真实盈余管理及其经济后果研究

傅蕴英　姚　莹

（重庆大学经济与工商管理学院　重庆　400040）

【摘要】本文分别考察了正向盈余管理和负向盈余管理的经济后果，结果发现：正向盈余管理即调增当期利润额，会对企业下期经营利润增长变化产生显著负面影响；相反，负向盈余管理即调减当期利润额，会对企业下期经营利润增长变化产生显著正面影响；具有短期盈利动机的微盈公司易过度调增盈余额，这种激进行为必然会牺牲企业后期业绩。

【关键词】真实盈余管理　经济后果　经营利润增长变化

一、引言

会计盈余作为财务报告重要的会计信息，严重影响着会计信息使用者对公司经营情况的客观评价。Schipper（1989）指出，盈余管理按在调整利润时是否影响企业现金流分为：应计项目盈余管理和真实盈余管理。应计项目盈余管理是指利用会计政策、会计估计改变盈余额在不同时期的分布，通常它不改变企业真实的经营活动，不影响现金流。

真实盈余管理是指改变企业正常经营活动影响企业当期现金流的盈余管理，如提供更宽松的信用政策、降价促销、出售长期资产、减少当期费用、大量生产以降低单位产品成本等，以误导会计信息使用者相信企业已达到财务目标。通常，企业现金流的会计处理基于收付实现制，客观性较强，与主观性的会计估计和会计政策选择相比，具有更高的真实性和可靠性。但Graham（2005）通过对401名高管进行问卷调查发现，为了达到短期盈余目标，管理者承认更倾向于操控实际经营活动进行真实盈余管理。Cohen（2008）运用Roychowdhury（2006）构建的真实盈余管理估计模型，研究发现随着监管力度的加强、后法案时代会计丑闻曝光率的提高，真实盈余管理已是高管们操控盈余的首选。可见企业现金流的真实性越来越低，对真实盈余管理的研究也越来越重要。

关于真实盈余管理的经济后果，目前很多学者认为具有短期盈余管理动机的公司会过度操控盈余额，这种追求短期利益的行为会给企业未来业绩产生负面影响。Gunny（2010）进一步研究发现，真实盈余管理反而有利于企业未来业绩的提高。在进行真实盈余管理前，管理者通常会综合权衡真实盈余管理的成本与收益，在适度范围内进行操控，这种偶发性行为并不会损害企业长期业绩。

综上所述，目前学者们只是一味地研究真实盈余管理整体上对企业后期业绩的影响，而没有区分企业进行正向和负向盈余管理的经济后果是否不同。一方面，企业可以通过期末降价促销、减少研发支出和员工培训费以提高当期盈余额；另一方面如果企业本期预算目标已经实现，管理者可能会利用利润平滑，维持契约的稳定性，监管者便会灵活地对待会计的处理，以弥补契约刚性的缺陷，因为利润平滑有利于减少盈余波动性，增强投资者信心、稳定股价。由此看见，分别研究正向真实盈余管理和负向真实盈余管理的经营后果，对真实盈余管理的客观评价和有效治理具有重要意义。

二、文献回顾与研究假设

1. *真实盈余管理的选择*。随着会计准则的不断完善和监管力度的不断加强，企业利用应计项目进行盈余管理的风险越来越大，Graham（2005）研究发现：①真实盈余管理贯穿于企业的整个生产经营过程中，所以相对应计盈余管理，真实盈余管理不易引起审计师和监管者的注意；②单靠年末通过应计项目操控盈余额，管理者会感到力不从心，难以达到企业预期财务目标。从企业整个生命周期来看，其盈利额应该与现金流量相等，应计操控额为零。因为应计项目具有回转特性，该特性限制了企业在以后期间利用应计项目进行盈余管理的空间（通常称为会计弹性），当企业会计弹性较小时，管理者会更多地利用真实盈余管理操控盈余额。

不难理解当企业面临更严格的购货信用政策即意味着企业外部市场竞争压力较大时，为了扭转这种不利局面、保住企业市场地位，管理者在提高产品竞争力的同时，也会适当放宽信用政策或进行降价销售，以达到预期盈余目标。

所以提出假设1：企业购货信用度越低，管理者越倾向于采取真实盈余管理。

2. *真实盈余管理的经济后果*。目前学者们主要对通过真实盈余管理正向调整盈余额的企业进行了后期业绩评价，如在股权再融资过程中，为达到业绩要求，上市公司会在前一年及当年进行正向盈余管理，这也是再融资后企业长期业绩大幅下降的主要原因；为了IPO顺利完成并取得较高发行价格，公司IPO前会大幅调增利润，以致后期企业业绩大变脸。这种通过放宽信用政策、较少研发支出及广告费、增大产量调高盈

余额的激进行为，很易使企业后期坏账成本增加、资金周转率降低、发展空间缩小、存货大量积压。但是反过来看，若企业当期财务目标已实现，企业同样可以通过真实盈余管理负向调整盈余额，如：①减少当期产量，以保证后期生产有较高的边际收益。利润平滑可以弥补契约刚性的缺陷、降低契约成本，也可降低企业各期盈余额的波动性，增强投资者信心、稳定股价。Iniguez、Poveda（2003）研究表明，与未实施利润平滑的公司相比，实施利润平滑的公司后期有更高的股票回报率。②增加研发支出，加强企业后期核心竞争力。研发支出额的披露间接体现出企业长期发展的能力和内在潜力，有利于向市场传递企业业绩平稳、发展前景良好的信号，对促进股价上扬、提高企业价值有积极作用。R&D的投入是企业自主创新、持续发展的原动力，Susanne、Durst（2008）通过问卷调查发现，R&D的投入会给企业未来带来更大的收益。③加大员工培训费，这既有利于提高员工工作效率、节约成本，又可对员工起到激励作用，有助于提高企业后期经营业绩。

基于以上分析，提出假设2a：企业通过真实盈余管理负向调整盈余额，会给企业下期业绩产生正面影响。

假设2b：企业通过真实盈余管理调增盈余额，对企业后期业绩会产生负面影响。

假设3a：具有短期盈利动机的微盈公司会过度操纵盈余额，这对企业后期业绩会产生负面影响。

假设3b：非微盈公司的真实盈余管理行为对企业后期业绩会产生正面影响。

三、数据来源与模型设计

1. *样本选择与数据来源*。本文以沪深股市2007~2011年A股上市公司为研究样本，并进行如下处理：①剔出金融、保险业公司；②剔除财务数据不全的公司；③根据Roychowdhury（2006）估计正常盈余额时要求各行业每年度样本量不少于15家，剔除不符合模型估计行业的公司；④鉴于已有文献表明，一些公司在IPO及配股过程中存在盈余管理行为，所以为了避免IPO及配股公司蓄意提高业绩的行为对本文检测真实盈余管理经济后果干扰，故剔除2007～2011年IPO及配股的公司，最终得到1 130个样本。

根据中国证监会对行业分类标准，本文研究样本公司共涉及11个行业。所有样本数据均来自国泰安数据库，数据的处理和分析采用了Excel和SPSS17.0软件。

2. *真实盈余管理估计模型*。本文借鉴Roychowdhury（2006）的研究方法，从销售操控、费用操控、生产操控三个方面衡量企业真实盈余管理程度。

销售操控是指在边际收入大于零时，企业通过降价销售、放宽信用政策来增加当期销售收入。但是，这种销售方式会减少销售额中的单位收入带来的现金流。通过分年度分行业分别对模型（1）进行回归，再将回归系数代入原方程，便得出正常经营现金流，再用实际经营现金流减去正常经营现金流，即可得异常经营现金流。若预期指标为负，则其值越小，这意味着企业通过销售操控调增利润的程度越大。其模型为：

$$CFO_{it}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(S_{it}/A_{i,t-1})+\alpha_3(\triangle S_{it}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$R_CFO=CFO_{it}-[\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(S_{it}/A_{i,t-1})+\alpha_3(\triangle S_{it}/A_{i,t-1})] \quad (2)$$

费用操控是指企业通过减少研发支出、广告费、员工培训费等酌量性费用来减少当期费用总额，提高企业利润。用模型（3）估计正常可操控性费用，实际与正常可操控性费用的差额即为异常可操控性费用。若预期指标为负，则其值越小，意味着企业通过费用操控调增利润的程度越大。其模型为：

$$DISEXP_{it}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(S_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$R_DISEXP=DISEXP_{it}-[\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(S_{i,t-1}/A_{i,t-1})] \quad (4)$$

生产操控是指企业利用规模效应大量生产，以降低单位产品成本，提高产品市场竞争力，进而增加企业利润。产品成本用当年已售产品成本与存货变动额的和来计量。用模型（8）估计正常生产成本，实际与正常生产成本的差额即为异常可操纵性成本。若预期指标为正，则其值越大，意味着企业通过生产操控调增利润的程度越大。其模型为：

$$COGS_{it}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(S_{it}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\triangle INV_{it}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(\triangle S_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_3(S_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$PROD_{it}=COGS_{it}+\triangle INV_{it} \quad (7)$$

$$PROD_{it}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(S_{it}/A_{i,t-1})+\alpha_3(S_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_4(\triangle S_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$R_RRO_{it}=PROD_{it}-[\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(S_{it}/A_{i,t-1})+\alpha_3(\triangle S_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_4(\triangle S_{i,t-1}/A_{i,t-1})] \quad (9)$$

企业进行真实盈余管理一般会同时使用销售操控、费用操控、生产操控，而这三个指标正负值又不完全相同，简单将三个异常值相加会出现正负抵销的现象，所以本文用NRM_Proxy计量样本公司真实盈余管理值，若值为正，则公司通过真实盈余管理调高了利润，反之则调低了利润；其绝对值越大，表明企业真实盈余管理的程度越高。其模型为：

$$NRM_Rroxy_{it}=R_RROD_{it}-R_CFO_{it}-R_DISEXP_{it} \quad (10)$$

$$\triangle R_CFO_{it}=R_CFO_{it}-R_CFO_{i,t-1} \quad (11)$$

$$\triangle R_DISEXP_{it}=R_DISEXP_{it}-R_DISEXP_{i,t-1} \quad (12)$$

$$\triangle R_RRO_{it}=R_RRO_{it}-R_DRROP_{i,t-1} \quad (13)$$

$$\triangle NRM_Rroxy_{it}=\triangle R_RRO_{it}-\triangle R_CFO_{it}-\triangle R_DISEXP_{it} \quad (14)$$

式中：CFO_{it}为第t期经营活动现金净流量；S_{it}表示第t期销售收入；$\triangle S_{it}$为第t期与第t−1期销售收入差；$\triangle S_{it-1}$为第t−1期与第t−2期销售收入差；$DISEXP_{it}$表示第t期可操控性费用，包括管理费用和销售费用；$COGS_{it}$为第t期销售产品成本；$\triangle INV_{it}$为第t期与第t−1期存货变动额；$\triangle R_CFO_{it}$、

$\triangle R_DISEXP_{it}$若小于零，意味着企业当年比上年进行了更多的真实盈余管理；$\triangle R_RRO_{it}$、$\triangle NRM_Rroxy_{it}$若大于零，表明企业当年真实盈余管理程度大于上年。

3. 变量定义。本文将资产回报率（净利/期初资产）位于（0，0.005）区间的样本公司定义为微盈企业。通常，企业预付账款、应付账款、应付票据三个指标间的比例关系最能体现企业外部信用政策状况，预付账款越多，说明企业面临的外部信用条件越苛刻。所以本文定义：

Credit=预付账款/（应付账款+预付账款+预付票据）

本文采用$NI_{it}/A_{i,t-1}$指标来度量企业的经营业绩，即：

$$\triangle NI_{it}=NI_{it}/A_{i,t-1}-NI_{it-1}/A_{i,t-2} \quad (15)$$

$$D_NI_{it}=\triangle NI_{it}-\triangle NI_{i,t-1} \quad (16)$$

$\triangle NI_{it}$大于零，则表示企业当期经营利润大于上一期；式中：若D_NI_{it}大于零，则表示与上期相比，企业当期经营利润增长幅度更大，反之更小。便有模型：

$$D_NI_{i,t+1}=\alpha_0+\alpha_1\times\triangle NRM_Rroxy_{it}+\varepsilon_{it} \quad (17)$$

式中，因变量$\triangle NRM_Rroxy_{it}$分别为$\triangle R_CFO_{it}$、$\triangle R_DISEXP_{it}$、$\triangle R_RRO_{it}$、$\triangle NRM_Rroxy_{it}$。

表1　　变量定义

变量	定义及计算公式
R_CFO	异常现金流，即实际CFO-正常CFO
R_DISEXP	异常费用，即实际DISEXP-正常DISEXP
R_PROD	异常生产成本，即实际PROD-正常PROD
NRM_Proxy	R_PROD- R_DISEXP- R_CFO
credit	信用政策，即预付账款/（应付账款+应付票据+预付账款）
Af	会计弹性，即t-1年年末净经营资产/t-1年销售收入
Grow	企业成长性，即企业第t年营业收入增长率
Debt	资产负债率，即第t年负债总额/第t年资产总额
Size	企业规模，即t年末总资产的对数
Roa	总资产收益率，即t-1年净利/t-1年期初总资产
D_NI	企业经营业绩增长变化，即t年企业经营利润增长情况与t-1年差额

四、实证结果分析

1. 描述性统计与差异性检验。证监会规定，上市公司连续两年亏损将被特别处理（ST、*ST），连续三年亏损将面临暂停上市或退市的风险。所以当管理层预期企业业绩不佳时，会利用不正常手段调增盈余额，以达到微盈基准。表2给出了微盈公司与非微盈公司异常现金流、异常可操控性费用和异常生产成本的均值及差异性检验结果。

从描述性统计（见表2）可以看出：微盈公司的异常现金流（-0.013 6）、异常可操控性费用（-0.017 3）显著低于非微盈公司（0.002 4、0.003 6），；微盈公司异常生产成本（0.029 9），显著高于非微盈公司（-0.009 8），即相对非微盈公司而言，微盈公司存在通过真实盈余管理调增利润的激进行为。

表2　　描述性统计

	Var		非微盈样本		差异检验
	均值	标准差	均值	标准差	均值检验
R_CFO	-0.013 6	0.100 3	0.002 4	0.124 2	2.702 7***
R_DISEXP	-0.017 3	0.046 9	0.003 6	0.085 7	6.917 3***
R_PROD	0.029 9	0.206 4	-0.009 8	0.390 4	-2.960 3***
NRM_Proxy	0.060 9	0.233 8	-0.015 8	0.442 6	-5.043 3***

注：***、**、*分别表示统计值在1%、5%和10%的水平上显著（双尾检验），下同。

2. 相关性分析。表3列示了各主要变量间的相关性。由表3可以看出，异常现金流与异常可操控性费用显著正相关，说明企业进行销售操控调增利润的同时也会酌量减少当期费用；异常可操控性费用与异常生产成本显著负相关，即同期企业可能会同时进行费用操控和生产操控；异常现金流与异常生产成本也显著负相关，说明企业可能会同时进行销售操控和生产操控；企业总计真实盈余管理（NRM_Proxy）分别与异常现金流（R_CFO）、异常可操控性费用（R_DISEXP）、异常生产成本（R_PROD）显著负相关、负相关、正相关。可见，NRM_Proxy的设定符合预期目标，其值为正，表明企业利用真实盈余管理调增利润额，反之则为调减，且其绝对值越大，说明企业操控利润额的幅度越大。

表3　　主要变量相关系数

	R_CFO	R_DISEXP	R_PROD	NRM_Proxy	credit	Af	Grow	Debt	Size	Roa
R_CFO	-	0.069**	0.022	-0.281**	-0.27	0.006	-0.009	-0.060**	0.020	0.129**
R_DISEXP	0.118**	-	-0.312**	-0.489**	-0.095**	0.023	-0.009	-0.014	-0.031	0.025
R_PROD	-0.367**	-0.509**	-	0.936**	0.014	-0.033	0.032	0.060**	0.019	0.060**
NRM_Proxy	-0.624**	-0.580**	0.896**	-	0.039*	-0.036**	0.033	0.073**	0.017	-0.09**
credit	-0.028	-0.065**	0.012	0.051**	-	-0.049**	0.043*	-0.104**	-0.063**	0.077**
Af	-0.004	-0.001	0.030	0.016	-0.120**	-	-0.97**	0.038*	-0.001	-0.27**
Grow	0.045*	0.211**	-0.241**	-0.220**	0.023	-0.149**	-	-0.004	0.010	0.258**
Debt	-0.129**	-0.050**	0.199**	0.182**	-0.082**	0.236**	0.071**	-	-0.128**	-0.26**
Size	0.061**	-0.049**	0.037*	0.025	-0.031	-0.027	0.181**	0.122**	-	0.136**
Roa	0.201**	0.089**	-0.234**	-0.226**	0.047**	-0.121**	0.141**	-0.295**	0.271**	-

注：对角线下方为Spearman系数、上方为Pearson系数。

3. 真实盈余管理模型回归结果。表4中的Roa与R_CFO、R_DISEXP的统计值在1%水平上显著正相关，与R_PROD、NRM_Proxy在1%水平上显著负相关，说明企业上期经营业绩越好，当期管理者进行真实盈余管理的水平越低；Credit与R_CFO、R_DISEXP显著负相关，与R_PROD、NRM_Proxy显著正相关，说明企业为扭转外部不利局面，会加大真实盈余管理力度，以便提高盈余额。Size与NRM_Proxy显著正相关，可见规模越大公司的真实盈余管理操控程度越高。从整个生命周期来看，企业盈利额应该与现金流相等，从表4可以看出，Af与NRM_Proxy显著负相关，说明当企业前期应计操控额较大时，后期管理者再通过应计项目进行盈余操控的空间较小（即会计弹性小），因而真实盈余管理更受青睐。

表 4　　真实盈余管理回归模型

	R_CFO	R_DISEXP	R_PROD	NRM_Proxy
Intercept	0.017	0.079 ***	−0.280 **	−0.376 ***
Size	0.000	−0.003 **	0.011 **	0.015 **
Debt	−0.007	−0.005	0.040 **	0.051 ***
Roa	0.114 ***	0.024 **	−0.173 ***	−0.311 ***
Grow	0.000	0.001 ***	0.000	−0.001
Af	0.046	0.001 ***	0.000	−0.001 *
credit	−0.021 **	−0.037 ***	0.040	0.097 ***
Obs	316 7	3 167	3 167	3 167
Adj_ R^2	0.019	0.015	0.008	0.018
F_value	11.068 ***	9.205 ***	5.328 ***	10.593 ***

4. 真实盈余管理与后期业绩回归结果。表5的回归结果分别列示了微盈公司与非微盈公司当期采取更多的真实盈余管理对下期营业利润增长幅度的影响。从总体上看，微盈公司△NRM_Proxy与D_NIi，t+1显著负相关，非微盈公司△NRM_Proxy与D_NIi，t+1显著正相关，系数分别为−0.100、0.069。可见，微盈公司激进的真实操控所带来的负面影响大于因达到保盈目标所带来的正面影响。相反，不具有短期盈余动机的非微盈公司，其真实盈余管理行为与企业下期经营利润增长值在1%水平上显著正相关，与假设2一致。

表 5　　回　归　结　果

	微盈样本	非微盈样本	NRM_Proxy+	NRM_Proxy−
△R_CFO	0.149	−0.087 **	0.131 **	−0.248 ***
△R_DISEXP	1.094 ***	−0.728 ***	−0.235	−0.893 ***
△R_PROD	−0.034	0.055 ***	−0.052 **	0.113 ***
△NRM_Proxy	− 0.100 *	0.069 ***	−0.060 ***	0.145 ***
Obs	183	2 983	1 717	1 449

表5的回归结果还反映了两组样本△NRM_Proxy与D_Ni，t+1、△R_PROD与D_NIi，t+1、△R_CFO与D_NIi，t+1的关系，其中：△NRM_Proxy与D_NIi，t+1显著负相关，是通过销售操控、费用操控、生产操控调增盈余额、以牺牲企业未来利润增长为代价的。而对调减盈余额的公司而言，△NRM_Proxy、△R_PROD与D_NIi，t+1显著正相关，△R_CFO、△R_DISEXP与D_NIi，t+1显著负相关，结果支持假设3。

五、结论

盈余管理一直是学术界关注的一个重要问题，而真实盈余管理关系到现金流的真实性，其对会计信息质量的影响尤为大，所以其尤为人们所关注。本文对真实盈余管理的研究，与现有研究文献相比，重点检验了管理者进行正向盈余管理和负向盈余管理对企业后期业绩的影响，并进一步考察了微盈公司盈余管理程度与其经济后果。

结果发现，与非微盈公司相比，微盈公司正向调增利润额的程度更高，这种激进调增行为对企业的负面影响远远大于其正面影响。从调整盈余方向上看，利用销售操控、费用操控、生产调控等手段调增盈余额，会使企业后期业绩受损。相反，企业实现利润平滑，通过增加研发支出、员工培训费等调减当期利润额，会对企业下期业绩增长产生正面影响。

本文还存在一些不足：首先，没有排除应计项目操控对企业后期经营业绩的影响；其次，随着我国企业内部控制制度的不断完善和社会公众对企业管理者的高度关注，真实盈余管理是否会受其影响，还需进一步研究讨论。

主要参考文献

1. Schipper K.. Commentary on earnings management . Accounting Horizons，1989；43

2. Graham J.R.，Harvey C.R.，Rajgopal S.. The economic implications of corporate financial reporting. Journal of Accounting and Economics，2005；4

3. Cohen D. A.，A. Dey，T. Z. Lys. Real and Accrual－Based Earnings Management in the Pre－and Post－Sarbanes－Oxley Periods . The Accounting and Economics，2008；11

4. Graham. J. R.，C. R. Harvey et al. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. Journal of Accounting and Economics，2005；40

5. 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

6. Gunny K. A.. The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. Contemporary Accounting Research，2010；27

7. Taylor G. K.，R. Z. Xu. Consequences of Real Earnings Management on Subsequence Operating Performance. Research in Accounting Regulation，2010；22

8. 威廉姆·R.司可脱著.陈汉文译.财务会计理论.北京：机械工业出版社，2000

9. 李彬，张俊瑞，郭慧婷.会计弹性与真实活动操控的盈余管理关系研究.管理评论，2009；6