

非条件稳健性、条件稳健性与企业投资效率

罗斌元

(河南理工大学 经济管理学院,河南 焦作 454000)

摘要:本文将会计稳健性分为非条件稳健性和条件稳健性,深入阐述这两种稳健性对企业投资效率的作用机理,并以此作为实证研究假设,实证检验这种作用机理,研究发现:条件稳健性是通过融资约束和代理问题这两种渠道作用于企业投资效率的;条件稳健性确实能够提高企业投资效率,而非条件稳健性却降低了企业投资效率;公司面临的融资约束程度越严重,条件稳健性对企业投资效率的提高作用越明显;公司代理问题越严重,条件稳健性对企业投资效率的提高作用也越明显。

关键词:会计稳健性;条件稳健性;非条件稳健性;融资约束;代理问题

中图分类号:F234.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2014)02-0119-09

一、引言

会计稳健性又称谨慎性原则,起源于会计估计和不确定性,萌生于会计受托责任盛行的19世纪,自Watts系统性研究和建议之后,逐渐成为会计领域研究的热点。与此同时,会计稳健性却一直颇受争议。会计稳健性不仅是高质量会计信息的特征之一,而且还具有契约作用和治理作用^[1]。然而,会计稳健性的适用,虽然增进了会计信息的可靠性,但同时也削弱了会计信息的相关性,导致会计信息的决策有用性降低。正因为如此,在财务会计概念公告第2号“会计信息的质量特征”中,FASB并未将稳健主义视为一项会计信息质量特征或原则。Ball和Shivakumar将会计稳健性分为非条件稳健性和条件稳健性,并认为正是由于对这两种稳健性的混淆才导致了对会计稳健性的诸多批评^[2]。非条件稳健性来源于稳健会计方法的选择,如选择加速折旧法导致前期固定资产的低报,采用后进先出法计价导致存货的低报等,其主要影响的是资产负债中净资产低报,因此也被称作资产负债表稳健性^[3]。条件稳健性又被称为盈余稳健性,即以出现的市场消息性质为条件,将好消息确认为收益,比将坏消息确认为损失要求的可验证证据更多^[4]。非条件稳健性所带来的不确定金额的偏离会给基于会计信息的决策造成随意性,导致会计信息决策有用性降低或丧失;而条件稳健性提供了增量信息,这些信息会引起契约反应和利益相关者的行为改变,并能增进契约和公司治理的有效性,使会计信息变得更加有用^[2]。然而,这一规范结论亟需经验证据的支持。现有文献虽然提供了大量的有关会计

收稿日期:2013-11-21

基金项目:河南理工大学博士基金项目“经济区域视角下的企业投资行为优化路径研究——以中原经济区为例”(SKB2013-07);河南理工大学人文社科应用对策专项“郑州航空经济示范区建设研究”(SKDC2013-09)

作者简介:罗斌元(1976—),男,湖北孝感人,河南理工大学经济管理学院副教授,博士。

稳健性具有契约和治理作用的经验证据,但分别检验非条件稳健性和条件稳健性是否具有治理作用的研究还是相当少见。本文以企业投资效率的变化反映治理作用的效果,分别检验非条件稳健性和条件稳健性对企业投资效率的影响。本文的结论不仅能够直接为 Ball 和 Shivakumar 的观点提供经验证据,而且还能增进对会计稳健性的认识,消除“会计稳健性是否有用”之争。另外,本文在方法上借鉴 Kumbhakar 和 Parmeter 设计的双边随机边界模型^[5],来定量测度企业投资效率。与现有文献较多采用 Richardson 的残差度量模型或 Verdi 的修正残差度量模型相比^{[6][7]},该测度方法具有两方面的优势:一是企业最优投资水平由模型内生决定,解决了最优投资水平难以精确拟合的问题;二是定量测度了企业投资效率,克服了以投资过度或投资不足的二分法粗糙度量企业投资效率的缺陷。

下文结构安排如下:第二部分是理论分析和实证假设的提出;第三部分对实证研究进行设计;第四部分是实证分析;最后一部分是本文的研究结论和政策建议。

二、理论分析与假设提出

会计稳健性与企业投资效率的关系研究,属于会计稳健性的经济后果研究范畴。会计稳健性作为协调企业内外部利益相关者利益冲突的治理机制^[8],对企业投资效率的影响主要体现在以下两个方面:

第一,会计稳健性能够降低管理者进行投资决策的代理成本,抑制投资过度,从而能提高企业投资效率。首先,会计稳健性能够及时提供净现值为负的投资项目的信号,从而避免管理者事前投资于净现值为负的投资项目,或促使其事后及时减少和终止不利的投资项目,减少了过度投资^[8]。Ball、Ball 和 Shivakumar 的实证研究发现,存在隐藏投资损失动机的管理者,在会计稳健性的条件下,如果继续经营不利的投资项目,其投资损失就会在任期内确认扩大,从而促使其及时减少或终止这些不利的投资项目^{[9][3]}。Ahmed 和 Duellman 基于会计稳健性与未来盈利存在正相关关系,从未来盈利能力角度证实了会计稳健性能够抑制管理者投资于不利项目的动机^[10]。其次,会计稳健性能够降低管理者进行盈余管理的能力和动机,使会计信息能够较“真实”地反映项目投资的全过程,增强了会计信息对管理者的监控,遏制了因管理者的私利导致的投资过度。Lafond 和 Watts 的实证研究表明,投资者与管理者之间的信息不对称是产生会计稳健性的动因,会计稳健性能够降低管理者操控财务报告的能力,增加盈余操纵的成本,从而能够降低信息不对称程度,减少管理者的私利投资行为^[11]。再次,会计信息作为债务契约的重要订约指标,及时确认项目投资损失会触发债权人的干预和接管风险,从而促使管理者减少过度投资。

值得注意的是,从代理成本的角度而言,会计稳健性的治理作用一般体现在能够抑制投资过度上。然而,风险厌恶的管理者为避免投资失败带来的私人成本,可能会放弃净现值为正但风险较大的投资项目,导致投资不足,这时,会计稳健性反而会加剧企业投资不足。但 Lara、Osma 和 Penalva 以美国公司为样本研究发现,没有证据表明会计稳健性强的公司投资于低风险项目^[12],这说明会计稳健性强的企业投资效率更高。

第二,会计稳健性能够降低融资成本,缓解融资约束,从而能够减少投资不足,提高企业投资效率。首先,会计稳健性能够降低债权融资成本,减少因债权融资约束导致的投资不足,提高企业投资效率。会计稳健性能够抵消盈余管理对会计信息的影响,减少债权人的信息劣势;而且会计稳健性还可延迟向股东支付利润,以确保债权人的利益。会计稳健性对债权人的这些保护机制,降低了债权人因信息不对称索要的风险溢价,从而降低了企业的债权融资成本。Ahmed 和 Zhang 等人的研究均证明了会计稳健性能够降低债务成本^{[13][14]}。其次,会计稳健性能够降低权益融资成本,减少因权益融资约束导致的投资不足,提高企业投资效率。会计稳健性既能够减少投资者估计未来不确定性时所采用的折扣^[15],也能降低未来股票价格的波动性,减少股东的投资风险^[16],从而降低了权益资本成本。Göx 和 Wagenhofer 的研究发现,会计稳健性提高了债务融资和权益融资的可能性^[17]。

以上关于会计稳健性与企业投资效率关系的分析,都是基于条件稳健性展开的,即条件稳健性对

企业投资效率产生正向影响。而非条件稳健性所带来的不确定金额的偏离会给基于会计信息的决策造成随意性,导致会计信息决策有用性降低或丧失,这正是众多准则制定者试图放弃会计稳健性的原因,也是会计稳健性饱受批评的根源。非条件稳健性低估了投资主体的净资产,这可能导致投资者放弃本该继续投资的项目,或者导致潜在投资者放弃本该投资的项目,产生投资不足。因此,条件稳健性能够提高企业投资效率,而非条件稳健性降低了企业投资效率。Qiang 的实证研究发现,这两种稳健性确实存在负相关关系^[18]。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 1:条件稳健性与企业投资效率正相关。

假设 2:非条件稳健性与企业投资效率负关系。

另外,由以上分析可知,条件稳健性是通过缓解融资约束或减少代理问题来间接提高企业投资效率的,为了实证检验条件稳健性对企业投资效率的这种作用机理,本文进一步提出如下假设:

假设 3:受融资约束程度越严重的公司,条件稳健性对企业投资效率的提高作用越大。

假设 4:代理问题越严重的公司,条件稳健性对企业投资效率的提高作用越大。

三、实证研究设计

(一)变量的界定

1.基于双边随机边界模型的企业投资效率测度

经典的 Q 投资理论认为,在完美且完全的资本市场假设下,投资机会是企业投资的唯一决定因素。然而,现实的资本市场由于信息不对称、代理成本等摩擦因素的存在而导致市场并非能完美地运行。一方面,当公司存在内外部信息严重不对称时,其外部融资成本高于内部融资成本,会导致实际投资低于最优投资水平。另一方面,由于公司股东与管理者之间存在利益冲突,作为代理人的管理者可能会从自身利益出发,投资不利于股东的项目,导致实际投资高于最优投资水平。这两方面都具有单边分布的特征,而公司的最优投资水平又是随机的,因此本文借鉴 Kumbhakar 和 Parmeter 用于测度生产效率的双边随机边界模型^[5],将公司投资行为描述为:

$$I_{it} = I_{it}^* + \epsilon_{it}, \epsilon_{it} = v_{it} - \mu_{it} + \omega_{it}$$

其中, $I_{it}^* = X'_{it}\beta$ 为公司最优投资水平, β 为待估计的参数向量, X_{it} 为反映公司投资机会的个体特征。 v_{it} 为一般意义上的残差项,反映最优投资水平的随机波动。 $\mu_{it} > 0$ 反映因融资约束导致的实际投资低于最优边界的部分; $\omega_{it} > 0$ 反映因代理问题导致的实际投资高于最优边界的部分。

根据双边随机边界模型的测度方法及 Battese 和 Coelli 给出的个体技术效率的点估计公式^[19],可以得到因融资约束影响的公司投资效率 FCIE、因代理成本影响的公司投资效率 ACIE 以及两者综合影响的公司投资效率 IE。

应用样本数据进行测度时,具体变量设定如下:

$$X_{it} = \text{SJL}_{it}, \sigma_u = \exp(\alpha_0 + \alpha_1 \text{CF}_{it} + \alpha_2 \text{WC}_{it}), \sigma_w = \exp(\beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{it} + \beta_2 \text{FCF}_{it})$$

其中: SJL 为市净率,代表投资机会; CF 为现金流量, WC 为营运资金,这两者反映融资约束; Size 为公司规模, FCF 为自由现金流量,这两者反映代理问题。由于我国股票市场股权分置,“政策”市及“消息”市影响较大,加之 Tobin's Q 本身的衡量偏误,使得 Tobin's Q 并不适用于我国上市公司投资机会的实证度量。宋剑峰的经验研究表明,市净率是一个能较好预示我国上市公司投资机会的指标^[20],因此本文也采用该方法。在现有的文献中,较多采用现金流量和营运资金衡量公司面临的融资约束程度,因为较多的现金流和营运资金能够显著降低公司对外部资金的依赖程度,从而有效缓解其面临的融资约束。采用公司规模和自由现金流量来反映代理成本在实证研究中也广泛的应用,如 Richardson、梅丹等。

2.非条件稳健性测度

现有文献从资产负债表角度测度会计稳健性,即对非条件稳健性进行测度的方法有备选会计政

策选择法、负的非经营性应计项目法以及市价账面价值比法。本文采用后两种方法,分别用 Nopacc 和 MTB 表示。

3. 条件稳健性测度

条件稳健性常用三种方法来测度:一是 Basu 1997 年建立的盈余—报酬稳健性测度模型^[4],测度结果用 Basu97 表示;二是在 Basu 1997 年的稳健性模型基础上,以经营现金流量来替代股票报酬的盈余—现金流稳健性测度模型^[21],测度结果用 BS05 表示;三是 Khan 和 Watts 给出的稳健性指数^[22],用 Cscore 表示,计算方法为:以反映企业特性的资产规模、发展潜力、负债水平作为工具变量,对下式进行截面混合 OLS 回归:

$$EPS_t/P_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 DR_t + (\mu_1 + \mu_2 Size_t + \mu_3 MTB_t + \mu_4 Lev_t) \times R_t + (\lambda_1 + \lambda_2 Size_t + \lambda_3 MTB_t + \lambda_4 Lev_t) \times DR_t \times R_t + \epsilon_t$$

其中:EPS 是每股盈余;P 为每股价格;R 是经市场调整后的年累计报酬率;DR 为报酬率虚拟变量,当 $R \leq 0$ 时取 1,否则为 0;Size 是总资产的自然对数;MTB 是市价与净资产账面价值的比值;Lev 是资产负债率。将估计的系数 λ 代入下式计算得出 Cscore:

$$Cscore_t = \lambda_1 + \lambda_2 Size_t + \lambda_3 MTB_t + \lambda_4 Lev_t$$

4. 控制变量

参考 Verdy 及 Biddle 等的研究,本文控制资产负债率(Debt)、现金存量(Cash)、公司上市年数(Age)及股票年收益率(Return)等变量。各变量的详细界定见表 1。

表 1 变量定义说明表

变量名称	变量含义	变量定义
FCIE	因融资约束影响的公司投资效率	采用双边随机边界模型测算的单边投资效率
ACIE	因代理成本影响的公司投资效率	采用双边随机边界模型测算的单边投资效率
IE	公司投资效率	采用双边随机边界模型测算的综合投资效率
Nopacc	非条件稳健性	=非经营性应计项目/应计项目,该值若大于 0,则取 0,否则取其绝对值
MTB	非条件稳健性	=市价/净资产的账面价值
Basu97	条件稳健性	根据 Basu 1997 年建立的盈余—报酬稳健性模型测度
BS05	条件稳健性	根据 Ball 和 Shivakumar 2005 年建立的盈余—现金流稳健性模型测度
Cscore	条件稳健性	根据 Khan 和 Watts 2009 年建立的指数模型计算
Debt	资产负债率	=总负债/总资产
Cash	现金存量	=货币资金/期初固定资产净值
Age	公司上市年数	=当年年份—IPO 年份
Return	股票年收益率	=股票年度收益率—市场平均年收益率
I	投资水平	=现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”/期初固定资产净值
SJL	市净率	=期末每股市价/期末每股净资产
CF	现金流量	=经营活动现金净流量/期初固定资产净值
WC	营运资金	=(流动资产—流动负债)/期初固定资产净值
Size	公司规模	=总资产的自然对数
FCF	自由现金流量	=(净利润+利息费用+非现金支出—营运资金—资本支出)/期初固定资产净值

(二)实证检验模型

为了检验假设 1 和假设 2,本文采用如下面板模型:

$$IE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 WJ_{i,t-1} + \alpha_2 Debt_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Return_{i,t-1} + \mu_i + \omega_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中:IE 为公司投资效率,WJ 为会计稳健性,包括表 1 中界定的两个非条件稳健性变量和 3 个条件稳健性变量, μ 为面板个体效应, ω 为面板时间效应。

如果假设 1 成立,则条件稳健性变量的估计系数 α_1 应显著大于 0;如果假设 2 成立,则非条件稳

健性变量的估计系数 α_1 应显著小于 0。

为了检验假设 3 和假设 4, 本文采用以下面板模型:

$$IE'_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WJ_{i,t-1} + \beta_2 WJ_{i,t-1}^2 + \beta_3 Debt_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 Return_{i,t-1} + \mu_i + \omega_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, IE' 为 FCIE 或 ACIE, 其他变量同上。

如果假设 3 和假设 4 成立, 则 TE' 与 WJ 一阶正相关, β_1 在统计上应显著大于 0, 同时, TE' 与 WJ 二阶负相关, β_2 在统计上应显著小于 0, TE' 与 WJ 呈凹形分布关系, 即在融资约束或代理问题严重时投资效率低, TE' 对 WJ 的斜率大, 表现为 1 单位的会计信息质量对投资效率的提高作用大。相反, 在融资约束或代理问题不严重时投资效率高, TE' 对 WJ 的斜率小, 表现为 1 单位的会计信息质量对投资效率的提高作用小。

(三) 样本选取和数据来源

本文的数据来源于 CSMAR 和 CCER 数据库。由于相关变量的测度要用到现金流量滞后 1 期的数据, 而上述数据库 1998 年之后才有现金流量数据, 因此, 初始数据区间是 1998~2012 年的年度数据, 最终的检验区间为 1999~2012 年度。其中, 计算 Cscore 要用到 1998~2012 年间的月份报酬率数据。本文对原始数据作如下筛选: 剔除有缺漏值的样本, 删除 ST、* ST、PT 类经营情况异常的公司样本, 剔除可能存在财务粉饰的上市不足 3 年的公司样本, 还剔除无可比性的金融类上市公司样本, 最终得到的样本数为 5 397 个, 公司数为 1 032 家。另外, 本文对所有的连续变量作了 1% 和 99% 分位数 Winsorize 处理, 以防止离群值对研究结论的影响。变量的运算、企业投资效率的测算和方程参数的估计和检验全部采用 STATA 11.0 软件包完成。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计及简单相关性分析

本文首先利用双边随机边界模型测度了因融资约束影响的公司投资效率 FCIE、因代理问题影响的公司投资效率 ACIE 以及综合投资效率 IE, 计算结果的主要统计指标见表 2。

通过表 2 可以看出: (1) FCIE 的平均值为 67.3%, 说明中国上市公司存在较严重的融资约束, 因融资约束而导致公司实际投资小于最优投资程度为 32.7% (1-67.3%); (2) ACIE 的平均值为 74.3%, 说明中国上市公司内部也存在较严重的代理问题, 因代理成本而导致公司实际投资大于最优投资程度为 25.7% (1-74.3%); (3) IE 平均为 68.7%, 说明中国上市公司综合投资效率不高, 投资效率损失为 31.3%, 实际投资总体上低于最优投资水平 (32.7% > 25.7%)。其他变量的具体情况详见表 2, 在这里就不再赘述。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	样本数	平均数	标准差	最小值	中位数	最大值
IE	5397	0.687	0.329	0.214	0.689	0.844
FCIE	5397	0.673	0.242	0.231	0.629	0.829
ACIE	5397	0.743	0.330	0.266	0.701	0.892
Nopacc	5397	0.655	0.827	0	0.520	0.985
MTB	5397	2.085	3.112	0.580	3.673	6.779
Basu97	5397	0.282	3.190	0	0.233	0.722
BS05	5397	0.455	4.490	0.031	0.647	0.977
Cscore	5397	0.889	6.345	0.231	0.887	3.091
Debt	5397	0.472	1.302	0.075	0.543	0.911
Cash	5397	0.344	0.926	-0.043	0.421	0.707
Age	5397	6.068	3.058	3.000	5.000	18.000
Return	5397	0.216	0.898	-0.042	0.265	0.553

对主要变量的相关系数进行 Pearson 和 Spearman 检验可以发现(主要变量相关系数矩阵略),企业投资效率与条件稳健性存在着显著的正相关关系,与非条件稳健性存在着显著的负相关关系;企业投资效率与控制变量 Debt 负相关,说明公司负债率越高,面临融资约束程度越高,投资效率越低;企业投资效率与控制变量 Cash、Age、Return 均存在较显著的正相关关系,说明公司现金存量、成立年数和股票收益率的增加,有助于企业投资效率的提高;会计稳健性与控制变量间也存在显著相关关系,但相关系数较小,这说明企业投资效率、会计稳健性和控制变量之间可能存在着较强的相互影响,有必要作进一步的回归分析,以分离出会计稳健性对企业投资效率的单独影响;会计稳健性变量间以及控制变量间的相关系数较小,不存在严重的共线性问题。

(二)实证检验结果

采用式(1)对假设 1 和假设 2 进行实证检验,结果列示于表 3 中。表 3 的最后两行呈现的是面板模型选择检验的结果,其中,倒数第二行显示的是混合回归与固定效应模型选择的 F 检验值及显著程度标识符,最后一行呈现的是固定效应与随机效应模型选择的 Hausman 检验的 chi2 值及显著程度标识符。从这些检验值可以看出,六个面板回归模型都应该选择固定效应模型比较合适。另外,表 3 的倒数第 3 行呈现的是模型的组内拟合优度(r2_w)。显然,模型 6 的拟合程度最好,这说明条件稳健性和非条件稳健性联合起来对企业投资效率的解释能力比单一稳健性更强。

表 3 企业投资效率面板模型回归结果

	Sign	Depvar=IE					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Nopacc	-	-0.122*** (-6.55)					
MTB	-		-0.145*** (-10.32)				-0.107*** (-10.35)
Basu97	+			0.132*** (7.31)			
BS05	+				0.112* (8.75)		
Cscore	+					0.209*** (6.52)	0.216*** (15.13)
Debt	-	-0.015*** (-4.88)	-0.016*** (-5.94)	-0.027*** (-7.44)	-0.027*** (-8.31)	-0.022*** (-7.29)	-0.015*** (-5.72)
Cash	+	0.011*** (3.36)	0.010* (1.66)	0.012*** (3.32)	0.009*** (4.09)	0.019*** (3.45)	0.007* (1.92)
Age	+	0.013*** (5.44)	0.016*** (5.66)	0.017*** (5.88)	0.011*** (5.01)	0.016*** (6.66)	0.019*** (7.33)
Return	+	0.017*** (4.76)	0.017*** (4.17)	0.012*** (4.31)	0.019*** (4.33)	0.019*** (6.78)	0.015*** (4.27)
_cons		0.276*** (8.58)	0.276*** (4.01)	0.255*** (4.49)	0.278*** (7.15)	0.169*** (4.77)	0.239*** (8.65)
N		5 397	5 397	5 397	5 397	5 397	5 397
N_g		1 032	1 032	1 032	1 032	1 032	1 032
r2_w		0.026	0.034	0.027	0.034	0.087	0.110
F_f		1.61***	1.77***	1.91***	1.48***	2.59***	3.01***
hausman_chi2		59.4**	37.1*	17.6**	22.6**	37.4**	29.0**

注:(1)*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的水平上统计显著;(2)括号中为系数的回归 t 值;(3)N_g 为参与回归的公司个数;(4)r2_w 为组内 R²值;(5)F_f 为混合回归与固定效应模型选择的 F 检验值;(6)hausman_chi2 为固定效应与随机效应模型选择的 hausman 检验的 chi2 值。下表同。

通过表 3 中的模型(3)~(5)可以看出,条件稳健性的三个代理变量都与企业投资效率显著正相关,这说明条件稳健性确实能够提高企业投资效率,从而证实了假设 1。上文的理论分析表明,融资约束和代理问题都可能引致企业投资效率降低,而条件稳健性既能够缓解融资约束企业的投资不足,也能够抑制代理问题严重企业的过度投资,因而也就能够提高企业投资效率。通过表 3 的模型(1)~(2)可以看出,非条件稳健性的两个代理变量都与企业投资效率显著负相关,这说明非条件稳健性会降低企业投资效率,从而证实了假设 2。通过表 3 的模型(6)可以看出,条件稳健性和非条件稳健性都对企业投资效率有解释能力,只是一个与企业投资效率正相关,另一个却是负相关,这再次证实了假设 1 和假设 2。对于控制变量,资产负债率与企业投资效率显著负相关,说明负债率越高,企业更可能面临融资约束,从而导致企业投资效率损失;现金存量、公司上市年数和股票年收益率大多与企业投资效率显著正相关,这都与预期相符,说明这些变量越大,企业现金越宽裕或筹资能力越强,可能面临的融资约束就越轻,企业投资效率也就越高。

利用式(2)并采用面板固定效应模型对假设 3 和假设 4 进行经验检验,结果列示于表 4 中。

表 4 受融资约束或代理问题影响的单边企业投资效率面板模型回归结果

	Depvar=FCIE			Depvar=ACIE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Basu97	0.225 *** (6.52)			0.112 ** (4.39)		
Basu97 * Basu97	-0.008 * (9.55)			-0.002 * (-7.45)		
BS05		0.154 * (9.85)			0.168 *** (5.39)	
BS05 * BS05		-0.001 (-4.38)			-0.003 *** (-6.73)	
Cscore			0.242 *** (7.49)			0.201 *** (2.72)
Cscore * Cscore			-0.003 *** (-11.31)			-0.008 * (-4.47)
MTB	-0.027 *** (-12.31)	-0.037 *** (-13.54)	-0.040 *** (-17.08)	-0.008 *** (-4.85)	-0.007 *** (-5.27)	-0.014 *** (-4.81)
Debt	-0.024 *** (-7.55)	-0.027 *** (-4.67)	-0.023 * (-11.71)	-0.005 *** (-5.71)	0.002 (0.44)	-0.006 *** (-4.84)
Cash	0.133 ** (2.90)	0.068 ** (2.67)	0.012 (11.41)	0.153 *** (5.71)	0.152 *** (5.46)	0.003 *** (7.45)
Age	0.017 *** (5.34)	0.082 *** (7.49)	0.025 *** (5.77)	0.009 *** (5.88)	0.013 *** (7.89)	0.021 *** (6.66)
Return	0.006 *** (3.20)	0.001 (13.52)	0.003 *** (4.93)	0.011 *** (4.89)	0.023 *** (6.45)	0.017 *** (4.49)
_cons	0.229 *** (6.87)	0.236 *** (4.71)	0.148 *** (5.41)	0.393 *** (19.23)	0.298 *** (20.12)	0.410 *** (11.82)
N	5397	5397	5397	5397	5397	5397
N_g	1032	1032	1032	1032	1032	1032
r2_w	0.047	0.088	0.112	0.139	0.089	0.141
F_f	3.56 ***	2.98 ***	5.71 ***	3.92 ***	2.57 ***	8.84 ***
hausman_chi2	34.91 *	9.16 *	18.70 *	129.12 ***	119.32 ***	139.76 ***

表 4 中的模型(1)~(3)呈现的是受融资约束影响的单边企业投资效率面板模型回归结果。从模型(1)~(3)可以看出,条件稳健性代理变量的一次项系数都显著大于 0,除模型(2)外,条件稳健性代理变量的二次项系数都显著小于 0,即条件稳健性与企业投资效率呈凹形分布关系。这表明受融资约束程度越严重的公司,投资效率较低,条件稳健性对企业投资效率的提高作用,比受融资约束程度较轻的公司要明显(斜率大,单位条件稳健性对企业投资效率提高幅度要大),从而假设 3 得到了证实。

表 4 中的模型(4)~(6)呈现的是受代理问题影响的单边企业投资效率面板模型回归结果。其结果与模型(1)~(3)类似,代理问题越严重,条件稳健性对企业投资效率的提高作用越明显,从而证实了假设 4。

(三)敏感性检验

为了验证研究结论的可靠性,本文还进行了如下敏感性检验(限于篇幅没有报告相应的检验结果):

1.内生性检验。考虑到企业投资效率也会影响会计稳健性,如当企业投资效率较高时,公司会主动发布较稳健的会计信息;当投资效率较低时,公司为掩盖经营不善而发布非稳健的会计信息,故本文在回归模型中以滞后 2 期和滞后 3 期的会计稳健性(条件稳健性或非条件稳健性)作为工具变量,替代原模型中滞后 1 期的会计稳健性,重新检验发现会计稳健性的系数符号和显著性没有发生实质性改变,这表明在本文的回归模型中不存在较严重的内生性问题。

2.重新测度企业投资效率。现有文献对企业投资效率的测度,用得较多的是 Richardson 的残差度量模型,本文也借鉴该模型,重新估计后发现,除估计系数的显著性水平有所降低外,其他未发生明显变化。

五、结论及政策建议

本文深入研究了条件稳健性和非条件稳健性作用于企业投资效率的机理,并对这种作用机理进行了实证检验。在实证研究的设计中,为了得到更稳健的结论,本文借鉴 Kumbhakar 和 Parmeter 设计的双边随机边界模型对企业投资效率进行了定量测度,克服了现有文献较多采用 Richardson 或 Verdi 模型,以投资过度或投资不足的二分法定性度量企业投资效率的诸多缺陷。研究发现:

(1)我国上市公司的投资效率普遍不高,综合投资效率只有 68.7%,因融资约束而导致公司实际投资低于最优投资程度为 32.7%,因代理成本而导致公司实际投资高于最优投资程度为 25.7%。

(2)条件稳健性是通过融资约束和代理问题两种渠道作用于企业投资效率的。

(3)会计稳健性对企业投资决策有重大影响。条件稳健性能提高企业投资效率,而非条件稳健性则会降低企业投资效率。

(4)公司受融资约束越严重,条件稳健性对企业投资效率的提高作用越明显。

(5)公司存在的代理问题越严重,条件稳健性对企业投资效率的提高作用越明显。

本文的研究结论表明,在分析会计稳健性时,应该区分条件稳健性和非条件稳健性,而且,加强会计工作、提高条件稳健性是改善企业投资效率的重要途径。本文的研究在理论上不仅深化了对会计稳健性与企业投资行为之间关系的认识,而且为会计稳健性的有用性提供了增量证据,在实践上为企业投资效率的优化改进提供了指引。

参考文献:

[1] Watts,R.L.A Proposal for Research on Conservatism[Z].University of Rochester Working Paper,1993.

[2] Ball,R.,Shivakumar,L.The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition[J].Journal of Accounting Research,2006,44(2):207—242.

[3] Beaver,W.,Ryan,S.Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ra-

tio to Predict Book Return on Equity[J].Journal of Accounting Research,2000,38(7):127—148.

[4] Basu,S.The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings[J].Journal of Accounting and Economics,1997,24(1):3—37.

[5] Kumbhakar,S.C.,C.F.Parmeter.The Effects of Match Uncertainty and Bargaining on Labor Market Outcomes:Evidence from Firm and Worker Specific Estimates[J].Journal of Productivity Analysis,2009,31(1):1—14.

[6] Richardson,S.Over-Investment of Free Cash Flow[J].Review of Accounting Studies,2006,11(2—3):159—189.

[7] Verdi,R.Information Environment and the Cost of Equity Capital[Z].Massachusetts Institute of Technology Working Paper,2005.

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

[9] Ball,R.Infrastructure Requirements for and Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure Brookings-Wharton Papers on Financial Services[C]// R.E,Litan,R,Herring.Washington DC;Brookings Institution Press,2001:127—169.

[10] 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.

[11] Lafond,R.,Watts,R.L.The Information Role of Conservatism[J].The Accounting Review,2008,83(2):447—478.

[12] Lara,J.M.G.,Osma,B.G.,Penalva,F.The Economic Determinants of Conditional Conservatism[J].Journal of Business Finance and Accounting,2009,36(3/4):336—372.

[13] 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.

[14] Zhang,J.The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers[J].Journal of Accounting and Economics,2008,45(1):27—54.

[15] Guay,W.,R.Verrecchia.Conservative Disclosure[Z].University of Pennsylvania Working Paper,2007.

[16] Suijs,J.On the Value Relevance of Asymmetric Financial Reporting Policies[J].Journal of Accounting Research,2008,46(5):1297—1321.

[17] Göx,R.,A.Wagenhofer.Optimal Impairment Rules[J].Journal of Accounting and Economics,2009,48(8):2—16.

[18] Qiang,X.R.The Effects of Contracting,Litigation,Regulation,and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism:Cross Sectional Evidence at the Firm Level[J].The Accounting Review,2007,82(3):759—796.

[19] Battese,G.E.,Coelli,T.J.Frontier Production Functions,Technical Efficiency and Panel Data:With Application to Paddy Farmers in India[J].Journal of Productivity Analysis,1992,3(1—2):153—169.

[20] 宋剑峰.净资产倍率、市盈率与公司的成长性——来自中国股市的经验证据[J].经济研究,2000,(8):36—45.

[21] Roychowdhury,S.,Watts,R.L.Asymmetric Timeliness of Earnings,Market-to-Book and Conservatism in Financial Reporting[Z].Massachusetts Institute of Technology Working Paper,2006.

[22] 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.

(责任编辑:胡浩志)