管理层自利行为和资本投资效率的关系

——基于会计稳健性视角的实证研究

陈 媛

（湖北工业大学工程技术学院，武汉 430068）

【摘要】本文基于2007～2013年我国深沪上市公司A股数据，实证检验了应计盈余管理、会计稳健性及资本投资效率的关系。实证结果表明：管理层应计盈余管理降低了企业的资本投资效率，加剧了企业的投资不足和投资过度；会计稳健性对应计盈余管理和资本投资效率的关系具有负向调节作用；国有企业样本组中，会计稳健性对二者关系的负向调节作用显著高于非国有企业，投资者保护程度高的样本组显著大于投资者保护程度低的样本组。本文的研究结论对提高会计信息质量与外部投资者保护程度及优化资本市场资源配置等具有一定的借鉴意义。

【关键词】盈余管理；资本投资效率；会计稳健性；产权性质

投资决策对企业的未来发展及后续资源配置效率将产生深远的影响，也关系到企业使用融资的效率及企业的不断发展壮大。那么，作为管理层自利行为的应计盈余管理对企业投资效率的影响是怎样的呢？会计稳健性作为会计信息质量的内在属性之一，它能提高会计信息透明度，帮助外部投资者有效识别企业净现值小于0的投资项目。更有研究发现，会计稳健性和高管薪酬激励发挥的公司治理作用互相替代。那么，会计稳健性对于应计盈余管理对资本投资效率影响的调节作用是怎样的呢？在会计稳健性程度不同的情况下，应计盈余管理对资本投资效率的影响是否存在显著性差异？本文基于会计稳健性视角，实证研究了应计盈余管理对资本投资效率的影响，从理论方面丰富了该领域的相关研究。

一、文献综述及假设提出

一般来说，管理层之所以进行盈余管理，大多是基于资本市场保盈、保增长、避免亏损、保壳、职业安全等的考虑。Watts等（2003）认为盈余管理具有双重性，一种是为了传达企业经营信号而进行的，对企业有利的信号传递效应的盈余管理；另一种则是管理层基于自利行为考虑而进行的机会主义盈余管理。在实务中，这两种效应的盈余管理很难区分，因此现有的研究大多基于盈余管理总体效应进行后续研究。

在盈余管理影响企业资本配置效率的相关研究中，Teoh et al.（1998）发现管理层的盈余管理会影响企业的IPO定价；Dechow et al.（1995）发现外部投资者不能有效识别企业管理层的盈余管理行为，会被企业操控后的盈余信息误导其投资决策，影响其投资损益。Tiglitz&Weiss（1981）利用Myers&Majluf（1984）的方法，从信息不对称视角分析盈余管理对投资效率的影响。

李世新等（2011）研究发现，虚增企业资产和利润的公司在盈余管理之前，投资效率和其他公司差异不大，盈余管理期间投资效率下降，盈余管理后的会计期间非效率投资随着盈余管理影响的减弱而逐渐消失。这些都验证了盈余管理对企业非效率投资的影响。

本文认为，盈余管理影响了企业的会计信息质量，降低了财务会计信息的透明度，扭曲了企业的真实经营状况。基于薪酬激励的考虑，管理层会调增企业报告盈余。同时，为维持企业经营状况及获得在职消费等隐性薪酬，管理层有动机进行过度投资。由于这些企业的会计信息质量较差，导致外部投资者不能有效区分投资项目类型，不能在管理层投资于NPV小于0的项目时及时制止和纠正，从而使得该行为损害了股东利益，降低了企业的资本投资效率。因此，企业管理层的应计盈余管理对企业资本投资效率会产生负向影响，从而提出本文的第一个研究假设：

H1：应计盈余管理会对企业资本非效率投资产生显著的负向影响。

采取稳健性会计处理方式的公司，其管理层违约将面临更加严重的损失，如声誉及人力资本受损、被公司董事会解聘等职业安全风险。基于这些因素考虑，管理层会主动减少机会主义行为，从而在一定程度上减少了公司的第一类代理问题（Watts，2003）。从现有研究来看，会计稳健性对投资效率的影响没有得到一致结论。一部分研究认为会计稳健性通过降低信息不对称程度、减少公司未来现金流量的不确定性等来降低公司的非效率投资；另一部分则认为会计稳健性扭曲了企业的会计信息，增

加了股东和管理层之间的信息不对称(Roychowdhury,2010)。本文认为,会计稳健性作为公司内部治理的一种机制,对管理层的机会主义行为起到了一定的限制作用,会计稳健性程度越高,盈余管理对资本投资效率的负面影响越小,由此提出本文的第二个研究假设:

H2:会计稳健性越高的公司,应计盈余管理对资本非效率投资的正向影响越小。

H2a:会计稳健性越高的公司,应计盈余管理对投资不足的正向影响越小。

H2b:会计稳健性越高的公司,应计盈余管理对投资过度的正向影响越小。

二、实证研究设计及变量选取

1. 样本选取。考虑到股权分置改革的影响,本文选取我国深沪上市公司A股2010~2013年数据为初始研究样本,并对样本进行了如下筛选:①考虑到IPO及SEO的影响,剔除研究期间存在IPO及SEO的样本公司;②剔除金融保险行业样本公司;③剔除数据缺失的样本公司。为避免极端值的影响,对连续变量进行了上下1%的缩尾处理。最后得到的样本总数为4 214个。

2. 变量及其计量方法。

(1)应计盈余管理。目前对应计盈余管理的计量模型较多,Kothari et al.(2005)认为不考虑极端业绩的影响,用现有的Jones模型及修正的Jones模型得到的操控性应计会有偏误,因此其基于行业及公司业绩配比来控制极端业绩的影响。

本文拟借鉴业绩配比的修正的Jones模型对操控性应计项目加以计量,即本文的应计盈余管理。具体计量如下所示:

$$TACC_{it}=NI_{it}-CFO_{it} \quad (1)$$

$$\frac{TACC_{it}}{A_{t-1}}=\frac{\beta_0}{A_{t-1}}+\frac{\beta_1\times\left(\triangle REV_{it}-\triangle REC_{it}\right)}{A_{t-1}}+\frac{\beta_2\times PPE_{it}}{A_{t-1}}+\beta_3\cdot ROA_{it-1}+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$NDA_{it}=\frac{\hat{\beta}_0}{A_{t-1}}+\frac{\hat{\beta}_1\times\left(\triangle REV_{it}-\triangle REC_{it}\right)}{A_{t-1}}+\frac{\hat{\beta}_2\times PPE_{it}}{A_{t-1}}+\frac{\hat{\beta}_3}{A_{t-1}}\times ROA_{it-1} \quad (3)$$

$$DA_{it}=TACC_{it}\div A_{t-1}-NDA_{it}=\varepsilon_{it} \quad (4)$$

公式(1)、(2)和(4)中,$TACC_{it}$表示总的应计项目,用公司的净利润NI减去公司的经营活动净现金流量CFO_{it}衡量。NDA_{it}表示公司的非操控性应计项目,由公式(3)计算出拟合值。公式(4)中DA_{it}则表示公司的操控性应计,即盈余管理程度,用公司的总应计项目扣除公司的非操控性应计加以衡量。A_{t-1}表示公司上期总资产,$\triangle REC_{it}$表示公司的应收账款的变动,$\triangle REV_{it}$表示公司营业收入的当期变动,PPE_{it}表示公司固定资产净值,ROA_{it-1}表示公司上期的经营业绩。

(2)资本投资效率。对资本投资效率的计量借鉴常用的Richardson(2005)的模型,具体如公式(5)所示。回归的拟合值为公司正常投资水平,残差表示非正常投资水平,残差为正表明公司存在投资过度行为,残差为负则表示存在投资不足行为,残差的绝对值表明公司非效率投资的总水平。×

$$Inv_t=\beta_0+\beta_1Growth_{t-1}+\beta_2Lev_{t-1}+\beta_3Cash_{t-1}+\beta_4Age_{t-1}+\beta_5Size_{t-1}+\beta_6Ret_{t-1}+\beta_7Inv_{t-1}+\beta_i\sum_{i=1}^{20}Industry+\beta_j\times\sum_{j=2010}^{2013}Year+\varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中,Inv_t及Inv_{t-1}表示公司当期及上期资本投资额;$Growth_{t-1}$为公司上期的投资机会,用当期销售增长的比率衡量;Lev_{t-1}为公司资产负债率;Age_{t-1}表示公司上市年限;$Cash_{t-1}$表示公司当期现金持有量;Ret_{t-1}为公司当期股票的回报率;$Size_{t-1}$为公司规模。同时,还控制了行业及年度因素的影响。

(3)会计稳健性。会计稳健性的计量模型较多,Basu(1997)提出了较为基础的计量模型。Dietrich et al.(2007)对此模型提出了质疑;Khan&Watts(2009)则在Basu(1997)的基础上,选取市账比、公司规模及公司资产负债率为工具变量,提出了计量会计稳健性水平的C_score的具体方法。

鉴于Basu(1997)模型不能计量单个公司的会计稳健性水平,且受到公司样本的限制,本文拟借鉴Khan&Watts(2009)的方法,具体模型如下所示:

$$EPS_{it}/P_{it-1}=\beta_0+\beta_1RET_{it}+\beta_2D_{it}+\beta_3D_{it}\times RET_{it}+\varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$G-Score_{it}=\beta_1=\mu_1+\mu_2size_{it}+\mu_3MB_{it}+\mu_4lev_{it} \quad (7)$$

$$Cons_{it}=\beta_3=\lambda_1+\lambda_2size_{it}+\lambda_3MB_{it}+\lambda_4lev_{it} \quad (8)$$

如上述公式(6)~(8)所示:公式(7)和公式(8)分别是计算公式(6)中的回归系数。$Cons_{it}$是计算出的会计稳健性水平的值。EPS_{it}表示公司每股收益,用公司当期的净利润除以公司上个会计期间的总市值衡量。P_{it-1}为公司当期最后一个交易日收盘价格。RET_{it}为公司当期5月到下期4月30日经市场调整后的股票的收益率。当RET_{it}为负值时,D_{it}取值为1,否则取0。$G-Score_{it}$表示对好消息反应的速度;$Cons_{it}$表示对坏消息反应速度比对好消息反应速度的增量速度;$size_{it}$为公司规模,用总资产的自然对数衡量;MB_{it}表示公司市账比,用股票市值除以公司的净资产的账面价值衡量。lev_{it}则用公司当期的负债总额除以公司

当期总资产来衡量。$Cons_{it}$值越大，表示公司的会计稳健性水平越高。

（4）控制变量。从现有研究来看，公司的规模、资产负债比率、总资产收益率、审计质量、上市年限、机构投资者持股比例、董事会规模、第一大股东持股比例、总经理及董事长两职合一与否，以及行业因素与年度因素都会影响公司的投资效率。因此本文在后续多元回归分析中将这些因素加以控制，以便分离出应计盈余管理对投资效率的影响，以及会计稳健性对二者关系的调节作用。相关变量定义如表1所示：

表1　　变量定义及说明

变量符号	变量名称	变量定义
DA	应计盈余管理	借鉴Kothari et al.(2005)的方法计量得到
Cons	会计稳健性	借鉴Khan&Watts(2009)的方法计量得到
efficiency	投资效率	借鉴Richardson(2006)的方法计量得到
size	公司规模	当期资产总额取自然对数
lev	公司资产负债率	负债总额除以上期资产总额
roa	总资产收益率	用净利润除以总资产衡量
audit	审计质量	上期审计意见为标准无保留取1，否则为0
age	上市年限	公司上市年限
board	董事会规模	以董事会人数衡量
top1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量除以总股数
own	产权性质	非国有企业取1，否则为0
dual	董事长和总经理是否两职合一	两职不合一取1，否则为0
year	年度因素	加入年度虚拟变量控制年度因素的影响
Industry	行业因素	加入行业虚拟变量控制行业因素的影响

三、多元回归模型

模型1～模型3分别为应计盈余管理对企业总的资本非效率投资、投资过度、投资不足的影响；模型4～模型6则分别为会计稳健性对应计盈余管理、总的资本非效率投资、投资过度及投资不足的交互影响。

如果本文的研究假设得到验证，那么模型1～模型3中DA的系数应该为正值，即表示应计盈余管理对资本非效率投资总额、投资过度及投资不足都产生正向影响，降低了企业的投资效率。也就是说，模型中a_{11}、a_{12}、a_{13}的系数均为正。而如果会计稳健性能够降低应计盈余管理对投资效率的负向影响，那么在模型4～模型6中，应计盈余管理DA和会计稳健性Cons的交乘项的系数则应该为负值，也就是说，a_{34}、a_{35}、a_{36}的系数均为正。

模型1：应计盈余管理对企业总的资本非效率投资影响的模型。

$$Efficency_{it}=a_{01}+a_{11}\times DA+a_{i1}\sum controlvar+\varepsilon_{it} \quad (9)$$

模型2：应计盈余管理对企业投资过度影响的模型。

$$Over-inv_{it}=a_{02}+a_{12}\times DA+a_{i2}\sum controlvar+\varepsilon_{it} \quad (10)$$

模型3：应计盈余管理对企业投资不足影响的模型。

$$Under-Inv_{it}=a_{03}+a_{13}\times DA+a_{i3}\sum controlvar+\varepsilon_{it} \quad (11)$$

模型4：会计稳健性对应计盈余管理及资本总投资效率关系的影响模型。

$$Efficency_{it}=a_{04}+a_{14}\times DA+a_{24}\times Cons+a_{34}DA\times Cons+a_{i4}\sum controlvar+\varepsilon_{it}$$

模型5：会计稳健性对应计盈余管理及投资过度关系的影响模型。

$$Over-inv_{it}=a_{05}+a_{15}\times DA+a_{25}\times Cons+a_{35}DA\times Cons+a_{i5}\sum controlvar+\varepsilon_{it}$$

模型6：会计稳健性对应计盈余管理及投资不足关系的影响模型。

$$Under-inv_{it}=a_{06}+a_{16}\times DA+a_{26}\times Cons+a_{36}DA\times Cons+a_{i6}\sum controlvar+\varepsilon_{it}$$

四、实证结果分析

1. 描述性统计。表2给出了本文相关变量的描述性统计结果。由表2可知：应计盈余管理的替代变量DA的均值为−0.017，中位数为−0.015，最大值和最小值分别为0.508和−0.435，表明不仅存在进行正向盈余管理的公司，也存在进行负向盈余管理的公司。公司的会计稳健性水平Cons的均值和中位数分别为0.040和0.029，表示随着我国相关法律法规的不断完善，公司的会计稳健性水平有所提高，会计稳健性可能在提高会计信息质量、降低企业盈余管理对投资效率等的影响方面发挥一定的监督作用。企业的非效率投资的均值为0.083，表示公司一般都存在非效率投资行为。而从产权性质来看，非国有企业占比为35.8%，后文进一步分析不同产权性质下的企业中，会计稳健性对于应计盈余管理和投资效率关系发挥的调节作用是否相同。

表2　　描述性统计结果

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数	p25	p75
DA	−0.017	0.080	−0.435	0.508	−0.015	−0.054	0.021
Cons	0.040	0.339	−16.69	0.527	0.029	0.010	0.102
efficiency	0.083	0.288	−1.222	7.271	0.091	−0.058	0.228
size	22.01	1.279	16.95	27.97	21.86	21.13	22.75
lev	1.867	7.259	−66.70	385.4	1.209	1.061	1.667
roa	0.047	0.059	−0.296	0.308	0.042	0.021	0.070
audit	0.964	0.186	0	1	1	1	1
age	13.45	5.291	3	24	14	10	18
dual	1.830	0.376	1	0	0	0	0
board	9.070	1.856	4	18	9	8	9
top1	35.45	15.63	2.197	89.41	33.34	23.04	46.57
Mratio	0.023	0.080	0	0.672	0	0	0
own	0.358	0.498	0	1	0	0	1
tobin	1.820	1.069	0.522	8.177	1.494	1.180	2.072

注：样本容量为4 214个。

2. 相关系数分析和多元回归分析。从相关系数矩阵来看，本文解释变量之间的相关系数不高，不存在多重共线性的问题，且通过对相关变量进行方差膨胀因子计算时，发现VIF值均小于3，因此，可认为不存在多重共线性问题。

表3　　多元线性OLS回归分析

	非效率投资总额	投资过度	投资不足	非效率投资总额	投资过度	投资不足
DA	0.604*** (2.951)	0.154*** (4.331)	0.132* (1.331)	0.365* (1.830)	0.139** (1.969)	0.113 (1.269)
Cons				−0.175* (−1.769)	−0.056** (−1.996)	−0.096* (−1.874)
DA×Cons				−1.959*** (−3.366)	−0.442*** (−9.442)	−0.431* (−1.991)
size	−0.148*** (−24.825)	−0.290*** (−43.826)	−0.193*** (−41.851)	−0.148*** (−24.522)	−0.290*** (−44.019)	−0.165*** (−40.011)
lev	0.000* (1.880)	0.001*** (3.124)	0.001*** (3.256)	0.000** (2.062)	0.001*** (3.151)	0.001*** (3.241)
roa	−0.080 (−1.088)	−0.033 (−0.315)	−0.024 (−0.421)	−0.091 (−1.156)	−0.027 (−0.256)	−0.031 (−0.356)
audit	−0.0320 (−1.302)	−0.154*** (−5.141)	−0.159*** (−4.931)	−0.0330 (−1.340)	−0.153*** (−5.109)	−0.155*** (−3.153)
age	0.001 (0.705)	0.006*** (5.026)	0.003*** (6.102)	0.001 (0.754)	0.006*** (5.103)	0.008*** (7.112)
dual	−0.008 (−1.452)	−0.019 (−1.320)	−0.011 (−1.303)	−0.008 (−1.484)	−0.019 (−1.340)	−0.011 (−1.521)
board	−0.003* (−1.955)	−0.002 (−0.653)	−0.001 (−0.432)	−0.003* (−1.943)	−0.002 (−0.686)	−0.005 (−0.235)
top1	−0.001 (−1.178)	−0.001 (−1.465)	−0.001 (−1.065)	−0.001 (−1.219)	−0.001 (−1.510)	−0.001 (−1.515)
Mratio	0.026 (1.570)	0.067 (1.073)	0.035 (1.002)	0.019 (1.313)	0.065 (1.037)	0.015 (1.635)
own	0.027* (1.948)	0.010** (2.069)	0.011 (0.669)	0.027* (1.947)	0.010 (0.686)	0.015 (0.303)
tobin	−0.002*** (−6.883)	−0.035*** (−5.995)	−0.012*** (−3.221)	−0.002*** (−3.855)	−0.035*** (−6.019)	−0.046*** (−6.999)
截距项	3.288*** (20.324)	7.153*** (48.404)	−6.153*** (−41.637)	3.278*** (19.668)	7.156*** (48.451)	−6.156*** (−41.680)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	4 214	2 870	1 344	4 214	2 870	1 344
Adj R^2	0.513	0.313	0.322	0.511	0.349	0.482
F	247.415	154.387	156.194	627.717	293.183	192.311

注：括号内为t值，*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平显著。为控制篇幅，未报告行业及年度虚拟变量的回归结果，该部分结果备索，下同。

表3给出了模型1～模型6的多元线性OLS回归分析的实证结果。如表3第二列所示，企业非效率投资总额一列中，DA的系数为0.604，在1%水平上显著；过度投资中，DA的系数为0.154，在1%水平上显著；而在投资不足一列中，DA的系数为0.154，在10%水平上显著。第二列到第四列的结果均支持了本文的研究假设，表明应计盈余管理对企业非效率投资总额、投资过度及投资不足均会产生显著影响，从而降低了企业的投资效率，加剧了企业的投资过度和投资不足行为。而表3最后三列的结果表明，考虑到会计稳健性对会计信息质量的监管作用，会计稳健性对于应计盈余管理及非效率投资的正相关关系具有显著的调节作用，且该调节作用为负。会计稳健性Cons本身也会对非效率投资产生负向影响，DA×Cons的系数在最后三列中均为负值，且通过了统计上的显著性检验，表明本文前述的研究假设得到了支持。

为控制篇幅，其他相关控制变量的回归系数等不再赘述。

五、进一步分析

1. 针对不同产权性质企业进行分析。国有企业和非国有企业由于在投资、融资等方面存在较大的差异，且国有企业一般来说规模较大，政府部门对国有企业的监管也与非国有企业存在一定的差别。由于预算软约束等，国有企业面临的融资约束等可能低于非国有企业。国有企业和非国有企业管理层的经营目标不同，国有企业的管理层一般为政府派出，存在政治升迁的动机等。以上诸多的不同，可能使得会计稳健性对应计盈余管理和非效率投资影响上，在不同产权性质的企业存在一定的差异。

为进一步检验，表4给出了不同产权企业的多元线性OLS回归结果。表4的结果表明：国有企业和非国有企业中，应计盈余管理对企业非效率投资总额、投资过度及投资不足均产生显著的正向影响，从而加剧了企业的投资不足和投资过度行为，降低了企业的资源配置效率，这与前文中针对全样本的分析结果一致。而不同的是，如表4中Panel A和Panel B最后三列所示，会计稳健性对应计盈余管理和企业非效率投资总额、投资过度及投资不足的正相关关系的影响存在显著的差异，国有企业中，会计稳健性对于降低应计盈余管理、加剧企业非效率投资的作用更显著。因此，国有企业由于监管制度更严及公众关注程度更高，会计稳健性对会计信息质量的监管作用更大，能够更好地保护外部股东的合法权益。

2. 针对投资者保护程度不同的企业进行分析。由于不同企业投资者保护水平存在一定的差异，会计稳健性作为会计信息质量的一种内在属性，对于企业应计盈余管理和非效率投资、投资过度及投资不足的正相关关系的影响，可能在不同投资者保护水平的企业中存在一定的差异。在投资者保护水平高的企业，会计稳健性更可能与之相互补充，共同抑制应计盈余管理对非效率投资的正向影响；而在投资者保护水平较低的企业中，

表 4　　不同产权性质企业的OLS回归结果

	Panel A:国有企业						Panel B:非国有企业					
	非效率投资总额	投资过度	投资不足	非效率投资总额	投资过度	投资不足	非效率投资总额	投资过度	投资不足	非效率投资总额	投资过度	投资不足
DA	0.211*** (3.391)	0.265* (1.721)	0.165** (2.309)	0.214** (2.436)	0.264* (1.707)	0.251* (1.825)	0.699*** (2.726)	0.167** (2.148)	0.198* (1.853)	0.883** (2.559)	0.091** (2.018)	0.052* (1.718)
Cons				−0.048* (−1.738)	−0.005* (−1.833)	−0.007* (−1.715)				−0.374* (−1.792)	−0.169 (−1.335)	−0.113 (−1.009)
DA×Cons				−0.430*** (−4.862)	−0.382*** (−6.391)	−0.254* (−1.691)				−4.071** (−1.996)	−1.667* (−1.837)	−1.321 (−0.315)
size	−0.154*** (−44.885)	−0.297*** (−32.075)	−0.197*** (−30.122)	−0.154*** (−41.938)	−0.297*** (−31.960)	−0.291*** (−24.331)	−0.135*** (−8.351)	−0.274*** (−25.778)	−0.251*** (−21.662)	−0.138*** (−9.145)	−0.272*** (−25.722)	−0.165*** (−19.469)
lev	0.000*** (4.331)	0.002*** (9.967)	0.001*** (4.621)	0.000*** (4.560)	0.002*** (9.979)	0.005*** (6.335)	0.001 (1.430)	0.001 (0.344)	0.001 (0.125)	0.001 (1.277)	0.001 (0.316)	0.001 (0.115)
roa	−0.029 (−0.605)	−0.009 (−0.047)	−0.005 (−0.043)	−0.027 (−0.561)	−0.008 (−0.042)	−0.001 (−0.064)	−0.150 (−1.255)	−0.126 (−1.001)	−0.078 (−0.001)	−0.183 (−1.302)	−0.108 (−0.871)	−0.089 (−0.103)
audit	−0.044 (−0.899)	−0.050 (−0.843)	−0.051 (−0.721)	−0.043 (−0.882)	−0.050 (−0.844)	−0.049 (−0.821)	−0.025 (−0.937)	−0.189*** (−5.739)	−0.099*** (−2.713)	−0.033 (−1.131)	−0.184*** (−5.647)	−0.231*** (−4.556)
age	0.001** (2.414)	0.007*** (3.138)	0.006*** (4.113)	0.001** (2.383)	0.007*** (3.126)	0.006*** (3.621)	0.002 (1.209)	0.006*** (3.945)	0.004*** (2.916)	0.002 (1.294)	0.007*** (4.143)	0.005*** (3.231)
dual	−0.001 (−0.284)	−0.085*** (−3.375)	−0.065*** (−2.899)	−0.001 (−0.296)	−0.084*** (−3.369)	−0.092*** (−4.312)	−0.008 (−1.074)	−0.009 (−0.549)	−0.005 (−0.478)	−0.009 (−1.109)	−0.009 (−0.507)	−0.005 (−0.603)
board	−0.003*** (−2.727)	−0.005 (−1.079)	−0.003 (−0.029)	−0.003*** (−2.669)	−0.005 (−1.068)	−0.005 (−1.011)	−0.004 (−1.019)	−0.003 (−0.505)	−0.001 (−0.436)	−0.004 (−0.992)	−0.002 (−0.429)	−0.001 (−0.109)
top1	−0.001 (−1.225)	−0.001 (−0.003)	−0.001 (−0.001)	−0.001 (−1.221)	−0.001 (−0.007)	−0.001 (−0.003)	−0.001 (−1.464)	−0.001* (−1.941)	−0.001* (−1.673)	−0.001 (−1.529)	−0.001** (−2.043)	−0.001** (−2.112)
Mratio	0.091 (0.392)	1.408 (0.939)	1.312 (0.643)	0.110 (0.484)	1.412 (0.943)	1.403 (0.915)	0.050* (1.784)	0.001 (0.020)	0.001 (0.001)	0.043* (1.864)	0.001 (0.019)	0.001 (0.009)
tobin	−0.001 (−0.185)	−0.027** (−2.364)	−0.021** (−2.129)	−0.001 (−0.111)	−0.027** (−2.359)	−0.021** (−2.008)	−0.001 (−0.275)	−0.034*** (−5.246)	−0.023*** (−4.153)	−0.002 (−0.554)	−0.033*** (−5.194)	−0.021*** (−4.553)
截距项	3.476*** (47.523)	7.526*** (34.713)	6.526*** (30.100)	3.472*** (45.414)	7.530*** (34.662)	6.530*** (30.058)	3.043*** (8.271)	6.668*** (29.645)	5.668*** (25.200)	3.058*** (8.460)	6.655*** (29.560)	5.655*** (25.118)
N	2 706	1 557	1 149	2 706	1 557	1 149	1 508	984	524	1 508	984	524
Adj R^2	0.490	0.321	0.298	0.390	0.222	0.422	0.267	0.496	0.325	0.264	0.496	0.398
F	202.821	151.214	94.353	212.015	142.715	172.767	77.924	68.315	68.311	102.167	79.738	79.732

会计稳健性发挥的作用可能受到一定的限制。因此,我们进一步分析了在不同的投资者保护水平下,会计稳健性对于应计盈余管理和非效率投资、投资过度和投资不足关系所发挥的调节作用。

比较分析发现,不同投资者保护程度的企业,会计稳健性对于应计盈余管理和非效率投资的正向关系的影响存在显著的差异。具体结果如表5所示(见下页)。在投资者保护程度高的样本组中,DA×Cons的回归系数无论是对于非效率投资总额,还是对于投资过度或者是投资不足,均显著高于投资者保护程度低的样本组中DA×Cons的系数。换句话说,投资者保护程度高的企业,会计稳健性发挥的监管作用更大,更能够有效抑制应计盈余管理对非效率投资的负向影响。因此,应该提高企业的投资者保护水平,完善相关的法律法规,使得其与会计稳健性等其他的监管措施相辅相成,共同保护股东权益不受管理层自利行为的损害。

六、结论及不足

本文基于2010~2013年我国深沪A股上市公司的财务数据,从会计稳健性视角分析了管理层自利行为对企业资本投资效率的影响,用应计盈余管理作为管理层自利行为的替代变量,通过构建模型进行多元线性OLS回归分析,结果发现:第一,应计盈余管理对企业资本非效率投资总额、投资过度及投资不足均产生显著的正向影响,加剧了企业的投资不足和过度投资行为。第二,会计稳健性一定程度上抑制了应计盈余管理和资本非效率投资的正相关关系,可以保护投资者的合法权益不受管理层自利行为的侵害。第三,通过进一步分析得知,会计稳健性在管理者自利行为和资本投资效率这二者关系中发挥的作用在不同产权企业存在差异,国有企业中,会计稳健性的负向调节作用显著高于非国有企业;投资者保护程度高的样本组中,会计稳健性的负向调节作用显著高于投资者保护程度低的样本组。因此,加强非国有企业的

表 5　　不同投资者保护水平下的回归结果

变量/模型	投资者保护程度高			投资者保护程度低		
	非效率投资总额	投资过度	投资不足	非效率投资总额	投资过度	投资不足
DA	0.607* (1.960)	0.078** (1.998)	0.043* (1.777)	0.636** (2.493)	0.342** (1.722)	0.256* (1698)
Cons	−0.135* (−1.731)	−0.003* (−1.719)	−0.009* (−1.685)	−0.026 (−0.544)	−0.227* (−1.755)	−0.126 (−0.843)
DA×Cons	−3.343*** (−6.054)	−0.152*** (−4.538)	−0.194*** (−3.212)	−0.296* (−1.683)	−2.263** (−2.244)	−2.141 (−1.344)
size	−0.144*** (−22.475)	−0.288*** (−30.748)	−0.132*** (−30.748)	−0.152*** (−12.708)	−0.294*** (−33.127)	−0.212*** (−31.252)
lev	0.001 (1.339)	0.001 (0.047)	0.001 (0.022)	0.000** (2.365)	0.002*** (3.749)	0.001*** (3.479)
roa	−0.134 (−1.200)	−0.020 (−0.120)	−0.014 (−0.042)	−0.046 (−0.491)	−0.089 (−0.682)	−0.042 (−0.741)
audit	−0.014 (−0.596)	−0.152*** (−3.277)	−0.134*** (−3.108)	−0.046 (−1.077)	−0.158*** (−4.195)	−0.163*** (−5.123)
age	0.001 (0.734)	0.008*** (4.582)	0.006*** (3.185)	0.001 (0.022)	0.005*** (2.771)	0.003*** (3.221)
dual	−0.012 (−1.366)	−0.006 (−0.302)	−0.005 (−0.145)	−0.004 (−0.603)	−0.043* (−1.847)	−0.013* (−1.721)
board	−0.005 (−1.603)	−0.001 (−0.144)	−0.001 (−0.144)	−0.001 (−0.970)	−0.004 (−0.630)	−0.003 (−0.590)
top1	−0.001 (−0.920)	−0.001 (−1.398)	−0.001 (−1.121)	−0.001 (−0.821)	−0.001 (−0.271)	−0.001 (−0.226)
Mratio	0.053*** (2.612)	0.007 (0.095)	0.005 (0.011)	0.049 (1.345)	0.262* (1.664)	0.238* (1.698)
own	0.032 (1.588)	0.030 (1.415)	0.012 (1.145)	0.022 (1.327)	0.021 (0.965)	0.032 (0.931)
tobin	−0.002 (−0.471)	−0.028*** (−3.063)	−0.015*** (−3.648)	−0.004 (−1.218)	−0.047*** (−5.908)	−0.053*** (−5.297)
截距项	3.206*** (17.037)	7.078*** (32.890)	6.078*** (28.243)	3.383*** (11.016)	7.263*** (38.369)	6.263*** (33.086)
N	1 496	1 182	314	2 718	1 688	1 030
Adj R^2	0.483	0.302	0.356	0.559	0.326	0.229
F	74.926	19.162	29.814	87.094	64.158	24.014

内部治理机制及外部监督机制，提升企业的投资者保护水平，一定程度上和会计稳健性相辅相成，在两者的共同作用下，企业的财务报告质量得以提升，从而保护投资者的合法权益。

本文仍存在一定的不足，目前计量应计盈余管理的指标非常多，若不考虑极端业绩影响，可能使得计量应计盈余管理的模型存在偏误。本文借鉴Kothari et al.(2005)的方法计量管理层的私利行为；对于非效率投资的计量，则是借鉴Richardson(2006)的模型，但该模型需要假设企业不存在系统性投资不足和过度投资；计量会计稳健性则是借鉴Khan&Watts(2009)的方法。上述三个关键变量的计量目前仍存在一定的不足，未来笔者将继续完善三个指标的计量。同时，本文分析应计盈余管理对非效率投资影响时，没有区分盈余管理方向的影响，不同盈余管理动机导致管理层采用不同的盈余管理方向，因此，这也有待于进一步分析和考察。

主要参考文献

刘斌，吴娅玲.会计稳健性与资本投资效率的实证研究[J].审计与经济研究，2011，(4).

孙刚.控股权性质、会计稳健性与不对称投资效率——基于我国上市公司的再检验[J].山西财经大学学报，2010(5).

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下的研究[J].中国管理科学，2011(2).

李世新，陈卫卫.盈余管理影响上市公司内部投资决策的实证检验[J].财会月刊，2011(15).

冯金龙.薪酬差距、管理层自利行为与公司业绩研究综述[J].财会通讯，2013(3).

Watts R. L.. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications [J]. Accounting Horizons，2003(12).

Ball R.，Shivakumar L.. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition [J]. Journal of Accounting Research，2006(5).

Roychowdhury S.. Earnings Management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics，2006(42).

S. P. Kothari，Andrew J. Leone，Charles E.. Wasley. Performance matched discretionary accrual measures [J]. Journal of Accounting and Economics，2005(9).

Teoh S. H.，T. J. Wong，G.R. Tao. Are accruals during initial public offerings opportunistic [J]. Review of Accounting Studies，1998(3).

Richardson S. A.，R. G. Sloan，M. T. Soliman，I. Tuna. Accrual reliability，earnings persistence and stock prices[J]. Journal of Accounting and Economics，2005(39).

Dietrich R.，Muller K.，Riedl E.. Asymmetric timeless test of accouting conservatism [J]. Journal of Accounting Study，2007(1).

Klan M.，Watts R.L.. Estimation and empirical properties of a firm−year measure of accounting conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics，2009(2).