

真实盈余管理对企业未来经营绩效影响的实证研究

马广奇, 韩 洋

(陕西科技大学 经济与管理学院, 陕西 西安 710021)

[摘要] 基于我国 A 股上市公司 2008—2015 年的财务数据, 实证考察真实盈余管理行为对其后四个会计年度财务绩效和市场绩效的影响, 并进一步探究真实盈余管理的不同手段对企业经营绩效的作用, 结果表明, 真实盈余管理会显著降低企业未来的财务绩效和市场绩效, 且这种降低程度在逐年减弱。相较于市场绩效, 在长期内真实盈余管理对财务绩效的负向影响更持久。从真实盈余管理的具体方式来看, 销售操控、费用操控和生产操控都会降低企业后期的财务绩效和市场绩效, 对财务绩效的降低作用更明显。三种方式中, 销售操控在长期内对企业经营绩效的负向作用最大。

[关键词] 真实盈余管理; 应计盈余管理; 财务绩效; 市场绩效; 销售操控; 费用操控; 生产操控; 企业经营绩效

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2017)05-0035-13

近年来, 真实盈余管理已成为会计界研究的热点议题, 而理论界对该行为所产生的经济后果尚未形成定论。真实盈余管理通过安排交易的发生和对交易方式的选择来操纵利润, 人们很难把它与正常的经营活动区别开来, 因此相对于应计盈余管理, 这种方式更为隐蔽。随着行业监管的不断强化, 企业越来越倾向于构造真实交易活动来操控会计盈余, 在此背景下, 研究真实盈余管理的经济后果具有十分重要的现实意义。一方面, 真实盈余管理在短期内可能会使企业的收益水平平稳化, 起到增强股民信心、稳定股价的效果, 而且, 在企业面临“戴帽”、破产等特殊情况下, 管理者采用真实盈余管理可能会减少或避免产生一系列不必要的诉讼或其他资本成本, 帮助企业渡过难关, 使其未来经营得更好; 另一方面, 真实盈余管理会“美化”财务报表, 降低会计信息质量, 不利于投资者正确决策, 最终会影响资源配置, 降低企业的经营绩效。

因此, 关于真实盈余管理与企业经营绩效之间的关系值得进一步探究。真实盈余管理是否会降低企业的财务业绩? 是否会损害企业价值? 它常见的三种方式——销售操控、费用操控和生产操控对企业经营绩效的影响程度又如何? 目前学者对这些问题并未达成统一共识, 本文将对此展开深入研究。

一、文献回顾

虽然 Schipper 于 1989 年首次提出了真实盈余管理的概念^[1], 但是此后理论界关于盈余管理的研究仍主要偏重于应计盈余管理。直到 2006 年, 在 Roychowdhury 系统提出真实盈余管理的实证模型后^[2], 学术界才基于此展开大量实证研究。到目前为止, 国内外学者对真实盈余管理的研究大多集中于其存在性、动机和手段方面, 而关于真实盈余管理对企业未来经营绩效影响方面的研究还比较缺乏且不具有系统性, 尚未达成共识。目前, 国内外学者在真实盈余管理的经济后果方面主要持两种观点。

一种观点是认为真实盈余管理会降低企业的经营业绩, 众多学者对此进行了论证。

[收稿日期] 2017-05-19

[基金项目] 2016 年国家社会科学基金项目(16BJY180)

[作者简介] 马广奇(1964—), 男, 陕西合阳人, 陕西科技大学经济与管理学院院长, 教授, 博士生导师, 博士, 主要研究方向为金融理论与财务会计等; 韩洋(1993—), 女, 山西长治人, 陕西科技大学经济与管理学院硕士生, 主要研究方向为金融会计。

在国外,Gunny 较早证实了真实盈余管理对企业长期业绩的负面影响,他发现进行了真实活动操纵行为的企业在随后的会计年度内会计盈余和经营活动现金流会显著较低^[3]。Cohen 等研究了股票增发前后企业财务绩效的变化,发现真实盈余管理会导致企业后期资产回报率(ROA)的大幅度下降^[4]。Mizik 的研究结果表明,对于管理者通过削减研发、营销费用进而提高当期利润的行为,市场在短期内不能及时识别,但该行为在长期内会对企业价值造成严重的不利影响^[5]。Zhao 等认为企业的真实盈余管理行为通常会与较低的未来业绩水平相联系^[6]。较新的成果是 Kothari 等的研究,他们探究了盈余管理在企业股权再融资(SEO)前后扮演的角色,发现 SEO 公司在进行真实盈余管理行为后会有较差的股市表现,尤其对于那些通过减少研发费和销售费用的公司来说,市场绩效下降得更明显^[7]。

在国内,由于我国资本市场起步较晚,因此对盈余管理与企业绩效两者关系的研究相较于国外也比较晚,而关于真实盈余管理对企业未来经营绩效的影响,近几年才开始成为国内学术界的研究热点。李彬等以我国 A 股上市公司为研究对象,从真实盈余管理角度出发,采用“配对样本分析法”先后对比研究了生产操控、费用操控及销售操控样本公司的财务业绩,发现公司在实施以上三种行为之后的三年内均会表现出较低的资产回报率(ROA)和经营活动现金流量资产比(CFOA),这个结果表明真实盈余管理会降低企业未来的财务绩效,产生严重的经济后果^[8-10]。顾鸣润等研究发现,相对于应计盈余管理,上市公司 IPO 前的真实盈余管理行为对公司上市后业绩的负面影响大,且真实交易活动往往是造成 IPO 公司上市后业绩下滑的一个重要原因^[11]。林永坚等实证研究了微盈公司的真实盈余管理行为,发现微盈公司为提高当期利润,会实施应计项目操纵和真实盈余管理行为,且真实盈余管理会显著降低公司后期的经营业绩^[12]。肖淑芳等发现管理者会通过真实盈余管理活动来打压企业行权考核基期的经营业绩,导致股权激励计划缺乏激励性,从而对企业价值产生负面影响^[13]。王福胜等对比分析了应计盈余管理与真实盈余管理对企业未来业绩的影响,发现两种方式都会降低企业业绩,真实盈余管理对长期业绩的负向影响更大^[14]。陈沉等从动态角度分析了管理层控制权与真实盈余管理的关系,结果显示赋予管理者更大的控制权会增加真实盈余管理行为发生的可能性,进而损害利益相关者的合法权益,给企业未来的财务业绩带来长期负面后果^[15]。

另一种观点则认为真实盈余管理可以向资本市场传递一种利好信息,有利于提升企业业绩,持该种观点的学者占少数。

境外学者 Gunny 发现,微盈公司实施真实盈余管理可以改善企业的外部环境,加强与利益相关者之间的关系,由此带来的积极作用可以抵消真实盈余管理导致的不利影响,使公司未来经营得更好^[16]。Taylor 等的研究表明,进行了真实交易活动的企业,其未来经营业绩并未出现显著下降的情况^[17]。Chen 等研究了企业不同动机驱动下的盈余管理行为,发现为迎合分析师的预测,企业会实施真实盈余管理或应计盈余管理行为,且利用真实盈余管理达到分析师预测目标的企业在后期会表现出更好的经营业绩;同时,相较于未实施盈余管理行为的企业,实施真实盈余管理的企业并未显示出较差的未来业绩,这说明真实盈余管理在某种程度上可以向市场传递公司发展的利好信号^[18]。

境内较早的成果是宁亚平的研究,他认为真实盈余管理可以减少或避免巨额交易、融资成本的产生,使企业获得边际收益,进而提高经营绩效^[19]。蔡春等发现,濒临破产的企业若实施真实盈余管理行为则会极大改善当前的经营状况,使企业未来发展得更好^[20]。张斌成等研究了盈余管理程度对公司价值的影响,认为公司若较高程度地利用衍生性金融商品进行真实盈余管理,则会对公司价值产生正面影响,而较高程度地运用应计项目管理则会对公司价值造成不利影响^[21]。较新的进展是罗琦等的成果,他们认为真实盈余管理可以向市场传递信号,提高投资者对公司未来现金流水平和经营业绩的预期^[22]。

综上所述,境内外学者对真实盈余管理经济后果的研究大多基于资本市场动机的角度,通过IPO、SEO、避亏等动机间接研究真实盈余管理对企业未来绩效的影响,直接研究两者关系的文献较少,且研究结论不一。此外,在企业经营绩效方面,考察真实盈余管理对企业财务绩效影响方面的成果较多,对市场绩效影响方面的文章较为缺乏。鉴于此,本文以我国A股上市公司为研究样本,直接探究真实盈余管理及其方式对企业财务绩效、市场绩效的影响作用,以期进一步丰富和深化真实盈余管理经济后果方面的研究,进而有助于利益相关者了解和甄别企业的真实盈余管理行为,为其应对管理者的机会主义行为及进行合理决策提供参考。

二、理论分析与研究假说

真实盈余管理与企业正常的生产经营活动不同:正常的生产经营决策以企业利益相关者的利益最大化为目标,追求企业的健康可持续发展;而真实盈余管理则违背了正常的经营惯例,以企业未来的业绩为代价,通过改变真实交易活动的时间或结构来粉饰、操控当期利润,以满足投资者、债权人、分析师等利益相关者的盈余要求,使他们相信企业通过正常的生产经营活动达到了预期利润目标。真实盈余管理是一种谋求个人私利的机会主义行为,而且该行为会降低会计信息的准确性,使得财务报告不能公允地反映出企业真实的经营状况,从而误导利益相关者进行决策,长期下去定然会削弱投资者信心、损毁企业信誉,最终导致企业财务业绩和市场价值的下降。基于此,本文提出假说1。

假说1:真实盈余管理会降低企业未来的财务绩效和市场绩效。

销售操控是指企业通过提供短期的价格折扣、放宽信用条件等方式来增加产品的销售量,进而提高当期盈余。由于在一定时期内消费者的需求量是一定的,当期销量的上升一定会造成后期销量的下降,而且价格折扣会使消费者产生心理预期,认为这种促销行为具有持续性,因此当后期价格回升后,反而会带来销量的更大幅度下降。同时,企业提供价格折扣还会降低“折扣部分”产品的单位现金流,带来更低的边际销售收入。许多制造业公司的管理者为实现当期收益目标,会在报告期末针对不易腐坏的商品提供一定的价格折扣,通过加大促销力度的方式来刺激消费者增加对不易腐坏商品的购买量,以此来提高公司的当期利润,而该利润的提高并不能传递当期经营业绩变好的信号,它只是公司未来销售收入的一个提前和转移,会直接导致公司未来业绩的下降^[23]。此外,提供更为宽松的信用条件也是企业常用的一种销售操控手段,比如多数汽车企业在销售汽车时通常会为消费者提供一年期的零息贷款政策。管理者在正常经营环境下适当放宽信贷条件也许可以起到增加销量的作用,但信用期间如果过长,会大大增加企业应收账款的坏账损失和机会成本,影响企业后期业绩的增长。由此可见,销售操控只是刺激了消费者的当期购买需求,虽能带来短期利润的增加,却不具有持续性,从长期看势必会导致企业财务绩效和市场绩效的下降。基于此,本文提出假说2。

假说2:销售操控对企业未来的财务绩效和市场绩效有负面影响。

费用操控是指管理当局通过减少酌量性费用(如广告费、员工培训费和研发费等决策费用)的支出来提高当期利润。广告费是企业宣传推广新产品、开拓新市场的必要支出,它的大幅降低会减弱甚至消除产品在消费者心目中的良好印象和影响力,使产品面临被淘汰出局的风险。大多数企业在产品面世后的前期不惜斥“巨资”投入大量广告费用来增强公众对本企业产品的熟知度和认可度。员工培训费是增强员工职业素质、技术和能力进而提高企业生产效率的主要开支,它的异常减少可能会增加产品成本,降低产品质量和员工工作的积极性,不利于企业的长远发展。研发费用是企业核心竞争力的一个重要衡量指标,它的异常减少更是会直接降低新产品、新技术的开发力度,阻碍产品更新换代和技术革新的正常进程,从而降低产品的市场份额和竞争地位,削弱企业未来的成长、营运和盈利能力。在某些情况下,合理、适度地削减酌量性费用可能是管理者基于企业健康发展的目的而做出的最优决策,但如果企业在正常经营状态下仍异常地大幅削减当期广告费、员工培训费和研发费等决

策费用,就表明企业明显通过费用操控这种方式进行了真实盈余管理行为,具体表现为企业的当期账面上显示出酌量性费用异常低和会计盈余显著增加。该行为以牺牲企业长远经营利益为代价来换取短期账面盈余的增加,是一种治标不治本的短视行为,会对企业后期的财务绩效和市场绩效造成严重的不利影响。基于此,本文提出假说3。

假说3:费用操控对企业未来的财务绩效和市场绩效有负面影响。

生产操控是指企业通过使用过度生产的方式来降低产品的单位固定成本,进而通过规模效应来降低销售成本、提高边际收益,以此增加企业的当期盈余。由于企业的固定成本支出是一定的,生产量的大幅提高会摊销产品的总生产成本,尤其对于制造业而言,固定成本占据很大比例,因此制造业公司常常会利用超量生产的方式来增加当期的会计报表利润。但大规模过量生产的产品是企业预期销售之外的产品,不在正常的销售计划内,并且生产量远远超出特定时期内消费者对该产品的需求量,这样势必会造成库存商品的大量积压,导致存货持有成本的增加。从理论上来看,只要企业“当期”单位固定成本的减少量大于“当期”其他单位成本的增加量,就说明管理者达到了增加“当期”利润的目的。但过度生产的产品不仅会增加“当期”的存货持有成本,而且会造成企业“未来”持有成本和存货减值准备的增加,在技术革新日新月异、产品更新换代频繁的当今社会,过量生产的产品在未来市场中的竞争力必然会减弱甚至消失。同时,存货的大量囤积也会占用企业资金,影响资本的合理有效配置,对企业未来的财务绩效和市场绩效造成一个负面冲击。可见生产操控是一种机会主义行为,会对企业未来的发展产生不利影响。基于此,本文提出假说4。

假说4:生产操控对企业未来的财务绩效和市场绩效有负面影响。

在真实盈余管理的三种方式中,费用操控通过减少研发费、员工培训费和广告费等管理者可自由裁决的费用支出来提高当期盈余,这些决策费用的支出一般与企业未来经营业绩的增加相挂钩,当其异常减少时,由此产生的不良经济后果在短期内可能显现不出来,因此管理者为实现其报告期盈余目标,会有很大动力去实施费用操控行为,但从长期来看该行为会严重损害企业的经营绩效。研发费用的投入比例在很大程度上反映出企业创新能力的强弱,是企业研发新产品、开发新技术进而保持其核心竞争力的必要支出,当年研发费用投入越多,来年企业的创新绩效就会越高;员工培训费又是提升员工技能、提高生产效率及产品质量的重要开支;而企业推广宣传产品、抢占市场份额也必须投入大量的广告费用。由于这些决策费用的支出是企业实现可持续发展的重要基础,对企业的长期健康发展有显著的正向推动作用,当管理者为了弥补当前经营绩效的漏洞而去异常减少此类费用的开支时,无异于饮鸩止渴,在长期内必然会造成企业核心技术的减弱和市场竞争力的降低,导致企业市场份额的下降甚至丢失。因此,相对于销售操控和生产操控,费用操控在长期内对企业经营绩效的负面影响可能会更大更明显一些。基于此,本文提出假说5。

假说5:真实盈余管理的三种方式中,费用操控在长期内对企业未来财务绩效和市场绩效的负面影响程度最大。

三、研究设计

(一) 样本选择

2007年我国开始实施新会计准则,考虑到新准则可能带来的追溯调整等不确定问题,并且真实盈余管理测度需要取得报告期前两年的数据,因此,为避开2007年数据对研究结果准确性的影响,本文采集了2008—2015年样本公司的财务数据。此外,为避免企业的波动性,我们选取2008年12月31日之前在沪深证券交易所上市的A股公司作为研究样本。在样本筛选过程中,根据2012年证监会公布的行业分类索引,借鉴Roychowdhury构建的真实盈余管理模型^[2],我们首先剔除行业公司数不足15家的9个行业,同时,剔除金融类、ST、*ST、PT类、数据明显错误或严重缺失类的样本公司,

最终得到 1060 家 A 股上市公司作为有效样本。由于本文需要对真实盈余管理实施年度未来四期的经营绩效进行分析,因此选取 2010 年、2011 年两年的真实盈余管理企业作为基期样本,研究其后 1~4 年(涉及 2011~2015 年)内财务绩效与市场绩效的表现情况。所有数据来自锐思数据库和国泰安数据库,采用 Stata12、Excel 对数据进行处理。

(二) 模型设计及变量定义

1. 真实盈余管理的测度

本文借鉴 Roychowdhury 的研究^[2],分别采用模型(1)~(3)分行业、分年度进行回归,并求出每个样本公司的残差项,以此代表公司的销售操控($RCFO$)、费用操控($RDISEXP$)和生产操控($RPROD$)水平。若 $RCFO < 0$ 、 $RDISEXP < 0$ 或 $RPROD > 0$,则分别代表企业进行了销售操控、费用操控或生产操控行为,且三者的绝对值越大,即 $RCFO$ 、 $RDISEXP$ 值越小或 $RPROD$ 值越大,表明操控程度越高。

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + u_{i,t} \quad (1)$$

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + u_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \times \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \times \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + u_{i,t} \quad (3)$$

其中, $CFO_{i,t}$ 、 $DISEXP_{i,t}$ 、 $PROD_{i,t}$ 分别代表公司 i 在 t 年的经营现金流、酌量性费用和产品成本。由于我国上市公司财务报表不单独列示研发费和广告费,而是将其归类于销售费用和管理费用,因此,本文以销售、管理费用之和来近似替代企业的酌量性费用,产品成本等于已售产品成本与存货变动额之和。 $S_{i,t}$ 、 $\Delta S_{i,t}$ 分别代表公司 i 在 t 年的主营业务收入、主营业务收入变化量, $A_{i,t-1}$ 表示 $t-1$ 年的总资产。

上市公司在进行真实盈余管理时,有可能同时采用生产操控、销售操控和费用操控三种方式,表现出更高的异常生产成本、更低的异常经营现金净流量和异常酌量性费用,因此我们用以下公式来定义真实盈余管理总量(REM):

$$REM_{i,t} = RPROD_{i,t} - RCFO_{i,t} - RDISEXP_{i,t} \quad (4)$$

若 REM 大于 0,则说明企业通过真实盈余管理行为向上调高了利润;若 REM 小于 0,则说明企业通过真实盈余管理行为向下调低了利润。 REM 的绝对值越大,表明真实盈余管理的程度越高。

2. 应计盈余管理的测度

为控制应计盈余管理对经营业绩的影响,本文引入应计盈余管理变量,并采用国内外学者公认的修正 Jones 模型来对其进行度量。运用下述模型(5)分行业、分年度进行回归,并求出各样本公司的残差项,以此来表示可操控应计利润,即应计盈余管理水平(DA):

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{\Delta S_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \times \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + u_{i,t} \quad (5)$$

其中, $TA_{i,t}$ 表示第 i 家公司在 t 年的总应计利润,等于净利润减去经营现金净流量。 $\Delta S_{i,t}$ 、 $\Delta REC_{i,t}$ 、 $PPE_{i,t}$ 分别代表公司 i 在 t 年的主营业务收入变化量、应收账款净额变化量和固定资产净额。

3. 真实盈余管理对企业经营绩效的影响

企业的经营绩效包括财务绩效与市场绩效。财务绩效反映了企业自身的财务业绩表现,通常用总资产回报率(ROA)来衡量;市场绩效是证券市场对企业发展能力、盈利能力及公司价值等各方面的综合评估,常用托宾 Q 值来反映。本文以 ROA 、托宾 Q 值为被解释变量,分别构建真实盈余管理对企业财务绩效和市场绩效影响的实证模型,具体如下:

$$ROA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times REM_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times$$

$$EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (6)$$

$$ROA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times RCFO_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (7)$$

$$ROA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times RDISEXP_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (8)$$

$$ROA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times RPROD_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (9)$$

$$TQ_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times REM_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (10)$$

$$TQ_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times RCFO_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (11)$$

$$TQ_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times RDISEXP_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (12)$$

$$TQ_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times RPROD_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (13)$$

模型(6)一(9)分别表示真实盈余管理总量、销售操控、费用操控及生产操控对企业财务绩效的影响,模型(10)一(13)代表真实盈余管理各变量对市场绩效的影响。其中, $ROA_{i,t+j}$ 、 $TQ_{i,t+j}$ 分别表示真实盈余管理企业后续第 j 个年度的总资产回报率和托宾 Q 值, $j=1,2,3,4$ 。此外,本文借鉴国内外学者的研究经验,引入若干控制变量来提高模型的准确性: $DA_{i,t}$ 代表企业的应计盈余管理水平,引入该变量用以控制应计项目管理对经营绩效的影响; $ROA_{i,t}$ 用以控制企业经营绩效的时间序列影响; $GROWTH_{i,t}$ 、 $LnA_{i,t}$ 、 $LEV_{i,t}$ 、 $EPS_{i,t}$ 、 $OWC5_{i,t}$ 分别表示企业 i 在 t 年的成长性、公司规模、偿债能力、每股收益及股权集中度,引入这些变量用以控制企业的一些主要特征对经营绩效的影响作用。模型(6)一(13)主要考察真实盈余管理变量的系数 β_1 ,若 β_1 显著小于 0,说明真实盈余管理会对企业后期的经营绩效产生负面影响。

4. 真实盈余管理企业与其配对样本对经营绩效影响的比较

在模型(6)和模型(10)中, $REM_{i,t}$ 是由模型(4)直接计算出的数值,该数值的大小直接代表了真实盈余管理的程度。为提高真实盈余管理年度样本的精准性,本文进一步细化真实盈余管理企业的范围,参考李彬的“配对样本比较法”^[8],将模型(4)计算出来的 REM 值采用四分位法划分,取第一分位($REM > 0.14706$,共计 530 个年度样本)表示真实盈余管理样本企业。对于其配对样本,我们则按以下两个步骤进行选取:首先取 REM 第四分位内数值($REM < -0.09527$);其次要求选取的配对样本与真实盈余管理样本企业处于同一年份、同一行业。经筛选,共得到 530 个年度配对样本,与原样本一一对应。本文分别构建如下两个模型来直接对比真实盈余管理企业与其配对样本对后期财务绩效、市场绩效的影响:

$$ROA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times SP_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (14)$$

$$TQ_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \times SP_{i,t} + \beta_2 \times DA_{i,t} + \beta_3 \times ROA_{i,t} + \beta_4 \times GROWTH_{i,t} + \beta_5 \times LnA_{i,t} + \beta_6 \times LEV_{i,t} + \beta_7 \times EPS_{i,t} + \beta_8 \times OWC5_{i,t} \quad (15)$$

其中,虚拟变量 SP 表示企业是否实施了真实盈余管理行为,当企业是真实盈余管理年度样本时, SP 取 1;当企业是配对样本时, SP 取 0。其他控制变量解释同上。在这两个模型中,若 β_1 显著小于 0,则表明真实盈余管理企业在后期会表现出较差的经营绩效。

上述模型中出现的主要变量定义如表 1 所示。

表1 研究变量的定义

变量种类	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	财务绩效	ROA	总资产收益率
	市场绩效	TQ	近似的托宾 Q 值 = (股票市值 + 净债务) / 有形资产现行价值
解释变量	真实盈余管理	REM	REM = RPROD - RCFO - RDISEXP, 表示真实盈余管理总量
	销售操控	RCFO	销售操控水平, 即异常经营现金净流量
	费用操控	RDISEXP	费用操控水平, 即异常酌量性费用
	生产操控	RPROD	生产操控水平, 即异常生产成本
	虚拟变量	SP	当年度样本存在明显的真实盈余管理行为时取值为 1, 否则为 0
控制变量	应计盈余管理水平	DA	可操控应计利润
	公司成长性	GROWTH	销售收入增长率
	公司规模	LnA	期末总资产的自然对数
	公司偿债能力	LEV	资产负债率
	每股收益	EPS	EPS = 期末净利润 / 期末股份总数
	股权集中度	OWC5	公司前五大股东持股比例之和

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计结果

表 2 列示了各连续性变量的描述性统计结果, 可以看出, 样本公司考察期的财务绩效 (ROA)、市场绩效 (TQ) 的均值及中位数都大于 0, 表明我国 A 股上市公司在 2010—2015 年的整体盈利状况较好。进一步观察可知, 样本公司在基期随后的四年内 ROA 呈下降趋势, TQ 呈现出先降后升的迹象。真实盈余管理总量 (REM) 的均值、中位数分别是 0.0173、0.0236, 应计盈余管理总量 (DA) 的均值、中位数分别是 0.0116、0.0023, 并且 REM 的均值和中位数均大于 DA, 一方面说明上市公司可能会同时采用两种盈余管理方式来实现其利润目标, 另一方面表明企业真实盈余管理的程度要大于应计项目管理。观察真实盈余管理的三种方式可看出, 异常现金流 (RCFO)、异常酌量性费用 (RDISEXP) 的均值和中位数均小于 0, 说明上市公司会采用销售操控、费用操控的方式来调高盈余。异常生产成本 (RPROD) 的均值和中位数分别是 0.0052、0.0088, 表明企业也会通过生产操控来调节利润。此外, 上市公司的成长性水平 (GROWTH) 的均值为 0.2505, 偿债能力水平 (LEV) 的均值为 0.5059, 每股收益水平 (EPS) 的均值为 0.3778, 前五大股东持股平均水平 (OWC5) 为 0.4899。

表2 变量的描述性统计

变量	样本个数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
ROA	2120	0.0495	0.0406	0.0608	-0.3312	0.6286
ROA1	2120	0.0414	0.0335	0.0611	-0.3312	0.6286
ROA 2	2120	0.0343	0.0286	0.0594	-0.4484	0.5166
ROA 3	2120	0.0327	0.0267	0.0611	-0.6448	0.5032
ROA 4	2120	0.0293	0.0243	0.0599	-0.6448	0.4636
TQ1	2120	2.0815	1.6329	1.3734	0.7464	15.8816
TQ2	2120	2.0582	1.5876	1.4255	0.7371	15.5430
TQ3	2120	2.3017	1.7864	1.7051	0.7371	22.1314
TQ4	2120	3.0445	2.1812	2.8348	0.8088	38.3314
RCFO	2120	-0.0107	-0.0082	0.1237	-1.7267	0.9957
RDISEXP	2120	-0.0015	-0.0063	0.0915	-0.4986	1.1705
RPROD	2120	0.0052	0.0088	0.1737	-1.6018	1.8615
REM	2120	0.0173	0.0236	0.2850	-2.1337	3.3572
DA	2120	0.0116	0.0023	0.1014	-0.9458	1.4114
GROWTH	2120	0.2505	0.1921	0.4604	-0.9758	7.7805
LnA	2120	21.9315	21.8288	1.1790	18.3668	26.8513
LEV	2120	0.5059	0.5189	0.1955	0.0222	1.2266
EPS	2120	0.3778	0.2696	0.5122	-1.7800	8.4400
OWC5	2120	0.4899	0.4945	0.1551	0.0950	0.9223

(二) 相关性分析

表 3 报告了变量间的 Pearson 相关性检验结果。从表 3 可以看出, 异常现金流 (RCFO) 与异常操纵性费用 (RDISEXP) 在 1% 水平下显著正相关, 与异常生产成本 (RPROD) 在 1% 水平下显著负相关, 且异常操纵性费用与异常生产成本在 1% 水平下显著负相关, 表明上市公司会同时采用销售操控、费用操控和生产操控这三种方式来调节利润。应计盈余管理 (DA) 与异常现金流在 1% 水平下显著负相关, 与异常生产成本、真实盈余管理总量 (REM) 显著负相关, 表示管理者可能会同时使用操控真实交易活动和调节应计项目两种方式来调节盈余管理。进一步分析可知, 相关系数绝对值超过 0.5 的有 5 组数值, 即: REM 与 RCFO、RDISEXP、RPROD 的相关系数, 分别为 -0.71、-0.50、0.87; DA 与

RCFO 的相关系数,为 -0.69 ; *ROA* 与 *EPS* 的相关系数,为 0.68 。而 *REM*、*RCFO*、*RDISEXP*、*RPROD* 不会同时出现在同一模型中,因此不用考虑它们之间的共线性问题。同时,本文在回归模型之后进行了多重共线性检验,发现各变量的 *VIF* 值均小于 3 ,表明模型不存在严重的多重共线性问题。

表 3 Pearson 皮尔森相关系数

变量	<i>RCFO</i>	<i>RDISEXP</i>	<i>RPROD</i>	<i>REM</i>	<i>DA</i>	<i>ROA</i>	<i>GROWTH</i>	<i>LnA</i>	<i>LEV</i>	<i>EPS</i>
<i>RDISEXP</i>	0.06 ***									
<i>RPROD</i>	-0.42 ***	-0.26 ***								
<i>REM</i>	-0.71 ***	-0.50 ***	0.87 ***							
<i>DA</i>	-0.69 ***	-0.03	0.17 ***	0.41 ***						
<i>ROA</i>	0.21 ***	0.12 ***	-0.27 ***	-0.29 ***	0.16 ***					
<i>GROWTH</i>	-0.04	0.03	-0.03	-0.01	0.08 ***	0.14 ***				
<i>LnA</i>	0.09 ***	0.17 ***	0.03	-0.07 ***	0.003	0.07 ***	0.03			
<i>LEV</i>	-0.11 ***	0.01	0.18 ***	0.16 ***	-0.05 **	-0.40 ***	0.07 ***	0.39 ***		
<i>EPS</i>	0.18 ***	0.12 ***	-0.18 ***	-0.23 ***	0.10 ***	0.68 ***	0.12 ***	0.34 ***	-0.10 ***	
<i>OWC5</i>	0.03	0.07 ***	-0.01	-0.04 *	0.04 *	0.21 ***	0.05 **	0.22 ***	0.01	0.23 ***

注: *、**、*** 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平。下同。

(三) 回归结果及分析

本文运用 Stata12 进行多元回归分析,对模型(6)一(15)分别采用了混合多元回归模型、随机效应模型及固定效应模型检验,最终均选定固定效应模型。具体的回归结果如表 4 至表 9 所示。

表 4 真实盈余管理总量对企业未来经营绩效的影响

变量	(1) <i>ROA1</i>	(2) <i>ROA2</i>	(3) <i>ROA3</i>	(4) <i>ROA4</i>	(5) <i>TQ1</i>	(6) <i>TQ2</i>	(7) <i>TQ3</i>	(8) <i>TQ4</i>
<i>REM</i>	-0.037 *** (-5.40)	-0.031 *** (-6.42)	-0.030 *** (-5.63)	-0.016 *** (-2.90)	-0.074 (-0.72)	-0.427 *** (-3.89)	-0.271 ** (-2.14)	-0.155 (-0.66)
<i>DA</i>	0.018 (1.33)	0.009 (0.72)	0.041 *** (3.18)	-0.018 (-1.34)	0.386 * (1.83)	0.261 (1.01)	0.252 (0.86)	-0.248 (-0.43)
<i>ROA</i>	-0.402 *** (-9.81)	0.330 *** (10.87)	0.210 *** (6.42)	0.169 *** (5.06)	1.004 (1.61)	1.455 ** (2.13)	-0.548 (-0.70)	-2.784 * (-1.90)
<i>GROWTH</i>	0.006 *** (2.59)	-0.003 (-1.44)	-0.004 * (-1.88)	-0.005 ** (-2.21)	0.136 *** (3.96)	-0.059 (-1.28)	-0.075 (-1.47)	-0.029 (-0.27)
<i>LnA</i>	-0.029 *** (-5.82)	-0.004 *** (-2.67)	-0.003 * (-1.83)	-0.004 *** (-2.98)	-1.122 *** (-14.68)	-0.525 *** (-15.99)	-0.589 *** (-14.74)	-0.974 *** (-14.82)
<i>LEV</i>	0.075 *** (4.22)	-0.009 (-1.19)	-0.031 *** (-3.53)	-0.030 *** (-3.40)	0.949 *** (3.48)	-0.523 *** (-2.73)	-0.927 *** (-4.04)	-1.576 *** (-4.02)
<i>EPS</i>	-0.014 ** (-2.51)	0.002 (0.71)	0.003 (0.89)	0.003 (0.87)	0.034 (0.41)	-0.058 (-0.72)	0.078 (0.84)	-0.029 (-0.17)
<i>OWC5</i>	0.089 *** (3.23)	0.019 ** (2.15)	0.021 ** (2.22)	0.034 *** (3.52)	0.166 (0.39)	0.357 (1.64)	0.010 (0.38)	0.074 (0.17)
_cons	0.622 *** (5.67)	0.091 *** (3.37)	0.086 *** (2.87)	0.115 *** (3.86)	26.03 *** (15.53)	13.62 *** (20.16)	15.66 *** (18.95)	25.33 *** (18.80)
N	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120
R ²	0.261	0.284	0.1887	0.279	0.216	0.279	0.265	0.234
Adj-R ²	-0.488	0.282	0.1857	0.276	-0.580	0.276	0.262	0.231
F	46.464	104.799	61.390	101.880	36.123	101.880	95.051	80.491

注:括号内为 t 统计量。下同。

1. 真实盈余管理对企业经营绩效影响的实证分析

表 4 列示了模型(6)及模型(10)的回归结果,分别检验了真实盈余管理对企业未来四个会计年度财务绩效和市场绩效的影响。从列(1)至列(4)可看出,真实盈余管理(*REM*)的系数分别为 -0.037 、 -0.031 、 -0.030 和 -0.016 ,均在 1% 的水平下显著,并且系数的绝对值在逐年递减,说明真实盈余管理行为对企业未来四年的财务绩效有显著的负面影响,且影响程度在逐年减弱;当被解释变量为市场绩效时,列(5)至列(8)中 *REM* 的系数值分别为 -0.074 、 -0.427 、 -0.271 和 -0.155 ,其中第 1 年、第 4 年的

系数不显著,第2年、第3年的系数分别通过1%、5%的显著性水平检验,且其绝对值也在递减,表明市场绩效在真实盈余管理行为实施后总体上也出现下降态势,这种下降趋势在第2年至第3年表现得尤为明显,并且下降程度也在逐年递减。因此,表4的回归结果初步证实了假说1。

2. 真实盈余管理方式对企业经营绩效影响的实证分析

表5至表7分别列示了销售操控、费用操控和生产操控对企业未来四年财务绩效和市场绩效的影响。从表5可看出,当被解释变量为财务绩效时,销售操控(*RCFO*)的系数在第1年至第3年显著为正,第4年不显著,说明提供价格折扣或放宽信用条件会有损企业后期的财务业绩表现,但这种负面影响可能会在长期内逐渐消除;当被解释变量为市场绩效时,*RCFO*的系数在第1年、第4年不显著,在第2年、第3年分别通过1%、10%的显著性检验,且系数大于0,说明进行了真实交易活动操作的企业短期(1年)内其市场绩效不会明显变差,在第2年才逐渐下降,第4年这种下降趋势又变得不明显。通过分析可看出,销售操控会降低企业未来的财务绩效和市场绩效,且相比于市场绩效,销售操控对财务绩效的负面影响更持久。由此,假说2得到验证。

表5 销售操控对企业未来经营绩效的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>ROA1</i>	<i>ROA2</i>	<i>ROA3</i>	<i>ROA4</i>	<i>TQ1</i>	<i>TQ2</i>	<i>TQ3</i>	<i>TQ4</i>
<i>RCFO</i>	0.067 *** (4.19)	0.052 *** (3.77)	0.053 *** (3.64)	0.018 (1.22)	0.066 (0.30)	0.885 *** (3.01)	0.591 * (1.79)	-0.282 (-0.43)
<i>DA</i>	0.034 * (1.90)	0.016 (0.97)	0.052 *** (3.00)	-0.021 (-1.19)	0.215 (0.84)	0.527 (1.53)	0.448 (1.16)	-0.702 (-0.91)
<i>ROA</i>	-0.395 *** (-9.60)	0.342 *** (11.14)	0.220 *** (6.67)	0.179 *** (5.34)	2.379 *** (4.44)	1.540 ** (2.25)	-0.503 (-0.64)	-2.468 * (-1.68)
<i>GROWTH</i>	0.006 *** (2.63)	-0.003 (-1.32)	-0.004 * (-1.77)	-0.005 ** (-2.18)	0.154 *** (4.64)	-0.056 (-1.21)	-0.073 (-1.43)	-0.031 (-0.30)
<i>LnA</i>	-0.029 *** (-5.77)	-0.003 ** (-2.48)	-0.003 (-1.70)	-0.004 *** (-2.85)	-0.683 *** (-22.6)	-0.523 *** (-15.9)	-0.588 *** (-14.7)	-0.967 *** (-14.7)
<i>LEV</i>	0.072 *** (4.01)	-0.012 (-1.49)	-0.033 *** (-3.76)	-0.031 *** (-3.56)	0.099 (0.59)	-0.552 *** (-2.88)	-0.945 *** (-4.12)	-1.613 *** (-4.12)
<i>EPS</i>	-0.015 *** (-2.76)	0.0023 (0.65)	0.0031 (0.83)	0.0033 (0.86)	0.0826 (1.26)	-0.0645 (-0.80)	0.0729 (0.78)	-0.0251 (-0.15)
<i>OWCS</i>	0.0811 *** (2.92)	0.0180 ** (2.04)	0.0204 ** (2.11)	0.0333 *** (3.46)	0.614 *** (3.06)	0.343 (1.58)	0.0896 (0.34)	0.0637 (0.15)
_cons	0.631 *** (5.67)	0.0877 *** (3.20)	0.0829 *** (2.76)	0.112 *** (3.73)	16.53 *** (26.15)	13.60 *** (20.04)	15.65 *** (18.90)	25.19 *** (18.67)
N	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120
R ²	0.253	0.272	0.180	0.131	0.325	0.274	0.263	0.235
Adj-R ²	-0.505	0.270	0.177	0.127	0.323	0.272	0.260	0.232
F	44.552	98.821	58.069	39.694	127.279	99.726	94.071	80.917

从表6可看出,当被解释变量是财务绩效时,费用操控(*RDISEXP*)的系数在4年内全部显著为正,说明费用操控会明显降低企业后期的财务绩效;当被解释变量是市场绩效时,*RDISEXP*的系数在第1年至第3年显著为正,在第4年不显著,说明操控酌量性费用也会导致企业后期较差的市场业绩表现,但这种影响在长期内可能会逐渐减弱或消除。上述分析表明,费用操控会降低企业后期的财务绩效和市场绩效,且相比于市场绩效,销售操控对财务绩效的负面影响更持久。由此,假说3得到验证。

从表7可看出,当被解释变量是财务绩效时,生产操控(*RPROD*)的系数在4年内全部通过了显著性检验且均为负值,说明生产操控与企业后期的财务绩效表现显著负相关;当被解释变量是市场绩效时,*RPROD*的系数在第1年至第3年显著为负,在第4年不显著,说明过度生产会降低企业后期的市场业绩,在第4年这种降低作用才变得不明显。上述分析表明,生产操控会降低企业后期的财务绩效和市场绩效,且相比于市场绩效,生产操控对财务绩效的负面影响更持久。由此,假说4得到验证。

表 6 费用操控对企业未来经营绩效的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA1	ROA2	ROA3	ROA4	TQ1	TQ2	TQ3	TQ4
<i>RDISEXP</i>	0.042 ** (2.16)	0.065 *** (4.89)	0.048 *** (3.38)	0.043 *** (2.99)	0.798 *** (2.91)	0.725 ** (2.46)	0.723 ** (2.03)	0.314 (0.31)
<i>DA</i>	-0.023 ** (-2.05)	-0.029 *** (-2.73)	0.005 (0.48)	-0.036 *** (-3.15)	-0.533 ** (-2.17)	-0.558 ** (-2.11)	-0.596 * (-1.87)	0.845 (1.41)
<i>ROA</i>	-0.397 *** (-9.49)	0.353 *** (11.75)	0.234 *** (7.21)	0.178 *** (5.42)	4.992 *** (7.89)	4.691 *** (6.88)	3.310 *** (4.03)	-6.80 *** (-3.10)
<i>GROWTH</i>	0.0056 ** (2.48)	-0.0035 (-1.55)	-0.0046 ** (-1.97)	-0.0055 ** (-2.27)	0.155 *** (2.84)	-0.0652 (-1.11)	-0.0544 (-0.77)	0.0528 (0.44)
<i>LnA</i>	-0.025 *** (-5.01)	-0.004 *** (-2.77)	-0.003 * (-1.78)	-0.005 *** (-3.13)	-0.644 *** (-25.2)	-0.586 *** (-21.3)	-0.658 *** (-19.8)	0.815 *** (3.10)
<i>LEV</i>	0.0724 *** (4.01)	-0.0135 * (-1.69)	-0.035 *** (-3.99)	-0.0316 *** (-3.62)	0.0247 (0.16)	-0.256 (-1.52)	-0.833 *** (-4.11)	-0.819 (-0.86)
<i>EPS</i>	-0.0128 ** (-2.32)	0.00371 (1.06)	0.00439 (1.16)	0.00410 (1.07)	0.100 (1.40)	-0.0711 (-0.92)	-0.140 (-1.50)	0.345 (1.19)
<i>OWC5</i>	0.0853 *** (3.04)	0.0170 * (1.95)	0.0196 ** (2.03)	0.0330 *** (3.43)	0.467 *** (2.82)	0.332 * (1.86)	0.383 * (1.78)	-4.95 *** (-3.36)
_cons	0.538 *** (4.88)	0.0963 *** (3.51)	0.0858 *** (2.85)	0.121 *** (4.03)	15.64 *** (30.05)	14.70 *** (26.20)	16.87 *** (24.95)	-11.82 ** (-2.04)
N	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120
R ²	0.244	0.277	0.181	0.133	0.328	0.275	0.264	0.034
Adj-R ²	-0.523	0.274	0.178	0.130	0.325	0.272	0.261	-0.946
F	42.428	101.086	58.417	40.650	128.693	100.133	94.740	4.584

表 7 生产操控对企业未来经营绩效的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA1	ROA2	ROA3	ROA4	TQ1	TQ2	TQ3	TQ4
<i>RPROD</i>	-0.049 *** (-7.74)	-0.032 *** (-4.59)	-0.033 *** (-4.34)	-0.015 * (-1.93)	-0.438 *** (-2.90)	-0.477 *** (-3.09)	-0.292 * (-1.65)	-0.460 (-1.37)
<i>DA</i>	-0.025 ** (-2.43)	-0.020 * (-1.88)	0.014 (1.27)	-0.033 *** (-2.79)	-0.408 (-1.62)	-0.123 (-0.54)	0.005 (0.02)	-0.293 (-0.58)
<i>ROA</i>	0.518 *** (19.19)	0.349 *** (11.56)	0.227 *** (7.01)	0.180 *** (5.44)	4.832 *** (7.55)	1.703 ** (2.52)	-0.392 (-0.50)	-2.835 * (-1.95)
<i>GROWTH</i>	0.0013 (0.58)	-0.0033 (-1.47)	-0.0045 * (-1.91)	-0.0054 *** (-2.23)	0.154 *** (2.82)	-0.0599 (-1.30)	-0.0752 (-1.48)	-0.0290 (-0.28)
<i>LnA</i>	-0.0013 (-1.17)	-0.0028 ** (-2.07)	-0.0019 (-1.31)	-0.0040 *** (-2.72)	-0.631 *** (-25.0)	-0.513 *** (-15.7)	-0.581 *** (-14.6)	-0.970 *** (-14.8)
<i>LEV</i>	-0.014 ** (-2.13)	-0.011 (-1.41)	-0.032 *** (-3.69)	-0.031 *** (-3.50)	0.050 (0.32)	-0.545 *** (-2.84)	-0.942 *** (-4.11)	-1.556 *** (-3.97)
<i>EPS</i>	0.00604 ** (1.98)	0.00228 (0.65)	0.00313 (0.83)	0.00326 (0.85)	0.0895 (1.25)	-0.0636 (-0.79)	0.0739 (0.79)	-0.0343 (-0.20)
<i>OWC5</i>	0.0143 ** (2.02)	0.0185 ** (2.10)	0.0209 ** (2.17)	0.0336 *** (3.49)	0.491 *** (2.96)	0.351 (1.61)	0.0939 (0.35)	0.0845 (0.19)
_cons	0.0416 * (1.89)	0.0742 *** (2.73)	0.0690 ** (2.32)	0.107 *** (3.59)	15.36 *** (29.87)	13.37 *** (19.85)	15.49 *** (18.82)	25.23 *** (18.81)
N	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120
R ²	0.425	0.275	0.183	0.132	0.328	0.277	0.264	0.234
Adj-R ²	0.422	0.273	0.180	0.129	0.325	0.275	0.262	0.231
F	194.782	100.291	59.301	40.148	128.681	101.300	94.888	80.733

另外,观察表 5 至表 7 中销售操控、费用操控和生产操控的系数不难发现,费用操控在长期内对企业经营绩效的负向影响程度更高。具体来看,当被解释变量是财务绩效时,第 4 年销售操控、费用操控和生产操控的系数分别是 -0.018、-0.043 和 -0.015,且销售操控系数不显著,费用操控系数的绝对值大于生产操控,说明费用操控对财务绩效的影响程度更大;当被解释变量是市场绩效时,第 4 年三种方式的系数均不显著,无统计意义,因此进一步考察第 3 年各系数的值,可以看出销售操控、费用操控与生产操控的系数分别为 -0.591、-0.723、-0.292,且三者均通过显著性检验,费用操控系数的绝对值最大,说明费用操控在长期内对市场绩效的负面影响更大。由此,假说 5 得到验证。

上述分析表明,真实盈余管理的三种方式都会造成企业后期财务绩效和市场绩效的下降,并且相

比于市场绩效,三种操作方式对财务绩效的负面影响更持久。另外,在三种方式中,费用操控在长期内对企业经营绩效的负向影响程度最大。

3. 真实盈余管理企业与其配对样本对经营绩效影响的比较分析

(1) 分样本的差异性检验

表8给出了真实盈余管理企业与其配对样本的均值差异性检验结果。可以看出,真实盈余管理企业($SP=1$)的 REM 均值(0.323)显著高于其配对样本(-0.303)。从企业当年及未来的财务绩效和市场绩效来看,实施真实交易活动企业的经营业绩基本上都显著低于其配对样本,这在一定程度上证明了真实盈余管理对企业经营业绩的负面影响作用,表9进一步给出了实证分析结果。

表8 真实盈余管理企业与其配对样本的经营绩效(以均值表示)

SP	ROA	$ROA1$	$ROA2$	$ROA3$	$ROA4$	$TQ1$	$TQ2$	$TQ3$	$TQ4$	REM
0	0.084	0.079	0.066	0.058	0.049	2.383	2.349	2.540	3.117	-0.303
1	0.033	0.023	0.021	0.023	0.023	2.171	2.109	2.375	3.283	0.323
均值检验	13.24***	14.32***	12.31***	9.21***	6.62***	2.20**	2.40**	1.42	-0.90	-41.72***

注:均值差异性检验是检验t值。

(2) 真实盈余管理企业与其配对样本对经营绩效影响的实证分析

从表9可看出,当被解释变量是财务绩效时,真实盈余管理的虚拟变量(SP)的系数在4年内全部显著为负且其绝对值越来越小,表明实施了真实盈余管理行为的企业其未来的财务业绩表现较差,且这种负向影响呈逐年减弱的趋势,这与表4所列结果保持一致;当被解释变量是市场绩效时, SP 的系数在4年内均小于0,但仅在第2年通过了显著性检验,表明从总体上看,真实盈余管理在短期(1年)内对企业未来市场绩效的负面影响不明显,长期内才开始显现,并且这种负面影响在更长时期内可能会减弱或消除。

表9 真实盈余管理企业与其配对样本对经营绩效影响的比较分析

变量	(1) $ROA1$	(2) $ROA2$	(3) $ROA3$	(4) $ROA4$	(5) $TQ1$	(6) $TQ2$	(7) $TQ3$	(8) $TQ4$
SP	-0.032*** (-3.36)	-0.024*** (-6.12)	-0.017*** (-4.02)	-0.014*** (-3.06)	-0.074 (-0.89)	-0.172* (-1.65)	-0.129 (-1.08)	-0.022 (-0.11)
DA	0.004 (0.26)	0.001 (0.07)	0.013 (0.89)	-0.018 (-1.26)	-0.249 (-1.18)	-0.341 (-0.97)	-0.638* (-1.68)	-1.043 (-1.59)
ROA	-0.334*** (-5.57)	0.296*** (8.33)	0.261*** (6.40)	0.119*** (2.82)	3.797*** (5.44)	4.693*** (4.71)	2.827** (2.52)	1.122 (0.59)
$GROWTH$	0.004 (1.13)	-0.001 (-0.35)	-0.007* (-1.88)	-0.006* (-1.70)	0.045 (0.89)	-0.099 (-1.10)	-0.103 (-1.08)	-0.038 (-0.23)
LnA	-0.019*** (-2.76)	-0.005*** (-2.77)	-0.004* (-1.76)	-0.007*** (-3.30)	-0.75*** (-17.6)	-0.61*** (-12.9)	-0.66*** (-11.7)	-1.04*** (-11.4)
LEV	0.105*** (3.36)	-0.016 (-1.49)	-0.023** (-1.97)	-0.024* (-1.94)	0.178 (0.73)	-0.221 (-0.78)	-0.847** (-2.57)	-1.205** (-2.22)
EPS	-0.019** (-2.20)	0.005 (1.07)	0.005 (1.06)	0.007 (1.32)	0.137 (1.55)	-0.061 (-0.54)	-0.057 (-0.43)	-0.152 (-0.71)
$OWCS$	0.154*** (3.64)	0.013 (1.12)	0.005 (0.36)	0.042*** (3.01)	0.605** (2.16)	0.478 (1.55)	0.566 (1.56)	0.767 (1.30)
_cons	0.379** (2.52)	0.146*** (3.91)	0.118*** (2.90)	0.179*** (4.10)	17.97*** (20.38)	15.35*** (15.73)	16.85*** (14.71)	26.26** (14.02)
N	1060	1060	1060	1060	1060	1060	1060	1060
R^2	0.299	0.361	0.227	0.142	0.346	0.271	0.262	0.225
Adj- R^2	-1.177	0.356	0.221	0.135	0.341	0.265	0.256	0.219
F	18.192	74.295	38.555	21.675	69.489	48.810	46.531	38.087

表8、表9进一步验证了假说1,同时证明了在长期内相较于市场绩效,真实盈余管理对财务绩效的负面影响更持久。

(四) 稳健性检验

本文采用两种方法对相关假说进行了稳健性检验,结果发现主要结论未发生明显改变。第一,借

鉴 Cohen 等度量“真实盈余管理总量”所使用的指标 $REM1$ 、 $REM2$ ^[4]①来分别代替本文的 REM ,发现结果与上文大体一致。第二,借鉴李彬等的研究^[8],采用“配对样本比较法”将销售操控企业、费用操控企业及生产操控企业按照四分位法进一步细分,得出了同样的研究结论。

六、结论及启示

本文以我国 1060 家沪深两市 A 股上市公司 2008—2015 年的面板数据为基础,实证考察了真实盈余管理及其方式对企业未来财务绩效和市场绩效的影响作用,研究结果表明:(1)真实盈余管理会导致上市公司未来财务绩效和市场绩效的下降,且下降程度逐年减弱;(2)从长期来看,相比于市场绩效,真实盈余管理对企业财务绩效的负面影响更持久;(3)从真实盈余管理的具体方式来看,实施了销售操控、费用操控或生产操控的上市公司在未来均会表现出较差的财务绩效和市场绩效;(4)三种方式中,费用操控在长期内对企业经营绩效的负向作用程度最大。

管理者构造的真实交易活动会降低企业未来的财务绩效和市场绩效,据此我们得出四点启示:

第一,对于投资者来说,在考察企业的经营状况时,要全面剖析被考察对象当前与未来的营运能力、偿债能力、发展能力及盈利能力,注重对企业短期与长期时段经营状况的综合评估,以排查真实盈余管理可能招致的隐患。同时,上市公司还可适当引入和发展机构投资者,进一步约束企业的盈余管理行为。

第二,对于监管者来说,除了要注意上市公司管理者传统的线下项目操控和应计盈余管理外,还要加大对真实盈余管理行为的分析。由于真实盈余管理行为具有很强的隐蔽性,很难与正常的生产经营活动区别开来,这就要求监管者要进一步加强督察力度,完善监管政策,并及时、准确地向市场传达自身掌握的企业经营信息,以弱化管理者的盈余管理动机。

第三,对于债权人来说,在与企业订立合约时,要提升对真实交易活动的识别能力,同时可以通过适当增加限制性条款、约束条件等方式来要求企业做出保证,以此来维护自身的合法经济利益。

第四,对于上市公司的管理者来说,要不断提高自身规范经营意识,严格遵守会计准则要求,在提高产品核心竞争力和市场地位等方面多下功夫,练好“内功”,减少或避免以追求个人私利为目标的机会主义行为。此外,在保障资本市场安全和利益相关者利益不受损害的前提下,管理者若要进行真实盈余管理活动,则必须要慎重权衡该行为的成本与收益,进而做出有利于公司健康可持续发展的正确决策。

参考文献:

- [1]SCHIPPER K. Commentary on earnings management[J]. Accounting Horizons,1989,3(4):91-102.
- [2]ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3): 335-370.
- [3]GUNNY K A. What are the consequences of real earnings management [R]. Working paper, University of California, 2005.
- [4]COHEN D A,ZAROWIN P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1): 2-19.
- [5]MIZIK N. The theory and practice of myopic management[J]. Journal of Marketing Research, 2010, 47(4): 594-611.
- [6]ZHAO Y,CHEN K H,ZHANG Y,et al. Takeover protection and managerial myopia: evidence from real earnings management[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2012, 31(1): 109-135.
- [7]KOTHARI S P,MIZIK N,ROYCHOWDHURY S. Managing for the moment: the role of real activity versus accruals earnings management in SEO valuation[J]. Accounting Review, 2016, 91(2): 559-586.

① $REM1 = RPROD + (-1) \times RDISEXP$; $REM2 = (-1) \times RCFO + (-1) \times RDISEXP$ 。

- [8] 李彬,张俊瑞. 生产操控与未来经营业绩关系研究:来自中国证券市场的证据[J]. 现代管理科学,2008(9):94-95.
- [9] 李彬,张俊瑞. 真实活动盈余管理的经济后果研究——以费用操控为例[J]. 华东经济管理,2009(2):71-76.
- [10] 李彬,张俊瑞. 销售操控与未来经营业绩关系研究:来自中国证券市场的证据[J]. 经济问题探索,2009(3):157-162.
- [11] 顾鸣润,田存志. IPO 后业绩变脸与真实盈余管理分析[J]. 统计与决策,2012(1):164-167.
- [12] 林永坚,王志强,林朝南. 基于真实活动操控的盈余管理实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报,2013(4):104-113.
- [13] 肖淑芳,刘颖,刘洋. 股票期权实施中经理人盈余管理行为研究——行权业绩考核指标设置角度[J]. 会计研究,2013(12):40-46.
- [14] 王福胜,吉姗姗,程富. 盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角[J]. 南开管理评论,2014(2):95-106.
- [15] 陈沉,李哲,王磊. 管理层控制权、企业生命周期与真实盈余管理[J]. 管理科学,2016(4):29-44.
- [16] 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.
- [17] TAYLOR G K, XU R Z. Consequences of real earnings management on subsequent operating performance[J]. Research in Accounting Regulation, 2010, 22(2): 128-132.
- [18] CHEN M C, TSAI Y C. Earnings management types and motivation: a study in Taiwan[J]. Social Behavior and Personality, 2010, 38(7): 955-962.
- [19] 宁亚平. 盈余管理本质探析[J]. 会计研究,2005(6):65-68.
- [20] 蔡春,朱荣,和辉,等. 盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善——来自 A 股特别处理公司的经验证据[J]. 会计研究,2012(9):31-39.
- [21] 张斌成,白少卫,黄谦. 中国企业盈余管理方法选择与企业价值关系的实证研究——基于沪市 A 股的数据[J]. 统计与信息论坛,2013(6):34-38.
- [22] 罗琦,彭梓倩. 真实盈余管理的渠道效应研究[J]. 经济管理,2016(8):135-148.
- [23] CHAPMAN C J, STEENBURGH T J. An investigation of earnings management through marketing actions[J]. Management Science, 2011, 57(1): 72-92.

[责任编辑:黄 燕]

An Empirical Study of the Impact of Real Earnings Management on Future Operational Performance

MA Guangqi, HAN Yang

(School of Economics and Management, Shaanxi University of Science & Technology, Xi'an 710021, China)

Abstract: Based on the financial data of A-share listed companies from 2008 to 2015, this paper not only makes an empirical research on the influence of real earnings management on the financial performance and market performance of the next four fiscal years, but also makes a further exploration on the effect of different means on enterprise operational performance. The results show that the real earnings management will significantly reduce the future financial performance and market performance, and this decline has been weakening year by year. In contrast to market performance, the negative impact of real earnings management on financial performance is more lasting in the long run. From the perspective of the specific means of real earnings management, all of the sales control, cost control and production control will reduce the enterprise financial performance and market performance, and the reducing effect on financial performance is more obvious. In three ways, sales control has the greatest impact on enterprise operational performance in the long run.

Key Words: real earnings management; accrued earnings management; financial performance; market performance; sales control; cost control; production control; enterprise operating performance