

股权价值高估与真实盈余管理的实证分析

张 莞¹, 张建平²(教授)

(1.太原理工大学经济管理学院, 太原 030024; 2.太原理工大学现代科技学院, 太原 030024)

【摘要】本文基于Jensen的股权价值高估理论,以2009~2013年我国沪深两市A股上市公司数据为研究样本,应用Rhodes-Kropf内在价值模型和Roychowdhury真实盈余管理程度模型,从长期股权投资维度,对股权价值高估与真实盈余管理的相关性进行研究。实证研究结果表明:股权价值高估与真实盈余操纵呈显著的正相关关系。同时,通过对投资者保护程度对样本进行分组检验,结果发现:在投资者保护程度较高的地区,政府监管能够有效抑制公司基于高估股价动机的真实盈余管理行为。

【关键词】股权价值高估; 真实盈余管理; 投资者保护

一、引言

股权价值高估是指上市公司股票在市场价格高于其内在价值,它是证券市场中一种常见的错误估价行为,即非理性行为。大量研究表明,上市公司有动机通过盈余管理(特别是正向盈余管理)来歪曲财务信息,以使公司股票的市场价值上升。盈余管理发生在经理人判断财务报告或者进行正常交易而有意改变真实情况,以误导股东对公司股票价值的估计时(Healy and Wahlen, 1999)。Jensen也在其对高估股权价值企业委托代理成本的研究中指出:企业几乎没有可能在不进行盈余管理的情况下保持股权价值持续升高的业绩水平。

一般来说,盈余管理可以通过基于应计项目和基于真实活动这两种渠道来实现。现有的研究大部分都关注于应计项目盈余管理对股票估值的影响,而忽略了真实盈余管理活动对股票估值的影响。真实盈余管理一般通过实际经营活动对企业盈余进行操控,致使公司的生产经营与正常轨道相脱离,它对企业的影响是系统而全面的,从长远来看,这会削弱企业的竞争力,对投资者的利益造成更大的损害,因此,必须竭力予以避免。

相对于证券市场的迅速发展,我国对于投资者保护的法律法规和监管制度并不完善,不同地区投资者保护的力度还存在差异,这就说明,投资者保护已成为我国资本市场监管中的重中之重。这种特定的制度背景为我们考察投资者保护程度不同企业的真实盈余管理及其对股权价值高估的影响程度提供了良机。

二、文献回顾

国外最早对真实盈余管理进行研究的是Schipper(1989),他认为真实盈余管理可以“通过安排投资或筹资决策的时间来改变报告盈余或者盈余的某些子项目来达

到”。早期对真实盈余管理的研究多关注其削减支出,以降低费用的机会主义行为。Bushee(1998)在研究中发现:在机构投资者较少的情况下,公司为了达到“保持盈利”的目标,往往通过费用操控等手段来减少公司的支出。Graham et al.(2005)研究发现,上市公司的财务主管更愿意通过削减支出来操控真实经营活动,以控制盈余。此外,对应计盈余管理和真实盈余管理进行比较研究,也是国外学者的侧重点之一。Cohen et al.(2008)通过比较美国萨班斯法案实施前后上市公司的盈余管理程度发现:法案实施之前,应计盈余管理的程度高于真实盈余管理;但在法案实施之后,应计盈余管理的程度缓慢下降,而真实盈余管理的程度却明显上升。

在股权价值高估方面,国外学者的研究多侧重于应计盈余管理。Chi以1963~2002年间美国9万多个上市企业为研究样本,从企业和行业层面的估计误差来计量股权价值高估的程度,发现股价高估是短期应计盈余管理的原因之一,且盈余管理与企业经营绩效和未来收益负相关。Coulton采用1996~2007年澳大利亚上市公司作为研究样本,发现股价高估公司应计项目的估计值较高。意大利学者Paoli采用当期股票价格与账面价值的比值来度量公司股权价值高估的程度,结果发现,当股票的市场价格提高时,公司常采用向上的应计项目操纵利润;而当市场价格较低时,向下的盈余操纵较为普遍。

在真实盈余管理方面,Badertscher发现公司通过调高应计利润来提高股权的市场价值,而后又采取调高应计利润的真实盈余管理来维持其高股价需要的业绩。

目前,国内学者对真实盈余管理的研究较少。李增福等(2011)对比我国股权再融资前后上市公司的盈余管理行为,结果发现:股权再融资前后应计盈余管理和真实盈

余管理两种方式都会导致未来业绩下降,但真实盈余管理所起的作用是主要的。李增福还以2007年所得税改革为背景来探讨企业盈余管理方式的选择,得出的结论是:在预期税率上升时,真实盈余管理是最优选择;而在预期税率下降时公司则更愿意对应计项目进行操控。袁知柱等(2014)从长期股权投资维度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,结果发现,股权价值高估企业会在初期实施应计项目盈余管理,以调高会计利润,但在后期,为了规避股票价格过高带来的泡沫破裂时的严重处罚,公司会操纵实际经济业务来降低会计利润,以使股票价格回归内在价值。

目前国内对股价高估企业与真实盈余管理之间相互影响的研究较为欠缺。为此,本文以我国沪深两市A股上市公司2009~2013年的数据为研究样本,采用Rhodes-Kropf计算内在价值模型和Roychowdhury计算真实盈余管理程度模型,对股权价值高估企业如何利用真实盈余管理进行盈余操纵进行研究,以期获得股权价值高估与真实盈余管理相互关系的经验证据,希望能为股权价值高估企业的治理工作提供借鉴。

三、理论分析与研究假设

根据Jensen的理论,股权价值高估通常会经历一般性高估和严重高估两个阶段。在一般性高估阶段,为了提高市场的预期值,维持“令人满意的”业绩,吸引投资者,经理人员仍有动机采取实际盈余管理手段来维系高股价。而价值高估企业的管理者为了增加自身的报酬会利用盈余操纵来调高利润。刘睿智在2009年的研究中验证了我国价值被高估上市公司未来一期的操纵性应计与价值被高估程度呈正相关关系。而另一种情况是,企业管理者也会采用游走于会计准则边界的真实盈余管理来抬高股价。基于此,本文提出如下研究假设:

H1:企业在股权价值高估初期有采用实际盈余管理调高利润的动机,即股权价值高估程度与真实盈余管理呈正相关关系。

根据Jensen的理论,在股权价值严重高估阶段,股票价格难以达到市场持续走高的预期,所以经理人会采取一些措施来降低股权价值,使其向真实价值回归。而基于实际经营活动的真实盈余操控,由于其涉及销售和投融资等诸多方面,与正常的生产经营活动无法明显区分的特点,很难被审计师和监管部门察觉,其对经理人员来说是最优的选择。基于此,本文提出如下研究假设:

H2:企业在股权价值高估中后期有采用实际盈余管理使高估股价回归内在价值的动机,即股权价值高估程度与真实盈余管理呈负相关关系。

由于盈余管理会损害投资者的利益,因而监管部门会采取措施抑制企业的盈余管理,以保护投资者的利益。但是,受经济发展水平和历史文化等诸多方面的影响,不

同地区对投资者的保护程度存在一定的差异。Ball发现利润平滑行为普遍存在于投资者保护较弱的地区。我国证券市场建立较晚,东中西部发展程度不平衡,股东保护程度也不平衡。易玄的研究证明了在东部投资保护程度较强的地区中,政治关系影响会计信息质量的现象并不存在。基于此,本文提出如下研究假设:

H3:投资者保护强的地区,股权价值高估与真实盈余管理相关程度较低。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2009~2013年沪深两市主板A股上市公司为研究样本,考虑到部分指标需要前两年的数据为基准,所以选取了样本公司2007~2013年的数据。

为了保证数据的准确性和完备性,我们对样本公司做了如下技术处理:①剔除金融和保险行业上市公司样本;②剔除被ST、*ST、PT等特殊处理的上市公司样本;③剔除2009~2013年间新上市的公司样本;④剔除所需财务数据缺失的公司样本等。最终得到可用样本5 663个,其中2009年1 068个、2010年1 099个、2011年1 142个、2012年1 176个、2013年1 178个。

本文的数据全部来源于RESSET数据库,数据处理运用EXCEL和SPSS21.0完成。

(二)变量设计

1. 被解释变量。本文设计了四个被解释变量,用之衡量真实盈余管理的程度:①真实盈余管理(REM);②异常经营现金流量(R_CFO);③异常生产总成本(R_PROD);④异常操控性费用支出(R_DISX)。

2. 解释变量。借鉴Chi、Duong以及刘睿智等的研究方法,本文采用Rhodes-Kropf来度量解释变量股权价值高估程度[OVER(i)], i 取1~5,其表示的是连续1~5年公司股权价值被高估情况。

3. 控制变量。本文选取独立董事比例、股权集中度、企业规模、资产负债率以及成长性等变量控制公司特征和外部环境对回归模型的影响。另外,本文采用增发配股虚拟变量对模型进行控制。同时,为控制行业以及宏观经济因素对模型的影响,还加入了行业和年度虚拟变量。各变量含义说明如表1所示。

(三)描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计结果,从中可以看出,因变量真实盈余管理程度指标REM、R_CFO、R_PROD、R_DISX的平均值与中位数均不为零,表明我国上市公司中存在着基于真实项目的盈余管理行为,且手段不一。自变量股权价值高估程度的平均数从未来一期到未来五期逐步递减,说明我国企业的股权价值在长时间内逐步地回归到其真实价值。控制变量中,第一大股东持股比例的平均值为36.2%,但最大值达到89.4%,表明

我国“一股独大”现象不但仍然存在,而且在有些上市公司中还很严重,以致中小股东对大股东的制衡作用难以充分发挥;独立董事变量的均值为34.3%,符合我国对上市公司独立董事比例的最低要求;资产负债率的平均值为0.529,负债程度总体不高,说明样本公司资本结构基本合理;营业利润增长率的均值为0.209,说明我国上市公司的经营态势不错,总体在稳定增长。

表 1 变量说明

	变量名称	符号	说明
被解释变量	真实盈余管理	REM	REM=R_PROD-R_CFO-R_DISX
	异常经营现金净流量	R_CFO	根据 Roychowdhury 模型得出
	异常生产总成本	R_PROD	根据 Roychowdhury 模型得出
	异常操控性费用支出	R_DISX	根据 Roychowdhury 模型得出
解释变量	股权价值高估程度	OVER(i)	未来 i 期公司价值高估程度
	独立董事比例	ID	独立董事在董事会中所占比例
	股权集中度	OWNCON	第一大股东持股数/总股数
	企业规模	SIZE	期末总资产的自然对数
	资产负债率	DEBT	负债总额/资产总额×100%
	成长性	GROWTH	营业利润增长率
	增发配股	SEO	虚拟变量:当年进行过增发新股取 1,否则取 0
	行业虚拟变量	INDUSTRY	控制行业对模型的影响
	年度虚拟变量	YEAR	控制年度对模型的影响

表 2 主要变量的描述性统计

	N	Mean	Median	Std	Minimum	Maximum
REM	5 663	-0.007	-0.013	0.119	-18.995	25.679
R_CFO	5 663	-0.004	-0.008	0.124	-4.482	3.169
R_PROD	5 663	-0.001	0.006	0.287	-13.912	20.341
R_DISX	5 663	0.003	-0.015	0.314	-0.401	1.089
OVER(1)	5 663	0.200	0.000	0.401	0.000	1.000
OVER(2)	5 663	0.158	0.000	0.342	0.000	1.000
OVER(3)	5 663	0.122	0.000	0.302	0.000	1.000
OVER(4)	5 663	0.089	0.000	0.285	0.000	1.000
OVER(5)	5 663	0.057	0.000	0.196	0.000	1.000
OWNCON	5 663	0.362	0.336	0.164	0.021	0.894
ID	5 663	0.343	0.333	0.091	0.071	0.750
SIZE	5 663	21.672	21.563	1.066	17.864	26.647
DEBT	5 663	0.529	0.536	0.288	-0.195	10.082
GROWTH	5 663	0.209	0.127	0.399	-0.984	5.194
SEO	5 663	0.020	0.000	0.131	0.000	1.000

五、模型设计

(一)股权价值高估程度度量模型

本文借鉴 Rhodes-Kropf 的研究方法,采用如下模型来计量股权的内在价值,即:

$$IN(V)_{i,t} = \alpha_{0j,t} + \alpha_{1j,t} IN(B)_{i,t} + \alpha_{2j,t} IN(NI)_{i,t} + \alpha_{3j,t} I_{(NI<0)} IN(NI)_{i,t} + \alpha_{4j,t} LEV_{i,t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

式中:IN(V)是对括号里的变量求自然对数,下标 i 代表企业;j 表示企业所在的行业;V_{i,t}是企业 i 在 t 会计年度年初的股权市场价值;B_{i,t}是企业 i 在 t 会计年度年初的股东权益账面价值;NI_{i,t}⁺表示企业 i 在 t-1 会计年度净利润的绝对值;I_(NI<0)为虚拟变量,在净利润为零或负数时赋值为 1,否则赋值为 0;LEV_{i,t}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,得到各回归系数,并取平均数。然后将平均值代入模型(1),得到公司的内在价值。最后计算 IN(M)-IN(V)求得股权价值偏离程度。

(二)真实盈余管理度量模型

Roychowdhury(2006)在前人研究成果的基础上,突破性地真实盈余管理手段分为销售操控、生产操控和费用操控三种。他指出,为了避免亏损扩大,提高利润,公司常利用销售折扣提高收入、扩大生产以降低单位成本和缩减操控性费用等方式。本文借鉴 Roychowdhury 的方法,对这三个指标建立如下变量模型:

1. 经营现金流量模型。即:

$$CFO_{i,t}/A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \times (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 \times (S_t/A_{i,t-1}) + \beta_3 \times (\Delta S_t/A_{i,t-1}) + \varepsilon^1_{i,t} \quad (2)$$

式中:CFO_t表示当年来自经营活动的现金流量净额;A_{i,t-1}表示 t-1 年 i 公司资产总额;S_t表示当年的销售收入;ΔS_t表示当年和前一年销售收入的变动额;ε¹_{i,t}为残差项,即异常经营现金净流量(R_CFO)。

2. 产品成本模型。即:

$$COGS_{i,t}/A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \times (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 \times (S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\Delta INV_{i,t}/A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \times (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 \times (\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_3 \times (\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中:COGS_{i,t}表示 i 公司第 t 期已售产品的销售成本;ΔINV_{i,t}表示 i 公司第 t 期存货增加额。

$$PROD_{i,t}/A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \times (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 \times (S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_3 \times (\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_4 \times (\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \varepsilon^2_{i,t} \quad (5)$$

式中:PROD_{i,t}为公司 i 第 t 期的生产成本;PROD_{i,t}=COGS_{i,t}+ΔINV_{i,t},ε²_{i,t}为模型的残差项,即异常生产总成本(R_PROD)。

3. 费用模型。即:

$$DISX_{i,t}/A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \times (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 \times (S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \varepsilon^3_{i,t} \quad (6)$$

式中:DISX_{i,t}为 i 公司第 t 年销售费用和管理费用之

和； $\varepsilon_{i,t}^3$ 为模型的残差项，即异常操控性费用支出（R_DISX）。

4. 真实盈余管理模型。当采用真实盈余管理向上操纵利润之后，企业会出现如下特征：较低的经营性现金流量、较高的生产成本、较低的销售、管理费用。本文参考Cohen(2008)、Zang(2006)和李增福(2011)的做法，将三类异常值加总，得到代表真实盈余管理总和的REM：

$$REM = R_PROD - R_CFO - R_DISX \quad (7)$$

(三)投资者保护程度的度量

我国特殊的制度环境和各地区之间经济发展水平的差异，导致各地区对投资者的保护程度不一。借鉴樊纲等在2011年编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》，本文采用各地区市场化整体得分指数来度量对投资者的保护程度。市场化整体得分越高，市场化进程越快，治理环境越好，投资者的保护程度也越高。

(四)多元回归模型

根据Jensen的股权价值高估驱动公司盈余操纵的理论框架，本文建立以下多元回归模型，即：

$$REM = \alpha + \beta_1 OVER(i) + \beta_2 ID + \beta_3 OWNCON + \beta_4 SIZE + \beta_5 DEBT + \beta_6 GROWTH + \beta_7 SEO + \sum_{n=1}^3 \beta_8 INDUSTRY + \sum_{n=1}^3 \beta_9 YEAR + \varepsilon \quad (8)$$

六、实证分析

(一)相关性分析

表3列示了各主要变量的相关系数，从中可以看出：自变量股权价值高估程度OVER(i)与因变量R_CFO、R_DISP呈显著正相关关系，与R_PROD、REM呈显著负相关关系。这是由于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。说明经理人员通常采用销售、生产及费用操控这三种方式来同时调整利润。

表3 主要变量的相关系数

	R_CFO	R_PROD	R_DISP	REM	OVER(1)	OVER(2)	OVER(3)	OVER(4)	OVER(5)
R_CFO	1.000	0.124**	0.575**	0.068**	0.035**	0.013**	0.008**	0.020**	0.025**
R_PROD	0.282**	1.000	0.267**	0.124**	-0.013**	-0.043**	-0.074**	-0.070**	-0.033**
R_DISP	0.444**	0.245**	1.000	0.575**	0.016**	0.096**	0.009**	0.039**	0.006**
REM	0.068**	0.282**	0.444**	1.000	-0.035**	-0.013**	-0.007**	-0.020**	-0.025**
OVER(1)	0.098**	-0.058**	0.019**	-0.098**	1.000	0.568**	0.414**	0.603**	0.347**
OVER(2)	0.003**	-0.012**	0.023**	-0.003**	0.568**	1.000	0.692**	0.531**	0.482**
OVER(3)	0.052**	-0.014**	0.069**	-0.052**	0.414**	0.692**	1.000	0.501**	0.362**
OVER(4)	0.053**	-0.033**	0.041**	-0.053**	0.603**	0.531**	0.501**	1.000	0.429**
OVER(5)	0.092**	-0.068**	0.035**	-0.092**	0.347**	0.482**	0.362**	0.429**	1.000

注：①**表示相关系数在1%的水平上显著；*表示相关系数在5%的水平上显著(双尾)。②右上部分表示Pearson相关系数，左下部分表示Spearman相关系数。下同。

(二)多元回归分析

表4为未来一期股权价值高估与真实盈余管理的多元回归结果。从总体上看，在未来一期真实盈余管理的总和REM与股权高估程度在1%的水平上显著正相关。从分项来看，股权高估程度与R_CFO、R_DISP显著正相关，与R_PROD显著负相关。这说明我国上市公司在股权价值高估初期采用了基于真实活动的盈余管理行为，促使其股价继续走高，从而验证了假设1。

表4 股权价值高估与未来一期真实盈余管理的多元回归分析结果

	REM	R_CFO	R_PROD	R_DISP
Constant	-0.171**	0.168*	-0.115	0.089
OVER(1)	0.059**	0.118**	-0.065**	0.057**
ID	0.052**	0.052**	0.052**	0.053**
OWNCON	0.113**	0.115**	0.106**	0.108**
GROWTH	-0.037**	-0.029**	-0.003**	-0.004**
DEBT	0.216**	0.218**	0.218**	0.219**
SIZE	0.009	-0.002	-0.001	-0.009
SEO	0.036**	0.038**	0.038**	0.037**
Adj_R ²	0.087	0.083	0.085	0.081
F值	52.822**	54.732**	51.252**	54.393**
DW值	1.953	1.930	1.828	1.839

在控制变量方面：真实盈余管理各变量与增发配股在1%的水平上显著正相关，说明有融资需求的企业有动机进行盈余管理，以达到增发配股条件；独立董事比例和股权集中度变量的系数均为正，说明我国上市公司中小股东对大股东的制衡作用和独立董事对董事会的监督作用都没有得到有效发挥；成长性指标与盈余管理显著负相关，说明操纵实际经营活动的真实盈余管理对成长性公司的伤害更大，他们会避免偏离正常的经营轨道。资产

负债率的相关系数为正,印证了债务契约假说,即在其他条件相同的情况下,公司债务水平越高,管理层越有可能选择真实盈余管理,以调增利润。

从表5还可以看出:当REM为因变量时,从第三年开始OVER(i)的系数转为负值,这说明从第三年起,公司开始采用向下的真实盈余管理,使股价逐步回归至内在价值,从而验证了假设2。股价下跌会使经理人员暂时丧失奖金等利益,为了避免更大的处罚,经理人员会利用5年甚至是更长的时间对高估的股价进行调整,使其向真实价值回归。从分项来看,同样是从第三年开始,当R_CFO、R_DISP为因变量时,回归系数显著为正,而当R_PROD为因变量时,回归系数显著为负,这是由于公司在采用真实盈余管理手段调高利润时将使经营现金净流量、操控性费用处于低位、生产成本处于高位,与REM为因变量的检验结果一致,从而印证了经理人员会同时采用销售操控、生产操控及费用操控这三种方式来调低利润。

根据樊纲在2011年编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》,我们将所有A股上市公司分为强保护组和弱保护组。表6为两种不同投资者保护程度下的回归检验结果,可以看出:在强保护组下,仅未来两期内的回归系数在1%的水平上显著为负,第三期的回归系数在5%的水平上显著为负,第四、第五期回归结果不显著,相关性逐渐递减;而在弱保护组下,未来五期内over(i)与REM均在1%的水平上显著负相关,从而验证了假设3,即基于真实项目的盈余管理在投资者保护程度强的地区受到了抑制。这与其法律、政府管制、社会文化和市场机制等因素有关。

五、研究结论

本文考察和扩展了Jensen(2005)提出的股权价值高估理论,对股权价值高估和对基于真实项目盈余管理的影响做了系统性研究。研究结果表明:企业在股权价值高估初期和中后期都有真实盈余管理行为,但动机并不相同。在一般性高估阶段,企业以吸引投资者投资为目的,所以使用真实盈余管理推高股价,虚构业绩;而在严重高估阶段,盈余管理操纵也无法维持高额股价泡沫,于是管理者倾向利用真实盈余管理来促使股价回归正常水平,以避免行政和监管部门的处罚。本文按照投资者保护程度将样本分组后得出结论:在投资者保护程度强的地区,股权价值高估与真实盈余管理的相关性更弱,证明当地政府对盈余操纵行为的限制更强。

主要参考文献

袁知柱,宝乌云塔娜,王书光.股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择[J].南开管理

表5 股权价值高估与未来五期真实盈余管理的多元回归分析结果

		模型 OVER (1)	模型 OVER (2)	模型 OVER (3)	模型 OVER (4)	模型 OVER (5)
因变量 REM	OVER(i)	0.059**	0.141**	-0.115**	-0.089**	-0.074**
	Adj_R ²	0.087	0.089**	0.073	0.069	0.082
	F值	22.822**	22.846	29.878**	22.834**	20.238**
因变量 R_CFO	OVER(i)	-0.118**	-0.160**	1.065**	1.057**	1.023**
	Adj_R ²	0.095	0.095	0.094	0.094	0.095
	F值	16.670	16.688	16.637	16.649	16.691
因变量 R_PROD	OVER(i)	0.065**	0.055**	-0.058**	-0.049**	-0.047**
	Adj_R ²	0.120	0.124	0.137	0.139	0.139
	F值	20.872	20.997	22.558	23.007	23.153
因变量 R_DISP	OVER(i)	-0.057**	-0.056**	0.051**	0.047**	0.042**
	Adj_R ²	0.088	0.083	0.085	0.085	0.084
	F值	19.955	18.634	18.892	18.990	18.772

表6 不同投资者保护程度下的回归检验结果

	强投资者保护组			弱投资者保护组		
	OVER(i)	Adj_R ²	F值	OVER(i)	Adj_R ²	F值
模型 OVER(1)	-0.057**	0.092	16.482**	-0.063**	0.094	16.554**
模型 OVER(2)	-0.048**	0.089	15.397**	-0.073**	0.072	14.925**
模型 OVER(3)	-0.373*	0.095	16.993**	-0.092**	0.069	14.225**
模型 OVER(4)	-0.541	0.094	16.941**	-0.045**	0.066	14.007**
模型 OVER(5)	-0.730	0.097	17.177**	-0.052**	0.061	13.472**

评论,2014(5).

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[J].管理评论,2009(19).

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[M].北京:经济科学出版社,2011.

郭思永.投资者保护、定向增发和财富转移[J].当代经济科学,2012(2).

李增福,林盛天,连玉.国有控股、机构投资者与真实活动的盈余管理[J].管理工程学报,2013(3).

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[J].南开管理评论,2014(2).

Raoli E.. Do Managers Engage in Earnings Management to Support Firm's Market Valuation? [J]. Corporate Ownership & Control,2013(2).