

经济周期视角下管理者选择性 真实盈余管理行为研究 ——基于我国上市公司的经验数据

谢孝娴¹

(山东大学管理学院 会计专业, 山东 济南, 250100)

摘要: 本文以 2001 年到 2015 年 21 个行业 1047 家周期性行业上市公司的年度数据为研究样本, 探讨了经济周期对我国上市公司的真实盈余管理的行为差异的影响, 并结合股权性质做了进一步深入研究。发现: 1) 在经济衰退期, 周期性行业上市公司会降低真实盈余管理程度, 且该现象在非国有控股上市公司更加明显。2) 非经济衰退期下, 企业为了获得行业优势并增加盈余管理的隐蔽性, 拥有显著的真实盈余管理动机, 进一步研究表明, 该现象主要体现在经济过渡期下的非国有控股公司和经济繁荣期下的国有控股上市公司。本研究增加了上市公司管理层选择性地增加或抑制真实盈余管理行为的经验证据, 为我国市场监管部门和会计信息使用者提供了判断财务质量的参考。

关键字: 经济周期; 真实盈余管理; 周期性行业; 股权性质

一、引言

经济学理论表明, 由于经济系统内生作用和外生冲击, 宏观经济增长会呈现出周期性波动的特征, 经历繁荣、衰退等不同的阶段。特别是在世界经济全球化加速、国际经济环境日趋复杂的背景下, 在更多外部因素的冲击下, 我国经济增长将会面临更频繁的短期波动。如 2008 年全球次贷危机的爆发及蔓延, 使得中国经济由 2007 年的 10% 高速增长剧烈震荡降至 2008 年的 6.9%。然而, 在宏观经济的研究框架下, 学界往往过度关注不同经济周期下的 GDP 增长率、通货膨胀率、失业率等宏观经济基本指标。而作为市场经济的微观主体, 企业经营如何受到宏观经济周期性波动的影响却没有得到理论界的足够重视。部分研究已经关注到了经济周期与企业资本结构 (Korajczyk 和 Levy, 2003; Erel 等, 2012; 江龙等, 2013)、公司投资 (李文泓和罗猛, 2010; McLean 和 Zhao, 2013; 王义中等, 2013)、公司现金持有 (江龙和刘笑松, 2011; 刘端和薛静芸, 2015), 这充分说明经济周期性波动对微观企业经营行为会产生重要影响。

上市公司盈余管理作为财务会计领域的经典课题, 不仅是理论界研究的核心问题之一, 也受到来自资本市场投资者、监管机构和准则制定部门的热烈关注。

现有研究主要集中于盈余管理的动机 (于李胜, 2007; Cohen 和 Zarowin, 2010; Barua 等, 2010)、盈余管理方式选择 (Klein, 2002; Xie 等, 2003; 薄仙慧和吴联生, 2009; 蔡春等, 2013) 及盈余管理的经济后果 (Haw 等, 2005; Coles, 2006; Chen 和 Yuan, 2004; 陆正飞和魏涛, 2006; 王福胜等, 2014) 等。可见, 已有研究主要立足于微观视角, 较少关注宏观经济背景下上市公司盈余管理存在的特殊性, 即经济周期波动如何影响盈余管理行为。少数学者如 Strobl (2012)、陈武朝 (2013) 等对此问题进行了研究, 但主要集中在应计盈余研究且未得出一致的结论。作为盈余操纵的重要手段, 关于真实盈余管理与经济周期的研究尚处空白。基于盈余管理行为在学术研究和实务领域的重要性, 经济周期波动如何影响企业真实盈余管理行为有待进一步研究。

此外, 与西方经济体相比, 中国上市公司存在其自身的特殊性, 一个重要的表现是国有经济占比较大。在宏观层面, 蒋艳 (2013) 指出, 我国的国有控股相对于非国有控股上市公司在经济发展战略、税收、就业等方面承担着更多的社会责任却也拥有更多的政府资源。在微观层面, 张仁德和韩晶 (2003) 认为在我国特殊制度背景下, 不同控股性质使我国委托代理关系呈现为两大等级体系的委托代理链。而委托代理

¹ 作者简介: 谢孝娴 (1994—), 女, 天津人, 山东大学管理学院 2013 级会计学本科生, 研究方向: 资本市场与会计信息,

E-mail: 15153183165@163.com

理论下委托人与代理人的利益冲突又产生了代理人的盈余管理动机。在宏观与微观因素的共同作用下产生了盈余管理的行为差异,因此西方情境下的盈余管理研究的结论在中国的适用性仍需在不同股权性质企业之间做进一步检验。

基于以上背景,本文以2001年至2015年我国21个周期性行业上市公司财务数据为样本,实证检验了不同股权性质下真实盈余管理行为的差异。本文的贡献体现在:(1)从宏观经济视角切入,关注微观企业的财务指标和公司治理情况,把宏观经济运行与微观企业经营二者联立,丰富了关于经济周期波动经济后果的研究;(2)立足于我国特有的制度背景,揭示了具有政策差异、经营目标差异的国有控股与非国有控股上市公司盈余管理行为的差异;(3)在微观企业经营行为的研究范围内,关注经济周期对企业盈余管理特别是真实盈余管理行为的影响,进一步拓展了宏观经济运行影响企业财务行为的研究。

二、文献回顾

(一) 经济周期与真实盈余管理

Graham (2005)通过对高管调查,发现真实盈余管理是普遍存在的一种管理层行为。Cohen (2008)研究发现,伴随着美国监管环境日趋严格,会计丑闻的曝光率不断提高,真实盈余管理逐渐成为盈余操控的首选。这是因为真实盈余管理具有更高的隐蔽性,且在会计弹性较小的公司,高管也会更多地应用真实活动操纵盈余。但成本比较上,真实盈余管理需要更高的内在成本并可能以损失公司未来的经济利益为代价。上市公司的会计信息的质量好坏又直接影响着投资者对公司的价值判断。因此高管层和投资者会在不同宏观经济形势下做出不同的反应,目前相关研究也存在两种不同的结论。王红建 (2015)研究发现随着管理层激励的加强,周期性行业上市公司的正向盈余管理与经济周期波动存在显著正相关性。相反的,陈武朝 (2013)则认为周期性行业公司在经济收缩期有着更高的盈余管理程度。胡华夏 (2014)也发现管理者的自信水平与盈余管理程度存在不对称性,在经济衰退期时,管理者会增加盈余管理程度;而在经济繁荣期,管理者会因适度自信,降低盈余管理。以上研究均表明真实盈余管理与经济周期存在相关性。当深入到真实盈余管理方向的研究时,王红建 (2015)在研究中发现经济繁荣期公司会利用真实盈余管理进行向上操纵,在经济过渡期则无显著效应。张欢 (2014)提出在金融危机期间选择真实盈余管理不仅成本高且伴随着公

司预期现金流和未来经营绩效下降的不良影响。

(二) 股权性质与真实盈余管理

契约的刚性特征 (Trueman 和 Timan, 1989) 在面
对经济和公司经营状况变化产生的“契约摩擦”和管理者相对股东和投资者的信息不对称产生的“沟通阻滞”共同形成了产生盈余管理动机的动因。契约摩擦指的是在签署契约时双方为了各自利益而产生的某种观点或是行为上的分歧。例如在薪酬契约激励理论下管理者就会出于契约动机进行盈余操纵来粉饰当期的利润水平。胡志磊 (2012) 基于实证会计理论三大假设发现资产负债率高,资产规模大的公司中,管理者会出于债务契约等动机进行真实盈余管理。且在面对高质量审计时,李江涛 (2012) 也指出公司有动机选择隐蔽性更高的真实盈余管理。那么,基于以上盈余动机,在我国特殊制度背景下,不同控股性质公司的盈余管理动机是否存在明显差异?首先,相对于非国有控股公司,我国国有控股公司在政治和财务上获得更多的政府支持。政府的参与不仅降低了其获得银行贷款的条件,还通过税收优惠降低了税收负担,提高了公司的偿债能力,降低了管理者的债务契约动机。其次,姜付秀等 (2014) 指出我国国有控股公司面临更高的社会关注度,更严格的部门监管,这使得管理者更愿意选择隐蔽性更好盈余管理方式。最后,由于国有控股公司和非国有控股公司的特征和目标不同,存在“所有者缺位”问题因而难以对管理者进行有效监管。谌新民 (2003) 认为我国管理层薪酬偏低,与公司的绩效水平无显著相关,未达到激励作用。而周仁俊 (2010) 发现管理层薪酬水平与公司经营绩效呈现正相关,显著于非国有控股公司。

薄仙慧 (2009) 发现国有公司的盈余管理水平低于非国有公司。李增福 (2013) 则认为国有控股公司的真实盈余管理水平更高,但该水平会伴随机构投资者的增加而降低。由此可见,我国国有控股公司特征一方面降低了管理层的盈余管理动机,但另一方面又增加了其选择隐蔽性更强的真实盈余管理动机。

(三) 经济周期, 股权性质与真实盈余管理

在我国,国有控股公司与其他上市公司不同,其财务政策的考量上更看重宏观经济因素而非企业内部因素。这是因为在市场经济下,国有控股公司的经济职能主要是为了完成国家的政策性任务,更好的稳定国家的宏观经济。在我国,研究国有控股对盈余管理的影响属于领域内的核心问题,但引入经济宏观变量的相关研究却很少见。

不同股权性质的上市公司虽处在同一市场下,但

却由于股东性质差异面对不同的媒体关注度，部门监管力度和政府的扶持政策。Zang (2012) 研究表明市场竞争力、审计质量、财务状况等因素都会影响企业对真实和应计盈余管理的选择。因此，受内外部环境的影响，不同股权性质下的上市公司管理层行为势必存在差异。徐玉德 (2011) 发现产品市场竞争越大，公司进行盈余管理的动机越强，在此动机下，王红建 (2015) 进一步研究提出在市场竞争力主导下经济衰退期时公司会降低真实盈余管理程度，且非国有公司更加明显。而在经济繁荣期，非国有公司具有更为显著的向上操纵真实盈余管理的行为。这是因为非国有公司往往规模较小大多处于竞争激烈的领域。

至此，已经有大量研究涉及盈余管理的领域，但无论是在宏观经济视角还是微观的公司治理视角，就不同股权性质下经济周期对真实盈余管理影响的研究还不够深入。本文将从整体上研究经济周期与真实盈余管理的关系，另外利用股权性质对周期性行业上市公司样本进一步细分，并将二者联合起来考察处在不同经济周期下真实盈余管理操纵行为，从而体现经济周期对不同控股性质的真实盈余管理行为的影响，这也正是本文的贡献所在。

三、理论分析与研究假设

自 2008 年美国爆发次贷危机引发全球金融危机以来，宏观经济的剧烈变动对实体经济产生了严重的负面影响。引发了更多关于宏观因素对微观企业行为的思考。例如：经济周期，行业态势等宏观因素都会影响企业的经济绩效乃至公司价值。Klein 等 (2006) 基于美国数据发现上市公司的资产回报率存在显著顺周期性。即在经济繁荣期时，资产回报率增加；而在经济衰退期时，资产回报率降低。王红建 (2015) 以国内 2000-2012 年年度 GDP 增长率为数据研究发现公司年平均利润率与经济波动存在较为一致的关系。

陈建斌 (2006) 采用平滑产出缺口法提出将经济划分为“经济扩张期”和“经济衰退期”。因此本文所提出的经济周期，是指经济活动随着经济发展有规律的扩张和收缩。上市公司的经济活动反应在上市公司所提供的会计信息。张祥建 (2006) 提出由于“契约摩擦”和“信息不对称”的存在，管理者会选择不同的盈余管理行为，以实现个人利益最大化。因此在经济周期的不同阶段企业的盈余管理会存在显著差异。在经济衰退期，公司会面临整个行业不景气的状况，管理者可能会进行向下操纵的盈余管理或是降低盈余管理行为以应对相关部门的严格监管，为经济繁荣期

储存利润以应对可能出现的激烈的市场竞争。这是因为在经济衰退期，管理者可以将业绩下滑的原因归咎于经济不景气并获得股东和投资者的理解，还可以借会计稳健型原则降低监管部门的关注。而在经济繁荣期和过渡期，行业内整体业绩开始恢复，Conrad (2002) 就曾提出在这种环境下利益相关者会对公司的经营业绩往往存在较好的预期，因此管理者为了迎合投资者过度自信的非理性心理进行向上的利润操纵，以满足投资者预期。此外，真实盈余管理相对于应计盈余管理往往需要更高的经济成本，王良成 (2014) 曾提出，管理者作为理性经济人会根据成本比较优势在应计与真实盈余管理之间进行选择，因此在非经济衰退期更可能实施真实盈余管理进行利润操纵。且这样的环境假设和企业行为在国有和非国有控股上市公司中并无显著差异。基于以上分析，无论是国有控股还是非国有控股，其经济衰退期的真实盈余管理行为都会有所下降。

孔庆辉 (2011) 发现周期性行业的上述指标在经济衰退期较经济扩张期出现显著下降，而防守性行业无显著变化。陈武朝 (2013) 也提出运动状态与宏观经济波动存在密切相关性的周期性行业公司会存在更大幅度的盈余管理。那么周期性行业在不同经济周期下存在怎样的盈余管理动机呢？李远鹏 (2009) 研究发现企业的成长性和投资效率在经济繁荣期均会上升，在经济衰退期则均会下降。且公司的盈余管理程度会随环境不确定性的提高而增大。

H1: 对于周期性行业上市公司，真实盈余管理行为具有顺周期性，即其在经济衰退期会降低真实盈余管理动机，而在经济繁荣期会增加真实盈余管理动机

在我国，国有控股和非国有控股由于股权性质不同，企业的外部环境和经营目标也存在一定差异。刘继红 (2009) 提到相对于非国有控股公司而言，国有控股公司会获得更多的政府补助，更低的税收负担，更强的外部监管和更弱的股东监督。那么，在内外部因素共同作用下，上市公司的盈余管理行为也可能存在一定差异。吴联生 (2008) 在研究国有控制权转移问题中就发现国有股权私有化转移前后存在相反的盈余管理行为，并在之后的研究中提出股权分置改革对国有上市公司的盈余管理水平无明显变化。

在我国特殊制度下，国有控股公司的经营目标主要是为了完成政府的政策性目标，该目标是兼有经济性和社会性的双重目标。国有控股公司在承担更多社会责任的同时也会得到更多的政策支持——更低条件的贷款和更小的税务负担使得国有控股企业相对于非国

有控股企业有着更低的盈余管理动机。在繁荣期,非国有控股企业会面临更强的市场竞争,其代理人会面对更大的市场压力。周仁俊(2010)指出非国有控股企业的薪酬激励和股权激励与企业经营业绩的相关性均强于国有控股上市公司。显然,非国有控股上市公司的管理层对为了实现经营目标满足薪酬契约有着更强烈的盈余管理动机。而在经济衰退期,公司业绩下滑,净现金流降低,公司可能面临举债并因此降低盈余管理成本。张敏(2012)就提到真实盈余管理往往是通过外部关联方交易和融资工具等实现。因此需要更多的时间筹划和实际的现金流动,王良成(2014)也曾提到与应计盈余管理相比真实盈余管理的内在成本更高。与此同时,经济的衰退形势也为公司业绩下滑提供了客观理由,在综合考虑成本效益原则后,管理层会降低其真实盈余管理的动机。基于以上分析,我们得出下列假设:

H2: 所有权性质对经济周期与真实盈余管理动机之间的关系起调节作用。即对于国有企业而言,经济繁荣期非国有企业真实盈余管理动机更强,而在经济衰退期下真实盈余管理动机更弱

四、研究设计

(一) 样本选择

本文研究所用的周期性行业上市公司数据摘自CSMAR数据库中2001-2015的年度数据作为研究样本。由于真实盈余管理的估计需要滞后两期,其实际回归样本为1999-2015年度数据,经济周期的代理变量GDP年度增长率的数据摘自国家统计局¹,由于公司的盈余管理行为依赖于上一年度经济形势,因此需滞后一期,实际样本为2000-2014年年度数据。

关于周期性行业的范围界定,孙晓涛(2012)发现石化、钢铁、煤炭、装备制造业(包括通用设备制造业和专业设备制造业)、汽车工业、珠宝业等需求收入弹性比较高的行业都有很强的周期性。陈蕾,郑悦(2015)基于1990-2014年度上市公司数据的实证研究发现我国周期性行业多集中在采矿业,电力、热力、燃气及水生产和供应业,交通运输、仓储和邮政业,批发和零售业,金融业,建筑业。本文在参考上述研究的基础上剔除了数据不全和金融类上市公司以及行业内上市公司小于10的样本。最终选择了21个行业1047家上市公司为研究样本,其中国有控股上市公司为434家,非国有控股上市公司为613家。表一为该

样本的行业分布。

表一: 样本的行业分布

	行业	企业个数	所占比例
工业类	电力、热力生产和供应业	36	3.44%
	电气机械及器材制造业	131	12.51%
	非金属矿物制品业	52	4.97%
	黑色金属冶炼及压延加工业	24	2.29%
	化学原料及化学制品制造业	143	13.66%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	183	17.48%
	金属制品业	34	3.25%
	煤炭开采和洗选业	12	1.15%
	石油加工、炼焦及核燃料加工业	14	1.34%
	仪器仪表制造业	21	2.01%
房地产业类	有色金属矿采选业	13	1.24%
	有色金属冶炼及压延加工业	43	4.11%
	公共设施管理业	11	1.05%
	互联网和相关服务	14	1.34%
	软件和信息技术服务业	86	8.21%
	生态保护和环境治理业	10	0.96%
	房地产业	93	8.88%
综合类	土木工程建筑业	26	2.48%
	建筑装饰和其他建筑业	14	1.34%
商业类	零售业	44	4.20%
	批发业	43	4.11%
合计	21个行业	1047	100.00%

(二) 变量定义

1、被解释变量——真实盈余管理

关于真实盈余管理,本文借鉴Roychowdhury(2006)以修正的Jones截面数据为基础设计的能够从销售操控(加大销售折扣力度放宽信用条件等),生产操控(过量生产降低单位产品成本)以及酌量性费用操控(大量削减企业的研发费、广告费经营费用)

¹ <http://data.stats.gov.cn/search.htm?s=GDP>

三个维度考察真实盈余管理行为的模型。这里需要特别注意的是，由于我国对上市公司的研发费广告费不进行单独披露，因此本文的酌量性费用借鉴蔡春(2012)等人的方法采用销售费用和管理费用来替代。

三种操控方式可以分别用异常经营活动的现金净流量 (R_{CFO}) 异常产品成本(R_{PR})和异常酌量性费用 (R_{DIS})来计量。当公司选择向上操控利润时，扣除不可操纵的部分，公司将会有更低的异常经营活动的现金净流量、更高的异常产品成本和更低的异常酌量性费用。反之，则可以调低公司利润。

计算 R_{CFO}、R_{PR} 和 R_{DIS} 的模型如下所示：

$$\frac{CFO_T}{A_{T-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{T-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_T}{A_{T-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_T}{A_{T-1}} \right) + \varepsilon_T \quad (1)$$

$$\frac{PROD_T}{A_{T-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{T-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_T}{A_{T-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_T}{A_{T-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta S_{T-1}}{A_{T-1}} \right) + \varepsilon_T \quad (2)$$

$$\frac{DISEXP_T}{A_{T-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{T-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{S_{T-1}}{A_{T-1}} \right) + \varepsilon_T \quad (3)$$

分别将模型 (1) (2) (3) 进行分行业回归估计，获得相应参数值代入模型中计算残差项。其中模型 (1) (2) (3) 的残差分别为 R_{CFO}，R_{PR}，R_{DIX}。

在上述模型中，CFO_T 为第 T 期经营活动产生的现金净流量，S_T 为第 T 期销售收入，S_{T-1} 为第 T-1 期销售收入，ΔS_T 为第 T 期与 T-1 期销售收入变化额，A_{T-1} 为上期期末总资产额。PROD_T 为第 T 期为产品成本，即销售产品成本和存货变化额之和。DISEXP_T 为

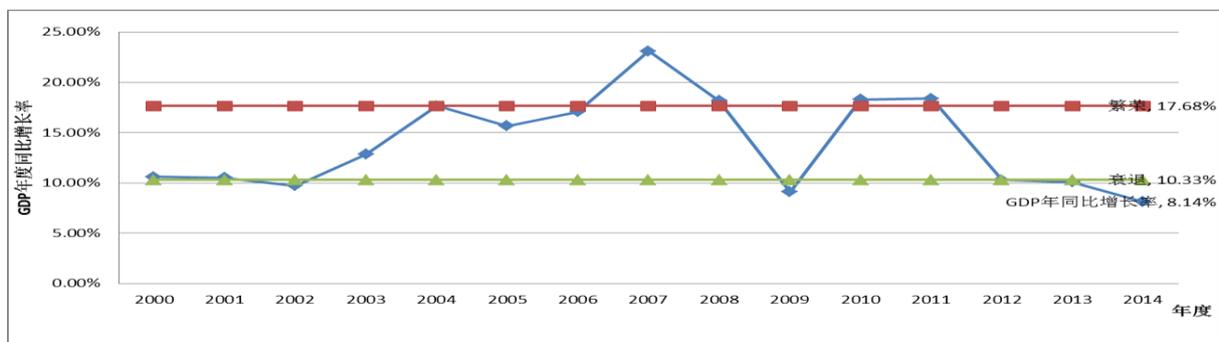
第 T 期可操控性费用。考虑到上市公司可能会采用多种方式进行盈余管理，为了系统考量公司整体的真实盈余管理情况，本文仿照 Cohen et al (2008) 和李增福 (2011) 的做法，将三个指标按其变化方向聚集成真实盈余管理的综合指标 (DREM)。模型如下：

$$DREM = -R_{CFO} + R_{PR} - R_{DIS} \quad (4)$$

2、解释变量

(1) 经济周期

关于经济周期的划分，刘树成以国内生产增长率为代理变量提出我国在新中国成立 60 年后共经历了十个完整的经济周期。江龙 (2013) 选择了 GDP 增长率作为不同经济周期活动的代理变量。本文借鉴王红建和江龙对经济周期的划分方法，以 GDP 年度增长率连续变量为经济周期的代理变量，既可以避免主观界定经济周期可能产生的误差，又可以规避股权分置改革和新会计准则变更产生的系统性影响。^[3] 本文关于经济周期代理变量选取 2000-2014 年 15 个年度 GDP 增长率数据。为了分别考察经济衰退期、经济过渡期和经济繁荣期下真实盈余管理行为差异，本文借鉴 Strobl (2012) 对经济周期的划分方法，择取年度 GDP 增长率最高的 5 个值为经济繁荣期，最低的 5 个值为经济衰退期，其余为经济过渡期。反映在图中表示大于等于 17.98% 的年度增长率为经济繁荣期，小于等于 10.33% 年度增长率为经济衰退期，介于之间的为经济过渡期。即 2004、2007-2008、2010-2011 年是繁荣期，2002、2009、2012-2014 是衰退期，剩下的是过渡期。



(2) 股权性质

关于股权性质的划分，本文国有控股上市公司根据 CSMAR 数据库筛选出最终控制人类型为国有而确定。在最终确定的 21 个行业 1047 家上市公司中国有控股上市公司为 434 家，非国有控股上市公司为 613 家。

3、控制变量

根据本文的研究假设，并借鉴 Cohen (2008)，王红建 (2015)，张欢 (2014) 等人的方法，加入了可能影响盈余管理的指标，本文的控制变量是现有研究认为对公司真实盈余管理有重要影响的变量。包括总资产净利润率 (Roa)、资产负债率(Lev)、盈余管理柔性

(Flex)、成长性(Gro)、托宾 Q (TQ)、股权性质 (Con)、(Industry)。具体的变量释义如下：
总资产周转率 (ATO)、公司规模 (Size) 和行业哑变量

表二：回归模型涉及的变量及含义

被解释变量	RM	综合真实盈余管理	分别用 DREM、 R_{CF0} 、 R_{PR} 、 R_{DIS} 表示
	DREM	综合真实盈余管理	采用 Roychowdhury 模型计算得到
	R_{CF0}	异常经营活动的现金净流量	采用 Roychowdhury 模型计算得到
	R_{PR}	异常产品成本	采用 Roychowdhury 模型计算得到
	R_{DIS}	异常酌量性费用	采用 Roychowdhury 模型计算得到
解释变量	Cyc	经济周期	参照 Strobl (2012) 的研究方法将 2000-2014 年度 GDP 增长率划分经济繁荣期, 过渡期, 衰退期三个周期分别为 Cycle-GR+1 (2004、2007-2008、2010-2011 年), Cycle-GR-0 (2003、2005-2006), Cycle-GR-1 (2002、2009、2012-2014)
	Cycle ₁	经济周期	参照上述方法将经济周期分为两个周期, 分别为经济衰退期=0, 非经济衰退期=1
控制变量	Roa	总资产净利润率	当其净利润与总资产的比值
	Lev	资产负债率	(长期负债+短期负债)/总资产
	Flex	盈余管理柔性	(存货+应收账款)/总资产
	Gro	成长性	本年营业收入总额同上年营业收入总额差值的比率
	TQ	托宾 Q	市值/资产总计
	Con	股权性质	Con=0 国有控股, Con=1 非国有控股
	Size	公司规模	取当期资产的自然对数
	ATO	总资产周转率	营业收入/平均资产总额
	Industry	行业	采用 CSMAR 数据库行业代码 A 分类标准, 选择了除金融业以外 4 个大类行业, 定义了 3 个行业哑变量

(三) 模型设计

$$DREM = \beta_0 + \beta_1 Cyc + \beta_2 Roa + \beta_3 lev + \beta_4 Flex + \beta_5 Gro + \beta_6 TQ + \beta_7 Con + \beta_8 Size + \beta_i \sum Industry + \delta \quad (5)$$

$$RM = \gamma_0 + \gamma_1 Cycle_1 + \gamma_2 Roa + \gamma_3 lev + \gamma_4 Flex + \gamma_5 Gro + \gamma_6 TQ + \gamma_7 Con + \gamma_8 Size + \gamma_i \sum Industry + \theta \quad (6)$$

$$DREM = \varepsilon_0 + \varepsilon_1 Cyc + \varepsilon_2 Roa + \varepsilon_3 lev + \varepsilon_4 Flex + \varepsilon_5 Gro + \varepsilon_6 TQ + \varepsilon_7 Size + \varepsilon_i \sum Industry + \mu \quad (7)$$

其中 RM 为真实盈余管理, 分别用综合盈余管理 DREM, 异常经营活动的现金净流量 (R_{CF0})、异常产品成本 (R_{PR}) 和异常酌量性费用 (R_{DIS}) 来表示。Cyc 为经济周期代理变量并采用滞后一期处理包括经济繁荣期 (Cycle-GR+1), 过渡期 (Cycle-GR-0), 衰退期 (Cycle-GR-1) 三个周期。Cycle₁ 为经济周期虚拟变量。本文的控制变量是现有研究认为对公司真实盈余管理有重要影响的变量。包括总资产净利润率 (Roa)、资产负债率 (Lev)、盈余管理柔性 (Flex)、成长性 (Gro)、托宾 Q (TQ)、股权性质 (Con)、总资产周转率 (ATO)、公司规模 (Size) 和行业哑变量 (Industry)。其中模型 (5)、(6) 是全样本回归模型, 模型 (7) 用来对研究样本按照不同股权性质进行分组回归。

五、实证结果

表三：主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
DREM	7949	0.14	0.35	0.10	-0.77	1.51
RCFO	7949	-0.02	0.20	-0.03	-0.61	0.84
RPR	7949	0.13	0.15	0.10	-0.12	0.79
RDIS	7949	0.01	0.10	0.01	-0.46	0.33
Roa	7949	0.02	0.06	0.02	-0.33	0.17
Lev	7949	0.49	0.21	0.50	0.06	1.15
Flex	7949	0.30	0.18	0.26	0.01	0.82
Gro	7949	0.22	0.57	0.13	-0.72	3.90
TQ	7949	1.75	1.55	1.28	0.19	8.85
ATO	7948	0.71	0.54	0.56	0.03	3.06
Size	7949	21.67	1.19	21.54	19.24	25.22

(一) 描述性统计

为了排除极端值对数据结果的影响，本文对除了经济周期代理变量，股权性质这些哑变量以外的其他所有相关的连续型变量都进行了上下 1%的 Winsorize 处理。从描述性统计中，可以观察到我国周期性行业上市公司的真实盈余管理存在较大差异，且综合真实盈余管理的均值大于中位数，呈右偏态分布，说明在右端存在较大值。由于本文的真实盈余管理行为的各项代理变量由回归方程的残差代替，因此均值和中位数趋近于 0。描述性统计中，企业资产报酬率、资产负债率和资产规模分布情况较为正常。

表四中我们可以看出：衰退期的综合真实盈余管理均值最小（0.1408），并伴随有最高的异常经营现金净流量均值（0.0046），表现出向下操纵利润的可能性。而繁荣期则伴随着最低的异常经营活动现金流（-0.0432）。异常酌量性费用与本文预期存在一定差异，这是因为 Roychowdhury（2006）的真实盈余管理模型中的酌量性费用使用企业 SG & A 与研发支出之和，而本文的酌量性费用由管理费用和销售费用之和替代，并且当前未对上市公司进行分组，导致数据结果的不够理想。

通过对周期性行业按照股权性质进行分组描述性统计。我们可以看出非国有控股上市公司经营活动现金流的均值（-0.0441）为负且低于国有控股上市公司，并伴随有更高的异常产品成本（0.1650）和更低的异常酌量性费用（-0.0028）。可以说明非国有控股上市公

司存在更大程度的真实盈余管理操纵，且总体上为向上的利润操控。通过差异性检验，得知我国国有控股与非国有控股上市公司的真实盈余管理行为的确存在显著差异。

表四：不同经济周期下真实盈余管理操纵差异

	衰退期		过渡期		繁荣期	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
DREM	0.14	0.09	0.14	0.10	0.15	0.11
R _{CFO}	0.00	-0.02	-0.02	-0.03	-0.04	-0.04
R _{PR}	0.15	0.10	0.13	0.10	0.12	0.09
R _{DIS}	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02

表五：国有控股与非国有控股真实盈余管理操纵行为描述性统计

	均值		标准差		差异检验	
	国有控股	非国有控股	国有控股	非国有控股	均值检验	中位数检验
DREM	0.11	0.21	0.41	0.56	-8.50***	-15.90
R _{CFO}	-0.01	-0.04	0.24	0.35	4.59***	14.57
R _{PR}	0.12	0.16	0.19	0.24	-8.16***	-15.72
R _{DIS}	0.02	-0.00	0.12	0.21	5.56***	6.60

表六：主要变量的相关性分析

	DREM	R _{CF0}	R _{PR}	R _{DIS}	Cyc	Roa	Lev	flex	Gro	TQ	ATO	Size	Con
DRE	1												
M													
R _{CF0}	-0.77***	1											
R _{PR}	0.69***	-0.21***	1										
R _{DIS}	-0.61***	0.189***	-0.32***	1									
Cyc	0.01	-0.06***	-0.05**	0.01	1								
Roa	-0.00	0.01	-0.01	-0.01	0.02	1							
Lev	0.00	-0.01	0.01	0.01	-0.02*	-0.99***	1						
flex	-0.06***	0.03***	-0.02**	0.07***	0.02*	-0.03***	0.04***	1					
Gro	-0.00	0.03**	0.03**	-0.00	-0.02	0.00	0.00	0.02**	1				
TQ	0.02**	-0.02	0.03**	-0.01	-0.01	-0.99***	0.99***	0.02**	0	1			
ATO	0.011	-0.05***	0.03**	0.11***	-0.01	0.01	-0.01	0.00	-0.00	-0.01	1		
Size	-0.35**	0.14***	-0.39***	0.24***	0.16***	0.08***	-0.08***	0.04***	-0.00***	-0.11	0.11***	1	
Con	0.10***	-0.05***	0.09***	-0.07***	0.19***	0.01***	-0.01***	0.09***	-0.01	0.01	-0.05***	-0.22***	1

注：表中的数值为相关系数；*表示10%显著，**表示5%显著，***表示1%显著。括号内为t值

表七：模型(5)回归结果

	DREM		
Cycle-GR-1	-0.03*** (-4.76)		
Cycle-GR-0		0.01*** (2.61)	
Cycle-GR+1			0.01 (1.62)
Roa	-0.34*** (-6.57)	-0.35*** (-6.72)	-0.34*** (-6.53)
Lev	0.08*** (4.90)	0.08*** (4.53)	0.08*** (4.66)
Flex	0.358*** (19.72)	0.36*** (20.01)	0.36*** (19.85)
Gro	0.01 (1.70)	0.01 (1.60)	0.01 (1.39)
TQ	0.01*** (6.07)	0.01*** (6.47)	0.01*** (5.73)
ATO	0.02*** (3.55)	0.02*** (3.39)	0.022*** (3.59)
Size	-0.10*** (-33.11)	-0.10*** (-32.7)	-0.10*** (-32.28)
Con	-0.02*** (-2.85)	-0.01** (-2.07)	-0.01** (-2.22)
Industry	YES	YES	YES
N	7948.00	7948.00	7948.00
F值	569.54	567.19	566.56

Adj R2 | 0.48 0.48 0.48

注：表中的数值为回归系数；*表示10%显著，**表示5%显著，***表示1%显著。括号内为t值

表八：模型(6)回归结果

	DREM	R _{CF0}	R _{PR}	R _{DIS}
Cycle1	0.03*** (4.76)	-0.02*** (-6.09)	0.01*** (2.86)	0.00 (0.96)
ROA	-0.34*** (-6.57)	0.27*** (8.91)	-0.20*** (-9.07)	-0.14*** (-9.54)
Lev	0.08*** (4.90)	-0.01 (-1.68)	0.03*** (4.85)	-0.03*** (-7.83)
Flex	0.35*** (19.72)	-0.31*** (-29.45)	0.06*** (8.13)	0.01*** (3.17)
Growth	0.01 (1.70)	0.01*** (93.36)	0.04*** (18.43)	0.01*** (11.160)
TbinQ	0.01*** (6.07)	-0.00*** (-4.61)	0.01*** (10.42)	0.00 (0.79)
ATO	0.02*** (3.55)	0.01*** (2.60)	0.04*** (16.93)	0.010*** (5.88)
Size	-0.10*** (-33.11)	0.02*** (10.80)	-0.06*** (-48.85)	0.021*** (22.89)
Con	-0.01*** (-2.85)	-0.00 (-0.78)	-0.00** (-2.53)	0.014*** (7.72)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7948	7948	7948	7948
F值	569.54	454.81	592.49	744.41

Adj R ²	0.48	0.42	0.491	0.548
--------------------	------	------	-------	-------

注：表中的数值为回归系数； *表示 10%显著，**表示 5%显著，***表示 1%显著。括号内为 t 值

从表六可以看出，企业的综合真实盈余管理（DREM）分别与异常现金流（RCFO）、异常生产成本（RPROD）、异常可操控性费用（RDISEXP）呈显著负相关、正相关、负相关。并发现综合真实盈余管理与企业的资产规模呈显著负相关。说明资产规模越大的企业可能存在更低的真实盈余管理行为。

（二）回归结果

为了检验不同经济周期下的真实盈余管理操纵行为，本文将 DREM 代入模型(5)。回归结果显示（见表七前三列）在经济衰退期、过渡期和繁荣期，综合真实盈余管理分别呈现 1%水平上的显著负相关，1%水平上的显著正相关和正相关不显著，说明经济衰退期下，公司的真实盈余管理程度减弱。而在经济过渡期，公司可能会为了防止在经济衰退期业绩连续下滑后可能发生的 ST 或*ST，使公司的市场竞争力提前上升而进行盈余管理操纵。当经济进入繁荣期后，整个行业步入景气阶段，公司的业绩也会伴随市场良好态势和投资者的乐观预期有所恢复，并伴随有更低的异常经营活动净现金流进行向上的利润操控。为了进一步检验周期性行业上市公司非经济衰退期真实盈余管理操纵行为以及真实盈余管理可能的操纵方向，依次将 DREM、RCFO、RPR 和 RDIS。带入模型(6)回归结果显示，周期性行业上市公司在非经济衰退期存在显著真实盈余管理动机，且为了检验真实盈余管理的操纵方向，发现异常经营活动的现金净流量（RCFO）、异常产品成本(RPR)和异常酌量性费用(RDIS)分别呈现显著负相关，正向显著，正向不显著。说明经济繁荣期可能存在向上操纵的真实盈余管理的可能。除了 RDIS 与预期符号不相符，其余均满足向上操纵利润的假设，原因可能在于酌量性费用选择了替代变量管理费用和销售费用之和。

为了考察经济周期下不同股权性质的真实盈余管

理行为，本文将综合真实盈余管理按不同股权性质分组，分别对经济衰退期、过渡期和繁荣期代理变量进行回归。发现经济衰退期下，国有控股公司和非国有控股公司的综合真实盈余管理行为均为显著负相关，且后者略大。说明在经济衰退期，公司的真实盈余管理程度降低，且非国有控股公司降低的程度更为明显。在经济过渡期，非国有控股公司存在显著正向的真实盈余管理行为，其系数为 0.011，国有控股公司则不存在显著相关。而在经济繁荣期，国有控股时显著为正，

表九：模型(7)回归结果

	DREM					
	非国有			国有		
Cycle-GR-1	-0.03**			-0.02***		
	(-2.21)			(-3.57)		
Cycle-GR-0		0.011**			0.01	
		(2.41)			(1.00)	
Cycle-GR+1			0.01			0.01**
			(-0.77)			(2.47)
Roa	-0.24***	-0.09***	-0.09***	-0.41***	-0.41***	0.06***
	(-2.70)	(-2.94)	(-2.81)	(-6.34)	(-6.40)	(-6.30)
Lev	0.11***	0.03***	0.03***	0.07***	0.07***	0.02***
	(3.70)	(3.33)	(3.16)	(3.21)	(3.16)	(3.27)
Flex	0.36***	0.03***	0.03***	0.34***	0.34***	0.02***
	(10.98)	(11.24)	(11.27)	(15.77)	(15.87)	(15.75)
Gro	0.00	0.01	0.01	0.01**	0.01**	0.01**
	(0.09)	(0.21)	(-0.01)	(2.46)	(2.31)	(2.29)
TQ	0.01***	0.00***	0.00***	0.02***	0.02***	0.00***
	(2.57)	(3.14)	(2.78)	(6.35)	(6.39)	(5.97)
ATO	0.03***	0.01***	0.01***	0.01**	0.01*	0.00**
	(2.75)	(2.72)	(2.78)	(2.00)	(1.91)	(2.11)
Size	-0.12***	-0.00***	-0.00***	-0.09***	-0.08***	-0.00***
	(-20.26)	(-19.95)	(-19.33)	(-24.93)	(-24.71)	(-24.67)
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	3054	3054	3054	4894	4894	4894
F 值	242.47	242.62	241.77	365.93	364.07	364.88
Adj R ²	0.48	0.48	0.48	0.47	0.47	0.47

注：表中的数值为回归系数； *表示 10%显著，**表示 5%显著，***表示 1%显著。括号内为 t 值

系数为 0.008，非国有控股则不存在显著性。这说明，非国有控股公司倾向于在过渡期进行利润操纵，而国有控股公司则在经济繁荣期存在显著的真实盈余管理

动机,但程度相对较小。

控制变量方面,资产负债率、托宾 Q 值与资产周转率均与真实盈余管理呈现显著正相关关系。说明企业的资产周转能力越强,公司市场价值越高,越倾向于真实盈余管理操纵。

综合上述分析,可以得出以下结论:在经济衰退期,周期性行业上市公司会降低真实盈余管理的操纵程度,且非国有控股公司降低的程度会更加明显。在非经济衰退期则存在显著正相关的真实盈余管理行为,

且主要体现在非国有控股上市公司的过渡期和国有控股上市公司的繁荣期。

(三)稳健性检验

为了使本文的检验结果更加可靠,本文还进行了如下检验:

替换经济周期代理变量,参考吴娜(2013)对经济周期的划分方法,将 2000-2007 定义为经济繁荣期,2008-2011 定义为经济衰退期,依然显著支持本文结论。

表十:稳健性检验

	DREM	RCFO	RROD	RDIS
Cycle	0.050*** (7.080)	-0.040*** (-9.590)	0.007** (2.200)	-0.002*** (-7.090)
Roa	-0.350*** (-6.640)	0.280*** (9.010)	-0.203*** (-9.110)	-0.143*** (-9.550)
Lev	0.086*** (4.840)	-0.017 (-1.610)	0.036*** (4.730)	-0.040*** (-7.950)
Flex	0.359*** (19.860)	-0.317*** (-29.580)	0.063*** (8.240)	0.017*** (3.240)
Gro	0.010 (1.810)	0.010*** (3.210)	0.041*** (18.380)	0.017*** (11.060)
TQ	0.010*** (4.150)	-0.003** (-2.120)	0.010*** (9.560)	0.001*** (0.970)
ATO	0.021*** (3.360)	0.010*** (2.880)	0.044*** (16.860)	0.010*** (5.890)
Size	-0.109*** (-33.230)	0.024*** (12.550)	-0.065*** (-46.820)	0.021*** (22.360)
Con	-0.023*** (-3.540)	0.001 (0.230)	-0.007** (-2.480)	0.015*** (8.010)
Industry	YES	YES	YES	YES
N	7948	7948	7948	7948
F 值	573.600	462.130	591.990	744.360
Adj R2	0.484	0.430	0.492	0.549

注:表中的数值为回归系数;*表示 10%显著,**表示 5%显著,***表示 1%显著。括号内为 t 值

七、研究结论

本文选取 2001 年到 2015 年 21 个行业 1047 家周期性行业上市公司的年度数据为研究样本,实证研究了不同经济周期我国上市公司的真实盈余管理的行为差异。结果发现:(1)在经济衰退期,行业市场竞争程度低,同时为了降低盈余管理成本,周期性行业上市公司会降低真实盈余管理程度。该现象在非国有控股上市公司更加明显。(2)在非经济衰退期,经济复苏,企业为了获得行业优势并增加盈余管理的隐蔽性,

拥有显著的真实盈余管理动机。进一步研究还发现,该现象主要体现在经济过渡期下的非国有控股公司和经济繁荣期下的国有控股上市公司。

以上结果表明,周期性行业上市公司普遍存在隐蔽性较高的真实盈余管理行为,这是管理层综合考量盈余管理成本、行业竞争度和经济形势后的理性选择。同时本研究增加了上市公司管理层选择性地增加或抑制真实盈余管理行为的经验证据,为我国市场监管部门和会计信息使用者提供了判断上市公司财务质量的参考。并启示在研究盈余管理行为差异时应考虑经济

周期不同阶段的差异,并结合盈余管理动机对微观企业行为进行判断,尤其是真实盈余管理行为差异。

本文也存在一定的局限性。第一,本文在研究真实盈余管理行为时未引入应计盈余管理进行对比分析,未能进一步考察不同经济周期下真实盈余管理与应计

盈余管理的联动替代效应,因此该部分可作为进一步研究的方向。第二,本文对经济周期的划分存在局限性,本文仅采用了 GDP 年度增长率为代理变量来反映经济的周期性波动,难以准确界定经济周期的阶段。

参考文献

- [1] Shleifer A., R. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance" [J]. *Journal of Finance* 52,(2):737—783.
- [2] Graham, J., Harvey C. and Rajgopal S., The economic implications of corporate financial reporting [J]. *Journal Of Accounting And Economics*, Vol.40, No.1, 2005.
- [3] 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 and Economics*, 2008; 11
- [4] Qian Y., A Theory of Shortage in Socialist Economies Based on the "Soft Budget Constraint" [J]. *American Economic Review* 1994, 84.
- [5] Zang A.Y., Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management [J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(2): 675-703
- [6] Roychowdhury S. Management of earnings through the manipulation of real activities that affect cash flow from operations [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006 (42): 335- 370.
- [7] Lin, Zhixing, Michael S. H. Shih. Earnings Management in Economic Downturns and Adjacent Periods: Evidence from the 1990-1991 Recession. 2003. Working Paper, National University of Singapore.
- [8] 胡华夏,洪荭,廖俊洁. 经济周期、管理者过度自信与盈余管理[J]. *财会通讯*, 2014, 06: 43-45+56+129.
- [9] 张祥建,徐晋. 盈余管理的原因、动机及测度方法前沿研究综述[J]. *南开经济研究*, 2006, 06: 123-141.
- [10] 胡志磊,周思维. 上市公司真实盈余管理的动机——基于实证会计理论“三大假设”的视角[J]. *财会通讯*, 2012, 06: 68-71+161.
- [11] 李江涛,何苦. 上市公司以真实盈余管理逃避高质量审计监督的动机研究[J]. *审计研究*, 2012, 05: 58-67.
- [12] 张欢. 金融危机冲击、产品市场竞争与盈余管理策略[J]. *宏观经济研究*, 2014, 03: 73-83.
- [13] 姜付秀,朱冰,王运通. 国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗?[J]. *管理世界*, 2014, 09: 143-159
- [14] 谌新民,刘善敏. 上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J]. *经济研究*, 2003, 08: 55-63+92.
- [15] 周仁俊,杨战兵,李礼. 管理层激励与企业经营业绩的相关性——国有与非国有控股上市公司的比较[J]. *会计研究*, 2010, 12: 69-75.
- [16] 薄仙慧,吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. *经济研究*, 2009, 02: 81-91+160.
- [17] 李增福,曾庆意,魏下海. 债务契约、控制人性与盈余管理 [J]. *经济评论*, 2011, 6: 88—96.
- [18] 蒋艳,田昆儒. 国有控股上市公司内部特征、政府补助与会计稳健性[J]. *审计与经济研究*, 2013, 01: 77-86.
- [19] 刘振彪. 中国内外经济失衡与国有及国有控股企业功能财政化[J]. *湖南大学学报(社会科学版)*, 2011, 01: 46-51.
- [20] 王红建,李青原,陈雅娜. 盈余管理、经济周期与产品市场竞争[J]. *会计研究*, 2015, 09: 44-51.
- [21] 孔庆辉. 宏观经济波动对中国上市公司资本结构影响的实证研究[D]. 东北财经大学, 2011.
- [22] 李远鹏. 经济周期与上市公司经营绩效背离之谜[J]. *经济研究*, 2009, 03: 99-109.
- [23] 白云霞,吴联生. 国有控制权转移、终极控制人变更与公司业绩[J]. *金融研究*, 2008, (06) 130-143.
- [24] 孙晓涛. 周期性行业论析[J]. *华北电力大学学报(社会科学版)*, 2012, 03: 31-35.
- [25] 陈蕾,郑悦. 周期性行业的范围界定与阶段性特征: 1990~2014年[J]. *改革*, 2015, 09: 53-62.
- [26] 刘树成. 中国经济增长60年曲线的回顾与展望——兼论新一轮经济周期. *经济学动态*, 2009, (10): 3-10.
- [27] 李彬,张俊瑞,郭慧婷. 会计弹性与真实活动操控的盈余管理关系研究 [J]. *管理评论*, 2009 (6): 99- 107.

- [28] 李连发,辛晓岱. 银行信贷、经济周期与货币政策调控:1984—2011[J]. 经济研究,2012,03:102-114.
- [29] 陈武朝. 经济周期、行业周期性与盈余管理程度——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2013,03:26-35.
- [30] 刘继红. 国有股权、盈余管理与审计意见[J]. 审计研究,2009,02:32-39.
- [31] 张敏,朱小平. 基于实际活动操控的盈余管理研究——国外文献述评及启示[J]. 经济与管理研究,2012,02:106-119.

Study on the selective real earnings management behavior of managers from the perspective of economic cycle -- An Empirical Evidence from China's Listed Companies

Xie Xiaoxian¹

Abstract: This paper in 2001 to 2015 21 industry 1047 cyclical industry listed companies annual data for the study sample, the influence of physical and behavioral differences in the 2008 financial crisis and the current Chinese economic development the new normal natural experiment background, discusses the economic cycle of China listed companies of real earnings, and combined with the equity nature of the further study. Found: 1) in the economic recession period, the cyclical industry listed companies will reduce the degree of real earnings management, and the phenomenon is more obvious in the non-state holding listed companies. 2) non recession period, the enterprise in order to gain the advantage of industry and increase of the hidden nature of earnings management, with significant real earnings management motivation, further research indicates that, the phenomenon is mainly reflected in the economic transition period non state-owned holding company and economic boom under the state holding listed companies. This study increases the empirical evidence for the management of listed companies to selectively increase or restrain the behavior of real earnings management, and provides a reference for our market regulators and accounting information users to judge the financial quality.

Key words: Economic Cycle; Real Earnings Management; Cyclical Industry; Equity Nature

(接第21页)

Network media attention,the growth of state-owned enterprises and the quality of internal control

DONG Meitong¹

Abstract: The internal control is the important guarantee for the enterprise to realize efficient operation and good performance. Based on the present status that market competition mechanism is not yet mature, the government issued the specification relevant to listed companies' internal in 2008, to evaluate the effectiveness of internal control and disclose on a regular basis. Based on the internal control under the goal-directed effectiveness evaluation index system, with 2009-2012 Shanghai and Shenzhen two city A shares of state-owned listed companies as samples, the paper researches the relation between and the effectiveness of the state-owned enterprise internal control , and firm growth opportunities play a role as the adjustment of the relationship between the internal control function and the network media attention. Empirical study results show that the higher the network media attention is given, the stronger the state-owned listed companies internal control effectiveness is, and the influence on the growth opportunities larger state-owned enterprises performance is more obvious. In this paper, we provide reasonable suggestions for the government to supervise the internal control of state-owned enterprises by using external mechanism.

Key words: goal-directed; growth chance; state-owned enterprises; media supervision

CEO Ethical Leadership, New Product Innovation, andTMT Knowledge Sharing

YUAN Shuo¹

Abstract: This paper mainly studies the influence of CEO ethical leadership on the performance of new product innovation and explores the mediating role of knowledge sharing in the above relationships. Based on 97 CEOs and 235 TMTs of 97 enterprises in mainland China, this research found that: (1) CEO ethical leadership has a significantly positive effect on new product innovation performance; (2) CEO ethical leadership has a significant positive impact on TMT knowledge sharing; (3) TMT knowledge sharing has a significant positive effect on new product innovation performance; (4) TMT knowledge sharing plays an mediate role in the relationship between CEO ethical leadership and new product innovation performance.

Key Words Ethical Leadership; New Product Innovation Performance; Knowledge Sharing