

真实盈余管理活动实证研究综述

唐祖薇 侯晓红(博士生导师)

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221008)

【摘要】 随着盈余管理研究的深入开展,真实盈余管理活动逐渐成为该领域研究的重点。本文主要从真实盈余管理活动存在性、经济后果及与应计盈余管理活动的比较研究这三方面对国内外相关的实证研究进行梳理和述评,并探究未来可能的研究方向。

【关键词】 真实盈余管理活动 应计盈余管理活动 实证研究 综述

一、引言

自 20 世纪 80 年代开始,西方财务界就致力于盈余管理的研究,我国随着股份制改革和证券市场的发展,盈余管理问题也浮出水面,逐渐成为监管者和学者们关注的重点。

三十余年来,上市公司是否存在盈余管理活动及具体采用哪些盈余管理活动始终是盈余管理研究的主线之一。现有研究根据盈余管理活动调整利润时是否直接影响经营活动现金流而将其分为两类:一类是应计盈余管理活动(Accrual-based earnings management activities),主要是利用会计政策和

应付企业经营的千头万绪、复杂的环境变迁、信息的快速流动。企业家是企业中最重要的人力资源,好的企业家具有较强的信息整合与处理能力,较可能挑选好的计划,并且有效地执行,企业家能力的高低关系着企业竞争的成败。

事实上,除了大型企业的发展,我国经济的一大特色在于生机勃勃的中小企业支撑了国家整体经济的发展,而相较于其他国家或大企业的环境,我国中小企业的创业与成长环境的特色在于分工协作网络,发挥类似大企业规模经济的特点,且又同时保持中小企业独有的经营方式与生产弹性。同时,我国教育体制所培养出的大量优秀人才,也是中小企业发展的一大利器。

由于我国学者对企业家精神议题的关注不足,因此相关研究也相对较少。然而,这种现象可能只是一个结果,其深层原因很可能是国际管理学界过去对发展中国家的课题缺少兴趣,相关研究能够获得发表的机会并不多。而追逐学术主流的结果,又让发展中国家学者比较容易忽略周围与我们生活紧密联系的课题。这种现象对企业家精神的研究可以说是重大损失。因为受制于资源与环境制度,发展中国家企业的成长与竞争能力有很大一部分取决于企业家的特性,如果忽略了企业家的特性,在研究发展中国家的问题时,研究者将很难对一个企业的全貌进行研究。

但比较幸运的是,随着今天中国的崛起,中国的发展和兴盛对世界的影响是非常深远、重大和广泛的,因此国际主

会计估计进行的,只影响会计盈余在各期的分布,并不影响会计盈余总额及现金流量;另一类是真实盈余管理活动(Real earnings management activities),即操纵真实的经济活动,既影响各期盈余,也影响各期实际的现金流量。

研究之初,学者们对盈余管理活动的检验重点主要是放在应计盈余管理活动上,并取得了丰硕的成果。然而随着 Healy 和 Wahlen(1999)及 Dechow 和 Skinner(2000)指出管理者除采用应计盈余管理活动外,还可能会采用加速销售和延迟已有研发计划,以减少当期的研发费用和维修费用等真实

流期刊一改以往对发展中国家课题冷漠的态度,纷纷发行新兴市场研究特辑,强化对这些区域的探讨。因此我国学者应把握机会,将我国丰富的企业家资料进行分析,并尝试将对我国企业家精神的研究成果发表于国际期刊上,这样,不但有利于研究者个人的发展,更有助于我国理论界与实务界的沟通与互动。

主要参考文献

1. Schumpeter, J. A. Theory of economic development. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934
2. Harrison, R. T., Leitch, C. M. Discipline emergence in entrepreneurship: Accumulative fragmentalism or paradigmatic science. Entrepreneurship, Innovation & Change, 1996; 5
3. Shane, S., Venkataraman, S. The promise of entrepreneurship as a field of research. Academy of Management Review, 2000; 25
4. Siropolis, N. C. Small business management: A guide to entrepreneurship(7th ed.). Boston: Houghton Mifflin, 1989
5. Das, T.K. & B.S. Teng. A resource-based view theory of strategic alliances. Journal of Management, 2000; 26
6. Wernerfelt, B. A resource-based view of the firm. Strategic Management Journal, 1984; 5
7. Barney, J.. Firm resources & sustained competitive advantage. Journal of Management, 1991; 17

盈余管理活动来操纵盈余,真实盈余管理活动就越来越受到学者们的关注。

但是相较应计盈余管理活动,无论是国外还是国内,目前真实盈余管理活动的实证研究还是比较少的,主要研究可大致归纳为存在性、经济后果研究以及与应计盈余管理活动的比较研究三方面。下面笔者主要从这几方面对相关文献进行梳理和述评。

二、真实盈余管理活动的存在性

1. 真实盈余管理活动的存在性主要指公司是否存在真实盈余管理活动以及具体采用了哪些手段进行了盈余管理。总体上的研究结论表明,上市公司为了避免亏损、规避监管部门的干预等各种动机,运用了各种真实盈余管理手段进行盈余管理。真实盈余管理手段主要包括:

(1)经营现金流量管理。吴联生等(2007)研究发现我国1998~2004年每年上市公司都存在现金流量管理行为,总体上看有5.67%的公司进行了经营现金流量管理,其管理平均幅度提高了0.0043(经过市场中平均总资产标准化后的现金流量值),且现金流量管理频率和幅度都随着时间的推进而显著增加。张然(2007)运用盈余分布法也发现我国上市公司经营现金流分布存在阈值,分别是经营现金流量零点、前期的经营现金流量和分析师的预测。薛爽、叶飞腾(2009)通过敏感度分析,得出上市公司会通过控制销售应收和购货应付来操纵经营现金流。

(2)费用操控,主要是通过控制研发支出、广告支出、销售及行政管理等操控盈余。Bens(2002)研究发现管理者通过推迟研发支出来筹措资金回购股票以防止公司每股收益被稀释;Cohen(2009)发现管理者会通过削减广告支出或增加广告支出来实现他们当年的盈利目标。此外还有Dechow和Sloan(1991),Baber(1991),Bushee(1998)也得到类似的结论。

(3)生产操控,通过扩大生产来摊薄产品生产成本,从而降低产品销售成本,以提高企业利润(Thomas和Zhang,2002)。

(4)销售操控,主要通过利用价格优惠(如大减价)或是通过放宽信用政策等手段来增加当期收入(Roychowdhury,2006)。

(5)出售固定资产及证券资产等,Bartov(1993)指出某些公司为避免亏损会通过出售资产来提高当期报告盈余。刘星和安灵(2007)研究发现我国上市公司有在年末出售资产进行盈余管理的倾向。

(6)回购公司股票,提高每股盈余(Graham,2005)。

2. 部分研究通过对上述一种或多种真实盈余管理手段的检验,发现如微利公司、增资配股公司等盈余管理动机强烈的公司存在显著的真实盈余管理行为。

Burgstahler和Dichev(1997)以1976~1994年美国Compustat数据库的非金融和监管类公司为样本,利用盈余分布法研究发现:约30%~40%的亏损公司会通过操控经营活动现金流和营运资金来提高当年的利润。Roychowdhury(2006)则对Compustat数据库中1987~2001年的公司数据进行分析,通过对销售操控、费用操控及生产操控三种手段的检验,同样发

现微利上市公司存在显著的真实盈余管理行为。

此后,我国张俊瑞(2008)和朱朝晖(2011)借鉴Roychowdhury等人的研究成果,以我国A股上市公司为研究样本对暂时性促销、扩大性生产以及减少酌量性费用这三种经营活动中的真实盈余管理行为进行研究,验证了微利公司经营活动中基于保盈动机的真实盈余管理行为。李彬和张俊瑞(2010)以A股市场的上市公司为研究对象,对比分析现金流量“扭负”公司和非“扭负”公司的异常经营现金流量、异常操控费用、异常生产成本及整体操控程度的差异,发现上市公司会为达到现金流量扭负目标而操控现金流量。

Mizik和Jacobson(2007)以美国1970年至2000年间股权再融资的上市公司为样本研究发现,这些公司会通过应计和真实盈余管理活动提高盈余以帮助其顺利实施股权再融资;Cohen(2010)通过对美国1987~2006年间增发上市公司的年度数据进行验证,也得到了相同的经验证据。

我国薛爽和蔡祥等(2008)利用2003~2004年A股季度数据发现第三季度末经营活动现金流量净额低于净利润的公司及具有再融资动机的上市公司,在第四季度存在调增现金流量的行为已达到自己的盈余目标。李增福等(2011)对我国1996~2004年股权再融资A股上市公司和定向增发公司为样本进行研究,发现在股权再融资及定向增发过程中,上市公司同时使用了应计盈余管理活动和真实盈余管理活动两种手段来达到业绩要求。

三、真实盈余管理的经济后果

经济后果观认为,不论有效证券市场理论的含义如何,会计政策的选择都会影响公司的价值,那么真实盈余管理活动必然产生一定的经济后果。对于这一方面的研究,从总体上看,学者们主要关注了真实盈余管理活动对企业未来业绩的影响。

Bens(2002)研究发现,实施工员工股票期权激励的公司为了避免每股收益的稀释,将资金用于回购股票,导致随后几年的公司业绩(资产回报率)下降;Gunny(2005)以1988~2000年美国上市公司年度数据为样本研究发现采取真实盈余管理活动的公司,其随后三年的经营业绩显著下降。但Taylor(2010)同样研究了Compustat数据库中1988~2003年的数据却得到了相反的结论,真实盈余管理并未造成随后年度经营业绩的显著下降。

同时,我国学者李彬、张俊瑞在2008和2009年的多项研究中以我国1998~2006年A股上市公司为研究样本,分别针对真实盈余管理活动的三种手段——销售操控、费用操控和生产操控,通过对比分析操控样本公司和配对样本公司未来三年的经营业绩,发现操控样本公司随后三期的经营业绩水平普遍低于配对样本公司的对应水平,得到了上市公司实施真实盈余管理活动是以牺牲企业未来经营能力为代价的结论。

除上述研究外,少数学者还研究了真实盈余管理活动所造成的其他方面的经济后果。Kim和Sohn(2009)研究了真实盈余管理对内涵融资成本的影响,发现真实盈余管理会导致

融资成本增加,且相较应计盈余管理,影响程度更高;Chen(2011)探讨了真实盈余管理对股票估值的影响;刘颖(2011)研究了新会计准则实施前后,真实盈余管理和应计盈余管理与会计信息价值相关性之间的关系变化。

四、真实盈余管理活动与应计盈余管理活动比较研究

随着真实盈余管理活动研究的展开,学者们慢慢将焦点放在应计盈余管理活动和真实盈余管理活动的比较上,主要可分为两方面,一方面是管理者对两类盈余管理活动的偏好,另一方面是两类盈余管理活动的经济后果比较。

1. 管理者偏好。Graham(2005)通过调查发现,部门经理们更愿意采用真实盈余管理活动来达到公司的财务目标,如避免亏损等等,他们并不愿意单单只依靠应计盈余管理活动。Graham(2005)以及 Bruns 和 Merchant(1990)的调查发现,高管们这样做的原因主要有两点:一是应计制盈余管理活动相较于真实盈余管理活动(如产品优惠销售、削减广告费用等)更能够引起审计师和市场监管者的注意;二是真实盈余管理活动是不能在财务报告期结束后使用的,如果只单纯依靠应计制盈余管理,风险太高。

Cohen(2008)对美国《萨班斯法案》实施前后的真实和应计盈余管理的水平变化进行了研究,发现总体应计盈余管理程度从1987年到2002年《萨班斯法案》通过前一直处于稳步增长趋势,在2002年《萨班斯法案》通过后出现显著下降的趋势;而与此相对应的真实盈余管理则出现相反的变动趋势,说明由于新法案的实施更多的企业从应计盈余管理方式转为真实盈余管理方式。

但刘启亮(2009)却发现在中国特有的制度环境下,新法律的实施并未对公司的盈余管理行为产生《萨班斯法案》那样明显的治理效果,虽然应计盈余管理活动得到了一定的抑制,但这是公司选择激进会计政策的结果;同时真实盈余管理在费用方面显著增加,在现金流方面和生产成本方面显著下降,综合真实盈余管理水平显著下降。而与IFRS趋同的新会计准则在我国实施以后,公司的应计盈余管理水平增加了,而公司整体真实盈余管理水平则没有变化,与Cohen(2008)的研究结论并不一致。

Zang(2006)通过对采用两种盈余管理活动所付出的成本进行分析,发现真实盈余管理程度与采用应计盈余管理活动所付出的成本正相关,且两种盈余管理负相关,说明管理者在制定盈余管理策略时这两种盈余管理活动是相互替代的。但企业管理者采用应计盈余管理活动或是真实盈余管理活动调节盈余的决策并不是同时做出的,而是有先后次序的,真实盈余管理活动的决策要先于应计盈余管理活动。Cohen和Zarowin(2010)以增资配股公司为研究样本,采用两种盈余管理活动的能力和成本建立了盈余管理方法选择预测模型,分析了增资配股公司管理者是如何在两种盈余管理方法中进行选择的。

我国学者李彬等(2007)在考虑行业特征对会计弹性影响的基础上,对比分析不同会计弹性下真实盈余管理程度的差异,得出了会计弹性大的公司较少利用真实盈余管理活动操

控盈余,会计弹性小的公司则更多利用真实盈余管理活动的结论,说明不同会计弹性的公司管理者对两种盈余管理活动有不同的偏好。

李增福和郑友环(2010)研究了2007年所得税率变动之际,预期税率变动方向与管理者对盈余管理偏好的关系:预期税率上升的公司,主要进行真实活动操控的向上盈余管理活动;预期税率下降的公司,主要进行应计操控的向下盈余管理活动。

2. 两类盈余管理活动经济后果的比较。无论是应计盈余管理还是真实盈余管理活动,都会对企业未来的经营业绩造成影响,但有所不同。Mizik和Jacobson(2007)研究发现,相较应计盈余管理,真实盈余管理活动造成的市场对企业的错误估值更甚,更可能利用真实盈余管理活动调节盈余的股权再融资,公司的未来股票回报更低。但Chen等(2010)通过检验企业为迎合分析师预期使用真实和应计盈余管理活动的情况,发现投资者对达到市场预期的盈利给予正的市场回报,但是采取真实盈余管理实现盈利目标的企业其股票回报要高于采用应计盈余管理活动实现盈利目标的企业,采用真实盈余管理行为的企业和其他未进行盈余管理的公司股票回报没有显著差异,这些发现说明真实盈余管理行为给市场传递了积极的信号。

我国学者李增福等(2011)研究发现,在股权再融资过程中,上市公司会同时使用应计盈余管理和真实盈余管理方式,二者对公司业绩的影响效果存在明显差异。应计盈余管理活动会导致融资后公司业绩的短期下滑,而真实盈余管理活动则会引起公司业绩的长期下滑。相对而言,真实盈余管理是上市公司股权再融资之后业绩滑坡的主要原因。

此外,我国张志花(2010)、姜英兵(2011)、龙小海(2011)和曹国华(2011)等人还研究了真实盈余管理与公司治理的关系,具体包括股权结构、CEO变更、委托代理关系、董事会独立性、监事会规模及管理者薪酬等方面对真实盈余管理的影响,在此不再赘述。

五、结论及启示

本文主要从真实盈余管理活动存在性、经济后果及与应计盈余管理活动比较研究几方面归纳了真实盈余管理活动的相关实证研究。从总体上看,现有文献主要还是集中在存在性研究上,研究思路主要体现在对盈余管理动机强烈的上市公司的真实盈余管理手段的检验。总体研究结论表明,上市公司普遍存在真实盈余管理活动,尤其是微利、股权再融资等盈余管理动机强烈的上市公司,采取的手段主要包括:经营活动现金流操控、费用操控、销售操控、生产操控、出售资产及回购公司股票。

经济后果研究相对较少,且主要关注真实盈余管理活动对企业未来业绩的影响,其他方面的研究仍不足。并且现有的研究结论也并不一致,大多研究均认为真实盈余管理会造成企业未来业绩的下降,极少数研究认为真实盈余管理对随后企业经营业绩并无影响,甚至传递了积极的信号。

其他近期的研究重点慢慢转移到与应计盈余管理的比较

研究上,主要可以从管理者对二者的偏好及两类活动对企业未来业绩的不同影响两方面来理解:

其中管理者的偏好,学者们多是分析相关法律制度的变革对管理者偏好的影响,但只是停留在对表面现象的分析——管理者选择的重点是否由一类盈余管理活动转向另一类,并未探讨深层次的原因。也有部分学者从两类盈余管理的成本角度出发,建立了管理者决策的预测模型,但这部分的研究还很少,且仅考虑到政府和注册会计师的监督、会计弹性等因素对管理者决策的影响,仍有完善的空间,可以结合我国特有的制度背景进一步展开研究。而两类活动对企业未来经济业绩的影响,已有文献却形成了相反的结论,一方认为真实盈余管理活动相较应计盈余管理活动传递了积极的信号,造成的影响较小,另一方则认为真实盈余管理活动的影响更深更远,要想解释这些问题仍需后续的努力。

因此,未来学者的研究重点可以放在真实盈余的经济后果及其市场反应、真实盈余管理的影响因素上,如与公司治理机构、审计及政治关联的关系等,尤其是管理者对真实及应计盈余管理活动的决策预测等问题上。

【注】 本文系教育部人文社会科学基金(项目编号:10YJA790069)的阶段性研究成果,以及国家社会科学基金(项目编号:07BJY028)的后期研究成果。

主要参考文献

1. Healy, P.M., J.M. Wahlen. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 1999;4
2. Dechow, P.M., Skinner, D.J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons*, 2000;14
3. Bens, D., Nagar, V., Franco Wong, M.H. Real investment implications of employee stock option exercises. *Journal of Accounting Research*, 2002;40
4. Dechow, P.M., Sloan, R. Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 1991;14
5. Baber, W.R., P.M., Haggard, J.A. The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: the case of research and development. *Accounting Review*, 1991;66
6. Bushee, B. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 1998;73
7. Thomas, J.K., Zhang, H. Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 2002;7
8. Bartov, E. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review*, 1993;6
9. Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 2005;3
10. Roychowdhury Sugata. Earnings Management through

Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 2006;3

11. Natalie Mizik, Robert Jacobson. Earnings inflation through accruals and real activity manipulation: its prevalence at the time of an SEO and the financial market consequences. Working paper, 2007;4
12. Gary K. Taylor, Zhaohui Randall Xu. Consequences of real earnings management on subsequent operating performance. *Research in Accounting Regulation*, 2010;22
13. Burgstahler, D., Dichev, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 1997;24
14. Gunny K. What are the Consequences of Real Earnings Management. California: Haas School of Business University of California, 2005
15. Bruns W., Merchant, K. The dangerous morality of managing earnings. *Management Accounting*, 1990;7
16. Cohen, D A, Dey, A, Lys, T Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes Oxley periods. *The Accounting Review*, 2008;8
17. Zang, A. Z.. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. Working paper, 2006;4
18. Daniel A. Cohen, Paul Zarowin. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offering. *Journal of Accounting and Economics*, 2010;5
19. JeongBon Kim V, Byungcherl Charlie Sohn. Real versus accrual-based earnings management and implied cost of equity capital. Working paper, 2007;1
20. Chen, C. L., P. I. Chou, Y. C. Chen, Anchor Y. Lin. The effect of real activity earnings management on price valuation implication. *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 2011;7
21. 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. *数理统计与管理*, 2008;5
22. 朱朝晖,丛丽莉.基于保盈动机的经营活动真实盈余管理研究. *管理论坛*, 2011;7
23. 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
24. 张然.中国上市公司现金流管理研究——兼对新兴市场和成熟市场现金流管理行为比较研究. *中国会计评论*, 2007;3
25. 薛爽,蔡祥,郭虹.上市公司在操纵经营性现金流吗?——基于季度报告的实证分析. *中国会计与财务研究*, 2008;1
26. 吴联生,薄仙慧,王亚平.现金流量在多大程度上被管理了——来自我国上市公司的证据. *会计研究*, 2007;3
27. 李彬,张俊瑞.现金流量管理与实际活动操控关系研究. *预测*, 2010;1