会计稳健性与企业投资行为研究

——来自中国上市公司的经验证据

张晓裴

摘要: 稳健的会计信息有助于公司辨别投资机会,降低信息不对称(LaFond and Watts, 2007),并且具有抑制经理人机会主义行为的治理作用(Watts, 2003),能够有效地优化投资行为,提高稀缺资源利用效率。因此,本文从会计信息的估值作用、契约有用性出发,以会计稳健性为切入点,研究了会计稳健性与公司投资行为之间的关系,并且结合我国的制度背景和公司治理结构对此问题进行深入的分析,得出以下结论:稳健的会计信息能够起到优化公司投资的作用,而且在市场化程度高的地方,或者独立董事比例高的企业中,稳健性优化投资的作用更明显。

关键词: 会计稳健性 投资行为 制度环境 独立董事

一、引言

随着企业规模的扩大,企业的所有权与经营权分离,股东通过董事会参与重要决策,企业的日常经营主要由职业经理人完成,但是经理人自利的本性使得经理人实际经营中会做出不利于企业价值最大化的决策,比如进行无效率投资以增加自己控制的资源而不管此项投资是否有利于增加股东和债权人的财富(Jensen and Meckling, 1976)。而有效的投资意义重大,投资效率是企业成败的关键也是推动国家经济增长的主要因素。

会计信息对企业投资行为产生重要影响。会计信息的估值功能和订约功能,对缓解逆向选择和代理人问题具有重要作用。通过会计信息及时、充分、可靠的披露,企业外部的投资者了解企业的经营状况,增强了投资者对证券市场的信心。投资者积极参与证券的买卖,形成对证券合理的定价,提高了证券市场的流动性,有效地将稀缺资源从效率低的企业撤出并配置到效率高的企业,并且愿意接受较低的资本回报,促进稀缺资源流向最有生产潜力的企业,增进社会福利。稳健的会计信息要求及时确认损失,削弱了经理人试图掩盖损失的能力,对收益要求更严格的确认标准,降低了经理人试图高估收益的可能。可见,稳健性降低了经理人操纵会计数字的动机和能力,减弱信息不对称(LaFond and Watts, 2007),从而能更多地披露公司信息降低公司的资本成本。

会计信息是事前明确职责和判断责任风险,事中执行、落实监督责任,事后根据履约情况参与分配的度量依据(Watts and Zimmerman, 1986)。会计核算过程和结果对各契约方的利益具有重大影响。会计信息尤其是稳健的会计信息是委托人了解企业经营状况、降低信息不对称(LaFond and Watts, 2007)、引导经理人行为、控制道德风险的重要机制,也是企业其它治理机制的重要基础(Bushman and Smith, 2001)。因此稳健性受到各契约方的关注,稳健性在债务契约、经理报酬契约等在内的许多组织内部合约中都扮演着重要的角色。

本文的结构如下:第二部分回顾了主要相关文献,第三部分是理论分析、研究假说,第四部分给出了研究设计,第五部分是实证结果、敏感性检验,最后是对全文的总结。

二、文献综述

Modigliani和Miller(1958)指出,“公司投资的截止在任何情况下都是资本化率(预期

收益率)，并且完全不受融资的类型的影响”但是，MM理论只存在于一个信息完全对称的理想世界中。如果考虑信息不对称和代理问题，那么MM关于最优投资规模独立于融资的观点就显然不成立了。

非效率投资主要是指未实现企业价值最大化(股东价值与债权人价值之和)的投资规模，主要指投资不足和过度投资两类。投资不足主要源于股东-债权人冲突，过度投资主要源于股东-代理人冲突。非效率投资还包括多样化投资行为理论、敲竹杠损失理论、工资扭曲引起的投资短视行为理论等等。

在实证研究方面，Jensen(1993)论证了扩张偏好会促使管理者将所有的资金用于投资项目，这就使投资的现金流敏感度能很好地反映企业管理者过度投资的倾向，并对美国1979-1990年间452家企业研究发现，25%以上的企业市场价值与资本支出、研发费用之间呈负相关关系，可能是企业现金流的过度投资。Denis(1997)等发现CEO持股比例的提高产生了经理的内在激励，显性报酬的增加抵消了多样化投资获得隐性租金和其它有关私人利益的效应；与此相反，Anderson(2000)等研究了CEO持股比例较低的公司，发现多样化投资特征明显。Servaes(1996)发现美国60年代多样化企业存在价值折扣现象。Dechow和Sloan(1991)发现CEO人为削减研发费用以提高以当前盈余为基础的薪酬。Chevalier和Ellison(1999)发现经理年龄越大，研发费用支出越高，短视行为越少，从而证实了工资扭曲理论。

近年来，许多人认为在我国的上市公司中，存在着投资效率和效益低下、过度投资严重等问题。这些现象引起了国内学者的浓厚兴趣，出现了不少关于企业投资问题的研究文献。总体上看，这些研究大多是在直接借鉴国外研究成果的基础上，检验企业是否存在过度投资及其影响因素。少部分的研究则开始结合我国特殊的制度背景，考察上市公司股权性质和股权结构对企业投资行为的影响。

潘敏、金岩(2003)从理论上研究了信息不对称及我国特殊股权制度安排下企业过度投资的可能性，发现在信息不对称和上市企业特殊股权制度安排同时存在的情况下，信息不对称因素导致的新股东在项目投资后企业资产价值中的分配比例越低，企业过度投资发生的可能性越大；同样地，我国股权制度安排导致的股东目标差异越大，企业过度投资发生的可能性也越大。文守逊和杨武(2003)从信息不对称出发分析了短视代理人的投资行为。他们将Bebchuk和Stole(1993)的模型一般化，他们发现只有当经理比股市拥有更多关于长期项目而不是关于短期项目的信息时，对长期项目的过度投资才会出现。童盼和陆正飞(2005)利用1999年深沪两市的非金融行业的上市公司的数据实证了负债融资及负债来源对企业投资行为的影响。其结果表明：负债比例越高的企业，企业投资规模越小，且两者之间的相关程度受新增投资项目风险与投资新项目前企业风险大小关系的影响。童盼和支晓强(2005)运用蒙特卡罗模拟法检验表明，公司股东-债权人利益冲突会导致企业的过度投资。童盼(2005)则发现，我国上市公司中，短期负债的代理成本高于长期负债，更容易引起投资过度或投资不足。童盼和支晓强(2005)运用蒙特卡罗模拟法检验表明，公司股东-债权人利益冲突会导致企业的过度投资。童盼(2005)则发现，我国上市公司中，短期负债的代理成本高于长期负债，更容易引起投资过度或投资不足。何进日和周艺(2004)从企业的融资约束出发，研究了股权融资和债务融资是如何影响企业的投资决策的，他们认为债务融资虽然不能完全消除企业过度投资的行为，但是它能提高企业的投资决策点，从而在抑制企业过度投资和非效率投资方面发挥着作用。

上述研究分别从信息不对称角度和我国特殊的制度背景研究了我国的非效率投资行为，但很少文献研究会计信息系统对投资行为的影响，本文试从会计稳健性的角度分析会计信息系统对投资行为的影响。

三、理论分析、研究假说

（一）理论基础

根据有效证券市场理论，会计之所以存在的理论上的基本原因——信息不对称，无论是因控制逆向选择而衍生的估值作用还是为控制道德风险而衍生的订约作用。

投资反映了股东和债权人对未来企业业绩的预期，但是这些预期一般建立在评价且过去业绩的基础上。当企业外部的投资者在假定没有信息披露或信息披露不足、虚假披露的情况下出现逆向选择的情况下，会计信息的作用则在于通过充分、及时的披露向外部投资者传递有助于其决策的内部信息，以提供一种“平等的交易环境”（Scott, 2006），从而控制逆向选择问题，可以吸引更多投资者参与到证券市场，也可以降低资本成本。

现代契约理论认为企业的本质是“若干契约的结合”（Jensen and Meckling, 1976）。企业没有明确的目标，诸如最大限度赚取利润。相反，企业被视为一群有自身利益的个人的集合，这些人认识到，其自身利益取决于企业在与其它企业的竞争中是否成功。并且只是这些个人才有目标，这就最大限度地牟取自身利益¹。组成企业的每个人都为企业的生产过程提供某种投入（人工、管理技能、资本、原材料和技术等）。“自利”的各方均存在转移财富的动机，为限制利益冲突，人们便签订契约来具体规定在每种可能情况下每个个体享有公司产出的特定权利（亦即每个人的产权）。契约不会减少利益冲突的代理成本，除非签约各方能够确定契约是否被违反。因此，人们还需要对这些契约进行监督，会计数据在签订、监督各种契约中扮演着重要角色（债务契约，管理人员薪酬契约等等）（Watts and Zimmerman, 1986）。会计信息旨在减少代理成本的公司契约中得到了运用，桑德总结了会计在企业契约中的五种功能：（1）计量各契约主体投入的资源贡献；（2）计量相应的利益分配；（3）报告契约履行信息；（4）向潜在的契约买方传递关于每一种契约地位权利、义务及获利能力信息，以帮助维持契约地位市场的流动性；（5）提供重新商谈契约所需要的共同知识。

随着企业规模的日益扩大，股东逐渐将日常经营交给职业经理人，最终导致了经营权与所有权分离现象，同时也产生了委托代理问题（Berle, Means, 1932）。现代经济学通常将委托代理理论视为一种契约，在这种契约下，委托人（Principal）授权代理人（Agent）为委托人的利益而从事某些活动，其中包括授予代理人某些决策权力。然而，理性的经理人追求的是自身利益而非股东和公司的利益最大化，经理人不完全按照委托人的利益目标行事，甚至会利用委托人授予的权力，以损害委托人的利益为代价，增加自身的效用。由于契约的不完备性和信息不对称，委托人不可能预期和监视到经理人的所作所为，这就产生了所谓的代理人问题，代理成本²也随之产生。委托-代理问题通常包括以下几种情况：在职消费、次优投资决策、MBO、信息不对称、自由现金流量。

（二）研究假说

企业被看作是“契约的集合”，企业的各相关方在维护自己的利益时不可避免地产生利益冲突，因此各方会签订契约以明确规定各自的特定权利，但契约本身并不能消除利益冲突，契约必须被监督以确保被遵守。会计在签订契约及监督契约的过程中都发挥了重要作用，即会计的订约功能（contracting role, Watts and Zimmerman, 1986）。另外，会计信息可以向外部投资者提供公司相关信息，降低信息不对称，努力解决“逆向选择”问题，即会计信息的估值功能（valuation role）。高质量的会计信息通过辨别投资机会、强化治理机制以及降低信息不对称三条渠道，能够有效地提升整个经济的投资效率（Bushman and Smith, 2001）。

¹企业内部的个人按照其自身利益而行动可追溯至亚当·斯密（1776）以及伯利、明斯（1932）。该假设也曾被西蒙（1959）和威廉姆森（1964）及其他经济学家所采用。

²代理成本包括三部分内容：委托人的监督支出、代理人的保证支出、剩余损失（Jensen and Meckling, 1976）。

稳健性是高质量会计信息的重要特征。稳健性要求及时的确认损失、以更严格的标准确认收益，能够有助于公司辨别投资机会，降低信息不对称，缓解委托代理问题，能起到有效的治理机制作用。

首先，稳健性有助于公司辨别投资机会。比如，公司在考虑是否投资某一项目时，会参考其他已进行投资的公司的财务信息(Bushman and Smith, 2001)，若其他公司运用稳健性原则得出的盈余尚可盈利，表明这是一项可以盈利的项目。另外，稳健的会计信息降低了信息不对称，可以提高股价的信息含量，使得股票收益更有效地传递公司的营运状况，也间接地有利于公司辨别投资机会。

第二，稳健性能够降低信息不对称，吸引更多的投资者并降低资金成本，有利于公司进行长期投资。稳健性要求及时确认损失，削弱了经理人试图掩盖损失的能力，更多的关于损失的会计信息得以及时反映；而且，稳健性对收益要求更严格的确认标准，降低了经理人试图高估收益的可能。可见，稳健性降低了经理人操纵会计数字的动机和能力，减弱信息不对称(LaFond and Watts, 2007)，从而能更多地披露公司信息降低公司的资本成本。另外，由于稳健性对收益采取较高的确认标准，稳健的会计信息可以成为证券市场其他来源消息的衡量标准，有利于改善了信息环境(LaFond and Watts, 2007)，起到吸引投资者的作用。

第三，稳健性可以通过契约作用约束经理人的机会主义支付行为，即使这些机会主义行为与投资无直接的关系。这些机会主义支付行为包括将债权人财富以分发过量股利的形式转移给股东和经理人通过分红计划将股东财富转移给自己。稳健性不对称的损失、收益确认标准会导致下偏的会计盈余及净资产价值，使债权人较大可能的收回自己的资金；保守的净资产数字也可以限制经理人发放过量股利的冲动。稳健的盈余数字降低了经理人通过分红计划侵蚀股东财富的基数。股东与经理人之间、债权人与经理人之间通常签订契约以明确各自的产权，缓解代理问题，稳健的会计信息可以提高契约的有效性(Watts, 2003a)，这有利于取得债权人及股东的信任，降低他们的估计风险和监督成本，愿意接受较低的资本回报(Scott, 2006)。这有利于公司进行长期投资及进行新技术开发，使公司避免出现投资不足的情况。另一方面，由于稳健性削弱了经理人操控会计数字的能力，可以使得经理人的精力、时间从花费在自利行为上转移到思考如何提高公司价值上，有利于降低代理成本，最终提高企业各方的回报。

第四，稳健性的治理作用可以对非效率投资行为产生直接的影响。稳健性要求及时确认损失，这有利于股东及债权人及时了解投资项目的盈亏状况，发挥稳健性的治理作用，约束经理人的非效率投资行为。经理人倾向于增加自己的可控制资源，以增加自己的在职消费或者提高自己在经理人市场的价值。稳健性的及时确认损失这一标准，可以使经理人与股东及判断项目的盈亏，在事前通过判断项目的盈亏情况，可以做出明智的决策是否投资；在事后，如果债权人和股东一旦发现已投资项目的亏损情况会及时介入，接管经理人对公司的控制，或者要求经理人停止向亏损项目的继续投资并完全撤出投资。而且，稳健性要求及时的确认损失，会使得项目损失情况在经理人的任期内得以较全面反映，若公司的经营状况太差则会影响经理人的声誉，经理人市场也会对经理人的无效率投资行为形成约束。

稳健的盈余信息可以及时地反映损失，较早地暴露投资效率低下的问题，为外部股东提供信息为其他的治理机制的正常运转提供必要的、基础的信息(Holthausen and Watts, 2001)。同时，稳健性还可以发挥自身的治理作用，约束经理人的机会主义行为。因此，预期：

H1: 在其他条件一定的情况下，会计稳健性能够起到优化投资行为的作用。

Bushman 等(2004)发现，一国的公司会计信息质量与其政治、经济环境相关，而治理透

明度更多地取决于该国的法律/司法制度。尽管我国各地区间的法律、政治、经济制度可能没有差异，但是地区间市场化进程、政府干预程度和法制水平特征仍存在较大差异，从而使得会计信息的作用会随之变化。稳健性会计的经济后果也会因制度环境而有所差异。

位于市场化程度高的地区的公司，借贷行为主要是基于盈利为目的进行，而不像市场化低的地方，银行的贷款主要是地方政府的行政命令导致的（李扬等，2005）。在市场化高的地方，以银行为主要代表的债权人会增强对企业投资行为的监督，提高对企业会计信息的重视程度，稳健的会计信息能够及时反映企业投资行为的问题，而且有效地降低了债权人的信息成本和监督成本，债权人发挥治理作用的机制更加顺畅；经济市场化的提高，意味着行政干预的减少，政府会约束自己的行为，公司不太可能成为寻租的对象，企业各方预期自己得到的投资回报会较高，进行有效投资的动机更强，可以更好的享受稳健的会计信息能降低资本成本等优势；法制水平高，产权保护的外部机制较健全，稳健的会计信息能够及时反映企业的运营情况，股东、债权人等的监督成本更低，监督动机也更强烈，股东、债权人出于保护自己利益的目的能够更及时地制止企业的非效率投资行为；稳健性能够及时反映项目的盈亏情况，如果经理人进行自利的机会主义行为，发达的经理人市场也能及时察觉到并会有一些较为可信的惩罚，迫于此，经理人会约束自己的机会主义行为。因此，预期：

H2：在其他条件一定的情况下，在市场化程度高的地方，稳健性优化投资行为的效果更好。

独立董事是现代企业内部治理机制的核心。董事会有责任监管公司财务报告的质量。我国《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》要求，在2003年6月30日前独立董事的比例必须达到三分之一。本文认为，在独立董事比例高的上市公司中，考虑自己的社会声望，独立董事会积极参与公司的经营决策，并且具有专业知识背景的独立董事能够有效发挥其作用：当经理层由于非效率投资行为导致违反相关的契约条款时，董事会能够代表全体股东的利益，对这种损害股东价值的行为进行及时制止。Beasley (1996) 研究发现，公司外部董事的比例越大、独立董事越多，发生财务报告舞弊的可能性就越小。Peasnell 等(1998) 和 Chtourou 等(2001) 发现，外部董事比例越高越能够抑制公司的盈余管理行为。杜兴强、温日光(2007) 发现，加强董事会的工作效率有利于提高会计信息质量。

当董事会独立性高的时候，稳健性更能发挥辨别投资机会、降低信息不对称、抑制经理人机会主义行为治理作用的机制更加顺畅。稳健的会计信息是董事会审批投资决策的重要依据，而且由于稳健性削弱了经理人操控会计数字的动机和能力，董事会作决策时依据的会计信息质量更高，在投资前评判投资决策是否符合股东财富最大化时，独立性强的董事会做出的决定更合理，能起到保护股东尤其是中小股东的利益。若在投资后由于经济形势的变化而引起的投资环境的恶化使得投资项目转盈为亏时，稳健的会计信息能够使董事会掌握及时的关于投资项目的信息，独立董事比例高的董事会更能够代表全体股东的利益，对这种损害股东价值的行为进行及时制止，同时可以遏制管理层进行财务舞弊的动机和行为。从以上分析中可以看出，当董事会独立性高的时候，稳健性发挥优化投资行为的机制更加顺畅。

H3：在其他条件一定的情况下，独立董事在董事会中所占的比重越高，稳健性优化投资行为的效果更好。

下图是本文的逻辑结构图：

四、研究设计

（一）主要变量

1、公司投资的衡量

尽管目前实证研究中度量特定公司投资效率的指标包括平均托宾 Q 比例、资本成本以及资本成本与投资报酬率之比等，但是目前越来越广泛应用且直接、全面来衡量特定公司投资效率的指标主要包括边际托宾 Q 模型、Wurgler (2000) 模型和 Richardson (2006) 模型。Richardson (2006) 模型能够直接度量特定公司和年度的投资规模，且能避免边际托宾 Q 模型、Wurgler (2000) 模型估算样本的幸存性偏见。近来学者日益运用 Richardson (2006) 模型来研究会计信息、薪酬契约和治理机制对公司投资效率的影响（辛清泉等，2007；魏明海，柳建华，2007）。因此，本文亦采用 Richardson (2006) 来衡量公司层面的投资规模。模型如下：

$$Invs_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ret_{i,t-1} + \alpha_2 Grow_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Leverage_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Age_{i,t-1} + \alpha_7 Coninvs_{i,t-1} + \sum \beta Industry + \sum \gamma Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

2、投资机会的衡量

本文采用滞后一年的年度股票收益率、主营业务收入增长率和现金持有量表示投资机会。

有学者认为投资机会分为短期投资机会和长期投资机会 (Alty, 2003; 梅丹, 2005)。Alty (2003) 发现 Tobin' q 等以股价作为衡量投资机会的变量确实能够反映未来的投资机会，但在反映近期预期方面有很大噪音。而产量增长正是当前短期投资机会的反映，在竞争激烈的市场环境中，企业的产量增长表明销量增长以及未来的增长潜力，企业须为此增加投资支出，因此，本文采用主营业务收入增长率表示短期投资机会。

本文用滞后一年的年度股票收益率表示长期投资机会 (Barro, 1990; Lamont, 2000)。Lamont (2000) 详细解释了这一关系：当折现率降低时，股价上涨，公司决策层考虑到投资成本下降也会增加投资，因此，投资与滞后期的年度股票收益率正相关。Barro (1990) 认为滞后期的收益率是 Tobin' q 的主要决定因素。

Fazzari, Hubbard 和 Petersen (1988) 实证检验了投资规模对内部现金的敏感度，认为公司持有现金主要是因为信息不对称而导致的外部资本成本高，持有现金主要为了寻找投资机会。我国也有学者 (彭桃英, 周伟, 2006) 实证检验发现现金持有比例较高的公司业绩更好，支持了现金持有的权衡理论。因此，本文也将现金持有作为表示投资机会的变量。

因此，本文采用滞后一年的年度股票收益率、主营业务收入增长率和现金持有量表示投资机会。

3、稳健性的衡量

公司层面的稳健性衡量指标有：1. 基于权益账面价值与市场价值之比的度量方法 (Beaver and Ryan, 2000; Ahmed et al, 2002)。由于稳健性会造成权益账面价值的下偏，因此认为权益账面价值与市场价值之比越小越稳健。2. 基于应计项目的度量方法 (Givoly and Hyan, 2002; Ahmed et al, 2002)。如果会计及政策是中性的，那么每一期的盈余和现金流是相等的，不会形成应计 (Watts, 2003b)。稳健性要求及时反映损失，以更严格的标准确认收益，因此会形成负的应计，越负越稳健。3. 稳健性系数 CScore (Khan and Watts, 2007)。此系数源于 Basu 模型，但是可用来衡量公司层面稳健性水平并缓解样本缺失的问题。

Roychowdhury and Watts (2007) 认为会计计量的作用是确认各项资产及负债的单独价值，而非权益的价值，因此单单基于权益账面市价比的方法不合理。而且，权益的账面市价比也可以表示投资机会，噪音很大 (LaFond and Watts, 2007)。基于应计项目的度量方法常常会受到与稳健性无关的经济因素的影响，比如盈余管理等因素，也不够准确。因此，本文

选取 CScore 来衡量公司层面的稳健性。用以下方法计算会计稳健性：

$$E_t = \beta_1 + \beta_2 D + R_t(\mu_1 + \mu_2 Size + \mu_3 MB_t + \mu_4 Lev_t) + DR_t(\lambda_1 + \lambda_2 Size + \lambda_3 MB_t + \lambda_4 Lev_t) + \varepsilon \quad (4.2)$$

$$CScore = \lambda_1 + \lambda_2 Size + \lambda_3 MB_t + \lambda_4 Lev_t \quad (4.3)$$

我们首先在方程中估计出(4.2) λ_1 、 λ_2 、 λ_3 和 λ_4 的值，然后代入方程(4.3)中计算出稳健性系数 CScore。其中， R_t 是用 t 年 5 月至 t+1 年 4 月末的股票收益率计算后的年度收益率。 E_t 是 t 年的营业利润/t 年平均总资产。如果 $R_t < 0$ ，则 $D=1$ ，否则 $D=0$ 。Size 是公司总资产的自然对数值，MB 是公司价值的市价账面比，考虑到在样本期上市公司中还存在非流通股，在计算此变量时， $MB = (\text{非流通股} \times \text{每股净资产} + \text{流通股市场价值} + \text{债务总额}) / \text{资产总额}$ 。Lev 是企业的资产负债率，负债总额/总资产。

4、其他变量

(1) 独立董事比例 (Indir)：本文用董事会中独立董事所占的比重来衡量独立董事的比例。

(2) 市场化程度指标 (Market)：市场化程度指标 (Market) 采用樊纲和王小鲁(2007)的“中国市场化指数年度报告”中的市场化指数。

(3) 行业 (Industry)：按证监会的行业分类标准，将制造业继续划分为小类，由于传播与文化行业、制造业中的木材家具业、制造业中的其他类行业中的企业数目较少，因此将其并为一个行业，其他行业以大类为准，共 19 个行业。

(4) 年份 (Year)：为控制宏观经济的影响，引入了年份哑变量。

表 4.1 各变量定义

变量	变量定义
Cscore _{i,t}	t 年公司的稳健性系数
Invs _{i,t}	t 年投资规模，固定资产、长期投资 and 无形资产的净值改变量/固定资产
Ret _{i,t-1}	t-1 年年度收益率，t-1 年 5 月至 t 年 4 月按月度计算后的年度收益率
Grow _{i,t-1}	t-1 年主营业务收入增长率
Lev _{i,t-1}	t-1 年资产负债率
Age _{i,t-1}	t-1 年上市年限
Size _{i,t-1}	t-1 年资产规模，总资产的对数
Cash _{i,t-1}	t-1 年现金持有，(货币资金+短期投资)/总资产
Coninvs _{i,t-1}	t-1 年投资规模，固定资产、长期投资 and 无形资产的净值改变量/固定资产
Indir	董事会中独董比例。设为哑变量，若独董比例超过 1/3 则为 1，否则为 0
Market	市场化指数，当市场化程度大于等于中位数时，Market 则为 1，否则为 0

Year	年度哑变量，控制宏观经济影响
Industry	行业哑变量，控制行业差异影响

研究模型如下：

$$\begin{aligned}
Invs_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Cscore_{i,t} + \alpha_2 Ret_{i,t-1} + \alpha_3 Cscore_{it} \times Ret_{i,t-1} + \alpha_4 Grow_{i,t-1} \\
& + \alpha_5 Cscore_{it} \times Grow_{i,t-1} + \alpha_6 Cash_{i,t-1} + \alpha_7 Cscore_{it} \times Cash_{i,t-1} + \alpha_8 Leverage_{i,t-1} \\
& + \alpha_9 Age_{i,t-1} + \alpha_{10} Size_{i,t-1} + \alpha_{11} Coninvs_{i,t-1} + \sum \beta Industry + \sum \gamma Year + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

（二）样本选择、数据来源和样本描述

1、样本选择

本文选取我国沪、深股市 2003-2005 年 A 股上市公司作为实证研究样本，并按照以下原则选择样本：

- ore = （1）有完整的市场交易数据；
- （2）剔除金融类公司（银行和非银行的金融机构）的观测值。
- （3）排除当年 IPO 的公司以及 ST 公司。
- （4）排除个别变量缺失数据的样本。

经过以上选择过程，我们最终确定的有效观测为 2554 个，其中，按照因变量的年度统计为 2003 年 764 个，2004 年 860 个，2005 年 930 个。

2、数据来源

本文中上市公司的会计数据和公司治理数据来自 Wind 数据库和深圳国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR 财务数据库查询系统；各省（自治区、直辖市）市场化指数数据来自《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年度报告》（樊纲、王小鲁等，2007）。本文的数据按照 3% 进行 Winsorize。

（三）主要变量的描述性统计

表 4.2 给出了各变量的描述性统计。分别报告了个变量的样本数量、均值、标准差、最大值、3/4 分位数、中位数、1/4 分位数、最小值。其中，Market、Indir 为哑变量，其他为连续变量。

表 4.2 主要变量的描述性统计结果

	样本数	均值	标准差	最大值	75 分位数	中位数	25 分位数	最小值
Invs	2554	0.048975	0.001834	0.344921	0.09125	0.030155	-0.01057	-0.13326
CScore	2554	0.048118	0.004832	0.834183	0.192733	0.068282	-0.08211	-0.70302
Ret	2554	-0.20677	0.004623	0.483995	-0.0735	-0.23247	-0.375	-0.65779
Grow	2554	0.236171	0.007102	1.573091	0.384164	0.181272	0.032662	-0.40637

Cash	2554	0.161657	0.002027	0.444346	0.221067	0.136263	0.084403	0.018709
Leverage	2554	0.483005	0.003417	0.871266	0.614247	0.489206	0.361374	0.131858
Age	2554	6.088097	2.803471	12	8	6	4	1
Size	2554	21.21813	0.016155	23.26963	21.73577	21.14138	20.6473	19.6406
Coninvs	2554	0.062408	0.001906	0.354733	0.109181	0.040971	-0.00285	-0.11713
Market	2554	0.509005	0.50002	1	1	1	0	0
Indir	2554	0.815975	0.007669	1	1	1	1	0

从表 4.2 中我们可以看出,滞后一期的年度股票收益率 Ret 均值、中位数分别为-0.20677 和-0.23247,说明总体而言公司的股票回报为负,即投资机会不好。滞后一期的投资 Coninvs 的均值、中位数为 0.062408 和 0.040971,都大于每年投资 Invs 均值、中位数分别为 0.048975 和 0.030155,说明平均来看,各样本公司在减少投资,这与年度收益率表明的投资机会不好是一致的。会计稳健性系数 CScore 的均值和中位数分别为 0.048118 和 0.068282,这两个数值都是大于零,这说明这些上市公司的会计政策是稳健。成长机会 Grow 最大值、最小值分别为 1.573091 和-0.40637,说明各样本公司的业绩相差甚远。现金持有均值中位数均超过 10%,远远高于欧美国家上市公司的比例(Kim, 1998; Ozkan, 2004)。资产负债比 Leverage 均值、中位数接近 50%。样本上市公司的平均上市年限超过 6 年,公司规模 Size 的最大、最小值分别为 21.21813 和 19.6406,可见公司规模差别不大。独立董事比例平均值为 0.815975,中位数为 1,比例很高,这主要因为我国《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》强制要求,在 2003 年 6 月 30 日前独立董事的比例必须达到三分之一。

(四) 主要变量之间的相关性检验

表 4.3 给出了主要变量之间的相关系数。本文同时报告了主要变量之间的 Pearson 与 Spearman 相关系数检验。其中,对角线以下是 Pearson 相关系数,对角线以上是 Spearman 相关系数。

滞后一期的年度收益率 Ret 与投资 Invs 的 Pearson、Spearman 相关系数分别为 0.2478068 和 0.2318768,并且在 1%的显著性水平正相关。即在不考虑其他变量的影响下,年度收益率能够很好地表示出投资机会的好坏。主营业务收入增长率 Grow 与投资 Invs 的 Pearson、Spearman 相关系数分别为 0.1068494 和 0.1689276,有学者把投资机会分为长期投资机会与短期投资机会(梅丹,2005),把主营业务收入增长率视为表示短期投资机会的变量,从上述相关系数可以看出短期投资机会也能很好地指导投资行为,这与 Alty (2003)的发现是一致的,但要低于滞后一期的年度收益率 Ret 与投资 Invs 的相关系数。现金持有 Cash 与投资 Invs 的 Pearson、Spearman 相关系数分别为 0.0846585 和 0.1070868,说明公司持有高额现金是为了寻找更好的投资机会,这与彭桃英、周伟(2005)的研究结论是一致的。公司规模 Size 与投资 Invs 的 Pearson、Spearman 相关系数分别为 0.0940335 和 0.1089869,公司规模越大,捕捉到投资机会的能力越强,投资支出往往越大,相关系数是符合预期的。上一年的投资 Coninvs 与投资 Invs 的 Pearson、Spearman 相关系数在 1%的显著性水平下为正,表明公司的计划投资支出是有连续性的,因为公司的一项投资项目通常需要几年完成,相关系数也是符合预期的。资产负债比 Leverage、上市年限 Age 都在 1%的显著性水平下与投资 Invs 负相关,符合预期。市场化程度 Market 与投资 Invs 的 Pearson、Spearman 相关系数分别为-0.039575 和-0.029477,前者在 5%的显著性水平下为负,后者在 10%的显著性水平下不显著,可见市场化程度与投资 Invs 的关系只从 Pearson、Spearman 相关系数来看难以以下结论。独立董事比例 Indir 与投资 Invs 的 Pearson、Spearman 相关系数分别为

0.0474442 和 0.0681356, 前者在 5%的水平下显著, 后者在 1%的水平下显著, 说明独立董事发挥了治理作用, 降低了代理成本, 起到了优化投资的作用。

4.3 Pearson 与 Spearman 相关系数检验

	Invs	CScore	Ret	Grow	Cash	Leverage	Age	Size	Coninvs	Market	Indir
Invs	1	-0.148637	0.2318768	0.1689276	0.1070868	-0.15881	-0.2183478	0.1089869	0.3367689	-0.029477	0.0681356
		<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	0.1364	0.0006
CScore	-0.117013	1	-0.084978	-0.033178	-0.213548	0.6581151	0.082639	-0.399385	-0.130503	-0.1168385	-0.002718
	<0.0001		<0.0001	0.0937	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001
Ret	0.2478068	-0.134093	1	0.1690586	0.0923956	-0.13596	-0.093343	0.1889253	0.150203	0.0329055	-0.001741
	<0.0001	<0.0001		<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	0.0964	0.9299
Grow	0.1068494	-0.015688	0.1703284	1	0.0529408	0.1060224	-0.089936	0.148178	0.2325842	0.0255511	0.054735
	<0.0001	<0.0001	<0.0001		<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	0.1968	0.0057
Cash	0.0846585	-0.21567	0.0715097	0.0339342	1	-0.305629	-0.1727717	-0.029224	-0.018148	0.1039123	0.0034584
	<0.0001	<0.0001	0.0003	<0.0001		<0.0001	<0.0001	0.1398	0.3593	<0.0001	0.8613
Leverage	-0.146266	0.6405289	-0.130665	0.1192902	-0.326546	1	0.207505	0.1466313	-0.044189	-0.0006889	0.0529691
	<0.0001	<0.0001	<0.0001	0.004	<0.0001		<0.0001	<0.0001	0.0255	0.9722	0.0074
Age	-0.190149	0.0654117	-0.09429	-0.058324	-0.192215	0.20488	1	0.0380894	-0.247023	0.1823813	0.0391143
	<0.0001	<0.0001	<0.0001	0.0032	<0.0001	<0.001		0.0543	<0.0001	<0.0001	0.0481
Size	0.0940335	-0.435227	0.2145806	0.0994013	-0.057046	0.1191556	0.0392925	1	0.1739443	0.1539816	0.0331444
	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	0.0039	<0.0001	0.0471		<0.0001	<0.0001	0.094
Coninvs	0.2789302	-0.117551	0.145387	0.1897028	-0.065003	-0.012029	-0.218451	0.1648891	1	-0.0702813	0.0943789
	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	0.001	0.5434	<0.0001	<0.0001		0.0004	<0.0001
Market	-0.039575	-0.12401	-0.03297	0.0145541	0.1046915	-0.010283	0.1896913	0.1559099	-0.071775	1	0.1390638
	0.0455	<0.0001	0.0958	0.4622	<0.0001	0.6035	<0.0001	<0.0001	0.0003		<0.0001
Indir	0.0474442	-0.007032	0.0101775	0.0430707	-0.000316	0.0561417	0.0402948	0.0277108	0.0881859	0.1156767	1
	0.0165	0.7224	0.6072	0.0295	0.9873	0.0045	0.0417	0.1615	<0.0001	<0.0001	

注：变量 Invs、CScore、Market、Indir 为 t 期数据，其余变量均为 t-1 期数据。

五、实证分析结果

(一) 实证结果

表 5.1 给出了本文 H1 的实证分析结果。

在对 H1 的检验中, F 值为 18.93, Adj-R² 为 17.88%, 说明 Richardson 模型对我国上市公司的投资规模决策具有很好的适用性。控制了行业和年度影响以后, 稳健性 CScore 和滞后年度收益率 Ret 交互项与投资规模 Invs 之间呈正相关, 相关系数为 0.08621, t 值为 2.99, 在 1%的水平上达到了显著。表明在投资机会好的时候, 若公司能同时很稳健, 则可享受到稳健性带来的益处, 如降低资本成本, 很好地抑制了经理人的自利行为, 起到了优化投资的作用; 投资机会不好的时候, 由于稳健性要求及时确认损失, 在事前能够起到抑制投资、事后及时从亏损项目中撤出的作用。可见, 稳健性起到了优化投资的作用。稳健性系数 CScore 与主营业务收入增长率表示的投资机会 Grow 系数为-0.0078, t 值为-0.38, 不显著, 与预期不符, 总体而言, 样本公司在作投资决策的时候不会考虑主营业务收入增长等近期投资机会的影响。稳健性系数 CScore 与现金持有 Cash 的系数为 0.12137, t 值为 1.82, 在 10%的显著性水平下为正, 表明现金持有比例高的公司, 稳健性有助于辨别投资机会, 抑制经理人的机会主义行为, 起到优化投资行为的作用。

从控制变量来看, 资产负债比 Leverage 的系数为-0.10399, t 值为-5.63, 符合预期, 这与 Lang、Ofek、Stulz(1996)的研究发现是一致的。债务比例通常表明企业面临的融资约束程度, 债务比例越高, 企业的融资约束越严重, 企业的投资支出会受到负面影响, 另一方面, 债务可以减少经理人支配的自由现金流, 起到抑制过度投资的作用(Stulz, 1990), 而且当公司投资效率不高的时候, 债权人可以接管公司, 进而保护投资者利益。上市年限 Age 的系数-0.00279, t 值为-4.2, 在 1%的显著性水平下为负, 符合预期, 公司的上市年限越长, 越趋于成熟, 规模扩张的动机往往不像规模小的公司那样强烈, 这与 Richardson(2006)的研究发现是一致的。公司规模 Size 与投资 Invs 的系数为 0.01092, t 值为 3.53, 公司规模大, 越能充分利用投资机会, 符号是符合预期的。上一年的投资 Coninvs 系数为 0.18162, t 值为 9.66, 在 1%的显著性水平下与投资 Invs 正相关, 说明公司的投资支出具有一定的连续性, 与 Richardson(2006)的研究发现是一致的。

表 5.1 对 H1 的回归结果

	预期符号	对 H1 的检验
Intercept	?	-0.13167 ^{**} (-2.14)
CScore	?	0.06297 ^{***} (2.77)
Ret	?	0.07825 ^{***} (8.28)
CScore*Ret	+	0.08621 ^{***} (2.99)

Grow	?	0.00821 (1.44)
CScore*Grow	+	-0.0078 (-0.38)
Cash	?	0.06259*** (3.43)
CScore*Cash	+	0.12137* (1.82)
Leverage	-	-0.10399*** (-5.63)
Age	-	-0.00279*** (-4.2)
Size	+	0.01092*** (3.53)
Coninvs	+	0.18162*** (9.66)
行业		控制
年度		控制
F 值		18.93***
Adj-R ²		17.88%
N		2554

注：因变量为每年投资水平 Invs。括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 下显著。因变量 Invs 和稳健性系数 CScore 为 t 期值，其余变量都为 t-1 期值。

表 5.2 给出了本文 H2 的实证分析结果。

在对 H2 的检验中，控制了行业和年度影响以后，在位于市场化程度低的地方的公司中，稳健性 CScore 与滞后年度收益率 Ret、主营业务收入增率 Grow、现金持有 Cash 的系数都不显著，稳健性没有起到优化投资的作用。相反，在位于市场化程度高的地方的公司中，稳健性 CScore 与滞后年度收益率 Ret 的系数在 1% 的显著水平下为正，稳健性 CScore 与主营业务收入增率 Grow 的系数不显著、稳健性 CScore 与现金持有 Cash 的系数为 1.62，P 值为 10.62%。在 SAS 中用 Test 检验结果表明在两组中稳健性 CScore 与滞后年度收益率 Ret 的系数的差异的 P 值分别为 11.99% 和 5.8%，本文认为实证结果表明有限强度的证据验证了市场化程度高的地方，会计稳健性发挥优化投资的效果更加明显，这是符合预期的。市场化程度高的地方比市场化程度低的地方有种种优势，比如政府干预较少、债权人发挥治理作用的机制更加顺畅、企业相关者的产权保护意识更强等等，这些优势更有利于稳健性

发挥优化投资的作用。

从控制变量来看，在两组中，资产负债比 Leverage 的系数都显著为负，这是符合预期的，在用了 Test 检验后，资产负债比 Leverage 的系数没有显著差别，表明资产负债比 Leverage 对投资的约束作用不受市场化程度的影响，这与李扬等人(2005)认为的市场化程度低的地方公司债务多是当地政府争取到进而债务不会对公司产生约束作用的发现不一致。在两组中，上市年限 Age 的系数符号为负，符合预期，尽管显著性不同，但通过是用 Test 检验，两个系数是没有差异的，即上市年限对投资的约束作用不受市场化程度高低的影响。在市场化高的地方，公司规模 Size 对投资系数在 5%的水平下是显著的，在用了 Test 检验后，发现公司规模 Size 的 P 值分别为 13.92%和 6.41%。同样的，在两组中，滞后期投资水平 Coninvs 的系数都显著为正，这是符合预期的，在用了 Test 检验后，滞后期投资水平 Coninvs 的系数没有显著差异，表明滞后期投资水平 Coninvs 对投资的促进作用不受市场化程度的影响。

表 5.3 给出了本文 H3 的实证分析结果。

在对 H3 的检验中，控制了行业和年度影响以后，在独立董事比例超过 1/3 的企业中，稳健性 CScore 与滞后股票收益率 Ret、主营业务收入增长率 Grow、现金持有 Cash 的系数分别是在 1%的显著水平下为正、在 10%的水平下不显著、和在 10%的水平下不显著，稳健性发挥了对投资的促进作用，但在独董比例较高的企业中，公司主要依据长期投资机会决定投资规模。在独立董事比例低于 1/3 的一组，稳健性 CScore 与滞后股票收益率 Ret、主营业务收入增长率 Grow、现金持有 Cash 交互项的系数在 10%的水平下都不显著，稳健性的促进作用没有得到发挥。而且，通过 Test 检验发现，在 5%的显著水平下，独董比例高的一组中，

表 5.2 对 H2 的回归结果

	预期符号	对 H2 的检验		用 Test 比较两组系数的 P 值	
		Market=0	Market=1	Market=0 与 Market=1 比较	Market=1 与 Market=0 比较
Intercept	?	-0.22055** (-2.24)	-0.06881 (0.87)		
CScore	?	0.0505 (1.44)	0.07692** (2.55)		
Ret	?	0.06036*** (4.24)	0.09979*** (7.76)		
CScore*Ret	+	0.04735 (1)	0.12114*** (3.11)	P=11.99%	P=5.8%
Grow	?	0.00325 (0.35)	0.01379* (1.91)		

CScore*Grow	+	-0.00646 (-0.2)	0.0007882 (0.03)		
Cash	?	0.05962** (2.07)	0.06454*** (2.67)		
CScore*Cash	+	0.07229 (0.67)	0.13776 (1.62)	P=54.61%	P=44.25%
Leverage	-	-0.11698*** (-4.05)	-0.09656*** (-4.02)	P=48.02%	P=39.57%
Age	-	-0.00206* (-1.77)	-0.00319*** (-3.89)	P=33.2%	P=16.83%
Size	+	0.01527*** (3.07)	0.00792** (2)	P=13.92%	P=6.41%
Coninvs	+	0.16351*** (5.97)	0.20011*** (7.59)	P=18.17%	P=16.54%
行业		控制	控制		
年度		控制	控制		
F 值		8.15	11.82		
Adj-R ²		15.03%	20.52%		
N		1254	1300		

注：因变量为每年投资水平 Invs。括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 下显著。因变量 Invs 和稳健性系数 CScore 为 t 期值，其余变量都为 t-1 期值。在做 Test 检验的过程中，Market=0 与 Market=1 比较时，Market=1 中的回归系数具体值位于 Test 语句等号右边被比较；Market=1 与 Market=0 比较时则反之。

稳健性 CScore 与滞后股票收益率 Ret 的系数显著高于独董比例低的一组的系数，独立董事比例较高的公司中，在投资前，能有效地利用稳健性带来的降低资本成本等优势，在事后，当稳健性反映了投资效率不高时，独立董事比例较高的公司能够及时纠正非优化的投资行为，说明董事会的独立性有助于发挥会计稳健性优化投资的作用。这是符合预期的。

表 5.3 对 H3 的回归结果

	预期符号	对 H3 的检验		用 Test 比较两组系数的 P 值	
		Indir=0	Indir=1	Indir=0 与 Indir=1 比较	Indir=1 与 Indir=0 比较
Intercept	?	0.07251	-0.18009***		

		(0.46)	(-2.64)		
CScore	?	-0.05276	0.08564***		
		(-0.82)	(3.48)		
Ret	?	0.07282***	0.07946***		
		(2.87)	(7.74)		
CScore*Ret	+	-0.0826	0.10811***	P=3.48%	P<0.01%
		(-0.92)	(3.4)		
Grow	?	0.00496	0.00811		
		(0.36)	(1.28)		
CScore*Grow	+	-0.00442	-0.00565		
		(-0.09)	(-0.25)		
Cash	?	0.09879**	0.05156**		
		(2.26)	(2.54)		
CScore*Cash	+	0.24358	0.09733		
		(1.39)	(1.34)		
Leverage	-	-0.01916	-0.1289***	P=1.02%	P<0.01%
		(-0.45)	(-6.2)		
Age	-	-0.00291*	-0.00281***	P=95.02%	P=89.51%
		(-1.76)	(-3.85)		
Size	+	-0.00111	0.01398***	P=4.94%	P=0.02%
		(-0.15)	(4.03)		
Coninvs	+	0.18079***	0.17501***	P=90.38%	P=78.06%
		(3.79)	(8.44)		
行业		控制	控制		
年度		控制	控制		
F 值		2.64	17.1		
Adj-R ²		9.78%	19.33%		
N		470	2084		

注：因变量为每年投资水平 Invs。括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 下显著。因变量 Invs 和稳健性系数 CScore 为 t 期值，其余变量都为 t-1 期值。在做 Test 检验的过程中，Indir=0 与 Indir=1 比较时，Indir=1 中的回归系数具体值位于 Test 语句等

号右边被比较；Indir =1 与 Indir=0 比较时则反之。

从控制变量来看，在独立董事比例低的公司，负债的治理作用没有得到发挥，而在独立董事比例高的公司，负债的治理作用得到了发挥，且两者在 1%的水平上差异显著，可能因为独董比例高的公司中，治理机制更顺畅，有利于外部债权人积极发挥监督作用，从而发挥负债的治理作用。上市年限 Age 在两组中都显著为负，且通过 Test 检验没有显著差异，成熟的公司扩张的动机不受独董比例高低的影响。在独董比例低的公司中，公司规模 Size 系数不显著，在独董比例高的公司中，公司规模 Size 系数在 1%的显著水平上为正，在两组中，公司规模 Size 对投资的促进作用显著不同，可能是因为独董比例高的公司，经理人和大股东等高层决策人员受到的监督更强，大的公司利用投资机会进而优化投资的作用更显著。无论独董比例高低，滞后期投资水平 Coninvs 对投资的促进作用是相同的。

（二）敏感性检验

考虑到不同公司之间的投资规模可能有“模仿”的行为，本文用 cluster 语句回归进行敏感性分析以消除公司间的相关性。以上三个假说仍然成立，回归结果如表 5.4、表 5.5、表 5.6 所示：

表 5.4 对 H1 的敏感性检验回归结果

	预期符号	对 H1 的检验
Intercept	?	-0.1316706* (-1.93)
CScore	?	0.0629672** (2.25)
Ret	?	0.0782532*** (7.2)
CScore*Ret	+	0.0862135** (2.49)
Grow	?	0.0082099 (1.44)
CScore*Grow	+	-0.0078007 (-0.39)
Cash	?	0.0625928*** (3.48)
CScore*Cash	+	0.0121367* (1.83)

Leverage	-	-0.103985*** (-4.53)
Age	-	-0.0027946*** (-4.2)
Size	+	0.0109202*** (3.07)
Coninvs	+	0.18161177*** (7.88)
行业		控制
年度		控制
F 值		17.4
R ²		18.88%
N		2554

注：因变量为每年投资水平 Invs。括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 下显著。因变量 Invs 和稳健性系数 CScore 为 t 期值，其余变量都为 t-1 期值。

表 5.5 对 H2 的敏感性检验回归结果

	预期符号	对 H2 的检验		用 Test 比较两组系数的 P 值	
		Market=0	Market=1	Market=0 与 Market=1 比较	Market=1 与 Market=0 比较
Intercept	?	-0.2205471** (-2.11)	-0.688064 (-0.79)		
CScore	?	0.0505037 (1.28)	0.07692 (2.05)		
Ret	?	0.0603638*** (3.93)	0.0997939*** (6.14)		
CScore*Ret	+	0.047349 (0.96)	0.1211445** (2.57)	P=13.7%	P=5.8%
Grow	?	0.0032507 (0.34)	0.0137903* (1.95)		
CScore*Grow	+	-0.006464	0.0007882		

		(-0.21)	(0.03)		
Cash	?	0.0596246***	0.0645424***		
		(2.22)	(2.62)		
CScore*Cash	+	0.0722929	0.1377561*	P=54.88%	P=44.25%
		(0.66)	(1.72)		
Leverage	-	-0.1169798***	-0.965646***	P=0	P=39.57%
		(-3.43)	(-3.19)		
Age	-	-0.0020621*	-0.0031901***	P=33.53%	P=16.91%
		(-1.76)	(-3.96)		
Size	+	0.0152664***	0.0079208*	P=17.92%	P=6.42%
		(2.79)	(1.72)		
Coninvs	+	0.1635052***	0.2001103***	P=27.22%	P=16.54%
		(4.91)	(6.27)		
行业		控制	控制		
年度		控制	控制		
F 值		8.37	10.85		
R ²		17.13%	22.41%		
N		1254	1300		

注：因变量为每年投资水平 Invs。括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 下显著。因变量 Invs 和稳健性系数 CScore 为 t 期值，其余变量都为 t-1 期值。在做 Test 检验的过程中，Market=0 与 Market=1 比较时，Market=1 中的回归系数具体值位于 Test 语句等号右边被比较；Market=1 与 Market=0 比较时则反之。

表 5.6 对 H3 的敏感性检验回归结果

	预期符号	对 H3 的检验		用 Test 比较两组系数的 P 值	
		Indir=0	Indir=1	Indir=0 与 Indir=1 比较	Indir=1 与 Indir=0 比较
Intercept	?	0.0725092 (0.46)	-0.1800908** (-2.32)		
CScore	?	-0.052763 (-0.79)	0.0856358*** (2.69)		
Ret	?	0.728211***	0.0794578***		

		(2.88)	(6.71)		
CScore*Ret	+	-0.082596	0.1081106***	P=3.48%	P=0
		(-0.92)	(2.87)		
Grow	?	0.0049646	0.0081072		
		(0.33)	(1.31)		
CScore*Grow	+	-0.004419	-0.0056481		
		(-0.09)	(-0.26)		
Cash	?	0.0987912**	0.0515627***		
		(2.16)	(2.62)		
CScore*Cash	+	0.2435822	0.0973309		
		(1.46)	(1.35)		
Leverage	-	-0.019162	-0.1288991***	P=1.02%	P=0
		(-0.41)	(-4.86)		
Age	-	-0.002913*	-0.0028137***	P=95.2%	P=89.19%
		(-1.79)	(-3.8)		
Size	+	-0.001115	0.0139838***	P=4.93%	P=0
		(-0.14)	(3.43)		
Coninvs	+	0.1807857***	0.175011***	P=90.38%	P=78.07%
		(3.36)	(6.98)		
行业		控制	控制		
年度		控制	控制		
F 值		2.74	16.14		
R ²		15.75%	20.53%		
N		470	2084		

注：因变量为每年投资水平 Invs。括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 下显著。因变量 Invs 和稳健性系数 CScore 为 t 期值，其余变量都为 t-1 期值。在做 Test 检验的过程中，Indir=0 与 Indir=1 比较时，Indir=1 中的回归系数具体值位于 Test 语句等号右边被比较；Indir =1 与 Indir=0 比较时则反之。

六、结论

投资效率是公司生死存亡的核心原因，也是推动一国经济发展的主要动力，同时，投资效率也是财务理论的核心问题。在信息完美的情况下，公司的最优投资规模在任何情况下都应是只由预期收益与资本成本的比较决定的，并且完全不受资本结构的影响

(Modigliani and Miller, 1958)。但现实世界中存在的信息不对称和代理冲突问题使得“最优投资规模”这一概念仅仅停留于纸面。转轨以来,中国经历了高储蓄、高投资与高增长的经济发展模式,投资低效率已成为众多学者的共识。如何能够实现公司的最优投资,或者说尽可能的接近最优投资,优化稀缺资源的有效配置,增进社会福利,是社会各方关心的问题。稳健的会计信息有助于公司辨别优劣投资机会,降低信息不对称(LaFond and Watts, 2007),并且具有抑制经理人机会主义行为的治理作用(Watts, 2003),能够有效地优化投资行为,提高稀缺资源利用效率。因此,本文研究了会计稳健性与公司投资行为之间的关系,并且结合我国的制度背景和公司治理结构对此问题进行深入的分析,研究发现:会计稳健性能够起到优化公司投资的作用,在市场化程度较高地方的公司或者在独立董事比例较高的公司,稳健性优化投资的作用更加明显。

本文的贡献在于,采用实证研究的方法,结合会计信息的估值作用、订约作用与代理理论探讨了在我国会计稳健性是否起到了优化公司投资行为的作用,并在此基础上结合我国的制度背景、治理机制等因素论证了要提高会计稳健性优化投资的作用,就要完善公司的外部环境及公司内部治理机制,进一步有利于发挥会计稳健性的积极作用,具有一定的理论价值和现实意义。

参考文献

- [1] 杜兴强、温日光, 2007:《公司治理与会计信息质量》,《财经研究》,第1期。
- [2] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏, 2007:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年度报告》,北京:经济科学出版社。
- [3] 何进日、周艺, 2004:《债务融资对企业过度投资约束的分析》,《湘潭师范学院学报》,第5期。
- [4] 李扬、王国刚、刘煜辉, 2005:《中国城市金融生态环境》,人民出版社。
- [5] 罗斯, L, 瓦茨, 杰罗尔德, L, 齐默尔曼, 2006:《实证会计理论》,中译本,东北财经大学出版社。
- [6] 马如静、唐雪松、贺明明, 2007:《我国企业过度投资问题研究》,《经济问题探索》,第6期。
- [7] 梅丹, 2005:《我国上市公司固定资产投资规模财务影响因素研究》,《管理科学》,第5期。
- [8] 欧阳凌、欧阳令南、周红霞, 2005:《股权“市场结构”、最优负债和非效率投资行为》,《财经研究》,第6期。
- [9] 潘敏、金岩, 2003:《信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资》,《金融研究》,第1期。
- [10] 彭桃英、周伟, 2006:《中国上市公司高额现金持有动因研究》,《会计研究》,第5期。
- [11] 童盼, 2005:《负债期限结构与企业投资规模——来自中国 A 股上市公司的经验研究》,《经济科学》,第5期。
- [12] 童盼、陆正飞, 2005:《负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据》,《经济研究》,第5期。
- [13] 童盼、支晓强, 2005:《股东-债权人利益冲突对企业投资行为的影响——基于中国上市公司的模拟研究》,《管理科学》,第18卷第5期。
- [14] 魏明海、柳建华, 2007:《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》,第4期。
- [15] 夏恩·桑德, 2000:《会计与控制理论》,中译本,东北财经大学出版社。

- [16] 辛清泉、林斌、王彦超, 2007: 《政府控制、经理薪酬与资本投资》, 《经济研究》, 第 8 期。
- [17] 《企业会计准则》, 财政部, 2006: 经济科学出版社。
- [18] Ahmed, A., Billings, B., Morton, R. and Harris, M., 2002, The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-shareholder Conflict over Dividend Policy and in Reducing Debt Cost. *The Accounting Review* 77: 867-890.
- [19] Alty, A., 2003, How Sensitive Is Investment to Cash Flow When Financing Is Frictionless? *Journal of Finance*, 58,707-722.
- [20] Anderson, R.C., 2000, Pay for Performance and Firm Diversification. *Financial Management*, 29,5-22.
- [21] Ball, R., and Brown, P., 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* (autumn):159-178.
- [22] Basu, S., 1997, The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (December):3-37.
- [23] Beaver, W. and Ryan, S., 2000, Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market ratio to Predict Book Return on Equity, *Journal of Accounting Research* 38: 127-148.
- [24] Berle, A. G. and Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*. Mc-Millan, New York.
- [25] Bushman, R. and Smith, A.D., 2001, Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*: 237-333.
- [26] Bushman, R.M., Piotroski, J. D., and Smith, A. J., 2006. Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses. Working Paper, University of North Carolina.
- [27] Chevalier, J. and Ellison, G., 1999, Why do Firms Undertake Diversifying Mergers? An Examination of the Investment Policies of Mergers Firms. University of Chicago.
- [28] Chtourou, S.M., Bedard, J. and Courteau, 2001, Corporate Governance and Earnings Management. <http://www.ssm.com>.
- [29] Dechow P.M. and Sloan R.G. 1991, Executive Incentives and the Horizon Problem. *Journal of Accounting and Economics*. 14(2):51-89.
- [30] Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. and Petersen B.C., 1988, Financial Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 1,141-206.
- [31] Holthausen, R.W. and Watts, R.L., 2001, The Relevance of Value-relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics* 31, 3-75.
- [32] Jensen, M.C., 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2):323-329.
- [33] Jensen, M. C., 1993, The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, July: 831-880.
- [34] Jensen, M.C., and Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs

and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305-360.

[35]Khan, M., and Watts, R.L., 2007. Estimation and validation of a firm-year measure of conservatism. Working paper, Massachusetts Institute of Technology.

[36]Kim, C.S., Mauer, D.C. and Sherman, A.E., 1998, The Determinants of Corporate of Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33:305-334.

[37]LaFond, R., and Watts, R. L., 2008., The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*, 83(2): 447-478.

[38]Lang,L., Ofek, E., and Stulz,R.M.,1996,Leverage,Investment,and Firm Growth. *Journal of Financial Economics*.40, 3-29.

[39]Modigliani, F., and Miller, M., 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48: 261-297.

[40]Ozkan A. and Ozkan N., 2004, Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Bankings and Finance* 28:2103-2134.

[41]Pope P.F., Peasnell K.V. and Young S., 1998, Outside Directors, Board Effectiveness, and Earnings Management. <http://www.ssrn.com>.

[42]Richardson, S., 2006. Over-investment of Free Cash Flow, *Review of Accounting Studies*, 11: 159-189.

[43]Roychowdhury, S., and Watts R. L., 2007. Asymmetric Timeliness of Earnings, Market-to-Book and Conservatism in Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44:2-31.

[44]Scott, W.R., 2006, *Financial Accounting Theory*, Fourth Edition, Pearson Education Canada;

[45]Stulz, R.M., 1990. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26: 3-27.

[46]Watts, R.L., 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3):207-221.

[47]Watts, R.L., 2003. Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, 17(4): 287-301.

A Study on Accounting Conservatism and Enterprises' Investment: Evidence from China's Listed Companies

Zhang Xiao-pei

Abstract:Conservative accounting information helps an enterprise identify good or bad investment opportunities, reduce information asymmetry (LaFond and Watts, 2007) and curb the opportunism behavior (Watts, 2003). Conservatism is able to efficiently optimize enterprises' investment and promote the usage efficiency of scarce resources. Therefore, this paper studies the relationship between

conservatism and enterprises' investment and has a deeper analysis on the relationship in terms of institutional background and corporate governance structure, respectively. This paper reaches the following conclusions: Conservatism is able to optimize enterprises' investment. In addition, in regions with more developed market economy, or in enterprises which have a higher proportion of independent directors, the optimization effect of conservatism on investment optimization is more obvious.

Key Words: Accounting Conservatism Investment Institutional Environment Independent Directors