

# 真实盈余管理研究回顾与展望

李明辉 杨鑫 刘力涵

(南京大学商学院, 江苏 南京 210093)

**摘要:** 随着环境的变化, 上市公司越来越多地采用真实盈余管理行为来实现财务报告目标, 真实盈余管理也因而成为盈余管理研究新的热点。现有文献已经从真实盈余管理的动因及影响因素、管理层对真实盈余管理与应计盈余管理的权衡、经济后果等方面对其进行了广泛研究, 但还存在许多未知或有争议的领域。未来应在计量模型、研究内容等方面加以改进, 以更加深入地考察上市公司的真实盈余管理行为。

**关键词:** 真实盈余管理; 应计盈余管理; 文献回顾

**Abstract:** Since more and more companies turn to use real activity management to achieve reporting objectives due to the decrease of flexibility of accrual-based earnings management, real earnings management research is blooming. Academic scholars have intensively investigated motives, induce/mitigation factors, trade-off between real earning management and accrual earnings management, and economic consequences of real earnings management. There are still many unknown or controversy problems. In the future, we should make improvement in economic modeling and research perspectives to study real earnings management behavior further.

**Keywords:** real earnings management, accrual based earnings management, literature review

**作者简介:** 李明辉, 南京大学商学院会计学系教授、博士生导师, 研究方向: 审计与公司治理。杨鑫, 女, 南京大学会计学系硕士生, 研究方向: 审计。刘力涵, 女, 南京大学会计学系硕士生, 研究方向: 审计。

**中图分类号:** F23 **文献标识码:** A

## 引言

盈余管理可能会对投资者及其他会计信息使用者产生误导, 从而降低资源配置效率, 因而倍受监管部门、投资者及其他利益相关者的关注, 盈余管理的动因与后果也因此成为会计研究中一个经久不衰的重要话题。然而, 企业盈余管理的动机和行为是复杂多样的, 并且会随着市场环境、监管环境等内外部因素而呈现出不同的特征。根据盈余管理活动是否直接影响经营活动现金流, 大体上可以将其分为两类: 一类是通过会计政策和会计估计进行的应计基础的盈余管理, 这种盈余管理活动只影响会计盈余在各个期间的分布, 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, 即通过真实的经济活动而操纵公司的报告盈余, 这种盈余管理活动既会影响各期盈余, 也会影响各期实际的现金流量。

现有文献主要侧重于对应计盈余管理的研究。实际上, 利用应计项目只是盈余管理的一部分, 且其空间相对较小、手段单一, 易被审计师、监管者和投资者发现。相比之下, 真实盈余管理主要通过改变公司真实经营活动的时间或结构来提高当期的收益, 其更加难以被识别。从实践来看, 随着会计准则日趋完善和监管力度不断加强, 利用应计项目管理盈余的空间越来越小, 公司日益倾向于通过操纵真实活动进行盈余管理。在此背景下, 真实活动基础盈余管理的影响因素及其后果就成为一个非常具有现实意义的研究议题。本文将对国内外关于真实盈余管理的文献进行回顾和总结, 并就未来研究提出展望和建议, 以期进一步推动相关研究。

## 真实盈余管理的涵义

### 一、真实盈余管理的概念及手法

Roychowdhury(2006)<sup>[35]</sup>指出,真实活动操纵是偏离正常经营实践的管理行为,其目标是为了误导某些利益相关者使之相信公司通过正常的经营活动实现了特定的财务报告目标。Gunny(2010)<sup>[21]</sup>指出,当管理层采取行动改变某项经营、投融资交易的时间或结构安排以图影响会计系统的输出时,就发生了真实盈余管理。

与应计盈余管理相比,真实盈余管理拥有更为纷繁复杂的手段,主要包括销售操控、费用和资本支出操控、生产操控、出售资产、利用衍生工具、回购股票等。

(1)销售操控。改变销售的时间安排或通过价格折扣、宽松的信用政策来临时性地提高销售是真实盈余管理的常用方法。Roychowdhury(2006)<sup>[35]</sup>发现,管理层会通过销售折扣、降价销售等行为来避免报告损失、迎合分析师的预测。Jackson和Wilcox(2000)<sup>[26]</sup>发现,管理层在第四季度会降价销售以实现年度财务报告目标。Chapman和Steenburgh(2011)<sup>[9]</sup>也发现,当盈余管理的动机很强时,制造商在年末会加大促销力度。

(2)R&D、广告、维修等裁决性支出操控。为了实现短期盈余目标,管理层可能会推迟相关的研发、营销活动,或者削减R&D、广告支出以避免因为费用化上述支出而降低当期盈余,尤其当这些支出不会马上产生收益时。Graham等(2005, 2006)<sup>[19] [20]</sup>的调查表明,有80%的受访者表示会降低R&D、广告和维修方面的裁决性支出,以实现盈利目标。Dechow和Sloan(1991)<sup>[14]</sup>、Baber等(1991)<sup>[1]</sup>和Bushee(1998)<sup>[8]</sup>都发现,管理层会通过削减R&D支出来实现短期盈余目标。Mizik和Jacobson(2007)<sup>[30]</sup>发现,SEO时,管理层为了夸大盈余,会削减营销支出。Cohen等(2010)<sup>[13]</sup>发现,管理层会减少广告支出以避免报告亏损或盈余下降,而处于生命周期后期的公司则会提高广告支出。范海峰和胡玉明(2013)<sup>[43]</sup>发现,盈亏幅度较小的公司有较强的通过削减研发支出来操纵盈余的动机。

(3)削减资本投资。投资增长可以降低报告盈余、形成准备,而减少投资则可以释放出准备、提高盈余。因此,公司可以通过增加或减少投资来降低或者提高当期盈余(Penman & Zhang)<sup>[33]</sup>。

(4)生产操控。企业可以通过过量生产使固定成本在更大范围内分摊从而降低单位产品成本,进而降低销售成本、提高经营毛收益。Thomas和Zhang(2002)<sup>[38]</sup>和

Roychowdhury(2006)<sup>[35]</sup>发现,许多企业通过扩大生产量来降低产品单位成本从而提高当期盈余。Gupta等(2010)<sup>[22]</sup>发现,在过量生产年份,固定生产成本高的公司的ROA也较高;而在以后年份,最可能进行了盈余管理的公司ROA将下降。这表明,过度生产是管理层机会主义的手段。

(5)出售资产。企业出售多余资产时,资产账面价值与市场价值的差额将在出售日被报告为损益。管理层通常可以选择出售资产的时间,改变企业出售资产的时间因而成为真实盈余管理的另一个重要手段。Bartov(1993)<sup>[5]</sup>发现,处置长期资产的企业中明显存在通过处置长期资产来平滑利润或达到债务契约要求的现象。Graham等(2005)<sup>[19]</sup>发现,管理层会通过出售公司持有的债券投资或固定资产来提高账面收益。Gunny(2010)<sup>[21]</sup>也发现,当预期利润低于目标利润时,管理层可以选择处置长期资产和有价证券的时间来提前确认资产处置收益。Herrmann等(2003)<sup>[24]</sup>发现,在当期报告经营损益低于(高于)管理层预测时,日本公司的管理层会销售固定资产或可出售证券投资以提高(降低)盈余、缩小盈余预告和实际收益之间的差异。王福胜等(2013)<sup>[59]</sup>发现,亏损公司和盈余下降公司倾向于通过资产处置增加报告盈余,而盈余上升公司倾向于通过资产处置以平滑盈余。

(6)利用衍生工具操控。Hand(1989)<sup>[23]</sup>发现,上世纪80年代许多企业进行债务-权益互换的目的是为了平滑EPS及释放潜在的偿债基金。Barton(2001)<sup>[3]</sup>、Pincus和Rajgopal(2002)<sup>[34]</sup>发现,衍生工具与操控性应计之间是替代关系,管理层会先确定衍生工具的运用程度,然后再选择运用异常应计或者衍生工具来平滑收益。

(7)利用股票回购。通过回购股票,可以避免EPS被稀释。Bens等(2002)<sup>[6]</sup>发现,实施雇员股票期权后,管理层会减少R&D支出,以便匀出资金回购公司股票避免EPS被稀释。Hribar等(2006)<sup>[25]</sup>发现,微亏公司更可能进行股票回购,而微利公司较少进行股票回购。

## 二、真实盈余管理与应计基础盈余管理的区别

应计基础盈余管理和真实活动盈余管理都是管理层操纵报表的方法,但这两种方法对企业的影响以及被发现的程度是不同的。第一,应计盈余管理是通过会计政策选择、会计估计变更等会计方法来管理盈余,它只是改变列报交易的会计处理方法,并不会改变公司内在的

经济活动，不会对企业的现金流量产生直接的影响；而真实盈余管理改变了企业的内在经济活动，它将影响企业的现金流量，有时也会影响应计项目(Roychowdhury, 2006; Gunny, 2010)<sup>[35]</sup> [21]。第二，应计盈余管理受企业会计弹性和外部监管的约束较大，异常应计项过高很可能引起审计师和监管者的详细检查。相比之下，通过价格、生产等途径进行的真实盈余管理不太容易被发现，审计师很难将真实盈余管理活动与基于最优经营决策目的而进行的经营调整区分开来，因而更具隐蔽性。即便审计师发现了管理层的真实盈余管理行为，其通常也不在审计师的直接权限之内。实际上，只要相关的交易在财务报表中得到了恰当的披露，就不会影响审计师的审计意见(Bartov & Cohen, 2009)<sup>[4]</sup>，监管者也无需对其实施调查或处罚行动。第三，应计盈余管理还存在一个风险，即单纯依赖于应计项目可能不足以弥补实际盈余与预期盈余操纵目标之间的差距(Roychowdhury, 2006)<sup>[35]</sup>。因此，真实盈余管理成为管理层在应计盈余管理之外操纵盈余的重要手段。随着市场经营与监管环境的发展变化，应计盈余管理已无法满足管理者的需求，越来越多的公司倾向于通过真实经济活动进行盈余管理。

## 文献回顾

目前，针对真实盈余管理的研究主要集中在真实盈余管理的动机、影响因素以及经济后果等三个方面。

### 一、关于真实盈余管理动机的研究

盈余管理行为的一般动机基本也适于真实盈余管理。具体而言，管理层进行真实盈余管理活动的动机主要包括：

(1)实现盈余目标。达到短期盈余目标是真实盈余管理最基本的动因。Roychowdhury (2006)<sup>[35]</sup>对处于盈亏临界点附近的公司研究发现，管理层会通过价格折扣以临时性地提高销售、过度生产以报告更低的销售成本、削减裁决性支出来提高报告盈利。Gunny(2010)<sup>[21]</sup>发现，在控制其他因素后，刚达到盈余目标公司的真实盈余管理程度显著更高。张俊瑞等(2008)<sup>[60]</sup>也发现，微盈公司会通过真实盈余管理来实现保盈目标。此外，公司还可能为了实现达到上年盈余基准、达到分析师或管理层预测等目标而进行真实盈余管理。

(2)资本市场动机。维持较高的股价、到资本市场融资也是真实盈余管理的动因。Badertscher (2011)<sup>[2]</sup>发现，当公司实施应计管理的能力有限时，会通过真实盈余管理来支撑被过高估价的证券。Lai等(2011)<sup>[29]</sup>分析发现，管理层对市场价值的关注会导致“渠道填料”销售行为。在我国，达到监管部门对上市、再融资设定的盈余指标门槛要求，是上市公司进行盈余管理的重要动因。除了应计项目，管理层也可能通过真实交易来达到门槛要求。

(3)收益平滑动机。企业进行盈余管理有时并不是为了夸大盈余，而是为了避免不同期间盈余波动性太大。Bartov(1993)<sup>[5]</sup>发现，公司出售资产收益与收益变化率之间成负向关系，表明管理层会通过出售资产时间的选择来平滑收益。Graham等(2005)<sup>[19]</sup>调查发现，有高达78%的CFO表示愿意进行真实盈余管理以实现收益平滑。

(4)契约动机。债务契约或者薪酬契约也是管理层进行真实盈余管理的动机。Bartov(1993)<sup>[5]</sup>发现，公司杠杆越高，管理层越可能通过出售资产等真实盈余管理行为将盈余从未来转移到当期，以避免违反债务契约中对公司盈利性的规定。李增福等(2011a, 2011b)<sup>[51]</sup> [52]发现，公司负债水平越高，为避免违背债务契约而实施真实盈余管理的动机越强烈。对于管理薪酬对真实盈余管理的影响，仅Eldenburg等(2011)<sup>[16]</sup>进行了研究。

(5)政治成本动机。在非营利组织中，存在降低组织的获利性的动机。例如，非营利性医院获利过高，将会导致来自媒体的批评以及来自政府的政治调查，还会导致医院与捐赠人的关系疏远、与医院的目标相抵触，并可能导致第三方要求更高的折扣、被税务部门取消税收优惠等后果。医院管理层可以通过提高支出、推迟出售资产等真实盈余管理手段来降低利润，使之保持在微利水平以减少监管部门的调查及其他不利影响Eldenburg等(2011)<sup>[16]</sup>。

(6)避税动机。Zang(2012)<sup>[40]</sup>认为，通过削减裁决性支出、过度生产等方式来提高账面盈利，将会提高公司的应税所得，而应计盈余管理却不会有什么当期税收后果。因此，如果公司的边际税率较高，真实盈余管理活动税收成本的现值将高于应计盈余管理。其实证检验也发现，边际税率与真实盈余管理呈显著负向关系。因此，税收激励会影响真实盈余管理的成本，进而影响真实盈余管理程度。如果节税效应很大，公司可能进行反



向真实盈余管理降低本期盈余，以降低本期税负。李增福和郑友环(2010)<sup>[56]</sup>、李增福等(2011a)<sup>[52]</sup>发现，所得税改革后，预期税率上升的公司更倾向于实施真实盈余管理，而预期税率下降的公司更倾向于实施应计盈余管理。赵景文和许育瑜(2012)<sup>[62]</sup>则发现，所得税改革后，税率下降公司税收筹划收益较高，因而进行了向下的应计盈余管理，而没有选择真实盈余管理方式；而税率上升公司税收筹划收益较低，既未进行显著的应计盈余管理，也没有显著的真实盈余管理。

## 二、关于真实盈余管理影响因素的研究

公司在真实盈余管理与应计盈余管理之间的选择是公司运用应计管理的能力与成本的函数。具体而言，影响公司真实盈余管理程度的因素主要包括：

(1)法律与监管政策。法律和监管环境越严格，利用应计项目操控盈余的行为成本越高，盈余管理程度因而越低。此时，为了实现短期盈余目标等目的，管理层会转而采用真实盈余管理手段。Cohen等(2008)<sup>[11]</sup>发现，从1987年开始直到SOX法案通过，应计基础的盈余管理都稳步上升，而法案通过之后，则显著下降；真实盈余管理则相反。Bartov和Cohen(2009)<sup>[4]</sup>、Cohen和Zarowin(2010)<sup>[12]</sup>、Zang(2012)<sup>[40]</sup>也发现，SOX法案通过后，公司更可能进行真实盈余管理活动。这表明，应计盈余管理与真实盈余管理是替代关系，管理层会根据法律和监管环境来权衡选择。刘启亮等(2011)<sup>[58]</sup>发现，我国对《公司法》和《证券法》进行修订、加强了对投资者的保护之后，上市公司的应计盈余管理和真实盈余管理综合程度均显著下降，但费用操控显著增加，现金流操控和产品成本操控显著降低。对此，我们认为，法律环境的变化会改变上市公司总的盈余管理水平，因此，两种盈余管理均下降也是可能的。

(2)会计准则。Ewert和Wagenhofer(2005)<sup>[17]</sup>的理性预期均衡模型表明，当会计准则变得更加严格时，盈余的波动性将下降、盈余信息的价值相关性将提高，但管理层将提高对成本较高的真实盈余管理的运用，因为更高的盈余质量将提高真实盈余管理的边际效益。从监管的角度，会计准则对会计信息质量的影响主要体现在对应计盈余管理的限制上，在面临更严格的会计准则时，企业可能会更多地选择真实盈余管理以避免监管(刘峰与刘骏，2012)<sup>[57]</sup>。

目前关于会计准则对真实盈余管理影响的文献主要从会计准则国际趋同的角度切入(Doukakis, 2013；刘峰与刘骏，2012；刘启亮等，2011)<sup>[15] [57] [58]</sup>。此外，还有学者研究了研发支出等项目的会计处理方法对真实盈余管理的影响(Seybert, 2010)<sup>[36]</sup>。

(3)企业的真实盈余管理弹性。进行真实盈余管理需要公司具有从事这些交易的弹性：公司一贯保持较高的存货水平，才能进行过度生产以便将固定成本吸收到存货中而不被发现；公司采用大量的信用销售，才能进行“渠道填料”或通过提前装运来加快确认收入，公司也才可能通过提供额外的价格折扣对买家承担的额外存货保存成本进行补偿；公司既有应收款存量较高时，才可能通过放宽信用以加速销售而不会被利益相关者和监管部门发现；公司的应收款和存货存量较高时，更可能削减裁减性支出(Roychowdhury (2006)<sup>[35]</sup>。李彬等(2009)<sup>[48]</sup>和Zang(2012)<sup>[40]</sup>也发现，会计弹性与真实盈余管理之间呈显著负向关系。真实盈余管理与应计盈余管理具有替代关系，因此，应计盈余管理的弹性空间也会影响真实盈余管理。Badertscher (2011)<sup>[2]</sup>发现，在公司股票被过高估价的早期，管理层更多进行应计基础盈余管理，然后才转向真实交易盈余管理，这是因为随着过高估价时间的延长，公司进行应计盈余管理的能力已经有限。

(4)股权结构与公司治理。对于公司治理与真实盈余管理之间关系的研究，主要涉及如下方面：一是股权性质对真实盈余管理的影响。如顾鸣润等(2012)<sup>[46]</sup>和李增福等(2013)<sup>[54]</sup>发现，国有控股公司的真实盈余管理水平显著高于非国有公司。姜英兵和王清莹(2011)<sup>[47]</sup>发现，国家股比例、法人股比例与真实盈余管理呈正向关系，而流通股持股比例可以抑制真实盈余管理，股权集中度则与真实盈余管理成U型关系。二是管理层持股与真实盈余管理之间的关系。Dechow和Sloan(1991)<sup>[14]</sup>发现，CEO持股会缓减CEO在其任期末削减R&D支出以实现短期盈余目标的行为。李增福等(2011a)<sup>[52]</sup>没有发现管理层持股比例与应计盈余管理或真实盈余管理存在显著关系，但发现管理层年薪水平对负向的应计操控有负效应、对正向的应计操控和真实活动操控具有显著的正效应。姜英兵和王清莹(2011)<sup>[47]</sup>则发现，高管持股与真实盈余管理正相关。由此可见，对于管理层持股究竟是抑制还是促进真实盈余管理行为，现有

研究结论不一。三是机构投资者与真实盈余管理的关系。Bushee(1998)<sup>[8]</sup>发现,在机构投资者持股较低的公司中,削减R&D以避免盈利下降的行为更为严重,这表明,经验丰富的机构投资者可以起到监督作用;而换手率和动量交易高、持股比例很高的机构投资者会鼓励管理层削减R&D支出。Roychowdhury (2006)<sup>[35]</sup>发现,当存在经验丰富的机构投资者时,公司较少进行真实盈余管理活动。Zang (2012)<sup>[40]</sup>也发现,机构投资者持股比例与真实盈余管理呈显著负向关系。李增福等(2013)<sup>[54]</sup>发现,机构投资者能够抑制公司的真实盈余管理行为,但其在国有公司中抑制作用显著小于非国有公司。此外,Wongsunwai (2013)<sup>[39]</sup>发现,IPO公司如果有高质量的风险投资支撑,其异常应计项、真实盈余管理以及发生财务重述的概率都更低。四是董事会及审计委员会特征与真实盈余管理。Osma(2008)<sup>[32]</sup>发现,英国公司董事会的独立性与公司缩减R&D支出的概率之间呈显著负向关系,这表明,独立董事能够识别并约束公司为了短期盈利压力而削减研发支出的行为。顾鸣润等(2012)<sup>[46]</sup>则发现,国有上市公司的董事会规模和公司治理综合水平能够显著地降低真实盈余管理,而在非国有上市公司中,只有董事会独立性与真实盈余管理呈负向关系。五是接管机制与真实盈余管理的关系。Zhao等(2012)<sup>[41]</sup>发现,接管保护较少的公司真实盈余管理程度更高,接管保护有助于缓解公司管理层通过真实盈余管理向外界传递公司未来业绩较好的信号的压力。

(5)审计质量。高质量审计能够约束客户的应计盈余管理,此时,具有较强盈余管理动机的公司将转向真实盈余管理 (Chi et al., 2011)<sup>[10]</sup>。Cohen和Zarowin(2010)<sup>[12]</sup>发现,BIG8、审计任期与真实盈余管理之间呈显著正向关系。Burnett等(2012)<sup>[7]</sup>认为,当管理层利用应计项目管理盈余的能力受到高质量审计的影响时,有盈余管理动力的公司管理层将更可能进行股票回购交易来管理盈余,而不会使用应计盈余管理。但Zang(2012)<sup>[40]</sup>没有发现审计师声誉、审计任期与真实盈余管理之间存在显著关系。在我国,相关研究的结论同样不一致。如李江涛和何苦(2012)<sup>[50]</sup>发现,国际“四大”审计的公司,真实盈余管理强度显著大于“非四大”审计的公司。而李增福等(2011a)<sup>[52]</sup>发现,是否“四大”审计对于真实盈余管理没有显著影响。顾鸣润等(2012)<sup>[46]</sup>发现,在国有企

业中,审计师规模与真实盈余管理没有显著关系;而在非国有上市公司中,审计师规模与真实盈余管理呈显著负向关系。范经华等(2013)<sup>[44]</sup>则发现,事务所的行业专长能同时抑制应计和真实盈余管理行为。

(6)内部控制。内部控制对会计信息同样具有重要影响,但现有文献对于内部控制质量与真实盈余管理之间的关系结论并不一致。方红星和金玉娜(2011)<sup>[45]</sup>发现,内部控制质量能够同时降低应计盈余管理和真实盈余管理。范经华等(2013)<sup>[44]</sup>发现,高质量的内部控制有助于抑制公司的应计盈余管理行为,但对真实盈余管理的抑制作用较小。

(7)市场竞争等其他因素。张子余和张天西(2011)<sup>[61]</sup>发现,当公司由于经营业绩的不利变化导致面临的市场竞争压力增大时,将倾向于采取更多“真实销售竞争”行为。Zang (2012)<sup>[40]</sup>发现,公司行业市场份额与真实盈余管理呈正向关系。

### 三、关于真实盈余管理经济后果的研究

(1)对未来业绩的影响。真实盈余管理活动会消耗企业的现金流,其是否会对公司未来业绩产生负面影响,现有研究结论不一致。其分歧在于,除了可能损害公司价值的负面作用之外,真实盈余管理是否也会传递公司未来业绩的信号因而具有正面作用? Bens等 (2002)<sup>[6]</sup>、李彬和张俊瑞(2010)<sup>[49]</sup>、李增福等(2011c, 2012)<sup>[55]</sup> [53]、顾鸣润等(2012)<sup>[46]</sup>发现,实施了真实盈余管理活动的公司,其随后几年的公司业绩都有下降。但Taylor和Xu (2010)<sup>[37]</sup>发现,真实盈余管理嫌疑公司与配对公司在今后三年的经营业绩并无显著差异。Gunny (2010)<sup>[21]</sup>指出,如果管理层通过经营裁量权来达到盈余目标是为了获取利益从而使企业在未来能够取得更好的业绩,或者是为了传递公司未来价值的信号,则真实盈余管理与未来业绩也可能成正向关系。因此,真实盈余管理并不一定是机会主义行为。其实证研究表明,进行真实盈余管理、刚达到盈余目标的公司在今后期间的业绩比那些未进行真实盈余管理、未达到或刚达到盈余目标的公司要好。Zhao等(2012)<sup>[41]</sup>发现,尽管一般情况之下,异常真实交易会与较低的未来业绩相联系,但为了刚好达到盈余目标而进行的异常真实交易却与更高的未来业绩相联系,这表明,真实盈余管理还可以传递关于企业未来业绩的信号。蔡春等(2012)<sup>[42]</sup>也发现,濒死企业通

过真实盈余管理可以使其经营状况得到改善。

(2)对融资成本的影响。Kim和Sohn(2013)<sup>[27]</sup>发现,真实盈余管理会导致权益资本成本提高,且相较于应计盈余管理,其影响程度更高。Ge和Kim(2013)<sup>[18]</sup>发现,过量生产会对信贷评级产生不利影响,而销售操控和过量生产均会提高债券利差。

(3)对市场价值的影响。市场是否会识别管理层的真实盈余管理行为并反映在证券价格上呢?Kothari等(2012)<sup>[28]</sup>发现,当管理层通过真实盈余管理方法来夸大盈余时,SEO更可能定价偏高。但Mizik和Jacobson(2007)<sup>[30]</sup>和Mizik(2010)<sup>[31]</sup>发现,尽管从短期来看,市场并不能识别管理层削减营销和R&D支出以夸大盈余的做法;但从长期来看,上述短视行为对公司价值具有负面影响,且其对未来财务业绩的负面影响比会计操纵更严重。

## 总结与展望

### 一、对现有文献的总结与评价

由于世界范围内投资者保护和会计监管力度不断加强,利用应计项目进行盈余管理的空间越来越小,上市公司越来越多地采用真实交易手段来进行盈余管理,以规避监管部门的调查。真实盈余管理因而成为盈余管理研究的新热点。在Roychowdhury(2006)<sup>[35]</sup>提出三种真实盈余管理手段的实证估计模型之后,相关的实证研究如雨后春笋般地涌现出来,尤其是在法律制度(如SOX)对真实盈余管理和应计盈余管理策略选择的影响、IPO和增发过程中的真实盈余管理、真实盈余管理对企业未来经营业绩的影响等方面,文献尤为丰富。

从现有文献来看,国内外关于真实盈余管理的研究尚存在如下不足:

(1)缺乏对不同动机、不同方向的真实盈余管理行为的研究。如上所述,真实盈余管理的动机包括多种,但从现有文献来看,较多地侧重于保盈、增发动机下的真实盈余管理行为,对于管理层薪酬动机和政治成本动机,仅Eldenburg等(2011)<sup>[16]</sup>等极少数文献进行了探讨。与此相关,真实盈余管理并非都是向上操纵盈余,在一些情况下,管理层可能会通过真实交易来降低本期盈余,而这方面的研究同样只有Eldenburg等(2011)<sup>[16]</sup>等少数文献。

(2)对真实盈余管理与应计盈余管理之间的关

系及二者的优先次序尚缺乏充分的证据。Ewert和Wagenhofer(2005)<sup>[17]</sup>、Bartov和Cohen(2009)<sup>[4]</sup>、Cohen和Zarowin(2010)<sup>[12]</sup>、Chi等(2011)<sup>[10]</sup>、Zang(2012)<sup>[40]</sup>等认为,应计盈余管理与真实盈余管理是替代关系,管理层会权衡两种方式的相对成本来加以选择。Zang(2012)<sup>[40]</sup>进一步指出,管理层需要根据真实盈余管理的结果来调整应计盈余管理的水平。但实践中,管理层究竟是根据真实盈余管理水平来确定应计盈余管理水平,还是根据自己的战略意图事先有意识地加以选择和搭配?实际上,真实交易的确认和计量本身也存在应计管理的问题,这意味着不可能完全是先真实交易管理后应计管理。而分类转移、预期管理等其他盈余管理手法的存在,也为真实盈余管理与应计盈余管理之间是否是替代关系提出了疑问。此外,一些研究发现相关因素对两种盈余管理的影响是同方向的,这也要求我们进一步审视这两种盈余管理方式之间的关系(方红星与金玉娜,2011;刘启亮等,2011)<sup>[45][58]</sup>。

(3)缺乏对不同真实盈余管理手法的研究。尽管真实盈余管理的手段多种多样,但除了早期一些研究外,现有文献主要关注于裁决性支出、生产操控、销售操控,而对于通过构造交易、衍生工具、削减资本性支出、出售资产等手段进行盈余管理的行为,关注相对较少。

(4)真实盈余管理计量模型的效力。目前广为运用的Roychowdhury(2006)<sup>[35]</sup>模型并未考虑企业外部经济环境的变化以及费用粘性、企业成长性等因素,这可能导致对真实活动盈余管理的估计存在偏差。例如,企业的研发强度并不是稳定的,而现有模型并未考虑这一点。

(5)对于许多问题,现有文献的结论很不一致。例如,对于国际会计准则趋同对企业真实盈余管理的影响、机构投资者对真实盈余管理的影响、管理层持股对真实盈余管理的影响、审计师质量与真实盈余管理的关系、真实盈余管理对企业后续经营业绩的影响等问题,现有文献均未发现一致的结论。

(6)还有许多待拓展的领域。例如,对于真实盈余管理对会计信息有用性的影响、管理层特征对真实盈余管理的影响、分析师和媒体对真实盈余管理的影响、监管者、投资者、债权人及其他利益相关者对真实盈余管理的反应等问题,尚缺乏深入的研究。



## 二、对未来研究的建议

笔者认为,未来应加强如下问题的研究:

(1)真实盈余管理计量模型的效力。未来可针对不同的真实盈余管理手段,并考虑企业成长性等因素,开发出更有效的计量模型,以降低第一类错误和第二类错误。另外,应当考虑不同国家会计准则的差异,并在对不同模型的识别效力进行比较的基础上筛选出更适合国情的估计模型。

(2)真实盈余管理与应计盈余管理、分类转移盈余管理、期望管理等方式的关系。尤其需要研究在实证检验中如何将不同的盈余管理方式有效区分开来,从而更清楚地考察真实盈余管理的影响因素与后果。

(3)加强债务契约、薪酬契约及股权激励、融资需求、政治成本、收益平滑等动因下的真实盈余管理行为的研究,并考察某些情况下管理层向下操纵盈余的真实盈余管理行为。

(4)在真实盈余管理手法方面,应加强如下问题的研究:(a)不同动因下的真实盈余管理手法是否存在差异;(b)通过构造交易进行真实盈余管理的行为以及关联交易、政府补助对盈余管理的影响;(c)不同监管环境下真实盈余管理手法的差异;(d)年度内真实盈余管理行为研究。实际上,对于销售操控、存货操控,运用季度或月度数据可能能够更加清晰地考察管理层的盈余管理行为。

(5)进一步研究真实盈余管理的促进与抑制因素。财务报告准则、审计及公司治理规则都会对管理者盈余管理方式选择决策产生影响。未来可进一步从宏观和微观、外部和内部不同角度研究真实盈余管理的影响因素,具体包括:(a)规则导向与原则导向会计准则下真实盈余管理的差异及会计准则变迁对真实盈余管理的影响;(b)证券监管对真实盈余管理的影响,包括虚假陈述法律责任制度对真实盈余管理的影响、股票发行及其他证券监管制度变迁对真实盈余管理的影响;(c)证券分析师跟踪、媒体监督对真实盈余管理的影响;(d)R&D会计处理方法选择对管理层通过削减R&D支出进行真实盈余管理的影响;(e)所有权性质和股权结构对真实盈余管理的影响,包括大股东及不同类型的机构投资者对真实盈余管理的影响、民营/家族企业中职业经理人制度特征对真实盈余管理的影响,等等;(f)董事会及审计委员会的

独立性、专业性、勤勉性等公司治理特征对真实盈余管理的影响;(g)审计师的规模、声誉及行业专长、非审计服务、审计收费、审计任期等因素对真实盈余管理的影响;(h)管理层激励(包括管理层持股、管理层薪酬合约中的会计条款、股票期权授予和行权时间等)对真实盈余管理的影响;(i)管理层过度自信及管理层性别、经验、任期等个人特质对盈余管理方式选择的影响;(j)内部控制及其缺陷对真实盈余管理的影响;(k)企业生命周期、预算约束、成本结构对真实盈余管理的影响;(l)行业竞争状况、行业管制等行业及竞争对手特质对真实盈余管理的影响。值得指出的是,仅仅研究某一种盈余管理的手段不能全面理解管理层的盈余管理行为,应当将不同的盈余管理行为结合起来加以考察,以更好地理解相关因素对管理层盈余管理战略的影响。

(6)在真实盈余管理的后果方面,应加强如下方面的研究:(a)保盈、管理激励、上市及再融资需求、债务契约、收益平滑等不同动因下真实盈余管理行为的后果(包括经营绩效、股票绩效、公司价值、投资效率等)的差异性;(b)不同手法真实盈余管理行为后果的差异性;(c)真实盈余管理对会计盈余的价值相关性的影响;(d)不同利益相关者对真实盈余管理行为的反应,比如:投资者能否识别真实盈余管理进而调整购买公司证券的价格;债权人是否能够识别债务契约触发的真实盈余管理行为并采取相应行动;证券监管部门对上市公司在IPO、SEO过程中的真实盈余管理行为的反应;审计师对真实盈余管理的反应,如真实盈余管理与审计意见决策、审计收费决策之间的关系;等等。

## 三、我国相关研究的特别考虑

就我国而言,我国证券监管、会计和审计准则的日益完善将促使上市公司管理层采用包括真实活动在内的多种盈余管理方式来实现有关财务报告目标。从实务来看,我国上市公司存在通过压低职工薪酬(如宜华地产、洽洽瓜子)、出售股权等手段以提高盈利的行为。中国证监会发布的《关于做好首次公开发行股票公司2012年度财务报告专项检查工作的通知》(发行监管函[2012]551号)指出的保荐机构、会计师事务所在开展首发公司财务会计信息自查工作时应予重点关注的情形许多实际上都属于真实盈余管理行为,具体包括:(1)直销模式下,

与客户串通，通过期末集中发货提前确认收入，或放宽信用政策，以更长的信用周期换取收入增加；(2)压低员工薪金，阶段性降低人工成本粉饰业绩；(3)推迟正常经营管理所需费用开支，通过延迟成本费用发生期间，增加利润，粉饰报表。这表明，在我国，利用真实交易来操纵盈余的行为已经较为普遍，并已引起监管部门的重视。另一方面，我国证券市场相关法律、会计、税收、审计制度的多次变迁都可能对管理层的盈余管理战略产生影响，进而影响到真实盈余管理行为，从而为我国学者提供了大量研究真实盈余管理行为的机会。例如，2006年新会计准则的实施、IPO财务自查活动、新股发行体制改革等都将会对上市公司对于不同盈余管理方式的选择产生影响，我国近年进行的所得税改革、营改增试点也可以提供从税收角度考察真实盈余管理活动的视角。

在研究我国上市公司的真实盈余管理行为时，需要注意如下方面：其一，我国上市公司的所有权性质和股权结构、股票上市与发行制度等制度背景决定我国上市公司盈余管理的动因可能不同于英美国家，例如，国有公司与非国有公司进行盈余管理的动机是不一样的，此

外，我国存在较多的监管诱发型盈余管理，尤其是在IPO由审核制向注册制转变之前，监管部门对公司上市、再融资等行为设定的盈余门槛，对于公司的盈余管理行为具有重要影响；其二，我国投资者保护法律、审计市场发展程度、上市公司治理质量等制度特征决定我国上市公司应计盈余管理的弹性与西方有较大差异，从实务来看，隐瞒关联方关系及交易、隐瞒重大担保和质押事项、隐瞒其他重大事项、虚增收入、少计成本费用是我国上市公司进行财务报告舞弊的主要手段，会计政策选择与变更等应计基础盈余管理手法使用仍较为广泛，通过虚假销售或者向关联方销售等低级手段提高利润的现象也不同程度的存在，应当说，国内外上市公司盈余管理面临的制度面和发展的阶段是不同的；其三，551号文表明我国监管部门并不认为真实盈余管理行为就是合法的，这与西方有着较大差异。我国学者应当立足于我国制度背景，探索适合于我国的计量模型，深入研究上市公司的真实盈余管理行为。

[基金项目：本文是国家自然科学基金面上项目《外部审计对上市公司投融资行为的影响》(71272099)、《中国会计师事务所合并的经济后果研究》(71072043)的阶段性成果]

### 参考文献：

- [1] Baber, W. R., P. M. Fairfield, and J. A. Haggard. The Effect of Concern about Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development [J]. *The Accounting Review*, 1991, 66(4): 818-829.
- [2] Badertscher, B. A.. Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(5): 1491-1518.
- [3] Barton, J.. Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions? [J]. *Accounting Review*, 2001, 76(1): 1-26.
- [4] Bartov, E., and D. A. Cohen. The "Numbers Game" In the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Eras [J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2009, 24(4): 505-534.
- [5] Bartov, E.. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation [J]. *The Accounting Review*, 1993, 68(4): 840-855.
- [6] Bens, D.A., V. Nagar, and M. H. F. Wong. Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises [J]. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(2): 359-406.
- [7] Burnett, B. M., B. M. Cripe, G. W. Martin, and B. P. McAllister. Audit Quality and the Trade-Off between Accretive Stock Repurchases and Accrual-Based Earnings Management [J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(6):1861-1884.
- [8] Bushee, B. J.. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior [J]. *The Accounting Review*, 1998, 73(3):305-331.
- [9] Chapman, C. J., and T. J. Steenburgh. An Investigation of Earnings Management through Marketing Actions [J]. *Management Science*, 2011, 57(1): 72-92.
- [10] Chi, W., L. L. Lisic, and M. Pevzner. Is Enhanced Audit Quality Associated with Greater Real Earnings Management? [J]. *Accounting Horizons*, 2011, 25(2):315-335.
- [11] Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods [J]. *The Accounting Review*, 2008, 8(3): 757-787.
- [12] Cohen, D. A., and P. Zarowin. Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(1): 2-19.
- [13] Cohen, D., R. Mashruwala, and T. Zach. The Use of Advertising Activities to Meet Earnings Benchmarks: Evidence from Monthly Data [J]. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(4): 808-832.
- [14] Dechow, P. M., and R. G. Sloan. Executive Incentives and the Horizon Problem [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14(1): 51-89.
- [15] Doukakis, L. C.. The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Real and Accrual-Based Earnings Management Activities [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2013, forthcoming.
- [16] Eldenburg, L. G., K. A. Gunny, K. W. Hee, and N. Soderstrom. Earnings Management Using Real Activities: Evidence from Nonprofit Hospitals [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(5): 1605-1630.
- [17] Ewert, R., and A. Wagenhofer. Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management [J]. *The Accounting Review*, 2005, 80(4): 1101-1124.
- [18] Ge, W., and J. Kim. Real Earnings Management and the



Cost of New Corporate Bonds [J]. Journal of Business Research, 2013, forthcoming.

[19] Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 40(1-3): 3-73.

[20] Graham, J. R., Ca. R. Harvey, and S. Rajgopal. Value Destruction and Financial Reporting Decisions [J]. Financial Analysts Journal, 2006, 62(6): 27-39.

[21] Gunny, K. A.. The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks [J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(3): 855-888.

[22] Gupta, M., M. Pevzner, and C. Seethamraju. The Implications of Absorption Cost Accounting and Production Decisions for Future Firm Performance and Valuation [J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(3): 889-922.

[23] Hand, J. R. M.. Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for An Accounting Paper Profit or True Financial Gain? [J]. The Accounting Review, 1989, 64 (4): 587-623.

[24] Herrmann, D., T. Inoue and W. B. Thomas. The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41 (1): 89-108.

[25] Hribar, P., N. T. Jenkins, and W. B. Johnson. Stock Repurchases as an Earnings Management Device [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 41(1-2): 3-27.

[26] Jackson, S. B., and W. E. Wilcox. Do Managers Grant Sales Price Reductions to Avoid Losses and Declines in Earnings and Sales? [J]. Quarterly Journal of Business and Economics, 2000, 39 (4): 3-20.

[27] Kim, J., and B. C. Sohn. Real Earnings Management and Cost of Capital [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 32(6): 518-543.

[28] Kothari, S.P., N. Mizik, and S. Roychowdhury. Managing for the Moment: The Role of Real Activity versus Accruals Earnings Management in SEO Valuation [Z]. Working paper, 2012.

[29] Lai, G., L. Debo, and L. Nan. Channel Stuffing with Short-Term Interest in Market Value [J]. Management Science, 2011, 57(2): 332-346.

[30] Mizik, N., and R. Jacobson. Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context [J]. Marketing Science, 2007, 26 (3): 361-379.

[31] Mizik, N.. The Theory and Practice of Myopic Management [J]. Journal of Marketing Research, 2010, 47(4): 594-611.

[32] Osmar, B. G.. Board Independence and Real Earnings Management: The Case of R&D Expenditure [J]. Corporate Governance: An International Journal, 2008, 16 (2): 116-132.

[33] Penman, S. H., and X. Zhang. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns [J]. The Accounting Review, 2002, 77(2): 237-264.

[34] Pincus, M., and S. Rajgopal. The Interaction between Accrual Management and Hedging : Evidence from Oil and Gas Firms [J]. The Accounting Review, 2002, 77(1): 127-160.

[35] Roychowdhury, S.. Earnings Management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3): 335-370.

[36] Seybert, N.. R&D Capitalization and Reputation-Driven Real Earnings Management [J]. The Accounting Review, 2010, 85(2): 671-693.

[37] Taylor, G. K., and R. Z. Xu. Consequences of Real Earnings

Management on Subsequent Operating Performance [J]. Research in Accounting Regulation, 2010, 22(2): 128-132.

[38] Thomas, J. K., and H. Zhang. Inventory Changes and Future Returns [J]. Review of Accounting Studies, 2002, 7(2-3): 163-187.

[39] Wongsunwai, W.. The Effect of External Monitoring on Accrual-Based and Real Earnings Management: Evidence from Venture-Backed Initial Public Offerings [J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30 (1): 296-314.

[40] Zang, A. Y.. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management [J]. The Accounting Review, 2012, 87 (2): 675-703.

[41] Zhao, Y., K. H. Chen, Y. Zhang, and M. Davis. Takeover Protection and Managerial Myopia: Evidence from Real Earnings Management [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2012, 31(1): 109-135.

[42] 蔡春, 朱荣, 和辉, 谢柳芳. 盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善[J]. 会计研究, 2012, (9): 31-39

[43] 范海峰, 胡玉明. R&D支出、机构投资者与公司盈余管理[J]. 科研管理, 2013, (7): 24-30.

[44] 范经华, 张雅曼, 刘启亮. 内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理[J]. 会计研究, 2013, (4): 81-88.

[45] 方红星, 金玉娜. 高质量内部控制能抑制盈余管理吗? [J]. 会计研究, 2011, (8): 53-60.

[46] 顾鸣润, 杨继伟, 余怒涛. 产权性质、公司治理与真实盈余管理[J]. 中国会计评论, 2012, 10(3): 255-274.

[47] 姜英兵, 王清莹. 上市公司股权结构与真实活动盈余管理[J]. 财经问题研究, 2011, (5): 73-80.

[48] 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[J]. 管理评论, 2009, (6): 99-107.

[49] 李彬, 张俊瑞. 实际活动盈余管理的经济后果研究: 来自销售操控的证据[J]. 管理评论, 2010, (9): 84-92.

[50] 李江涛, 何苦. 上市公司以真实盈余管理逃避高质量审计监督的动机研究[J]. 审计研究, 2012, (5): 58-67.

[51] 李增福, 曾庆意, 魏下海. 债务契约、控制人性与盈余管理[J]. 经济评论, 2011b, (6): 88-96.

[52] 李增福, 董志强, 连玉君. 应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理? [J]. 管理世界, 2011a, (1): 121-134.

[53] 李增福, 黄华林, 连玉君. 股票定向增发、盈余管理与公司的业绩滑坡[J]. 数理统计与管理, 2012, (5): 941-950.

[54] 李增福, 林盛天, 连玉君. 国有控股、机构投资者与真实活动的盈余管理[J]. 管理工程学报, 2013, (3): 35-44.

[55] 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[J]. 中国管理科学, 2011c, (2): 49-56.

[56] 李增福, 郑友环. 避税动因的盈余管理方式比较[J]. 财经研究, 2010, (6): 80-89.

[57] 刘峰, 刘骏. 会计准则、盈余管理方式与会计信息质量[J]. 会计与财务, 2012, (1): 1-26.

[58] 刘启亮, 何威风, 罗乐. IFRS的强制采用、新法律实施与应计及真实盈余管理[J]. 中国会计与财务研究, 2011, 13(1): 57-121.

[59] 王福胜, 程富, 吉姗姗. 基于资产处置的盈余管理研究[J]. 管理科学, 2013, (5): 73-86.

[60] 张俊瑞, 李彬, 刘东霖. 真实活动操控的盈余管理研究[J]. 数理统计与管理, 2008, 27(5): 918-927.

[61] 张子余, 张天西. “真实销售行为”的动态选择与经济后果[J]. 南开管理评论, 2011, (6): 128-136.

[62] 赵景文, 许育瑜. 两税合并、税收筹划与盈余管理方式选择[J]. 财经研究, 2012, 38(1): 135-144.