

一致行动人的治理效能研究： 基于真实盈余管理视角

潘 攀, 张立光, 刘智超, 王运陈
(四川农业大学管理学院, 四川 成都 611130)

摘要:一致行动人作为股权结构的特殊安排形式,是重要的公司治理机制之一。以沪深A股上市公司为研究对象,实证检验一致行动人对真实盈余管理的影响及其作用路径。研究发现:(1)一致行动人能够抑制真实盈余管理行为,表现为一致行动人持股比例越高,真实盈余管理水平越低;(2)路径分析发现,一致行动人通过降低第二类代理水平、提高公司透明度和内部控制质量这三条路径抑制真实盈余管理水平;(3)进一步研究发现,外部监督中的高质量审计、媒体关注、分析师跟踪能够抑制真实盈余管理水平,并且对一致行动人的治理效能具有替代作用。研究结论为如何抑制真实盈余管理提供来自股权结构视角的新证据,并对强化外部监督改善公司治理具有启示意义。

关键词:治理效能;一致行动人;真实盈余管理;作用路径;外部监督

中图分类号:F270 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-0566(2024)07-0191-09

Governance efficiency of persons acting in consistent people: Based on the perspective of real earnings management

PAN Pan, ZHANG Liguang, LIU Zhichao, WANG Yunchen
(College of Management, Sichuan Agricultural University, Chengdu 611130, China)

Abstract: As a special arrangement form of equity structure, persons acting in concert are one of the important corporate governance mechanisms. This article takes A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen as the research object, and empirically tests the impact and path of persons acting in concert on real earnings management. The empirical results indicate that: (1) persons acting in concert can constrain real earnings management behavior, manifested as the higher the shareholding ratio of persons acting in concert, the lower the level of real earnings management. (2) Impact channels analysis found that, persons acting in concert suppress the level of real earnings management through three paths: reducing the level of second type agency, improving company transparency, and improving internal control quality. (3) Further research has found that, high-quality audits, media attention, and analyst tracking can suppress the true level of earnings management, and have a substitute effect on the governance effectiveness of persons acting in concert. This article provides new evidence from the perspective of equity structure on how to suppress real earnings management, and has enlightening significance for strengthening external supervision and improving corporate governance.

Key words: governance effectiveness; persons acting in concert; real earnings management; Impact channels; external supervision

收稿日期:2024-02-25 修回日期:2024-05-21

基金项目:教育部人文社会科学研究青年基金项目(23YJCGJW005);国家社会科学基金一般项目(23BJY036);中国社会科学院大学重大培育项目(20230084)。

作者简介:潘攀(1988—),男,四川达州人,四川农业大学管理学院讲师,博士,研究方向为公司财务与金融。通信作者:王运陈。

2023 年中央金融工作会议指出,防控风险是永恒主题,要坚持市场化法治化发展,大力提高上市公司质量。然而,近年证监会仍不时披露出上市公司财务造假案例,如康美药业虚增巨额营业收入,胜通集团连续五年虚增利润 119 亿元,*ST 凯乐虚增营收 512 亿元并成为 2023 年退市第一股。上述财务造假与盈余管理密切相连^[1],并由于其隐蔽性往往难于被发觉,一旦爆发又将严重损害中小股东利益^[2],也容易演变成影响资本市场健康发展的“灰犀牛”。因此,需探索新的企业现代化治理机制,并利用外部各方力量进行全面监管,以防止盈余管理“越线”成为违法违规行为。

根据已有文献,盈余管理具体分为应计盈余管理和真实盈余管理两类。随着资本市场的发展和会计准则的不断完善,可操纵的应计盈余管理空间缩小,逐渐转向通过构造真实业务活动改变现金流状况达到预期盈余目标的真实盈余管理。而对于进行真实盈余管理行为的原因,学者们认为主要有,上市公司中两权分离、股权分散化现象普遍存在,再加上股东与管理层之间的信息不对称、监管的缺位等。由此主张应该从优化股权结构、让大众参与监督等方面提升上市公司内部治理和外部监督,从而实现对真实盈余管理的有效控制^[3]。然而,就我国资本市场实际情况而言,中小股东股权分散广泛存在,单个中小股东难以对大股东施加有效影响,更多地是被动维权^[4]。为制衡大股东“一股独大”,一些中小股东通过协议、合作、关联方关系等,在行使表决权时采取相同意思表示,形成一致行动关系来主动积极参与公司治理^[5]。鉴于此,本文将分析一致行动人能否发挥治理效能抑制真实盈余管理,并对一致行动人通过怎样的作用路径发挥治理作用展开探索。

一、文献回顾

一般而言,盈余管理分为应计盈余管理和真实盈余管理两种。应计盈余管理主要通过改变会计政策和会计估计的财务报告操纵方式,以实现管理层或大股东利益最大化目标。而真实盈余管

理则是通过真实经营活动和交易以达到改变现金流目的,例如过量生产降低固定成本、操纵生产成本和相关费用等方式获得异常的现金流^[6]。随着市场监管环境日趋严格以及会计准则的持续完善,应计盈余管理行为被发现的可能越来越大,管理层愈加倾向于选择隐蔽性更强的真实盈余管理^[7]。

管理层进行真实盈余管理主要有以下 3 种动机。第一,契约动机,包括债务契约和激励契约等。管理层薪酬往往与公司经营绩效相挂钩,为了满足考核目标减少自身降薪、解雇风险,管理层可能采取盈余管理粉饰财务报表,实现自身薪酬最大化^[1]。第二,资本市场动机,包括股票发行、分析师预测与证券监管等。管理层也会为达到公众对公司预期盈余目标,顺利完成 IPO 或者避免因连续亏损被证监会摘牌,也会加大盈余管理力度^[3]。第三,经营动机,包括政治成本、税收筹划、同业竞争等。盈利状况良好和垄断企业通常会受到税收监管或其他管制,为了减少政治成本和节税,采用盈余管理以降低企业成本^[8]。

针对真实盈余管理影响因素的研究,主要从内外部环境与公司层面展开^[9]。从外部环境来看,高强度的税收征管以及资本市场开发等能够抑制真实盈余管理。从公司层面来看,独立董事、机构投资者持股作为第三方对管理层发挥了监督作用,从而约束了真实盈余管理。高质量的内部控制能够使管理层尽早发现风险并采取相应措施遏制业绩下降,降低了真实盈余管理行为的必要性。

关于一致行动人的研究,现有文献多从法学角度展开^[10]。而我国对一致行动人的概念定义借鉴美国,规章制度却借鉴了英国法律,导致了一致行动人概念与法律体系紊乱与不协调^[11]。尽管目前理论界对一致行动人的概念没有形成统一认识,但从已有文献来看,普遍从狭义和广义对其进行界定。狭义的一致行动人限于公司收购领域,是指以收购公司为目的,签订协议或达成一致意见的法人或自然人。随着资本市场的发展和交易活动日趋复杂,广义上的一致行动人不再局限

于公司收购,而是包括股东(包括潜在股东)、投资者,基于公司收购以及其他目的,就共同行使股票表决权达成了一致协议。

近年来,关于一致行动人经济后果的研究逐渐增多,但所得结论也不一致。一方面,从公司治理视角看,一致行动人能够在董事会上提出兼顾多方利益的议案^[5],同时对大股东和管理层起到制衡与监督作用,在公司创新、绩效、高管薪酬差距等均产生积极效果^[12]。另一方面,有学者认为上市公司中一致行动人对实际控制人的监管有限,尤其是在公司股权集中、第二类委托代理问题严重的情况下,签订一致行动人协议则会进一步导致股权高度集中化,大大增加了大股东私利行为的便利性^[13]。

通过对文献的梳理与回顾可以发现,一致行动人的相关研究集中于法学领域,仅有少量学者关注到一致行动人对公司治理的影响,还局限于公司创新、高管薪酬、公司绩效方面的探讨,对公司治理其他方面的影响以及作用机制有待进一步拓展。在盈余管理领域,学术界在产生、动机、影响因素与经济后果等多方面取得丰富成果,然而在我国资本市场上一致行动人能否如何有效抑制管理层与大股东进行真实盈余管理需要进一步探究,对其作用渠道机制也需厘清。

二、理论分析与研究假设

(一)一致行动人与真实盈余管理

中小股东利用一致行动人的特殊股权结构安排形式,积极参与到公司治理之中,能够有效抑制大股东真实盈余管理行为。首先,一致行动人形成规模监督效应,降低了平均监督成本。委托代理理论框架下,中小股东监督行为完全出于自发动机,监督带来的收益却由全体股东共享,容易出现监督真空状态。而中小股东之间通过签订一致行动人协议,随着持股比例提升更有动力和能力监督大股东行为,从而抑制真实盈余管理^[5]。其次,一致行动人促进中小股东间信息共享,提高大股东进行真实盈余管理难度。为了兼顾彼此利益形成统一意见,一致行动人积极搜集公司经营管理信息,并在内部进行沟通与分享,提高了大股东

想要通过真实盈余管理掩盖牟取私利的难度。最后,一致行动人还能够利用自身社会网络,带动更多利益相关者关注公司,给大股东形成更大的监督压力。中小股东各自社会网络各具特色,并通过一致行动人协议联结成巨大的声誉网络,对公司的评价迅速在社会关系网络中传播形成口碑效应,迫使大股东决策不得不兼顾多方利益,在一定程度上抑制真实盈余管理行为。基于上述分析,本文提出假设 H1:一致行动人合计持股比例越高,对真实盈余管理抑制作用越强。

(二)路径分析

1. 第二类代理成本路径

除股东与管理层的第一类代理问题外,大股东与中小股东之间的第二类代理成本也引起了人们的广泛关注。中小股东一致行动人更加积极参与到股东大会决议中,获取到重要且有价值的信息,缓解了与大股东之间的信息不对称,有效降低第二类代理成本^[14]。一方面,大股东的隧道掏空行为对公司业绩具有一定破坏性^[15],大股东具有强烈动机隐瞒其私利行为及其所致的业绩下滑风险,而一致行动人对大股东利益输送行为识别能力的提升,能够降低第二类代理成本,约束大股东真实盈余管理行为。另一方面,一致行动人的意思表示本身就代表群体性意见,再加上其还可以利用自身社会关系网络容易推动集体舆论导向,迫使大股东面临较高舆论压力而收敛掏空行为,降低第二类代理成本、减少真实盈余管理行为。因此,本文提出假设 H2:一致行动人通过降低第二类代理成本抑制真实盈余管理。

2. 内部控制路径分析

当大股东为谋取私利时,会要求弱化内部控制质量,为自己的掏空行为营造空间。中小股东相较于大股东属于弱势群体,为了弥补信息的不对称,中小股东一致行动人会有更强烈的动机要求健全内部控制制度。而已有大量研究表明,高质量的内部控制能够抑制盈余管理。首先,高质量的内部控制能够有效地牵制和限制大股东的权利,约束大股东不能只注重短期可实现利益,并凭借完善的内部控制流程迫使其缩小真实盈

余管理空间。其次,高质量内部控制大大提高了大股东侵占中小股东利益被发现的概率,从而削弱其盈余管理动机。最后,高质量内部控制通过建立有效的风险识别、分析、应对、防范体系,降低企业经营风险^[16],从源头降低大股东进行盈余管理的动机。基于上述分析,本文提出假设 H3:一致行动人通过提高内部控制质量抑制真实盈余管理。

3. 公司透明度路径分析

高透明度要求公司在信息披露环节高质量披露信息,在信息传播环节要求传播手段多样、传播范围广。一方面,一致行动人中各个股东们具备不同优势,如掌握前沿行业信息、丰富管理经验等,这大大提高了行动人的信息收集和分析能力,合作挖掘更多公司真实的内部特质信息,有效降低与大股东之间的信息不对称程度。另一方面,公司信息透明度越高,意味着披露的信息质量高,盈余管理行为被识别的可能性提升,使得管理层盈余管理的目的失效。因此,公司透明度的提高约束大股东自利行为,减少机会主义,抑制其进行盈余管理。基于上述分析,本文提出假设 H4:一致行动人通过提高公司透明度抑制真实盈余管理。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以沪深两市 A 股上市公司作为研究对象,初始数据来源于国泰安数据库(CSMAR)和中国研究数据服务平台(CNRDS)。由于 CNRDS 中能够获取一致行动人数据最早年份为 2012 年,而在数据处理过程中有损失,因此最终确定样本期间为 2013—2022 年,并进行如下处理:第一,剔除金融行业、ST、*ST 以及当年新上市、已经退市或被暂停上市的公司;第二,剔除异常值与数据缺失值;第三,对样本中连续型变量进行了 1% 分位数的缩尾处理。经过上述处理,共得到 17 824 个样本观测值。

(二) 主要变量定义

1. 被解释变量:真实盈余管理(REM)。本文参照 Roychowdhury^[6]模型来衡量样本公司真实盈

余管理程度。首先,将样本分行业与年度进行回归得出异常经营活动现金流量(Ab_CFO)、异常生产成本(Ab_PROD)、异常酌量费用(Ab_DISEXP)3 个指标;然后,借鉴 Cohen 等^[17]的方法,运用模型(1)计算得出综合衡量真实盈余管理的指标。

$$REM_{i,t} = Ab_PROD_{i,t} - Ab_CFO_{i,t} - Ab_DISEXP_{i,t} \quad (1)$$

2. 解释变量:一致行动人(Ud)。由于目前理论界没有统一界定,因此本文采用《上市公司收购管理办法》(2022 年修订)第八十三条规定,一致行动人是指通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量,在行使表决权时采取相同意思表示的两个以上的投资者。由于本文探讨的是中小股东一致行动,一致行动人不包括第一大股东。在衡量时,采用一致行动人合计持股比例来衡量。

3. 中介变量:第二类代理成本($Agency2$)、内部控制质量(IC)、公司透明度($Trans$)。本文采用其他应收款/资产总额衡量第二类代理成本;用迪博(DIB)内控指数衡量内部控制质量,并进行对数化处理;公司透明度采用沪交所、深交所公布的上市公司信息披露考核结果衡量,针对评定等级为优秀、良好、合格、不合格分别赋值 4、3、2、1。

4. 调节变量:高质量审计($Big4$)、媒体关注($Media$)、分析师跟踪(Asy)。高质量审计采用学术界普遍做法,若公司审计机构为国际四大会计事务所, $Big4 = 1$,否则 $Big4 = 0$;媒体关注度采用会计年度内财经新闻内容出现该公司的新闻总数/1 000 衡量;分析师跟踪采用分析师跟踪团队数量并进行对数化处理衡量。

5. 控制变量。借鉴以往文献,本文控制了公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、营业收入增长率($Growth$)、董事会规模($Board$)、管理层持股比例($Mshare$)、两职合一($Dual$)。考虑到年份和行业因素的影响,本文在回归中加入了年份和行业控制变量。

(三) 模型构建

为检验假设 1 一致行动人能够显著抑制企业真实盈余管理行为,构建回归模型(2)。

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ud_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

式(2)中, $REM_{i,t}$ 是被解释变量真实盈余管理; $Ud_{i,t}$ 是解释变量一致行动人合计持股比例; $Controls$ 是控制变量的集合; $\sum Year$ 、 $\sum Industry$ 分别是年份固定效应与行业固定效应。

为检验假设 2、假设 3、假设 4 一致行动人持股与真实盈余管理之间存在的中介效应, 本文参考江艇^[18]的研究思路, 构建以下模型:

$$Mediat_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ud_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

式(3)中, 在代理机制检验中, 中介变量包括第二类代理成本 ($Agency2$)、内部控制质量 (IC) 和公司透明度 ($Trans$)。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

由表 1 可以看出, 真实盈余管理程度 (REM) 均值为 -0.007 6, 中位数为 0.006 1, 说明样本中存在向上真实盈余管理行为的企业较多。一致行动人合计持股比例均值为 0.352 8, 最小值为 0.013 3, 最大值为 0.884 5, 说明样本企业间一致行动人持股比例存在较大差距。

表 1 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	P50	最大值
REM	17 824	-0.007 6	0.175 6	-0.697 9	0.006 1	0.519 7
Ud	17 824	0.352 8	0.202 7	0.013 3	0.355 4	0.885 6
Size	17 824	22.257 6	1.241 6	19.524 5	22.086 2	26.397 8
Lev	17 824	0.423 5	0.201 2	0.034 9	0.417 3	0.924 6
Growth	17 824	0.174 5	0.426 3	-0.659 7	0.106 4	4.330 4
Board	17 824	2.126 5	0.193 4	1.609 4	2.197 2	2.708 1
Mshare	17 824	0.149 3	0.193 7	0	0.039 7	0.703 8
Dual	17 824	0.283 6	0.450 7	0	0	1

(二)基准回归

表 2 为模型(1)的实证结果, 其中第(1)列是未加入控制变量的估计结果, 第(2)列加入了控制变量, 未控制行业固定效应和年份固定效应, 第(3)列在加入控制变量的基础上进一步控制了行业固定效应和年份固定效应。由表中结果可知, 一致行动人与真实盈余管理的回归系数均在 1%

的水平上显著负相关, 表明一致行动人持股比例越高, 真实盈余管理程度越低, 一致行动人抑制管理层真实盈余管理行为, 验证了假设 H1。

表 2 一致行动人对企业真实盈余管理的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	REM	REM	REM
Constant	-0.018 5 (0.014)	0.108 4 *** (0.030)	0.040 4 (0.033)
Ud	-0.040 6 *** (0.007)	-0.030 4 *** (0.006)	-0.0291 *** (0.007)
Size	—	-0.006 5 *** (0.001)	-0.005 7 *** (0.001)
Lev	—	0.147 2 *** (0.008)	0.182 5 *** (0.008)
Growth	—	-0.003 7 (0.003)	-0.003 3 (0.003)
Board	—	-0.009 2 (0.007)	-0.006 0 (0.007)
Mshare	—	-0.019 4 *** (0.007)	-0.027 3 *** (0.008)
Dual	—	-0.001 2 (0.003)	-0.002 8 (0.003)
Industry/Year	是	否	是
N	17 824	17 824	17 824
Adj. R ²	0.005 0	0.025 7	0.037 1

注: *、**和*** 分别代表 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 有统计学意义。下同。

(三)稳健性检验

1. 替换被解释变量。参考 Cohen 等^[17]的方法, 本文构建 RM 替换原来的被解释变量 REM , 具体计算方法为异常生产成本 (Ab_PROD) 与异常酌量费用 (Ab_DISEXP) 相反数之和。检验结果如表 3 第(1)列所示, RM 回归系数均显著为负, 仍说明一致行动人持股能够抑制真实盈余管理, 回归结论具有稳健性。

2. 反向促进问题。真实盈余管理可能影响一致行动人的持股比例, 存在反向促进关系, 本文使用滞后一期的一致行动人持股比例 L_Ud 进行替代回归, 结果如表 3 第(2)列所示, L_Ud 均在 1% 的水平上显著负相关, 说明反向因果不影响本文研究结论。

3. 内生性检验。为了克服一致行动人合计持股比例不同的企业之间的特征差异而产生的内生性问题, 本文运用倾向得分匹配检验 (PSM), 将匹配后的样本重新进行回归。首先根据一致行动人持股比例中位数将样本分为实验组和控制组, 接

着按照 1:1 最近邻法(无放回)将公司特征指标 *Size*、*Lev*、*Growth*、*Board*、*Mshare* 进行倾向得分匹配(PSM),匹配后的两组样本之间的标准化偏差均小于 10%,不存在显著差异。表 3 第(3)列是倾向得分匹配后的样本回归结果,匹配后样本中 *Ud* 回归系数均在 1%的水平上显著负相关,与前文回归结果一致。

表 3 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>RM</i>	<i>REM</i>	<i>REM</i>
<i>Constant</i>	-0.015 0 (0.027)	0.073 9 (0.051)	0.057 1 (0.045)
<i>Ud</i>	-0.014 0 ** (0.006)	-0.053 0 *** (0.011)	-0.032 0 *** (0.009)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>N</i>	10 874	6 455	9 864
<i>R</i> ²	0.024 2	0.042 8	0.046 4
<i>Adj. R</i> ²	0.021 1	0.037 9	0.043 1

五、路径分析

上述研究表明一致行动人能够抑制真实盈余管理,具体表现为一致行动人持股比例越高,真实盈余管理程度越低。因此,本部分对一致行动人影响企业真实盈余管理的作用机制进行探究。正如假设 H2、假设 H3、假设 H4 所说,一致行动人可以通过降低第二类代理成本、提高内部控制质量和公司透明度抑制真实盈余管理。本文将逐一检验这 3 个作用路径。

(一)路径分析:第二类代理成本

大股东为攫取私人利益,损害中小股东利益,从而产生第二类代理成本。中小股东签订一致行动协议,抑制大股东“隧道挖掘”行为,降低大股东与小股东之间的代理成本,从而抑制管理层进行真实盈余管理^[14]。回归结果如表 4 所示,一致行动人(*Ud*)回归系数在 1%的水平上显著为负,表明一致行动人能够降低第二类代理成本,缓解大股东与中小股东之间的代理冲突。本文使用 bootstrap 法对第二类代理成本的中介效应进行检验,结果显示 95%的显著区间不包含 0,说明中介效应显著。综上所述,一致行动人通过缓解第二类代理问题,从而缩减了大股东真实盈余管理的空间。因此,假设 H2 得到验证。

表 4 路径分析:第二类代理成本

Panel A:第二类代理成本路径			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>REM</i>	<i>Agency2</i>	<i>REM</i>
<i>Constant</i>	0.040 4 (0.033)	0.007 8 (0.006)	0.037 8 (0.034)
<i>Ud</i>	-0.029 1 *** (0.007)	-0.007 1 *** (0.001)	-0.027 9 *** (0.007)
<i>Agency2</i>	—	—	0.199 3 *** (0.041)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>Adj. R</i> ²	0.037 1	0.120 9	0.039 0
<i>N</i>	17 824	17 115	17 115
Panel B:Bootstrap 检验			
系数	标准差	显著水平	95%置信区间
-0.001 4	0.000 4	P=0.000	(-0.014 9, -0.001 1)

(二)作用路径:内部控制

高质量的内部控制能够让中小股东尽早发现风险并及时采取措施,也让大股东失去了构造真实交易操纵盈余的必要。内部控制作用路径的检验,如表 5 所示。回归结果显示,一致行动人(*Ud*)回归系数为 0.141 7,在 1%的显著水平上显著,说明一致行动人提高了内部控制水平。接着,本文进一步使用 bootstrap 法对内部控制的中介效应进行检验,结果显示 95%的显著区间不包含 0,这一检验结果说明中介效应显著。在高质量的内部控制下,股权集中表现出“利益趋同”效应,中小股东监督能力大大提高,能够抑制大股东盈余管理行为。因此,假设 H3 得到验证。

表 5 路径分析:内部控制

Panel A:内部控制路径			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>REM</i>	<i>IC</i>	<i>REM</i>
<i>Constant</i>	0.040 4 (0.033)	4.004 0 *** (0.201)	0.042 9 (0.034)
<i>Ud</i>	-0.029 1 *** (0.007)	0.141 7 *** (0.040)	-0.029 9 *** (0.007)
<i>IC</i>	—	—	-0.004 1 *** (0.001)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>N</i>	17 824	17 663	17 663
<i>R</i> ²	0.039 0	0.041 1	0.040 0
<i>Adj. R</i> ²	0.037 1	0.039 3	0.038 1
Panel B:Bootstrap 检验			
系数	标准差	显著水平	95%置信区间
-0.000 6	0.000 3	P=0.032	(-0.001 1, -0.000 1)

(三)作用路径:公司透明度

公司透明度的提高,增加了外部利益相关者可获得的公司财务状况、业绩和未来发展策略等方面的高质量信息,加大了真实盈余管理行为被识别的可能性。表6回归结果显示,一致行动人(*Ud*)回归系数为0.013 6,在5%的显著水平上显著,说明一致行动人提高了公司透明度。接着,本文使用bootstrap法对第二类代理成本的中介效应进行检验,结果显示95%的显著区间不包含0,这一检验结果说明中介效应显著。公司透明度的提升使得股东、投资者更容易识别管理层真实盈余管理行为,从而抑制管理层进行真实盈余管理。因此,假设H4得到验证。

表6 路径分析:公司透明度

Panel A:公司透明度路径			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>REM</i>	<i>Opacity</i>	<i>REM</i>
<i>Constant</i>	0.040 4 (0.033)	-0.246 9*** (0.081)	0.035 7 (0.042)
<i>Ud</i>	-0.029 1*** (0.007)	0.077 0*** (0.016)	-0.027 5*** (0.008)
<i>Opacity</i>	—	—	-0.037 2*** (0.005)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>N</i>	17 824	12 073	12 073
<i>R</i> ²	0.039 0	0.073 6	0.054 6
<i>Adj. R</i> ²	0.037 1	0.071 0	0.051 9
Panel B:Bootstrap 检验			
系数	标准差	显著水平	95% 置信区间
-0.002 9	0.000 7	P=0.000	(-0.004 2, -0.001 6)

六、进一步分析:外部监督作用

资本市场频繁出现上市公司财务造假往往与大股东进行盈余管理密切相关,而出现上述的原因主要是股权较为分散大股东权力得不到有效监督。从公司内部股权制衡和大股东权力监督出发对一致行动人与真实盈余管理之间的关系进行讨论。那么,另一个有价值的问题是,外部监督能否对上市公司盈余管理行为进行有效约束?外部监督与内部一致行动人之间又是何种关系?因此,本文接下来从高质量审计、分析师跟踪与媒体关注3个方面,探究外部监督对一致行动人与真实盈余管理之间关系的影响。

(一)高质量审计的调节效应

国际四大会计事务所相较于其他会计事务所,与受聘公司关联度低,不易被影响,表现出较高的独立性^[19]。同时,基于声誉理论,国际四大出于维持声誉与业界领先地位,有更强烈的动机避免审计失败,聘任的审计师有敏锐的风险感知能力,并且在审计过程中保持专业能力与谨慎态度。因此,由国际四大会计事务所审计的上市公司进行盈余管理行为有更高的概率被外部审计发现,被出具非标准保留意见的审计报告。

表7报告了高质量审计调节效应的检验结果,第(1)列未加入控制变量回归结果,第(2)列是加入了控制变量的回归结果,第(3)列是在加入控制变量的基础上控制了年份和行业固定效应的回归结果。从表7可知,核心解释变量与交互项回归系数均显著,说明审计师的高质量审计结果能够有效减少上市公司真是盈余管理行为,同时对一致行动人也存在调节效应。具体来说,一致行动人回归系数显著为负,高质量审计与一致行动人交互项系数显著为正,二者回归系数符号相反,说明高质量审计与一致行动人抑制盈余管理的监督作用存在替代效应。

表7 高质量审计的调节效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>REM</i>	<i>REM</i>	<i>REM</i>
<i>Constant</i>	0.009 9*** (0.003)	0.022 9 (0.031)	-0.045 1 (0.034)
<i>Ud</i>	-0.043 8*** (0.007)	-0.033 2*** (0.007)	-0.031 6*** (0.007)
<i>Big4</i>	-0.071 3*** (0.011)	-0.086 0*** (0.011)	-0.082 9*** (0.011)
<i>Big4 × Ud</i>	0.061 9** (0.027)	0.061 8** (0.026)	0.056 1** (0.026)
<i>Controls</i>	否	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	否	是
<i>N</i>	17 824	17 824	17 824
<i>Adj. R</i> ²	0.008 8	0.031 7	0.042 8

(二)媒体关注的调节效应

媒体关注是公司外部治理机制的重要方式之一,媒体关注与一致行动人持股的相互作用可能对管理层进行真实盈余管理产生影响。随着大数据技术发展,传统媒体行业发生颠覆性变化,媒体能够通过多渠道收集、挖掘、验证企业相关信息,形成的新闻报道在互联网能够得到迅速传播,向

公众和利益相关者传递企业各项信息与发展动态^[20]。高度的媒体关注使得企业生存在“聚光灯”下,吸引分析师、投资者和公众的关注,多方关注降低了企业与资本市场之间的信息不对称,营造了透明公开的公司信息环境。一方面,媒体关注可能对一致行动人监督起到补充作用,一致行动人通过媒体渠道获取外部信息,从内外部全方面对公司进行了解,加强了对管理层监督,抑制真实盈余管理能力增强。另一方面,随着外部媒体关注监督作用越强,一致行动人参与公司治理的动力减弱,表现出与媒体监督互相替代。那么,媒体关注与一致性人究竟是何种关系?本文接下来对此进行分析。

表 8 报告了媒体关注调节效应的检验结果,表 8 第(1)列未加入控制变量回归结果,第(2)列是加入了控制变量的回归结果,第(3)列是在加入控制变量的基础上控制了年份和行业固定效应的回归结果。从表 8 可知,核心解释变量(Ud)与交互项($Media \times Ud$)回归系数均显著,二者回归系数符号相反,说明媒体关注与一致行动人抑制真实盈余管理存在相互替代。

表 8 媒体关注的调节效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	REM	REM	REM
Constant	0.003 3 (0.014)	0.059 5 * (0.030)	-0.016 4 (0.034)
Ud	-0.062 3 *** (0.009)	-0.051 8 *** (0.009)	-0.052 5 *** (0.009)
Media	-0.111 9 *** (0.020)	-0.139 5 *** (0.020)	-0.146 3 *** (0.020)
Media $\times$ Ud	0.136 6 *** (0.051)	0.125 3 ** (0.050)	0.135 8 *** (0.050)
Controls	否	是	是
Industry/Year	是	否	是
N	17 617	17 617	17 617
Adj. R ²	0.007 1	0.030 7	0.041 2

(三) 分析师跟踪的调节效应

分析师作为资本市场的信息中介,收集、整理、筛选资本市场上良莠不齐的信息并作出解读,为投资者做出决策提供客观信息依据,发挥着重要的信息传递作用^[19]。分析师熟悉整体行业状况,具备财会专业知识和丰富的经验,能够敏锐察觉盈余管理行为,并通过研究报告向利益相关者传播,大股东被监督压力加剧、盈余管理行为得到抑制。表 9 报告了分析师跟踪调节效应的检验结果,表 9 第(1)列未加入控制变量回归结果,第(2)

列是加入了控制变量的回归结果,第(3)列是在加入控制变量的基础上控制了年份和行业固定效应的回归结果。从表 9 可知,核心解释变量(Ud)与交互项($Asy \times Ud$)回归系数均显著,二者回归系数符号相反,说明分析师跟踪对一致行动人抑制真实盈余管理的关系起到削弱作用。分析师跟踪出具的报告可能给管理层造成了业绩压力,管理层为了达到盈余目标进行不易识别的真实盈余管理行为,一致行动人对真实盈余管理的抑制作用受到削弱。

表 9 分析师跟踪的调节效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	REM	REM	REM
Constant	0.095 8 *** (0.020)	-0.289 3 *** (0.050)	-0.462 9 *** (0.054)
Ud	-0.090 6 *** (0.024)	-0.090 6 *** (0.023)	-0.083 4 *** (0.023)
Asy	-0.054 2 *** (0.004)	-0.059 5 *** (0.004)	-0.064 2 *** (0.004)
Asy $\times$ Ud	0.021 9 ** (0.011)	0.020 8 ** (0.010)	0.020 3 ** (0.010)
Controls	否	是	是
Industry/Year	是	否	是
N	8 861	8 861	8 861
Adj. R ²	0.064 1	0.088 2	0.120 8

从上述结果可以看出,高质量审计、媒体关注、分析师跟踪等外部监督能够有效约束上市公司盈余管理行为,同时外部监督与内部一致行动人的治理效能存在替代作用。分析其原因,中小股东通过协议、合作、关联方关系等方式形成一致行动人,尽管能够有效制衡大股东“一股独大”,但也面临条件限制和较高成本。一方面,中小股东形成一致行动人是建立在一定的经济或社会联系之上,若中小股东之间本身联系较少、各自又属于不同细分领域,其各自的诉求不同,则难以形成相同意思表示。另一方面,即使中小股东形成一致行动人,但由于信息不对称的普遍存在,要形成一致意见则需要花费较大沟通成本。因此,如果外部监督能够有效发挥对上市公司盈余管理行为的约束作用,那么中小股东则无需再花费较大成本来形成一致行动人,即表现出外部监督对一致行动人的替代作用。换言之,如果能够实现有效的全面监督,则有利于更好保护中小股东利益、降低中小股东成本,推动完善企业现代化治理。

七、结论与启示

(一) 结论

首先,一致行动人合计持股比例越高,越能抑

制上市公司真实盈余管理行为。

其次,一致行动人通过降低第二类代理成本、提高公司透明度、提高内部控制质量三条路径抑制真实盈余管理行为。

最后,高质量审计、媒体关注、分析师跟踪等外部监督对内部一致行动人的治理效能具有替代作用。

(二) 建议

第一,发挥一致行动人的治理效能,探索新的企业现代化治理方式。中小股东通过形成一致行动抑制了真实盈余管理行为,对公司治理起到了积极作用。当中小股东在自身利益受到大股东与管理层“合谋”侵占时,中小股东可以考虑通过签署一致行动协议提升持股比例以对抗大股东,维护自己的权益。同时,还应积极寻求更多新的企业现代化治理方式,切实保护好中小股东的权益。

第二,完善有关一致行动人的相关法律法规,规范与约束其行为,推动更好发挥其积极作用。目前,有关一致行动人的相关法律法规尚未形成完整体系,对其行为的规范约束程度不够,导致部分一致行动人偏离初衷,造成实践中随意订立、终止协定等各种乱象出现。因此,有必要加强一致行动人监管力度,约束其可能产生的不良行为。此外,尽管部分中小股东也向上市公司派遣人员担任高管,但相关法律法规并未对一致行动人如何以及派驻多少人员进入高管层进行规定,亟需从立法上进行明确,推动其发挥对公司治理的正向作用。

第三,加强我国上市公司外部治理机制建设,提高企业外部监督力度。本文研究表明外部审计、媒体关注等均是有效的外部监督手段,能够替代一致行动人发挥监督作用,从而抑制真实盈余管理行为。媒体要确保自身具有独立性和客观性,小心求证各类信息的真实性,积极发挥中介职能和舆论监督职能。公司管理层也可以充分利用外部治理机制,并与内部治理机制共同协作,互相取长补短,推动公司高质量发展。

参考文献:

- [1]王晓亮,王荻,蒋勇. 高管团队学历异质性、真实盈余管理与审计收费研究[J]. 中国软科学,2019(9):175-184.
- [2]HEALY P M, WAHLEN J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting [J]. Accounting horizons,1999, 13(4): 365-383.

- [3]丁亚楠,王建新. 网络互动的治理效能:企业盈余管理的视角[J]. 经济管理,2023,45(12):159-177.

- [4]郑志刚,李邈,李倩,等. 一致行动协议的控制权安排逻辑[J]. 世界经济,2021,44(4):201-224.

- [5]郑志刚,李邈,雍红艳,等. 中小股东一致行动改善了公司治理水平吗? [J]. 金融研究,2022(5):152-169.

- [6]ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation [J]. Journal of accounting & economics, 2006, 42(3):335-370.

- [7]高玥,杨毅. 供应链金融、盈余管理与企业融资效率[J]. 运筹与管理,2023,32(8):152-158.

- [8]MARKARIAN G, SANTALO J. Product market competition, information and earnings management [J]. Journal of business finance & accounting, 2014, 41(5/6): 572-599.

- [9]严若森,周燃. 公司年报 MD&A 中的管理层诚信承诺:真实盈余管理之后的道德掩饰行为[J]. 南开管理评论,2023,26(5):137-148.

- [10]KOSTYUK A N, GINEVRI A S. “Acting in concert” in the banking and financial sectors [J]. Law and economics Yearly review, 2016, 5(2): 257-279.

- [11]蒋学跃. 证券市场一致行动协议问题探讨[J]. 证券市场导报,2019(9):71-78.

- [12]章琳一,张洪辉. 一致行动人与高管薪酬差距:监督还是激励[J]. 经济管理,2021,43(8):91-106.

- [13]MINETTI R, MURRO P, PAIELLA M. Ownership structure, governance, and innovation [J]. European economic review, 2015(80): 165-193.

- [14]李芳,于寅健,王松. 中小股东网络表达会影响上市公司盈余管理行为吗:基于二类代理成本的中介效应分析[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2023,43(2):75-93.

- [15]JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience [J]. Journal of financial economics, 2010, 98(1): 1-20.

- [16]张新民,葛超,杨道广,等. 税收规避、内部控制与企业风险[J]. 中国软科学,2019(9): 108-118

- [17]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.

- [18]江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.

- [19]李春涛,赵一,徐欣,等. 按下葫芦浮起瓢:分析师跟踪与盈余管理途径选择[J]. 金融研究,2016(4):144-157.

- [20]张宏,王宇婷,林慧. 内外双“管”下 ESG 表现对企业融资成本的影响研究[J]. 产业经济评论,2024(1):41-56.

(本文责编:希 文)