

机构投资者、会计稳健性与企业投资效率

——来自中国 A 股市场的经验证据

吴良海,赵文雪,吕丹丽,牛利英

(安徽工业大学 商学院,安徽 马鞍山 243032)

[摘要]选取 2006—2014 年度沪深 A 股 8972 家公司年度数据作为样本,对机构投资者、会计稳健性与企业投资效率三者之间的关系进行研究,结果表明:会计稳健性显著地改善了企业投资效率;相比于交易型机构投资者,稳定型机构投资者促进会计稳健性改善企业投资效率的功效更强。研究结论验证了会计稳健性改善企业投资效率的定价与治理功能的对称性,并证实了机构投资者促进会计稳健性,进而改善企业投资效率的定价与治理功能的观点。

[关键词]会计稳健性;企业投资效率;机构投资者;公司治理;非效率投资;过度投资;投资不足;投资者保护

[中图分类号]F275.2 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2017)02-0011-09

一、引言

投资活动是企业财务活动的核心,然而在企业日常活动中,非效率投资现象仍十分普遍,其主要表现形式为投资过度与投资不足。投资过度降低了企业与社会资源配置效率,而投资不足则会导致企业被迫舍弃一些可能盈利较高的项目,从而损害企业与投资者的利益。企业非效率投资问题虽然已经引起了国内外理论界与实务界的关注与探索,然而远未得到解决。在中国新一轮稳增长、调结构,经济改革不断推进的背景下,改善企业投资效率这一现实而重大的问题尤其值得我们进一步深究。

根据现有文献,委托代理矛盾、信息不对称等问题的存在严重影响企业投资效率。如何改善企业投资效率?众多学者将目光投向会计稳健性。国外学者 Ahmed 等发现稳健的会计信息能够缓解借贷双方的代理冲突^[1],LaFond 和 Roychowdhury 认为稳健的会计信息能够降低信息不对称、代理问题和道德风险^[2],我国学者刘斌和吴娅玲也通过实证研究得出会计稳健性与非效率投资呈显著负相关的结论^[3]。

近年来,“机构投资者”逐渐吸引人们的关注。国内外学者发现,不同性质的机构投资者的持股动机以及投资偏好均有差异,他们在对企业管理层的监管上也发挥着不同的作用。李争光等认为,对于不同性质的机构投资者,会计稳健性的作用效果存在明显差异^[4]。然而,孙刚认为控股权性质不会抑制会计稳健性对非效率投资的影响^[5]。考察现有文献不难发现,将机构投资者引入到会计稳健性与企业投资效率关系的研究还显匮乏,特别是关于不同性质的机构投资者对二者关系的作用机理与效应分析的探讨也仍然存在争议。本文试图解读机构投资者、会计稳健性与企业投资效率三者相互作用的机理与效应,并提供来自中国本土的相应经验证据。

[收稿日期]2016-09-09

[基金项目]国家社会科学基金项目(14BJY015)

[作者简介]吴良海(1970—),男,安徽桐城人,安徽工业大学商学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为会计与投资者保护;赵文雪(1991—),女,安徽池州人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为公司治理与企业投融资;吕丹丽(1992—),女,江苏镇江人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为会计与投资者保护;牛利英(1990—),女,安徽阜阳人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为会计与投资者保护。

二、文献综述

《企业会计准则——基本准则》第十八条规定,“企业对交易或者事项进行会计确认、计量和报告应当保持应有的谨慎,不应高估资产或者收益、低估负债或者费用”,这可以作为会计稳健性的定义。会计稳健性是否存在是研究的基础,国外较早就有了这方面的研究。Watts 认为存在会计稳健性并指明其意义^[6]。而我国学者对此研究较晚,李增泉等用 Basu 的盈余/股票回报计量模型进行了回归分析,证明了我国上市公司也具有会计稳健性^[7]。然而,Ball 等收集了所有 A、B 股上市公司 1992—1998 年数据进行实证分析却得出了相反的结论^[8]。李远鹏用模型将盈利和亏损的上市公司进行分组检验,得出了亏损的上市公司并不存在稳健性的结论^[9]。由此可见,学界对会计是否存在稳健性存有争议。Ahmed 等基于债务需求动因角度的研究发现,稳健的会计信息能够在一定程度上降低企业的债务成本^[11]。刘斌和吴娅玲从公司治理角度证实企业投资效率随着稳健性的提高而改善^[3]。杨丹等发现企业在考虑资产减值时,应会计稳健性的要求会从收益为负数的项目中撤资,这有效遏制了企业的过度投资^[10]。刘红霞和索玲玲的研究发现,会计稳健性不能缓解企业投资不足^[11]。Hribar 和 Nichols 认为企业采用盈余管理掩盖了投资的潜在增长趋势,会导致错误的投资预期^[12]。从上述文献可以看出,针对会计稳健性与企业投资效率的关系,大多数文献支持正相关结论,但还有部分学者持保留意见。这些分歧有可能是因各自的数据来源、变量设计、行业选取以及研究视角的差异而产生的。

目前对机构投资者的定义,国内外尚不统一。我国学者用“机构投资者”这一概念,旨在与单个投资者进行区别。机构投资者是从事证券投资活动的团体。LaFond 和 Roychowdhury 发现不同性质的机构投资者在参加公司治理意愿和目标方面有差异^[2]。高雷等研究发现,机构投资者持股数量越多,为了获取长期收益,其越愿意参与公司治理^[13]。此外,Hartzell 等发现,不同类型的机构投资者对公司管理层的监督积极性不同,与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者对公司的监管更为积极主动^[14]。

关于会计稳健性与机构投资者间的关系,国外学者已证实稳健会计信息能够帮助机构投资者缓解委托代理问题^[14]。Peek 等对比上市公司与私营企业的会计稳健性后得出上市公司盈余会计更为稳健的结论。其原因在于私营企业多以关系融资为主,债权人与企业之间以私下沟通为主,多数不会通过稳健性来保障自身权益;反观上市公司,股东往往遍布世界各地,公司债权人与股东之间的沟通成本高,沟通渠道受限,因此上市公司对会计稳健性的需求更高^[15]。Chen 等对机构投资者进行了分类,从持股时间和比例两个维度入手,同时对管理层监督以及缓解代理两方面问题进行研究,发现不同性质的机构投资者作用各异。具体而言,较为独立且持股比例大的长线机构投资者才有参与公司治理的动机和能力,才有可能缓解代理冲突;而那些不具独立性且持股比例小的短期机构投资者,并不会对公司治理产生影响,也没有对管理层起到监督作用^[16]。孙铮等的研究表明,若公司债务比重高,则其会计稳健性也高,两者之间存在着正相关的关系,且在国有企业中,这种关系较弱^[17]。但对此,有学者持反对意见^[6]。

综上所述,学术界关于会计稳健性与企业投资效率之间的关系仍有争议,而将机构投资者引入二者作用机理的文献相对贫乏,且现有文献中所持观点不一,特别值得一提的是关于会计稳健性与企业投资效率存在测量误差的问题,毋庸讳言,这种测量误差的存在影响了我们关于会计稳健性对企业投资效率作用机理的考察。鉴于此,本文拟选取我国股权分置改革以来 2006—2014 年沪深 A 股上市公司的年度数据作为研究样本,采用 Khan 等的会计稳健性指数计量企业的会计稳健性水平^[18],并基于 Richardson 模型衡量企业投资效率^[19],将刻画公司治理的机构投资者变量引入到会计稳健性与企业投资效率关系的研究中,这将拓展企业投资效率分析的传统微观视角,丰富现有会计稳健性定价与治理功能研究的学术文献。

三、理论分析与研究假说

会计稳健性与企业投资效率的相关理论分析表明,利用会计稳健性能有效地抑制委托代理问题,

规范管理层投资决策,提高企业投资效率。从外部融资角度看,推行会计稳健性可以促使企业降低融资成本,从而增加企业价值;从信息传递角度来看,会计稳健性是一种有效的信息传递机制,它缓解了委托人和代理人两者之间的由于缺乏了解或信息传递不及时而带来的矛盾,从而提高企业投资效率。会计稳健性提升企业投资效率的机理有二:其一,随着会计信息质量的提升,由于企业未能及时确认损失而带来的不确定性大大降低;其二,条件稳健性的实施减少了股票的价格波动,从而降低了企业的资本成本。综上所述,会计稳健性对投资过度的抑制主要通过缓解管理层代理问题的途径,对投资不足的治理主要通过降低融资成本的方式。目前,我国正处于经济的转型期,对于会计稳健性能否有效发挥治理作用,改善非效率投资状况,本文提出了相关假说。

(一) 会计稳健性与企业非效率投资

1. 会计稳健性与企业投资过度

代理冲突以及管理层的行为问题被我们视为过度投资的主要动因。企业通过对稳健盈余会计的运用,使各层级监管的代理冲突得到缓解;同时,有效的企业外部监督体制制约着管理层因盲目投资而造成的投资过度。首先,代理问题导致了各层级间的收益与风险不能成正比,债权人的利益在股东或管理层为获得私利而进行的盲目投资行为中被牺牲。正因如此,债权人希望获得利益保障,积极通过限制性条约来要求债务人按时还本付息;而债务人为了能够及时还本付息,并避免资金短缺的产生,偏向于选择远离高风险低收入的项目。当债权人被股东剥削时,一般要求公司提高内部稳健性,限制机会主义。其次,可以从代理视角对稳健性改善企业过度投资的机理进行分析。在所有权分散的企业,股东利用会计稳健性来限制管理层机会主义行为的需求增加。稳健的会计信息通过以下三个方面对公司内部治理发挥积极作用:其一,会计稳健性可以遏制管理层或控股股东谋求私利、滥用投资资金的行为;其二,应会计稳健性的要求,投资项目损失时管理层必须快速确认,承认自身投资失败,因而在选择投资项目时他们会更为谨慎地对收益及风险进行考评;其三,会计稳健性提高管理者薪酬契约的有效性,使其薪酬与绩效趋于一致,约束管理层的“道德风险”行为,避免过度投资。

2. 会计稳健性与企业投资不足

两权分离的现代企业制度下,大多数股东并不直接参与企业日常经营活动。为了避免经理人利用信息优势来谋求私利,保障自身权益,企业股东自然而然会对会计稳健性提出要求。会计稳健性要求企业确认经济损失要比确认经济收益更加及时,这能有效减少因信息不对称导致的企业投资不足。首先,会计稳健性能更加真实地反映企业的价值,抑制信息不对称带来的“逆向选择”问题,使企业对自身发展更有信心;其次,会计稳健性能增进管理者薪酬契约的有效性,使管理层违约成本随着会计稳健性对收益与损失的非对称确认与计量而提高,避免投资不足问题。

Lara 等认为稳健的盈余会计更有利于企业拓宽外部融资渠道,降低信息不对称的负面影响,避免因投资不足而损害企业利益^[20]。而国内有学者认为,中国资本市场尚处于发展的初级阶段,制度环境还很不完善,会计稳健性并不能像西方发达国家的资本市场一样起到缓解投资不足的作用。如刘红霞和索玲玲认为,会计稳健性一方面可以遏制企业的过度投资,但另一方面也会加剧企业的投资不足^[11]。但该文的一个不足是会计稳健性计量模型与 Khan 等的模型^[18]存在出入,这有可能导致研究结果出现系统性偏差。因此,本文将刘红霞和索玲玲的样本期间由 2007—2009 年度拓宽为 2006—2014 年,并检验随着中国资本市场的发展与逐步成熟,会计稳健性是否具备缓解企业投资不足的功能。

综上所述,我国企业的会计稳健性一方面能够遏制企业的过度投资,另一方面能够缓解企业的投资不足。这意味着,会计稳健性改善企业投资效率的定价与治理功能具有对称性。基于此,本文提出研究假说 1。

假说 1:在其他条件不变的情况下,企业会计盈余的稳健水平与非效率投资水平负相关。

(二) 机构投资者、会计稳健性与企业非效率投资

1. 机构投资者、会计稳健性与企业投资过度

两权分离形成了委托代理关系。委托代理理论认为,股东与管理层利益不统一。管理层容易因一己私欲而过度投资。会计稳健性能够对这种过度投资行为进行约束。一方面,稳健性较高的企业能够更早地识别次优投资行为;另一方面,会计稳健性会敦促管理层考虑相关利益者的权益。公司管理层出于自身声誉与薪酬的考虑,将会放弃不盈利项目,以保证收益与损失的不对称确认。机构投资者是上市公司中独立于控股股东和管理者的重要股东,更容易接触到管理层的内部信息,具有更高的监督动机。尤其对于长线机构投资者来说,他们对参与公司治理、提高会计信息质量的需求更强,在降低代理成本上所发挥的作用也更大。牛建波等依据投资偏好、期限将机构投资者划分为稳定型和交易型两类,他们发现企业自愿性信息披露的充分程度与机构投资者整体持股比例呈正比;而在机构投资者当中,稳定型机构投资者对自愿性信息披露的正相关影响更明显^[21]。这是因为稳定型机构投资者获利的手段不是投机,而是看中企业的长期经营与盈利能力,所以其参与企业内部治理的愿望更为强烈,需要通过稳健的会计信息来降低企业过度投资行为发生的概率。

2. 机构投资者、会计稳健性与企业投资不足

信息不对称是指交易各方掌握的信息存在差异。这种差异导致各方地位优劣不同,占优一方可能出于自身利益考虑提供虚假信息等,造成交易成本增加。信息不对称将导致“逆向选择”和“道德风险”问题,而这些问题同样存在于机构投资者中。由于信息不对称阻碍了机构投资者信息的传递和交流,从而导致其无法判断管理者是否存在操纵企业信息的行为,致使投资不足。而会计稳健性能够有效传递公司治理信号,改善投资不足。近年来,国内外学者从多角度考察了利益相关者对会计稳健性的影响。王震发现机构投资者持股比例与会计稳健性正相关^[22]。再有,机构投资者已被证实能在公司治理中起关键作用^[13]。因此,机构投资者可以通过会计稳健性来降低信息不对称,提高投资效率。相比于交易型机构投资者,稳定型机构投资者持股比例高、交易不频繁,且更为重视上市公司长期盈利情况,所以他们有更高的监督动机,也具备更强的关注企业会计稳健性的意愿。李争光等实证分析了机构投资者异质性与企业绩效的相关作用,发现稳定型机构投资者比交易型机构投资者在提高企业绩效上面的作用更加明显。会计稳健性对于投资不足的正面作用在绩效好的企业里能够更好地得到发挥,因为现金净流量的提高降低了融资约束^[4]。

综上所述,本文提出研究假说2。

假说2:在其他条件不变的情况下,与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者参与的企业中,会计稳健性改善企业投资效率的功效更强。

四、研究设计

(一) 会计稳健性的度量

Khan 等对稳健性指数进行了实证测试,引入公司规模 (*size*)、市账比 (*M/B*) 和资产负债率 (*lev*) 对 Basu 的模型(1)进行了补充^[18];我们使用模型(2)量化会计盈余对“好消息”的反应速度;模型(3)是盈余对“坏消息”比“好消息”反应及时性差异的度量公式(*C_Score*):

$$X_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 D_{i,t} R_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

$$G_Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 size_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 lev_{i,t} \quad (2)$$

$$C_Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 size_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 lev_{i,t} \quad (3)$$

将模型(2)和模型(3)代入模型(1)中,得到模型(4):

$$X_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + R_{i,t} (\mu_1 + \mu_2 size_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 lev_{i,t}) + D_{i,t} R_{i,t} (\lambda_1 + \lambda_2 size_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 lev_{i,t}) + (\delta_1 size_{i,t} + \delta_2 M/B_{i,t} + \delta_3 lev_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} size_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} M/B_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

回归模型(4)的年度横截面数据并将得到的系数 λ_1 、 λ_2 、 λ_3 、 λ_4 代入模型(3)中,得到会计稳健性指数 (C_Score)。其值越大,则表示会计盈余越稳健。

(二) 企业投资效率的度量

本文使用对 Richardson 的预期投资模型^[19],即模型(5)进行回归得到的残差来测度企业投资效率。当残差大于0时,分类为投资过度;反之,则为投资不足。

$$invest_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t} + \beta_2 lev_{i,t} + \beta_3 cash_{i,t} + \beta_4 age_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 return_{i,t} + \beta_7 invest_{i,t} + \beta_8 salegrth_{i,t} + \beta_9 state_{i,t} + \sum industry + \sum year + \xi_{i,t+1} \quad (5)$$

上述会计稳健性与企业投资效率计量模型的主要变量详见表1。

表1 会计稳健性与企业投资效率模型的变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
市场调整累积年度超额报酬率	$R_{i,t}$	$R_{i,t} = \left[\prod_{t=1}^{12} (1 + rtn) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^{12} (1 + mrtm) - 1 \right]$, 其中, rtn 表示考虑现金红利再投资的月个股回报率, $mrtm$ 表示考虑现金红利再投资的综合月市场回报率(等权平均法)
盈余水平	$X_{i,t}$	$X_{i,t} = EPS/p$, 其中, p 表示个股年末收盘价, EPS 表示个股年度每股盈余
企业规模	$size_{i,t}$	$size_{i,t} = \log(M)$, 其中 M (权益市值) = 已流通股份 × 年末收盘价 + 未流通股份占总股本比例 × 股东权益账面价值 + 负债账面价值
年末权益市值/权益账面价值	$M/B_{i,t}$	$M/B_{i,t} = \text{权益市值/权益账面价值} = M/equity = M/(debt + stock)$, 其中, $debt$ 表示负债总额, $stock$ 表示股本总额
财务杠杆	$lev_{i,t}$	$lev_{i,t} = \text{负债总额/权益市值} = debt/M$
虚拟变量	$D_{i,t}$	当 $R_{i,t} > 0$ 时, $D_{i,t} = 0$; 当 $R_{i,t} < 0$ 时, $D_{i,t} = 1$
新增投资额	$invest_{i,t+1}$	企业用来购买固定资产、无形资产以及其他长期资产投资支付的现金总额与投资时现金支付额之和, 扣除处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金以及相关的折旧和摊销 ^① 后与期初总资产的比值
托宾 Q 值	$Q_{i,t}$	[负债账面价值 + (非流通股占总股本比率 × 股东权益账面价值 + 流通股市值)] / 总资产账面价值
现金结余	$cash_{i,t}$	年末货币资金持有量与总资产的比率
上市年限	$age_{i,t}$	对自 IPO 发行年份到上年末的总计年数取自然对数
股票收益率	$return_{i,t}$	企业二级市场的股票回报率 ^②
上期投资规模	$invest_{i,t}$	被解释变量的一期滞后
营业收入增长率	$salegrth_{i,t}$	(本期营业收入 - 上期营业收入) / 上期营业收入
产权性质	$state_{i,t}$	虚拟变量, 企业控制权为国有时取 1, 否则为 0

(三) 机构投资者的度量

本文借鉴了李争光等划分机构投资者性质的分类方法^[4], 具体计算公式为:

$$\left\{ \begin{aligned} SD_{i,t} &= \frac{INVH_{i,t}}{STD(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})} \\ STABLE_{i,t} &= \begin{cases} 1, & SD_{i,t} \geq MEDLAN_{t,j}(SD_{t,j}) \\ 0, & \text{其他} \end{cases} \end{aligned} \right. \quad (6)$$

其中, i 公司 t 年机构投资者所持有的股票与总股数的比值用 $INVH_{i,t}$ 来代表。 $STD(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})$ 表示 i 公司 t 年前三年(即 $t-1$ 、 $t-2$ 、 $t-3$ 年)机构投资者持股比例的标准差。对 t 年时所有行业的数值取中位数, 得到 $MEDLAN_{t,j}(SD_{t,j})$; $STABLE_{i,t}$ 是设定的虚拟变量。 $SD_{i,t}$ 用来与中位数 $MEDLAN_{t,j}(SD_{t,j})$ 进行比较, 当 $SD_{i,t}$ 大于中位数时, $STABLE_{i,t}$ 赋值为 1, 表示稳定型机构投资者; 否则赋值为 0, 表示交易型机构投资者。

(四) 回归模型设计

本文将研究样本区分为投资过度 ($OI_{i,t+1}$) 与投资不足 ($UI_{i,t+1}$) 两组, 建立以下多元回归模型:

①相关的折旧与摊销包括:(1)固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧;(2)无形资产摊销;(3)长期待摊费用摊销。
②此处的股票回报率指的是考虑现金红利再投资的年个股回报率。

$$OI_{i,t+1}/UI_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 C_Score_{i,t} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 hs1_{i,t} + \beta_4 salary_{i,t} + \beta_5 z_index_{i,t} + \beta_6 turnover_{i,t} + \beta_7 ici_{i,t} + \beta_8 salegrth_{i,t} + \sum industry + \varepsilon_{i,t+1} \quad (7)$$

$$OI_{i,t+1} (stable = 1/stable = 0) = \beta_0 + \beta_1 C_Score_{i,t} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 hs1_{i,t} + \beta_4 salary_{i,t} + \beta_5 z_index_{i,t} + \beta_6 turnover_{i,t} + \beta_7 ici_{i,t} + \beta_8 salegrth_{i,t} + \sum industry + \varepsilon_{i,t+1} \quad (8)$$

$$UI_{i,t+1} (stable = 1/stable = 0) = \beta_0 + \beta_1 C_Score_{i,t} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 hs1_{i,t} + \beta_4 salary_{i,t} + \beta_5 z_index_{i,t} + \beta_6 turnover_{i,t} + \beta_7 ici_{i,t} + \beta_8 salegrth_{i,t} + \sum industry + \varepsilon_{i,t+1} \quad (9)$$

其中,模型(7)用于检验预期会计稳健性与企业投资效率关系的假说1。对于投资过度组,根据假说1的预期,如果模型(7)的回归系数 β_1 显著为负,即可解释为会计稳健性抑制企业投资过度;对于投资不足组,为方便观察,我们对因变量做了绝对值处理,所以在投资不足组,同样预期 β_1 显著为负,用来证明稳健会计盈余对企业投资不足具有缓解作用。模型(8)和模型(9)则用于检验预期机构投资者、会计稳健性与企业投资效率三者关系的假说2。

上述回归模型变量的定义详见表2。

(五) 样本选取与数据来源

本文收集沪深A股上市公司2006—2014年间的数

据作为初始研究样本,然后按下列标准筛选:(1)金融行业上市公司业务类型较为特殊,其财务数据与其他行业可比性小,予以剔除;(2)剔除所有PT、ST和退市公司;(3)剔除数据缺失公司;(4)剔除机构投资者持股比例小于5%且不是十大股东之一的上市公司数据。最后本文共得到8972个样本数据。本文的机构投资者持股比例数据来源于锐思金融数据库(RESSET/DB),其他数据来源于国泰安数据库(CSMAR)。

表2 机构投资者、会计稳健性与企业投资效率模型变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
过度投资	$OI_{i,t+1}$	基于Richardson预期投资回归模型 ^[19] 大于0的残差测度
投资不足	$UI_{i,t+1}$	基于Richardson预期投资回归模型 ^[19] 小于0的残差绝对值测度
企业投资效率	ie	基于Richardson预期投资模型 ^[19] 回归残差绝对值测度
机构投资者性质	$stable$	虚拟变量,1表示稳定型,0表示交易型
会计稳健性	$C_Score_{i,t}$	基于Khan等的模型 ^[18] 测度
高管薪酬	$salary_{i,t}$	排名前三的高管薪酬总额的自然对数
股权集中度	$hs1_{i,t}$	第一大股东持股比例
现金流	$CFO_{i,t}$	经营活动产生的现金净流量
总资产周转率	$turnover_{i,t}$	营业收入相比于平均资产额的比率
股权制衡度	$z_index_{i,t}$	第一大股东持股比例/(前十大股东持股比例之和-第一大股东持股比例)
内部控制指数	$ici_{i,t}$	迪博公司发布的中国上市公司内部控制指数/1000
营业收入增长率	$salegrth_{i,t}$	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
行业	$industry$	行业哑变量,根据证监会《上市公司行业分类指引》,将上市公司归属为21个行业分类(不含金融行业),其中制造业细分到二级代码

五、实证结果分析

(一) 回归变量的描述性统计

回归模型变量的描述性统计见表3。本文使用Richardson的预期投资模型^[19]的回归残差绝对值(ie)度量企业投资效率。表3显示,样本公司投资效率(ie)的均值为4.72%,中位数为3.68%,均值大于中位数说明投资效率的分布呈右偏特征;最小值0.001%,最大值23%,标准差为3.94%,说明公司间差异较大。会计稳健性(C_Score)均值为4.95%,中位数为2.61%,均值大于中位数说明会计稳健性的分布呈右

表3 回归变量的描述性统计

变量名	观测值	最小值	平均值	中值	标准差	最大值
ie	8972	0.00001	0.0472	0.0368	0.0394	0.230
C_Score	8972	-0.377	0.0495	0.0261	0.0618	0.276
$stable$	8972	0	0.495	0	0.500	1
CFO	8972	-1.977	0.0538	0.0524	0.103	0.794
$hs1$	8972	2.197	36.91	35.53	15.17	85.23
$salary$	8972	10.31	13.88	13.89	0.744	17.17
z_index	8972	0.124	4.411	1.943	7.177	118.4
$turnover$	8972	0.0054	0.772	0.635	0.611	10.18
ici	8972	0.170	0.693	0.692	0.0791	0.993
$salegrth$	8972	-0.197	0.171	0.146	0.225	0.591

偏特征;最小值-37.7%,最大值27.6%,标准差6.18%,说明我国上市公司之间的会计稳健性差异明显。机构投资者($Stable$)均值为49.5%,说明样本公司中稳定型机构投资者占比近半。第一大股东持股比例($hs1$)均值为36.91%,中位数为35.53%,均值与中位数接近;最小值2.197,最大值85.23,标准差

15.17, 样本公司间差异较大。高管薪酬(*salary*)均值为 13.88, 中位数为 13.89, 均值几乎等于中位数, 说明样本公司高管薪酬呈近似对称分布; 最小值 10.31, 最大值 17.17, 标准差 0.744, 说明高管薪酬的分布差异较小。内部控制指数(*ici*)均值为 0.693, 中位数为 0.692, 均值与中位数接近, 说明样本公司内部控制指数呈对称分布; 最小值 0.17, 最大值 0.993, 标准差 0.0791, 说明样本公司内部控制水平差异明显。营业收入增长率(*salegrth*)表示一个公司销售额的增长幅度, 其均值为 17.1%, 中位数为 14.6%, 均值大于中位数说明营业收入增长率的分布呈右偏特征; 最小值 -19.7%, 最大值 59.1%, 标准差 22.5%, 说明整体而言, 样本公司的成长机会较好。

(二) 相关系数表

表 4 报告了回归模型主要变量之间的相关系数。基于篇幅限制及行文简洁性考虑, 表 4 仅列示了主要研究变量 spearman 相关系数的 Sidak 多重检验结果。结果表明, 会计稳健性(*C_Score*)与被解释变量(*ie*)在 1% 的统计水平上显著负相关。机构投资者(*stable*)与会计稳健性(*C_Score*)在 1% 的统计水平上显著正相关, 与企业投资效率正相关, 但统计上不显著。

表 4 回归模型主要变量之间的相关系数

	<i>ie</i>	<i>C_Score</i>	<i>stable</i>	<i>CFO</i>	<i>hs1</i>	<i>salary</i>	<i>z_index</i>
<i>ie</i>	1	-0.065***	0.001	0.142***	0.013	-0.022**	-0.043***
<i>C_Score</i>	-0.082***	1	0.090***	-0.137***	0.048***	0.211***	0.050***
<i>stable</i>	0.004	0.047***	1	0.040***	-0.053***	0.106***	-0.152***
<i>CFO</i>	0.118***	-0.157***	0.042***	1	-0.053***	0.084***	-0.018*
<i>hs1</i>	0.009	0.031***	-0.054***	0.040***	1	0.070***	0.708***
<i>salary</i>	-0.023**	0.179***	0.104***	0.055***	0.064***	1	-0.058***
<i>z_index</i>	-0.027**	0.051***	-0.132***	-0.009	0.491***	-0.051***	1

注: 以对角线进行划分, 左下角为 pearson 相关系数, 右上角为 spearman 相关系数; *, **, *** 分别表示双尾检验 10%、5% 和 1% 的显著性水平, 下表同。

表 5 机构投资者、会计稳健性与企业投资效率 OLS 多元回归结果

	投资过度			投资不足		
	全样本	稳定型	交易型	全样本	稳定型	交易型
<i>C_Score</i>	-0.031*	-0.042*	-0.018	-0.086***	-0.089***	-0.085***
	(-1.80)	(-1.66)	(-0.72)	(-6.11)	(-4.34)	(-4.38)
<i>CFO</i>	0.102***	0.113***	0.094***	0.085***	0.087***	0.088***
	(5.79)	(4.46)	(3.74)	(6.05)	(4.26)	(4.52)
<i>hs1</i>	0.044**	0.040	0.053*	0.037**	0.051**	0.023
	(2.25)	(1.46)	(1.89)	(2.29)	(2.20)	(1.01)
<i>salary</i>	-0.028	-0.018	-0.042*	-0.019	-0.051**	0.012
	(-1.58)	(-0.73)	(-1.66)	(-1.30)	(-2.42)	(0.60)
<i>z_index</i>	-0.027	-0.027	-0.030	-0.053***	-0.056**	-0.051**
	(-1.42)	(-1.00)	(-1.09)	(-3.41)	(-2.48)	(-2.31)
<i>turnover</i>	-0.007	-0.018	0.006	-0.065***	-0.053**	-0.075***
	(-0.36)	(-0.68)	(0.22)	(-4.30)	(-2.35)	(-3.64)
<i>ici</i>	-0.042**	-0.081***	0.005	-0.020	-0.027	-0.013
	(-2.28)	(-3.12)	(0.19)	(-1.33)	(-1.26)	(-0.62)
<i>salegrth</i>	-0.034**	-0.024	-0.052**	0.063***	0.055***	0.070***
	(-1.96)	(-0.96)	(-2.09)	(4.61)	(2.77)	(3.67)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	3593	1814	1779	5379	2628	2751
调整 R ²	0.020	0.021	0.017	0.055	0.048	0.061

注: 回归系数均为标准化回归系数, 因此截距项为 0; 括号内数值为双尾检验 t 统计值。

(三) 多元回归分析

本文首先将企业投资效率分为投资过度与投资不足, 其次根据机构投资者性质差异将其分为不考虑机构投资者、稳定型机构投资者和交易型机构投资者。表 5 报告了相应的 OLS 多元回归结果。

表 5 显示, 投资过度全样本的会计稳健性回归系数在 10% 水平通过了显著性检测; 投资不足全样本的会计稳健性回归系数在 1% 水平通过了显著性检测。因此, 假说 1 得证。

投资过度组的稳定型机构投资者会计稳健性回归系数在 10% 水平通过了显著性检测; 投资不足组的稳定型机构投资者会计稳健性回归系数在 1% 水平通过了显著性检测。投资过度组的交易型机构投资者的会计稳健性回归系数未通过显著性检测; 投资不足组的交易型机构投资者会计稳健性回归系数在 1% 水平通过了显著性检测。因此, 假说 2 得证。

六、稳健性检验

(一) 替代企业投资效率指标的稳健性检验

我们采用基于向量自回归(VAR)模型计算的残差绝对值^[23-24]代替前文基于 Richardson 模型^[19]计算

的企业投资效率,检验机构投资者性质、会计稳健性与企业投资效率三者之间的关系,检验结果基本一致。

(二) 基于面板数据模型的稳健性检验

为了克服异方差、自相关及遗漏变量等问题,本文基于面板数据模型选用异方差调整的可行广义最小二乘法(FGLS_robust)进行相应的稳健性检验,结论与前文一致。

(三) 其他稳健性检验

1. 变换计算会计稳健性指标数据的时间口径。我国企业财务报告编制截止日为日历年度的12月31日,而财务报告公布截止日为次年的4月30日,也就是说,财务报告编制日与公布日二者之间存在时间上的差异,这种时差所造成的会计信息含量差别对本文会计稳健性指数的计算及研究结论可能产生不利影响,因此本文将样本数据每年5月至次年4月定义为一个完整的会计年度,据以计算市场调整累积年度超额报酬率及相应的会计稳健性指标,并重复回归前文用以检验假说1和假说2的各模型,所得结果与前文一致。

2. 剔除2006年的数据。2007年我国会计制度进行了重大改革,为了保证统计分析结果的可比性,本文进行了剔除2006年度数据的稳健性检验,即将样本期间缩减为2007—2014年度,并重复回归前文用以检验假说1和假说2的各模型,所得结果与前文一致,从而确保了本文研究结论的稳健性。因篇幅限制,此处未予报告。

七、结论与启示

本文首先对机构投资者、会计稳健性以及企业投资效率这三个变量的相关研究文献进行了综述,基于委托代理等相关理论,提出研究假说;其次,选择沪深A股2006—2014年度8972个公司数据作为样本;最后,运用多元回归分析了会计稳健性对企业投资效率的影响,并对机构投资者性质加以划分后,再次确认不同分组中稳健性作用于企业投资效率的区别。研究结论如下:第一,会计稳健性显著地改善了企业投资效率;第二,与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者促进会计稳健性改善企业投资效率的功效更强。

结合现阶段我国的实际经济状况,本文有以下两点政策启示:

第一,本文的结论表明,会计稳健性能够通过缓解委托代理冲突来抑制企业投资过度,通过降低信息不对称程度来改善企业投资不足,这进一步证实了会计稳健性与企业非效率投资的负相关关系。我国上市公司在评估自身投资现状后,应重视对会计稳健性的合理运用,在现有国家法律制度下,将会计稳健性落实到企业日常财务活动中,健全企业内部会计制度,让会计稳健性真正发挥改善企业非效率投资的功效。此外,市场监管部门也应该完善监管法律法规,将会计稳健性思想纳入其中,提升企业对会计稳健性的重视程度。最后,应积极向国外学习,取其精华,系统地提升企业会计稳健性。

第二,本文发现不同性质的机构投资者在资本市场中发挥作用的强度不同,具体来说,与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者促进会计稳健性改善企业投资效率的功效更强。为更好地发挥机构投资者的作用,有关部门应从两个方面着手:(1)政府部门应正确指引机构投资者的发展方向,大力鼓励专业机构投资者的成长,同时注重稳定型机构投资者的发展,使其在利用会计稳健性改善企业非效率投资行为中发挥更大的作用。(2)证券监管部门应着力强化机构投资者的治理功能,通过各种方式与渠道提升其监督功能的有效性,更好地保护资本市场中小股东的利益,努力使其成为稳定型机构投资者,在健全、完善资本市场方面发挥应有的积极作用;同时,应鼓励包括新闻媒体在内的证券市场各方参与者积极营造良好的市场氛围,教育投资者树立正确的股东意识与可持续发展价值观,积极关注长期高效项目的投资,促进我国企业投资效率的持续改进。

参考文献:

[1] AHMED A S, STANFORD-HARRIS M. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder con-

- flicts over dividend policy and in reducing debt costs[J]. Social Science Electronic Publishing, 2002, 77(4):867-890.
- [2] LAFOND R, ROYCHOWDHURY S. Managerial ownership and accounting conservatism[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(1): 101-135.
- [3] 刘斌,吴娅玲. 会计稳健性与资本投资效率的实证研究[J]. 审计与经济研究,2011(4):60-68.
- [4] 李争光,赵西卜,曹丰,等. 机构投资者异质性与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财务与会计, 2015(3):111-121.
- [5] 孙刚. 控股权性质、会计稳健性与不对称投资效率——基于我国上市公司的再检验[J]. 山西财经大学学报,2010(5):74-84.
- [6] WATTS R L. Conservatism in accounting Part I:explanations and implications[J]. Accounting Horizons,2003, 17(3): 207-221.
- [7] 李增泉,卢文彬. 会计盈余的稳健性:发现与启示[J]. 会计研究,2003(2):19-27.
- [8] BALL R, KOTHARI S P, ROBIN A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(1): 1-51.
- [9] 李远鹏. 会计稳健性研究——基于中国上市公司的实证发现[D]. 上海:复旦大学,2006.
- [10] 杨丹,王宁,叶建明. 会计稳健性与上市公司投资行为——基于资产减值角度的实证分析[J]. 会计研究,2011(3):27-33.
- [11] 刘红霞,索玲玲. 会计稳健性、投资效率与企业价值[J]. 审计与经济研究,2011(5):53-63.
- [12] HRIBAR P, NICHOLS D C. The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management[J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45(5):1017-1053.
- [13] 高雷,张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究,2008(9):64-72,96.
- [14] HARTZELL J C, STARKS L T. Institutional investors and executive compensation[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(6):2351-2374.
- [15] PEEK E, CUIJPERS R, BUIJINK W. Creditors' s and shareholders' s reporting demands in public versus private firms: evidence from Europe[J]. Contemporary Accounting Research,2009,27(1):49-91.
- [16] CHEN X, HARFORD J, LI K. Monitoring:which institutions matter? [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2):279-305.
- [17] 孙铮,刘凤委,汪辉. 债务、公司治理与会计稳健性[J]. 中国会计与财务研究,2005(6):112-173.
- [18] 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):132-150.
- [19] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2):159-189.
- [20] LARA J M G, OSMA B G, PENALVA F. Accounting conservatism and corporate governance[J]. Review of Accounting Studies,2009,14(1):161-201.
- [21] 牛建波,吴超,李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论,2013(3):48-59.
- [22] 王震. 机构投资者持股与会计稳健性[J]. 证券市场导报,2014(5):14-19.
- [23] 张功富,宋献中. 我国上市公司投资:过度还是不足——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量[J]. 会计研究,2009(5):69-77.
- [24] 吴良海,徐德信,章铁生. 制度环境、信息透明度与企业投资效率研究——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 证券市场导报,2016(10):20-28.

[责任编辑:黄 燕]

(下转第 84 页)

A Study on Evaluation Index System of Economic Responsibility Audit of Natural Resources Based on Analytic Hierarchy Process

SU Zi, CHENG Xia, WEI Bingqing

(School of Accountancy, Lanzhou University of Finance and Economics, Lanzhou 730020, China)

Abstract: Starting from the operational level, taking the classification of natural resources of economic responsibility audit as selection evaluation index, using the analytic hierarchy process (AHP), this paper constructs the judgment matrix, obtains the weight of index and makes the consistency test. On this basis, the overall weight is calculated, a classified design on evaluation index is constructed, thus the initial evaluation index system of economic responsibility audit of natural resources is constructed. What's more, this paper combines the above research methods and results with the method of comprehensive evaluation in order to standardize the management of leading cadres using allocated project funds in national natural resources, so that the economic responsibility of leading cadres to be entrusted with natural resources can be effectively carried out, which provides a scientific and feasible evaluation model for the economic responsibility audit of natural resources in the future.

Key Words: natural resources; economic responsibility audit; audit evaluation index system; economic supervision; government audit; state audit; off-office audit

(上接第 19 页)

Institutional Investor, Accounting Conservatism, and Enterprise Investment Efficiency: Empirical Evidence from A-share Market in China

WU Lianghai, ZHAO Wenxue, LYV Danli, NIU Liying

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243032, China)

Abstract: Selecting the annual data of 8972 A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2006 to 2014 as research sample, this paper makes an exploration on the relationship among institutional investor, accounting conservatism and enterprise investment efficiency. The results show that accounting conservatism significantly improves enterprise investment efficiency. Compared to the transactional institutional investors, stable institutional investors can strongly promote accounting conservatism and improve enterprise investment efficiency. The results of the study prove the symmetry between the function of pricing and governance about accounting conservatism improving enterprise investment efficiency. The paper also examines the view of institutional investors to promote accounting conservatism and improve the pricing and governance about enterprise investment efficiency.

Key Words: accounting conservatism; enterprise investment efficiency; institutional investors; corporate governance; inefficient investment; over-investment; under-investment; protection of investors