

会计准则变革对资源配置效率的影响研究

——基于会计敏感性和经济敏感性的视角

刘春奇

(中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

[摘要]资源配置效率是我国经济改革关注的焦点。借鉴 Wurgler 的资源配置效率模型,利用 2004—2013 年中国 A 股上市公司数据,基于会计敏感性和经济敏感性的视角,从投资效率和融资效率两方面解释资源配置效率,考察会计准则变革前后资源配置效率的变化,结果表明:会计准则变革优化了资源配置效率;会计敏感性对会计准则变革与资源配置效率之间的关系有正向调节作用,且投资效率改善效果较好;经济敏感性对会计准则变革与投资效率之间的关系有正向调节作用,但对融资效率没有明显作用。

[关键词]会计准则变革;会计敏感性;经济敏感性;资源配置效率;制度变迁;会计信息质量;企业投资效率

[中图分类号]F233 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)02-0104-10

一、引言

改革开放解开了计划经济的枷锁,使中国经济进入“帕累托改进”的阶段。目前,我国经济发展仍处于粗放状态,资源配置效率低下,经济发展方式应该由粗放型向集约型、由追求量向注重质转变,充分利用有限资源,优化资源配置。2014 年 11 月 9 日,在亚太经合组织(APEC)工商领导人峰会上,国家主席习近平在题为“谋求持久发展,共筑亚太梦想”的主旨演讲中提出我国经济发展已进入新常态,必须提质增效。在经济发展中,资源相对于人的需求总表现出稀缺性,从而需要对有限的资源进行合理配置。我国经济发展正处于“爬坡”阶段,体制弊端和结构性矛盾是“拦路虎”,应该深化改革和调整经济结构。资源配置效率问题是经济学研究的主要问题,会计学研究不能脱离经济环境及制度背景。现代经济学认为,资本市场在资源配置中起关键作用,其资源配置功能和效率是人们关注的焦点。2013 年 11 月 9 日召开的十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,提出要发挥市场对资源配置的决定性作用。会计准则变革对发挥市场在资源配置中的决定性作用有深远影响。随着经济体制改革不断推进,我国会计准则日趋完善,成为国家宏观政策实施及社会资源配置的重要影响因素。

二、文献回顾

会计准则变革作为制度变迁,对资源配置效率具有深远影响。会计准则变革基于信号传递机制和契约理论对会计信息使用者的决策施加“干扰”。会计通过对经济业务的计量、确认和报告,生成反映财务状况和经营成果的信息,发挥信号作用,通过市场自由价格机制,引导资本流动和投融资决策,促进市场资源有效配置。North 指出制度提供了日常生活的结构,规范人们的选择集合,减小不确

[收稿日期]2015-12-06

[基金项目]河南省 2014 年软科学研究计划项目(142400411093)

[作者简介]刘春奇(1986—),女,河南新乡人,中南财经政法大学会计学院博士生,主要研究方向为财务会计理论、投资决策。

定性^[1]。Zeff 提出了会计准则的经济后果观,即会计报告会影晌使用者的决策行为^[2]。Holthausen 和 Leftwich 认为会计准则变革改变了计算会计数字所遵循的规则,影响了企业现金流量,从而改变了使用会计数字的契约方和决策方的利益^[3]。改革开放以来,我国会计准则不断与国际财务报告准则协调和趋同,先后经历了六次变革,以适应经济全球化的发展^[4]。2006 年 2 月 15 日颁布的新会计准则体系,实现了与国际财务报告准则的实质性趋同,不仅在目标、内容与计量方式上进行了修订与完善,而且实现了会计观念的更新,给会计主体的经营理念带来了深远影响,使我国由计划经济会计模式转向市场经济会计模式。

长期以来,会计准则变革是会计理论界和实务界关注的焦点,国内外学者的研究主要集中于会计准则变革对财务报告和资本市场层面的影响。Barth 等以全球 21 个国家 1994—2003 年采用 IFRS 的 327 家公司为样本,研究 IFRS 趋同后公司会计信息质量的变动,发现 IFRS 降低了公司盈余管理程度^[5]。Zhang 的研究表明,会计准则变革减小了会计计量偏差,提高了投资者对未来现金流量的预测精确度,并提高了信息披露质量,削弱了信息不对称的程度,降低了资本成本^[6]。张先治等以规范分析方法研究会计准则变革的经济后果,发现会计准则变革增强了企业进行价值创造的远见,优化了企业的投融资及治理行为^[7]。

那么,会计准则变革能否对资源配置效率产生积极影响?对此研究较为匮乏。Chen 指出现有研究主要集中于会计准则变革给财务报告带来的预期效应,而很少研究其所带来的外部非预期效应^[8]。Jenice 指出,鲜有研究会计准则变革对资源配置效率的影响的文献^[9]。鉴于此,本文试图以经济后果理论为基础,结合制度经济学理论、信号传递机制和自由价格理论,研究会计准则变革对资源配置效率影响。另外,会计准则变革对资源配置效率的影响是否会受到不同特质的行业或公司的“干扰”?Zhang 通过在简单线性模型中引入会计敏感性和经济敏感性两个特质指标,来分析不同公司对外界的反应^[6]。鉴于此,本文将进一步从异质性角度出发,实证检验会计准则变革对不同会计敏感性和经济敏感性公司的资源配置效率的差异化影响。

三、理论分析和研究假设

(一) 会计准则变革与资源配置效率

2006 年,我国财政部对企业会计准则进行了大幅修改,适度谨慎地引入了公允价值,新会计准则更加注重会计信息的价值相关性与决策有用性,实现了与国际会计准则的协调与趋同。同时,新会计准则对会计信息披露提出了更为严格的规定,加强了无形资产与预计负债等相关会计科目的表内确认的要求,拓展了财务报告的外延与内涵,降低了信息不对称程度,可以更好地帮助投资者准确评估企业未来价值。会计准则变革通过提高会计信息质量,提升资本市场运行效率,降低全社会资本成本,从而提高资源配置效率。资源配置流程包括投资和融资两方面,因此本文从投资效率与融资效率两方面来研究资源配置效率对会计准则变革的反应程度。

根据信息经济学理论,会计准则通过以下途径影响资源配置效率:一方面,会计准则变革通过改善会计信息质量,降低会计信息不对称程度,提高会计信息可比性,减少投资风险,可以帮助投资者准确地预测股票价格,从而提高投资效率;另一方面,会计准则变革通过提高会计信息质量,可以为决策者提供更多有用的信息,帮助决策者识别出有效的可行性项目,提高资金流动性,减少企业融资风险,从而改善融资效率。Daske 研究了全球 26 个国家实施 IFRS 后的经济后果,发现会计准则变革提高了公司的股票流动性,减小了股权资本成本^[10]。Chen 的研究发现 IFRS 趋同后的会计信息可比性显著提升,欧洲上市公司的投资效率明显得到改善^[8]。蔡吉甫^[11]、顾水彬^[12]也对会计准则变革前后企业投资效率的变化做了研究,他们都得出了会计准则变革能够促进企业投资效率改善的结论,认为会计准则变革降低了股权资本成本,提高了投资回报。我国会计准则变革适度谨慎地引入了公允价值,

逐渐关注会计信息的相关性和有用性,可以提高投资者对未来现金流量预测的准确度,提高资本市场运行效率,实现投资效率和融资效率的提升。根据以上分析,本文提出假设 1。

H₁:在不考虑异质性的情形下,我国会计准则变革提高了资源配置效率。

(二) 异质性与资源配置效率

从异质性的角度分析会计准则变革对资源配置效率的影响的研究目前较为匮乏,这也是本文对其进行研究的缘起,希冀能对相关文献有所补充。Francis 的研究发现对外融资依赖度高的公司更加注重信息披露质量,其股权资本成本得到降低,资源配置效率较高^[13]。我国经济发展进入新常态,处于经济转轨期,公司规模及发展状况参差不齐,应进行差异性研究。汪祥耀和叶正红认为不同行业上市公司的股权资本成本受到会计准则变革的影响存在较大差异^[14]。因此,本文借鉴 Zhang 的分析^[6],引入会计敏感性和经济敏感性,研究会计准则变革对不同特质样本的资源配置效率的差异性影响,其中,会计敏感性指公司受会计准则变革的影响程度,经济敏感性指公司受宏观经济波动的影响程度。会计准则变革通过会计信息质量等路径影响资源配置效率,这种预期效应会受到会计敏感性和经济敏感性的双重影响。从异质性角度分析会计准则变革对资源配置效率的影响是本文力图不同于其他文献的创新之处。

会计敏感性不同的公司对资本市场的依存度不同,其会计信息质量受会计准则变革的影响会呈现出差异性,进而对其资源配置效率产生不同的影响。对于会计敏感性高的公司来说,其对会计准则变革的反应更加强烈,会计准则变革对其会计信息质量的改善更加明显,会计信息披露质量更高,资本市场可以获得的增量信息更多,这可以更好地削弱会计信息的不对称程度,减少投资者的投融资风险,从而优化资源配置。同时,会计敏感性高的公司更容易受到会计政策和会计估计的影响,从而积极采用新会计准则规定的公允价值计量方式对无形资产和预计负债进行表内确认和摊销等^[15]。根据以上分析,会计准则变革改善了会计信息质量,尤其是会计敏感性高的公司的会计信息质量改善更明显,会计信息披露质量更高,市场信息不对称程度更低,投资者的预期风险也降低更多,从而资源配置效率更高。鉴于此,本文提出假设 2。

H₂:会计准则变革对资源配置效率的影响受到会计敏感性的正向调节作用。

经济敏感性高的公司的业绩受到宏观经济波动的影响较强,但是由于宏观经济波动具有不确定性,投资者对预期收益进行评估时面临的不确定性较大,会计准则变革对公司资源配置效率的影响不甚明了。股票市场是宏观经济的“晴雨表”,与宏观经济波动具有先行同步性。受到企业规模、行业特征及市场策略的影响,经济敏感性强的公司投融资行为具有更强的波动性,因而资源配置效率的变化不容易确定。

可以从预期风险理论和私有信息理论角度解释宏观经济波动的不确定性对经济敏感性高的公司的资源配置效率的影响:根据预期风险理论,投资者进行投资评估时面临的不确定性越大,预期风险也就越大,投资者所要求的必要报酬率就会越高,从而导致公司的股权资本成本上升,公司业绩下降,资源配置效率降低^[16];根据私有信息交易理论,如果投资者无法通过公开披露的会计信息准确地判断公司未来现金流量,那么公司可供投资者挖掘的私有信息较多,信息搜集成本上升,投资者所要求的必要报酬率就增大,从而导致公司股权资本成本上升,资源配置效率降低^[17]。

会计准则变革改善了会计信息质量,削弱了市场的信息不对称程度,减少了股权资本成本,但是,由于经济的波动性导致投资者很难准确地预测风险,投资者为了得到有价值的信息会主动挖掘私有信息来降低风险和不确定性,因而会要求更高的必要报酬率。可见,会计准则变革对资源配置效率的影响会受到经济敏感性的“调节”。经济的波动性导致企业有较高的危机意识,促使企业有动机要求更高的投资风险报酬,因此,经济敏感性加强了会计准则变革对投资效率的正向推动作用;而宏观经济波动导致投资者对预期风险把握不准,加重了企业对外投资的“纠结”负担,提高了企业融资难度,

经济敏感性对会计准则变革与融资效率之间关系的调节作用不明朗。根据以上分析,本文提出假设3。

H₃:经济敏感性对会计准则变革与投资效率的关系有正向调节作用,但对会计准则变革与融资效率关系的影响不明确。

四、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

《企业会计准则(2006)》更新了会计观念,使会计发展进入了新的历史时期。因此,本文以执行《企业会计准则》的2007年为界,选取2004—2013年为样本窗口期,将2003年末已在沪深A股上市的公司作为样本,根据证监会《上市公司行业分类指引》(2012修订)划分的19个行业分类,剔除金融业及居民服务、修理和其他服务业后,汇总并获得2004—2013年的170个行业数据。为了削弱潜在异常值对研究结果的干扰,本文对研究变量在1%和99%分位数上做了Winsorize缩尾处理。所用数据来自CSMAR数据库,数据分析和统计结果使用Stata13完成。

(二) 资源配置效率的衡量

资源配置效率是通过有效完善的证券市场运作机制把有限的金融资源配置到更高效区域、行业或企业中,以实现资源配置的帕累托最优。Wurgler从资本投入对资本回报产生反应的角度出发,建立了量化的直接有效的测度资源配置效率的模型^[18],这一模型得到了理论界的广泛认同。本文借鉴Wurgler模型进行资源配置效率测度。模型如下:

$$\ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} = \alpha + \eta \times \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}, \forall i \quad (1)$$

其中, I 为行业资本投入, V 为行业资本产出, i 为行业编号, t 为年份,系数 η 表示资源配置效率,即资金投入或撤出对盈利能力的反应。 η 值为正且越大,表明投资增减对效益变动的反应越强,资源配置效率越高。Stein认为应该从投资和融资两方面解释资源配置效率^[19]。因此,本文从投资效率和融资效率将资源配置效率进行分解研究,以保证稳健性。

1. 投资效率

借鉴Wurgler^[18]、冯玉明^[20]、陈艳利等^[21]的研究,本文以每股净利润 $Eps_{i,t}$ 与每股资产环比 $Inv_{i,t}$ 之间的敏感度来衡量资源配置效率,模型如下:

$$Inv_{i,t} = \alpha + \beta Eps_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Inv_{i,t} = Asp_{i,t}/Asp_{i,t-1}$ ($Asp_{i,t}$ 为每股资产), $Eps_{i,t}$ 表示 i 行业上市公司 t 年度的每股收益。若系数 β 显著为正,表明资金流入了投资报酬率较高的行业,市场资源配置功能和效率较好。

2. 融资效率

从融资角度考察资源配置效率,即检验盈利好的行业是否从市场上筹集到更多的资金。周中胜研究了会计信息透明度与资源配置效率的关系,他利用行业每股净利润和每股新筹集的资金来衡量资源配置效率^[22]。模型如下:

$$Fin_{i,t} = \alpha + \beta \times Eps_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $Fin_{i,t}$ 表示 t 年度 i 行业上市公司每股增发或配股筹集的资本金。系数 β 越大,表明盈利能力好的行业从市场上筹集到了更多的资金,资源配置效率越好。

(三) 变量选取

除了每股收益($Eps_{i,t}$),本文引入会计准则变革虚拟变量($Shock$)、会计敏感性(Acc)、经济敏感性(Eco)作为解释变量。当样本所处期间为2007—2013年时, $Shock = 1$;否则, $Shock = 0$ 。本文借鉴孙泉飞和晏超的研究^[15],对会计敏感性和经济敏感性进行定义和说明。

1. 会计敏感性的内涵及度量

会计敏感性(*Acc*) 是公司受会计准则变革的影响程度,考察其最好的方法是比较新旧会计准则的利润差异。2007 年起我国执行新会计准则,要求所有上市公司按新旧会计准则分别披露 2006 年净利润,可以根据新旧利润表的差异计算会计准则变革对会计利润的影响。与 Li 的研究一致^[23],本文以新旧利润表的差异衡量会计准则变化对公司的影响。计算公式为:

$$Acc = \ln \left(1 + \left| \frac{NI_{new} - NI_{old}}{NI_{old}} \right| \right) \quad (4)$$

2. 经济敏感性的内涵及度量

经济敏感性常被用来衡量公司受宏观经济波动的影响程度。现有文献对经济敏感性的研究尚不够关注,本文根据孙泉飞和晏超的做法^[15],选取 2003—2013 年 *GDP*、*CPI*、外汇储备、财政收入、固定资产投资、社会消费品零售总额和进出口总额 7 个宏观经济指标,计算每个指标 2004—2013 年度环比增长率的算术平均值,作为当年宏观经济波动率(*Macvol*),同时,计算 2004—2013 年各行业的主营业务收入的年度环比增长率(*Grow*),取其与当年宏观经济波动率的差值的平方来衡量 *Eco*。计算方法如下所示:

$$Eco = (Grow - Macvol)^2 \quad (5)$$

其中, $Macvol_t = (\sum IndexRate_t)/7$, $IndexRate_t = (Index_t - Index_{t-1})/Index_{t-1}$ 。

由模型(2)和模型(3)可知,资源配置效率由每股净利润 $Eps_{i,t}$ 与行业投资 $Inv_{i,t}$ 或融资 $Fin_{i,t}$ 的敏感性来度量。不同特质的公司对会计准则变革的反应有差别,从而使每股净利润对投资或融资的反应也不同。本文引入会计敏感性、经济敏感性与每股净利润的交互项,分析会计准则变革对资源配置效率的影响是否受到异质性的干扰。结合模型(2)和模型(3),本文得到资源配置效率的表达式如式(6)所示。若交互项系数显著为正,表明异质性对资源配置效率的提高有促进作用;反之,有抑制作用。

$$\beta = \beta_1 + \beta_2 \times X; X = (Acc_{i,t}, Eco_{i,t}) \quad (6)$$

另外,本文借鉴周中胜等^[22]、孙泉飞和晏超^[15]的研究将股票市场流动性(*Fluidity*)、股票市场规模(*Stock*)、行业平均国有股比重(*Ass*)、市场集中程度(*Mcr4*)作为控制变量。其中,周中胜等的研究表明,股票市场流动性和股票市场规模对资源配置效率有显著影响;行业内国有企业数量会影响到投融资效率;市场集中度可能会造成不正当竞争,从而影响资源配置效率^[22]。

(四) 模型设定

根据前文的理论分析和研究假设,将公式(6)分别代入模型(2)和模型(3),并引入会计准则变革虚拟变量(*Shock*)及控制变量,构造模型(7)至模型(12)。

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shock + \beta_2 Eps_{i,t} + \beta_3 Fluidity_{i,t} + \beta_4 Stock_{i,t} + \beta_5 Ass_{i,t} + \beta_6 Mcr4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shock + \beta_2 Eps_{i,t} + \beta_3 Acc_{i,t} + \beta_4 \times Eps_{i,t} \times Acc_{i,t} + \beta_5 Fluidity_{i,t} + \beta_6 Stock_{i,t} + \beta_7 Ass_{i,t} + \beta_8 Mcr4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shock + \beta_2 Eps_{i,t} + \beta_3 Eco_{i,t} + \beta_4 \times Eps_{i,t} \times Eco_{i,t} + \beta_5 Fluidity_{i,t} + \beta_6 Stock_{i,t} + \beta_7 Ass_{i,t} + \beta_8 Mcr4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shock + \beta_2 Eps_{i,t} + \beta_3 Fluidity_{i,t} + \beta_4 Stock_{i,t} + \beta_5 Ass_{i,t} + \beta_6 Mcr4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shock + \beta_2 Eps_{i,t} + \beta_3 Acc_{i,t} + \beta_4 \times Eps_{i,t} \times Acc_{i,t} + \beta_5 Fluidity_{i,t} + \beta_6 Stock_{i,t} + \beta_7 Ass_{i,t} + \beta_8 Mcr4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shock + \beta_2 Eps_{i,t} + \beta_3 Eco_{i,t} + \beta_4 \times Eps_{i,t} \times Eco_{i,t} + \beta_5 Fluidity_{i,t} + \beta_6 Stock_{i,t} + \beta_7 Ass_{i,t} + \beta_8 Mcr4_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

各变量名称及含义如表 1 所示。

表 1 研究变量名称及衡量标准

变量类型	符号	变量名称	衡量标准
被解释变量	<i>Inv</i>	每股资产环比	$Inv_{i,t} = Asp_{i,t}/Asp_{i,t-1}$
	<i>Fin</i>	每股股票新筹集资本金	$Fin = \text{增发或配股筹集资金净额} / \text{总股本}$
解释变量	<i>Shock</i>	会计准则变革事件	当处于 2007—2013 年时, $Shock = 1$; 否则, $Shock = 0$
	<i>Eps</i>	行业加权每股收益	$Eps = \text{行业总收益} / \text{行业总股本}$
	<i>Acc</i>	会计敏感性	受会计准则变革的影响程度
	<i>Eco</i>	经济敏感性	受宏观经济波动的影响程度
控制变量	<i>Fluidity</i>	股票市场流动性	$Fluidity = \text{股票市场交易量} / \text{股票市场股市市值}$
	<i>Stock</i>	股票市场规模	$Stock = \text{股票市场总市值} / GDP$
	<i>Ass</i>	行业平均国有股比重	$Ass = \text{国有股资产} / \text{行业总资产}$
	<i>Mcr4</i>	市场集中度	$Mcr4 = \text{前四大企业总资产} / \text{行业总资产}$

五、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

本文根据证监会的行业分类,汇总了 2004—2013 年 170 个行业数据,表 2 列出了研究变量的描述性统计结果。从表 2 可以看出,*Inv* 的平均值为 1.1011,*Fin* 的平均值为 0.0508,投资效率的标准差小于融资效率。由于企业融资主要依赖于外部渠道,导致企业自身不好驾驭融资水平,融资效率的波动较大,因此,投资效率的风险低于融资效率。各研究变量波动较小,但也有一定差异性,样本较为合理。会计敏感性(*Acc*) 的平均值为 -0.7781,标准差为 1.2415,数据较为合理。和会计敏感性相比,经济敏感性(*Eco*) 平均值为 0.4762,标准差为 2.6147,数据波动较大,这可能与其求平方的计算方法有关。对各研究变量进行 Winsorize 缩尾处理后,没有发现较强的异常值,保证了样本的可靠性。

表 2 研究变量的描述性统计

研究变量	最小值	平均值	中位数	标准差	最大值
<i>Inv</i>	0.7753	1.1011	1.0558	0.3621	4.1643
<i>Fin</i>	0.0000	0.0508	0.0103	0.0737	0.3302
<i>Eps</i>	-0.3148	0.2730	0.28BH13	0.2259	0.8744
<i>Shock</i>	0.0000	0.7000	1.0000	0.4596	1.0000
<i>Acc</i>	-4.6306	-0.7781	-0.8202	1.2415	3.1219
<i>Eco</i>	0.0000	0.4726	0.0153	2.6147	19.2940
<i>Fluidity</i>	0.9590	1.6242	1.6710	0.4828	2.1908
<i>Stock</i>	0.0000	0.0223	0.0036	0.0428	0.2520
<i>Ass</i>	0.0000	0.2335	0.2260	0.1870	0.7172
<i>Mcr4</i>	0.0000	0.1748	0.0139	0.3499	1.0000

(二) 相关系数检验

本文对研究变量进行多重共线性检验,得出方差膨胀因子 $VIF = 1.83$ 。同时,对研究变量进行 Pearson 和 Spearman 相关系数检验,结果如表 3 所示。变量间的相关系数均不超过 0.6,表明不存在严重的多重共线性。在没有控制其他变量时,*Inv*、*Fin* 与 *Shock*、*Acc* 的相关系数为正,说明会计准则变革和会计敏感性共同促进资源配置效率提高;*Inv* 与 *Eco* 的相关系数为正,*Fin* 与 *Eco* 的相关系数为负。

表 3 研究变量的 Pearson(Spearman) 相关系数表

	<i>Inv</i>	<i>Fin</i>	<i>Eps</i>	<i>Shock</i>	<i>Acc</i>	<i>Eco</i>	<i>Fluidity</i>	<i>Stock</i>	<i>Ass</i>	<i>Mcr4</i>
<i>Inv</i>	1	0.002	0.406 ***	0.201 ***	0.332 **	0.149 *	0.122 *	0.243 ***	0.042	-0.240 ***
<i>Fin</i>	-0.085	1	0.282 ***	0.294 ***	0.125 **	-0.229 ***	0.272 ***	0.478 ***	0.015	-0.515 ***
<i>Eps</i>	0.116 *	0.155 **	1	0.472 ***	0.019 *	0.057	0.269 ***	0.483 ***	-0.104	-0.552 ***
<i>Shock</i>	0.331 **	0.268 ***	0.448 ***	1	0.157 **	0.001	0.598 ***	0.094	-0.469 ***	-0.173 **
<i>Acc</i>	0.445 ***	0.423 **	0.121 *	0.230 ***	1	0.135 *	-0.093	-0.080	-0.023	0.054
<i>Eco</i>	0.462 ***	-0.206 *	-0.065	-0.011	-0.004	1	0.047	-0.197 **	-0.027	0.257 ***
<i>Fluidity</i>	0.043	0.253 ***	0.335 ***	0.510 ***	-0.159 **	-0.044	1	0.061	-0.299 ***	-0.130 *
<i>Stock</i>	-0.032	0.187 **	0.384 ***	0.120 *	-0.014	-0.047	0.051	1	0.341 ***	-0.532 ***
<i>Ass</i>	-0.109	-0.082	-0.039	-0.466 ***	0.019	-0.062	-0.393 ***	0.212 ***	1	-0.196 **
<i>Mcr4</i>	0.220 ***	-0.299 ***	-0.300 ***	-0.020	-0.066	0.277 ***	-0.017	-0.252 ***	-0.274 ***	1

注:上三角为 Spearman 检验结果,下三角为 Pearson 检验结果;***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。下同。

(三) 回归结果与分析

与以往文献不同的是,本文将资源配置效率分解为投资效率与融资效率分别进行回归分析,实证检验会计准则变革对投资效率与融资效率的影响。同时,进一步从企业异质性的角度出发,研究会计准则变革对不同会计敏感性与经济敏感性企业的资源配置效率影响的差异性。

我们首先对会计准则变革前后的投资效率(*Inv*)进行分组回归,结果如表4模型(7)、(8)、(9)所示,然后对会计准则变革前后的融资效率(*Fin*)进行分组回归,结果如表5模型(10)、(11)、(12)所示。

模型(7)中,控制了股票流动性(*Fluidity*)、股票市场规模(*Stock*)、国有股比重(*Ass*)和市场集中度(*Mcr4*)后,我们发现会计准则变革使 *Eps* 的系数从 0.513 上升为 0.537,且在 1% 的水平下显著,说明会计准则变革后,各单位行业加权每股收益对投资效率的促进作用提高了 2.4%,表明会计准则变革对投资效率有促进作用,支持假设 1。模型(8)和(9)中,在考虑了会计敏感性(*Acc*)和经济敏感性(*Eco*)后,会计准则变革使 *Eps* × *Acc* 的系数从 0.032 提高为 0.116,且在 5% 的水平下显著,说明会计准则变革后会计敏感性对会计准则变革与投资效率的正向调节作用提高了 8.4%,表明会计准则变革对投资效率的影响受到了会计敏感性的正向调节作用,支持假设 2。*Eps* × *Eco* 的系数从 -3.150 提高为 0.625,且在 1% 的水平下显著,说明会计准则变革后经济敏感性对会计准则变革与投资效率的关系的正向调节作用更加明显,表明会计准则变革对投资效率的影响受到了经济敏感性的正向推动作用。可见,会计准则变革促进了投资效率优化,且企业经济敏感性对会计准则变革与投资效率的正相关关系有着显著的正向调节作用。Yu 和 Wahid 的研究发现 IFRS 趋同后企业投资效率得到改善^[24],本文得出了与其一致的结论。

表4 会计准则变革前后投资效率(*Inv*)分组回归结果

变量	模型(7)		模型(8)		模型(9)	
	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1
<i>Eps</i>	0.513 ** (2.00)	0.537 *** (2.97)	0.484 (1.66)	0.524 *** (3.05)	0.191 (0.99)	0.357 * (1.87)
<i>Acc</i>			0.038 ** (1.97)	0.013 * (1.84)		
<i>Eps</i> × <i>Acc</i>			0.032 (0.38)	0.116 ** (2.25)		
<i>Eco</i>					0.524 (1.23)	-0.091 * (-1.95)
<i>Eps</i> × <i>Eco</i>					-3.150 (-0.98)	0.625 *** (6.65)
<i>Fluidity</i>	-0.645 (-1.25)	0.068 (0.95)	-0.698 (-1.38)	0.063 (1.01)	-0.107 (-0.55)	-0.002 (-0.05)
<i>Stock</i>	-1.889 (-0.38)	-0.284 (-0.43)	-4.091 (-0.85)	-0.355 (-0.54)	-2.338 (-0.62)	-1.003 (-1.07)
<i>Ass</i>	1.274 *** (3.32)	0.245 ** (2.16)	1.477 *** (4.29)	0.243 ** (2.32)	0.442 (0.69)	0.149 (1.05)
<i>Mcr4</i>	2.529 (1.39)	0.363 *** (9.94)	1.469 (0.91)	0.367 *** (10.38)	2.496 * (1.81)	0.384 *** (8.01)
<i>Constant</i>	0.728 (1.46)	0.739 *** (4.76)	0.983 ** (1.96)	0.767 *** (5.33)	0.393 (1.26)	0.894 *** (6.27)
Adj R ²	0.191	0.142	0.096	0.228	0.518	0.762
N	51	119	51	119	51	119

表5 会计准则变革前后融资效率(*Fin*)分组回归结果

解释变量	模型(10)		模型(11)		模型(12)	
	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1
<i>Eps</i>	0.135 ** (2.09)	0.152 ** (2.42)	0.139 ** (2.57)	0.143 ** (2.31)	0.151 (1.55)	0.148 ** (1.97)
<i>Acc</i>			-0.007 (-1.53)	0.001 ** (2.02)		
<i>Eps</i> × <i>Acc</i>			-0.004 (-0.30)	0.012 ** (2.33)		
<i>Eco</i>					-0.100 ** (-2.00)	0.002 (0.43)
<i>Eps</i> × <i>Eco</i>					0.650 * (1.86)	-0.006 (-0.50)
<i>Fluidity</i>	0.180 ** (2.30)	0.014 (1.52)	0.189 ** (2.49)	0.014 (1.44)	0.186 ** (2.04)	0.016 (1.48)
<i>Stock</i>	-0.793 (-0.98)	0.267 (1.20)	-0.418 (-0.52)	0.259 (1.13)	-0.981 (-1.24)	0.274 (1.25)
<i>Ass</i>	-0.135 (-1.49)	-0.009 (-0.25)	-0.170 ** (-2.11)	-0.009 (-0.25)	-0.058 (-0.35)	-0.010 (-0.25)
<i>Mcr4</i>	0.528 (0.90)	-0.107 *** (-3.34)	0.711 (1.24)	-0.107 *** (-3.25)	0.470 (0.86)	-0.106 *** (-3.03)
<i>Constant</i>	-0.231 (-1.30)	0.066 * (1.84)	-0.275 (-1.50)	0.070 * (1.65)	-0.195 (-1.27)	0.063 (1.41)
Adj R ²	0.152	0.435	0.174	0.403	0.149	0.433
N	51	119	51	119	51	119

模型(10)中,控制了股票流动性(*Fluidity*)、股票市场规模(*Stock*)、国有股比重(*Ass*)和市场集中度(*Mcr4*)后,我们发现会计准则变革使*Eps*的系数从0.135上升为0.152,且在5%水平下显著,表明会计准则变革对融资效率有促进作用,支持假设1。模型(11)和(12)中,在考虑了会计敏感性(*Acc*)和经济敏感性(*Eco*)后,会计准则变革使*Eps* × *Acc*的系数从-0.004提高为0.012,且在5%的水平下显著,表明会计准则变革对融资效率的影响受到会计敏感性的正向推动作用,且对投资效率的改善作用(0.116)优于融资效率(0.012),支持假设2。*Eps* × *Eco*的系数从0.650减小为-0.006,经济敏感性对会计准则变革与融资效率之间的调节作用不显著。可见,会计准则变革与经济敏感性共同促进投资效率的提高,但会计准则变革对融资效率没有明显作用,假设3得到支持。这与孙泉飞和晏超的结论基本一致^[15]。Wang和Welker的研究也发现企业会根据准则变革的预期影响策略性地安排筹资^[25]。

(四) 稳健性检验

2007年会计准则的执行导致会计净利润的波动,造成投资者不能较准确地预期未来的投资风险,这有可能对回归结果的准确性造成干扰。因此,本文剔除了2007年的数据重新进行回归分析,回归结果见表6和表7。

对会计准则变革前后的投资效率(*Inv*)进行分组回归,得到结果如表6所示。分析表6数据,我们发现与表4基本一致,会计准则变革促进了投资效率的改善,考虑会计敏感性和经济敏感性后,会计准则变革通过每股收益对投资效率有促进作用。

对会计准则变革前后的融资效率(*Fin*)进行分组回归,得到结果如表7所示。表7与表5基本一致,会计准则变革提高了融资效率,但会计敏感性和每股收益共同促进投资效率提高,经济敏感性对融资效率的作用有所提高,但仍不显著。可见,宏观经济波动导致投资者对预期风险的不确定,经济敏感性对会计准则变革与投资效率、融资效率之间的关系的调节作用出现差异。

表6 投资效率(*Inv*)稳健性检验结果

变量	模型(7)		模型(8)		模型(9)	
	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1
<i>Eps</i>	0.235 ** (2.07)	0.461 *** (2.81)	0.288 ** (2.08)	0.438 ** (2.14)	0.250 * (1.78)	0.255 *** (3.39)
<i>Acc</i>			0.006 (0.11)	0.030 * (1.94)		
<i>Eps</i> × <i>Acc</i>			-0.103 (-0.44)	0.020 ** (2.11)		
<i>Eco</i>					0.172 *** (29.79)	0.295 * (1.85)
<i>Eps</i> × <i>Eco</i>					0.544 *** (3.26)	1.196 ** (2.15)
<i>Fluidity</i>	-0.313 (-0.35)	0.164 (1.39)	-0.306 (-0.33)	0.164 (1.37)	-0.012 (-0.06)	0.061 (1.33)
<i>Stock</i>	-1.329 (-0.46)	-0.645 (-0.73)	-1.627 (-0.53)	-0.644 (-0.71)	-0.160 (-0.27)	-0.423 (-1.23)
<i>Ass</i>	-1.085 * (-1.91)	0.063 (0.27)	-1.164 * (-1.85)	0.068 (0.28)	0.040 (0.28)	0.096 (1.04)
<i>Mcr4</i>	0.271 (1.40)	0.245 ** (2.25)	0.271 (1.32)	0.242 ** (2.21)	-0.056 (-1.17)	-0.006 (-0.15)
<i>Constant</i>	1.609 * (1.75)	0.588 ** (2.45)	1.617 * (1.72)	0.618 ** (2.53)	0.986 *** (5.08)	0.852 *** (9.10)
Adj R ²	0.071	0.068	0.033	0.056	0.963	0.860
N	51	102	51	102	51	102

表7 融资效率(*Fin*)稳健性检验结果

变量	模型(10)		模型(11)		模型(12)	
	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1	<i>Shock</i> = 0	<i>Shock</i> = 1
<i>Eps</i>	0.334 (0.47)	1.304 ** (2.55)	-0.199 (-0.27)	0.546 * (1.88)	0.415 (0.60)	-0.509 (-0.88)
<i>Acc</i>			-0.047 (-0.82)	0.281 ** (2.48)		
<i>Eps</i> × <i>Acc</i>			-0.223 (-0.89)	1.231 ** (2.17)		
<i>Eco</i>					-0.723 (-0.66)	8.598 (0.71)
<i>Eps</i> × <i>Eco</i>					2.590 (0.32)	2.640 (1.21)
<i>Fluidity</i>	0.384 (0.39)	-0.004 (-0.01)	0.572 (0.56)	-0.057 (-0.16)	0.359 (0.40)	-0.082 (-0.23)
<i>Stock</i>	0.575 (0.19)	4.898 * (1.77)	-0.680 (-0.20)	4.032 (1.47)	-0.554 (-0.20)	4.709 * (1.75)
<i>Ass</i>	1.386 * (1.94)	-0.633 (-0.85)	0.988 (1.23)	-0.768 (-1.05)	0.639 (0.94)	-0.726 (-1.00)
<i>Mcr4</i>	-0.624 *** (-2.72)	-2.216 *** (-6.40)	-0.659 *** (-2.80)	-2.175 *** (-6.39)	-0.260 (-1.11)	-2.232 *** (-6.40)
<i>Constant</i>	-0.416 (-0.41)	1.179 (1.57)	-0.493 (-0.48)	1.166 (1.57)	-0.189 (-0.21)	1.052 (1.43)
Adj R ²	0.240	0.318	0.227	0.343	0.397	0.354
N	51	102	51	102	51	102

六、研究结论与研究局限

本文借鉴 Wurgler 的资源配置效率模型,从异质性的角度出发,引入会计敏感性和经济敏感性两个指标,实证检验了会计准则变革对不同特质样本的资源配置效率的差异性影响,得到以下结论:(1)会计准则变革后,在不考虑异质性的情况下,我国证券市场资源配置效率整体显著提高,且投资效率改善优于融资效率改善;(2)会计准则变革对资源配置效率的影响受到会计敏感性的正向调节作用;(3)会计准则变革的预期效应会受到经济敏感性的制约,会计准则变革对投资效率的影响受到经济敏感性的正向调节作用,而会计准则变革对融资效率的影响受经济敏感性的作用不明显。本文从异质性的角度,区分会计敏感性和经济敏感性,丰富了资源配置效率影响因素的研究视角。

当前的研究主要集中于会计准则变革所带来的预期效应,而忽视了可能产生的非预期效应。未来的研究应从预期与非预期的视角进行综合权衡,并考虑异质性深入分析会计准则对不同个体的差异性影响,特别是经济敏感性高的公司的非预期反应。本文的缺陷可能在于没有深入剖析会计准则变革对资源配置效率的影响受到异质性的“差异性干扰”的内在机制。这是笔者未来研究中要进一步探讨的问题,对这一问题的探讨将有助于改善会计准则制定机制,更全面地评价会计准则变革对资源配置效率的影响。

参考文献:

- [1] NORTH D C. Institutions, institutional change and economic performance [M]. Cambridge: Cambridge university press, 1990.
- [2] ZEFF S A. The rise of “economic consequences” [J]. Journal of Accountancy, 1978, 146: 56 - 63.
- [3] HOLTHAUSEN R W, LEFTWICH R W. The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring [J]. Journal of Accounting and Economics, 1983, 50: 77 - 117.
- [4] 孙光国, 邵宾. 会计准则变迁的诱因、动力与路径: 近 20 年来三次重大会计准则变迁的分析 [J]. 财政研究, 2013 (5): 75 - 78.
- [5] BARTH M E, LANDSMAN W R, LANG M H. International accounting standards and accounting quality [J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46: 467 - 498.
- [6] ZHANG G C. Accounting standards, cost of capital, resource allocation, and welfare in a large economy [J]. Accounting Review, 2013, 88: 1459 - 1488.
- [7] 张先治, 傅荣, 贾兴飞, 等. 会计准则变革对企业理念与行为影响的多视角分析 [J]. 会计研究, 2014 (6): 31 - 39.
- [8] CHEN C, YOUNG D Q, ZHUANG Z L. Externalities of mandatory IFRS adoption: evidence from cross-border spillover effects of financial information on investment efficiency [J]. Accounting Review, 2013, 88: 881 - 914.
- [9] PRATHER-KINSEY J. Discussion of “IFRS adoption in Europe and investment-cash flow sensitivity: outsider versus insider economies” [J]. The International Journal of Accounting, 2010, 45: 169 - 172.
- [10] DASKE H, HAIL L, LEUZ C, et al. Adopting a label: heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions [J]. Journal of Accounting Research, 2013, 51: 495 - 547.
- [11] 蔡吉甫. 会计信息质量与公司投资效率——基于 2006 年会计准则趋同前后深沪两市经验数据的比较研究 [J]. 管理评论, 2013 (4): 166 - 176.
- [12] 顾水彬. 会计准则变革对企业投资效率的影响研究 [J]. 山西财经大学学报, 2013 (10): 92 - 103.
- [13] FRANCIS J R, KHURANA I K, PEREIRA R. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world [J]. Accounting Review, 2005, 80: 1125 - 1162.
- [14] 汪洋耀, 叶正虹. 执行新会计准则是否降低了股权资本成本——基于我国资本市场的经验证据 [J]. 中国工业经

- 济,2011(3):119-128.
- [15]孙泉飞,晏超.会计准则变革对股权资本成本的影响研究——基于会计敏感性和经济敏感性视角的实证检验[J].财经问题研究,2015(2):102-109.
- [16]CLARKSON P, GUEDES J, THOMPSON R. On the diversification, observability, and measurement of estimation risk[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,1996,31:69-84.
- [17]HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk[J]. Journal of financial Economics,2009,94:67-86.
- [18]WURLER J. Financial markets and the allocation of capital[J]. Journal of Financial Economics,2000,58:187-214.
- [19]STEIN J C. Agency, information and corporate investment[J]. Handbook of the Economics of Finance,2003,1:111-165.
- [20]冯玉明.对中国证券市场资本配置效率的实证研究[J].证券市场导报,2003(7):33-36.
- [21]陈艳利,乔菲,孙鹤元.资源配置效率视角下企业集团内部交易的经济后果——来自中国资本市场的经验证据[J].会计研究,2014(10):28-35.
- [22]周中胜,陈汉文.会计信息透明度与资源配置效率[J].会计研究,2008(12):56-62.
- [23]LI S. Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital? [J]. The Accounting Review,2010,85:607-636.
- [24]YU G, WAHID A S. Accounting standards and international portfolio holdings[J]. The Accounting Review,2014,89:1895-1930.
- [25]WANG S, WELKER M. Timing equity issuance in response to information asymmetry arising from IFRS adoption in Australia and Europe[J]. Journal of Accounting Research,2011,49:257-307.

[责任编辑:杨凤春]

The Influence of Reform of Accounting Standards on Resource Allocation Efficiency: Based on Accounting Sensitivity and Economic Sensitivity

LIU Chunqi

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: Resource allocation efficiency is the focus of China's economic reform. Drawing on the experience of resource allocation efficiency model of Wurgler, using the summary data of China's A-share listed companies from 2004 to 2013, this paper makes an explanation of resource allocation efficiency in the two aspects of investment efficiency and financing efficiency, and examines the change of the resource allocation efficiency before and after the reform of Accounting Standards from the perspective of accounting sensitivity and economic sensitivity. The results show that: After the reform of Accounting Standards, the resource allocation efficiency has improved as a whole and investment efficiency has outperform financing efficiency; the accounting sensitivity has a positive role in the influence of the reform of Accounting Standards on the resource allocation efficiency and the investment efficiency has a better improvement; the reform of Accounting Standards and economic sensitivity has jointly promoted investment efficiency, but has no significant effect on financing efficiency.

Key Words: reform of Accounting Standards; accounting sensitivity; economic sensitivity; resource allocation efficiency; institutional change; accounting information quality; investment efficiency of enterprise