睐于关注度比较高的股票<sup>[15]</sup>,新三板分层制度可以弥补信息披露的不足,使进入创新层的企业更易获得投资者的关注,进而提高其股票流动性<sup>[6]</sup>,同时,关注度与流动性的提高也改变了股票有价无市的现象,促进了企业估值的提高<sup>[7]</sup>。另一部分学者则认为,分层制度的实施并没有带来公司治理的改善,反而加剧了控股股东通过股权质押变现,进而掏空公司的现象<sup>[7]</sup>。基于不同标准进入创新层的企业以及采取不同交易方式的企业在股票流动性等方面的表现也各不相同<sup>[6,8]</sup>。

国内外学者从各个方面对上市公司盈余管理的问题进行了研究<sup>[16-18]</sup>,目前主流文献的研究主要有盈余管理的影响因素以及经济后果两个方面。具体就影响因素而言,Leuz等<sup>[16]</sup>通过对比31个国家和地区上市公司盈余管理的差异,发现投资者保护与盈余管理水平成负相关关系,即较好的投资者保护会限制公司内部人利用盈余管理掩盖其对外部投资者的掠夺行为。Xie等<sup>[9]</sup>发现,董事会和审计委员能够提高公司治理水平,从而减少企业盈余管理行为。同时,Ham等<sup>[19]</sup>、谢志明<sup>[20]</sup>和何威风<sup>[21]</sup>发现了高管特征与企业盈余管理的相关性。陈德球和陈运森<sup>[22]</sup>则利用地方领导人更换的“准自然实验”事件,发现政策不确定性这一外部环境因素会提高当地上市公司盈余管理的程度,从而导致企业会计信息质量的下降。此外,从政治成本假说理论出发,过多的公众关注压力也会使企业盈余管理行为增加,最终导致会计信息质量下降<sup>[23]</sup>。关于盈余管理经济后果的研究,江伟等<sup>[24]</sup>研究发现,企业向上调节的应计盈余管理行为会降低企业的成本黏性,而向下调节的应计盈余管理行为则相反。蔡春等<sup>[25]</sup>考察了公司高管审计背景对盈余管理和审计收费的影响,发现高管具有审计背景的公司有从应计盈余管理转向真实盈余管理的倾向,从而导致了更高的审计收费。Ma<sup>[10]</sup>认为较高的盈余质量可

以降低公司的市场风险。此外,企业资本配置效率、融资成本以及企业绩效等在不同程度上也会受到企业盈余管理的影响<sup>[26-27]</sup>。

回顾以往的文献,新三板分层制度经济后果的研究基本没有涉及分层制度对盈余管理的影响。同时,对非上市公司盈余管理的研究较少。作为我国多层次资本市场的重要组成部分,新三板肩负着为广大非上市的中小微企业提升融资效率、降低融资成本、改进市场流动性的重要职能。加之新三板全面深化的改革已经启动,因此,本文分析新三板分层制度对企业盈余管理的影响,具有重要的意义。

## (二) 研究假设

### 1. 新三板分层制度与企业盈余管理

影响企业盈余管理的因素众多<sup>[11,16,21]</sup>,其中外部制度环境的变化会影响会计信息呈报者的动机,致使其调整微观行为,从而最大化经济利益。因此,制度环境的变化会对企业盈余管理行为产生影响<sup>[22]</sup>。本文认为,在政策实施的第一年,首批进入创新层的企业其盈余管理程度应该会有所下降,主要有以下两方面的原因:一方面,进入创新层使企业从“幕后”走向了公众的视野,曝光度有所增加。国内外大量学者的研究发现,关注度的提高会对企业各项行为产生影响,曝光度的增加会使企业更加“低调”行事<sup>[28]</sup>。对于新三板挂牌企业来说,进入创新层后股票流动性和估值提高<sup>[6,8]</sup>,在投资者眼中往往会被贴上“有价值”的标签,引起更多投资者的注意<sup>[15]</sup>,同时也必然会吸引更多监管部门和媒体的关注。此时,进入创新层的企业在“聚光灯”(投资者、监管部门、分析师、审计师等)的压力之下,各项信息更易暴露在公众的视野之中,使其盈余管理行为更容易被发现,稍有不慎可能会给企业带来较大的损失。因此,在这种隐形的监管压力之下,进入创新层企业的盈余管理程度会有所下降。

另一方面,在政策实施首年能够入选创新层的企业,往往是各方面较好的优质企业,这类企业往往更加看重企业声誉。此外,由于政策实施首年创新层的各项红利并未完全实现,企业并不能观察到跻身创新层带来的切实收益。此时,企业在权衡盈余管理的成本收益时,会认为相比迎

合创新层考核标准带来的各项好处,企业声誉丧失的风险和成本更大。此时,理性的管理者则会更为慎重,通过改善公司治理水平、降低盈余管理程度、提高信息透明度以维护企业良好的声誉。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 H1: 分层制度实施首年进入创新层的企业,其盈余管理程度降低。

### 2. 市场化程度的调节效应

进一步分析,若分层制度实施首年进入创新层企业的盈余管理程度降低,那么这种正面效应可能主要集中于市场化程度较高的地区。早前,西方学者从新制度经济学出发研究了正式制度的重要性,大量研究结果表明司法体系、产权制度、证券监管制度等正式制度的差异会对企业盈余管理等活动产生重要影响<sup>[29]</sup>。当前,我国经济仍然处于转轨阶段,各地区之间的制度环境也存在较大的差异,对经济活动产生着重要影响,其中,市场化程度是我国当前各地区经济环境差异的重要体现<sup>[30]</sup>。

市场化程度衡量了地区经济发展阶段和发展水平,已有大量文献证实一个地区的市场化程度会直接影响该地区企业的经营活动<sup>[31]</sup>。在市场化程度较高的地区,金融市场、投资者法律保护制度更加完善,企业受到的关注与监督也更加充分,其盈余管理行为也更容易被识别,市场会及时对所有可获得的信息做出反应。综合考虑以上因素,企业会选择披露高质量的会计信息,从而抑制管理层的盈余管理行为。相反,在市场化程度较低的地区,市场有效性不足,投资者法律保护程度较低,信息不对称程度也较为严重,市场相关利益方需要投入更多的精力才能获取足够的信息,并且公众对会计信息的识别和反应能力也相对较差,使管理者存在着较强的盈余管理动机。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 H2: 新三板分层制度对企业盈余管理的正面效应主要集中于市场化程度较高的地区。

### 3. 信任程度的调节效应

新制度经济学始终强调制度的重要性,研究分析制度对经济行为和经济发展的影响<sup>[29,31]</sup>。然而,社会博弈的制度由正式和非正式制度共同组成,非正式制度作为对正式制度的补充,在正式

制度尚不健全的转轨经济国家与地区发挥着重要作用<sup>[32]</sup>。在金融市场、法律保护等正式制度发展不够完善的情况下,我国依然实现了经济高速增长的奇迹<sup>[1]</sup>,其中最为关键的是以信任、声誉为代表的非正式制度成了有效的替代机制,较大程度上可以帮助企业克服落后的正式制度对发展的阻碍<sup>[33]</sup>。

信任作为非正式制度核心因素之一,引起了学术界的高度重视。信任是一种复杂的社会和心理现象,也被认为是除物质资本和人力资本之外决定一个国家经济增长和社会进步的主要社会资本。已有研究表明,无论是在宏观层面还是微观层面,信任程度的高低在经济领域中扮演着非常重要的角色,经济活动中的双方依赖对方的预期行为进行交易,因此,地区信任环境的好坏会直接影响交易契约的形成与有效性。投资者对公司的选择通常基于对公司的充分信任,更高的信任程度往往会降低由于信息不对称导致的交易成本<sup>[34]</sup>,提高市场相关各方对公司的关注度与参与度,促进经济活动更好地进行。在信任程度较高的地区,企业做出不诚信行为的压力和阻力也更大,面临的后果也更加严重。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 H3: 新三板分层制度对企业盈余管理的正面效应主要集中于信任程度较高的地区。

## 三、研究设计与样本数据

### (一) 样本及数据

因新三板分层名单于2016年6月24日正式发布,故本文选取了2016年之前挂牌新三板的非金融行业企业,时间跨度是2013—2017年,并剔除了2017年新进入创新层的样本。同时,为了排除异常值对检验结果的干扰,本文剔除了观察值少于20家企业的行业,剔除了存在非正常挂牌状态以及资产负债率 $\geq 1$ 的企业,并对所有连续变量在上下1%水平进行Winsorize处理。代表市场化程度的市场中介组织发育和法律制度环境指数源于王小鲁等<sup>[30]</sup>编著的《中国分省份市场化指数报告(2018)》,信任指数采用张维迎和

柯荣住<sup>[34]</sup>利用中国企业家调查系统得到的各地区企业家信任程度指数(以下简称企业家信任程度指数)、中国人民大学中国调查与数据中心2015年对全国各地一万多户家庭进行抽样问卷调查得到的各地区公众信任程度指数(以下简称公众信任程度指数)<sup>③</sup>以及中国管理科学研究院诚信评价研究中心等单位<sup>[35]</sup>发布的《2015中国城市商业信用环境指数(CEI)蓝皮书》(以下简称商业信用环境指数),其他数据均来自CSMAR数据库。

## (二) 模型设定与变量定义

$$TA_t/A_{t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta REV_t - \Delta AR_t)/A_{t-1} + \beta_3(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$TA_t/A_{t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta REV_t - \Delta AR_t)/A_{t-1} + \beta_3(PPE_t/A_{t-1}) + \beta_4 ROA_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

在以上两个模型中,  $TA_t$  为总应计盈余, 以第  $t$  期经营利润减去第  $t$  期的经营活动现金流;  $A_{t-1}$  为第  $t-1$  期的期末总资产;  $\Delta REV_t$  为第  $t$  期与第  $t-1$  期的主营业务收入之差;  $\Delta AR_t$  为第  $t$  期与第  $t-1$  期的应收账款之差,  $PPE_t$  为第  $t$  期的固定资产原值;  $ROA_t$  为第  $t$  期的资产收益率。将以上两个模型分别进行分年度分行业回归, 所得残差即为可操纵性应计盈余。本文主要采用可操纵性应计盈余的绝对值( $DA1$ 、 $DA2$ )衡量盈余管理程度。

参照以往文献<sup>[12,36]</sup>, 本文采用双重差分法设计了如下模型进行假设检验:

$$DA = \beta_0 + \beta_1 IL + \beta_2 POST + \beta_3 IL * POST + \beta_4 AUDIT + \beta_5 ROA + \beta_6 Growth + \beta_7 LEV + \beta_8 CASH + \beta_9 Size + \beta_{10} Loss + \beta_{11} Sincome + Year effect + Industry effect + \varepsilon \quad (3)$$

其中, 被解释变量  $DA$  为两个可操纵性应计盈余  $DA1$  与  $DA2$ ,  $IL$  为处理组虚拟变量, 企业于2016年入选创新层取1, 否则取0。  $POST$  为时间虚拟变量, 2016年及之后取1, 之前取0。根据已有的研究<sup>[12,36]</sup>, 本文选取了以下指标作为控制变量: 是否由国内十大审计( $AUDIT$ )、经营绩效( $ROA$ )、成长性( $Growth$ )、资本负债率( $LEV$ )、经营现金流( $CASH$ )、资产规模( $Size$ )、是否亏损( $Loss$ )、营业利润持续性( $Sincome$ )以及年度与行业虚拟变量。主要变量定义及说明如表1所示。

本文使用固定效应模型进行实证检验, 并对标准误差进行了企业层面的群聚调整( $Cluster$ ), 以避免常用估计方法对标准误差的低估<sup>[37]</sup>。

## (三) 描述性统计

表2的数据显示,  $IL$  的均值为0.208, 说明在2016年被确定为创新层的企业样本观测值占总体样本观测值的20.8%。  $ROA$  和  $Sincome$  的均值都非常小, 显示现阶段新三板公司盈利能力有限; 而  $Loss$  的均值为0.216, 显示有约1/5的样本公司处于亏损状态。  $Growth$  均值为0.204, 中位数为0.115, 表明虽然盈利困难, 但挂牌企业营业收入仍不断扩大。

## 四、结果与分析

### (一) 新三板分层制度与企业盈余管理

表3列出了新三板分层制度对企业盈余管理影响的检验结果。结果显示, 交乘项  $IL * POST$  的回归系数分别为-0.032和-0.030, 而且均在1%的水平下显著。其经济含义是, 首年进入创新层的企业可操纵性应计盈余  $DA1(DA2)$  约降低0.032(0.030), 为其分层制度实施前平均可操纵性应计盈余的17.98%(17.44%)<sup>④</sup>。这表明, 新三板分层制度的实施使企业在关注度与声誉的主导作用下, 降低了盈余管理程度, 提高了企业会计信息质量。该结果支持了假设1。

### (二) 市场化程度调节效应的检验

本文以王小鲁等<sup>[30]</sup>公布的2015年各省份市场中介组织发育和法律制度环境指数为依据, 按从高到低的顺序进行排名, 取中位数, 最终确定15个市场化程度较高地区和16个市场化程度较低地区的子样本。表4列出了新三板分层制度、市场化程度与企业盈余管理的检验结果。结果表明, 在市场化程度较高的地区, 交乘项  $IL * POST$  的回归系数为负, 且均在1%的水平下显著, 在市场化程度较低的地区, 交乘项  $IL * POST$  的回归系数在统计水平上均不显著。这些结果与假设2的预期一致, 即新三板分层制度对盈余管理的正面效应主要集中于市场化程度较高的地区。

表1 主要变量及说明

变量名	具体定义
<i>DA1</i>	修正琼斯模型下可操纵性应计盈余的绝对值
<i>DA2</i>	收益匹配琼斯模型下可操纵性应计盈余的绝对值
<i>IL</i>	以2016年新三板分层名单为依据,进入创新层的企业取1,否则取0
<i>POST</i>	时间虚拟变量,新三板分层名单于2016年确定,故2016年及之后取1,之前取0
<i>IL*POST</i>	<i>IL</i> 与 <i>POST</i> 交乘项,只有同时为1时取1,否则取0
<i>AUDIT</i>	是否由国内十大会计师事务所审计,是取1,否则取0
<i>ROA</i>	资产收益率,等于净利润除以总资产
<i>Growth</i>	主营业务收入增长率,等于(当年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
<i>LEV</i>	资产负债率,等于总负债除以总资产
<i>CASH</i>	等于经营活动现金流除以总资产
<i>Size</i>	公司规模,取公司总资产的对数
<i>Loss</i>	是否亏损,若净利润小于0则取1,否则取0
<i>Sincome</i>	营业利润持续性,等于(当年营业利润-上年营业利润)/当年末总资产
<i>Year</i>	年度虚拟变量
<i>Industry</i>	行业虚拟变量。按照新三板《挂牌公司管理型行业分类指引》进行行业分类,除制造业按照二级代码分类外,其他按一级代码分类

资料来源:通过作者整理所得

表2 描述性统计结果

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Sd</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>P50</i>
<i>DA1</i>	8 545	0.124	0.122	0.001	0.598	0.086
<i>DA2</i>	8 545	0.112	0.112	0.001	0.582	0.077
<i>IL</i>	8 545	0.208	0.406	0	1	0
<i>POST</i>	8 545	0.755	0.430	0	1	1
<i>IL*POST</i>	8 545	0.150	0.357	0	1	0
<i>AUDIT</i>	8 545	0.337	0.473	0	1	0
<i>ROA</i>	8 545	0.031	0.123	-0.558	0.287	0.046
<i>Growth</i>	8 545	0.204	0.556	-0.734	3.232	0.115
<i>LEV</i>	8 545	0.374	0.198	0.028	0.869	0.365
<i>CASH</i>	8 545	0.016	0.131	-0.436	0.363	0.024
<i>Size</i>	8 545	18.529	1.154	15.886	21.476	18.534
<i>Loss</i>	8 545	0.216	0.412	0	1	0
<i>Sincome</i>	8 545	0.002	0.104	-0.417	0.364	0.008

资料来源:通过Stata软件计算所得,下同

### (三)信任程度调节效应的检验

本文采用企业家信任程度指数、公众信任程度指数以及商业信用环境指数,对其进行排序,取中位数,最终分别确定了信任程度较高地区和信任程度较低地区的子样本,以企业家信任程度

指数分组的回归结果如表5所示,以公众信任程度指数分组的回归结果如表6所示<sup>⑤</sup>,以商业信用环境指数分组的回归结果如表7所示<sup>⑥</sup>。

实证结果表明,在企业家信任程度、公众信任程度、商业信用环境程度较高的地区,交乘项

**表 3** 新三板分层制度与企业盈余管理的检验结果

	修正 琼斯模型(DA1)	收益匹配 琼斯模型(DA2)
	(1)	(2)
<i>POST</i>	-0.016 (-1.077)	-0.008 (-0.545)
<i>IL*POST</i>	-0.032*** (-3.657)	-0.030*** (-3.600)
<i>AUDIT</i>	0.001 (0.095)	0.001 (0.163)
<i>ROA</i>	-0.117*** (-3.099)	0.082** (2.535)
<i>Growth</i>	0.027*** (6.604)	0.020*** (4.987)
<i>LEV</i>	0.019 (0.850)	-0.007 (-0.320)
<i>CASH</i>	-0.026 (-1.216)	-0.053*** (-2.698)
<i>Size</i>	0.001 (0.116)	0.001 (0.068)
<i>Loss</i>	0.007 (1.109)	-0.001 (-0.257)
<i>Sincome</i>	0.027 (1.115)	0.019 (0.841)
<i>Constant</i>	0.099 (0.656)	0.095 (0.664)
<i>Year</i>	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES
<i>N</i>	8545	8545
<i>R-squared</i>	0.066	0.085

注: 表 3-12 中的\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平, 括号中的数字为 *t* 值

*IL\*POST* 的系数均为负, 且均在 1%的水平下显著, 这表明, 在信任程度较高的地区, 新三板分层制度对企业盈余管理的正面效应非常明显。除商业信用环境较低的地区一项呈 10%的显著外, 在信任程度较低的地区, 交乘项 *IL\*POST* 的回归

系数在统计水平上均不显著, 这表明, 在信任程度较低的地区, 新三板分层制度对盈余管理程度的正面效应不显著。

**表 4** 新三板分层制度、市场化程度与企业盈余管理

	修正琼斯模型(DA1)	
	市场化程度高 (1)	市场化程度低 (2)
<i>IL*POST</i>	-0.038*** (-3.892)	-0.003 (-0.135)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>N</i>	6872	1673
<i>R-squared</i>	0.072	0.065
	收益匹配琼斯模型(DA2)	
	市场化程度高 (3)	市场化程度低 (4)
<i>IL*POST</i>	-0.036*** (-3.877)	-0.002 (-0.110)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>N</i>	6872	1673
<i>R-squared</i>	0.088	0.095

注: *Controls* 包含控制变量、年度、行业、公司, 为了节省篇幅, 此处未对相关控制变量的实证数据进行列示(下同)

**表 5** 新三板分层制度、企业家信任程度与盈余管理

	修正琼斯模型(DA1)	
	企业家信任程度高 (1)	企业家信任程度低 (2)
<i>IL*POST</i>	-0.035*** (-3.543)	-0.017 (-0.993)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>N</i>	6614	1931
<i>R-squared</i>	0.070	0.077
	收益匹配琼斯模型(DA2)	
	企业家信任程度高 (3)	企业家信任程度低 (4)
<i>IL*POST</i>	-0.034*** (-3.639)	-0.014 (-0.831)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>N</i>	6614	1931
<i>R-squared</i>	0.084	0.107

表6 新三板分层制度、公众信任程度与盈余管理

	修正琼斯模型(DA1)		收益匹配琼斯模型(DA2)	
	公众信任程度高	公众信任程度低	公众信任程度高	公众信任程度低
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IL*POST</i>	-0.039*** (-3.872)	-0.008 (-0.433)	-0.036*** (-3.843)	-0.009 (-0.525)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	6500	1935	6500	1935
<i>R-squared</i>	0.069	0.094	0.085	0.110

表7 新三板分层制度、商业信用环境与企业盈余管理

	修正琼斯模型(DA1)		收益匹配琼斯模型(DA2)	
	CEI 高	CEI 低	CEI 高	CEI 低
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IL*POST</i>	-0.034*** (-3.236)	-0.027* (-1.852)	-0.033*** (-3.358)	-0.023 (-1.564)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	5656	2871	5656	2871
<i>R-squared</i>	0.064	0.078	0.085	0.095

## 五、稳健性检验

### (一) 平行趋势检验

因新三板分层制度于2016年6月开始实施,为考察处理组样本和控制组样本的年度趋势变化,本文对分层制度实施前后年份进行检验,即当年份为2015、2016、2017年时,分别设置3个年份虚拟变量 $year2015$ 、 $year2016$ 和 $year2017$ ,并将其与政策干预变量 $IL$ 交乘,然后将所有交乘项放入模型(3)中,结果如表8所示。在分层制度实施之前(2015年), $IL*Year2015$ 回归系数不显著,在分层制度实施之后(2016年、2017年), $IL*Year2016$ 与 $IL*Year2017$ 回归系数均显著为负,这说明平行趋势假设得到满足。

### (二) PSM 倾向得分匹配模型

为缓解内生性问题,本文采用PSM倾向得

分匹配法进行检验,使用模型(3)中的控制变量对处理组进行核匹配,表9列出了经过PSM匹配之后的检验结果。结果同样表明,新三板分层制度可以降低企业盈余管理程度。

表8 平行趋势检验

	修正	收益匹配
	琼斯模型(DA1)	琼斯模型(DA2)
	(1)	(2)
<i>IL*Year2015</i>	-0.026 (-1.520)	-0.024 (-1.556)
<i>IL*Year2016</i>	-0.050*** (-2.993)	-0.049*** (-3.317)
<i>IL*Year2017</i>	-0.056*** (-3.370)	-0.050*** (-3.329)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>N</i>	8545	8545
<i>R-squared</i>	0.067	0.085



表 9 新三板分层制度与企业盈余管理(PSM 后)

	修正琼斯模型(DA1)	收益匹配琼斯模型(DA2)
<i>IL*POST</i>	-0.031*** (-3.636)	-0.028*** (-3.423)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>N</i>	8436	8436
<i>R-squared</i>	0.070	0.089

(三) 替代性检验

借鉴 Ball 和 Shivakumar<sup>[38]</sup>以及 Dechow 和 Dichev<sup>[39]</sup>的方法, 本文利用基本琼斯模型(DA3)、基于上期经营业绩的收益匹配琼斯模型(DA4)、非线性琼斯模型(DA5)以及考虑经营活动现金流量的双 D 模型(DA6)进行替代性检验。回归结果如表 10 所示, 交乘项 *IL\*POST* 的系数均显著为负, 表明新三板分层制度降低了企业的盈余管理程度, 与前文结果基本一致。

表 10 替代性模型检验—主回归

	DA3	DA4	DA5	DA6
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IL*POST</i>	-0.021*** (-2.673)	-0.026*** (-3.230)	-0.021*** (-2.963)	-0.023* (-1.831)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	8621	8545	8545	2051
<i>R-squared</i>	0.057	0.061	0.079	0.115

本文进一步利用以上模型检验新三板分层制度对企业盈余管理的正面效应是否主要集中于市场化程度、信任程度较高的地区。结果如表 11 所示。结果同样支持假设 2 和假设 3。

(四) 2017 年创新层新增企业盈余管理

本文进一步分析, 在分层制度实施的第二年, 新三板分层制度是否同样可以降低企业盈余管理。

通过《分层管理办法》可以看出, 新三板的分层方案参照 IPO 财务指标设定了企业盈利能力和成长能力方面的要求, 因此, 新三板企业想要进入创新层类似于经历了一次“IPO”。大量的文献已经发现了企业 IPO 过程中的盈余管理行

为<sup>[40]</sup>, 信息不对称以及委托代理等问题的存在使企业有条件 and 动机从事盈余管理行为。同时, 在新三板分层制度实施的第二年, 创新层的有关红利已逐步实现, 未进入创新层的企业能够观察到首批进入创新层企业获得的各项好处<sup>[5-6]</sup>。因此在政策实施的第二年, 未进入创新层的企业有强烈的动机进行更多的盈余管理以迎合创新层设定的硬性标准条件, 从而跻身创新层获得差异化服务、满足自身的利益与目标。此外, 第二年进入创新层的企业可能不如首批进入创新层的企业优质(否则首年就能够入选创新层), 其声誉损失成本并没有首批进入的企业大。上述分析表明, 2017 年企业为迎合创新层标准而进行盈余管理的动机增强, 同时研究假设中提到的新三板分层制度对企业盈余管理的正面效应则有所减弱, 因此, 2017 年进入创新层企业的盈余管理的变化有待于实证检验。

基于以上分析, 本文进一步检验了 2017 年入选创新层企业的盈余管理程度, *IL2016\*POST2016* 为 2016 年入选创新层企业与年度的交乘项, 其中, *IL2016* 为处理变量, 当企业于 2016 年入选创新层取 1, 否则取 0; *POST2016* 为时间变量, 当时间为 2016 年以前, *POST2016* 取 0, 否则取 1。 *IL2017\*POST2017* 为 2017 年入选创新层企业与年度的交乘项, 其中, *IL2017* 为处理变量, 当企业于 2017 年入选创新层取 1, 否则取 0; *POST2017* 为时间变量, 当时间为 2017 年以前, *POST2017* 取 0, 否则取 1。此外, 为排除可能存在的干扰, 本文删除了 2016 年入选创新层而 2017 年落选创新层的变动企业。

检验结果如表 12 所示, *IL2016\*POST2016* 的系数仍然显著为负。而 *IL2017\*POST2017* 的系数为正, 但不显著, 这说明, 分层制度实施的第二年, 负面效应在新进入的企业中增强, 而正面效应有所减弱, 导致综合效应不显著。

六、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

本文以 2013—2017 年的新三板挂牌企业为样本, 实证检验了新三板分层制度对企业盈余管

表 11 替代性模型检验—分组回归

Part A	DA3		DA4		DA5		DA6	
	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>IL*POST</i>	-0.026*** (-2.958)	0.003 (0.163)	-0.031*** (-3.446)	-0.003 (-0.159)	-0.025*** (-3.110)	-0.003 (-0.228)	-0.017 (-1.325)	-0.080 (-1.579)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	6928	1693	6872	1673	6872	1673	1696	355
<i>R-squared</i>	0.058	0.074	0.062	0.079	0.088	0.058	0.111	0.361
Part B	DA3		DA4		DA5		DA6	
	企业家信任高	企业家信任低	企业家信任高	企业家信任低	企业家信任高	企业家信任低	企业家信任高	企业家信任低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>IL*POST</i>	-0.025*** (-2.799)	-0.005 (-0.328)	-0.029*** (-3.130)	-0.016 (-0.945)	-0.024*** (-2.958)	-0.007 (-0.518)	-0.022* (-1.659)	-0.028 (-0.761)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	6677	1944	6614	1931	6614	1931	1630	421
<i>R-squared</i>	0.057	0.075	0.059	0.094	0.092	0.059	0.120	0.308
Part C	DA3		DA4		DA5		DA6	
	公众信任高	公众信任低	公众信任高	公众信任低	公众信任高	公众信任低	公众信任高	公众信任低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>IL*POST</i>	-0.026*** (-2.879)	-0.000 (-0.017)	-0.031*** (-3.310)	-0.010 (-0.597)	-0.021*** (-2.611)	-0.023 (-1.528)	-0.023* (-1.652)	0.004 (0.173)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	6562	1946	6500	1935	6500	1935	1585	446
<i>R-squared</i>	0.059	0.082	0.059	0.093	0.083	0.085	0.119	0.265
Part D	DA3		DA4		DA5		DA6	
	CEI 高	CEI 低	CEI 高	CEI 低	CEI 高	CEI 低	CEI 高	CEI 低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>IL*POST</i>	-0.024** (-2.500)	-0.013 (-0.995)	-0.027*** (-2.782)	-0.025* (-1.729)	-0.031*** (-3.571)	0.001 (0.099)	-0.023* (-1.730)	0.008 (0.347)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	5706	2897	5656	2871	5656	2871	1459	586
<i>R-squared</i>	0.055	0.069	0.058	0.077	0.086	0.073	0.130	0.221

表 12 2017 年创新层新增企业与未变动企业检验

	修正琼斯 模型(DA1)	收益匹配 琼斯模型(DA2)
	(1)	(2)
POST2016*IL2016	-0.031*** (-3.554)	-0.030*** (-3.584)
POST2017*IL2017	0.010 (0.910)	0.004 (0.426)
Controls	YES	YES
N	9080	9080
R-squared	0.071	0.085

理的影响, 并从市场化程度与信任程度角度研究了这种效应的差异。结果发现, 分层制度实施首年进入创新层的企业, 其盈余管理程度在进入后显著降低, 这些正面效应主要集中于市场化程度和信任程度较高的地区。这表明, 作为一种制度手段, 新三板分层制度实施后, 进入创新层的企业在更多的监管机构与投资者关注中, 出于维护自身声誉的需要, 具有降低盈余管理程度的动机与压力, 从而有效缓解了代理问题。同时, 市场环境的差异会影响政策实施的效果, 分层制度在制度健全的地区更能有效发挥作用。在分层制度实施的第二年, 新三板分层制度的正面效应在新进入企业中并不明显。这说明, 新进入的企业为了跻身创新层, 其盈余管理动机增强, 新三板分层制度对企业盈余管理产生了非预期的负面效应, 同时正面效应有所减弱, 导致综合效应不明显。

(二) 政策建议

(1)进一步完善分层制度, 选优选强。分层制度的实施具有降低盈余管理程度、提高企业会计信息质量的效果。进一步完善创新层、精选层等分层制度的政策设计, 将有助于完善新三板的市场功能, 更好地服务中小微企业的发展。

(2)有目的地推动政策试点, 排忧解难。分层制度的实施效果会受到不同市场环境因素影响, 在市场化程度和信任程度较高的地区政策效果更好。因此, 今后新三板的改革应该在市场环境较好的地区优先试点, 再逐渐推广到市场环境较差的地区, 从而更加准确地检验政策效果, 为全

面推广提供经验。

(3)有针对地加强监督管理, 缓解非预期的负面效应。分层制度实施第二年, 其负面效应在新进入企业中有所增强, 而正面效应有所减弱。因此, 要加强针对性的监管, 尤其是要加强政策实施后期挂牌企业有关利益主体的监管与违规惩罚力度, 确保该制度长期有效执行, 实现提高企业会计信息质量、优化资本市场资源配置的目的, 缓解中小微企业的融资难题, 最终实现中小微企业的健康发展, 更好地发挥对就业、经济增长、创新等方面的支撑作用。

注释:

- ① 统计数据来自 2019 年 8 月 7 日新华社客户端《智库报告: 稳预期提信心推动中小微企业发展》: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1641168690043511993&wfr=spider&for=pc>.
- ② 分层制度主要从企业的盈利能力、成长能力、做市交易特征三个方面(任选其一)进行筛选, 将企业分为创新层与基础层, 从而为挂牌企业提供差异化的服务, 完善新三板市场服务功能。
- ③ 见中国人民大学中国调查与数据中心的中国综合社会调查(CGSS)2015 年度调查问卷(居民问卷)。中国国家调查数据库: [www.cnsda.org/index.php?r=projects/view&id=62072446](http://www.cnsda.org/index.php?r=projects/view&id=62072446).
- ④ 进入创新层企业在分层制度实施之前可操纵性应计盈余的平均值为 0.181(0.172)。
- ⑤ 因中国人民大学中国调查与数据中心对全国各地一万余户家庭进行抽样问卷调查的结果(2015)缺少西藏自治区数据, 且新疆维吾尔自治区与海南省数据样本均极少, 故本文于样本匹配时剔除上述地区企业数据, 对余下地区进行分组回归。
- ⑥ 因中国管理科学研究院诚信评价研究中心等单位<sup>[35]</sup>发布的《2015 中国城市商业信用环境指数(CEI)蓝皮书》未披露西藏自治区 CEI 指数, 故本文于样本匹配时剔除上述地区企业数据, 对余下地区进行分组回归。

参考文献:

[1] ALLEN F, QIAN J, QIAN M, et al. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57-116.

[2] 陈辉, 顾乃康. 新三板做市商制度, 股票流动性与证券价值[J]. 金融研究, 2017, 44(4): 176-190.

CHEN Hui, GU Naikang. The mechanism of market

- making in the New Third Board, stock liquidity, and securities values[J]. *Journal of Financial Research*, 2017, 44(4): 176-190.
- [3] 何牧原, 张昀. 中国新三板市场的兴起, 发展与前景展望[J]. *数量经济技术经济研究*, 2017, 34(4): 74-91.  
HE Muyuan, ZHANG Yun. The emergence, development and prospect of China's New Third Board market[J]. *The Journal of Quantitative & Technical Economics*, 2017, 34(4): 74-91.
- [4] 柴瑞娟, 朱士玉. 分层视角下的纳斯达克与“新三板”[J]. *金融市场研究*, 2016(5): 92-104.  
CHAI Ruijuan, ZHU Shiyu. Comments on the draft of tiers of China's New Third Board taking Nasdaq stock market as reference[J]. *Financial Market Research*, 2016(5): 92-104.
- [5] 齐杏发. 新三板的发展瓶颈与对策研究[J]. *管理世界*, 2017(10): 180-181.  
QI Xingfa. Research on the development bottleneck and countermeasures of the New Third Board[J]. *Management World*, 2017(10): 180-181.
- [6] 鄢伟波, 王小华, 温军. 分层制度提升新三板流动性了吗?——来自多维断点回归的经验证据[J]. *金融研究*, 2019, 46(5): 170-189.  
YAN Weibo, WANG Xiaohua, WEN Jun. Has the tiered system enhanced the liquidity of the NEEQ? Empirical evidence from the multivariate regression discontinuity design[J]. *Journal of Financial Research*, 2019, 46(5): 170-189.
- [7] 谢雪燕, 朱晓阳, 王连峰, 彭一. 新三板分层制度对创新层企业影响的实证研究[J]. *中央财经大学学报*, 2019(3): 35-50.  
XIE Xueyan, ZHU Xiaoyang, WANG Lianfeng, PENG Yi. The effect of stratification reform of China's New Three Board market on innovation tier firms[J]. 2019(3): 35-50.
- [8] 马莉莉, 李湘晋. 分层制度, 做市商制度与企业融资效率——基于我国新三板挂牌企业的实证研究[J]. *经济问题*, 2019(3): 56-64.  
MA Lili, LI Xiangjin. Tiered system, market maker system and corporate financing efficiency: An empirical study based on listed companies in China's New Third Board market[J]. *On Economic Problems*, 2019(3): 56-64.
- [9] XIE B, DAVIDSON W N, DADALT P J, et al. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2003, 9(3): 295-316.
- [10] MA M. Economic links and the spillover effect of earnings quality on market risk[J]. *The Accounting Review*, 2017, 92(6): 213-245.
- [11] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置, 盈余管理与投资效率[J]. *经济研究*, 2014(8): 93-106.  
LIU Huilong, WANG Chengfang, WU Liansheng. Decision rights allocation, earnings management and investment efficiency[J]. *Economic Research Journal*, 2014(8): 93-106.
- [12] 原红旗, 孔德松, 张楚君, 陈超. 新三板公司盈余质量研究[J]. *会计研究*, 2019(5): 27-32.  
YUAN Hongqi, KONG Desong, ZHANG Chujun, CHEN Chao. Earnings quality of firms listed in NEEQ market[J]. *Accounting Research*, 2019(5): 27-32.
- [13] 宁博, 潘越, 陈秋平, 肖金利. 信用风险传染与企业盈余管理: 基于信用债违约的视角[J]. *会计研究*, 2020(3): 66-77.  
NING Bo, CHEN Qiuping, XIAO Jinli. Credit risk contagion and corporate earnings management: A study from the perspective of bond default[J]. *Accounting Research*, 2020(3): 66-77.
- [14] LA PORTA R, LOPEZDESILANES F, SHLEIFER A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [15] BARBER B M, ODEAN T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors[J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(2): 785-818.
- [16] LEUZ C, NANDA D, WYSOCKI P D, et al. Earnings management and investor protection: An international comparison[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(3): 505-527.
- [17] 王东清, 李静. 市场化程度、超额在职消费与盈余管理[J]. *中南大学学报(社会科学版)*, 2017(4): 119-126.  
WANG Dongqing, LI Jing. Marketization degree, excess perks and earning management[J]. *Journal of Central South University(Social Science)*, 2017(4): 119-126.
- [18] 饶育蕾, 郭世俊, 王颖. 职业生涯关注下 CEO 预期任期对盈余管理行为的影响[J]. *中南大学学报(社会科学版)*, 2016(3): 98-106.  
RAO Yulei, GUO Shijun, WANG Ying. Impact of CEO's expected tenure on earnings management behavior in career concerns[J]. *Journal of Central South University(Social Science)*, 2016(3): 98-106.
- [19] HAM C, LANG M H, SEYBERT N, et al. CFO narcissism and financial reporting quality[J]. *Journal of Accounting Research*, 2017, 55(5): 1089-1135.

- [20] 谢志明, 易玄, 刘海月. 管理者异质性对企业盈余管理的影响——基于2009—2011年A股上市公司的实证[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2014(01):23-27.  
XIE Zhiming, YI Xuan, LIU Haiyue. Managers heterogeneity on the impact of earnings management: An Empirical Analysis of A-Share Listed Companies during 2009—2011[J]. Journal of Central South University(Social Science), 2014(1):23-27.
- [21] 何威风. 高管团队垂直对特征与企业盈余管理行为研究[J]. 南开管理评论, 2015, 18(1): 141-151.  
HE Weifeng. Vertical dyad linkage in top management group and the business earnings management[J]. Nankai Business Review, 2015, 18(1): 141-151.
- [22] 陈德球, 陈运森. 政策不确定性与上市公司盈余管理[J]. 经济研究, 2018, 53(6): 97-111.  
CHEN Deqiu, CHEN Yunsen. Policy uncertainty and earnings management by listed companies[J]. Economic Research Journal, 2018, 53(6): 97-111.
- [23] RAMANNA K, ROYCHOWDHURY S. Elections and discretionary accruals: Evidence from 2004[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(2): 445-475.
- [24] 江伟, 胡玉明, 吕喆. 应计盈余管理影响企业的成本粘性吗[J]. 南开管理评论, 2015, 18(2): 83-91.  
JIANG Wei, HU Yuming, LV Zhe. Does accrual-based earnings management affect firm cost stickiness[J]. Nankai Business Review, 2015, 18(2): 83-91.
- [25] 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[J]. 会计研究, 2015(3): 72-78, 95.  
CAI Chun, XIE Liufang, MA Kenana. Managers' audit background, earnings management and abnormal audit fees[J]. Accounting Research, 2015(3): 72-78, 95.
- [26] DARROUGH M N, DENG M. The role of accounting information in optimal debt contracts with informed lenders[J]. The Accounting Review, 2019, 94(6): 165-200.
- [27] 于李胜, 王艳艳. 信息风险与市场定价[J]. 管理世界, 2007(2): 76-85.  
YU Lisheng, WANG Yanyan. Information risk and market pricing [J]. Management World, 2007(2): 76-85.
- [28] TETLOCK P C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market[J]. Journal of Finance, 2007, 62(3): 1139-1168.
- [29] BALL R, ROBIN A, SADKA G, et al. Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism[J]. Review of Accounting Studies, 2008, 13(2): 168-205.
- [30] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.  
WANG Xiaolu, FANG Gang, HU Lipeng. China's provincial marketization index report(2018) [M]. Beijing: Social Sciences Academic Press (China), 2019.
- [31] NORTH D C. Institutions, institutional change and economic performance[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [32] CAPIE F. Trust, financial regulation, and growth[J]. Australian Economic History Review, 2016, 56(1): 100-112.
- [33] WILLIAMSON O E. Markets and hierarchies[J]. American Economic Review, 1975, 63(1): 70-72.
- [34] 张维迎, 柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析[J]. 经济研究, 2002(10): 59-70, 96.  
ZHANG Weiyong, KE Rongzhu. Knowledge representation, knowledge complementary and game-theoretical equilibria of intellectual property rights[J]. Economic Research Journal, 2002(10): 59-70, 96.
- [35] 中国城市商业信用环境指数课题组. 2015 中国城市商业信用环境指数(CEI)蓝皮书[M]. 北京: 北京燕山出版社, 2016.  
China urban commercial credit environment index research group. 2015 Blue book of China's urban commercial credit environment index (CEI) [M]. Beijing: Beijing Yanshan Press, 2016.
- [36] ALI A, ZHANG W. CEO tenure and earnings management[J]. Journal of Accounting and Economics, 2015, 59(1): 60-79.
- [37] PETERSEN M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22(1): 435-480.
- [38] BALL R, SHIVAKUMAR L. The role of accruals in a symmetrically timely gain and loss recognition[J]. Journal of Accounting Research, 2005, 44(2): 207-242.
- [39] DECHOW P M, DICHEV I D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors[J]. The Accounting Review, 2002, 77(1): 35-59.
- [40] 徐浩萍, 陈超. 会计盈余质量, 新股定价与长期绩效——来自中国 IPO 市场发行制度改革后的证据[J]. 管理世界, 2009(8): 25-38.  
XU Haoping, CHEN Chao. Accounting earnings quality, IPO pricing and long term performance——Evidence from the reform of IPO system in China[J]. Management World, 2009(8): 25-38.

## **New OTC market stratified system, market environment and earnings management**

PAN Hongbo, WANG Tao, ZHOU Ying

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430070, China)

**Abstract:** Taking as the samples the listed companies on the new OTC market from 2013 to 2017, this paper examines the impact of the new OTC market stratified system on the earnings management by Difference-in-difference Model. The study finds that for the enterprises that enter the innovation layer in the first year of the implementation of the stratified system, the degree of earnings management is significantly reduced after the entry, and this effect is mainly concentrated in areas with high degree of marketization and trust. This suggests that the implementation of the new OTC market stratified system can reduce the earnings management, that a good market environment can strengthen this effect, and that the earnings management of firms entering the innovation layer in the second year of the implementation of the stratified system has not decreased significantly. This shows that under the temptation of the innovation layer, there increases the incentive of earnings management of the enterprises that fail to meet the standards in the first-year, which leads to the enhancement of the negative effect of the stratified system, while the positive effect is weakened. Therefore, the reform of the stratified system should be further optimized, the supervision should be strengthened in a targeted manner, and then piloted and then promoted to give play to the positive effects of the stratified system, suppress its negative effects, and promote the development of small, medium and micro enterprises.

**Key Words:** new OTC market stratified system; innovation layer; market environment; earnings management; Difference-in-difference

[编辑: 谭晓萍]