

# 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\*

○ 林永坚 王志强 李茂良

**摘要** 本文将应计项目操控和真实活动操控纳入分析框架，研究上市公司发生总经理变更后的盈余管理行为。理论分析表明，新任总经理在上任当年利用应计项目负向盈余管理可“一举多得”，利用真实活动进行盈余管理却可能会“损公不利己”；而在后续年度利用真实活动正向盈余管理虽会“损公”却可“利己”。以沪深 A 股上市公司 2005-2010 年数据为样本进行的实证检验结果显示，在总经理变更当年，上市公司存在利用应计项目调减利润的盈余管理行为，但不存在利用真实活动的盈余管理行为。在新任总经理上任后第一、二个完整会计年度，上市公司存在利用应计项目和真实活动调增利润的盈余管理行为。总经理变更当年，如果董事长也发生变更，则上市公司在变更当年利用应计项目调减利润的程度更大，在变更后第一、二个完整会计年度利用应计项目和真实活动调增利润的程度也显著更大。

**关键词** 应计盈余管理；真实盈余管理；高管变更；总经理变更；董事长变更

\* 本文受国家自然科学基金项目(70972111)、中央高校基本科研业务费专项资金项目(2011221035)资助

### 引言

高管变更与盈余管理的关系历来是盈余管理领域中的一个焦点问题。早在上世纪 70 年代 Moore 就研究发现，新上任的 CEO 有着强烈的动机在上任当年进行负向盈余管理，并把公司糟糕的业绩表现归咎于前任 CEO。<sup>[1]</sup> 后来，国外众多文献在 Moore 的基础上进行了拓展，其中包括 Wells、DeAngelo、Dechow 和 Sloan、Pourciau 等都对高管变更前后的盈余管理行为进行了研究。<sup>[2-5]</sup> 但这些研究有一个共同特点，即它们都只考虑了高管变更与应计盈余管理之间的关系。应计盈余管理主要指管

理层通过会计政策选择、会计估计变更等会计手段进行盈余操纵。比如销售收入与费用确认时点的选择，固定资产折旧年限与残值的估计、固定资产折旧方法的选择，无形资产摊销年限的估计，存货计价方法的选择，资产减值准备、预计负债的估计等。这种盈余管理模式操控便捷、往往只需在年底通过会计手段操纵即可完成，而且它通常只会改变盈余在不同会计期间的分布、而不会改变各期间的盈余总额，同时也不会改变公司的经营现金净流量。然而，近些年来，国外越来越多的研究表明，随着法律制度与会计准则的日臻完善，上市公司利用应计项目进行盈余管理的空间越来越小。许多公司“与时俱进”转而利用更加隐蔽的真实活动进行盈余管理。这种盈余管理模式主要通过安排真实交易完成，比如为了提高当期利润进行期末降价促销、提供更为宽松的信用政策，削减当期的研发支出、广告费用、维修费用等，进行过度生产以降低单位销售成本从而变相达到提高当期利润的目的，固定资产的出售等方法。这种操控方式与真实的经营活动难以区分，且往往会伤害到公司的长期价值。<sup>[6,7]</sup> 比如，过度的销售折扣会降低消费者对公司未来产品的价格预期，提供过度的商业信用会增加公司的潜在坏账损失，过度生产会增加公司的存货管理成本，而削减研发广告费用则是以牺牲公司未来持续增长性为代价。总的来说，这种盈余管理模式是以扭曲公司的正常生产和经营活动为代价的，它会改变公司的经营现金净流量。因此，相比应计盈余管理，这种盈余管理模式对公司的伤害往往更大，我们简称为真实盈余管理。

目前国内对高管变更与盈余管理关系进行研究的文献相对少见，而仅有的文献和国外文献一样，都未能将真实盈余管理纳入分析框架。因此，我们比较感兴趣的问题是：在我国的制度背景下，发生总经理变更的上市

公司, 新任总经理上任后会进行机会主义盈余管理吗? 他们是否会同时使用应计项目及真实活动进行盈余管理呢? 总经理变更当年, 如果董事长也发生变更, 对新任总经理的盈余管理行为又会有何影响呢?

本文以我国沪深 A 股上市公司 2005-2010 年数据为样本对以上问题进行实证检验。结果发现, 我国上市公司高管变更与盈余管理之间存在显著的相关性。新任高管不仅会利用应计项目这种相对“温和”的方式进行盈余管理, 而且还会利用真实活动这种“损公利己”的方式进行盈余管理。本文的发现具有较强的实践意义。会计准则的完善减少了上市公司利用会计手段进行盈余管理的空间, 却同时促使上市公司转向利用真实活动进行盈余管理。因此, 缩小上市公司的盈余管理空间不能只关注于对具体盈余操控手段的取缔, 还应同时关注如何减少其盈余管理的动机。具体来说, 对高管的业绩评价不能仅以会计盈余指标为基础, 还应注重股东财富的最大化。同时, 应加快股权激励制度的推行, 加强上市公司的信息披露管理并提高第三方审计的独立性。另外, 对发生高管变更的上市公司, 特别是变更当年发生大量亏损而后迅速扭亏为盈的上市公司应加强监督。

本文的主要贡献在于: 第一, 现有文献对高管变更与盈余管理关系的研究仅考虑了应计盈余管理, 本文将真实盈余管理纳入分析框架, 弥补了该研究领域的缺失。第二, 国内对高管变更与盈余管理关系进行研究的文献比较缺乏, 仅有的文献也只对高管变更当年的应计盈余管理行为进行研究。本文对高管变更当年及后续年度的盈余管理行为进行实证检验, 同时考察董事长变更带来的影响, 丰富了该领域的研究。

## 一、文献回顾

### 1. 高管变更与盈余管理

自从 Moore 以来,<sup>[1]</sup> 就不断有文献对高管变更与盈余管理之间的关系进行研究。比如 Strong 和 Meyer 认为, 高管变更中继任来源的不同将影响盈余的变化。当继任者来自公司外部时, 更有可能产生减少变更当年盈余以及增加变更后后期盈余的利润操纵行为。<sup>[8]</sup> DeFond 和 Park 研究发现, 上市公司存在利用可操控应计利润进行平滑利润的现象。<sup>[9]</sup> 即当期业绩比较差而未来业绩预期比较好的公司会利用可操控应计利润挪用未来期间的收益, 以增加当期盈余, 减少当期被解雇的可能性; 而当期业绩比较好但未来业绩预期比较差的公司则会利用可操控应计利润调低当期盈余以备将来之需, 减少将来被解雇的可能性。DeAngelo 对美国上市公司 1970 至 1983

年间的 86 个代理权竞争的案例进行研究, 结果发现在代理权竞争宣告日至股东大会召开日之间发布盈余信息的公司, 其应计利润额呈显著增加趋势, 但经营现金流量却没有显著增加。这说明公司高管为保全其职位, 在代理权竞争期间, 会利用应计项目进行正向盈余管理。<sup>[3]</sup> Pourciau 发现, 非常规变更的离任 CEO 在离任前一年, 并没有利用可操控应计项目或摊销项目操纵盈余; 新任 CEO 在上任年份会利用应计项目和摊销项目进行利润调减, 并将其责任归咎为前任 CEO; 而在 CEO 变更后一年里, 会利用应计项目和摊销项目调增盈余, 以证实其经营才能强于前任 CEO。<sup>[5]</sup> Peter Wells 则没有发现发生 CEO 变更的公司存在显著的应计盈余管理行为, 他认为这可能是由于 Jones 模型的解释力度不够。<sup>[2]</sup>

国内对高管变更与盈余管理的关系进行研究的文献相对少见。杜兴强等实证检验了高管(董事长或总经理)变更和高管的继任来源两个因素对于盈余管理的影响。结果发现高管变更导致了显著的负向盈余管理行为; 其中来自公司外部的继任者相对于来自公司内部的继任者更倾向于进行显著的负向盈余管理。<sup>[10]</sup> 朱星文等研究发现, 发生高级管理层变更的公司, 高级管理人员变更的当年存在较严重的调减利润的盈余管理行为; 如果该公司的控股股东是地方和中央政府部门所属国企或中央直属国企, 则其调减利润的盈余管理行为可以得到一定程度的抑制; 大股东的制衡度越大, 公司盈余管理的幅度也将越小。<sup>[11]</sup> 虽然这两篇文章都研究发现高管变更当年上市公司存在着负向盈余管理现象, 但这些文献都仅对变更当年进行研究, 且他们和国外文献一样都只考虑了应计盈余管理。

### 2. 真实盈余管理

国外对真实盈余管理进行研究的文献相对较多。Graham 和 Harvey 通过问卷调查发现, 80% 的管理者为了达到平滑盈余的目的会进行削减研发、广告、维修等支出的真实盈余管理, 尽管这种行为会伤害到企业的长期价值。他们认为, 管理者之所以会采用真实活动进行盈余管理是因为: 第一, 操纵应计项目的盈余管理方式更容易引起审计师和监管者的注意, 而调整价格和产量或削减研发支出等真实盈余管理则具有很强的迷惑性和隐蔽性。第二, 单靠应计项目管理盈余可能会使公司面临期末盈余不能达标的风险, 而此时再采取真实盈余管理将为时已晚。<sup>[12]</sup> Roychowdhury 研究发现, 微盈公司会通过销售操控、酌量性费用操控以及生产性操控等方式进行盈余管理。<sup>[13]</sup> Zang 对经理人是否会替代性地使用应计项目操控和真实活动操控两种盈余管理方式进行了研究, 结果发现在诉讼案件后, 经理人会减少对

应计盈余管理的使用,增加对真实盈余管理的使用,表明经理人改变了他们的盈余管理策略以应对日益增加的诉讼风险和日臻完善的外部监督制度。<sup>[6]</sup>Cohen 的研究表明,萨班斯法案通过之后,美国公司的应计盈余管理程度显著下降,而真实盈余管理程度则显著增加。<sup>[14]</sup>Cohen 和 Zarowin 对公司股权再融资前后的盈余管理行为进行研究,结果发现进行股权再融资的公司会同时利用应计项目和真实活动进行盈余管理;其中相比应计项目操控,真实活动操控造成的再融资后的业绩下滑程度更严重。<sup>[7]</sup>

国内对真实盈余管理进行研究的文献比较少见。李增福等<sup>[15]</sup>以我国 1996-2004 年间进行股权再融资的 A 股上市公司为样本,对公司股权再融资前后的盈余管理行为进行研究,最终得到与 Cohen 和 Zarowin<sup>[7]</sup>基本一致的结论。另外,李增福等以 2007 年所得税改革为背景研究了我国上市公司盈余管理方式的选择问题,研究发现,预期税率上升使公司更倾向于实施真实活动操控的盈余管理,预期税率下降会使公司更倾向于实施应计项目操控的盈余管理。<sup>[16]</sup>

## 二、理论分析与研究假设

Vancil 认为,几乎每一个新任 CEO 在上任后都将面临三个主要的任务:(1)管理好自身团队及董事会的期望;(2)在任期内主导公司的战略目标;(3)在任期第一年或者第二年通过达到一个初始的、实际的业绩目标以在公司各集团内部建立起自信。<sup>[17]</sup>因此,为了管理好这些期望以及达到业绩目标,新任 CEO 通常会在上任当年利用应计项目进行负向盈余管理。首先,该年度新任 CEO 在职时间短,股东和董事会通常对其作为不会抱有太高的预期,这便使其进行负向盈余管理成为可能。其次,CEO 变更年度属于盈余贡献归属比较模糊的年度,新任 CEO 在该年度进行负向盈余管理,可以将公司糟糕的业绩表现归咎于前任 CEO,同时还可以降低公司业绩起点,利于自己“轻装上阵”。<sup>[5]</sup>最后,应计利润具有反转性的特点,操控应计利润只会改变盈余在不同会计期间的分布,而不会改变公司各期间的盈余总额。新任 CEO 在该年度利用应计项目进行负向盈余管理最根本的目的是把当期的收益储备起来,以挪到后期占为己用,为自己将来对公司业绩提升做出贡献提前做好准备。总的来说,这种操控方式一是可以降低公司业绩起点,利于自己“轻装上阵”;二是对公司价值伤害不大,新任 CEO 只是把该年度的收益挪到后期占为己用而已;三是操控便利,只需在年底通过会计手段即可完成。可以说这对新任 CEO 来说有着“一举多得”的好处。已

有文献比如 Strong 和 Meyer、Pourciau 等都证实了新任 CEO 在上任当年存在利用应计项目调减利润的盈余管理行为。<sup>[15,8]</sup>基于以上分析,我们提出如下假设:

假设 1:在总经理(相当于国外的 CEO)变更当年,上市公司存在利用应计项目调减利润的盈余管理行为

如前所述,随着法律制度与会计准则的日臻完善,越来越多的上市公司开始利用真实活动进行盈余管理。然而,这并不意味着新任 CEO 在上任当年也会利用真实活动进行盈余管理。首先,新任 CEO 上任年度属于盈余贡献归属比较模糊的年度,新任 CEO 如果在该年度利用真实活动正向盈余管理,对他来说没有好处(因为这些盈余也可能会归功于前任 CEO)。其次,新任 CEO 在该年度也不大可能利用真实活动负向盈余管理。这是因为,大多数真实盈余管理的操控手段(费用操控除外)通常并不适用于负向盈余管理,比如销售操控、生产操控、固定资产出售等。新任 CEO 如果在该年度利用这些真实盈余管理手段进行负向盈余管理,其造成的损失通常并不会在将来“反转”。比如提高售价往往只会造成产品滞销、市场份额被侵占,这种盈余损失并不会在将来“反转”,这意味着新任 CEO 难以通过这种方式得到利润“反转”的好处。综上所述,新任 CEO 在上任当年利用真实活动进行盈余管理往往只会“损公不利己”。当然,不能排除的是,新任 CEO 在上任当年有可能会利用费用操控这种手段进行负向盈余管理。但是,真实盈余管理的特点决定了这种现象在该年度可能并不会显著。因为相比应计盈余管理,真实盈余管理的操作过程往往更加复杂、周期也 longer,同时往往也需要更多部门相关人员的配合。新任 CEO 在该年度就任时间短,人际关系、工作经验、能力等都会受到一定的限制。因此,新任 CEO 在上任当年利用费用操控进行负向盈余管理会受到较大限制。综上所述,我们提出如下假设。

假设 2:在总经理变更当年,上市公司不存在显著的利用真实活动的盈余管理行为

Vancil 指出,新任 CEO 上任后通常面临的主要任务之一,是在任期第一年或者第二年通过达到一个初始的、实际的业绩目标以在公司各集团内部建立起自信。<sup>[17]</sup>这是因为,通常而言,新任 CEO 上任之后的第一个完整会计年度以及第二个完整会计年度,往往是股东和董事会考核其自身能力与表现的重要时候。换句话说,新任 CEO 是否有能力经营好公司、做出比离任 CEO 更好的业绩,这段时间的表现将至关重要。新任 CEO 的薪酬以及其是否能够坐稳自身的位置将很大程度上取决于这两年的表现。因此,新任 CEO 在这两年往往有着强烈的动机调高盈余



以证实其经营才能强于前任 CEO。DeAngelo、Pourciau 等都证实了新任 CEO 在上任后第二年会利用应计项目进行利润调增的盈余管理行为,以证实其经营才能强于前任 CEO。<sup>[3,5]</sup>我国学者朱红军也发现,高管人员的更换并没有根本上改变公司的经营业绩,它仅给企业带来了较为严重的盈余管理。<sup>[18]</sup>基于以上分析,我们提出如下假设。

假设 3: 在新任总经理上任之后的第一、二个完整会计年度,上市公司存在利用应计项目调增利润的盈余管理行为

但是利用应计项目调增利润的额度毕竟有限。更何况,随着法律制度与会计准则的持续完善,利用应计项目进行盈余管理的空间已经越来越小。那么新任 CEO 在这两个年度会利用真实活动正向盈余管理吗?我们认为这是有可能的。因为新任 CEO 在这两个会计年度利用真实活动正向盈余管理虽会“损公”却可“利己”。具体来说,该期间属于盈余贡献归属比较明确的期间(只会归功于新任 CEO,不象变更当年也可能归功于前任 CEO)。新任 CEO 在该期间利用真实活动正向盈余管理虽然可能会伤害公司的长期价值,但却能提高公司的当期盈余,有利于证明其自身价值。因此,这对于急于做出成绩以巩固自身位置以及希望通过业绩提升以增加自身薪酬谈判条件的新任 CEO 来说,无疑是另一个不错的选择。杜兴强等也指出,由于我国董事会或薪酬委员制定高层管理当局薪酬时往往只对会计盈余指标有所关注,而并不强调股东财富的变化,这导致了高层管理当局更加注重了公司的短期表现,而忽视了公司的长期价值。<sup>[19]</sup>况且,相比刚上任当年,新任 CEO 此时主导公司业务的时间足够长,其人际关系、工作经验、能力等都更加成熟,具备了实施真实盈余管理的条件和能力。基于以上分析,我们提出如下假设。

假设 4: 在新任总经理上任之后的第一、二个完整会计年度,上市公司存在利用真实活动调增利润的盈余管理行为

CEO 变更当年,如果董事长也发生变更,则上市公司盈余管理的程度很可能会更大。因为新任董事长也有着盈余管理的动机,<sup>[10,11]</sup>这可能导致新任 CEO 在盈余管理时受到的阻力大为减少。当然,国内不少上市公司存在总经理和董事长两职兼任的情况,而两职兼任意味着其个人利益以及权力更为集中化。因此,为了更深入地分析这个问题,有必要区分不同的情形分别进行说明。

第一,如果 CEO 变更当年,董事长没有变更,且新任 CEO 由新人担任,那么新任 CEO 盈余管理的程度必将小于 CEO 和董事长同时变更的情形。因为,新任 CEO

此时进行盈余管理很可能会遭到在任老董事长的反对,毕竟新任 CEO 的盈余管理行为会为其个人形象带来极大的负面影响。第二,如果 CEO 变更当年,董事长没有变更,且新任 CEO 由老董事长兼任,则此时新任 CEO 盈余管理的能力显著加强(两权合一),但同时其盈余管理动机也会受到一定程度的抑制。因为他除了是公司的新任 CEO 外,同时还一直是公司的董事长。如果他进行过分的“洗大澡”工作,自己也脱不了干系,这同样会为其个人形象带来极大的负面影响。因此,在这种情形下,新任 CEO 盈余管理的程度同样会小于 CEO 与董事长同时变更的情形。第三,如果总经理变更当年,董事长也发生变更,且新任总经理与新任董事长由同一人担任,则新任 CEO(同时也是董事长)盈余管理能力显著加强,同时其盈余管理动机也不会象第一、二种情况下,会受到未变更老董事长的反对。因此,相比只有总经理发生变更的情形其盈余管理程度必然更大。第四,如果总经理变更当年,董事长也发生变更,且新任总经理和新任董事长由不同的人员担任。则这与第三种情况并不会会有太大的区别。新任董事长与新任总经理都存在盈余管理的动机,<sup>[10,11]</sup>他们都希望在上任后做出业绩以在公司内部建立起威信。因此,他们完全有可能在盈余管理上形成默契,从而使得其盈余管理的能力和动机加强。因而,即使新任总经理与新任董事长由不同的人担任,上市公司的盈余管理程度也会大于只有总经理变更,而董事长未变更的情形。退一步讲,即使此时新任董事长反对新任总经理进行盈余管理,但由于其在任时间短,工作能力、经验以及人际关系等相比未发生变更的老董事长要更弱。<sup>[20]</sup>因而,新任董事长发现并阻止新任总经理进行盈余管理的可能性相比老董事长要更弱。综上所述,如果总经理变更当年,董事长也发生变更,则上市公司的盈余管理程度会更大。基于以上分析,我们提出如下假设。

假设 5: 在总经理变更当年,如果董事长也发生变更,则上市公司利用应计项目调减利润的程度更大

假设 6: 在总经理变更当年,如果董事长也发生变更,则上市公司在新任总经理和新任董事长上任之后的第一、二个完整会计年度利用应计项目和真实活动调增利润的程度更大。

### 三、研究设计

#### 1. 研究数据

本文以我国沪深 A 股上市公司 2005—2010 年数据为样本,主要数据来源于 CCER 经济研究数据库。其中剔除了整个金融行业,删掉了数据缺失或者股东权益

为负的样本，然后再删掉当年度总经理或董事长变更情况不详的公司样本，最终得到 5798 个样本观测值。其中发生总经理变更的共有 1216 个观测值，未发生总经理变更的共有 4582 个观测值；发生董事长变更的共有 949 家，未发生董事长变更的共有 4849 家。对于发生总经理（董事长）变更的公司，如果后续年度再度发生变更，则当对它们进行后续年度检验时，要先删掉再次发生变更的样本。因为它们只能用于检验变更当年的盈余管理情形。具体处理过程如表 1。

表1 样本筛选过程

总样本	5798	
	总经理变更样本	董事长变更样本
变更当年	1216	949
总经理变更后第一、二个完整会计年度总样本	2176	
减去：总经理变更后第一个完整会计年度再度发生变更样本	256	
减去：总经理变更后第二个完整会计年度再度发生变更样本	195	
总经理变更后第一、二个完整会计年度最终样本	1725	
董事长变更后第一、二个完整会计年度总样本		1694
减去：因总经理后续年度再变更而被删除样本		261
董事长变更后第一、二个完整会计年度总样本		1433
减去：董事长变更后第一个完整会计年度再度发生变更样本		137
减去：董事长变更后第二个完整会计年度再度发生变更样本		96
董事长变更后第一、二个完整会计年度最终样本		1200

2. 应计盈余管理的度量

Dechow 以及 Guay 都指出，修正的 Jones 模型是度量应计盈余管理的最有力模型。<sup>[21,22]</sup> 因此本文利用修正 Jones 模型计算出来的可操控应计利润来度量应计盈余管理，具体如下：

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \times \frac{\Delta S_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \times \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

TA<sub>t</sub> 其中为 t 年的应计利润，TA<sub>t</sub> = NI<sub>t</sub> - CFO<sub>t</sub>，其中 NI<sub>t</sub> 为 t 年净利润，CFO<sub>t</sub> 为 t 年经营现金净流量；ΔS<sub>t</sub> 为 t 年的主营业务收入与 t-1 年的主营业务收入之差；ΔREC<sub>t</sub> 为 t 年的应收账款净额与 t-1 年的应收账款净额之差；PPE<sub>t</sub> 为 t 年的固定资产净额。

$$\frac{NDA_t}{A_{t-1}} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\beta}_2 \times \frac{\Delta S_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \hat{\beta}_3 \times \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

NDA<sub>t</sub> 为非操控性应计利润的估计值。

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - \frac{NDA_t}{A_{t-1}} \quad (3)$$

DA<sub>t</sub> 为可操控性应计利润。

利用式子 (1) 分行业分年度 OLS 回归，我们可以得到回归系数的估计值  $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3$ ，然后利用 (2) 式求出应计利润总额的正常值，即不可操控应计利润。我们再利用 (3) 式便可求出经过年初总资产标准化处理后的可操控应计利润 DA (即式子 (1) 的残差)。

3. 真实盈余管理的度量

本文借鉴 Roychowdhury 的研究方法利用销售操控、酌量性费用操控以及生产性操控三种方式来衡量真实盈余管理活动。<sup>[13]</sup> 过度生产虽然可以降低单位销售成本，但却使得总体成本与存货持有成本增加，因此将导致生产总成本增加；削减酌量性费用将导致酌量性费用支出降低；销售操控和过度生产则会导致经营现金净流量降低。<sup>[13]</sup> 因此，当一家公司利用上述三种方式做大利润，它将会有更高的生产总成本、更低酌量性费用及更低的经营现金净流量。在扣除掉不可操控的正常部分后，将呈现为更高的异常生产成本、更低的异常酌量性费用、更低的异常经营现金净流量。三个指标的具体度量方法如下：

(1) 经营现金净流量 CFO 为本期销售额 S<sub>t</sub> 与销售额变动 ΔS<sub>t</sub> 的函数：

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (4)$$

(2) 产品总成本 PROD 等于产品销售成本与本期库存商品变动 ΔINV 之和，而产品销售成本为本期销售额 S<sub>t</sub> 的函数，库存商品变动 ΔINV 为本期销售额变动 ΔS<sub>t</sub> 及上期销售额变动 ΔS<sub>t-1</sub> 的函数，因此：

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (5)$$

(3) 酌量性费用支出 DISP 用销售费用与管理费用之和表示，国内上市公司将研发费用和广告费用汇总于销售费用和管理费用中：

$$\frac{DISP_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (6)$$

与可操控应计利润的计算方法相似，首先对以上三个式子分行业分年度 OLS 回归分别估计出各个式子的回归系数，然后求出其各年度的估计值。用各年度实际值减去各年度估计值，便可以求出上市公司的异常经营现金净流量 (E\_CFO)、异常酌量性费用 (E\_DISP) 和异常生产成本 (E\_PROD)。同时借鉴 Zang、Cohen 的做法，用 E\_PROXY 衡量上市公司进行真实盈余管理的总量。<sup>[6,7]</sup> 上市公司在向上做大利润时会有更高的异常生产成本、更低的异常酌量性费用和更低的异常经营现金净流量，所以我们定义真实盈余管理总量 E\_PROXY = E\_PROD - E\_CFO - E\_DISP。

表2 变量定义

变量类型	变量名称	解释
因变量	E_CFO	异常经营现金流量
	E_PROD	异常生产成本
	E_DISX	异常酌量性费用
	E_PROXY	真实盈余管理总量
	DA	可操控性应计利润
解释变量	JL <sub>0</sub>	当年度发生总经理变更的样本取1, 否则取0
	JL <sub>12</sub>	总经理变更后的第一、二个完整会计年度的样本取1, 否则取0
	DSZ <sub>0</sub>	当年度发生董事长变更的样本取1, 否则取0
	DSZ <sub>12</sub>	董事长变更后的第一、二个完整会计年度的样本取1, 否则取0
	JL <sub>3</sub>	总经理变更后第三个完整会计年度的样本取1, 否则取0
	JL <sub>4</sub>	总经理变更后第四个完整会计年度的样本取1, 否则取0
	LnA	总资产取对数
	DEBT	代表资产负债率=(长期借款+短期借款)/总资产
	M_B	代表企业的成长性, 用资产市值比净值表示
	ROA	资产净利率
	EXSHARE	管理层持股比例
	CON	股权性质, 国家控股取0, 否则取1
	FIRST	第一大股东持股比例
	INVREC	代表盈余管理柔性, 用存货和应收账款占总资产的比例表示
	ATO	总资产周转率
	SUSPECT	如果样本为保盈样本 (ROA在0与0.01之间的样本)、增发或者配股样本取1, 否则取0
	CH_IND	总经理变更当年或之后第一个会计年度行业性质发生改变的样本取1, 否则取0

#### 4. 解释变量

本文的研究变量为  $JL_t$ ,  $t$  代表各时间节点。同时参考 Roychowdhury、Cohen 等以及李增福等的做法,<sup>[13-15]</sup> 控制其它可能影响盈余管理的因素。主要包括公司规模 (LnA)、资产负债率 (DEBT)、资产回报率 (ROA)、公司成长性 (M\_B)、盈余管理柔性 (INVREC)、管理层持股比例 (EXSHARE)、股权性质 (CON) 等。另外, La Porta 研究发现, 股权集中度越高, 财务报告的质量越低。<sup>[23]</sup> 大量研究表明上市公司出于保盈需求、股权融资需求等动机会进行盈余管理。<sup>[13,24-26]</sup> 因此, 本文还控制了第一大股东持股比例 (FIRST), 同时对存在保盈、增发、配股等动机的样本 (SUSPECT) 进行控制。需要说明的是, 新任高管上任后可能会进行战略调整, 而这种调整显然与其盈余管理行为有着显著的区别。为了避免该因素可能带来的影响, 我们进行如下改进或说明: (1) 新任高管上任后如果公司行业性质发生了改变, 则基本上可以说明新任高管进行了战略上的调整。因此, 我们在研究设计上控制高管变更当年及变更后一年行业性质发生变化的公司 (CH\_IND)。这样的公司共有 12 家, 占发生高管变更公司总样本的 0.9%。(2) 新任高管上任后如

果在不转换主营业务基础上进行了经营战略调整, 其结果必然会反映在管理效率上。为此, 我们在本文模型中加入总资产周转率 (ATO), 以控制公司的管理效率。(3) 本文各盈余管理变量均是在分行业分年度回归的基础上得到的, 这在某种程度也能缓解该问题带来的担忧。(4) 公司的战略调整往往会产生相对长期的影响; 而盈余管理则只是短视化行为的体现, 往往只会产生相对短期的影响。因此, 我们将对高管变更后的第三、四会计年度进行研究, 以对比前两个年度的实证结论是否会在这两个年度继续存在。上述各变量的具体定义如表 2 所示。

#### 5. 回归模型设计

$$DEP_t = \beta_0 + \beta_1 \times JL_t + \beta_2 \times LnA_t + \beta_3 \times DEBT_t + \beta_4 \times ROA_t + \beta_5 \times M\_B_t + \beta_6 \times EXSHARE_t + \beta_7 \times CON_t + \beta_8 \times FIRST_t + \beta_9 \times INVREC_t + \beta_{10} \times ATO_t + \beta_{11} \times SUSPECT_t + \beta_{12} \times CH\_IND_t + \sum \gamma_i \times Industry_t + \sum \delta_i \times Year_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

式子 (7) 中, DEP 分别代表 DA、E\_CFO、E\_PROD、E\_DISP、E\_PROXY,  $JL_t$  代表  $JL_0$ 、 $JL_{12}$ 、 $JL_3$ 、 $JL_4$ 。该模型用于检验总经理变更与盈余管理的关系。

$$DEP_t = \beta_0 + \beta_1 \times JL_t + \beta_2 \times JL_t \times DSZ_t + \beta_3 \times LnA_t + \beta_4 \times DEBT_t + \beta_5 \times ROA_t + \beta_6 \times M\_B_t + \beta_7 \times EXSHARE_t + \beta_8 \times CON_t + \beta_9 \times FIRST_t + \beta_{10} \times INVREC_t + \beta_{11} \times ATO_t + \beta_{12} \times SUSPECT_t + \beta_{13} \times CH\_IND_t + \beta_{14} \times DSZ_t + \sum \gamma_i \times Industry_t + \sum \delta_i \times Year_t + \varepsilon_t \quad (8)$$

式子 (8) 中, DEP 分别代表 DA、E\_PROXY,  $JL_t$  代表  $JL_0$ 、 $JL_{12}$ ,  $DSZ_t$  代表  $DSZ_0$ 、 $DSZ_{12}$ 。该模型用于检验董事长变更对总经理变更与盈余管理关系带来的影响。

## 四、实证结果分析

### 1. 描述性统计、差异性检验

表 3a 中列示了各变量的描述性统计, 其中应计盈余管理中 DA 的均值为 -0.0001, 真实盈余管理中异常经营现金净流量 E\_CFO 均值 -0.0011、异常生产成本均值为 0.001、异常酌量性费用均值为 -0.0004、真实盈余管理总量均值为 0.0021。样本公司长期借款与短期借款占总资产的 21.97%。管理层持股比例 EXSHARE 的均值为 2.22%。CON 的均值为 0.3425, 表明我国大部分上市公司由国家控股, 民营控股公司大约只占 1/3。INVREC 均值为 0.2559, 表明平均而言, 上市公司的存货和应收账款大约占总资产的 25.59%。

表 3b 中, 我们统计了总经理变更样本各盈余管理变量的均值, 并将其与未变更样本的盈余管理均值进行比较。可以看出, 上市公司在发生总经理变更当年其可操控应计利润 DA 为负, 而且显著低于未变更样本均值, 表明上市公司在总经理变更当年存在利用应计项目调减利润的盈余管理行为, 这支持了本文提出的假设 1。至于



真实盈余管理的四个指标 E\_CFO、E\_PROD、E\_DISX、E\_PROXY 中，只有 E\_PROD 一个指标显著高于其它样本。表明总体而言，在总经理变更当年，上市公司不存在显著的利用真实活动进行盈余管理的行为。这基本支持了本文提出的假设 2。

表3a 样本描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
DA	5798	-0.0001	0.0945	-0.4773	0.6806
E_CFO	5395	-0.0011	0.0985	-0.6944	0.5077
E_PROD	5395	0.001	0.1527	-0.8078	1.6794
E_DISX	5798	-0.0004	0.076	-0.2352	0.646
PROXY	5395	0.0021	0.2572	-1.574	1.6549
JL	5798	0.2097	0.4071	0	1
LnA	5798	21.6533	1.156	18.641	28.673
DEBT	5798	0.2197	0.1481	0	0.8238
ROA	5798	0.0394	0.0738	-0.5251	1.4055
M_B	5798	1.6233	0.7893	0.2306	14.4621
EXSHARE	5798	0.0222	0.0946	0	2.6765
CON	5798	0.3425	0.4745	0	1
FIRST	5798	0.3676	0.1564	0.0256	0.8641
INVREC	5798	0.2559	0.1555	0.0002	0.9761
ATO	5798	0.7586	0.6171	0.0008	15.895
SUSPECT	5798	0.2462	0.4308	0	1
CH_IND	5798	0.0025	0.0508	0	1

表3b 盈余管理变量差异性检验

		t=0	t=12
样本数	JL <sub>t</sub> =1	1216	1725
	JL <sub>t</sub> =0	4582	3622
	总样本	5798	5347
DA	JL <sub>t</sub> =1	-0.00855	0.00644
	JL <sub>t</sub> =0	0.00226	-0.00200
	差异	-0.01081***	0.00844***
	T值(1-0)	-3.4352	2.9623
E_CFO	JL <sub>t</sub> =1	-0.0016	-0.00941
	JL <sub>t</sub> =0	-0.0010	0.00329
	差异(1-0)	-0.0006	-0.0127***
	T值	-0.1751	-4.257
E_PROD	JL <sub>t</sub> =1	0.0114	0.00944
	JL <sub>t</sub> =0	-0.0018	-0.003655
	差异(1-0)	0.0132**	0.01310***
	T值	2.3637	2.7313
E_DISX	JL <sub>t</sub> =1	-0.0025	-0.004339
	JL <sub>t</sub> =0	0.0002	0.001035
	差异(1-0)	-0.0027	-0.005374**
	T值	-1.0886	-2.4128
E_PROXY	JL <sub>t</sub> =1	0.0136	0.0237
	JL <sub>t</sub> =0	-0.00051	-0.00847
	差异	0.0141	0.03218***
	T值	1.5535	4.0167

注：\*\*\*表示在 1% 水平上显著，\*\*表示在 5% 水平上显著，\*表示在 10% 水平上显著，t 为时间节点

总经理变更后第一、二个完整会计年度，上市公司的可操控应计利润 DA 为正，而且显著大于其它样本均值，表明在新任总经理上任后的第一、二个完整会计年度，上市公司存在利用应计项目调增利润的盈余管理

行为。这支持了本文的假设 3。且相比其它样本，其异常经营现金净流量 E\_CFO 显著更低、异常生产成本 E\_PROD 显著更高、异常酌量性费用 E\_DISX 显著更低、真实盈余管理总量 E\_PROXY 显著更高，表明在新任总经理上任后的第一、二个完整会计年度，上市公司存在利用真实活动调增利润的盈余管理行为。这支持了本文提出的假设 4。

表3c 其它变量差异性检验

	JL=0	JL=1	差异	T值
LnA	21.66	21.62	0.037	0.9989
DEBT	0.2182	0.2254	-0.0071	-1.4934
M_B	1.6326	1.5883	0.0443*	1.7436
ROA	0.0416	0.0314	0.010***	4.2716
INVREC	0.2567	0.2529	0.0038	0.7611
ATO	0.7613	0.7482	0.0131	0.6611
EXSHARE	0.0234	0.0174	0.006**	1.9882
CON	0.3424	0.3429	-0.0005	-0.0327
FIRST	0.36536	0.3764	-0.011**	-2.1996
SUSPECT	0.24	0.2697	0.01389**	-2.1350
CH_IND	0.0008	0.009	0.0025***	-4.9975

注：\*\*\*表示在 1% 水平上显著，\*\*表示在 5% 水平上显著，\*表示在 10% 水平上显著

在表 3c 中，我们还列示了其余变量的差异性检验。从中可以看出，发生总经理变更的样本其成长性和盈利能力更差、管理层的持股比例也更低，第一大股东的持股比例则更高。

## 2. 多元回归分析

表 4 报告了总经理变更与盈余管理关系的回归结果。其中，回归 1 中 JL<sub>0</sub> 的系数显著为负，表明在总经理变更当年，上市公司存在利用应计项目调减利润的盈余管理行为。我们的发现支持了杜兴强等、朱星文等的研究结论，<sup>[10,11]</sup> 假设 1 得证。而回归 2-5 中 JL<sub>0</sub> 的系数都不显著，表明总经理变更当年，上市公司不存在利用真实活动的盈余管理行为，假设 2 得证。由此可见，在我国制度背景下，新任总经理在上任当年也倾向于进行“洗大澡”工作，而且他们只会利用应计项目进行负向盈余管理。这是因为对新任总经理来说，在该年度利用应计项目负向盈余管理可以“一举多得”；而该年度利用真实活动进行盈余管理却可能会“损公不利己”。

控制变量方面，资产规模 (LnA) 在 DA 模型中显著为负，在 E\_PROXY 模型中显著为正，这与李增福等的发现类似。<sup>[15]</sup> 但他们并没有解释导致这一现象的原因。本文认为这可能是因为大公司来自资本市场的压力更大，因此更有动机进行盈余管理。<sup>[27]</sup> 但是，大公司又经常被要求公开披露公司信息、其公司治理结构也比较完善。<sup>[28]</sup> 因此，大公司更倾向于选择具有更强隐蔽性的真实活动

进行盈余操控。管理层持股比例 (EXSHARE) 和资产回报率 (ROA) 在 DA 模型中显著为正, 在 E\_PROXY 模型中为负。这与 Cohen 等、李增福等的发现一致。<sup>[14,15]</sup> Cohen 等认为, 这可能是由于 DA 与 E\_PROXY 之间存在着替代关系而造成的。<sup>[14]</sup> 相比应计盈余管理, 真实盈余管理给企业带来的伤害往往更大。因此, 管理层持股比例越大、盈利能力越大的公司, 越倾向于选择相对“温和”的应计项目进行利润操控。其余变量在 DA 模型和 PROXY 模型中回归结果则比较一致。资产负债率 (DEBT) 在两个模型中系数都显著为正, 表明企业负债比率越高, 越可能进行激进的盈余管理行为。债务契约理论认为, 有着更多外部借款契约的公司如果亏损往往会将会引起外部债务契约变紧, 比如债务期限缩短、后续贷款利率提升、后续贷款供应中断等问题。因此, 有着更多外部负债的公司更有动机进行盈余管理。盈余管理柔性 (INVREC) 在两个模型中系数都显著为正, 这与 Roychowdhury 回归结果一致。<sup>[13]</sup> 表明有着更高库存率以及更多采用应收账款销售的公司, 更可能进行盈余管理。第一大股东持股比例 (FIRST) 系数在两个模型中都显著为正, 表明第一大股东持股比例越高, 越可能进行盈余管理。成长性 (M\_B) 在两个模型中都显著为负, 表明成长性越高的企业, 越不可能进行盈余管理, 这与 Goh 等的发现一致。<sup>[29]</sup> SUSPECT 在两个模型中都显著为正, 表明保盈公司、增发配股公司存在着显著的盈余管理行为。这一结论支持了 Roychowdhury、Cohen 等的研究结论。<sup>[7,13]</sup> 资产周转率 (ATO) 在两种模型中都显著为负, 表明管理效率越高, 越不可能进行盈余管理。

表4 总经理变更与盈余管理

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	E_CFO	E_PROD	E_DISX	E_PROXY
JL <sub>0</sub>	-0.00673** (-2.24)	0.00291 (0.88)	0.00552 (0.78)	0.00124 (0.47)	-0.000536 (-0.06)
LnA	-0.00237** (-2.21)	0.0000590 (0.04)	0.0124*** (3.95)	0.00151 (1.01)	0.0118*** (2.81)
DEBT	0.0842*** (7.92)	-0.103*** (-7.52)	0.102*** (3.76)	-0.0592*** (-4.68)	0.260*** (6.88)
ROA	0.476*** (16.36)	0.274*** (5.42)	-0.609*** (-4.44)	0.208*** (3.68)	-1.107*** (-6.66)
M_B	-0.00325* (-1.86)	0.00286 (1.41)	-0.0195*** (-4.40)	0.00668** (2.51)	-0.0286*** (-4.02)
EXSHARE	0.0401*** (3.50)	-0.0310** (-2.16)	-0.0403 (-1.52)	0.0155 (1.05)	-0.0416 (-0.84)
CON	-0.00386 (-1.39)	0.00269 (0.92)	-0.00354 (-0.71)	-0.000705 (-0.29)	-0.00648 (-0.82)
FIRST	0.0160** (1.96)	-0.0130 (-1.41)	0.0636** (3.08)	-0.0440*** (-5.53)	0.116*** (4.12)
INVREC	0.139*** (12.45)	-0.157*** (-13.20)	0.207*** (9.38)	0.00693 (1.06)	0.349*** (11.21)

ATO	-0.0164*** (-6.17)	-0.00713 (-1.22)	-0.0318** (-2.18)	0.00599 (0.77)	-0.0281 (-1.49)
SUSPECT	0.00555* (1.86)	-0.00768** (-2.51)	0.0292*** (5.26)	-0.00847*** (-4.15)	0.0480*** (5.98)
CH_IND	0.0160 (0.79)	-0.0427** (-2.13)	-0.0245 (-0.85)	-0.0209* (-1.71)	0.0359 (0.72)
_cons	-0.00935 (-0.39)	0.0563* (1.88)	-0.295*** (-4.76)	-0.0275 (-0.95)	-0.344*** (-3.99)
N	5798	5798	5395	5798	5395
Adj-R <sup>2</sup>	0.1548	0.1428	0.1931	0.0942	0.2176

注: 括号内为 t 值, \*\*\* 代表 1% 水平上显著, \*\* 代表 5% 水平上显著, \* 代表 10% 水平上显著

表5 总经理变更后第一、二个完整会计年度与盈余管理

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	E_CFO	E_PROD	E_DISX	E_PROXY
JL <sub>12</sub>	0.0109*** (3.99)	-0.0105*** (-3.72)	0.0107*** (2.60)	-0.00434** (-2.05)	0.0276*** (3.86)
LnA	-0.00191* (-1.68)	-0.00119 (-0.94)	0.00942*** (4.22)	0.00307*** (3.12)	0.00858** (2.49)
DEBT	0.0864*** (7.57)	-0.0964*** (-7.67)	0.133*** (6.56)	-0.0718*** (-9.36)	0.299*** (9.17)
ROA	0.482*** (15.27)	0.311*** (7.64)	-0.516*** (-4.71)	0.162*** (5.61)	-1.002*** (-7.42)
M_B	-0.00332* (-1.85)	0.00182 (0.94)	-0.0221*** (-5.37)	0.00822*** (3.25)	-0.0317*** (-4.55)
EXSHARE	0.0405*** (3.63)	-0.0379*** (-2.82)	-0.0446* (-1.84)	0.0181 (1.27)	-0.0452 (-0.93)
CON	-0.00499* (-1.74)	0.00370 (1.26)	-0.00832* (-1.80)	-0.000212 (-0.09)	-0.0129 (-1.66)
FIRST	0.0125 (1.50)	-0.0145 (-1.65)	0.0425** (2.31)	-0.0393*** (-6.00)	0.0904*** (3.50)
INVREC	0.141*** (11.92)	-0.163*** (-13.16)	0.194*** (9.32)	0.0111* (1.83)	0.339*** (11.01)
ATO	-0.0164*** (-5.52)	-0.0000679 (-0.02)	-0.0159** (-2.34)	-0.00265 (-0.76)	-0.0102 (-0.84)
SUSPECT	0.00745** (2.41)	-0.00961*** (-3.01)	0.0287*** (4.95)	-0.00919*** (-4.41)	0.0504*** (6.10)
CH_IND	0.00896 (0.29)	-0.0442 (-1.60)	0.000838 (0.02)	-0.0315*** (-2.56)	0.0696 (0.93)
_cons	-0.0235 (-0.94)	0.0832*** (3.00)	-0.238*** (-5.01)	-0.0545** (-2.51)	-0.290*** (-3.85)
N	5347	5347	4969	5347	4969
Adj-R <sup>2</sup>	0.1516	0.1549	0.1738	0.0834	0.2089

注: 括号内为 t 值, \*\*\* 代表 1% 水平上显著, \*\* 代表 5% 水平上显著, \* 代表 10% 水平上显著

表 5 报告了总经理变更后第一、二个完整会计年度 JL<sub>12</sub> 与盈余管理关系的回归结果。其中, 回归 1 中 JL<sub>12</sub> 的系数为正、且在 1% 水平上显著, 表明在新任总经理上任后的第一、二个完整会计年度, 上市公司显著存在着利用应计项目调增利润的盈余管理行为, 假设 3 得证。回归 2 中 JL<sub>12</sub> 的系数为负、回归 3 中 JL<sub>12</sub> 的系数为正、回归 4 中 JL<sub>12</sub> 的系数为负、回归 5 中 JL<sub>12</sub> 的系数为正, 方向均与预期相符。且其中除了回归 4 的系数只在 5% 水平上显著外, 其它回归系数都在 1% 水平上显著, 表明在总经理变更后第一、二个完整会计年度, 上市公司呈现出更低的异常经营现金净流量、更高的异常生产成本、更低的异常酌量费用支出以及更高的真实盈余管理



总量，即上市公司在这两个会计年度利用真实活动进行了利润调增。这与本文假设4的预期一致。至于控制变量，其结果与表4基本一致，在此不再详述。

表6 董事长变更、总经理变更与盈余管理

	DA			E_PROXY		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DSZ <sub>0</sub> =0	DSZ <sub>0</sub> =1	全样本	DSZ <sub>0</sub> =0	DSZ <sub>0</sub> =1	全样本
JL <sub>0</sub>	-0.0018 (-0.52)	-0.0152** (-2.49)	-0.00190 (-0.54)	-0.00181 (-0.16)	-0.00135 (-0.08)	-0.000810 (-0.07)
DSZ <sub>0</sub> ×JL <sub>0</sub>			-0.0133* (-1.92)			-0.00524 (-0.25)
LnA	-0.00233** (-2.00)	-0.00307 (-1.13)	-0.00243** (-2.27)	0.0127*** (3.01)	0.00785 (0.87)	0.0119*** (2.82)
DEBT	0.0930*** (7.82)	0.0454** (2.00)	0.0845*** (7.95)	0.270*** (6.99)	0.256*** (3.22)	0.260*** (6.87)
ROA	0.470*** (15.49)	0.479*** (5.92)	0.474*** (16.24)	-1.280*** (-7.76)	-0.418 (-1.32)	-1.105*** (-6.63)
M_B	-0.00265 (-1.35)	-0.00510 (-1.32)	-0.00319* (-1.82)	-0.0275*** (-3.42)	-0.0277** (-2.03)	-0.0287*** (-4.03)
EXSHARE	0.0410*** (3.53)	0.00906 (0.14)	0.0387*** (3.38)	0.0127 (0.28)	-0.646** (-2.34)	-0.0403 (-0.82)
CON	-0.00459 (-1.53)	-0.00107 (-0.15)	-0.00398 (-1.43)	-0.0130 (-1.57)	0.0338 (1.49)	-0.00609 (-0.77)
FIRST	0.0135 (1.61)	0.0287 (1.14)	0.0161** (1.97)	0.102*** (3.67)	0.154* (1.84)	0.116*** (4.12)
INVREC	0.140*** (11.19)	0.128*** (5.46)	0.138*** (12.42)	0.312*** (9.59)	0.510*** (6.15)	0.349*** (11.19)
ATO	-0.0174*** (-6.03)	-0.0108 (-1.64)	-0.0164*** (-6.18)	-0.0336* (-1.74)	0.00826 (0.26)	-0.0281 (-1.49)
SUSPECT	0.00491 (1.52)	0.00937 (1.33)	0.00574* (1.93)	0.0450*** (5.14)	0.0435** (2.10)	0.0478*** (5.96)
CH_IND	0.0131 (0.52)	0.0235** (2.40)	0.0152 (0.75)	0.0696 (1.30)	-0.0535 (-1.63)	0.0363 (0.73)
DSZ <sub>0</sub>			-0.00128 (-0.32)			0.00916 (0.78)
_cons	-0.0108 (-0.42)	0.00910 (0.15)	-0.00763 (-0.32)	-0.340*** (-3.91)	-0.356* (-1.78)	-0.346*** (-4.01)
N	4849	949	5798	4484	911	5395
Adj-R <sup>2</sup>	0.1492	0.1787	0.1559	0.2461	0.1645	0.2177

注：括号内为t值，\*\*\*代表1%水平上显著，\*\*代表5%水平上显著，\*代表10%水平上显著

表6和表7报告了董事长变更对总经理变更与盈余管理关系的影响的回归结果，DSZ<sub>t</sub>=0代表了董事长未变更样本，DSZ<sub>t</sub>=1代表了董事长变更样本。其中，表6回归1中JL<sub>0</sub>的系数(t值)为-0.0018(-0.52)，t值不显著；回归2中JL<sub>0</sub>的系数(t值)为-0.0152(-2.49)，在5%的水平上显著。显然，回归2中JL<sub>0</sub>的系数要更小，表明在总经理变更当年，如果董事长也发生变更，则上市公司在变更当年利用应计项目进行负向盈余管理的程度更大、更显著。回归3中交叉变量DSZ<sub>0</sub>×JL<sub>0</sub>的系数显著为负，进一步表明如果董事长也发生变更，则上市公司在总经理变更当年利用应计项目负向盈余管理的程度更大，假设5得证。回归4-6的系数则都不显著。

表7的回归结果显示，回归1中JL<sub>12</sub>的系数(t值)为0.0074(2.39)，在5%水平上显著；回归2中JL<sub>12</sub>的系数(t值)为0.0218(3.69)，在1%的水平上显著。显然回归2中JL<sub>12</sub>的系数更大，表明总经理变更当年，如果董事长也发生变更，则上市公司在新任总经理上任后第一、二个完整会计年度利用应计项目调增利润的程度更大、更显著。回归3中交叉变量DSZ<sub>12</sub>×JL<sub>12</sub>的系数显著为正，进一步支持我们的结论。回归4中JL<sub>12</sub>的系数(t值)为0.0221(2.69)，在1%水平上显著；回归5中JL<sub>12</sub>的系数(t值)为0.0444(3.03)，在1%的水平上显著。显然回归5中JL<sub>12</sub>的系数更大，表明总经理变更当年，如果董事长也发生变更，则上市公司在新任总经理上任后第一、二个完整会计年度利用真实活动调增利润的程度更大。回归6中交叉变量DSZ<sub>12</sub>×JL<sub>12</sub>的系数虽然不显著，但符号为正，这在某种程度上进一步支持了我们的结论。假设6得证。

表7 董事长变更、总经理变更后第一、二个完整会计年度与盈余管理

	DA			E_PROXY		
	1	2	3	4	5	6
	DSZ <sub>12</sub> =0	DSZ <sub>12</sub> =1	全样本	DSZ <sub>12</sub> =0	DSZ <sub>12</sub> =1	全样本
JL <sub>12</sub>	0.0074** (2.39)	0.0218*** (3.69)	0.00742** (2.40)	0.0221*** (2.69)	0.0444*** (3.03)	0.0228*** (2.76)
DSZ <sub>12</sub> ×JL <sub>12</sub>			0.0141** (2.07)			0.0230 (1.33)
LnA	-0.00147 (-1.09)	-0.00335 (-1.45)	-0.00196* (-1.69)	0.00940** (2.50)	0.00504 (0.77)	0.00766** (2.20)
DEBT	0.0828*** (7.08)	0.103*** (3.19)	0.0880*** (7.48)	0.271*** (8.49)	0.411*** (4.86)	0.305*** (9.08)
ROA	0.462*** (13.24)	0.522*** (6.84)	0.478*** (14.63)	-1.251*** (-8.65)	-0.385 (-1.49)	-1.013*** (-7.19)
M_B	-0.00405** (-2.00)	-0.00191 (-0.45)	-0.00363** (-1.96)	-0.0329*** (-3.90)	-0.0246* (-1.84)	-0.0333*** (-4.54)
EXSHARE	0.0413*** (3.61)	0.0377 (0.78)	0.0416*** (3.74)	0.0317 (0.79)	-0.447* (-1.95)	-0.0170 (-0.39)
CON	-0.00381 (-1.19)	-0.0106 (-1.53)	-0.00530* (-1.82)	-0.0139 (-1.53)	-0.00968 (-0.59)	-0.0148* (-1.89)
FIRST	0.00396 (0.42)	0.0349* (1.82)	0.0119 (1.40)	0.0730** (2.46)	0.105** (2.07)	0.0848*** (3.27)
INVREC	0.139*** (11.71)	0.153*** (4.31)	0.142*** (11.65)	0.296*** (9.96)	0.437*** (4.93)	0.324*** (10.46)
ATO	-0.0195*** (-5.40)	-0.00982* (-1.95)	-0.0166*** (-5.48)	-0.0245* (-1.87)	0.0281 (1.33)	-0.00896 (-0.73)
SUSPECT	0.00611* (1.76)	0.00899 (1.21)	0.00703** (2.20)	0.0445*** (4.38)	0.0497*** (3.06)	0.0484*** (5.70)
CH_IND	0.0290 (0.91)	-0.0694 (-1.33)	0.00891 (0.29)	0.141** (2.38)	-0.186 (-1.18)	0.0705 (0.91)
DSZ <sub>12</sub>			-0.00572 (-1.44)			0.00586 (0.59)
_cons	-0.0233 (-0.79)	-0.0192 (-0.35)	-0.0207 (-0.81)	-0.263*** (-3.19)	-0.322** (-2.07)	-0.265*** (-3.48)
N	3914	1200	5114	3601	1140	4741
Adj-R <sup>2</sup>	0.1501	0.1644	0.1525	0.2347	0.1950	0.2118

注：括号内为t值，\*\*\*代表1%水平上显著，\*\*代表5%水平上显著，\*代表10%水平上显著

表8 总经理变更后第三个完整会计年度与盈余管理

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	E_CFO	E_PROD	E_DISX	E_PROXY
JL <sub>3</sub>	0.00143 (0.51)	-0.00182 (-0.61)	0.00865 (1.41)	-0.00150 (-0.61)	0.0136 (1.54)
LnA	-0.00201 (-1.77)	-0.00112 (-0.89)	0.00906*** (4.07)	0.00307** (3.10)	0.00812* (2.37)
DEBT	0.0864*** (7.56)	-0.0963*** (-7.66)	0.133*** (6.55)	-0.0718*** (-9.35)	0.299*** (9.15)
ROA	0.479*** (15.24)	0.313*** (7.74)	-0.518*** (-4.71)	0.163*** (5.65)	-1.008*** (-7.47)
M_B	-0.00333 (-1.85)	0.00182 (0.95)	-0.0222*** (-5.43)	0.00819** (3.24)	-0.0318*** (-4.59)
EXSHARE	0.0388*** (3.46)	-0.0363** (-2.70)	-0.0461 (-1.92)	0.0188 (1.32)	-0.0495 (-1.03)
CON	-0.00490 (-1.70)	0.00362 (1.23)	-0.00788 (-1.70)	-0.000248 (-0.10)	-0.0122 (-1.57)
FIRST	0.0131 (1.57)	-0.0150 (-1.71)	0.0444* (2.42)	-0.0394*** (-6.00)	0.0932*** (3.61)
INVREC	0.140*** (11.82)	-0.163*** (-13.05)	0.192*** (9.18)	0.0110 (1.81)	0.337*** (10.87)
ATO	-0.0163*** (-5.44)	-0.000165 (-0.05)	-0.0157* (-2.30)	-0.00267 (-0.76)	-0.00993 (-0.81)
SUSPECT	0.00714* (2.31)	-0.00928** (-2.90)	0.0282*** (4.84)	-0.00913*** (-4.39)	0.0494*** (5.96)
CH_IND	0.0103 (0.34)	-0.0454 (-1.62)	0.00132 (0.03)	-0.0320* (-2.57)	0.0707 (0.94)
_cons	-0.0184 (-0.74)	0.0788** (2.84)	-0.229*** (-4.86)	-0.0554* (-2.53)	-0.274*** (-3.66)
N	5344	5344	4966	5344	4966

注：括号内为t值，\*\*\*代表1%水平上显著，\*\*代表5%水平上显著，\*代表10%水平上显著

## 五、稳健性检验

出于稳健性考虑本文进一步做了如下检验。(1)如前所述，公司的战略调整往往会产生相对长期的影响；而盈余管理则只是短视化行为的体现，往往只会产生相对短期的影响。如果本文结论是新任高管进行战略调整造成的，那么本文第一、二完整会计年度的实证结论很可能在第三、四个完整会计年度会继续存在。因此，我们对高管变更之后第三、第四完整会计年度进行实证检验，结果如表8、表9所示。从中可以看出，在各模型中JL<sub>3</sub>、JL<sub>4</sub>的系数皆不显著，表明前面的实证结论在第三、四个完整会计年度不存在了。这进一步增加了本文结论的可靠性。(2)为了进一步提高本文结论的稳健性，我们还采用扩展的琼斯模型度量应计盈余管理并对本文结论进行再次检验，结果依然一致。(3)对本文的假设5和假设6，我们将董事长与总经理两职兼任的样本删除，然后重新进行实证检验，结果依然没有改变。(4)本文所选数据为2005-2010年，而2007年我国发布了新会计准则，基于新会计准则可能会带来的影响，本文在进行检验时对年份效应进行了控制。为了进一步提高本文结论的稳健性，我们只用2007-2010年的数据对

本文各假设重新进行检验，结果依然一致。(5)本文在计算可操控性应计利润时用的是固定资产的净额。我们以2005年和2006年的数据为样本(2007年后固定资产原值数据无法取得)，然后用固定资产原值计算出的新的可操控应计利润以对本文结论做进一步的检验，结果依然不变。(6)本文还对总经理变更后第一个完整会计年度和第二个完整会计年度分别进行检验，结果发现上市公司利用应计项目正向盈余管理主要集中在上任后的第一个完整会计年度，第二个完整会计年度则不显著。这与Dechow的观点“应计利润的反转主要在一年之内发生”不谋而合。<sup>[21]</sup>而利用真实活动的正向盈余管理则较平均的分布在这两个会计年度。鉴于篇幅有限，后面几个检验的结果不再逐个列出。

表9 总经理变更后第四个完整会计年度与盈余管理

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	E_CFO	E_PROD	E_DISX	E_PROXY
JL <sub>4</sub>	0.00344 (1.14)	0.000129 (0.04)	-0.00518 (-1.22)	-0.000840 (-0.35)	-0.00435 (-0.56)
LnA	-0.00199 (-1.76)	-0.00112 (-0.89)	0.00905*** (4.07)	0.00307** (3.09)	0.00812* (2.37)
DEBT	0.0864*** (7.56)	-0.0962*** (-7.66)	0.133*** (6.56)	-0.0717*** (-9.35)	0.298*** (9.14)
ROA	0.479*** (15.26)	0.314*** (7.75)	-0.520*** (-4.74)	0.163*** (5.66)	-1.011*** (-7.49)
M_B	-0.00330 (-1.83)	0.00182 (0.95)	-0.0223*** (-5.42)	0.00818** (3.23)	-0.0319*** (-4.58)
EXSHARE	0.0392*** (3.49)	-0.0363** (-2.69)	-0.0469 (-1.94)	0.0187 (1.31)	-0.0502 (-1.03)
CON	-0.00498 (-1.73)	0.00365 (1.23)	-0.00787 (-1.70)	-0.000211 (-0.09)	-0.0122 (-1.57)
FIRST	0.0131 (1.57)	-0.0150 (-1.71)	0.0443* (2.42)	-0.0394*** (-6.00)	0.0932*** (3.61)
INVREC	0.140*** (11.83)	-0.163*** (-13.05)	0.192*** (9.18)	0.0110 (1.80)	0.336*** (10.87)
ATO	-0.0163*** (-5.44)	-0.000192 (-0.06)	-0.0155* (-2.27)	-0.00266 (-0.76)	-0.00967 (-0.79)
SUSPECT	0.00711* (2.30)	-0.00926** (-2.89)	0.0281*** (4.84)	-0.00911*** (-4.38)	0.0494*** (5.96)
CH_IND	0.0107 (0.35)	-0.0454 (-1.63)	0.00121 (0.03)	-0.0321** (-2.58)	0.0709 (0.95)
_cons	-0.0191 (-0.77)	0.0784** (2.83)	-0.226*** (-4.76)	-0.0555* (-2.53)	-0.270*** (-3.59)
N	5344	5344	4966	5344	4966

注：括号内为t值，\*\*\*代表1%水平上显著，\*\*代表5%水平上显著，\*代表10%水平上显著

## 六、研究结论

本文利用我国上市公司A股2005-2010年的数据对总经理变更与盈余管理的关系进行实证研究，结果发现在总经理变更当年，上市公司存在显著的利用应计项目调减利润的盈余管理行为。在变更后的第一、二个完整会计年度，上市公司存在显著的利用应计项目和真实活动调增利润的盈余管理行为。如果总经理变更当年，

董事长也发生变更,则上市公司在变更当年利用应计项目负向盈余管理的程度更大,在变更后第一、二个完整会计年度利用应计项目和真实活动正向盈余管理的程度也更大。以上结论表明,在我国的制度背景下,新任总经理在上任后会进行机会主义盈余管理行为,且他们会针对性地选择最有利的模式进行盈余管理。而随着会计准则的持续完善和外部监管力度的强化,真实盈余管理逐渐成为他们短视化行为的另一个选择。本文的发现拓展了现有文献的研究成果,对深入理解上市公司高管变更后的盈余管理行为具有较强的启示作用。

## 参考文献

- [1] Moore, M.. Management Turnovers and Discretionary Accounting Decisions. *Journal of Accounting Research*, 1973, 11(2): 100-109.
- [2] Peter W.. Earnings Management Surrounding CEO Turnovers. *Accounting and Finance*, 2002, 42(2): 169-193.
- [3] DeAngelo H.. Managerial Competition, Information Cost and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests. *Journal of Accounting and Economics*, 1988, 10(1): 3-36.
- [4] Dechow P. M., Richard G. Sloan. Manager Incentives and the Horizon Problems: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14(1): 51-89.
- [5] Pourciau S.. Earnings Management and Nonroutine Manager Turnovers. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, 16(1-3): 317-336.
- [6] Zang, A.. Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation. *The Accounting Review*, 2012, 87(2): 675-703.
- [7] Daniel A. Cohen, Paul Zarowin. Accrual-based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(5): 2-19.
- [8] Strong, J., Meyer J.. Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns. *Journal of Finance*, 1987, 42(3): 643-663.
- [9] DeFond M. L., Chul W. Park. Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 23(2): 115-139.
- [10] 杜兴强,周泽将. 高管变更、继任来源与盈余管理. *当代经济科学*, 2010, (1): 23-33.
- [11] 朱星文,廖义刚,谢盛纹. 高级管理人员变更、股权特征与盈余管理——来自中国上市公司的经验证据. *南开管理评论*, 2010, (2): 23-29.
- [12] Graham, J. R., C. R. Harvey, S. Rajgopal. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40(1-3): 3-73.
- [13] Sugata R.. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(12): 335-370.
- [14] Daniel A. Cohen, Aiysha Dey, Thomas Z. Lys. Real and Accrual-based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *The Accounting Review*, 2008, 83(3): 757-787.
- [15] 李增福,郑友环,连玉君. 股权再融资、盈余管理与上市公司业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究. *中国管理科学*, 2011, (2): 49-56.
- [16] 李增福,董志强等. 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*, 2011, (1): 121-134.
- [17] Vancil, R. F. *Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession*. Harvard Business School Press, 1987.
- [18] 朱红军大股东变更与高级管理人员更换: 经营业绩的作用. *会计研究*, 2002, (9): 31-40.
- [19] 杜兴强,王丽华. 高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究. *会计研究*, 2007, (1): 58-66.
- [20] Wilson, M., Wang, L.W.. Earnings Management Following Chief Executive Officer Changes: The Effect of Contemporaneous Chairperson and Chief Financial Officer Appointments. Working Paper, 2010.
- [21] Dechow M. P., Sloan R. G., Sweeney A. P.. Detecting Earning Management. *The Accounting Review*, 1995, 70(2): 193-225.
- [22] Guay, W. R., Kothari, S. P., Watts, R.. A Market-based Evaluation of Discretionary Accrual Models. *Journal of Accounting Research*, 1996, 34(3): 83-105.
- [23] La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 1999.
- [24] 陈小悦,徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护. *经济研究*, 2001, (11): 3-11.
- [25] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究. *会计研究*, 1999, (9): 25-35.
- [26] 孙铮,王跃堂. 盈余操纵与资源配置之实证研究. *财经研究*, 1999, (4): 3-10.
- [27] Richardson, R., I. Tuna, M.Wu. Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements, Working Paper, University of Michigan Business School, 2002.
- [28] Byounggu Choi, Heeseok Lee. An Empirical Investigation of KM Styles and Their Effect on Corporate Performance. *Information and Management*, 2003, (40): 403-417
- [29] Goh, Lee, Lee. Majority Shareholder Ownership and Real Earnings Management: A Korean Perspective. Working Paper, Yonsei University, 2012.

(下转第23页)



与审计;张雅曼,中国建设银行南京审计分部、硕士,研究方向为内部审计;陈汉文,厦门大学管理学院教授、博士,研究方向为会计与审计

### Concentration of Managerial Power, Internal Control and Accounting Information Quality

Liu Qiliang<sup>1</sup>, Luo Le<sup>2</sup>, Zhang Yaman<sup>3</sup>, Chen Hanwen<sup>4</sup>

1.School of Economics and Management, Wuhan University; 2.Guanghua School of Management, Peking University; 3.Nanjing Audit Department, China Construction Bank; 4.School of Management, Xiamen University

**Abstract** In response to collapses of giant American corporations (e.g. Enron, WorldCom, and Tyco), the U.S. regulators made great efforts in strengthening effectiveness of internal controls in listed U.S. firms to enhance financial reporting quality and restore investors' confidence in the U.S. capital market. In a manner similar to their U.S. counterparts, Chinese regulators have started to pay more attention to internal controls in Chinese listed firms. Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange issued guidance on internal controls in 2006 and 2007, respectively. In 2008, Ministry of Finance, National Audit Office, China Securities Regulatory Commission, China Banking Regulatory Commission, and China Insurance Regulatory Commission jointly promulgated "Principles and Rules on Internal Control for Enterprises" and later the accompanying implementation guidance and interpretations. Prior research using the U.S. data (e.g. Doyle et al. 2007; Ashbaugh-Skaife et al. 2008; Chan et al. 2008; Goh and Li 2011) documents that fewer significant deficiencies in internal controls are associated with superior financial reporting quality. However, the association between internal control and accounting information quality may be moderated by corporate internal power structure. One key element in internal corporate governance mechanism is to introduce an appropriate corporate power structure, which in turn helps improve effectiveness and efficiency of daily operating activities and realization of corporate strategies. This paper studies how concentration of managerial power affects the relation between internal control quality and accounting information quality. Using discretionary accruals and the probability of restatements of previous financial reports as measures for accounting information quality, we find that: (1) accounting information quality increases with the improvement in internal controls; and (2) concentration of managerial power mitigates the effect of internal controls on accounting information quality. Specifically, higher internal control quality is associated with better accounting information quality only when managerial power is dispersed inside a firm. These results indicate that establishment of a "check-and-balance" mechanism in corporate governance lays a solid foundation for internal controls to take effect in monitoring and disciplining financial reporting process and thus enhancing quality and credibility of accounting information in financial statements.

**Key Words** Concentration of Managerial Power; Internal Control; Accounting Information Quality

(上接第 14 页)

**作者简介** 林永坚,厦门大学管理学院财务系博士研究生,研究方向为财务管理与资本市场;王志强,厦门大学管理学院教授、博士生导师,研究方向为财务管理与资本市场;李茂良,厦门大学管理学院财务系博士研究生,研究方向为财务管理与资本市场

### Executive Turnover and Earnings Management: An Empirical Test based on Accruals and Real Activities Manipulation

Lin Yongjian, Wang Zhiqiang, Li Maoliang

School of Management, Xiamen University

**Abstract** Bringing accruals and real activities earnings management into the framework of analysis, this paper empirically tests the effect of executive turnover on earnings management. Theoretical analysis suggest that in the year of general manager turnover, the new general manager uses accruals to manage earnings downward can achieve many things at one stroke, while if he uses real activities to manage earnings upward or downward in the year of general manager turnover will harm others without benefiting itself any way. In the following year of general manager turnover, if new general manager uses real activities to manage earnings upwards will harm others but it can benefit itself. Using a sample of Shanghai and Shenzhen A Share listed companies between 2005 and 2010, our paper empirically examines the relationship between general manager turnover and earnings management in the year of general manager turnover as well as the following year of general manager turnover. Following are our main research findings: The listed companies use accruals but not real activities to manage earnings downward in the year of general manager turnover, which is consistent with our hypothesis. We also find out that in addition to the reversing accruals, the listed companies also use real activities to manage earnings upward in the following year of general manager turnover, which is also completely consistent with our hypothesis. Our further studies show that the concurrent turnover of chairman and general manager will result in more accruals but not real activities earnings management downward in the year of general manager turnover. The concurrent turnover of chairman and general manager will result in more accruals as well as real activities earnings management upward in the following year of general manager turnover, which is also completely consistent with our hypothesis. Our findings enrich the studies on the relationship between executive turnover and earnings management and contribute to the literature by showing that besides accruals; the new executives also manipulate real activities in earnings management.

**Key Words** Accruals Earnings Management; Real Earnings Management; Executive Turnover; General Manager Turnover; Chairman Turnover