

股权分置改革、会计稳健性与资本成本

陈爱华

(厦门国家会计学院 教研中心, 福建 厦门 361005)

[摘要]以我国股权分置改革为背景,采用2000—2011年沪深A股上市公司作为研究样本,对会计稳健性与资本成本之间的关系进行研究,结果表明:会计稳健性程度越高的企业权益资本成本和债务资本成本越小;股权分置改革后会计稳健性与债务资本成本间的负相关关系显著增强,股权分置改革前后会计稳健性与权益资本成本之间的负相关关系没有显著变化。

[关键词]股权分置改革;会计稳健性;权益资产成本;债务资本成本;上市公司;会计信息质量;公司治理

[中图分类号]F230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)03-0072-09

Watts 和 Zimmerman 于 1986 年提出了契约理论关于会计职能的三大假说:红利计划假说、债务契约假说和政治成本假说^[1]。管理层的薪酬(包括股票期权)、职业经理人市场的地位声誉等均和公司业绩有着直接联系,而公司业绩一般是通过会计信息体现的,相对于外部权益投资者而言,公司管理层拥有信息优势,于是就出现了逆向选择和道德风险问题,理性的权益投资者会意识到这种风险,因而会根据会计信息的质量水平要求相匹配的风险溢价。同样,债务契约假说中的会计职能也包括持续的会计信息,债务合约是以会计信息为基础的,也就要求这些会计信息的来源符合会计准则要求,但是会计准则又给管理层留下了一定程度自由选择的空间,会计信息质量的高低将直接影响贷款人的风险,因而贷款人会通过贷款利率要求恰当的回报。作为会计信息质量的重要特征之一,会计稳健性通过对及时确认损失和延迟确认收益,能够在较大程度上缓解信息不对称,进而影响权益资本投资者和债务资本投资者的资源分配。

股权分置改革是我国证券市场中的里程碑,快速发展的机构投资者已成为证券市场中的中坚力量。机构投资者拥有专业的智囊和雄厚的资本实力,那么他们能否发挥好良好的监督作用并为公司提供更好的信息环境?股权分置改革后,随着“全流通时代”的到来,企业整体的信息环境能否得到改善?会计稳健性对资本成本的影响在股权分置改革前后是否发生显著变化?本文尝试通过考察会计稳健性对资本成本的影响在企业股权分置改革前后是否有明显的变化来回答以上问题。

一、文献回顾

(一)关于会计稳健性经济后果的文献回顾

关于会计稳健性对债务资本成本、权益资本成本的影响,国内外学者取得了丰富的研究成果。

在会计稳健性与债务资本成本的关系方面,Ahmed 等人的研究发现会计稳健性能够有效地缓解股东与债权人之间股利政策冲突,而且稳健性可以降低债务成本^[2]。Bauwhede 检验了条件稳健性和非条件稳健性对企业信用评级的影响及其对债务成本影响,发现条件稳健性越高的企业信用评级越高,债务成本越低,而非条件稳健性越高的企业信用评级越低,债务成本越高^[3]。Zhang Jieying 研究

[收稿日期]2014-10-17

[基金项目]教育部人文社科基金项目(13YJC630019);福建省社科规划项目(2013B057)

[作者简介]陈爱华(1985—),男,湖北黄冈人,厦门国家会计学院教研中心讲师,博士,主要研究方向为公司治理与资本市场。

了会计稳健性对贷款人和借款人缔约前后利益的影响,发现借款人越稳健,其违反融资契约的可能性越大,贷款人会因为及时收到借款人的违约风险信号而受益;借款人越稳健,贷款人在缔约前越会提供一个较低水平的初始借款利率^[4]。Li Xi 的研究发现,在财务报告体系稳健的国家,公司会计稳健性程度越高,债务资本成本越低,而且这种负向关系在好的信息环境下会减弱,他还发现,只有在债权人保护程度高的国家,会计稳健性和债务资本成本之间的负向关系才存在^[5]。值得说明的是,虽然债务评级和债务平均到期收益率是最为主要的两种债务成本核算方法,但由于我国缺乏诸如穆迪公司、标准普尔公司这样的权威评级机构,而且债券到期收益率、债券收益率差价等方法也不具备使用条件(原因在于我国公开发行业务的上市公司数量不多,同时我国证券监管机构并未要求上市公司披露详细的各类负债利息),因此,本文主要借鉴 Pittman 和 Fortin 的做法^[6],使用“(费用化利息+资本化利息)/长短期债务均值”衡量债务资本成本。

在会计稳健性与权益资本成本方面, Li Xi 的研究发现,上市公司所在国家的财务报告系统越稳健,权益资本成本越会显著降低,这种负向关系在高信息环境下会减弱,同时他还发现在股东保护薄弱的国家,这种负向关系会加强^[5]。Artiach 和 Clarkson 发现公司层面会计稳健性与权益资本成本负相关,但是在高信息环境下这种负向关系会减弱^[7]。然而,也有学者持有不同观点, Francis 等人采用事前测量法衡量权益资本成本检验了盈余属性(包括应计质量、持续性、可预测性、平稳性、价值相关性、及时性和稳健性)与权益资本成本之间的关系,但他们并未发现稳健性对权益成本产生了影响^[8]。需要说明的是,我国的证券机构预测的盈余数据带有较大随意性,准确程度不够,因此衡量权益资本成本的很多方法的适用性受到限制。而按照资本资产定价模型得到的权益资本成本代表了调整风险之后权益资本的机会成本,具有较好的适用性和可靠性。

(二)关于股权分置改革治理效应的文献回顾

股权分置改革是我国资本市场的特殊事件,自 2005 年以来,关于股权分置改革的研究逐步从研究事件本身延伸到考察其经济后果,尤其是很多学者将股权分置改革作为调节因素考察其经济影响在股权分置改革这一事件窗口前后是否发生显著变化,为股权分置改革这一资本市场重要举措是否产生效益寻找证据。张学勇和廖理发现无论是国有企业还是非国有企业,股权分置改革均能有效提升其自愿信息披露水平,但由于财务信息披露的专有化成本大于非财务信息的专有化成本,因此股权分置改革能够更为显著地提升非财务信息披露水平,究其原因股权分置改革提高了上市公司股东之间利益基础的一致性,改善了公司治理^[9];丁守海发现股权分置改革使得上市公司价值得到显著提升,并有利于提升“一股独大”的公司的治理绩效,而股权分置改革对公司价值提升程度与公司盈利能力、控股股东持股比例显著正相关^[10];汪昌云等认为股权分置改革有利于控制股东、机构投资者发挥治理作用,股权分置改革更有利于非国有企业改善公司治理结构^[11];杨善林等采用剩余收益估值模型分析 2006 年 4 月 30 日前已经完成股权分置改革的公司股改完成前后股票价格和公司价值之间的关系是否发生变化,发现股改完善了资本市场的定价功能^[12];陈辉等发现股权分置改革后股票流动性和公司价值、财务杠杆水平之间的负向关系并没有发生显著变化,而股权分置改革后股票流动性和经营绩效之间的负向关系则显著减弱,他们认为股权分置改革促进了多种市场机制作用的发挥,但是由于股权分置改革时间较短,其作用尚未完全发挥^[13]。

二、理论基础与研究假设

(一)会计稳健性与资本成本

由于管理层是会计信息提供者,拥有信息优势,因此他们有动机去操纵盈余和其他财务信息,也有动机将债权投资者财富向自己转移。对于债权人而言,其投资的主要风险是无法收回本金和利息,出现这一风险的主要原因包括:企业资质差,例如盈利能力差、偿债能力弱、现金流管理能力差等,导

致企业无法偿还债权人借款;企业管理层或股东将债权人财富向自身转移,例如企业管理层通过盈余管理虚假提高财务业绩以使自己获得更高的薪酬,或者控股股东通过关联交易、股利分配等形式攫取公司利益。导致债权人无法收回本金和利息的根本原因在于管理层、股东、债权人之间存在信息不对称。由于信息不对称的存在,理性的债权投资者意识到自己承担了较高的风险溢价,他们也就要求更高的债权投资回报率。如果能够降低信息不对称程度,也就可以在在一定程度上降低债权投资者要求的回报率(即债务资本成本会降低)。这一观点得到了很多实证研究的支持,如 Francis 等人检验了应计质量和透明度对债务资本的影响,发现两者之间存在负向相关关系^[14];Bharath 等人发现会计信息质量越低,公司需要承担的借款利率也越高,借款期限越短^[15];国内学者于富生、张敏的研究也发现信息披露质量越高的企业债务成本越低^[16]。

作为会计信息质量的重要衡量标准之一,会计稳健性通过及时进行损失确认以及限制公司股利分配、高管薪酬、价值减少的投资项目支出等方法,帮助债权人监督和保有公司可验证的最低净资产,相应地,债权人也会提供利率更低、限制更少、借款期限更长的借款给债务人。Jenson 和 Menckling 认为管理层有动机通过过度支付红利将公司财富从债权人向股东转移,但在稳健性会计原则下,企业会被要求更加及时地确认损失和延迟确认收入,这些损失和收入最终都会反映在公司盈余中,导致公司盈余可能无法达到债务契约中红利分配的要求^[17],从而起到限制管理层将公司财富从债权人向股东和自己转移的作用。基于以上分析,本文提出研究假设 1。

H₁: 在其他条件保持不变的情况下,会计稳健性程度越高,债务资本成本越低。

管理层是会计信息的创造者和提供者,相对于外部权益投资者而言,他们拥有信息优势,而且为了自身利益(薪酬、地位、股票期权等),他们有动机利用手上的私有信息去操作盈余和其他财务信息,并将投资者财富向自己转移。财务报告是外部投资者获得公开信息的重要渠道,会计信息的质量对降低管理层和外部投资者之间信息不对称有着重要作用,管理层向外部披露的信息越少,其自身拥有的私有信息也就越多,理性的权益投资者意识到投资风险较大,基于风险规避和投资收益最大化原则,就会要求更高的权益报酬率。

Admati 的不对称信息模型^[18]、Amihud 和 Mendelson 的流动性影响模型^[19]、Merton 的非完全信息模型^[20]等验证了公司信息特征会影响预期收益率。信息质量是否能够被理性地定价呢? Easley 和 O'Hara 认为,信息风险(包括私有信息的规模、公有和私有信息的准确度)影响期望回报率,私有信息越多,公有和私有信息的准确度越低,均衡的期望回报率也会越高^[21]。Leuz 和 Verrecchia 则认为业绩报告(如盈余)的职能是通过资本投资将公司和投资者联系在一起,低质量的报告损害了公司和投资者之间资本投资方面的合作,因而产生了信息风险,投资者预期到信息风险的存在,也就要求更高的信息风险溢价,即权益回报率会更高^[22]。会计稳健性作为会计信息质量的重要特征,可以通过及时确认损失来限制经理层操纵财务报告的能力,从而降低投资者的信息不对称。Lafond 和 Watts 认为会计稳健性对损失确认采取更低的可验证标准,使得经理人将原本不愿意披露的信息披露出来,同时财务报告中只能确认可验证程度高的或已经实现的收益,因而达到不高估收益和低估损失的信息原则,向外部投资者提供当前业绩的“硬”的非股价综合信息^[23]。Li Xi 基于国际视角的研究发现,会计稳健性可以降低权益资本成本^[5];Artiach 和 Clarkson 采用美国上市公司数据发现会计稳健性与权益资本成本之间存在负向关系,但是随着公司信息环境(披露)的提升,会计稳健性的边际影响会减弱^[7];Lara 等人也发现稳健性与资本成本之间显著负相关^[24]。基于前述分析,本文提出假设 2。

H₂: 在其他条件保持不变的情况下,会计稳健性程度越高,权益资本成本越低。

(二) 股权分置改革、会计稳健性与资本成本

股权分置是我国股票市场先天性和独特性的缺陷,流通股和非流通股“同股不同权、同股不同价”的市场隔离现实和价格的“双轨制”状态严重制约了股票市场的健康有效发展,基于此原因,2005

年4月29日我国开始推动证券市场股权分置改革试点,9月5日全面推动股权分置改革,截至2006年底,沪深两市已经有1000多家上市公司完成股权分置改革。刘维奇等认为,股改的本质是解决非流通股的流通问题,消除流通股和非流通股的定价差异,使得定价机制趋于一致、流通股和非流通股利益趋同。由于大股东(非流通股)预期能够同流通股一样通过股价的上涨获得合法的股权收益,因此股改有利于形成科学的公司治理机制,进而提升公司价值^[25]。股权分置改革后,由于股东之间有共同的利益平台,因而大股东的行为将完成从股东之间的内部博弈到市场博弈的转变,逐渐趋于理性。张学勇和廖理发现,由于股权分置改革通过改变上市公司股东之间的利益基础的一致性从而改善了公司治理的质量,股权分置改革能够显著提升非财务信息自愿披露水平^[9]。

股权分置改革后,企业信息环境得到了改善,企业会计信息等相关资料的价值相关性得到了增强。姚伟峰等研究发现,股权分置改革能够完善公司治理结构,管理层薪酬激励机制在股改前后均对企业效率产生积极、显著的影响,而且在股权分置改革后,这种积极影响更强大^[26];汪昌云等也发现股权分置改革显著提高了公司治理机制对企业绩效的提升效应^[11];陈辉等发现,股权分置改革后,股票流动性与经营绩效之间的负向关系显著减弱了,股票流动性与公司价值、财务杠杆之间的相关关系增强了但不显著,他们从而认为股权分置改革促进了多种市场机制作用,但由于股权改革时间不长,其发挥的作用有限^[13]。基于以上分析,本文认为股权分置改革通过改变上市公司股权结构和性质给内部治理结构的完善和外部治理机制的恢复提供了良好的契机,而会计稳健性作为一项重要的会计信息质量特征,与股权分置改革共同作用,促进了上市公司治理结构的优化。由于公司治理水平的提升,企业信息环境得到改善,减少了外部投资者与管理层之间的信息不对称,因而无论是权益资本投资者,还是债务资本投资者,在进行投资时将可能更多地依靠高质量的会计信息,会计信息稳健性与资本成本之间的关系从而得到强化。因而,本文提出假设3。

H₃:在其他条件保持不变的情况下,股权分置改革后,会计稳健性与资本成本之间负向关系会增强。

三、研究设计

(一) 模型设计

为了检验会计稳健性对权益资本成本、债务资本成本的影响以及股权分置改革前后会计稳健性与资本成本之间的关系是否存在显著差异,本文分别构建模型(1)和模型(2)。

$$Cost = \alpha_0 + \alpha_1 \times C_score + \sum Control + \varepsilon \quad (1)$$

$$Cost = \alpha_0 + \alpha_1 \times C_score + \alpha_2 \times gqfz + \alpha_3 \times gqfz \times C_score + \sum Control + \varepsilon \quad (2)$$

(二) 变量定义

1. 被解释变量

Cost 为资本成本,包括债务资本成本 *Dcost* 和权益资本成本 *Ecost*。

(1) 债务资本成本 *Dcost*。本文借鉴 Pittman 和 Fortin、蒋琰的做法^[6,27],采用“利息总支出/长短期债务总额平均值”作为衡量指标,其中长短期债务包括短期借款、长期借款(含1年到期)、应付债券、长期应付款和其他长期应付款。

(2) 权益资本成本 *Ecost*。本文采用资本资产定价模型确定,其中无风险利率采用2000—2011年间年平均国债利率,市场风险溢价采用 Damodaran 估算的中国市场风险溢价,系统风险采用当年的β系数衡量^①。关于权益资本成本的研究方法较多,而且一般都会用到证券分析师的盈利预测数据,考虑到我国证券分析师预测结果差异较大,而且股票价格存在着非理性波动,预测的准确性不高,因而

^①Damodaran 估算的中国市场风险溢价数据详见官方网站 <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/>。

本文采用修正的资本资产定价模型对模型要素进行修正,以保证结论更加可靠。在“稳健性测试”部分本文运用了 Easton 的 PEG 模型^[28]对权益资本成本进行预测。

2. 解释变量

(1) 会计稳健性。本文采用 Khan 和 Watts 的 C_Score 法^[29]衡量年度会计稳健性。

(2) 股权分置改革。这一指标是企业股权分置完成情况的哑变量,例如企业截至 2006 年 5 月 20 日已完成股权分置改革,则将 2007 年及之后的年份赋值为 1,将 2006 年及之前的年份赋值为 0。本文将样本区分为 2000—2006 年和 2007—2011 年两部分,以比较股权分置改革前后的会计稳健性与资本成本关系的差异。

3. 控制变量

借鉴现有研究成果中关于债务资本成本和权益资本成本的影响因素,本文选择了当年股票的贝塔值、公司规模、经营风险等指标作为控制变量。

模型中所选变量的定义如表 1 所示。需要特别指出的是,债务成本和权益成本的影响因素有所差别,故而本文在对债务成本和权益成本的回归分析中对控制变量有所取舍。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	资本成本	<i>Dcost</i>	债务资本成本,采用“利息总支出/长短期债务总额平均值”衡量
		<i>Ecost</i>	权益资本成本,采用资本资产定价模型来确定,其中无风险利率采用 2000—2011 年间年平均国债利率,市场风险溢价采用 Damodaran 估算的中国市场风险溢价,系统风险采用当年的 β 系数衡量
解释变量	会计稳健性	<i>C_score</i>	采用 Khan 和 Watts 的 C_Score 法衡量年度会计稳健性
	股权分置改革	<i>Gqfz</i>	企业股权分置完成情况的哑变量,例如企业在 2006 年 5 月 20 日完成股权分置改革,则将 2007 年及之后的年份赋值为 1,将 2006 年及之前的年份赋值为 0
控制变量	贝塔	β	当年股票的贝塔值
	公司规模	<i>Size</i>	年末总资产的自然对数
	财务风险	<i>Lev</i>	年末总负债/年末总资产
	经营风险	<i>Risk</i>	年末非流动资产/年末总资产
	市值账面比	<i>MB</i>	(流通股股数 × 每股股价 + 非流通股股数 × 每股净资产 + 总负债)/总资产
	资产周转率	<i>Assetturn</i>	当年营业收入/年末总资产
	获利能力	<i>Profit</i>	净利润/年末总资产
	股利支付率	<i>Div</i>	现金股利/当年净利润
	大股东持股比例	<i>First</i>	第一大股东持股股数/总股数
	股东制衡程度	<i>Herf</i>	第 2—5 大股东持股比例平方和
	换手率	<i>Turnover</i>	当年成交总股数/年末流通股数
	债务期限结构	<i>Longlev</i>	当年长期负债总额/总负债
	利息保障倍数	<i>Bz</i>	(净利润 + 财务费用)/财务费用
	贷款基准利率	<i>Rate</i>	1—3 年中长期中国人民银行公布的贷款基准利率的加权平均值
	行业	<i>Industry</i>	采用证监会一级行业分类标准,制造业按二级行业分类标准,除金融行业之外

(二) 样本选择与数据来源

本文以 2000—2011 年沪深两市 A 股上市公司 15741 个初始样本作为观测值(不含金融类、特别处理类上市公司),剔除了重要变量存在缺失值的样本。所有数据均来自 CSMAR 数据库、Wind 数据库和北京聚源锐思数据库,数据处理过程采用 Excel 和 Stata11.0 软件进行分析。为消除异常值的影

响,本文对模型中的连续变量进行了 Winsorize 极值处理(1%)。

四、实证结果与分析

(一) 会计稳健性与资本成本

在考察会计稳健性对权益资本成本和债务资本成本的影响时,本文对模型(1)进行回归分析,得出的回归结果见表2。

表2 会计稳健性与资本成本关系的回归结果^①

变量	<i>Ecost</i>		<i>Dcost</i>	
Cons	0.100894 *** (0.000)	0.110353 *** (0.000)	0.003929 (0.761)	0.096090 *** (0.000)
<i>C_score</i>		-0.008426 *** (0.000)		-0.049436 *** (0.000)
β	0.015313 *** (0.000)	0.015405 *** (0.000)	0.000255 (0.822)	0.003347 ** (0.037)
<i>size</i>	-0.000412 *** (0.000)	-0.000895 *** (0.000)	-0.001145 ** (0.015)	-0.005909 *** (0.000)
<i>mb</i>	-0.002068 *** (0.000)	-0.001999 *** (0.000)	0.003313 *** (0.000)	0.006071 *** (0.000)
<i>lev</i>	-0.007455 *** (0.000)	-0.005266 *** (0.000)	0.002387 (0.426)	-0.004906 (0.365)
<i>risk</i>	-0.004357 *** (0.000)	-0.004389 *** (0.000)	0.002445 (0.378)	0.021535 *** (0.000)
<i>assetturn</i>	-0.000061 (0.822)	-0.000077 (0.777)	0.011266 *** (0.000)	0.016437 *** (0.000)
<i>profit</i>	-0.018659 *** (0.000)	-0.018805 *** (0.000)	-0.033899 *** (0.000)	-0.078024 *** (0.000)
<i>div</i>	0.001230 *** (0.000)	0.001216 *** (0.000)	-0.003235 *** (0.001)	-0.004036 *** (0.002)
<i>turnover</i>	0.000860 *** (0.000)	0.000840 *** (0.000)		
<i>first</i>	-0.007493 *** (0.000)	-0.007262 *** (0.000)		
<i>herf</i>	-0.031541 *** (0.000)	-0.030405 *** (0.000)		
<i>longlev</i>			0.000599 (0.836)	-0.057700 *** (0.000)
<i>age</i>			-0.000016 (0.887)	0.000966 *** (0.000)
<i>bt</i>			-0.000017 (0.188)	-0.000040 ** (0.032)
<i>rate</i>			1.313097 *** (0.000)	1.227523 *** (0.000)
行业	控制	控制	控制	控制
Adjust_R ²	0.2884	0.2893	0.0595	0.0942
F 值	140.63 (0.000)	136.83 (0.000)	19.38 (0.000)	30.21 (0.000)
样本量	10680	10680	9298	9298

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平;采用双尾检验。下同。

从表2,我们可以得出以下结论:(1)会计稳健性与权益成本显著负相关,但是系数较小,也就是说,会计稳健性对权益资本成本存在负向影响,但是影响较小。会计稳健性的回归系数为-0.008426,整体影响较小。可见,假设1得到支持。(2)会计稳健性与权益成本显著负相关,会计稳健性的回归系数为-0.049436,整体影响较大。假设2得到验证。(3)企业规模、账面市值比、非流动资产占比、盈利能力、大股东持股比例和股东制衡程度等因素对权益成本有显著的负向作用,而贝塔系数、换手率、股利支付率对权益成本的提升有促进作用。(4)公司规模、盈利能力、股利支付率等因素对债务资本成本有明显的抑制作用,账面市值比、资产周转率和中国人民银行1—3年期中长期基准贷款利率等因素对债务成本的提升有促进作用,而贝塔系数、公司上市年龄、利息保障倍数、债务期限结构、资产负债率和非流动资产比重等原因对债务成本的影响并不显著。

(二) 股权分置改革、会计稳健性与资本成本

对模型(2)进行回归分析,结果见表3。表3显示了股权分置改革前后会计稳健性与资本成本之间负相关关系的变化。

^①第3列和第5列体现了会计稳健性对权益资本成本及债务资本成本的增量影响,故而第2列和第4列中没有会计稳健性变量*C_score*。

模型(2)中会计稳健性与资本成本之间的关系为: $a_0 + a_1 \times C_score + a_2 \times gqfz + a_3 \times gqfz \times C_score + \sum control$ 。由于 a_1 显著为负且 $gqfz$ 的值等于0或1,因此如果 a_3 显著为正,则说明股权分置改革后会计稳健性与资本成本之间的负向关系增强了,反之 a_3 小于零,则说明股权分置改革后会计稳健性与资本成本之间的负向关系减弱了。从表3第2列我们可以看出, $gqfz \times C_score$ 的系数(-0.003565)为负,与 a_1 的符号相同,说明股权分置改革后,会计稳健性与权益资本成本之间的负向关系增强了,但这一结果并不显著;从第3列可以看出,当采用“利息支出/长短期债务均值”衡量债务资本成本时, a_3 符号显著为负,这同样说明了股权分置改革后会计稳健性与债务资本成本之间的负向关系增强了。这或许是由于股权分置改革后上市公司内部和外部治理环境得到了改善,会计稳健性与债务资本成本的关系从而得到了增强。假设3得到部分验证。

需要说明的是,和现有的研究相比,学者们

基本上都支持会计稳健性能够显著降低资本成本的观点,但本文以股权分置改革为背景,却发现会计稳健性对债务资本成本的影响在股权分置改革后显著增强了,而会计稳健性对权益资本成本的影响在股权分置改革前后并没有显著差异,本文的结论较好地支持了股权分置改革具有公司债务治理效应的观点。

(三) 稳健性测试

1. 改变债务资本成本的衡量方法

前文中笔者借鉴Pittman和Fortin的做法^[6],采用“利息总支出/长短期债务总额平均值”衡量债务资本成本,其中长短期债务包括短期借款、长期借款(含1年到期)、应付债券、长期应付款和其他长期应付款项,这一方法得到普遍认可。然而本文认为,在任何会计年度,需要在整个会计年度承担利息的债务包括年初的长期借款(不含1年到期)、年初的应付债券、年初的长期应付款和其他长期应付款项,而短期借款和一年内到期的长期借款仅仅只需要承担整个会计年度中的一部分利息,因而本文尝试对Pittman和Fortin的方法进行修正,将会计稳健性的衡量方法调整为:利息总支出/[(年初长期借款(不含1年到期) + 年初应付债券 + 年初长期应付款和其他长期应付款项) + (短期借款的年初年末均值 + 一年内到期的长期借款的年初年末均值)]。本文重新检验了会计稳健性对债务资本成本的影响,检验结果和前文结论并没有显著区别(相关系数为-0.034870,在1%重要性水平显著)。这说明本文的研究结论具有一定的稳健性。

2. 改变权益资本成本的衡量方法

本文尝试借鉴Easton的PEG模型计算权益资本成本^[28]①,其中 eps_2 和 eps_1 分别表示 $t+2$ 和 $t+$

表3 股权分置改革、会计稳健性与资本成本

	<i>Ecost</i>	<i>Dcost</i>
Cons	0.143878 *** (0.000)	0.104511 *** (0.000)
<i>C_score</i>	-0.015057 *** (0.000)	-0.043963 *** (0.001)
<i>Gqfz</i>	0.005824 *** (0.000)	0.001251 (0.509)
<i>gqfz × c_score</i>	-0.003565 (0.207)	-0.038472 ** (0.019)
β	0.015403 *** (0.000)	0.003786 ** (0.026)
<i>size</i>	-0.002719 *** (0.000)	-0.006781 *** (0.000)
<i>mb</i>	-0.003231 *** (0.000)	0.007455 *** (0.000)
<i>lev</i>	-0.003189 *** (0.001)	-0.003628 (0.524)
<i>risk</i>	-0.004952 *** (0.000)	0.020480 *** (0.000)
<i>assetturn</i>	-0.001313 *** (0.000)	0.017623 *** (0.000)
<i>profit</i>	-0.024268 *** (0.000)	-0.072400 *** (0.000)
<i>div</i>	0.001369 *** (0.000)	-0.003992 *** (0.004)
<i>turnover</i>	0.000703 *** (0.000)	
<i>longlev</i>		-0.058679 *** (0.000)
<i>age</i>		0.000849 *** (0.000)
<i>bz</i>		-0.000050 *** (0.009)
<i>rate</i>		1.226499 *** (0.000)
行业	控制	控制
Adjust_R ²	0.3053	0.0971
F值	166.29(0.000)	27.50(0.000)
样本量	12037	8624

①本文采用Easton的PEG模型^[28]来预测权益资本成本,但由于我国证券分析师预测数据自2003年开始,且在股权分置改革前,预测数据较少,出现大量缺失值,研究结论和前文有一定的差异。

1 期的分析师预测盈余^①。由于我国关于证券分析师盈余预测数据始于 2003 年,且存在较多的缺失值,而本文样本选择区间为 2000—2011 年,这使得采用该方法计算的权益资本成本存在较多缺失值。本文重新检验了会计稳健性对权益资本成本的影响,结果发现会计稳健性与权益资本成本之间的负向关系并不显著。本文认为,这与样本缺失以及我国证券分析师预测结果偏差较大有直接关联。

五、结论

本文以 2000—2011 年沪深 A 股的上市公司为研究样本探讨了会计稳健性与资本成本之间关系以及股权分置改革前后会计稳健性与资本成本之间关系的变化。研究结论表明:(1)会计稳健性与权益资本成本、债务资本成本都是显著负相关关系,即会计稳健性程度越高的企业权益资本成本和债务资本成本越小。(2)股权分置改革后,会计稳健性与权益资本成本之间的负相关关系增强了,但并不显著;股权分置改革后,会计稳健性与债务资本成本之间的负相关关系显著增强。

会计目标由受托责任观向决策有用观的转变使得会计稳健性原则受到诸多批评,本文通过经验证据证实企业会计稳健性越高权益资本成本和债务资本成本越小,说明会计稳健性高的企业在契约定价时获得了适当优惠。此外,股权分置改革后会计稳健性可以更好地降低企业资本成本,在一定程度上表明了股权分置改革确实对资本市场有积极的作用。本文的贡献在于:以股权分置改革为背景,以会计稳健性是否降低权益资本成本和债务资本成本为视角,证实股权分置改革的公司治理效应,研究视角较为新颖;本文的结论支持高质量的会计信息(稳健性越高)在资本市场定价时有较大优势,对上市公司完善会计信息质量有较好的现实指导意义。

参考文献:

- [1] Watts R L, Zimmerman J L. Positive accounting theory[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall Inc, 1986.
- [2] Ahmed A S, Binlilings B K, Morton R M, et al. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs [J]. The Accounting Review, 2002, 77: 867 - 890.
- [3] Bauwhede H V. The impact of conservatism on the cost of debt: conditional and unconditional conservatism[R]. Catholic University of Leuven, Working paper, 2007.
- [4] Zhang Jieying. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrows [J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45: 27 - 54.
- [5] Li Xi. Accounting conservatism and cost of capital: international analysis [R]. London business school, working paper, 2010.
- [6] Pittman J A, Fortin S. Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms[J]. Journal of Accounting and Economics, 2004, 37: 113 - 136.
- [7] Artiach T, Clarkson P. Conservatism, disclosure and the cost of equity capital[R]. working paper, 2011.
- [8] Francis J, Lafond R, Olsson P, et al. Cost of equity and earnings attributes[J]. The Accounting Review, 2004, 79: 967 - 1010.
- [9] 张学勇, 廖理. 股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J]. 经济研究, 2010(4): 28 - 39.
- [10] 丁守海. 股权分置改革效应的实证分析[J]. 经济理论与经济管理, 2007(1): 54 - 59.
- [11] 汪昌云, 孙艳梅, 郑志刚, 等. 股权分置改革是否改善了上市公司治理机制的有效性? [J]. 金融研究, 2010(12): 131 - 145.

^①本文采用截至 t 期末的分析师对 $t+1$ 、 $t+2$ 期每股盈余预测值的均值, 以保证 $t+1$ 、 $t+2$ 期每股盈余是基于 t 期末能够获得的信息观测得到的。

- [12] 杨善林,杨模荣,姚禄仕. 股权分置改革与股票市场价值相关性研究[J]. 会计研究,2006(12):41-46.
- [13] 陈辉,顾乃康,万小勇. 股票流动性、股权分置改革与公司价值[J]. 管理科学,2011(3):43-55.
- [14] Francis J, Lafond R, Olsson P, et al. The market pricing of accruals quality[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005,39:295-327.
- [15] Bharath S T, Weber J, Sunder S V. Accounting quality and debt contracting[R]. Michigan university, Working paper, 2006.
- [16] 于富生,张敏. 信息披露质量与债务成本——来自中国证券市场的经验证据[J]. 审计与经济研究,2007(5):93-96.
- [17] Jensen M, Meckling W H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3:305-360.
- [18] Admati A. A noise rational expectations equilibrium for multi-asset securities markets [J]. Econometrica, 1985,53:629-657.
- [19] Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread[J]. Journal of Financial Economics, 1986,17:223-249.
- [20] Merton R. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information[J]. Journal of Finance, 1987,42:483-510.
- [21] Easley D, O'Hara M. Information and the cost of capital[J]. Journal of Finance, 2004,59:1553-1583.
- [22] Leuz C, Verrecchia R. Firm's capital allocation choice, information quality, the cost of capital[R]. University of Pennsylvania, working paper, 2004.
- [23] Laford R, Watts R L. The information role of conservatism[J]. The Accounting Review, 2008,83:447-478.
- [24] Lara J M G, Osma B G, Penalva F. Conditional conservatism and cost of capital[R]. Working Paper, 2011.
- [25] 刘维奇,牛晋霞,张信东. 股权分置改革与资本市场效率——基于三因子模型的实证检验[J]. 会计研究,2010(3):65-72.
- [26] 姚伟峰,鲁桐,何逢. 股权分置改革、管理层激励与企业效率:基于上市公司行业数据的经验分析[J]. 世界经济,2009(12):77-86.
- [27] 蒋琰. 权益资本成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究[J]. 管理世界,2009(11):144-155.
- [28] Easton P. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital[J]. The Accounting Review, 2004,79:73-95.
- [29] Khan M, Watts R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009,48:132-150.

[责任编辑:杨凤春]

Equity Division Reform, Accounting Conservatism and Capital Cost

CHEN Aihua

(Research Center, Xiamen National Accounting Institute, Xiamen 361005, China)

Abstract: In this paper, we use A-shared listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2000 to 2011 as samples, and explore the relationship between accounting conservatism and the cost of capital in the context of the equity division reform. The results show that, the higher the degree of accounting conservatism, the lower the cost of equity capital and debt capital. After corporate equity division reform, the negative relationship between accounting conservatism and the cost of debt capital is significantly enhanced. We find that the negative relationship between accounting conservatism and cost of equity capital make no difference after equity division reform.

Key Words: equity division reform; accounting conservatism; cost of equity capital; cost of debt capital; listed company; quality of accounting information; corporate governance