

管理者能力、会计稳健性与市场信息效率

王海芳¹ 许莹^{2①} 王明涛³

1.新疆财经大学工商管理学院 2.中共宜宾市委党校 3.辽宁大学商学院

【摘要】结合当前股票市场中“同涨同跌”现象,以及亟待提高的资本市场信息效率,选取2010—2020年沪深A股上市公司为样本,借助信号传递理论,以企业财务报告的重要特征会计稳健性为微观切入点,探究管理者能力对资本市场信息效率的影响及其内在机理。结果表明:管理者能力有助于降低个股股价同步性,提升市场信息效率,稳健性检验后结论依然成立。机制检验表明,管理者能力通过提高会计稳健性降低个股股价同步性。在市场化进程较高地区与非国有企业的样本中,管理者能力对股价同步性抑制作用更明显。经济后果检验发现,管理者能力能够通过提升市场信息效率进而提高企业的投资效率。文章研究结论对如何充分发挥管理者能力这种企业“软实力”及其如何影响市场信息效率提供了参考。

【关键词】管理者能力; 会计稳健性; 市场信息效率; 股价同步性

【中图分类号】F832.51 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-5937(2024)08-0008-09

一、引言

2022年6月,新东方助农直播脱颖而出,新东方的美股、港股股价在几日内呈现出明显上涨。新东方股价与同行业股价波动的同步程度降低,一定程度上是企业管理者通过整合现有教师资源,向资本市场传递出公司特质信息,从而获得资本市场资源的流入。2020年证监会主席曾指出:我国资本市场处于难得的战略机遇期,而且资本市场服务实体经济取得了显著成效。在经济波动的大环境中,企业管理者能否发挥出提高资本市场信息效率的作用,成为当前值得关注的一个重要议题。现有研究借鉴Morck et al.^[1]、Jin et al.^[2]的方法,将股价同步性作为代理变量,以此测度市场信息效率。学者们发现,股票市场仍然存在信息不对称,而伴随着交易双方信息不对称,股价表现为较高的个体股票价格随市场整体股票价格同步波动^[3],即股价同步。上市公司间股价严重的同质化^[4]使投资者无法有效地参照股价衡量公司价值。此时,真正有融资需求且本身内在价值较高的企业,可能无法高效地获取投资,市场资源的配置效率较低^[5]。基于此,上市公司提高信息透明度能缩小公司与投资者间的信息鸿沟,逐步让特质信息融入价格,促进资源流入效益较高的主体,淘汰低效益主体^[6],对于资本市场投资者做出合理的投资决策至关重要^[7]。结合党的二十大报告提出的“加快建设现代化经济

体系,推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”,探寻股价同步性的治理因素,对于提高市场信息效率具有重要的现实意义。

现有文献主要从信息披露和公司治理视角,探究股价同步性的影响因素。事实上,公司决策者会影响企业信息披露与公司治理。虽然现有研究探讨了各类股价同步性影响因素,归根到底公司的决策者发挥了最为根本和直接的作用,而管理者能力的不同将会影响公司决策行为。现有对管理者能力经济后果的研究,集中于管理者能力对企业创新、企业信息披露质量、企业投资、企业风险承担等的影响。虽然已有研究关注了管理者能力对资本市场的影响,但基于公司外部分析师信息作用视角,与之不同的是,本文以公司内部会计稳健性为切入点,考察上市公司的信息效率受到管理者能力影响的内在机理,对市场信息效率影响因素方面的文献进行有益补充。

习近平总书记指出:“市场活力来自于人,特别是来自于企业家,来自于企业家精神。”结合近期的经济波动,很多企业面临着重大的危与机,此时管理者的能力就显得尤为关键。Andreou et al.^[8]认为管理者能力发挥出信号传递作用有助于降低公司内外部信息不对称。潘越等^[9]认为管理者承担着公司信息披露的义务,在合法框架内管理者拥有选择披露内容与时机的权力。不同的管理者会表现出

【基金项目】新疆维吾尔自治区社会科学基金项目“一带一路背景下新疆能源企业实施绿色IS战略的对策研究”(19BGL107);新疆财经大学研究生科研创新项目“管理者能力与市场信息效率:是促进还是抑制?”(XJUFE2022K29)

【作者简介】王海芳(1977—),女,新疆乌鲁木齐人,博士,新疆财经大学工商管理学院(MBA学院)教授、博士生导师,研究方向:财务管理;许莹(1995—),女,四川宜宾人,中共宜宾市委党校教师,研究方向:战略与创新管理、公共管理;王明涛(1996—),男,河北邯郸人,辽宁大学商学院博士研究生,研究方向:公司治理

① 许莹为通讯作者。

不同的治理能力,波动的经济环境正是对管理者能力的考验。在此情景下,本文尝试探讨有能力管理者是否在市场上提供了更有价值的信息?其通过自身特性及能力是否提供了更多公司特质信息,缓解了企业内外信息不对称,其对股价同步性的影响以及作用机理是什么?

基于此,本文以会计稳健性为微观切入点,使用股价同步性作为资本市场信息效率的代理变量,选择2010—2020年沪深A股非金融上市公司数据,探究管理者能力对资本市场信息效率的影响及其内在机理。实证研究发现,有能力管理者有助于降低个股股价同步性,提升市场信息效率;管理者能力通过提高会计稳健性这一路径,降低股价同步性,提高资本市场信息效率。进一步研究发现,管理者能力与市场信息效率的关系还会受到市场化进程与企业产权性质的影响。经济后果检验发现,管理者能力能够通过提升市场信息效率提高企业的投资效率。

本文的边际贡献:(1)通过拓展研究,区别以往,本文基于信号传递理论,以会计稳健性作为切入点,探讨管理者能力对股价同步性影响的信号传递的机制。(2)在进一步研究中区分了异质性市场化进程与产权性质,有利于理解资本市场信息效率的影响因素。

二、研究假设

(一)管理者能力与股价同步性

明茨伯格^[6]的管理角色理论认为,在信息角色中管理者主要担任信息监控者、传播者以及发言人的角色。有能力的管理者会基于专业优势和业务能力,有效提高企业向外界披露信息的含量和质量^[9],向利益相关者传递信号;Leverty et al.^[10]发现有能力的管理者的优势集中在信息搜集、处理和解读等方面,在降低投资者对会计信息解读偏差方面发挥作用。因此,管理者能力呈现出系列的“信息效应”,能相对客观真实地反映企业的情况,降低投资者对企业信息的解读偏误,增强投资信心,在一定程度上缓解个股股价同步性,提高市场信息效率。根据声誉理论,管理者在劳动力市场中的未来价值与个人声誉正相关。职业生涯发展中的竞争性薪酬、职位晋升等因素,会督促有能力的管理者树立良好的声誉^[11]。如果管理者隐藏对公司股价不利的信息,一旦负面信息累积引发股价崩盘,管理者的声誉会遭受严重且不可逆的破坏,影响其未来价值^[12],且个人财富也会受到损失。显然有能力的管理者基于成本—效益原则的判断,会减少短视行为。因此,管理者能力呈现出“声誉效应”,出于对自己职业声誉的担忧,管理者的能力越高,越能实现公司和外部投资者之间的良好沟通^[13],帮助外部

投资者借助信息差异,甄别出不同资质的公司^[14],降低个股股价同步性。有能力管理者越有较强的意愿传递出有价值的企业信息,降低监管成本。具有较高能力的管理者能够可靠地向外界传递其所在公司的内在价值^[15],有效缓解管理者和股东之间的代理问题,减少财务欺诈的可能性。因此,有能力的管理者会发挥“治理效应”,减轻代理问题和道德风险,同时增强股票价格的特质信息含量,降低公司股价同步性,从而提高市场信息效率。基于上述分析,本文提出假设1。

H1:管理者能力有助于降低个股股价同步性,提高市场信息效率。

(二)管理者能力与会计稳健性

高阶梯队理论认为企业战略决策主体是管理者,其认知、经验和价值观等特征会影响企业的战略选择,而管理者能力是其认知、经验、价值观等特征的综合体现。有能力管理者能有效执行困难的任务,运营复杂性较高的公司。专业知识与技能经验丰富的管理者能意识到会计稳健性的价值,从而选择应用会计稳健性^[16]。此外,张利君^[16]认为会计稳健性是解决第一类代理问题的一种长效机制。根据声誉理论,管理者能力较强,声誉激励作用更大。有能力的管理人员可能会通过利用会计稳健性,减少对公司资源的占用,避免道德风险问题,进而有效地建立和维持其在市场上的声誉。因此,基于上述分析,本文提出假设2。

H2:有能力的管理者会促进企业提高会计稳健性水平。

(三)管理者能力与股价同步性——会计稳健性的中介作用

根据信号传递理论,信号传递中提升效率和效果至关重要。Ndofor et al.^[17]认为高质量的信号须提供有关不可观察属性的信息,传递出无法模仿的信号,有利于不知情的投资者进行有效区分并统筹平衡成本与价值。

在信号甄别环节,管理者采用会计稳健性,及时地将经济损失纳入财务报表,增加了可观测的信号,有助于提高企业投资效率和质量,面临较少的监管限制,规避可能的不利后果。因此,有能力的管理者可以借助会计稳健性将信号表达“外化”,提供具有不可观察属性的有关信息,提高了企业信息的可观测性,满足市场对特质信息的需求。根据信号传递理论,信号发送环境是影响信号甄别的重要因素。有能力的管理者能发布高质量的信息^[14],并借助会计稳健性披露非对称信息^[18],优化信号传递环境,进而减少投资者的信息搜集成本和套利风险^[19]。因此,有能力的管理者利用会计稳健性传递出的信号更具有难模仿性。杨华军^[20]认为稳健性是有成本的,而过度的稳健性会

损害会计信息的价值相关性。这必然需要管理者充分发挥个人能力,同时统筹平衡成本与价值,避免过度投入。因此,有能力的管理者会利用会计稳健性形成高质量的信息,并借助高质量信号进行有效传递,减少信息不对称^[21]。上市公司股价中反映出更多公司层面的信息^[22],才能降低个股与行业股价的同步性,有融资需求的企业才能从股票市场获取融资,提高市场信息效率。基于上述分析,本文提出假设 3。

H3:管理者能力通过提高会计稳健性降低个股股价同步性,即会计稳健性在管理者能力与个股股价同步性之间产生中介效应。

三、研究设计

(一)数据与变量

1.样本选择与数据来源

本文探究管理者能力对资本市场信息效率的影响及其内在机理,选取的研究样本为 2010—2020 年沪深 A 股上市公司。参照现有文献对研究样本进行筛选:(1)剔除数据缺失的样本;(2)剔除 ST 类样本,仅保留非 ST 公司样本;(3)剔除金融类样本公司;(4)剔除 IPO 不足一年的公司,即 2010 年后上市不满一年的样本;(5)剔除数据异常样本公司。本文对所获取的连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行 Winsorize 处理,减轻极端值对分析结果的影响。本文采用 STATA15.1 与 DEA_Solver5.0 进行数据处理,其他数据从 CSMAR、WIND 数据库中获取。

2.变量定义

(1)股价同步性。本文将股价同步性(SYN)定义为个体股票价格随市场整体股票价格同步波动程度,借鉴 Piotroski et al.^[3]、Morck et al.^[1]的研究,使用股价同步性作为资本市场信息效率的测度指标。参考王亚平等(2009)、许

晨曦等(2021)的做法,运用模型 1 来估计拟合优度 R^2 ,其中 R^2 在 $[0,1]$ 间取值,这样的取值不满足进行 OLS 的回归要求,为有效进行回归,参考 Gul et al. (2009)的研究方法,采用取对数的方式进行变量转化,运用模型 2 将 R^2 转化为连续变量。

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$SYN_i = \text{Ln} \left(\frac{R^2}{1-R^2} \right) \quad (2)$$

其中, $R_{i,t}$ 为 i 股在 t 时期的个股收益率, $R_{m,t}$ 为 m 市场类型下 t 时期的市场收益率, $R_{i,t}$ 为 I 行业下 t 时期的行业收益率, I 行业参照证监会 2012 版行业分类, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项; R^2 为模型 1 的拟合度。

(2)管理者能力。参考 Demerjian et al.^[23]、张路等^[24],本文衡量管理者能力(MAScore)分两阶段:

首先,使用数据包络分析法(DEA)建立模型,分行业分年度测算行业内企业的全要素生产率(θ)。其中,模型 3 中产出变量为营业收入(Sales),投入变量为营业成本(CoGS)、销售与管理费用(SG&A)、固定资产净额(PPE)、研发支出(R&D)、商誉(Goodwill)、无形资产净额(Intan)。

$$\max_i(\theta) = \frac{\text{Sales}_i}{v_1 \text{CoGS}_i + v_2 \text{SG\&A}_i + v_3 \text{PPE}_i + v_4 \text{R\&D}_i + v_5 \text{Goodwill}_i + v_6 \text{Intan}_i} \quad (3)$$

其次,分行业分年度测算行业内企业的全要素生产率(θ)受公司层与管理者能力的影响,本文研究剔除了公司层因素对效率值(θ)的影响以便更精确地衡量来自管理者的影响。模型 3 中测算的效率值(θ)在 $[0,1]$ 间取值,本文参考 Demerjian et al.^[23]、张路等^[24]的研究,基于模型 3 构建回归模型 4,其中残差(ε)为衡量管理者能力(MAScore)的替代变量。

$$\text{Tobit}(\theta_i) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_i + \alpha_2 \text{MS}_i + \alpha_3 \text{FcF}_i + \alpha_4 \text{Age}_i + \alpha_5 \text{FC}_i + \alpha_6 \text{BHHI}_i + \text{Year}_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

(3)会计稳健性。对于会计稳健性的测量,参考 Khan et al.^[25]的模型计算会计稳健性(CScore)。

$$\frac{\text{EPS}_{i,t}}{P_{i,t}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \beta_0 R_{i,t} + \beta_1 D_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$\text{GScore} = \beta_0 + \mu_1 + \mu_2 \text{SIZE}_{i,t} + \mu_3 \text{LEV}_{i,t} + \mu_4 \text{MB}_{i,t} \quad (6)$$

$$\text{CScore} = \beta_1 + \gamma_1 + \gamma_2 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma_3 \text{LEV}_{i,t} + \gamma_4 \text{MB}_{i,t} \quad (7)$$

把模型 6 和模型 7 分别代入模型 5,得到模型 8:

$$\frac{\text{EPS}_{i,t}}{P_{i,t}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + (\mu_1 + \mu_2 \text{SIZE}_{i,t} + \mu_3 \text{LEV}_{i,t} + \mu_4 \text{MB}_{i,t}) R_{i,t} + (\gamma_1 + \gamma_2 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma_3 \text{LEV}_{i,t} + \gamma_4 \text{MB}_{i,t}) \times D_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

对模型 8 进行分年度、行业回归,将回归系数 γ_1 — γ_4 代入模型 7,计算得到公司 i 第 t 年会计稳健性(CScore)。

(4)控制变量。为保证研究结论的可靠性,本文借鉴李秉成等^[14]的研究,选择控制了影响股价同步性的因素。

变量定义见表 1。

(二)研究模型

首先,H1 探究管理者能力对股价同步性的影响,借鉴李秉成等^[14]的研究,构建模型 9:

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
股价同步性	SYN	股价同步性指标衡量资本市场信息效率,由模型 1 和模型 2 计算得到
管理者能力	MAScore	采用 K-W 模型计算
会计稳健性	CScore	会计盈余对坏消息敏感度的增量,该值越大,公司会计稳健性越高
总资产收益率	Roa	净利润 / 资产总计
企业规模	Size	总资产的自然对数
市值账面比	MB	总市值除以总资产
股票回报率	Ret	当年 5 月至次年 4 月共 12 个月买入并持有收益率基于考虑现金红利再投资的月个股回报率计算
股权集中度	Top1	年末公司第一大股东持股比
董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
产权性质	State	控股股东国有取 1, 否则取 0
机构投资者持股比例	Ins	机构投资者持有的上市公司股份比例
两职合一	Dual	董事长与总经理兼任时取 1, 否则取 0
管理层持股比例	Mshare	董监高持股数量占总股数量之比
监事会规模	S_Size	监事会监事数量
市场化进程	Market	采用中国市场化指数数据
投资效率	Invest	采用 Richardson 的模型回归残差取绝对值

$$SYN = \alpha_0 + \alpha_1 MAScore + \alpha_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (9)$$

其中, SYN 为股价同步性, MAScore 为管理者能力, Controls 为本文的控制变量, Year 为年份虚拟变量, Ind 为行业虚拟变量, ε 为随机扰动项。根据 H1, 倘若公司的管理者能力有助于降低个股股价同步性, 提高市场信息效率, 预期管理者能力的系数 α_1 显著为负。

其次, H2 探究管理者能力对会计稳健性的影响, 借鉴 Kim et al.^[26]、Haider et al.^[15]的研究, 构建模型 10:

$$CScore = \beta_0 + \beta_1 MAScore + \beta_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (10)$$

其中, CScore 是采用 Khan et al.^[25]的模型衡量的会计稳健性, 倘若 H2 成立, 有能力管理者能更有效地运用会计稳健性, 则管理者能力的系数 β_1 显著为正。

最后, H3 探究会计稳健性在管理者能力对股价同步性这一路径中起的中介作用。本文在模型 9、模型 10 的基

础上, 构建以下中介效应模型:

$$SYN = \gamma_0 + \gamma_1 MAScore + \gamma_2 CScore + \gamma_3 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (11)$$

其中, 模型 11 系数 γ_2 显著为负, 表明会计稳健性提高能降低个股股价同步性, 提高市场信息效率。当 β_1 与 γ_2 均显著, 则存在会计稳健性中介效应(支持 H3)。如果 γ_1 显著为负, 表明管理者能力有助于直接降低股价同步性; 如果 $\beta_1 \gamma_2$ 的综合作用与 γ_1 对股价同步性的作用结果同号, 存在管理者能力通过提高会计稳健性降低股价同步性的部分中介效应; 如果 γ_1 不显著 γ_2 显著, 则会计稳健性呈现完全中介作用。进一步用 Sobel 检验、Bootstrap 自抽样检验进行验证。

四、实证分析

(一) 描述性统计

股价同步性(SYN)均值如表 2, 为 -0.510, 与郭照蕊等^[27]

表 2 主要变量描述性统计

	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	VIF
SYN	16 659	-0.510	-0.436	0.904	-3.331	1.330	
MAScore	16 659	-0.011	-0.037	0.163	-0.345	0.392	1.07
CScore	16 659	0.023	0.024	0.579	-3.379	2.410	1.06
Roa	16 659	0.038	0.036	0.060	-0.254	0.197	1.27
Size	16 659	22.190	22.020	1.226	20.010	25.870	1.70
MB	16 659	1.946	1.469	1.670	0.156	9.397	1.58
Ret	16 659	0.090	-0.058	0.503	-0.520	2.142	1.04
Top1	16 659	0.338	0.317	0.142	0.088	0.719	1.58
Board	16 659	8.578	9.000	1.618	5.000	14.000	1.22
State	16 659	0.371	0.000	0.483	0.000	1.000	1.60
Ins	16 659	0.425	0.449	0.241	0.003	0.889	3.20
Dual	16 659	0.270	0.000	0.444	0.000	1.000	1.13
Mshare	16 659	0.130	0.005	0.193	0.000	0.674	2.56
S_Size	16 659	3.539	3.000	1.003	3.000	7.000	1.28

资料来源:作者整理。

披露的均值 -0.507 接近,与现有研究差异不大,说明随着股票市场的发展,我国的股价同步性稳定在较高水平上。管理者能力(MAScore)均值为 -0.011,略低于邢文杰等^[28]所报告的管理者能力均值 -0.008,意味着不同的上市公司间管理者能力存在明显的差异,且管理者能力有待进一步提升^[24,29]。会计稳健性(CScore)均值为 0.023,中位数为 0.024,表明会计稳健性程度在样本企业间存在明显差距,具有研究价值。其他变量均值都在合理波动水平范围内。表 2 最后一列列示了变量的 VIF 值,结果表明不存在多重共线性问题。

(二)回归分析

1.管理者能力与股价同步性

基于模型 9 进行检验,其中表 3 列(1)中考察仅控制年份、行业的情况下,管理者能力与股价同步性之间的关系;列(2)考察在加入控制变量及年份虚拟变量后的回归结果;列(3)考察在加入控制变量、年份虚拟变量与行业虚拟变量后的回归结果。实证结果显示,管理者能力的系数为 -0.140,且在 1%的水平上显著为负,表明管理者能力有

表 3 管理者能力与股价同步性

	(1)	(2)	(3)
	SYN	SYN	SYN
MAScore	-0.181*** (-4.362)	-0.055 (-1.474)	-0.140*** (-3.421)
Controls	No	Yes	Yes
Industry	Yes	No	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.361*** (-6.288)	-2.708*** (-18.538)	-2.663*** (-17.216)
Observations	16 659	16 659	16 659
Adj.R ²	0.235	0.300	0.321

注:*,**、*** 分别代表在 10%、5%、1%的水平上显著,括号内数值为公司层面聚类调整后的 t 值。下同。

助于降低个股股价同步性,提高市场信息效率,支持 H1。这意味着在企业内外信息不对称的情况下,有能力管理者能有效发挥前述三类效应,从而降低同步性。

2.管理者能力与会计稳健性

根据模型 10 检验管理者能力与会计稳健性之间的关系。回归结果如表 4,实证结果表明有能力管理者能更有效地运用会计稳健性,支持 H2。这表明有能力的管理者能意识到采用会计稳健性的价值,并能选择应用会计稳健性。

3.会计稳健性的中介作用检验

为了检验会计稳健性的作用,在模型 9 的基础上,通过模型 10 检验管理者能力对会计稳健性的影响,并在模型 11 中加入会计稳健性作为中介变量。回归结果如表 4 所示,模型 10 中会计稳健性(CScore)与管理者能力(MAScore)显著为正;模型 11 中股价同步性(SYN)与会计稳健性(CScore)显著为负; β_1 显著为正与 γ_2 显著为负,则存在会计稳健性的中介效应,支持 H3。为了确保研究结论更稳健,本文还提供了 Sobel 检验结果,进一步支持 H3。

(三)稳健性检验

1.倾向得分匹配

为了规避样本选择方面可能存在的选择性偏误,本文采用 PSM 方法,参考张路等^[24]的研究,将全样本按照管理者能力中位数划分,并对样本采用最近邻 1:1 无放回匹配,并再采用 1:2 和 1:3 有放回匹配,重新回归模型 9,回归结果如表 5 所示,表明管理者能力的系数仍显著为负,与前文分析结果一致,说明 H1 可靠性得到验证。

2.工具变量法

为了降低样本个体差异,缓解互为因果产生的内生性问题,本文借鉴姚立杰^[29]的研究,以同行业同年份其他公司的管理者能力的均值作为工具变量进行检验。对模型 9 重新回归,回归结果如表 5 所示,表明管理者能力与股价同步性在 1%显著性水平上负相关,与前文分析结果一致,排除可能存在的内生性后,研究结论依然成立。

3.替换核心变量

首先,采用替换被解释变量的方式进行稳健性检验,参考伊志宏等^[30]的研究,分别替换模型 9、模型 11 的被解释变量,替换为股价同步性(SYN2)重新回归。回归结果如表 6,表明会计稳健性起部分中

表 4 管理者能力、会计稳健性与股价同步性

	模型 9	模型 10	模型 11
	SYN	CScore	SYN
MAScore	-0.140*** (-3.421)	0.083*** (2.762)	-0.137*** (-3.360)
CScore			-0.030*** (-2.833)
Controls	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Constant	-2.663*** (-17.216)	2.845*** (25.010)	-2.578*** (-16.365)
Observations	16 659	16 659	16 659
Adj.R ²	0.321	0.105	0.321
Sobel 检验	-0.0025***(z=-1.978)		

介作用,结论具有稳健性。

其次,参考张路等^[24]的研究,将回归残差从小到大排序分为四组替换被解释变量,用 1—4 的数值对残差赋值以衡量管理者能力(MA4),赋值越高表示管理者能力越

表 5 倾向得分匹配与工具变量结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	PSM(1:1)	PSM(1:2)	PSM(1:3)	IV	
	SYN	SYN	SYN	MAScore	SYN
MAScore	-0.109** (-2.028)	-0.150*** (-2.758)	-0.159*** (-3.071)		-0.755** (-2.280)
mascore				0.710*** (16.096)	
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-2.869*** (-13.357)	-2.753*** (-12.897)	-2.718*** (-13.088)	0.318*** (10.890)	-2.438*** (-12.402)
Observations	13 270	12 553	14 447	16 659	16 659
Adj.R ²	0.329	0.325	0.324	0.257	0.311

强。对模型 9 替换管理者能力变量重新回归。回归结果如表 6,证实了前文的假设。

4.更改样本区间

本文采用缩短时间窗口方式检验文章结论的稳健性,因为样本区间为 2010—2020 年,含 2015 年发生股灾年份的数据,可能对结果有所影响,因此,删减了 2015 年的数据,回归结果如表 6 列(4)显示,研究结论依然成立。

五、进一步研究

(一)异质性探讨

前文探讨发现有能力的企业管理者能发挥出提高资本市场信息效率的作用,那么在经济波动的大环境中构建起的逐步优化的宏观环境,是否会影响企业管理者降低股价同步性,提高市场信息效率呢?首先,从市场化进程视角来看,基于交易成本理论,Baumol(1990)认为制度环境决定了管理者能力的配置。而各地市场化进程的程度不均衡,那么市场化进程存在差异是否会对管理者能力与股价同步性之间的关系产生影响呢?本文基于市场化进程的均值将样本分为两组,回归结果如表 7,列(1)在市场化进程较高(HightMarket)的样本中,MAScore 与 SYN 在 1%的水平上显著负相关,列(2)在市场化进程较低(LowMarket)样本中,MAScore 与 SYN 之间的关系并不显著相关。这说明市场化进程较高的地区,有能力的管理者能更显著地促进私有信息融入股票价格中,降低股价同步性,提高市场信息效率。管理者能力对股价同步性的抑制作用存在于市场化进程较高的样本组。

其次,对于不同产权性质的企业,市场现有或潜在投资者的关注点也存在着差异。李延喜等^[31]发现国有企业管理者存在“不求有功,但求无过”的管理心态,而非国有企业的管理者若不发挥其能力,则很难从经理人市场中脱颖而出。周兰等^[32]认为投资者更关注非国有企业的管理者能力所形成的治理效应。为此,本文基于企业产权性质对样本分组,回归结果如表

表 6 稳健性检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	模型 9 SYN2	模型 11 SYN2	SYN	SYN
MAScore	-0.085** (-2.307)	-0.083** (-2.252)		-0.142*** (-3.281)
CScore		-0.024** (-2.520)		
MA4			-0.015** (-2.531)	
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-2.308*** (-16.572)	-2.240*** (-15.791)	-2.650*** (-16.989)	-2.937*** (-17.810)
Observations	16 659	16 659	16 659	15 552
Adj.R ²	0.305	0.306	0.321	0.255

表 7 异质性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYN	SYN	SYN	SYN
	HightMarket	LowMarket	State	NonState
MAScore	-0.183*** (-2.675)	-0.047 (-0.584)	-0.096 (-1.254)	-0.120* (-1.718)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-2.485*** (-9.263)	-2.857*** (-8.750)	-3.489*** (-11.322)	-1.994*** (-7.099)
Observations	9 569	6 677	6 068	10 178
Adj.R ²	0.313	0.336	0.340	0.304

7 所示,在国有企业(State)样本中,MAScore 与 SYN 之间的关系并不显著相关,在非国有企业(NonState)的样本中,MAScore 与 SYN 在 10%的水平上显著负相关。这说明在复杂、激烈的市场中,非国有企业管理者能力强往往能发挥治理效应,能够灵活运用企业内部治理机制,应对企业内外部

环境的变化,改善企业整个生产经营过程及财务信息处理过程,提高公司财务报告质量和信息透明度,从而降低股价同步性。

(二)经济后果检验

从信号传递的基本模型来看,涉及的流程包括信号传递和信号反馈。根据信号传递理论,股价中也反映出投资者的预期,邓伟等^[31]发现外部投资者可以将公司决策者未知的信息,通过投资行为反映到股价中,为决策者提供参考依据。而有能力的管理者通过股票市场的信号反馈,分析股价的变化趋势,减少盲目的主观判断,选择净现值大于0的投资项目,从而达到较高的投资效率(林璇等,2015)。因此,本文尝试进一步检验股价同步性在管理者能力与投资效率之间的中介效应。回归结果如表8所示,管理者能力有助于提高投资效率。管理者能力系数显著为负与股价同步性显著为负,则存在股价同步性的中介效应。此外,管理者能力(MAScore)系数为0.005,并且在10%水平上显著为正,这表明管理者能力存在直接提高投资效率的作用路径,同时管理者能力也会通过股价同步性这一中介变量,降低企业的股价同步性。为了确保研究结论更稳健,本文还提供了Sobel检验,结果均显著。

表8 经济后果检验

	(1)	(2)	(3)
	Invest	SYN	Invest
MAScore	0.005** (2.030)	-0.136*** (-3.152)	0.005* (1.908)
SYN			-0.002*** (-4.758)
Controls	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Constant	0.069*** (7.236)	-2.655*** (-15.991)	0.063*** (6.509)
Observations	15 513	15 513	15 513
Adj.R ²	0.058	0.327	0.059
Sobel 检验	0.0003***(z=2.689)		

六、结论与启示

本文借助信号传递理论与声誉理论,以会计稳健

性为微观切入点,探究管理者能力对资本市场信息效率的影响及其内在机理。研究表明:(1)有能力管理者有助于降低个股股价同步性,提升市场信息效率,一系列稳健性检验后依然成立。(2)从内在作用机理来看,管理者能力通过提高会计稳健性实现降低个股股价同步性的影响效果。(3)管理者能力降低个股股价同步性能够通过股票市场的信号反馈,分析股价的变化趋势,从而达到较高的投资效率。(4)异质性检验结果表明,管理者能力在市场化进程较高地区的样本与非国有企业的样本中,对股价同步性抑制作用更明显。(5)市场信息效率的经济后果检验发现,管理者能力存在直接提高投资效率的作用路径,同时管理者能力也会通过股价同步性这一中介变量,降低企业的股价同步性。

结合本文的研究,提出以下建议:(1)政府层面,首先,应进一步推进地区市场化进程。推动我国资本市场方面法律体系建设,并继续深化混合所有制改革,为企业与市场参与者提供适宜的投资环境。其次,重视与市场参与者共同治理。引导与规范媒体准确、及时地传递各类信息,对管理层在治理中的卓越表现形成宣传效应,对管理层的非理性行为形成监督效应。(2)企业层面,首先,企业要在经济波动时期,更重视人力资本。激发职业经理人的潜能,充分挖掘企业软实力的价值,同时保留和引进有能力管理者,从而更有效地应对外部突发的各类风险。其次,建立和完善内部控制体系。引导员工意识到会计稳健性这一财务工具的价值。最后,企业应制定管理者的持续培训机制。借助培训补充岗位所需的特定知识,提升管理者专业水平,从而敏锐地识别并分析信息和风险,做出有效的投资决策,驱动企业稳定发展。●

【参考文献】

- [1] MORCK R K, YEUNG B, WU W. The Information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 2-15.
- [2] JIN L, MYERS S C. R² around the world: new theory and new tests [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 79(2): 257-292.
- [3] PIOTROSKI J D, ROULSTONE D T. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices [J]. Accounting Review, 2004, 79(4): 1119-1151.

- [4] 徐硕正, 张兵. 新审计报告与资本市场的信息反应——来自股价同步性和股价预测能力双维度的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(3): 45-57.
- [5] 徐广成, 张茵, 陈智. 产权性质、政府层级与企业自愿信息披露[J]. 中国经济问题, 2016(6): 124-133.
- [6] ANDREOU P C, EHRLICH D, KARASAMANI I, et al. Managerial ability and firm performance: evidence from the global financial crisis[Z]. 2015.
- [7] 潘越, 戴亦一, 魏诗琪. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗: 基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析[J]. 南开管理评论, 2011, 14(2): 69-81.
- [8] 明茨伯格. 管理工作的本质[M]. 方海萍, 等, 译. 北京: 中国人民大学出版社, 2012: 83-127.
- [9] 许宁宁. 管理层能力与内部控制——来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2017(2): 80-88.
- [10] LEVERTY J T, GRACE M F. Dupes or incompetents? An examination of management's impact on firm distress[J]. Journal of Risk and Insurance, 2012, 79(3): 751-783.
- [11] 张铁铸, 沙曼. 管理层能力、权力与在职消费研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17(5): 63-72.
- [12] 醋卫华. 公司丑闻、声誉机制与高管变更[J]. 经济管理, 2011, 33(1): 38-43.
- [13] CHEMMANUR T J, PAEGLIS I, SIMONYAN K. Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(5): 1045-1079.
- [14] 李秉成, 郑珊珊. 管理者能力能够提高资本市场信息效率吗?——基于股价同步性的分析[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(3): 80-90.
- [15] HAIDER I, SINGH H, SULTANA N. Managerial ability and accounting conservatism[J]. Journal of Contemporary Accounting and Economics, 2020, 17(1): 100242.
- [16] 张利君. 会计稳健性、管理层权力与企业过度投资——基于能源类上市公司面板数据的实证研究[J]. 预测, 2019, 38(3): 58-63.
- [17] NDOFOR H A, LEVITAS E. Signaling the strategic value of knowledge[J]. Journal of Management, 2004, 30(5): 685-702.
- [18] 王冲, 谢雅璐. 会计稳健性、信息不透明与股价暴跌风险[J]. 管理科学, 2013, 26(1): 68-79.
- [19] 于忠泊, 田高良, 张咏梅, 等. 会计稳健性与投资者保护: 基于股价信息含量视角的考察[J]. 管理评论, 2013, 25(3): 146-158.
- [20] 杨华军. 会计稳健性研究述评[J]. 会计研究, 2007(1): 82-88, 93.
- [21] SPENCE M. Signaling in retrospect and the informational structure of markets[J]. American Economic Review, 2002, 92(3): 434-459.
- [22] 沈华玉, 郭晓冬, 吴晓晖. 会计稳健性、信息透明度与股价同步性 [J]. 山西财经大学学报, 2017, 39(12): 114-124.
- [23] DEMERJIAN P, MCVAY S. Quantifying managerial ability: a new measure and validity tests[J]. Management Science, 2012, 58(7): 1229-1248.
- [24] 张路, 李金彩, 袁振超, 等. 管理者能力与资本市场稳定[J]. 金融研究, 2021(9): 188-206.
- [25] KHAN M, WATTS R. L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2-3): 132-150.
- [26] KIM E, HAN S, KANG T, et al. Managerial ability and accounting conservatism—US evidence[J]. Korean Accounting Review, 2021, 46(2): 259-283.
- [27] 郭照蕊, 张震. 实际控制人境外居留权与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J]. 中南财经政法大学学报, 2021(4): 49-60.
- [28] 邢文杰, 张景涛. 管理者能力与企业风险承担[J]. 会计之友, 2022, 689(17): 79-87.
- [29] 姚立杰, 陈雪颖, 周颖, 等. 管理层能力与投资效率[J]. 会计研究, 2020(4): 100-118.
- [30] 伊志宏, 杨圣之, 陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J]. 中国工业经济, 2019(1): 156-173.
- [31] 李延喜, 盖宇坤, 薛光. 管理者能力与企业投资效率——基于中国A股上市公司的实证研究[J]. 东北大学学报(社会科学版), 2018, 20(2): 131-139.
- [32] 周兰, 张玥. 管理者能力与股价崩盘风险[J]. 系统工程, 2019, 37(4): 117-128.
- [33] 邓伟, 王涛, 成园园. 反收购条款、股价同步性与投资效率[J]. 管理评论, 2020, 32(11): 33-47.