

代理成本和应计及真实盈余管理

——基于产权视角的实证研究

宋承军,王永健

(南京财经大学 会计学院,江苏 南京 210023)

摘要: 本文基于 CSMAR 数据库 2010—2012 年深沪上市的 A 股数据,从产权性质视角研究代理问题和应计盈余管理及真实活动盈余管理的关系。结论表明:第一,全样本中代理成本和应计盈余管理及真实活动盈余管理正相关;第二,代理成本和盈余管理的关系在国有控股和非国有控股公司中存在显著差异,且二者的关系在国有控股样本中更显著。本文对于提高公司的内外部监管,完善治理结构、降低代理成本以及公司盈余管理程度具有一定的参考意义。

关键词: 代理成本; 应计盈余管理; 真实活动盈余管理; 公司治理; 产权性质

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2015)03-0049-15

一、引言

Jensen 和 Meckling^[1] 认为委托人和代理人利益不一致导致二者存在行为冲突,首次提出代理成本一词。国内外研究一般将代理成本分为权益代理成本、债务代理成本、大小股东之间的代理成本及公司和其他利益相关人之间的代理成本。两权分离使股东和管理层信息不对称,也是代理问题的根源。管理层控制企业,具有信息优势,股东则处于信息劣势,管理层拥有企业股份较少,却对其控制的资源享有经营权和使用权,可能通过在职消费等方式损害股东利益。Schipper^[2] 认为盈余管理是企业管理者有目的操控对外报告、管理财务信息披露过程、最终获得私有收益的行为。信息不对称和两权分离情况下,管理层和股东的委托代理关系带来代理成本,基于薪酬契约、职业安全等考虑,管理层存在盈余管理的动机和能力。

Lin 和 Tan^[3] 认为国有企业和非国有企业的内在特征存在较大差异,公司经营目标不同,国有企业可能更多肩负就业、地方政绩、社会责任、医疗和社会稳定等责任,而不是单一追求企业价值最大化,这些社会责任的存在可能在一定程度上扭曲了企业的经营目标。不同控制权的上市公司,其代理成本和应计盈余管理及真实活动盈余管理的关系是否相同,这是本文拟解决的问题。

本文基于 CCER 和 CSMAR 数据库 2010—2012 年深沪 A 股数据,研究代理成本和盈余管理的关系。由于很难直接衡量代理成本,本文借鉴 Ang 等^[4]、Singh 和 Davidson^[5] 以及 Firth 等^[6] 的方法,采用管理费用率、资产周转率作为代理成本的替代变量,实证检验了代理成本和应计盈余管理及真实盈余管理的关系。

二、文献回顾和研究假设

两权分离产生了代理问题,其成本即代理成

收稿日期: 2015-05-10

作者简介: 宋承军(1991—),男,河南信阳人,南京财经大学会计学院研究生,研究方向为会计理论研究;王永健(1989—),男,江苏宿迁人,南京财经大学会计学院研究生,研究方向为会计理论研究。

本,目前对代理成本的分类标准并不统一,代理成本目前来看一般包括四种:即公司的股权代理成本、债权代理成本、公司和其他利益相关者之间的代理成本及大小股东之间的代理成本,学者分别对这些不同类型的代理成本产生的原因、影响因素、计量方式及经济后果等进行了广泛研究,并且给公司内外部监管机构提出了一定的合理建议,如建议监管机构提高公司内外部的治理水平,提高外部审计质量和审计师素质及专业特长,增加独立董事在董事会中的比例,提高公司中小股东的话语权等,旨在降低代理问题给上市公司带来的直接和间接的负面经济后果。

对不同类型代理成本的相关研究较多,如 Doukas 和 Pantzalis^[7] 基于 1988—1994 年跨国公司及国内公司总计 6951 个年度观测值,研究地域多元化与债务代理成本的关系,发现代理成本和长期负债率显著负相关,在跨国公司更显著,其长期债务代理成本更高。曾颖和叶康涛^[8] 基于 2001—2002 年我国 A 股上市公司数据发现在降低代理成本方面债务融资和外部审计互相替代。李寿喜^[9] 表明代理成本从大到小依次为国有企业、混合产权企业、个人产权企业,表明在不同控股类型的公司中,代理成本存在较大差异。杨淑娥和王映美^[10] 研究控股股东的控制权代理成本,发现控股股东持股比例越高,利用控制权掏空上市公司的动机越强烈,控制权代理成本也越高。Singh 和 Davidson^[5] 将 Ang 等^[4] 的研究扩展到大公司样本,发现管理层持股比例和资产周转率显著正相关,与代理成本显著负相关,而与超额酌量费用系数不显著,表明管理层持股的激励可以降低公司管理层代理成本,也可以提高公司资产周转效率,因此,资产周转率越高表明公司管理层代理成本越低。类似的研究还有张兆国等^[11]。Chen 等^[12] 研究股东对消除诸如管理层浪费、资产管理能力较差及投资不足等代理问题发挥的作用,发现任职管理层的股东对改善公司资产周转率有显著影响,而外部中小股东的作用不显著,任职管理层的股东在提高公司资产周转率,降低管理层代理成本上发挥一定的作用。

基于管理层视角,代理问题由两权分离及其所致的信息不对称催生。尽管管理层不拥有所有权,但是却控制着企业的日常经营及公司资产,管理层对所控制的资产浪费、投资过度、投资不足、在职消费等损害投资者及股东价值的机会

主义行为成本低而收益很高,基于理性经济人假设,管理层具有采取自利行为获得私有收益的动机和能力。

关于代理问题和盈余管理相关性的研究较多,如罗炜和朱春艳^[13] 发现由于管理层对公司信息披露的时点及数量能够控制,若股东和管理层之间的代理成本越高,管理层越倾向于制定使自己利益最大化的决策。Jensen 和 Meckling^[11], Shleifer 和 Vishny^[14], Jensen^[15], Singh 和 Davidson^[5] 认为对管理层激励会降低股东和管理层之间的代理成本及盈余管理水平,表明管理层激励水平越高,其与股东之间的代理成本越低,盈余管理程度也越低。Burgstahler 和 Dichev^[16] 表明为迎合分析师盈余预期,管理层有动机进行盈余管理降低与股东的代理问题。Bryan 等^[17], Bizjak 和 Coles^[18] 和 Kole^[19] 认为拥有较大数量增长期权的公司信息不对称程度更大,代理问题也更严重,管理层采取机会主义行为的概率更大。Mi 和 Wang^[20] 发现占中国工业资本的 2/3 及占有银行贷款 70% 的国有控股公司产出只有总产出的一半,结果表明由于国有控股公司所有者缺位、管理层机会主义动机导致代理问题更严重、代理成本更高,从而导致股权再融资(SOE)的非效率。Dechow 和 Sloan 等^[21] 基于被 SEC 调查的公司为样本,发现管理层盈余操控的动机是为了获得较低成本的外部融资及防止债务违约,若公司被 SEC 调查,则其盈余操纵被公众所知,公司资本成本反而更高,增加了企业代理成本。Teoh 和 Wong^[22] 认为公司 SEO 之前会进行应计盈余管理,而使得 SEO 之后一段时期公司业绩和股票收益下滑,控股股东对中小股东的权益侵占提高了企业控制权代理成本。

以上研究表明,基于各种类型的代理成本考虑,代理问题越严重,管理层盈余管理动机越强烈,进行自利行为获得私有收益的可能性更大;对管理层实施激励在一定程度上降低了代理问题及盈余管理程度;国有企业代理问题较为严重,其管理层盈余管理程度更高;同时,管理层盈余管理程度越大,导致公司代理问题更严重。

真实活动盈余管理的研究起步较晚, Roychowdhury^[23] 引发了该领域的研究热潮, Cohen 和 Zarowin^[24] 发现 SEO 的公司同时采用应计盈余管理及真实活动盈余管理操纵业绩从而增加了

控制权代理成本。Kim 和 Sohn^[25] 研究了公司资本成本和真实活动盈余管理的关系,发现管理层机会主义导致二者显著正相关,增加了债务代理成本。Greiner 等^[26] 发现代理成本高的公司,管理层的机会主义导致前期真实活动盈余管理和审计费用显著正相关。Demers 和 Wang^[27] 研究表明应计盈余管理及真实活动盈余管理程度和 CEO 年龄存在显著关系,中年 CEO 和年轻 CEO 的收益函数存在一定差异,年轻 CEO 可能更多出于职业安全较少考虑采用真实活动盈余管理,更多偏好应计盈余管理且盈余管理程度比中年 CEO 低,类似研究还有 Graham 和 Harvey 等^[28]。

综上所述,现有文献表明,直接研究代理问题和真实活动盈余管理的较少。随着外部环境的改变,两权分离带来的委托代理冲突引致盈余管理和代理成本,内部公司治理和外部监督可能削弱了盈余管理和代理成本的关系。

公司内部的委托代理冲突越严重,公司越应采取更好的内部公司治理机制抑制其带来的负面经济后果,降低代理成本及管理层的盈余管理程度;目前较多研究表明我国公司内部治理机制不完善,没有发挥应有作用,大股东没有抑制管理层利益侵占等行为,反而可能进行隧道挖掘侵占中小股东利益以获得控制权收益。因此,本文认为公司的代理成本越高,表明其信息不对称程度及代理冲突越严重,那么其应计盈余管理程度也越大。得到本文第一个假设:

H1: 我国上市公司代理成本和应计盈余管理正相关,即公司代理成本越大,应计盈余管理程度就越大。

随着外部监管的增加、法律法规的不断完善、审计人员素质、高管职业素质及内部治理的提高,应计盈余管理被发现的概率逐渐增加,基于理性人假设及成本收益考虑,如 Gunny^[29],虽然李增福等^[30] 表明真实活动盈余管理给企业带来更严重的负面经济后果,造成企业未来经营业绩的长期滑坡,真实的改变了企业正常的投资、融资和正常生产经营决策等,但 Graham 等^[28] 的研究却发现管理层仍偏好真实活动盈余管理。Zang^[31] 表明只关注应计盈余管理不能保证盈余质量,内外部监管的增加及盈余管理成本收益考虑导致盈余管理方式转变,研究表明应计盈余管理和真实活动盈余管理相互替代^[32]。与应计盈

余管理相比,真实盈余管理被内外部监管机构发现的概率较低,应计盈余管理和真实活动盈余管理的时间特性和成本存在较大差异,公司高代理成本表明存在严重的代理冲突,这些企业管理层可能逐渐偏好真实盈余管理,产生新型真实活动代理成本。代理问题越严重,即管理层和股东的利益冲突越大,管理层盈余管理动机越强烈,真实盈余管理程度也越高。

管理层可通过销售活动操控进行真实盈余管理,如放宽信用销售标准,增加当期销售收入和净利润,使未来期间单位销售现金净流量下降;扩大产品生产规模,摊薄产品单位固定生产成本,降低单位生产成本,提高单位产品毛利润及净利润;削减企业研发支出、职工培训经费、销售费用、管理费用等各种费用,降低现金及非现金支出额,增加当期净利润;以股票回购、资产出售等方式进行真实活动操控,实行向上的真实盈余管理。企业可能只采用一种方式,也可能同时采用几种方式。进行向上的真实盈余管理时,基于 Roychowdhury^[23] 的方法计算的销售活动操控净现金流量的异常值为负,总生产成本异常值为正,酌量性费用异常值为负。股票回购和资产出售由于使用时存在较大限制,本文所述真实盈余管理仅限 Roychowdhury^[23] 的销售活动操控、生产成本操控及酌量性费用操控,借鉴 Cohen^[24] 构造综合计量真实盈余管理的指标。由以上分析知,代理成本和真实盈余管理正相关,因此,得到本文的第二组假设:

H2: 我国上市公司代理成本和真实活动盈余管理正相关,即代理问题越严重,代理成本越大,管理层进行真实盈余管理的程度越高。

针对每种类型的真实盈余管理,分别提出了下列研究分假设:

H2a: 我国上市公司代理成本和销售活动操控的真实活动盈余管理正相关,即代理问题越严重,代理成本越大,管理层进行销售活动操控的真实活动盈余管理程度越高。

H2b: 我国上市公司代理成本和成本操控的真实活动盈余管理正相关,即代理问题越严重,代理成本越大,管理层进行总成本操控的真实活动盈余管理程度越高。

H2c: 我国上市公司代理成本和酌量性费用操控的真实活动盈余管理正相关,即代理问题越

严重,代理成本越大,管理层通过削减管理费用和销售费用等进行酌量性费用操控程度越高。

H2d:我国上市公司代理成本和综合的真实活动盈余管理程度正相关,即代理问题越严重,代理成本越大,管理层进行的总的真实活动盈余管理程度越高。

三、数据来源和变量选择

(一) 数据来源

本文选取2010年—2012年深沪上市公司A股作为初始样本,由于计量真实盈余管理需前两年的数据,因此本文实际样本期间为2008—2012年。并对样本做了如下筛选:第一,由于金融保险及房地产行业和其他行业存在较大差异,本文剔除金融保险及房地产行业样本;第二,剔除数据缺失的样本;第三,剔除ST,*ST的样本;第四,若某个行业样本数少于9个^①,为保证结果有效性,剔除行业类别为C2(木材、家具)的样本,稳健性检验中包括这些小样本结果不变;第五,为剔除异常值干扰对相关变量做上下1%的缩尾处理,为控制行业及年度影响加入了行业和年度虚拟变量,制造业取我国证监会发布的行业代码前两位,其他行业取一位,最终得到总样本4171个。数据来自CSMAR和CCER数据库。数据分析采用软件STATA 11.0。

(二) 变量选取

(1) 应计盈余管理的计量

由于DD模型、Jones模型及其他修正的Jones模型没有考虑业绩对操控性应计的影响,且国内外相关研究应计盈余管理的文献认为截面修正的Jones模型更好,本文拟采用截面修正的Jones模型对应计盈余管理计量,并且Kothari等^[32]认为极端业绩的公司样本中,业绩对应计项目会产生影响,且这类样本的操控性应计并不是系统性为零,造成现有应计模型计量上的偏误,而基于行业代码、公司当期及上期的ROA对样本加以配对,比其他类型的配对方式在计量异常盈余管理上更好。且假设在同一投资组合水平上,业绩对研究样本及配对样本应计项目的影响是相同的,操控性应计是从计算的操控性应计中扣除配对样本的操控性应计得到。一定程度增加了模型的有效性。因此,本文借鉴Kothari

等^[33]的方法计量操控性应计。

$$TACC_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (1)$$

$$\frac{TACC_{it}}{A_{t-1}} = \frac{\beta_0}{A_{t-1}} + \frac{\beta_1 \cdot (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{t-1}} + \frac{\beta_2 \cdot PPE_{it}}{A_{t-1}} + \beta_3 \cdot ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$NDA_{it} = \frac{\hat{\beta}_0}{A_{t-1}} + \frac{\hat{\beta}_1 \cdot (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{t-1}} +$$

$$\frac{\hat{\beta}_2 \cdot PPE_{it}}{A_{t-1}} + \frac{\hat{\beta}_3 \cdot ROA_{it-1}}{A_{t-1}} \quad (3)$$

$$DA_{it} = TACC_{it}/A_{it-1} - NDA_{it} = \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中: $TACC_{it}$ 表示*i*公司*t*期的总应计,等于公司净利润减去经营活动现金净流量; NDA_{it} 表示正常的企业应计,也就是非操控性应计值; A_{t-1} 表示公司上期总资产; ΔREV_{it} 和 ΔREC_{it} 分别表示公司当期销售收入变动及当期应收账款的变动; PPE_{it} 表示*i*公司*t*期固定资产净值; ROA_{it-1} 表示*i*公司*t-1*期总资产收益率,从公司总应计中减去非操控性应计部分即得到操控性应计部分, ε_{it} 表示残差,即操控性应计 DA_{it} 。

(2) 真实活动盈余管理的计量

Cohen等^[24],李增福等^[30]采用Roychowdhury^[23]的方法计量真实活动盈余管理并验证了该方法有效性,通过分离销售操控、生产成本操控及酌量性费用操控,计量企业三种常见的真实活动盈余管理方式。本文拟借鉴Roychowdhury^[23]的方法。企业可以通过放宽信用销售标准增加利润,增加产品生产数量以摊薄单位固定成本从而降低产品成本,提高企业净利润;企业也可以削减研发支出、管理费用和销售费用等酌量性费用增加当期净利润;负的异常销售收入,正的异常生产总成本,负的异常酌量性费用表示公司进行了向上的真实活动盈余管理以调增净利润。本文用生产成本和存货变动替代生产总成本,用管理费用和销售费用替代酌量性费用,Roychowdhury^[23]计量三种真实盈余管理的模型如下所示:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1/A_{t-1} + \alpha_2 * SALES_{it}/A_{t-1} + \alpha_3 * \Delta SALES_{it}/A_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

^①包括这些小行业样本数据后结果不变。

$$GOGS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * SALES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$\Delta INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta SALES_{it} + \alpha_2 * \Delta SALES_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$PROD_{it}/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1/A_{t-1} + \alpha_2 * SALES_{it}/A_{t-1} + \alpha_3 * \Delta SALES_{it}/A_{t-1} + \alpha_3 * \Delta SALES_{it-1}/A_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$DISEXP_{it}/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1/A_{t-1} + \alpha_2 * SALES_{it-1}/A_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$EM_PROXY = EM_PROD + (-EM_CFO) + (-EM_DISEXP) \quad (10)$$

公式(5) 衡量由于放宽信用销售条件导致企业单位销售净现金流量下降,从而使得该公式中计算的异常的经营活动现金净流量为负值,即为公式中的残差所描述的部分,由于企业的经营活动现金净流量与企业的当期销售收入和当期销售收入的变动等有关系,也与企业的规模相关,因此计算企业当期异常销售活动现金净流量的公式就如上式(5)所示。由于企业的成本包括企业的生产成本和当期存货的变动两部分内容,因此公式(6)是描述生产成本和销售收入之间的线性关系,公式(7)是描述存货变动与销售收入之间的变动关系,由两个公式共同构成了公式(8)中总成本和销售收入及当期和上期销售收入变动之间的线性拟合关系,同时企业的总成本和企业的规模也相关,因此在公式中控制了公司的规模。

公式(8)中计算得到的回归残差用来衡量异常的总成本,企业进行扩大生产规模,使得固定成本分摊到单位产品的份额下降,单位变动成本不变,进而使得单位产品的毛收益和净收益增加,从而提高企业的销售利润,进而影响到企业的报告盈余。公式(9)是酌量性费用与当期及上期销售收入之间的关系。企业通过削减研发费用、职工培训费用和销售费用、管理费用等,会使得当期费用支出下降,提高企业的报告盈余。由于我国研发费用和职工培训费用等是合并到管理费用和销售费用中披露的,因此本文对酌量性费用的计量用管理费用和销售费用替代。从而公式(9)中的回归残差在企业采用正向盈余管理时为负值,表明企业削减了管理费用和销售费用等来调高利润。

对于不同的企业来说,企业可能采用操控销售活动,放宽信用销售条件来调增利润,也可能

采用扩大再生产规模,摊薄单位固定成本,提高单位毛收益和净收益,或者还可能通过削减企业的研发费用、职工培训费用、管理费用和销售费用等来调增企业的报告盈余。当然,企业还可能同时采用上述三种真实盈余管理中的任意组合方式,或者同时采用上述真实盈余管理方式来调增企业的报告盈余。为此,为了衡量单个企业采用的真实盈余管理的综合水平,本文拟借鉴 Cohen^[24]的方法,构建了描述真实盈余管理综合水平的指标 EM_PROXY ,如上述公式(10)所示。

综上所述,如果企业采用正向真实盈余管理方式调增企业的报告盈余,如果企业采用销售活动操控、总成本操控、酌量性费用操控时,异常的销售活动净现金流量为负值,异常的总成本为正值,异常的酌量性费用为负值;如果企业采用负向的真实盈余管理方式调减企业的报告盈余时,若企业采用销售活动操控、总成本操控、酌量性费用操控时,异常的销售活动净现金流量为正值,异常的总成本为负值,异常的酌量性费用为正值。企业采用各种真实盈余管理方式自由组合时,回归残差的值也不同。

(3) 代理成本的计量

学术界对代理成本的计量指标非常多,但不统一。Jensen 和 Meckling^[1]认为代理成本分为三种,即股东等相关利益者的监督成本、企业管理者非货币消费、委托人和代理人利益不一致导致企业价值降低部分,但这三种代理成本量化起来存在很大困难,目前主要采用管理费用率和资产周转率^[4]及 SG&A 费用收入比率^[5]计量代理成本,田立辉采用管理者替换比率、投资指标及管理费用指标作为股东和管理者之间代理成本的替代变量^[33]。本文拟采用管理费用率作为代理成本的替代变量,稳健性检验采用资产周转率对代理成本加以替代。

(4) 控制变量

公司第一大股东持股比例^[34]、公司规模^[35]、公司经营周期和经营业绩^{[29][30][32]}、独董比例,两职合一等都会影响企业应计盈余管理及真实活动盈余管理与否及盈余管理程度,由于年度因素和行业因素影响企业的生产经营业绩、盈余管理、代理成本等,本文控制了年度和行业影响。具体的变量定义见表1所示:

表1 变量定义表

变量符号	变量定义
DA	应计盈余管理,基于 Kothari et al. (2005) 修正的 Jones 模型计算的操控性应计 DA
EM_PROXY	真实盈余管理,利用 Roychowdhury(2006) 真实盈余管理模型计量得 = EM_PROD-EM_CFO-EM_DISEXP
EM_CFO	销售活动操控的盈余管理计量指标,利用 Roychowdhury(2006) 模型中企业真实的 CFO 减模型估计的 CFO 残差部分即为 EM_CFO.
EM_PROD	总成本操控的盈余管理计量指标,利用 Roychowdhury(2006) 模型中企业真实的 PROD 减模型估计的 PROD 残差部分即为 EM_PROD.
EM_DISEXP	酌量性费用操控的盈余管理计量指标,利用 Roychowdhury(2006) 模型中真实的 DISEXP 减模型估计的 DISEXP 残差部分即为 EM_DISEXP.
DLCB	代理成本,等于管理费用/主营业务收入,该值越大表明代理问题和代理成本越大。
turnratio	总资产周转率,等于销售收入/总资产,该值越大表示代理成本和代理问题越小。
lnsize	公司规模,等于公司总资产的自然对数
top1	第一大股东持股比例,等于公司第一大股东持股数/公司总股数
Board	董事会规模,等于独董人数/董事会总人数
lnzhouqi	公司经营周期,等于公司一个经营周期时间的自然对数
OWN	控制权性质,国有控股为 0,否则为 1
herfindah	股权集中度,采取第二大股东到第五大股东持股比例
gaoratio	高管持股比例,等于高管持股总数/普通股总数
meigufef	每股自由现金流,等于企业的自由现金流/公司发行在外普通股股数
Year	年度因素虚拟变量,控制年度影响
Industry	行业因素虚拟变量,控制行业影响

(三) 实证模型

模型 1: 代理成本和应计盈余管理的关系

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot DLCB_{it} + \beta_i \cdot \sum Control\ var + \beta_j \cdot \sum Year\ dum + \beta_k \cdot \sum Ind\ dum + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

模型 2: 代理成本和销售活动操控的真实盈余管理的关系

$$EM_CFO_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot DLCB_{it} + \beta_i \cdot \sum Control\ var + \beta_j \cdot \sum Year\ dum + \beta_k \cdot \sum Ind\ dum + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

模型 3: 代理成本和酌量性费用操控的真实盈余管理的关系

$$EM_DISEXP_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot DLCB_{it} + \beta_i \cdot \sum Control\ var + \beta_j \cdot \sum Year\ dum + \beta_k \cdot \sum Ind\ dum + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

模型 4: 代理成本和总成本操控的真实盈余管理的关系

$$EM_PROD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot DLCB_{it} + \beta_i \cdot \sum Control\ var + \beta_j \cdot \sum Year\ dum + \beta_k \cdot \sum Ind\ dum + \varepsilon_{it}$$

$$\sum Ind\ dum + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

模型 5: 代理成本和真实盈余管理综合指标的关系

$$EM_PROXY_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot DLCB_{it} + \beta_i \cdot \sum Control\ var + \beta_j \cdot \sum Year\ dum + \beta_k \cdot \sum Ind\ dum + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

其中: 因变量为本文应计盈余管理及真实活动盈余管理的替代变量 DA_{it} , EM_CFO_{it} , EM_PROD_{it} , EM_DISEXP_{it} , EM_PROXY_{it} , 分别表示公司操控性应计、销售操控、生产成本操控、酌量性费用操控及真实活动盈余管理综合指标。 $\sum Control\ var$ 表示控制变量,即第一大股东持股比例、公司规模、资产负债率、经营周期等, $\sum Year\ dum$ 表示年度虚拟变量, $\sum Ind\ dum$ 表示行业虚拟变量,上述公司得到的回归残差分别表示应计盈余管理及四种真实盈余管理的替代变量,具体变量定义见上表 1 所示。

四、实证结果

(一) 描述性统计与相关性分析

如表 2 所示: 代理成本 DLCB 的均值为

0.091,中位数为0.069,标准差为0.078,操控性应计DACC的均值为0.002,中位数为-0.007,标准差为0.094;销售操控EM_CFO的均值、中位数和标准差分别为0.003,0.001,0.091;酌量性费用操控EM_DISEXP的均值,中位数和标准差分别为-0.00,0.007,0.076;生产成本操控EM_PROD的均值,中位数和标准差分别为-0.001,0.003,0.156;综合真实活动盈余管理

指标EM_PROXY的均值,中位数和标准差分别为-0.002,0.004,0.261;其他控制变量如OWN最大值为1,最小值为0,0表示国家控股,1表示非国家控股,OWN均值为0.368,表示非国家控股比例为36.8%;公司第一大股东持股比例top1均值为35.674%,中位数为33.34%;管理者持股比例最大值为0.618,均值为0.079,最小值为0和其他文献的相关统计量相似。

表2 描述性统计

变量名	样本量	均值	上四分位数	中位数	下四分位数	最小值	最大值	标准差
DLCB	4171	0.091	0.041	0.069	0.110	0.010	0.402	0.078
DACC	4171	0.002	-0.048	-0.007	0.035	-0.436	0.588	0.094
EM_CFO	4171	0.003	-0.047	0.001	0.055	-0.222	0.222	0.091
EM_DISEXP	4171	-0.001	-0.039	-0.007	0.026	-0.171	0.230	0.076
EM_PROD	4171	-0.001	-0.063	0.003	0.073	-0.471	0.387	0.156
EM_PROXY	4171	-0.002	-0.126	0.004	0.130	-0.703	0.651	0.261
OWN ^①	4171	0.368	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000	0.482
lnzhouqi	4171	5.090	4.299	5.018	5.719	0.056	13.817	1.231
top1	4171	35.674	23.140	33.340	46.800	0.140	89.410	15.797
Board	4171	5.681	5.000	6.000	6.000	3.000	13.000	1.609
herfindah	4171	0.165	0.068	0.129	0.235	0.019	0.523	0.123
gaoratio	4171	0.079	0.000	0.000	0.011	0.000	0.618	0.191

注:样本总量为4171个。

表2所示:代理成本DLCB的均值为0.091,中位数为0.069,标准差为0.078,操控性应计DACC的均值为0.002,中位数为-0.007,标准差为0.094;销售操控EM_DISEXP的均值、中位数和标准差分别为0.001,0.007,0.076;生产成本操控EM_PROD的均值、中位数和标准差分别为-0.001,0.003,0.156;综合真实活动盈余管理指标EM_PROXY的均值,中位数和标准差分别为-0.02,0.004,0.261;其他控制变量OWN最大值为1,最小值为0,0表示国有控股,1表示非国有控股,OWN均值为0.368;公司第一大股东持股比例top1均值为35.674%,中位数为33.34%,管理者持股比例最大值为0.618,均值为0.079,最小值为0和其他文献的相关统计量相似。皮尔森相关系数结果表明,变量之间不存在多重共线性问题,且计算的每个解释变量的方差膨胀因子(VIP值)均小于3.5%,表示多重共线性问题不严重,为控制篇幅,相关结果正文中未报告。

(二) 回归分析

表3给出了多元回归结果,其中:DLCB和操控性应计DA的回归系数为0.009,在1%水平上显著,表明代理成本越大的公司的内部治理越差,公司治理机制不能够有效遏制应计盈余管理,DLCB和DACC显著正相关支持H1;DLCB和EM_CFO的回归系数为-0.043,表明代理成本越大的公司,通过销售操控的盈余管理程度越大,系数不显著;和EM_DISEXP的回归系数为-0.229,通过了1%的显著性水平检验,表明代理成本越大、酌量性费用操控的程度越大。这里需要注意:如果企业管理层进行了正向的真实盈余管理,销售操控及酌量性费用操控的值应该分别为负值、负值,即异常的销售净现金流量为负值,异常的酌量性费用也为负值,代理成本和EM_CFO及EM_DISEXP负相关,表明代理成本越大,异常的销售净现金流量和酌量性费用越大,也表明公司管理层进行了更大程度的这两种真实盈余管理。下文类似,不再进行赘述。DLCB

①OWN表示国有控股时取0,非国有控股时取1。

和 EM_PROD 的回归系数为 0.02,符号和预期一致,即代理成本越大,公司生产成本操控程度越大,但系数不显著;DLCB 和 EM_PROXY 的回归系数为 0.277,且在 1%水平上显著,表明代理成本 DLCB 越大,企业真实活动盈余管理的综合程度越大。表 3 回归结果支持 H1 和 H2b、H2d,但是对于 H2a 和 H2c,回归系数没通过显著性检验。OLS 回归结果表明:我国上市公司代理成本

和应计盈余管理显著正相关,和 EM_DISEXP 显著负相关,和 EM_PROXY 显著正相关,且均通过 1%水平显著性检验。而对于 EM_CEO 及 EM_PROD 模型,回归系数不显著。本文认为可能是由于内生性导致的,因此后文控制了内生性影响,采用滞后一期代理成本替代变量作为解释变量。

表 3 多元回归分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
DLCB	0.009 *** (3.41)	-0.043 (-1.52)	-0.229 *** (-9.28)	0.020 (0.39)	0.277 *** (3.19)
OWN	-0.011 *** (-3.03)	-0.006 (-1.56)	-0.008 ** (-2.31)	0.010 (1.36)	-0.032 *** (-2.68)
lnsize	-0.007 *** (-5.96)	-0.004 *** (-2.70)	-0.011 *** (-9.24)	-0.001 (-0.56)	-0.014 *** (-3.26)
lnzhouqi	0.002 (1.13)	-0.005 *** (-3.20)	-0.003 *** (-2.75)	0.016 *** (5.56)	0.025 *** (5.45)
meigufcf	0.011 *** (4.06)	0.022 *** (8.93)	0.007 *** (3.46)	0.017 *** (3.54)	0.050 *** (7.24)
top1	0.000 (0.10)	0.000 (0.57)	-0.001 (-1.37)	-0.001 (-1.37)	-0.001 (-0.83)
Board	-0.001 (-1.15)	-0.002 (-1.77)	0.000 (-0.37)	-0.002 (-1.20)	-0.005 (-1.54)
gaoratio	-0.023 *** (-3.07)	-0.041 *** (-4.23)	-0.042 *** (-4.60)	-0.066 *** (-3.70)	-0.149 *** (-5.00)
herfindah	0.035 (0.88)	0.017 (0.32)	0.001 (0.02)	0.065 (0.76)	0.024 (0.17)
截距项	-0.210 *** (-7.09)	-0.061 * (-1.75)	-0.263 *** (-9.21)	-0.100 (-1.61)	-0.204 ** (-2.02)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制
N	4171	4171	4171	4171	4171
adj R ²	0.041	0.052	0.071	0.027	0.054
F	8.030	14.249	20.593	6.333	13.667

注:*、**、*** 分别表示 10%、5%、1%水平显著。() 内为 t 值,adj R² 为调整后 R²。

表 3 回归结果和现有研究文献结果类似,表明企业如果代理成本过高,那么企业可能存在更严重的代理问题,内部管理层和外部股东之间的信息不对称问题更加严重,管理层基于自身利益的考虑,存在更为严重的盈余管理动机,且由于信息不对称,管理层进行盈余管理被发现的概率可能也更低。

内外部监管机制的完善能够在一定程度上抑制企业管理层的应计盈余管理行为,如内部公司治理机制的不断完善^[36]、外部审计师素质的提高及审计质量的提高^[37]、外部机构投资者持

股^{[36][38][39]}、会计准则的不断完善^[40]及投资者保护程度的增加^[41]、会计稳健性程度的提高^[42]、法律环境和分析师跟进^[43]等,外部监管的不断增强和内部公司治理制度的不断完善使得企业管理层的盈余管理行为从应计盈余管理转向更为隐蔽的真实活动操控的盈余管理^{[28][32]},这种盈余管理行为更加隐蔽,且和应计盈余管理不同的是,真实盈余管理一般要发生在会计年度结束之前,操控的时间和应计盈余管理存在较大的差异,应计盈余管理则可以在年末进行。且大量研究表明真实盈余管理对企业未来

业绩的影响更大,产生更大的负面经济后果等^[30],不仅影响了企业的各期报告盈余,还影响了企业的当期及未来期间的现金流,而应计盈余管理则只影响盈余的分布情况,对企业经营现金流不产生影响。本文表5的多元回归分析结果表明,代理成本越大的公司,其企业的代理冲突更为严重,信息不对称程度更高,管理层的机会主义行为更大,且应计盈余管理及真实盈余管理的程度更高,从侧面验证了现有文献中发现的应计盈余管理和真实盈余管理的关系。

(三) 稳健性检验

代理成本的计量一般采用管理费用率^{[41][5]}、

资产周转率等替代^①。本文在稳健性检验中采用资产周转率作为代理成本的替代变量。若一个公司中资产周转率较高,则表示该公司管理者利用资产的效率较高,这类公司中存在的代理问题应该更小、代理成本也应该更低,即公司资产周转率越大,公司代理成本越低,管理层盈余管理动机和程度越低。用销售收入除以公司总资产得到的指标作为代理成本的替代变量,而应计盈余管理及四个计量真实活动盈余管理的指标作为被解释变量,根据前述模型 OLS 回归,得到的稳健性回归结果如表4所示:

表4 稳健性检验

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
turnratio	-0.249*** (-3.72)	0.283*** (8.90)	0.071** (2.51)	-0.693*** (-13.50)	-0.750*** (-11.46)
OWN	-0.008* (-1.68)	-0.008** (-2.00)	-0.008** (-2.41)	-0.014 (-1.08)	-0.038*** (-3.30)
lnsize	-0.001 (-0.72)	-0.002 (-1.42)	-0.006*** (-5.26)	-0.004* (-1.85)	-0.004 (-1.02)
lnzhouqi	0.007*** (3.98)	0.004** (2.39)	0.001 (0.24)	0.013*** (4.91)	0.018*** (4.07)
meigufcf	0.020*** (7.10)	0.019*** (8.10)	0.006*** (3.12)	0.009** (2.12)	0.039*** (5.90)
Board	-0.001 (-1.33)	-0.002* (-1.82)	-0.001 (-0.18)	-0.002 (-1.32)	-0.005 (-1.56)
gaoratio	-0.050*** (-4.92)	-0.029*** (-3.09)	-0.037*** (-3.94)	-0.038** (-2.24)	-0.105*** (-3.67)
herfindah	0.011 (0.18)	0.012 (0.23)	0.045 (1.09)	0.097 (1.22)	0.019 (0.14)
截距项	-0.069* (-1.88)	-0.027 (-0.83)	-0.134*** (-5.15)	-0.136** (-2.51)	-0.012 (-0.14)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制
N	4171	4171	4171	4171	4171
adj R ²	0.055	0.091	0.034	0.106	0.114
F	10.364	24.211	10.032	26.535	27.146

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 水平显著。() 内为 t 值, Adj R² 调整后 R²。

表4中 turnratio 和应计盈余管理及真实活动盈余管理的系数来看,turnratio 和 DA 的回归系数为 -0.249,在 1% 水平显著;和 EM_CFO 的回归系数为 0.283,也在 1% 水平显著;和 EM_DISEXP 回归系数为 0.071,在 1% 水平显著;和 EM_PROD 的回归系数为 -0.693,也在 1% 水平

显著;和 EM_PROXY 回归系数为 -0.750,且在 1% 水平显著。表4稳健回归结果表明:公司资产周转率越低,管理层代理问题越严重,代理成本越大,盈余管理程度越高,支持了 H1 和 H2。模型中调整后的 R² 从 3.4% 到 11.4%。表外稳健性检验加入董事长和总经理是否两职合一

①管理费用率一般用管理费用除以销售收入计量,SG&A 费用收入比则是用销售费用、管理费用和财务费用除以销售收入计量,资产周转率则一般用销售收入除以总资产计量。

(Dual) 资本支出(Capital), 审计意见类型(Audit), 是否四大会计师事务所审计(Big4) 等变量, 盈余管理各替代变量的系数显著性和符号基本不变, 表4的结果表明, 采用资产周转率作为公司代理成本的替代变量, 各个模型代理成本和盈余管理的系数更显著, 且除了酌量性费用操控的系数在5%水平显著外, 其他模型的回归系数均在1%水平显著, 支持了本文的H1, H2a, H2b, H2c和H2d。

在稳健性检验部分, 为防止结论与变量选取有关, 对应计盈余管理还采用Jones模型加以计量, 真实盈余管理借鉴Cohen和Zarowin^[32]及李增福等^[30]的方法, 构建两个衡量综合真实盈余管理的指标EM1和EM2, 分别如下公式(16)和公式(17)所示, 得到的回归结果基本不变。本文稳健性检验部分还基于应计盈余管理和真实盈余管理综合指标的绝对值按照行业升序排序

后三等分, 选取每个行业第三等分组样本为研究对象, 认为这类样本中盈余管理程度及动机更大; 还基于盈余管理动机对样本进一步筛选, 选取公司净资产收益率(ROE)在(0, 1%)范围内的公司认为具有保盈动机, 将ROE范围在(6%, 6.5%)范围内的样本定义为具有配股动机, 将当期净资产收益率扣除上期净资产收益率后($\Delta ROE_{it} - \Delta ROE_{it-1}$)处于(0, 0.5%)范围内的公司界定为具有保增长动机, 这三类公司认为具有更大的盈余管理动机, 对初始样本进行筛选后, 样本数量显著下降, 运用前述五个模型实证检验代理成本与应计及真实盈余管理的关系, 回归结果基本不变, 表明前述研究结论稳健^①。

$$EM1 = -EM_CFO - EM_DISEXP \quad (16)$$

$$EM2 = EM_PROD - EM_DISEXP \quad (17)$$

(四) 内生性检验

表5 控制内生性稳健回归结果^②

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
L_DLCB	0.168*** (3.30)	-0.680*** (-5.31)	-0.296 (-1.49)	0.929*** (4.17)	0.672*** (3.08)
lnsize	-0.026*** (-3.58)	0.001 (0.38)	-0.025*** (-4.14)	-0.056* (-1.79)	-0.026*** (-2.73)
lnzhouqi	0.009*** (3.97)	-0.009 (-1.53)	0.014*** (2.78)	0.014* (1.75)	0.009*** (2.61)
meigufcf	0.007*** (3.17)	0.024*** (3.67)	0.016** (2.55)	0.028** (2.44)	0.056*** (3.71)
截距项	-0.109** (-2.54)	-0.019 (-0.17)	-0.606*** (-4.25)	-0.051 (-0.28)	-0.535** (-2.17)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
N	3885	3885	3885	3885	3885
Adj R ²	0.091	0.032	0.085	0.064	0.138
F值	17.348	5.710	8.842	6.618	21.936

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 水平显著。() 内为 t 值, Adj R² 调整后 R²。

表4和表5的稳健性OLS回归分析中, 均未考虑内生性对结论的影响。一方面, 代理成本越高的公司其信息不对称程度越高, 管理层机会主义动机也更强烈, 基于经济人假设, 管理层盈余管理可能性更大, 相对于真实活动盈余管理, 应计盈余管理较容易操作且成本相对较低, 管理层一般偏好应计盈余管理; 但随着外部监管程度的

增加及相关法律法规的完善, 外部审计人员素质的提高也会在一定程度上抑制管理层使用应计盈余管理的程度, 因此, 基于成本和操控盈余的时点选择^[32]、职业安全^{[27][28]}等考虑, 管理层偏好真实活动盈余管理的程度逐渐增加。

另一方面, 由于外部投资者对于信息的获取存在一定障碍, 进行真实活动盈余管理及应计盈

①为节约篇幅, 稳健性检验的回归结果正文没有报告, 如需要, 请联系作者索取。

②其中L_DLCB是DLCB滞后一期的值, 用DLCB滞后一期来控制内生性, 表5控制内生性稳健性回归样本为3885个, 为节约篇幅, 其他控制变量的回归结果没有列示, 如需要, 可联系作者索取。

余管理的公司,其信息不对称程度可能随着企业盈余管理程度的增加而增加,也因此增加了公司的代理成本。因此,代理成本和盈余管理之间可能存在相互影响的关系,如果不控制内生性影响的话,得到的研究结论可能存在一定的问题。因此,本文采用滞后一期的管理费用率和资产周转率作为代理成本的替代变量。由于管理费用率和资产周转率滞后一期回归结果类似,本文只报告管理费用率滞后一期的回归结果,如表7所示,控制内生性后稳健性回归结果和表5及表6并没有显著差异,表明前述结论较为稳健。

由于为观测到的变量导致的遗漏变量问题也会带来内生性问题,以及公司层面的异质性差异带来的影响,采用面板回归能有效控制公司层面这些因素的影响,对此,本文进行了Hausman检验,发现固定效应面板回归结果更好,各个模型的P值均小于0.05,表外面板回归结果表明,上述OLS回归结果及用滞后一期解释变量的回归结果与固定效应面板回归结果类似,也就说明我们的研究结论稳健。

五、进一步讨论

国有企业面临预算软约束^[44],管理层可能更多考虑政治目标而非股东价值最大化,一般来说国有企业代理成本较非国有企业更大。国内

学者关爱浩^[45]对财务监督制度下国有企业四种代理成本分析,测算了国有企业代理成本,表明国有企业代理成本更高。高雷,宋顺林^[46]利用面板数据发现政府干预显著增加了国有企业代理成本,国有企业中政府干预较多导致国有和非国有企业代理成本存在一定的差异。国有企业和非国有企业代理成本与应计盈余管理及真实活动盈余管理的关系是否显著不同呢?本文基于产权性质对样本分组并分别回归,比较二者关系的差异。表6是分组样本的描述性统计及差异,结果表明代理成本DLCB在国有和非国有企业存在显著的差异,国有企业代理成本比非国有企业代理成本更大,中位数和均值的差异均在1%水平显著;表外稳健性检验中使用的turnratio(资产周转率)在不同样本组也存在显著性差异,非国有样本组中turnratio比国有样本组中更大,且在1%水平显著,由于管理费用率和资产周转率作为解释变量得到的结论一致,下文只报告管理费用率的回归结果,其他控制变量如lnsize,lnzhouqi,Board,gaoratio和herfindah在国有企业和非国有企业的差异1%水平显著,表6表明了区分控股类型分组研究代理成本和盈余管理关系的必要性。

表6 不同产权性质样本的描述性统计

Panel A: 国有企业和非国有企业描述性统计						
	国有企业			非国有企业		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
DLCB	0.108	0.080	0.092	0.079	0.064	0.063
turnratio	0.682	0.543	0.702	0.765	0.623	0.659
DACC	-0.005	-0.007	0.083	0.003	-0.001	0.110
EM_CFO	0.005	0.002	0.111	-0.011	-0.001	0.287
EM_DISEXP	0.005	-0.006	0.153	-0.014	-0.011	0.211
EM_PROD	-0.009	0.000	0.153	0.015	0.007	0.485
EM_PROXY	-0.019	-0.002	0.338	0.039	0.015	0.669
lnsize	22.347	22.170	1.375	21.469	21.469	1.263
lnzhouqi	4.924	4.839	1.174	5.345	5.271	1.272
meigufcf	0.103	0.027	0.858	0.075	0.008	0.644
Board	5.833	6.000	1.690	5.403	6.000	1.457
gaoratio	0.324	0.003	10.318	2.831	0.001	0.114
herfindah	0.191	0.164	0.138	0.128	0.093	0.114

Panel B: 国有企业和非国有企业描述性统计差异						
	国有企业			非国有企业		
	均值之差	t值	p值	中位数之差	Z值	p值
DLCB	0.029	10.000	0.000	0.016	8.453	0.000

turnratio	-0.083	-3.223	0.001	-0.081	-5.071	0.000
DACC	-0.008	-2.065	0.039	-0.006	0.241	0.809
EM_CFO	0.016	2.119	0.034	0.003	1.004	0.316
EM_DISEXP	0.019	2.813	0.005	0.005	3.359	0.001
EM_PROD	-0.024	-1.765	0.078	-0.007	-1.564	0.118
EM_PROXY	-0.058	-3.129	0.002	-0.017	-2.795	0.005
lnsize	0.878	17.203	0.000	0.701	15.962	0.000
lnzhouqi	-0.421	-8.974	0.000	-0.432	-9.977	0.000
meigufcf	0.028	0.924	0.356	0.019	1.490	0.136
Board	0.430	6.987	0.000	0.000	8.177	0.000
gaoratio	-2.507	-6.670	0.000	0.002	-8.288	0.000
herfindah	0.063	12.658	0.000	0.071	14.207	0.000

注: 均值差异检验用 Two-sample T test, 中位数差异检验用 Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test。

表7 产权视角下代理成本和盈余管理关系的回归结果

	模型1		模型2		模型3		模型4		模型5	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
DLCB	0.398*** (4.44)	0.070* (1.83)	-0.120*** (-2.85)	-0.012* (-1.76)	-0.236*** (-6.41)	-0.188*** (-3.62)	0.024 (0.58)	-0.103 (-1.06)	0.155*** (4.39)	0.113*** (3.09)
lnsize	-0.007*** (-4.92)	-0.010*** (-4.47)	-0.004 (-1.07)	-0.011*** (-3.57)	-0.006* (-1.86)	-0.006 (-1.28)	-0.005 (-0.77)	-0.055** (-2.23)	-0.005 (-1.46)	-0.066*** (-2.89)
lnzhouqi	0.003* (1.91)	-0.002 (-1.02)	0.003 (0.92)	0.003 (0.80)	-0.014*** (-4.76)	0.011*** (2.82)	0.135*** (3.63)	0.021** (2.51)	0.029*** (4.15)	0.036 (1.47)
meigufcf	0.011*** (5.84)	0.009*** (2.68)	0.019*** (3.90)	0.037*** (4.45)	0.014*** (3.53)	0.013* (1.80)	0.006 (0.66)	0.075*** (4.95)	0.037*** (3.19)	0.116*** (5.72)
top1	-0.006 (-0.57)	-0.000 (-1.41)	0.000 (0.21)	-0.008*** (-6.63)	-0.014 (-1.44)	0.006 (1.06)	-0.014 (-1.34)	-0.007*** (-3.32)	0.015 (1.62)	0.007 (1.34)
Board	-0.002* (-1.66)	0.000 (0.06)	-0.013 (-0.48)	-0.001 (-0.62)	-0.001 (-0.64)	-0.052 (-1.15)	-0.003 (-0.11)	-0.029 (-1.48)	-0.008* (-1.75)	-0.020 (-1.20)
gaoratio	0.024 (0.65)	-0.170*** (-2.68)	-0.035 (-1.03)	-1.441*** (-9.27)	0.060 (1.41)	-0.375*** (-2.86)	-0.067** (-2.19)	-0.381*** (-5.41)	-0.109*** (-2.59)	-0.582*** (-3.87)
herfindah	-0.000 (-0.74)	-0.001 (-1.25)	-0.001 (-0.11)	-0.001 (-0.37)	-0.001* (-1.92)	-0.007* (-1.66)	-0.001 (-0.17)	-0.001 (-0.75)	-0.003 (-0.78)	-0.003*** (-13.02)
_cons	-1.088** (-2.08)	-0.247*** (-3.61)	-1.542** (-2.08)	-0.247*** (-3.61)	-0.343 (-0.39)	-0.099 (-0.17)	-2.130** (-2.43)	-1.702*** (-3.07)	-0.859 (-1.11)	-0.599 (-1.15)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2778	1393	2778	1393	2778	1393	2778	1393	2778	1393
adj R ²	0.024	0.106	0.037	0.106	0.054	0.063	0.023	0.056	0.026	0.072
F	6.480	9.426	4.321	9.426	8.598	12.873	4.104	6.721	5.672	5.044

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 水平显著。() 内为 t 值, adj R² 为调整后 R²。

如表7所示: DACC 作为被解释变量的两组回归结果中, DLCB 和 DACC 的回归系数国有控股为 0.398, 且在 1% 水平显著, 非国有控股系数为 0.070, 且在 10% 水平显著; 表明国有控股样本中代理成本的增加导致应计盈余管理程度更大程度的增加; 在 EM_CFO 作为被解释变量的两组回归结果中, DLCB 和 EM_CFO 的回归系数在国有控股样本中为 -0.120, 且在 1% 水平显著, 非国有控股中系数为 -0.012, 系数没有通过

显著性检验; 在 EM_DISEXP 作为被解释变量的回归结果中, DLCB 和 EM_DISEXP 的回归系数在国有控股中为 -0.236, 1% 水平显著, 非国有控股中为 -0.188, 也在 1% 水平显著; 而在 EM_PROD 回归结果中, 国有控股样本组和非国有控股样本组中系数均不显著, 且在非国有控股中系数为负; 在 EM_PROXY 回归结果中, DLCB 和 EM_PROXY 的回归系数在国有控股中为 0.155, 在非国有控股中为 0.113, 且均在 1% 水平显著。

如表 6 描述性统计结果所示,国有控股样本代理问题更加严重,代理成本更高,代理成本高导致国有控股公司应计盈余管理和真实活动盈余管理的程度比非国有控股公司高。因此,基于产权性质分组研究代理成本和盈余管理的关系十分必要。由表 7 得出:国有控股和非国有控股公司中,DLCB 与应计盈余管理的关系存在显著差异,真实活动盈余管理中,只有 EM_PORD 组不存在显著差异,其他模型中代理成本和真实活动盈余管理的关系在国有控股和非国有控股样本中存在显著差异。

六、结论及建议

本文基于 2010—2012 年我国深沪 A 股上市公司为研究样本,研究代理成本和应计盈余管理及真实活动盈余管理的关系,用管理费用率和资产周转率作为代理成本的替代变量,得到的结论如下:第一,全样本中代理成本和应计盈余管理显著正相关,代理成本越高的公司其应计盈余管理程度越高;第二,全样本中代理成本和真实活动盈余管理正相关,表明公司代理成本越高,真实活动盈余管理程度越大;第三,基于不同产权视角研究公司代理成本和盈余管理的关系,描述性统计结果表明国有控股公司代理成本更高,资产周转率比非国有控股公司低,代理问题更严重,且发现国有控股公司代理成本和应计盈余管理及真实活动盈余管理正相关程度均比非国有控股大;公司治理相关变量除 gaoratio(高管持股比例)外,其他变量如 herfindah,Board 及表外稳健性检验控制的 Dual, Big4, Auditor 均没能有效抑制管理层盈余管理,因此,上市公司有待于继续完善股权结构、完善内外部公司治理机制,完善对管理层的薪酬激励体制,降低管理层和股东利益冲突,降低公司股东和管理层代理成本,实现二者的利益协同。

对此,我们给出了几点政策性建议:第一,代理成本和盈余管理正相关,应该实施能够增加企业财务透明度的相关举措,提高内部公司治理水平,完善外部监管机制的监督力度,如增加机构投资者持股,提高审计师素质,提高审计师专业特长等,加大投资者保护力度;第二,代理成本和真实盈余管理正相关,审计师在审查企业财务报表时应增加对真实盈余管理的关注,企业管理层从应计盈余管理向真实盈余管理的转移,仅关注

应计项目操控的盈余管理不能有效保证财务报告质量;第三,国有企业代理成本和盈余管理相关程度与非国有企业存在差异,应不断完善国有企业改革,降低由于长期所有者缺位导致国有企业管理层监管不够带来的负面经济后果,国有企业管理层大多由国资委任命等,且其肩负相应的政治目标、社会责任目标等,基于职位升迁等,盈余管理动机可能更大,如何降低国有企业政治目标与盈余管理之间的正相关关系,是未来研究的切入点。

参考文献:

- [1] Jensen, M., Meckling, W. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305-360.
- [2] Schipper K. Commentary on Earnings Management [J]. Accounting Horizons, 1989(4): 91-102.
- [3] Lin, J. Y., and G. Tan. Policy Burdens, Accountability, and the Soft Budget Constraint [J]. American Economic Review, 1999(89): 426-431.
- [4] Ang J S, R A Cole, J W Lin. Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Finance, 2000, 55(1): 81-106.
- [5] Singh, M., Davidson, W. N. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms [J]. Journal of Banking and Finance, 2003(27): 793-816.
- [6] Firth, M., M. Y. Fung, and O. M. Rui. Ownership Governance Mechanisms and Agency Costs in China's Listed Firms [J]. Journal of Asset Management, 2008, 9(2): 90-101.
- [7] John A. Doukas, Christos Pantzalis. Geographic Diversification and Agency Costs of Multinational Firms [J]. Journal of Corporate Finance, 2003(9): 59-92.
- [8] 曾颖,叶康涛. 股权结构代理成本与外部审计需求 [J]. 会计研究, 2005(10): 63-71.
- [9] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率 [J]. 经济研究, 2007(1): 102-113.
- [10] 杨淑娥,王映美. 大股东控制权私有收益影响因素研究——基于股权特征和董事会特征的实证研究 [J]. 经济与管理研究, 2008(3): 30-35.
- [11] 张兆国,宋梦丽,张庆. 我国上市公司资本结构影响股权代理成本的实证分析 [J]. 会计研究, 2005(8):

- 44-49.
- [12] Xiaoying Chen , Jasmine Yur-Austin. Re-measuring agency costs: The Effectiveness of Blockholders [J]. The Quarterly Review of Economics and Finance ,2007 (47) : 588-601.
- [13] 罗炜 ,朱春艳. 代理成本与公司自愿性信息披露 [J]. 经济研究 2010(10) : 143-155.
- [14] Shleifer A , Vishny R W. A Survey of Corporate Governance [J]. The Journal of Finance ,1997 ,52 (2) : 737-783.
- [15] Jensen M C. The Modern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems [J]. The Journal of Finance ,1993 ,48(3) : 831-880.
- [16] David Burgstahler , Ilia Dichev. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses [J]. Journal of Accounting and Economics ,1997(24) : 99-126.
- [17] Bryan , S. , Hwang , L. , Lilien , S. CEO Stock-based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-intensity , Relative Mix , and Economic Determinants [J]. Journal of Business 2000(73) : 661-693.
- [18] Bizjak , J. , Brickley , J. , Coles , J. Stock-based Incentive Compensation and Investment Behavior [J]. Journal of Accounting and Economics ,1993 (16) : 349-372.
- [19] Kole , S. The Complexity of Compensation Contracts [J]. Journal of Financial Economics ,1997 (43) : 79-104.
- [20] Zhou Mi , Xiaoming Wang. Agency Cost and the Crisis of China's SOE [J]. China Economic Review ,2000 (11) : 297-317.
- [21] Patricia M. Dechow , Richard G. Sloan , Amy P. Sweeney. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC [J]. Contemporary Accounting Research , Spring ,1996 ,13(1) : 1-36.
- [22] Teoh , S. H , T. J. Wong , G. R. Tao. Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic [J]. Review of Accounting Studies ,1998(3) : 175-208.
- [23] Roychowdhury S. Earnings Management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics 2006(42) : 335-370.
- [24] Cohen D A , Dey A , Lys F Z. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre-and Post-Sarbanes-Oxley Periods [J]. The Accounting Review 2008(83) : 757-787.
- [25] Jeong-Bon Kim , Byungcherl Charlie Sohn. Real Earnings Management and Cost of Capital [J]. Journal of Accounting and Public Policy 2013.
- [26] Adam Greiner , Mark Kohlbeck , Thomas Smith. Auditors Perceive Real Earnings Management as a Business Risk [J]. Working Paper 2013.
- [27] Elizabeth Demers , Chong Wang. The Impact of CEO Career Concerns on Accruals Based and Real Earnings Management [J]. Working Paper 2010.
- [28] Graham JR , Harvey CR , Rajgopal S. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting [J]. Journal of Accounting and Economics ,2005 ,40(1 - 3) : 3-73.
- [29] Gunny K. The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance [J]. Contemporary Accounting Research 2010 ,27 (3) : 855-888.
- [30] 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]. 中国管理科学 ,2011 (2) : 49-56.
- [31] Zang A Y. Evidence on the Trade-off Between Real Manipulation and Accrual Manipulation [R]. Working Paper , University of Rochester 2007.
- [32] Cohen D A , Zarowin P. Accrual-Based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings [J]. Journal of Accounting and Economics 2010(50) : 2-19.
- [33] S. P. Kothari , Andrew J. Leone , Charles E. Wasley. Performance Matched Discretionary Accrual Measures [J]. Journal of Accounting and Economics ,2005 ,3 (9) : 163-197.
- [34] 赵国宇. 大股东控制下的股权融资与掏空行为研究 [J]. 管理评论. 2013(6) : 24-30.
- [35] 蔡宁 ,魏明海. 大小非减持中的盈余管理 [J]. 审计研究 2009(2) : 40-49.
- [36] 高雷 ,张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理 [J]. 会计研究 2008 ,09(64) : 72-96.
- [37] 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, 04 (81): 88-96.
- [38] 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.
- [39] 袁知柱, 王泽燊, 郝文瀚. 机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择 [J]. 管理科学, 2014 (5): 104-119.
- [40] 蒋大富, 熊剑. 非经常性损益、会计准则变更与 ST 公司盈余管理 [J]. 南开管理评论, 2012 (4): 151-160.
- [41] 袁知柱, 宝乌云塔娜, 王书光. 股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择 [J]. 南开管理评论, 2014 (5): 136-150.
- [42] 毛新述, 戴德明. 会计制度改革、盈余稳健性与盈余管理 [J]. 会计研究, 2009, 12 (38): 46-96.
- [43] 赵玉洁. 法律环境、分析师跟进与盈余管理 [J]. 山西财经大学学报, 2013 (1): 73-83.
- [44] 林毅夫, 李志斌. 政策性负担、道德风险与预算软约束 [J]. 经济研究, 2004 (2): 17-27.
- [45] 关爱浩. 财务监督体制下国有垄断企业四类代理成本分析与测算 [J]. 当代财经, 2011 (9): 117-129.
- [46] 高雷, 宋顺林. 治理环境、治理结构与代理成本——来自国有上市公司面板数据的经验证据 [J]. 经济评论, 2007 (3): 35-40.
- (责任编辑: 黄明晴)

Agency Costs and Accrual Earnings Management and Real Earnings Management: An Empirical Research from Perspective of Ownership Property

Song ChengJun, Wang YongJian

(School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, China)

Abstract: Recently, researchers are interested in earnings management from capital market. This paper uses A-share data from Shenzhen and Shanghai Stock Exchange from year 2010 to 2012 from CSMAR. From perspective of ownership property, we want to study relationships between agency problems and earnings management, which we mean accrual earnings management (AEM) and real earnings management (REM). Our paper find that: Firstly, in the full sample, there is a positive relationship between agency costs and AEM, the same to REM; Secondly, in State-Owned and non State-Owned samples, the relationship between agency costs and earnings management is significantly different, the significant positive relationship in State-Owned sample is much higher than that of non State-Owned samples. Our paper aims to enhance supervising managers from inside and outside aspects, and to improve corporate governance structure, reduce corporate agency costs and management earnings management.

Key words: agency costs; accrual earnings management; real earnings management; corporate governance; ownership property