

投资机会集、内部控制与真实活动盈余管理

林钟高, 孙 丽

(安徽工业大学 商学院, 安徽 马鞍山 243002)

[摘 要]以 2007—2012 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本, 实证检验投资机会集、内部控制以及两者交互作用对真实活动盈余管理的影响, 结果显示: 随着投资机会集的增加, 上市公司真实活动盈余管理的动机将显著减弱; 加入内部控制治理机制之后, 随着投资机会集的增加, 高质量的内部控制使得上市公司真实活动盈余管理的动机更弱; 在进一步加入市场化进程和产权属性之后, 投资机会集与内部控制的交互作用对真实活动盈余管理动机的影响只在市场化程度高的地区显著, 并且这一效应只在国有上市公司中显著存在。

[关键词]投资机会集; 内部控制; 真实活动盈余管理; 市场化进程; 应计盈余管理; 经营现金流量; 公司治理

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)06-0055-10

一、引言

目前, 国外学者对于投资机会集的研究主要集中在投资机会的影响因素、经济后果以及外部审计监督等方面^[1], 而国内学者的研究则大多集中在投资机会与股利政策、资本结构、高管薪酬、负债水平、多元化经营、审计等的关系上^[2]。尽管有少量文献对投资机会与盈余管理之间的关系进行了研究, 但这些文献大多是基于应计盈余管理方面的研究^[3-4], 迄今为止还没有直接考察投资机会集与真实活动盈余管理之间关系的文献。众所周知, 应计盈余管理和真实盈余管理是上市公司主要使用的两种盈余管理手段^[5], 随着会计准则和相关法律的不断完善, 外部审计监督对公司盈余管理的监管力度不断加大, 尤其是会计师责任得到不断的细化和强化, 盈余管理方式选择的空间越来越小, 因此公司更倾向于选择真实活动的盈余管理方式, 原因在于真实盈余管理具有更好的隐蔽性和更大的空间。然而, 与应计盈余管理相比, 真实盈余管理会给公司带来更严重的经济后果, 因为真实盈余管理是以企业的实际交易活动为基础的, 真实盈余管理活动的环节多、成本高昂且对企业未来的现金流具有负面效应, 甚至会影响企业的长期绩效。基于上述分析, 我们认为研究投资机会集与真实活动盈余管理之间的关系具有一定的理论意义和实践价值。

另外, 更为重要的是, 作为企业内部的约束机制和风险免疫机制, 内部控制具有缓解企业所有者与管理层之间的代理冲突、降低代理成本和信息不对称等问题的作用, 对企业的盈余管理具有重要的抑制作用^[6]。然而, 在面对企业投资机会的情况下, 内部控制的治理机制和抑制作用究竟会发生怎样的变化呢? 目前考察投资机会集和企业内部治理机制(内部控制)对真实活动盈余管理联合影响的相关文献还没有。

基于以上分析, 我们拟对密切关联的两个问题进行研究: 一是随着投资机会集的增加, 上市公司

[收稿日期]2015-09-17

[基金项目]国家自然科学基金项目(71272220; 71402001; 71572002)

[作者简介]林钟高(1960—), 男, 福建泉州人, 安徽工业大学副校长, 商学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为财务会计与内部控制理论; 孙丽(1990—), 女, 安徽芜湖人, 安徽工业大学商学院硕士生, 主要研究方向为内部控制理论。

真实活动盈余管理的动机将发生怎样的变化;二是作为一种规则契约和内部治理机制,高质量的内部控制是否会影响以及如何影响投资机会集与真实活动盈余管理之间的关系。本文拟以 2007—2012 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本,实证检验投资机会集、内部控制以及两者交互作用对真实活动盈余管理的影响,并进一步检验这种影响在市场化进程不同的地区与产权性质不同的企业中存在的差异。

二、理论分析与研究假设

(一)投资机会集与真实活动盈余管理

投资机会集是指公司因行使未来投资计划的选择权而形成所有期望为正净现值的项目或计划^[1],随着我国资本市场的不断完善,公司投资机会集为越来越多的投资者所重视,因为这意味着公司未来真正的成长性与竞争优势^[7]。因此,为了给公司营造好的投资机会和树立良好的未来成长性形象,通过盈余管理来提高公司投资机会集的现象便出现了。已有研究表明,投资机会和应计盈余管理程度之间呈正向变动关系^[3-4]。然而,学者们却忽视了投资机会对真实盈余管理的影响,因此现有关于投资机会与盈余管理关系的研究结论并不完美,更何况真实盈余管理越来越具有隐蔽性和更为广阔的调节空间,甚至已经替代应计盈余管理成为公司操控盈余的重要手段。那么,我们应该如何看待投资机会影响真实盈余管理的路径呢?本文从以下两个方面进行分析。

第一,从薪酬激励的角度来看,投资机会越大的公司,其高管薪酬对业绩的敏感性越强^[8]。较高的薪酬激励无疑会减少企业管理者与所有者之间的利益冲突,更好地均衡或者说趋同管理者与所有者之间的利益关系,实现两者在利益机制上的“帕累托改进”,从而有利于更好地激励管理者为了投资者的利益最大化而尽可能地减少盈余管理行为。很显然,这里的逻辑关系是:高薪酬激励减少了代理冲突,管理者更加注重企业的长远发展,以展示企业良好的未来投资形象,并由此增进与所有者长远利益目标之间的一致性和趋同性,减少盈余管理的利益诱因和冲动,管理者通过主观努力来改善业绩和提升企业价值,真正实现高管薪酬激励与企业未来真实成长机会之间的良性循环。另外,从股权激励的角度来看,当公司投资机会较大时,公司治理层通常会采用低股利政策,并且在确定如何激励管理层努力实现股东最大化目标时更倾向于采用给管理层配股等非现金激励政策,以此来激励管理层更好地为公司服务并创造更好的效益^[9]。Albert 等研究发现,高管持股比例越高,其年度报酬(薪酬和红利)越高,其进行盈余管理的动机将受到更大程度的抑制^[10]。此外,高管持股会使其更加关注自己和企业的长期成长价值,这有助于高管在最大化自身利益与最大化公司价值之间进行权衡,以避免短期行为。因此,随着投资机会集的增加,高管薪酬和股权激励会增加,企业管理者与所有者之间的利益冲突会减少,从而减弱企业管理者真实盈余管理的动机。

第二,从债务契约的角度来看,企业的债务水平越高,企业违背债务契约相关条款的可能性越大,债务违约风险越高,因而对债务的限制性条款越严格,此时企业便有进行真实活动盈余管理的动机,以调节盈余水平和质量,进而满足债务契约的要求^[5]。陆正飞和汤睿研究发现,在非完全资本市场上,外部融资成本高于内部融资成本,企业的资本结构和融资方式在很大程度上影响了企业的投资决策,企业投资机会和内部融资能力正相关,而与外部融资限制负相关,这一研究结论进一步完善了建立在完全市场条件下的 MM 理论^[11]。也就是说,当公司的投资机会较多时,持续较高的公司债务水平很可能会导致公司的投资不足^[12]。随着投资机会集的增加,公司对内部资金的需求会越来越大,当公司投资机会大时,公司治理层更倾向于给管理层配发本公司的股权,而不是直接提高现金薪酬,从而有利于再投资^[9]。通过上述分析我们可以推断,通过改变或者安排公司的日常经营活动来实现真实盈余管理虽然可以提高公司当期的现金流量和盈余水平,但对公司未来的现金流量具有负面影响,这不仅会削弱公司的竞争力,而且最终会损害公司的长期价值。李彬等研究发现,进行生产操控

的公司的后三期经营业绩水平普遍低于未进行生产操控的公司,利用生产操控进行盈余管理的公司是以牺牲公司未来经营能力为代价的^[13]。据此我们推断,为了实现自身利益的最大化,管理层会在最大化自身利益与最大化公司价值之间进行权衡,减少真实活动盈余管理的动机,以实现“共赢”目标。

(二) 内部控制、投资机会集与真实活动盈余管理

第一,投资机会集是提高企业内部控制质量的动力。投资机会代表公司的未来投资或者成长机会的选择权,而选择权是由管理者决定的且其未来价值具有高度的不确定性,未来期权增长水平较高的公司可能会引发更多的信息不对称和代理冲突问题^[14]。与低投资机会的企业相比,在高投资机会的企业中,企业所有者更倾向于进行高质量的内部控制,以适应多变的市场环境,降低相关决策者目标函数的不一致程度,缓解代理冲突、信息不对称等问题。也就是说,与股东等外部利益相关者相比,高投资机会公司的管理者更容易获取更多关于企业投资机会及其未来价值的信息,因此观察或者计量管理者行为变得更加困难,进而加剧了管理者与外部利益相关者之间的信息不对称和代理冲突。而高质量的内部控制可以降低公司内部人和外部人之间的信息不对称程度和代理冲突,有利于降低管理者道德风险,进而降低代理成本^[15]。也就是说,投资机会集高的企业对内部控制质量的提高具有内在动力。

第二,内部控制对盈余管理具有重要的抑制作用。在美国颁布 SOX 法案之后,内部控制与盈余管理之间的关系逐渐成为一个主要研究课题,已有研究的基本结论是高质量的内部控制能够抑制应计盈余管理和真实活动盈余管理。Dechow 等研究发现,在存在盈余管理操纵行为的公司中,公司内部控制制度存在明显的漏洞^[16]。Chtourou 等研究发现,公司的内部控制质量与盈余管理显著相关^[17]。Ashbaugh-Skaife 等认为内部控制制度的安排可以降低经理人做出错误决策的概率以及会计决策选择上的机会主义倾向,从而降低盈余管理程度^[18]。范经华等研究发现,高质量的内部控制能够抑制盈余管理,而且其对应计盈余管理的抑制作用更为显著^[19]。程小可等研究发现,自愿披露内部控制鉴定报告的公司的真实活动盈余管理和应计盈余管理程度更低。然而,以上研究忽略了公司投资机会这一可能给盈余管理进而对企业内部控制治理带来重要影响的成长性因素,因此研究结论难以对拥有不同投资机会公司的决策差异提供更为充分的证据^[20]。

综合以上分析,我们认为内部控制既是企业内部各个控制主体之间维持一种持续均衡利益的契约制度,也是一种维持与各利益相关者之间长期交易关系和利益分配尤其是价值创造的传导机制。也就是说,作为企业内部治理机制,内部控制是实现企业利益相关者之间权力制衡和达成决策共识的基本措施,在投资机会集高的企业中,内部控制能够更好地缓解代理冲突和信息不对称问题,进而降低代理成本。进一步讲,企业内部控制制度的不断完善能够抑制管理层的机会主义行为,从而有利于减少盈余管理行为。据此我们提出本文的研究假设:在其他条件不变的情况下,随着投资机会集的增加,上市公司真实活动盈余管理的动机将显著减弱,在加入内部控制治理机制之后,投资机会集对真实活动盈余管理的减弱效应更为明显。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文以 2007—2012 年沪深 A 股上市公司为初选样本,在剔除了金融类公司、ST 公司和研究期间内相关数据缺失的公司之后,最终得到有效观测值 7106 个。公司的财务数据来源于 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。同时,为了减少异常值对研究结论的影响,本文对所有连续变量进行了上下 5% 水平的 Winsorize 处理,数据处理主要运用 Stata 和 SAS 9.1 软件。

(二) 模型设定

为了检验研究假设, 我们设定以下研究模型。解释变量是投资机会集 (*Ios*) 和内部控制 (*Icid*), 交互项是 *Ios* × *Icid*。根据研究假设, 我们预期投资机会集 (*Ios*) 的符号显著为负, 交互项 *Ios* × *Icid* 的符号显著为正。

$$DREM = \beta_0 + \beta_1 Ios + \beta_2 Icid + \beta_3 Ios \times Icid + \beta_4 age + \beta_5 cfo + \beta_6 soe + \beta_7 score + \beta_8 di + \beta_9 exp + \beta_{10} shr1 + \beta_{11} topf10 + \beta_{12} inv + \beta_{13} cycle + \beta_{14} pro + \beta_{15} growth + \beta_{16} lev + \beta_{17} roa + \beta_{18} loss + \beta_{19} year + \beta_{20} indus + \varepsilon$$

(三) 变量定义

1. 被解释变量

真实活动盈余管理 (*DREM*): 参考 Roychowdhury 对真实活动盈余管理的划分和真实盈余管理程度的度量方法^[5], 我们采用销售操控、生产成本操控和酌量性费用操控的估计模型来计量真实活动盈余管理。

(1) 经营现金流量模型。正常的经营活动现金流与销售额之间存在线性关系^[16]。我们通过模型(1)估计企业当期正常活动的现金流量, 模型的残差项 *Dcfo* 是异常经营活动产生的净现金流量。

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + a_2 \frac{SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + a_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon \tag{1}$$

在模型(1)中, *A_{i,t-1}* 为 *i* 公司第 *t* - 1 年的年末总资产, *CFO_{i,t}* 为 *i* 公司第 *t* 年的经营现金流量, *SALES_{i,t}* 是 *i* 公司第 *t* 年的营业收入, $\Delta SALES_{i,t}$ 是 *i* 公司第 *t* 年的营业收入变化。

(2) 产品成本模型。企业会通过扩大本期产品的生产量来降低单位产品的生产成本, 从而提高本期利润^[5], 产品成本等于销售产品成本加上当年存货变动额。我们用模型(2)估计正常的产品成本, 该模型的残差项 *Dprod* 为异常生产活动的产品成本。

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + a_2 \frac{SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + a_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + a_4 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon \tag{2}$$

在模型(2)中, *PROD_{i,t}* 为 *i* 公司第 *t* 年的产品成本 (销售成本与存货变动之和), $\Delta SALES_{i,t-1}$ 是 *i* 公司第 *t* - 1 年的营业收入变化。

(3) 酌量性费用模型。企业倾向于通过降低可操控的费用项目 (如研发费用、广告费、销售费用等) 来达到提高盈余的目的^[5], 我们利用模型(3)来估计正常的酌量性费用, 模型的残差项 *Ddisexp* 是异常的酌量性费用。

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + a_2 \frac{SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

在模型(3)中, *DISEXP_{i,t}* 为 *i* 公司第 *t* 年的酌量性费用 (销售费用与管理费用之和)。

(4) 真实盈余管理总额模型。由于企业在同时采用上述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, 因此借鉴已有相关研究, 我们将真实盈余管理总额定义为异常产品成本与异常经营现金流量和异常酌量性费用之差, 用模型(4)表示。

$$DREM_{i,t} = Dprod_{i,t} - Dcfo_{i,t} - Ddisexp_{i,t} \tag{4}$$

2. 解释变量

(1) 投资机会集 (*Ios*)。借鉴 Gaver 等的研究成果^[21] 和廖义刚等的计量方法^[2], 我们选择资产市价与账面价值之比 (*MBA*)、每股收益与每股市价之比 (*EP*)、资本性资产投资支出密度 (*RACTCE*)、消除规模影响后销售收入变动的方差 (*VARSALE*) 四个代理变量, 通过主成分分析法来计算投资机会集, 具体方法是: 对上述四个代理变量进行因子分析, 根据因子分析结果提取一个能代表原来四个变量大部分信息的公共因子, 然后用所得到的公共因子得分来表示投资机会集。上述代理变量的具体定义如表 1 所示。

表1 投资机会集的代理变量定义

变量名称	变量定义	计算公式及说明
VARSALE	消除规模影响后销售收入变动的方差	第 $t-6$ 年至第 $t-1$ 年主营业务收入除以期末总资产的方差
RACTCE	资本性支出与总资产账面价值之比	构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以期末总资产的账面价值
MBA	资产市价与账面价值之比	资产市价除以期末总资产的账面价值,其中资产市价 = 流通股股数 \times 股票收盘价 + 非流通股股数 \times 每股净资产 + 负债账面价值
EP	每股收益与每股市价之比	每股收益除以股票价格,股票价格 = 年末收盘价

(2) 内部控制质量 (*Icid*)。我们采用迪博内部控制指数来衡量企业内部控制质量,该指数越大,表示企业内部控制质量越高^①。

3. 控制变量

参考已有研究成果,我们还在模型中控制了其他变量,各变量的具体定义详见表2。

表2 变量定义表

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	真实活动盈余管理	<i>DREM</i>	计量方法见模型(1)至模型(4)
解释变量	投资机会集	<i>Ios</i>	通过因子分析法得到
	内部控制质量	<i>Icid</i>	采用迪博内部控制指数来衡量,该指数越高,说明内部控制越好
控制变量	前十大股东持股比例	<i>topf10</i>	公司前十大股东持股比例
	公司上市年限	<i>age</i>	公司上市年数取自然对数
	营业收入增长率	<i>growth</i>	公司本年营业收入减上一年营业收入再除以上一年营业收入
	资产负债率	<i>lev</i>	期末总负债/期末总资产
	总资产报酬率	<i>roa</i>	税后净利润/总资产
	存货比重	<i>inv</i>	存货/期末总资产
	营业利润率	<i>pro</i>	营业利润/营业收入
	市场化进程	<i>score</i>	樊纲等公布的市场化进程指数
	产权性质	<i>soe</i>	国有企业取值为1,否则取值为0
	经营周期	<i>cycle</i>	存货与应收账款周转天数取自然对数
	经营活动现金流量比重	<i>cfo</i>	经营活动现金流量/期末总资产
	是否亏损	<i>loss</i>	净利润为负取值为1,否则取值为0
	第一大股东持股比例	<i>shr1</i>	公司第一大股东持股比例
	董事会薪酬	<i>di</i>	前三名董事薪酬的自然对数
	高管薪酬	<i>excp</i>	前三名高管薪酬的自然对数
	行业	<i>indus</i>	虚拟变量,根据证监会对制造业的二级分类标准进行分类,用来控制行业因素的影响
	年度	<i>year</i>	虚拟变量,用来控制宏观经济因素的影响

四、实证分析

(一) 主要变量的描述性统计和相关性分析

表3为主要变量的描述性统计结果。由表3可知,*DREM*的均值为0.0034,最小值为-6.2616,最大值为19.7789,说明不同企业的真实活动盈余管理存在较大的差异,进行真实活动盈余管理存在较大空间,这为本研究提供了数据基础。*Ios*的均值为0.0188,最小值-3.2737,最大值4.1721,说明不同企业的投资机会集存在较大差异。*Icid*的均值为6.8852,说明我国内部控制的建设和投资不足,

^①考虑到迪博内部控制指数的数值较大,本文在回归时均作了除以100的处理。

企业内部控制质量普遍偏低。

表4 为主要变量的相关性分析结果。由表4 可知,主要解释变量之间的相关系数都较小,而且我们进一步对自变量进行检验的VIF 值也较好,这表明解释变量之间不存在严重的多重共线性,可以在一个模型中进行回归。真实活动盈余管理和企业投资机会集之间显著负相关,说明投资机会集的增加有助于抑制真实活动盈余管理。真实活动盈余管理和企业内部控制之间显著负相关,说明企业内部控制的建设与完善对于缓解代理冲突、抑制真实活动盈余管理能起到重要作用。内部控制与企业投资机会集之间显著正相关,这初步说明内部控制与投资机会集之间可能存在互补关系。

表3 主要变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	Q1	中位数	Q3	最大值
<i>DREM</i>	0.0034	0.4865	-6.2616	-0.1461	0.0153	0.1674	19.7789
<i>Ios</i>	0.0188	0.4577	-3.2737	-0.2262	0.0058	0.2489	4.1721
<i>Icid</i>	6.8852	1.0155	0.0000	6.5899	6.9265	7.2629	9.9536
<i>age</i>	2.5206	0.4486	0.6931	2.3026	2.6391	2.8332	3.1355
<i>cfo</i>	0.0481	0.0876	-1.0796	0.0036	0.0465	0.0953	0.7713
<i>soe</i>	0.6103	0.4877	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>score</i>	8.8388	2.0800	0.38	7.39	8.93	10.42	11.8
<i>di</i>	13.6748	0.8953	8.0064	13.1278	13.7027	14.2602	17.3929
<i>excp</i>	13.8491	0.7961	10.3079	13.3592	13.8633	14.3751	17.2391
<i>shr1</i>	0.3576	0.1539	0.0362	0.2318	0.3375	0.4721	0.8941
<i>topf10</i>	0.5347	0.1578	0.073	0.4224	0.5386	0.6446	0.9811
<i>inv</i>	0.1902	0.1665	0.0000	0.0783	0.1453	0.2384	0.9426
<i>cycle</i>	5.0256	1.1053	0.9097	4.3516	4.9755	5.6117	11.4972
<i>pro</i>	0.0641	0.3685	-10.8878	0.0164	0.0566	0.1257	13.9709
<i>growth</i>	0.6601	19.8886	-0.9777	-0.0175	0.1294	0.2977	1497.156
<i>lev</i>	0.5084	0.2328	0.0071	0.3625	0.5124	0.6503	5.4225
<i>roa</i>	0.0668	0.8920	-0.9757	0.0329	0.0576	0.0924	2.9395
<i>loss</i>	0.8697	0.2818	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000

表4 主要变量的相关性分析

	<i>DREM</i>	<i>Ios</i>	<i>Icid</i>	<i>age</i>	<i>cfo</i>	<i>soe</i>	<i>score</i>	<i>loss</i>	<i>excp</i>	<i>shr1</i>	<i>roa</i>	<i>inv</i>	<i>cycle</i>	<i>lev</i>	<i>growth</i>
<i>DREM</i>	1.00														
<i>Ios</i>	-0.13 ^c	1.00													
<i>Icid</i>	-0.28 ^c	0.27 ^c	1.00												
<i>age</i>	0.07 ^c	-0.16 ^c	-0.04 ^c	1.00											
<i>cfo</i>	-0.52 ^c	0.13 ^c	0.19 ^c	-0.03 ^c	1.00										
<i>soe</i>	-0.02	0.05 ^c	0.07 ^c	0.28 ^c	0.02 ^b	1.00									
<i>score</i>	0.02 ^b	0.01	0.11 ^c	-0.11 ^a	-0.02 ^a	-0.13 ^c	1.00								
<i>loss</i>	0.19 ^c	-0.22 ^c	-0.54 ^c	0.06 ^c	-0.12 ^c	0.002	-0.05 ^c	1.00							
<i>excp</i>	-0.24 ^c	0.18 ^c	0.40 ^c	-0.04 ^c	0.07 ^c	0.06 ^c	0.27 ^c	-0.18 ^c	1.00						
<i>shr1</i>	-0.03 ^b	0.11 ^c	0.15 ^c	-0.07 ^c	0.05 ^c	0.19 ^c	0.04 ^c	-0.07 ^c	0.05 ^c	1.00					
<i>roa</i>	-0.47 ^c	0.18 ^c	0.51 ^c	-0.09 ^c	0.35 ^c	-0.08 ^c	0.03 ^c	-0.48 ^c	0.28 ^c	0.11 ^c	1.00				
<i>inv</i>	0.26 ^c	-0.17 ^c	0.03 ^c	0.11 ^c	-0.29 ^c	-0.06 ^c	0.08 ^c	-0.04 ^c	0.08 ^c	0.07 ^c	-0.07 ^c	1.00			
<i>cycle</i>	0.19 ^c	-0.23 ^c	-0.11 ^c	-0.01	-0.31 ^c	-0.18 ^c	0.046 ^c	0.026 ^b	-0.04 ^c	-0.06 ^c	-0.13 ^c	0.66 ^c	1.00		
<i>lev</i>	0.20 ^c	0.04 ^c	-0.03 ^c	0.25 ^c	-0.16 ^c	0.16 ^c	-0.06 ^c	0.14 ^c	0.01	0.06 ^c	-0.27 ^c	0.28 ^c	0.04 ^c	1.00	
<i>growth</i>	-0.25 ^c	0.11 ^c	0.24 ^c	-0.04 ^c	0.07 ^c	0.005	-0.05 ^c	-0.21 ^c	0.09 ^c	0.08 ^c	0.33 ^c	0.05 ^c	-0.09 ^c	0.06 ^c	1.00

注:a、b、c 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

(二) 多元回归与结果分析

表5 列示了投资机会集、内部控制与真实活动盈余管理的回归结果。表5 中的(1)是在没有控制内部控制质量(*Icid*)和交互项(*Ios* × *Icid*)情况下的回归结果,投资机会集与真实活动盈余管理在10%的水平上显著负相关,说明随着投资机会集的增加,上市公司真实活动盈余管理的动机显著减弱。也就是说,公司投资机会集的增加可以抑制真实活动盈余管理的动机。表5 中的(2)是在没有控制投资机会集(*Ios*)和交互项(*Ios* × *Icid*)情况下的回归结果,内部控制与真实活动盈余管理在1%水平上显著负相关,这与已有研究所得结论一致。表5 中的(3)中企业投资机会集(*Ios*)的回归系数显著为负,企业内部控制质量(*Icid*)的回归系数也显著为负,但交互项 *Ios* × *Icid* 的回归系数却显著为正,说

明随着投资机会集的增加,高质量的内部控制使得上市公司真实活动盈余管理的动机更弱。也就是说,投资机会集与内部控制在抑制真实活动盈余管理中存在互补效应。以上结果说明本文所提假设得到了验证。

表5 投资机会集、内部控制与真实活动盈余管理的 OLS 回归结果

解释变量	被解释变量 <i>DREM</i>					
	(1)		(2)		(3)	
	估计系数	T 值	估计系数	T 值	估计系数	T 值
<i>Icid</i>			-0.0216 ***	-5.16	-0.0231 ***	-5.43
<i>Ios</i>	-0.0118 *	-1.74			-0.1724 ***	-3.34
<i>Ios × Icid</i>					0.0237 ***	3.22
<i>age</i>	-0.0243 ***	-3.59	-0.0224 ***	-3.32	-0.0239 ***	-3.55
<i>cfo</i>	-1.5409 ***	-38.66	-1.5334 ***	-38.56	-1.5319 ***	-38.52
<i>soe</i>	-0.0285 ***	-5.72	-0.0263 ***	-5.30	-0.0258 ***	-5.22
<i>score</i>	0.0044 ***	3.98	0.0045 ***	4.10	0.0044 ***	4.03
<i>di</i>	-0.0126 **	-2.3	-0.0114 **	-2.09	-0.0112 **	-2.04
<i>excp</i>	-0.0302 ***	-4.66	-0.0258 ***	-3.96	-0.0256 ***	-3.94
<i>shr1</i>	0.0524 **	2.39	0.0548 **	2.50	0.0541 **	2.47
<i>top10</i>	-0.0819 ***	-3.57	-0.0752 ***	-3.27	-0.0722 ***	-3.15
<i>inv</i>	0.4207 ***	16.25	0.4324 ***	16.85	0.4324 ***	16.73
<i>cycle</i>	-0.0407 ***	-9.73	-0.0421 ***	-10.12	-0.0425 ***	-10.19
<i>pro</i>	0.1939 ***	4.77	0.2069 ***	5.15	0.2153 ***	5.33
<i>growth</i>	-0.1421 ***	-12.99	-0.1397 ***	-12.73	-0.1388 ***	-12.65
<i>lev</i>	0.0355 **	2.45	0.0382 ***	2.67	0.0380 ***	2.62
<i>roa</i>	-1.3792 ***	16.21	-1.3222 ***	-15.51	-1.3246 ***	-15.49
<i>loss</i>	-0.0287 ***	-3.27	-0.0479 ***	-5.12	-0.0579 ***	-5.77
Constant	0.9099 ***	14.84	0.9677 ***	15.60	0.9767 ***	15.61
行业/年份	控制		控制		控制	
F 值	227.72 ***		232.13 ***		222.59 ***	
Adj - R ²	0.5470		0.5490		0.5498	
观测值	7106		7106		7106	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。下同。

(三) 基于市场化环境与产权性质的进一步研究

如果将内部控制看作是公司治理的内部机制,那么这个机制作用的有效发挥还有赖于外部治理环境的协同与完善。已有研究表明,市场化程度影响公司行为,而且伴随着政府对公司干预程度的降低、法律约束机制的完善(法制环境好)、产品和要素市场发展程度的提高,市场化程度的影响力将日益增强,企业会进一步提高内部控制质量以应对外部环境变化对企业经营行为和风险管控的挑战^[22-24]。此外,就企业的产权属性来讲,不同产权属性的企业所受到的权属管控和效果具有显著的差异,国有企业在调配资源的能力或权限方面明显优于非国有企业,非国有企业在内部控制建设方面可能会比国有企业“慢半拍”,从而造成非国有控制公司的内部控制质量低于国有控制的公司。由此我们可以推断,随着投资机会集的增加,高质量的内部控制使得上市公司真实活动盈余管理的动机更弱这一结果仅在市场化环境好的地区存在;在市场化环境好的地区,与非国有企业相比,高质量内部控制与真实活动盈余管理之间的负向关系仅在国有企业中较为显著。为了进一步验证上述推断,我们将样本分别划分为市场化环境差的地区和市场化环境好的地区、国有企业和非国有企业来进行实证检验。

表6 为按地区市场化进程划分的分样本回归检验结果。由表6 可见,在市场化环境差的地区,投

资机会集的系数为负但不显著,内部控制的系数显著为负,交互项的系数虽然为正但不显著;在市场化环境好的地区,投资机会集的系数显著为负,内部控制的系数也显著为负,交互项的系数却显著为正。上述结果说明在市场化环境好的地区,随着投资机会集的增加,高质量的内部控制使得上市公司真实活动盈余管理的动机更弱,投资机会集与内部控制在抑制真实活动盈余管理中存在互补效应。

表7为在市场化环境好的地区按产权性质不同划分的分样本回归结果。由表7可见,在非国有企业中,投资机会集的系数为负但不显著,内部控制的系数显著为负,交互项的系数虽然为正但不显著;在国有企业中,投资机会集的系数显著为负,内部控制的系数也显著为负,交互项的系数却显著为正。上述结果说明在市场化环境好的地区,随着投资机会集的增加,与非国有企业相比,高质量内部控制与真实活动盈余管理之间的负向关系仅在国有企业中较为显著。

(四)稳健性检验

为验证本文所得结论的稳健性,我们采用以下几种方式进行了稳健性检验:第一,考虑到随着投资机会集的增加,上市公司真实活动盈余管理的动机减弱可能存在滞后性,因此我们将投资机会集做了滞后一期的处理。第二,借鉴Cohen等的研究成果^[25],我们重新设置了真实活动盈余管理的替代变量DREM,令 $DREM1 = Dprod - Ddisexp$, $DREM2 = -Dcfo - Ddisexp$ 。第三,借鉴Simth和Watts的研究成果^[9],我们以资本性资产投资支出密度(企业资本资产投资支出与资产账面价值之比)作为投资机会集的代理变量。对以上三种情况进行回归所得结果与前文保持一致,这说明本文所得研究结论是比

表6 按地区市场化进程划分的分样本回归结果

解释变量	被解释变量 DREM			
	市场化程度高的样本		市场化程度低的样本	
	估计系数	T 值	估计系数	T 值
<i>Icid</i>	-0.0292***	-4.95	-0.0167***	-2.71
<i>Ios</i>	-0.2086***	-2.71	-0.1105	-1.58
<i>Ios × Icid</i>	0.0306***	2.83	0.0130	1.28
<i>age</i>	-0.0140	-1.50	-0.05045***	-4.88
<i>cfo</i>	-1.5661***	-28.13	-1.4919***	26.22
<i>soe</i>	-0.0129*	-1.82	-0.0473***	-6.76
<i>di</i>	-0.0066	-0.86	-0.0139*	-1.77
<i>excp</i>	-0.0349***	-3.91	-0.0158	-1.62
<i>shr1</i>	0.0409	1.34	0.0609*	1.93
<i>topf10</i>	-0.0498	-1.52	-0.0863***	-2.68
<i>inv</i>	0.4488***	12.18	0.4174***	11.08
<i>cycle</i>	-0.0531***	-8.24	-0.0334***	-6.31
<i>pro</i>	0.3299***	5.85	0.0950*	1.68
<i>growth</i>	-0.1387***	-9.21	-0.1395***	-8.70
<i>lev</i>	0.0345*	1.68	0.0536**	2.53
<i>roa</i>	-1.4717***	-12.36	-1.1654***	-9.74
<i>loss</i>	-0.0649***	-4.36	-0.0532***	-3.94
<i>Constant</i>	1.1518***	12.16	0.8931***	10.38
行业/年份	控制		控制	
F 值	126.13***		114.16***	
Adj-R ²	0.5525		0.5585	
观测值	3787		3319	

表7 在市场化环境好的地区按产权性质划分的分样本回归结果

解释变量	被解释变量 DREM			
	国有企业		非国有企业	
	估计系数	T 值	估计系数	T 值
<i>Icid</i>	-0.0152**	-2.01	-0.0531***	-5.65
<i>Ios</i>	-0.2075**	-2.20	-0.1479	-1.19
<i>Ios × Icid</i>	0.0324**	2.44	0.0193	1.10
<i>age</i>	-0.0003	-0.03	-0.0098	-0.68
<i>cfo</i>	-1.5492***	-21.53	-1.5889***	-18.20
<i>score</i>	0.0069	1.61	0.0059	1.22
<i>di</i>	-0.0038	-0.40	-0.0220*	-1.67
<i>excp</i>	-0.0271**	-2.31	-0.0309**	-2.18
<i>shr1</i>	0.0532	1.27	0.0244	0.53
<i>topf10</i>	-0.0508	-1.12	-0.0534	-1.07
<i>inv</i>	0.4129***	9.16	0.5020***	7.91
<i>cycle</i>	-0.0381***	-5.04	-0.0679***	-5.82
<i>pro</i>	0.2745***	4.13	0.3674***	3.59
<i>growth</i>	-0.1746***	-8.72	-0.1044***	-4.61
<i>lev</i>	0.0419	1.58	-0.0056	-0.17
<i>roa</i>	-1.3734***	-8.58	-1.4847***	-8.23
<i>loss</i>	-0.0265	-1.48	-0.1064***	-4.16
<i>Constant</i>	0.7039***	5.38	1.4914***	9.15
行业/年份	控制		控制	
F 值	94.45***		52.86***	
Adj-R ²	0.5836		0.5467	
观测值	2116		1671	

较可靠和稳健的。

五、研究结论与局限性

本文以 2007—2012 年我国 A 股上市公司为研究样本,实证检验了投资机会集、内部控制以及两者交互作用对真实活动盈余管理的影响,所得结论如下:(1)随着投资机会集的增加,上市公司真实活动盈余管理的动机将显著减弱,说明公司投资机会集的增加可以抑制上市公司真实活动盈余管理的动机。(2)加入内部控制治理机制变量之后,随着投资机会集的增加,高质量的内部控制使得上市公司真实活动盈余管理的动机更弱,说明投资机会集与内部控制在抑制真实活动盈余管理中存在互补效应。(3)在进一步加入市场化进程和产权属性后,投资机会集与内部控制的交互作用对真实活动盈余管理动机的影响只在市场化程度高的地区显著,并且这一效应只在国有上市公司中显著存在。

本文的主要局限性在于:第一,关于投资机会集的衡量问题。投资机会集的衡量方法有直接度量和间接度量两大类,相对而言,直接度量法的结果比较可靠,但是鉴于目前的条件和数据收集的限制,本文只是采用了目前大多文献所使用的间接度量方法,因此如何更为准确地衡量投资机会集尚值得进一步探讨。第二,关于真实盈余管理问题。真实盈余管理存在三种不同的方式(经营现金流量、生产成本、酌量性费用),方式不同,投资机会集与内部控制联合作用的对象就会发生变化,进而表现出不同的影响结果。因为考虑到实践中细分方式的意义不大,而且对实证研究的总体结果不会产生实质性影响,所以本文没有进一步具体区分真实活动盈余管理不同方式所产生的不同后果。

参考文献:

- [1] Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5: 147 - 175.
- [2] 廖义刚, 徐影. 投资机会、高质量审计与盈余的价值相关性[J]. 财经论丛, 2013(4): 88 - 94.
- [3] 谢志明, 易玄, 唐剑丽. 投资机会、审计师选择与盈余管理[J]. 系统工程, 2012(4): 100 - 105.
- [4] 翟华云, 廖宏. 投资机会、审计风险与审计质量研究[J]. 审计与经济研究, 2011(4): 46 - 53.
- [5] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42: 335 - 370.
- [6] 曹国华, 骆连虎. 内部控制、会计师事务所选择与真实盈余管理——基于深市 A 股上市公司的经验证据[J]. 南京审计学院学报, 2015(3): 45 - 52.
- [7] 潘立生, 任国宏, 赵惠芳. 运用投资机会集方法研究公司成长性[J]. 财会月刊, 2010(27): 8 - 11.
- [8] Skinner D J. The investment opportunity set and accounting procedure choice[J]. Journal of Accounting and Economics, 1993, 16: 407 - 445.
- [9] Smith C, Watts R. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32: 263 - 292.
- [10] Albert L N, Kathleen B N, Richard A R Jr. Managerial horizons, accounting choices and informativeness of earnings [R]. Working Paper, 1999.
- [11] 陆正飞, 汤睿. 内部融资能力、外部融资限制与企业投资行为——来自中国制造业上市公司的证据[J]. 会计论坛, 2005(2): 3 - 13.
- [12] 王鲁平, 毛伟平. 财务杠杆、投资机会与公司投资行为——基于制造业上市公司 PanelData 的证据[J]. 管理评论, 2010(11): 99 - 110.
- [13] 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.
- [14] Anderson R C, Mansi S A, Reed D M. Founding family ownership and the agency cost of debt[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68: 263 - 285.

- [15] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31: 405 - 440.
- [16] Dechow P, Hutton A, Sloan R. Cause and consequences of earnings manipulation: an analysis of firm subject to enforcement actions by the SEC[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1996, 13: 1 - 36.
- [17] Chtourou S M, Jean B, Lucie C. Corporate governance and earnings management[J]. *Journal of Financial Economics Volume Courteau*, 2001, 50: 63 - 69.
- [18] Ashbaugh-Skaife H D, Kinney C W, Fond R L. The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47: 1 - 43.
- [19] 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.
- [20] 程小可,郑立东,姚立杰. 内部控制能否抑制真实活动盈余管理? ——兼与应计盈余管理之比较[J]. *中国软科学*, 2013(3): 120 - 131.
- [21] Gaver J J, Gaver K M. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, 16: 125 - 160.
- [22] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. *经济研究*, 2007(12): 82 - 92.
- [23] 辛清泉,谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. *经济研究*, 2009(11): 68 - 81.
- [24] 刘启亮,罗乐,何威风,等. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. *会计研究*, 2012(3): 52 - 61.
- [25] 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, 3: 213 - 220.

[责任编辑:王丽爱]

Investment Opportunity Set, Internal Control and Real Earnings Management

LIN Zhonggao, SUN Li

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243002, China)

Abstract: Taking Chinese A-share listed companies from 2007 to 2012 as samples, this paper makes an empirical research on the influence of investment opportunity set, internal control and their interaction on real earnings management. The results show that the motivation of real earnings management will significantly diminish with the increase of investment opportunity set. Taking the effect of internal control mechanism into account, the inhibitory effect is more obviously. After the process of marketization and property rights, the influence of the interaction between the investment opportunity set and the internal control on real earnings management is significant, especially in the areas with high process of marketization and the state-owned companies.

Key Words: investment opportunity set; internal control; real earnings management; process of marketization; accrued earnings management; cash flow; corporate governance