

盈余管理影响上市公司 内部投资决策的实证检验

李世新 陈卫卫

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400044)

【摘要】 本文以 1998~2009 年间因虚增资产或利润而受证监会处罚的上市公司作为研究对象,分别以行业平均投资水平、配对样本投资水平以及企业理想投资水平为基准,实证检验了盈余管理对企业内部投资决策的影响。结果表明,样本企业盈余管理前的投资水平与正常水平相比并无显著差异;盈余管理期间的投资水平显著超过正常水平,出现过度投资;随着盈余管理的结束,其过度投资也随之消失,并出现投资不足。这表明盈余管理对企业的内部决策与资源配置有着重要影响。

【关键词】 盈余管理 内部决策 投资水平 资源配置

一、关于盈余管理影响企业收益的文献综述

盈余管理是指企业管理层运用会计方法或者安排真实交易来对企业业绩进行策略性调整,从而使企业的会计报告盈余达到期望水平。通过盈余管理,企业管理层不仅可以影响以报告盈余为基础的契约执行,还可以传递扭曲的会计信息,误导利益相关者的决策,改变有限社会资源的配置(Healy 和 Wahlen, 1999)。其作为会计研究领域的热点问题之一,国内外学者已经围绕盈余管理的动因、手段、识别方法、抑制措施以及经济后果等进行了广泛的分析和检验。

就盈余管理的经济后果而言,传统研究主要集中于盈余管理对企业契约执行以及对投资者、债权人等外部利益相关者的影响,只有少量文献涉及盈余管理对企业内部决策的影响。如 Bar Gill 和 Bebcuk(2002)的理论分析指出,盈余管理公司更容易实施无效的投资项目,因为公司通过虚夸业绩可以获取低成本的资金。Wang(2005)的研究认为,财务舞弊公司为了降低被揭露的可能性,倾向于在高风险项目上进行过度投资。与之类似,Kedia 和 Philippon(2009)的研究也发现了公司在盈余操纵期间过度投资的证据。

目前较为详细的研究来自 Mc Nichols 和 Stubben(2008)。他们分析了 1978~2002 年间因为会计政策选用不当而被证监会谴责、被股东起诉或者进行财务重述的美国上市公司,证实这些公司在财务错报期间有着显著的过度投资行为,而在财务错报期结束后,公司的过度投资行为也随之结束。他们认为这是因为盈余管理扭曲了公司的财务信息,导致其作出错误的投资决策。

本文的研究也将基于投资决策的视角,分析我国企业在盈余管理前后以及盈余管理期间投资水平的变化,从而为盈余管理对企业内部决策的影响提供证据。

二、研究设计

1. 研究假设。盈余管理的表现形态多样,包括虚增资产

与利润、“洗大澡”以及收入平滑等。为了研究方便,本文以下仅针对虚增资产与利润形式的正向盈余管理展开讨论。

虽然盈余管理是企业有意识的误导行为,但通常只有企业高层才能掌握确切的盈余管理信息,企业的其他人员同样可能被扭曲的会计信息所误导。首先在盈余管理期间,投资部门人员如果对虚夸的企业财务状况信以为真,并据此作出投资决策,企业将会出现过度投资的状况。其次,即使在内部人员了解企业真实财务状况的情形下,其仍有动机采取机会主义的冒险行为,即通过扩大投资规模来充实其虚夸的业绩。此外,企业通过盈余管理还可以改变社会资源的配置,如取得更多的低成本借款或从资本市场上获取更多的资金,这也会导致企业的投资超出正常水平。

基于上述分析,本文提出假设 1:

H1: 企业在盈余管理期间的投资水平显著超出正常水平,存在过度投资现象。

盈余管理期间的过度投资将大量耗费企业资源,其影响将需要一段较长的时间才能消除。因此,企业的投资水平在盈余管理期结束后将大幅度下降,出现投资不足的情形。此外,在企业结束盈余管理后,特别是当其盈余管理因外部监管原因而被迫中止后,其财务状况往往迅速恶化,获取外部资源(如贷款与再融资)的能力将受到极大限制,这也会在很大程度上限制企业的投资能力。因此,本文提出假设 2:

H2: 企业在盈余管理结束后的投资水平显著低于正常水平,存在投资不足现象。

2. 企业正常投资水平的计量。为了尽量减少选择性误差和测量误差的影响,本文将同时运用三个指标来计量样本企业的正常投资水平:配对样本的投资水平、样本企业所属行业的平均投资水平以及样本企业的理想投资水平。

在企业理想投资水平的计量上,Modigliani 和 Miller(1958)以及 Tobin(1969)指出,企业资产的边际托宾 Q 是决

定投资机会的重要因素,而在完美的资本市场中,投资水平仅依赖于投资机会。Hayashi(1982)指出,在一定的条件下边际托宾Q等于平均托宾Q。

基于现金流量、托宾Q以及投资水平之间的关系,可以得到如下的理想投资模型:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式中: INV_{it} 为上市公司 i 第 t 年的投资水平, Q_{it} 代表上市公司 i 第 $t-1$ 年的托宾 Q 值, CF_{it} 为上市公司 i 第 t 年的现金流量水平。

INV =购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金/年初固定资产;

Q =公司市场价格/公司重置成本=(年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债+短期负债)/年末总资产;

CF =经营性净现金流/年初固定资产。

基于模型(1),对上市公司进行分行业分年份回归,可分别得到各行业各年的回归系数,并建立如下的预测模型:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 CF_{it} \quad (2)$$

然后,将各样本企业的 Q 值和 CF 值分别代入与其年份与行业相对应的模型(2)中,即可得到企业当年的理想投资水平。

三、样本选择与数据来源

由于本文的研究需要使用现金流量数据,而我国上市公司的现金流量表披露始于1998年,因此本文选择了1998~2009年期间因虚增资产或利润而受到证监会处罚的上市公司作为研究对象,并从中剔除了金融行业样本、数据不全的样本以及行业数据较少无法进行分行业分年份回归的样本,最终得到分属于14个行业的108个样本公司。

在此基础上,本文还为每个样本公司选择了一个配对样本。配对样本选取的标准为:在样本企业入选当年,同行业中资产规模相差20%以内且总资产增长率与样本企业最为接近的企业。

本文使用的样本数据来自国泰安(CSMAR)中国上市公司违规处理研究数据库、色诺芬(CCER)盈余管理研究数据库、上市公司财务数据库和IPO数据库。

四、检验结果及分析

1. 描述性统计。样本公司的基本情况如表1和表2所示。由于所有108家样本公司违规年数的中值为2年,本文将以2年为一个研究期间,选取样本企业盈余管理前2年、盈余管理期间2年以及盈余管理结束后2年共3个期间6年的数据进行分析。

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003
样本数	9	9	9	17	13	13
违规年数中值	5	5	2	2	3	3
年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
样本数	8	5	8	7	8	2
违规年数中值	2	2	2.5	2	1	1

行业	电力	电子	房地产	纺织服装	机械设备	交通运输	金属非金属
样本数	2	3	10	9	20	2	6
违规年数中值	2	2	2.5	2	3	4.5	1.5
行业	批发零售	社会服务	石油化学	食品饮料	信息技术	医药	综合
样本数	8	2	11	8	11	8	8
违规年数中值	3	4.5	2	3	2	4.5	2.5

2. 与行业平均投资水平的对比分析。图1为样本企业在盈余管理期间以及盈余管理前后与行业平均投资水平的对比。可以直观地看出,行业平均投资水平在研究期间变动不大,而样本企业各年的投资水平有着相当明显的波动。

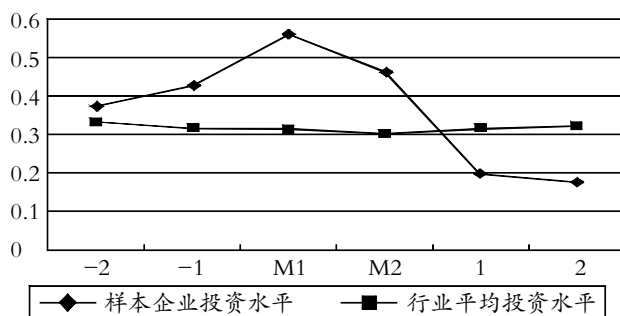


图1 样本企业与行业平均投资水平的对比

本文进一步对样本企业投资水平和行业平均投资水平进行了配对T检验,结果如表3所示。可知,样本企业在实施盈余管理前(Year=-2/-1)的投资水平与行业平均投资水平并无显著差异。在盈余管理期间(Year=M1/M2),样本企业的投资水平显著高于行业平均水平,且在盈余管理开始实施的第1年(Year=M1)达到峰值(55.91%)。在盈余管理结束后2年(Year=1/2),样本企业的投资水平出现明显下滑,显著低于行业平均水平。上述分析结果与前文提出的两个假设完全相符。

表3 与行业平均投资水平的配对T检验结果

Year	N	样本企业投资水平(均值)	行业平均投资水平(均值)	T
-2	56	0.3732	0.3323	0.564
-1	71	0.4271	0.3159	1.508
M1	108	0.5591	0.3124	3.436***
M2	79	0.4604	0.3013	2.009**
1	88	0.1982	0.3143	-2.970***
2	76	0.1762	0.3213	-3.429***

注:***表示在1%的水平上显著,**表示在5%的水平上显著。

3. 与配对样本投资水平的对比分析。图2为样本企业与配对样本在盈余管理期间以及盈余管理前后投资水平的对比。两组企业投资水平的配对T检验结果如表4所示。

与配对样本比较,样本企业的投资水平变化情况与之前的分析结果完全相同。样本企业在盈余管理开始前的投资水平与配比样本的投资水平没有显著差异,在盈余管理期间的投资水平显著高于配对样本的投资水平,而盈余管理结束后

的投资水平则显著低于配对样本的投资水平。分析结果再次证实了前文的假设。

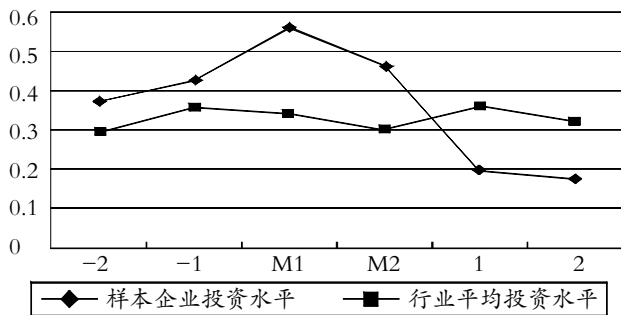


图2 样本企业与配对样本投资水平的对比

表4 与配对样本的配对T检验结果

Year	N	样本企业投资水平(均值)	行业平均投资水平(均值)	T
-2	56	0.373 2	0.293 9	0.805
-1	71	0.427 1	0.356 2	0.847
M1	108	0.559 1	0.340 1	2.490 **
M2	79	0.460 4	0.297 6	1.804 *
1	88	0.198 2	0.359 2	-1.876 *
2	76	0.176 2	0.320 7	-2.010 **

注: **表示在5%的水平上显著, *表示在10%的水平上显著。

4. 与样本企业理想投资水平的对比分析。图3为样本企业实际投资水平与其理想投资水平的对比,相应的配对T检验结果如表5。基于理想投资水平的对比分析总体上仍然支持本文提出的两个假设。企业在盈余管理前的实际投资水平与理想投资水平并无显著差异,在盈余管理第1年的投资水平显著高于理想投资水平,盈余管理结束后的投资水平则显著低于理想投资水平。

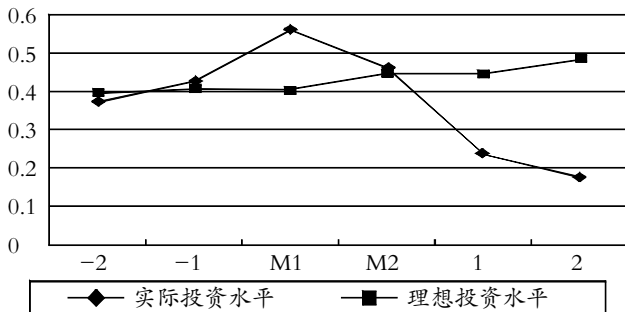


图3 实际投资水平与理想投资水平的对比

表5 与理想投资水平的配对T检验结果

Year	N	样本企业投资水平(均值)	行业平均投资水平(均值)	T
-2	56	0.373 2	0.398 9	0.350
-1	71	0.427 1	0.408 7	0.243
M1	108	0.559 1	0.405 0	2.371 **
M2	79	0.460 4	0.449 2	0.410
1	88	0.198 2	0.449 4	-6.364 ***
2	76	0.176 2	0.486 9	-7.085 ***

需要说明的是,表5的检验结果显示样本企业在盈余管理第2年的实际投资水平并不显著异于理想投资水平,这与前两点的分析结果以及假设2不一致。其原因可能在于:企业通过盈余管理制造了业绩提升的假象,股价大幅上涨,托宾Q随之上升并导致模型(2)所计算得到的企业理想投资水平偏高,从而影响了检验结果的准确性。

五、结论

本文分别以行业平均投资水平、配对样本投资水平以及理想投资水平为基准,检验了盈余管理对样本企业投资水平的影响。检验结果表明,盈余管理企业的投资水平波动剧烈,其在盈余管理前的投资水平与基准水平相比并无显著差异,盈余管理期间的投资水平显著高于基准。随着盈余管理的结束,企业的投资水平也迅速下降并出现投资不足。本文提供的证据表明,盈余管理对企业的内部决策有着显著影响,并改变和扭曲了企业的资源配置。

主要参考文献

1. Hayashi F.. Tobin's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 1982; 50
2. Healy P. M., Wahlen J. M.. A Review of The Earnings Management literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 1999; 13
3. Kedia S., Philippon T.. The Economics of Fraudulent Accounting. *The Review of Financial Studies*, 2009; 22
4. Mc Nichols M. F., Stubben S. R.. Does Earnings management Affect Firms' Investment Decisions? *The Accounting Review*, 2008; 83
5. Modigliani F., Miller M.. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 1958; 3
6. Tobin J.. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969; 1