

真实盈余管理的渠道效应研究*

罗琦*, 彭梓倩

(武汉大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

内容提要:相比既有研究单从整体上分析真实盈余管理对权益资本成本的影响, 本文从销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵三个方面具体分析真实盈余管理如何影响公司权益资本成本, 并在LLV模型和罗琦、王悦歌(2015)的理论模型基础上考察真实盈余管理影响权益资本成本的渠道效应。本文以中国上市公司为研究样本进行实证检验, 研究发现, 上市公司实施真实盈余管理会导致其权益资本成本上升。进一步地, 本文发现, 真实盈余管理经由直接渠道、间接渠道和信号渠道作用于权益资本成本的效应存在差异, 直接渠道效应是增加资本市场盈余噪音, 从而导致公司权益资本成本上升; 而间接渠道效应、信号渠道效应则表明, 真实盈余管理会提高投资者对公司现金流水平以及经营业绩的预期。

关键词:真实盈余管理; 权益资本成本; 渠道效应

中图分类号:F328 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)08—0135—14

一、引言

上市公司会计盈余对于股票市场定价具有重要作用, 公司决策者往往通过应计或真实盈余管理操纵短期盈余达到财务目标(Graham等, 2005)。应计盈余管理是在现行会计准则允许范围内通过会计处理的方式实现, 往往会受到会计审查、会计弹性以及公司运营模式等因素的制约。真实盈余管理则是通过调整价格、产量、费用等方式刻意构造和操纵公司的实际生产经营活动, 能够在任意时点进行且难以被监管机构识别, 不仅影响会计盈余, 也会改变实际现金流分布。已有的研究表明, 上市公司对两种类型盈余管理的选择受制于外部环境, 并且越来越倾向于选择调整线上项目的真实盈余管理方式而非直接通过应计项目来管理盈余(Cohen等, 2008; Ho等, 2015; 龚启辉等, 2015)。

已有的文献对真实盈余管理的经济后果进行了研究, 但学者们的观点存在差异。一种观点认

为, 上市公司为了达到短期盈余目标而进行真实盈余管理, 不仅会降低财务报告的会计盈余质量, 还会扭曲正常的生产经营活动, 因而引发比应计盈余管理更为严重的经济后果(Cohen & Zarowin, 2010; 蔡春等, 2013); 而另一种观点认为, 公司通过真实盈余管理使盈余达到基本面目标, 可以提高利益相关者对公司声誉和管理者信誉的评价, 从而改善投资者对公司未来经营业绩的预期或向市场传递未来前景良好的信号(Gunny, 2010; Dinh等, 2015)。

Lambert等(2007)构建理论模型(一般称LLV模型)分析会计信息质量影响权益资本成本的直接渠道效应和间接渠道效应, LLV模型分析表明, 会计信息质量通过改变市场噪音信息而直接影响权益资本成本, 并通过影响公司内部决策改变现金流分布而间接影响权益资本成本; Kim & Sohn(2013)沿用LLV模型的思想检验真实盈余管理对权益资本成本的影响, 研究发现, 真实盈余管理的直接渠道、间接渠道效应都导致公司权益资本成本上升;

收稿日期:2016-03-04

* **基金项目:**国家自然科学基金项目“基于控股股东市场择时动机的公司投融资行为研究”(71272230); 教育部新世纪优秀人才支持计划“中国上市公司权益资本成本研究”(NCET-13-0437)。

作者简介:罗琦*(1969-), 男, 湖北松滋人, 教授, 工学博士, 研究方向为公司金融与资本市场、行为公司金融等, E-mail: luoqi@whu.edu.cn; 彭梓倩(1989-), 女, 湖北潜江人, 博士研究生, 研究方向为公司金融与资本市场, E-mail: peng_ziqian@whu.edu.cn。*为通讯作者。

罗琦、王悦歌(2015)在LLV模型中加入公司声誉因子,进一步分析了真实盈余管理的信号渠道效应。在实证检验中,罗琦、王悦歌(2015)考察了成长性差异公司实施真实盈余管理对权益资本成本的影响,发现高成长性公司可以向市场传递有利于公司声誉的信号而降低权益资本成本,但低成长性公司因难以承担信号传递的成本而导致权益资本成本上升。

实际上,真实盈余管理主要表现为销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵三种方式,但现有研究并没有分析真实盈余管理的具体操纵方式如何影响权益资本成本。并且,学者们也没有结合真实盈余管理的其他经济后果来考察其对权益资本成本的影响。本文首先考察上市公司进行销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵这三种真实盈余管理方式对权益资本成本的影响,然后分析真实盈余管理所导致资本市场盈余噪音、投资者预期现金流水平和经营业绩的变化,以此来考察真实盈余管理影响权益资本成本的渠道效应。本文利用2002—2013年中国沪深两市A股非金融类上市公司数据进行实证检验,研究表明,上市公司实施真实盈余管理会导致权益资本成本上升,其原因是真实盈余管理通过直接渠道增大了资本市场盈余噪音,而真实盈余管理的间接渠道、信号渠道效应则是提高投资者对公司现金流水平以及经营业绩的预期。

本研究的主要贡献在于:第一,相比既有研究单从整体上考察真实盈余管理对权益资本成本的影响,本文从促进销售、过量生产以及缩减酌量费用三个方面具体分析真实盈余管理如何影响权益资本成本;第二,本文在LLV模型和罗琦、王悦歌(2015)的理论模型基础上,进一步考察了真实盈余管理对资本市场盈余噪音、投资者预期现金流水平和投资者预期经营业绩的影响,并以此来分析真实盈余管理影响权益资本成本的渠道效应;第三,本文通过实证检验发现,中国上市公司实施真实盈余管理,经由不同渠道作用于权益资本成本的效应存在差异,直接渠道效应表现为增大资本市场盈余噪音,而间接渠道、信号渠道效应则会提高投资者对公司现金流水平以及经营业绩的预期。

二、文献综述

自Schipper(1989)将实际生产经营操纵行为纳

入盈余管理研究范畴后,众多学者相继提供了公司决策者进行真实盈余管理的经验证据。Graham等(2005)对美国上市公司401名财务主管进行调查发现,78%的被调查者表示,即便真实盈余管理会牺牲公司长期价值,他们依然会选择操纵实际经营活动来平滑当年利润;Roychowdhury(2006)提出销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵的度量方法,并对零盈余阈值附近的公司是否存在真实盈余管理进行实证检验,发现上市公司为了避免亏损,存在通过促进销售增加销售收入、生产过量产品降低销售成本、缩减酌量费用提高利润的行为;Cohen等(2008)指出,萨班斯法案通过后,美国上市公司逐渐由应计盈余管理转向真实盈余管理;Ho等(2015)研究发现,自2007年中国上市公司执行新会计准则和审计准则以来,公司利用应计项目操纵盈余的空间逐渐缩小,更加倾向于调整真实经营活动达到盈余目标。

近年来,越来越多的学者对真实盈余管理的经济后果进行研究。Mizik & Jacobson(2007)发现,再融资公司会通过削减销售、管理等市场费用的方式提高短期股价,但从长期来看,股票回报率将会降低;Leggett等(2009)分析指出,真实盈余管理会导致公司未来资产回报率和经营现金流下降;Cohen & Zarowin(2010)发现,公司在股权再融资过程中,会利用真实盈余管理操纵盈余,这一行为将导致公司再融资后经营业绩下滑。然而,Taylor & Xu(2010)的研究结果表明,上市公司进行真实盈余管理并未对未来经营业绩造成显著负面影响;Gunny(2010)发现,达到盈余基本面目标的真实盈余管理行为具有向资本市场传递良好信号的作用,有利于增强利益相关者对公司未来经营业绩的信心,为公司带来正面影响。

Lambert等(2007)在信息不对称框架下分析会计信息质量影响权益资本成本的直接渠道效应和间接渠道效应。在LLV模型中,上市公司会计信息披露质量下降,会增加投资者面临的盈余噪音,投资者将会预期公司现金流波动性增大,从而通过直接渠道提高公司的权益资本成本。同时,会计信息披露质量较差时,管理者的侵占动机会增强,投资者将会预期公司未来现金流水平下降,从而通过间接渠道导致公司权益资本成本上升。后续学者的研究借鉴Lambert等(2007)的分析,认为上市公司

内部控制、分部信息披露等因素也会通过影响会计信息披露质量从直接渠道和间接渠道对权益资本成本产生影响(Ashbaugh-Skaife等, 2009; Blanco等, 2015)。Kim & Sohn(2013)进一步分析指出, 真实盈余管理是一种管理者短视的机会主义行为, 不仅会增大盈余噪音信息、提高投资者预期现金流波动性, 还能以美化后的账面盈余掩饰管理者对现金流的侵占, 引起投资者对公司现金流预期的变化并导致权益资本成本上升。

但有一些学者认为, 真实盈余管理并非是管理者的机会主义行为, 而是公司决策者向外部投资者传递信号的工具。Graham等(2005)的调查结果显示, 美国公司财务主管大多认为真实盈余管理可以向市场传递公司未来发展前景良好的信号; Gunny(2010)研究结果也表明, 公司实施真实盈余管理达到或稍微超过盈余基本面, 能够提高公司信誉和管理团队声誉, 并带来公司业绩较快的增长; Chen等(2010)研究发现, 真实盈余管理是一种可靠的信号传递方式, 管理者进行真实盈余管理达到分析师预期, 对公司未来业绩产生积极影响; Dinh等(2015)进一步指出, 绩效良好的公司操纵研发支出, 能够向市场传递未来经营活动的重要信息。

在真实盈余管理及其经济后果的研究方面, 国内学者也进行了一些探讨。蔡春等(2013)研究发现, 上市公司出于吸引投资者、提升股票发行价格或满足证监会资格要求的目的, 会在IPO前进行真实盈余管理, 但这会导致公司长期业绩下降; 王亮亮(2013)通过实证研究发现, 真实盈余管理与权益资本成本呈正相关; 王福胜等(2014)发现, 我国上市公司实施真实盈余管理后, 未来业绩出现下降, 这表明, 真实盈余管理并未向市场传递积极信号。还有学者指出, 不同特征的上市公司实施真实盈余管理的经济后果存在差异, 如张子余、张天西(2011)指出, 上市公司会选择销售操纵来抵御市场竞争压力, 其中, 非微盈公司进行销售操纵有利于提升下期业绩, 而微盈公司销售操纵带来的负面影响会抵消其正面影响; 罗琦、王悦歌(2015)认为, 真实盈余管理可以向市场传递有利于公司声誉的信息, 但须承担一定成本, 其中, 高成长性公司信号传递的效果能够覆盖传递成本, 而低成长性公司难以承担这一成本。

综上所述, 国内外学者对真实盈余管理的经济

后果进行了一些探讨, 但并未从销售操纵、生产操纵、酌量费用操纵等角度分析真实盈余管理的具体操纵方式如何影响权益资本成本。并且, 一些学者认为真实盈余管理是一种管理者短视的机会主义行为, 而另一些学者认为真实盈余管理能够向外部投资者传递公司未来发展的积极信号。本文具体分析真实盈余管理的三种操纵方式对权益资本成本的影响, 并通过考察真实盈余管理对会计信息质量、现金流分布以及未来业绩的影响, 对真实盈余管理的渠道效应进行探讨。

三、理论分析与研究假说

1. 真实盈余管理影响权益资本成本的分析

Roychowdhury(2006)指出, 公司会采取促进销售、过量生产以及缩减酌量费用等多种手段操纵盈余, 以避免亏损或达到短期盈余目标。公司降价促销的真实盈余管理可以提高当期账面盈余, 但可能导致公司未来销售收入的下降。而采用宽松的赊销政策促销, 不仅会增加应收账款的管理成本, 还会增大潜在的坏账损失风险, 从而提高资金的机会成本。若公司生产过量产品, 在既定价格下, 产品无法在当期完全售出, 则会提高公司的存货持有成本和管理成本, 降低公司经营效率。同样地, 公司采用缩减酌量费用的真实盈余管理方式, 也会给公司带来负面影响, 这是因为, 研发、广告、维护以及销售、管理等酌量费用与公司长期价值高度相关, 缩减这些支出会降低公司的潜在竞争力, 对公司长期发展不利。因此, 上市公司进行真实盈余管理, 扭曲正常的生产经营行为, 导致公司经营风险增大。并且, 真实盈余管理降低了公司盈余透明度, 将会提高投资者做出相关投资决策的逆向选择风险。由此, 外部投资者将会对实施真实盈余管理的公司要求更高的风险补偿, 导致公司权益资本成本上升。

另一方面, 真实盈余管理也可能是公司的占优策略。公司降价促销或放宽赊销条件, 可以快速提高当期销量、增加当期销售收入, 有助于公司在激烈的产品竞争市场上抢占市场先机、扩大市场份额, 并向市场传递公司发展前景繁荣的信号(张子余、张天西, 2011)。上市公司促进销售往往与过量生产政策联系紧密, 公司利用规模效应生产过量产品, 能够降低单位产品的生产成本, 提高当期账面

盈余,有利于增强公司的竞争优势。同时,对于公司而言,操纵酌量费用也可能是为了达到特定的盈余基本目标,这有利于向投资者传递对公司价值有利的信息(Dinh等,2015)。在这种情况下,投资者将会预期投资风险下降,对公司要求较低的风险溢价,从而导致公司权益资本成本下降。

综上所述,销售操纵、生产操纵以及酌量费用操纵的真实盈余管理行为,都可能对公司产生正面或负面的影响。因此,本文提出如下假设:

H_{1a} :其他条件不变时,上市公司进行真实盈余管理导致权益资本成本上升。

H_{1b} :其他条件不变时,上市公司进行真实盈余管理导致权益资本成本下降。

2. 真实盈余管理的直接渠道效应

LLV理论模型分析了会计信息披露质量影响权益资本成本的直接渠道效应,会计信息质量下降引起资本市场上盈余噪音增大,提高投资者预期现金流波动性,从而导致公司权益资本成本上升。Rountree等(2008)发现,公司的现金流波动性增大会提高经营风险,投资者因难以准确预测未来资金收入将会要求更高的必要收益率;Babenko等(2016)则发现,公司现金流波动性包含了股票价格风险的信息,投资者会对现金流波动性较大的公司要求更高的股票回报率。真实盈余管理降低公司账面盈余信息质量,也会通过资本市场盈余噪音直接影响公司权益资本成本。具体来说,公司促进销售的真实盈余管理,可以在当期制造额外销量,只要单位产品的边际收益为正,公司财务报告显示的账面盈余就会随销量的增多而提高。而公司生产过量产品的真实盈余管理可以将总固定生产成本分散到更多产品上,随着单位产品的生产成本降低,账面显示的销售成本将会下降。公司缩减酌量费用则会减少支出、提高当期账面利润。因此,经真实盈余管理调整后的账面盈余并非公司正常经营状态下的经济收益,资本市场参与者获得的盈余噪音信息增大,这会降低投资者赖以做出判断和决策的盈余信息可靠度,也会误导以会计盈余为基础签订各种契约的缔约方。

并且,真实盈余管理还会改变公司的现金流分布。在既定销售收入条件下,公司生产过量产品会增加现金流出,造成当期经营现金流净额下降。而公司推迟或缩减酌量费用支出则会减少现金支出,

使得当期经营现金流净额增加。由此,当公司同时采取多种操纵方式进行真实盈余管理时,现金流的变动存在抵消或叠加效应,外部投资者难以准确识别公司现金流的变化方向,从而预期公司现金流波动程度增大,这也意味着投资者在资本市场上面临更多的噪音信息。因此,本文提出如下假设:

H_2 :其他条件不变时,上市公司进行真实盈余管理导致资本市场盈余噪音增大。

3. 真实盈余管理的间接渠道效应

Kim & Sohn(2013)指出,真实盈余管理影响权益资本成本的间接渠道效应体现在投资者对公司未来现金流水平的预期;O'Connor Keefe & Tate(2013)发现,面临融资约束的上市公司会因为较低的现金持有水平或较高的现金流波动性减少投资支出,导致公司系统性风险增大。整体而言,上市公司实施真实盈余管理,干预正常生产经营活动,会对公司未来现金流收入造成不利影响。具体地,公司采取激进的价格策略能够促使消费者提前消费,将未来销售收入调整至当期确认,但这会导致未来经营现金流减少。尤其是当价格折扣结束时,还会引发消费者心理落差而降低额外的产品销量。公司生产过量产品会增加后期的存货管理成本,若后期销售状况不佳,则对公司未来现金流产生更加严重的损害。缩减研发、维护等费用支出,则不仅降低公司新产品和新技术的开发与创新水平,还会削弱公司维持或拓展市场的能力,造成公司未来现金流水平下降。

此外,公司决策者也可能具有利用真实盈余管理侵占现金流的机会主义动机。由于真实盈余管理具有隐蔽性,既不属于财务报表审计的范围,又难以与正常生产经营活动相区分,因此,管理者有强烈动机在真实盈余管理的掩饰下侵占公司资源以谋取个人私利(Kim & Sohn,2013)。Leggett等(2009)研究发现,真实盈余管理与公司未来经营现金流负相关;林永坚等(2013)也发现,新任高管会在上任后的前两个会计年度进行正向的真实盈余管理,达到“利己”的目的,而这种操纵行为可能“损公”。外部投资者若能从公司员工、供货商和顾客等处获取公司进行真实盈余管理的信息,将会预期公司未来现金流水平下降。因此,本文提出如下假设:

H_3 :其他条件不变时,上市公司进行真实盈余管理导致投资者预期现金流水平下降。

4. 真实盈余管理的信号渠道效应

真实盈余管理的信号渠道效应是指向投资者传递公司声誉良好的信号,从而带来公司未来业绩的增长。由于市场竞争激烈,公司决策者为了提高业绩或提升市场竞争力,会努力寻求更多资金和投资机会,他们具有较强动机借助盈余管理披露经修饰后的会计信息,向市场传递相关信号。而随着法律和审计环境的日益严苛,应计盈余管理具有较高的法律风险且难以得到投资者的认同,真实盈余管理成为公司传递信号的一种重要手段。上市公司通过真实盈余管理达到特定盈余目标,既有利于维持或提高债权人、供应商和顾客等利益相关者对公司声誉和管理人员信誉的评价,也可避免因未达到契约要求而产生的诉讼纠纷,从而为改善公司未来业绩提供空间。外部投资者接受到真实盈余管理传递的积极信号后,将会提高对公司未来发展的信心,预期公司未来经营业绩上升,进而对公司外部融资产生正面影响。

罗琦、王悦歌(2015)对LLV理论模型进行拓展并分析指出,公司决策者进行真实盈余管理,向资本市场传递未来发展的良好信号,而权益资本成本则与公司声誉负相关;罗琦、王悦歌(2015)进一步通过实证检验发现,真实盈余管理信号具有一定的传递成本,高成长性公司实施真实盈余管理有利于向投资者传递积极信号而使得权益资本成本下降。本文在此基础上进一步分析指出,真实盈余管理的信号渠道作用将带来公司未来现金流和业绩的增长。因此,本文提出如下假设:

H₄:其他条件不变时,上市公司进行真实盈余管理导致投资者预期经营业绩水平上升。

四、数据、样本及变量

1. 数据来源与样本选择

本文所采用的数据来源于沪、深两市A股上市公司,公司财务数据覆盖2002—2013年。本文首先依据证监会行业一级分类方法剔除金融类上市公司,这是由于此类公司业务特殊而具有较高的资产负债率。然后,筛选样本时进一步剔除了财务数据缺失的公司以及财务指标异常的公司。权益资本成本、盈余噪音、未来现金流水平等变量的计算涉及未来三年数据,营业收入波动性、总应计利润波动性等变量则涉及过去四年数据。在对真实盈余

管理影响权益资本成本的检验中,本文一共得到包括1451家公司共6137个非平衡面板数据观测值。在进一步检验真实盈余管理的渠道效应时,本文剔除回归所需其他控制变量数据缺失的公司,最终得到1245家公司的观测样本5433个。

2. 被解释变量

在检验真实盈余管理如何影响权益资本成本时,本文依据Gebhardt等(2001)提出的剩余收益折现模型(一般称GLS模型)并借鉴曾颖、陆正飞(2006)的研究对权益资本成本进行估计。GLS模型认为,公司权益账面价值由“干净盈余”方法确定,具体模型表述为:

$$P_t = B_t + \frac{FROE_{t+1} - r_e}{(1+r_e)} B_t + \frac{FROE_{t+2} - r_e}{(1+r_e)^2} B_{t+1} + \frac{FROE_{t+3} - r_e}{(1+r_e)^3} B_{t+2} + TV \quad (1)$$

其中,

$$TV = \sum_{i=4}^{11} \frac{FROE_{t+i} - r_e}{(1+r_e)^i} B_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+12} - r_e}{r_e(1+r_e)^{11}} B_{t+11} \quad (2)$$

式中, P_t 为公司 t 期末股票收盘价; $FROE_{t+i}$ 为分析师对公司第 $t+i$ 期净资产收益率的预测值; B_t 为公司第 t 期期初每股净资产; TV 为预测股票价格的一项终值。求解(1)式得到 r_e ,即为公司的权益资本成本 CoE 。

在检验真实盈余管理的直接渠道效应和间接渠道效应时,本文参考Kim & Sohn(2013)的方法,对盈余噪音信息比重和投资者预期现金流水平进行度量,表达式如下:

$$Noise_t = \frac{std[(NI_t - CFO_{t+1})/A_t, (NI_t - CFO_{t+2})/A_t, (NI_t - CFO_{t+3})/A_t]}{std(ROA_{t+1}, ROA_{t+2}, ROA_{t+3})} \quad (3)$$

$$FCFO_t = \left(\frac{CFO_{t+1}}{A_t} + \frac{CFO_{t+2}}{A_{t+1}} + \frac{CFO_{t+3}}{A_{t+2}} \right) / 3 \quad (4)$$

在真实盈余管理信号渠道效应的检验中,被解释变量为投资者预期经营业绩(Gunny, 2010),度量该指标的表达式如下:

$$FadjROA_t = \left(\frac{adjROA_{t+1}}{A_t} + \frac{adjROA_{t+2}}{A_{t+1}} + \frac{adjROA_{t+3}}{A_{t+2}} \right) / 3 \quad (5)$$

3. 解释变量及控制变量

本文借鉴Roychowdhury(2006)的研究来度量

真实盈余管理,具体方法为先通过分年度、分行业的截面回归模型计算公司经营现金流净额、生产成本和酌量费用的正常水平,再用实际值减去正常值得到操纵后的异常值。

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{Sales_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{Sales_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_t}{A_{t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta Sales_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (7)$$

$$\frac{DISX_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{Sales_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (8)$$

上述(6)式~(8)式的估计得到销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵的真实盈余管理指标,分别用ACFO、APROD和ADISX表示。考虑到公司可能同时采取几种方式进行操纵,本文还构建了三个综合指标:REM1 = -ACFO-ADISX、REM2 = APROD-ADISX和REM3 = -ACFO + APROD-ADISX(Cohen & Zarow-

in,2010;李增福等,2011)。本文没有将ACFO和APROD单独合计,这是因为,引起APROD提高的操纵行为往往同时造成ACFO下降,因此,将这两项单独相加会出现重复计算(Roychowdhury,2006)。由于研究中主要关注公司进行真实盈余管理的程度,因此,本文对各项指标做了绝对值处理。

在检验真实盈余管理对权益资本成本的影响时,本文对应计盈余管理(|DA|)、贝塔(BETA)、公司规模(SIZE)、账面市值比(BM)以及资产负债率(LEV)进行了控制。在检验真实盈余管理的渠道效应时,本文采用的控制变量还包括营业收入波动性(StdSales)、总应计利润波动性(StdTAC)、营业周期(OpCycle)、资产收益率(ROA)、资产收益率的波动性(StdROA)、资产流动性(Liquidity)以及销售收入增长率(Salesgrowth)等公司特征因素。表1汇总了本文实证研究中所采用的主要变量。

表1 变量定义

变量类型	符号	变量名称及含义
被解释变量	CoE	权益资本成本,由GLS模型估计
	Noise	资本市场盈余噪音比重,由(3)式计算
	FCFO	投资者预期公司未来现金流水平,由(4)式计算
	FadjROA	投资者预期公司未来行业调整的业绩水平,由(5)式计算
解释变量	ACFO	异常经营现金流指标,ACFO为模型(6)中估计的残差项
	APROD	异常生产成本指标,APROD为模型(7)中估计的残差项
	ADISX	异常酌量费用指标,ADISX为模型(8)中估计的残差项
	REM1	真实盈余管理的综合指标,REM1 = -ACFO-ADISX
	REM2	真实盈余管理的综合指标,REM2 = APROD-ADISX
	REM3	真实盈余管理的综合指标,REM3 = -ACFO + APROD-ADISX
控制变量	DA	应计盈余管理指标,由修正的Jones模型测算
	BETA	公司的贝塔系数,利用市场模型估计得到
	SIZE	公司规模,由总资产的自然对数衡量
	BM	账面市值比,由资产总计与公司市值的比值衡量
	LEV	资产负债率,由总负债与总资产的比值衡量
	StdSales	营业收入的波动性,为当期及过去四年销售收入的标准差,其中,销售收入由滞后期总资产标准化
	StdTAC	总应计利润的波动性,为当期及过去四年总应计利润的标准差,其中,总应计利润由滞后期总资产标准化

变量类型	符号	变量名称及含义
控制变量	<i>OpCycle</i>	营业周期,由应收账款日期与存货日期之和的自然对数衡量
	<i>ROA</i>	资产收益率,由净利润与滞后期总资产的比值衡量
	<i>StdROA</i>	资产收益率的波动性,为当期及过去四年资产收益率的标准差,其中,资产收益率由滞后期总资产标准化
	<i>Liquidity</i>	资产的流动性,由流动资产与流动负债之比衡量
	<i>Salesgrowth</i>	公司成长性,由营业收入增长率衡量

资料来源:本文设计整理

表 2 是本文所用变量的描述性统计结果。权益资本成本均值和中位数分别为 3.2%、2.9%,这与国内学者采用 GLS 模型得到的结果相近(曾颖、陆正飞,2006;罗琦、王悦歌,2015)。资本市场盈余噪音比重的均值为 6.366,表明我国上市公司盈余误差的波动程度大于账面盈余波动程度。投资者预期公司现金流水平的均值和中位数分别为 0.054、0.049,略小于王福胜等(2014)对于上市公司当期经营现金流的统计结果。销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵的标准差分别为 0.082、0.135 和 0.061,这与王亮亮(2013)收集 1999-2011 年中国上市公司的数据特征一致。真实盈余管理综合指标的均值和中位数高于单项操纵行为下的数值,这表明,公司同时采用多种操纵方式使得经济偏离正常水平的幅度更大。

表 2 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>CoE</i>	0.032	0.019	0.0003	0.029	0.094
<i>Noise</i>	6.366	11.408	0.109	2.480	75.415
<i>FCFO</i>	0.054	0.079	-0.163	0.049	0.322
<i>FadjROA</i>	0.004	0.061	-0.141	-0.004	0.279
$ ACFO $	0.087	0.082	0.0008	0.065	0.441
$ APROD $	0.123	0.135	0.001	0.081	0.794
$ ADISX $	0.048	0.061	0.0005	0.030	0.392
$ REM1 $	0.193	0.195	0.002	0.139	1.133
$ REM2 $	0.154	0.182	0.001	0.095	1.098

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$ REM3 $	0.219	0.234	0.002	0.147	1.340
$ DA $	0.086	0.092	0.001	0.059	0.562
<i>BETA</i>	1.053	0.196	0.469	1.081	1.483
<i>SIZE</i>	21.673	1.166	19.156	21.573	25.155
<i>BM</i>	0.388	0.267	0.038	0.310	1.302
<i>LEV</i>	0.508	0.184	0.078	0.521	0.895
<i>StdSales</i>	0.223	0.299	0.016	0.137	2.094
<i>StdTAC</i>	0.082	0.073	0.010	0.062	0.461
<i>OpCycle</i>	5.043	1.145	2.223	4.976	8.313
<i>ROA</i>	0.045	0.072	-0.169	0.034	0.346
<i>StdROA</i>	0.046	0.058	0.002	0.028	0.424
<i>Liquidity</i>	1.478	1.158	0.209	1.192	8.048
<i>Salesgrowth</i>	0.239	0.646	-0.682	0.136	4.571

资料来源:本文根据从 CSMAR 数据库收集的相关基础数据计算整理所得

五、实证检验结果及分析

1. 真实盈余管理影响权益资本成本的检验

本文首先构建真实盈余管理影响权益资本成本的实证检验模型如下:

$$CoE = \theta_0 + \theta_1 |REM_j| + \theta_2 |DA| + \theta_3 BETA + \theta_4 SIZE + \theta_5 BM + \theta_6 LEV + \omega \quad (9)$$

表3汇报了上述实证检验模型(9)的实证检验结果,第(1)列~第(6)列分别列示了异常经营现金流(|ACFO|)、异常生产成本(|APROD|)、异常酌量费用(|ADISX|)以及真实盈余管理的综合指标(|REM1|、|REM2|、|REM3|)影响权益资本成本的检验结果。表3显示,在控制应计盈余管理及其他

控制变量后,真实盈余管理各项指标的系数均在1%水平上显著为正。该检验结果表明,无论上市公司采用销售操纵、生产操纵或酌量费用操纵的单项手段,还是同时采用多种方式干预公司经济,权益资本成本都随真实盈余管理程度的增加而上升,假设H_{1a}得到验证。

表3 真实盈余管理对权益资本成本的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
REM _j	0.028 *** (10.61)	0.017 *** (11.96)	0.015 *** (4.65)	0.014 *** (13.25)	0.011 *** (10.31)	0.011 *** (12.92)
DA	0.001 (0.73)	0.005 *** (2.65)	0.011 *** (5.64)	0.002 (1.24)	0.007 *** (3.66)	0.004 ** (2.03)
BETA	0.002 ** (2.03)	0.002 ** (2.53)	0.001 (1.58)	0.002 *** (2.88)	0.002 ** (2.53)	0.003 *** (3.10)
SIZE	0.002 *** (12.77)	0.002 *** (13.37)	0.002 *** (14.86)	0.002 *** (12.36)	0.002 *** (13.77)	0.002 *** (12.72)
BM	0.043 *** (55.83)	0.043 *** (56.28)	0.042 *** (54.65)	0.043 *** (56.66)	0.043 *** (55.84)	0.043 *** (56.60)
LEV	-0.006 *** (-5.94)	-0.006 *** (-5.61)	-0.006 *** (-6.33)	-0.005 *** (-5.04)	-0.006 *** (-5.76)	-0.005 *** (-5.07)
C	-0.037 *** (-9.81)	-0.040 *** (-10.63)	-0.043 *** (-11.40)	-0.037 *** (-9.90)	-0.041 *** (-10.94)	-0.005 *** (-10.32)
N	6137	6137	6137	6137	6137	6137
Adj-R ²	0.424	0.427	0.416	0.430	0.423	0.430
F	755.02	763.69	729.15	772.98	753.23	770.53

注:***、**、*分别表示回归系数在1%、5%、10%水平上统计显著;括号内的数值为T值

资料来源:本文计算所得

2. 真实盈余管理的直接渠道效应检验

借鉴LLV理论模型、Kim & Sohn(2013)的研究,本文构建回归模型(10)检验上市公司实施真实盈余管理对资本市场盈余噪音的影响。

$$\begin{aligned} Noise = & \theta_0 + \theta_1 |REM_j| + \theta_2 |DA| + \theta_3 BETA + \\ & \theta_4 SIZE + \theta_5 BM + \theta_6 LEV + \theta_7 StdSales + \\ & \theta_8 StdTAC + \theta_9 OpCycle + \omega \end{aligned} \quad (10)$$

表4汇报了上述回归模型(10)的检验结果,真实盈余管理所有指标均与资本市场盈余噪音正相

关,其中,除了异常酌量费用指标(|ADISX|)的系数不显著外,异常经营现金流指标(|ACFO|)和异常生产成本指标(|APROD|)的系数在5%置信区间内显著为正,真实盈余管理的综合指标(|REM1|、|REM2|、|REM3|)则在10%水平上显著。表4中的结果表明,上市公司实施真实盈余管理的程度越大,会计盈余信息偏离正常状态的幅度越大,从而造成资本市场上盈余噪音波动性占账面盈余波动性的比重增大,这与本文假设H₂的分析一致。

表 4 真实盈余管理的直接渠道效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$ REM_j $	5.108 ** (2.33)	2.708 ** (2.20)	3.587 (1.34)	1.801 * (2.04)	1.910 * (2.12)	1.560 * (2.16)
$ DA $	0.041 (0.02)	0.996 (0.53)	1.624 (0.87)	0.728 (0.38)	1.161 (0.62)	0.822 (0.43)
<i>BETA</i>	1.875 ** (2.38)	1.931 ** (2.43)	1.861 ** (2.32)	1.919 * (2.42)	1.965 * (2.46)	1.975 * (2.48)
<i>SIZE</i>	-0.153 (-1.00)	-0.127 (-0.84)	-0.091 (-0.61)	-0.140 (-0.91)	-0.123 (-0.81)	-0.138 (-0.90)
<i>BM</i>	2.682 *** (4.38)	2.737 *** (4.44)	2.630 *** (4.28)	2.723 *** (4.41)	2.736 *** (4.43)	2.757 *** (4.46)
<i>LEV</i>	5.391 *** (6.04)	5.466 *** (6.10)	5.319 *** (5.96)	5.486 *** (6.10)	5.435 *** (6.07)	5.496 *** (6.11)
<i>StdSales</i>	0.804 (1.40)	0.557 (0.95)	0.654 (1.11)	0.642 (1.10)	0.613 (1.05)	0.635 (1.09)
<i>StdTAC</i>	7.112 *** (2.71)	7.929 *** (3.06)	8.415 *** (3.25)	7.715 ** (2.97)	8.087 ** (3.13)	7.851 ** (3.03)
<i>OpCycle</i>	1.121 *** (7.64)	1.055 *** (7.23)	1.089 *** (7.47)	1.085 *** (7.44)	1.061 *** (7.27)	1.082 *** (7.43)
<i>C</i>	-2.987 (-0.93)	-3.310 (-1.03)	-4.034 (-1.26)	-3.186 (-0.99)	-3.454 (-1.08)	-3.304 (-1.03)
<i>N</i>	5433	5433	5433	5433	5433	5433
<i>Adj-R²</i>	0.032	0.032	0.031	0.031	0.031	0.031
<i>F</i>	21.01	20.94	20.59	20.86	20.90	20.92

注: **、*、* 分别表示回归系数在 1%、5%、10% 水平上统计显著; 括号内的数值为 *T* 值
资料来源: 本文计算所得

3. 真实盈余管理的间接渠道效应检验

为了考察真实盈余管理的间接渠道效应, 本文构建实证模型 (11) 检验上市公司实施真实盈余管理对投资者预期现金流水平的影响。

$$FCFO = \theta_0 + \theta_1 |REM_j| + \theta_2 |DA| + \theta_3 BETA + \theta_4 SIZE + \theta_5 BM + \theta_6 LEV + \theta_7 ROA + \theta_8 StdROA + \theta_9 Liquidity + \omega \quad (11)$$

表 5 汇报了实证模型 (11) 的检验结果, 真实盈余管理的各项指标都在 1% 水平上与投资者预期现金流水平显著正相关, 表明上市公司进行真实盈余管理使得投资者对公司未来现金流水平的预期上升。表 5 中的结果与本文假设 H_3 的理论分析不相符, 可能的原因在于, 上市公司实施真实盈余管理可能并非出于机会主义动机, 而是公司的一项理性决策, 理性的决策者在公司实力增强时, 选择进行真

实盈余管理,以增强市场竞争力,从而带来公司现金流水平上升。

表5 真实盈余管理的间接渠道效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$ REM_j $	0.185 *** (12.42)	0.055 *** (6.45)	0.137 *** (7.86)	0.072 *** (11.62)	0.050 *** (8.12)	0.064 *** (12.79)
$ DA $	-0.170 *** (-13.58)	-0.123 *** (-10.39)	-0.109 *** (-9.38)	-0.146 *** (-12.18)	-0.122 *** (-10.41)	-0.142 *** (-12.04)
<i>BETA</i>	-0.043 *** (-8.29)	-0.045 *** (-8.53)	-0.041 *** (-7.74)	-0.041 *** (-7.86)	-0.042 *** (-8.02)	-0.038 *** (-7.34)
<i>SIZE</i>	-0.0003 (-0.33)	-0.0005 (-0.47)	0.0004 (0.41)	0.00007 (0.07)	0.0004 (0.42)	0.0001 (0.12)
<i>BM</i>	-0.009 ** (-2.27)	-0.009 ** (-2.17)	-0.008 ** (-2.00)	-0.008 * (-1.98)	-0.008 * (-1.96)	-0.006 (-1.64)
<i>LEV</i>	-0.076 *** (-10.16)	-0.077 *** (-10.14)	-0.027 *** (-9.56)	-0.078 *** (-10.36)	-0.077 *** (-10.13)	-0.077 *** (-10.31)
<i>ROA</i>	0.177 *** (10.15)	0.208 *** (11.74)	0.221 *** (13.03)	0.166 *** (9.19)	0.204 *** (11.61)	0.163 *** (9.11)
<i>StdROA</i>	-0.118 *** (-6.32)	-0.117 *** (-6.20)	-0.116 *** (-6.16)	-0.120 *** (-6.39)	-0.116 *** (-6.15)	-0.118 *** (-6.30)
<i>Liquidity</i>	-0.010 *** (-9.58)	-0.011 *** (-10.17)	-0.010 *** (-9.63)	-0.011 *** (-10.37)	-0.011 *** (-10.16)	-0.011 *** (-10.37)
<i>C</i>	0.162 *** (7.54)	0.151 *** (6.94)	0.143 *** (6.57)	0.154 *** (7.12)	0.148 *** (6.82)	0.148 *** (6.89)
<i>N</i>	5433	5433	5433	5433	5433	5433
<i>Adj-R²</i>	0.136	0.118	0.121	0.133	0.122	0.137
<i>F</i>	96.20	82.10	84.63	93.79	85.14	97.36

注:***、**、*分别表示回归系数在1%、5%、10%水平上统计显著;括号内的数值为T值

资料来源:本文计算所得

4. 真实盈余管理的信号渠道效应检验

本文进一步检验真实盈余管理影响权益资本成本的信号渠道效应,所构建的实证模型如(12)式所示。

$$FadjROA = \theta_0 + \theta_1 |REM_j| + \theta_2 |DA| + \theta_3 BETA + \theta_4 SIZE + \theta_5 BM + \theta_6 LEV + \theta_7 ROA + \theta_8 Salesgrowth + \omega \quad (12)$$

表6汇报了实证模型(12)的检验结果,真实盈

余管理的单项指标与综合指标均在 1% 置信区间内与投资者预期公司经营业绩显著正相关。这表明, 上市公司可以通过真实盈余管理向资本市场传递有利于公司价值的信息, 投资者接受到这种信号

后, 将会提高对公司声誉和管理者信誉的评价, 从而预期公司未来经营业绩超出行业平均水平, 本文假设 H_4 得到验证。

表 6 真实盈余管理的信号渠道效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$ REM_t $	0.062 *** (5.84)	0.063 *** (10.51)	0.117 *** (9.44)	0.049 *** (11.18)	0.049 *** (11.33)	0.044 *** (12.46)
$ DA $	-0.030 *** (-3.47)	-0.026 *** (-3.29)	-0.009 (-1.21)	-0.035 *** (-4.29)	-0.023 ** (-2.87)	-0.033 *** (-4.05)
<i>BETA</i>	-0.031 *** (-8.22)	-0.027 *** (-7.47)	-0.025 *** (-6.85)	-0.027 *** (-7.30)	-0.026 *** (-6.97)	-0.025 *** (-6.79)
<i>SIZE</i>	-0.001 (-1.40)	-0.0008 (-1.16)	-0.0008 (-1.18)	-0.001 (-1.47)	-0.0009 (-1.22)	-0.001 (-1.45)
<i>BM</i>	-0.022 *** (-7.61)	-0.021 *** (-7.05)	-0.021 *** (-7.07)	-0.021 *** (-7.16)	-0.020 *** (-6.88)	-0.020 *** (-6.83)
<i>LEV</i>	-0.024 *** (-5.37)	-0.024 *** (-5.37)	-0.022 *** (-4.92)	-0.024 *** (-5.34)	-0.023 *** (-5.30)	-0.023 *** (-5.29)
<i>ROA</i>	0.375 *** (29.30)	0.375 *** (28.07)	0.378 *** (30.66)	0.345 *** (26.52)	0.359 *** (28.47)	0.343 *** (26.59)
<i>Salesgrowth</i>	-0.007 *** (-5.79)	-0.008 *** (-6.75)	-0.007 *** (-6.21)	-0.007 *** (-6.49)	-0.008 *** (-6.64)	-0.007 *** (-6.52)
<i>C</i>	0.062 *** (4.18)	0.053 *** (3.57)	0.049 *** (3.34)	0.057 *** (3.85)	0.051 *** (3.47)	0.053 *** (3.63)
<i>N</i>	5433	5433	5433	5433	5433	5433
<i>Adj-R²</i>	0.266	0.276	0.273	0.278	0.279	0.282
<i>F</i>	247.82	260.79	257.16	263.24	263.82	268.39

注: **、*、* 分别表示回归系数在 1%、5%、10% 水平上统计显著; 括号内的数值为 *T* 值

资料来源: 本文计算所得

5. 稳健性检验

在稳健性检验中, 本文运用 Jones 模型代替修正的 Jones 模型测度应计盈余管理, 并重复对假设 $H_1 \sim$ 假设 H_4 的实证检验, 所得结果与前文保持一

致。本文采用投资者预期现金流波动性替代资本市场盈余噪音并重复检验假设 H_2 , 回归结果表明, 除异常酌量费用指标外, 其他真实盈余管理指标均与投资者预期现金流波动性显著正相关。本文还

借鉴蔡春等(2013)采用净资产收益率替代资产收益率、净资产收益率的波动性替代资产收益率的波动性,重复检验假设 H_3 和假设 H_4 , 所得结果依然与前文一致。

六、结论与讨论

本文从销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵的角度分析真实盈余管理如何影响权益资本成本,并进一步结合会计信息质量考察真实盈余管理影响权益资本成本的渠道效应。本文利用2002—2013年深沪两市A股上市公司数据进行实证检验,研究发现,上市公司权益资本成本会随着真实盈余管理程度的提高而上升。本文同时发现,真实盈余管理影响权益资本成本的渠道效应存在差异。上市公司实施真实盈余管理导致投资者面临的盈余噪音信息增大,从而通过直接渠道提高权益资本成本,但真实盈余管理能够通过间接渠道和信号渠道提高投资者对公司未来现金流水平以及经营业绩的预期。真实盈余管理间接渠道效应和信号渠道效应的这种一致性表明,我国上市公司选择真实盈余管理可以向市场传递信号,但这一信号手段具有较高成本,这在一定程度上也反映出现阶段我国资本市场的成熟性。本文为深入理解真实盈余管理的经济后果提供了新的经验证据,并进一步拓展了

现有文献关于真实盈余管理具有信号功能的研究成果。

在实践上,本文的研究结论也具有一定政策借鉴意义。一方面,上市公司要更加积极地提高财务信息披露质量,减少资本市场噪音,增强市场参与者获取信息的时效性和有效性,从而提高公司资源配置效率;另一方面,由于公司披露的财务信息多是历史信息,可能难以满足投资者的决策需求以及公司关于传递未来发展信息的需求,有能力的公司可以适当运用真实盈余管理向市场传递有关公司发展前景的信号。进一步地,政府部门应该从根本上建立更为透明的信息披露制度,增加外部投资者获取公司真实经营状况和财务信息的沟通渠道,实施有利于公司改善内部治理机制和资本市场健康发展的监管政策,充分发挥资本市场的资源配置功能。此外,监管部门还应全面认识上市公司的真实盈余管理行为,并对真实盈余管理实施有区别的监管政策。

本文不足之处在于,只考察了真实盈余管理的信号传递功能,有关信号传递的具体条件值得进一步深入探讨。此外,公司进行真实盈余管理受制于内、外部环境因素,后续研究可以进一步关注这些因素对真实盈余管理渠道效应的影响。

参考文献:

- [1] Ashbaugh-Skaife H., Collins D. W., Kinney W. R., LaFond R. The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity[J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47, (1): 1-43.
- [2] Babenko I., Boguth O., Tserlukevich Y. Idiosyncratic Cash Flows and Systematic Risk[J]. *The Journal of Finance*, 2016, 71, (1): 425-456.
- [3] Blanco B., Lara G., Juan M., Tribo J. A. Segment Disclosure and Cost of Capital[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2015, 42, (3-4): 367-411.
- [4] Chen J. Z., Rees L., Sivaramakrishnan K. On the Use of Accounting vs. Real Earnings Management to Meet Earnings Expectations-A Market Analysis[R]. Working Paper, University of Colorado at Boulder, 2010.
- [5] Cohen D. A., Dey A., Lys T. Z. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre-and Post-Sarbanes-Oxley Periods[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83, (3): 757-787.
- [6] 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.
- [7] Dinh T., Kang H., Schultze W. Capitalizing Research & Development: Signaling or Earnings Management? [J]. *European*

Accounting Review, 2016, 25, (2): 373 - 401.

[8] Gebhardt W. R. , Lee C. M. C. , Swaminathan B. Toward an Implied Cost of Capital [J]. Journal of Accounting Research, 2001, 39, (1): 135 - 176.

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

[10] 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.

[11] Ho L. C. J. , Liao Q. , Taylor M. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre-and Post-IFRS Periods: Evidence from China [J]. Journal of International Financial Management & Accounting, 2015, 26, (3): 294 - 335.

[12] Kim J. B. , Sohn B. C. Real Earnings Management and Cost of Capital [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2013, 32, (6): 518 - 543.

[13] Lambert R. , Leuz C. , Verrecchia R. E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital [J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45, (2): 385 - 420.

[14] Leggett D. , Parsons L. M. , Reitenga A. L. Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance [R]. Working Paper, Culverhouse School of Accountancy, 2009.

[15] Mizik N. , Jacobson R. 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.

[16] O' Connor Keefe M. , Tate J. Is the Relationship between Investment and Conditional Cash Flow Volatility Ambiguous, Asymmetric or Both? [J]. Accounting & Finance, 2013, 53, (4): 913 - 947.

[17] Rountree B. , Weston J. P. , Allayannis G. Do Investors Value Smooth Performance? [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 90, (3): 237 - 251.

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

[19] Schipper K. Commentary on Earnings Management [J]. Accounting Horizons, 1989, 3, (4): 91 - 102.

[20] 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.

[21] 蔡春, 李明, 和辉. 约束条件、IPO 盈余管理方式与公司业绩——基于应计盈余管理与真实盈余管理的研究 [J]. 北京: 会计研究, 2013, (10).

[22] 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 [J]. 北京: 中国管理科学, 2011, (2).

[23] 林永坚, 王志强, 李茂良. 高管变更与盈余管理——基于应计项目操控与真实活动操控的实证研究 [J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (1).

[24] 罗琦, 王悦歌. 真实盈余管理与权益资本成本——基于公司成长性差异的分析 [J]. 北京: 金融研究, 2015, (5).

[25] 龚启辉, 吴联生, 王亚平. 两类盈余管理之间的部分替代 [J]. 北京: 经济研究, 2015, (6).

[26] 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]. 天津: 南开管理评论, 2014, (2).

[27] 王亮亮. 真实活动盈余管理与权益资本成本 [J]. 哈尔滨: 管理科学, 2013, (5).

[28] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本 [J]. 北京: 经济研究, 2006, (2).

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

Analysis on Channel Effects of Real Earnings Management

LUO Qi, PENG Zi-qian

(Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, Hubei, 430072, China)

Abstract: With the development of related researches, real earnings management and its economic consequences have become the highlights of theoretical and real world. The existing literatures point out different views. Some scholars insist that managerial real earnings management influences short-term reported earnings at the expense of declining the quality of financial report and distorting current-period real operations, which generally results in more severe consequences than accrued earnings management. Another view, however, argues that managers may engage in real earnings management to meet earnings benchmarks in an effort to enhance the company's credibility and reputation with stakeholders, which enables optimistic prospects of investors toward the company and signals superior future performance to the market. In fact, the economic consequences of real earnings management are distinct for the influencing factors, including external environment, managerial motivation and the extent of manipulation, are varied. When investigating the economic consequences of real earning management, its channel effects should be taken into consideration.

On the perspectives of sales manipulation, production manipulation and discretionary expenditures manipulation, this article analyses the influences of real earnings management on the cost of equity capital, which is different from extant researches. Furthermore, our article, based on LLV model and the theoretical model from Luo and Wang (2015), illustrates the direct channel effect, indirect channel effect and signal channel effect by investigating the influences of real earnings management on earnings noise, expected level of future cash flow and future performance. The empirical research of the paper is based on the financial data of China's non-financial listed companies of Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2002 to 2013. The empirical test indicates that engaging in real earnings management leads to a rise of cost of equity capital. Subsequently, the results demonstrate that the influences of real earnings management on the cost of equity capital are distinct according to different effect channels. To be specific, real earnings management would introduce noises or errors in reported earnings, which leads to the cost of equity capital rise through direct channel. However, real earnings management would improve investors' expectations on future cash flow levels through indirect channel and future performance through signal channel.

This study provides deep insight into the economic consequences of real earnings management, and extends the extant researches on effective signaling of real earnings management. The constancy between indirect channel effect and signal channel effect indicates that real earning management, even though with a comparatively high cost (direct channel effect), may be adopted by listed companies to signal future firm value. To a certain extent, this phenomenon also reflects the imperfection of China's capital market.

The results of the paper also provide inspiration significance for policy setting. Listed companies are suggested to disclosure financial information with higher quality and to manage real earnings properly as a signal. Moreover, to improve the allocation efficiency of Chinese stock market, the authorities should establish a more transparent information disclosure system and implement regulations both for complementing the internal governance mechanism and promoting a healthy development of capital market.

This study still has several limitations. Although findings in the paper show that real earnings management can be used to signaling future firm performance, the specific conditions of the mechanism need further discussion. In addition, since real earnings management subject to both internal and external environment, future researches can be focus on the impacts of these factors on the channel effect of real earnings management.

Key Words: real earnings management; cost of equity capital; channel effect

(责任编辑:文 川)