# 我国上市公司盈余管理的权益成本研究

孙 权

（中国人民银行兰州中心支行 兰州 730000）

【摘要】本文以信号传递理论为依据，通过构建Logistic回归模型对盈余管理方式进行度量；以我国证券市场上市公司的财务历史数据为支撑，实地研究上市公司盈余管理的权益成本问题。得出如下结论：应计项目和投资收益是盈余管理空间较大的两种方式，而关联方交易和减值准备的盈余管理空间较小，可操作性差；上市公司管理层每调增1元的利润，平均需要付出0.06元的权益资本成本，可见，上市公司为其盈余管理行为所需付出的权益代价较低，对其惩罚力度不足。

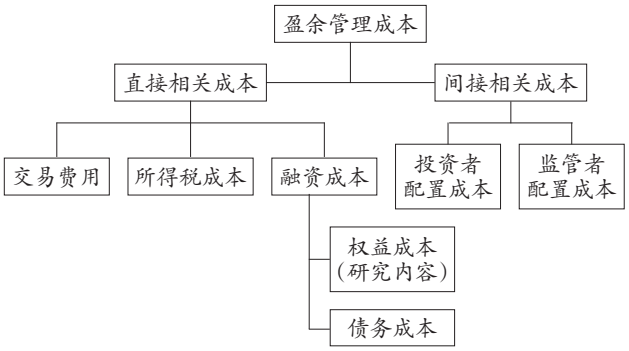
【关键词】盈余管理 权益成本 Logistic回归分析

在资本市场中，公司经营管理层出于实现融资、兑现契约和应对政治监管的动机，通常会有意识地进行盈余管理活动（Healy et al，1999）。公司管理层能在盈余管理上拥有自由发挥的空间，其根本原因在于委托代理关系的信息不对称（陈致平，2001）。由于中国证券市场的特殊性，上市公司操纵盈余的动机变得更为强烈：为了满足改制上市、增发配股的要求或应对退市的监管压力，公司管理层会有意识地操纵财务报告信息，从而影响各利益相关者的经济决策。因此，本文以信号传递理论为依据，以Logistic回归分析为研究方法，实证探讨上市公司盈余管理的权益成本（股利成本）问题。

## 一、理论分析

会计学界对于盈余管理权益融资成本相关问题的研究，主要是围绕收益透明度展开的。Bens.et.al（2003）研究发现，公司为了获取正的净现值，管理层宁愿花费大量现金进行股票回购，也不愿每股收益被稀释；Lee和Xiao（2004）认为中国上市公司为了符合监管部门对净资产收益率的要求，以达到增资配股目的，居然将现金股利作为一种盈余管理的手段；Erickson，Halson和Maydew（2004）研究表明，公司为了达到虚增一美元利润的目的，平均要支付的所得税成本为12美分；郭芸（2008）认为盈余管理存在所得税成本，对于不同盈余管理方式而言，其所得税成本不尽相同，公司出于所得税成本节约的动机会安排进行投资收益和关联方交易的规模，其首选对象是成本效率比较高的盈余管理方式。

目前，理论界对于盈余管理成本主要采用的是二维度方式进行划分，即将盈余管理成本分为直接相关成本和间接相关成本。对于盈余管理的直接相关成本问题，Bens（2003）研究了公司经理层为防止每股收益稀释而进行股票回购时的交易费用；Erickson，Hanlon & Maydew（2004）研究了会计舞弊的所得税成本问题。学者们也研究了盈余管理的间接相关成本问题，Beaver（1996）指出，投资者能够识别出公司盈余管理的事实；Chen & Yuan（2004）认为，监管主体能够发现公司通过非经营性项目达到配股阈值的盈余管理行为。盈余管理二维成本构成如下图所示：




盈余管理成本构成图

Bhattacharya，Daouk和Welker（2003）用收益激进度、收益平滑度和损失规避度三个指标度量收益透明度。Botosan（1997，2002）认为收益透明度与权益融资成本间存在显著负相关关系；Glosten和Milgnon（1985）指出，收益的透明度对于降低信息不对称性将发挥重要作用，并且能够提高上市公司股票的流动性，降低权益融资成本。Trueman和Titman（1988）指出盈余波动的幅度代表了公司倒闭概率的大小，因此提高了公司的融资成本。曾颖、陆正飞（2006）等国内学者以我国上市公司的历史数据为样本，研究结果表明，收益的透明度与公司资本成本存在显著的负相关关系。

## 二、研究设计

### （一）样本选取与数据来源

本文选取2000～2012年沪深两市A股上市公司作为权益资本成本模型的研究样本。考虑到实证过程连续性的要求，剔除了中期财务数据以及部分误差较大数据，最终得到年末

财务数据18181个。选取的上市公司财务数据主要来源于深圳国泰安信息技术有限公司开发的中国股票上市公司数据库（简称CSMAR）和色诺芬数据库（简称CCER）。文章采用SPSS 18.0统计软件对样本数据进行统计分析。

**（二）模型设计与变量定义**

**1.** 变量度量。

（1）基于收益激进度的盈余管理度量。本文在对盈余管理进行度量时，拟以收益透明度为理论基础，并将收益的透明度进一步划分为收益激进度（EA）、收益平滑度（ES）和损失规避度（LS）三个指标。其中收益激进度对权益融资成本的研究更具有代表意义，可以作为盈余管理的替代变量，其具体度量主要参考Bhattacharya构建的模型，具体设计如下：

$$EA_{i,t}=\frac{ACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (1)$$

$$ACC_{i,t}=\triangle CA_{i,t}-\triangle CL_{i,t}-\triangle CASH_{i,t}+\triangle LTD_{i,t}+\triangle TP_{i,t}-\triangle DEP_{i,t} \quad (2)$$

式中：$EA_{i,t}$表示i公司第t期的盈余管理金额（收益激进度）；$A_{i,t-1}$表示i公司第t−1期的总资产；$ACC_{i,t}$表示i公司第t期的应计项目；$\triangle CA_{i,t}$表示i公司第t期的流动资产变动额；$\triangle CL_{i,t}$表示i公司第t期的流动负债变动额；$\triangle CASH_{i,t}$表示i公司第t期的货币资金变动额；$\triangle LTD_{i,t}$表示i公司第t期的长期负债变动额；$\triangle TP_{i,t}$表示i公司第t期的应缴所得税变动额；$\triangle DEP_{i,t}$表示i公司第t期的折旧及摊销费用变动额。

（2）基于Logistic模型的盈余管理方式度量。为了说明上市公司不同的盈余管理方式所要付出的权益成本，我们将利用多元Logistic模型进行回归分析。变量说明如表1所示：

**表1　　盈余管理方式度量表**

| 变量名称 | 变量代码 | 变量定义 |
|---|---|---|
| 投资收益 | $TZ_{i,t}=\frac{TO_{i,t}}{PR_{i,t}}$ | $TO_{i,t}$为i公司第t期的投资收益额 |
| | | $PR_{i,t}$为i公司第t期的利润总额 |
| 关联方交易 | $GL_{i,t}$ | 哑变量。当样本i公司第t期发生了关联交易时取值为1；否则取值为0 |
| 减值准备 | $JZ_{i,t}=\frac{IM_{i,t}+IM_{i,t-1}}{PR_{i,t}}$ | $IM_{i,t}$为i公司第t期的短期投资减值准备、坏账准备、存货跌价准备、固定资产减值准备、无形资产减值准备、在建工程减值准备、委托贷款减值准备、长期投资减值准备等八项之和。 |
| | | $TO_{i,t-1}$为i公司第t−1期的短期投资减值准备、坏账准备、存货跌价准备、固定资产减值准备、无形资产减值准备、在建工程减值准备、委托贷款减值准备、长期投资减值准备等八项之和。 |
| | | $PR_{i,t}$同上 |
| 应计项目 | $TJ_{i,t}=\frac{\triangle AR_{i,t}+\triangle IMV_{i,t}}{PR_{i,t}}$ 其中：$\triangle AR_{i,t}=\triangle AR_{i,t}-\triangle AR_{i,t-1}$ $\triangle INV_{i,t}=\triangle INV_{i,t}-\triangle INV_{i,t-1}$ | $AR_{i,t}$为i公司第t期的应收账款 |
| | | $AR_{i,t-1}$为i公司第t−1期的应收账款 |
| | | $INV_{i,t}$为i公司第t期的存货 |
| | | $INV_{i,t-1}$为i公司第t−1期的存货 |
| 盈余管理方式选择 | $Choose_{i,t}$：多元哑变量 | 当$TZ_{i,t}>\|JZ_{i,t}\|$；$TZ_{i,t}>\|YJ_{i,t}\|$；$GL_{i,t}=0$时，$Choose_{i,t}=TZ_{i,t}$ |
| | | 当$\|JZ_{i,t}\|>TZ_{i,t}$；$\|JZ_{i,t}\|>\|YJ_{i,t}\|$；$GL_{i,t}=0$时$Choose_{i,t}=\|JZ_{i,t}\|$ |
| | | 当$\|YJ_{i,t}\|>\|JZ_{i,t}\|$；$\|YJ_{i,t}\|>TZ_{i,t}$；$GL_{i,t}=0$时，$Choose_{i,t}=\|YJ_{i,t}\|$ |
| | | 当$GL_{i,t}=1$时，$Choose_{i,t}=1$ |

对表1多元哑变量$Choose_{i,t}$具体说明如下：当样本公司使用投资收益方式进行盈余管理的金额大于其他几种盈余管理方式的金额，且当期未发生关联方交易时，$Choose_{i,t}$的取值为$TZ_{i,t}$；当样本公司使用减值准备方式进行盈余管理的金额大于其他几种盈余管理方式的金额，且当期未发生关联方交易时，$Choose_{i,t}$的取值为$|JZ_{i,t}|$；当样本公司使用应计项目方式进行盈余管理的金额大于其他几种盈余管理方式的金额，且当期未发生关联方交易时，$Choose_{i,t}$的取值为$|YJ_{i,t}|$；当样本公司当期发生关联方交易时，$Choose_{i,t}$的取值为1。

（3）权益融资成本的度量。目前，对于权益资本成本的度量主要包括贴现法、CAPM模型、APT模型等方法。Gebhardt，Lee和Swaminathan（2003）提出了利用剩余收益折现法计算权益资本成本的GLS模型。该模型主要用于不发红利或股权现金流量高度波动的上市公司，这与中国证券市场上市公司的特征刚好吻合。然而，该模型要求证券市场的成熟期限不得少于20年，鉴于中国证券市场建立时间较短、发展尚不完善，加之研究主题的限制，笔者在对权益融资成本的选择时将以每股股利（DPS）作为权益融资成本的替代变量。

**2.** 模型构建。

（1）盈余管理方式模型。本文采用单变量非参数检验和多元Logistic回归检验方法的基本思路是，在每一个参照组中设定一个目标组，利用其他参照组分别与目标组进行比较。比如指定应计项目为目标组，则可以构建减值准备、投资收益、关联方交易三个参照组方程。具体比较过程如表2所示：

**表2　　多元Logistic回归比较组汇总**

| 目标组 | 参照组 | 检验显著性方程 | 检验方程代码 | 说明 |
|---|---|---|---|---|
| $TZ_{i,t}$ | $\|JZ_{i,t}\|$ | H0=$TZ_{i,t}$ H1=$\|JZ_{i,t}\|$ | 1-A(1) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在投资收益（$TZ_{i,t}$）与减值准备（$\|JZ_{i,t}\|$）间选择的倾向 |
| | $\|YJ_{i,t}\|$ | H0=$TZ_{i,t}$ H1=$\|YJ_{i,t}\|$ | 1-A(2) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在投资收益（$TZ_{i,t}$）与应计项目（$\|YJ_{i,t}\|$）间选择的倾向 |
| | $GL_{i,t}=1$ | H0=$TZ_{i,t}$ H1=$GL_{i,t}=1$ | 1-A(3) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在投资收益（$TZ_{i,t}$）与关联方交易（$GL_{i,t}$）间选择的倾向 |
| $\|JZ_{i,t}\|$ | $TZ_{i,t}$ | H0=$\|JZ_{i,t}\|$ H1=$TZ_{i,t}$ | 1-B(1) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在减值准备（$\|JZ_{i,t}\|$）与投资收益（$TZ_{i,t}$）间选择的倾向 |
| | $\|YJ_{i,t}\|$ | H0=$\|JZ_{i,t}\|$ H1=$\|YJ_{i,t}\|$ | 1-B(2) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在减值准备（$\|JZ_{i,t}\|$）与应计项目（$\|YJ_{i,t}\|$）间选择的倾向 |
| | $GL_{i,t}=1$ | H0=$\|JZ_{i,t}\|$ H1=$GL_{i,t}=1$ | 1-B(3) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在减值准备（$\|JZ_{i,t}\|$）与关联方交易（$GL_{i,t}$）间选择的倾向 |
| $GL_{i,t}=1$ | $TZ_{i,t}$ | H0=1 H1=0 | 1-C(1) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在关联方交易（1）与投资收益（0）间选择的倾向 |
| | $\|YJ_{i,t}\|$ | H0=1 H1=0 | 1-C(2) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在关联方交易（1）与应计项目（0）间选择的倾向 |
| | $\|JZ_{i,t}\|$ | H0=1 H1=0 | 1-C(3) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在关联方交易（1）与减值准备（0）间选择的倾向 |
| $\|YJ_{i,t}\|$ | $\|JZ_{i,t}\|$ | H0=$\|YJ_{i,t}\|$ H1=$\|JZ_{i,t}\|$ | 1-D(1) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在应计项目（$\|YJ_{i,t}\|$）与减值准备（$\|JZ_{i,t}\|$）间选择的倾向 |
| | $TZ_{i,t}$ | H0=$\|YJ_{i,t}\|$ H1=$TZ_{i,t}$ | 1-D(2) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在应计项目（$\|YJ_{i,t}\|$）与投资收益（$TZ_{i,t}$）间选择的倾向 |
| | $GL_{i,t}=1$ | H0=$\|YJ_{i,t}\|$ H1=$GL_{i,t}=1$ | 1-D(3) | 盈余管理方式（$Choose_{i,t}$）在应计项目（$\|YJ_{i,t}\|$）与关联方交易（$GL_{i,t}$）间选择的倾向 |

（2）为了求解盈余管理与权益融资成本之间存在的线性数量关系，现构建回归模型如下：

$$DPS_{i,t}=\sigma_0+\sigma_1 EA_{i,t}+\sigma_2 LEV+\sigma_3 Growth+\omega_{i,t} \quad (3)$$

式中变量含义如表3所示：

**表 3　　变量说明**

| | | |
|---|---|---|
| 因变量 | $DPS_{i,t}$ | i公司第t期的权益融资成本（股利支付率） |
| 自变量 | $EA_{i,t}$ | i公司第t期的盈余管理金额，计算方法详见式（1）、式（2） |
| 控制变量 | LEV | 财务杠杆。LEV=总负债/总资产 |
| | Growth | 营业收入增长率。Growth=（当期营业收入-上期营业收入）/上期营业收入 |

注：以上变量的数据通过对样本的财务信息整理获得。

## 三、实证分析

### （一）描述性统计

与投资收益不同的是，应计项目和减值准备取得的是变化值，即上市公司可以利用这两项指标调增或调减盈余，因此笔者以当年利润总额为口径基数，取绝对值以增强数据间的可比性。表4表明：利用关联方交易手段进行盈余管理的样本共2 277个，占样本总数的0.151 3，说明关联方交易是上市公司较为常用的一种盈余管理方式；应计项目的均值和中位数分别为1.308 4和0.912 4，相对于减值准备和投资收益而言，统计数值更大，其原因是应计项目相对于其他方式而言，更易于进行盈余管理；减值准备的均值和中位数分别为0.065 1和0.001 0，统计数值最小，其原因是减值准备必须严格按照会计准则的规定进行，折旧方法、折旧年限一般不得随意变更，因此其盈余管理空间较小。

**表 4　　盈余管理方式主要变量描述性统计**

| | Mean（均值） | Med（中位数） | Max（最大值） | Min（最小值） | Sd（方差） |
|---|---|---|---|---|---|
| $TZ_{i,t}$ | 0.166 2 | 0.042 7 | 1.992 4 | 0.000 0 | 0.288 7 |
| $YJ_{i,t}$ | 1.308 4 | 0.912 4 | 4.997 8 | 0.000 0 | 1.208 7 |
| $JZ_{i,t}$ | 0.065 1 | 0.001 0 | 1.984 3 | 0.000 0 | 0.190 9 |
| $GL_{i,t}$ | 0.151 3 | – | – | – | – |

从表5可以看出，样本公司财务杠杆的平均值和中位数分别为0.485 4和0.477 4，说明上市公司的资本来源中权益资本和债务资本各占50%，这一统计结果与其他学者的结论基本一致；样本公司的销售收入增长率的均值和中位数分别为0.114 2和0.061 8，平均增长率为10%；样本公司的每股股利均值和中位数分别为0.229 0和0.000 0，说明样本公司大量选择不分配股利或者低比例进行股利分配。

**表 5　　权益资本成本模型主要变量描述性统计**

| | | Mean（均值） | Med（中位数） | Max（最大值） | Min（最小值） | Sd（方差） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 因变量 | $DPS_{i,t}$ | 0.229 0 | 0.000 0 | 2.000 0 | 0.000 0 | 0.339 8 |
| 自变量 | $EA_{i,t}$ | −0.016 1 | −0.09 9 | 1.875 6 | −1.792 0 | 0.111 9 |
| 控制变量 | LEV | 0.485 4 | 0.477 4 | 1.998 1 | 0.001 7 | 0.221 2 |
| | Grow th | 0.114 2 | 0.061 8 | 1.994 8 | −1.973 7 | 0.400 9 |

### （二）回归分析

**1.** 回归分析。从本质上讲，多元Logistic回归是二元Logistic检验方法的进一步拓展。根据上述思路，我们将样本公司管理层在投资收益、应计项目、关联方交易、减值准备四个方面的盈余管理按四个项目组和12个参照组分别进行了多元Logistic回归检验，结果检验方程的P值均显著，如表6所示。从各比较组的概率统计结果可知：上市公司最常采用的盈余管理方式是应计项目，其次是投资收益，再次是关联方交易，而减值准备是最少采用的一种盈余管理方式。这一结论刚好与表4的结论相符，即对于上市公司而言，应计项目和投资收益是盈余管理空间较大的两种方式，而关联方交易和减值准备的盈余管理空间较小，可操作性较差。

**表 6　　盈余管理方式多元Logistic回归结果统计**

| 目标组 | 参照组 | 检验方程代码 | 回归结果 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| $TZ_{i,t}$ | $\lvert JZ_{i,t}\rvert$ | 1-A（1） | Frequency（Percentage） | H0=$TZ_{i,t}$ 14712（97.8%）<br>H1=$\lvert JZ_{i,t}\rvert$ 338（2.2%） | P值 0.000*** | Exp（B） 0.023 |
| | $\lvert YJ_{i,t}\rvert$ | 1-A（2） | Frequency（Percentage） | H0=$TZ_{i,t}$ 3 743（24.9%）<br>H1=$\lvert YJ_{i,t}\rvert$ 11 307（75.1%） | P值 0.000*** | Exp（B） 3.021 |
| | $GL_{i,t}$=1 | 1-A（3） | Frequency（Percentage） | H0=$TZ_{i,t}$ 12 773（84.9%）<br>H1=$GL_{i,t}$ 2 277（15.1%）<br>H1=$GL_{i,t}$=1 1 466（9.74%） | P值 0.000*** | Exp（B） 0.178 |
| $\lvert JZ_{i,t}\rvert$ | $TZ_{i,t}$ | 1-B（1） | Frequency（Percentage） | H0=$\lvert JZ_{i,t}\rvert$ 1 124（7.5%）<br>H1=$TZ_{i,t}$ 13 926（92.5%） | P值 0.000*** | Exp（B） 0.081 |
| | $\lvert YJ_{i,t}\rvert$ | 1-B（2） | Frequency（Percentage） | H0=$\lvert JZ_{i,t}\rvert$ 3 405（22.6%）<br>H1=$\lvert YJ_{i,t}\rvert$ 11 645（77.4%） | P值 0.000*** | Exp（B） 3.321 |
| | $GL_{i,t}$=1 | 1-B（3） | Frequency（Percentage） | H0=$\lvert JZ_{i,t}\rvert$ 2 277（15.1%）<br>H1=$GL_{i,t}$=1 12 773（84.9%） | P值 0.000*** | Exp（B） 0.183 |
| $GL_{i,t}$=1 | $TZ_{i,t}$ | 1-C（1） | Frequency（Percentage） | H0=1 1 124（7.5%）<br>H1=0 13 926（92.5%） | P值 0.000*** | Exp（B） 0.096 |
| | $\lvert YJ_{i,t}\rvert$ | 1-C（2） | Frequency（Percentage） | H0=1 1 466（9.74%）<br>H1=0 13 584（90.26%） | P值 0.000*** | Exp（B） 7.713 |
| | $\lvert JZ_{i,t}\rvert$ | 1-C（3） | Frequency（Percentage） | H0=1 14 712（97.8%）<br>H1=0 338（2.2%） | P值 0.000*** | Exp（B） 0.027 |

**续表 6**

| 目标组 | 参照组 | 检验方程代码 | 回归结果 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| $\|YJ_{i,t}\|$ | $TZ_{i,t}$ | 1-D(1) | Frequency (Percentage) | H0=$\|YJ_{i,t}\|$ 13 926(92.5%)<br>H1=$TZ_{i,t}$ 1 124(7.5%) | P值 $0.000^{***}$ | Exp(B) 0.429 |
| | $\|JZ_{i,t}\|$ | 1-D(2) | Frequency (Percentage) | H0=$\|YJ_{i,t}\|$ 14 712(97.8%)<br>H1=$\|JZ_{i,t}\|$ 338(2.2%) | P值 $0.000^{***}$ | Exp(B) 0.023 |
| | $GL_{i,t}=1$ | 1-D(3) | Frequency (Percentage) | H0=$\|YJ_{i,t}\|$ 13 584(90.26%)<br>H1=$GL_{i,t}=1$ 1 466(9.74%) | P值 $0.000^{***}$ | Exp(B) 1.553 |

注：*表示p<0.05，**表示p<0.01，***表示p<0.001，下同。

从表7中可以看出，模型(3)的相关系数$\sigma_1$、$\sigma_2$和$\sigma_3$的显著性水平分别为0.011、0.000和0.000，通过了检验；而$\sigma_1$的值为0.059，$\sigma_2$的值为-0.217，$\sigma_3$的值为0.035。

由回归结果可知，盈余管理的权益资本成本平均为6%，即上市公司管理层为了盈余管理1元的利润，平均需付出0.06元的权益资本成本，说明上市公司为盈余管理行为所付出的代价较低。

**表 7　权益资本成本模型多元线性回归结果**

| 变　量 | 相关系数 | T值 | P值 | 样本量(N) | Adj $R^2$ |
|---|---|---|---|---|---|
| $EA_{i,t}$ | 0.059 | 2.543 | $0.011^{*}$ | 18 181 | 0.023 |
| LEV | -0.217 | -1.861 | $0.000^{***}$ | | |
| Growh | 0.035 | 5.629 | $0.000^{***}$ | | |

**2.** 稳健性分析和相关性检验。

**表 8　权益资本成本模型的稳健性分析**

| 稳健性分析 Dependent Variable：DPS | | EA | LEV | Growth |
|---|---|---|---|---|
| | Tolerance | 0.936 | 0.935 | 0.999 |
| | VIF | 1.069 | 1.070 | 1.001 |

**表 9　权益资本成本模型Pearson相关性检验结果**

| | | LEV | EA | DPS | Growth |
|---|---|---|---|---|---|
| LEV | Pearson Correlation | 1 | $-0.254^{**}$ | $-0.146^{**}$ | -0.010 |
| | Sig. (2-tailed) | | 0.000 | 0.000 | 0.187 |
| | N | 18 180 | 18 180 | 18 180 | 18 180 |
| EA | Pearson Correlation | $-0.254^{**}$ | 1 | $0.056^{**}$ | $0.032^{**}$ |
| | Sig. (2-tailed) | 0.000 | | 0.000 | 0.000 |
| | N | 18 180 | 18 180 | 18 180 | 18 180 |
| DPS | Pearson Correlation | $-0.146^{**}$ | $0.056^{**}$ | 1 | $0.043^{**}$ |
| | Sig. (2-tailed) | 0.000 | 0.000 | | 0.000 |
| | N | 18 180 | 18 180 | 18 180 | 18 180 |
| Growth | Pearson Correlation | -0.010 | $0.032^{**}$ | $0.043^{**}$ | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | 0.187 | 0.000 | 0.000 | |
| | N | 18 180 | 18 180 | 181 80 | 18 180 |

从表8中可以看出，EA、LEV和Growth等三个自变量的Tolerance系数分别为0.936、0.935和0.999，Tolerance系数均大于0.1；三个自变量的VIF系数分别为1.069、1.070和1.001，VIF系数均小于10，表明自变量之间不存在多重线性共性问题，模型的稳健性较高。

从表9中可以看出，模型(3)中各个变量通过两两之间的比较，其Pearson相关系数的双尾P值结果大部分显著，模型的可信程度较高。

**四、研究结论**

本文以信号传递理论为依据，以Logistic回归分析为研究方法，实证分析沪深两市A股上市公司盈余管理的权益成本(股利成本)问题，即考察上市公司为了操纵1元利润，需要付出多少元的权益成本(股利)，得出如下结论：

**1.** 通过对四种盈余管理方式的实证检验，发现我国上市公司最常采用的盈余管理方式是应计项目，其次是投资收益，再次是关联方交易，而减值准备是最少被采用的一种盈余管理方式。

可见，对上市公司而言，应计项目和投资收益是盈余管理空间较大的两种方式，而关联方交易和减值准备的盈余管理空间较小，可操作性较差。

**2.** 经过采样实证研究，发现样本公司盈余管理的权益资本成本平均为6%，即上市公司盈余管理1元的利润，平均只需付出0.06元的权益资本成本，可见上市公司为其盈余管理所需付出的权益代价较低。

**主要参考文献**


**1.** Bhattacharya, Sudipo. Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird In The Hand Fallacy. Bell Journal of Economics, 1979; 10

**2.** Goel A., A. Thakor. Why do firms smooth earnings?.The Journal of Business, 2003; 1

**3.** Healy P. M., J. M. Wahlen. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting.Accounting Horizons, 1999; 13

**4.** Trueman B.. Analyst Forecast and Herding Behavior. Review of Financial Studies, 1994; 7

**5.** 曾颖，陆正飞.信息披露质量与股权的融资成本.经济研究，2006；2

**6.** 王跃堂.会计政策选择经济动机——基于沪深股市的实证研究.会计研究，2000；3

**7.** 李增泉.激励机制与企业绩效——一项基于上市公司实证研究.会计研究，2000；6

**8.** 吕长江，王克敏.上市公司股利政策的实证分析.经济研究，1999；12

**9.** 魏刚，蒋义宏.中国上市公司股利分配问卷调查报告.经济科学，2001；4

**10.** 陈致平.企业盈余管理的动因分析.中国财经，2001；6