

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2018.12.009

财务舞弊、行业特征与公司投资“同伴效应”

王磊¹, 胡纯华¹, 孔东民²

(1. 上海对外经贸大学金融管理学院, 上海 201620; 2. 华中科技大学经济学院, 湖北 武汉 430074)

摘要: 公司同伴效应是指公司个体行为受到参照组内其他公司行为或特征的影响, 高管社会学习是导致公司同伴效应产生的重要原因, 但这种学习行为是否理性还值得商榷。本文以2000—2015年沪深两市A股上市公司为样本, 基于行业特征的研究视角, 考察行业领导者虚构利润对同伴公司投资决策的影响。结果表明, 行业领导者虚构利润向外界传递行业虚假繁荣的错误信号, 同伴公司为占据更高的市场份额而扩大投资规模; 而且, 同伴公司的反应程度受行业特征的影响, 具体而言, 行业竞争度加剧了同伴公司对行业领导者虚构利润的错误反应, 行业景气度与同伴公司反应程度存在负向关系, 处于成长期的同伴公司更容易受行业领导者虚构利润的影响, 表现出更大规模的投资扩张。本文基于行业特征视角研究财务报告舞弊产生的溢出效应, 有助于理解“同伴效应”形成的内在机制, 也为财务舞弊产生的不良经济后果提供了新的经验证据。

关键词: 财务舞弊; 同伴公司; 投资决策; 行业特征

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2018)12-0125-13

一、引言

近年来, 我国资本市场建设取得了长足发展, 但上市公司违法违规行为却屡禁不止。为加强监管, 在过去的15年中, 证监会累计开出了近千张“罚单”, 在众多违规行为中, 财务舞弊因违规成本低, 而被投资者称为最大的“忽悠”(张忠安, 2016)。财务舞弊行为侵害了广大投资者的利益, 对其他上市公司的经营决策也会造成干扰, 甚至产生错误的示范效应, 比如虚构利润的财务报表描绘出一幅乐观的行业发展前景, 这样的“虚假繁荣”让同行业公司一拥而上地扩大投资规模, 最终形成过剩产能。因此, 要对上市公司财务舞弊行为实施更有效的监管, 有必要对其产生的“负外部性”进行深入研究, 本文以舞弊方式最为典型的虚构利润类舞弊作为切入

收稿日期: 2018-01-30

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71772178); 教育部人文社会科学研究规划基金项目(17YJA790071)

作者简介: 王磊(1982—), 男, 上海对外经贸大学金融管理学院副教授, 硕士生导师(通讯作者);

胡纯华(1991—), 女, 上海对外经贸大学金融管理学院硕士研究生;

孔东民(1978—), 男, 华中科技大学经济学院教授, 博士生导师。

点,考察行业领导者虚构利润对同伴企业投资决策产生的溢出效应。

公司个体行为受行业群体影响称之为“同伴效应”(peer effect),通常表现为群体中个体对领导者的追随,或者形成群体的某种隐性规范。研究表明,“同伴效应”广泛存在于公司金融各个领域,如公司的资本结构、股票拆细、控制权转移等均会受到同伴企业的影响(Leary和Roberts,2014;Kaustia和Rantala,2015;傅超等,2015;陆蓉等,2017)。这些研究基本上认为,“同伴效应”的产生是公司经理人学习同伴公司特征和行为的结果,而经理人的社会学习行为往往基于理性的分析和判断。

但最近的一些文献表明,经理人向同伴学习的行为未必是理性的,当处于行业领导者地位的公司虚构利润时,虚假的陈述夸大了公司业绩表现,营造出行业朝气蓬勃的假象,同伴企业错误地认为行业发展前景光明,进而盲目扩大投资规模,增加产品供给,以满足市场需求(Beatty等,2013)。换言之,在上述情境之下,行业领导者的虚假信息使同伴公司陷入“混乱的学习”,这种以“搭便车”为目的的“学习”行为事实上却是“搭错车”,而直接的后果就是管理层做出非理性决策,盲目扩大投资支出,导致资源配置效率低下。

受上述研究的启发,本文拟考察在中国资本市场中,当行业领导者企业虚构利润时,同行业公司是否会追随领导者扩大投资规模?已有文献在研究中没有考虑行业特征的影响,作为市场经营环境的重要组成,行业特征因素可通过信息不对称、代理冲突等渠道,影响上市公司的投资决策(陈信元等,2013)。因此,在借鉴前人研究基础之上,本文进一步考察行业领导者财务舞弊对同伴企业投资决策造成的影响,以及与企业所属行业之间的关系。

行业特征是否可以作为公司外部治理机制进而影响管理层的决策行为,一直是公司金融研究的热点,在众多的行业特征中,竞争度、景气度、生命周期受到较多的关注,相关研究表明,这三个行业特征对委托代理问题、管理层约束和激励存在显著影响。基于上述考虑,本文以上市公司虚构利润违规事件为研究切入点,从行业竞争度、景气度以及生命周期三个角度,考察行业领导者财务报告舞弊对同行业公司投资的影响与行业特征之间存在的关系。

研究发现,当行业领导者发布虚构利润财务报告时,同行业其他企业会增加投资额度,这种溢出效应受行业特征的影响,行业竞争度对溢出效应存在正向影响,行业景气度对溢出效应存在负向影响,相比于成熟期和衰退期行业,处于成长期的行业存在更明显的溢出效应。本文的研究意义如下:第一,基于行业特征视角研究财务报告舞弊产生的溢出效应,有助于理解同伴效应形成的内在机制,也为财务舞弊产生的不良经济后果提供了新的经验证据;第二,研究发现行业领导者虚构利润会扭曲同伴公司的投资行为,可提醒公司管理层注意甄别同行财务信息,以优化投资决策,同时,探索溢出效应在不同行业中存在的差别,有助于监管层判断受财务舞弊负外部性影响最为严重的行业,提高监管水平。

二、理论分析与研究假设

作为公司外部治理机制的重要组成,产品市场竞争基于信息机制和约束机制发挥着治理功能(Allen和Gale,1998),但就其产生的经济后果,理论研究并未形成一致意见。一种观点认为,竞争可以有效降低信息不对称,缓解委托代理问题,减少管理层松弛,当经理人薪酬由其管理的企业利润决定时,市场竞争使公司信息披露更为充分,投资者可以凭此对经理人的能力做出正确评估;竞争产生的清算威胁也是促使经理人努力工作的重要因素(Hart,1983)。这些文献基本上认为,行业竞争与经理人激励之间存在互相替代关系,当公司治理机制不健全时,竞争在减少管理层懈怠提高经营业绩上发挥积极作用。

但不少研究对此提出质疑,Scharfstein(1988)认为,如果管理层对收入水平的边际效用严格为正,那么竞争不仅不会改善公司治理,反而会使委托代理问题更为严重.Raith(2003)通过理论模型分析了竞争对管理层货币激励的影响,竞争导致产品高度替代性容易使公司丧失原有的市场份额,引发竞争对手采取降价策略,从经理人的角度看,努力工作以降低生产成本的措施已不再具有吸引力,由此产生管理层松弛问题,为了激发经理人努力工作,给予他们更多的货币激励成为最优的选择,即行业竞争与管理层激励呈现互补关系.Karuna(2007)对上述假说进行实证检验,发现行业竞争对管理层薪酬激励存在正向影响。

国内学者伊志宏等(2010)也有类似的发现。行业竞争未能发挥外部治理功能,原因在于我国的职业经理人市场还不够成熟,随着经济的发展,虽然行业面临的竞争越来越激烈,但市场规模也处于高速扩张中,因此,即便经理人不努力工作导致企业效益下滑,也不会使声誉遭受过多的损失。而且,如果市场竞争过于激烈,经理人难以实现市场预期,在经营决策中容易滋生机会主义行为(林乐等,2013)^①。由上述分析可知,管理层激励与市场竞争之间存在互补关系,在竞争程度高的行业中,经理人更容易出现管理松弛。当行业领导者的利润出现大幅增长,公司经理不会对财务报表的真实性做出判断,也不会投入时间和精力分析市场环境,而是不加思考地扩大投资规模,盲目跟从行业领导者。基于此,本文提出第一个研究假设:

H1:行业竞争程度越强,同伴公司投资决策受行业领导者虚构利润的影响越大。

作为重要的行业特征,行业景气度往往通过影响市场对行业的预期,进而对行业内公司管理层决策产生影响。当行业发展不景气时,整个行业发展处于下行通道,公司预期利润和现金流下降,市场环境充满不确定性,公司管理层难以准确预测决策行为的经济后果。研究表明,在不确定性情况下,社会参照因素会部分取代理性的经济因素,不确定性程度越大,基于社会参照来制定决策的依赖度越强(王疆,2014)。傅超等(2015)发现,如果并购企业处在一个不确定性较强的行业中,并购商誉更容易受到“同伴效应”的影响。

行业低迷产生的不确定对公司投资决策也会造成同样的影响。经理人投资决策基于两种信息——私有信息和公共信息,私有信息主要指投资项目净现值、行业发展前景以及宏观经济环境,这些信息的搜集需要经理人投入大量的成本,但即便如此,投资结果仍然存在不确定性,公共信息则来自同行业公司投资决策过程中向外界传递的信号,经理人基本上不支付任何成本就可以观察到。在市场环境高度不确定时,出于成本与收益的权衡考虑,经理人往往不愿意搜集私有信息,而是依靠同行业企业的信息做出投资决策,因为经理人相信同伴企业的投资决策是基于其掌握的所有信息的最优选择(方军雄,2012)。

经理人对声誉的关注也是导致投资跟风的重要原因,在Scharfstein和Stein(1990)的理论模型中,经理人会忽略自己的私人信息,模仿其他经理人的投资决策,如果经理人采取独立的投资决策而遭受失败,会被视为其能力不济而饱受责备,但如果是从众投资导致的失败,则会有其他经理人与他一起分担责难,这种责难分担(sharing the blame)效应可以有效地保障职业声誉,但也引发了经理人的羊群行为,同时,模型也指出,当投资前景充满不确定性时,经理人的羊群行为会越发严重。

由上述分析可以看出,当行业发展不景气时,企业发展面临诸多不确定性,经理人会表现出强烈的模仿动机,此时,如果行业领导者的利润大幅增长,会给同行业其他公司一个错误的

^①激烈的市场竞争会分薄利润,这是否会成为阻碍追随者企业进入的因素?相关研究表明,当企业预期市场需求将急剧增长时,大量企业进入是对市场价格和利润的正常反应,但也引发激烈的市场竞争,由于协调存在困难,随着经济进入下行周期,产能过剩问题逐渐浮现(林毅夫等,2010)。由此可以看出,只要企业对未来的市场需求有着良好预期,即便企业家意识到激烈的市场竞争会分薄利润,他们也会选择进入这个行业。当然,与这些文献略有不同,在本文的研究中,企业是通过观察到行业领导者的利润指标大幅增加,从而判断行业具有良好的发展前景。

信号——行业即将走出低谷,市场需求开始回升,因此,扩大投资规模,应对增长的市场需求,成为公司最优的战略选择。基于上述分析,本文提出第二个研究假设:

H2:当行业发展不景气时,同伴公司投资决策受行业领导者虚构利润的影响更大。

产业生命周期理论认为,任何行业基本上都会经历从高速成长、成熟发展到逐步衰退的生命周期,在不同的生命周期阶段,行业的内部结构、要素禀赋、相对价格、分工链条的差异决定了公司的获利机会、生存威胁以及投资效率(杨兴全等,2016)。借鉴姜付秀和刘志彪(2005),本文将行业生命周期分为成长期、成熟期以及衰退期三个阶段,并根据不同阶段的行业发展特征,分析同伴公司对行业领导者错误信号做出的反应。

当行业处于成长期时,由于市场尚未完全开发,行业面临着更多的投资机会和更好的盈利前景,然而,虽然行业发展空间巨大,但未来准确的发展方向却难以把握,行业内的竞争整体上处于无序状态(刘刚和于晓东,2015);另一方面,利润的驱动吸引着大批企业进入该行业,同时也会有企业由于市场份额被掠夺,无法继续在该行业内得以生存而选择退出,而且,当环境充满不确定性时,公司投资规模减少,导致公司面临市场份额被掠夺的风险增加,使得公司在竞争中处于不利地位(Bloom等,2007)。因此,当行业处于成长期时,同伴公司往往会倾向于关注行业领导者的财务信息,了解其经营状态和最新动态,以便能在无序的竞争中准确地把握行业未来发展方向,抓住投资机会获得更高的利润。

当行业由成长期走向成熟期,行业的高额利润率将很快回归社会平均值,在没有技术创新的情况下,行业利润不会有大幅度增长;而对于衰退行业,由于技术潜力已然耗尽,生产率不再有提高的可能性,在新产品的冲击下,衰退行业会逐渐消亡。因此,当行业处于成熟期时,由于行业技术日趋成熟,市场完全被开发,经营环境相对稳定,公司管理层对于行业整体状况有比较充分的了解,即便行业领导者的利润出现大幅增长,同伴公司也会谨慎对待,并对行业发展前景作出理性判断。而对于处于衰退行业的企业而言,尽快退出是较为明智的战略选择,此时同伴企业已不再具有关注行业领导者的动机。因此,行业领导者利润大幅增长,对处于成熟期和衰退期同伴公司投资决策的影响非常有限。基于此,本文提出第三个研究假设:

H3:行业领导者虚构利润对同伴企业投资决策的影响,主要集中在处于成长期的行业。

三、研究设计

(一)样本与数据来源

本文以A股非金融类上市公司作为研究样本,数据来源于国泰安数据库(CSMAR),由于下文研究需用到现金流量表,该数据最早的收录年份为1998年,同时考虑到核心解释变量需要做滞后一年处理,所以本文的研究区间设为2000—2015年。公司虚构利润事件的相关数据取自国泰安的上市公司违规处理数据库,为了确保数据的准确性,我们根据具体的违规行为描述,对公司虚构利润事件的违规年份进行手工搜集和完善。需要说明的是,监管部门对财务舞弊的处罚决定一般发生在公司财务报表披露之后,为了保证本文研究目标的实现,我们要求处罚决定公布时间与舞弊报告会计截止日期之间间隔至少1个会计年度^①。

本文借鉴Leary和Roberts(2014)提出的方法,根据市场份额、销售净利率和净利润增长率三个指标来界定行业领导者,首先,对于每一个年度,在每个行业内,分别按照上述三个指标对样本进行十分位排序分组并赋予分值,排序最高组合的样本为10分,排序最低组合的样本为

^①比如某上市公司2007年年报存在虚构利润,监管部门于2009年发现后即作出处罚决定,在此情形下,我们可以考察该公司的同伴企业在2008年度是否提高投资规模;但如果监管部门是在2008年发现该公司虚构利润并作出处罚决定,我们将此违规事件排除在样本之外,因为此时同伴企业已了解到该公司的利润是虚构的,它们在2008年度的投资决策并不会受到影响。

1分,其他样本赋值方法以此类推;接着,将样本根据三个不同维度所赋分值进行加总,得到公司在本行业内部的综合评价分值,选取分值前40%的样本作为行业领导者。

本文搜集到27家行业领导者公司因为虚构利润被处罚,共44个公司—年度观测值,研究区间内的每个年度都存在行业领导者虚构利润事件,平均每家公司虚构利润的时间跨度将近2年。在剔除数据缺失样本后,最终得到20 262个公司—年度观测值,其中,作为虚构利润行业领导者同伴企业有1 297家公司,涉及3 087个公司—年度观测值,约占总样本的15%。行业分类采用2001年证监会行业分类标准,其中制造业使用二级分类,其余使用一级分类^①。

(二)模型与变量设计

1. 行业特征变量。首先,采用赫芬达尔—赫希曼指数(*HHI*)衡量行业竞争度,具体计算方法为行业中各公司营业收入占整个行业营业收入之比的平方和:

$$HHI_{jt} = \sum_{k=1}^{N_j} (Sales_{kt}/Sales_{jt})^2 \quad (1)$$

其中,*j*表示行业,*t*表示年份,*Sales_{jt}*是*j*行业在*t*年总的营业收入,*Sales_{kt}*为该行业第*k*家公司在*t*年的营业收入。为了便于表述,我们取上述指标的相反数,经过处理后的*HHI*值越小(大),表示行业竞争程度越低(高)。在下文的实证中,对于每一年度,将经处理后的*HHI*指数进行十分位分组,以样本所属组别的序数(*RCOM*)进入回归方程,并将变量*RCOM*标准化为1、2、…、9、10,当公司所属行业的竞争程度最低时,*RCOM*取值为1,当公司所属行业竞争程度最高时,*RCOM*取值为10,其他情形以此类推。

为了增强结果的稳健程度,我们也采用行业前四大企业市场份额占行业市场份额之比(*Cn4*)作为行业集中度的衡量指标,取相反数后对该指标进行十分位分组,以样本所属组别的序数(*RCn4*)进入回归方程,具体赋值方法与*RCOM*类似。此外,借鉴岳希明和蔡萌(2015)的方法,引入反映行业是否具有垄断性的哑变量(*MON*)作为区分竞争程度的指标,如果公司属于非垄断行业,*MON*取值为1,表示行业竞争程度较高,如果公司处于垄断行业,*MON*取值为0,意味着行业竞争程度较低。由于行业分类标准存在差别,具体转换过程见表1。

表1 垄断行业分类

岳希明和蔡萌(2015)分类方法	匹配至2001年证监会分类标准
电信和其他信息传输服务业	L20信息传播服务业G85通信服务业
邮政业	K10邮政服务业
航空运输业	F09航空运输业
水上运输业	F07水上运输业
铁路运输业	F01铁路运输业
电力燃气及水的生产和供应业	D电力、煤气及水的生产供应业
石油加工炼焦及核燃料加工业	C41石油加工及炼焦业
石油气和天然油气开采业	B03石油和天然气开采业

2. 行业生命周期。借鉴产业组织理论,本文利用增长率产业分类法对上市公司所处行业生命周期进行识别(范从来和袁静,2002),增长率产业分类法的核心在于,通过比较产业在两个相邻时期的增长率与对应时期内所有产业部门的平均增长率,以此来判断该行业生命周期,如果该产业部门的增长率在两个相邻时期内都高于平均增长率,或者前一时期大体接近于平均增长率,而在后一时期大大高于平均增长率,则该产业处于成长期;如果产业在前一时期

^①如果制造业采用一级分类,那么该行业的观测值在本文研究样本中占比将近55%,这种分类方法会掩盖制造业中不同行业存在的差别,不利于研究的开展。

高于平均增长率,但在后一时期逐渐低于平均增长率,则该产业处于成熟期;如果产业在两个相邻时期的增长率都低于平均增长率的话,则该产业处于衰退期。本文参考梅波(2013)等文献,将样本所属行业划分为如下三个周期,具体情况见表2。

表2 行业生命周期分类

衰退行业	A农、林、牧、渔业;C1纺织、服装、皮毛;E建筑业;H批发和零售贸易
成熟行业	B采掘业;C0食品、饮料;C2木材、家具;C3造纸、印刷;C4石油、化学、塑胶、塑料;C6金属、非金属;C7机械、设备、仪表;C99其他制造业;D电力、煤气及水的生产和供应业;M综合类
成长行业	C5电子;C8医药、生物制品;F交通运输、仓储业;G信息技术业;J房地产业;K社会服务业;L传播与文化产业

3. 行业景气度。参考薛爽(2008)的方法来确定行业景气度。首先,计算t年各行业样本公司资产收益率ROA的中值,将其命名为MROA_i;其次,计算从2000年以来各年度MROA的中值,命名为MMROA;第三,如果t年的MROA_i小于MMROA,则当年该行业不景气,反之亦然。我们采用哑变量PRO_ROA对上述赋值过程加以量化,如果公司所属行业在当年不景气,该变量赋值为1,否则为0。同理,我们也采用公司净资产收益率ROE和营业利润率PM作为识别变量,形成哑变量PRO_ROE和PRO_PM,当行业发展低迷不景气时,变量取值为1,否则为0。

(三)回归模型设定

我们构建如下回归模型,检验行业领导者虚构利润对同伴公司投资决策的影响:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 LMIS_{it-1} + \beta_2 IndVar_{it} + \beta_3 LMIS_{it-1} \times IndVar_{it} + CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式中,下标i表示同伴公司,指与虚构利润公司属于同行业的其他企业,t表示年份;因变量I为投资额,以公司在t年的资本支出来衡量;LMIS表示行业领导者是否存在虚构利润的哑变量,为了避免内生性问题的干扰,该变量滞后一期进入回归方程,如果i公司所属的行业在t-1年发生行业领导者虚构利润事件时,LMIS取值为1,否则为0;IndVar表示行业特征变量,分别为行业竞争度、行业景气度和行业生命周期,LMIS×IndVar是两者形成的交互项;CV为控制变量,分别是公司在t年度的资产净利率(ROA)、营业利润增长率(SG)、经营活动现金流(CFO)、托宾Q(Q)、外部融资(EXTFIN)、公司规模(SIZE)以及公司是否属于行业领导者的哑变量(LEADER)。此外,模型还控制行业和年份效应,并对标准误差在公司层面进行聚类(clustering)调整。各变量定义和计算方法如表3所示。

表3 变量名称、定义及计算方法

	名称	缩写	定义
被解释变量	投资支出	I	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/t-1年总资产
解释变量	虚构利润	LMIS	哑变量,当行业领导者中存在虚构利润时,取值为1,否则为0
行业特征	行业竞争度	RCOM	行业竞争程度最高时,RCOM=10;行业竞争程度最低时,RCOM=1,其他情形以此类推
		RCn4	行业竞争程度最高时,RCn4=10;行业竞争程度最低时,RCn4=1,其他情形以此类推
		MON	哑变量,当公司处于非垄断行业时,取值为1,否则为0
	行业景气度	PRO_ROA	哑变量,行业景气度低时,取值为1,否则为0
		PRO_ROE	哑变量,行业景气度低时,取值为1,否则为0
		PRO_PM	哑变量,行业景气度低时,取值为1,否则为0
行业生命周期		根据增长率产业分类法进行识别	

表3 (续)

	名称	缩写	定义
控制变量	资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	营业利润增长率	<i>SG</i>	(t年营业利润-上年营业利润)/上年营业利润
	经营活动现金流	<i>CFO</i>	t年经营活动现金流/上年总资产
	托宾Q	<i>Q</i>	市场价值/账面价值
	行业领导者	<i>LEADER</i>	哑变量,公司为行业领导者时,取值为1,否则为0。行业领导者具体定义过程见上文
	外部融资	<i>EXTFIN</i>	(股票增发+债务增加)/上年总资产;股票增发:所有者权益的变化-留存收益变化;债务增加:资产变化-所有者权益变化
	公司规模	<i>SIZE</i>	总资产的自然对数

四、实证检验与分析

(一)描述性统计

为了避免异常值对研究结果造成影响,我们采用Winsorize方法对连续变量上下1%的极端值进行了处理,表4是描述性统计结果。*LMIS*的均值约为0.15,说明将近有15%的样本公司所处的行业存在行业领导者虚构利润;*ROA*、*CFO*和*SG*的均值分别为0.026 9、0.056 9和-0.141 2,意味着样本公司经营活动产生正的现金流,企业在平均意义上是盈利的,但营业利润出现负增长;托宾*Q*值约为2.4,说明企业的市场价值高于重置成本,企业将通过外部融资来购置新设备,以扩大投资规模,这与*EXTFIN*和*I*的均值统计结果相吻合;*SIZE*的均值为21.77,标准差为1.24,说明公司规模变量的分布在合理范围内。

表4 描述性统计

变量名	平均值	标准差	P ₂₅	中位数	P ₇₅
<i>I</i>	0.062 1	0.074 7	0.012 3	0.039 1	0.085 5
<i>LMIS</i>	0.152 4	0.359 4	0.000 0	0.000 0	0.000 0
<i>ROA</i>	0.026 9	0.069 4	0.009 4	0.029 5	0.056 2
<i>SG</i>	-0.141 2	4.170 9	-0.544 4	0.013 5	0.411 4
<i>CFO</i>	0.056 9	0.313 2	0.004 8	0.049 9	0.102 6
<i>Q</i>	2.421 3	1.764 1	1.342 1	1.861 0	2.797 1
<i>LEADER</i>	0.404 0	0.490 7	0.000 0	0.000 0	1.000 0
<i>EXTFIN</i>	0.135 6	0.286 6	-0.006 2	0.069 6	0.192 4
<i>SIZE</i>	21.771 1	1.242 2	20.910 1	21.641 9	22.479 1

注:P₂₅、P₇₅分别表示变量25%、75%分位数。

(二)假设检验

1. 行业竞争度与同伴公司投资

在检验公司投资“同伴效应”与行业特征之间的关系之前,我们首先考察在未考虑行业因素的前提下,行业领导者虚构利润对同伴企业投资的影响,结果见表5的回归(1)。我们发现,*LMIS*的系数为0.003 8,在5%的水平上显著,说明当行业领导者发生虚构利润事件时,同伴企业会在下一年度增加资本支出。在控制变量方面,*ROA*、*CFO*、*EXTFIN*和*Q*的系数均在5%或1%的水平显著为正,意味着当公司盈利状况较好、现金流充足、有外源性融资渠道或者有较好的成长机会时,企业为了占领市场,获得更多的利润,倾向扩大投资规模;*SIZE*的系数显著为正,反映出大企业拥有更多的资源,有助于公司本身扩大投资规模。

表5 行业竞争度与同伴公司投资

	未考虑行业因素		考虑行业竞争度	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	-0.073 7***(-3.32)	-0.074 4***(-3.35)	-0.073 2***(-3.30)	-0.067 2***(-3.05)
<i>LMIS</i>	0.003 8**(2.46)	0.003 3**(2.10)	0.003 3**(2.05)	0.003 2**(1.97)
<i>RCOM</i>		-0.001 0*(-1.84)		
<i>LMIS×RCOM</i>		0.001 4**(2.51)		
<i>RCn4</i>			-0.000 9(-1.54)	
<i>LMIS×RCn4</i>			0.001 4**(2.30)	
<i>MON</i>				-0.010 7*(-1.79)
<i>LMIS×MON</i>				0.016 0**(2.12)
<i>ROA</i>	0.157 1***(17.51)	0.157 1***(17.51)	0.157 3***(17.53)	0.158 4***(17.70)
<i>SG</i>	0.000 1(0.99)	0.000 1(0.97)	0.000 1(0.97)	0.000 1(1.01)
<i>CFO</i>	0.017 9**(2.10)	0.017 9**(2.10)	0.017 9**(2.10)	0.017 8**(2.10)
<i>EXTFIN</i>	0.095 8***(27.16)	0.095 8***(27.18)	0.095 8***(27.18)	0.095 8***(27.13)
<i>Q</i>	0.000 4(0.96)	0.000 4(0.92)	0.000 4(0.93)	0.000 3(0.75)
<i>LEADER</i>	-0.001 4(-0.80)	-0.001 3(-0.74)	-0.001 3(-0.73)	-0.001 4(-0.77)
<i>SIZE</i>	0.005 7***(5.53)	0.005 6***(5.46)	0.005 6***(5.45)	0.005 5***(5.38)
<i>Year/Industry</i>	Control	Control	Control	Control
<i>N</i>	20 262	20 262	20 262	20 262
<i>R²</i>	0.276	0.277	0.276	0.277

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著；括号内为t值，以下同。

当考虑行业竞争度时,我们发现,在模型加入行业竞争度变量以后,*LMIS*的系数值略有下降,但仍在5%的水平上显著为正。回归(2)以*HHI*指数作为行业竞争度的衡量指标,*LMIS×RCOM*的系数为0.001 4,在5%的水平上显著,当行业竞争程度最低时,*LMIS*对同伴企业资本支出水平的影响系数为0.004 7,而当行业竞争程度最高时,*LMIS*对同伴企业资本支出水平的影响系数上升至0.017 3,后者是前者的3.68倍,换言之,行业竞争度提升一个层次,影响程度平均增加近30%^①。回归(3)以行业前四大企业市场份额占比作为行业竞争度的衡量指标,结果与回归(2)类似。回归(4)从行业是否具有垄断对上述问题加以考察,结果表明与垄断性行业相比,非垄断行业中领导者虚构利润对同伴企业的投资支出有着更大的影响。

根据表5的结果,行业领导者虚构利润对同伴企业资本支出水平存在正向影响,而且影响程度随着行业竞争度的增加而上升,原因在于,当行业面临着激烈的市场竞争时,企业会滋生管理层松弛问题,而且行业竞争也使企业模仿对手策略的成本,远远低于不采取行动失去市场份额给企业带来的损失,在此情形下,当行业领导者公司的利润大幅增长时,同伴企业会误以为产品市场出现了新的需求增长点,管理层会扩大投资规模,以满足消费者需求并占领市场,上述结果支持了前文提出的H1。

2. 行业景气度与同伴公司投资

行业景气度对同伴公司投资规模的影响结果见表6,在三个回归方程中,*LMIS*的系数均在10%或5%的水平显著为正,*LMIS*与行业景气度指标形成的交互项系数在5%或1%的水平上显著为正,说明行业领导者虚构利润对同伴企业投资产生的影响在行业低迷时表现得更为强烈,以回归(1)为例,当同伴企业所处行业处于景气状态时(*PRO_ROA*=0),行业领导者虚构利润对同伴企业资本支出水平的影响系数为0.003 5,而当同伴企业所属行业处于低迷状态时(*PRO_ROA*=1),行业领导者虚构利润对同伴企业投资的影响系数上升至0.010 7,后者是前者

①我们根据样本公司资本支出以及资产规模的均值,大致可以推算出,在竞争程度最低的行业,当行业领导者虚构利润时,相比于控制组(*LMIS*=0),同伴公司的投资规模约增加4 700万元,占公司年平均投资规模的7.2%,而在竞争性最强的行业中,同伴公司增加的投资规模约为1.73亿元,占公司年平均投资规模的26.5%。

的3倍。回归(2)和(3)的结果与之类似,由此可以看出,行业景气度高低对同伴企业投资造成的影响差异在经济意义上也是显著的。

表6 行业景气度与同伴公司投资

	(1)	(2)	(3)
<i>Constant</i>	-0.072 3***(-3.26)	-0.074 2***(-3.35)	-0.073 3***(-3.31)
<i>LMIS</i>	0.003 5**(2.23)	0.003 5**(2.21)	0.003 0*(1.88)
<i>PRO_ROA</i>	0.000 5(0.39)		
<i>LMIS×PRO_ROA</i>	0.007 2*** (2.62)		
<i>PRO_ROE</i>		0.001 9(1.50)	
<i>LMIS×PRO_ROE</i>		0.006 8** (2.36)	
<i>PRO_PM</i>			0.000 4(0.31)
<i>LIMIS×PRO_PM</i>			0.008 8*** (2.82)
<i>ROA</i>	0.157 3*** (17.57)	0.158 1*** (17.64)	0.157 0*** (17.53)
<i>SG</i>	0.000 1(1.02)	0.000 1(1.04)	0.000 1(1.02)
<i>CFO</i>	0.017 9**(2.10)	0.017 9**(2.10)	0.017 9**(2.10)
<i>EXTFIN</i>	0.095 8*** (27.18)	0.095 8*** (27.18)	0.095 8*** (27.19)
<i>Q</i>	0.000 4(0.95)	0.000 4(0.98)	0.000 4(0.97)
<i>LEADER</i>	-0.001 5(-0.83)	-0.001 6(-0.88)	-0.001 5(-0.84)
<i>SIZE</i>	0.005 7*** (5.56)	0.005 8*** (5.61)	0.005 7*** (5.59)
<i>Year/Industry</i>	Control	Control	Control
<i>N</i>	20 262	20 262	20 262
<i>R²</i>	0.276	0.276	0.276

表6的结果说明,行业领导者虚构利润对同伴企业投资在不同的行业景气状态下均存在影响,但行业低迷时的影响程度远远超过行业景气时的情形。原因在于当行业发展低迷时,市场环境充满不确定性,与行业发展相关的信息无论数量还是质量均出现大幅下降,管理者搜集信息并检验真伪的成本增加,更加依赖同伴企业公布的信息做出经营决策,而且行业领导者的行为对同行业其他企业具有强烈的引导性和示范性,如果行业领导者的利润大幅增加,同行企业在财务目标的驱使下会扩大投资规模。

当行业发展步入萧条期时,投资机会减少使得管理层以较低的经营目标作为参照点,选择更为保守的投资策略,出于对经营风险和自身声誉的考虑,追随行业领导者的经营决策,也可以为未来可能发生的投资亏损寻找合适的借口,以分摊股东的“责难”进而逃避责任(赵懿清等,2016)。与行业发展低迷时不同,当行业景气时,市场有充分的利润空间,此时公司财务舞弊的动机不足,即便舞弊行为确实发生,比如行业内有公司出现利润大幅增加,也不会引起同伴公司的关注,因为良好的行业发展前景同样也给同伴公司带来了丰厚的利润。因此,表6的实证结果和分析支持前文提出的H2。

3. 行业生命周期与同伴公司投资

为了研究行业生命周期与同伴公司资本支出水平之间的关系,本文将同伴公司所处的行业分为成长行业、成熟行业以及衰退行业,并考察处于不同生命周期同伴企业对行业领导者虚构利润的反应,回归结果见表7。首先将样本分为成长行业和非成长行业,回归(1)、(2)的结果表明,当同伴公司处于成长行业周期时,*LMIS*的系数为0.009 1,t值显示在1%的水平显著,而当同伴公司属于非成长行业时,*LMIS*的系数为负,未通过显著性检验。这意味着,行业领导者虚构利润对同伴企业投资的影响主要集中在成长性行业。

我们进一步将处于非成长周期的企业分为成熟行业和衰退行业,根据回归(3)和(4),发现

无论同伴公司处于成熟行业还是衰退行业周期, *LMIS*的系数均为负, 而且未通过显著性检验。由此可以看出, 成长行业的公司观测到行业领导者利润激增时, 为了获取首发优势占据有利地位会直接、迅速地做出反应扩大投资规模, 对领导者财务报表的真实性通常都不会加以鉴别; 当行业走向成熟, 企业对行业技术和产品市场都有更深入的了解, 此时如果行业领导者的利润突然大幅增加, 同伴企业会谨慎地做出判断, 而不会盲目的扩大投资规模。

当行业进一步走向衰退, 由于替代品的出现, 原行业产品的市场需求开始萎缩, 部分企业在竞争中被淘汰出局, 一些企业转向其他有利可图的行业以谋求发展, 整个行业表现出厂商数目减少、经营利润不断下降的发展颓势, 在此情形下, 即便有企业的财务报表出现利润激增, 同伴企业往往对这种“反常现象”表现出谨慎的态度, 而不会盲目地跟从。总之, 表7的实证结果及其分析表明, 当行业处于成长期, 行业领导者虚构利润对同伴公司扩大资本支出存在显著的影响, 但当行业处于成熟期和衰退期时, 上述影响显得非常有限, 这些研究结果支持上文提出的H3。

表7 行业生命周期与同伴公司投资

	成长行业	非成长行业	成熟行业	衰退行业
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	-0.018 9(-0.41)	-0.108 9***(-4.48)	-0.164 5***(-5.97)	-0.009 8(-0.21)
<i>LMIS</i>	0.009 1***(2.81)	-0.000 8(-0.46)	-0.000 2(-0.09)	-0.004 4(-1.03)
<i>ROA</i>	0.105 4***(7.38)	0.182 4***(18.19)	0.198 9***(18.33)	0.087 7***(4.54)
<i>SG</i>	-0.000 0(-0.21)	0.000 2(1.60)	0.000 2(1.39)	0.000 4(1.10)
<i>CFO</i>	0.037 3*** (3.80)	0.012 9*(1.93)	0.009 6** (2.09)	0.081 5*** (4.47)
<i>EXTFIN</i>	0.079 3*** (13.77)	0.105 9*** (23.24)	0.112 6*** (21.67)	0.083 0*** (8.88)
<i>Q</i>	0.000 1(0.12)	0.000 3(0.58)	0.000 2(0.32)	-0.000 7(-0.65)
<i>LEADER</i>	0.000 4(0.13)	-0.003 1(-1.43)	-0.005 3**(-2.08)	0.003 6(0.89)
<i>SIZE</i>	0.002 6(1.22)	0.007 3*** (6.47)	0.008 2*** (6.48)	0.002 8(1.21)
<i>Year/Industry</i>	Control	Control	Control	Control
<i>N</i>	6 566	13 696	10 602	3 094
<i>R</i> ²	0.245	0.299	0.314	0.202

(三)稳健性检验^①

1. 考虑共同行业冲击的影响。公司的投资决策往往受行业发展的影响, 当产品需求旺盛, 行业发展势头较好时, 为了满足市场需求, 公司会扩大投资支出, 如果市场需求萎缩, 行业发展陷入低谷, 公司也会削减资本支出水平。那么上文发现的现象是否是因为受到共同的行业外部冲击影响? 即同伴公司扩大投资规模是由于行业公司面临投资机会增加, 或者是因为行业发展引起的需求增长所致, 而非受到行业领导者企业虚构利润的影响。为了排除这种可能性的干扰, 我们在实证模型中引入行业冲击变量对上述问题加以控制。

对于行业共同冲击变量, 本文在Mitchell和Mulherin(1996)的方法基础之上进行改进, 以某行业在*t*年度受到的共同冲击为例, 首先, 用该行业公司在*t-1*年度的平均营业收入除以该行业在*t-5*年度的平均营业收入, 对该指标值取自然对数, 以此衡量该行业面临的营业收入波动; 接着, 用该行业营业收入波动率减去所有行业收入波动率的均值, 两者之差为该行业面临的共同冲击(*Shock*)。我们在模型中控制该变量, 发现在绝大多数回归方程中, *Shock*变量的系数均显著为正, 意味着当行业面临正向(负向)冲击时, 公司会扩大(减少)投资规模, 同时我们也发现, 在控制行业共同冲击变量后, 核心解释变量系数正负方向和显著程度并未发生改变, 说明上文的研究结果是稳健的。

^①限于篇幅, 我们没有报告稳健性检验部分的实证结果, 有兴趣的读者可以向作者索取。

2. 考虑特殊行业的影响。方军雄(2012)研究发现,公司投资的羊群效应突出表现在电力煤气水生产供应、石油化工以及采掘业等领域。那么本文的研究结果是否受这些行业的影响?我们在研究样本中剔除上述三个行业,并对新的样本进行实证检验,我们发现,实证结果并未发生实质性的改变。由此可见,上文的研究并未受到这些行业的影响,从中也可以看出本文与上述文献存在的差别,已有研究侧重产业政策对公司投资趋同的作用机制,而本文则考察行业领导者发出的虚假信号对同伴企业投资决策产生的影响。

3. 行业领导者盈余管理与同伴公司投资。利润虚构与盈余管理存在一定的联系,两者均表现出利润的调整,那么,同伴公司是否会对行业领导者的盈余管理行为做出反应?一方面,当行业领导者企业的财务报告存在较严重的正向盈余管理时,同伴企业是否认为行业发展前景良好,随后扩大投资规模?我们对此展开检验。具体方法如下:首先,对于研究区间内的每一个年度,根据上文的方法识别出行业领导者;接着,利用修正的Jones(1991)模型计算可操控性应计利润,该指标大于0,意味着公司存在正向盈余管理,按照指标值由低到高五等份分组;最后,如果行业领导者的正向盈余管理指标达到最高组时,即认为行业领导者存在较高等度的正向盈余管理。采用上述方法对论文的研究假设进行检验,发现这些存在较高等度正向盈余管理的样本并没有对同伴公司的投资行为产生影响,进一步考虑行业特征后,也未发现与上文类似的结论。

我们对此分析了原因:根据Scott(2000)的定义,盈余管理是企业管理层在遵循会计准则的基础上,通过专业判断选择会计政策,有目的地控制对外财务报告过程,以达到主体自身利益最大化的行为。由此可以看出,盈余管理不同于会计舞弊,前者是在不违反会计准则前提下实施的选择性行为,后者则不被公认会计准则所允许。很多公司都存在盈余管理行为,但实施财务舞弊的公司毕竟是少数,而且,进行盈余管理的公司未必会实施财务舞弊,出现财务舞弊的公司也未必会进行盈余管理。另外,即使一家公司存在正向盈余管理,同伴公司管理层也不容易察觉到,因为管理层是在遵循会计准则的前提下对利润进行一定的调整,但上市公司财务舞弊涉及操纵的利润数额巨大,对同伴企业管理层会造成强烈的“视觉冲击”。因此,与盈余管理相比,行业领导者财务舞弊行为会对同伴企业存在更强烈的信号示意作用。

4. 其他的检验。企业在确定同伴关系时是否会参考相关的财务指标?如规模相近或所有权相同的企业才会视彼此为同伴。我们也对这种可能性进行检验。在已有识别方法基础之上,进一步根据财务指标来确定同伴企业:(1)资产负债率,当行业内存在领导者虚构利润时,若公司*i*的资产负债率与该行业领导者资产负债率的比值在 $[0.8, 1.2]$ 范围之内,则将公司*i*定义为该行业领导者的同伴公司;(2)资产规模,具体方法与资产负债率指标类似;(3)所有权性质,如果公司*i*与虚构利润的行业领导者所有权性质相同,那么公司*i*就视为该行业领导者的同伴公司。

根据上述方法识别出同伴企业后,重新对本文的研究假说进行检验,我们发现,总体上而言,回归结果并未对本文的研究假说提供强有力的支持。原因分析如下:在确定同伴企业时,采用行业分类标准一直是国内外文献较通行的做法,本文是在同行业标准的基础之上,进一步根据市场份额、销售净利率和净利润增长率三个指标来界定出行业领导者和追随者,目的就在于检验行业领导者的财务信息对追随者企业是否具有信号示意作用。如果在此基础之上进一步根据资产规模、负债比率等财务指标相近或者所有权相同等标准来界定同伴企业,可能会对领导者—追随者之间的关系造成干扰:一方面,采取更为严格的标准导致受到领导者虚构利润影响的同伴企业样本减少^①,可能会对实证结果造成影响;另一方面,根据资产规模等财务指标相近的标准来界定同伴企业,会降低同伴企业与行业领导者地位悬殊的程度,形成两者在行业内的地位接近的结果,在此情形下,同伴企业的决策相对比较独立,不容易受行业领导者企业财务信息的影响。

^①根据资产负债率、资产规模以及所有权界定同伴企业后,L_{MIS}=1的样本数占总样本的比例分别降至4.73%、1.87%、4.04%。

五、研究结论与展望

本文以2000—2015年间A股上市公司的财务舞弊行为为研究对象,结合行业特征因素考察行业领导者虚构利润事件对同伴公司的投资决策造成的影响。结果表明:行业领导者虚构利润会向同伴公司传递行业虚假繁荣的错误信号,为了获得更高的市场份额和利润,同伴公司会扩大投资规模;上述过程受到行业竞争程度、行业景气度和行业生命周期等行业特征的影响,具体而言,行业竞争度加剧了同伴公司对行业领导者财务舞弊的错误反应,竞争程度越高的行业,同伴公司的资本支出水平越高;行业景气度与同伴公司投资的反应程度存在负向关系,公司所属行业处于经济低迷时,同伴公司资本支出水平越高;此外,处于成长行业生命周期的同伴公司更容易受行业领导者虚构利润的影响,表现出更高规模的投资扩张。这些结果说明,虚构利润降低了公司本身的投资效率,也会导致整个行业的非理性投资,而且,其影响程度因公司所属行业的不同而存在差异。

根据上述发现有以下政策建议:(1)基于资本市场财务舞弊频发的背景,对于行业内其他公司尤其是行业领导者的财务信息,管理层应该审慎对待,通过专业技能和方法对财务信息的真实性加以判断,准确把握行业发展趋势和市场需求,优化公司经营决策,提高投资效率;反之,如果管理层缺乏理性的判断,盲目地根据同行公司财务信息进行决策,那么最终将给公司带来负面影响。(2)由于财务舞弊对同行企业存在负的外部性,监管部门要加强对行业内龙头企业信息披露的监管力度,提高信息披露质量,确保财务信息的真实性和准确性,同时要加大对虚构利润等舞弊行为的打击力度,提高违法违规成本;对于竞争激烈、发展低迷以及处于成长期的企业,监管层需要做好风险提示,警惕管理层在制定战略决策时出现非理性行为,使资本市场更好的发挥有效配置资源的作用。

本研究仍存在继续拓展的空间。如果高管社会学习是引起同伴效应的原因,那么又是什么因素在影响着学习的效果?尤其是当高管的学习行为具有“盲目性”时,这是本文未探讨之处。在潜在的影响因素中,公司治理状况是值得深入研究的问题,良好的公司治理结构可以约束高管行为,有助于投资决策科学化,而不完善的公司治理则可能加剧管理层对同伴企业虚假信号的错误反应,导致资源配置无效。因此,后续研究可围绕公司治理对高管社会学习的能力和结果展开,以进一步明确“同伴效应”形成的内在机制。另外,仅用虚拟变量来衡量上市公司的虚构利润行为,可能会丧失一些有用的信息,如果能搜集到公司虚构利润具体金额的完整数据,我们可以通过该数据考察公司虚构利润幅度对同伴公司投资行为的影响,这也是论文后续研究可以做进一步探讨的地方。

主要参考文献

- [1]陈信元,靳庆鲁,肖土盛,等.行业竞争、管理层投资决策与公司增长/清算期权价值[J].*经济学(季刊)*,2013,(1):305-332.
- [2]方军雄.企业投资决策趋同:羊群效应抑或“潮涌现象”?[J].*财经研究*,2012,(11):92-102.
- [3]傅超,杨曾,傅代国.“同伴效应”影响了企业的并购商誉吗?——基于我国创业板高溢价并购的经验证据[J].*中国软科学*,2015,(11):94-108.
- [4]林乐,谢德仁,陈运森.实际控制人监督、行业竞争与经理人激励——来自私人控股上市公司的经验证据[J].*会计研究*,2013,(9):36-43.
- [5]刘刚,于晓东.高管类型与企业战略选择的匹配——基于行业生命周期与企业能力生命周期协同的视角[J].*中国工业经济*,2015,(10):115-130.
- [6]陆蓉,王策,邓鸣茂.我国上市公司资本结构“同群效应”研究[J].*经济管理*,2017,(1):181-194.
- [7]王疆.组织间模仿、环境不确定性与区位选择:以中国企业对美国直接投资为例[J].*管理学报*,2014,(12):1775-1781.
- [8]杨兴全,齐云飞,吴昊旻.行业成长性影响公司现金持有吗?[J].*管理世界*,2016,(1):153-169.
- [9]岳希明,蔡萌.垄断行业高收入不合理程度研究[J].*中国工业经济*,2015,(5):5-17.

- [10]Beatty A, Liao S, Yu J J. The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 55(2-3): 183-205.
- [11]Bloom N, Bond S, van Reenen J. Uncertainty and investment dynamics[J]. *The Review of Economic Studies*, 2007, 74(2): 391-415.
- [12]Karuna C. Industry product market competition and managerial incentives[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2007, 43(2-3): 275-297.
- [13]Kaustia M, Rantala V. Social learning and corporate peer effects[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(3): 653-669.
- [14]Leary M T, Roberts M R. Do peer firms affect corporate financial policy?[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(1): 139-178.
- [15]Raith M. Competition, risk, and managerial incentives[J]. *The American Economic Review*, 2003, 93(4): 1425-1436.

Financial Fraud, Industry Characteristics and “Peer Effects” of Corporate Investment

Wang Lei¹, Hu Chunhua¹, Kong Dongmin²

(1. *School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China*; 2. *School of Economics, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China*)

Summary: Corporate peer effects mean that corporate policies are influenced by the characteristics and actions of other firms in the reference group. It is generally recognized that managerial peer learning is the main driving factor of corporate peer effects, but it is questionable whether such a behavior of peer learning is rational.

We find that misstated financial statements paint a picture of rosy industry prospects that leads peer firms to make unexpected or distorted decisions. Furthermore, the magnitude of the distortion varies predictably with peer firms' characteristics. Specifically, first of all, industry competition intensifies peer firms' wrong response to industry leaders' fraudulent financial reporting. Second, there exists a negative relationship between the response of peer firms and industry prosperity. The capital expenditure level of peer firms is higher in economic downturn than in economic prosperity. In addition, peer firms in the life cycle of a growing industry are more likely to be affected by the fraudulent financial reporting of industry leaders, exhibiting higher investment expansion. These results show that fraudulent financial reporting not only reduces the investment efficiency of the firm itself, but also leads to irrational investment in the whole industry, and the degree of influence varies with the industry attributes of peer firms.

This paper makes the following contributions to the exiting literature. First, we investigate the spillover effects of fraudulent financial reporting from the perspective of industry characteristics, which helps to understand the internal mechanism of peer effect formation and provides new empirical evidence for the negative economic consequences of financial fraud. Second, we find that fraudulent financial reporting by industry leaders will distort investment decisions of peer firms. It's important for the company management to pay attention to screening peer financial information to optimize investment decisions. At the same time, exploring the differences of spillover effects in different industries can help regulators to identify which industries are most affected by negative externalities of fraudulent financial reporting.

Key words: financial fraud; peer firms; investment decisions; industry characteristics

(责任编辑: 子 文)