

会计稳健性与资本投资效率的实证研究

刘 斌¹, 吴娅玲²

(1. 重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400044; 2. 重庆工商大学 会计学院, 重庆 400067)

[摘 要]选取2001年—2008年我国A股上市公司为研究样本,检验会计稳健性与公司资本投资效率之间的关系,进而考察会计稳健性的治理价值。实证研究发现,会计稳健性与资本投资无效率水平以及投资过度(不足)都显著负相关,这对我国上市公司而言,会计稳健性水平有助于缓解经理人与股东之间的代理冲突、降低投资者面临的信息不对称、抑制公司的过度投资或投资不足行为,进而改善公司的资本投资效率。

[关键词]会计稳健性;投资效率;投资过度;投资不足

[中图分类号]F230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)04-0060-09

一、引言

会计稳健性原则又称谨慎性原则。根据国际财务报告准则的规定,稳健性原则是指企业对交易或事项进行会计确认、计量和报告时保持应有的谨慎,不应高估资产或收益,低估负债或费用。我国新会计准则对会计稳健性也提出了要求,如在备抵项目的计提、债务重组的会计政策、收入确认的标准、无形资产的处理、或有事项的处理等方面都有更为谨慎的规定。作为降低企业潜在诉讼成本、契约成本以及政治成本的一项治理机制,会计稳健性可以协调公司内部各契约参与方利益冲突,保证契约有效执行,减少信息不对称条件下契约各方的道德风险和机会主义行为^[1]。目前国内学者主要侧重于将会计稳健性作为会计信息属性的研究(如会计稳健性的存在性以及影响因素方面),而缺乏对会计稳健性的治理价值研究^[2-7]。本文通过研究会计稳健性与公司资本投资效率之间的关系来检验会计稳健性是否影响公司资本的投资效率,进而考察会计稳健性的治理价值,为认识和理解会计稳健性的治理价值提供经验证据。

二、理论分析与假设提出

在资本市场不存在缺陷和公司内部不存在代理成本的理想世界中,公司的投资可以达到使企业价值最大化的最优水平。然而在现实世界中,公司的投资却并非都是有效率的。一方面,由于所有权和控制权分离所引起的代理问题,管理者可能为了追求自身利益进行过度投资,将公司的自由现金流滥用于净现值为负的项目^[8];另一方面,信息不对称增加了市场摩擦,影响公司外部融资成本,容易导致受流动性约束的公司出现投资不足^[9-12]。我国上市公司同样存在非效率投资问题。然而,会计稳健性可以降低契约方之间的信息不对称和代理问题,从而实现资本的有效投资^[13]。如果企业选择稳健的会计政策,管理者需要在任职期内及时确认投资项目的亏损,无法将责任推卸给下任管理者,那么在任管理者就很可能不会投资净现值为负的项目。此外,根据会计稳健性的要求,在预计未来现金

[收稿日期]2010-07-15

[作者简介]刘斌(1962—),男,重庆人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士生导师,从事财务会计理论研究;吴娅玲(1975—),女,四川简阳人,重庆工商大学会计学院讲师,博士,从事财务会计理论研究。

流入减少时,企业要以计提减值准备或应计负债等方式在财务报表中确认,这样管理者就可能会尽快地从亏损项目中撤出资金,防止当期利润下降。也就是说,采用稳健会计政策的企业会更多地拒绝差的投资项目,而将更多的资本投资于盈利的净现值项目中,同时会更早地从亏损项目中撤资^[14]。Biddle(比德尔)和 Hilary(希拉里)通过检验财务报告质量和资本投资效率之间的关系,发现高质量的财务报告可以减少经理层与外部资本供给者之间的信息不对称,从而提高资本的投资效率^[15]。此外,Bushman(布什曼)和 Piotroski(彼得罗夫斯基)从国家横截面角度检验了稳健的财务报告体制对经理投资决策效率的影响,结果发现在稳健的财务报告体制下,经理对投资机会下降做出反应的速度更快^[16]。可见,稳健的会计政策可以提高会计信息的质量,减少企业股东与经理层的信息不对称,提高公司资本投资效率。因此,本文提出假设 1。

假设 1:会计稳健性水平可以改善公司资本的投资效率,即在其他条件一定的情况下,会计稳健性水平与公司资本投资无效率水平负相关。

稳健的会计政策对公司投资效率的影响可以从以下两个方面来分析。一方面,会计稳健性有助于降低公司面临的代理成本。当公司面临投资过度的情况时,会计稳健性对公司的投资水平起到抑制作用。因为当投资项目有利于经理获得私人收益时,经理可能接受净现值为负的投资项目,由此损害股权投资者利益^[17]。Ball(鲍尔)等认为会计稳健性不仅是一项重要的财务报告质量属性,而且也是一项有效的公司治理机制^[18]。会计稳健性水平的提高能够有效地缓解经理层与股权投资者之间的代理冲突,降低公司的代理成本。Ahmed(阿曼)和 Duellman(迪尤尔曼)的实证研究表明,会计稳健性可以减少经理层接受净现值为负的投资项目的事先动机^[19]。稳健会计政策的采用使公司经理层面临更高的违约风险,增强经理层声誉受损、报酬降低、被董事会解雇或公司被接管的可能性,增加经理层实施机会主义行为的成本,减弱股权投资者与经理层的委托代理冲突;同时,由于会计盈余中包括了因稳健性而确认的损失,投资者能够及时获知经理层经营决策中发生亏损的信息,从而能及时地制止经理层由过度投资所带来的代理成本^[11]。可见,会计稳健性可以降低拥有较多信息的经理层产生道德风险的可能性,抑制经理层为实现自身利益最大化而产生的过度的投资。另一方面,会计稳健性有助于降低公司面临的信息不对称。当公司面临投资不足的情况时,会计稳健性对公司的投资水平起到推动作用。McNichols(麦克尼科尔斯)和 Stubben(斯塔布斯)认为,公司管理人员的盈余管理本身会“掩盖”公司真实的收入和盈余增长潜力,这使得投资者无法形成有效的盈余增长预期,而会计稳健性可以减少事前的信息不对称,改善事后的投资效率^[20]。Lafond(拉丰)和 Watts(沃特斯)的实证研究发现,经理层和股权投资者之间的信息不对称使投资者对财务报表稳健性产生了需求,因而会计稳健性能够降低经理层操纵会计数字的动机和能力,并减轻信息不对称以及由此造成的损失^[21]。此外,Ahmed(阿曼)等的研究表明,在控制公司债务成本的其他决定因素后,会计稳健性可以起到减轻债权投资者和股权投资者之间的利益冲突以及降低公司债务成本的重要作用^[22]。Zhang(张)研究发现,采用稳健会计政策的公司更容易触犯债务契约条款,从而能够更好地保护债权投资者的利益;同时,公司也可以获得更低利率的贷款^[23]。可见,稳健的会计政策可以帮助公司有效降低融资成本,能增加公司投资盈利的净现值项目的机会。尤其对负债率较高或受现金流约束较大的公司通过稳健的会计政策可降低融资成本,提高公司的投资水平,在一定程度上能缓解其投资不足的问题。可见,稳健的会计政策能减少公司的代理成本以及信息不对称程度,进而影响公司的投资效率。因此,本文提出假设 1a 和假设 1b。

假设 1a:会计稳健性有助于抑制公司的过度投资行为,即在其他条件一定的情况下,会计稳健性水平与公司过度投资水平负相关。

假设 1b:会计稳健性有助于抑制公司的投资不足行为,即在其他条件一定的情况下,会计稳健性水平与公司投资不足水平负相关。

三、研究设计

本文研究过程分为三步。第一步,以 Basu(巴苏)盈余-股票收益关系模型为基础,借鉴 Khan(卡恩)和 Watts(沃特斯)的研究方法,引用工具变量构建模型来估算公司层面的会计稳健性水平。第二步,借鉴 Richardson(理查森)模型,估算公司正常的资本投资水平,然后用公司实际的资本投资水平与估算的资本投资水平之差(即回归残差)代表公司资本投资的无效率程度,分别用残差大于 0 和残差小于 0 代表企业的投资过度程度和投资不足程度^[24-26]。第三步,分别采用估算得到的公司资本投资的无效率程度、投资过度程度和投资不足程度作为被解释变量,采用估算的公司会计稳健性水平作为解释变量,并加入若干控制变量进行回归,以考察会计稳健性水平对公司资本投资效率的影响。

(一) 会计稳健性水平的估算

巴苏运用下面的盈余-股票收益关系模型来度量会计稳健性。

$$\frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} = \beta_1 + \beta_2 DR_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 DR_{it} * R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, EPS_{it} 为 i 公司 t 年度的每股盈余; P_{it-1} 为 i 公司 $t-1$ 年度末的收盘价; R_{it} 为 i 公司 t 年度的股票收益率; DR_{it} 为虚拟变量,当 $R_{it} < 0$ 时取值为 1,否则取值为 0。该模型使用股票年度收益率作为“好消息”和“坏消息”的代理变量,负的股票年度收益率表示经济损失,即“坏消息”;正的股票年度收益率表示经济利得,即“好消息”。在模型(1)中, β_2 度量会计盈余确认“好消息”的及时性, β_3 度量会计盈余确认“坏消息”的及时性。因此, β_4 度量会计盈余确认“坏消息”相对于确认“好消息”的增量及时性。由于稳健性意味着会计盈余对“坏消息”的反应比对“好消息”的反应更为及时充分,本文通过检验 β_4 是否显著大于 0 来判断会计盈余是否稳健。

卡恩和沃特斯对巴苏模型进行了拓展,选择公司规模(SIZE)、负债率(LEV)和市值与账面价值比率(MB)作为工具变量,设计出度量公司/年的稳健性指标。他们假定非对称及时性是上述三个工具变量的线性函数,用 $G-Score$ 表示盈余对“好消息”的反应程度,用 $C-Score$ 表示盈余对“坏消息”反应的增量程度,两个系数分别变为:

$$G-Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 SIZE_{it} + \mu_3 LEV_{it} + \mu_4 MB_{it} \quad (2)$$

$$C-Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{it} + \lambda_3 LEV_{it} + \lambda_4 MB_{it} \quad (3)$$

将(2)式和(3)式代入(1)式,可得到用于估算公司层面的会计稳健性模型,这一模型为:

$$\begin{aligned} \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} = & \beta_1 + \beta_2 DR_{it} + (\mu_1 + \mu_2 SIZE_{it} + \mu_3 LEV_{it} + \mu_4 MB_{it}) * R_{it} + \\ & (\lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{it} + \lambda_3 LEV_{it} + \lambda_4 MB_{it}) * DR_{it} * R_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

运用上述模型,采用年度横截面数据进行回归,可以估计出 $\mu_1, \mu_2, \mu_3, \mu_4$ 以及 $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$ 。然后,将 $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$ 估计系数再代入(3)式,估算出公司层面的会计稳健性程度。

(二) 公司资本投资效率的估算

理查森通过模型估算出企业正常的资本投资水平,然后用该模型的回归残差作为投资过度 and 投资不足的代理变量,考察了自由现金流量对过度投资的影响^[26]。本文借鉴该模型来估算我国上市公司资本投资的无效率水平以及投资过度(不足)程度。上市公司正常的资本投资水平估计模型如下:

$$\begin{aligned} INV_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 GROWTH_{it-1} + \alpha_2 LEV_{it-1} + \alpha_3 CASH_{it-1} + \alpha_4 SIZE_{it-1} + \\ & \alpha_5 RET_{it-1} + \alpha_6 INV_{it-1} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

其中, INV_{it} 为 i 公司 t 年度的资本投资水平,用现金流量表中购买固定资产和无形资产的现金数

除以期初总资产表示; $GROWTH_{it-1}$ 为*i*公司*t*-1年度的增长机会,用营业收入增长率表示; LEV_{it-1} 为*i*公司*t*-1年度资产负债率; $CASH_{it-1}$ 用*i*公司*t*-1年度公司现金余额除以总资产表示; $SIZE_{it-1}$ 为*i*公司*t*-1年度总资产的自然对数; RET_{it-1} 为*i*公司*t*-1年度股票年度收益率,并用市场年度收益率进行调整; INV_{it-1} 为*i*公司*t*-1年度的资本投资水平; $\Sigma INDUSTRY$ 为行业虚拟变量,行业按证监会的分类标准进行划分,共选取20个行业虚拟变量; $\Sigma YEAR$ 为年度虚拟变量,控制不同年份宏观经济因素的影响。

模型(5)回归残差表示公司资本投资的无效率程度,取其绝对值后用符号 INV_Resid 表示。如果模型(5)回归残差大于0,则其值为投资过度,用符号 $Over_INV$ 表示,相反则为投资不足,用符号 $Under_INV$ 表示。为了便于理解和解释,本文将 $Under_INV$ 取绝对值。因此, INV_Resid 越大,表明上市公司资本投资效率越低; $Over_INV$ 越大,表明上市公司投资过度情况越严重; $Under_INV$ 越大,表明上市公司投资不足情况越严重。

(三) 会计稳健性与资本投资效率的回归模型设计

在确定公司的会计稳健性水平和资本投资水平变量之后,本文分别用模型(6),模型(7)和模型(8)来考察会计稳健性水平对公司资本投资效率的影响。

$$INV_Resid_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 AC_{it} + \gamma_2 PAY_{it} + \gamma_3 FCF_{it} + \gamma_4 MFEE_{it} + \gamma_5 TUNNEL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Over_INV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 AC_{it} + \gamma_2 PAY_{it} + \gamma_3 FCF_{it} + \gamma_4 MFEE_{it} + \gamma_5 TUNNEL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$Under_INV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 AC_{it} + \gamma_2 PAY_{it} + \gamma_3 FCF_{it} + \gamma_4 MFEE_{it} + \gamma_5 TUNNEL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中, INV_Resid_{it} , $Over_INV_{it}$ 和 $Under_INV_{it}$ 为被解释变量,分别为*i*公司*t*年度资本投资的无效率程度、投资过度程度以及投资不足程度; AC_{it} 为解释变量,代表*i*公司*t*年度会计稳健性程度,估算方法如前所述。参考理查森及辛清泉等的研究,本文加入的其他变量均为控制变量^[17,26]。 PAY_{it} 表示高管薪酬,为*i*公司*t*年度金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额的自然对数; FCF_{it} 表示自由现金流,用*i*公司*t*年度期末经营活动现金净流量除以期初总资产减去模型(5)估算出的预期资本投资额表示; $MFEE_{it}$ 表示管理费用率,为*i*公司*t*年度管理费用占营业收入的比例; $TUNNEL_{it}$ 表示大股东资金占用,为*i*公司*t*年度其他应收款占总资产的比例。

(四) 样本选取和数据来源

本文以我国沪深股票市场2001年—2008年发行A股的所有上市公司为初始样本,剔除金融行业的公司、当年首次发行新股公司和特别处理的公司、同时发行B股或H股的公司以及相关数据缺失的公司。本文最终得到6645家上市公司样本,其中2001年559家,2002年638家,2003年755家,2004年818家,2005年880家,2006年938家,2007年1022家,2008年1035家。本文的原始数据来自CCER数据库,数据统计与处理软件为EXCEL 2003和STATA 10.0。为了消除极端值的影响,本文对连续变量在1%和99%分位数进行了Winsorize处理。

四、实证分析

(一) 变量的估算结果

1. 会计稳健性水平的估算

表1(见下页)报告了公司会计稳健性的估计结果。由表1可以看出全样本公司DR * R的回归系数分别为0.0132(t值为2.37)和0.595(t值为5.85),且在5%和1%水平上显著,说明我国上市公司盈余对“坏消息”的反应显著地快于对“好消息”的反应,会计稳健性是存在的。为了排除亏损公司盈余管理行为对研究结论可能产生的噪音,本文在全样本中剔除亏损公司后再重新进行回归。如表1所示,盈利公司的会计稳健性仍然存在。这说明就整体水平而言,我国上市公司会计稳健性是存在的,这为后续研究奠定了基础。本文将表1回归系数代入模型以估算我国上市公

司的会计稳健性水平。会计稳健性水平用 AC 表示。

2. 公司资本投资效率的估算

表 2 报告了公司资本投资效率的回归结果。本文采用模型回归残差表示公司资本投资的无效率水平,取绝对值为 *INV_Resid*。模型残差正值表示投资过度,记为 *Over_INV*,模型残差负值表示投资不足,取绝对值为 *Under_INV*。

(二) 描述性统计分析

表 3 为模型中主要变量的描述性统计结果。在最终 6645 家研究样本公司中,投资过度公司 *Over_INV* 为 2440 家(占 37%),投资不足公司 *Under_INV* 为 4205 家(占 63%),说明就整体水平而言,我国上市公司投资不足的比重较大。会计稳健性水平 AC 的均值和中位数分别为 0.004 和 0.0037,两个系数均大于 0,说明就整体水平而言,我国上市公司会计政策略显稳健。

表 1 会计稳健性水平的回归结果

被解释变量	全样本公司		盈利公司	
截距	-0.00447 (-0.83)	-0.00242 (-0.45)	0.00636*** (2.88)	0.00558*** (2.61)
DR	-0.0153*** (-9.48)	-0.0128*** (-7.82)	-0.00881*** (-8.34)	-0.00645*** (-6.19)
R	0.00833*** (3.3)	0.163*** (3.42)	0.0101*** (3.91)	0.100** (2.53)
DR * R	0.0132** (2.37)	0.595*** (5.85)	0.00418 (0.98)	0.382*** (6.32)
SIZE * R		0.00912*** (3.97)		0.00587*** (3.09)
LEV * R		-0.0243** (-2.09)		-0.00349 (-0.44)
MB * R		-0.000827** (-2.08)		-0.00108*** (-3.48)
SIZE * DR * R		-0.0312*** (-6.35)		-0.0192*** (-6.86)
LEV * DR * R		0.153*** (6.09)		0.0214** (2.1)
MB * DR * R		-0.000401 (-0.27)		0.00267*** (4.88)
行业和年度	控制	控制	控制	控制
adj. R-sq	0.067	0.109	0.169	0.216
F	16.59***	16.13***	39.04***	41.29***

注:被解释变量为模型中 EPS/P;表中数据为解释变量的回归系数,括号内的数值为 t 值,并经过 White 异方差稳健性修正;***, **, * 分别表示显著性水平 1%,5% 和 10%。

表 2 公司资本投资效率的回归结果

被解释变量	截距	GROWTH _{it-1}	LEV _{it-1}	CASH _{it-1}	SIZE _{it-1}	RET _{it-1}	INV _{it-1}
	-0.0747*** (-3.91)	0.0158*** (6.61)	-0.0134*** (-5.68)	0.0368*** (3.49)	0.00598*** (6.60)	0.00537*** (2.97)	0.318*** (23.73)
行业和年度	控制						
adj. R-sq	0.249						
F 值	56.5***						

注:被解释变量为模型中的资本投资水平(INV);表中数据为解释变量的回归系数,括号内的数值为 t 值,并经过 White 异方差稳健性修正;***, **, * 分别表示显著性水平 1%,5% 和 10%。

表 3 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
INV_Resid	6645	0.0379	0.0266	0.0363	0.2009	0.0003
Over_INV	2440	0.0516	0.036	0.0484	0.2009	0.0003
Under_INV	4205	0.0299	0.0244	0.0235	0.1253	0.0008
AC	6645	0.004	0.0037	0.0368	0.1132	-0.0851
PAY	6645	12.9722	13.0368	0.8481	14.3751	11.2645
FCF	6645	0.0608	0.0572	0.0956	0.3631	-0.2569
MFEE	6645	0.1109	0.0732	0.1571	1.1987	0.0063
TUNNEL	6645	0.0448	0.0207	0.0629	0.3504	0.0003

由表 4 可见,资本投资的无效率水平、投资过度(不足)与会计稳健性程度均显著负相关,初步证明假设 1、假设 1a 和假设 1b 成立。即稳健的会计政策有助于降低契约方之间的信息不对称,并能缓

解上市公司投资不足和投资过度,进而提高资本投资效率。此外,无论是全样本组还是分样本组,解释变量之间的相关系数都较低,表明不存在较大的多重共线性。

表 4 主要变量的相关系数

样本类别	相关系数					
A 栏:全样本						
	INV_Resid	AC	PAY	FCF	MFEE	TUNNEL
INV_Resid	1					
AC	-0.117 ***	1				
PAY	-0.028 **	-0.283 ***	1			
FCF	0.167 ***	-0.182 ***	0.078 ***	1		
MFEE	-0.030 **	0.275 ***	-0.165 ***	-0.160 ***	1	
TUNNEL	-0.107 ***	0.335 ***	-0.210 ***	-0.204 ***	0.341 ***	1
B 栏:投资过度样本						
	Over_INV	AC	PAY	FCF	MFEE	TUNNEL
Over_INV	1					
AC	-0.091 ***	1				
PAY	-0.021	-0.263 ***	1			
FCF	0.187 ***	-0.169 ***	0.091 ***	1		
MFEE	-0.02	0.211 ***	-0.111 ***	-0.135 ***	1	
TUNNEL	-0.114 ***	0.350 ***	-0.212 ***	-0.187 ***	0.284 ***	1
C 栏:投资不足样本						
	Under_INV	AC	PAY	FCF	MFEE	TUNNEL
Under_INV	1					
AC	-0.133 ***	1				
PAY	-0.074 ***	-0.238 ***	1			
FCF	0.072 ***	-0.157 ***	0.061 ***	1		
MFEE	-0.012	0.290 ***	-0.187 ***	-0.162 ***	1	
TUNNEL	-0.058 ***	0.322 ***	-0.206 ***	-0.190 ***	0.355 ***	1

注:***, **, * 分别表示显著性水平为 1%, 5% 和 10%。

(三) 会计稳健性与资本投资无效率水平回归结果

表 5(见下页)列出了模型的混合最小二乘法、固定效应模型和随机效应模型的估计结果及 F 检验、LM 检验和 Hausman 检验结果。由于使用的是面板数据,本文首先需要对模型的设定形式进行判断。由表 5 可见,在混合最小二乘法估计与固定效应模型之间进行选择时,F 检验值为 1.87 且在 1% 水平上显著,因而优先选择固定效应模型;在混合最小二乘法估计与随机效应模型之间进行选择时,LM 检验的卡方值为 178.42 且在 1% 水平上显著,因而优先选择随机效应模型;在固定效应模型与随机效应模型间进行选择时,Hausman 检验的卡方值为 50.73 且在 1% 水平上显著,因而优先选择固定效应模型。综合 F 检验,LM 检验与 Hausman 检验的结果,本文的回归模型选择固定效应模型。

从表 5(见下页)可见,固定效应模型中会计稳健性水平 AC 的回归系数为 -0.182(t 值为 -6.25)且在 1% 水平上显著,说明会计稳健性水平与公司资本投资的无效率水平呈现显著负相关关系,即稳健的会计政策可以有助于改善公司资本投资效率。这表明会计稳健性在公司资本投资中具有治理价值,从而假设 1 得到验证。

从控制变量来看,高管薪酬 PAY 的回归系数为 -0.00191(t 值为 -2.53)且在 5% 水平上显著,说明当薪酬契约无法对经理工作努力程度和经营才能做出补偿和激励时,将诱发管理层的机会主义行为,从而导致企业资本投资无效率水平增加。自由现金流 FCF 的回归系数为 0.0308(t 值为 5.74)且在 1% 水平上显著,说明自由现金流充足的企业,其经理人无效率投资的可能性更大。管理费用 MFEE 的回归系数为 0.00648(t 值为 1.78)仅在 10% 水平上显著,说明管理层的在职消费也会影响企业资本投资效率。大股东占款 TUNNEL 的回归系数为 -0.0452(t 值为 -4.33)且在 1% 水平上显著,这或许是大股东占款导致上市公司资金短缺,反而减少了无效率投资的可能性。

(四) 会计稳健性与资本投资过度(不足)的回归结果

表 6 报告了会计稳健性对投资过度(不足)的影响,且回归模型包括了高管薪酬、自由现金流、管理费用率、大股东占款比率等控制变量。会计稳健性水平 AC 在表 6 中的回归系数分别为 -0.211(t 值为 -2.74)和 -0.158(t 值为 -6.68),均在 1% 水平上显著,说明会计稳健性水平与公司投资过度(不足)水平显著负相关,即会计稳健性水平的提高一方面有助于经理人拒绝净现值为负的投资项目,抑制企业过度投资;另一方面有助于经理人接受净现值为正的投资项目,缓解企业投资不足。可见,会计稳健性在一定程度上能够约束经理人的机会主义行为,缓解企业由信息不对称所带来的代理问题,从而假设 1a 和假设 1b 得到验证。

此外,高管薪酬 PAY 与投资过度 Over_INV 在 5% 水平上显著负相关,与投资不足 Under_INV 在 10% 水平上显著负相关,说明薪酬激励越充分,企业资本投资过度(不足)的可能性越小,经理薪酬契约在一定程度上可以缓解企业投资过度(不足)的现象。自由现金流 FCF 与投资过度显著正相关,与投资不足负相关,说明自由现金流充足可以缓解投资不足的压力,同时也会加剧投资过度的情况。管理费用 MFEE 与投资过度(不足)正相关,说明管理层的在职消费会加剧企业的过度投资或投资不足的无效率行

表 5 会计稳健性与资本投资的无效率水平回归结果

被解释变量	混合最小二乘法	固定效应模型	随机效应模型
截距	0.0784 *** (10.90)	0.0627 *** (6.34)	0.0720 *** (9.16)
AC	-0.0988 *** (-7.20)	-0.182 *** (-6.25)	-0.112 *** (-6.83)
PAY	-0.00327 *** (-6.01)	-0.00191 ** (-2.53)	-0.00269 *** (-4.52)
FCF	0.0553 *** (9.42)	0.0308 *** (5.74)	0.0438 *** (9.13)
MFEE	0.00735 ** (2.36)	0.00648 * (1.78)	0.00680 ** (2.15)
TUNNEL	-0.0416 *** (-6.37)	-0.0452 *** (-4.33)	-0.0437 *** (-5.16)
F 值	59.46 ***	20.29 ***	—
Wald 值	—	—	209.6 ***
adj. R-sq	0.0445	0.035	0.0434
F 检验值		1.87 ***	
LM 检验值		chibar ² (01) = 178.42 ***	
Hausman 检验		chi ² (5) = 50.73 ***	

注:被解释变量为模型中资本投资的无效率水平(INV_Resid);括号内的数值为 t 值;F 值为多元回归总体显著性检验,而 F 检验值则为选择固定效应模型或混合最小二乘法模型的检验值;***, **, * 分别表示显著性水平为 1%, 5% 和 10%。

表 6 会计稳健性与投资过度(不足)的回归结果

被解释变量	Over_INV	Under_INV
截距	0.0999 *** (3.89)	0.0466 *** (5.69)
AC	-0.211 *** (-2.74)	-0.158 *** (-6.68)
PAY	-0.00398 ** (-2.04)	-0.00122 * (-1.96)
FCF	0.0814 *** (5.51)	-0.00346 (-0.79)
MFEE	0.0127 (1.14)	0.00476 * (1.67)
TUNNEL	-0.121 *** (-3.53)	-0.00719 (-0.89)
adj. R-sq	0.0419	0.023
F 值	11.36 ***	9.623 ***

注:表中回归都是用 2001 年—2008 年上市公司的非均衡面板数据进行回归,所以进行了模型的筛选,最终选定采用固定效应模型进行回归;表中数据为解释变量的回归系数,括号内的数值为 t 值;***, **, * 分别表示显著性水平 1%, 5% 和 10%。

为。大股东占款 TUNNEL 与投资过度(不足)负相关,这可能是大股东占款导致上市公司资金短缺,从而使企业削减了资本支出。

(五) 敏感性分析

本文还进行了敏感性分析。为了避免理查森模型可能产生的系统性偏差,本文将模型残差按大小分成三组并剔除掉中间一组;然后,将残差最大的一组作为投资过度组,将残差最小的一组作为投资不足组,再次进行回归。此外,本文将非平衡面板数据转换为平衡面板数据,即将 2001 年—2008 年正常在市交易并且只发行 A 股的上市公司作为研究对象,分别用营业收入增长率与托宾 Q 作为公司增长机会的代理变量重新进行回归。这些敏感性分析的回归结果与前面的研究结论基本一致。

五、结论与启示

本文以 2001 年—2008 年我国沪深股票市场 A 股上市公司为研究样本,检验会计稳健性与公司资本投资效率之间的关系,从而考察会计稳健性的治理价值。实证结果发现会计稳健性与资本投资无效率水平即投资过度(不足)存在显著负相关关系,会计稳健性水平有助于缓解公司的过度投资或投资不足行为,改善公司的资本投资效率。

具有信息优势的管理者有动机对外披露有关收益的信息而隐瞒有关损失的信息,所以股东可以利用稳健性原则来抑制管理者不对称披露信息的机会主义行为。此外,及时确认损失的稳健性能够使企业的决策权尽早从造成亏损的管理者手中转移到债权人手中,以保障债权人的利益。因此,对于我国上市公司而言,会计稳健性不仅是一项重要的财务报告质量属性,而且还是一项有效的公司治理机制。本文的研究结果为理解会计稳健性在公司治理中的价值提供了经验证据。会计稳健性在公司投资效率方面的治理作用主要体现在能够一定程度上避免企业投资过度或投资不足。一方面,会计稳健性通过要求及时确认损失,限制了管理层的道德风险及其机会主义行为,有效缓解经理人与股东之间的代理冲突,降低公司的代理成本,抑制过度投资的发生;另一方面,会计稳健性能够降低投资者所面临的信息不对称,减少投资者溢价要求,缓解投资不足的发生。

参考文献:

- [1] Watts R L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications[J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3): 207 - 221.
- [2] 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.
- [3] 赵春光. 中国会计改革与谨慎性的提高[J]. 世界经济, 2004(4): 53 - 62.
- [4] 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(2): 112 - 173.
- [5] 李远鹏, 李若山. 是会计盈余稳健性, 还是利润操纵? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国会计与财务研究, 2005(3): 1 - 56.
- [6] 朱茶芬, 李志文. 国家控股对会计稳健性的影响研究[J]. 会计研究, 2008(5): 38 - 45.
- [7] 毛新述, 戴德明. 会计制度改革、盈余稳健性与盈余管理[J]. 会计研究, 2009(12): 38 - 46.
- [8] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [9] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187 - 221.
- [10] Kanodia C, Deokheon L. Investment and disclosure: the disciplinary role of periodic performance reports [J]. Journal of Accounting Research, 1998, 36(1): 33 - 55.
- [11] 辛清泉, 郑国坚, 杨德明. 企业集团、政府控制与投资效率[J]. 金融研究, 2007(10): 123 - 142.
- [12] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究, 2009(7): 121 - 133.

- [13] Bushman R M, Smith A J. Financial accounting information and corporate governance[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32(1/3): 237–333.
- [14] Ball R, Shivakumar L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 83–128.
- [15] Biddle G C, Hilary G. Accounting quality and firm-level capital investment[J]. *Accounting Review*, 2006, 81(5): 963–982.
- [16] Bushman R M, Piotroski J D. Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(1/2): 107–148.
- [17] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. *经济研究*, 2007(8): 110–122.
- [18] 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.
- [19] Ahmed A S, Duellman S. Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2007, 43(2/3): 411–437.
- [20] McNichols M F, Stubben S R. Does earnings management affect firms' investment decisions? [J]. *Accounting Review*, 2008, 83(6): 1571–1603.
- [21] Lafond R, Watts R L. The information role of conservatism[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(2): 447–478.
- [22] Ahmed A S, Billings 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(4): 867–890.
- [23] Zhang J. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(1): 27–54.
- [24] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24(1): 3–37.
- [25] 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(2/3): 132–150.
- [26] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159–189.

[责任编辑:高 婷]

An Empirical Study on Accounting Conservatism and Capital Efficiency

LIU Bin, WU Yaling

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: Based on the A-share listed companies from 2001-2008 in China, this paper makes a study on the relationship between accounting conservatism and capital invest efficiency in order to research the governance role of accounting conservatism. This study finds accounting conservatism is significantly negative related to capital invest inefficiency (over-investment, under-investment), and provides the evidence that accounting conservatism can lower cost conflict between managers and shareholders, reduce the information asymmetry faced by investors, and weaken corporate over-investment or under-investment, and thus improving the company's capital investment efficiency.

Key Words: accounting conservatism; investment efficiency; over-investment; under-investment