

# 基于真实活动操控的盈余管理实证研究

——来自中国上市公司的经验证据

林永坚, 王志强, 林朝南

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

**[摘要]** 以中国上市公司 A 股 2002~2011 年的数据为样本, 对上市公司的真实盈余管理行为进行了实证研究。研究发现, 微盈公司显著存在利用应计项目和真实活动进行正向盈余管理的现象, 而在新会计准则实施后, 微盈公司利用应计项目进行正向盈余管理的程度显著降低, 但利用真实活动进行正向盈余管理的程度显著提高, 说明新会计准则的实施促使微盈公司转而利用更加隐蔽的真实盈余管理进行利润操控。进一步研究发现, 在控制了资产规模、资产回报率、年持有收益率、操控性应计利润及成长性等因素后, 上市公司真实盈余管理的程度与其后期的业绩表现显著负相关, 说明真实盈余管理行为会损害公司的长期价值。

**[关键词]** 应计盈余管理; 真实盈余管理; 微盈公司; 新会计准则

**[中图分类号]** F23

**[文献标识码]** A

**[文章编号]** 1007-9556(2013)04-0104-10

## An Empirical Study of Earnings Management Based on Real Activities Manipulation

--- Empirical Evidence from Chinese Listed Companies

LIN Yong-jian, WANG Zhi-qiang, LIN Chao-nan

(School of management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** This paper empirically examine the real earnings management behavior of Chinese list companies with the data of Shanghai and Shenzhen A-share from 2002-2011. The results show that small profit companies manage earnings upwards significantly by accruals as well as real activities. Small profit companies use less accrual earning management but more real earnings management significantly after the promulgation of new accounting standards. It suggests that the promulgation of new accounting standards urge small profit companies switch to use more covert real activities to manage earnings. The further research shows that real earnings management is negative related to the subsequent operating performance of list companies after we control other influence factors. It suggests that real earnings management will harm companies' long term value.

**Key Words:** accrual earnings management; real earnings management; small profit companies; new account standards

### 一、引言

真实盈余管理是盈余管理研究领域的一个新方向。与传统应计盈余管理只通过会计政策选择和

估计变更进行盈余操控不同, 真实盈余管理是指管理层通过改变销售、生产、投资和融资的时间或规模等进行利润操控, 如为提高当期利润而进行期末

**[收稿日期]** 2013-03-08

**[基金项目]** 国家自然科学基金资助项目(70972111); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(2011221035)

**[作者简介]** 林永坚(1981-), 男, 福建泉州人, 厦门大学管理学院博士研究生, 研究方向是公司财务与公司治理; 王志强(1967-), 男, 福建漳州人, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师, 研究方向是公司财务与公司治理; 林朝南(1976-), 男, 福建泉州人, 厦门大学管理学院教师, 研究方向是公司财务与公司治理。

降价促销,提供更宽松的信用政策,削减当期的研发支出、广告费用和维修费用等,或者过度生产以降低单位销售成本。这种操控方式较为隐蔽,很难与真实的经营活动加以区分。应计盈余管理主要是指利用会计准则进行操控,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、资产减值准备与预计负债的估计等。这种盈余管理方式操控便捷,只需在年底通过会计手段操纵即可完成,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额,也不会改变公司的经营现金净流量。

国外的一些研究证实,企业会利用真实经营活动进行盈余操控(Bartov,1993;Gunny,2005、2010;Roychowdhury,2006;Zang,2006;Cohenetal,2008、2010)。该结论得到Graham、Harvey和Rajgopal(2005)的支持。Graham、Harvey和Rajgopal(2005)通过对401位财务高管进行访谈,发现为达到预定的盈余目标,管理层的确实操控真实经营活动:约有80%的调查参与者承认,为了达到盈余目标,他们会降低可操控性费用的支出水平,如研发费用、广告费用和维修费用等;有55.3%的调查参与者指出,为了达到盈余目标,他们会推迟新项目的启动时间,即使这种做法可能会带来一定程度的价值损失。已有文献认为,管理层之所以会利用真实活动进行盈余管理,一是因为操纵应计项目容易引起审计师和监管者的注意,而调整价格、产量或削减研发费用等真实盈余管理与企业的真实经营活动难以区分,具有很强的迷惑性和隐蔽性,换句话说,应计盈余管理面临较大的法律风险,而真实盈余管理面临的法律风险要小得多;二是因为应计盈余管理通常会受制于企业的商业运营模式及前期的应计利润操控量(Barton and Simko,2002),如果企业仅利用应计项目操控盈余,可能会导致公司期末面临盈余不能达标的风险,此时再进行真实活动操控则为时已晚。

国外的研究证实,真实盈余管理是监管层意图减少会计盈余操控裁量权的一个潜在后果(Ewert and Wagenhofer,2005;Gunny,2010)。那么,我国的上市公司是否也普遍存在真实盈余管理行为?2007年新会计准则的实施是否会成为上市公司进行真实盈余管理的“润滑剂”呢?本文以微盈公司为研究对象,利用沪深A股上市公司2002~2011年的数据,对以上问题进行了实证检验。结果发现,微盈公司显著存在利用应计项目和真实活动进行正向盈余管理的行为。新会计准则实施后,微盈公司利用应计项目进行正向盈余管理的程度显著降低,而利用真实活动进

行正向盈余管理的程度显著提高,说明新会计准则的实施促使微盈公司转而利用更加隐蔽的真实盈余管理进行利润操控。进一步研究发现,在控制了资产规模、资产回报率、年持有收益率、操控性应计利润和成长性等影响因素后,上市公司的真实盈余管理程度与其后期的业绩表现显著负相关,说明真实盈余管理行为会损害公司的长期价值。

本文的主要贡献在于:(1)与传统文献以应计盈余管理和线下项目操控的研究视角不同,本文以真实盈余管理为视角,研究了我国上市公司的盈余管理行为;(2)国内有关真实盈余管理的研究文献较少,主要集中于对上市公司是否存在真实盈余管理行为进行验证(张俊瑞等,2008;李增福等,2011),本文除了验证我国上市公司是否存在真实盈余管理行为外,还对其产生的前因后果进行了分析和验证;(3)首次发现新会计准则实施后,上市公司的应计盈余管理程度显著降低,而真实盈余管理程度显著提高,说明真实盈余管理是监管层意图减少会计盈余操控裁量权的一个潜在后果(Gunny,2010)。此外,本文还发现,真实盈余管理与公司未来的业绩表现负相关。以上这些研究结论丰富了真实盈余管理领域的研究。

## 二、文献回顾

早在1989年,Schipper就对真实盈余管理的涵义做了界定,认为真实盈余管理是“通过安排投资或筹资决策的时间来改变报告盈余或者盈余的某些子项目来达到(真实盈余管理)”。早期关于真实盈余管理的研究,主要集中于考察管理层利用削减研发支出以减少年度费用的机会主义行为。Bens、Nagar和Wong(2003)发现,公司为了避免员工行使股票期权带来的每股盈余减少会进行股票回购,为了筹得股票回购所需的部分资金会削减研究支出。Dechow和Sloan(1991)研究发现,CEO在任期的最后一年倾向于减少公司的研发支出,以提高公司的短期盈余。Bushee(1998)也发现,当公司有较少的机构投资者时,管理者为了达到保盈目标,会减少公司的研发支出。除了最常见的费用操控外,管理层还可能利用其他真实活动进行盈余操控,如提供销售折扣、放宽信用政策、过度生产、出售资产等。Thomas和Zhang(2002)发现,企业会利用过度生产来降低单位销售成本,以达到提高当期利润的目的。Barton(1993)发现,一些公司会利用出售固定资产和交易性证券进行盈余管理。Jackson和Wilcox(2000)发现,管理者为了达到盈余目标,倾向于在第四季度进行打折促销。

Roychowdhury(2006)在前人研究的基础上,总

结出销售操控、生产操控和费用操控的度量方式,发现经理人为了避免亏损,存在着利用销售折扣提高销售收入、通过过度生产降低单位销售成本、削减操控性费用以提高企业利润的行为。还有一些证据表明,经理人为了达到分析师的预期,会利用真实活动进行盈余管理。Roychowdhury的发现极大地促进了真实盈余管理领域的研究,许多学者都参考Roychowdhury(2006)对销售操控、生产操控和费用操控的度量方法,对真实盈余管理进行了实证研究(Zang, 2006; Cohen et al., 2008, 2010; Gunny, 2005, 2010; 李增福等, 2010, 2011)。

Zang(2006)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,在诉讼案件发生后,经理人会减少对应计盈余管理的使用,而增加对真实盈余管理的使用,说明经理人改变了盈余管理策略,以应对日益增加的诉讼风险和日臻完善的外部监督制度。Cohen等(2008)研究发现,在萨班斯法案通过之前,美国公司的应计盈余管理行为是逐年稳定增加的,但在萨班斯法案实施后,公司的应计盈余管理显著减少,而真实盈余管理显著增多,说明萨班斯法案实施后很多企业由应计盈余管理转向利用真实活动进行利润操控。Cohen等还发现,与萨班斯法案实施前相比,达标企业在萨班斯法案实施后较少进行应计盈余管理,而更多地进行真实盈余管理。Cohen和Zarowin(2010)首次将真实盈余管理纳入分析框架,对企业增发股票前后的应计盈余管理和真实盈余管理行为进行了研究,发现企业在增发股票前后会同时利用应计盈余管理和真实盈余管理进行利润操控,而且企业会根据自身对应计盈余管理的操控能力和操控成本,在应计盈余管理与真实盈余管理之间进行权衡,选择最有利于自己的方式进行盈余操控。

国内有关真实盈余管理的研究还不多见。李增福等(2011)以我国1996~2004年进行股权再融资的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了研究,并得到与Cohen和Zarowin(2010)基本一致的结论。另外,李增福等(2011)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,发现预期税率上升使公司更倾向于实施以真实活动操控的盈余管理,而预期税率下降会使公司更倾向于实施以应计项目操控的盈余管理。有鉴于此,本文以微盈公司为研究对象,对国内上市公司的真实盈余管理行为及其产生的前因后果进行分析和探讨。

### 三、研究假设

已有研究表明,上市公司为了避免亏损会进行

盈余管理。通常而言,上市公司一旦亏损,容易使投资者丧失信心,导致股票价格下跌,这不仅会直接损害股东价值,还会增加公司后续的融资成本。许多上市公司经理人员的薪酬是与公司业绩直接挂钩的,公司若出现亏损,经理人员的奖金可能就无法获得。另外,出现亏损的公司如果在后续年度不能很快扭亏为盈,将不得不面对特别处理、暂停上市、退市等资本市场政策的限制。因此,当公司出现亏损时,经理人员通常有强烈的动机进行正向盈余管理,以求“保盈”。Roychowdhury(2006)、Gunny(2010)等发现,微盈公司存在利用真实活动进行正向盈余管理的现象。陆建桥(1999)、陈晓等(2004)从应计盈余管理的角度证实,上市公司确实存在为避免年度亏损而进行盈余管理的行为。基于以上分析,我们提出假设1。

假设1:微盈公司存在利用应计项目和真实活动进行利润操控的盈余管理行为。

会计语言是公司管理当局与外部利益相关者进行交流的工具(US FASB, 1984),管理当局通过会计报告向公司的利益相关者传递公司财务状况和经营业绩信息。为了提高会计报告信息的相关性和可靠性,会计准则通常会允许管理当局拥有一定的自主判别权,凭借其对经济活动及机会的了解,选择符合公司实际情况的会计方法、会计估计和披露方式。这同时也给管理当局运用职业判断进行盈余管理提供了机会,即管理当局可能不选择最能准确反映公司真实情况的会计方法和会计估计,而选择最能帮助其达到预期盈余的会计方法和会计估计。因此,会计准则可能成为管理当局进行盈余管理的工具,它的严密性和完备性直接影响管理当局盈余管理难度的高低。

已有研究表明,随着会计准则和相关法律制度的日臻完善以及监管层监管力度的增大,上市公司基于会计准则进行盈余操控的空间越来越小。我国财政部于2006年2月15日发布了新的企业会计准则体系,并于2007年1月1日起正式实施。新准则从存货计价方法选择、资产减值、企业合并、债务重组和公允价值等方面对企业会计准则做了进一步的规范,极大地缩小了上市公司盈余管理的空间。比如,新会计准则规定,企业计提的长期资产减值准备一经确认,在以后的会计区间不允许转回,这就切断了上市公司利用长期资产减值转回粉饰公司业绩的后路。再如,新会计准则取消了存货计量模式中的后进先出法,这也压缩了上市公司利用不同会计政策进行盈余管理的空间。Roychowdhury(2006)认为,利用应计项目进行盈余管理给管理者带来了一定的



风险,当这种做法被会计准则禁止时,管理者只能放弃相应的应计项目盈余管理方式,避免因财务欺诈而被投诉或逮捕。由此可见,随着新会计准则的实施,国内公司利用应计项目进行盈余操控的空间越来越小。然而,这并不意味着管理层的盈余管理行为就会消失,监管层意图减少会计盈余操控裁量权的一个潜在后果可能是真实盈余管理的出现(Gunny, 2010)。Ewert、Wagenhofer(2005)和Cohen(2007)发现,会计准则的日臻完善以及萨班斯法案的实施在压缩上市公司应计盈余管理空间的同时,也促使公司转向利用真实活动进行盈余管理。基于以上分析,本文提出假设2。

假设2:相比于新会计准则实施前,微盈公司在新会计准则实施后的应计盈余管理程度显著下降,但真实盈余管理程度显著提高。

一般而言,应计盈余管理不会改变公司的经营现金净流量,只会改变盈余在不同会计期间的分布,而不改变各个会计期间的盈余总额(应计利润具有“反转性”特点)。真实盈余管理却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,进而会给公司的长期价值带来损害。比如,销售操控会降低消费者对公司产品未来价格的预期,同时可能导致公司应收账款管理成本增加,过度生产会导致存货管理成本大幅上升,同时会导致公司经营现金净流量减少;削减当期的研发支出是以牺牲公司未来的持续性增长为代价的。因此,相比于应计盈余管理这种“温和”的盈余操控手段,真实盈余管理给公司价值带来的损害可谓“有过之而无不及”。Gunny(2005)对真实盈余管理的经济后果进行了实证研究,发现真实盈余管理与企业未来的经营业绩显著负相关。Zang(2006)、Cohen等(2010)也得出同样的结论。基于以上分析,我们提出假设3。

假设3:真实盈余管理程度与上市公司未来的经营业绩负相关。

#### 四、研究设计

##### (一)应计盈余管理的度量

应计盈余管理的度量模型包括Healy模型、DeAngelo模型、Jones模型、修正的Jones模型、扩展的Jones模型、行业模式等。Dechow(1995)、Guay等(1996)认为,修正的Jones模型是度量盈余管理最适用的模型。因此,本文采用修正的Jones模型来度量盈余管理,具体模型如下:

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

式中, $TA_t$ 为第t年的应计利润, $TA_t = NI_t - CFO_t$ ( $NI_t$ 为t年净利润, $CFO_t$ 为t年经营现金净流量); $\Delta S_t$ 为t年的主营业务收入与t-1年主营业务收入之差; $\Delta REC_t$ 为t年的应收账款净额与t-1年应收账款净额之差; $PPE_t$ 为t年的固定资产净额。利用该模型分行业、分年度OLS回归得到的残差DA,即为上市公司的可操控性应计利润。

##### (二)真实盈余管理的度量

本文参考Roychowdhury(2006)、Cohen(2008,2010)、Zang(2006)的研究,主要分析如下三种真实盈余管理方式:(1)销售操控,如管理层在年底通过打折促销提高当期销售收入,或者通过放宽商业信用来提高当期的销售收入等;(2)生产操控,即通过过度生产使每单位产品应分摊的折旧额下降,进而降低已售产品的销售成本,最终提高当期利润;(3)费用操控,即通过削减操控性费用如研发支出、维修费用、广告费等来提高当期利润。过度生产虽然可以降低已售产品的单位销售成本,但会导致总生产成本增加(已售产品成本+库存产品成本),削减操控性费用会导致公司操控性费用支出水平降低,销售操控会导致每单位销售带来的经营现金净流量减少。另外,过度生产还会导致经营现金净流量的减少。因此,如果一家公司使用上述三种方式进行正向盈余管理,就会出现更高的生产总成本、更低的操控性费用水平、更少的经营现金净流量,在扣除掉不可操控的正常部分后,就会呈现为更高的异常生产总成本、更低的异常操控性费用水平、更少的异常经营现金净流量。借鉴Roychowdhury(2006)、Cohen等(2010)的方法,我们对这三个指标的度量方法如下:

经营现金净流量CFO为本期销售额 $S_t$ 与销售额变动 $\Delta S_t$ 的函数:

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

产品总成本PROD等于产品销售成本与本期库存商品变动 $\Delta INV$ 之和,产品销售成本为本期销售额 $S_t$ 的函数,库存商品变动 $\Delta INV$ 为本期销售额变动 $\Delta S_t$ 及上期销售额变动 $\Delta S_{t-1}$ 的函数:

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

操控性费用支出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之中:

$$\frac{DISP_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (4)$$

利用式(2)~(4),分行业、分年度进行多元回归求出各自的残差,即为三种真实盈余管理方式的度量指标:异常经营现金净流量(R\_CFO)、异常生产总成本(R\_PROD)和异常操控性费用支出(R\_DISP)。鉴于企业有可能同时采取以上三种方式进行盈余管理,我们参考Cohen(2008)、Zang(2006)的做法,将三种真实活动盈余管理进行加总。由于企业在同时采用这三种方式做大利润时会出现更高的异常生产成本、更低的经营现金净流量、更低的可操控性费用水平,因此,我们令 $R\_PROXY=R\_PROD-R\_CFO-R\_DISX$ ,代表真实盈余管理总和。

### (三) 检验模型与变量

本文将资产回报率(ROA)大于、等于0且小于1%的样本定义为微盈公司。为了检验本文的假设1和假设2,我们借鉴Roychowdhury(2005)的做法,分别建立了多元回归模型(5)和(6)。模型中的 $EM_n$ 分别代表 $R\_CFO$ 、 $R\_PROD$ 、 $R\_DISP$ 、 $R\_PROXY$ , $n=1,2,3,4$ 。 $R\_CFO$ 和 $R\_DISP$ 越大,说明企业利用销售操控和费用操控进行正向盈余管理的程度越低; $R\_PROD$ 越大,说明企业利用生产操控进行正向盈余管理的程度越高; $R\_PROXY$ 越大,说明企业利用多种真实经营活动进行正向盈余操控的程度越高。控制变量主要包括公司规模(LnA)、资产负债率(DEBT)、资产回报率(ROA)、公司成长性(MB)和盈余管理柔性(INVREC)等。

$$EM_n = \beta_0 + \beta_1 \times SUSPECT + \beta_2 \times LnA + \beta_3 \times MB + \beta_4 \times DEBT + \beta_5 \times INVREC + \beta_6 \times ROA + \sum \gamma_i \times Industry + \sum \delta_i \times Year + \varepsilon \quad (5)$$

$$EM_n = \beta_0 + \beta_1 \times NASY + \beta_2 \times LnA + \beta_3 \times MB + \beta_4 \times DEBT + \beta_5 \times INVREC + \beta_6 \times ROA + \sum \gamma_i \times Industry + \varepsilon \quad (6)$$

为了检验本文的假设3,我们借鉴Gunny(2005)的做法,建立多元回归模型(7),以检验真实盈余管理与后续三个年度的经营业绩表现之间的关系。式中 $ROA_{1+j}$ 代表样本公司后续第j年的资产回报率, $j=1,2,3$ 。具体变量的定义见表1。

$$ROA_{1+j} = \beta_0 + \beta_1 \times EM_n + \beta_2 \times LnA + \beta_3 \times MB + \beta_4 \times RET + \beta_5 \times TACC + \beta_6 \times ROA + \sum \gamma_i \times Industry + \sum \delta_i \times Year + \varepsilon \quad (7)$$

表1 变量定义

变量名称	解释
R_CFO	异常经营现金流量
R_PROD	异常生产总成本
R_DISP	异常操控性费用支出
R_PROXY	真实盈余管理总量
DA	可操控应计利润

SUSPECT	roa大于、等于0且小于1%的样本为1,否则为0
NASY	新会计准则实施之后为1,否则为0
LnA	总资产取对数
Debt	资产负债率
MB	企业的成长性
ROA	资产回报率
RET	股票收益率
TACC	应计利润,它等于净利润减去经营现金净流量
INVREC	存货与应收账款之和

### (四) 样本选择

本文以2002~2011年沪深两市A股上市公司为研究样本,并对样本执行了以下筛选程序:(1)基于金融行业的特殊性,删除了该行业样本公司;(2)删除了数据缺失的样本;(3)由于各盈余管理变量均采用分行业、分年度回归求得,故删除了样本数小于8的组别。我们最终得到19074个样本观测值,共117组行业-年数据,其中,异常生产成本组有105组数据。另外,为了控制极端值对回归结果的影响,我们对解释变量中的连续变量在1%的分位数上进行了缩尾处理(Winsorize)。所有样本数据均来自于锐思金融研究数据库。样本分布如下:表2和表3是所有样本按年度和行业划分的样本分布情况;表4和表5是微盈公司按年度和行业分布的情况,其中,微盈公司共有2273个,平均而言,每个年度约有10%的上市公司属于微盈公司,它们分布于各个行业,大部分属于制造、批发和零售贸易、房地产等行业,尤其是制造业公司占比更是达到57.81%。

表2 总样本按年份分布

年份	样本数	样本占比	累积占比
2002	1243	6.52	6.52
2003	1332	6.98	13.50
2004	1488	7.80	21.30
2005	1586	8.31	29.62
2006	1668	8.74	38.36
2007	1912	10.02	48.39
2008	2250	11.80	60.18
2009	2494	13.08	73.26
2010	2545	13.34	86.60
2011	2556	13.40	100.00
Total	19074	100.00	

表3 总样本按行业分布

行业代码	行业名称	样本数	样本占比	累积占比
A	农林牧渔	339	1.78	1.78
B	采掘	462	2.42	4.20
C	制造	11534	60.47	64.67
D	电力煤气及水	664	3.48	68.15
E	建筑	346	1.81	69.96
F	交通运输仓储	714	3.74	73.71
G	信息技术	1456	7.63	81.34
H	批发零售贸易	1132	5.93	87.28
J	房地产	1123	5.89	93.16
K	社会服务	523	2.74	95.91
L	传播文化产业	142	0.74	96.65
M	综合类	639	3.35	100.00
Total		19074	100.00	

表4 微盈样本按年份分布

年份	样本数	样本占比	累积占比
2002	182	8.01	8.01
2003	225	9.90	17.91
2004	252	11.09	28.99
2005	261	11.48	40.48
2006	257	11.31	51.78
2007	168	7.39	59.17
2008	233	10.25	69.42
2009	251	11.04	80.47
2010	203	8.93	89.40
2011	241	10.60	100.00
Total	2273	100.00	

表5 微盈样本按行业分布

行业代码	行业名称	样本数	样本占比	累积占比
A	农林牧渔	37	1.63	1.63
B	采掘	21	0.92	2.55
C	制造	1314	57.81	60.36
D	电力煤气及水	113	4.97	65.33
E	建筑	40	1.76	67.09
F	交通运输仓储	54	2.38	69.47
G	信息技术	126	5.54	75.01
H	批发零售贸易	198	8.71	83.72
J	房地产	185	8.14	91.86
K	社会服务	58	2.55	94.41
L	传播文化产业	11	0.48	94.90
M	综合类	116	5.10	100.00
Total		2273	100.00	

## 五、实证结果分析

## (一) 变量描述性统计

表6为变量的描述性统计,其中,真实盈余管理各变量中异常现金净流量的均值为-0.0047,异常生产成本的均值为-0.0144,异常操控性费用的均值为-0.0041,异常真实盈余管理总量的均值为-0.0003,样本可操控性应计利润的均值为-0.0002。微盈公司占总体样本的比例为11.91%,上市公司存货和应收账款占总资产的比例约为26.6%。

表6 样本描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
R_CFO	-0.0047	0.1319	-0.5433	0.4283
R_PROD	-0.0144	0.226	-1.092	0.715
R_DISX	-0.0041	0.1055	-0.4357	0.4565
R_PROXY	-0.0003	0.3397	-1.97	1.529
DA	-0.0002	0.1411	-0.545	0.5241
SUSPECT	0.1191	0.3239	0	1
ROA	0.0384	0.0991	-0.501	0.3044
LnA	21.10	1.448	7.409	28.28
DEBT	0.552	0.5411	0.049	4.793
INVREC	0.266	0.174	-0.2362	0.976
MB	1.701	1.39	0.2306	70.27
RET	0.302	0.889	-0.9093	16.119

## (二) 皮尔森相关系数

表7 微盈公司各盈余管理变量的皮尔森相关系数

	DA	EM <sub>1</sub>	EM <sub>2</sub>	EM <sub>3</sub>	EM <sub>4</sub>
DA	1				
EM <sub>1</sub>	-0.67	1			
EM <sub>2</sub>	0.19	-0.04	1		
EM <sub>3</sub>	-0.01	0.01	-0.3	1	
EM <sub>4</sub>	0.42	-0.4	0.87	-0.51	1

注 EM<sub>i</sub> 分别代表 R\_CFO、R\_PROD、R\_DISX、R\_PROXY。

表7报告了微盈公司各盈余管理变量之间的皮尔森(Pearson)相关系数。可以看出,异常现金净流量 R\_CFO 与异常操控性费用 R\_DISX 正相关,与异常生产成本 R\_PROD 和真实盈余管理总量 R\_PROXY 负相关,说明微盈公司可能同时利用销售操控、生产操控和费用操控进行盈余管理。可操控应计利润 DA 与异常现金净流量 R\_CFO 和异常操控性费用 R\_DISX 负相关,与异常生产成本 R\_PROD 和真实盈余管理总量 R\_PROXY 正相关,说明微盈公司可能同时利用应计项目与真实活动进行盈余管理。另



外,当上市公司利用过度生产进行盈余管理时,也会造成应计利润的上升和异常经营现金流量的下降(过度生产会同时导致净利润的增加和异常现金流量降低,而应计利润=净利润-异常现金流量),这也是二者负相关的一个原因。由此可见,微盈公司为了“保盈”,可能会同时采用多种方法进行利润操控。

### (三) 差异性检验

表 8 微盈公司盈余管理变量的差异性检验

	均值			中位值		
	非微盈	微盈	差异 (t 值)	非微盈	微盈	差异 (Z 值)
DA	-0.0001	-0.0015	0.0014 (0.4493)	-0.0013	-0.0011	-0.0002 (-0.875)
R_CFO	-0.001	-0.028	0.027*** (9.163)	-0.0018	-0.023	0.021*** (12.68)
R_PROD	-0.023	0.045	-0.068*** (-12.960)	-0.0005	0.042	-0.0425*** (-17.861)
R_DISX	-0.0007	-0.0293	0.028*** (12.181)	-0.013	-0.027	0.014*** (13.817)
R_PROXY	-0.015	0.103	-0.119*** (-15.042)	0.0129	0.0918	-0.0789*** (-18.057)

注:均值差异检验为均值参数检验 t 值,中位数检验为 Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) 检验 Z 值,括号内为 t 值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

表 8 给出了微盈公司、非微盈公司盈余管理变量均值与中位值的对比情况。可以看出,微盈公司异常现金流量的均值和中位值分别为-0.028 和-0.023,均显著低于非微盈公司;异常生产成本的均值和中位值分别为 0.045 和 0.042,均显著高于非微盈公司;异常操控性费用的均值和中位值分别为-0.029 3 和-0.027,均显著低于非微盈公司;真实盈余管理总量均值和中位值分别为 0.103 和 0.091 8,均显著高于非微盈公司。以上结果表明,微盈公司可能利用真实活动进行了正向盈余管理,这与 Roychowdhury(2006)、Gunny(2010)等的发现一致。

### (四) 盈余管理与新会计准则

表 9 微盈公司新准则前后各盈余管理变量对比

	新会计准则前 (1)	新会计准则后 (2)	DIFF (1)-(2)
DA	0.0112	-0.0151	0.0263*** (5.9922)
R_CFO	-0.0171	-0.0407	0.0236*** (5.706)
R_PROD	0.0301	0.0594	-0.0292*** (-3.754)
R_DISX	-0.0209	-0.0384	0.0175*** (6.6479)

R_PROXY	0.0670	0.1370	-0.070*** (-6.9323)
N	1177	1096	2273

表 9 列示了微盈公司在新会计准则颁布前后各盈余管理变量的统计结果。可以看出,相比于新会计准则实施前,微盈公司在新会计准则实施后出现更低的可操控应计利润、更低的异常经营现金流量、更高的异常生产成本、更低的异常操控性费用和更高的真实盈余管理总量,说明新会计准则的实施使得微盈公司的应计盈余管理程度显著降低,而真实盈余管理程度显著提高,这初步证明了本文的假设 2。

### (五) 多元回归结果分析

表 10 报告了微盈公司与各盈余管理变量之间关系的多元回归结果。其中,回归(1)中 SUSPECT 的系数显著为正,说明微盈公司显著存在利用应计项目进行正向盈余管理的现象;回归(2)中 SUSPECT 显著为负,说明微盈公司显著存在利用销售操控进行正向盈余管理的现象;回归(3)中 SUSPECT 显著为正,回归(4)中 SUSPECT 显著为负,说明微盈公司显著存在利用生产操控和费用操控进行正向盈余管理的现象;回归(5)中 SUSPECT 显著为正,说明微盈公司利用真实活动进行了正向盈余管理,这与本文的假设 1 完全一致。此外,MB 的系数显著为正,说明成长性越高的公司越可能进行盈余管理,这与 Skinner 和 Sloan(2002)的研究结论一致。INVREC 的系数为正,说明存货和应收账款占比越大的公司越可能进行盈余管理,这与 Roychowdhury(2006)的结论一致。

表 10 微盈公司与盈余管理

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	R_CFO	R_PROD	R_DISX	R_PROXY
SUSPECT	0.0148*** (4.97)	-0.0099*** (-3.61)	0.0433*** (8.50)	-0.0281*** (-11.81)	0.0796*** (10.55)
LnA	0.0008 (1.23)	-0.008*** (-12.75)	0.0194*** (15.92)	-0.0003 (-0.57)	0.0279*** (15.47)
DEBT	-0.0159*** (-7.63)	0.0083*** (4.33)	0.0115*** (3.22)	-0.0009 (-0.56)	0.0102 (1.93)
MB	0.0006*** (2.75)	-0.0015*** (-6.83)	0.0004 (1.05)	-0.0007*** (-3.72)	0.0024*** (4.27)
INVREC	0.0949*** (17.18)	-0.199*** (-38.71)	0.0986*** (10.17)	-0.00347 (-0.79)	0.289*** (20.14)
ROA	0.425*** (37.67)	0.402*** (38.42)	-0.627*** (-31.35)	0.0172 (1.91)	-0.998*** (-33.69)
_cons	-0.0534*** (-3.62)	0.200*** (14.62)	-0.442*** (-16.64)	0.0076 (0.65)	-0.654*** (-16.60)
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制
N	19073	19073	16419	19073	16419

表 11 以微盈公司为样本,对其盈余管理行为与新会计准则之间的关系进行了检验。结果显示,回归(1)中 NASY 的系数显著为负,说明新会计准则实施后,微盈公司应计盈余管理程度显著降低;回归(2)中 NASY 的系数显著为负,回归(3)中 NASY 的系数显著为正,回归(4)中 NASY 的系数显著为负,回归(5)中 NASY 的系数显著为正,说明微盈公司在新会计准则实施后,真实盈余管理的程度显著提高。以上结果表明,随着新会计准则的实施,微盈公司利用应计项目进行盈余管理的空间越来越小,这迫使微盈公司转而利用真实活动进行盈余管理。

表 12 报告了全样本公司盈余管理行为与新会计准则之间的关系,其结果与表 11 基本一致。由此可见,真实盈余管理可能是监管层意图减少会计盈余操控裁量权的一个潜在后果(Gunny 2010),假设 2 得到了验证。

表 11 新会计准则与盈余管理(微盈公司样本)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	R_CFO	R_PROD	R_DISX	R_PROXY
NASY	-0.0162*** (-3.27)	-0.0244*** (-5.29)	0.0328*** (3.68)	-0.0215*** (-7.22)	0.0755*** (6.55)
LnA	-0.007*** (-3.75)	0.0012 (0.66)	0.0086** (2.40)	0.0042** (3.44)	0.007 (1.51)
DEBT	-0.0278*** (-3.40)	0.0127 (1.67)	0.0225 (1.58)	-0.0161*** (-3.28)	0.0299 (1.63)
MB	-0.0114** (-2.64)	-0.0035 (-0.89)	-0.0178** (-2.36)	0.0058** (2.24)	-0.0178 (-1.83)
INVREC	0.046*** (3.64)	-0.110*** (-9.30)	0.0668*** (3.01)	0.0074 (0.97)	0.161*** (5.61)
ROA	-1.687** (-2.03)	1.582** (2.05)	-1.827 (-1.23)	0.587 (1.18)	-3.892** (-2.03)
_cons	0.198*** (4.36)	-0.0245 (-0.58)	-0.151 (-1.87)	-0.113*** (-4.15)	-0.0996 (-0.95)
行业	控制	控制	控制	控制	控制
N	2273	2273	2075	2273	2075

表 12 新会计准则与盈余管理(全部样本)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	R_CFO	R_PROD	R_DISX	R_PROXY
NASY	-0.0256*** (-12.75)	-0.0177*** (-9.47)	0.004 (1.10)	-0.0076*** (-4.72)	0.0298*** (5.54)
LnA	0.0014** (2.08)	-0.0078*** (-12.59)	0.0198*** (16.22)	-0.0005 (-1.05)	0.0283*** (15.65)
DEBT	-0.0146*** (-7.04)	0.0098*** (5.08)	0.0102*** (2.84)	0.0003 (0.23)	0.0069 (1.30)
MB	0.0008** (3.41)	-0.0013*** (-6.31)	0.0003 (0.93)	-0.0006** (-3.39)	0.0022*** (3.86)
INVREC	0.0999*** (18.11)	-0.196*** (-38.18)	0.0997*** (10.25)	-0.0031 (-0.70)	0.288** (20.02)

ROA	0.447*** (39.27)	0.427*** (40.37)	-0.652*** (-32.21)	0.0394*** (4.31)	-1.066*** (-35.55)
_cons	-0.051*** (-3.47)	0.205*** (14.97)	-0.447*** (-16.77)	0.0128 (1.08)	-0.667*** (-16.89)
行业	控制	控制	控制	控制	控制
N	19073	19073	16419	19073	16419

表 13 给出了真实盈余管理与后续首个会计年度资产回报率之间的关系。其中,回归(1)中 ROA<sub>t+1</sub> 的系数显著为正,说明没有利用销售操控进行盈余管理的公司 ROA<sub>t+1</sub> 较大。换句话说,利用销售操控进行盈余管理的公司,其 ROA<sub>t+1</sub> 较小。同理,回归(2)中 ROA<sub>t+1</sub> 的系数显著为负,说明利用过度生产进行盈余管理的公司 ROA<sub>t+1</sub> 较小;回归(3)中 ROA<sub>t+1</sub> 的系数显著为正,说明利用费用操控进行盈余管理的公司 ROA<sub>t+1</sub> 较小;回归(4)中 ROA<sub>t+1</sub> 的系数显著为负,说明真实盈余管理程度越高,ROA<sub>t+1</sub> 越小。由此可见,真实盈余管理会导致公司后续首个会计年度业绩滑坡。

表 14 和表 15 给出了真实盈余管理与 ROA<sub>t+2}</sub> 和 ROA<sub>t+3}</sub> 之间的关系,其结果与表 13 的实证结论基本一致,说明真实盈余管理会导致后续第二、三个会计年度的业绩滑坡。换句话说,真实盈余管理会损害上市公司的长期价值,这与 Gunny(2005)的研究结论基本一致。

表 13 真实盈余管理与 ROA<sub>t+1}</sub>

	ROA <sub>t+1</sub>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
R_CFO	0.0653*** (12.44)			
R_PROD		-0.0477*** (-13.36)		
R_DISX			0.0752*** (12.12)	
R_PROXY				-0.0353*** (-15.94)
MB	0.0008 (1.83)	0.0012*** (2.71)	0.0008 (1.87)	0.0014*** (3.15)
LnA	-0.0013*** (-2.98)	0.0031*** (5.88)	-0.0015*** (-3.31)	0.003*** (5.83)
ROA	0.509*** (77.99)	0.440*** (59.94)	0.531*** (84.69)	0.437*** (59.87)
RET	0.003*** (4.22)	0.0029*** (4.05)	0.003*** (4.28)	0.0029*** (4.00)
TACC	-0.00007 (-1.35)	-0.00007 (-1.27)	-0.0001** (-1.99)	-0.00008 (-1.41)
_cons	0.0417*** (4.24)	-0.0553*** (-4.88)	0.0442*** (4.49)	-0.054*** (-4.79)
行业和年份	控制	控制	控制	控制
N	16517	13884	16517	13884



表 14 真实盈余管理与 ROA<sub>t+2</sub>

	ROA <sub>t+2</sub>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
R_CFO	0.0525*** (7.97)			
R_PROD		-0.0479*** (-11.53)		
R_DISX			0.0815*** (11.02)	
R_PROXY				-0.0370*** (-13.92)
MB	0.0007 (1.51)	0.0012** (2.51)	0.0008 (1.62)	0.0014*** (2.90)
LnA	0.001* (1.82)	0.0051*** (7.90)	0.0009 (1.55)	0.005*** (7.85)
ROA	0.354*** (46.86)	0.283*** (33.41)	0.373*** (51.51)	0.280*** (33.39)
RET	0.0001 (0.15)	-0.0007 (-0.89)	0.0001 (0.20)	-0.0007 (-0.94)
TACC	-0.00005 (-0.89)	-0.00005 (-0.85)	-0.00009 (-1.46)	-0.00006 (-1.01)
_cons	-0.007 (-0.58)	-0.0946*** (-6.76)	-0.004 (-0.34)	-0.0928*** (-6.68)
行业和年份	控制	控制	控制	控制
N	13971	11395	13971	11395

表 15 真实盈余管理与 ROA<sub>t+3</sub>

	ROA <sub>t+3</sub>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
R_CFO	0.0390*** (5.12)			
R_PROD		-0.0380*** (-8.00)		
R_DISX			0.110** (11.57)	
R_PROXY				-0.0339*** (-10.84)
MB	-0.0014* (-1.95)	-0.001 (-1.45)	-0.0012* (-1.69)	-0.001 (-1.36)
LnA	0.0027*** (4.17)	0.004*** (5.57)	0.003*** (4.57)	0.004*** (5.75)

ROA	0.332*** (39.17)	0.295*** (30.48)	0.348*** (42.72)	0.291*** (30.38)
RET	0.0038*** (4.20)	0.002** (2.19)	0.0037*** (4.03)	0.0018** (1.97)
TACC	0.00005 (0.17)	0.00003 (0.11)	-0.00004 (-0.13)	0.00006 (0.20)
_cons	-0.0430*** (-3.03)	-0.0729*** (-4.38)	-0.0489*** (-3.46)	-0.0747*** (-4.52)
行业和年份	控制	控制	控制	控制
N	11476	9160	11476	9160

#### (六) 稳健性检验

为了提高本文结论的稳健性,我们做了如下稳健性检验(1)对微盈公司进行重新定义,将 ROA 小于 0.5%、大于 0 的公司定义为微盈公司,结论与前面基本一致(2)将制造业进一步细分为 9 个小类,对盈余管理的度量指标重新进行计算,然后对假设重新进行验证,结论也没有实质性变化。

#### 六、研究结论

本文对中国上市公司是否存在真实盈余管理行为及其产生的前因后果进行了研究,发现微盈公司显著存在利用应计项目及真实活动进行正向盈余管理的现象,而在新会计准则实施后,微盈公司利用应计项目进行正向盈余管理的程度显著降低,而利用真实活动进行正向盈余管理的程度却显著提高。进一步研究发现,上市公司真实盈余管理的程度与其后期的业绩表现显著负相关。本文的研究结论表明,中国上市公司确实存在利用真实活动进行盈余管理的现象,这提示监管层及准则制定者除了关注传统的应计盈余管理和线下项目操控外,还要重视上市公司利用真实活动进行利润操控的行为。本文的理论分析和经验证据有助于利益相关者更深入地了解上市公司的盈余管理行为,同时可为监管部门相关政策的制定提供重要的启示。

#### [参考文献]

- [1] Barton J, Simko P. The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint [J]. The Accounting Review, 2002(77): 1-27.
- [2] Bartov E. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation [J]. The Accounting Review, 1993(68): 840-855.
- [3] Bens, Nagar, Skinner, Wong. Employee Stock Options, EPS Dilution, and Stock Repurchases [J]. Journal of Accounting & Economics, 2003(36): 51-90.
- [4] Bushee B. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investments Behavior [J]. The Accounting Review, 1998(73): 305-333.
- [5] Cohen D, Dey A, Lys T. Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre- and Post- Sarbanes- Oxley Periods [J]. The Accounting Review, 2008(83): 757-787.
- [6] Cohen D, Zarowin P. Accrual Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings [J]. Journal of

Accounting and Economics,2010( 50): 2- 19.

[ 7 ] Dechow M P, Sloan R G,Sweeney A P. Detecting Earning Management[ J].The Accounting Review ,1995( 70):193- 225.

[ 8 ] Dechow P M,Sloan R. Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation [ J].Journal of Accounting and Economics,1991( 14):51- 89.

[ 9 ] Ewert,Wagenhofer.Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management [ J]. The Accounting Review,2005( 80):1101- 1124.

[ 10 ] Graham J R,Harvey C R,Rajgopal S. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting[ J].Journal of Accounting and Economics,2005( 40): 3- 73.

[ 11 ] Guay W R,Kothari S P,Watts R. A Market Based Evaluation of Discretionary Accrual Models [ J].Journal of Accounting Research,1996( 34):83- 105.

[ 12 ] Gunny K. What Are the Consequence of Real Earnings Management[ R].Working Paper, University of Colorado at Boulder,2005.

[ 13 ] Gunny K.The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance[ J]. Contemporary Accounting Research,2010( 27): 855- 888.

[ 14 ] Jackson S B,Wilcox W E.Do Managers Grant Sales Price Reductions to Avoid Losses and Declines in Earnings and Sales[ J]. Quarterly Journal of Business and Economics,2000( 39):3- 20.

[ 15 ] Skinner D J,Sloan R G. Earnings Surprises, Growth Expectations and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio[ J].Review of Accounting Studies,2002( 7):289- 312.

[ 16 ] Schipper K.Commentary on Earnings Management[ J].Accounting Horizons,1989( 4): 91- 102.

[ 17 ] Sugata Roychowdhury. Earnings Management through Real Activities Manipulation [ J].Journal of Accounting and Economics, 2006( 42):335- 370.

[ 18 ] Thomas J K,Zhang H.Inventory Changes and Future Returns[ J].Review of Accounting Studie,2002( 7):163- 187.

[ 19 ] Zang A.Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation [ R].Working Paper,University of Rochester,2006.

[ 20 ] 陈晓,戴翠玉.A 股亏损公司的盈余管理行为与手段研究[ J].中国会计评论,2004( 2): 299- 310.

[ 21 ] 李增福,董志强. 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 [ J]. 管理世界, 2011( 1):121- 134.

[ 22 ] 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[ J].中国管理科学 2011( 2) :49- 56.

[ 23 ] 陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究[ J].会计研究, 1999( 9):25- 35.

[ 24 ] 张俊瑞,李彬,刘东霖.真实活动操控的盈余管理研究——基于保盈动机的经验证据[ J].数理统计与管理 2008( 5): 918- 927.

[ 责任编辑:高巍 ]