

# 盈余管理方式的选择及其经济后果

李增福 顾 研 连玉君

**摘要：**本文基于中国上市公司的数据研究了企业在应计项目盈余管理和真实活动盈余管理两种操控方式之间的权衡以及两种盈余管理方式对企业经营绩效的影响。研究发现企业会同时采用两种方式进行盈余操控；外部监督有助于抑制应计项目的盈余管理，但可能会促使真实活动的盈余管理，而内部约束有助于抑制真实活动的盈余管理，但可能会促使应计项目的盈余管理；应计项目操控仅会导致企业经营业绩在短期内出现反转，而真实活动操控则会使企业经营业绩出现长期严重滑坡。本文的研究从应计项目盈余管理和真实活动盈余管理的权衡方面拓展和丰富了盈余管理的文献，本文的研究结果特别是投资者法律保护制度的增强仅降低了应计项目的盈余管理程度，而无助于抑制对企业经营业绩损害更大的真实活动盈余管理等结论，使我们要重新审视目前的法律、审计等投资者保护制度的改革，对我国上市公司的监管和治理有重要的政策意义。

**关键词：**应计项目盈余管理；真实活动盈余管理；经济后果；投资者保护

## 一、引言

盈余管理是指企业管理当局运用会计方法或者安排真实交易来改变财务报告，以误导利益相关者对企业业绩的理解或影响以报告盈余为基础的合约的行为(Healy and Wahlen, 1999)。盈余管理有两种方式，即应计项目盈余管理(Accrual Earnings Management)和真实活动盈余管理(Real Earnings Management)。应计项目盈余管理是管理者利用会计手段来实现的；真实活动盈余管理则是管理者通过对企业经济活动的直接操控来实现的。

目前大多数文献还是以应计项目盈余管理为主，但随着会计准则的日益完善和监管力度的不断加强，利用应计项目来管理盈余的空间越来越小，真实活动盈余管理越来越受到企业的重视。Graham *et al.*(2005) 针对401家美国典型企业的问卷调查显示，80%以上的CFO主要通过真实活动操控来达到盈余管理的目标，而采用应计项目管理盈余的比例仅为7.9%。Roychowdhury(2006)进一步的研究认为，相对于应计项目的盈余操控，经理人更倾向于通过真实活动操控盈余。更有文献支持真实活动盈余管理才是导致企业业绩下滑的主要原因，而不是应计项目盈余管理(Gunny, 2005, 2009; Zang, 2007; Chapman *et al.*, 2011)。

对中国上市公司的盈余管理，许多学者从应计项目操控方面做了深入、系统的研究，但在真实活动操控方面仅有一些零星的论文发表，只进行了初步的探索。

近年来，我国政府不断强化上市公司治理、市场监管和投资者保护。但有国外文献研究表明一项政策对两类盈余管理方式的影响可能完全不同(Cohen *et al.*, 2009)。且有文献发现投资者保护的增强在抑制了应计项目盈余管理的同时促进了真实活动的盈余管理，而真实活动盈余管理对企业业绩的损害更大(Sari *et al.*, 2010; Cohen and Zarowin, 2010)。我国上市公司是否也在从事真实活动的盈余管理，什么因素影响了企业在两种盈余管理方式之间的选择，两种盈余管理方式对我国上市公司的业绩影响如何？对这些问题的研究不仅有助于全面考察我国上市公司的盈余管理行为，对加强企业治理、健全投资者保护制度也有较强的政策

意义。

本文基于中国上市公司的数据对此问题进行了考察，研究发现：

(1) 我国上市公司存在应计项目操控与真实活动操控两种盈余管理方式，外部监督有助于抑制应计项目的盈余管理，内部约束有助于抑制真实活动的盈余管理；(2) 应计项目盈余管理仅导致企业经营业绩在短期内出现反转；而真实活动盈余管理则会导致企业经营业绩出现长期严重滑坡。

本文后面的安排如下：第二部分文献回顾、理论分析和研究假设；第三部分是研究设计；第四部分是实证结果与分析；最后是结论和启示。

## 二、文献回顾、理论分析和研究假设

虽然早在 1999 年，Healy and Wahlen(1999)通过对盈余管理定义的拓展，明确指出了盈余管理有两种方式，即利用职业判断对账面盈余操控的应计项目盈余管理(*accruals manipulation*)和通过构造真实交易来操控利润的真实活动盈余管理(*real activities manipulation*)。但直到现在，研究盈余管理的文献还是以应计项目操控为主(Hribar,P. and Nichols,D.C., 2007; Cornett,M.M *et al.*, 2008; Chahine,S., 2012)，只是近期才有少数学者开始关注真实活动盈余管理方式。最初对于真实活动盈余管理的研究(Zarowin and Oswald, 2005; Osmo and Young, 2009; Seybert, 2009)主要集中在通过减少研发费用来降低开支以增加利润。Wang(2006)发现当会计灵活空间小时，管理层更可能削减研发支出。然而，对于研发费用之外的真实活动盈余管理行为的研究，并没有发现一致的证据(Chapman *et al.*, 2005; Cohen *et al.*, 2008)。Roychowdhury(2006)发现为避免年度报告亏损，企业利用真实活动操控来进行盈余管理的证据。Edelstein *et al.*(2007)发现企业会通过真实活动盈余管理来减少税收性收入以满足股利支付的要求。Athanasakou *et al.*(2009)发现市场并不会奖励通过盈余管理（含真实活动盈余管理）来满足分析师预测的企业。部分学者研究发现企业会同时使用两种方式操控盈余，如 Zang(2007)发现企业在操控利润的时候，会替代性地使用应计项目与真实活动盈余管理方式；Lin *et al.*(2006)发现企业会同时使用应计项目和真实活动两种方式的组合来操控盈余。还有少数几篇文献研究了两种盈余管理方式的关系(Matsuura S., 2008; Chen, 2009)。

对我国上市公司盈余管理的研究文献也大都集中于应计项目操控，近几年也有一些基于真实活动操控对我国上市公司的盈余管理进行了研究（张俊瑞等，2008；李增福等，2011a, b；刘启亮等，2011）。这些研究均发现我国上市公司也在从事真实活动的盈余管理。

那么企业究竟是如何在应计项目盈余管理和真实活动盈余管理之间进行选择的？

从理论分析上看，应计项目盈余管理并不会改变企业内在的经济活动，不影响企业的现金流量(Graham *et al.*, 2005; Gunny, 2005; Zang, 2007)，具有操控难度较小、所需成本较低的特点。但应计项目盈余管理由于是对会计报表的操控，其行为易受外部审计人员的核查和制约，事后遭受监管机构调查和集团诉讼的风险较高(Gunny,2005; Graham *et al.*, 2005)。因此，一些来自外部的法律制度、审计规则可能对应计项目盈余操控具有较强的约束作用。而真实活动盈余管理是对真实交易活动的操控，除非关联交易，否则往往缺乏审计和监管的依据，因为真实活动操控行为与正常的经营活动通常难以区分(Zang, 2007)，难以被审计部门觉察，具有审计和监管较为困难的特点。因此，外部的监督可能难以有效抑制真实活动的盈余管理。同时，由于真实活动盈余操控需要其他部门和企业的配合，所需成本相对较高(Cohen and Zarowin, 2008)，且使企业经营偏离了最优决策，可能会受到较多来自股东的约束，特别是参与经营的控股股东的约束。

目前大多数文献都仅从某一个方面考察其对企业两种盈余管理方式之间选择的影响。

比如，较多的经验研究证实与企业监管相关的法律制度是影响盈余管理方式选择的重要因素。Zang(2007)还发现诉讼风险加重以后，企业会从应计项目盈余管理转向真实活动盈余管理。Cohen *et al.*(2008)发现在 2002 年萨班斯法案通过之后，企业的盈余管理方式从应计项目操控转向了真实活动操控。Sari *et al.*(2010)在对亚洲七个国家的金融市场比较后发现，在投资者保护水平高的国家，管理者更愿意通过真实活动操控进行盈余管理以避开更严格的外部审计和监管。Nelson *et al.*(2003)的研究表明会计准则规定得越具体，企业越有可能通过真实活动方式来进行盈余管理。Nting(2008)的研究也表明严格的监管会导致更多的真实活动盈余管理。Yu(2008)发现具有行业专长的审计师能够较好地约束应计项目的盈余管理，但同时有可能促使被审计企业从事更多真实活动的盈余管理。Visvanathan(2008)和 Garven(2009)研究结果也显示审计委员会的结构特点对真实活动盈余管理没有明显的限制作用。这些研究结果表明对于真实活动盈余管理行为，投资者保护、严格的监管、高质量的审计师以及传统的公司治理结构，这些来自外部的约束都不能很好地发挥作用，却有可能导致真实活动盈余操控的发生。

也有研究提供了企业内部治理抑制真实活动盈余管理的证据。Cheng(2004)和 Roychowdhury(2006)的研究结果显示机构投资者的存在能够减少真实活动操控行为。Osma(2008)、Visvanathan (2008)和Garven(2009)研究指出更多独立董事的存在将限制经理层对研发开支的操控。Sun-A Kang and Yong-Shik Kim(2012)对韩国上市公司的研究发现董事会规模对真实活动盈余管理有显著的抑制作用。这些研究都发现这些来自企业内部的约束能够有效抑制真实活动的盈余管理。

对我国上市公司目前仅有李增福等(2011a, b)和刘启亮等(2011)从真实活动盈余管理和应计项目盈余管理二者权衡的角度进行了研究，分别指出税率不同方向的变化和法律、会计准则的变更会影响企业在两种盈余管理方式之间的选择。

上述研究从不同方面证实外部监督的增强将有助于抑制应计项目的盈余管理，而来自企业内部的约束有助于抑制真实活动的盈余管理。本文试图从外部监督和内部约束的一般意义上研究企业管理层在两种盈余管理方式之间权衡，而这样的研究可能得出更为一般化的结论。

我国上市公司由于企业性质、企业规模、所处地域以及审计机构不同，其面临的外部监督也不同；而股权结构的不同也使企业的内部约束存在较大差异。根据我们前面的分析，内外部约束的不同将可能使企业管理层倾向于选择不同的盈余管理方式。据此，我们提出本文的假设1。

假设1：外部监督有助于抑制企业应计项目的盈余管理；内部约束有助于抑制真实活动的盈余管理。

## (二) 盈余管理的经济后果

应计项目操控是指企业对账面利润的调整，在利润发生改变的同时会伴随资产、负债项目的改变，而这会在利润表上体现出来。例如低估坏账准备会产生超额应计项目，增加当期会计盈余，而当应收账款不能收回时，企业确认为坏账损失，这时超额应计项目便发生了反转，降低了未来期间的会计盈余。因此，超额应计项目对当期收益的增加会被未来期间的反转效应所抵消。同理，计提的存货跌价准备造成了当期利润计算偏低和期末存货成本减小，这将导致以后期间的销售成本偏低，因而企业的利润反弹。尽管应计项目盈余管理在时间上存在反转效应，操控能力此消彼长，但是应计项目盈余管理中应收、应付账款与存货等应计项目具有短期流动性，其操控是基于会计处理，没有改变企业的生产经营活动，因此只影响企业短期业绩，而对其长期业绩没有作用。相反，真实活动盈余管理是企业直接对日常生产、交易活动的调整，主要有销售操控、生产操控和费用操控三种手段。销售操控通过在年末提高折扣刺激产品销售，增加企业收益；生产操控通过增大产品生产，降低单位生产成本；费

用操控则通过削减研发、广告等开支降低企业费用支出。这些手段在短期内或增加收益或降低成本，最终在企业财务报表上体现为利润的提高。然而，真实活动盈余管理毕竟使企业经济行为偏离了最优决策，破坏了企业的可持续发展，将影响企业的长期业绩。

已有的应计项目盈余管理方式对企业业绩影响的实证检验文献主要集中在股权再融资领域，这些研究均发现应计项目盈余操控会导致股权再融资后企业经营业绩出现滑坡（Rangan,1998; Teoh *et al.*,1998; DuCharme *et al.*,2004; 黄新建和张宗益，2004; 张祥建和徐晋，2005; 陆正飞和魏涛，2006; 章卫东，2010）。而许多基于真实活动盈余管理影响业绩的研究结果显示进行真实活动盈余操控的企业随后几年业绩显著下降(Gunny, 2005, 2009; Zang, 2006; Chapman *et al.*, 2011)。Cohen and Zarowin(2010)和李增福等（2011b）进一步指出真实活动盈余管理的经济后果可能比应计项目盈余管理更为严重，但Xu *et al.* (2007)在对为实现分析师预测而进行真实活动盈余管理的企业的研究显示，其随后年度的经营业绩并未发生显著下降，而且企业并不是频繁进行真实活动的盈余管理。

对我国上市公司而言，管理层如果实施了应计项目的盈余管理，由于转移利润的转回，其业绩表现将在短期之内出现反转；而如果实施了真实活动的盈余管理，由于经济活动偏离了企业的最优决策，将会导致企业业绩的长期下降。基于此，我们提出本文的假设2。

假设2：应计项目盈余管理导致企业短期的业绩反转；真实活动盈余管理导致企业长期的业绩滑坡。

### 三、研究设计

#### （一）样本选择

我国上市公司从2000年开始实施股权分置改革到2005年已经基本完成。因此，本文以2005-2007年4284家A股上市公司为初选样本，并对样本执行以下筛选程序：（1）剔除回归中所有变量值缺失的样本，共662家；（2）剔除资产负债率大于1的上市公司239家；（3）剔除同时发行B股或H股的上市公司294家；（4）剔除金融行业上市公司3家；（5）截面回归要求每年度每个行业的样本数至少达到10个，因此对年样本数不足10个的行业，我们删除了L（传播与文化）行业样本20家，并将C2（制造业—木材家具）行业并入C9（制造业—其他制造）行业（黄梅和夏新平，2009）。经过上述筛选，最后得到6年19个行业<sup>①</sup>共3066家样本公司，样本构成见表1。数据来源于CCER中国经济金融数据库和锐思数据库，所有连续变量均经过winsorize处理。

表1 样本构成

年度	初始样本	剔除样本				最终样本
		数据缺失	资产负债率大于1	发行B或H股	金融、传播文化行业	
2005	1342	209	41	97	7	986
2006	1420	252	45	96	8	1019
2007	1522	201	153	101	6	1061
总计	4284	662	239	294	21	3066

#### （二）盈余管理程度的计量

本文需同时考察上市公司可能存在的两种盈余管理方式，因此，这里分别构建应计项目操控和真实活动操控模型，分年度分行业估计盈余管理程度。

##### 1. 应计项目操控模型

应计项目操控是指通过会计政策选择、会计估计变更等会计方法来管理盈余。例如年限、

<sup>①</sup>行业划分引用证监会行业分类，制造业细分到次类，其余行业均分到类。

残值的估计；存货管理与计价、折旧方法选择；收益与费用确认时点选择；坏帐准备、摊销费用的计提等方式。

本文借鉴修正的 Jones 模型（考虑业绩）。首先，使用相关数据对(1)式进行回归，将所得参数代入(2)式计算出不可操控应计项目( $NDA_{i,t}$ )，最后两式相减即得到可操控应计利润( $DA$ )。

$$TAC_{i,t} = b_0 + b_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$NDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \quad (2)$$

其中， $TAC_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t}$ 。 $TAC_{i,t}$ 表示企业*i*第*t*年的总应计利润； $NI_{i,t}$ 表示企业*i*第*t*年的净利润； $CFO_{i,t}$ 表示企业*i*第*t*年的经营活动产生的现金净流量； $NDA_{i,t}$ 表示企业*i*第*t*年的经过上期末总资产调整后的非操控性应计利润； $\Delta REV_{i,t}$ 表示企业*i*第*t*年的营业收入增加额； $\Delta REC_{i,t}$ 表示企业*i*第*t*年的应收账款增加额； $PPE_{i,t}$ 表示企业*i*第*t*年年末的固定资产，用来表示企业的资产规模； $ROA_{i,t-1}$ 表示企业*i*第*t-1*年的总资产报酬率； $TA_{i,t-1}$ 表示企业*i*第*t-1*年末的总资产，各变量除以 $TA_{i,t-1}$ 以消除企业规模的影响。

## 2. 真实活动操控模型

真实活动操控主要包括销售操控、生产操控和费用操控三种手段，对此我们分别用异常经营活动现金流、异常产品成本和异常酌量性费用来计量。过度的销售折扣使每单位销售带来的经营现金净流量减少；过量生产虽然降低了单位产品成本，但使总体生产成本和保管存货成本增加；削减研发、广告和日常费用开支等则使酌量性费用减少。因此，如果企业使用以上三种手段做大利润，将相应呈现出更低的经营活动现金净流量、更高的生产成本和更低的酌量性费用，扣除不可操控的正常部分，企业将具有更低的异常现金流量、更高的异常产品成本和更低的异常酌量性费用。

借鉴 Roychowdhury (2006)和 Cohen *et al.*(2008)的方法，我们首先通过回归计算出经营活动现金流、生产成本和可操控费用的正常值；然后用企业当年实际发生值减去正常值，即得到异常值。具体估计过程如下：

经营活动现金流存在(3)式的线性关系(Dechow *et al.*,1995)，回归即可得出正常经营活动现金流。

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

销售产品成本和当期销售存在(4)式的线性关系。

$$\frac{COGS_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

存货变化额和当期及上期销售变动额存在(5)式的线性关系。

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

销售产品成本加当年存货的变动额就是生产成本。因此生产成本与当期销售额、当期和上期销售变动额存在(6)式的线性关系，回归即可得出正常生产成本。

$$\frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

酌量性费用，包括当年的销售费用和管理费用，酌量性费用与上期销售额存在(7)式的线性关系，回归即可得出正常酌量性费用。

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

我们用企业当年实际发生值减去以上估计正常值即可得出异常现金流量(DCFO)、异常生产成本(DPROD)和异常酌量性费用(DDISEXP)，这三个指标分别对应真实活动盈余管理的三种手段。考虑到企业可能同时采用这三种手段进行真实活动盈余管理。因此，我们构建真实活动盈余管理的总体计量指标：

$$DProxy_{i,t} = DPROAD_{i,t} - DCFO_{i,t} - DDISEXP_{i,t} \quad (8)$$

当企业采用真实活动盈余管理做大利润时，该指标为正，反之为负（Cohen *et al.*, 2008；李增福等 2011a, b）。

### （三）研究方法及模型

#### 1. 盈余管理方式的选择

上市公司并非随机选择是否进行盈余管理，比如业绩差的上市公司通常更可能进行盈余操控。因此，我们采用赫克曼两阶段模型以控制样本存在的自选择偏误。第一阶段我们建立选择模型分析哪些因素影响上市公司进行盈余管理；第二阶段我们以选择模型为基础，进一步从外部监督和内部约束的角度研究上市公司如何选择和权衡两种盈余管理方式。

#### 1.1 盈余管理行为的选择（第一阶段）

我们首先基于前期文献的研究结果，建立一个盈余管理影响因素的经验模型，以解释上市公司是否选择进行盈余管理。具体表述如下：

$$IEM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SF_{i,t} + \beta_2 Eissue_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 EXCP_{i,t} + \beta_5 MGT_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 Turn_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中被解释变量  $IEM_{i,t}$  表示企业  $i$  在第  $t$  年是否进行了盈余管理。若其应计项目盈余管理程度( $ABSDA$ )或真实活动盈余管理程度( $AProxy$ )大于所在年度和行业样本的中位数，则令  $IEM_{i,t}$  为 1，表示企业  $i$  在第  $t$  年进行了盈余管理；否则  $IEM_{i,t}$  为 0，表示企业  $i$  在第  $t$  年没有进行盈余管理。

上市公司基于保盈动机和在股权再融资过程中常进行盈余管理（吴联生等，2007；张俊瑞等，2008；李增福等，2011b）。因此，我们选择微盈利企业样本和股权再融资企业样本作为可疑企业样本。其中，若企业当年净利润和年初总资产之比在 $[0,0.005)$ ，则为微盈利样本 (Roychowdhury, 2006)；若企业当年进行配股或增发则为股权再融资样本。我们设置变量  $SF$  反映这两类样本，并预测  $SF$  的回归系数为正。

通过发行流通股在资本市场融资是企业上市的主要目的，每股收益率作为反映股票收益的重要指标直接影响企业的市场价值。Barton *at al.* (2002)和 Zang(2007) 研究指出流通股越多，企业为实现预期的每股收益率而进行盈余管理的可能性也越高。因此，我们设置变量  $Eissue$  反应上市公司发行流通股的情况，并预测  $Eissue$  的回归系数为正。

企业的债务水平越高，越可能违背以会计信息为基础的债务契约，管理者通过选择会计程序和方法将未来盈余调节到当期的可能性也越大。许多研究从应计项目操控和真实活动操控两方面提供了相应的经验证据（Beneish,1997；Roychowdhury,2006；高雷等，2009；张

玲等, 2009; 李增福等, 2011)。这里我们设置变量 *LEV* 进行考察, 并预测 *LEV* 的回归系数为正。

此外, 一些学者还指出管理层薪酬和持股情况与企业是否进行盈余管理密切相关 (Coffee, 2003; Fuller *et al.*, 2002; Cheng *et al.*, 2005)。这里我们设置变量 *EXCP* 和 *MGT* 分别考察管理层薪酬和持股对是否选择盈余管理的影响。

最后, 为控制企业成长能力、运营情况和业绩表现等对企业盈余管理选择的影响, 我们相应设置了 *MB*、*Turn* 和 *ROA* 等变量进行考察。

## 1.2 盈余管理方式的选择和权衡 (第二阶段)

盈余管理主要有应计项目操控和真实活动操控两种方式, 如何选择和权衡这两种方式受到众多因素的影响。我们将影响因素分为外部监督和内部约束进行研究。

对于外部监督:

其一, 规模。大规模企业往往面临着更严厉的法律和监管, 企业财务制度也更为健全, 企业进行应计项目盈余操控的边际成本较高 (李增福等, 2011a)。因此, 大规模企业将更倾向于以真实活动盈余管理替代应计项目盈余管理。我们设置变量 *Size* 反映规模, 并预测 *Size* 在应计项目操控模型中回归系数为负, 在真实活动操控模型中回归系数为正。

其二, 外部审计。应计项目盈余管理主要通过会计政策选择、会计估计变更等会计方法来管理盈余, 往往容易被外部审计察觉; 而真实活动盈余管理则主要通过改变企业日常经营活动来管理盈余, 较为隐蔽, 难以被审计识别。因此, 审计能有效抑制应计项目盈余管理, 但可能导致管理层转向真实活动盈余管理。我们设置变量 *Opin* 反应外部审计, 并预测 *Opin* 在应计项目操控模型中回归系数为负, 在真实活动操控模型中回归系数为正。

其三, 投资者保护。当投资者保护较强时, 外部投资者很可能对企业管理层施加更大的压力 (La Porta *et al.*, 2000), 企业管理层面临的法律和监管也更严厉, 企业进行应计项目盈余操控的边际成本较高。因此, 投资者保护将显著抑制应计项目盈余管理, 但可能导致管理层转向真实活动盈余管理。我们使用樊纲 (2009) 编制的地区市场化进程数据, 以各地区市场中介组织和法律制度指数作为反应投资者保护程度的指标 (陈胜蓝和魏明海, 2006), 设为变量 *IPD*, 并预测其在应计项目操控模型中回归系数为负, 在真实活动操控模型中回归系数为正。

对于内部约束:

其一, 国有控股。国有企业面临“所有者虚位”问题, 这意味着同等条件下国有企业的管理层受到来自股东的监督压力会更少一些。我们设置变量 *Control* 反映企业的控制人性, 并预测 *Control* 在应计项目操控模型中回归系数为负, 在真实活动操控模型中回归系数为正。

其二, 股权集中度。上市公司股权集中度越高, 即大股东持股比例越高, 其对企业决策的控制力越强。而相比应计项目操控, 真实活动操控由于导致企业现金流的变化, 其对企业业绩的影响往往更为严重 (Zang, 2007)。因此, 股权集中度越高, 大股东越倾向于控制企业采用应计项目盈余管理代替真实活动盈余管理。我们选择能体现大股东控制力的变量 *TOP10* 作为反应股权集中度的指标, 并预测 *TOP10* 在应计项目操控模型中回归系数为正, 在真实活动操控模型中回归系数为负。

其三, 机构投资者持股比例。机构投资者而相对于个人投资者由于控股比例高往往不可能用传统的抛售股票的“华尔街方式”来保护其资本的价值。因此, 机构投资者有动力去发挥积极的监督作用, 从而获得更多的收益; 而且机构投资者往往拥有专业人员对上市公司进行分析, 也有能力去发挥积极的监督作用。因此, 机构投资者持股比例增加将会强化来自股东的约束, 从而抑制企业的真实活动盈余管理。机构投资者持股对应计项目盈余管理的抑制作用不大, 甚至还可能有促进作用 (邓可斌和唐小燕, 2010)。我们设置变量 *PIS* 反应机构投资者持股比例, 并预测 *PIS* 在应计项目操控模型中回归系数为正, 在真实活动操控模型

中回归系数为负。

此外, Barton et al.(2002)认为企业净经营资产一定程度上反应企业以前年度的应计盈余管理程度,企业当期净经营资产越大,说明以前进行应计项目盈余管理的程度越高,当期采用应计项目操控的空间越小。因此,企业当期净经营资产越大,将更多的采用真实活动操控代替应计项目操控来管理盈余。企业设立独立的审计委员会,可以强化对企业管理层行为的监管,可能抑制应计项目盈余管理行为。我们设置 *NOA* 表征企业净经营资产和 *Audit* 表征独立的审计委员会,并将其纳入模型进行考察。

综上所述,我们得到如下回归模型:

$$IAM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \beta_3 Opin_{i,t} + \beta_4 IPD_{i,t} + \beta_5 Top10_{i,t} + \beta_6 PIS_{i,t} + \beta_7 NOA_{i,t} + \beta_8 Audit_{i,t} + \beta_9 IMR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$IRM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \beta_3 Opin_{i,t} + \beta_4 IPD_{i,t} + \beta_5 Top10_{i,t} + \beta_6 PIS_{i,t} + \beta_7 NOA_{i,t} + \beta_8 Audit_{i,t} + \beta_9 IMR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

其中被解释变量  $IAM_{i,t}(IRM_{i,t})$  表示企业  $i$  在第  $t$  年是否进行了应计项目盈余管理(真实活动盈余管理),若其应计项目盈余管理程度(*ABSDA*) (真实活动盈余管理程度, (*DProxy*)) 大于所在年度和行业样本的中位数,则令  $IAM_{i,t}(IRM_{i,t})$  为 1,表示企业  $i$  在第  $t$  年进行了应计项目盈余管理(真实活动盈余管理),否则  $IAM_{i,t}(IRM_{i,t})$  为 0,表示企业  $i$  在第  $t$  年没有进行应计项目盈余管理(真实活动盈余管理)。

## 2. 盈余管理行为的经济后果

企业当期应计利润、企业规模、当期业绩、债务情况和成长能力等可能对企业未来经营业绩产生影响((Bradshaw et al., 2001; Bens et al.,2002;Gunny, 2005、Gunny, 2005; Berger and Patti, 2006)。因此,我们建立如下多元回归模型比较两种盈余管理方式对企业未来三年业绩的影响(Gunny, 2005; 李增福等 2011b):

$$ROA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 IAM_{i,t} + \beta_2 TAC_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Turn_{i,t} + \varepsilon_{i,t+j} \quad (12)$$

$$ROA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 IRM_{i,t} + \beta_2 TAC_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Turn_{i,t} + \varepsilon_{i,t+j} \quad (13)$$

其中被解释变量  $ROA_{i,t+i}$  表示企业  $i$  在第  $t+i$  年的总资产收益率,以此度量企业的业绩。解释变量  $IAM_{i,t}(IRM_{i,t})$  表示企业  $i$  在第  $t$  年是否进行了应计项目盈余管理(真实活动盈余管理),若其应计项目盈余管理程度(*ABSDA*) (真实活动盈余管理程度(*AProxy*)) 大于所在年度和行业样本的中位数,则  $IAM_{i,t}(IRM_{i,t})$  为 1, 否则为 0。所有变量定义见表 2:

**表 2 所有变量及其定义**

	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	盈余管理程度	<i>IEM</i>	若 <i>ABSDA</i> 或 <i>AProxy</i> 大于所在年度和行业样本的中位数则 <i>IEM</i> =1, 否则 <i>IEM</i> =0
	应计项目盈余管理程度	<i>IAM</i>	若 <i>ABSDA</i> 大于所在年度和行业样本的中位数则 <i>IAM</i> =1, 否则 <i>IAM</i> =0
	真实活动盈余管理程度	<i>IRM</i>	若 <i>AProxy</i> 大于所在年度和行业样本的中位数则 <i>IRM</i> =1, 否则 <i>IRM</i> =0
解释变量	企业业绩	$ROA_{t+i}$	$t+i$ 年净利润与平均资产总额之比, $i=1,2,3$
	可疑企业	<i>SF</i>	若企业当年属于微盈利样本或进行股权再融资



		则 $SF=1$ , 否则 $SF=0$	
发行的流通股比例	<i>Eissue</i>	本年发行的流通股数与年初流通股总数之比	
高管薪酬	<i>EXCP</i>	前三名高管年薪总额的自然对数	
高管持股比例	<i>MGT</i>	高管持股与总股本之比	
财务杠杆	<i>LEV</i>	年末负债总额与年末资产总额之比	
市值账面价值比率	<i>MB</i>	反映企业市场价值与账面价值之间的比值	
总资产周转率	<i>Turn</i>	主营业务收入与平均资产总额之比	
总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润与平均资产总额之比	
企业规模	<i>Size</i>	年末资产总额的自然对数	
控制人性质	<i>Control</i>	若企业为国有控股则 $Control=1$ , 否则 $Control=0$	
审计	<i>OPIN</i>	如果审计意见为标准无保留意见, 则 $OPIN=1$ , 否则 $OPIN=0$	
投资者保护程度	<i>IPD</i>	各地区市场中介组织和法律制度指数	
股权集中度	<i>TOP10</i>	企业前十大股东持有企业股票占企业股票总数的比例之和	
机构投资者	<i>PIS</i>	第三季度末机构投资者持股数量与第三季度末总股数之比	
净经营资产	<i>NOA</i>	上期期末净经营资产与上期销售收入之比	
审计委员会	<i>Audit</i>	若企业设置独立的审计委员则 $Audit=1$ , 否则 $Audit=0$	
控制变量	应计利润	<i>TAC</i>	若应计利润与年末总资产之比大于所在年度和行业样本的中位数, 则 $TAC=1$ , 否则 $TAC=0$
	账面市值比率	<i>BTM</i>	企业账面价值与市值之比
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	营业收入的变化百分比

注: *IAM*和 *IRM*同时为经济后果检验模型中的解释变量, *SIZE*、*ROA*、*LEV*和 *TURN*同时为经济后果检验模型中的控制变量。

## 四、实证结果与分析

### (一) 我国上市公司盈余管理的描述性统计和非参数检验

表3报告了2005-2007年我国上市公司进行应计项目操控和真实活动操控的盈余管理程度。其中, 应计项目盈余管理整体水平(*DA*)各年度和总体结果均基本为零, 这表明我国上市公司中同时存在正向操控和负向操控两种应计项目盈余管理形式, 并且两者使用的程度基本相同。对于真实活动盈余管理, 异常经营现金流(*DCFO*)和异常生产成本(*DPROD*)各年度和总体结果均基本为零, 而异常酌量性费用(*DDISEXP*)各年度和总体结果均显著为负, 这表明上市公司存在真实活动盈余管理行为, 并且主要通过削减酌量性费用。由此, 我国上市公司存在应计项目操控和真实活动操控两种盈余管理方式。

**表3 盈余管理程度的非参数检验**

年度	2005	2006	2007	2005-2007
<i>DA</i>	0.0026 (1.5605)	0.0031 (1.1278)	-0.0043 (1.5350)	0.0008 (0.6321)
<i>DCFO</i>	-0.0009 (0.1592)	-0.0027 (1.1278)	0.0003 (0.1228)	-0.0009 (0.6682)
<i>DPROD</i>	0.0016	-0.0011	-0.0018	-0.0005

	(0.6688)	(0.6892)	(0.6140)	(0.3793)
<i>DDISEXP</i>	-0.0084***	-0.0063***	-0.0073***	-0.0074***
	(5.6368)	(4.6990)	(6.7541)	(9.9149)

注：\*\*\*表示 1%水平显著，\*\*表示 5%水平显著，\*表示 10%水平显著；括号内为 t 值。（余下同）

表 4 报告了应计项目操控和真实活动操控两种盈余管理方式的相关性检验结果。其中，应计项目盈余管理 (*DA*) 与异常现金流 (*DCFO*) 的相关系数显著为负 (-74%，Pearson 和 -71%，Spearman)，与异常生产成本 (*DPROD*) 的相关系数显著为正 (24%，Pearson 和 21%，Spearman)，与异常酌量性费用 (*DDISEXP*) 的相关系数显著为负 (-12%，Pearson 和 -11%，Spearman)，这表明上市公司进行盈余管理时往往同时采用应计项目操控和真实活动操控两种方式。对于真实活动盈余管理，异常现金流 (*DCFO*) 与异常生产成本 (*DPROD*) 的相关系数显著为负 (-40%，Pearson 和 -43%，Spearman)，异常现金流 (*DCFO*) 与异常酌量性费用 (*DDISEXP*) 的相关系数显著为正 (14%，Pearson 和 12%，Spearman)，异常生产成本 (*DPROD*) 与异常酌量性费用 (*DDISEXP*) 的相关系数显著为负 (-40%，Pearson 和 -43%，Spearman)，这表明企业在进行真实活动盈余管理时，通常不会仅采用单一手段，而是对生产操控、销售操控和费用操控这三种手段进行组合，以实现操控盈余的目的。

**表 4 盈余管理程度的相关性检验**

	<i>DA</i>	<i>DCFO</i>	<i>DPROD</i>	<i>DDISEXP</i>
<i>DA</i>	1.0000	-0.7045*** (-54.9527)	0.2071*** (11.7161)	-0.1061*** (-5.9050)
<i>DCFO</i>	-0.7413*** (-61.1287)	1.0000	-0.4290*** (-26.2894)	0.1156*** (6.4425)
<i>DPROD</i>	0.2440*** (13.9296)	-0.3977*** (-23.9949)	1.0000	-0.4270*** (-26.1384)
<i>DDISEXP</i>	-0.1177*** (-6.5611)	0.1410** (7.8817)	-0.4001*** (-24.1619)	1.0000

## (二) 盈余管理方式的选择

### 1. 盈余管理行为的选择（第一阶段）

表 5.Part A 报告了模型(9)的 *Probit* 回归结果。其中，除 *MGT* 以外，其余变量均显著并且回归系数符号与预测完全一致。我国上市公司管理层持股比例偏低，管理层独立性相对较差，管理层持股对盈余管理选择影响较小。变量中可疑企业(*SF*)、流通股比例(*Eissue*)、资产负债率(*LEV*)、市值账面价值比(*MB*)和总资产周转率(*Turn*)系数显著为正，并且资本市场因素中的保盈和股权再融资(*SF*)、发行的流通股比例(*Eissue*)和债务契约因素(*LEV*)的边际效应相对较大，表明资本市场动机和债务契约对我国上市公司进行盈余管理有重要影响。

### 2. 盈余管理方式的选择和权衡（第二阶段）

表 5.Part B 报告了模型(10)和(11)的 *Probit* 回归结果。

对于外部监督：企业规模(*Size*)在正向应计操控模型和负向应计操控模型中系数显著为负，在真实活动操控模型中系数显著为正，与预测完全一致。外部审计(*Opin*)在正向应计操控模型和负向应计操控模型中系数显著为负，在真实活动操控模型中系数不显著，与预测基本一致。投资者保护程度(*IPD*)在正向应计操控模型中系数显著为负，在负向应计操控模型和真实活动操控模型中系数均不显著，也与预测基本一致。

对于内部约束：国有控股(*Control*)在正向应计操控模型中系数显著为负，在负向应计操控模型中系数不显著，这与薄仙慧和吴联生（2009）的结论一致；在真实活动操控模型中系数不显著。股权集中度(*TOP10*)在正向和负向应计操控模型中系数均显著为正，在真实活动操控模型中系数显著为负，与预测完全一致。机构投资者持股比例(*PIS*)在正向和负向应计

操控模型中系数均显著为正，在真实活动操控模型中系数显著为负，也与预测完全一致。

此外，净经营资产(*NOA*)在真实活动操控模型中系数显著为正，在应计项目操控模型中不显著，审计委员会(*Audit*)在模型中系数均不显著。

以上结果表明：企业规模、外部审计以及投资者保护程度这些外部监督因素会显著减少正向应计盈余管理，企业规模和外部审计也会抑制管理者进行负向应计盈余管理；企业规模会同时促进真实活动盈余管理。

股权集中度和机构投资者持股这些内部约束因素显著抑制了真实活动盈余管理，却促进了应计项目盈余管理。机构投资者持股比例高会导致正向和负向应计项目操控增加；股权集中度高也会导致正向和负向应计操控增加。国有控股抑制了应计项目盈余管理，对真实活动盈余管理影响不显著，这可能是对国有企业的审计更为严格所致（刘继红，2009）。

由此，我们可以得出外部监督能有效抑制应计项目盈余管理行为，并可能导致真实活动盈余管理行为的增加；内部约束则能有效抑制真实活动盈余管理行为，并可能导致应计项目盈余管理行为的增加。该结果支持假设 1。

**表 5 盈余管理方式的选择**

Part A	预测符号		系数		z 值	边际效应(%)		
第一阶段：是否选择盈余管理								
<i>SF</i>		+		0.1468**	2.0548		4.45	
<i>Eissue</i>		+		0.3363**	2.2490		10.20	
<i>LEV</i>		+		0.3493**	2.2310		10.60	
<i>EXCP</i>		?		-0.1135***	-3.4304		-3.44	
<i>MGT</i>		?		-0.1734	-0.3700		-5.26	
<i>MB</i>		?		0.0093**	2.1927		0.28	
<i>Turn</i>		?		0.1259**	2.4742		3.82	
<i>ROA</i>		?		-4.0565***	-7.2709		-123.04	
<i>LR</i>				130.6862				
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>				0.0370				
第二阶段：如何选择盈余管理方式(应计项目盈余管理)								
Part B	正向应计操控				负向应计操控			
	预测符号	系数	z 值	边际效应(%)	预测符号	系数	z 值	边际效应(%)
<i>Size</i>	-	-0.0727*	-1.8484	-2.50	-	-0.1110***	-2.7214	-3.70
<i>Control</i>	-	-0.1875**	-2.5658	-6.44	-	-0.1000	-1.2784	-3.33
<i>Opin</i>	-	-0.2548*	-1.7299	-8.76	-	-0.2353*	-1.7477	-7.83
<i>IPD</i>	-	-0.0291***	-2.8867	-1.00	-	0.0062	0.5871	0.21
<i>TOP10</i>	+	0.8407***	3.2852	28.90	+	0.4263*	1.6472	14.19
<i>PIS</i>	+	0.6977*	1.9022	23.98	+	1.9689***	4.4227	65.55
<i>NOA</i>	-	-0.0020	-0.1210	-0.069	?	-0.0266	-1.3982	-0.89
<i>Audit</i>	?	0.0379	0.5314	1.30	?	-0.0421	-0.5679	-1.40
<i>IMR</i>	?	8.1434***	7.7401	279.90	?	2.7590***	4.7431	91.85
<i>LR</i>			634.95				902.61	
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>			0.2956				0.4300	
第三阶段：真实活动操控								
Part C	预测符号		系数		z 值	边际效应(%)		

第二阶段：如何选择盈余管理方式(真实活动盈余管理)

<i>Size</i>	+	0.0799***	2.8889	2.71
<i>Control</i>	+	0.0337	0.6445	1.14
<i>Opin</i>	+	-0.0992	-1.0121	-3.36
<i>IPD</i>	+	-0.0076	-1.0773	-0.26
<i>TOP10</i>	-	-0.5298***	-2.9387	-17.97
<i>PIS</i>	-	-2.1139***	-8.6978	-71.69
<i>NOA</i>	+	0.0426***	3.3099	1.44
<i>Audit</i>	?	0.0156	0.3069	0.53
<i>IMR</i>	?	1.8285***	17.8852	62.01
<i>LR</i>		1408.87		
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>		0.3315		

(三) 盈余管理行为的经济后果

表 6 报告了模型(12)和(13)的回归结果。对于正向应计操控模型，盈余管理(*IAM*)在前两年的回归模型中系数显著为负，在第三年的回归模型中系数为负但不显著；对于负向应计操控模型，盈余管理(*IAM*)在前两年的回归模型中系数显著为正，在第三年的回归模型中系数为正但不显著。因此，应计项目盈余管理会导致企业业绩在短期内出现反转，从长期看影响不大。对于真实活动操控模型，盈余管理(*IRM*)在三年的回归模型中系数均显著为负，并且显著性水平都很高（1%，1%，1%）。因此，真实活动盈余管理会导致企业业绩长期严重滑坡。该结果支持假设 2。

表 6 盈余管理的经济后果

模型	正向应计操控			负向应计操控		
	1 年	2 年	3 年	1 年	2 年	3 年
<i>Intercept</i>	-0.0383 (-1.0577)	-0.0662 (-1.4386)	-0.0067 (-0.1712)	-0.0006 (-0.0163)	-0.0017 (-0.0413)	-0.0026 (-0.0648)
<i>IAM</i>	-0.0061** (-2.1322)	-0.0078** (-2.2414)	-0.0053 (-1.6033)	0.0077*** (2.6519)	0.0090** (2.5048)	0.0057 (1.6117)
<i>TAC</i>	-0.0019 (-0.4121)	-0.0083 (-1.5408)	-0.0004 (-0.0827)	-0.0054 (-1.3549)	-0.0014 (-0.3028)	-0.0056 (-1.2988)
<i>Size</i>	0.0027 (1.5075)	0.0051** (2.2622)	0.0025 (1.3180)	0.0015 (0.8034)	0.0024 (1.1641)	0.0033* (1.6927)
<i>ROA</i>	0.6180*** (12.4549)	0.4451*** (5.9141)	0.3982*** (6.6135)	0.4338*** (10.6846)	0.2582*** (6.1853)	0.2455*** (5.9352)
<i>LEV</i>	-0.0305*** (-2.7793)	-0.0429*** (-2.8746)	-0.0290** (-2.4421)	-0.0399*** (-3.6579)	-0.0457*** (-3.8341)	-0.0546*** (-4.7287)
<i>BTM</i>	-0.0030 (-0.6091)	-0.0107* (-1.7269)	-0.0389*** (-5.9777)	-0.0048 (-0.9029)	-0.0179*** (-2.9674)	-0.0448*** (-7.0521)
<i>Growth</i>	0.0048 (1.6261)	-0.0046 (-1.1820)	-0.0028 (-0.9225)	0.0066** (2.4614)	0.0003 (0.1026)	-0.0028 (-0.9604)
<i>Turn</i>	0.0085*** (3.4031)	0.0086*** (2.6420)	0.0035 (1.0082)	0.0085*** (3.6917)	0.0042 (1.4057)	0.0054* (1.8682)
<i>F 值</i>	74.1810***	30.5664***	35.0435***	71.1020***	23.5977***	29.6051***

Adj.R <sup>2</sup>	0.2742	0.1324	0.1494	0.2703	0.1067	0.1313
模型	真实活动操控					
年度	1年		2年		3年	
<i>Intercept</i>	-0.0135	(-0.5287)	-0.0322	(-1.0627)	0.0007	(0.0248)
<i>IRM</i>	-0.0168***	(-7.0482)	-0.0185***	(-6.7262)	-0.0089***	(-3.1961)
<i>TAC</i>	-0.0027	(-1.2590)	-0.0024	(-0.8818)	-0.0036	(-1.3625)
<i>Size</i>	0.0024*	(1.8783)	0.0042***	(2.7568)	0.0030**	(2.2524)
<i>ROA</i>	0.4376***	(12.7381)	0.2530***	(6.6553)	0.2649***	(7.3110)
<i>LEV</i>	-0.0344***	(-4.5209)	-0.0439***	(-4.6493)	-0.0417***	(-5.0922)
<i>BTM</i>	-0.0065*	(-1.7726)	-0.0168***	(-4.0182)	-0.0439***	(-9.8160)
<i>Growth</i>	0.0059***	(2.9601)	-0.0019	(-0.7515)	-0.0027	(-1.2801)
<i>Turn</i>	0.0097***	(5.6732)	0.0076***	(3.4594)	0.0052**	(2.3145)
<i>F</i> 值	148.2554***		56.3425***		63.8191***	
Adj.R <sup>2</sup>	0.2776		0.1262		0.1409	

#### (四) 稳健性检验

为考察研究结论的可靠性，我们进行如下的稳健性分析：（1）对盈余管理方式选择的研究，我们选取其中重要的影响因素——投资者保护（外部监督）和股权集中度（内部约束），对其度量指标进行替换，使用变量 *IPD'*（各地区律师、会计师等市场中介组织服务条件指数）代替 *IPD*（陈胜蓝和魏明海，2006），使用变量 *H10*（企业前十大股东持有企业股票占企业股票总数的比例的平方和）代替 *TOP10*，对模型(10)、(11)重新回归；（2）对盈余管理行为经济后果的研究，考虑到不同行业企业的业绩表现可能存在差异，我们使用行业中位数调整后的 *ROA* 代替原业绩度量指标（陆正飞和魏涛，2006），对模型(12)、(13)重新回归。回归结果见表 7、8，可见稳健性检验结果与此前结论基本一致。

**表 7 盈余管理方式选择的稳健性分析**

Part B	正向应计操控				负向应计操控			
	预测符号	系数	z 值	边际效应 (%)	预测符号	系数	z 值	边际效应 (%)
第二阶段：如何选择盈余管理方式(应计项目盈余管理)								
<i>Size</i>	-	-0.0886**	-2.2311	-3.05	-	-0.1224***	-2.9488	-4.07
<i>Control</i>	-	-0.1941***	-2.6303	-6.67	-	-0.1178	-1.4849	-3.92
<i>Opin</i>	-	-0.2453*	-1.6618	-8.43	-	-0.2333*	-1.7343	-7.77
<i>IPD'</i>	-	-0.0637***	-2.9987	-2.19	-	0.0080	0.3530	0.27
<i>H10</i>	+	0.7609**	2.5335	26.16	+	0.5859*	1.8336	19.51
<i>PIS</i>	+	0.8100**	2.2221	27.84	+	2.0831***	4.6608	69.35
<i>NOA</i>	-	-0.0032	-0.1983	-0.11	?	-0.0274	-1.4409	-0.91
<i>Audit</i>	?	0.0206	0.2914	0.71	?	-0.0362	-0.4883	-1.21
<i>IMR</i>	?	8.2344***	7.9026	283.05	?	2.7666***	4.7323	92.10
<i>LR</i>			630.89				902.99	
Adj.R <sup>2</sup>			0.2937				0.4302	
真实活动操控								
Part C	预测符号	系数	z 值	边际效应 (%)				
第二阶段：如何选择盈余管理方式(真实活动盈余管理)								
<i>Size</i>	+	0.0867***	3.0867	2.94				

<i>Control</i>	+	0.0385	0.7258	1.31
<i>Opin</i>	+	-0.1030	-1.0511	-3.49
<i>IPD'</i>	+	-0.0125	-0.8367	-0.42
<i>H10</i>	-	-0.3497*	-1.6451	-11.86
<i>PIS</i>	-	-2.2149***	-9.1520	-75.12
<i>NOA</i>	+	0.0442***	3.4407	1.50
<i>Audit</i>	?	0.0132	0.2601	0.45
<i>IMR</i>	?	1.8241***	17.9958	61.87
<i>LR</i>		1404.21		
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>		0.3304		

**表 8 盈余管理经济后果稳健性分析**

模型	正向应计操控			负向应计操控		
	1 年	2 年	3 年	1 年	2 年	3 年
<i>Intercept</i>	-0.0468 (-1.3101)	-0.0369 (-0.7940)	-0.0143 (-0.3682)	-0.0140 (-0.3837)	0.0243 (0.5867)	-0.0147 (-0.3715)
<i>IAM</i>	-0.0061** (-2.1776)	-0.0076** (-2.1618)	-0.0051 (-1.5507)	0.0075*** (2.6136)	0.0091** (2.5099)	0.0051 (1.4379)
<i>TAC</i>	-0.0012 (-0.2667)	-0.0074 (-1.3627)	0.0019 (0.3752)	-0.0051 (-1.3029)	-0.0014 (-0.3155)	-0.0053 (-1.2229)
<i>Size</i>	0.0022 (1.2974)	0.0027 (1.2308)	0.0022 (1.1889)	0.0010 (0.5681)	-0.0002 (-0.1177)	0.0030 (1.5792)
<i>ROA</i>	0.6313*** (13.1991)	0.4454*** (6.0540)	0.3547*** (6.1556)	0.4324*** (10.7802)	0.2538*** (6.0469)	0.2298*** (5.6749)
<i>LEV</i>	-0.0256** (-2.4442)	-0.0363** (-2.5075)	-0.0300*** (-2.6165)	-0.0362*** (-3.3702)	-0.0372*** (-3.1522)	-0.0548*** (-4.8416)
<i>BTM</i>	-0.0023 (-0.4880)	0.0017 (0.2918)	-0.0427*** (-7.0144)	-0.0031 (-0.6335)	-0.0013 (-0.2137)	-0.0458*** (-7.2700)
<i>Growth</i>	0.0033 (1.1559)	-0.0058 (-1.4776)	-0.0046 (-1.4774)	0.0073*** (2.8491)	-0.0005 (-0.1508)	-0.0026 (-0.8771)
<i>Turn</i>	0.0078*** (3.2458)	0.0090*** (2.8087)	0.0038 (1.1321)	0.0077*** (3.3270)	0.0043 (1.4524)	0.0049* (1.6594)
<i>F 值</i>	69.3572***	23.9443***	30.2645***	68.3764***	17.8365***	26.1833***
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.2608	0.1059	0.1312	0.2625	0.0817	0.1174
模型	真实活动操控					
年度	1 年	2 年		3 年		
<i>Intercept</i>	-0.0248 (-0.9928)	-0.0045 (-0.1474)	-0.0086 (-0.3135)	-0.0086 (-0.3135)	-0.0086 (-0.3135)	-0.0086 (-0.3135)
<i>IRM</i>	-0.0174*** (-7.3330)	-0.0209*** (-7.5007)	-0.0100*** (-3.5570)	-0.0100*** (-3.5570)	-0.0100*** (-3.5570)	-0.0100*** (-3.5570)
<i>TAC</i>	-0.0023 (-1.0934)	-0.0011 (-0.3898)	-0.0024 (-0.9063)	-0.0024 (-0.9063)	-0.0024 (-0.9063)	-0.0024 (-0.9063)
<i>Size</i>	0.0017 (1.4460)	0.0015 (0.9991)	0.0026** (1.9708)	0.0026** (1.9708)	0.0026** (1.9708)	0.0026** (1.9708)
<i>ROA</i>	0.4386*** (12.9522)	0.2427*** (6.3806)	0.2395*** (6.7204)	0.2395*** (6.7204)	0.2395*** (6.7204)	0.2395*** (6.7204)
<i>LEV</i>	-0.0293*** (-3.9614)	-0.0348*** (-3.7495)	-0.0411*** (-5.1113)	-0.0411*** (-5.1113)	-0.0411*** (-5.1113)	-0.0411*** (-5.1113)

<i>BTM</i>	-0.0046	(-1.3350)	-0.0012	(-0.3024)	-0.0453***	(-10.4591)
<i>Growth</i>	0.0054***	(2.7847)	-0.0030	(-1.1822)	-0.0036*	(-1.6768)
<i>Turn</i>	0.0089***	(5.3482)	0.0079***	(3.6140)	0.0051**	(2.2906)
<i>F</i> 值	140.7858***		45.2983***		56.4319***	
<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	0.2673		0.1036		0.1264	

## 五、结 论

本文同时采用应计项目操控模型与真实活动操控模型，对我国上市公司的盈余管理行为、盈余管理方式的选择以及盈余管理的经济后果等问题进行了研究。我们研究发现：

(1) 企业为实现既定的盈余目标，会同时采用应计项目盈余管理和真实活动盈余管理两种方式进行操控，在进行真实活动操控时，上市公司会对三种手段进行组合使用。

(2) 企业在应计项目操控和真实活动操控两种方式间选择和权衡时受外部监督和内部约束因素的影响。外部监督会抑制应计项目的盈余操控，可能促进真实活动的盈余操控；内部约束会抑制真实活动的盈余管理，可能促进应计项目的盈余管理。

(3) 应计项目操控和真实活动操控对企业的后续发展影响不同。应计项目操控仅导致企业业绩在短期内出现反转，长期影响不大；真实活动操控则会导致企业业绩出现长期严重滑坡。因此，相比应计项目操控，真实活动操控的经济后果往往更为严重。

本文的研究的理论意义在于：首先在前期文献研究的基础上提出了应计项目盈余管理和真实活动盈余管理选择的基本命题，即外部监督有助于抑制应计项目的盈余管理，而内部约束有助于抑制真实活动的盈余管理，并对其进行了论证和经验检验；其次，对两种盈余管理方式经济后果的比较研究，修正了前期文献将企业的长期业绩滑坡归因于应计项目操控的研究结论。而更为重要的是本文基于盈余管理方式的选择问题，提出了外部治理和内部治理的此消彼长，对企业盈余管理及其后果产生了完全不同的影响。相信对公司外部治理和内部治理均衡问题的进一步考察，将会对公司治理和公司财务中的许多问题有新的解释。

本文的研究结果具有较强的政策含义。首先，对我国上市公司真实活动盈余管理方式普遍存在及其具有更为严重经济后果的发现，将使我们在制定投资者保护政策、公司治理规则和制度的时，不仅要着眼于应计项目盈余管理，更要关注真实活动的盈余管理。更为重要的是，本文发现外部监督的增强在抑制应计项目盈余管理的同时，却可能促进了对企业绩效损害更为严重的真实活动盈余管理行为，这使得我们要重新审视目前法律、审计等投资者保护制度的改革，对我国上市公司的监管和治理具有重要的政策意义。

### 参考文献：

- 薄仙慧、吴联生，2009：《国有控股与机构投资者的治理效应：盈余管理视角》，《经济研究》，第3期。
- 陈胜蓝、魏明海，2006：《投资者保护与财务会计信息质量》，《会计研究》第10期。
- 邓可斌、唐小燕，2010：《机构投资者真的有助于降低盈余管理吗？——来自中国上市公司混合与平衡面板数据的证据》，《产业经济研究》第5期。
- 高雷、张杰，2009：《公司治理、资金占用与盈余管理》，《金融研究》，第5期。
- 黄新建、张宗益，2004：《中国上市公司宣布配股信息前后的盈余管理》，《重庆大学学报》，第6期。
- 黄梅、夏新平，2009：《操纵性应计利润模型检测盈余管理能力的实证分析》，《南开管理评论》，第5期。
- 李增福、董志强、连玉君，2011a：《应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理？——基于我国2007

年所得税改革的研究》，《管理世界》，第1期。

李增福、郑友环、连玉君，2011b：《股权再融资、盈余管理与上市公司的业绩滑坡》，《中国管理科学》，第2期。

刘继红，2009：《国有控股、盈余管理与审计意见》，《审计研究》，第2期。

刘启亮、刘晶莹、谈丽华、张雅曼，2011：《IFRS的强制趋同、盈余动机与应计及真实盈余操纵》，《财会通讯》，第5期。

陆正飞、魏涛，2006：《配股后业绩下降：盈余管理与真实业绩滑坡》，《会计研究》，第8期。

吴联生、薄仙慧、王亚平，2007：《避免亏损的盈余管理程度：上市公司与非上市公司的比较》，《会计研究》，第2期。

夏立军，2003：《盈余管理计量模型在中国股票市场的应用研究》，《中国会计与财务研究》，第2期。

张俊瑞、李彬、刘东霖，2008：《真实活动操控的盈余管理研究——基于保盈动机的经验证据》，《数理统计与管理》，第5期。

张玲、刘启亮，2009：《治理环境、控制人性与债务契约假说》，《金融研究》，第2期。

章卫东，2010：《定向增发新股与盈余管理》，《管理世界》，第1期。

张详建、徐晋，2005：《盈余管理、配股融资与上市公司业绩滑坡》，《经济科学》，第1期。

Athanasakou, V., N. C. Strong, M. Walker, 2009, "The Market Reward for Achieving Analyst Earnings Expectations: does Expectations or Earnings Management Matter?", *Working paper*.

Barton, J., Simko, P.J., 2002, "The balance sheet as an earnings management constraint", *The Accounting Review*, 77:1-27.

Beneish, M. D., 1997, "Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance", *Journal Accounting and Public Policy*, 16:271-309.

Bens, D., Nagar, V., Wong, M.H.F., 2002, "Real investment implications of employee stock option exercises", *Journal of Accounting Research*, 40:359-406.

Berger, A. N., E. B. Patti, "Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry", *Journal of Banking & Finance*, 2006, 30 ( 4): 1065-1102.

Bradshaw, M., Richardson, S. Sloan R., 2001, "Do analysts and auditors use information in accruals?", *Journal of Accounting Research*, 39:45-74.

Chahine, S., Arthurs, J. d., Filatotchev, L., 2012, "The effects of venture capital syndicate diversity on earnings management and performance of IPOs in the US and UK: An institutional perspective", *Journal of Corporate Finance*, 18(1):179-192.

Chapman, C. J. ,2009, "The Effects of Real Earnings Management on the Firm, Its Competitors and Subsequent Reporting Periods", *working paper*, Northwestern University.

Chapman, C. J. , T. J. Steenburgh, 2011, "An Investigation of Earnings Management through Marketing Actions", *Management Science*, 57(1):72-92.

Chen, J. Z., 2009, "The Choice between Real and Accounting Earnings Management", *Working Paper*, University of Houston.

Cheng, Q., Warfield, T.D., 2005, "Equity incentives and earnings management", *The Accounting Review*, 80:441-476.

Cheng, S., 2004, "R&D expenditures and CEO compensation", *The Accounting Review*, 79(2):305-328.

Coffee, J., 2003, "What causes Enron? A capsule social and economic history of the 1990s", *Working Paper*, Columbia University.

Cohen, D. A., A. Dey, T. Z. Lys, 2008, "Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods", *The Accounting Review*, 83:757-787.

Cohen, D.A., P.Zarowin, 2008, "Economic Consequences of Real and Accrual-Based Earnings Management



Activities”, *Working paper*, New York University.

Cohen, D.A., P. Zarowin, 2010, “Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings”, *Journal of Accounting and Economics*, 50:2-19.

Cornetta, M. M., A. J. Marcusb, H. Tehranian, 2008, “Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earningsmanagement”, *Journal of Financial Economics*, 87(2):357-373.

DuCharme, L. L, Malatesta, P. H., Sefcik S E, 2004 “Earnings management, stock issues and shareholder law suits”, *Journal of Financial Economics*, 71:7-49.

Dechow, M. P. , R. G. Sloan , A. P. Sweeney , 1995, “Detecting Earnings Management”, *Accounting Review*, 70: 193-225.

Edelstein, R. Liu, P. P., Tsang, D., 2007, “Real Earnings Management and Dividend Payout Signals: A Study for U.S. Real Estate Investment Trusts”, *Working paper*.

Fuller, J., Jensen, Michael C., 2002, *Journal of Applied Corporate Finance* 14, 41–46.

Garven,S.A.,2009, “The Effect of Board and Audit Committee Characteristics on Real Earnings Management: Do Boards and Audit Committees Play a Role in its Constraint?”, *working paper*, The University of Alabama.

Graham, J R, Harvey, C R, Rajgopal, S., 2005, “The economic implications of corporate financial reporting”, *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3):3-73.

Gunny, K., 2005, “What are the consequences of real earnings management?”, *SSRN Working paper*, Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=816025>.

Gunny, K., 2009, “The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks”, *working paper*, University of Colorado.

Healy, PM, Wahlen, JM, 1999, “A review of the earnings management literature and its implications for standard setting”, *Accounting Horizons*, 13(4):365-383.

Hribar, P. Nichols, D. C.,2007, “The Use of Unsigned Earnings Quality Measures in Tests of Earnings Management”, *Journal of Accounting Research*, 45(5):1017-1053.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000, “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, 58:3-27.

Lin, S., S. Radhakrishnan, L.X. Su, 2006, “Earnings Management and Guidance for Meeting or Beating Analysts’ Earnings Forecasts”, *working paper*.

Matsuura S.,2008, “On the Relation between Real Earnings Management and Accounting Earnings Management: Income Smoothing Perspective”, *Journal of International Business Research*, 7(3):63-77.

Nelson, M. W., Elliott, J. A., Tarpley, R. L., 2003, “How Are Earnings Managed? Examples from Auditors”, *Accounting Horizons*, (supplement):17-35.

Nting, R.T.,2008, “Sarbanes-Oxley Act, Insider Trading and Earnings Management”, *working paper*, University of Glasgow.

Osma, B. G. and S. E. Young, 2009, “R&D Expenditure and Earnings Targets”, *European Accounting Review*, Forthcoming.

Rangan S., 1998, “Earnings management and the performance of seasoned equity offerings”, *Journal of Financial Economics*, 50:101-122.

Roychowdhury. S., 2006, “Earnings management through real activities manipulation”, *Journal of Accounting and Economics*, 42(3):335-370.

Sari,R.C., S.Warsono, S.Suryaningsum, 2010, “Does investor protection affect the choice of earnings management methods through real activity manipulation and accrual manipulation? Asian comparison”, *Journal of Modern Accounting and Auditing*,6(6)1:13.

Seybert, N., 2010, “R&D Capitalization and Reputation-Driven Real Earnings Management”, *The Accounting*

*Review*,85(2):671-693.

Sloan, R., 1996, "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?", *The Accounting Review*, 71: 289-281.

Sun-A Kang, Yong-Shik Kim, 2012, "Effect of Corporate Governance on Real Activity-based Earnings Management: Evidence from Korea", *Journal of Business Economics and Management*, 13(1):29-52.

Teoh S H, Welch I, Wong T J,1998, "Earnings management and the under performance of seasoned equity offerings", *Journal of Financial Economics*, 50:63-99.

Visvanathan,G.,2008, "corporate governance and real earnings management", *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*,12(1).

Wang X., 2006, "Stock Return Dynamics under Earnings Management", *working paper*.

Watts, R., J.Zimmerman,eds,1986, "Positive Accounting Theory", *New Jersey: Prentice Hall*.

Xu,RZ.,Taylor,GK.,Dugan,MT.,2007, "Review of real earnings management literature", *Journal of Accounting Literature*,26(2):195-228.

Yu X., 2008, "Accounting-Based Earnings Management and Real Activities Manipulation", *working paper*, Georgia Institute of Technology.

Zang, AY., 2007, "Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation", *SSRN Working paper*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=961293>.

Zarowin, P., D. R. Oswald, 2005, "Capitalization vs Expensing of R&D and Earnings Management", *working paper*.

## **Choosing Methods of Earnings Management and Its Economic Consequences**

**Li Zengfu, Gu Yan, Lian Yujun**

**Abstract:** Based on the data of Chinese listed companies, we study the trade-off between accrual earnings management and real earnings management as well as the different impacts on business performance of the two kinds of earnings management. The results show that the companies will both use two ways to engage in earnings manipulation; external oversight contribute to the suppression of accruals earnings management, but may prompt real activities earnings management, and internal constraints contribute to the suppression of the real activities earnings management, but might prompt accruals earnings management; accruals manipulation only lead to business performance reversal in the short term, but real activities manipulation will make the business performance long-term serious landslide. This study expand and enrich the earnings management literature from the tradeoffs between accruals earnings management and real activities earnings management, our findings the enhance of investors legal protection system can only reduce the extent of accruals earnings management, but cannot help suppressing real activities earnings management which damage business performance more heavy, will make us to re-examine the reform of current legal, audit and investor protection system, and have important policy implications for the regulation and governance of listed companies in China.

**Key words:** Accruals Earnings Management; Real Activities Earnings Management; Economic Consequences; Investor Protection

**JEL Classification:** G39;M49