

会计准则变革的非效率投资治理效应研究

——基于逆向选择与道德风险的视角

陈明^{1,2}, 顾水彬³

(1. 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025; 2. 大连交通大学 经管学院, 辽宁 大连 116028;

3. 江苏大学 财经学院, 江苏 镇江 212013)

[摘要] 外部资本定价扭曲与监督不足是导致企业非效率投资的诱因, 我国会计准则的国际趋同能否通过信息环境的改善实现对企业非效率投资的治理是亟待研究的重要课题。选取 2003—2011 年我国上市公司数据, 通过 Richardson 模型和 FHP 模型的综合使用, 将样本分成“逆向选择和投资不足”以及“道德风险和投资过度”两种情况, 观察我国会计准则国际趋同对两种企业非效率投资的治理效果。研究发现我国上市公司同时存在投资不足与投资过度现象且两种现象下均存在投资现金流敏感性, 会计准则趋同后投资现金流敏感性显著下降。研究证实会计准则变革可以通过改善定价扭曲和逆向选择来缓解投资不足, 通过改善监督不足和道德风险来抑制投资过度。

[关键词] 会计准则变革; 企业非效率投资; 治理效应; 逆向选择; 道德风险; 会计信息; 决策有用性; 资本市场

[中图分类号] F230 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2017)03-0058-10

一、引言

随着金融经济的进一步深化, 会计信息的重要地位和地位一再得到提升。2001 年, 国际会计理事会(International Accounting Standards Board, 简称 IASB) 取代国际会计准则委员会(International Accounting Standards Committee, 简称 IASC), 开始发布国际财务报告准则(International Financial Reporting Standards), 准则的重心也由会计“处理”(Bookkeeping) 调整为会计“报告”(Reporting), 提倡信息的公允列报与决策有用^[1]。那么, 这种会计准则的变革和重心的转移是否得到高效实现, 是否在资本市场和会计制度环境相对落后的发展中国家得到有效移植, 是值得研究的重要课题。

通常企业实际与最优投资水平的偏离被称为企业非效率投资, 研究发现企业非效率投资存在两大诱因: 定价失误和监督不足。外部资本提供者的逆向选择引起定价失误, 导致投资不足, 而监督不足加剧内部代理人的道德风险, 导致投资过度。会计信息的作用在于服务于外部信息需求者的定价决策与监督治理, 会计信息可以通过公司治理与企业融资等途径来影响企业与市场资源的配置效率。理论而言, 以会计“报告”为重心的准则更重视外部决策有用, 更利于外部决策者的定价决策与监督治理, 从而提升企业投资的效率。那么, 这种理论层面的治理预期是否和实际效果一致, 有待检验。

从已有的研究看, 会计准则变革与企业非效率投资相结合的研究较少, 会计准则变革与资本市场价格反应函数灵敏度的研究较多, 如会计准则变革与价值相关性或盈余质量等。企业非效率投资研

[收稿日期] 2016-09-18

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(71372068); 教育部人文社会科学项目(13YJA790151); 辽宁省教育厅人文科学项目(W2013074); 江苏省高校哲学社会科学基金(2014SJD501); 江苏大学高层次人才基金(16JDG001)

[作者简介] 陈明(1974—), 女, 湖南长沙人, 大连交通大学经管学院教授, 东北财经大学会计学院博士研究生, 从事财务会计理论与实务研究; 顾水彬(1980—), 男, 江苏启东人, 江苏大学财经学院副教授, 博士, 从事会计准则与管理控制理论研究。

究关注逆向选择和道德风险对非效率投资的影响,但将两个维度分离的研究更为多见。本文考虑到会计准则变革对逆向选择和道德风险可能存在非对称影响,即在定价决策和监督治理上发挥的作用可能存在差异,于是分别考察会计准则变革、逆向选择与投资不足,以及会计准则变革、道德风险和投资过度两条路径,利用我国上市公司数据,观察我国强制趋同国际财务报告准则,能否同时改善定价失误和监督不足,提升企业非效率投资。文章在研究方法上创新地将 Richardson 效率模型与 FHP 投资现金流模型组合运用,并科学区分 FHP 投资现金流敏感性的不同解释^[2-3]。文章发现会计准则变革能够分别通过改善定价失误引起的投资不足以及抑制监督不足引起的投资过度,更好地发挥会计“报告”的应用职能,提升会计信息的决策有用性。

本文的贡献在于:首先,本文检验了我国国际财务报告趋同对企业非效率投资治理的经济后果,为发展中国家国际财务报告移植的成效提供了经验证据;其次,本文从会计信息的“定价”与“监督”两个维度研究其与企业非效率投资的关系,提升了会计准则变革与企业非效率投资研究的全面性;再者,本文发展了企业投资效率影响因素理论,正视了会计准则对企业投资效率的影响,有助于制度决策者利用会计准则来治理相关问题;最后,本文纠正了 Schleicher 等研究中 FHP 模型混用的情况,区分了“融资约束”和“自由现金流量”两种情况下的投资现金流敏感系数^[4]。

二、文献综述

会计准则变革的研究从 2003 年德国自愿实施 IFRS 后便开始大量涌现。2005 年随着欧盟强制实施 IFRS,这类研究更是到达顶峰,也成为国际会计学术期刊刊登的热点。而企业非效率投资问题一直是财务与金融领域探讨的热点,特别是 1987 年 FHP 投资现金流模型与 2006 年 Richardson 投资估计模型的提出,解决了非效率投资计量技术上的瓶颈,掀起了非效率投资研究的热潮。虽然有关会计准则变革的研究和企业投资效率的研究较多,但是将 Richardson 投资估计模型和 FHP 投资现金流模型结合的研究却不多见。

会计信息在企业非效率投资治理中占据重要地位。Verdi 采用修正的 DD 模型估计会计信息质量,以增长率来估计企业投资效率,研究两者之间的关系,发现会计信息质量与投资不足和投资过度均负相关,即高质量的会计信息能够改善企业非效率投资^[5]。Biddle 等分别采用 Myers 和 Jensen 的方法以现金和负债为标准将样本分为过度投资组和投资不足组,并用投资机会模型直接估计预期投资等方法分析会计信息质量与投资效率之间的关系,研究发现高质量的财务报告信息有助于减少非效率投资^[6]。韩国文、赵刚以 2011—2014 年我国上市公司为样本,研究了会计信息质量、债务期限结构与企业投资效率之间的关系,发现提高会计信息质量有利于解决我国上市公司投资过度和投资不足问题,提高投资效率,在抑制过度投资方面,高质量会计信息和短期债务两者呈替代关系^[7]。

相对于会计信息与企业非效率投资,涉及会计准则变革对企业非效率投资治理的研究严重缺乏,研究更多地集中于会计准则变革对国际投资的影响。如 Laura 在研究 IFRS 实施与国际直接投资(Foreign Direct Investment,简称 FDI)时,发现以前各国由于存在信息加工瓶颈或者信息处理与供给不足问题,很难加强资本的国际流动,而 IFRS 的实施对国际投资产生了积极作用^[8]。Amiram 在研究 IFRS 实施与对外组合投资(Foreign Portfolio Investment,简称 FPI)时,发现很多国家在实施 IFRS 后,IFRS 提高了会计信息的质量并改善了制度环境的相似性,外国投资者的数量与投资总量显著增加^[9]。研究企业层面非效率投资的文献有:Schleicher 等采用 Leuz 等的分类法,将欧盟国家分为内部经济体与外部经济体,研究这些国家在 IFRS 前后融资约束下投资现金流敏感度的变化情况,他发现在内部经济体国家,IFRS 的实施会缓解企业的融资约束,改善企业的投资不足,特别是内部经济体中的小型企业,作者并没有发现外部经济国家存在投资现金流敏感性^[4]。Chen 等借助 17 个强制实施 IFRS 欧洲国家的数据,研究了 IFRS 实施能否提高被参照对象的信息可比性,实现对其他参照对象非效率投资的间接治理。研究分投资不足与投资过度两组,发现欧盟 IFRS 的实施增强了公司之间会计

信息的可比性,能够产生对其他企业非效率投资治理的外部性^[10]。

本文借助2006年我国国际财务报告准则强制趋同的事件背景,组合使用Richardson投资效率度量模型与FHP投资现金流模型,利用Richardson模型科学分组,用FHP模型梳理了两条影响路径,深度剖析我国国际财务报告准则趋同对逆向选择和投资不足、道德风险和投资过度的影响情况,具有一定的理论性与新颖性。

三、理论分析与假说建立

当投资的边际成本正好等于边际收入时,企业可达到最佳投资点。然而,现实世界存在摩擦,特别是信息不对称使得企业投资不可能达到最佳平衡点。外部资金提供者在资金成本定价时,会索要信息不对称所引起的资本溢价,抬高外源融资成本,这种定价与配置的扭曲称为逆向选择。过高的外源融资成本要求企业放弃一些原先可接受的投资项目,产生投资不足现象。

此外,信息不对称除了可以通过上述逆向选择导致企业投资不足外,还可通过道德风险导致企业投资过度。道德风险是监督不足和契约不完全情况下,代理人机会主义行为带来的风险。经营者努力经营的成果由股东和管理者双方分享,而成本却由管理者独自承担,这种利益的不对称必然引起管理者努力水平的降低,所以管理者会选择那些最大化个人利益,而非并非最大化股东利益的投资项目,借助于过度投资来扩大非生产性消费,提升自身的福利水平。在一个监督和激励不足的公司中,受托人为增加自身的福利水平会产生“帝国建造”、“资源控制”、“专用资本投资”等投资过度行为。代理人的收益是企业规模的增函数,企业规模越大,代理人晋升的机会就越多,因而代理人通常具有扩张企业规模过度投资的动机。Murphy指出代理人通常具有使企业发展超出理想规模的内在激励,通过不断地投资新项目,代理人能够拥有更多可以控制的资源,改善自身的福利水平^[11]。因此,在监督不足的情况下,代理人的自利行为会导致企业过度投资。上述三种现象可用下面的原理进行推导:

设 I 为 $time_1$ 时的投资, $f(I)$ 为 $time_2$ 时的投资收益, $F(\cdot)$ 是凹型递增函数,其中 $I = w + e$, w 为内源融资, e 为外源融资。 $\theta C(e)$ 表示外部融资摩擦所产生的成本,其中 $C(\cdot)$ 是增凸函数, θ 是度量外部融资摩擦程度的变量。 γ 指企业监督治理的不足程度, $\gamma f(I)$ 用来衡量内部管理层进行过度投资所能获得的私利水平。

三种情况下的最优投资函数分别如下。

情况1: $\max[f(I)/(1+r)]$ (无摩擦情况下的最优投资行为)

情况2: $\max[f(I)/(1+r) - I - \theta C(e)]$ (存在外部融资摩擦下的最优投资行为)

情况3: $\max[(1+\gamma)f(I)/(1+r) - I]$ (存在委托代理问题下的最优投资行为)

三种情况一阶最优求导后的结果分别如下^①。

情况1: $\frac{\partial f(I)}{\partial I_1} = (1+r)$;情况2: $\frac{\partial f(I)}{\partial I_2} = (1 + \frac{\partial(\theta C(e))}{\partial I}) \times (1+r)$;情况3: $\frac{\partial f(I)}{\partial I_3} = \frac{(1+r)}{1+\gamma}$

可见, $\frac{\partial f(I)}{\partial I_2} > \frac{\partial f(I)}{\partial I_1} > \frac{\partial f(I)}{\partial I_3}$ 。根据上述推导可知,在信息不对称下,投资边际收益必须超过 $(1 + \frac{\partial(\theta C(e))}{\partial I}) \times (1+r)$ (大于 $1+r$)才能进行投资,因此,企业投资规模会小于无摩擦环境下的最佳规模,出现投资不足现象。而在委托代理情况下,只要投资边际收益达到 $(1+r)/(1+\gamma)$ (小于 $1+r$)即可投资,此时投资规模 I 大于最佳规模,即出现投资过度。

综上,治理企业非效率投资的关键就是控制外部融资摩擦成本和监督不足问题。Biddle等指出无论是逆向选择中的外部融资摩擦成本函数 $\theta C(e)$ 还是道德风险中的企业监督治理的不足程度函数 γ 都是会计信息质量的减函数。高质量的会计信息能够减少道德风险与逆向选择等引起的摩擦,提

①此处由于简化,因此暂不考虑信息不对称而造成的内部融资约束以及 γ 可能是 I 的增函数情况。

高投资效率^[6]。

国际财务报告准则是一套服务于“资本市场”的准则体系,它采用“资产负债表观”,提倡“公允价值”和“综合损益”,重视会计“报告”和信息的决策相关。2006 年我国开始与国际财务报告准则持续趋同,准则的数量和业务内容的科学性与全面性以及会计报告的质量上均有了显著的提升。Wang 等从价值相关性方面发现我国会计准则国际趋同后会计信息的质量显著改善^[12]。吉利等指出上市公司信息披露水平及质量的提高有利于股东与公司之间的信息不对称程度下降^[13]。新会计准则改善会计信息质量,减轻事前信息不对称(即逆向选择)问题,减少外部人士对投资项目的错误定价,降低外部融资成本,缓解由信息不对称引起的融资约束。Biddle 等指出高质量的财务报告能够使得融资约束的公司通过将正 NPV 项目披露给投资者,吸引更多的资本提供,降低融资约束,缓解融资约束导致的投资不足^[6]。因此,随着新会计准则的实施,高质量会计信息可以通过改善外部融资环境,缓解融资约束,提高公司投资效率。Durnev 等研究发现富含信息的股价通过降低公司内外部人的信息不对称,缓解了融资约束问题^[14]。为此,本文建立如下假说 1。

假说 1:新会计准则提高会计信息质量能够减轻企业内外部信息不对称引起的逆向选择问题,缓解融资约束产生的企业投资不足,即会计准则变革改善企业融资环境并缓解企业投资不足。

企业是一个多级委托与代理关系的主体,通常直接对代理人每一项投入和行为度量,存在度量成本不经济和度量不可行问题。委托人对与代理人相关的阶段性经济业务的会计度量,可以实现对代理人行为的间接估价,借助于及时调整支付报酬与行为间的松散程度来约束代理人的机会主义行为。会计通过经济业务的处理,对各级代理人行为的估价有效性与反馈效率,直接影响着委托人与代理人间的交易效率,即会计报告质量的高低将直接影响外部利益相关者对企业内部管理层监管的效果。高质量的会计报告能够增加股东及其他相关利益者对内部管理层投资行为的监督与约束,强化制度和契约的执行,缓解委托人与代理人之间的冲突,减少内部管理层机会主义的空间,降低内部管理层道德风险。

此外,损失确认的及时性,特别是公允价值的应用,增强管理层对于预期可能损失的投资决策和战略的调整反应的敏感度,减少负 NPV 项目的错误判断和及时止损,提高投资效益。Ball 已证实损失确认的及时性增强了股东与管理层之间契约的效率,降低了代理成本和改善了公司治理^[15]。为此,本文建立如下假说 2。

假说 2:新会计准则提高会计信息质量,能够改善企业外部相关利益者对内部的监督,减轻由内部代理人的道德风险所造成的企业过度投资行为,即会计准则变革改善企业治理环境,约束企业投资过度。上述两个假设原理通过图 1 予以说明。

四、研究设计

本文研究分为三步。第一步利用 Richardson 模型估计投资效率,并分组投资不足与投资过度;第二步利用 FHP 模型检测投资现金流敏感性,确立逆向选择与投资不足、道德风险与投资过度两种情况;第三步借助我国采用国际财务报告准则前后的公司数据,分别测试会计准则变革、逆向选择与投资不足,会计准则变革、道德风险与投资过度两条

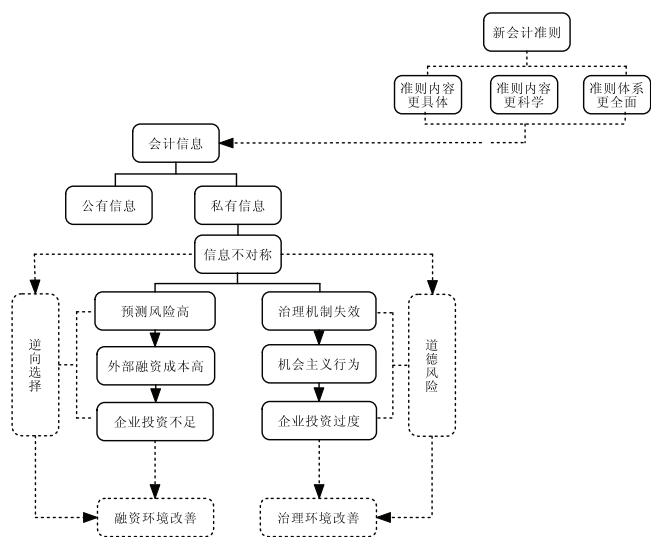


图 1 会计准则变革、逆向选择 (道德风险) 与企业非效率投资行为的作用机理

路径的治理情况。

(一) Richardson 投资效率估计模型

Richardson 模型借助影响企业投资行为的主要因素来估计企业正常情况下的投资水平,并利用回归模型的残差(实际投资水平与模型估计水平的差异)来估计非效率投资(正残值表示投资过度,负残值表示投资不足)。残差绝对值越大则表示投资不足或投资过度越严重。估计模型表述如下:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

INV 表示企业新增投资支出。本文采用魏明海等的方法,利用“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”-“处置固定资产、无形资产与其他长期资产收回的现金净额”+“购建和处置子公司及其他营业单位所支付的现金”,并用期初账面总资产平减^[16]。

企业增长机会($Growth$)采用 $Tobin Q$ 值;企业财务杠杆指标(Lev)采用账面负债总额除以账面总资产来度量;企业所持有的现金($Cash$)采用货币资金加上交易性金融资产;企业上市年限(Age)采用企业已经上市的年限;企业规模($Size$)采用账面总资产的自然对数度量;股票年度收益率(Ret)采用次年4月30日收盘价相对于当年5月1日开盘价的增长率予以度量。

(二) 投资现金流敏感系数模型

1. 投资现金流敏感系数的两种情形

Myers 和 Majluf 指出,内部管理层比外部融资市场对公司更具信息优势,外部融资市场的逆向选择与企业融资约束引发企业投资不足^[17]。在融资约束情况下,企业管理层会重视企业现金流,现金流水平与投资水平成正向关系。1987年 FHP 提出利用投资现金流敏感系数来度量融资约束对于投资行为的影响程度,指出投资(INV)与自由现金流(FCF)的相关性越强,说明企业越可能存在融资约束,融资成本越大^[3]。Cleary 等研究发现信息不对称程度越严重的公司,资本投资对现金流也越为敏感^[18]。

当前,大部分研究将投资现金流敏感性等同于融资约束,其实不然,现金流与过度投资行为之间也存在投资现金流敏感性现象。自由现金流假说指出,企业充裕的内部现金流量在道德风险作用下会引发过度投资行为,即企业内部现金越多,企业投资过度越严重。Richardson 利用 1988—2002 年间 58053 个公司年数据发现具有正自由现金流的公司平均要过度投资 20% 水平的自由现金流量,而且大部分是投资于金融资产^[2]。Lamont 与 Berger 等研究发现持有现金越多的企业越可能拥有绩效差的下属子公司^[19-20]。Biddle 等指出高质量财务报告能够通过契约的完善来约束管理层从事“帝国建造”等过度投资行为^[6]。

本文通过 Richardson 投资效率估计模型来区分两种情形,并通过 FHP 模型来测试两种情况下是否均存在投资现金流敏感性。

2. 模型的构建

FHP 模型是考察控制投资机会后,企业自由现金流与企业投资之间的关系。具体如模型(2)所示:

$$\frac{INV_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{FCF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

虽然 Kaplan 和 Cleary 质疑 FHP 的研究结论,但 Allayannis 等已经指出 Kaplan 和 Cleary 研究结论与 FHP 结论的不一致,主要是因为 Kaplan 和 Cleary 选择的样本包含了现金流为负的企业^[21]。Allayannis 等认为正是这些负现金流企业使得 Kaplan 和 Cleary 最后的研究结果产生偏差,特别是现金流回归系数下偏,因为当公司已经处于财务困境时,投资必然已与现金流无关^[21]。Allayannis 等后来还采用 Kaplan 和 Cleary 的研究样本并剔除其中现金流量为负的企业,发现那些融资约束企业的投资现

金流敏感系数有了大幅提高,最后结论与 Fazzari 等的基本一致^[21]。

由于本文需要研究 2007 年国际财务报告准则趋同的新会计准则体系实施前后我国上市公司的投资现金流敏感性情况,特别是要考察会计准则变革事件前后投资现金流敏感性的变化情况。为此,本文在经典的 FHP 模型基础上,加入了代表会计准则变革事件的时间哑变量,同时综合参考 Schleicher 和 Hovakimian 等的研究^[4,22],在研究投资现金流敏感性时加入现金流滞后一期的情况(如模型(3)),即认为企业本期投资不仅受到本期现金流和投资机会的影响,还与上一期现金流有密切关系。另外,本文参考相关文献添加了财务杠杆(*Lev*)与上市年限(*Age*)等控制变量,最终构建了模型(3)^①:

$$\frac{INV_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{FCF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_3 NCAS + \beta_2 \frac{FCF_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_4 NCAS + \beta_4 + \frac{FCF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \times NCAS + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t-1} + \beta_7 Age_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

投资变量(*INV*)、企业增长机会(*Growth*)、财务杠杆(*Lev*)、企业上市年限(*Age*)均与前文一致。自由现金流(*FCF*)采用现金流量表中的“经营活动现金净流量”与当期“折旧与摊销”之差,用公司期初的总资产进行平减处理。会计准则变革(*NCAS*)在 2007 年以前取值为 0,2007 年后(包含 2007 年)取值为 1。

模型(1)与模型(3)涉及的各项变量的具体计算说明如表 1 所示。

(三) 样本选择

考虑到 2000 年《企业会计制度》的路径依赖影响以及为保障新会计准则事件前后的样本规模相当^[23],文章选择 2003—2011 年作为时间窗口,为了减少样本数量的多寡及样本变动的影响,本文对 2003 年及以后上市的公司进行剔除,并剔除了金融保险行业样本,以及按年剔除了 ST、*

ST 与 S*ST 和 B 股公司;考虑到 FHP 适用于现金流为正的情况,对于样本中现金流为负的上市公司也予以删除,最终得到 6462 个公司一年数据。为减少变量极端值的影响,本文对所有连续变量均按年首尾 1% 和 99% Winsorize 处理。数据来自 CSMAR 数据库,行业分类参照中国证监会的上市公司行业分类。

五、投资效率度量实证结果分析

从表 2 中方程(7)的回归结果看,模型中各解释变量均统计显著,且符号与预期一致,说明模型能够较好地拟合企业的投资行为,方程整体拟合效果较好,特别是投资滞后一期的引入大幅提高了模型的拟合度。

①因为本文选择的是平衡数据,上市年限对于企业的投资行为有一定的影响,因此本文对其进行了控制;另外,融资结构是影响投资的一个重要因素,因此本文也进行了控制,这些控制变量的选择都有相应的文献作为支撑。

表 1 模型变量的定义表

变量名称	变量符号	变量界定
投资额	<i>INV</i>	(购买固定资产的现金支出 - 处置固定资产的现金收入 + 构建和处置子公司所支付的现金)/年初总资产
增长率	<i>Growth</i>	托宾 Q 值
财务杠杆	<i>Lev</i>	年末账面总负债/账面总资产
现金	<i>Cash</i>	(货币资金 + 交易性金融资产)/总资产
上市年限	<i>Age</i>	截至当年末的公司上市年龄
企业规模	<i>Size</i>	年末账面总资产的自然对数
收益率	<i>Ret</i>	<i>t</i> 年的 5 月 1 日开盘价与 <i>t</i> - 1 年 4 月 30 日复权股价的增长率
自由现金流	<i>FCF</i>	(经营活动现金净流量 - 折旧 - 摊销)/年初总资产
准则变革	<i>NCAS</i>	准则变革前取值为 0,变革后取值为 1
行业	<i>Industry</i>	按证监会的分类标准(除制造业继续划分为小类外,其他行业以大类为准),分设行业虚拟变量
年份	<i>Year</i>	控制不同年份分设年度虚拟变量

表2 方程回归结果

变量名称	变量代号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
常数项	<i>Intercept</i>	0.043 *** (0.000)	0.047 *** (0.000)	0.048 *** (0.000)	0.072 *** (0.000)	-0.189 *** (0.000)	-0.185 *** (0.000)	-0.043 * (0.048)
增长机会	<i>Growth_{t-1}</i>	0.006 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)	0.005 *** (0.000)	0.010 *** (0.000)	0.009 *** (0.000)	0.004 *** (0.000)
财务杠杆	<i>Lev_{t-1}</i>		-0.007 (0.239)	-0.008 (0.202)	-0.006 (0.305)	-0.022 *** (0.000)	-0.024 *** (0.000)	-0.029 *** (0.000)
现金	<i>Cash_{t-1}</i>			-0.005 (0.577)	-0.007 (0.423)	-0.015 (0.111)	-0.015 * (0.100)	0.019 ** (0.016)
上市年限	<i>Age_{t-1}</i>				-0.002 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)	-0.001 ** (0.046)
企业规模	<i>Size_{t-1}</i>					0.012 *** (0.000)	0.012 *** (0.000)	0.004 *** (0.000)
收益率	<i>Ret_{t-1}</i>						0.009 *** (0.000)	0.009 *** (0.000)
上期投资	<i>INV_{t-1}</i>							0.499 *** (0.000)
	<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
	<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
	<i>N</i>	6462	6462	6462	6462	6462	6462	6462
	<i>Adj. R-sq</i>	0.146	0.146	0.146	0.150	0.167	0.171	0.379

注:表中括号中的数值为经过 White 异方差修正后的值。***表示在0.01的水平上显著(2-tailed), **表示在0.05的水平上显著(2-tailed), *表示在0.1的水平上显著(2-tailed)。按照研究惯例,行业和年份的回归系数并没有直接列示,因为它们并不是本研究直接关注的重点。

六、会计准则变革对企业非效率投资治理的路径研究

(一) 变量描述性统计

表3列示了投资不足组与投资过度组在模型(3)中变量的描述性统计结果。由表3数据看,投资不足组与投资过度组的投资变量(*INV*)均在会计准则变革后呈显著下降,两组的企业增长机会变量(*Growth*)均值和中值均超过1,说明都具有较好的成长性,而且准则变革之后均呈现显著增长趋势。两组的财务杠杆变量(*Lev*)在会计准则变革后也均呈现显著上升趋势。两组自由现金流变量(*FCF*)在会计准则变革之后均有减少趋势,此外两组样本企业间的自由现金流分布差异比较大,投资过度组的差异幅度相对于投资不足组要小一些。

表3 变量描述性统计

变量	会计准则变革之前						会计准则变革之后						均值	中值
	均值	标准差	中值	最小值	最大值	均值	标准差	中值	最小值	最大值	T	Z		
<i>INV_t</i>	0.035	0.039	0.025	-0.047	0.244	0.031	0.037	0.023	-0.075	0.265	-3.374 ***	-3.647 ***		
<i>Gr-h_{t-1}</i>	1.170	0.291	1.094	0.752	3.036	1.786	1.049	1.446	0.745	8.081	24.282 ***	24.828 ***		
<i>Lev</i>	0.458	0.172	0.471	0.065	0.812	0.497	0.175	0.511	0.0760	0.857	7.031 ***	6.887 ***		
<i>Age</i>	7.517	2.946	7	1	16	11.92	3.084	12	5	21	45.954 ***	37.496 ***		
<i>FCF_t</i>	0.027	0.086	0.028	-0.358	0.315	0.023	0.091	0.019	-0.315	0.406	-1.312 *	-3.379 ***		
<i>FCF_{t-1}</i>	0.030	0.087	0.029	-0.279	0.323	0.033	0.095	0.027	-0.279	0.323	0.957	-0.312		
<i>INV_t</i>	0.136	0.097	0.108	-0.002	0.488	0.113	0.089	0.090	0	0.449	-6.122 ***	-6.425 ***		
<i>Gr-h_{t-1}</i>	1.185	0.290	1.111	0.752	3.036	1.757	0.924	1.475	0.745	8.081	19.349 ***	20.074 ***		
<i>Lev</i>	0.463	0.158	0.475	0.065	0.812	0.522	0.165	0.535	0.076	0.857	8.868 ***	8.769 ***		
<i>Age</i>	7.399	3.014	7	1	16	12.06	3.110	12	5	21	37.178 ***	29.827 ***		
<i>FCF_t</i>	0.054	0.084	0.050	-0.358	0.315	0.044	0.098	0.037	-0.315	0.406	-2.581 ***	-3.806 ***		
<i>FCF_{t-1}</i>	0.045	0.084	0.046	-0.279	0.323	0.042	0.092	0.038	-0.279	0.323	-0.8225	-2.116 **		

(二) 会计准则变革、逆向选择与投资不足实证分析

由表4中方程(1)OLS的回归结果看,本期自由现金流(FCF_t)与投资(INV)在1%统计显著性水平上正相关,说明投资不足的上市公司存在投资现金流敏感性,即存在融资约束,与FHP结论一致。方程(2)中加入了自由现金流(FCF_{t-1}),发现上一期现金流与本期投资也存在正显著,说明现金流与投资之间具有一定的时间黏性。方程(3)列示了加入了相关控制变量后的回归,发现本期现金流(FCF_t)与投资(INV)仍在1%统计显著性水平上正相关,而 $NCAS \times FCF_t$ 则在1%统计显著性水平上呈现负相关,说明随着会计准则变革的发生,投资现金流敏感系数在下降,这显示会计准则能够改善融资约束导致的投资不足,证明了本文的假说1。

(三) 会计准则变革、道德风险与投资过度实证分析

从表4中方程(4)分析,本期现金流(FCF_t)与投资(INV)在1%统计显著性水平上正相关,说明投资过度组上市公司存在投资现金流敏感性,与Jensen提出的自由现金流假说一致。方程(5)中加入了上期现金流(FCF_{t-1}),发现本期现金流(FCF_t)与投资(INV)也在1%统计显著性水平上正相关。方程(6)列示了加入了其他控制变量后的回归,发现现金流(FCF_t)与投资(INV)仍在1%统计显著性水平上正相关,而 $NCAS \times FCF_t$ 则在1%统计显著性水平上呈现负相关,说明随着会计准则变革的发生,投资现金流敏感系数在下降,显示会计准则变革能够改善道德风险,改善监督治理的作用,从而约束管理层的投资过度行为,证实了本文的假说2。

表4 方程回归结果

变量代号	投资不足			投资过度		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	0.031 *** (0.000)	0.030 *** (0.000)	0.0460 *** (0.000)	0.113 *** (0.000)	0.189 *** (0.000)	0.178 *** (0.000)
FCF^t	0.065 *** (0.000)	0.048 *** (0.000)	0.060 *** (0.000)	0.212 *** (0.000)	0.138 *** (0.000)	0.219 *** (0.000)
FCF^{t-1}		0.070 *** (0.000)	0.073 *** (0.000)		0.209 *** (0.000)	0.203 *** (0.000)
Lev^{t-1}			0.009 ** (0.014)		-0.067 *** (0.000)	-0.061 *** (0.000)
Age^{t-1}			-0.002 *** (0.000)		-0.005 *** (0.000)	-0.006 *** (0.000)
$Growth^{t-1}$			-0.001 (0.156)			0.006 ** (0.023)
NCAS			0.007 *** (0.000)			0.011 ** (0.024)
$NCAS \times FCF^t$			-0.025 * (0.052)			-0.126 *** (0.001)
Observations	4021	4021	4021	2441	2441	2441
Adj. R-squared	0.023	0.049	0.088	0.044	0.151	0.158

注:表中括号中的数值为经过White异方差校正后的值。***表示在0.01的水平上显著(2-tailed),**表示在0.05的水平上显著(2-tailed),*表示在0.1的水平上显著(2-tailed)。

七、稳健性检验

为了保证本文研究结论的准确性,文章还进行了如下的稳健性检验:调整投资不足与投资过度分组的标准;替换企业新增投资变量与增长机会变量。

(一) 改进投资效率分组失误的检验

Richardson模型度量和划分投资不足与投资过度有一个假设,即要求上市公司的投资行为必须是正常的,即不存在系统性的投资过度或投资不足,否则,在使用模型的残差度量投资过度和投资不足时,容易产生系统性偏差,即以零为划分界限不一定科学。为此,本文参照蒋瑜峰的投资效率划分

标准^[24],即将由 Richardson 模型估计得到的投资过度和投资不足组,按大小各自等分成五组,剔除掉离 0 最近的一组(即投资不足与投资过度均除去离 0 最近的 20% 的样本)进行稳健性检验,限于篇幅,检验结果未列示。由回归结果看,投资不足组与投资过度组的会计准则变革(NCAS)与自由现金流量(FCF)的交叉项系数仍均为负显著,与上文一致,证明了本文研究结论具有稳健性。

(二) 替换关键变量的检验

本部分的稳健性检验包括三个部分:一是对检验方程中的企业新增投资进行替换,即参照辛清泉、童盼、陆正飞等采用的“固定资产原值+投资+在建工程”变化额经年初资产平减后来进行替代检验^[25-27];二是对检验方程中的企业增长机会进行替换,即参照辛清泉、刘斌等采用的主营业务收入增长率来进行替代^[25,28];三是对检验方程中的企业新增投资与企业增长机会同时进行替换。限于篇幅,检验结果未列示。由回归结果可知,对企业新增投资(INV)与企业增长机会同时替换,结论与上文一致,本文研究结论稳健。

八、结论

文章以检验会计准则变革是否通过改善逆向选择来缓解投资不足与是否通过改善道德风险来抑制投资过度为目标,以我国沪深两市上市公司 2003—2011 年数据,利用 Richardson 模型估计得到的投资不足与投资过度进行分组,并修正利用 FHP 模型,借助投资现金流敏感性系数来研究会计准则变革、逆向选择与投资不足,会计准则变革、道德风险与投资过度两个方面的影响关系。

研究发现我国上市公司同时存在投资不足与投资过度,而且投资不足组与投资过度组均存在投资现金流敏感性,说明投资不足组存在融资约束,而投资过度组存在过度投资与自由现金流相关性。此外研究还发现,在采用国际财务报告准则后,投资不足组与投资过度组的投资现金流敏感性均显著下降,即证实会计准则可以通过提高会计信息质量改善信息不对称引起的逆向选择,缓解融资约束对投资不足的影响以及会计准则可以减轻信息不对称引起的道德风险,改善外部相关利益者监督内部管理层行为,约束内部管理人员的投资过度行为。相关稳健性检验也支持研究结论。

参考文献:

- [1] Alon A, Dwyer P D. SEC's acceptance of IFRS-based financial reporting: An examination based in institutional theory[J]. Accounting, Organizations and Society, 2016, 48(1): 1-16.
- [2] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159-189.
- [3] Fazzari S, Hubbard R G, Petersen B C. Financing constraints and corporate investment[R]. Working Paper, 1987.
- [4] Schleicher T, Tahoun A, Walker M. IFRS adoption in Europe and investment-cash flow sensitivity: Outsider versus insider economies[J]. The International Journal of Accounting, 2010, 45(2): 143-168.
- [5] Verdi R. Financial reporting quality and investment efficiency[R]. Working Paper, 2006.
- [6] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2-3): 112-131.
- [7] 韩国文, 赵刚. 会计信息质量和债务期限结构对企业投资效率的交互影响[J]. 武汉大学学报: 哲学社会科学版, 2016(4): 25-38.
- [8] Laura M. The effect of IFRS adoption on trade and foreign direct investments: international trade and finance association[R]. Working Paper, 2008.
- [9] Amiram D. Financial information globalization and foreign investment decisions[J]. Journal of International Accounting Research, 2012, 11(2): 57-81.
- [10] 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]. The Accounting Review, 2013, 88(3): 881-914.
- [11] Murphy K J. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis[J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7(1-3): 11-42.

- [12] Wang Y, Campbell M. Corporate governance, earnings management, and IFRS: Empirical evidence from Chinese domestically listed companies. [J]. *Advances in Accounting*, 2012, 28(1): 189-192.
- [13] 吉利, 邓博夫, 毛洪涛. 会计准则改革、股权性质与股权资本成本——来自中国 A 股市场的经验证据[C]. 中国会计学会 2011 学术年会论文集, 2011.
- [14] Durnev A, Li K, Morck R. Capital markets and capital allocation: Implications for economies in transition[J]. *Economics of Transition*, 2004, 12(4): 593-634.
- [15] Ball R. International financial reporting standards (IFRS): pros and cons for investors[J]. *Accounting and business research*, 2006, 36(sup1): 5-27.
- [16] 魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. *管理世界*, 2007(4): 88-95.
- [17] 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.
- [18] Cleary S, Espallier B D. Financial constraints and investment: an alternative empirical framework. [J]. *Anales de estudios económicos y empresariales*, 2007, 17(1): 9-41.
- [19] Lamont O. Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 83-109.
- [20] Berger P G, Hann R. The impact of SFAS No. 131 on information and monitoring[J]. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(2): 163-223.
- [21] Allayannis G, Mozumdar A. The impact of negative cash flow and influential observations on investment-cash flow sensitivity estimates[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28(5): 901-930.
- [22] Hovakimian A, Hovakimian G E. Cash flow sensitivity of investment[J]. *Financial Management*, 2009, 15(1): 47-65.
- [23] Feng M, Li C, Mevay S E, Skaife H. Does ineffective internal control over financial reporting affect a firm's operations? Evidence from firms' inventory management[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(2): 529-557.
- [24] 蒋瑜峰. 会计信息质量与企业非效率投资研究[D]. 武汉: 华中科技大学, 2010.
- [25] 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.
- [26] 童盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为[J]. *经济研究*, 2005(5): 75-84.
- [27] 陆正飞, 韩霞, 常琦. 公司长期负债与投资行为关系研究[J]. *管理世界*, 2006(1): 120-128.
- [28] 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.

[责任编辑:高 婷]

The Effect Analysis of Accounting Standards Evolution on Inefficient Investment: Based on the Perspective of Adverse Selection and Moral Hazards

CHEN Ming^{1,2}, GU Shuibin³

(1. School of Accounting, Dongbei University of Finance & Economics, Dalian 116025, China;

2. School of Economic Management, Dalian Jiaotong University, Dalian 116028, China;

3. School of Finance and Economics, Jiangsu University, Zhenjiang 212013, China)

Abstract: Accounting information is a key factor of enterprise investment efficiency. How does international convergence of accounting standards affect enterprise investment efficiency, and through what paths to affect? Which are the important issues to be studied and also is an important way to make scientific evaluation on the effectiveness of the international convergence of accounting standards? This paper first discusses the relationship between accounting standards, accounting information and corporate inefficient investment, and distinguishes the underinvestment and the overinvestment, the moral risk and the adverse selection, and takes our listed companies from 2003 to 2011 as samples, then studies the effect and path that the reform of accounting standards impact on enterprise investment efficiency. We find that there are underinvestment and overinvestment in China's listed corporations at the same time. The reform of accounting standards could alleviate the underinvestment by decreasing adverse selection, and also restrain overinvestment by reducing the moral hazard.

Key Words: accounting standards evolution; enterprise inefficient investment; governance effects; adverse selection; moral hazard; accounting information; utility of decision-making; capital market