

会计稳健性、产品市场竞争与股价崩盘风险

王 雷

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400045)

[摘要]采用我国上市公司2007—2012年数据,考察会计稳健性、产品市场竞争与股价崩盘风险之间的关系,实证结果显示:会计政策越稳健,企业未来的股价崩盘风险越低;产品市场竞争程度越高,企业未来的股价崩盘风险越低;产品市场竞争加强了会计稳健性和股价崩盘风险的关系。这说明会计稳健性和产品市场竞争均发挥了一定的治理作用,而且就降低股价崩盘风险而言,产品市场竞争与会计稳健性之间存在互补关系。

[关键词]会计稳健性;产品市场竞争;股价崩盘风险;公司治理;委托代理;股价暴跌;信息披露;延迟披露

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)06-0035-10

在全球金融危机的背景下,股价暴跌带来的股价崩盘风险成为理论界与实务界普遍关注的焦点^[1-2],在资本市场尚不发达、投资者仍不成熟的中国,股价暴跌问题更引人关注^[3-4]。作为股市不成熟的一个表现,股价崩盘风险不但影响资本市场资源配置效率和投资者的利益,还会影响国家的金融稳定,甚至危害实体经济的发展,因此,探究我国资本市场股价崩盘风险的影响因素具有重要的理论和现实意义。已有文献从管理层和股东的代理冲突及金融市场的视角分析了股价崩盘风险的影响因素,学术界也出现了关于会计稳健性与股价崩盘风险关系的讨论,认为会计稳健性对于信息披露的特殊要求有利于遏制未来的股价崩盘风险。那么,产品市场竞争作为一种外部的公司治理机制是否影响企业的信息披露决策,进而影响股价崩盘风险呢?如果产品市场竞争也可以影响股价崩盘风险,它与会计稳健性之间的关系又将如何呢?这些问题的解答将有助于更为全面和深入地认识我国资本市场股价崩盘风险。

一、文献综述

根据以往的文献,在存在信息不对称的情况下,管理层对坏消息的瞒报和延迟披露等行为可能引发坏消息的累积及其在短时间内的释放,这是导致股价崩盘风险的重要原因^[1,5]。已有不少文献围绕股价崩盘风险影响因素进行了讨论,讨论的视角可以归纳为如下两个方面:一是讨论管理层和股东的代理冲突与股价崩盘风险的关系。Jin Li 和 Myers 被认为是这一领域的开创者,他们指出信息不对称的存在为管理层隐藏坏消息的机会主义行为提供了可能,但企业对坏消息的容纳存在一个上限,一旦累积的坏消息超过临界值,便可能集中释放,对股价形成巨大的负面冲击,造成股价崩盘^[6]。众多的实证研究也对上述理论提供了支撑,例如很多学者从会计稳健性^[4-5]、信息透明度^[7]、公司避税^[8]、CFO 与 CEO 股权激励和聘请女性高管^[9-10]等视角进行了实证研究。二是从金融市场的视角分析了投资者异质信念、机构投资者行为、证券分析师乐观偏差等对股价崩盘风险的影响^[1-3,11]。这些文献已经从诸多方面对股价崩盘风险的形成机制和影响因素进行了分析,但却忽视了公司经营环境的影响。本文试图从企业经营的竞争环境以及在不同竞争环境下实施稳健会计政策这一视角来探讨股价

[收稿日期]2015-03-12

[基金项目]国家自然科学基金项目(71372138)

[作者简介]王雷(1981—),男,安徽宿州人,重庆大学经济与工商管理学院博士生,主要研究方向为公司财务、会计与审计理论。

崩盘风险影响因素。

会计稳健性作为会计盈余确认和计量的一项重要原则,理论界对其在债务契约方面的作用已经初步达成共识。然而,关于会计稳健性是否给股东带来益处的研究尚未达成共识:Watts、LaFond 等学者认为会计稳健性会给股东带来好处^[12-14];Penman 和 Zhang Xiaojun 以及姜国华和张然等则提出了相反的观点^[15-16]。虽然存在上述争论,但从近期的研究来看,Watts 和 LaFond 等学者主张的“会计稳健性发挥公司治理机制作用”的观点得到了更多的实证结果支持。同时,也有学者将这一研究思路拓展到股价崩盘风险上来,考察会计稳健性对于信息披露的要求是否能够降低股价崩盘风险,得出的结论表明:会计稳健性要求对坏消息的反映比好消息更为及时的属性,可以限制管理层高估公司业绩、隐瞒和延迟披露坏消息的动机,降低坏消息累积和在短时间内释放的可能性,从而降低股价崩盘风险^[4-5]。

作为一种有效的公司治理机制,产品市场竞争可以缓解代理问题,从而影响管理层的信息披露和财务行为^[17-19]。那么,产品市场竞争和会计稳健性是否能缓解企业的股价崩盘风险呢?就缓解股价崩盘风险而言,产品市场竞争和会计稳健性之间存在何种关系呢?为了回答上述问题,本文将采用 2007—2012 年我国资本市场的数据库实证检验产品市场竞争、会计稳健性和股价崩盘风险之间的关系。

二、理论分析与研究假设

根据以往的文献,管理者依据无法观测的私有信息和专有知识进行信息披露,有为了迎合分析师或自身私有利益而操纵财务信息的动机。前文的分析也指出,管理层更倾向于及时披露好消息而隐藏坏消息。管理层的这种非对称的信息披露偏好会导致非对称的市场反应,即市场对于累积的坏消息的反应比累积的好消息的反应更为强烈^[4]。因此,管理者上述非对称的信息披露行为可能导致坏消息的累积,当坏消息集中释放时会带来未来股价迅速下跌,导致崩盘风险。会计稳健性的本质特性决定了其可以通过三个途径降低股价崩盘风险:(1)会计稳健性可以抑制管理者向外部投资者隐瞒坏消息而加快释放好消息的动机^[14],使得坏消息能比较及时地传达至市场当中,降低了坏消息大量累积并在短期内集中释放的可能性,从而降低了股价出现崩盘风险的可能性。(2)相对于管理者预测或其他自愿披露的非财务信息,会计稳健性的本质是报告可验证的“硬信息”(Hard information),这可以作为评估竞争可信度的基础,这种信息可以在事后约束管理者的自愿披露行为^[20]。也就是说,对于更具稳健性的公司而言,其对坏消息的沉默和对好消息的夸大披露会被及时发现,其管理者的自愿披露也较少地存在误导投资者的现象。这不仅直接减少了股价崩盘风险,也降低了股价出现泡沫后大幅下跌的可能性。(3)会计稳健性还可以影响公司的真实经营决策,稳健会计原则要求的对坏消息的及时确认,使股东和独立董事能够及时发现和阻止不能盈利的项目^[21],防止不能盈利的项目积累下来,从而减少盈利能力大幅下滑的风险^[22]。根据以上分析,我们提出假设 1。

假设 1:其他条件不变时,稳健的会计政策有助于降低企业未来的股价崩盘风险。

产品市场竞争作为一种有效的公司治理机制,可以缓解代理问题,影响企业信息披露和财务决策^[17-19]。我们认为产品市场竞争从如下几个方面影响管理者的信息披露行为,进而影响企业未来的股价崩盘风险:(1)激烈的产品市场竞争有利于降低代理成本。产品市场竞争的加剧使得原来无法直接观察到的管理层能力和努力程度更容易被准确识别^[23-24],这使得管理层被迫减少败德行为、提升管理效率;另外,竞争还以标杆的方式传递有关管理层经营绩效的信息,降低委托代理双方之间的信息不对称,因此,产品市场竞争能够迫使管理层将股东价值最大化作为行事原则,从而降低代理成本^[18],这将减少企业因低效财务决策而带来盈利能力大幅下滑的风险。(2)激烈的行业竞争增加了企业的清算风险,从而影响管理层的职业安全,使得管理层的道德风险得到有效监督和约束^[25],这也

减少了管理层采取机会主义行为的动机,从而使其能够较少地隐瞒坏消息,减少了坏消息的积累与集中爆发的风险。(3)激烈的产品市场竞争还可以提升企业信息披露质量,减少信息不对称。激烈的产品市场竞争一方面压缩了公司的盈利空间,极大地影响了公司的内源融资能力;另一方面,处于竞争激烈行业里的企业为了拓展新的业务领域、降低公司的经营风险,可能具有更为迫切的融资需求。在这种情况下,公司为了以较低的成本获取外部资金,必须尽可能地降低资金供需双方的信息不对称并塑造一个良好的社会形象和市场形象。因此,产品市场竞争将对公司的信息披露产生一定的外部压力,从而促进信息披露质量的提升^[26]。企业信息质量的提高增加了透明度,进而有利于降低企业未来的股价崩盘风险^[7]。为此,我们提出假设2。

假设2:其他条件不变时,产品市场竞争能够降低企业未来的股价崩盘风险。

产品市场竞争还可以通过影响其他利益相关者的行为影响企业的运营政策,增加企业现金流管理风险,最终表现在企业的股票收益率上^[27]。根据前文的分析,产品市场竞争还可以影响会计稳健性和股价崩盘风险之间的关系。如果产品市场竞争的加剧使得准确识别管理层能力和努力程度变得更加直接与容易,那么,在此背景下,管理层隐藏公司坏消息的能力将会受到限制,并有动力及时确认损失。因此,整体而言,激烈的产品市场竞争促使企业采用更加稳健的会计政策,采取更加严格的标准来确认好消息,更及时地确认坏消息,这会使坏消息得以及时释放而不会过多累积,从而减少未来股价的崩盘风险。为此,我们提出假设3。

假设3:其他条件不变时,产品市场竞争会导致会计稳健性与股价崩盘风险的负相关关系增强。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文的研究样本是2007—2012年沪深A股非金融类上市公司。之所以选择从2007年开始,主要是考虑新会计准则的实施会影响公司会计政策选择。另外考虑到上市时间较短和市场较不成熟等因素,我们还剔除了创业板市场的上市公司。我们剔除了如下样本:(1)剔除年交易周数不足30的公司;(2)剔除相关数据不全的样本。最后本文得到7239个样本。因为需要使用滞后一阶的数据,实际参与回归样本为7239个。本文依据证监会2001年发布的《上市公司行业分类指引》进行行业划分,其中制造业使用两位代码分类,共有22个行业。本文所采用的数据主要来自于国泰安数据库(CSMAR)。

(二) 主要变量的度量

1. 股价崩盘风险

借鉴以往的文献^[1-2,5],本文采用如下两种方法度量股价崩盘风险:一是负收益偏态系数(NCSKEW),二是收益上下波动的比例(DUVOL)。

(1) NCSKEW 的计算

第一,使用各年个股的周收益和市场周收益数据进行如下回归:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 为个股*i*在第*t*周考虑现金红利再投资的收益率; $R_{m,t}$ 为各市场全部A股在*t*周经流通市值加权的平均收益率。借鉴以往研究的做法,本文在回归方程中加入市场周收益率的滞后项和超前项。

第二,利用模型(1)的回归残差,构建股票*i*在第*t*周的公司持有收益,公式为: $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。其中, $\varepsilon_{i,t}$ 为模型(1)的回归残差。

第三,根据 $W_{i,t}$ 构建股价崩盘风险指标,即负收益偏态系数, $NCSKEW_{i,t} = -[n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) \sum W_{i,t}^2]^{3/2}$ 。其中, n 为股票在每年交易的周数。 $NCSKEW_{i,t}$ 的数值越大,偏态系数负偏的程度越严重,也就是股价崩盘风险越大。

(2) DUVOL 的计算

DUVOL 计算公式为: $DUVOL_{i,t} = \log \left\{ \left[(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2 \right] / \left[(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2 \right] \right\}$ 。其中, n_u 和 n_d 分别表示股票 i 的周持有收益 $W_{i,t}$ 大于和小于年平均收益 W_i 的周数, DUVOL 值越大, 说明收益率更倾向于左偏, 此时的股价崩盘风险也越大。

2. 会计稳健性

本文采用 Khan 和 Watts 在 Basu 模型基础上发展的 Cscore 指标来度量会计稳健性^[28]。Basu 模型可以表示如下^[29]:

$$EPS_{j,t} / P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 DR_{j,t} + \beta_3 R_{j,t} + \beta_4 DR_{j,t} \times R_{j,t} + v_{j,t} \quad (2)$$

其中, $EPS_{j,t}$ 为 j 公司第 t 年的每股收益; $P_{j,t-1}$ 为 j 公司在 $t-1$ 年末的收盘价; $R_{j,t}$ 为 j 公司第 t 年度的经市场调整的股票收益率; $DR_{j,t}$ 为虚拟变量, 当 $R_{j,t} < 0$ 时取值为 1, 否则取值为 0; $v_{j,t}$ 为残差项。在模型(2)中, β_2 用来度量对坏消息确认的及时性, β_3 用来度量对好消息确认的及时性, β_4 用来度量确认坏消息相对于确认好消息的增量及时性, 即各公司每年的稳健性。

Khan 和 Watts 对上述模型进行了拓展, 他们将 β_3 和 β_4 定义为公司的一些特征变量的线性函数, 用 $Gscore$ 表示盈余对好消息的反应程度, 用 $Cscore$ 表示盈余对坏消息反应的增量程度, 公式为: $Gscore_{j,t} = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_{j,t} + \mu_3 Lev_{j,t} + \mu_4 MB_{j,t}$; $Cscore_{j,t} = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_{j,t} + \lambda_3 Lev_{j,t} + \lambda_4 MB_{j,t}$ 。其中, $Size_{j,t}$ 为公司规模, 用总资产的对数表示; $Lev_{j,t}$ 为公司资产负债率; $MB_{j,t}$ 为公司市值与账面价值比率。

将 $Gscore_{j,t}$ 公式和 $Cscore_{j,t}$ 公式代入模型(2)中, 可以得出估算公司层面会计稳健性的模型:

$$EPS_{j,t} / P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 DR_{j,t} + R_{j,t} \times (\mu_1 + \mu_2 Size_{j,t} + \mu_3 Lev_{j,t} + \mu_4 MB_{j,t}) + DR_{j,t} \times R_{j,t} \times (\lambda_1 + \lambda_2 Size_{j,t} + \lambda_3 Lev_{j,t} + \lambda_4 MB_{j,t}) + (\gamma_1 Size_{j,t} + \gamma_2 Lev_{j,t} + \gamma_3 MB_{j,t} + \gamma_4 Size_{j,t} \times DR_{j,t} + \gamma_5 Lev_{j,t} \times DR_{j,t} + \gamma_6 MB_{j,t} \times DR_{j,t}) + v_{j,t} \quad (3)$$

本文运用模型(3), 采用年度横截面回归可以估计出其中的 λ_1 、 λ_2 、 λ_3 、 λ_4 , 然后将它们代入 $Cscore$ 公式便可计算出每年公司层面的会计稳健性指标, $Cscore$ 指标数值越大, 说明会计稳健性越高。

3. 产品市场竞争 (PMC)

以往研究指出产品市场竞争度量方式具有多维性, 包括行业集中度与行业内部的竞争, 并将产品市场竞争的分析扩大至企业面临的潜在竞争者威胁和现有企业竞争等视角^[18-19], 为此, 我们也采用多维的指标来衡量产品市场竞争 (PMC)。

(1) 借鉴姜付秀等的方法^[18], 采用营业收入计算的赫芬达尔-赫希曼指数 (Herfindahl-Hirschman Index, 简称 HHI) 来度量产品市场竞争强度, 并使用行业内的企业数目和熵指数替换该指标进行稳健性检验。为了增加理解上的直观性, 我们将 HHI 乘以 (-1), 得到检验使用的产品市场竞争指标 $HHI-Comp$, 该指标值越大, 说明市场集中度越低, 产品市场竞争越激烈。

(2) 参考陈信元等的方法^[19], 使用多个财务指标构建产品市场竞争的代理变量, 综合反映潜在竞争者带来的威胁和现有企业的竞争。具体而言, 使用行业的固定资产规模、资本支出、市场规模、前四大企业集中度、HHI 指数和行业内公司数目 6 个指标, 采用主成分分析法构建了 Potent-Comp 和 Exist-Comp^① 两个指标, 分别表示更大的潜在竞争威胁和更大的现存企业竞争。

(三) 回归模型

1. 会计稳健性和股价崩盘风险

本文借鉴以往文献的^[1-2,5], 采用模型(4)来检验会计稳健性与股价崩盘风险的关系:

$$CrashRisk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cscore_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Lev_{i,t-1} + \alpha_4 ROA_{i,t-1} + \alpha_5 MTB_{i,t-1} + \alpha_6 Fund_{i,t-1} + \alpha_7 QFII_{i,t-1} + \alpha_8 Ret_{i,t-1} + \alpha_9 Sigma_{i,t-1} + \alpha_{10} SEO_{i,t-1} + \alpha_{11} Bull_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

①具体构建方法见陈信元等的分析^[19], 在此不再赘述。

其中, *CrashRisk* 分别用 *NCSKEW* 和 *DUVOL* 表示; *Cscore* 为会计稳健性。参考以往的文献, 本文控制了如下变量: 公司规模 (*Size*); 公司资产负债率 (*Lev*); 公司总资产收益率 (*ROA*); 公司的市值与账面价值比例 (*MTB*); 基金持股比例 (*Fund*), 为当年三季度末基金持股数量与总股数的比值; *QFII* 持股比例 (*QFII*), 为当年三季度末 *QFII* 持股数量/总股数; 个股年度收益率 (*Ret*); 股价波动 (*Sigma*), 为个股当年周持有收益的标准差; 股权再融资 (*SEO*), 若当年公司发生配股、增发等股权再融资行为, 取值为 1, 否则为 0; 牛市虚拟变量 (*Bull*), 借鉴许年行等的方法^[1], 界定 2007 年和 2009 年为牛市, 其余年份为熊市; 控制了行业效应。同时参考以往文献的做法, 解释变量和各控制变量均采用滞后一期 (即 $t-1$ 期) 的值。如果假设 1 成立, 则 *Cscore* 的回归系数 α_1 应显著为负。

2. 产品市场竞争与股价崩盘风险

将模型 (2) 中的 *Cscore* 换成表示产品市场竞争的三个指标, 变成如下形式:

$$CrashRisk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PMC_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} + \beta_6 Fund_{i,t-1} + \beta_7 QFII_{i,t-1} + \beta_8 Ret_{i,t-1} + \beta_9 Sigma_{i,t-1} + \beta_{10} SEO_{i,t-1} + \beta_{11} Bull_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (5)$$

其中, *PMC* 为上文计算的三个表示产品市场竞争指标 (*HHI-Comp*、*Potent-Comp* 和 *Exist-Comp*), 其他变量与模型 (3) 相同, 同时我们控制了行业效应。如果假设 2 成立, 则 *PMC* 的回归系数 β_1 应显著为负。

3. 产品市场竞争、会计稳健性和股价崩盘风险

为了检验产品市场竞争在会计稳健性和股价崩盘风险关系中的作用, 根据 *PMC* 的中位数设定产品市场竞争分组变量 *DPMC* 并加入其与 *Cscore* 的交乘项, 具体模型如下:

$$CrashRisk_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Cscore_{i,t-1} + \gamma_2 Cscore_{i,t-1} \times DPMC_{i,t-1} + \gamma_3 DPMC_{i,t-1} + \gamma_4 Size_{i,t-1} + \gamma_5 Lev_{i,t-1} + \gamma_6 ROA_{i,t-1} + \gamma_7 MTB_{i,t-1} + \gamma_8 Fund_{i,t-1} + \gamma_9 QFII_{i,t-1} + \gamma_{10} Ret_{i,t-1} + \gamma_{11} Sigma_{i,t-1} + \gamma_{12} SEO_{i,t-1} + \gamma_{13} Bull_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, *DPMC* 为产品市场竞争的分组变量, 当三个变量高于中位数时取值 1, 否则取值 0; *Cscore* \times *DPMC* 为会计稳健性与产品市场竞争分组变量的交乘项, 是我们重点关注的变量。其他变量定义与上文相同。如果假设 3 成立, *Cscore* \times *DPMC* 的回归系数 γ_2 应显著为负。

四、实证结果分析

(一) 变量的描述性统计

表 1 报告了各变量的描述性统计结果。从表 1 中可以看出, *NCSKEW* 的均值和中位数分别为 -0.3827 和 -0.3296, 标准差为 0.7282, *DUVOL* 的均值和中位数分别为 -0.3955 和 -0.3924, 标准差为 0.7345, 这两个变量结果与许年行等得到的统计分布结果基本相同^[1-2], 说明各企业的未来股价暴跌风险存在明显差距; 变量 *Cscore* 的均值和中位数分别为 0.0061 和 0.0047, 说明整体而言我国上市公司的会计政策还是较为稳健的; *HHI-Comp* 的均值和标准差分别为 -0.0698 和 0.0633, *Potent-Comp* 的均值为 -0.4219, 标准差

表 1 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	25 分位	中位数	75 分位
<i>NCSKEW</i>	7239	-0.3827	0.7282	-0.7725	-0.3296	0.0587
<i>DUVOL</i>	7239	-0.3955	0.7345	-0.8858	-0.3924	0.0961
<i>Cscore</i>	7239	0.0061	0.0646	-0.0293	0.0047	0.0350
<i>HHI-Comp</i>	7239	-0.0698	0.0633	-0.0781	-0.0462	-0.0334
<i>Potent-Comp</i>	7239	-0.4219	1.5611	-1.5140	-0.1807	0.8210
<i>Exist-Comp</i>	7239	0.2569	1.4697	-0.7975	0.1103	1.5761
<i>Size</i>	7239	21.888	1.2250	21.021	21.777	22.628
<i>Lev</i>	7239	0.5157	0.1926	0.3793	0.5260	0.6594
<i>ROA</i>	7239	0.0630	0.0655	0.0317	0.0561	0.0899
<i>MTB</i>	7239	0.4210	0.2865	0.2118	0.3467	0.5587
<i>Fund</i>	7239	0.0325	0.0494	0	0.0075	0.0461
<i>QFII</i>	7239	0.0012	0.0046	0	0	0
<i>Ret</i>	7239	0.0925	0.3601	-0.1741	0.0379	0.3123
<i>Sigma</i>	7239	0.0561	0.0173	0.0433	0.0544	0.0677
<i>SEO</i>	7239	0.0903	0.2866	0	0	0

为 1.5611, *Exist-Comp* 的均值为 0.2569, 标准差为 1.4697, 表明行业集中度和行业内的竞争在不同企业间存在一定的差异。

(二) 会计稳健性与股价崩盘风险

表 2 报告了会计稳健性与股价崩盘风险关系的回归结果。我们发现, 在以 *NCSKEW* 为被解释变量的回归中, *Cscore* 的回归系数为 -0.381, 在 1% 水平上显著; 在以 *DUVOL* 为被解释变量的回归中, *Cscore* 的回归系数为 -0.320, 在 5% 水平上显著。这说明在控制相应的变量之后, 表示会计稳健性的指标与表示股价崩盘风险的指标之间显著负相关, 即企业选择稳健的会计政策有利于抑制企业在未来的股价崩盘风险, 假设 1 得到证实。这意味着在我国资本市场上, 会计稳健性可以发挥一定的治理作用, 发挥保护股东权益的作用, 从而支持了 Watts、LaFond 等学者提出的观点^[12-14]。控制变量中 *ROA*、*SEO*、*Bull* 与股价崩盘风险在不同显著性水平上负相关; *MTB*、*Fund*、*Sigma*、*Ret* 与股价崩盘风险显著正相关, 这与许年行等的研究结果基本一致^[1-2]。

(三) 产品市场竞争与股价崩盘风险

表 3 报告了产品市场竞争对股价崩盘风险影响的回归结果。我们发现, 在以 *NCSKEW* 为被解释

表 2 会计稳健性与股价崩盘风险

变量	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
截距	0.849 (1.25)	0.109 (1.15)
<i>Cscore</i>	-0.381 *** (-2.82)	-0.320 ** (-2.36)
<i>Size</i>	-0.045 (-1.53)	-0.027 (-0.85)
<i>Lev</i>	-0.163 (-1.22)	-0.089 (-0.65)
<i>ROA</i>	-0.673 *** (-3.22)	-0.640 *** (-2.86)
<i>MTB</i>	0.217 *** (3.43)	0.325 *** (5.19)
<i>Fund</i>	0.986 *** (3.09)	1.324 *** (3.98)
<i>QFII</i>	-0.461 (-1.19)	-0.031 (-0.58)
<i>Sigma</i>	1.179 * (1.77)	2.042 *** (3.01)
<i>Ret</i>	0.305 *** (10.10)	0.355 *** (11.47)
<i>SEO</i>	-0.062 * (-1.86)	-0.056 (-1.58)
<i>Bull</i>	-0.115 *** (-4.34)	-0.204 *** (-7.80)
行业	控制	控制
N	5790	5790
Adj-R ²	0.102	0.138

表 3 产品市场竞争与股价崩盘风险

变量	<i>NCSKEW</i>			<i>DUVOL</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	0.669 (0.94)	0.427 (0.60)	0.720 (1.03)	-0.005 (-0.01)	-0.295 (-0.40)	0.047 (0.06)
<i>Potent-Comp</i>	0.013 (0.95)			0.009 (0.71)		
<i>Exist-Comp</i>		-0.124 *** (-4.26)			-0.139 *** (-4.58)	
<i>HHI-Comp</i>			-0.074 * (-1.86)			-0.074 * (-1.92)
<i>Size</i>	-0.034 (-1.09)	-0.023 (-0.76)	-0.040 (-1.32)	-0.013 (-0.39)	-0.001 (-0.65)	-0.019 (-0.59)
<i>Lev</i>	-0.149 (-1.14)	-0.148 (-1.15)	-0.137 (-1.06)	-0.063 (-0.47)	-0.067 (-1.48)	-0.051 (-0.39)
<i>ROA</i>	-0.654 *** (-3.09)	-0.654 *** (-3.09)	-0.669 *** (-3.16)	-0.637 *** (-2.81)	-0.634 *** (-2.91)	-0.652 *** (-2.89)
<i>MTB</i>	0.176 *** (2.72)	0.140 ** (2.10)	0.195 *** (2.99)	0.280 *** (4.38)	0.235 *** (3.54)	0.300 *** (4.60)
<i>Fund</i>	0.983 *** (3.08)	0.915 *** (2.86)	0.951 *** (2.97)	1.336 *** (3.98)	1.262 *** (3.75)	1.304 *** (3.88)
<i>QFII</i>	-0.033 (-0.01)	-0.002 (-0.00)	-0.035 (-0.01)	0.565 (0.21)	-0.599 (-0.23)	0.562 (0.21)
<i>Sigma</i>	0.514 (0.73)	0.131 (0.18)	0.886 (1.27)	1.361 * (1.89)	0.854 (1.15)	1.736 ** (2.44)
<i>Ret</i>	0.294 *** (9.66)	0.286 *** (9.32)	0.300 *** (9.83)	0.345 *** (10.95)	0.336 *** (10.55)	0.351 *** (11.14)
<i>SEO</i>	-0.062 * (-1.86)	-0.063 * (-1.90)	-0.065 * (-1.96)	-0.056 (-1.58)	-0.057 (-1.60)	-0.059 * (-1.67)
<i>Bull</i>	-0.140 *** (-5.20)	-0.153 *** (-5.52)	-0.126 *** (-4.68)	-0.231 *** (-8.71)	-0.248 *** (-9.05)	-0.216 *** (-8.18)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5790	5790	5790	5790	5790	5790
Adj-R ²	0.103	0.104	0.103	0.135	0.142	0.135

注:括号内的 t 值已进行公司个体聚类调整(Cluster);***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平;表中解释变量均为滞后一期的值。下同。

变量的回归中, *Potent-Comp* 的系数为0.013, 但不显著, *Exist-Comp* 的系数为 -0.124, 在 1% 水平上显著, *HHI-Comp* 的系数为 -0.074, 达到 10% 显著性水平; 在以 *DUVOL* 为被解释变量的回归中, *Potent-Comp* 的系数也不显著, *Exist-Comp* 的系数为 -0.139, 在 1% 水平上显著, *HHI-Comp* 的系数为 0.074, 在 10% 水平显著。这些结果表明, 企业面临的竞争威胁并不能发挥治理作用进而缓解股价崩盘风险, 而现有企业的竞争和行业集中度的降低能够显著缓解企业面临的股价崩盘风险, 这与假设 2 的分析基本相同。这证实了产品市场竞争可以发挥外部治理功能, 缓解代理问题和信息不对称, 从而有效地减弱企业未来的股价崩盘风险。控制变量与表 2 中相应变量的回归结果基本相同。

(四) 产品市场竞争、会计稳健性与股价崩盘风险

表 4 报告了模型(6)的回归结果, 展示了产品市场竞争在会计稳健性和股价崩盘风险关系中的作用。从表 4 中, 我们可以看出, 在以

表 4 产品市场竞争、会计稳健性与股价崩盘风险

变量	NCSKEW			DUVOL		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	0.685 (0.96)	0.428 (0.60)	0.705 (1.01)	0.020 (0.03)	-0.295 (-0.40)	0.040 (0.05)
<i>Cscore</i>	-0.372** (-2.37)	-0.364** (-2.33)	-0.382** (-2.43)	-0.321** (-2.33)	-0.323** (-2.15)	-0.338** (-2.19)
<i>DPotent-Comp</i>	0.018 (0.84)			0.017 (0.82)		
<i>Cscore × DPotent-Comp</i>	6.949 (0.38)			7.778 (0.40)		
<i>DExist-Comp</i>		-0.124*** (-4.25)			-0.139*** (-4.58)	
<i>Cscore × DExist-Comp</i>		-0.228** (-2.15)			-0.312** (-2.31)	
<i>DHHI-Comp</i>			-0.081* (-1.96)			-0.080* (-1.82)
<i>Cscore × DHHI-Comp</i>			-0.048* (-1.85)			-0.033** (-2.03)
<i>Size</i>	-0.034 (-1.11)	-0.023 (-0.76)	-0.039 (-1.28)	-0.014 (-0.43)	0.000 (0.00)	-0.018 (-0.56)
<i>Lev</i>	-0.160 (-1.17)	-0.163 (-1.21)	-0.157 (-1.17)	-0.083 (-0.60)	-0.064 (-0.48)	-0.080 (-0.58)
<i>ROA</i>	-0.651*** (-3.07)	-0.655*** (-3.08)	-0.673*** (-3.16)	-0.631*** (-2.78)	-0.634*** (-2.81)	-0.652*** (-2.87)
<i>MTB</i>	0.177*** (2.73)	0.141** (2.11)	0.194*** (2.97)	0.282*** (4.39)	0.235*** (3.54)	0.299*** (4.59)
<i>Fund</i>	0.990*** (3.10)	0.920*** (2.88)	0.956*** (2.99)	1.347*** (4.01)	1.262*** (3.75)	1.313*** (3.91)
<i>QFII</i>	-0.007 (-0.00)	-0.026 (-0.01)	-0.091 (-0.04)	0.597 (0.23)	0.599 (0.23)	0.513 (0.19)
<i>Sigma</i>	0.541 (0.76)	0.138 (0.19)	0.872 (1.25)	1.397* (1.94)	0.854 (1.15)	1.727** (2.42)
<i>Ret</i>	0.294*** (9.64)	0.287*** (9.30)	0.301*** (9.83)	0.345*** (10.95)	0.336*** (10.55)	0.352*** (11.15)
<i>SEO</i>	-0.062* (-1.87)	-0.063* (-1.89)	-0.065* (-1.95)	-0.056 (-1.58)	-0.057 (-1.60)	-0.059* (-1.65)
<i>Bull</i>	-0.138*** (-4.98)	-0.150*** (-5.30)	-0.123*** (-4.48)	-0.227*** (-8.22)	-0.248*** (-9.05)	-0.212*** (-7.75)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5790	5790	5790	5790	5790	5790
Adj-R ²	0.105	0.106	0.106	0.152	0.154	0.150

以 *NCSKEW* 为被解释变量的回归中, *DPotent × Cscore* 的系数不显著, *Cscore × DExist-Comp* 和 *Cscore × DHHI-Comp* 均为负, 分别达到 5% 和 10% 的显著性水平; 在以 *DUVOL* 为被解释变量的回归中, *DPotent × Cscore* 的系数仍不显著, *Cscore × DExist-Comp* 和 *Cscore × DHHI-Comp* 均在 5% 的水平上显著为负, 这说明在产品市场竞争较为激烈的情况下, 会计稳健性抑制未来股价崩盘风险的作用更大, 这与假设 3 相符。

综上, 我们发现, 会计稳健性和产品市场竞争均能发挥一定的治理作用, 能够缓解代理问题和信息不对称, 从而降低企业未来的股价崩盘风险; 同时, 产品市场竞争可以

进一步加强会计稳健性在缓解股价崩盘风险方面的作用,这说明产品市场竞争作为外部治理机制,与企业内部会计政策稳健性之间存在一定的互补性。

(五)稳健性检验

为了检验上述结果是否稳健,我们进行了稳健性检验。**表 5 稳健型检验:改变产品市场竞争度量指标**

1. 使用行业内企业数量 *Firm-Num* 作为产业竞争的代理变量。一个行业内的企业数量越多,竞争越激烈,因此, *Firm-Num* 的系数应显著为负。将 *Firm-Num* 替代模型(5)中的 *PMC*,检验产品市场竞争与股价崩盘风险的关系,结果报告在表 5 中。从表 5 不难看出,在以 *NCSKEW* 为被解释变量的回归中, *Firm-Num* 的系数为 -0.0018,在 1% 水平上显著;在以 *DUVOL* 为被解释变量的回归中, *Firm-Num* 的系数为 -0.0017,在 1% 水平上显著。这说明改变产品市场竞争的度量方式并不影响文中的结果。

2. 借鉴 Kim 和 Zhang Liangdong 文献^[5],使用 Basu 会计稳健性模型^[29]检验会计稳健性与股价崩盘风险的关系。具体而言,将表示股价崩盘风险的代理变量与 Basu 模型(模型(2))的各项进行交乘,重点关注股价崩盘风险与 $DR \times R$ 交乘后所得变量的系数,检验结果报告在表 6 中。从表 6 中可以发现, $NCSKEW \times DR \times R$ 和 $DUVOL \times DR \times R$ 的系数均为负,且都在 5% 水平上显著,说明会计稳健性与股价崩盘风险显著负相关,这与前文中的结论一致。

3. 鉴于产品市场竞争与股价崩盘风险之间可能存在非线性关系,我们在模型(5)中加入表示产品市场竞争三个变量的平方项,结果发现除了 *HHI-Comp* 的平方项显著外(仍为负,并未改变产品市场竞争缓解股价崩盘风险的作用),另外两个变量的平方项均不显著。限于篇幅,不再报告具体结果。

另外,我们在文中已经使用了不同的指标度量股价崩盘风险,得出的结果均较为一致,说明文中的结论具有一定的可靠性。

变量	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
截距	-0.1661 (-1.29)	-0.1901 (-1.24)
<i>Firm-Num</i>	-0.0018*** (-3.22)	-0.0017*** (-2.94)
控制变量	控制	控制
行业	控制	控制
N	5790	5790
Adj-R ²	0.101	0.131

注:括号内的 t 值已进行公司个体聚类调整(Cluster);***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平;表中解释变量为滞后一期的值。

表 6 稳健性检验:采用 Basu 模型^[29]

变量	<i>EPS/P</i>	<i>EPS/P</i>
截距	0.026*** (3.75)	0.022*** (5.12)
$NCSKEW \times DR \times R$	-0.006** (-2.06)	
$DUVOL \times DR \times R$		-0.007** (-2.14)
其他变量	控制	控制
N	5790	5790
Adj-R ²	0.128	0.129

注:括号内的 t 值已经根据公司个体进行了聚类调整(cluster);为了消除极端值的影响,连续变量已进行了上下 1% 的 winsorize 处理;***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平。

五、研究结论

本文使用我国资本市场数据,实证检验了会计稳健性、产品市场竞争和股价崩盘风险之间的关系,实证结果显示:上市公司会计政策稳健性与未来的股价崩盘风险显著负相关,这证实了 LaFond 和 Watts 等学者的观点;作为一种外部治理机制,产品市场竞争能降低企业未来股价崩盘风险;产品市场竞争加强了会计稳健性与未来股价崩盘风险的负相关关系,即在产品市场竞争较为激烈的情况下,会计稳健性降低未来股价崩盘风险的能力更加明显。这也意味着产品市场竞争和会计稳健性在缓解股价崩盘风险方面存在一定的互补性。

我们的研究表明会计稳健性可以抑制管理层隐瞒和延迟披露“坏消息”的动机,进而降低股价崩盘风险,产品市场竞争作为外部治理机制,进一步加强了这一关系。本文不仅发现产品市场竞争的加剧可以缓解未来股价崩盘风险,还可以增强会计稳健性缓解股价崩盘风险的能力,从而拓展了以

往关于会计稳健性与股价崩盘风险的研究。实证会计理论指出会计稳健性可以作为有效的契约与治理机制,以此缓解信息不对称和代理问题,从而给财务报告使用者带来益处,但关于会计稳健性在股票市场的作用,相关研究尚不统一。而本文从股价崩盘风险的视角,指出了会计稳健性在股票市场的作用,为上述理论提供了直接证据,鉴于会计稳健性的上述作用,并不应该草率地将会计稳健性从会计信息质量特征中移除,这也对我国财务会计概念框架的构建及会计准则的制定具有借鉴意义。本文基于我国特殊的资本市场发展背景的研究,有助于全面分析不同经济环境下股价崩盘风险的影响因素,丰富了现有研究成果。本文的结论也意味着在推进资本市场发展方面,除加强内部治理机制外,还需要引入外部市场竞争机制,促进企业的市场化运作。

参考文献:

- [1]许年行,江轩宇,伊志宏,等. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究,2012(7):127-140.
- [2]许年行,于尧,伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界,2013(7):31-43.
- [3]陈国进,张贻军. 异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J]. 金融研究,2009(4):80-91.
- [4]王忠,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(1):68-79.
- [5]Kim J B, Zhang Liangdong. Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence[J]. Contemporary Accounting Research, 2015, Forthcoming.
- [6]Jin Li, Myers S C. R² around the world: new theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79: 257-292.
- [7]Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R², and crash risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94: 67-86.
- [8]Kim J B, Li Yinghua, Zhang Liangdong. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100: 639-662.
- [9]Kim J B, Li Yinghua, Zhang Liangdong. CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 101: 713-730.
- [10]李小荣,刘行. CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J]. 世界经济,2012(12):102-129.
- [11]陈国进,张贻军,刘淳. 机构投资者是股市暴涨暴跌的助推器吗? [J]. 金融研究,2010(11):45-59.
- [12]Watts R L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications[J]. Accounting Horizons, 2003, 17: 207-221.
- [13]LaFond R, Roychowdhury S. Managerial ownership and accounting conservatism[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46: 101-135.
- [14]LaFond R, Watts R L. The information role of conservatism[J]. The Accounting Review, 2008, 83: 447-478.
- [15]Penman S H, Zhang Xiaojun. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns[J]. The Accounting Review, 2002, 77: 237-264.
- [16]姜国华,张然. 稳健性与公允价值:基于股票价格反应的规范性分析[J]. 会计研究,2007(6):20-25.
- [17]Stigler G. The economics of scale[J]. Journal of Law and Economics, 1958, 1: 54-71.
- [18]姜付秀,黄磊,张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. 世界经济,2009(10):46-59.
- [19]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.
- [20]Ball R, Jayaraman S, Shivakumar L. Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: a test of the confirmation hypothesis[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53: 136-166.
- [21]Ball R, Shivakumar L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness[J]. Journal of Ac-

- counting and Economics, 2005, 39: 83 - 128.
- [22] Bleck A, Liu Xuewen. Market transparency and the accounting regime[J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45: 229 - 256.
- [23] Holmstrom B. Moral hazard in teams[J]. The Bell Journal of Economics, 1982, 13: 324 - 340.
- [24] Nalebuf B J, Stiglitz J. Prizes and incentives: towards a general theory of compensation and competition[J]. The Bell Journal of Economics, 1983, 14: 21 - 34.
- [25] Hart O. The market mechanism as an incentive scheme[J]. The Bell Journal of Economics, 1982, 13: 366 - 382.
- [26] 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理和信息披露质量[J]. 管理世界, 2010(1): 133 - 141.
- [27] Hou W D, Robinson T. Industry concentration and average stock returns[J]. Journal of Finance, 2006, 61: 1927 - 1956.
- [28] 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.
- [29] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24: 3 - 37.

[责任编辑: 杨凤春]

Accounting Conservatism, Product Market Competition and Stock Price Crash Risk

WANG Lei

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400045, China)

Abstract: With the data of China's listed companies during the period of 2007 - 2012 as a sample, this paper makes an analysis on the relationship between accounting conservatism, product market competition and firm's future stock price crash risk. The results indicate that the accounting conservatism is significantly positive correlation with stock price crash risks, more competition in product market is associated with less stock price crash risks in the future. We also confirm that product market competition reinforces the relationship between accounting conservatism and stock price crash risk. It suggests that both accounting conservatism and product market competition play a significant role in corporate governance, and there exists a complementary relationship between product market competition and accounting conservatism in terms of reducing crash risk.

Key Words: accounting conservatism; product market competition; stock price crash risk; corporate governance; entrusted agency; stock price crash; information disclosure; delayed disclosure