

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741 _____

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 管理者过度自信对非效率投资的影响分析
——基于盈余管理的视角

研究生姓名: 陈能敏

指导教师姓名、职称: 孙晓娟 教授

学科、专业名称: 应用经济学 国民经济学

研究方向: 投资分析

提交日期: 2021年6月6日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：陈能敏 签字日期：2021.6.

导师签名：孙晓娟 签字日期：2021.6.6

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：陈能敏 签字日期：2021.6.6

导师签名：孙晓娟 签字日期：2021.6.6

**Analysis of the Impact of Managers'
Overconfidence on Inefficient
Investment——Based on the perspective of
earnings management**

Candidate: Chen Nengmin

Supervisor: Sun Xiaojuan

摘 要

投资作为企业资金积累的来源和企业成长的动力,是企业最重要的财务活动之一,高效率的投资行为可以通过对企业资金的合理运用,实现企业价值最大化的中短期目标,还能实现优化社会资源配置的长期目标。然而,现实中却存在诸多影响企业投资决策的内、外部因素,引发了投资过度和投资不足等不经济行为,严重制约了企业乃至社会经济的发展。行为金融学研究表明,管理者的心理因素尤其是过度自信心理是导致企业投资异化的关键因素之一,因此从非理性因素视角探讨如何提高公司投资效率问题具有理论与现实上的双重意义。由于公司会计信息质量的高低也会直接影响到企业的投资效率,而管理层主要通过盈余管理调整公司的财务数据,所以综合考虑管理者过度自信与盈余管理行为可以为提高公司投资效率提供新的研究视角。

梳理现有国内外相关文献可知,鲜有学者将管理者过度自信、盈余管理与非效率投资纳入同一分析框架进行研究,且从有限理性角度出发研究管理者过度自信通过何种渠道影响非效率投资的文献也是寥寥无几。基于以上不足,本文选取2010-2019年沪深A股上市制造业企业作为研究样本,在信息不对称、委托代理和行为金融学理论的基础上分析三者间的作用机理,并据此提出研究假设。首先,在变量设计部分,管理者过度自信指标用管理者薪酬法衡量,盈余管理指标用修正的 Jones 模型衡量,非效率投资指标用 Richardson 模型衡量。其次,通过建立回归模型实证检验管理者过度自信对盈余管理和非效率投资的促进作用,并验证了盈余管理在管理者过度自信对非效率投资的影响中发挥部分中介作用,得出如下结论:(1)管理者过度自信会引起企业非效率投资。(2)管理者过度自信与盈余管理正相关。(3)盈余管理程度与非效率投资正相关。(4)盈余管理在管理者过度自信对非效率投资的影响中发挥部分中介效应。最后,本文根据研究结论提出改进公司投资效率的政策建议,帮助企业解决经营发展中切实存在的问题。

关键词: 管理者过度自信 非效率投资 投资过度 投资不足 盈余管理

Abstract

Investment is one of the most important financial activities of an enterprise as the source of enterprise funds accumulation and the driving force of growth. High-efficiency investment behavior can achieve the short-term and medium-term goal of maximizing enterprise value through the rational use of enterprise funds. The long-term goal of optimizing the allocation of social resources. However, in reality, there are many internal and external factors that affect the investment decision-making of enterprises, causing uneconomic behaviors such as over-investment and under-investment, and seriously restricting the development of enterprises and even the social economy. Behavioral finance studies have shown that managers' psychological factors, especially overconfidence, are one of the key factors leading to the alienation of corporate investment. Therefore, exploring how to improve corporate investment efficiency from the perspective of irrational factors has both theoretical and practical significance. Since the quality of the company's accounting information will also directly affect the company's investment efficiency, and the management mainly adjusts the company's financial data through earnings management, a comprehensive consideration of managers' overconfidence and earnings management behavior can provide a new research perspective to improve the company's investment efficiency.

A review of the existing domestic and foreign related literature shows that few scholars put manager overconfidence, earnings management and inefficient investment into the same analysis framework for research, and from the perspective of bounded rationality, study the channels through which manager overconfidence affects inefficient investment is also very few. Based on the above deficiencies, this article selects the 2010-2019 Shanghai and Shenzhen A-share listed manufacturing companies as the research sample, analyzes the mechanism of action among the three on the basis of information asymmetry, principal-agent and behavioral finance theories, and proposes research hypothesis accordingly. First, in the variable design part, the manager's overconfidence index is measured by the manager compensation method, the earnings management index is measured by the modified Jones model, and the inefficiency investment index is measured by the Richardson model. Secondly, by establishing a regression model to empirically test the role of managers' overconfidence in promoting earnings management and inefficient investment, and verify that earnings management plays a part of the mediating role in the impact of managers' overconfidence on inefficient investment, and draw the following conclusions: (1) Managers' overconfidence can cause inefficient investment of enterprises. (2) Managers' overconfidence is positively correlated with earnings management. (3) The degree of

earnings management is positively correlated with inefficient investment.

(4) Earnings management plays a part of the mediating effect in the influence of managers' overconfidence on inefficient investment. Finally, this article puts forward policy recommendations to improve the company's investment efficiency based on the research conclusions, and helps companies solve practical problems in business development.

Keywords: Manager overconfidence; Inefficient investment; Overinvestment; Underinvestment; Earnings management

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外文献综述及述评	3
1.2.1 国外文献综述	3
1.2.2 国内文献综述	7
1.2.3 国内外文献述评	11
1.3 研究内容及框架结构	12
1.3.1 研究内容	12
1.3.2 框架结构	13
1.4 本文的创新点	13
2 相关概念及理论基础	15
2.1 相关概念的界定及测度方法的选取	15
2.1.1 管理者过度自信	15
2.1.2 盈余管理	16
2.1.3 非效率投资	17
2.2 相关理论基础	19
2.2.1 信息不对称理论	19
2.2.2 委托代理理论	19
2.2.3 行为金融理论	20
3 管理者过度自信、盈余管理对非效率投资的作用机理与研究假设	22
3.1 管理者过度自信对非效率投资的作用机理与研究假设	22
3.2 管理者过度自信对盈余管理的作用机理与研究假设	22
3.3 盈余管理对非效率投资的作用机理与研究假设	23
3.4 盈余管理的中介作用分析与研究假设	24

4 研究设计	25
4.1 样本选取与数据来源	25
4.2 变量设计	25
4.3 检验方法选取与模型构建	28
4.3.1 中介效应检验方法的选取	28
4.3.2 中介效应检验模型的构建	30
5 管理者过度自信、盈余管理对非效率投资影响的实证分析	31
5.1 主要变量的描述性统计分析	31
5.2 主要变量间的相关性分析	32
5.3 回归分析	33
5.3.1 管理者过度自信对非效率投资影响的回归分析	33
5.3.2 管理者过度自信对盈余管理影响的回归分析	33
5.3.3 盈余管理对非效率投资影响的回归分析	34
5.3.4 盈余管理的中介效应检验	35
5.4 稳健性检验	37
6 研究结论、政策建议、研究不足及展望	39
6.1 研究结论	39
6.2 政策建议	40
6.3 研究不足及展望	41
参考文献	43
后 记	50

1 绪论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

投资作为资本积累的来源和企业扩张的动力,高效率投资能最大限度盘活企业闲置资金,在企业乃至整个社会发展中的作用不容小觑,值得引起高度重视。合理有效的投资决策能分散风险,带来超额收益,促进企业健康发展,维护资本市场的有序运行。由于我国的资本市场起步较晚,导致市场运行机制中存在各种缺陷。自改革开放以来,伴随着经济总量的激增,我国企业中非效率投资现象屡屡发生,造成了资源配置效率低下,资源浪费等不利影响。因此,对产生非效率投资行为的原因进行深入研究,对实现企业的长期稳定发展和国民经济高质量发展意义深远。

以往学者大多都是基于“理性经济人”假设对非效率投资问题进行研究,虽然在一定程度上对非效率投资现象产生的原因进行了解释,但没有充分考虑到管理层“非理性因素”的存在,研究结论不够全面,故仅从理性角度解释非效率投资问题存在诸多局限。于是一些学者尝试着从有限理性假设角度出发,将心理学与传统经济学相结合,基于行为金融视角构建新的投资决策理论,经过大量理论分析与实证研究后得出“管理者是‘非理性’人”这一具有突破性的结论。由于企业管理者比普通员工拥有某些更突出的特质且掌握着高度的控制权,这些因素都会导致管理者更易产生过度自信心理,在投资过程中表现出盲目自信的特点。过度自信的管理者倾向于低估风险、高估收益,且缺乏理性思考,这种盲目乐观的自信在投资时表现为:当公司现金流较大时,管理者会高估投资收益,低估潜在风险,倾向于投资 $NPV < 0$ 的项目,造成投资过度;当现金流较小时,管理者会高估企业价值,盲目依赖内部融资,拒绝外部融资,即使面临较好的投资项目也会做出消极的投资行为,引发投资不足。无论是投资过度还是投资不足,这种非效率投资行为对企业的长远发展都危害重大,因此在投资决策的过程中要充分注意因管理者的过度自信因素引发的非效率投资问题,对管理者的非理性行为引起

足够重视。

早期与投资行为有关的文献，主要从融资成本、投资机会和预期收益等方面展开研究，后来的研究指出在引发企业非效率投资行为的众多原因中，盈余管理的作用明显，它是影响企业投资决策结果的决定性因素。盈余管理是管理层机会主义行为的表现，更是企业内外部利益相关者博弈的结果，这种行为直接导致企业会计信息质量降低，而过低的会计信息质量又造成信息不对称，影响投资者的决策结果。过度自信的管理者因为认知偏差做出的错误决策会降低公司的绩效，为掩饰因决策失误而造成的投资损失或是出于其它不良动机，管理者会对企业的财务数据进行盈余管理，虚假的财务信息会误导内外部投资者的决策行为，导致投资不足或者投资过度。通过梳理国内外文献可知，现有研究大多认同管理者过度自信与投资决策间存在一定联系，但是关于管理者过度自信具体通过何种路径影响企业非效率投资行为的研究则相对匮乏。因此，本文基于盈余管理这一中介效应研究管理者过度自信与非效率投资间的关系，具有重要的意义。

1.1.2 研究意义

本文在对上市公司投资水平进行测度的基础上，进一步探讨引发企业非效率投资的深层原因，研究意义如下：

理论意义：本文研究管理者过度自信对非效率投资的影响，证实了管理者的自信程度偏离最佳水平时会引发非理性行为，进而导致非效率投资问题，这在一定程度上丰富了行为金融学领域的研究，有助于补充完善导致企业投资异化的成因。目前相关方面的文献主要研究管理者过度自信、盈余管理与非效率投资两两间的关系，本文通过盈余管理这一中介效应将三者联系起来，以一种新的视角探究管理者过度自信对非效率投资的影响路径，有助于进一步深化人们对投资决策理论的理解，拓宽了国内有关非效率投资的研究范畴。

现实意义：本文从行为金融学的角度研究管理者过度自信对非效率投资产生的影响，有助于解释传统经济学无法回答的问题，研究结论有益于探讨造成企业投资效率低下的非理性影响因素，为企业和监管部门提供政策建议。一方面，将盈余管理引入管理者过度自信对企业非效率投资的影响机制中，有助于解释在投资决策过程中管理者过度自信通过何种渠道对投资行为产生影响，使企业重视管

理层的心理状态,加强管理层队伍的建设,规范管理层的决策行为,完善公司的内部治理结构。另一方面,有助于监管部门进一步规范由管理者过度自信造成的违法操作,对公司盈余管理行为进行监督,提高上市公司的会计信息质量,规范财务披露准则,从而为企业提供行之有效的投资决策模式,实现企业的长远发展。

1.2 国内外文献综述及述评

1.2.1 国外文献综述

(一) 相关概念的文献综述

1. 管理者过度自信

心理学研究结果显示过度自信这种特征是一种广泛存在的表现形式(Weinstein, 1980; Alicke, 1985; DeBondt et al, 1996),它是指人们在预估未来不确定性事件时,高估成功而低估失败的一种稳定心理特征(Wolosin et al, 1973),且在管理层中表现得尤为明显(Cooper et al, 1988; Landier et al, 2004)。国外学者将管理者过度自信定义为管理者对其自身判断能力或认知能力的一种主观上的心理偏差,这种偏差会影响管理层的战略决策,导致预期结果优于实际结果。Larwood 和 Whittaker (1977)是最先将过度自信心理引入管理学研究中的学者,Roll (1986)发现管理者过度自信与企业的决策行为间存在某种联系,他指出管理者的过度自信心理可能会导致公司并购低效甚至无效。Russo et al (1992)等发现管理层有高估公司经营业绩、低估运营风险的倾向。Heaton (2002)指出当市场对企业的估值低于期望值时,即使公司缺乏现金流,过度自信的管理者也会拒绝外部融资,引起投资不足。Landier et al (2009)研究表明法国有超过一半以上的创业者对企业的发展前景充满信心,而仅有 6%的人持消极态度,但随后的调查显示在持有积极心态的创业者中有 17%的人陷入困境。

研究文献表明管理层更容易出现过度自信是因为受到多方面原因的影响,主要因素如下:一是“难易效应”,管理者在做复杂决策时通常过分肯定个人能力,表现出过度自信(Odean, 2002);二是控制幻觉,管理层往往高估收益,低估风险,且对自己的掌控能力过分乐观(March et al, 1987);三是信号理论,信息不对称的存在使得自信的人会被认为能力更高,导致过度自信的人更易成为管理者

(Benabou et al, 2002); 四是自我归因, 人们容易将成功归功于自己, 将失败归因于外在环境 (Gervais et al, 2001)。

2. 盈余管理

自上世纪 80 年代开始, 学者们便开始对盈余管理进行大规模研究, 成果颇多, 但盈余管理的定义也一直饱受争议, 学者们普遍认同 Healy et al (1999) 对盈余管理的理解, 即管理者在涉及企业财务数据的日常经营活动中, 如制定战略规划时, 通过其职业判断改变对外披露的财务信息, 以此来误导以企业绩效为判断依据的外部相关者, 或对与财务数据联系紧密的合约产生一定影响。基于本文研究目的, 下面将主要介绍管理层实施盈余管理行为的动机及其测算方法方面的研究成果。

管理者出于不同的目的, 会对公司的财务数据进行盈余管理, 因此准确识别出盈余管理的动机可以推断出公司财务中未经操纵的盈余部分, 由此合理的计提盈余管理。国外学者认为主要存在以下四种动机, 下面将一一介绍:

(1) 债务契约动机。如果公司陷入财务危机, 出现资不抵债现象, 就有可能违反债务契约, 此时债权人为了降低投资风险, 会通过事先约定的条款限制债务人行为。因为现实中信息往往是不对称的, DeFond et al (1994) 研究表明管理当局在违约年度到来前, 通过改变应计收益项目以增加报告盈余的概率更大。Scott (1997) 也指出管理者为避免出现违约情况而受到惩罚或延迟违约时间以减少不必要的损失, 会对企业的财务数据进行盈余管理。Watts et al (2006) 研究表明企业负债水平的高低与管理层实施盈余管理行为的概率大小呈正相关关系。

(2) 薪酬契约动机。在委托代理关系中, 委托人 (股东) 主要通过财务数据反映出的经营业绩对代理人 (经理人) 进行能力与薪酬的评定, 因此经理人有动机利用会计政策使私人利益最大化。Watts (2006) 研究发现当薪酬与盈余相关时, 管理层通过前移盈余使得任期内报酬提高的几率更大。Healy (1985) 的研究也证实了这一观点, 他发现公司的奖金计划会诱发管理者进行盈余管理。

(3) 资本市场动机。有效市场假说认为价格反映了所有公开的信息, 故管理层无法通过盈余管理来误导投资者, 然而现实中的资本市场并非总是有效, 信息不对称为管理层实施盈余操纵提供了机会。资本市场对公司进行 IPO、初始融

资、配股以及增发新股等设置了一定的标准，为满足这些限制条件或维护自身利益，管理者会进行盈余管理。Teoh et al (1998)、Aharony et al (2000) 验证了公司在 IPO 时会通过修饰会计数据增加报告收益。

(4) 监管动机。监管动机指公司为应对政府或税收部门监管而采取的盈余管理动机。Jones (1991) 研究表明申请了减免税的公司，在申请当年调减盈余的程度比其他时期更大。Boynton (1992) 以美国企业作为研究样本，通过建立模型来研究税收改革法案中账面条款数值与公司管理层实施盈余管理行为间的内在联系，最终得出以下结论：公司会通过盈余管理行为达到避税目的。Healy et al (1999) 研究指出为寻求政府补贴或正处于被调查中的企业更有动机实施盈余管理。

3. 非效率投资

古典经济学理论基于理想的市场机制和理性经济人假设，认为企业的投资水平处于最佳状态，因此不会出现非效率投资现象。随着西方国家平均主义理论和寻租行为理论的兴起，异化投资现象顺势而生，学者们开始对非效率投资展开广泛研究。

以往研究主要从资本存量和投资准则两方面判断是否存在非效率投资。Jensen (1976) 和 Myers (1977) 等学者从投资准则的角度定义非效率投资：假设管理层根据净现值作出判断，将资金投向 $NPV < 0$ 的项目或者用 $NPV < 0$ 的项目代替 $NPV > 0$ 的项目，就被认定为投资过度；类似，如果放弃 $NPV > 0$ 的项目就被认定为投资不足，二者都属于非效率投资。以 Artur et al (2003) 为代表的学者指出，假设存在一个最优的投资标准，如果实际投资量超过最优值就会引发投资过度，反之即为投资不足。主流经济学基本上都是从信息不对称理论 (Narayanan, 1988; Stulz, 1990) 以及委托代理理论 (Jensen et al, 1976; Myers et al, 1977) 两个角度出发解释企业的非效率投资行为。现代行为金融学则开创性地融入了非理性因素，从管理者非理性角度 (Ashta, 2007; Coleman, 2007) 和投资者非理性角度 (Kplan et al, 2000; Fazzari et al, 2000) 对非效率投资问题的解释进行了补充。

(二) 关于管理者过度自信、盈余管理与非效率投资间关系的文献综述

1. 关于管理者过度自信与非效率投资间关系的文献综述

国外学者普遍赞同管理者过度自信会引起企业的过度投资行为这一观点。Statman (1985) 研究发现因为过度自信的管理者通常属于乐观派, 且具备理想主义者的特征, 容易低估甚至无视资本市场中的潜在风险, 所以常常导致过度投资。Grifi et al (1992)、Shefrin (1999) 的研究表明具有过度自信心理的管理者会比理性的管理者做出更偏激的投资决策, 引起非效率投资。Malmendier et al (2001)、Lin et al (2005) 的研究均表明管理者过度自信与企业现金流敏感性间存在密切联系, 公司现金流越大, 管理当局也会青睐更大的投资规模, 造成投资过度。Heaton (2002) 指出不考虑代理问题, 无论企业是否有充足的现金流, 存在管理者过度自信的企业也更易发生过度投资现象。Glaser et al (2008)、Malmendier et al (2008) 等的研究均证实了上述观点。

部分学者的研究结论表明当管理者过度自信程度越高时, 企业的投资不足现象也越严重。Moore et al (2003) 发现管理者的过度自信心态在掌握企业的控制权时表现得更为显著, 盲目乐观的舍弃 $NPV > 0$ 但投资收益过低的项目, 从而引发投资不足。Ho (2016) 发现过度自信的管理者偏好自己专业领域的投资项目, 会忽视其它 $NPV > 0$ 的项目导致投资不足。

当然, 也有学者认为过度自信对企业投资活动带来的并非都是消极作用。Hirshleifer (2010) 认为过度自信的管理者愿意冒险, 乐于投资创新项目, 失败率也更低。Gervais et al (2003) 研究发现理性的管理者为规避风险, 会舍弃信息不完全的投资项目, 而过度自信的管理者会减轻委托代理问题引发的内部矛盾, 为保证企业价值不受影响而投资于盈利项目。Shin-Hung Lin (2012) 研究发现过度自信的管理者会通过改善投资不足来解决非效率投资问题, 从而提升企业绩效。

2. 关于管理者过度自信与盈余管理间关系的文献综述

现代心理学与行为金融学在传统经济学主张的“理性经济人”假设上将管理者的非理性特征纳入对公司财务决策的研究中, 在以往仅仅考虑外部环境对盈余管理活动产生影响的基础上加入管理者非理性的内部因素。过度自信心理源于管理者对自身和宏观环境的认知偏差, 是一种稳定存在的特征。随着研究范围的扩大, 国内外学者们对管理者过度自信和盈余管理间的联系展开了广泛的研究。

管理者由于其自身在某些方面优于常人, 所以更易产生盲目乐观和过分自信

的心理，从而诱发盈余管理行为。Hriber（2010）认为由于资本市场存在压力，管理者为了实现盈余预测倾向于高报盈余信息，且这一倾向与 CEO 的自信程度成正比。Schrand et al（2012）表明过度自信的管理者，比理性管理者更有冒险精神，乐于投资风险大的项目，所以更有可能粉饰财务报告。Ben-David et al（2016）也发现管理者过度自信与更高的盈利预测间存在正相关关系。

3. 关于盈余管理与非效率投资间关系的文献综述

国外对盈余管理和非效率投资间关系的研究比较成熟，大部分学者认为盈余管理会加剧非效率投资现象的发生。Bushman（2001）实证研究发现财务报表与企业投资效率间存在密切关系，在股权分散的国家，财务数据披露不及时会加剧非效率投资现象。Savov（2006）、Menieholts et al（2008）发现违规企业实施盈余管理行为会引起过度投资，当这一行为终止时，过度投资问题也不再发生。Cohen 和 Zarowin（2008）发现过度投资现象普遍存在于实施了盈余管理行为的企业中，管理者片面追求自身利益而不顾企业整体发展，使得非效率投资行为频发。Kedia 和 Philippon（2009）也曾指出盈余管理行为会造成财务数据失真，误导投资者的理性判断，导致过度投资。

也有学者认为盈余管理与非效率投资负相关。Biddle et al（2009）实证表明企业对外披露的财务信息越真实，非效率投资现象发生的概率就越低。Bushman（2005）研究发现企业对投资项目的抉择受经济损失确认时效性的影响，管理层会谨慎投资 $NPV < 0$ 的项目，说明会计信息质量会抑制非效率投资问题。

1.2.2 国内文献综述

（一）相关概念的文献综述

1. 管理者过度自信

国内对行为金融学的研究起步较晚，有关管理者非理性方面的研究相对国外来说较少，现有文献主要从并购、投融资、财务管理、创新投入等方面对管理者过度自信展开讨论。

余明桂等（2006）在控制影响债务融资的其他因素后，研究发现管理者过度自信程度与企业的负债水平间存在正相关关系，由此得出管理者过度自信会引发企业激进的负债行为。吴超鹏等（2008）研究表明当管理者存在过度自信这一心

理特征时，公司的并购业绩也会因此下降。姜付秀等（2009）研究指出管理者的自信水平高于正常值时，只会促进企业的内部扩张，但是对外部扩张的作用并不显著。宋淑琴等（2015）以有并购历史的企业为研究对象，结果表明管理者过度自信会明显降低企业并购后的业绩。李丹蒙等（2018）的研究结论与上述学者不同，他们发现管理者过度自信有利于提升上市公司并购商誉。毕晓方等（2017）发现管理者过度自信与财务冗余可以促进企业的研发支出，且财务冗余在二者间起中介作用。林慧婷等（2014）、易靖韬等（2015）认为管理者过度自信程度越高的公司，其技术创新程度也会更高。

2. 盈余管理

我国对企业盈余管理行为的研究起步较晚，有关盈余管理的概念学术界尚未达成一致。魏明海（2000）认为盈余管理是管理者当局为了误导财务数据使用者对公司绩效的判断或改变那些与财务数据关联的契约的最终结果，在对外披露财务信息时合理的进行会计选择的行为。宁亚平（2004）指出盈余管理是管理者在没有违反法律的前提下灵活地调整会计数据，与盈余作假有着本质上的区别。

在经济飞速发展的同时，资本市场中根深蒂固的种种弊端也逐渐显露，上市公司中不断涌现的数据造假现象催生了对盈余管理动机的研究，国内学者对管理层实施盈余管理行为动机的研究集中在以下两个方面：

（1）规避管制动机。陆建桥（1999）对亏损上市企业的数据进行实证研究后发现，为逃避因持续亏损受到监管部门的处罚，这些企业往往会在亏损年度前后实施正向或负向盈余管理。张雁翎等（2004）在研究上市公司盈利预测误差后发现，高估盈利的企业为避免因盈利预测误差过大而遭受有关部门的处罚，也会主动调整对外披露的财务数据。王亚平等（2005）的研究结果表明上市公司为避免报告亏损而损害公司形象会实施盈余管理，且盈余管理程度较高。肖成民（2011）研究指出无论是为应对退市监管还是再融资监管，公司都会有针对性的实施盈余管理行为。

（2）达到市场要求动机。在股票发行或配股过程中，发生盈余管理行为的概率更大。陈小悦等（2000）研究发现上市企业为达到相关部门设定的配股条件或满足配股标准，有强烈的动机进行盈余管理。张宗益等（2003）研究上市公司当年以及前后各一年的盈余管理行为，结果表明在研究期间样本公司存在明显的

盈余管理行为。王春峰等（2003）的研究结果表明上市公司管理者在 IPO 当年和前一年会人为的增加账面利润，在 IPO 第二年又人为减少利润，说明企业在发行过程中实施了盈余管理行为。蔡春等（2013）研究表明，IPO 定价与盈余管理程度间存在正相关关系。

3. 非效率投资

与国外研究视角一样，国内学者基本上也是从投资不足和投资过度两个角度对非效率投资展开研究。刘松（2009）认为当真实投资水平与最佳投资水平间存在误差时，便产生了非效率投资。陈艳（2012）将非效率投资定义为公司将资金投入不能弥补资本成本的项目，或是放弃能给股东带来收益的项目。

此外，学者们从制度环境和公司治理角度对非效率投资行为产生的原因进行了大量研究。汪平等（2009）实证表明国有企投资过度的现象比非国有企业更严重。杨清香等（2009）在汪平等人研究的基础上还发现了投资不足现象普遍存在于非国有上市公司的结论。王奇波（2005）、高雷（2006）、王永海（2007）指出机构投资者的介入可以抑制非效率投资问题的发生。孙铮（2005）研究发现公司非效率投资与融资约束紧密相关，且投资过度现象在国企中出现频率更高。魏明海等（2007）指出民营企业的股东是风险厌恶者，因此不会选择过度投资，而梁莱歆等（2010）、熊家财（2012）、姚德权等（2013）从政治关联的角度得出了相反的结论，即民营企业发生过度投资现象的概率更大。

（二）关于管理者过度自信、盈余管理与非效率投资间关系的文献综述

1. 关于管理者过度自信与非效率投资间关系的文献综述

国内学者普遍认为管理者过度自信会导致过度投资。李少波等（2006）认为管理者过度自信可能是导致企业并购频繁，但是效率低下的原因。姜付秀等（2009）实证表明管理者的过度自信心理特征越显著，选择的投资规模越大。叶玲等（2013）发现使用净现值评估项目时，容易造成投资决策上的误差，引发过度投资。李云鹤（2014）实证研究得出管理层过度自信与代理问题同时引起过度投资。此外，贺颖等（2005）、朱磊等（2011）、沈克慧（2013）、胡国柳等（2013）、许致维（2013）等学者的研究均证实了二者间存在正相关关系。

也有学者认为管理者过度自信会引起投资不足。李永壮（2015）发现在经济萧条时，过度自信的管理者认为企业潜力被低估，即使现金流不充裕，也会拒绝

外部融资，使企业陷入投资不足的尴尬处境。王霞（2008）、姜付秀等（2009）、苑泽明等（2018）的研究均指出当管理者有过度自信心理时，企业的投资效率会低于最优值，且出现投资不足现象的可能性更大。

还有部分学者认为管理者过度自信与非效率投资间存在非线性关系。叶蓓（2008）、郑宝红等（2016）发现管理者适度乐观可以有效规避非效率投资的行为，超过一定程度时，则会加剧非效率投资的现象。杨扬等（2011）指出过度自信的管理者为获得外界认可，会花更多的精力经营公司，帮助提升公司业绩，当自信程度过高时则会不利于公司发展。

此外，管理者过度自信也会给企业的发展带来积极作用。叶蓓（2008）研究指出管理者的自信程度在可接受范围内波动时，有助于提升公司价值。易靖韬等（2015）在研究管理者过度自信与企业绩效间的关系时发现管理者过度自信会促进企业加大研发投资。翟淑萍等（2016）的研究也证实了管理者过度自信有助于促进企业的探索式创新投资。

2. 关于管理者过度自信与盈余管理间关系的文献综述

过度自信的管理者在经营决策中缺乏理性思考，为避免陷入财务困境或是出于其他动机，会主动实施盈余管理。张荣武等（2008）实证研究发现管理者的过度自信心理持续的时间存在差异，且这种认知偏差更易成为长期稳定的特征，短期过度自信的管理者往往实施正向盈余管理，而长期过度自信的管理者完全相反。兰艳泽等（2010）提出非理性因素的存在是管理者实施盈余管理行为的导火线。张利等（2015）指出当管理者的自信程度与正常值间的差距越大时，发生盈余管理行为的几率越大，表现出盈余平滑行为的概率越小，这会严重影响企业会计信息的质量。张翠红（2019）、李映照等（2020）研究得出管理者在经营业绩低于预期时，有动机进行盈余管理以掩饰自己的战略失误。

随着研究的不断深入，学者们开始从管理者异质性、经济发展阶段、产权性质等方面对管理者过度自信与盈余管理间的关系展开研究。例如，何威风等（2011）研究得出企业的盈余管理行为与管理团队的性别、年龄和学历背景等紧密相关，而且过度自信的管理者会选择双向盈余管理中的一种来满足不同的动机。胡华夏等（2014）研究表明管理者的过度自信心理在经济周期的任一阶段中都会对盈余管理产生截然不同的作用。张泽南等（2016）研究得出在国营企业中，过度自信

这一心理特征会强化女性高管的盈余管理动机，而在非国有企业中情况则相反。

3. 关于盈余管理与非效率投资间关系的文献综述

国内关于盈余管理和企业非效率投资间关系的研究起步较晚，目前尚未取得一致的结论。

国内学者认为盈余管理与非效率投资间存在正相关关系。李世新等（2011）研究表明在实施盈余管理前、中、后的投资水平分别表现为偏差不大、超过标准和过度投资三种形式，说明盈余管理程度的加深会加剧非效率投资。刘慧龙等（2014）认为当企业控制权和决策权集中度较高时，盈余管理程度与非效率投资间呈显著正相关关系。范皓晨（2016）研究表明盈余管理和非效率投资正相关，且这种关系因高管个人特征的不同而不同。张圣利（2010）、杨棉之等（2012）、于敏（2014）、于晓红等（2016）、薛光等（2016）、肖露璐等（2017）都研究得出盈余管理与过度投资显著正相关。

部分国内学者认为盈余管理与非效率投资负相关或无显著关系。刘斌等（2015）实证检验后发现盈余管理可以缓解企业非效率投资带来的压力。任春燕（2012）研究了盈余管理在我国的经济制度环境下会产生何种影响，结论表明盈余管理会降低企业的投资效率，不利于资源的合理配置。章澜等（2013）的研究表明适度的盈余管理和企业的投资效率间没有明显的联系，只有激进的盈余管理才会抑制投资效率。蒋勇等（2017）检验了企业的股权稳定、盈余管理程度和投资效率三者间的联系，发现非效率投资问题在前两者的交互作用下得到了抑制。

1.2.3 国内外文献述评

基于上述国内外学者关于管理者过度自信、盈余管理与非效率投资的研究文献，可以看出：

学者们对三者间的内在联系尚未达成一致结论，现有文献主要分析管理者过度自信对非效率投资产生的影响作用，深入研究其中作用机理的文献相对较少，且基于盈余管理这一中介效应研究二者间关系的文献更为匮乏。

具体来说，主要存在以下不足：（1）国内外关于管理者过度自信、盈余管理、非效率投资三者间关系的研究大多都是讨论两两间的联系，且得出的结论大不相同，鲜有学者将三者纳入同一分析框架进行研究；（2）对非效率投资现象产生的

原因更多的是基于理性假设进行解释，探讨管理者非理性因素的文献较为匮乏；

(3) 有关管理者过度自信与非效率投资间关系的文献更多的是考察前者对后者产生了什么影响以及如何抑制产生的不良影响，而对管理者过度自信通过何种渠道影响非效率投资的文献则相对较少。因此，本文试图弥补以上不足，从盈余管理的中介效应视角深入探讨管理者过度自信对非效率投资产生影响的作用机理，拓宽国内有关非效率投资方面的研究范畴，为提高上市公司的投资效率提供建议。

1.3 研究内容及框架结构

1.3.1 研究内容

本文研究共分为六部分，各章主要内容如下：

第一章：绪论。本章主要阐述本文的选题背景和意义，梳理有关管理者过度自信、盈余管理与非效率投资的概念及相互关系的研究成果，并对现有文献进行述评，引出本文的研究视角，搭建研究框架，指出存在的创新点。

第二章：相关概念和理论基础。本章界定了主要变量的概念（包括管理者过度自信、盈余管理和非效率投资）并梳理相关理论（包括委托代理理论、信息不对称理论和行为金融理论）。

第三章：作用机理与研究假设。本章首先分析三个主要变量两两间的内在联系，然后分析盈余管理作为中介变量的作用机理，最后提出相应的研究假设。

第四章：研究设计。本章结合前文论述，联系我国上市企业的特点，进行变量选取，并介绍数据来源，其中管理者过度自信由管理层薪酬法算出，盈余管理的替代变量由修正的 Jones 模型得出，非效率投资的替代变量由 Richardson 模型得出，进而构建相应的模型检验管理者过度自信影响企业非效率投资的总效应。

第五章：实证分析。本章先对涉及到的变量进行描述性统计和相关性分析，然后进行实证分析验证研究假设，并概括实证结果，最后进行稳健性检验。

第六章：结论与展望。本章总结了本文的研究结论，提出了对应的解决方案与政策建议，同时指出本文的局限性与研究不足，并展望下一步的研究方向。

1.3.2 框架结构

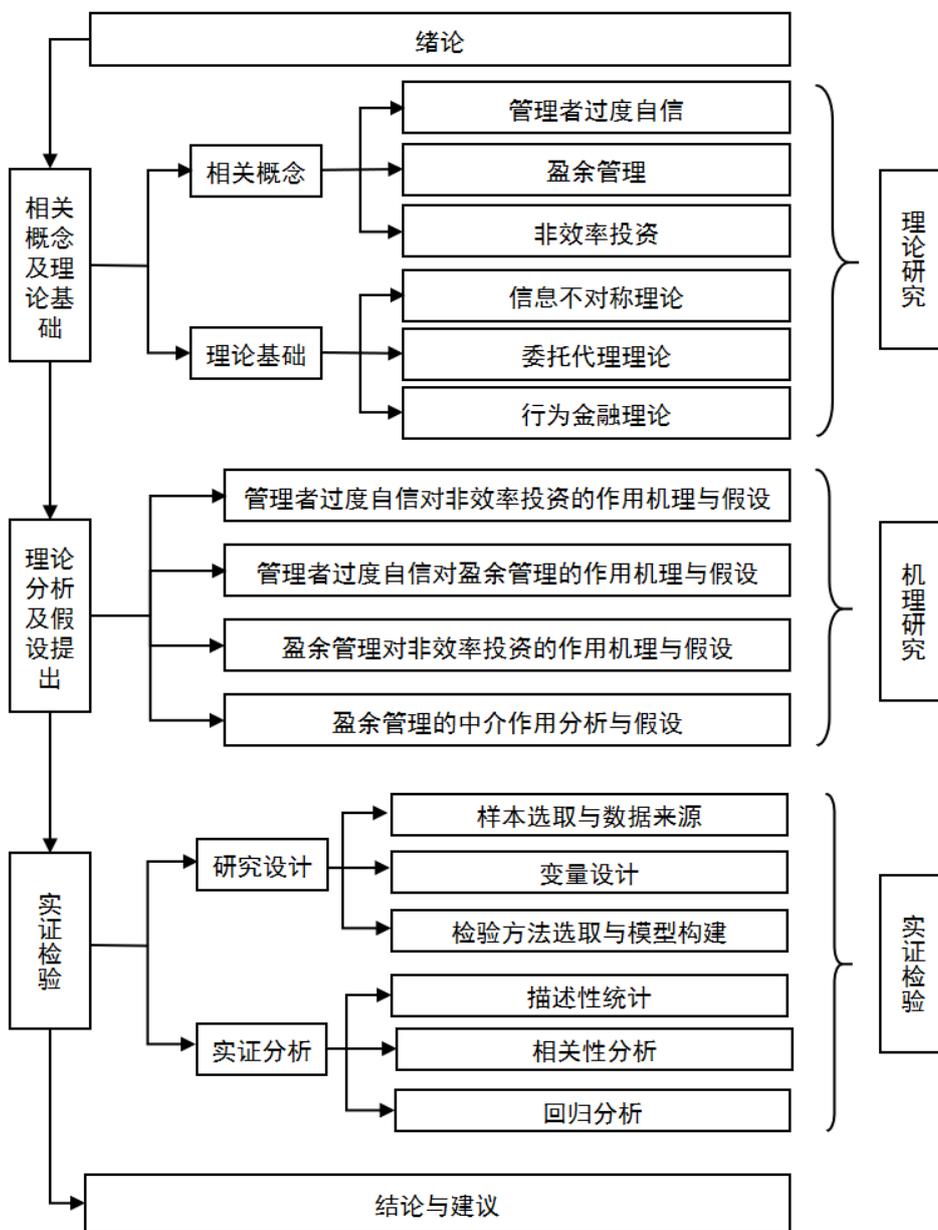


图 1.1 研究框架图

1.4 本文的创新点

一、研究视角的创新。本文创新性的将管理者过度自信、盈余管理、非效率投资三者置于同一分析框架，考察管理者过度自信是通过盈余管理这一中介渠道影响非效率投资，即存在中介效应。

二、研究内容的创新。目前在有关非效率投资的文献中，大多都是基于“理性经济人”假设的角度进行研究，从管理者非理性的视角进行研究的文献相对较少，且现有文献重点关注管理者过度自信对非效率投资产生何种影响以及如何抑制产生的不良影响，鲜有文献从“心理-行为-结果”路径探究管理者过度自信造成非效率投资的原因。因此，本文的研究可以从上述方面对现有研究进行弥补。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念的界定及测度方法的选取

2.1.1 管理者过度自信

1. 管理者过度自信的内涵

传统经济学中的众多理论均潜在的以管理者理性为前提假设,行为金融学的兴起引起了学术界对管理者非理性因素的研究。在管理者众多的非理性行为中过度自信表现的最为明显,具有这种特质的人更有可能获得成功或失败。Mahajon (1992)认为过度自信是指人们在做出决策时,过高估计事件发生的概率的心理特征,事件如期出现会加剧这种自信心理。Gervaris et al (2003)将过度自信定义为高估自己获得信息准确度的一种认知偏差,即对自己拥有的信息赋予更高的比重。

鉴于以上分析,本文认为管理者过度自信是指管理者由于自身拥有某些异于常人的特质,会夸大自己的掌控力和预估结果的准确度,在做出投资决策时表现为高估成功、低估失败,且在成功时归功于自身,失败时归因于外部因素。

2. 管理者过度自信的度量

为了便于对管理者过度自信进行深层次的研究,国外学者们提出了多种测度管理者过度自信的方法,主要的替代变量有以下几种:(1)管理者的相对薪酬(Hayward et al, 1997)认为管理者的薪酬往往代表了其地位的高低,薪酬与自信程度间存在正相关关系;(2)管理者持股比例(Malmendier et al, 2005, 2008)指出当管理层在任职期间内没有增持其他富有潜力的公司的股份时,表明其对本公司的未来充满信心,管理者表现出过度自信;(3)管理层盈利预测偏差(Lin et al, 2005)是指当管理者高估企业未来的盈利能力时表现为过度自信。国内学者在借鉴国外经验的基础上,新增了以下两种方法:将管理者的个人特征,由性别、学历、年龄和两职合一等因素组合的综合指标测度法(余明桂等, 2013)和由企业家根据自己的判断对未来经济的发展做出合理预期的企业景气指数法(余明桂等, 2006)。

2.1.2 盈余管理

1. 盈余管理的内涵

盈余管理是指在没有违反法律的前提下,适当改变公司对外报告的财务信息的一种手段,包括应计盈余管理和真实盈余管理。前者指运用会计政策调整会计期间的利润来调节企业盈余的一种行为,具体可以通过改变固定资产的折旧方法、坏账计提以及收入费用的确认时间等进行盈余管理,这种行为不会影响到盈余总额和企业经营现金净流量,但在审计时极易被发现。后者指通过构造真实的经济交易活动来实施盈余管理的行为,主要是通过影响企业的销售收入、生产成本或酌量性费用三个方面,这种行为会对企业的经营现金净流量产生影响,且隐秘性较高。不管是应计盈余管理还是真实盈余管理都会对财务数据的真实性产生影响,会误导内外部信息使用者,因此规范企业的盈余管理行为具有重要意义。鉴于国内大多数公司主要通过利用第一种方法来调节盈余,故本文主要对应计盈余管理展开研究。

本文认为盈余管理是指在没有违反有关法律规定的基礎上,管理层出于各种利己动机,巧妙地使用相应的会计政策或变更会计估计方法影响财务报表使用者对企业业绩判断的一种盈余调整行为。

2. 盈余管理的度量

国内外学者对盈余管理做了大量研究,学者们对盈余管理的测度方法各抒己见,梳理文献可知主要分为以下三种:

(1) 总体应计利润法。当以权责发生制作为会计记账原则时,会计盈余包括经营现金净流量和应计利润两方面,其中,经营现金净流量由于和会计方法的选择联系较小,故假定未被管理过,所以在衡量盈余管理时通常只考虑应计利润。应计利润指应该计入当期损益的收入及费用但不会对当期现金流量造成影响的部分。Kaplan (1985) 认为应计利润总额由可操纵性应计利润和非可操纵性应计利润组成,盈余管理等于扣除了其中的非操纵性部分后剩下的可操纵性部分。基于这一思路,学者们相继提出了许多测度盈余管理的模型,如 Healy 模型 (Healy, 1985)、Jones 模型 (Jones, 1991) 等。

(2) 特定应计利润法。特定应计法是 Mc Nichols les et al (1988) 设计的,

基本思路是通过测算某个特定的盈余管理工具对应计利润的影响大小来测算盈余管理，常被用来研究特定行业的盈余管理水平。由于提前了解到盈余管理可以被特定的应计利润项目所反映，所以能科学地辨别出可操纵性应计利润和非可操纵性应计利润。Teoh（1998）指出未上市企业会充分利用首次公开发行股票、年度折旧和坏账计提政策实施盈余管理。

（3）盈余频率分步法。该法由 Burgstahler et al（1997）首创，利用盈余的分布特点判断管理者当局是否进行了盈余管理，主要以盈余分布直方图中阈值处密度函数曲线是否平滑作为依据，包括直方图和统计检验两种方法。Das et al（2001）指出上市公司可以通过提高每股报告盈余的办法来进行盈余管理。

2.1.3 非效率投资

1. 非效率投资的内涵

传统公司财务理论认为企业的投资应该朝企业价值最大化的目标达到一个最佳的投资规模，但现实中由于投资意愿偏误和操作失误等外部因素的干扰，导致非效率投资现象频繁发生。根据产生原因的差异可将其概括为意愿型非效率投资和操作型非效率投资。前者起因于委托代理冲突，企业所有者和经营者间由于利益上的纠纷且双方掌握的信息不对称，管理者出于自身利益考虑会使实际投资水平偏离最优投资规模；大股东和小股东间也存在利益纷争，大股东会利用超强控制权进行非效率投资来掠夺其他股东的利益。操作型非效率投资是指在项目评估和执行等步骤出现操作失误，管理者由于过度自信导致项目评估决策失误以及当市场对企业的估值低于管理层的期望值时，管理层不愿意进行外部融资等原因导致的投资不足现象都可以归纳为操作型非效率投资。

基于以上分析，本文认为非效率投资是指公司根据实际经营水平得出一个最佳投资规模，当实际投资水平与最佳投资水平间存在误差时即认为存在非效率投资，其中实际投资规模高于理想的投资规模时视为投资过度，反之则视为投资不足。

2. 非效率投资的度量

目前学术界测度非效率投资的主要方法有以下四种，下面将一一介绍：

(1) Vogt 模型

该模型由 Vogt 在 1994 年首次提出，主要以现金流 (CF/K)、投资机会 (托宾 Q)、现金流和投资机会的交乘项 (CF/K*Q)、现金股利的变化 (DCASH/K) 和销售收入 (SALES/K) 等为主要变量构建的模型，当交乘项的系数 β_3 为正时，说明存在投资不足，反之则为投资过度。模型如下所示：

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_2 \left(\frac{DCASH}{K}\right)_{it} + \beta_3 \left(\frac{SALES}{K}\right)_{it} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} Q_{i,t-1} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t}$$

(2) 托宾 Q 模型

Risberg (2006) 指出在传统经济学建立的理想市场模型中，只要投资的收益不低于成本，企业就有动机继续投资，直至现金流入量等于现金流出量，也即边际托宾 Q 等于 1 时，企业才会终止投资。因此，企业的投资水平可以由边际托宾 Q 的实际值与最佳值间的差值代表。

(3) Richardson 模型

Richardson 在 2006 年提出了投资期望模型，他指出企业的投资主要以预期投资和非预期投资组成，其中的预期投资是指维持公司正常运营的支出，包括固定资产折旧等，而非预期投资是指真实投资额与预期投资额间的差值。其中主要包括以下几个变量：企业的投资额(I)、企业的成长性(GROW)、资产负债率(LEV)、现金存量(CASH)、上市年数(AGE)、规模(SIZE)、股票收益率(RET)、年度(YEAR)、行业(IND)。模型如下所示：

$$I_t = \vartheta + \beta_1 GROW_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 CASH_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 I_{i,t-1} + YEAR + IND + \varepsilon_{i,t}$$

(4) FHP 投资-现金流敏感度模型

其中包括以下几个变量：固定资产投资额 (I)、公司的投资机会 (X)、内部现金流 (CF)、期初资产存量 (K)。

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = f\left(\frac{X}{K}\right)_{it} + g\left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \varepsilon_{it}$$

(5) 基于 DEA 模型的投资效率评价

该模型是以同类多指标投入和产出间的相对效率为判断依据进行测算的方法。基本操作步骤是先在众多企业的投入和产出中挑出投入最少、产出最多，即效率最高的企业作为标准，其他企业以此为基准测算出非效率程度的一种方法。

2.2 相关理论基础

2.2.1 信息不对称理论

最先质疑经济学领域中市场信息是“完全充分”的这一假设的是 Simon 和 Arrow，他们认为资本市场并非是完美无摩擦的，市场环境往往瞬息万变，信息传递存在滞后性、不充分性以及人类在认知上存在局限性，这些因素都会引发经济行为的不确定性。按照形成机理不同可以将其分为信息质量、来源、时效以及数量上的不对称四种主要形式。其中，在交易双方签约前就已经存在的称为事前信息不对称，主要是由于获得信息更为全面的一方隐藏了信息，相关方面的研究理论被称为逆向选择理论；在交易双方签约后发生的称为事后信息不对称，主要是因为获得信息更为全面的一方隐藏了行动，相关方面的研究理论被称为道德风险理论。信息不对称性造成了劳动力市场上人力资源配置效率低下、保险市场上需求稀缺以及信贷市场上信用风险居高不下等诸多不良经济后果。

以企业投资为例，管理者、所有者以及债权人间的信息不对称会降低企业的投资效率，导致资源错配。例如，当企业采取债权融资方式时，债权人无法准确判断投资项目的盈利情况，对企业是否能够按期还款不能做出很好的预估，倘若企业不能做出实质性的偿还保证，债权人将会拒绝融资，此时即使企业面临较好的投资机会，也会因为缺乏资金导致投资不足。当企业采取股权融资时，由于新股东对企业的资产价值或投资项目的价值缺乏深入了解，只愿以市场均价支付公司股票，则富有潜力的企业会因为价值被低估而无法吸引足够的融资，引发投资不足；而经营水平一般或者较差的公司会因为价值被高估而获得大量的外部资金支持，引发投资过度。此时需要采取相应的解决方案来应对这些问题，例如市场信号或者效率工资等。

2.2.2 委托代理理论

当职业经理人成为企业真正的控制者，管理企业的日常运营活动，而所有权由股东占有时便产生了委托代理关系，这种关系从本质上看也是一种契约关系。股东将其拥有的某些权力授予职业经理人，与传统意义上的雇佣关系不同，代理

人对企业的经营活动具有较大的自主决策权，且委托人又无法时刻观察并监督代理人，在这种情况下极易引发委托代理冲突。利益引发了矛盾，代理人为了一己之利，在做出决策时会将私人利益置于委托人利益之上，而信息不对称则加剧了冲突，为冲突的产生创造了时间和条件。

企业中普遍存在的委托代理问题是造成投资异化现象的主要原因之一。管理层为了快速提高声誉，过分追求短期效益，放弃有利于企业长远发展的投资项目，而选择赢利快的短期项目；或是为了避免承担投资失败的风险，放弃一些具有发展潜力的投资项目，这些短视行为都会造成非效率投资。此外，企业中的其他利益相关者相互间的委托代理问题也会直接或间接的影响投资决策的结果，更多的表现为降低了企业的投资效率。管理层往往代表着大股东的利益，因此在做出投资决策时会优先考虑大股东，这种行为不仅会使小股东的利益受到损失，还使小股东的利益无法得到保障。大股东也会通过违反市场规则制定不合理的价格、收购关联企业等途径损害小股东利益。股东和债权人间的利益目标不同，当企业负债较大时，股东有强烈动机选择成功几率小、风险大，且收益率高的项目。股东可以从成功的项目中获利，却不用为亏损的项目负责，这种以债权人利益为代价的非理性投资行为会引起过度投资。为缓解代理冲突，提高代理效率，从而减少代理过程中的非效率投资现象，委托人需要通过建立完善的激励机制或监督机制来规范代理人的行为，这也是委托代理理论需要解决的核心问题。

2.2.3 行为金融理论

以上理论是基于传统金融学中的“理性经济人”假设提出的，但现实中并不存在完美无摩擦的资本市场，因此得出的结论与现实存在较大的差距。为了更准确的对投资行为进行研究，后续学者将心理学引入金融学领域，行为金融理论顺势而生。Taylor 将行为金融学定义为一门研究个体如何理解获取到的信息，并以此为依据做出决策的学科。

行为金融学理论指出，人们在进行投资时易受心理因素的影响，在理性思维与感性思维综合作用下的实际投资结果与预期结果间存在一定的偏差，通常表现为非效率投资，行为金融理论区别于传统金融理论最大的优点与特点就是充分考虑到非理性因素在投资决策过程中发挥的作用。行为金融学领域的研究在不断的

完善中得到了发展，并逐渐趋于成熟，其主要包括以下几个发展阶段：早期阶段（19 世纪至 20 世纪 60 年代）——开创性的将心理因素引入投资模型中；初步发展阶段（20 世纪 60 年代至 80 年代中期）——基于人的“认知偏差”提出了与投资模型前提假设互相冲突的“过度自信”、“风险态度”和“心理账户”三个概念，还提出了该领域中最具代表性的学说：“期望理论”；金融学行为阶段（20 世纪 80 年代中期至今）——由于传统金融学无法解释的金融异象频繁发生以及期望理论逐渐被众人接受，这一时期的行为金融学得到突破性的发展，重在完善投资策略。

3 管理者过度自信、盈余管理对非效率投资的作用机理与研究假设

3.1 管理者过度自信对非效率投资的作用机理与研究假设

投资决策是各种因素共同催化下的行为结果。传统经济学在理性人假设下解释了信息不对称与委托代理关系导致非效率投资问题发生的作用路径,但现实中的大量研究结果均指出过度自信心理普遍存在,尤其在管理层中,这一结论证实了管理者当局是在非理性因素的干扰下做出了投资决策。优越的教育背景及丰富的管理经验会助长管理者的过度自信心理,致使管理者在投资决策过程中偏离理性思维,盲目进行主观臆断,具体表现为高估自己掌控事件的能力和企业的价值,低估未知事件发生的概率,违背基本的投资准则,引发非效率投资问题。

Malmendier et al (2005) 研究指出,过度自信管理者的投资冲动更强烈。为了建立商业帝国和获取更多资源,他们乐于投资高风险、低收益的项目,这种非理性的行为会造成投资过度,王霞等(2008)、姜付秀等(2009)的研究结果均证实了这一观点。此外,研究表明过度自信的管理者通常比理性的管理者对公司未来的发展抱有更加乐观的态度,为避免公司的潜在商业价值被他人分享,对内部融资的偏好程度会大于外源融资,从而放弃一些综合评价良好的优质投资项目,当企业现金流不足以满足自身发展需要时,就会导致投资不足。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 1: 管理者过度自信与非效率投资正相关。

3.2 管理者过度自信对盈余管理的作用机理与研究假设

过度自信的管理者在面临投资、融资和并购等重大战略决策时更容易出现失误,损害公司利益,还会出于各种利己动机,利用会计手段调整公司的财务数据,不真实的经营业绩会误导财务报表的使用者做出错误的判断,导致社会资源错配,不利于社会整体经济的向前发展。首先,过度自信的管理者缺乏理性思考,在信息处理过程中容易忽略自认为不重要的信息,仅仅关注有限的重要信息,这种简

单的信息处理模式不利于在复杂的市场环境中做出正确的判断,若偏离最优决策,就会通过盈余管理掩盖这种失误导致的不良后果。其次,过度自信的管理者比理性的管理者对自己的经营能力给予了更大的肯定,认为企业绩效会优于预期,因此当实际结果低于预期盈利目标时会进行盈余管理。最后,过度自信的管理者是理想主义者,往往低估市场风险,缺乏对经济环境的深刻认识,“控制幻觉”会让他们误以为自己能控制事情发生的局面,并能解决出现的问题。在这种情况下,管理者为了避免出现财务困境也会实施盈余管理。张荣武等(2008)的研究证实了管理者过度自信会对公司盈余管理产生严重影响。

此外,在委托代理关系中,由于约束有限,管理者通常拥有较大的决策权。我国在规范会计信息准则的同时,给予了管理者较大的选择空间,他们可以根据自身经验和职业判断自主选择折旧计提和坏账准备等会计估计方法,这说明了管理者不仅有充足的动机还有很大的能力去实施盈余管理。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 2: 管理者过度自信与盈余管理正相关。

3.3 盈余管理对非效率投资的作用机理与研究假设

财务报告披露的信息不仅是股东衡量管理层经营成果和制定管理层薪酬标准的重要指标,还是企业利益相关者做出判断的依据,因此会计信息质量的高低在一定程度上直接影响企业的投资行为。管理层出于自私主义有动机,也有足够的空间对财务报告实施盈余管理行为,不真实的财务数据会影响企业的投资效率。

一方面,失真的财务数据会传递错误的信息,扩大信息不对称问题,增加代理成本和监督成本。当对会计信息进行正向盈余管理时,营造出来的虚假繁荣现象会诱使内部管理层进行过度投资。为吸引外部投资,公司也会夸大盈利能力,制造出业绩良好的假象。这些行为虽然会在短时间内为公司带来资金流,但长期来看,不仅会降低企业与投资者间的信任度,损害外部投资者的私人利益,还会导致资源错配和非效率投资。另一方面,低质量的会计信息还会引发道德危机问题,降低交易双方的信任度,增加融资约束,提高融资成本。当债权人和投资者难以合理评估投资项目的风险程度时,会提高外源融资成本,使得外部融资无法完美替代内部资金。在公司缺乏现金流时,被迫舍弃富有潜力的项目会引发投资

不足。此外，管理者要承担公司经营的成本，而利益却要与股东分享，这种利益分配机制容易引发“道德风险”问题。因此，在做出决策时管理者往往优先考虑私人利益，实现投资规模的快速扩张，建立自己的商业帝国，这种非理性行为会加剧投资过度问题，不利于企业的长远发展。基于以上分析，本文提出如下假设：

假设 3：盈余管理与非效率投资正相关。

3.4 盈余管理的中介作用分析与研究假设

管理者因为拥有某些突出的特质，所以比一般人表现的更自信，这种认知偏差在投资过程中表现为对收益盲目乐观，认为企业未来现金流会高于融资成本，从而设置一些不切实际或者低效益的投资目标，忽视潜在的市场风险。由于过度自信的管理者缺乏理性判断，对自己的决策能力和公司的经营现状缺少深刻的认识，倾向于采用激进的财务政策，更易让公司陷入财务困境。其制定的战略规划或投资决策也常常偏离公司的正常经营轨道，这种盲目乐观会让公司蒙受巨大损失，为掩盖自己的决策失误或维持良好声誉，过度自信的管理者会通过盈余管理操纵手段扭曲公司的财务信息。当公司的实际经营业绩与预测业绩间存在较大的差异时，过度自信的管理者会认为这种差异是短暂的，认为将来的收益或损失过早的进行了确认，为使业绩达标倾向于进行更为激进的盈余管理。此外，管理者过度自信会高估盈余管理带来的收益，忽视外部监管部门的存在，对掩饰盈余管理行为抱有侥幸心理。

过度自信的管理者通过粉饰财务报告获得超额收益或者掩盖决策失误，不仅会加剧信息不对称，降低双方的信任度，还会引发各种道德问题，对企业的投融资效率造成不利影响，导致非效率投资问题。由于债权人是信息劣势方，无法像内部管理者那样对企业的经营状况有着全面的了解，从而会误判企业价值，使得实际投资决策与最佳投资规模间存在差距，引起过度投资，造成社会资源的低效乃至无效配置。当外部投资者逐渐熟悉企业的真实盈利情况时，会意识到管理层通过实施盈余管理行为隐藏了部分真实信息，可能会通过要求更高的收益率来补偿信息不对称导致的经济损失，甚至撤资，此时企业会因为资金链断裂引发投资不足问题。基于以上分析，本文提出以下假设：

假设 4：盈余管理在管理者过度自信对非效率投资的影响中起到中介效应。

4 研究设计

4.1 样本选取与数据来源

本文选取 2010-2019 年沪深 A 股上市制造业企业作为研究对象,之所以选择制造业企业是出于以下两点考虑:一方面,我国制造业企业数量庞大,在一定程度上能代表上市企业的投资状况;另一方面,制造业企业的固定资产投资占比大,投资期限长,资产专用性强,与实物投资的特点较为吻合。为保证数据的完整性和可用性,本文对搜集到的数据进行如下处理:(1)由于非效率投资的计算需要用到滞后两年的数据,因此本文部分数据的样本使用期间为 2008-2019 年,且剔除 2008 年及以后上市的公司。(2)剔除数据不全的样本企业。(3)剔除 ST、*ST 以及 PT 的企业,这些公司因为财务异常会导致投资行为偏离正常水平,对研究结论造成影响。(4)避免极端值干扰实证结果,对相关数据进行 Winsor 处理。

经上述筛选、剔除后,本文最终得到 675 家上市公司,10 年共计 6750 个样本观测值。数据来源于万德数据库(Wind),本文主要使用 Excel 和 Stata 软件。

4.2 变量设计

(一) 被解释变量

随着学术界对非效率投资问题的深入研究,其度量模型也是多种多样。鉴于 Richardson 模型中涉及的时间序列较短,相对其他几种测算方法效率更高,且适用于中国实际情况,因此本文采用这种方法来衡量上市公司的非效率投资水平。具体思路是先根据上年数据估算出本年度的预期投资,再与本年度的实际投资水平相比,差值即为非效率投资水平,且正值代表投资过度,负值代表投资不足。

按照 Richardson 模型,企业的总投资(TI)包括维持性投资(MI)与新增投资(NI),其中新增投资(NI)又分为预期投资(EI)和非预期投资(UOI),非预期投资也称为非效率投资,包括投资不足(UI)和投资过度(OI)。

$$TI=MI+NI \quad (1)$$

$$NI=EI+UOI \quad (2)$$

具体模型如下所示:

$$NI_t = \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Return_{t-1} + \beta_7 NI_{t-1} + Year + \xi_t \quad (3)$$

其中，模型（3）左侧的 NI=（构建固定资产、无形资产及其他长期资产的支出+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-折旧和摊销）/总资产，表示本年度新增投资水平。右侧变量依次为成长机会、资产负债率、现金持有量、上市年龄、企业规模、股票年回报率、上期新增投资、年份和回归残差。模型（3）的拟合值即为预期投资 EI 的估算值，残差为非预期投资 UOI。其中，回归残差大于 0，即为投资过度，取绝对值后用 OI 表示；回归残差小于 0，即为投资不足，取绝对值后用 UI 表示。为了便于比较，本文按照残差正负，将研究样本分为投资过度组和投资不足组。

非效率投资模型中各主要变量的定义及解释说明如表 4.1 所示：

表 4.1 非效率投资模型各变量解释

变量名称	变量符号	变量定义
第 t 年新增投资水平	NI_t	第 t 年新增投资
第 t-1 年新增投资水平	NI_{t-1}	第 t-1 年新增投资
成长机会	$Growth_{t-1}$	上年营业收入增长率
资产负债率	Lev_{t-1}	上年末负债/上年末资产
现金持有量	$Cash_{t-1}$	上年末公司现金流量表中现金持有量
上市年龄	Age_{t-1}	截止到上年末公司的上市年限
企业规模	$Size_{t-1}$	上年末资产总额的自然对数
股票年回报率	$Return_{t-1}$	上年末股票年回报率
年度	Year	年度控制变量
回归残差	ξ_t	非效率投资观测值

（二）解释变量

现有管理者过度自信的度量方法各有利弊，结合实际情况与上市企业相关数据的可得性，本文选取较为主流的相对薪酬法来测算管理者的过度自信程度。其基本原理是以金额前三的高管薪酬总额占管理层年度薪酬总额的比值替代管理

者过度自信，用 OC 表示，且当其数值大于中位数时表示存在过度自信，取值为 1，否则取 0，在实证过程中主要使用管理者过度自信虚拟变量进行计算。

（三）中介变量

本文选用盈余管理作为中介变量，运用修正的 Jones 模型来计算。其基本模型如下所示， TA_t = 净利润 - 经营活动产生的现金净流量，表示总应计利润， A_{t-1} 表示第 t 期的期初总资产， ΔREV_t 表示第 t 期相对第 t-1 期营业收入的变动， ΔREC_t 表示第 t 期相对第 t-1 期应收账款的变动， PPE_{t-1} 表示第 t-1 期的固定资产总额。具体步骤是，先通过模型（4）得到参数 β_1 、 β_2 、 β_3 的估计值，然后带入模型（5）算出非操纵性应计利润，最后通过模型（6）得到可操纵性应计利润。本文最终使用盈余管理的绝对值作为度量指标，其值越大，表示企业进行盈余管理的程度越高。

$$TA_t / A_{t-1} = \beta_1(1 / A_{t-1}) + \beta_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t) / A_{t-1} + \beta_3(PPE_{t-1} / A_{t-1}) + e_t \quad (4)$$

$$NDA_t / A_{t-1} = \hat{\beta}_1(1 / A_{t-1}) + \hat{\beta}_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t) / A_{t-1} + \hat{\beta}_3(PPE_{t-1} / A_{t-1}) \quad (5)$$

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

（四）控制变量

（1）资产负债率（LEV）。企业的负债状况是决定企业能否吸引足够外部资金的影响因素之一，间接影响企业的投资效率水平。

（2）净资产收益率（ROE）。该指标可以很好的反映出企业的盈利能力，是广大投资者决定是否要对企业进行投资的重要依据，也是判断管理层经营能力的重要指标。

（3）上市年限（AGE）。企业的投资策略会因成长阶段的不同而存在差异，上市时间越长，对风险的厌恶越大，对投资项目的选择也会越慎重，意味着企业在不同成长时期的投资战略不同。

（4）企业规模（SIZE）。企业规模越大表示企业的财力越雄厚，企业有更多的闲置资金进行项目投资，也更有可能导致非效率投资现象。

（5）独立董事规模（IDR）。公司聘请的外部独立董事会对企业管理层的投资决策行为进行监督，这在一定程度上可以抑制非效率投资行为的发生。

(6) 自由现金流 (FCF)。企业管理层会因为公司拥有充足的自由现金流而盲目乐观, 低估甚至无视潜在的投资风险, 引发非效率投资问题。

(7) 年份 (YEAR)。考虑到年份会对投资效率产生影响, 因此本文选择年份虚拟变量作为控制变量之一。

综上所述, 基于本文的研究需要, 总共选取了 7 个控制变量, 上述各变量的定义及说明如表 4.2 所示:

表 4.2 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率投资	UOI	模型 3 回归残差 $ \xi_t $
	投资过度	OI	模型 3 回归残差 ξ_t
	投资不足	UI	模型 3 回归残差 $-\xi_t$
解释变量	管理者过度自信	OC	前三名高管薪酬和/高管薪酬总和>中位数, 视为管理者过度自信, 取值 1, 否则取 0
中介变量	盈余管理	DA	模型 6 的 $ DA_t / A_{t-1} $
控制变量	资产负债率	LEV	总负债/总资产
	净资产收益率	ROE	净利润/平均总资产
	上市年限	AGE	年份-上市时间
	企业规模	SIZE	Ln(期末资产总额)
	独立董事规模	IDR	独立董事人数/董事人数
	自由现金流	FCF	经营现金净流量/期末资产总额
	年份	YEAR	年份虚拟变量

4.3 检验方法选取与模型构建

4.3.1 中介效应检验方法的选取

中介效应模型是一个被国内外学者广泛使用的实证方法, 由 Baron 和 Kenny 于 1986 年提出。在研究变量间的相互关系时, 通常会借助其他变量对这种关系

加以辅助说明，以更好体现出自变量对因变量产生影响的作用机制。

本文主要借鉴温忠麟（2004）提出的逐步检验法来检验中介效应。图 4.1 是中介效应模型的示意图，若自变量 X 通过 M 对因变量 Y 产生影响，那么 M 就称为中介变量。其中系数 c 表示自变量 X 对因变量 Y 的总效应；系数 a 表示自变量 X 对中介变量 M 产生的效应；系数 b 是在控制自变量 X 的影响后，中介变量 M 对被解释变量 Y 的效应；系数 c' 在控制中介变量 M 后，自变量 X 对因变量 Y 的直接影响；e1、e2、e3 是模型的回归残差。

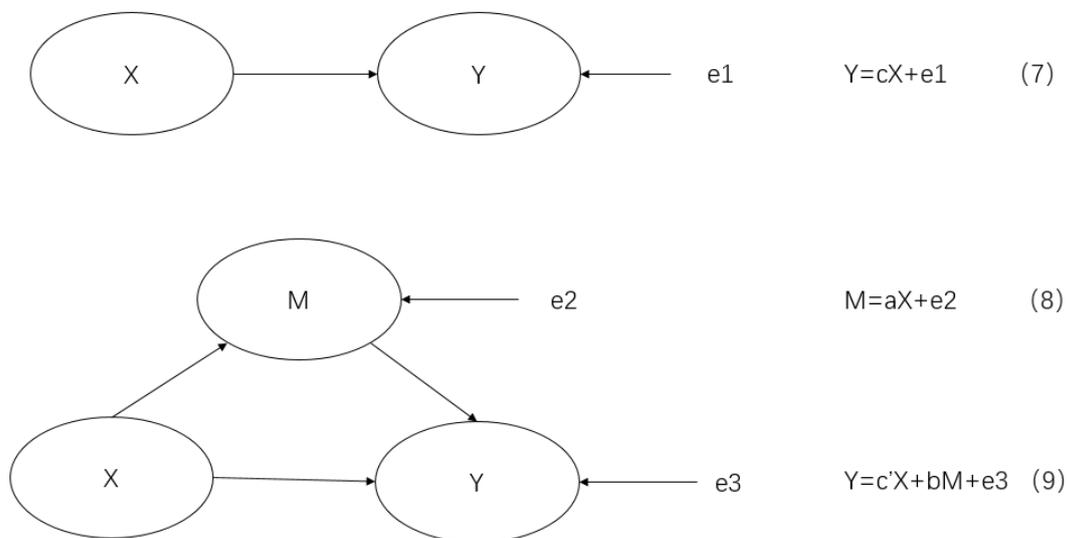


图 4.1 中介效应路径图

逐步检验法的具体思路如图 4.2 所示：（1）检验方程 7 的系数 c 是否显著，若不显著，说明变量 X 和 Y 之间不存在中介效应，停止检验；若显著，则进行第二步；（2）分别检验方程 8 和方程 9 的系数 a、b 是否显著，若 a、b 都显著，说明变量 M 在 X 对 Y 的影响中起到中介作用；若 a、b 间至少有一个不显著，需通过 Sobel 检验进行判断，若 Sobel 检验结果显著，表示存在中介效应，反之终止检验；（3）如果以上步骤均通过检验，但系数 c' 不显著，说明存在完全中介效应；若系数 c' 显著，说明存在部分中介效应。

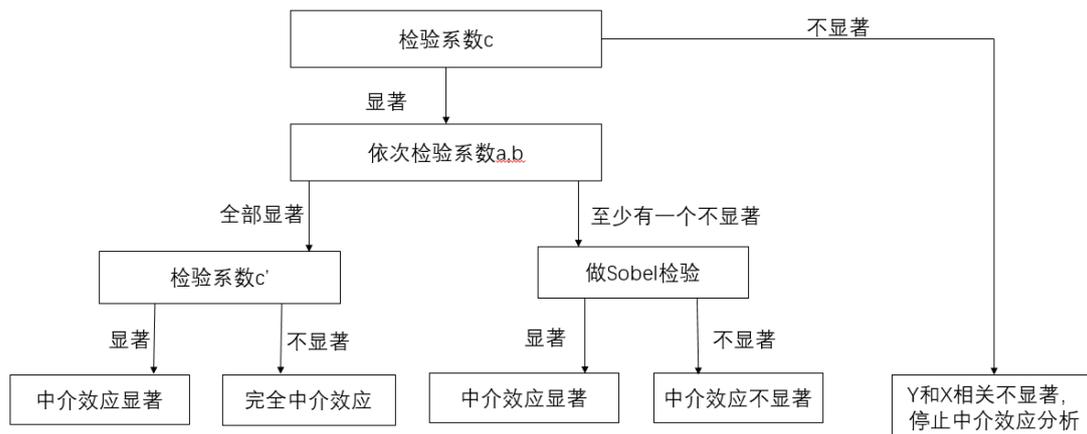


图 4.2 中介效应检验程序图

4.3.2 中介效应检验模型的构建

基于假设 1, 本文构造模型 10 检验管理者过度自信与非效率投资间的关系。将非效率投资分为投资过度和投资不足, 分别检验管理者过度自信与三者间的关系, 若主要变量间的相关系数显著为正, 则假设 1 成立。

$$\begin{aligned}
 UOI_{i,t} / OI_{i,t} / UI_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 OC_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 AGE_{i,t} \\
 & + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 IDR_{i,t} + \alpha_7 FCF_{i,t} + \sum YEAR + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{10}$$

基于假设 2, 本文构造模型 11 检验管理者过度自信对盈余管理的影响。若管理者过度自信与盈余管理显著正相关, 则假设 2 成立。

$$\begin{aligned}
 DA_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 OC_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 AGE_{i,t} \\
 & + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 IDR_{i,t} + \alpha_7 FCF_{i,t} + \sum YEAR + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{11}$$

基于假设 3, 本文构造模型 12 检验盈余管理对非效率投资的影响。若盈余管理与非效率投资显著正相关, 则假设 3 成立。

$$\begin{aligned}
 UOI_{i,t} / OI_{i,t} / UI_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 DA_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 AGE_{i,t} \\
 & + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 IDR_{i,t} + \alpha_7 FCF_{i,t} + \sum YEAR + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{12}$$

基于假设 4, 本文构造模型 13, 在控制管理者过度自信后, 检验盈余管理与非效率投资间的关系, 若模型 (11)、(12) 和 (13) 的回归系数均显著为正, 则假设 4 成立。

$$\begin{aligned}
 UOI_{i,t} / OI_{i,t} / UI_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 OC_{i,t} + \alpha_2 DA_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROE_{i,t} + \alpha_5 AGE_{i,t} \\
 & + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 IDR_{i,t} + \alpha_8 FCF_{i,t} + \sum YEAR + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{13}$$

5 管理者过度自信、盈余管理对非效率投资影响的实证分析

5.1 主要变量的描述性统计分析

对实证中涉及到的各主要变量进行描述性统计分析，结果如下表 5.1 所示。

由表可知，解释变量管理者过度自信的平均值达到 0.38，说明样本公司中董事、监事和高管中的前三名在上市公司的管理决策中具有较大的发言权，容易助长管理者的优于平均心理。被解释变量非效率投资的最小值为 0，最大值为 0.24，均值和标准差都为 0.04，说明部分样本公司的实际投资规模大于最佳投资规模，投资效率较低。在最终得到的 6750 个样本中，过度投资的样本数为 2438 个（占 36.11%），投资不足的样本数为 4312 个（占 63.89%），说明在制造业上市公司中，相对于投资过度问题，投资不足现象更为普遍，其中投资过度与投资不足的标准差相差 0.05，且两者的最大值相差 0.27，表明过度投资水平波动幅度更大。中介变量盈余管理的最小值为 0，最大值为 0.25，说明样本企业普遍存在实施盈余管理行为的动机，极少数企业的高度盈余管理行为拉高了企业整体均值。

观察控制变量的描述性统计结果可知，样本公司上市年限最大值与最小值相差 27，均值为 14.07，数值波动幅度较大且整体上市时间较长，说明公司所处成长阶段不同，非效率投资受到的影响也存在差异。样本企业规模的最小值为 18.16，最大值为 27.47，均值为 22.36，说明制造业企业的期末资产总额数值整体偏大。独立董事规模最大值为 0.56，说明少数公司的独立董事对企业形成了良好的外部监督，但是均值为 0.37，进一步说明部分公司中的独立董事人数较少，监督机制还不够完善。自由现金流的最大值与最小值相差 0.38，说明上市公司对现金流的敏感性不同。资产负债率的最小值为 0.08，最大值为 0.93，且均值达到 0.47，意味着样本公司的负债结构相差甚远，且大部分公司负债占资产的比例较大，容易发生债务危机，导致投资不足。净资产收益率的最小值为 -0.56，最大值为 0.43，相差 0.99，说明样本公司的盈利能力存在较大的差距，均值为 0.07，表明大多数公司的盈利能力较差。

表 5.1 各主要变量的描述性统计分析

变量名	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
-----	-----	----	-----	-----	-----

OC	6750	0.38	0.12	0.17	0.76
DA	6750	0.05	0.05	0.00	0.25
UOI	6750	0.04	0.04	0.00	0.24
OI	2438	0.05	0.07	0.00	0.38
UI	4312	0.03	0.02	0.00	0.11
IDR	6750	0.37	0.05	0.30	0.56
FCF	6750	0.05	0.07	-0.14	0.24
LEV	6750	0.47	0.19	0.08	0.93
ROE	6750	0.07	0.13	-0.56	0.43
AGE	6750	14.07	5.40	2.00	29.00
SIZE	6750	22.36	1.28	18.16	27.47

5.2 主要变量间的相关性分析

为了对所研究变量间的关系进行更深入的了解,对各主要变量进行皮尔森相关系数检验,所得结果如表 5.2 所示。

由表可知,管理者过度自信与全样本非效率投资以及分组样本投资过度和投资不足均呈正相关,且与非效率投资在 10%的水平下显著,与投资不足在 1%的水平下显著,虽然与投资过度的相关性不显著,但整体上初步表明管理者过度自信会引发企业非效率投资行为,且对投资不足的促进作用可能会更明显。管理者过度自信与盈余管理之间的相关系数为 0.03,且在 5%的置信水平上显著,说明存在过度自信心理的企业高管为粉饰财务报告或其他原因进行盈余管理的倾向更大。盈余管理与全样本非效率投资以及分组样本投资过度和投资不足均在 1%的水平下显著正相关,说明了企业进行盈余管理会加剧非效率投资。

表 5.2 主要变量间的相关系数检验

Var	OC	DA	UOI	OI	UI	IDR	FCF	LEV	ROE	AGE	SIZE
OC	1										
DA	0.028**	1									
UOI	0.020*	0.080***	1								
OI	0.016	0.110***	0.974***	1							
UI	0.040***	0.086***	0.987***	-	1						
IDR	0.045***	0.022*	0.004	0.001	0.011	1					
FCF	0.031**	0.121***	0.006	0.017	0.038**	0.016	1				
LEV	0.117***	0.057***	0.022*	0.016	0.066***	0.005	0.180***	1			
ROE	0.037***	0.045***	0.045***	0.090***	0.052***	0.007	0.334***	0.192***	1		
AGE	0.099***	0.038***	0.158***	0.145***	0.209***	0.011	0.004	0.079***	0.032***	1	
SIZE	0.178***	0.123***	0.082***	0.041**	0.243***	0.050***	0.116***	0.366***	0.124***	0.267***	1

注:***、**、*分别代表在1%、5%、10%的显著性水平下通过检验。

5.3 回归分析

5.3.1 管理者过度自信对非效率投资影响的回归分析

从表 5.3 的回归结果可知，管理者过度自信与非效率投资的回归系数为 0.00268，在 1%的水平上显著为正，与投资过度和投资不足的回归系数分别为 0.00483 和 0.00115，均在 10%的水平上显著为正。这表明企业的投资效率受管理者过度自信水平影响，且对投资过度造成的影响更大，假设 1 得到验证。过度自信的管理者因为盲目追求建立自己的商业帝国，会导致投资过度；此外，盲目乐观也会让管理者放弃一些前景良好的投资项目，带来投资不足。

观察控制变量的回归结果可知，净资产收益率和上市年限的结果均显著，说明二者在一定程度上会对企业的投资决策行为产生影响。企业规模与非效率投资和投资不足间的回归系数分别为 0.00125 和 0.00316，均在 1%的水平下显著负相关，与过度投资间不存在显著的相关性，表明当企业规模逐渐扩大时，管理者的管理经验也会日渐丰富，承担的责任也越来越大，更倾向于采取保守的投资决策，以免出现对企业发展不利的因素，导致投资不足。

5.3.2 管理者过度自信对盈余管理影响的回归分析

从表5.3第五列可知，管理者过度自信与盈余管理的回归系数为0.00225，且在10%的置信水平上显著为正，说明管理者过度自信会对企业盈余管理程度产生影响，即管理者自信水平越高，越有可能进行盈余管理，假设2得到验证。过度自信的管理者往往会因为盲目乐观做出一些偏离企业正常经营轨道的决策，陷入财务困境或无法完成经营目标，迫于资本市场的压力，更可能产生实施盈余管理行为的动机。

在控制变量方面，独立董事规模、资产负债率和上市年限与盈余管理存在显著正相关关系，表明公司中的独立董事规模越大、资产负债率越高、上市年限越长，实施盈余管理的行为越频繁。自由现金流、公司规模与盈余管理显著负相关，表明自由现金流越充裕、公司经营规模越庞大，企业进行盈余管理的可能性也就越小。

表 5.3 管理者过度自信与非效率投资、盈余管理模型回归结果

Var	UOI	OI	UI	DA
OC	0.00268*** (2.79)	0.00483* (1.78)	0.00115* (1.77)	0.00225* (1.83)
IDR	-0.00152 (-0.16)	-0.000503 (-0.02)	-0.000452 (-0.07)	0.0289** (2.44)
FCF	0.00101 (0.13)	-0.00993 (-0.44)	0.000749 (0.15)	-0.0650*** (-6.65)
LEV	0.00236 (0.84)	0.00580 (0.66)	-0.000282 (-0.16)	0.0231*** (6.44)
ROE	0.0134*** (3.37)	0.0464*** (3.54)	-0.00511** (-2.02)	0.00472 (0.93)
AGE	-0.000855*** (-8.16)	-0.00127*** (-4.26)	-0.000549*** (-7.74)	0.000248* (1.85)
SIZE	-0.00125*** (-2.86)	-0.000133 (-0.10)	-0.00316*** (-10.78)	-0.00527*** (-9.41)
Cons	0.0761*** (8.01)	0.0681** (2.44)	0.108*** (17.05)	0.154*** (12.66)
YEAR	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.035	0.033	0.095	0.039
N	6750	2438	4312	6750

注：***、**、*分别代表在1%、5%、10%的显著性水平下通过检验；括号内为t值。

5.3.3 盈余管理对非效率投资影响的回归分析

从表5.4的回归结果可知，盈余管理与非效率投资、投资过度和投资不足的回归系数分别为0.0509、0.120和0.0206，均在1%的水平上显著为正。表明当管理层进行更激进的盈余管理行为时，导致非效率投资问题的可能性越大，且盈余管理对投资过度的影响程度更大，假设3得到验证。由于管理层进行盈余管理通常是对盈余进行正向调增，这种操纵行为会向外部投资者传递出公司发展较好的虚假业绩，从而误导他们对企业投资，往往造成投资过度。

观察控制变量可知，净资产收益率与过度投资在1%的水平上显著正相关，说明企业盈利水平的高低会影响管理层的投资决策，通常情况下盈利能力越强，决策者倾向于选择更大的投资规模。上市年限与全样本非效率投资、分组样本过度投资和投资不足间的回归系数分别为0.000847、0.00126、0.000546，且均在1%的水平下显著负相关，表明上市时间越久，经验越丰富，投资行为更理性，产生非效率投资现象的概率更小。企业规模与投资不足在1%的置信水平上显著为负，

而与过度投资间关系不明显,说明企业规模越大,内部管理制度越完善,做出投资决策时更谨慎,企业的投资水平也逐渐趋于最佳投资规模,提高了企业的投资效率。

表5.4 盈余管理与非效率投资模型回归结果

Var	UOI	OI	UI
DA	0.0509*** (5.34)	0.120*** (4.41)	0.0206*** (3.19)
IDR	-0.00157 (-0.17)	-0.00121 (-0.05)	-0.000512 (-0.08)
FCF	0.00480 (0.63)	0.00724 (0.32)	0.00168 (0.33)
LEV	0.000983 (0.35)	0.00327 (0.37)	-0.000886 (-0.49)
ROE	0.0134*** (3.38)	0.0395*** (3.00)	-0.00464* (-1.83)
AGE	-0.000847*** (-8.11)	-0.00126*** (-4.25)	-0.000546*** (-7.72)
SIZE	-0.00118*** (-2.71)	0.000126 (0.10)	-0.00313*** (-10.74)
Cons	0.0731*** (7.75)	0.0583** (2.11)	0.107*** (16.98)
YEAR	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.038	0.039	0.096
N	6750	2438	4312

注: **、*、*分别代表在1%、5%、10%的显著性水平下通过检验;括号内为t值。

5.3.4 盈余管理的中介效应检验

表5.3是检验盈余管理作为中介效应的第一步和第二步,即分别检验管理者过度自信对非效率投资和盈余管理的影响,根据回归结果可知,管理者过度自信会对非效率投资、过度投资和投资不足以及盈余管理产生显著影响,即第一步和第二步均通过验证。根据模型13对中介效应的第三步进行检验,结果如表5.5所示。由表可知,管理者过度自信和非效率投资的回归系数为0.00256,盈余管理对非效率投资的影响系数为0.0503,且均在1%的置信水平下显著为正。在分组样本中,管理者过度自信对过度投资和投资不足的回归系数分别是0.00481和0.00109,均在10%的水平上显著;盈余管理对过度投资和投资不足的回归系数分

别是0.120和0.0203，均在1%的水平上显著，中介效应第三步通过检验。

综合上述实证分析结果可知，盈余管理的中介作用得到验证，假设4成立，且此时由于管理者过度自信对非效率投资的促进作用显著，进一步说明盈余管理起到了部分中介作用，即管理者过度自信通过两条路径对非效率投资产生影响。第一条路径是直接影响，即管理者过度自信对非效率投资产生作用，由于管理者对公司经营决策拥有绝对的发言权，管理者通常表现出过度自信，“控制幻觉”和“优于平均”等心理特征会促使管理者做出偏离公司正常发展轨道的战略决策，导致非效率投资，不利于企业长远发展；第二条路径是间接影响，即管理者过度自信通过盈余管理对非效率投资产生作用，过度自信的管理者由于决策失误给企业造成了损失，出于各种利己动机，会通过实施盈余管理行为在短时间内掩饰自己的失误，此时内外部投资者会被这种失真的会计信息误导，导致非效率投资问题发生。

表5.5 盈余管理的中介效应

Var	UOI	OI	UI
OC	0.00256*** (2.67)	0.00481* (1.78)	0.00109* (1.67)
DA	0.0503*** (5.29)	0.120*** (4.41)	0.0203*** (3.14)
IDR	-0.00298 (-0.32)	-0.00464 (-0.18)	-0.00102 (-0.16)
FCF	0.00429 (0.56)	0.00676 (0.30)	0.00144 (0.28)
LEV	0.00120 (0.43)	0.00314 (0.36)	-0.000745 (-0.41)
ROE	0.0132*** (3.31)	0.0379*** (2.88)	-0.00468* (-1.85)
AGE	-0.000868*** (-8.29)	-0.00130*** (-4.39)	-0.000554*** (-7.82)
SIZE	-0.000989** (-2.24)	0.000491 (0.38)	-0.00305*** (-10.32)
Cons	0.0684*** (7.13)	0.0499* (1.78)	0.105*** (16.35)
YEAR	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.039	0.040	0.096
N	6750	2438	4312

注：***、**、*分别代表在1%、5%、10%的显著性水平下通过检验；括号内为t值。

5.4 稳健性检验

为保证研究结论的稳定性，本文从以下两方面进行了稳健性检验。

首先，对解释变量管理者过度自信进行替代，本文借鉴江伟（2010）、魏哲海（2018）等的做法，通过对管理者个人特征打分的方式来构建管理者过度自信代理变量，主要选取管理者的性别、年龄、教育背景和两职合一这四个特征。（1）性别：心理学研究指出相比于女性而言，男性更倾向于做出激进的行为，表现出来的过度自信水平也更高。因此，若管理者为男性，则性别得分为 1，否则为 0；（2）年龄：年长者因为拥有更为丰富的知识储备、职场经验等，对自身能力水平有着更清晰的认知，所以做出的决策更为谨慎，过度自信水平也会比年轻的管理者低。因此，若管理者的实际年龄比所选样本的平均年龄低，则年龄得分为 1，否则为 0；（3）学历：研究表明，接受过高等教育的管理者会更加坚信自己的判断能力，自信水平高于拥有普通较低的管理者。因此，若管理者的学历水平在本科及以上，则学历得分为 1，否则为 0；（4）董事长与总经理两职合一：管理者在公司中担任董事长与总经理双重职位，更容易助长他们的过度自信水平。因此，若公司出现两职合一的情况，则职位得分为 1，否则为 0。

此外，本文还借鉴了 chen（2011）、陈运森（2019）等对非效率投资的界定方法，分年度计算投资残差，将低于 25 百分位的视为投资不足，高于 75 百分位的视为投资过度。

由表 5.6 可知，管理者过度自信与全样本非效率投资、分组样本投资过度和投资不足的的回归系数均显著为正，与前文所得结论一致，假设 1 得到验证；管理者过度自信与盈余管理的回归系数显著为正，与前文结论一致，假设 2 得到验证；在加入变量盈余管理之后，管理者过度自信与全样本非效率、分组样本投资过度和投资不足的回归系数均显著为正，且盈余管理的系数也显著为正，与前文结论一致，再次验证了盈余管理在管理者过度自信对非效率投资的影响中发挥了部分中介作用。综上所述，稳定性检验的结果与前文结论保持一致，只是在回归系数的数值大小和显著性水平上发生了些微变化，但是并不影响最终结果的稳定性，表明本文提出的研究假设和实证结论均通过了稳定性检验，最终结果如下表 5.6 所示。

表 5.6 稳健性检验回归结果

Var	UOI	OI	UI	DA	UOI	OI	UI
OC	0.0200*** (3.94)	0.0406** (2.49)	0.00963*** (2.99)	0.104*** (14.69)	0.0164*** (3.15)	0.0296* (1.71)	0.00806** (2.45)
DA					0.0341*** (2.80)	0.0803* (1.86)	0.0171** (2.27)
IDR	0.0137 (0.91)	0.0567 (1.26)	-0.00667 (-0.68)	0.0315 (1.50)	0.0126 (0.84)	0.0503 (1.12)	-0.00694 (-0.71)
FCF	0.00484 (0.37)	-0.0355 (-0.90)	0.0195** (2.31)	-0.00883 (-0.49)	0.00514 (0.40)	-0.0302 (-0.77)	0.0192** (2.27)
LEV	0.0100* (1.77)	0.0312* (1.84)	0.00933** (2.50)	0.00302 (0.38)	0.00993* (1.75)	0.0327* (1.93)	0.00908** (2.43)
ROE	0.0237 (1.36)	0.130** (2.33)	-0.0507*** (-4.55)	1.850*** (75.83)	-0.0394 (-1.38)	-0.0187 (-0.19)	-0.0822*** (-4.62)
AGE	0.000181 (-1.12)	0.00123** (-2.53)	0.000771*** (7.26)	0.000343 (1.52)	0.000192 (-1.19)	0.00127*** (-2.61)	0.000765*** (7.20)
SIZE	0.00173** (-2.29)	0.00308 (1.29)	-0.00412*** (-8.45)	0.00123 (1.16)	0.00177** (-2.35)	0.00287 (1.20)	-0.00412*** (-8.46)
Cons	0.0697*** (4.53)	-0.0477 (-0.98)	0.114*** (11.52)	0.0798*** (-3.70)	0.0725*** (4.70)	-0.0376 (-0.77)	0.115*** (11.61)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.018	0.038	0.070	0.710	0.020	0.040	0.071
N	3450	1107	2343	3450	3450	1107	2343

注：***、**、*分别代表在1%、5%、10%的显著性水平下通过检验；括号内为t值。

6 研究结论、政策建议、研究不足及展望

6.1 研究结论

投资作为现代企业经济活动的重要组成部分,其效率高低不仅影响公司的经营业绩、发展速度和战略方向,同时也与中观产业结构的优化升级、宏观经济的整体运行密切关联,尤其在我国经济结构转型升级的关键时期,高效率的投资与合理的资源配置已经成为提升经济发展质量的一个重要举措。在信息不对称和委托代理冲突的作用下,过度自信的管理者选择的投资规模往往与最优投资规模间存在较大的误差,非理性的投资行为容易引发非效率投资问题。盈余管理是公司管理层机会主义行为的结果,过度自信的管理层有着充分的动机对公司的财务数据实施盈余管理,直接或间接降低了公司的投资效率水平。

本文分别从管理者过度自信对非效率投资的影响、盈余管理对非效率投资的影响以及管理者过度自信对盈余管理的影响三方面展开文献综述和理论分析,认为管理者过度自信会导致公司非效率投资,且盈余管理在其中发挥部分中介作用。为验证假设是否成立,本文选用 2010-2019 年我国沪深 A 股上市制造业企业作为样本,使用管理者薪酬法作为管理者过度自信的替代变量,通过修正的 Jones 模型和 Richardson 模型分别得到盈余管理和非效率投资的代理变量,最终通过实证分析得出以下结论:

(1) 管理者过度自信会导致非效率投资问题。管理者过度自信与非效率投资在 1%的显著性水平下正相关,表明管理者过度自信会降低企业的投资效率,与投资不足相比,管理者过度自信更容易引起投资过度。由于管理者过度自信倾向于低估风险和高估收益,盲目的投资于一些被理性投资者拒绝的项目,导致投资过度;此外,过度自信的管理者总是倾向于对企业未来发展充满信心,所以不能理性判断公司的真实价值,放弃发展前景良好的项目,会引起投资不足。

(2) 管理者过度自信会加剧盈余管理行为。二者在 10%的显著性水平下正相关,表明过度自信的管理者进行盈余管理的概率更大。过度自信的管理者在决策过程中会高估自己的判断力和控制力,在不了解市场环境的情况下也会高估项目收益,若出现决策失误,为避免私人利益受损,会实施盈余管理行为,掩盖真

实的财务信息。

(3) 盈余管理会促进企业的非效率投资。盈余管理与全样本非效率投资以及分组样本投资过度 and 投资不足均在 1% 的显著性水平下正相关, 表明盈余管理行为会引发非效率投资问题。企业的会计信息是外部投资者做出判断的重要指标之一, 管理层粉饰财务报告的行为会在账面上增加企业的业绩, 误导投资者决策。还加剧了信息不对称问题和委托代理冲突, 进一步弱化投资者对企业管理层形成有效的外部监督, 让管理层有机会进行非效率投资, 对企业的长远发展造成了不利影响。

(4) 盈余管理在管理者过度自信对非效率投资的影响中发挥部分中介作用。在管理者过度自信对非效率投资的影响中加入中介变量盈余管理后, 二者间的关系依然显著为正, 故本文根据逐步分析法证实了盈余管理在管理者过度自信对非效率投资的影响中起到部分中介作用。即管理者过度自信通过两条路径对非效率投资产生作用: 一是直接影响, 管理者过度自信对非效率投资产生直接促进作用; 二是间接影响, 管理者过度自信通过影响盈余管理对非效率投资产生间接促进作用。

6.2 政策建议

基于上述研究结论, 本文提出以下几点建议:

(1) 优化管理者选拔考核机制, 强化管理者约束机制。企业在选拔管理者时要避免聘用自信程度不适当的管理者, 通过建立完善的管理者心理特征评价指标体系, 从性别、年龄、职场经验、行为偏好等角度全面考察管理者的自信水平。为避免管理者的短视目光引发非效率投资问题, 要尽量选取长期指标对管理者进行业绩考核。此外, 及时纠正管理者产生的心理偏差、对管理层盈余管理和非效率投资行为实行问责也是减少企业非效率投资问题的有效途径。例如, 当管理者表现出过度自信倾向时, 通过适当降低薪酬促使管理者更加努力地工作。总之, 要对管理者的心理偏差进行持续监督, 避免管理者因外界因素变化导致自信程度发生极端波动, 从而做出不利于企业发展的投资决策。

(2) 完善公司内外部治理机制。为避免公司存在一言堂、公事私办、拉帮结派等治理漏洞, 应适当限制高层管理者的权力, 在内部决策程序方面, 要完善

重大经济决策的审批程序。当公司股权集中度不高时，中小股东难以对管理层形成有效的监督机制且缺乏动力去主动监督，此时管理者会侵占股东权利，所以适度的股权集中有利于股东对管理层形成有效监督，提升投资决策的有效性。独立董事不受公司控制，更能对公司的经营活动实施客观公正的外部监督，降低非效率投资问题发生的概率，因此扩大独立董事规模可以对管理层形成制约机制。与此同时，资本市场的法律制度环境越健全，对公司的监督力度越高，公司披露信息的客观性与准确性也越高，由此可进一步减少管理层侵占公司利益的可能性，提高投资效率。

(3) 加强相关部门对企业的外部监督。由本文的实证结论可知，管理者过度自信会通过盈余管理引起非效率投资，所以有关部门需要对此引起足够重视。首先，政府需要明确审计监管部门的职责，确保其作为服务部门应该具备的高度客观性与公正性，充分发挥审计部门的监督、预防作用。其次，充分运用现代化高科技云端监管技术，改革传统落后的监督模式，对市场中表现异常或有不良记录的公司加大监督力度，完善企业会计信息披露制度，提高会计信息的质量，提升管理层进行投资决策的谨慎性，避免管理层发生盈余管理行为。最后，市场监管部门和政府监管部门要重视企业因利己动机，如为规避政府管制和达到市场要求等动机，从而对财务报告进行盈余管理的行为严格监督，尤其在企业 IPO 前后、配股、以及增发新股等特殊时期，更要密切关注企业的财务状况。

6.3 研究不足及展望

由于本人学术能力有限，本文依旧存在诸多不足：

(1) 本文所选样本区间为 2010-2019 年，使用 675 家制造业上市公司作为研究样本。由于样本数量有限，且研究结论仅限于制造业企业，所得结论并不能代表所有上市公司的真实情况。在今后的研究中可以尝试扩大样本，使得研究结论更科学。

(2) 导致非效率投资问题的因素很多，在管理者过度自信对非效率投资的作用机制中，本文只研究了盈余管理这一方面，对于是否还存在其他传导机制，本文没有深入研究。

(3) 管理者过度自信的衡量指标有很多，不同的度量方法得出的研究结论

不尽相同。因此无法准确判断最符合实际情况的是哪一种测算方法，所以本文存在测算方法上的局限性。

(4) 本文使用 Richardson 模型测算企业的非效率投资情况，但该模型是以国外高度成熟的资本市场为样本进行研究的，因此通过这种方法计算出来的非效率投资数据是否适用于我国资本市场有待验证。

参考文献

- [1] Aharony J, Lee C W J, Wong T J. Financial Packaging of IPO Firms in China[J]. Journal of Accounting Research, 2000, 38(1):103-126.
- [2] Alicke, Mark D. Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives[J]. Journal of Personality & Social Psychology, 1985, 49(6):1621-1630.
- [3] Biddle G C, Hilary G. The effect of accounting and disclosure quality on firm-level investment[R]. Working paper, Hong Kong University of Science and Technology, 2005.
- [4] Bushman. Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses[D]. University of Chicago, 2005.
- [5] Cooper A, C Woo, W Dunkelberg. Entrepreneurs' perceived chances for success[J]. Journal of Business Venturing, 1988, 3: 97-108.
- [6] De Bondt W, Thaler R H. Financial Decision- making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective[C]. Handbook in Operations Research and Management Science, North Holland, 1996.
- [7] DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals[J]. Journal of Accounting and Economics, 1994, 17(1), 145-176.
- [8] Doukas J A, Petmezas D. Acquisitions, overconfident managers and self - attribution bias[J]. European Financial Management, 2007, 13(3): 531-577.
- [9] Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen. Investment-cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2000, 115(2): 695-705.
- [10] Gervais, Heaton, Terrance Odean. The Positive Role of overconfidence and Optimism in Investment Policy[R]. University of California Berkley Working Paper. 2002.
- [11] Gervais, S., and T. Odean. Learning to be Overconfident[J]. Review of Financial

- studies, 2001, 14(1): 1-27.
- [12] Glaser M, Schafers P, Weber M. Managerial optimism and corporate investment: Is the CEO alone responsible for the relation?[C]//AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. 2008.
- [13] Hayward M L A, Hambrick D C. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris[J]. *Administrative science quarterly*, 1997: 103-127.
- [14] Healy P M, Wahlen J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J]. *Accounting horizons*, 1999, 13(4): 365-383.
- [15] Healy P M. The effect of bonus schemes on accounting decisions[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1985, 7(1-3):85-107.
- [16] Heaton J.B. Managerial Optimism and Corporate Finance[J], *Financial Management*,2002, 31: 33-45.
- [17] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [18] Kaplan, S. N., and L. Zingales. Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow? [R]. National Bureau of Economic Research, 1995.
- [19] Landier, A., and D. Thesmar. Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs[J]. *Review of financial studies*, 2009, 22(1): 117-150.
- [20] Larwood, L., and W. Whittaker. Managerial Myopia: Self-serving Biases in Organizational Planning [J]. *Journal of Applied Psychology*, 1977, 62(2): 194.
- [21] Lin Y., S. Hu, and M. Chen. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, 13: 523-546.
- [22] Malmendier U and G Tate. Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited[J]. *European Financial Management*,2005b, 11:649-659.

- [23]Malmendier Ulrike and Geoffrey Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1): 20-43.
- [24]McNichols M F, Stubben S R. 2008. Does Earnings Management Affect Firm's Investment Decisions ?[J].The Accounting Review,83 (2) :1571-1603.
- [25]Myers, S. C., and N. S. Majluf . Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [26]Narayanan, M. P. Debt Versus Equity under Asymmetric Information[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1988, 23(01): 39-51.
- [27]Oliver B R. The impact of management confidence on capital structure[J]. Available at SSRN 791924, 2005.
- [28]Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [29]Robert M. Bushman , Abbie J. Smith. Financial accounting information and corporate governance[J]. Journal of Accounting and Economics,2001,32(1).
- [30]Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. Journal of Business, 1986, 59(2):197-216.
- [31]Russo, J. E., and P. J. H. Schoemaker. Managing Overconfidence[J]. Sloan Management Review, 1992, 33(2): 7-17.
- [32]Schrand, C M, Zechman, S L C, 2010, “Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fraud”[J].Working Paper, University of Chicago and University of Pennsylvania.
- [33]Stulz, R.Managerial Discretion and Optimal Financing Policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(1): 3-27.
- [34]Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J., Earnings Management and the Long-term Market Performance of Initial Public Offerings[J]. The Journal of Finance,1998,53(6):1935-1974.
- [35]Ulrike Malmendier, Geoffrey Tate. CEO Overconfidence and Corporate

- Investment[J]. 2005, 60(6):2661-2700.
- [36] Watts R L, Zimmerman J L. Positive Accounting Theory[J]. Social Science Electronic Publishing, 2006, 14(5):455-468.
- [37] Weinstein, N. D. Unrealistic Optimism about Future Life Events [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1980, 39(5): 806.
- [38] William R. Scott. 财务会计理论[M].北京:机械工业出版社,2012.
- [39] Wolosin R J, Sherman S J, Till A. Effects of cooperation and competition on responsibility attribution after success and failure[J]. Journal of experimental social psychology, 1973, 9(3): 220-235.
- [40] 毕晓方, 翟淑萍, 姜宝强. 政府补贴、财务冗余对高新技术企业二元创新的影响[J]. 会计研究, 2017(01): 46-52+95.
- [41] 陈小悦, 肖星, 过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵[J]. 经济研究, 2000(01): 30-36.
- [42] 陈艳. 企业非效率投资行为影响因素研究综述与展望[J]. 财会通讯, 2012(14):56-58.
- [43] 范皓晨. 高管特征, 盈余管理与投资效率[D]. 浙江工商大学, 2016.
- [44] 高雷, 何少华, 黄志忠. 公司治理与掏空[J]. 经济学, 2006, (4): 1157-1178.
- [45] 何威风, 刘启亮, 刘永丽. 管理者过度自信与企业盈余管理行为研究[J]. 投资研究, 2011, 30(11): 73-92.
- [46] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, 44(01): 131-143.
- [47] 蒋勇, 马亚明. 股权稳定、盈余管理与非效率投资——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 经济体制改革, 2017(06): 139-145.
- [48] 李丹蒙, 叶建芳, 卢思绮, 曾森. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J]. 会计研究, 2018(10): 50-57.
- [49] 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研究[J]. 财会月刊, 2012(05): 10-12.
- [50] 李映照, 刘敏. 管理者过度自信、分析师跟踪与盈余管理[J]. 会计之友, 2020(08): 26-33.

- [51]李永壮, 刘斌, 宁晓林. 基于面板数据的领导层过度自信与企业绩效关系研究——企业投资水平的中介效应探索[J]. 中央财经大学学报, 2015, (6): 105-112.
- [52]梁莱歆, 冯延超. 政治关联与企业过度投资——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2010, 32(12): 56-62.
- [53]林慧婷, 王茂林. 管理者过度自信、创新投入与企业价值[J]. 经济管理, 2014, 36(11): 94-102.
- [54]刘斌, 张倩, 王雷. 会计弹性视角下盈余管理与我国上市公司投资效率关系的实证研究——来自于深沪两市 A 股上市公司的证据[J]. 中国软科学, 2015(10):111-124.
- [55]刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. 经济研究, 2014, 49(08): 93-106.
- [56]陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1999(09): 25-35.
- [57]马春爱, 易彩. 管理者过度自信对财务弹性的影响研究[J]. 会计研究, 2017(07): 75-81+97.
- [58]宁亚平. 盈余管理的定义及其意义研究[J]. 会计研究, 2004(09): 62-66.
- [59]任春艳. 从企业投资效率看盈余管理的经济后果——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经研究, 2012, 38(02): 61-70.
- [60]孙光国, 赵健宇. 产权性质差异、管理层过度自信与会计稳健性[J]. 会计研究, 2014 (5): 52-58.
- [61]孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J]. 经济研究, 2005, (5): 52-63.
- [62]汪平, 孙士霞. 自由现金流量、股权结构与我国上市公司投资过度问题研究[J]. 当代财经, 2009, (4): 123-128.
- [63]王霞, 张敏, 于富生. 管理者过度自信与企业投资行为异化——来自我国证券市场的经验证据[J]. 南开管理评论, 2008(02): 77-83.
- [64]王亚平, 吴联生, 白云霞. 中国上市公司盈余管理的频率与幅度[J]. 经济研究, 2005(12): 102-112.
- [65]王永海, 王铁林, 李青原. 机构投资者参与公司治理积极性的分析[J]. 南开

- 管理评论, 2007, (1): 4-7.
- [66]魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界, 2007, (4): 88-95.
- [67]魏明海. 盈余管理基本理论及其研究述评[J]. 会计研究, 2000(09): 37-42.
- [68]吴超鹏, 吴世农, 郑方镛. 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究[J]. 管理世界, 2008(07): 126-133+188.
- [69]肖成民, 吕长江. 市场监管、盈余分布变化与盈余管理——退市监管与再融资监管的比较分析[J]. 南开管理评论, 2011, 14(01): 138-147.
- [70]肖璐璐, 洪荭, 胡华夏. 管理层权力、盈余管理与投资效率[J]. 财会月刊, 2017(24): 18-24.
- [71]谢海洋. 债务重组准则变化与上市公司盈余管理[J]. 中南财经政法大学学报, 2013(01): 110-114+151.
- [72]熊家财. 政治关联、企业价值与企业行为: 一个述评[J]. 金融评论, 2012, (4): 107-117, 126.
- [73]薛光, 王丽丛, 李延喜. 盈余质量、高管集权与企业投资效率—面板数据固定效应模型的分析[J]. 天津财经大学学报, 2016 (2): 87-100.
- [74]杨棉之, 马迪. 债务约束、自由现金流与企业过度投资[J]. 统计与决策. 2012 (02): 170-173.
- [75]姚德权, 郑威涛. 政治关联、融资渠道与民营企业非效率投资研究[J]. 财经理论与实践, 2013, 34(06): 34-39.
- [76]易靖韬, 张修平, 王化成. 企业异质性、高管过度自信与企业创新绩效[J]. 南开管理评论, 2015, 18(06): 101-112.
- [77]于敏. 盈余管理、银行债务融资与企业非效率投资研究[D]. 广西大学. 2014.
- [78]于晓红, 胡荣, 姜百灵. 董事长总经理两职合一、盈余管理与过度投资[J]. 会计之友, 2016(16): 59-63.
- [79]余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013(01): 149-163.
- [80]余明桂, 夏新平, 邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为[J]. 管理世界, 2006 (08): 104-1.

- [81]苑泽明, 宋雪梅, 孙钰鹏. 管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率[J]. 财会月刊, 2018, (20): 25-34.
- [82]翟淑萍, 毕晓方. 环境不确定性、管理层自信与企业二元创新投资[J]. 中南财经政法大学学报, 2016, (5): 56-70.
- [83]张翠红. 管理者过度自信、内部控制与盈余管理[J]. 财会通讯, 2019(21): 95-100.
- [84]张利, 胡华夏, 杨雪琳. 管理者过度自信与上市公司盈余管理[J]. 财会月刊, 2015(05): 10-14.
- [85]张荣武, 刘文秀. 管理者过度自信与盈余管理的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2008(01): 72-77.
- [86]张圣利. 盈余管理行为影响公司资本投资吗——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2010, 32(12): 118-124.
- [87]张雁翎, 彭浩然. 盈利预测误差的契约性与上市公司盈余管理研究[J]. 财经研究, 2004(11): 136-144.
- [88]张泽南, 温婉虹, 周方召. 管理者过度自信与真实活动盈余管理基于女性高管的研究视角[J]. 湖南大学学报(社会科学版), 2016, 30(06): 85-90.
- [89]张宗益, 黄新建. 我国上市公司首次公开发行股票中的盈余管理实证研究[J]. 中国软科学, 2003(10): 37-39.
- [90]章澜, 肖美英. 基于企业生命周期考察制造业盈余管理与投资效率的关系[J]. 财会月刊, 2013(16): 18-20.

后 记

逐梦兰财，终要别离。行文至此，意味着我的三年研硕生活即将落幕，我也将开启一段崭新的人生旅程。回首三年光阴，如璀璨烟花，满眼繁华，目之所及，皆是回忆。在这座充满青春活力的校园中，曾有过困顿、失落和迷茫，也有过喜悦、认可和坚定，留下的是青春与汗水，收获的是知识和友情。

桃李不言，下自成蹊。感谢我的导师孙晓娟教授，三年的求学生涯，感谢您不厌其烦的对我一路指导，谆谆教诲。从论文选题、框架的建立到撰写成稿，您都倾注了大量的时间与精力。您严谨的学术态度，精益求精的工作精神，都对我影响深刻。感谢统计学院的老师们三年来对我的教导与帮助，感谢百忙之中参加论文答辩的多位老师。感谢在兰财认识的同学、朋友们一路的相伴，人生中的每一段旅途总有它存在的价值，无论欢喜，亦或是悲伤，但愿我们在以后的日子里回忆起的都是彼此最美好的模样，祝你们未来一切都好。

父母之爱女，则为之计深远。感谢我的父母家人对我学业上的支持与鼓励，是你们的含辛茹苦、无私奉献，让我顺利完成学业，实现梦想。希望你们身体健康，一切顺遂。

最后，感谢陪伴了我四年的男朋友陈老师，虽相隔千里，却总是在我遇到困难时开导我，安慰我。愿有前程可奔赴，亦有岁月可回首。

陈能敏

二〇二一年六月 于兰州财经大学段家滩校区