

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*

○ 袁知柱 宝乌云塔娜 王书光

摘要 现有研究股权价值高估企业盈余操纵行为的文献基本上都局限于短期视角, 本文以2003-2011年的中国上市公司为研究样本, 从长期视角考察了股权价值高估企业如何采用应计与真实盈余管理手段进行盈余操纵。研究发现, 为迎合市场预期, 股权价值高估企业在初期会采用应计项目操纵手段来调高会计盈余, 但随着高估时间的推移, 这种现象会逐渐消失; 与此同时, 为了避免股价泡沫破裂时受到严厉的惩罚, 经理人员也会采用真实经济业务操纵手段调低会计盈余, 促使股票价格向其内在价值回归。基于投资者保护的进一步检验结果表明, 在我国投资者保护程度较高的地区, 股权价值高估企业进行盈余操纵的成本将增加, 经理人员通过应计盈余管理调高利润及真实盈余管理调低利润的行为将受到显著抑制。研究结果最后还通过了由于股权价值高估与盈余管理变量间因果关系导致的内生性问题的稳健性检验。该结论丰富了Jensen所建立的股权价值高估企业的委托代理成本理论。

关键词 股权价值高估; 投资者保护; 应计盈余管理; 真实盈余管理

* 本文受国家自然科学基金青年科学基金项目(71202153)、中央高校基本科研业务费专项资金项目(N110406010)资助

引言

Baker等^[1] Shleifer等^[2] Polk等^[3] Povel等^[4] 大量财务文献发现, 市场对公司的估价会影响其战略决策及经营行为, 股权价值高估是证券市场中常见的错误估价现象, 它是指股权市场价值高于其内在价值或者也可以说是企业的股票价格高于股票本身的内在价值。自从Jensen^[5] 对股权价值高估企业的委托代理成本进行系统

性的理论阐述后, 股权价值高估企业的相关治理问题逐渐引起了学术界的重视。

Jensen指出, 除非纯属偶然因素, 企业如果不采取盈余管理手段却能创造出能够保持股权价值持续高估的盈余业绩, 这种现象几乎是不可能的, 因此当企业股权价值被高估时, 通常面临两种选择: 一是直接向市场发布公告, 坦白其下期经营业绩无法达到能维持高股价的市场预期或者保持沉默直到下期出现盈余意外(这通常会使企业及管理承担短期的市场惩罚后果); 二是采取一定的盈余管理手段来夸大经营业绩并使其达到维持下期高股价的水平, 然后一期接一期地持续下去直到最终股价泡沫破裂, 股票价格回归到其价值水平。^[5] 相比较于前一种选择, 后一种选择虽然使企业短期获利,^① 但却以牺牲股东未来利益为前提, 会对企业核心价值造成更大程度的损害。

从现有实证成果来看, Chi等^[11] Houmers等^[12] Badertsche^[13] 等多数文献发现, 股权价值高估企业会进行第二种选择, 即采取盈余操纵手段来提高会计盈余, 从而达到维持高股价所要求的业绩水平。本文需要讨论的问题是, 既然股票价格泡沫最终是要破裂的, 而破裂时经理人员会得到更严重的惩罚(如经理人员名誉扫地、甚至因会计舞弊而进监狱), 那么当经理人员做了第二种选择后, 会不会采取一些措施来减少该选择所导致的严重后果呢, 即既可以在短期内实现维持高股价的盈利目标, 又可以在长期内通过这些措施使股权价值逐渐回归真实水平, 从而避免股价崩盘? 如果答案是肯定的, 将能为如何治理股权价值高估企业提供一定的决策借鉴作用, 本文研究即是在此背景下产生的。

一、相关文献评述

基于Jensen^[5] 的理论, Chi等以1963-2002年的9

万多个美国上市公司观测值为样本,同时采用公司层面与行业层面的估值误差来度量股权价值高估程度,研究发现,这两个层面的股权价值高估均与未来一年的操控性应计值显著正相关,一个标准差的股权价值高估会增加15%个标准差的操控性应计项目值。这种由于股权价值高估导致的盈余管理与未来股票收益及经营绩效显著负相关,并且负相关关系随着股权价值高估程度的加大而增强,因此股权价值高估的代理成本是很大的。^[11] Houmers等实证研究发现股权价值高估与CEO股权激励均能显著增加企业盈余管理程度,且这两种动机是互补关系,最后其检验结果还证明了是股票价格驱动了应计项目操纵,而不是应计项目操纵为公司带来了高股价。^[12] Wang等以1992-2010年的美国证券市场为样本,检验发现股权价值高估公司会采用较多的盈余管理手段来隐藏公司层面特质信息,且这些公司的股票在未来出现崩盘的概率更高;反之对于股权价值低估的公司来说,盈余管理行为较少,经理人员更乐意向市场传递公司真实信息。^[14]

以上文献是以美国上市公司为研究样本,还有一些文献以其他国家上市公司为样本进行了实证检验。Coulton等以澳大利亚1996-2007年的正好达到市场盈余预期的上市公司为样本(增强盈余操纵测度结果的准确性),检验结果发现价值高估公司的应计项目操纵值更高。^[15] Raoli以大陆法系国家意大利为样本,采用总应计来代表盈余管理,用市场账面价值比来度量股权价值高估程度。研究结果发现,上市公司市场价值提高时会大量地调增利润的应计盈余管理操纵,当其市场价值降低时会进行调减利润的应计盈余管理操纵,这就证明了前述英美法系国家的检验结果在大陆法系国家中也存在。^[16] 从可检索到的文献来看,国内目前有一篇文献做了这方面的研究,刘睿智等利用我国上市公司的数据对价值被高估的上市公司是否进行盈余操纵进行了实证检验,结果表明,上市公司未来一期的操控性应计与价值被高估的程度显著正相关,这说明Jensen的估值过高的代理成本在我国也存在。^[17]

然而,上述研究均把对象界定为应计盈余管理,而忽略了另外一种盈余管理方式——真实盈余管理。实际上,盈余管理主要有两种方式:一是通过会计手段(会计估计或会计政策变更)来操纵盈余,如减少坏账准备的计提或变更资产折旧方法等,由于这一操作会体现在应计项目变动上,因此也称为应计盈余管理(Accrual Earnings Management),它一般只改变各期盈余的分配,不会影响企业盈余总额,也不会影响现金流量;二是通

过安排真实经济交易来操纵盈余,如出售资产、缩小投资、削减研发支出、加速生产、折扣销售等,因此被称为真实盈余管理(Real Earnings Management),它不仅改变各期盈余分配,也影响整体盈余水平与现金流量。由于真实盈余管理是通过实际经营活动进行操控,它会导致企业偏离最优的经营活动,长期下来会减弱企业的竞争能力,比起应计项目调整,更损害投资者的长远利益。^[18]

早期看,由于应计盈余管理只需通过会计手段即可实现,不需要构建真实经济交易,操作成本较低,对企业的负向影响作用要弱一些,因此成为了经理人员盈余管理的主要选择。然而,Roychowdhury、^[19] Cohen等、^[20] Zang^[21]等文献发现,近些年来由于投资者保护制度及企业会计准则的不断完善,经理人员通过会计手段进行盈余操纵的空间变小,因此也频繁地采用真实经济业务操纵的方式进行盈余管理。Graham通过对美国401位经理人员的问卷调查和访谈,发现竟然有78%的经理人员会通过构造真实经济业务来平滑盈余,尽管他们知道这一行为会对企业长远目标实现产生不利影响。^[22] 李增福等、^[23] 林永坚等、^[24] 谢柳芳等^[25]文献也发现,我国上市公司普遍存在真实经济业务操纵现象。

如下两篇文献考察了股权价值高估企业如何采用真实盈余管理手段来进行盈余操纵,但结论不一致。Badertscher发现,股权持续高估前期选择调增利润的应计盈余管理行为,股权持续高估的后期则选择调增利润的真实盈余管理行为来达到维持股权的持续高估的目的,这主要是因为真实盈余管理需要构建真实经济业务,操纵成本较高,因此当前期有应计项目操纵空间时公司会选择应计项目操纵,而到了后期当应计操纵受限后则转而采用真实经济业务操纵手段来达到盈余管理目标。^[13] Sawicki等研究了公司估值、内部人交易与企业应计与真实盈余管理行为的关系,发现内部人交易与应计项目操纵有显著的相关关系:当内部人卖出股票时,他们会通过应计项目调高利润;反之当其买入股票时,会通过应计项目调低利润。虽然这种相关关系在股权价值高估与低估公司中均存在,但在股权价值高估公司中相关关系更显著。但他们却发现,萨班斯法案实施前后股权价值高估企业均较少采用真实经济业务操纵手段来进行盈余管理,这主要是因为内部人交易收益并不足以抵销真实盈余操纵的经济成本。^[26]

综上所述,现有研究存在如下不足:首先,虽然盈余管理有应计项目与真实业务操纵两种方式,但除了Sawicki等、^[26] Badertscher^[13]这两篇文献外(且结论不一致),其他文献均只讨论股权价值高估企业如何采用

财务管理

应计项目操纵手段来调整利润, 缺少讨论真实盈余管理方式如何发挥作用的成果。其次, 现有文献基本都从短期视角来考察股权价值高估企业的盈余操纵行为, 很少从股权持续高估期间(即长期视角)的角度来考察问题, 实际上, 应计项目具有转回特性, 虽然 Chi 等^[11] Houmers 等^[12] 等发现, 股权价值高估的第二年公司就会采用应计项目操纵手段, 但几年之后, 应计项目操纵还存在吗?^[27] 从长远角度来说, 经理人员能否有办法逐渐退出股价上涨的恶性循环呢? 最后, 有没有治理机制能抑制股权价值高估企业的盈余操纵行为呢? 这一研究也是很重要的, 它对于探寻股权价值高估企业的治理措施有借鉴意义。本论文以中国上市公司为研究样本, 从长期视角考察股权价值高估企业如何使用应计与真实盈余管理手段进行盈余操纵, 以弥补现有研究的不足。

二、理论分析与假设提出

1. 股权价值高估企业应计与真实盈余管理行为选择的理论分析

Duong^[27] 指出, Jensen^[5] 分析股权价值高估企业委托代理成本时所指的股权价值高估企业属于是价值严重高估企业, 即“股权市场价值是内在价值的 100%、1000% 甚至更高”。对于这些价值严重高估企业来说, 企业自身及经理人员均难以主动承受股票价格下降带来的严重后果, 因此必需采用盈余管理手段来调高经营业绩, 恶性循环直到股价泡沫破裂, 这就像毒品“成瘾者”永远无法放弃“海洛因”, 直到其被强制戒毒为止。21 世纪早期的美国安然公司、世通公司破产均属于这方面的典型案例。如安然公司为了维持其高股价, 连续多年通过特殊目的实体的手段来进行盈余操纵, 虚增利润金额高近十亿美元, 使其股价一度涨到了 90.75 美元, 破产前流通市值达到了 680 亿美元, 但股价泡沫破裂后企业却不得不申请破产。Marciukaityte 等研究了近些年美国证券市场的报表重述公司发现, 1990-2001 年这些公司因为股权价值严重高估导致不得不进行报表重述后, 其市场价值损失了 720 亿美元, 其中 47 家巨亏公司在重述公告期的异常收益率是 -39%, 市值损失总额达到了 660 亿美元。^[28] 前述这方面的实证文献也基本都是沿用 Jensen^[5] 的股权价值严重高估企业的分析框架来进行实证研究。

然而, 这里需要关注的一个问题是, 在企业股权到达严重高估程度之前, 企业会经历早期的一般性高估阶段。两者的转换过程是: 如果股权一般性高估企业选择调增利润的盈余管理行为, 市场对该企业的预期值可能

也相应提高, 当企业达到了这个相对较高的市场预期后下期市场对该企业的预期会更高。若企业与市场之间长时间如此循环, 股权一般性高估企业慢慢会变成股权严重高估企业。就两者经济后果差异的比较来看, Jensen 认为, 当股权价值严重高估企业无法达到市场预期时, 经理人员会在劳动力市场上失去声誉, 甚至受到丢失工作的威胁, 严重的可能因会计舞弊而承担刑事责任被送进监狱。^[5] 而如果股价在处于一般性高估状态时就逐渐向其真实价值回归, 则市场也能更理性接受, 对经理人员的惩罚也会小得多。

基于上述分析, 虽然在股权严重高估阶段经理人员没有勇气或办法主动退出盈余操纵, 但在前期的一般性高估阶段经理人员可能会通过采取一定措施来退出迎合资本市场更高盈余预期的恶性循环, 以降低泡沫破裂时受到的惩罚。^[27] 如前所述, 企业有应计与真实盈余管理两种方式, 真实盈余管理需要构建真实经济业务, 一般都会直接涉及企业的投资、筹资及各种经营活动, 因此真实活动操控行为和正常的生产经营活动通常很难区分开, 相比应计项目操纵行为, 真实活动操控行为具有更强的隐蔽性。外部监管者对于真实活动操控行为通常缺乏检查的依据和标准, 很难有效发挥遏制作用, 而且这些操控不会引起审计师和外部监管者的关注,^[29] 真实盈余管理对改变后的经济活动按照会计准则进行确认、计量和列报, 因此也没有违反公认会计准则。^[25] 更进一步看, 由于经理人员与股东存在较严重的信息不对称, 即使其进行了真实活动业务操纵, 他们也可能通过隐瞒相关重要信息使其不被发现(或者直接隐藏于其管理战略决策活动中), 甚至可能利用其专有知识来说服股东其经营活动是最优的。^[30] 因此对于股权价值高估企业来说, 尽管经理人员通常很难说服股东应该逐渐降低高估的股价,^[5] 但经理人员却有办法使其逐渐达到这一目的。从长远的角度出发, 理性的经理人会放弃股价上涨的短期收益, 采用隐蔽性较强的真实经济业务操纵手段逐渐调减利润, 并把股权市场价值校正至内在价值。

尽管如此, 为了不给市场造成较大的瞬时冲击, 经理人员不会在股权价值高估初期就进行较大幅度的市场价值纠正, 他们仍然会进行应计项目操纵以满足市场和股东的期望, 股权价值高估与应计盈余管理程度显著正相关, 这与 Chi 等,^[11] Houmers 等,^[12] 刘睿智等^[17] 文献的检验结果是一致的。然而就长期来说, 随着价值高估时间的推移, 由于应计项目具有转回特性, 操纵空间有限, 股权价值高估程度与应计盈余管理的相关性会显著减弱直到消失。与此同时, 经理人员在股权价值高估的

初期会选择调减利润的真实经济业务操纵方式来校正股权市场价值,虽然经理人员的这种盈余管理行为可能使其失去眼前的奖金、工资、期权等利益,但能够避免未来期间更加严重的损失;^[27]当然,为了避免股东对真实经济业务操纵有所察觉,经理人员对价值高估股权的校正可能是一个长期的缓慢过程(真实盈余管理没有转回特性,这也使得这一长期的调整过程可以持续下去)。^②

就中国上市公司来说,虽然其制度背景与西方发达证券市场有差别,但公司估值对经理人员行为也能产生相类似的影响:一方面,经理人员有操纵股票价格以提升自身薪酬的动机。肖继辉等、^[31]周嘉南等、^[32]雷光勇等^[33]已有文献发现,无论是股权分置改革前还是改革后,股权市场价值变化对经理人员薪酬均有显著影响,且股权分置改革后影响程度显著提升,^[33]因此股改后经理层将更加致力于增加公司盈利来提升公司价值。此外,隐性收入也是中国上市公司经理人员报酬的一个重要组成部分,有些隐性收入则和公司股票价格变化的关系较为明显,如上市公司股权融资时,较高的估值可以“圈”更多的钱回来,从而增加管理者手中可控制的资源;另外,高估值有利于管理者与强势投资者合谋“坐庄”时更顺利地出货,并从中获利。^[17]另一方面,中国证券市场在过去20多年发展过程中,监管层一直致力于推动证券市场制度建设,陆续颁布和实施了《证券法》、《证券交易所管理办法》以及《上市公司信息披露准则》等各项法律法规和相关配套制度,使得上市公司信息披露和监管制度得到逐步完善;^[34]在政府的不懈努力下,经理人才市场也逐步建立,虽然国有企业的经理人才市场以及相应的管理层薪酬制度在一定程度上受到管制,但总的来说已经建立了比较好的人才流通渠道,上市公司股价泡沫破裂时经理人员也将受到严重的市场惩罚(如早期的“东方电子”及近几年的“紫鑫药业”等会计舞弊事件中经理人员均因舞弊受到了严重处罚),经理人员有通过真实经济业务操纵使价值高估股票逐渐回归真实价值的强烈动机。股改后股权进入全流通时代,上市公司股票价格上涨或者说价值回归对经理人员产生的影响与上述西方发达证券市场将更加趋于一致。^[17]基于此,本文提出假设1和假设2:

假设1:股权价值高估企业在股权持续高估初期选择调增利润的应计盈余管理行为,随着时间的推移,就长期来说,股权价值高估程度与应计盈余管理的正相关性逐渐减弱到最终消失

假设2:股权价值高估企业在股权持续高估期间将会选择调减利润的真实盈余管理行为

2. 投资者保护对股权价值高估企业应计与真实盈余管理行为影响的理论分析

Kadyrzhanova等指出,当上市公司股权价值被高估时,股东与管理者的委托代理成本大大增加,此时公司治理机制在减少代理成本上能发挥重要作用。^[35]他们沿用并改进Holmstrom等^[36]的模型证明了有效治理机制确实能减少代理成本,然后对该问题进行实证检验,发现当股权价值高估时公司治理机制对企业绩效的提升效果最为显著。^[35]投资者保护作为一个重要的外部治理机制,也能有效减少股权价值高估企业的代理成本。

投资者保护指通过法律、行政、行业自律等各种手段对投资者利益采取保护性措施,以确保投资者能公平地获取信息和投资机会,降低投资风险,阻止公司控股股东、内部人或相关机构对其利益进行侵害。La Porta等^[37,38]文献研究发现投资者保护等治理环境因素会对公司的财务行为产生重要影响,投资者保护程度越高,管理者损害股东利益或者大股东实施掠夺和利益侵害的成本就越高,企业内部治理机构相对较完善,受法律约束较强,会计信息透明度相对也较高。Leuz等、^[39]Haw等^[40]以全球的主要国家或地区为样本,较早的考察了投资者保护程度对盈余管理程度的影响,发现股东保护较好和法律制度较健全的国家中,企业盈余管理行为较少;反之盈余管理则比较严重。Ball等发现在投资者保护较弱的国家中,企业的盈余平滑行为较为普遍。^[41]蒋义宏等以全球38个主要股票市场2000-2007年的上市公司为样本研究了法律渊源和投资者保护对股票市场财务报告质量的影响,发现英美法系国家(地区)股票市场的财务报告质量总体上高于大陆法系国家(地区),这是因为相对于后者,前者的投资者保护程度更强。^[42]

中国证券市场成立于20世纪90年代初期,经过20多年的发展,在投资者利益保护方面取得了长足进步。同时由于中国幅员辽阔,各地区之间经济和市场的发达程度、金融业的市场化程度、市场中介组织的发育和法律制度环境、地方保护主义以及当地政府的行为规范程度等特征存在较大差异,这些因素导致各地区(各省市)投资者保护程度存在显著差异。^[43,44]樊纲等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》充分揭示了中国各地区的投资者保护特征。^[45]王鹏研究发现,我国各地区投资者保护水平与公司绩效正相关,且能降低控股股东对上市公司的资金占用,并减少上市公司对外部审计的需求。^[46]郭思永研究发现,地区投资者保护程度越高,大股东借助定向增发折价进行财富转移的程度越低。^[47]易玄研究发现,政治关系与民营上市公

财务管理

司会计信息质量显著负相关,但在投资者保护程度较强的东部地区这种负相关性并不存在。^[48]

基于上述分析,较强的投资者保护能够降低股东与管理者之间的代理成本,提高财务报告透明度和会计信息质量,因此在投资者保护程度较高的地区,股权价值高估企业的委托代理问题有所缓解,^[5]进行应计项目及真实经济业务操纵的成本将显著增加,此时经理人员通过应计盈余管理调高利润或真实盈余管理调低利润的行为将受到抑制,提出假设3:

假设3:我国投资者保护程度较弱地区的企业在股权持续高估期间调增利润的应计盈余管理水平和调减利润的真实盈余管理水平要显著高于投资者保护程度较强地区的企业

三、研究设计

1. 股权价值高估程度的度量指标

借鉴 Chi 等^[11]Duong^[27]Coulton 等^[15]及刘睿智等^[17]文献的做法,采用 Rhodes-Kropf 等^[49]的模型来度量股权价值高估程度。如前所述,股权价值高估指股权市场价值高于其内在价值,也就是说其市场价值与内在价值的比值 M/V 应该大于 1 或者其自然对数差 $\ln(M) - \ln(V)$ 大于 0。市场价值 M 容易计算,而内在价值 V 计算比较麻烦,根据 Rhodes-Kropf 等^[49]的思路,可以采用如下回归模型计算股权内在价值:

$$\ln(M_{it}) = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} \ln(B_{it}) + \alpha_{2jt} \ln(NI_{it}^+) + a_{3jt} I_{(NI<0)} \ln(NI_{it}^+) + a_{4jt} Lev_{it} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中 $\ln(\cdot)$ 是对括号里的变量求自然对数,下标 i 表明企业, j 表明企业所在的行业, M_{it} 是企业 i 在 t 会计年度年初的股权市场价值, B_{it} 是企业 i 在 t 会计年度年初的的股东权益账面价值, NI_{it}^+ 表示企业 i 在 t-1 会计年度净利润的绝对值, $I_{(NI<0)}$ 是个虚拟变量,当净利润为零或负数时赋值为 1、否则赋值为 0, Lev_{it} 是企业 i 在 t 会计年度年初杠杆系数 (1- 权益账面价值 / 总资产)。分年度分行业对模型 (1) 进行回归,得到回归系数 a_0 、 a_1 、 a_2 、 a_3 、 a_4 , 并取年度平均数。

$$\bar{a}_j = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{a}_{jt} \quad (2)$$

然后把各回归系数的年度平均数代入到方程 (1) 中,即可计算出企业内在价值 V_{it} 。

$$\ln(V_{it}) = \bar{\alpha}_{0j} + \bar{\alpha}_{1j} \ln(B_{it}) + \bar{\alpha}_{2j} \ln(NI_{it}^+) + \bar{a}_{3j} I_{(NI<0)} \ln(NI_{it}^+) + \bar{a}_{4j} Lev_{it} \quad (3)$$

最后计算 M_{it} 与 V_{it} 的比值,即可得到企业 i 在年度 t 的股权价值高估程度。本文利用每个会计年初的 M/V 值对同一年度内的样本进行降序,其中排在前五分之一的样本企业视为股权价值高估企业。用虚拟变量 OVER(i) 来表示股权价值高估,其中 i 取值为 1、2、3、4、5。当企业用 M/V 降序之后连续 i 年 M/V 都排在前五分之一的企业, OVER(i) 赋值为 1, 否则, 赋值为 0。例如, OVER(1) 为 1, 表明企业在第一年 M/V 排在前 1/5, OVER(2) 为 1 表明企业连续两年 M/V 都排在前 1/5, 以此类推 OVER(5) 为 1 表明连续五年都排在前 1/5。

2. 应计盈余管理及真实盈余管理的度量指标

(1) 应计盈余管理的度量指标

Dechow 等^[50]对各种计量应计盈余管理的模型进行了对比,发现修正的 Jones^[51]截面模型估计应计盈余管理效果最好,因此本文采用该模型来度量应计盈余管理。该模型是先计算出应计项目中不可操控的部分,然后用应计项目总额减去不可操控部分,即可得到操控性应计项目额(该值表示应计盈余管理程度)。计算模型如下:

$$TA_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta SALES_t / A_{t-1}) - \Delta AR_t / A_{t-1} + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中 TA_t 表示第 t 年的经营性应计项目总额,用营业利润 NI_t 与经营活动现金流量净额 CFO_t 的差值表示, A_{t-1} 为公司第 t-1 年的年末总资产, $\Delta SALES_t$ 为第 t 年营业收入的变化额, ΔAR_t 为第 t 年的应收账款变化额, PPE_t 为第 t 年的固定资产原值。分年度分行业对方程 (1) 进行截面回归,得到回归系数,然后采用下式计算得到正常的经营性应计项目额:

$$NDA_t = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 (1 / A_{t-1}) + \hat{\alpha}_2 (\Delta SALES_t / A_{t-1}) - \Delta AR_t / A_{t-1} + \hat{\alpha}_3 (PPE_t / A_{t-1}) \quad (5)$$

这样,操控性应计项目 DA_t 表示如下:

$$DA_t = TA_t / A_{t-1} - NDA_t \quad (6)$$

这样可用 DA_t 来代表应计盈余管理,其值越大表示应计盈余管理程度越严重。由于公司可能分别采用应计项目调高或调低利润的手段来进行盈余管理,我们对应计盈余管理采用三种方法来表示,即绝对值 $|AM|$, 正向值 $AM+$ 及负向值 $AM-$ 。

(2) 真实盈余管理的度量指标

Roychowdhury^[19]以 Dechow 等^[52]的修正模型为基础,设计出能有效测度销售操控、生产操控和费用操控这三种常见真实盈余管理行为的模型。其中销售操控是指适时性的加大价格折扣或放宽信用条件以扩大销售,

促进利润的提高；生产操控是指企业通过扩大生产量来降低单位固定成本，从而增加单位产品的销售利润；费用操控是指企业通过调整 R&D 支出、广告费用、销售费用和管理费用来调整利润（这里要指出的是，由于中国上市公司不单独披露 R&D 支出及广告费用，而是将其包含于管理费用及销售费用中，因此这里的费用操控包含管理费用及销售费用两个项目）。具体计算过程列示如下：

首先，Roychowdhury^[19] 根据 Dechow 等^[52] 的模型将正常 CFO 表示为如 (7) 式所示的销售收入及销售收入变化额的线性函数，将 (7) 式分年度分行业回归后计算出正常水平的 CFO，然后用实际 CFO 减去正常 CFO，即可得到异常 CFO，也即销售操控额。

$$CFO_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(SALES_t / A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta SALES_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (7)$$

企业生产成本 PROD 等于销售成本 COGS 与年度内存货变动额 ΔINV 之和。销售成本 COGS 可以表示为销售收入 SALES 的线性函数。

$$COGS_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(SALES_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (8)$$

年度内存货变动额 ΔINV 可以为：

$$\Delta INV_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta SALES_t / A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta SALES_{t-1} / A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (9)$$

将 (8) 式与 (9) 式相加，得到如式 (10) 表示的生产成本估计函数，计算出正常水平下的生产成本，然后用实际生产成本减去正常生产成本，即可得到异常生产成本，即生产操控额：

$$PROD_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(SALES_t / A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta SALES_t / A_{t-1}) + \alpha_4(\Delta SALES_{t-1} / A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (10)$$

正常可操控性费用与销售收入存在如式 (11) 所示的函数关系，同样可计算出费用操控额。

$$DISEXP_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2(S_{t-1} / A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (11)$$

上述销售操控、生产操控和费用操控可分别表示为 RM_CFO、RM_PROD 和 RM_DISEXP，由于企业经常同时存在这三种真实盈余管理行为，可将这 3 个异常值相加，得到综合测度指标 RM。当公司采用真实盈余管理向上做高利润时，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，^[53] 因此 $RM = RM_PROD - RM_CFO - RM_DISEXP$ 。

3. 回归模型设计

本文借鉴 Cohen 等、^[20] 李增福等^[53] 及 Zang^[21] 的

方法，构建如下的 2 个多元线性回归方程来检验股权价值高估企业应计及真实盈余管理行为的选择。

$$EM = \alpha_0 + \alpha_1 OVER(i) + \alpha_2 BIG4 + \alpha_3 SEO + \alpha_4 BALANCE + \alpha_5 IDR + \alpha_6 BSHSHARE + \alpha_7 LTA + \alpha_8 NOA + \alpha_9 SIZE + \alpha_{10} LEV + \alpha_{11} GROWTH + \alpha_{12} SUSPECT + \alpha_{13} MARKET_SHARE + \alpha_k \sum_{k=14}^{24} INDUSTRY + \alpha_k \sum_{k=25}^{33} YEAR + \varepsilon \quad (12)$$

$$EM = \alpha_0 + \alpha_1 OVER(i) + \alpha_2 OVER(i) \times PROT + \alpha_3 BIG4 + \alpha_4 SEO + \alpha_5 BALANCE + \alpha_6 IDR + \alpha_7 BSHSHARE + \alpha_8 LTA + \alpha_9 NOA + \alpha_{10} SIZE + \alpha_{11} LEV + \alpha_{12} GROWTH + \alpha_{13} SUSPECT + \alpha_{14} MARKET_SHARE + \alpha_k \sum_{k=15}^{25} INDUSTRY + \alpha_k \sum_{k=26}^{34} YEAR + \varepsilon \quad (13)$$

其中， α_k ($k=1, 2, \dots, 34$) 表示回归系数，EM 代表盈余管理程度，分别用 |AM|、AM+、AM-、RM、RM_CFO、RM_PROD 及 RM_DISEXP 等 7 个指标来表示。OVER(i) 为虚拟变量，表示股权价值高估程度，i 取值为 1、2、3、4 及 5，分别表示连续 1 年、2 年、3 年、4 年及 5 年股权价值被高估。PROT 表示投资者保护程度，采用樊纲等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中的各地区市场化整体得分指数来表示投资者保护程度，市场化指数越大表明市场化进程越快，治理环境越好，相关法律体系越完善，投资者保护水平越高。^[45] 该指标在国内投资者保护研究文献中得到大量采用。^[46]

控制变量选择参考了已有文献的研究成果。参考 Roychowdhury、^[19] Cohen 等、^[20] Badertscher、^[13] Zang^[21] 等文献，加入了会计弹性 NOA、企业规模 SIZE、保盈动机 SUSPECT、企业市场地位 MARKET_SHARE 等变量作为控制变量；参考方红星等^[54] 加入变量股权再融资 TRO 作为控制变量；参考李增福等^[23, 53] 文献，加入审计单位变量 BIG4、资产负债率 LEV、资产支出比重 LTA、公司成长性 GROWTH 等变量作为控制变量；参考林芳等^[55] 加入变量股权制衡度 BALANCE、独立董事比例 IDR 作为控制变量；参考余明桂等^[56] 加入双重上市变量 BSHSHARE 作为控制变量。为控制行业或宏观经济因素的影响，方程还加入了行业及年度虚拟变量。所有变量的定义及计算方法见表 1。

4. 样本选择及数据来源

选择 1998-2011 年在上海、深圳证券交易所上市的 A 股公司作为研究样本（由于计算某年 OVER(5) 时

财务管理

需要之前连续 5 年的数据, 因此后续最终检验样本区间为 2003-2011 年)。剔除金融、保险类上市公司; 剔除被 ST、PT 的上市公司; 剔除极端或异常值数据; 剔除数据信息不全的公司; 为减少 IPO 对公司当年数据的影响, 从 IPO 后第二年开始选取样本, 最后共选择 9542 个样本观测值。投资者保护数据来源于樊纲等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》,^[45] 其他数据来源于万得资讯数据库和 CSMAR 数据库。

表1 研究变量定义

变量类型	变量名称	变量说明
因变量	AM	应计盈余管理程度, 异常应计绝对值, 依据Jones ^[5] 方法计算
	AM+	正的应计盈余管理程度, 依据Jones ^[5] 的方法计算得出
	AM-	负的应计盈余管理程度, 依据Jones ^[5] 的方法计算得出
	RM	真实盈余管理程度, $RM = RM_PROD - RM_CFO - RM_DISEXP$
	RM_CFO	销售操纵(异常CFO值), 依据Roychowdhury ^[19] 的方法计算得到
	RM_PROD	生产操纵(异常生产成本), 依据Roychowdhury ^[19] 的方法计算得到
	RM_DISEXP	费用操纵(异常费用), 依据Roychowdhury ^[19] 的方法计算得到
自变量	Over(i)	股权价值高估程度, 当企业用M/V降序之后连续几年M/V都排在前五分之一的企业, Over(i)赋值为1, 否则, 赋值为0
	BIG4	审计单位变量, 当审计单位为国际“四大”事务所赋值为1, 否则为0
	SEO	股权再融资, 企业当年有股权融资行为赋值为1, 否则为0
	BALANCE	股权制衡度, 等于后四大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值
控制变量	IDR	独立董事比例, 独立董事人数占董事会人数比例
	BHSHARE	双重上市, 当公司同时在B股或H股上市时取值为1, 否则为0
	LTA	资产支出比重, 等于(固定资产+无形资产+其他非流动资产)/资产总额
	NOA	会计弹性, 参照Barton等 ^[20] 计算方法, 其值等于上年末净营运资产与上年营业收入的比值, 其值越大表示应计盈余操纵空间越小
	SIZE	企业规模, 用总资产自然对数来表示
	LEV	资产负债率, 等于企业负债总额/资产总额
	GROWTH	公司成长性, 等于主营业务收入变动率
	SUSPECT	保盈动机, 总资产收益率属于(0, 0.005]时取值为1, 否则取值为0
	MARKET_SHARE	企业市场地位, 用公司收入占行业收入总额的比例来表示
	INDUSTRY	行业虚拟变量, 用来控制行业差异对回归结果的影响
	YEAR	年度虚拟变量, 共4个, 用来控制宏观经济影响

表2 研究变量的描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
AM	9542	0.063	0.064	0.000	0.044	0.600
AM+	4686	0.065	0.069	0.000	0.044	0.600
AM-	4856	-0.061	0.059	-0.591	-0.044	0.000
RM	9542	-0.002	0.216	-1.191	0.013	0.997
RM_CFO	9542	-0.000	0.090	-0.512	-0.001	0.634
RM_PROD	9542	-0.002	0.120	-0.663	0.005	0.884
RM_DISEXP	9542	0.000	0.067	-0.189	-0.011	0.567
OVER1	9542	0.197	0.398	0.000	0.000	1.000
OVER2	9542	0.101	0.302	0.000	0.000	1.000
OVER3	9542	0.061	0.239	0.000	0.000	1.000
OVER4	9542	0.038	0.192	0.000	0.000	1.000
OVER5	9542	0.024	0.154	0.000	0.000	1.000
BIG4	9542	0.064	0.244	0.000	0.000	1.000
SEO	9542	0.070	0.256	0.000	0.000	1.000
BALANCE	9542	0.565	0.553	0.003	0.385	3.433
IDR	9542	0.357	0.053	0.000	0.333	0.800
BHSHARE	9542	0.085	0.278	0.000	0.000	1.000
LTA	9542	0.316	0.184	0.001	0.297	0.962
NOA	9542	1.341	1.338	-0.955	0.977	12.330
SIZE	9542	21.594	1.110	18.540	21.452	26.949
LEV	9542	0.483	0.190	0.015	0.498	1.191
GROWTH	9542	0.209	0.399	-0.984	0.161	5.194
SUSPECT	9542	0.053	0.224	0.000	0.000	1.000
MARKET_SHARE	9542	0.016	0.032	0.000	0.006	0.397

从表 2 可以看到, 在所有 9542 个观测值中, 因变量 |AM|、AM+、AM-、RM、RM_CFO、RM_PROD 及 RM_DISEXP 的标准差不大, 均小于 Cohen 等^[20] 的美国上市公司统计结果, 这说明中国证券市场各上市公司之间的盈余管理差异程度要小于美国上市公司。股权价值高估变量 OVER(1) 至 OVER(5) (均为 0-1 变量) 均值依次为 0.197、0.101、0.061、0.038、0.024, 均值呈现逐渐减少的趋势, OVER(1) 为 0.197 说明了中国上市公司股权价值在第 1 年被高估的比例约为 20%, 5 个公司中就有 1 个公司股权价值被高估, 但持续高估的现象较少, 一年后 OVER(2) 降到了 0.101, 这说明了将近一半的公司在第 2 年股权价值回归真实价值, OVER(5) 仅为 0.024 说明了股权价值持续 5 年被高估的公司数量较少。BIG4 均值为 0.064, 这说明中国上市公司中选择国际“四大”事务所进行审计的公司并不多, BALANCE 均值为 0.565, 小于 1, 说明第一大股东持股比例较高, 第二到第五大股东未能

四、实证过程及结果

1. 研究变量的计算及描述性统计

首先利用前述方法计算出应计盈余管理、真实盈余管理及股权价值高估程度的度量值, 然后对所有变量进行描述性统计, 结果如表 2 所示。

表3 主要研究变量的相关系数表

变量名	AM	AM+	AM-	RM	RM_CFO	RM_PROD	RM_DISEXP	OVER1	OVER2	OVER3	OVER4	OVER5
AM	1	1.000***	-1.000***	0.033***	-0.018*	0.049***	0.010	0.042***	0.034***	0.017	0.003	0.003
AM+	1.000***	1	-	0.278***	-0.487***	0.111***	-0.019	0.071***	0.047***	0.025*	0.008	0.009
AM-	-1.000***	-	1	0.216***	-0.447***	0.014	-0.041***	-0.012	-0.019	-0.008	0.002	0.004
RM	0.097***	0.345***	0.233***	1	-0.698***	0.890***	-0.594***	-0.078***	-0.057***	-0.053***	-0.038***	-0.032***
RM_CFO	-0.092***	-0.606***	-0.562***	-0.688***	1	-0.434***	0.108***	0.041***	0.032***	0.032***	0.021**	0.021**
RM_PROD	0.110***	0.191***	-0.004	0.908***	-0.422***	1	-0.523***	-0.083***	-0.061***	-0.054***	-0.037***	-0.029***
RM_DISEXP	0.008	-0.033**	-0.053***	-0.672***	0.117***	-0.564***	1	0.083***	0.051***	0.045***	0.044***	0.034***
OVER1	0.046***	0.084***	0.001	-0.093***	0.047***	-0.084***	0.086***	1	0.678***	0.514***	0.403***	0.318***
OVER2	0.041***	0.060***	-0.016	-0.071***	0.041***	-0.067***	0.054***	0.678***	1	0.758***	0.594***	0.469***
OVER3	0.019*	0.030**	-0.004	-0.064***	0.041***	-0.061***	0.041***	0.514***	0.758***	1	0.783***	0.619***
OVER4	0.012	0.022	0.001	-0.047***	0.033***	-0.042***	0.033***	0.403***	0.594***	0.783***	1	0.790***
OVER5	0.011	0.023	0.003	-0.040***	0.036***	-0.031***	0.023**	0.318***	0.469***	0.619***	0.790***	1

注：(1) 表格左下部分和右上部分分别为 Pearson 相关系数和 Spearman 相关系数。(2) ***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平 (双尾检验)

对第一大股东形成制衡关系，整体来说公司处于大股东控制的局面。独立董事比例 IDR 均值为 0.357，达到了《公司法》对上市公司独立董事比例的要求。会计弹性 NOA 的均值为 1.341，大于 Zang^[21] 统计的美国上市公司均值 0.517，因此中国上市公司的会计弹性更小，应计盈余管理操纵程度更严重，未来应计项目操作空间较小。SUSPECT 均值为 0.053，因此中国上市公司中具有保盈动机的公司比例并不高。

表 3 给出了主要研究变量的 Pearson 及 Spearman 相关系数。从表 3 的相关关系来看，股权价值高估变量 OVER(1)、OVER(2)、OVER(3) 与应计盈余管理绝对值和正向的应计盈余管理显著正相关，但与负向应计盈余管理相关性不显著，而 OVER(4)、OVER(5) 与应计盈余管理绝对值、正向和负向应计盈余管理都不存在显著的相关关系。这说明股权高估企业在股权持续高估的前期选择正向的应计盈余管理手段，而后期则不选择应计盈余管理手段，初步验证了假设 1。股权高估变量 OVER(i) 与整体的真实盈余管理和异常生产成本显著负相关，与异常现金流量和异常斟酌性费用显著正相关 (由于公司采用真实盈余管理手段向上做高利润时，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，^[53] 因此分项结果与真实盈余管理整体结果是一致的)，这说明在股权持续高估期间，股权价值高估企业选择调减利润的真实盈余管理行为，并且灵活运用销售操控、生产操控和费用操控这三种手段，初步验证了假设 2。然而表 3 仅仅是简单相关系数，没有控制其

他变量，其结果可靠性仍需多元线性回归结果的验证。

2. 股权价值高估企业对应计及真实盈余管理手段选择的回归检验结果

先考察股权价值高估企业对应计盈余管理手段的使用，方程 (12) 的检验结果如表 4 所示。

从表 4 可以看到，变量 OVER(1)、OVER(2) 与 |AM| 在 1% 的水平下显著正相关，而 OVER(3)、OVER(4)、OVER(5) 与 |AM| 不存在显著相关关系。这说明股权高估企业在股权持续高估前期实施调增利润的应计盈余管理行为，但后期则不使用应计盈余管理手段，该结果支持了本文假设 1，也能够很好地解释以往学者的股权高估与应计盈余管理正相关的结论。^[11-17] 因此为了不给市场造成较大的瞬时冲击，经理人员不会在股权价值高估初期就进行较大幅度的市场价值纠正，他们仍然会进行应计项目操纵以满足市场和股东的期望，从而支持了 Jensen^[5] 的代理成本理论；然而从长期视角来看，随着高估时间的推移，由于应计项目具有转回特性，操纵空间有限，股权价值高估程度与应计盈余管理的相关性逐渐消失。现有文献基本局限于从短期视角来考察股权价值高估企业对应计盈余管理手段的使用，本文基于长期视角的检验结果很好的补充了这方面的不足，并丰富了 Jensen 的代理成本理论。^[5]

从控制变量结果来看，BIG4 的回归系数在 10% 的水平上不显著，因此国际“四大”审计对应计盈余管理的抑制作用有限；股权再融资变量 SEO 的回归系数显著为正，说明了有股权融资需求的上市公司会通过应计

财务管理

项目操纵来进行盈余管理,以达到增发或配股融资条件的要求;LTA的回归系数在1%水平上显著为负,因此长期资产在总资产中所占比重越多,应计盈余管理行为越少;SIZE、MARKET_SHARE的系数均显著为负,公司规模越大,公司收入占行业比例越高(即处于行业领导地位的公司),公司越容易受到分析师及投资者关注,此时经理人员较少从事应计项目操纵;多数其他控制变量的回归结果不显著,对应计项目操纵没有重要影响。

表4 股权价值高估企业应计盈余管理行为选择的回归结果 (|AM|为因变量)

自变量	OVER(i=1)	OVER(i=2)	OVER(i=3)	OVER(i=4)	OVER(i=5)
	模型(I)	模型(II)	模型(III)	模型(IV)	模型(V)
常量	0.144*** (7.882)	0.142*** (7.793)	0.134*** (7.365)	0.131*** (7.263)	0.131*** (7.254)
Over(i)	0.007*** (4.380)	0.009*** (4.028)	0.004 (1.642)	0.003 (0.912)	0.004 (0.892)
BIG4	0.002 (0.779)	0.003 (0.848)	0.002 (0.830)	0.002 (0.816)	0.002 (0.808)
SEO	0.009*** (3.499)	0.009*** (3.623)	0.009*** (3.669)	0.009*** (3.680)	0.009*** (3.673)
BALANCE	0.000 (0.032)	0.000 (0.028)	0.000 (0.125)	0.000 (0.154)	0.000 (0.162)
IDR	0.016 (1.290)	0.016 (1.310)	0.016 (1.335)	0.016 (1.321)	0.016 (1.316)
BHSHARE	0.000 (-0.135)	0.000 (-0.215)	-0.001 (-0.360)	-0.001 (-0.396)	-0.001 (-0.394)
LTA	-0.052*** (-12.511)	-0.052*** (12.538)	-0.052*** (-12.719)	-0.053*** (-12.798)	-0.053*** (-12.813)
NOA	-0.000 (-0.495)	-0.000 (-0.584)	-0.000 (-0.484)	-0.000 (-0.431)	-0.000 (-0.422)
SIZE	-0.004*** (-5.188)	-0.004*** (-5.079)	-0.004*** (-4.596)	-0.004*** (-4.471)	-0.004*** (-4.455)
LEV	0.036*** (9.324)	0.036*** (9.314)	0.035*** (9.215)	0.035*** (9.181)	0.035*** (9.177)
GROWTH	0.011*** (6.663)	0.011*** (6.806)	0.011*** (6.798)	0.011*** (6.779)	0.011*** (6.775)
SUSPECT	-0.009*** (-3.147)	-0.009*** (-3.173)	-0.009*** (-3.171)	-0.009*** (-3.181)	-0.009*** (-3.181)
MARKET_SHARE	-0.052** (-2.112)	-0.054** (-2.192)	-0.052** (-2.143)	-0.052** (-2.114)	-0.052** (-2.123)
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.088	0.087	0.086	0.086	0.086
F值	29.655***	29.554***	29.090***	29.026***	29.024***
样本量	9542	9542	9542	9542	9542

注:括号内为系数的双尾检验t值,***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

由于方程(12)的控制变量比较多,这里同时考察了变量间的多重共线性问题,发现自变量与主要控制变量间的方差膨胀因子(VIF值)均小于3,因此多重共线性对表4的回归结果没有产生显著影响(同样,多重共线性对表5到表9的回归结果也没有显著影响,后文不再赘述)。

接下来考察股权价值高估企业对真实盈余管理手

段的使用,方程(13)的结果如表5所示。

表5 股权价值高估企业真实盈余管理行为选择的回归结果 (RM为因变量)

自变量	OVER(i=1)	OVER(i=2)	OVER(i=3)	OVER(i=4)	OVER(i=5)
	模型(I)	模型(II)	模型(III)	模型(IV)	模型(V)
常量	-0.171*** (-2.775)	-0.141** (-2.284)	-0.115* (-1.870)	-0.089 (-1.459)	-0.074 (-1.208)
Over(i)	-0.059*** (-10.547)	-0.060*** (-8.244)	-0.065*** (-7.091)	-0.057*** (-5.042)	-0.057*** (-4.068)
BIG4	-0.025** (-2.558)	-0.027*** (-2.705)	-0.027*** (-2.714)	-0.027*** (-2.661)	-0.026*** (-2.617)
SEO	0.036*** (4.270)	0.034*** (3.954)	0.033*** (3.844)	0.032*** (3.768)	0.033*** (3.814)
BALANCE	-0.016*** (-4.205)	-0.017*** (-4.238)	-0.017*** (-4.314)	-0.017*** (-4.407)	-0.018*** (-4.464)
IDR	0.113*** (2.724)	0.110*** (2.669)	0.106*** (2.559)	0.108*** (2.603)	0.109*** (2.635)
BHSHARE	-0.024*** (-2.833)	-0.022** (-2.558)	-0.021** (2.430)	-0.020** (-2.324)	-0.020** (-2.290)
LTA	-0.189*** (-13.566)	-0.186*** (-13.358)	-0.185*** (-13.237)	-0.181*** (-13.005)	-0.180*** (-12.913)
NOA	0.015*** (8.324)	0.016*** (8.454)	0.016*** (8.400)	0.015*** (8.168)	0.015*** (8.125)
SIZE	0.002 (0.681)	0.000 (0.118)	-0.001 (-0.309)	-0.002 (-0.773)	-0.003 (-1.056)
LEV	0.273*** (21.212)	0.274*** (21.240)	0.274*** (21.235)	0.275*** (21.310)	0.276*** (21.365)
GROWTH	-0.032*** (-5.730)	-0.034*** (-6.051)	-0.034*** (-6.095)	-0.034*** (-6.015)	-0.033*** (-5.986)
SUSPECT	0.074*** (7.753)	0.075*** (7.802)	0.075*** (7.785)	0.075*** (7.828)	0.075*** (7.819)
MARKET_SHARE	-0.184** (-2.234)	-0.171** (-2.075)	-0.167** (-2.022)	-0.174** (-2.102)	-0.173** (-2.088)
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.087	0.082	0.081	0.078	0.078
F值	29.271***	27.802***	27.202***	26.359***	26.058***
样本量	9542	9542	9542	9542	9542

注:括号内为系数的双尾检验t值,***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平

从表5可以看到,从模型(I)到模型(V),自变量OVER(1)、OVER(2)、OVER(3)、OVER(4)、OVER(5)的系数均在1%的水平上显著为负,因此公司在股权价值高估的第1年就开始使用真实业务操纵手段来调低利润,使股价逐渐向真实价值回归,而且这种状态一直持续到第5年,假设2得到验证。虽然经理人员的这种盈余管理行为可能使其失去眼前的奖金、工资、期权等利益,但能够避免未来更加严重的损失;^[27]而且为了避免股东对业务操纵有所察觉,经理人员对价值高估股权的校正持续了5年甚至更长时间,是一个长期的缓慢过程。

从控制变量回归结果来看,与表4一致,SEO的回归系数也显著为正,说明了有股权融资需求的上市公司同样也会通过真实业务操纵来进行盈余管理,以达到增发或配股融资条件的要求。BALANCE的系数在1%

水平上显著为负，当上市公司前几大股东的股权制衡强度较高时，控股股东“掏空”公司或侵害其他股东利益的行为得到抑制，此时非控股股东监督力度较大，管理层较难进行真实经济业务操纵。BSHARE 的系数在 1% 水平上显著为负，因此双重上市公司管理层受到的监管更严厉，这抑制了他们通过真实经济业务操纵来侵害股东利益的行为。NOA 的系数显著为正，因此会计弹性大的公司真实盈余管理行为较少，因为此时应计项目操纵空间较大，管理层可以通过应计盈余操纵来实现盈余管理目标，这与 Zang^[21]的结果是一致的。LTA 的系数在 1% 水平上显著为负，因此长期资产在总资产中所占比重越多，公司进行真实经济业务操纵更困难一些，真实盈余管理行为越少，这与李增福等^[53]的检验结果一致。GROWTH 的系数在 1% 水平上显著为负，因此高成长性公司的真实盈余管理行为较少，因为当公司处于成长阶段时，偏离最优经营活动对企业发展的伤害作用更大。^[58]SUSPECT 系数显著为正，因此保盈动机较强的公司也会采取真实盈余管理手段来实现盈余目标。

3. 基于盈余管理类别的明细分类检验结果

根据前面的分析，经理人员可以采用应计项目调高 (AM+) 或调低利润 (AM-) 的手段来进行应计盈余管理，而真实盈余管理分为销售操控、生产操控及费用操控这三种类别，这里分别以这 5 种类别的盈余管理变量为因变量，对方程 (12) 进行回归分析，检验结果如表 6 所示。

从表 6 可以看到，当以 AM+ 为因变量时，其回归结果与表 4 以 |AM| 为因变量时是一致的，即股权价值高估程度变量 OVER(1)、OVER(2) 的回归系数显著为正，而 OVER(3)、OVER(4) 及 OVER(5) 的回归系数并不显著，当以 AM- 为因变量时，OVER(1) 到 OVER(5) 的回归系数均不显著，这说明了股权价值高估企业的经理人员主要通过应计项目调增利润的方式来进行盈余操纵，与理论预期是一致的，因为只有调高利润才能保持高股价。当以 RM_PROD 为因变量时，OVER(1) 到 OVER(5) 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负，而当以 RM_CFO 及 RM_DISEXP 为因变量时，OVER(1) 到 OVER(5) 的回归系数均显著为正，由于公司采用真实盈余管理手段向上做高利润时，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，^[53]因此真实盈余管理 3 个明细类别的检验结果与表 5 的真实盈余管理整体的检验结果是一致的，这就说明了经理人员通过真实盈余管理手段调低利润，使高估的股权价值向真实价值回归时，将同时使用销售操控、生产操控及费用操控这 3 种方式。

表6 股权价值高估企业应计与真实盈余管理行为选择的明细分类检验结果

因变量	OVER(i=1)	OVER(i=2)	OVER(i=3)	OVER(i=4)	OVER(i=5)	
	模型(I)	模型(II)	模型(III)	模型(IV)	模型(V)	
AM+ 为因变量	OVER(i)	0.011*** (4.283)	0.009*** (2.955)	0.004 (0.915)	0.002 (0.327)	0.005 (0.739)
	Adj_R ²	0.120	0.118	0.116	0.116	0.116
	F值	20.878***	20.535***	20.254***	20.228***	20.244***
	观测值	4686	4686	4686	4686	4686
AM- 为因变量	OVER(i)	-0.002 (-0.925)	-0.005* (-1.855)	-0.003 (-0.720)	-0.000 (-0.081)	-0.000 (-0.088)
	Adj_R ²	0.093	0.094	0.093	0.093	0.093
	F值	16.601***	16.691***	16.589***	16.572***	16.572***
	观测值	4856	4856	4856	4856	4856
RM_CFO 为因变量	OVER(i)	0.013*** (5.395)	0.015*** (4.837)	0.018*** (4.688)	0.017*** (3.591)	0.023*** (3.934)
	Adj_R ²	0.060	0.059	0.059	0.058	0.058
	F值	19.907***	19.717***	19.670***	19.368***	19.454***
	观测值	9542	9542	9542	9542	9542
RM_PROD 为因变量	OVER(i)	-0.031*** (-10.023)	-0.033*** (-8.044)	-0.035*** (-6.922)	-0.029*** (-4.547)	-0.025*** (-3.248)
	Adj_R ²	0.092	0.089	0.087	0.084	0.083
	F值	31.188***	29.966***	29.393***	28.462***	28.116***
	观测值	9542	9542	9542	9542	9542
RM_DISEXP 为因变量	OVER(i)	0.015*** (8.537)	0.013*** (5.492)	0.012*** (4.018)	0.011*** (3.181)	0.009* (1.926)
	Adj_R ²	0.045	0.041	0.040	0.039	0.038
	F值	15.137***	13.745***	13.288***	13.092***	12.883***
	观测值	9542	9542	9542	9542	9542

注：括号内为系数的双尾检验t值，***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平，限于篇幅，省去了常数项及控制变量的回归结果

4. 不同投资者保护程度下股权价值高估企业应计与真实盈余管理行为选择分析

为考察投资者保护对股权价值高估企业盈余管理手段使用的影响 (即假设 3)，采用两种方法进行实证检验。第 1 种方法是按照投资者保护程度高低将样本均分为 2 组进行分组检验，第二种方法是对方程 (13) 进行交叉项回归检验。第一种方法 (依据方程 (12)) 的分组检验结果见表 7。

从表 7 可以看到，Panel A 即强投资者保护环境下，当以 |AM| 为因变量时，股权价值高估自变量仅 OVER(1) 的回归系数显著为正，当以 RM 为因变量时，仅 OVER(1)、OVER(2) 及 OVER(3) 的系数显著为负；而在 Panel B 即弱投资者保护环境下，当以 |AM| 为因变量时，OVER(1) 到 OVER(4) 的回归系数均显著为正，当以 RM 为因变量时，OVER(1) 到 OVER(5) 的回归系数均显著为负。这就初步证明了在强投资者保护环境下，股权价值高估企业经理人员使用应计项目调高利润及真实经济业务手段调低利润的行为均受到了抑制。

财务管理

表7 不同投资者保护环境下股权价值高估企业应计与真实盈余管理行为选择的分组回归检验结果

Panel A: 强投资者保护环境下的回归检验结果						
因变量	OVER(i=1)	OVER(i=2)	OVER(i=3)	OVER(i=4)	OVER(i=5)	
	模型(I)	模型(II)	模型(III)	模型(IV)	模型(V)	
AM 为因变量	OVER(i)	0.005** (2.015)	0.005 (1.627)	0.000 (-0.072)	-0.003 (-0.549)	-0.002 (-0.274)
	Adj_R ²	0.094	0.094	0.094	0.094	0.094
	F值	16.554***	16.505***	16.413***	16.424***	16.416***
	观测值	4771	4771	4771	4771	4771
RM 为因变量	OVER(i)	-0.067*** (-8.291)	-0.057*** (-5.360)	-0.047*** (-3.556)	-0.021 (-1.272)	-0.010 (-0.505)
	Adj_R ²	0.088	0.081	0.078	0.075	0.075
	F值	15.433***	14.072***	13.525***	13.150***	13.104***
	观测值	4771	4771	4771	4771	4771
Panel B: 弱投资者保护环境下的回归检验结果						
因变量	OVER(i=1)	OVER(i=2)	OVER(i=3)	OVER(i=4)	OVER(i=5)	
	模型(I)	模型(II)	模型(III)	模型(IV)	模型(V)	
AM 为因变量	OVER(i)	0.010*** (4.274)	0.012*** (3.956)	0.009** (2.279)	0.008* (1.651)	0.009 (1.463)
	Adj_R ²	0.083	0.083	0.081	0.080	0.080
	F值	14.527***	14.438***	14.080***	13.996***	13.976***
	观测值	4771	4771	4771	4771	4771
RM 为因变量	OVER(i)	-0.053*** (-6.917)	-0.066*** (-6.523)	-0.086*** (-6.796)	-0.096*** (-6.130)	-0.110*** (-5.550)
	Adj_R ²	0.092	0.091	0.091	0.090	0.088
	F值	16.046***	15.864***	15.989***	15.694***	15.461***
	观测值	4771	4771	4771	4771	4771

注：括号内为系数的双尾检验t值，***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平，限于篇幅，省去了常数项及控制变量的回归结果

第2种方法即方程(13)的交叉项回归检验结果如下表8所示。

表8 投资者保护对股权价值高估企业应计与真实盈余管理行为选择影响的交叉项回归检验结果

因变量	OVER(i=1)	OVER(i=2)	OVER(i=3)	OVER(i=4)	OVER(i=5)	
	模型(I)	模型(II)	模型(III)	模型(IV)	模型(V)	
AM 为因变量	OVER(i)	0.014** (2.385)	0.027*** (3.226)	0.024** (2.205)	0.030** (2.166)	0.040** (2.192)
	OVER(i)×PROT	-0.001 (-1.226)	-0.002** (-2.251)	-0.002* (-1.854)	-0.003** (-2.007)	-0.004** (-2.042)
	Adj_R ²	0.088	0.088	0.086	0.086	0.086
	F值	28.804***	28.824***	28.319***	28.277***	28.281***
RM 为因变量	OVER(i)	-0.062*** (-3.080)	-0.098*** (-3.513)	-0.165*** (-4.515)	-0.243*** (-5.110)	-0.329*** (-5.373)
	OVER(i)×PROT	0.000 (0.181)	0.004 (1.406)	0.012*** (2.834)	0.022*** (4.025)	0.032*** (4.561)
	Adj_R ²	0.087	0.083	0.081	0.080	0.079
	F值	28.382***	27.023***	26.641***	26.092***	25.951***
观测值	9542	9542	9542	9542	9542	

注：括号内为系数的双尾检验t值，***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平，限于篇幅，省去了常数项及控制变量的回归结果

从表8的交叉项检验结果可以看到，当以|AM|为因变量时，交叉项中除了OVER(1)×PROT的回归系数不显著外，其余交叉项变量的回归系数均显著为负，这

说明了随着投资者保护程度的增强，股权价值高估企业经理人员使用应计项目操纵手段进行盈余管理的行为受到限制。而当以RM为因变量时，仅股权价值连续高估1期及2期变量的交叉项不显著，而OVER(3)×PROT、OVER(4)×PROT及OVER(5)×PROT的回归系数均显著为正，因此股权价值持续高估3期后，投资者保护程度的增强将抑制经理人员采用真实经济业务手段来调低利润，假设3得到了验证，因此在我国投资者保护程度较高的地区，股权价值高估企业的委托代理问题有所缓解，^[5]进行应计项目及真实经济业务操纵的成本将显著增加。此外，在被高估的第一期，投资者保护对应计项目操纵没有显著影响，这说明股权刚刚被高估时，为了避免对证券市场的瞬时冲击，无论投资者保护强弱，经理人员均会采用应计项目来调高盈余。

5. 变量因果关系导致的内生性问题的检验

前述结果可能存在一种反向因果关系的解释，即是盈余管理行为导致了公司股权价值被高估，而不是股权价值高估企业为了维持高股价进行了盈余管理。参考伍德里奇，^[59]对于这种反向因果关系导致的内生性问题，可以通过建立联立方程的方法来解决。这里以OVER(1)与应计盈余管理为例建立联立方程来考察因果关系是否对前述结果产生影响，^③方程如下：

$$\begin{cases} OVER(1) = \alpha_0 + \alpha_1 INST + \alpha_2 CONTROL + \alpha_3 OWNER + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 GROWTH + \alpha_7 ROA + \alpha_8 STDROA + \alpha_9 |AM| + \alpha_{10} \sum_{i=10}^{20} INDUSTRY + Y + \alpha_j \sum_{j=21}^{29} YEAR + \varepsilon \\ |AM| = \alpha_0 + \alpha_1 OVER(1) + \alpha_2 BIG4 + \alpha_3 SEO + \alpha_4 BALANCE + \alpha_5 IDR + \alpha_6 BHSHARE + \alpha_7 LTA + \alpha_8 NOA + \alpha_9 SIZE + \alpha_{10} LEV + \alpha_{11} GROWTH + \alpha_{12} SUSPECT + \alpha_{13} MARKET_SHARE + \alpha_{14} \sum_{k=14}^{24} INDUSTRY + \alpha_{15} \sum_{k=25}^{33} YEAR + \varepsilon \end{cases} \quad (14)$$

上述联立方程中，参考Chi等，^[11]Badertsche，^[13]游家兴等^[60]等文献，加入了机构投资者持股比例INST、终极控制人性性质CONTROL、管理层持股比例OWNER、企业规模SIZE、资产负债率LEV、公司成长性GROWTH、资产净利率ROA及资产净利率波动性STDROA、应计盈余管理|AM|等变量作为股权价值高估的影响因素。机构投资者持股比例INST用机构投资者持股数量和股本总数的比值表示，机构投资者由投资基金、证券公司、QFII、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司、财务公司和银行等9个明细类别组成；

CONTROL 为虚拟变量, 终极控制人为国有时取值为 1, 否则取值为 0; 管理层持股比例 OWNER 等于董事会、监事会及高级管理人员的持股数量与股份总额的比值; 资产净利率波动性 STDROA 用过去 3 年资产净利率的标准差来表示, 其他变量计算与前文一致。同样根据这一方法, 构建了 OVER(2) 到 OVER(5) 与应计盈余管理 |AM|, OVER(1) 到 OVER(5) 与真实盈余管理 RM 的其他 9 个联立方程, 限于篇幅, 这些联立方程不再列示。

依据上述联系方程, 先采用 Hausman 检验方法检验变量 OVER(1) 到 OVER(5) 与变量应计盈余管理 |AM| 及真实盈余管理 RM 是否确实存在因果关系 (即是否有内生性), 结果见表 9。

表9 反向因果关系(即内生性)的Hausman检验结果

	OVER(1)	OVER(2)	OVER(3)	OVER(4)	OVER(5)
AM	54.28** (0.013)	36.00 (0.287)	30.81 (0.526)	27.14 (0.711)	16.95 (0.988)
RM	273.77*** (0.000)	162.95*** (0.000)	93.06*** (0.000)	54.38*** (0.000)	32.62 (0.436)

注: 表格中每一个方格的上方为 Hausman 检验的卡方检验值 (即 chi2 检验值), 下方括号内为其相对应的 P 值, ***, **, * 分别表示卡方检验值在 1%, 5% 和 10% 水平上显著, 检验采用二阶段最小二乘法

从上表可以看到, 当以变量应计盈余管理 |AM| 为因变量时, 卡方检验值中只有 54.28 在 5% 的水平上显著, 因此仅 OVER(1) 与其存在反向因果关系, 而 OVER(2) 到 OVER(5) 均与其不存在反向因果关系; 当以变量真实盈余管理 RM 为因变量时, 卡方检验值中只有 32.62 不显著, 因此 OVER(1) 到 OVER(4) 均与其存在反向因果关系, 而 OVER(5) 与其不存在反向因果关系。根据这一结果, 在后文的检验中仅对存在反向因果关系的五种情形进行联立方程检验。

采用二阶段最小二乘法对如下两种情形的联立方程进行检验, 检验结果见表 10。从表 10 的联立方程组 (I) 的回归结果可以看到, 当 OVER(1) 为因变量时, |AM| 的系数在 1% 水平上显著为正, 即应计盈余管理行为越多, 股权价值高估程度越高, 因此前述反向因果关系也是存在的。控制变量 INST、ROA、STDROA 及 SIZE 的回归系数显著为正, 即机构投资者持股比例越高, 资产净利率及其波动性越高, 企业规模越大, 股权价值高估程度越高; 控制变量 CONTROL、OWNER、LEV 及 GROWTH 的回归系数显著为负, 因此当终极控制人为政府, 管理层持股比例较高、资产负债率较高及高成长性时股权价值高估程度较低。当以 |AM| 为因变量时, OVER(1) 的回归系数仍然显著为负, 这与表 4 的回归结果是一致的。从联立方程组 (II) 来看, 当以 RM 为因

变量时, OVER(1) 的系数显著为正, 这与表 5 的结果一致。因此总的来说, 反向因果关系导致的内生性问题并不影响前述研究结果, 假设 1 及假设 2 的检验结果是稳健性。同理, 对其他 3 种存在反向因果关系的情形 (即变量 OVER(2) 到 OVER(4) 与变量真实盈余管理 RM 的反向因果关系) 进行了检验, 结果没有显著改变, 因此也是稳健的。

表10 企业股权价值高估与应计及真实盈余管理行为的因果关系检验

变量名	联立方程组(I)				联立方程组(II)			
	OVER(1)		AM		OVER(1)		RM	
	回归系数	t检验值	回归系数	t检验值	回归系数	t检验值	回归系数	t检验值
常数项	-1.762***	-14.95	0.269***	10.31	-1.157***	-10.40	-1.864***	-12.21
OVER(1)			0.071***	7.93			-0.913***	-17.58
INST	0.327***	10.09			0.582***	12.79		
CONTROL	-0.037***	-3.88			-0.039**	-4.03		
OWNER	-0.122***	-3.52			-0.201***	-5.47		
ROA	0.578***	6.72			1.333***	10.13		
STDROA	0.228	1.56			0.954***	9.09		
BIG4			0.002	0.48			-0.015	-0.80
SEO			0.005*	1.87			0.086***	5.34
BALANCE			-0.001	-1.14			0.003	0.47
IDR			0.013	1.02			0.145*	1.88
BHSHARE			0.006**	2.19			-0.114***	-6.79
LTA			-0.040***	-8.38			-0.350***	-12.68
NOA			-0.001	-1.11			0.021***	5.95
SIZE	0.082***	16.33	-0.011***	-8.55	0.059***	11.42	0.087***	12.09
LEV	-0.063***	-1.98	0.041***	9.90	-0.038	-1.30	0.195***	8.01
GROWTH	-0.027**	-2.33	0.009***	5.23	-0.018	-1.64	-0.010	-0.92
SUSPECT			-0.008***	-2.68			0.064***	3.58
MARKET_SHARE			-0.058**	-2.20			-0.100	-0.65
AM	2.536***	5.32						
RM					0.684***	6.53		
年度效应	控制		控制		控制		控制	
行业效应	控制		控制		控制		控制	
F值	41.82***		2715***		42.03***		1710***	
观测值	9542		9542		9542		9542	

注: ***, **, * 分别表示双尾检验在 1%、5% 和 10% 水平上显著, 检验采用二阶段最小二乘法

五、研究结论及启示

本文考察了股权价值高估企业如何采用应计与真实盈余管理手段来进行盈余操纵, 研究结果表明, 股权价值高估企业在初期会选择应计项目操纵手段来调高盈余, 但由于应计项目具有转回转性, 随着高估时间的推移, 这种现象会逐渐消失; 同时经理人员为了避免股价泡沫破裂时受到严厉惩罚, 也会同时采用销售操控、生产操控及费用操控等真实经济业务手段来调高盈余, 而且其对价值高估股权的校正是一个长期的缓慢过程。

财务管理

按照投资者保护的分组及交叉项回归检验结果发现,在投资者保护程度较高的地区,价值高估企业进行应计项目及真实经济业务操纵的成本将显著增加,这使得经理人员通过应计盈余管理调高利润及真实盈余管理调低利润的行为受到了抑制。在被高估的第一期,投资者保护对应计项目操纵没有显著影响,说明股权刚刚被高估时,为了避免对市场的瞬时冲击,无论投资者保护强弱,经理人员仍会采用应计项目来调高盈余。此外,盈余管理行为促使企业股权价值被高估的反向因果关系导致的内生性问题也通过了稳健性检验。本文结论对 Jensen^[5]的委托代理成本理论是一个有效补充。

股权价值高估是一个长期过程,随着时间的推移,它会从早期的一般性高估阶段向严重高估阶段发展,并且当盈余管理难以达到维持高股价的利润目标时股价泡沫最终会破裂,因此研究股权价值高估问题需要从长期的视角来考察,这样才能探寻出有效的治理措施,现有文献大部分都局限于从短期视角来研究(即股权价值高估后的第一年公司会怎么做),研究结论有一定的局限性。本文基于长期视角进行考察后发现,经理人员有通过真实盈余管理手段调低利润,进而促使股票价格向真实价值回归的动机,这一结论有重要的实践指导意义,因为对于监管层来说,如果能制定恰当的监管及引导措施,使得经理人员的这一目的能更顺利实现,对于提高证券市场价格效率,保持证券市场稳定能起到较重要的推动作用。本文统计结果还发现,有20%的上市公司股权价值会被高估,这个比例是比较高的,应该引起监管层的重视,未来应该深入探寻导致公司价值被高估的本质原因,从而为制定有效的监管策略提供借鉴。

参考文献

- [1] Baker, M., Wurgler, J.. Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 2002, 57(1): 1-32.
- [2] Shleifer, A., Vishny, R.. Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(3): 295-311.
- [3] Polk, C., Sapienza, P.. The Real Effects of Investor Sentiment. Working Paper, London School of Economics, 2004.
- [4] Povel, P., Singh, R., Winton, A.. Booms, Busts, and Fraud. *Review of Financial Studies*, 2007, 20(4): 1219-1254.
- [5] Jensen, M.. Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 2005, 34(1): 5-19.
- [6] Skinner, D., Sloan, R.. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, 2002, 7(2-3): 289-312.
- [7] Bergstresser, D., Philippon, T.. CEO Incentives and Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(3): 511-529.
- [8] Cheng, Q., Warfield, T.. Equity Incentives and Earnings Management. *The Accounting Review*, 2005, 80(2): 441-476.
- [9] Efendi, J., Srivastava, A., Swanson, E.. Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(3): 667-708.
- [10] Weisbach, M.. Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(January-March): 431-460.
- [11] Chi, J., Gupta, M.. Overvaluation and Earnings Management. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(9): 1652-1663.
- [12] Houmes, R., Skantz, R.. Highly Valued Equity and Discretionary Accruals. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2010, 37(1/2): 60-92.
- [13] Badertscher, B.. Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms. *The Accounting Review*, 2011, 86(September): 1491-1518.
- [14] Wang, Hui., Du, W.. Overvaluation, Financial Opacity and Crash Risk. Working Paper, Louisiana State University, 2012.
- [15] Coulton, J., Saune, N., Taylor, S.. Overvalued Equity, Benchmark Beating and Unexpected Accruals: Australian Evidence. Working Paper, University of New South Wales, 2012.
- [16] Raoli, E.. Do Managers Engage in Earnings Management to Support Firm's Market Valuation? *Corporate Ownership & Control*, 2013, 10(2): 627-645.
- [17] 刘睿智, 丁远丙. 价值被高估的上市公司操纵盈余吗——来自沪深证券市场的经验证据. *管理评论*, 2009, 21(11): 23-29.
- [18] 王福胜, 吉姗姗, 程富. 盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角. *南开管理评论*, 2014, 17(2): 95-106.
- [19] Roychowdhury, S.. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3): 335-370.
- [20] Cohen, D., Dey, A., Lys, T.. Real and Accrual-based Earnings Management in the Pre-and Post-Sarbanes-Oxley Period. *The Accounting Review*, 2008, 83(3): 757-787.
- [21] Zang, A.. Evidence on the Trade-off between Real Activities Manipulation and Accrual-based Earnings Management. *The Accounting Review*, 2012, 87(2): 675-703.
- [22] Graham, J. R., Harvey, C., Rajgopal, S.. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40(1-3): 3-73.
- [23] 李增福, 董志强, 连玉君. 应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理——基于我国2007年所得税改革的研究. *管理世界*, 2011, (1): 121-134.
- [24] 林永坚, 王志强, 李茂良. 高管变更与盈余管理——基于应计

- 项目操控与真实活动操控的实证研究. 南开管理评论, 2013, 16(1): 4-14.
- [25] 谢柳芳, 朱荣, 何苦. 退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于应计与真实盈余管理的分析. 审计研究, 2013, (1): 95-102.
- [26] Sawicki, J., Shrestha, K.. Misvaluation and Managerial Trading Incentives for Real and Accrual-based Earnings Management. Working Paper, Dalhousie University and Nanyang Business School, 2010.
- [27] Duong, C. M.. Highly Valued Equity and Real Operation Management: Long-term Detoxification. Working Paper, Canterbury Christ Church University, 2012.
- [28] Marciukaityte, D., Varma, R.. Consequences of Overvalued Equity: Evidence from Earnings Manipulation. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(4): 418-430.
- [29] 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. 管理工程学报, 2013, 27(3): 35-44.
- [30] Osma, B. G.. Board Independence and Real Earnings Management: the Case of R&D Expenditure. Corporate Governance: An International Review, 2008, 16(2): 116-131.
- [31] 肖继辉, 彭文平. 高管人员报酬与业绩的敏感性——来自中国上市公司的证据. 经济管理·新管理, 2012, (18): 4-16.
- [32] 周嘉南, 黄登仕. 上市公司高级管理层报酬业绩敏感度与风险之间关系的实证检验. 会计研究, 2006, (4): 44-50.
- [33] 雷光勇, 李帆, 金鑫. 股权分置改革、经理薪酬与会计业绩敏感度. 中国会计评论, 2010, 8(1): 17-30.
- [34] 袁知柱, 吴粒, 鞠晓峰. 股票市场发展与国家资源配置效率: 基于股市信息效率视角的研究. 商业经济与管理, 2012, (2): 76-89.
- [35] Kadyrzhanova, D., Rhodes-Kropf, M.. Governing Misvalued Firms. Working Paper, University of Maryland and Harvard University, 2012.
- [36] Holmstrom, B., Tirole, J.. Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(3): 663-691.
- [37] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.. Legal Determinants of External Finance. Journal of Finance, 1997, 52(3): 1131-1150.
- [38] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.. Investor Protection and Corporate Valuation. Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [39] Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P.. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. Journal of Financial Economics, 2003, 69(3): 505-527.
- [40] Haw, I., Hu, B., Hwang, L., Wu, A.W.. Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-legal Institutions. Journal of Accounting Research, 2004, 42(2): 423-462.
- [41] Ball, R., Kothari, S., Robin, A.. The Effect of Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings: International Evidence. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(1): 1-52.
- [42] 蒋义宏, 陈辉发, 郑琦. 法律渊源、投资者保护与财务报告质量——来自全球主要股票市场的证据. 中国会计评论, 2010, 8(3): 275-312.
- [43] 毛丽娟. 会计信息透明度影响因素研究——来自中国上市公司的经验证据. 厦门: 厦门大学博士学位论文, 2007.
- [44] 张博. 中国证券市场股价信息含量研究. 广州: 暨南大学博士学位论文, 2010.
- [45] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [46] 王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效. 经济研究, 2008, (2): 68-82.
- [47] 郭思永. 投资者保护、定向增发和财富转移. 当代经济科学, 2012, 34(2): 71-79.
- [48] 易玄, 谢志明, 唐剑丽. 制度环境、政治关系与会计信息质量——来自中国民营上市公司的检验. 财经理论与实践, 2012, 33(1): 49-54.
- [49] Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., Viswanathan, S.. Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3): 561-603.
- [50] Dechow, P., Sloan R., Sweeney, A.. Detecting Earnings Management. The Accounting Review, 1995, 70(2): 193-225.
- [51] Jones, J.. Earnings Management during Import Relief Investigations. Journal of Accounting Research, 1991, 29(2): 193-228.
- [52] Dechow, P. M., Kothari, S. P., Watts, R. L.. The Relation between Earnings and Cash Flows. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25(2): 133-168.
- [53] 李增福, 曾庆意, 魏下海. 债务契约、控制人性与盈余管理. 经济评论, 2011, (6): 88-96.
- [54] 方红星, 金玉娜. 高质量内部控制能抑制盈余管理吗——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究. 会计研究, 2011, (8): 53-60.
- [55] 林芳, 许慧. 基于真实交易盈余管理的股权制衡治理效应. 山西财经大学学报, 2012, 34(1): 83-93.
- [56] 余明桂, 夏新平, 邹振松. 控股股东与盈余管理——来自中国上市公司的经验证据. 中大管理研究, 2006, (1): 79-97.
- [57] Barton, J., Simko, P.. The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint. The Accounting Review, 2002, 77(Supplement): 1-27.
- [58] Chen, J. Z.. The Choice between Real and Accounting Earnings Management. Working paper, University of Houston, 2009.
- [59] [美] 伍德里奇著, 费剑平、林相森译. 计量经济学导论: 现代观点. 北京: 中国人民大学出版社, 2003.
- [60] 游家兴, 吴静. 沉默的螺旋: 媒体情绪与资产误定价. 经济研究, 2012, (7): 141-152.

注释

- ① 对于上市公司来说, 股票价格上涨能为其带来较多的短期收益与股东财富, 如 Skinner 等研究发现, 当上市公司绩效达到了证券分析师的预期时, 其季度股票收益比配对样本多 5.5%。^[6] 对于经理人员来说, 股票价格也能使其获利较多的利益。首先, 如果经理人员持有公司股票或期权, 则股票价格上涨能增加其财富与薪酬, Bergstresser 等研究发现从 1980-1994 年, CEO 财富对股票价格的敏感系数增加了 3 倍, 到 2000 又增加了 2 倍,^[7] Cheng 等、^[8] Efendi 等^[9] 文献也证实了股权激励是诱导经理人员进行盈余管理的重要动机。即使其不持有公司股票, 在业绩为导向的薪酬制度背景下, 经理人员未达到机构投资者、证券分析师等外部主体的相关预期和指标时可能会失去短期的奖金、工资以及其他在职消费等相关利益; 其次, 股票价格上涨能增加经理人员的工作安全度, 股票价格上涨越快, 其经理职位就越稳固;^[10] 第三, 股票价格上涨能增加经理人员人才价值, 提高其未来在人才市场上谈判的筹码。当然, 这些收益限于股票价格没有超出其内在价值的情况, 如果这些收益是在股权价值高估的情况下取得的, 则当股价泡沫最终破裂时经理人员会受到严厉地惩罚, 而且惩罚成本会远远超出已经取得的短期收益。
- ② 本文没有期望在股权价值高估初期股票价格就呈现回归真实价值的趋势, 因此经理人员在期初同时使用应计与真实盈余管理手段时, 不需要真实盈余管理较应计盈余管理对公司股票市值的影响更大。相反, 对于经理人员来说, 在股权价值高估初期继续保持高估状态, 更容易使其取得股东或投资者的信任, 也能使其通过使用真实盈余管理手段来逐渐校正股权价值的做法能够不被股东或投资者察觉。
- ③ 在前文实证分析中没有采用联立方程模型是因为联立方程的检验结果容易受到所选择的控制变量合理性的影响, 因此在前文检验中只构建了普通线性回归方程, 而在这里构建联立方程对变量因果关系导致的内生性问题进行稳健性检验。

作者简介 袁知柱, 东北大学工商管理学院讲师、博士, 研究方向为会计信息质量与公司治理; 宝乌云塔娜, 内蒙古财经大学会计学院硕士, 研究方向为盈余管理; 王书光, 东北大学工商管理学院副教授、硕士生导师, 研究方向为盈余管理

Overvalued Equity, Investor Protection and the Choice between Accrual and Real Earnings Management

Yuan Zhizhu¹, Bao Wuyuntana², Wang Shuguang¹

1. School of Business Administration, Northeastern University; 2. School of Accounting, Inner Mongolia University of Finance and Economics

Abstract Overvalued equity is a common phenomenon that corporate equity is mistaken valued, which refers to that the market value of the equity is higher than its intrinsic value or it can also be said that the stock price is higher than its intrinsic price. Since Jensen

(2005) systematically explains the agency costs of overvalued equity, the problem of earnings management of the overvalued equity companies gradually attracts academic attention. However, existing literature about how overvalued equity companies manage earnings are basically limited to short-term perspective. Using Chinese listed companies from 2003 to 2011 as samples, this article examines how overvalued equity companies adopt accrual and real earnings management means to manipulate earning from long-term perspective. The empirical results show that: in order to meet market expectations, equity overvalued companies will initially employ accrual accounting means to increase earnings, but this phenomenon will gradually disappear over time; meanwhile, in order to avoid severe punishment when the stock bubble burst, managers will adopt real economic business means to reduce earnings, prompting the stock price return to its intrinsic value. The further test results based on investor protection indicate that in the provinces of high investor protection in China, the cost of earnings manipulation for the overvalued equity companies will increase, then managers' behaviors that increasing profits by accrual earnings management and decreasing profits by real earnings management will be significantly inhibited. In the first stage of overvalued equity, the effect of investor protection on accrual earnings management is not significant. It shows that in order to avoid instantaneous impact on the stock market, managers will use accrual manipulation means to increase earnings in the first stage regardless of the strength of investor protection. Finally, the findings pass the robust test of the endogenous problem resulting from the causal relationship between overvalued equity and earnings management. The conclusion supplements the agency cost theory of Jensen (2005) for the overvalued equity companies. The statistical results also find that nearly twenty percent of the listed companies are overvalued, which should attract the attention of regulators. In the future more papers should explore the intrinsic reasons leading to overvalued equity, so as to provide reference for developing effective regulatory policies.

Key Words Overvalued Equity; Investor Protection; Accrual Earnings Management; Real Earnings Management