股权价值高估中的应计与真实盈余管理

——基于制造业上市公司经验数据

刘 佳[1]，张建平[2](教授)

【摘要】本文基于RKRV(2005)模型，将应计项目和真实活动操控两种盈余管理方式纳入分析框架，利用我国制造业上市公司2006～2014年的数据，研究样本公司股价高估期间的盈余管理行为。实证结果表明：股权被高估的企业会同时采用应计和真实盈余管理两种方式，但利用时间以及手段不同。在高估前期，企业管理层会采用应计盈余管理来调增利润，但因其回转特点，在高估后期其显著的正相关性可能减弱甚至消失。而在股价高估期间，企业会一直采用销售、费用和生产操控这三种真实盈余管理方式来调减利润，说明股价被高估的企业与应计相比更倾向于真实活动操控盈余。

【关键词】股权价值高估；应计盈余管理；真实盈余管理；制造业

【中图分类号】F275　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)02-0034-7

一、引言

股权价值高估是指外部投资者将企业的市场价值错估成高于其内在价值的一种现象。随着证券资本市场的不断发展和上市公司的大量出现，这种错估价值的行为也越来越严重，会对市场和企业自身的健康发展带来不利的影响。已有研究发现，当企业股价被高估后，为了避免现期和未来股价出现大幅度下跌滑落的现象，企业管理层不得不实行盈余管理来隐藏真实财务信息，却损害了公司和股东的未来长远利益，可能导致如股价大跌、企业破产等严重后果，美国安然、中国银广夏就是这样的典型案例。针对股权价值被高估企业的盈余管理研究主要集中在股价高估当年的应计管理方面，针对高估期间的应计和真实两种盈余管理行为的研究较少。但是最近几年，越来越多的研究证明，与应计项目相比，上市公司对具有较强隐蔽性的真实盈余管理活动更为青睐。

因此，本文选取行业特征明显、真实盈余管理范围更大的制造业上市公司为样本，从长远角度研究股权价值被高估企业的盈余管理行为，企业管理层是否可以通过应计项目短时间内维持高估的股价，又可以在长期内通过真实盈余活动使股票价格回归其内在价值。

二、文献回顾

Jensen在2005年提出的企业价值被高估的委托代理成本理论中提到，当股票价格被高估时，公司管理层为攫取更多利益，会进行盈余管理从而产生代理成本。那么股价被高估的企业如何对会计利润进行管理呢?国内外学者做了一些关于股价高估与盈余管理的文献研究作为佐证。J.Gupta(2009)以10000多个美国上市公司为研究对象，从公司和行业两种不同角度衡量企业股价被高估程度，得出其均与应计盈余管理水平呈显著正相关关系。Wang和Du(2012)进行研究发现，股价被高估的公司与价值被低估的公司相比，会采取更多的应计盈余操控手段，但也会产生较大的代理成本。Taylor(2012)以澳大利亚2010年的上市公司为研究样本，得出价值高估程度与应计项目操纵值呈显著正相关关系。国内学者对股权价值高估与盈余管理的研究较少，刘睿智和丁元丙(2014)进行实证分析发现，公司价值被高估的企业会利用应计手段进行盈余管理，且高估值与应计项目呈正相关关系。袁知柱和王书广(2014)以2003～2011年上市公司的数据为样本，从长远角度出发，验证了股价被高估的公司在高估期间采用了两种盈余管理方式——应计和真实盈余管理，初期两者都采用，在后期则采用真实盈余管理，使股价回归其原始内在价值。

从上述文献可以看出，在研究股价高估企业的盈余管理行为时，学者大多从应计盈余操纵的角度来衡量盈余管理，针对真实盈余管理的研究较少。因为，应计活动一般通过会计政策的选择和会计估计的变更，例如无形资产的摊销或计提的减值准备等，来调控财务报表信息。真实盈余活动则通过操纵实际经济活动，例如削减支出或调整赊销政策来达到预期的会计盈余目标。所以应计与真实盈余相比成本较低且易于操控，成为早期企业管理层进行盈余管理的首要选择。然而随着证券市场法律法规和会计准则的日益完善，应计盈余操控的空间变得越来越小，局限性也越来越大。所以，企业管理层逐渐开始利用真实经济活动进行盈余管理。Roychowdhury(2006)以盈余达到定值的美国上市公司为样本，

研究其真实盈余管理活动，发现了企业通过赊销提高销售收入、降低生产成本和酌量性费用等方法调增利润的行为。Cohen（2008）实证研究后发现，美国在实施SOX法案之后，真实盈余管理活动有所增加。张俊瑞（2008）通过研究证实了中国上市公司存在真实盈余管理行为。所以，本文在研究股价高估企业的盈余管理行为时，除了应计盈余外还加入对真实盈余管理活动的研究。

另外，已有研究基本上都是以一期数据检验股价被高估企业的盈余管理行为，然而在股价高估期间，企业会一直采用应计盈余管理吗？高估企业与真实活动操控盈余关系到底如何呢？管理层是否可以通过应计项目短时间内维持高估的股价，又可以在长期内通过真实盈余活动使股票价格回归其内在价值呢？本文从长远角度出发，考察股价被高估制造业上市公司基于应计和真实两种盈余管理方式的盈余管理行为，以期为股权价值高估的治理优化提供有效的经验证据。

三、理论分析和研究假设

企业股价被高估后，管理层不得不采用盈余管理的方式来达到相应的会计业绩，隐藏真实的财务信息以维持自身高估的股价，所以，在我国股价被高估的企业中，普遍存在着盈余管理行为。虽然我国在2006年颁布实行的新准则在一定程度上限制了盈余管理行为，但因为经济人的趋利性，只要施行盈余管理所带来的收益大于损失，盈余操纵行为就会存在。学者们认为盈余管理分为应计和真实盈余管理两种方式：前者一般通过会计政策的选择和会计估计的变更，例如无形资产的摊销或计提的减值准备等，来调控财务报表信息；后者则通过操纵实际经济活动，例如削减支出或调整赊销政策来达到预期的会计盈余目标。两者都是合理利用会计准则调整财务报表的行为，只是操纵手段和后果不同。

因为应计项目与真实活动相比成本较低且易于操控，企业管理层在进行盈余管理时多采用应计活动。但随着我国社会经济环境的不断变化和证券市场法律法规的日益完善，应计盈余操纵易引起外界关注，其局限性越来越大，而真实盈余活动则由于其隐蔽性和迷惑性得到众多企业的青睐。Cohen（2008）、蔡春（2013）和顾煜（2015）等学者也证实了企业存在两种盈余管理方式。所以，本文认为股价被高估的企业管理层会通过应计项目短时间内维持高估的股价，又在长期内通过真实盈余活动使股票价格回归其内在价值，避免出现恶性循环。因此，本文提出以下假设：

H1：股权价值被高估的企业会同时采用应计项目和真实活动两种盈余管理方式。

因为应计盈余管理操控成本低且易于操作，不需要施行实际的经济活动，管理层会在高估初期选择调高利润的应计盈余活动，来满足市场期望、维稳自身股价和攫取更多利益。但随着证券市场法律法规的不断完善以及新会计准则的颁布，如资产减值计提、关联方交易等很多行为都被限制，对应计项目的监督和审计的力度也越来越大，使得应计盈余空间变得越来越小。此外，从长远角度考虑，当期采用应计盈余操纵调增的会计盈余迟早会在未来某一期回转，影响企业业绩。因此，股价被高估企业的管理层维护自身利益的同时，为退出股价上涨的恶性循环，不会一直施行应计盈余管理，其显著的相关性可能在高估期间减弱甚至消失。因此，本文提出以下假设：

H2：股权价值被高估的企业在前期，管理层会采用应计盈余管理来调增利润，两者呈正相关关系，但因其回转等特点，在后期其显著的相关性可能在高估期间减弱甚至消失。

股价高估出现后可以一直持续下去，从一般高估发展到严重高估，直到公司进行的盈余管理难以维持高估股价时，股价会崩盘，公司股东和管理层的利益会遭到严重损害，因此，高估企业管理层在通过短期应计项目维稳股价的同时，也会采取其他盈余操纵降低对股价的高估程度。如上文所述，真实盈余管理需要安排实际的经济交易活动，如增加赊销、降低生产成本和关联交易等。这些行为难以与企业日常经营活动区分开，具有较强的隐蔽性和迷惑性，不会引起外界的关注，受到监管和审计的力度也较小，风险与应计项目相比也更低。另外，股权分置改革后，管理层与企业利益更加密切相关，基于自身职业和利益的安全，会选择调减利润的真实盈余管理活动以使股票价格回归其内在价值，避免股票崩盘时遭受的严重损失。同时又因为真实盈余管理活动没有回转的特点，在价值高估期间，管理层会一直施行真实盈余管理活动。因此，本文提出以下假设：

H3：股权价值被高估的企业在股价高估期间，会一直采用真实盈余管理来调减利润，高估程度与真实盈余管理呈显著的负相关关系。

Roychoehury（2006）和Zarowin（2010）认为企业通过采用赊销、生产和费用操控三种方式进行真实盈余操控更为有效。赊销操控是指企业管理层一般在当年第四季度通过赊销等政策来操控营业收入和当年会计利润。生产操控是指企业管理层利用存货产量与市场需求的产量进行调控，操纵单位营业成本，从而调整当年会计利润。费用操控是指企业管理层通过操纵广告和旅游等酌量性费用来调整当年会计利润。企业利用赊销政策增加销售时会使会计盈利增大，但会造成企业经营现金流量降低；企业增加存货产量则会减少产品单位成本，增加单位产品的盈利利润，从而提高企业总体会计盈余；企业减少酌量性费用，会导致会计利润增高。因此，如果公司管理层调减盈余，必然伴随着更低的异常生产成本、更高的异常经营现金净流量和酌量性费用。据此，本文提出如下研究假设：

H4：股权价值被高估的企业在股价高估期间，会一直采用销售、生产和费用这三种真实盈余管理方式来调减利润。

四、实证分析

（一）相关指标的计量

1. *应计盈余管理*。根据Jones（1991）、Dechow（1995）的研究，本文拟采用修正的Jones模型来度量应计盈余管理，同时又根据陆建桥（1999）的研究结论，在模型中加入无形资产和其他非流动资产之和作为其中一个变量，使模型在度量制造业上市公司应计盈余管理时更为有效。具体模型如下：

$$TA_{i,t}=NI_{i,t}-CFO_{i,t} \quad (1)$$

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(\triangle AEV_{i,t}-\triangle IEC_{i,t})/A_{i,t-1}+\alpha_3(PPE_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_4(NPE_{i,t}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$NDA_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(\triangle AEV_{i,t}-\triangle IEC_{i,t})/A_{i,t-1}+\alpha_3(PPE_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_4(NPE_{i,t}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DA_{i,t}=TA_{i,t}/A_{i,t-1}-NDA_{i,t}/A_{i,t-1} \quad (4)$$

该模型首先通过模型（2）计算出应计项目的总额，再减去通过模型（3）计算得出的不可操控应计利润，即得到模型（4）中的DA，用DA的绝对值表示应计盈余管理程度，在后文实证研究中AM=|DA|。其中：$TA_{i,t}$表示公司i第t年的总应计利润；$NI_{i,t}$表示公司i第t年的净利润；$CFO_{i,t}$表示公司i第t年的经营现金净流量；$A_{i,t-1}$表示公司i第t-1年的资产总额；$\triangle AEV_{i,t}$表示公司i第t年相比第t-1年营业收入的变动额；$\triangle IEC_{i,t}$表示公司i第t年相比第t-1年应收账款的变动额；$PPE_{i,t}$和$NPE_{i,t}$表示公司i第t年固定资产、无形资产与其他非流动资产之和的原值；$NDA_{i,t}$表示公司i第t年非操控性应计利润；$DA_{i,t}$表示公司i第t年操控性应计利润。$\alpha_0,\alpha_1,\alpha_2,\alpha_3,\alpha_4$的估计值使用各年度的数据，通过模型（2）分年度进行最小二乘法回归求得，$\varepsilon_{i,t}$为残差项。

2. *真实盈余管理*。股价被高估的企业往往会利用应计活动来调增会计盈余，然而这只是手段之一，管理层还可能利用真实的经济活动进行盈余操控，根据上文所述，主要以赊销、生产和费用操控这三个方式进行验证。模型如下：

$$CFO_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(AIEV_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_3(\triangle AIEV_{i,t}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$PROD_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(AIEV_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_3(\triangle AIEV_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_4(\triangle AIEV_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$DISC_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\alpha_2(AIEV_{i,t}/A_{i,t-1})+\alpha_3(AIEV_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中：$CFO_{i,t}$表示公司i第t年的经营现金净流量；$PROD_{i,t}$表示公司i第t年的生产成本与存货当期变动额之和；$DISC_{i,t}$表示公司i第t年的销售费用与管理费用之和；$A_{i,t-1}$表示公司i第t-1年的总资产；$AEV_{i,t}$表示公司i第t年的营业收入；$\triangle AEV_{i,t}$表示公司i第t年相比第t-1年营业收入的变动额；$\triangle AEV_{i,t-1}$表示公司i第t-1年相比第t-2年营业收入的变动额。

首先利用我国制造业的样本数据分年度对模型（5）、（6）、（7）进行OLS线性回归，得出$\alpha_0,\alpha_1,\alpha_2,\alpha_3,\alpha_4$，然后计算出企业经营现金净流量、生产成本和费用的正常值，再用各公司的实际值减去正常值，最后得出制造业上市公司的异常经营活动现金流（RMC）、异常产品成本（RMP）和异常酌量性费用（RMD）三个指标的数据。企业可能进行赊销操控，放宽赊销政策来调高会计盈余，也可能利用过度生产方式，降低存货单位成本，从而提高利润，还可能利用削减广告、旅游等费用来调增会计盈余。另外，企业也可能利用三种方式中的任意组合，或者同时利用三种方式。为此，本文根据Cohen（2008）和Zang（2012）等人的研究，用RM作为衡量企业真实盈余管理总水平的指标，即RM=RMP-RMC-RMD。

3. *股权价值估值偏差的度量*。当市场价值M远远高于内在价值V时，会出现企业股价被高估的现象。本文用LNMV与LNIV的差值来表示企业股价被高估程度。同时又根据刘睿智（2009）、Saune（2012）、Duong（2012）的结论，根据我国制造业上市公司的特点，在RKRV（2005）模型中加入流通股比例这一个变量来度量企业内在价值。模型如下：

$$MV_{i,t}=STOCK_{i,t}\times VALUE_{i,t} \quad (8)$$

$$LNMV_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\times LNBV_{i,t}+\alpha_2\times LN|IN_{i,t}|+\alpha_3\times I\times LN|IN_{i,t}|+\alpha_4\times LEVT_{i,t}+\alpha_5\times TP_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$LNIV_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\times LNBV_{i,t}+\alpha_2\times LN|IN_{i,t}|+\alpha_3\times I\times LN|IN_{i,t}|+\alpha_4\times LEVT_{i,t}+\alpha_5\times TP_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中：$MV_{i,t}$表示公司i第t年股权市场价值；$STOCK_{i,t}$表示公司i第t年3月末流通股股数；$VALUE_{i,t}$表示公司i第t年3月末当日收盘价；$BV_{i,t}$表示公司i第t-1年年末股权账面价值；$|IN_{i,t}|$表示公司i第t-1年净利润的绝对值；I为虚拟变量，当公司i第t-1年的净利润小于或者等于0时，I便为1，否则为0；$LEVT_{i,t}$表示公司i第t-1年的财务杠杆；$TP_{i,t}$表示公司i第t-1年的流通股比例。本文通过模型（8）求得制造业样本企业的股权市场价值，在股权分置改革后，非流通股一旦解禁就可以进行流通，因此本文忽略不计。利用模型（9）进行OLS线性回归得出$\alpha_0,\alpha_1,\alpha_2,\alpha_3,\alpha_4,\alpha_5$，将其代入模型（10）中，计算得出企业内在价值。

然后计算出LNMV与LNIV的差值，检验企业股权价值是否被高估。当差值大于0时，意味着该企业股权市场价值大于内在价值，企业股权价值被高估。本文为了获得更为明显的实证研究结果，借鉴刘睿智（2009）和袁知柱（2014）的做法，将同一年度LNMV与LNIV的差值大于0的企业进行降序排序，将每年排在前50%的企业视为股权高估企业。设虚拟变量OV（i）表示股权高估程度，若企业连续i年都排在差值大于0的前50%内，则OV（i）为1，否则为0。若某企业OV（1）等于1，OV（2）到OV（5）都为0，则意味着该企业只有在第一年股价被高估，后四年股价恢复正常。若OV（5）等于1，这意味着该企业连续5年股价都被高估。

（二）样本选择与数据来源

制造业是我国国民经济中的重要支柱，上市公司数量几

乎占据A股的一半以上，使得制造业上市公司盈余管理的方式相对一致。又因其自身行业特性，真实盈余管理空间与其他行业相比范围较大，易使回归分析结论较为明显。所以，本文以2006～2014年沪深两市A股主板制造业上市公司为研究样本。为保证研究的准确性和完备性，我们剔除了以下样本：①金融和保险行业的上市公司样本；②期间被ST、*ST、PT等特殊处理的上市公司样本；③期间进行股权融资的公司样本，最终得到可用样本3035个。本文的数据全部来源于RESSET数据库，数据处理运用EXCEL和SPSS219.0完成。

（三）模型与变量说明

表1　　变量说明

变量类型	变量名称	代码	说明
被解释变量	真实盈余管理程度	RM	表明真实盈余管理水平
	应计盈余管理程度	AM	表明应计盈余管理水平
	异常经营现金流量净额	RMC	表明利用销售操控水平
	异常酌量性费用	RMD	表明利用销售和管理费用操控水平
	异常生产成本	RMP	表明利用生产成本操控水平
解释变量	股权价值高估程度	OV(i)	若企业的股权价值被高估时，OV(i)则取1，否则为0
控制变量	资产负债率	DAR	负债总额在资产总额中所占比例
	公司规模	LNA	期末总资产的自然对数
	股权集中度	CR1	第一大股东持股数在总股数中所占比例
	盈余管理柔性	IN	存货和应收账款在资产中所占比例
	独立董事比例	ID	独立董事在董事会中所占比例
	总资产周转率	ATO	销售收入总额在资产平均总额中所占比例
	资产净利率	ROA	净利润在资产总额中所占比例
	国家控股比例	STATE	国家控股股份在总股本中所占比例
	公司成长性	GROWTH	营业收入增长率
	年度虚拟变量	YEAR	控制宏观经济环境

根据刘睿智（2009）和袁知柱（2014）的实证研究，将OV(i)视为自变量，加入资产负债率、公司规模、股权集中度等控制变量，为控制宏观经济环境的影响加入年度虚拟变量。本文建立了以下多元回归模型：

$$AM=\alpha+\beta_1OV(i)+\beta_2LNA+\beta_3IN+\beta_4OC1+\beta_5STATE+\beta_6ROA+\beta_7GROWTH+\beta_8ATO+\beta_9DAR+\beta_{10}NTA+\beta_{11}YEAR+\varepsilon \quad (11)$$

$$EM=\alpha+\beta_1OV(i)+\beta_2LNA+\beta_3IN+\beta_4OC1+\beta_5STATE+\beta_6ROA+\beta_7GROWTH+\beta_8ATO+\beta_9DAR+\beta_{10}NTA+\beta_{11}YEAR+\varepsilon \quad (12)$$

为方便表述，在模型（12）中用EM变量代表RM、RMC、RMP和RMC4个真实盈余变量。

（四）实证分析

1. 描述性统计。从表2中可以得到，AM和RM的均值分别为0.063、−0.013，标准差较小，从而可以看出我国制造业公司进行盈余操控的行为非常普遍，几乎所有的上市公司都进行了调增或者调减的盈余管理，初步证实了H1，我国股权高估的企业存在明显的盈余管理行为，利用应计操控的同时又利用真实活动进行盈余管理。从自变量OV(i)来看，OV(1)均值为0.228，我国制造业上市公司中股权价值被高估的公司数量比例较大，表明我国证券市场制度准则不完善，应该加强监管和治理力度。OV(2)均值为0.11，表明大约一半以上的股权价值高估公司在第一年后即恢复正常的市场价值。OV(5)均值为0.05，表明股价连续被高估五年的企业数量与只有一年被高估的企业数量相比较少。从控制变量来看，盈余管理柔性均值为0.28，表明制造业样本数据中，存货和应收账款在总资产中比重较高，易于操作盈余管理行为。第一大股东持股比例最大值为83%，均值为35%，说明在我国制造业中一股独大现象仍然存在。国家股的最大值虽为83%，但均值仅为4%，说明在我国制造业企业中国家控股比较少。

表2　　样本描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差
AM	3035	0.000	1.690	0.063	0.089
RM	3035	−4.360	2.600	−0.013	0.300
RMD	3035	−0.380	2.4131	−0.000	0.107
RMC	3035	−1.381	1.9061	0.000	0.106
RMP	3035	−2.581	2.8652	−0.013	0.167
OV(1)	3035	0.000	1.000	0.228	0.400
OV(2)	3035	0.000	1.000	0.110	0.316
OV(3)	3035	0.000	1.000	0.080	0.278
OV(4)	3035	0.000	1.000	0.070	0.248
OV(5)	3035	0.000	1.000	0.050	0.224
LNA	3035	18.367	26.751	21.858	1.115
IN	3035	0.001	0.864	0.283	0.146
OC1	3035	0.039	0.852	0.349	0.144
State%	3035	0.000	83.000	3.76	11.704
ROA%	3035	−84.009	156.008	4.173	7.937
GROWTH%	3035	−99.132	1149.378	14.951	38.787
ATO	3035	0.002	7.871	0.802	0.538
DAR%	3035	0.708	391.454	47.147	22.191
NTA%	3035	0.438	97.607	43.829	17.853

表 3　　主要变量的Person相关性

	AM	RMD	RMC	RMP	RM	OV(1)	OV(2	OV(3)	OV(4)	OV(5)
AM	1									
RMD	−0.084	1								
RMC	−0.038	−0.712***	1							
RMP	0.137	0.901***	−0.494***	1						
RM	0.187**	−0.653***	0.140***	−0.694***	1					
OV(1)	0.095***	0.142***	0.180***	−0.185***	−0.192***	1				
OV(2)	0.067**	0.126***	0.125***	−0.167***	−0.163***	0.714***	1	.		
OV(3)	0.027	0.124***	0.109***	−0.151***	−0.153***	0.607***	0.851***	1		
OV(4)	0.022	0.115***	0.103***	−0.132***	−0.146***	0.533***	0.746***	0.877***	1	
OV(5)	0.013	0.091***	0.071***	−0.123***	−0.127**	0.474***	0.665***	0.781***	0.890***	1

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,下同。

2. 相关性分析。由表3可知,解释变量OV(1)、OV(2)与被解释变量AM在5%显著性水平下的系数均为正,表明股权高估变量与应计盈余管理呈正相关关系,但OV(3)、OV(4)和OV(5)与应计盈余不存在显著的正相关关系,表明制造业上市公司在股权被高估的前两年采用应计盈余管理行为来调增利润,在后期却放弃了应计项目,初步证实了H2。OV(i)与RM和RMP在1%显著性水平下的相关系数均为负,表明两者呈负相关关系。OV(i)与RMC和RMD呈明显正相关关系。当制造业上市公司出现更高的异常经营现金净流量和酌量性费用以及更低的异常生产成本时,根据Roychoehury(2006)、Zarowin(2010)和Gunny(2010)的研究,此时股价高估企业在进行调减的盈余操控,其结果与RM是一致的。这表明企业在股价连续高估期间,会一直采用赊销、生产操控和费用操控这三种方式进行调减利润的真实盈余操纵,初步证实了H3和H4。此外从总体上看,各变量间的相关性系数均不高,可预测模型不会出现严重的多重共线性问题。

(五)实证结果以及检验

1. 盈余管理的存在性。本文对制造业中计入股权价值高估企业的AM和RM进行单样本T检验和中位数检验,通过检验结果是不是显著不等于 0 来判断样本公司盈余管理的存在性。

表 4　　均值与中位数检验

变量		OV (i=1)	OV (i=2)	OV (i=3)	OV (i=4)	OV (i=5)
AM	均值	0.081**	0.072***	0.072	0.068	0.059**
	中位数	0.054**	0.046	0.053	0.052	0.047
RM	均值	−0.132***	−0.120***	−0.246***	−0.165***	−0.191**
	中位数	−0.038***	−0.004***	−0.117***	−0.042***	−0.080***

通过表4可知,只有OV(i=1)时的应计项目在5%水平上其均值和中位数显著不等于 0;但在股价高估期间,RM显著不等于 0,表明股权被高估的企业在股价高估后利用应计盈余操控的同时也较多利用调减利润的真实盈余操控,也从侧面证实了H2和H3。所以,本文通过均值 T 检验和中位数检验,证明了股权被高估的企业会进行明显的盈余操控行为,同时利用使用应计盈余管理和真实盈余管理两种方式,H1被证实。

2. 应计盈余管理的多元回归分析。由表5可以得出,OV(1)、OV(2)与AM在 1% 的水平下显著正相关,但OV(3)、OV(4)、OV(5)与AM没有明显的正相关关系。表明股价被高估的制造业上市公司在股价连续被高估期间,初期采用调高利润的应计盈余操控,但在后期则可能不采用该手段,证实了H2。当企业股价被高估时,管理层为满足股东和证券市场的预期,不得不利用应计盈余调高利润,与Jensen的委托代理成本理论相符。然而从长远来看,基于应计盈余管理的回转特点,以及应计操纵空间的不断减少,企业管理层会采用真实盈余管理来调低利润,避免股价泡沫破裂。所以OV(i)与AM的正相关性逐渐消失。

控制变量中LNA、IN、ATO 、NTA 与AM基本上均显著为负,可能是因为规模大、长期资产较多的企业,盈余管理动机较大的同时也容易引起外界关注,所以多倾向隐蔽的真实盈余管理活动,而存货和应收账款较多的公司也多倾向于真实盈余管理,减少了应计盈余操控。资产负债比率与应计盈余呈显著正相关关系,说明债务契约动机促使我国制造业上市公司利用应计项目调增盈余以达到目标业绩。

3. 真实盈余管理的多元回归分析。由表6可以看出,自变量 OV(1)~OV(5)的回归系数均为负且显著相关,意味着股价被高估的制造业上市公司从刚开始到最后一直利用真实业务手段来调低利润,使股价慢慢与企业的内在价值相符,证实了H3。因为管理层在股权分置改革后与企业利益更为息息相关,虽然施行真实盈余操控可能会使管理层损失短期利益,却能够避免将来发生如企业破产等更为严重的事

表 5　股权价值高估与应计盈余管理的回归结果

变量	模型1		模型2		模型3		模型4		模型5	
	OV(i=1)		OV(i=2)		OV(i=3)		OV(i=4)		OV(i=5)	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
常量	0.323***	5.055	0.228***	4.129	0.426***	5.74	0.472***	7.371	0.119***	1.974
OV(i)	0.018***	2.406	0.012**	2.205	0.012	0.931	0.014	0.914	0.003	0.26
LNA	−0.009***	−2.863	−0.009**	−2.943	−0.019***	−5.559	−0.020**	−6.774	−0.003**	−1.178
IN	−0.077***	−2.783	−0.078***	−2.478	−0.064***	−1.964	−0.080***	−2.911	−0.076***	−2.632
OC1	−0.012	−0.562	−0.024	−1.347	−0.038	−1.562	−0.024	−1.16	−0.029	−1.483
State	0.000	−0.831	0.000	0.609	0.000	1.242	0.001	2.072	0.000	0.815
ROA	0.001***	2.285	0.001**	1.797	0.003***	7.126	0.007***	20.328	0.001**	2.326
GROWTH	0.112***	3.054	0.141***	3.886	0.135**	3.852	0.138***	2.249	0.127**	3.315
ATO	−0.013***	−2.253	−0.015***	−2.018	−0.011***	−2.202	−0.013**	−2.497	−0.021***	−3.168
DAR	0.001***	7.925	0.001***	5.818	0.002***	8.425	0.001***	8.532	0.001**	2.392
NTA	−0.001***	−5.167	−0.001***	−7.305	−0.001***	−5.117	−0.001***	−2.360	−0.001***	−8.024
YEAR	控制		控制		控制		控制		控制	
调整R^2	0.066		0.073		0.111		0.087		0.056	
F值	32.507		29.694		13.368		15.473		10.668	

表 6　股权价值高估与真实盈余管理的回归结果

变量	模型1		模型2		模型3		模型4		模型5	
	OV(i=1)		OV(i=2)		OV(i=3)		OV(i=4)		OV(i=5)	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
常量	−0.430*	−2.161	−0.429*	−2.225	0.955***	3.762	0.049	0.209	−0.441***	−2.539
OV(i)	−0.070***	−3.021	−0.078***	−2.819	−0.122***	−2.834	−0.108***	−2.451	−0.075***	−2.97
LNA	0.011	1.174	0.017	1.831	−0.046*	−1.509	−0.006	−0.504	0.025	1.001
IN	0.327***	3.777	0.396***	4.868	0.238**	2.149	0.317***	4.169	0.307**	4.472
OC1	0.081	1.227	−0.033	−0.524	0.048	0.577	−0.168*	−2.231	−0.035	−0.615
State	0.000	−0.220	0.000	0.089	0.000	0.460	0.003*	2.324	0.001	1.694
ROA	−0.016***	−10.818	−0.014***	−9.890	−0.011*	−6.957	−0.006***	−5.07	−0.031***	−19.546
GROWTH	0.001***	5.917	0.001***	5.272	0.001***	5.475	0.001**	5.512	0.001**	5.170
ATO	0.063***	5.154	0.061***	4.397	0.048**	5.191	0.075***	4.741	0.071***	4.528
DAR	0.001***	2.414	0.001***	2.918	0.001***	2.601	0.002***	2.616	0.001**	2.324
NTA	−0.001*	−2.328	−0.002**	−2.345	−0.001***	−2.389	−0.001**	−2.936	−0.001***	−2.972
YEAR	控制		控制		控制		控制		控制	
调整R^2	0.269		0.201		0.160		0.285		0.397	
F值	32.455		20.375		15.655		27.387		38.273	

态，维护了自身和企业股东长期的利益。

控制变量中IN、GROWTH和ATO 与RM均显著为正，存货和应收账款较多的公司因易于进行真实盈余操控，所以减少了应计盈余操控，转向真实盈余操控。高速发展增长的公司在股价被高估时多倾向于隐蔽性和迷惑性更强的真实盈余管理，从而呈显著正相关关系。长期资产较多的企业，采用真实盈余操控方式成本较高，所以呈显著的负相关关系。第一大股东持股比例大体呈负相关关系，是因为股权集中的企业股东为维持高股价不会准许管理层施行真实盈余活动来调低利润。

4. 真实盈余管理分量的多元回归分析。通过对相关性和真实盈余管理的回归分析，本文对H4有了初步验证，所以在对RMC、RMP、RMD进行多元回归分析时，只在表7列示自变量系数，将常量和控制变量的回归结果省去。自变量OV(i)与RMD、RMC显著正相关，与RMP显著负相关，证实了H4，说明公司正在利用销售、生产和费用操控这三种方式进行真实盈余管理活动。企业管理层利用缩紧赊销政策使得会计利润降低，但企业出现更高的异常经营现金流；利用

生产操控，提高了存货单位成本，降低利润，企业会出现更低的异常生产成本；同时利用销售和管理费用来调低会计盈余，企业会出现更高的异常费用，与表6结果一致。说明股权价值被高估的企业在股价高估期间，会一直采用销售、生产和费用这三种真实盈余管理方式来调减利润。

表7　股权价值高估与真实盈余管理分量的回归结果

因变量＼自变量		OV（I=1）	OV（I=2）	OV（I=3）	OV（I=4）	OV（I=5）
RMD	OV(I)系数	0.033***	0.041***	0.056***	0.045***	0.047***
	调整R^2	0.076	0.065	0.084	0.068	0.072
	F值	17.383	12.405	12.054	16.369	10.287
RMC	OV(I)系数	0.020***	0.038***	0.081***	0.036***	0.047***
	调整R^2	0.242	0.014	0.031	0.017	0.011
	F值	25.682	12.243	25.864	16.513	9.212
RMP	OV(I)系数	−0.045***	−0.057***	−0.102***	−0.096***	−0.109***
	调整R^2	0.323	0.274	0.216	0.319	0.227
	F值	37.751	24.802	23.655	25.956	22.065

5. 稳健性检验。盈余管理与股权价值高估可能会产生内生性问题，即盈余管理的操纵促使了股权价值的高估，所以应当进行稳健性检验。首先将模型（11）和（12）中的自变量和因变量直接回归，将控制变量排除，然后将独立董事比例、股权再融资和权益比例代替原来回归方程中的国家股比例、资产负债率以及营业收入增长率，进行多元回归分析，因篇幅所限，只展示当自变量为OV(i=1)的结果（见表8），但回归效应是一致的，本文通过了稳健性检验。

表8　OV(i=1)的检验结果

变量	模型1		模型2		模型3		模型4	
	AM		AM		RM		RM	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
常量	0.066***	9.953	0.319***	5.019	−0.014	−1.183	−0.522*	−2.592
OV(i)	0.020***	2.654	0.017*	2.291	−0.120***	−4.557	−0.079***	−3.097
LNA			−0.009**	−2.971			0.016	2.743
IN			−2.590*	4.868			0.357***	4.045
OC1			−0.014	−0.574			0.168	1.231
IDR			0.000	0.089			0.013*	2.264
ROA			−0.001***	−2.89			−0.015***	−9.729
SEO			0.001***	5.269			0.001***	5.512
ATO			−0.010**	−2.753			0.018***	4.741
LEV			0.001***	2.172			0.001**	2.84
NTA			−0.001**	−4.697			0.001	−1.526
YEAR	控制		控制		控制		控制	
调整R^2	0.008		0.057		0.025		0.258	
F值	17.004		17.664		20.769		32.364	

五、结论

本文基于RMRV（2005）估值模型，研究了制造业上市公司在2010～2014年间股价被高估过程中的盈余管理行为：股价被高估的企业会同时采用应计项目和真实活动来进行盈余管理，但利用时间以及手段不同，在高估前期，其高估程度与应计盈余管理程度呈正相关关系，但又因其回转的特点，在高估后期其显著的相关性可能减弱甚至消失。但在股价高估期间，企业会一直采用三种真实盈余管理方式来调减利润，两者呈负相关关系，说明股价被高估的企业多倾向于真实活动操控盈余。

已有研究基本局限于利用一期的数据来考察企业如何利用应计盈余管理手段，并且对真实盈余的研究主要集中在存在性、股权融资行为等方面，针对股价高估与真实盈余的关系的研究很少。因此，本文从长远的角度考察价值被高估企业的盈余管理行为，为我国制造业上市公司股权价值高估的治理优化提供了有效的经验证据。另外，通过研究发现，我国制造业上市公司股价被高估现象严重，连续5年被高估的企业达到样本数据的10%左右，需要引起市场和企业管理层自身的重视，应加大监管和治理力度。如何利用盈余管理的研究来优化公司治理机制，考察股价被高估的真实原因，成为我们日后进一步研究的主要内容。

本文的贡献在于：在理论方面，从长远角度弥补了已有研究的缺失，将真实盈余管理纳入分析股权被高估企业盈余管理行为的框架；在实践方面，在考察股权被高估企业盈余管理的治理时，不能只重视应计项目，还应该同时加大对真实活动的监督和治理力度。

主要参考文献：

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(11).

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).

李增福，郑友环，连玉君.股权再融资、盈余管理与上市公司业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式的研究[J].中国管理科学，2011(2).

作者单位：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