

债务契约、控制人性质与盈余管理

李增福 曾庆意 魏下海^{*}

摘要：前期文献基于应计项目操控对债务契约治理效应的研究认为，国有控股公司在债务契约约束下没有显著的盈余管理行为，而非国有控股公司会做大盈余。本文同时从应计项目操控和真实活动操控两个方面考察了债务契约对公司盈余管理的影响，结果发现，公司债务水平越高，两种盈余管理程度都越高。进一步研究表明，国有控股公司负债水平对应计盈余管理无显著影响，但与真实盈余管理正相关；非国有控股公司的负债水平与应计盈余管理和真实盈余管理都显著正相关。这个研究结果是对已有研究文献的一个重要补充，同时由于真实活动盈余管理会使经济活动偏离最优决策而影响公司长远利益，因此这个发现对重新认识债务契约的治理作用具有重要意义。

关键词：控制人性质 债务契约 应计盈余管理 真实活动盈余管理

一、问题的提出

关于债务契约对盈余管理的影响，Watts 等(1986)提出了著名的债务契约假说，认为当企业的负债增加时，假定其他条件相同，企业管理层会通过会计方式来调节盈余。此后许多研究文献对该假说提供了经验证据支持(Sweeney, 1994; Defond and Jiambalvo, 1994; Beneish, 1998; Roychowdhury, 2006)。

基于中国制度背景的债务契约假说的研究发现，国有控股公司在债务契约约束下，没有显著的盈余管理行为；而非国有控股公司支持债务契约假说(张玲、刘启亮 2009)。对国有企业不支持债务契约假说的理论解释是国有企业的预算软约束，但是随着我国银行业的改革，尤其是 2003 年以来国有银行的股份制改革，对硬化国有企业的预算约束起到了显著作用，偿债能力低的国有企业从银行获得的贷款不断下降，换言之，他们受到的银行预算约束越来越硬(吴军、白云霞 2009)。随着市场化深入所带来竞争的加强，在国有企业和商业银行市场化的推进导致预算软约束呈现不断渐进硬化的情况下，我们却仍未观察到在债务契约约束下国有企业的盈余管理现象。对这个问题，目前学术界并没有能够很好的回答。

值得注意的是，对我国上市公司债务契约假说的检验都是基于应计项目盈余管理的研究。而实际上真实活动的盈余管理也是公司盈余管理的主要方式。应计项目盈余管理是企业利用会计处理方式来实现的，不会对企业的生产经营活动产生影响，但应计项目操控更容易被审计师与监管部门察觉；真实活动的盈余管理影响公司的现金流量，不受审计和监管的约束，但却是以牺牲公司长远利益为代价的。随后，越来越多的文献发现企业存在真实盈余管理，公司真实活动操控行为研究逐渐成为学术界研究的新焦点。

那么我们要追问的是在债务约束下，国有企业没有进行应计项目的盈余管理，是否从事了真实活动的盈余管理？而非国有企业在进行应计项目操控的同时，是否也进行了真实活动的盈余管理的操控？对这个问题目前没有文献报道。同时由于应计项目操控的盈余管理不会改变经济活动，可能会改变资源的分配；而通过真实经济活动操控会影响公司的生产经营活动，直接导致社会福利的净损失，那么基于真实活动盈余管理

^{*} 李增福，华南师范大学经济与管理学院，邮政编码：510006，电子信箱：lizengfu@126.com；曾庆意、魏下海，华南师范大学经济与管理学院，邮政编码：510006。

本文得到国家自然科学基金项目“中国上市公司真实活动盈余管理行为研究”(71172198)、“中国上市公司流动性管理行为研究：动机、方式与经济后果”(71002056)和“基金行业锦标赛与基金经理激励约束效应研究”(71002081)的资助，特此感谢。同时感谢匿名审稿人对本文提出的宝贵意见，当然文责自负。

对债务契约假说的研究将显得尤为重要。因此,本文将基于中国的制度背景,使用应计项目和真实活动操控两种盈余管理方式,以中国上市公司为样本,对债务契约假说进行研究。

本文的学术贡献体现在以下两个方面:首先,同时使用两种盈余管理方式对债务契约治理效应进行经验检验,从真实盈余管理方面,支持了债务契约假说;其次,研究发现控制人性质会影响企业盈余管理方式的选择,这些发现对以往的研究文献是一个重要的补充。

本文余下部分结构安排如下:第二部分是文献回顾、理论分析和研究假设的提出;第三部分是数据的筛选原则和研究设计;第四部分是实证检验和分析;第五部分是研究结论和启示。

二、文献回顾、理论分析和研究假设

(一) 应计盈余管理与真实盈余管理

盈余管理主要有两种方式:应计项目操控的盈余管理和真实活动操控的盈余管理。应计项目的盈余管理是指企业运用会计处理方式来调节账面利润,并不会改变企业内在的经济活动,不影响公司的现金流量(Zang, 2006),因此具有操控难度较小、所需成本较低的特点,但应计项目操控更容易被审计师与监管部门察觉(Gunny, 2005)。而真实活动盈余管理则通过安排真实经济活动来调节利润,如期末异常促销、提供宽松的信用政策、削减研发支出及降低单位生产成本。由于真实盈余管理通常需要其他企业和部门的合作并且可能进行真实经济活动的操控,承担很高的成本(Cohen and Zarowin 2010),但具有难以审计和监管的特点。目前大多数文献还是以应计盈余管理为主,但Graham(2005)通过调查发现企业经理们更喜欢用真实活动操控来调节报告盈余。其后,真实盈余管理越来越受到学者的关注,同时一些学者也开始关注应计和真实盈余管理两种方式(Lin, et al. 2006; Zang 2006; Cohen, et al. 2008; Cohen and Zarowin 2010)。

(二) 盈余管理与债务契约

债务融资行为是一种典型的契约行为,以债务契约的形式明确债权人与债务人关系。出于对债务人道德风险的考虑,债权人会提出一些限制性条款,对债务人行为进行一定的约束(陆正飞等 2008)。但债务契约本身也是不完全契约。上市公司负债水平比重越大,债权人的限制性条款就越严格,也将意味着企业违背债务契约相关条款的可能性更大。如果企业违背了债务契约的相关条款,债权人就会依据债务契约条款对其进行惩罚,严重的话导致企业破产。因此企业契约负债水平越高,为了避免违背债务契约,企业就越有动机进行盈余操控来调高盈余。Watts 和 Zimmerman(1986)提出的债务契约假说认为当企业负债增加时,假定其他条件相同,企业管理层会通过会计方式来调节盈余。这一假说不断得到后续文献的证实支持(Sweeney, 1994; Beneish, 1998; 张玲、刘启亮 2009)。这些研究都是基于应计项目操控提供的经验证据,而基于真实活动操控方面,Roychowdhury(2006)研究发现当公司有负债时更愿意进行真实活动盈余管理来操控盈余。随着市场化进程的加快,资本市场不断完善,在债权人的权利保护不断增强的情况下,违背债务契约的成本不断提高,为了避免违反债务契约,负债较高的公司不仅有动机通过应计盈余管理方式来调节盈余,而且也会运用真实盈余管理操控盈余。

假设 1: 总体而言,负债水平越高的公司,应计项目盈余管理和真实活动盈余管理程度都越高。

(三) 债务契约假说与控制人性质

目前在我国证券市场上,由于特殊的制度背景,很大部分上市企业是通过国有企业改制而来的,同时由政府所实际控股控制(张玲、刘启亮 2009)。我国证券市场建立近二十年以来,民营企业等非国有企业得到了迅猛发展,但国有企业占优势的局面并未得到较大改变。目前 60% 以上的中国上市公司的最终控制人为国家。因此,在中国的资本市场上考察“债务契约假说”就不得不考虑控制人性质对其的影响。在国外文献中,鲜有在考虑控制人性质情况下对盈余管理与债务契约之间的影响进行研究。在国内,已有文献从应计盈余管理的视角出发,纳入控制人性质因素对债务契约和盈余管理之间的关系进行了研究。张玲和刘启亮(2009)研究发现中国的治理环境、公司控制人性质对债务契约假说产生了不同于成熟市场经济的一些行为特征,非国有控股公司的负债水平越高,应计盈余管理越高;而国有控股公司负债水平与应计盈余管理没有显著关系。我国国有企业在银行融资中仍然存在软预算约束(吴军、白云霞 2009),在这种情况下,我国国有企业真的就没有动机进行盈余管理吗?

我国一直在对银行业进行改革,而国有商业银行是改革的重心。国有银行先后进行了专业化、商业化和股份制的改革。尤其是 2003 年股份制改革以来,国有商业银行的治理结构得到了极大的改善,独立性获得

较大的增强(侯晓辉、张国平 2009)。另外,外资银行的进入也对我国的银行业产生了积极的作用。高晓红(2000)通过理论分析认为外资银行进入有助于打破我国银行业原有低效率均衡的状态。因此,随着外资银行的不断进入带来竞争的加剧和对国有商业银行股份制改革的不断推进,在向国有控股公司实施硬预算约束方面,国有银行的激励性和主动性将不断加强。吴军和白云霞(2009)研究发现,2003年以来的国有银行的股份制改革,对硬化国有企业的预算约束起到了显著作用。所以,国有企业的管理者也有动机去进行盈余管理。由于应计盈余管理虽然实施成本较低和较容易操纵,但被发现的概率相对较大,管理层个人将会承担较大的成本。也确有研究表明,相对于非国有控股公司,国有控股公司在应计项目操控上被出具非标准审计意见的概率更大(刘继红 2009)。而真实活动操控盈余管理虽然实施成本较高,但被发现的概率相对较小,而且成本主要由股东等利益相关者承担,管理层个人承担的成本较小。因此,当负债水平很高有可能违背债务契约时,国有上市公司的管理者也可能有动机进行盈余管理,而且更倾向于进行真实活动操控的真实盈余管理。基于此,本文提出以下研究假设:

假设 2: 国有控股上市公司的负债水平越高,真实活动盈余管理程度越高; 非国有控股上市公司的负债水平越高,应计项目操控和真实活动操控的盈余管理均越严重。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文使用中国沪市和深市 2002–2009 年共 8 年的所有 A 股上市公司为初选样本,样本选择时,按照如下原则筛选:(1) 由于金融行业业务的特殊性,从样本中剔除金融公司。(2) 由于发行 B 股或 H 股公司面临不一样的监管环境,因此,也从样本中删除;(3) 由于本文的研究需要按照控制人性质不同对样本公司进行分类,故终极控制人性质不详的上市公司从样本中剔除。(4) 数据缺失和存在极值的上市公司也从样本中剔除。根据上述原则筛选后,我们最后得到的年度观察值为 8 596 个。本文所使用的财务数据来自于 CSMAR 数据库和锐思数据库,上市公司终极控制人的数据来自于色诺芬数据库(CCER)。

(二) 应计盈余管理程度估计

本文使用修正的 Jones 模型^①来估计上市公司的盈余管理程度。Kothari 等(2005)的研究发现,把 ROA 加入到修正的 Jones 模型中后,能够较好的估计应计利润。首先利用 2002–2009 年的数据对模型(1)进行 OLS 回归得参数 b_0 、 b_1 、 b_2 、 b_3 和 b_4 的估计值 β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 和 β_4 ,由模型(2)计算出不可操控性应计利润(Non-discretionary accruals, NDA),最后把相关数据代入模型(3)便可估计出可操控性应计利润(Discretionary accruals, DA)。其具体的估计过程如下:

$$TAC_{i,t} = b_0 + b_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_4 ROA_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

$$NDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \quad (2)$$

$$DA_{i,t} = TAC_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (3)$$

其中,总应计利润(Total accruals, TAC) 的计算公式为:

$$TAC_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (4)$$

$NI_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年的净利润; $CFO_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年的经营活动产生的现金净流量; $\Delta REV_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的营业收入增加额; $PPE_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年年末的固定资产,用来表示公司的资产规模; $\Delta REC_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的应收账款增加额; $ROA_{i,t-1}$ 表示 i 公司第 $t-1$ 年的总资产报酬率; $TA_{i,t-1}$ 表示 i 公司第 $t-1$ 年年末的总资产,各变量除以 $TA_{i,t-1}$ 是为了消除公司规模的影响; $\xi_{i,t}$ 是随机误差项。

(三) 真实盈余管理程度估计

对于真实盈余管理程度的估计,本文借鉴 Roychowdhury(2006)、Cohen 等(2008) 以及 Cohen 和

^①对于应计项目的盈余管理的研究通常使用 Jones 模型,但 Dechow 等(1995)认为,销售操控是企业盈余管理的一种重要手段,销售收入的变化,特别是信用销售变化(通常表现为企业应收账款的变化)很可能是由企业盈余管理所导致的。而 Jones 模型在计量不可操控性应计利润时没有考虑到剔除这个因素,因此 Dechow 等(1995)在 Jones 模型的基础上剔除了信用销售变化,即为修正的 Jones 模型。

Zarowin(2010) 的方法 ,使用异常经营活动现金流净额、异常产品成本和异常操控性费用表征真实盈余管理水平。首先通过回归计算出相对应的正常值 ,再根据企业经营现金净流量、生产成本和可操控性费用当年发生实际数减去相对应的正常值 ,便可得到其异常值。为了考察公司真实经营活动盈余管理总体水平 ,本文借鉴 Cohen(2008) 以及 Cohen 和 Zarowin(2010) 的研究 把异常经营活动现金流、异常生产成本、异常可操控性费用合并为一个计量指标来反映公司整体的真实经营活动盈余管理水平。

其具体估计过程如下:

首先 经营活动现金流与销售额(*SALES*) 存在如式(5) 的线性关系(Dechow et al. ,1995) ,通过 OLS 回归可估算出正常现金流:

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \xi_{i,t} \quad (5)$$

产品成本就是销售产品成本(*COGS*) 加上当年存货的变动额。销售产品成本与当期销售存在如式(6) 的线性关系:

$$\frac{COGS_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \xi_{i,t} \quad (6)$$

存货变化额($\Delta INV_{i,t}$) 与当期及上期销售变动额($\Delta SALES$) 存在如式(7) 的线性关系:

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \xi_{i,t} \quad (7)$$

根据式(6) 和(7) 我们用式(8) 来估计正常产品成本:

$$\frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \xi_{i,t} \quad (8)$$

正常可操控性费用和上期销售额存在如(9) 式的线性关系 通过回归可计算出正常操控性费用:

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \xi_{i,t} \quad (9)$$

其中: $CFO_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年实际经营活动现金流净额; $PROD_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年的实际生产产品成本; $DISEXP_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的实际操控性费用 ,各变量除以 $TA_{i,t-1}$ 以消除公司规模的影响。

异常数的部分就是用公司当年实际发生值减去估计的正常值 ,即可分别得到异常经营活动现金流(abnormal CFO $ACFO_{i,t}$) 、异常产品成本(abnormal production costs , $APROD_{i,t}$) 、异常操控性费用(abnormal discretionary expense $ADISEXP_{i,t}$) 。由此 本文使用 $ACFO$ 、 $APROD$ 和 $ADISEXP$ 这三个个体真实盈余管理指标来设计真实经营活动盈余管理的总体计量指标:

$$AProxy_{i,t} = APROD_{i,t} - ACFO_{i,t} - ADISEXP_{i,t} \quad (10)$$

即当公司采用真实盈余管理向上做大利润时 将呈现出更低的经营现金净流量、更高的生产成本和更低的操控性费用 此指标为正 ,反之为负。

(四) 多元回归模型

对于应计盈余管理 本文借鉴 Barth 等(2008) 和 Cohen 等(2008) 构建如下方程:

$$Abs_DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Debt_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 Asstur_{i,t} + \beta_7 CE_{i,t} + \beta_8 SP_{i,t} + \beta_9 Aud_{i,t} + \beta_{10} OPIN_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \zeta_{i,t} \quad (11)$$

对于真实盈余管理 本文借鉴 Cohen 等(2008) 以及 Cohen 和 Zarowin(2010) 构建如下方程:

$$AProxy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Debt_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 Asstur_{i,t} + \beta_7 CE_{i,t} + \beta_8 SP_{i,t} + \beta_9 Aud_{i,t} + \beta_{10} OPIN_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \zeta_{i,t} \quad (12)$$

1. 被解释变量

Abs_DA : 表示上市企业的可操控性应计利润的绝对值。我们使用考虑业绩的修正的 Jones 模型来估计可操控性应计利润。

$AProxy$: 上市公司真实盈余管理的总体计量指标。上市公司有可能采用多种手段进行真实盈余管理 ,为了从总体上考察上市公司的真盈余管理水平 ,用异常生产成本减去异常经营活动现金流净额和异常操控性费用可以较好地代表公司真实盈余管理的总体程度(李增福、郑友环 2010) 。

2. 解释变量

Debt: 为长期借款与年末总资产的比率。借鉴张玲和刘启亮(2009) 的方法,本文使用 *Debt* 来代表上市企业违背银行债务契约的可能性。目前我国仍然是以银行为主要金融中介的国家,银行贷款是企业债务融资中最主要的一种方式,而银行贷款中的长期借款相对短期借款来说,由于其期限长,未来的不确定性大,风险也就越大(Myers ,1977)。因而当长期借款越多时,银行与企业签订的债务契约的条款就越严格,由此企业违背债务契约的可能性机率将会提高。

3. 控制性变量

根据已有文献和相关性理论,检验模型中还控制了公司规模、业绩、成长性、经营活动现金流、资产周转率、资本支出、公司所处状态、会计事务所类型和财务报告审计意见等。

Size 代表公司规模,Rajan 和 Zingales(1995) 认为大公司中小投资者面临的信息不对称问题不太严重;同时规模大的公司更容易受到外部的监督和关注,实施应计盈余管理的难度和成本加大。*ROA* 代表公司的资产收益率,当公司有特别好的业绩时,经理人为了降低“政治关注成本”而对公司进行盈余管理;而当公司业绩不太理想尤其是亏损时,经理人有可能采用增加收入的盈余管理。*Growth* 代表公司的成长性,高成长性公司为了盈余达到期望而更可能进行增加收入的盈余管理(Koh 2007)。*CFO* 代表每资产经营现金流,当公司在营运中具有充足的经营现金流时,会降低管理层进行盈余管理的动机,张玲和刘启亮(2009) 发现每资产现金流越大时,越会限制应计盈余管理。*Asstur* 代表公司的资产周转率。*CE* 代表公司的资本支出。*SP* 表示处于 ST 或 PT 状态的上市公司,已有研究表明,处于 *SP* 状态的上市公司,与盈余管理正相关(张玲、刘启亮,2009)。*Aud* 表示会计事务所类型的虚拟变量,已有研究表明会计事务所类型影响公司的盈余管理水平具有不一致性,Becker(1998) 发现非国际四大会计事务所审计的公司,其盈余管理的水平更高。*OPIN* 表示审计意见类型的虚拟变量,审计意见作为重要的外在监督意见,能在一定程度上对公司的盈余管理产生影响。

另外,本文将行业作为控制变量,来控制行业的差异性;同时也将年份作为控制变量,用来控制宏观经济的影响。具体变量及定义见表 1。

表 1 变量及定义

	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	可操控性应计利润 真实盈余管理水平总体指标	<i>Abs - DA</i> <i>AProxy</i>	可操控性应计利润的绝对值,表示盈余管理的程度 表示真实盈余管理总体程度
解释变量	长期借款水平	<i>Debt</i>	长期借款 / 年末总资产
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	年末资产总额的自然对数
	资产收益率	<i>ROA</i>	净利润 / 平均资产总额 平均资产总额为期初与期末资产的平均
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	营业收入的变化百分比
	每资产经营现金流	<i>CFO</i>	经营活动现金流 / 年末总资产
	资产周转率	<i>Asstur</i>	主营业务收入 / 年末总资产
	资本支出	<i>CE</i>	固定资产等长期资产的支出 / 年初总资产
	交易状态	<i>SP</i>	虚拟变量,公司处于 PT 或 ST 状态 则 <i>SP</i> = 1,否则 <i>SP</i> = 0
	会计事务所类型	<i>Aud</i>	虚拟变量,如果审计年度报告的事务所属于国际四大会计事务所,则 <i>Aud</i> = 1,否则 <i>Aud</i> = 0
	审计意见	<i>OPIN</i>	虚拟变量,如果审计意见为标准无保留意见, <i>OPIN</i> = 1,否则 <i>OPIN</i> = 0
	行业效应	<i>Ind</i>	虚拟变量,用于控制行业差异影响
	年度效应	<i>Year</i>	虚拟变量,用于控制宏观经济的影响

四、实证检验及分析

(一) 描述性统计分析

表 2 报告了模型主要变量的描述性统计结果。全样本的操控性应计利润绝对值(*Abs - DA*) 的平均值和中位数分别为 0.0752 和 0.0470,而最小值和最大值分别为 0.0000 和 2.7820; 真实活动操控总体水平(*AProxy*) 的平均值和中位数分别为 0.0047 和 0.0146,最小值和最大值分别为 - 12.6570 和 14.7273,从平均值和中位数的统计检验结果来看,国有控股上市公司的总体真实盈余管理水平(*AProxy*) 显著大于非国有控股上市公司,而应计盈余管理程度(*Abs - DA*) 则显著低于非国有控股上市公司。这表明上市公司普遍存在应

计和真实盈余管理,不同上市公司的应计和真实盈余管理程度存在很大的差异性,并且相对于非国有上市控股公司,国有控股上市公司可能具有更高的真实盈余管理程度和更低的应计项目的盈余管理程度。

表 2

描述性统计

	观察数	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
(1) 全样本						
<i>Debt</i>	8596	0.0588	0.0886	0.0190	0.0000	0.8006
<i>Abs - DA</i>	8596	0.0752	0.1116	0.0470	0.0000	2.7820
<i>AProxy</i>	8596	0.0047	0.4389	0.0146	- 12.6570	14.7273
<i>Size</i>	8596	21.3063	1.0202	21.2315	17.0825	26.7617
<i>ROA</i>	8596	0.0165	0.1220	0.0239	- 3.0314	2.3313
<i>Growth</i>	8596	0.3540	2.9767	0.1316	- 0.9999	88.8413
<i>CFO</i>	8596	0.0506	0.0915	0.0490	- 1.3058	0.9144
<i>Asstur</i>	8596	0.7076	0.5814	0.5699	0.0000	7.6483
<i>CE</i>	8596	0.0562	0.0598	0.0370	0.0000	0.6022
<i>SP</i>	8596	0.0896	0.2856	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Aud</i>	8596	0.0369	0.1885	0.0000	0.0000	1.0000
<i>OPIN</i>	8596	0.9116	0.2839	1.0000	0.0000	1.0000

(2) 子全样本及差异性检验

	国有控股上市公司子样本			非国有控股上市公司子样本			国有控股上市公司 - 非国有控股上市公司			
	平均值	中位数	标准差	平均值	中位数	标准差	平均值之差	t 检验	中位数之差	秩和检验 z
<i>Debt</i>	0.0633	0.0232	0.0912	0.0498	0.0095	0.0825	0.0135	6.641 ***	0.0138	5.207 ***
<i>Abs - DA</i>	0.0691	0.0433	0.1031	0.0877	0.0550	0.1262	- 0.0186	- 7.291 ***	- 0.0117	- 8.468 ***
<i>AProxy</i>	0.0113	0.0180	0.4149	- 0.0087	0.0066	0.4837	0.0200	1.992 **	0.0113	2.445 **
<i>Size</i>	21.4617	21.3932	1.0128	20.9922	20.9593	0.9612	0.4695	20.564 ***	0.4339	19.435 ***
<i>ROA</i>	0.0200	0.0235	0.0925	0.0095	0.0249	0.1661	0.0104	3.739 ***	- 0.0014	- 0.889
<i>Growth</i>	0.3058	0.1408	2.3564	0.4515	0.1130	3.9423	- 0.1457	- 2.136 **	0.0278	4.429 ***
<i>CFO</i>	0.0534	0.0507	0.0883	0.0450	0.0452	0.0974	0.0084	4.012 ***	0.0055	4.339 ***
<i>Asstur</i>	0.7429	0.5947	0.5959	0.6362	0.5126	0.5441	0.1067	8.038 ***	0.0821	9.573 ***
<i>CE</i>	0.0586	0.0397	0.0602	0.0514	0.0322	0.0587	0.0072	5.233 ***	0.0075	7.723 ***
<i>SP</i>	0.0683	0.0000	0.2523	0.1326	0.0000	0.3392	- 0.0642	- 9.867 ***	0.0000	9.812 ***
<i>Aud</i>	0.0422	0.0000	0.2012	0.0260	0.0000	0.1592	0.0162	3.759 ***	0.0000	3.756 ***
<i>OPIN</i>	0.9308	1.0000	0.2538	0.8727	1.0000	0.3334	0.0581	8.967 ***	0.0000	8.926 ***

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

表 3 提供了各变量之间的相关性分析。我们发现 *Debt* 与 *Abs - DA* 和 *AProxy* 都显著正相关。*Abs - DA* 与 *Size*、*ROA*、*CFO*、*CE*、*Aud*、*OPIN* 的 Pearson 相关系数和 Spearman 相关系数具有一致性,都显著负相关,表明规模大、业绩好、经营现金流充足、资本密度大、由国际四大会计师事务所审计和财务报告的审计意见获得标准无保留审计意见的公司会限制应计盈余管理。而 *Abs - DA* 与 *SP* 显著正相关,表明处于 PT 或 ST 状态的公司会诱发应计盈余管理。*AProxy* 与 *Size* 和 *SP* 显著正相关,表明大规模和处于 PT 或 ST 状态的公司会促进真实活动盈余管理,而 *AProxy* 与 *ROA* 和 *CFO* 显著负相关。

表 3

Pearson (Spearman) 相关系数

	<i>Abs - DA</i>	<i>AProxy</i>	<i>Debt</i>	<i>Size</i>	<i>ROA</i>	<i>Growth</i>	<i>CFO</i>	<i>Asstur</i>	<i>CE</i>	<i>SP</i>	<i>Aud</i>	<i>OPIN</i>	
<i>Abs - DA</i>		0.036 **	0.006 *	- 0.085 **	- 0.126 **	0.063 **	- 0.123 **	- 0.005	- 0.109 **	0.203 **	- 0.025 *	- 0.176 **	
<i>AProxy</i>		0.054 **		0.066 **	0.048 **	- 0.067 **	0.037 **	- 0.335 **	- 0.064 **	- 0.082 **	0.014 *	- 0.019	0.007
<i>Debt</i>		0.040 **	0.049 **		0.305 **	0.008	0.020	- 0.034 **	- 0.171 **	0.275 **	- 0.056 **	0.033 **	0.062 **
<i>Size</i>		- 0.075 **	0.040 **		0.248 **		0.194 **	0.006	0.092 **	0.173 **	0.194 **	- 0.307 **	0.207 **
<i>ROA</i>		- 0.016	- 0.311 **		- 0.044 **	0.202 **		0.077 **	0.272 **	0.167 **	0.155 **	- 0.186 **	0.051 **
<i>Growth</i>		- 0.015	- 0.143 **		0.077 **	0.163 **		0.347 **		0.016	0.035 **	- 0.021	0.075 **
<i>CFO</i>		- 0.115 **	- 0.587 **		- 0.019	0.109 **		0.362 **	0.154 **		0.192 **	- 0.054 **	0.037 **
<i>Asstur</i>		- 0.031 **	- 0.093 **		- 0.168 **	0.190 **		0.304 **	0.271 **		0.029 **	- 0.134 **	0.039 **
<i>CE</i>		- 0.163 **	- 0.164 **		0.208 **	0.224 **		0.301 **	0.198 **		0.183 **	- 0.174 **	0.059 **
<i>SP</i>		0.150 **	0.028 **		- 0.061 **	- 0.288 **		- 0.165 **	- 0.093 **		- 0.260 **		- 0.387 **
<i>Aud</i>		- 0.031 **	- 0.031 **		0.029 **	0.159 **		0.099 **	0.027 *		0.048 **		0.037 **
<i>OPIN</i>		- 0.140 **	- 0.045 **		0.060 **	0.203 **		0.320 **	0.205 **		0.211 **		0.037 **

注:(1) 表格左下半部分和右上半部分分别为 Spearman 相关系数和 Pearson 相关系数。(2) ** 表示在 0.01 水平下(2-tailed) 显著, * 表示在 0.05 水平下(2-tailed) 显著。

(二) 多元回归结果与分析

表4 报告了模型多元回归分析结果。从全样本上市公司的应计盈余管理和真实盈余管理的回归结果可以看出:负债水平与操控性应计绝对值在0.10水平下显著正相关,与真实活动盈余管理总体水平在0.01水平下显著正相关。这表明上市公司负债水平越高,应计盈余管理和真实盈余管理的动机就越强烈,该结果支持假设1。这不仅从应计盈余管理的角度支持了债务契约假说,而且也从真实盈余管理这个角度获得了经验证据的支持。

按控制人性质的不同,把全样本公司分为国有控股上市公司样本和非国有控股上市公司样本,从国有控股上市公司样本情况下的应计盈余管理和真实盈余管理的回归结果可以看出:负债水平与应计盈余管理关系不显著,而与真实活动操控盈余在0.01水平下显著正相关。从非国有控股上市公司的应计盈余管理和真实盈余管理的回归结果可以看出:负债水平与应计盈余管理在0.05水平下显著正相关,与真实盈余管理在0.01水平下显著正相关。这说明当负债水平越高时(因而越有可能违背债务契约),为了避免违背债务契约,非国有控股上市公司会运用应计项目操控和真实活动操控来操纵盈余,结果支持假设2。

表4

多元回归结果

变量	全样本		国有控股公司样本		非国有控股公司样本	
	Abs - DA	AProxy	Abs - DA	AProxy	Abs - DA	AProxy
Cons	0.190 *** (0.000)	-0.780 *** (0.000)	0.062 (0.324)	-0.625 *** (0.001)	0.469 *** (0.000)	-0.920 *** (0.000)
Debt	0.030 * (0.083)	0.251 *** (0.000)	0.026 (0.287)	0.245 *** (0.001)	0.060 ** (0.019)	0.295 *** (0.000)
Size	-0.004 *** (0.043)	0.036 *** (0.000)	0.002 (0.446)	0.030 *** (0.000)	-0.018 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)
ROA	-0.056 (0.530)	0.020 (0.759)	0.084 (0.513)	0.090 (0.261)	-0.133 (0.227)	-0.033 (0.723)
Growth	0.002 ** (0.040)	0.006 (0.106)	0.004 * (0.059)	0.007 (0.346)	0.001 (0.338)	0.006 (0.153)
CFO	-0.095 *** (0.006)	-1.667 *** (0.000)	-0.119 *** (0.009)	-1.740 *** (0.000)	-0.104 ** (0.050)	-1.537 (0.153)
Asstur	0.010 *** (0.003)	-0.028 (0.137)	0.006 (0.151)	-0.038 (0.131)	0.018 *** (0.001)	-0.016 (0.407)
CE	-0.023 (0.318)	-0.440 *** (0.000)	-0.033 (0.254)	-0.396 *** (0.000)	-0.052 (0.152)	-0.483 *** (0.000)
SP	0.053 *** (0.000)	0.045 (0.208)	0.065 *** (0.000)	0.102 * (0.074)	0.033 *** (0.001)	-0.011 (0.682)
Aud	-0.002 0.66	-0.046 ** (0.013)	-0.008 * (0.080)	-0.002 (0.934)	0.006 (0.496)	-0.164 *** (0.000)
OPIN	-0.039 *** (0.002)	0.098 ** (0.013)	-0.040 ** (0.019)	0.072 *** (0.001)	-0.040 ** (0.012)	0.117 ** (0.011)
Ind	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
R - sq	0.106	0.135	0.100	0.150	0.154	0.127
Obser	8596	8596	5752	5752	2844	2844

注:(1) *、** 和 *** 分别表示在10%、5% 和1% 水平上显著。

(三) 稳健性检验

为了考察以上研究结果的可靠性,本文进行了如下稳健性分析:(1)用长期负债总额/年末总资产来代替Debt进行计量,主要研究结论基本不受影响;(2)Roychowdhury(2006)指出,真实活动操控包括:销售操控、生产操控和费用操控,相应的有异常经营活动现金流(ACFO)、异常生产成本(APROAD)和异常操控性费用(ADISEXP)三个个体衡量真实活动操控盈余管理水平的指标,因此我们用三个个体指标来代替真实经营活动盈余管理水平总体指标(AProxy)进行回归,回归多元方程为(13)、(14)和(15),多元回归结果见表5。

$$\begin{aligned}
 ACFO_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Debt_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 Asstur_{it} + \\
 & \beta_7 CE_{it} + \beta_8 SP_{it} + \beta_9 Aud_{it} + \beta_{10} OPIN_{it} + \sum Ind + \sum Year + \zeta_{it} \quad (13)
 \end{aligned}$$

$$APROAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Debt_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 Asstur_{it} +$$

$$\beta_7 CE_{i,t} + \beta_8 SP_{i,t} + \beta_9 Aud_{i,t} + \beta_{10} OPIN_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \zeta_{i,t} \quad (14)$$

$$ADISEXP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Debt_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 Asstur_{i,t} + \beta_7 CE_{i,t} + \beta_8 SP_{i,t} + \beta_9 Aud_{i,t} + \beta_{10} OPIN_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \zeta_{i,t} \quad (15)$$

由表 5 的多元回归结果可知,本文主要研究结论基本成立。

表 5

多元回归结果(稳健性分析)

变量	全样本			国有控股公司样本			非国有控股公司样本		
	ACFO	APROAD	ADISEXP	ACFO	APROAD	ADISEXP	ACFO	APROAD	ADISEXP
Cons	0.016 (0.490)	-0.780 *** (0.000)	-0.017 (0.460)	0.003 (0.943)	-0.627 *** (0.000)	-0.006 (0.835)	0.018 (0.616)	-0.955 *** (0.000)	-0.053 (0.221)
Debt	-0.022 * (0.077)	0.145 *** (0.003)	-0.084 *** (0.000)	-0.021 (0.244)	0.143 ** (0.040)	-0.081 *** (0.000)	-0.033 ** (0.019)	0.164 ** (0.011)	-0.098 *** (0.000)
Size	-0.002 (0.278)	0.036 *** (0.000)	0.001 (0.362)	-0.001 (0.540)	0.029 *** (0.000)	0.001 (0.597)	-0.002 (0.313)	0.043 *** (0.000)	0.003 (0.202)
ROA	-0.034 ** (0.026)	-0.110 ** (0.037)	-0.096 *** (0.000)	-0.064 ** (0.031)	-0.048 (0.399)	-0.075 *** (0.000)	-0.015 (0.437)	-0.154 * (0.051)	-0.106 *** (0.000)
Growth	0.000 (0.546)	0.008 ** (0.041)	0.002 *** (0.001)	0.000 (0.921)	0.010 (0.178)	0.003 *** (0.007)	-0.001 (0.191)	0.006 (0.120)	0.001 * (0.077)
CFO	1.040 *** (0.000)	-0.556 *** (0.000)	0.071 *** (0.000)	1.070 *** (0.000)	-0.604 *** (0.000)	0.066 *** (0.000)	0.996 *** (0.000)	-0.473 *** (0.000)	0.068 *** (0.000)
Asstur	-0.019 *** (0.000)	-0.037 ** (0.017)	0.009 *** (0.000)	-0.017 *** (0.000)	-0.047 ** (0.029)	0.008 *** (0.002)	-0.021 *** (0.000)	-0.026 * (0.080)	0.012 ** (0.038)
CE	0.085 *** (0.000)	-0.318 *** (0.000)	0.037 ** (0.012)	0.083 *** (0.001)	-0.263 *** (0.000)	0.050 *** (0.006)	0.089 *** (0.000)	-0.395 *** (0.000)	-0.001 (0.963)
SP	0.005 (0.471)	0.047 (0.130)	-0.003 (0.401)	0.004 (0.736)	0.102 ** (0.040)	-0.003 (0.491)	0.005 (0.331)	-0.008 (0.739)	-0.002 (0.730)
Aud	0.002 (0.509)	-0.035 *** (0.007)	0.009 (0.158)	0.000 (0.952)	-0.007 (0.633)	-0.005 (0.454)	0.011 ** (0.010)	-0.101 *** (0.000)	0.053 *** (0.001)
OPIN	-0.014 *** (0.002)	0.071 *** (0.001)	-0.012 *** (0.000)	-0.009 * (0.057)	0.050 *** (0.006)	-0.013 *** (0.001)	-0.020 ** (0.017)	0.086 ** (0.025)	-0.011 ** (0.034)
Ind	控制								
Year	控制								
R - sq	0.591	0.047	0.042	0.567	0.057	0.038	0.648	0.05	0.071
Obser	8596	8596	8596	5752	5752	5752	2844	2844	2844

注: * 、 ** 、 *** 分别表示在 10% 、 5% 和 1% 水平上显著。

五、研究结论与启示

本文以我国 A 股上市公司 2002 – 2009 年的数据为样本,结合我国转型中特殊制度背景,从应计盈余管理和真实活动操控盈余管理角度考察了债务契约和控制人性质的治理效应。本文的主要结论如下:(1) 总体而言,公司的负债水平越高,为了避免违背债务契约,不仅会促进应计项目操控的盈余管理,真实活动操控盈余管理的动机也会越强烈。(2) 国有控股公司更倾向于采用更为隐蔽且难以识别的真实活动操控盈余管理,而非国有控股公司会同时采用应计项目和真实活动两种操控方式进行盈余管理。

本文的研究结论是对已有研究文献认为国有控股公司在债务契约约束下没有显著的盈余管理行为,非国有控股公司进行应计项目盈余管理的结论的一个校正性补充。同时,由于真实活动盈余管理会损害公司的长远利益,因此,这个发现对重新认识债务的治理作用,特别是在国有控股公司的治理作用方面具有非常重要的意义。

参考文献:

- 高晓红 2000 《外资银行进入与中国国有商业银行改革困境的解除》,《金融研究》第 6 期。
- 郭均英、赵钰婷 2008 《资产减值准则对盈余管理的影响——来自中国上市公司的经验证据》,《经济评论》第 6 期。
- 侯晓辉、张国平 2009 《政策性负担、战略引资与国有商业银行的公司治理》,《当代经济科学》第 2 期。
- 蒋神州 2011 《国有控股公司治理中合谋防御的机制设计》,《经济评论》第 1 期。
- 李增福、郑友环 2010 《避税动因的盈余管理方式比较——基于应计项目操控和真实活动操控的研究》,《财经研究》第 6 期。
- 刘继红 2009 《国有股权、盈余管理与审计意见》,《审计研究》第 2 期。
- 陆正飞、祝继高、孙便霞 2008 《盈余管理、会计信息与银行债务契约》,《管理世界》第 3 期。

8. 吴军、白云霞 2009 《我国银行业制度的变迁与国有企业预算约束的硬化——来自 1999 ~ 2007 年国有上市公司的证据》,《金融研究》第 10 期。
9. 张玲、刘启亮 2009 《治理环境、控制人性质与债务契约假说》,《金融研究》第 2 期。
10. Barth , M. , W. Landsman , and M. Lang. 2008. "International Accounting Standards and Accounting Quality." *Journal of Accounting Research* ,46(3) : 467 – 498.
11. Becker , C. L. , M. L. Defond , J. Jianbalvo , and K. R. Subramanyam. 1998. "The Effect of Quality on Earnings Management." *Contemporary Accounting Research* ,15(1) : 1 – 24.
12. Beneish , M. D. 1998. "Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance." *Journal Accounting and Public Policy* ,16(3) : 271 – 309.
13. Cohen , D. A. , A. Dey , and T. Z. Lys. 2008. "Real and Accrual – Based Earnings Management in the Pre – and Post – Sarbanes – Oxley Periods." *The Accounting Review* ,83(3) : 757 – 787.
14. Cohen , D. A. , and P. Zarowin. 2010. "Accrual – Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings." *Journal of Accounting and Economics* ,50(1) : 2 – 19.
15. Dechow , M. P. , R. G. Sloan , and A. P. Sweeney. 1995. "Detecting Earnings Management." *Accounting Review* ,70 (2) : 193 – 225.
16. Defond , M. , and J. Jiambalvo. 1994. "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals: Accounting Choice in Troubled Companies." *Journal of Accounting and Economics* ,17(1 – 2) : 145 – 176.
17. Graham , J. R. , C. R. Harvey ,and S. Rajgopal. 2005. "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting." *Journal of Accounting and Economics* ,40(1 – 3) : 3 – 73.
18. Gunny , K. 2005. "What are the Consequences of Real Earnings Management?" Working Paper ,University of Colorado at Boulder.
19. Kim ,J. B. , and B. Ch. Sohn. 2009. "Real versus Accrual – based Earnings Management and Implied Cost of Equity Capital." Working Paper ,City University of Hong Kong.
20. Kothari , S. P. , A. J. Leone ,and C. E. Wasley. 2005. "Performance Matched Discretionary Accrual Measures." *Journal of Accounting and Economics* ,39(1) : 163 – 197.
21. Koh , P. S. 2007. "Institutional Investor Type ,Earnings Management and Benchmark Beaters." *Journal of Accounting and Public Policy* ,26(3) : 267 – 299.
22. Lin ,S. ,S. Radhakrishnan ,and L. X. Su. 2006. "Earnings Management and Guidance for Meeting or Beating Analysts' Earnings Forecasts." Working Paper ,Hong Kong University of Science and Technology.
23. Myers S. C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* ,5(2) : 147 – 175.
24. Rajan ,R. G. , and L. Zingales. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *The Journal of Finance* ,50(5) : 1421 – 1460.
25. Roychowdhury ,S. 2006. "Earnings Management through Real Activities Manipulation." *Journal of Accounting and Economics* ,42(3) : 335 – 370.
26. Sweeney A. P. 1994. "Debt – Covenant Violations and Managers' Accounting Responses." *Journal of Accounting and Economics* ,17(3) : 281 – 308.
27. Watts R. and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall.
28. Zang ,A. Y. 2006. "Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation." Working Paper ,Hong Kong University of Science and Technology.

Debt – covenant ,Controller's Characteristic and Earnings Management

Li Zengfu ,Zeng Qingyi and Wei Xiahai

(Economic and Management School ,South China Normal University)

Abstract: The paper researches the "debt covenant hypothesis" from both the accrual – based and real earnings management ,it finds the following results: (1) The higher level of corporate debt ,the more incentives of both the accrual – based and real earnings management; (2) Debt level of state – owned controlled company has no significant effect on accrual – based earnings management but significant positive effect on real earnings management. However ,the debt level has significant effect on both the accrual – based and real earnings management in the sub – sample of non – state – owned company. This findings support the debt – covenant hypothesis from the real earnings management angle ,and also show that the controller' characteristic will affect the choice of earnings management. It is a correction of the supplement for the literature of the view.

Key Words: Controller's Characteristic; Debt – covenant Hypothesis; Accruals Anipulation; Real Activities Manipulation

JEL Classification: G34 P34

(责任编辑: 彭爽)