控制权性质、有条件会计稳健性与投资效率

——基于我国资本市场的再检验

孙刚^{1,2}

(1.宁波工程学院经济与管理学院,浙江宁波,315211; 2.上海财经大学会计学院,上海,200433)

摘要: 利用 Khan and Watts(2007) 与 Givoly and Hayn(2000) 提出的衡量公司一年会计稳健性的 CSCORE(GSCORE)和负应计项目法,系统检验 2001-2006 年我国上市企业会计稳健性程度与投资效率之间的相关关系。实证检验发现,在控制了其他变量的情形下:(1)对任何产权性质的企业而言,会计稳健性抑制无效投资具有显著作用,会计稳健性能够显著的降低企业发生无效投资的水平和几率,进而提升公司价值;(2)较民营企业而言,国有企业的会计稳健性在抑制过度投资方面的作用显著较弱,而缓解投资不足方面的作用显著较强。当投资不足发生时,会计稳健性还会恶化民营企业的投资不足问题。可能的解释是会计稳健性被动的起到了政府为国有企业提供“支持”的信号作用。该发现对于深入研究企业会计稳健性程度与投资效率之间的关系提供了解释和进一步的证据。

关键词: 控制权性质; 会计稳健性; 投资效率; CSCORE; 负应计项目

一、前言

会计稳健性是一项重要的会计基本原则,又被称为会计谨慎性。会计稳健性是指在会计确认、计量、记录过程中保持应有的职业谨慎性,不得高估资产和收益,低估负债和费用。Watts(1993)认为会计稳健性源于与会计指标有关的契约要求,特别是在协调股东、债权人与管理者之间的利益分配中起到重要的作用。Basu(1997)提出会计稳健性是指企业管理者需要更多的关于收益(好消息)的确定性信息方能将其计入盈余,而只需要较少的确定性信息就可以确认损失(坏消息)。会计稳健性的不对称确认原则反映了管理者有义务更加及时的在财务报表中披露企业经济业务可能存在的损失或负债(Guay and Verrecchia, 2007)。

此外,会计稳健性在激励契约中发挥着重要的信号功能(LaFond and Watts, 2008),并在以下三个方面起到提高投资效率的重要作用:一是减少外部股东与内部人之间的信息不对称程度,进而促进出资人对管理者的监督作用(Ahmed et.al, 2002; Ball and Shivakuma, 2005);二是抑制可能存在的内部管理者的投资过度与投资不足的发生(Ahmed and Duellman, 2007);三是降低企业的外部融资成本(Guay and Verrecchia, 2007; Zhang, 2008)。在我国转轨经济与新兴资本市场背景下,以政府干预为特征的上市企业投资效率研究成为本文的研究重点。已有文献表明,会计质量较高的企业可以更好的克服出资方与企业管理者之间的信息不对称,从而较少企业事前的融资成本和事后的监督成本,有效的阻止管理者由于机会主义倾向和市场摩擦带来的投资过度与投资不足。在我国特殊的制度背景下,作为盈余质量和会计透明度的重要特征,会计稳健性是否能够有效的提高企业的投资效率进而提高企业价值?在不同产权性质的企业中,会计稳健性是否发挥着同样的改善投资效率的功能?这是本文着力研究和旨在回答的问题。

本文主要包括以下部分:第二部分是文献回顾;第三部分是制度背景与研究假设;第四部分是变量定义与研究方法;第五部分是实证分析结果;第六部分是稳健性检验;第七部分是总结。

二、文献回顾

富有效率的投资应该保证管理者选择全部正净现值的投资项目,同时放弃所有负净现值的投资项目。代理理论认为,由于信息不对称的存在,企业内部管理者具有关于投资项目收益率分布的更充分信息,更有能力发现具有正的净现值机会的投资项目。然而,内部管理者

并不一定坚持以股东价值最大化作为其投资决策目标。原因有三，一是道德风险，它可能驱使管理者侵占股东的利益、经营短视行为并最终选择无效率投资 (Jensen, 1986; Stein, 1989)，道德风险更多的是造成投资过度的发生；二是外部融资约束，当管理者无法通过获取低成本的资金进行投资或者投资收益无法弥补外部融资成本时，融资约束使得管理者只能放弃正净现值的投资项目，从而产生投资不足。

所以，投融资过程中发生的效率损失源于出资人和管理者之间的信息不对称和未来投资现金流的不确定性。而高质量的会计信息正是弥补内外部人之间信息不对称的重要机制 (Bushman and Smith, 2001)，同时也是更好的评估未来投资带来现金流分布的重要基础 (Lambert et. al, 2007)。Biddle et. al (2008)、Hope and Thomas (2008) 等发现会计信息质量和披露质量均影响着企业的投资效率。Biddle et. al. (2008) 检验发现应计项目质量越高，企业投资发生投资不足和投资过度的程度就越低。McNichols and Stubben (2008) 则发现那些盈余管理行为较为严重的企业的投资效率一般是次优的，并存在显著的效率损失。针对会计稳健性与投资效率的研究主要集中在三个层面：

(一) 会计稳健性与信息不对称

LaFond and Watts, (2008) 认为会计稳健性是对信息不对称存在的一种天然的反应机制。会计稳健性通过其信号作用解决企业各相关利益方的信息阻塞和利益冲突。并且，会计稳健性能够增加内部管理者盈余操纵的成本，从而降低盈余管理动机 (Guay and Verrecchia, 2006)。McNichols and Stubben (2008) 则认为企业管理人员的盈余管理本身会“掩盖”企业真实的收入和盈余增长潜力，使得投资者无法形成有效盈余增长预期。所以，会计稳健性可以通过减少事前的信息不对称，进而改善事后的投资效率。

(二) 会计稳健性与外部监督

会计稳健性有助于帮助企业董事会等公司治理机制较早发现和制止管理者的次优投资行为 (Beekes et. al, 2004; Ahmed and Duellman, 2007)，例如会计稳健性可以及时发现和制止管理人员处于机会主义动机的过度在职消费、营造企业帝国等行为，防止管理者侵占外部股东的利益。并且，会计稳健性还有助于促使管理者出于为股东利益考虑而选择正净现值的投资项目同时放弃有损公司价值的负净现值项目。此外，Ball and Shivakumar (2005) 指出会计稳健性使得未来可能发生的潜在损失或负债能够更加及时的在收益表中加以确认，从而避免在职或者即将卸任的管理者将损失递延到继任管理者身上。会计稳健性能够使得管理者及时纠正短视和错误的投资决策并避免进一步无效投资发生，更好的发挥废止期权的价值 (Pinnuck and Lillis, 2007)。

(三) 会计稳健性与融资成本

Modigliani and Miller (1958) 提出在一个没有摩擦的完美市场中，企业的投资和融资决策时不相关的。但在现实的经济交易中，投资与融资之间存在着诸多交易摩擦，如交易成本、资本成本等 (Myers, 1977; Child, Mauer and Ott, 2005)。因为企业的会计政策不会影响其内部现金流量，所以会计稳健性通过影响企业获取外部资本（股权和债权成本）的资本进而影响企业的投资行为。首先，会计信息质量确实会影响企业的外部权益融资成本。Lambert (2007, 2008) 证明高质量的会计信息和披露质量可以降低企业的权益融资成本。Guay and Verrecchia (2007, 2008) 证明会计稳健性程度越高，外部融资成本越低。Suijs (2008) 则证明会计稳健性可以通过降低股价的波动性从而获取低廉的外部权益融资机会。

再者，会计稳健性还可以降低企业的债务融资成本。Ahmed et. al (2002) 发现会计稳健性可以缓解股东与债权人之间针对企业股利政策的冲突。在一个有着较高会计稳健性的企业里，由于债权人不会过于担心企业股利过度支付问题，所以事前较乐于提供优惠的债务利率水平。并且，管理者也更容易通过协调股东-债权人之间的代理冲突从而协商获取更优惠的信贷条件，进而为事后的投资带来利好因素。Zhang (2008) 检验发现会计稳健性可以使得债权人更及时的甄别企业的违约风险概率，通过降低债权人的风险从而获取低廉的事前债务融

资成本。

综上所述,会计稳健性既可以通过其信号作用减少管理者机会主义行为所导致的过度投资和投资不足等短视行为的发生;同时也可以降低事前外部融资成本从而达到缓解企业融资约束提高投资效率的作用。但以上文献均是从间接角度研究会计稳健性与涉及投资效率的某一方面的因素之间的关系,而本文的研究重点在于直接检验在我国转型经济背景下会计稳健性与投资效率之间的关系,分析不同产权性质的企业会计稳健性的差异对抑制其无效投资的治理作用。从会计稳健性的需求角度而言,会计稳健性不仅是企业会计信息质量的一个方面,同时会计稳健性具有重要的经济后果。不仅不同产权性质的企业间的会计稳健性程度存在差异,而且个体企业之间不同时期的会计稳健性也存在差异。本研究侧重考察会计稳健性的经济后果-即会计稳健性与投资效率之间的关系,是对已有文献的一个有益的补充和丰富。

三、制度背景与研究假说

我国国有企业面临的三大突出问题为:内部人控制、债务预算软约束以及政府行政干预。这些我国特有的制度环境严重制约着会计信息治理作用的发挥。

(一) 产权性质与会计稳健性

首先,从会计稳健性的供给角度,内部人控制是我国国有企业长期存在的重要现象。由于国有企业的广大中小股东相当分散,持股的国有法人或政府国有资产管理部門是企业内部实际的控制人,履行着重要的出资人、监督人以及剩余收益所有人的角色。由于政府官员的目标社会化和政治化倾向严重,使得对内部人监督弱化,从而内部管理人员成为公司实际的控制人。管理人员等内部人出于机会主义动机为了获取更丰厚的报酬、在职消费乃至政治晋升,可能操纵会计信息,提前确认收益和资产,尽可能延迟确认费用和负债,严重损害了会计信息的稳健性(朱茶芬、李志文,2008)。

此外,从会计稳健性的需求角度,由于我国以国有银行为主体的信贷机构的多重利益目标,政府行政干预下的银行贷款使得其无法根据企业的实际会计稳健性水平调整受信企业的风险贷款水平。“政治性”贷款的存在使得银行信贷行为“异化”,即:银行对贷款人的贷款标准无法根据风险做出调整,进而造成了其对国有和非国有企业信贷的差异化标准。此外,出于政府对改善银行资产质量的压力和向非国有企业发放贷款的政治成本迫使国有银行对于非国有企业贷款规定了更加苛刻的稳健性信贷要求(何贤杰、朱红军等,2007)。

(二) 会计稳健性与投资效率

企业会计稳健性的程度越高,亏损的投资项目能够更加及时的得以披露。一方面,出于规避经营风险与维护控制权收益等目的,政府依靠行政手段给予上市企业及时的“支持”,政府通过向上市企业注入优质资产、提供有前景的投资项目或给予优惠的政策支持,有力的缓解投资不足并增进投资效率。另一方面,出于政府多元目标和政绩考核需要,政府的“支持”在增进投资效率的同时,也更容易发生过度投资,从而又会损害到企业的投资效率(Bushman and Piotroski, 2007)。而民营企业由于受政府干预和财政支持较少,会计稳健性更多的是作用于缓解股东与管理者之间的信息不对称,防止管理者由于机会主义行为所导致的投资过度的发生。

可见,一方面,由于国有企业普遍存在的政府控制、干预与财政支持,较之民营企业,国有企业对应着较弱的会计稳健性,会计稳健性在缓解投资不足方面的作用应强于民营企业;另一方面,出于政府目标的多元化和社会化,会计稳健性对克服国有企业的过度投资的抑制作用应弱于民营企业。基于上述分析,我们提出以下假说:

H1: 在控制了其他变量的情形下,会计稳健性程度越高的企业,其无效投资发生水平和几率越低,公司价值也越高。

H2: 在控制了其他变量的情形下,较之民营企业而言,国有企业的会计稳健性对抑制投资过度的作用显著较弱,而缓解投资不足的作用显著较强。

四、变量选择与研究设计¹

(一) 数据来源与样本选择

所有财务数据均来自深圳国泰安公司出版的中国资本市场会计研究(CASMAR)数据库以及北京大学中国经济研究中心(CCER)经济金融数据库。为了避免2001和2007年会计准则变动导致的会计稳健性差异对本文结论的影响,样本选择2001-2006年所有A股上市公司,并做了如下处理:(1)剔除PT,ST企业;(2)净资产为负和主营业务收入为零的企业;(3)剔除了有缺失值的企业;(4)剔除了当年IPO,SEO的企业,最终获得5887个观测值。为了剔除异常值,所有回归模型变量均在样本1%和99%分位数处做了WINSORIZE处理。

表1 主要变量描述性统计

变量	观测数	均值	最小值	中位数	最大值	标准误
BHRM	5887	-0.07725	-1.17073	-0.17647	2.16680	0.50314
EPSP	5887	0.00328	-0.24347	0.00675	0.07389	0.03929
GROW	5887	0.20237	-0.67884	0.14773	2.28284	0.41587
PPE	5887	0.31406	0.00691	0.28991	0.77392	0.17790
SIZE	5887	7.48239	5.52929	7.39354	10.05329	0.89194
CASH	5887	0.14726	0.00542	0.12475	0.49776	0.10082
CFS	5887	0.09672	-1.04419	0.08920	0.89047	0.24463
BETA	5887	1.09641	0.23823	1.11004	1.79968	0.29485
LnAGE	5887	1.75300	0.69314	1.79175	2.56494	0.51428
CYCLE	5887	5.08586	2.56223	5.07453	7.71428	0.98552
CAIE	5887	0.06175	0.00014	0.04288	0.27718	0.06041
LEV	5887	0.48597	0.08224	0.49572	0.90999	0.17624

(二) 变量定义与回归模型

1. 被解释变量(CAIE)

由于普遍存在于两权分离的现代企业之中的代理成本与市场摩擦,企业管理人员可以出于个人目的(如在职消费、营造企业帝国等)而将出资人提供的资本投资于净现值为负的项目(过度投资),同时也可能由于信息不对称导致的市场摩擦(如外部融资成本)而放弃一些有利可图的投资机会(投资不足)。本文借鉴Richardson(2006)、Biddle et. al(2008)与杨华军等(2007)度量公司层面(firm-level)期望投资规模的方法,采用以下模型估计无效投资的规模

$$CAIE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GROW_{it-1} + CAIE_{it-1} + LEV_{it-1} + CASH_{it-1} + AGE_{it-1} + BHRM_{it-1} + \sum_{t=2001}^{2006} Year + \sum_{t=2001}^{2006} Industry + \eta_{it} \quad t = 2001 - 2006$$

其中CAIE为因变量,本文采用企业投资支出与期初资产面值的比例。企业的投资支出主要包括固定资产和无形资产购建支、企业研究与开发支出、广告支出以及公司并购支出。考虑到企业并购支出的非持续性,本文衡量资本支出主要采用企业固定资产、无形资产和其他长期资产投资支出。因此,CAIE等于企业购买固定资产、无形资产和其他长期资产投资的现金支出与期初资产的比。该回归模型的拟合值为期望投资规模(EXINVEST),将残差项按从大到小的排序并等分为四组,最大值组为投资过度组(INV_DUM=1),最小值组为投资不足组(INV_DUM=-1),中间两组为基准组(INV_DUM=0),并将投资不足和投资过度合并称为投资异常额(ABINVEST)。

2. 解释变量(CONC)

¹ 样本中约不到10%的观测值样本为亏损企业年度,所以亏损企业样本会对本文结论不会造成实质性影响。

由于尚不存在一个被一致认同的度量稳健性的方法，Beaver and Ryan(1995, 2000)提出采用市净率作为衡量会计稳健性的方法，他们认为市值与账面价值比(MB)既反映了无条件稳健性同时也反映了 Basu(1997)提出的条件稳健性，是综合反映企业稳健程度的指标。本文认为无条件稳健性(Unconditional Conservatism)无法体现企业对市场信息做出决策反应，由于 MB 指标中包含有无条件稳健性部分，而且需要较长的时间序列数据。考虑到我国大部分上市公司上市时间较短，为了避免数据观测值严重损耗，本文采用 Khan and Watts(2007)提出的对数据限制要求较低的度量公司-年会计稳健性程度的新方法 CSCORE 法。其思想源于 Basu(1997)提出的反向回归模型(Reversed Regression Model)：

$$EPSP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DUM_{it} + \alpha_2 BHRM_{it} + \alpha_3 * DUM_{it} * BHRM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{其中： } G_SCORE = \alpha_2 = \mu_0 + \mu_1 SIZE_{it} + \mu_2 MTB_{it} + \mu_3 LEV_{it} \quad (2)$$

$$C_SCORE = \alpha_3 = \lambda_0 + \lambda_1 SIZE_{it} + \lambda_2 MTB_{it} + \lambda_3 LEV_{it} \quad (3)$$

将(2)和(3)代入(1)，得到：

$$EPSP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DUM_{it} + BHRM_{it} (\mu_0 + \mu_1 SIZE_{it} + \mu_2 MTB_{it} + \mu_3 LEV_{it}) \quad (4)$$

$$\text{整理可得：} EPSP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DUM_{it} + \mu_0 BHRM_{it} + \mu_1 BHRM_{it} * SIZE_{it} + \mu_2 BHRM_{it} * MTB_{it} + \mu_3 BHRM_{it} * LEV_{it} + \lambda_0 DUM_{it} * BHRM_{it} + \lambda_1 DUM_{it} * BHRM_{it} * SIZE_{it} + \lambda_2 DUM_{it} * BHRM_{it} * MTB_{it} + \lambda_3 DUM_{it} * BHRM_{it} * LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

将回归模型(5)分年回归估计出的系数代入模型(2)、(3)求出 CSCORE 和 GSCORE。其中，DUM 为哑变量，当收益率 BHRM<0 时，DUM=1，否则 DUM=0。CSCORE 反映了发生“坏消息”时会计盈余与股价收益相关性相对于发生“好消息”时的增量，CSCORE 越大，表明会计信息确认“坏消息”相对于“好消息”越及时，即：会计稳健性程度越强。(相关变量定义详见表 2)

3. 控制变量

(1) 资本结构 (LEV)

本文采用负债与资产账面价值之比衡量企业的资本结构。企业的负债水平比例越高，企业融资来自债权人的比例越大，源于债务资金的股东-债权人代理冲突可能越尖锐，企业股东更倾向于投资不足和投资过度(Jensen, 1986)；此外，企业的负债率越高，破产清算的风险和成本也越高，而对于存在较高财务风险的企业，获取外部融资的成本较高，更容易发生所谓的融资约束问题(Fazzari, Hubbard and Peterson, 1988; Hubbard, 1998)。

(2) 企业成长性 (GROW)

Titman and Wessels(1988)和 Smith and Watts(1992)发现公司成长性与资本结构存在负相关关系。高成长的公司面临着较好的未来发展机会，股东与债权人的利益更易于发生冲突，更容易产生所谓的资产替换和投资不足问题(Jensen and Meckling, 1978)。本文利用同比销售增长率代理公司的成长性。

(3) 资产规模 (SIZE)

本文采用资产账面价值总额的自然对数衡量公司规模。特别是在新兴市场国家，企业规模越大，可抵押的资产越多，公司获取外部债务融资的几率越高，公司的负债率应该越高(Booth, 2001)。所以，对于公司资产规模较大的企业而言，其获取外部债务融资的成本相对也越低，来自企业外部的融资约束也会越弱，投资不足的可能性就越低。

(4) 固定资产比例 (PPE)

固定资产比重对企业投资效率有不同的影响，Scott (1977)指出公司固定资产投资需求比例越高，公司用来向银行贷款或发行债券的抵押资产就越多，投资过度问题也就越尖锐。。DeAngelo and Masulis(1980)则发现固定资产比例，公司的折旧等形成非债务税收收益就越多，此时公司就可以更少的选择负债等外部融资。所以，在我国转轨制度背景下，负债融资为企业的主要融资方式。对折旧等形成的非债务税收收益越多，企业受制于外部融资

约束的概率就应该越小,从而投资不足的发生概率也会有所降低。本文为采用固定资产与总资产的比例指标。

(5) 现金持有规模 (CASH)

Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson(1999)以及 Kim, Mauer and Sherman(1998)等发现企业实际上存在着最优的现金持有规模,并在权衡收益与成本的基础上决定其现金持有量。但企业实际现金持有量经常与最优现金持有量之间存在很大的差异。一个主要原因是管理人员为了避免外部融资约束以及出资人对其监督倾向于保留大量的内部现金。Dittmar and Mahrt-Smith(2007)研究发现企业治理机制显著影响企业的现金价值。公司治理机制越差的企业,企业的现金持有价值将会由于诸如过度投资、无效并购重组、在职消费等原因并最终损害到公司的经营绩效(Blanchard, Lope-di-Silanes and Vishny,1994; Hartford,1999)。可见,现金过度持有会影响管理人员的投资行为。

(6) 上市时间 (LnAGE)

公司上市时间对企业的融资约束的影响作用不一致的。一般认为,对于上市的时间越长越成熟的企业,其债务融资成本会越低,面临的外部融资约束,投资不足越不容易发生。因为一家公司能否上市以及上市的时间会具有一定程度的信号作用(朱凯等,2009),它能够向信贷市场传递积极的价值信息,使得信贷配给和信贷成本有所降低。另一个方面,上市时间越长的企业股东与债务人之间的代理问题也可能越严重,造成负债比例和债务融资成本越高。此外,越是上市时间长久的成熟型企业,其面对的新的投资机会可能越有限,股东与债权人之间的代理冲突并不严重,那么利用债务资金进行过度投资和资产替代发生的几率也要小些。

(7) 经营现金流量 (CFS)

本文分别采用经营现金流量与销售收入的比率。经营现金流量比例反映了企业管理人员可以操纵的源于经营活动的现金净流。经营现金流量是正常经营的企业自由现金流量的主要来源,在除去维持正常经营活动所需要的现金流量外均为来自经营活动的自由现金流量(Richardson,2006)。公司经营现金流量比例越高,管理人员过度投资进而损害公司价值的概率一般也越高。

(8) 经营活动风险 (BETA)

公司经营风险 BETA 综合反映了公司的无法分散的系统风险。BETA 越高,一方面说明企业的系统风险高,来自外部的融资约束也较高,投资不足的概率也会越高;另一方面也说明管理人员过度投资自由现金流量的概率会有所降低。

(9) 经营周期 (CYCLE)

本文采用应收账款周转期与存货周转期之和的自然对数衡量企业的营业周期。公司的营业周期反映了企业的现金投入购买原材料等投入品到售出存货到直至收回应收账款为止的时间。公司的经营周期越长,资金的占用时间越长和占用机会成本越高,企业投资需求也越高。

(10) 最终控制人性质 (OWNER)

本文采用 0-1 哑变量衡量最终控制人性质,当最终控制权人为中央或地方国有企业、地方或中央国资委所属企业时为 0;否则为 1。在我国转轨经济的特殊背景下,国有企业与非国有企业担负着不同的经济目标,担负着更多的政策性负担。在发展中国家,国有企业一般更容易获得政府或政府控制的国有银行长期贷款支持(Booth,2001)。所以,国有产权背景的企业或者饱受政府行政干预的企业更容易发生投资过度的行为(杨华军、胡奕明,2007)。

(11) 年度和行业 (YEAR AND INDUSTRY)

本文按工业、商业、综合业、房地产业、公用事业将公司分为五类行业分别控制。此外,为了控制年度宏观经济变动对本研究结论的影响,本文也控制了观测所属年度。

2 变量定义

变量 属性	变量 名称	变量 定义
被解释 变量	投资规模(CAIE)	购买固定资产、无形资产和其他长期资产投资的 现金支出/期初总资产
	每股盈余(EPSP)	每股盈余/期初股价
解释变量	会计稳健性程度(CONC)	Khan and Watts(2007)的 CSCORE 法
	资本结构(LEV)	总负债/总资产
	企业成长性(GROW)	同比销售增长率
	固定资产比例(PPE)	固定资产/总资产
	企业规模(SIZE)	资产总额的自然对数
	现金持有比例(CASH)	现金额/期初总资产
	经营现金流量净额(CFS)	经营活动现金流量净额/销售收入
	经营风险(BETA)	公司系统风险
	上市时间(LnAGE)	公司上市年数的自然对数
	经营周期(CYCLE)	应收账款周转率与存货周转率之和的自然对数
控制 变量	持有期收益率(BHRM)	当年5月份到次年4月份止的持有收益率
	最终控制人性质(OWNER_DUM)	哑变量, 各级国资委、政府、国有控股企业赋值 0; 自然人、集体以及工会持股会赋值1;
	所处行业(INDUSTRY)	分为工业1, 否则为0; 商业1, 否则为0 综合类1, 否则为0; 地产业3, 否则为0 公用事业1, 否则为0
	所处年度(YEAR)	2001-2006 年度哑变量

(三) 回归模型

本文采用以下模型分析会计稳健性是否可以改善企业的投资效率:

$$CAIE_{it} = \theta_0 + \theta_1 CONC_{it-1} + \theta_2 CONC_{it-1} * INV_DUM_{it-1} + \theta_3 INV_DUM_{it-1} + Controls_{it-1} + \omega_{it-1}$$

θ_2 预期符号为负, 表明当投资过度发生时 (INV_DUM=1), 会计稳健性能够有效削减投资规模, 克服投资过度; 当投资不足发生时 (INV_DUM=-1), 会计稳健性能够有效的增加投资规模, 缓解投资不足。此外, 进一步采用 Logistic 回归模型分析会计稳健性对企业无效投资几率的影响:

$$Log\left(\frac{p_{it}}{1-p_{it}}\right) = \gamma_0 + \gamma_1 CONC_{it-1} + Controls_{it-1} + \zeta_{it-1}, \quad t = 2001 - 2006$$

γ_1 预期符号为负, 表明会计稳健性能够有效的减少无效投资的发生几率, 其中 p_{it} 表示无效投资发生的几率。最后, 本文采用以下模型分析会计稳健性是否能够通过改善投资效率进而提升企业价值。

$$TOBINS'Q = \rho_0 + \rho_2 CONC_{it} + \rho_3 CONC_{it} * CONTR_DUM + Controls_{it} + \zeta_{it}$$

其中 *Controls* 为控制变量详见表 2。

表 3 公司年会计稳健性与无效投资变量估计模型

变量	稳健性估计模型 $EPSP_t$	变量	期望投资估计模型 $CAIE_t$
DUM	0.0000403	$CAIE_{t-1}$	0.457***

	(0.01)		(41.90)
$BHRM_t (\mu_0)$	-0.0303 (-1.35)	$GROW_{t-1}$	0.00353* (2.43)
$BHRM_t * SIZE_t (\mu_1)$	0.00566 (1.92)	LEV_{t-1}	-0.0104* (-2.41)
$BHRM_t * MB_t (\mu_2)$	-0.00188 (-0.32)	$CASH_{t-1}$	0.0411*** (6.10)
$BHRM_t * LEV_t (\mu_3)$	-0.0249 (-1.59)	$LnAGE_{t-1}$	-0.000535* (-2.09)
$DUM_t * BHRM_t (\lambda_0)$	0.281*** (7.56)	$BHRM_{t-1}$	0.0205*** (8.51)
$DUM_t * BHRM_t * SIZE_t$ (λ_1)	-0.0555*** (-11.84)	$CONSTANT$	0.0488*** (7.62)
$DUM_t * BHRM_t * MB_t$ (λ_2)	-0.0512*** (-5.88)	$YEAR_Dum$	控制
$DUM_t * BHRM_t * LEV_t$ (λ_3)	0.465*** (23.27)	$INDUSTR_Dum$	控制
$CONSTANT$	0.0107*** (4.30)		
F	183.86	F	124.91
$Adj.R^2$	0.2185	$Adj.R^2$	0.3165
N	5887	N	5887

t statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%处做了WINSORIZE处理.

五、实证检验结果与分析

(一) 会计稳健性与无效投资估计方法和结果

首先, 采用Khan和Watts(2007)提出的衡量会计稳健性的市场方法, 在Basu(1997)反向回归模型基础上估计出CSCORE和GSCORE。根据Basu模型对会计稳健性的定义和内涵, CSCORE

和GSCORE应该是高度负相关关系。本文将K-W模型所估计的系数作为CSCORE和GSCORE线性组合的系数，分别依据各个企业的负债率(LEV)、市值与账面价值比(MTB)、公司规模(SIZE)估计出企业-年(Firm-Year)的稳健性程度。

表4 会计稳健性指标与无效投资额估计值描述性统计

变量	观测数	均值	最小值	中位数	最大值	标准误
Panel 1 Khan and Watts(2007) CSCORE 与 GSCORE 法 ²						
CSCORE	5887	0.03902	-0.17469	0.04380	0.25498	0.08424
GSCORE	5887	-0.00194	-0.01927	-0.00213	0.01618	0.00639
CSCORE 与 GSCORE 的相关系数(ρ)为-0.8443						
Panel 2 Givoly and Hayn(2000) 负应计项目法(过去连续三年平均应计项目)						
NACCRUAL	2320	-0.12209	-0.51798	-0.10693	0.13431	0.11466
Panel 3 预期投资估计模型回归残差-无效投资(ABINVEST)						
ABINVEST	2943	0.00957	-0.10397	0.01648	0.19334	0.06752

此外，借鉴Richardson(2006)和杨华军等(2007)研究，本文利用期望投资模型的估计残差项作为衡量企业无效投资指标。表3和表4分别列示了K-W稳健性估计模型和期望投资模型回归结果以及CSCORE、GSCORE和无效投资额三个重要变量的描述性统计。CSCORE均值为0.039，中位数为0.044；GSCORE均值为-0.002，中位数为-0.002，相关系数为-0.844，属高度负相关关系，这与Khan and Watts(2007)分析一致。其中：CSCORE是对资本损失发生时盈余向下调整的及时性程度，其均值大于0。在本研究的大多数样本中，CSCORE大于GSCORE。表5列示了按企业的控制权性质分组后的描述性统计，表明除了NACCRUAL指标外，国有企业的会计稳健性显著弱于民营企业，而企业价值显著低于民营企业。而各组的无效投资水平没有取得均值和中位数一致的显著差异。

表5 会计稳健性、无效投资与公司价值的描述性统计

变量	国有企业组		民营企业组		检验	
	均值	中位数	均值	中位数	均值T检验	中位数Z检验
<i>TOBINS' Q</i>	1.0090	0.9267	1.1127	0.9818	-8.0779***	-8.466***
<i>ABINVEST</i>	0.0562	0.0437	0.0598	0.0449	-2.1618*	-1.307
<i>CSCORE</i>	0.0305	0.0371	0.0644	0.0651	-13.5213***	-12.030***
<i>-GSCORE</i>	0.0002	0.0008	0.0043	0.0041	-13.8843***	-12.211***
<i>NACCRUAL</i>	-0.1387	-0.1205	-0.0748	-0.0756	-12.1183***	-11.404***

☆如果期望投资模型的残差项中无效投资部分(ABINVEST)为负数，做乘以(-1)处理，然后计算均值和中位数。

☆*t* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

☆表中五个变量从上至下观测数分别为：5887，2943，5887，5887，2303。可能由于样本规模原因，采用NACCRUAL衡量会计稳健性，企业集团组和独立企业组未表现出显著的稳健性差异。

(二) 回归结果与分析

² 这里的CSCORE和GSCORE均在1%和99%上下做了WINSORIZE。未做极值处理之前，两者的相关系数为-0.90左右，当属高度负相关关系。并且，CSCORE的自回归系数高度正相关(未报告)，表明企业的会计稳健性是较稳定的。

将全部企业样本按照最终控制人性质分为两组：国有企业组和民营企业组。参见表6，我们发现：在分组回归中，不考虑控制变量，CSCORE与投资规模(CAIE)均呈显著负相关关系，说明会计稳健性程度(CSCORE)越强，企业的投资规模越小，过度投资有所减弱；交叉项CSCORE*ABINV均在 $P < 0.001$ 高度显著为负。说明在投资过度时，会计稳健性会驱使企业较少投资；在投资不足时，会计稳健性系数全部显著为正，说明在样本企业会计稳健性有力的缓解投资不足的发生。在加入控制变量后发现，国有企业在存在投资过度时稳健性所起到的抑制作用要显著弱于民营企业($-0.1868 < -0.074 < 0$)，表明国有企业的会计稳健性虽然有助于消减过度投资规模，但投资规模减少的程度远弱于民营企业；而在投资不足时国有企业会计稳健性所起到的缓解作用要显著强于民营企业($-0.0172 < 0 < 0.0062$)。与国有企业形成鲜明对比的是，民营企业会计稳健性不仅无助于缓解融资约束，反而会继续恶化投资不足问题。

参见表8，我们以无效投资(ABINVEST)为因变量，将期望投资模型的残差从小到大排序并等分为4组，最大和最小组为无效投资组(ABINVEST=1)，中间两组为参照组(ABINVEST=0)，运用Logistic回归发现：在未加入控制变量情形下，CSCORE越高，无效投资规模越低，且均高度显著；加入控制变量后，国有企业和民营企业的CSCORE仍均与无效投资显著负相关关系($P < 0.001$)。参见表11和表12，发现企业的会计稳健性均有助于克服无效投资进而提升公司价值，且均在 $P < 0.001$ 水平高度显著，但不同产权性质的企业会计稳健性与公司价值的正相关关系未表现出显著差异，可能是由于会计稳健性在不同控制权性质的企业中所起到的克服投资过度 and 缓解投资不足作用的不对称性造成的。

此外，参见表6-12，除个别情况，PPE与CFS均与CAIE和ABINVEST几率显著正相关，固定资产投资的比重越大以及公司经营活动现金流量越多，企业的投资规模和发生无效投资的几率也越高。BETA和CYCLE均与CAIE和ABINVEST几率显著负相关，说明公司系统风险越高，经营周期越长，投资规模和发生无效投资的几率越低。CYCLE的符号与预期不一致，公司经营周期越长，经营资金占用越多，投资规模和无效投资的几率也随之越低。CASH, SIZE与GROW均和投资规模正相关，与预期一致。LEV与BHRM均与投资规模显著负相关，可以解释为负债比例越高的企业获取进一步融资投资的规模会有所减弱，未发现当期企业股权投资回报率会增加其下期投资规模。

六、稳健性检验

为了检验上述结论的稳健性，本文还执行了如下稳健性检验：(1)考虑到尚无公认的方法衡量会计稳健性，本文还采用负GSOCRE与Givoly and Hayn(2000)提出的负应计项目法进行稳健性检验(表7、9、10、12)，其中负应计项目定义为： $(-1) * (\text{主营业务收入} + \text{折旧额} - \text{经营现金流量净额}) / \text{期初资产滞后三年的均值}$ ；(2)在研究会计稳健性与投资规模的回归中，考虑到对投资规模的不同定义的影响，我们还采用购买固定资产、无形资产与其他长期资产支付现金净额定义CAIE；(3)为了克服行业因素影响，本文还将TOBINS' Q按行业均值进行调整计算超额价值；(4)为了控制制度环境对结论的影响，本文还控制了李杨等(2006)提出的金融发展指数。以上稳健性检验未实质上改变本文的结论。所以，我们认为本文的研究结论是基本稳健的。

七、总结

企业会计稳健性具有重要的经济后果，其可能被动的起到政府“支持”上市企业的信号作用，即：它会影响到政府“支持”上市企业时机的选择。财务报告的会计稳健性越高，亏损的投资项目得以及时披露，企业可以获得获取政府及时的“支持”。政府通过向上市企业注入优质资产、有前景的投资项目或给予优惠的政策支持，进而提高其投资效率和公司价值。并且，出于政府干预和政府社会目标压力，国有企业具有区别于民营企业的投资动机。本文实证检验发现，针对任何产权性质的企业而言，企业会计稳健性能够抑制过度投资同时缓解投资不足等无效投资的发生，进而提高公司价值；较民营企业而言，国有企业会计稳健性在抑制投资过度中的作用较弱，而在缓解投资不足中的作用较强。这主要是源于政府干预与支

持导致的对国有企业稳健性的弱需求使得其在遏制企业过度投资的作用弱化。并且，在投资不足发生时，民营企业的会计稳健性不仅无法及时缓解融资约束带来的投资不足问题，反而使得民营企业的投资不足雪上加霜。也正由于会计稳健性所带来的投资效率改善的这种不对称性，使得国有企业和民营企业并未因其会计稳健性程度的不同而表现出显著的公司价值差异。

最后，本文认为，在我国等转型经济国家研究会计稳健性的经济后果问题，应该注意到控股股东与普通投资者对会计稳健性的需求是有差异的。本研究为研究会计稳健性与投资效率之间的关系提供了解释和进一步的证据。但正如Bushman and Piotroski (2007)所言，由于尚不存在一个完善的计量最优投资规模的理论模型，尽管本文尽可能多的控制了影响投资的因素，但仍可能存在遗漏变量的内生性或伪回归问题，这既是未来研究的机会也是研究的难点。

表6 控制权性质、会计稳健性CSCORE与投资规模(CAIE)的回归³

<i>CSCORE(exp.sign)</i>	全样本组		国有企业组		民营企业组	
	<i>CAIE</i>		<i>CAIE</i>		<i>CAIE</i>	
<i>CSCORE(-)</i>	-0.0759*** (-11.41)	-0.0462*** (-6.86)	-0.0648*** (-8.49)	-0.0339*** (-4.37)	-0.125*** (-8.90)	-0.102*** (-7.37)
<i>CSCORE*INV_DUM(-)</i>	-0.0448*** (-4.91)	-0.0482*** (-5.45)	-0.0370*** (-3.57)	-0.0401*** (-3.99)	-0.0791*** (-3.96)	-0.0848*** (-4.40)
<i>INV_DUM(+)</i>	0.0597*** (75.43)	0.0568*** (73.04)	0.0594*** (68.05)	0.0564*** (65.78)	0.0620*** (33.14)	0.0593*** (32.32)
<i>PPE(+)</i>		0.0395*** (11.19)		0.0395*** (9.89)		0.0465*** (6.16)
<i>CFS(+)</i>		0.00910*** (3.98)		0.00864** (2.97)		0.00915* (2.42)
<i>BETA(-)</i>		-0.0119*** (-6.51)		-0.0106*** (-5.01)		-0.0136*** (-3.75)
<i>CYCLE(-)</i>		-0.00654*** (-9.90)		-0.00700*** (-9.04)		-0.00641*** (-5.06)

³通常实证会计研究的拟合优度(R2)较小,本研究却在样本量不是很大的情况下取得了高达50%左右Adj.R2,我们认为原因有二,一是CSCORE和GSCORE本身构造机理造成的,CSCORE是企业负债率(LEV)、市价与账面值比(MTB)、资产规模(SIZE)的线性组合。而LEV,MB和SIZE本身也是影响企业投资规模的重要因素(见预期投资模型)。二是还有可能是由于针对期望投资模型残差项的过度投资和投资不足的定义有关。最后,为了避免多种共线性和机械相关性,本处回归模型的控制变量加入了除以上三个变量以外的其他可能影响企业投资规模的变量,他们分别是:固定资产比例(PPE)、经营现金流/收入(CFS)、现金流量风险(BETA)以及经营周期(CYCLE)。我们认为以上存在的问题不会实质上影响本文的基本结论。当把所有控制变量加入后,被解释变量依然显著,但是Adj.R2将达到90%以上。限于篇幅未报告。

<i>CONSTANT</i>	0.104*** (22.53)	0.126*** (20.84)	0.0448*** (9.35)	0.0882*** (13.18)	0.128*** (11.80)	0.155*** (11.85)
<i>F</i>	377.52	352.43	294.46	275.92	96.44	90.00
<i>Adj.R2</i>	0.5486	0.5786	0.5585	0.5892	0.5377	0.5700
<i>Year and Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>CSCORE</i> 回归系数分析						
过度投资(<i>ABINV</i> =1)				-0.074		-0.1868
投资不足(<i>ABINV</i> =-1)				0.0062		-0.0172
<i>N</i>	5887		4409		1478	

☆*t* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%上下做了WINSORIZE处理。

☆处理方法: 将期望投资模型估计出的残差值按从大到小排序并等分为四组, 最大值组为投资过度组, 定义为*INV_DUM*=1; 最小值组为投资不足组, 定义为*INV_DUM*=-1; 中间两组为基准组, 定义为*INV_DUM*=0

稳健性检验: 表7 控制权性质、会计稳健性*GSCORE*与投资规模(*CAIE*)的回归

<i>-GSCORE(exp.sign)</i>	全样本组		国有企业组		民营企业组	
	<i>CAIE</i>		<i>CAIE</i>		<i>CAIE</i>	
<i>-GSCORE(-)</i>	-0.952*** (10.93)	-0.500*** (5.66)	-0.865*** (8.64)	-0.363*** (3.55)	-1.603*** (8.43)	-1.326*** (7.10)
<i>-GSCORE*INV_DUM(-)</i>	-0.670*** (5.72)	-0.683*** (6.00)	-0.668*** (5.02)	-0.690*** (5.33)	-0.847** (3.14)	-0.830** (3.19)
<i>INV_DUM(+)</i>	0.0589*** (76.62)	0.0562*** (74.29)	0.0586*** (68.73)	0.0558*** (66.64)	0.0607*** (32.08)	0.0576*** (31.08)
<i>PPE(+)</i>		0.0383*** (10.86)		0.0383*** (9.62)		0.0458*** (6.05)
<i>CFS(+)</i>		0.0101*** (4.44)		0.00978*** (3.38)		0.0100** (2.66)
<i>BETA(-)</i>		-0.0126*** (-6.93)		-0.0111*** (-5.26)		-0.0147*** (-4.09)
<i>CYCLE(-)</i>		-0.00643*** (-9.63)		-0.00694*** (-8.87)		-0.00607*** (-4.76)
<i>CONSTANT</i>	0.105*** (22.64)	0.127*** (20.98)	0.0434*** (9.10)	0.0874*** (13.00)	0.129*** (11.84)	0.155*** (11.82)
<i>F</i>	377.99	351.95	296.58	276.75	95.43	89.10

<i>Adj.R2</i>	0.5489	0.5783	0.5603	0.5900	0.5351	0.5675
<i>Year and Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>-GSCORE</i> 回归系数分析						
过度投资(INV_DUM=1)				-1.053		-2.156
投资不足(INV_DUM=-1)				0.327		-0.496
<i>N</i>	5887		4409		1478	

☆*t* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%上下做了WINSORIZE处理。

☆处理方法: 将期望投资模型估计出的残差值按大到小排序并等分为四组, 最大值组为投资过度组, 定义为INV_DUM=1; 最小值组为投资不足组, 定义为INV_DUM=-1; 中间两组为基准组, 定义为INV_DUM=0

表8 控制权性质、会计稳健性与无效投资 (ABINVEST) 的Logistic回归

<i>CSCORE(exp.sign)</i>	全样本组		国有企业组		民营企业组	
	<i>ABINVEST=1</i>		<i>ABINVEST=1</i>		<i>ABINVRST=1</i>	
<i>CSCORE(-)</i>	-3.426*** (-10.75)	-2.397*** (-7.02)	-3.438*** (-9.19)	-2.482*** (-6.15)	-3.732*** (-5.79)	-2.821*** (-4.17)
<i>PPE(+)</i>		1.434*** (8.43)		1.575*** (8.04)		1.258*** (3.51)
<i>CFS(+)</i>		0.291* (2.43)		0.262 (1.71)		0.326 (1.69)
<i>BETA(-)</i>		-0.353*** (-3.76)		-0.337** (-3.01)		-0.374* (-2.13)
<i>CYCLE(-)</i>		-0.101*** (-3.30)		-0.0726* (-2.00)		-0.199*** (-3.41)
<i>CONSTANT</i>	0.134*** (4.61)	0.520** (2.59)	0.111*** (3.42)	0.272 (1.15)	0.224*** (3.34)	1.272** (3.29)
<i>LR CHI2</i>	119.01	292.87	86.76	222.01	34.69	84.06
<i>Pseudo R2</i>	0.0146	0.0359	0.0142	0.0363	0.0169	0.0410
<i>Year and Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5887		4409		1478	

☆*Z* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%上下做了WINSORIZE处理。

☆处理说明: 将预期投资模型得到的残差按大到小分成四等组(Portfolio), 最大和最小残差组定义为无效投资组(Abinvest group), 其ABINVEST=1, 中间两组为基准组(benchmark group), 其ABINVEST=0.

☆考虑到CSCORE构造是负债比例(LEV)、市值与账面值之比(MTB)、公司规模(SIZE)的线性组合以及无效投资(ABINVEST)的构造原理, 为减轻多重共线性和机械相关问题, 回归中没有包括以上三个变量以及

上三个变量高度相关的变量。当加入这些变量后，CSCORE依然显著。限于篇幅未报告

稳健性检验：表9 控制权性质、会计稳健性与无效投资 (ABINVEST) 的Logistic回归

<i>-GSCORE(exp.sign)</i>	全样本组		国有企业组		民营企业组	
	<i>ABINVEST=1</i>		<i>ABINVEST=1</i>		<i>ABINVRST=1</i>	
<i>-GSCORE(-)</i>	-29.98^{***} (7.24)	-11.85^{**} (2.65)	-31.86^{***} (6.55)	-14.24^{**} (2.69)	-29.08^{***} (3.34)	-14.50 (1.59)
<i>PPE(+)</i>		1.404 ^{***} (8.27)		1.526 ^{***} (7.82)		1.230 ^{***} (3.46)
<i>CFS(+)</i>		0.393 ^{***} (3.31)		0.388 [*] (2.56)		0.388 [*] (2.02)
<i>BETA(-)</i>		-0.448 ^{***} (-4.83)		-0.424 ^{***} (-3.84)		-0.498 ^{**} (-2.90)
<i>CYCLE(-)</i>		-0.114 ^{***} (-3.71)		-0.0827 [*] (-2.26)		-0.210 ^{***} (-3.60)
<i>CONSTANT</i>	0.0588 [*] (2.15)	0.620 ^{**} (3.09)	0.0418 (1.36)	0.361 (1.53)	0.112 (1.73)	1.354 ^{***} (3.52)
<i>Adj.R2</i>	53.22	250.07	43.59	191.06	11.25	68.95
<i>Pseudo R2</i>	0.0065	0.0306	0.0071	0.0313	0.0055	0.0337
<i>Year and Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5887		4409		1478	

☆Z statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%上下做了WINSORIZE处理.

稳健性检验：表10 控制权性质、会计稳健性 (Negative Accrual) 与投资规模的回归^{4 5}

<i>NACCRUAL(exp.sign)</i>	全样本组		国有企业组		民营企业组	
	<i>CAIE</i>		<i>CAIE</i>		<i>CAIE</i>	
<i>NACCRUAL(+/-)</i>	-0.0202[*] (-2.56)	0.0156[☆] (1.88)	-0.0183[*] (-2.03)	0.0158[☆] (1.66)	-0.0128 (-0.67)	0.0135 (0.71)
<i>NACCRUAL*INV_DUM(-)</i>	-0.0229[*] (-2.19)	-0.0186[☆] (-1.92)	-0.0220[☆] (-1.87)	-0.0198[☆] (-1.81)	0.0103 (0.35)	0.0182 (0.67)
<i>INV_DUM(+)</i>	0.0538 ^{***}	0.0500 ^{***}	0.0550 ^{***}	0.0510 ^{***}	0.0543 ^{***}	0.0501 ^{***}

⁴ 考虑到会计稳健性(*ACCRUAL*)的构造不同于 *GSCORE* 和 *CSCORE*, 这里控制了更多的解释变量, 其中包括: *CASH*, *SIZE*, *TOBIN'Q*, *LEV*, *HBRM* 以及 *LnAGE*

⁵ 标有星号的变量显著水平为 $P < 0.1$

	(28.10)	(27.64)	(23.35)	(22.91)	(15.65)	(15.31)
<i>PPE(+)</i>		0.0478*** (8.12)		0.0522*** (7.35)		0.0369*** (3.44)
<i>CFS(+)</i>		0.00952* (2.52)		0.00904 (1.75)		0.00965 (1.73)
<i>BETA(-)</i>		-0.00629* (-2.26)		-0.00573 (-1.69)		-0.00869 (-1.73)
<i>CYCLE(-)</i>		-0.00681*** (-6.53)		-0.00744*** (-5.83)		-0.00584** (-3.18)
<i>CASH(+)</i>		-0.00851 (-0.86)		-0.00830 (-0.70)		-0.0200 (-1.09)
<i>SIZE(+)</i>		0.0102*** (10.53)		0.00874*** (7.64)		0.0143*** (7.17)
<i>GROW(+)</i>		0.0165*** (6.02)		0.0196*** (5.71)		0.0125** (2.68)
<i>LEV(-)</i>		-0.0205*** (-3.96)		-0.0154* (-2.50)		-0.0344*** (-3.42)
<i>BHRM(+)</i>		-0.00275* (-2.12)		-0.00334* (-2.16)		-0.00195 (-0.80)
<i>LnAGE(-)</i>		-0.0147*** (-5.22)		-0.0143*** (-4.26)		-0.0144** (-2.68)
<i>CONSTANT</i>	0.0435*** (7.69)	0.0302* (2.16)	0.0578*** (8.64)	0.0449** (2.70)	0.0311** (3.02)	0.00554 (0.21)
<i>F</i>	160.99	133.90	123.17	101.37	40.06	33.89
<i>Adj.R2</i>	0.5265	0.6002	0.5347	0.6054	0.4941	0.5781
<i>Year and Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2303		1702		601	

☆*t* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%上下做了WINSORIZE处理。

☆由于采用企业连续三年的ACCRUAL均值计算会计稳健性，使得本文的总样本观测数从5887个降低到2303个，所以无法在相同的样本规模下同时进行CSCORE和NACCRUAL指标的检验。但基本结论无实质改变。

表11 控制权性质、会计稳健性(CSCORE)与公司价值

<i>CSCORE(exp.sign)</i>	模型1	模型2
	<i>TOBINS'Q</i>	<i>TOBINS'Q</i>
<i>CSCORE(+)</i>	0.707^{***} (11.98)	0.660^{***} (9.85)
<i>CSCORE*OWNER_DUM(+)</i>		-0.0667 (-0.55)
<i>OWNER_DUM(+)</i>		0.0876 ^{***} (6.99)
<i>CAIE(+)</i>	0.180 [*] (2.23)	0.144 (1.79)
<i>PPE(+/-)</i>	-0.102 ^{**} (-3.02)	-0.0951 ^{**} (-2.84)
<i>CFS(+/-)</i>	-0.0108 (-0.55)	-0.0114 (-0.58)
<i>BETA(-)</i>	-0.226 ^{***} (-14.47)	-0.222 ^{***} (-14.28)
<i>CYCLE(+)</i>	0.0450 ^{***} (7.67)	0.0413 ^{***} (7.07)
<i>CASH(+)</i>	0.182 ^{***} (3.46)	0.163 ^{**} (3.10)
<i>LnAGE(+)</i>	0.108 ^{***} (11.47)	0.112 ^{***} (11.90)
<i>CONSTANT</i>	0.922 ^{***} (15.58)	0.924 ^{***} (15.69)
<i>F</i>	94.20	90.39
<i>Adj.R2</i>	0.2754	0.2831

<i>Year and Industry</i>	控制	控制
<i>N</i>	5887	

☆*t* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%上下做了WINSORIZE处理。

☆国有企业OWNER_DUM=0; 非国有企业OWNER_DUM=1。

稳健性检验: 表12 控制权性质、会计稳健性(Negative Accrual)与公司价值

<i>NACCRUAL(exp.sign)</i>	模型1 <i>TOBINS'Q</i>	模型2 <i>TOBINS'Q</i>
<i>NACCRUAL(+)</i>	0.650^{***} (10.68)	0.570^{***} (8.58)
<i>NACCRUAL*OWNER_DUM(+/-)</i>		0.236 (1.60)
<i>OWNER_DUM(+/-)</i>		0.0720 ^{***} (3.79)
<i>CAIE(+)</i>	0.293* (2.46)	0.297* (2.50)
<i>PPE(+/-)</i>	0.0586 (1.25)	0.0537 (1.15)
<i>CFS(+/-)</i>	-0.0371 (-1.26)	-0.0376 (-1.28)
<i>BETA(-)</i>	0.0173 (0.80)	0.0169 (0.79)
<i>CYCLE(+)</i>	0.0362 ^{***} (4.44)	0.0340 ^{***} (4.17)
<i>CASH(+)</i>	0.164* (2.20)	0.176* (2.38)
<i>LnAGE(+)</i>	0.146 ^{***} (6.61)	0.151 ^{***} (6.82)
<i>CONSTANT</i>	0.741 ^{***}	0.719 ^{***}

	(6.91)	(6.71)
<i>F</i>	27.09	25.58
<i>Adj.R2</i>	0.1923	0.1971
<i>Year and Industry</i>	控制	控制
<i>N</i>	2303	

☆*t* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, 为了控制极值对研究结论的可能影响, 所有变量均在1%和99%上下做了WINSORIZE处理。

☆国有企业OWNER_DUM=0; 非国有企业OWNER_DUM=1。

参考文献

- [1]ANWER S.AHMED, BRUCE BILLINGS, MARY S.HARRIS and RICHARD M.MORTON, Accounting Conservatism and Cost of Debt: An Empirical Test of Efficient Contracting, 2000 SSRN working paper.
- [2]ANWER S.AHMED et.al. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs? The Accounting Review[J], Vol.77, No.4 October 2002 PP.867-890.
- [3]BALL.R AND SHIVAKUMAR.R. Earning Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness, Journal of Accounting and Economics [J], 2005.39,83-128.
- [4]BUSHMAN.R.M, PIOTROSKI.J and SMITH.A.J. Capital allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses, Working Paper[J],2007.1-54.
- [5]BLANCHARD.O.J.,LOPEZ-DE-SILANES.F.,SHLEIFER.A. What do Firms do With Cash Windfalls, Journal of Financial Economics[J], 36(1994)337-360.
- [6]DAN GIVOLY, CARLA K.HAYN, ASHOK NATARAJAN. Measuring Reporting Conservatism, The Accounting Review[J], Vol 82, No.1 2007.65-106.
- [7]DAN GIVOLY, CARLA HAYN. The Changing Time-series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservatism? Journal of Accounting and Economics[J], 29(2000)287-320.
- [8]DITTMAR.A.,MAHRT-SMITH.J. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, Journal of Financial Economics[J], 83(2007)599-634.
- [9]GARY C.BIDDLE, GILLES HILARY, Accounting Quality and Firm-level Investment, The Accounting Review, Vol.81, No.5 2006.963-982.
- [10]GUAY.W., R.VERRECCHIA. Conservative Disclosure, Working Paper, University of Pennsylvania.
- [11]HARFOLD.J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions, Journal of Finance[J], 54(1999)1969-1997.
- [12]JIEYING ZHANG. The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers, Journal of Accounting and Economics[J], 45(2008)27-54.
- [13]JENSEN.M.. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review[J], 76(1986)323-329.
- [14]KHANNA.T, PALEPU.K. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Market, Journal of Finance[J], 55(2000)867-892.
- [15]KHANNA.T, YAFEH.Y. Business Groups in Emerging Markets: Paragons and Parasites?, Journal of Economic Literature [J], June 2007,331-372.
- [16]KIM.C., MAUER.D., SHERMAN.A. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis[J], 33(1998)335-359.

- [17]MYERS.S.C. Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics[J], 5(1977)147-175.
- [18]M.C.JENSEN AND W.H.MECKLING. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics[J],Vol 3,No.4 305-360.
- [19]MOZAFFAR KHAN, ROSS L.WATTS, Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Conservatism, SSRN working paper 2007.
- [20]MCNICHOLS.M.F., S.R.STUBBEN, Does Earning Management Affect Firms' Investment Decision? The Accounting Review[J], 83(2008)1571-1653.
- [21]OPLER.T., STULZ.R., WILLIAMSON.R. Do Firms with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash, Journal of Financial Economics[J], 52(1999)3-46.
- [22]PINNUCK.M., A.M.LILLIS Profit versus losses: Does Reporting an Accounting Loss Act as a Heuristic Trigger to Exercise the Abandonment Option and Divest Employees, The Accounting Review[J], 82(2007)1031-1053.
- [23]RYAN LAFOND, ROSS L.WATTS, The Information Role of Conservatism, The Accounting Review[J], Vol.83, No.2 April 2008, 447-478.
- [24]RICHARDSON.S. The Overinvestment of Free Cash Flow, The Review of Accounting Studies[J], (2006)11:159-189.
- [25]SUDIPA BASU. The Conservatism Principle and The Asymmetric Timeliness of Earnings, Journal of Accounting and Economics[J], 24(1997)3-37.
- [26]SUGATA ROYCHOWDHURY, ROSS L.WATTS.Watts, Asymmetric Timeliness of Earnings, Mark-to-book and Conservatism in Financial Reporting , Journal of Accounting and Economics[J], 44(2007)2-31.
- [27]STEPHEN H.PENMAN, XIAO JUN ZHANG., Accounting Conservatism, The Quality of Earnings and Stock Returns, The Accounting Review[J], Vol.77, No.2 April 2002,237-264.
- [28]SHIN.H., PARK.Y.S Financing Constraints and Internal Capital Market: Evidence From the Korean Chaebols, Journal of Corporate Finance[J], 5(1999)169-191.
- [29]XI LI, Accounting Conservatism and Cost of Capital: International analysis, 2009 SSRN working paper.
- [30]朱茶芬,李志文. 国家控股对会计稳健性的影响研究,《会计研究》[J],2008年5月。
- [31]杨华军,胡奕明. 制度环境与自由现金流量过度投资,《管理世界》[J],2007年第9期。
- [32]何贤杰,朱红军,陈信元. 政府的多重利益驱动与银行的信贷行为,《金融研究》[J],2008年第6期。
- [33]朱凯,万华林. IPO管制的外部性:基于债务融资的视角,上海财经大学会计学院工作论文,2009年。

Ownership Property, Conditional Accounting Conservatism and Investment Efficiency-Further Evidences from Chinese Capital Market

SUN Gang^{1,2}

(1.School of Economics & Management, Ningbo University of Technology, Zhejiang, 315211;

2.School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200439)

Abstract: Base on the Khan-Watts CSCORE(2007) and Givoly and Hayn(2000) negative accruals methods of measuring accounting conservatism, the paper examines the association of conservatism

and investment efficiency between firms with different ultimate ownership for year between 2001-2006 A-share firms. The findings indicate that controlling for relevant variables (1)accounting conservatism has constraining impact on inefficiency investment, which significantly enhance firm's value. The higher for firm-year conservatism, the lower level and probability for inefficiency investment; (2) the economic significance of accounting conservatism on overinvestment for SEOs is lower and for underinvestment higher than that for Non-SEO. In additional, the paper provide further evidence for the construct validity of market-based CSCORE and accrual-based negative accruals measures in Chinese capital market.

Keywords: ultimate ownership; accounting conservatism; investment efficiency; CSCORE; negative accruals

作者简介: 孙刚 (1977-), 男, 汉族, 上海财经大学会计学院在读博士生, (浙江)宁波工程学院经管学院讲师, 研究方向: 会计信息与公司治理、财务管理与制度经济