

市场化进程、会计信息质量与股价崩盘风险

施先旺 胡沁 徐芳婷

(中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

摘要: 本文结合我国市场化改革的制度背景,研究会计信息质量与股价崩盘风险之间的关系,实证结果表明:管理层隐瞒的公司负面特质信息越多,会计信息质量越差,公司信息透明度也就越低,其未来股价崩盘的风险越高;市场化程度高的地区公司会计信息质量高于市场化程度低的地区,从而提供更多的公司特质信息,提高公司信息透明度,减少未来股价崩盘的风险;通过盈余管理手段隐瞒坏消息的公司,未来股价崩盘的风险较高,而市场化进程可以显著降低它们之间的相关性。这表明我国的市场化改革有一定的效果,它抑制了上市公司通过盈余管理隐瞒坏消息的行为,提高了会计信息质量的透明度,从而降低了未来股价崩盘的风险。

关键词: 股价崩盘;会计信息质量;市场化改革;盈余管理

中图分类号: F275.2 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003-5230(2014)04-0080-08

一、引言

随着经济的全球化,证券市场的迅猛发展,股价崩盘现象时有发生,如2001年美国纳斯达克(NASDAQ)泡沫的破裂、2008年世界范围的金融海啸等,而我国的股价崩盘现象则更为频繁。股价崩盘现象会严重干扰资本市场的正常运行,影响到金融体系对资本市场的配置效率,从而给实体经济带来严重的损害,进而引发全面的经济危机。

现有的文献表明,大范围的激励措施,例如股票报酬、避税和职业发展,将会刺激经理们隐瞒关于公司业绩的坏消息^[1]。坏消息的囤积使得上市公司的股票价格不能够及时反映公司的真实信息,当这些囤积起来的坏消息毫无预兆的集中向市场发布时,会带来股票价格的剧烈波动,从而引起股价崩盘^{[2][3]}。企业管理层掩藏坏消息的重要手段之一就是进行盈余管理,当坏消息通过盈余管理的手段被隐瞒从而导致会计信息质量下降时,股票价格会面临崩溃的风险^[4]。上述研究主要是从微观的角度研究隐瞒坏消息如何导致股价崩盘,但是有关宏观环境如何作用于上市公司并最终影响股价崩盘的研究较少。

收稿日期: 2014-03-06

基金项目: 国家社会科学基金资助项目“低碳经济背景下的碳会计问题研究”(10BJY019);国家社会科学基金资助项目“分析师报告内在特质与资本市场效率研究”(13CGL031)

作者简介: 施先旺(1968—),男,湖北潜江人,中南财经政法大学会计学院教授;

胡沁(1991—),女,江西宜春人,中南财经政法大学会计学院硕士生;

徐芳婷(1991—),女,湖北潜江人,中南财经政法大学会计学院硕士生。

影响证券价格的信息从来源上可以划分为三个层次:市场层面、行业层面和公司层面。Morck、Yeung 和 Yu 研究了世界 40 个主要的经济体,发现在金融系统发展水平低的国家或地区,股票价格波动的同步性更大^[5]。随后 Jin 和 Myers 通过横向不同国别的比较,发现公司透明度的不同是导致股价波动同步性的重要原因^[3]。由于公司的透明度通常内生于国家的司法体系^{[2][6]},Morck 等和 Jin 等的研究都说明了在国家层面上,投资者保护制度越完善,市场的资源配置效率越高,越能反映出更多的公司特质信息,股价波动的同步性越小^{[3][5]}。游家兴等运用 Morck 的研究方法,发现随着中国证券市场制度建设的逐渐完善,股价波动的同步性趋向减弱^[7]。这些研究都证明了随着一个国家制度建设的完善,股票价格会反映出更多的公司特质信息,减少股价“同涨同跌”现象的发生。但是 Morck 等和 Jin 等的研究只是同一时点的横向比较,没有考虑制度建设的历史进程。游家兴等利用中国证券市场建设中的 6 个重大事件来度量证券市场的制度变迁,使用的指标过于简单,没有考虑到我国区域发展不平衡的现象,也不能够很好地衡量我国自经济转轨改革以来市场的综合进程和发展。

已有研究发现,我国经济的市场化程度已经显著提高^[8],市场化改革促进了我国经济的增长,提高了资源配置的效率^[9]。我国经济体制的转变,使得政府对公司的直接干预和控制减少,这有利于提高公司财务的透明度^[10]。罗克论等的研究也发现,政府干预越强,企业越是愿意与政府保持良好的关系,从而减少交易成本^[11]。我国市场化改革,从法治环境、外部治理等方面影响了上市公司的治理水平,对上市公司的会计信息质量产生了重要的影响。在市场化水平高的地区公司的盈余管理水平也会相应的下降^[12]。市场化程度代表了我国最近几十年来宏观环境整体的发展趋势,是促进经济增长的主要贡献因素^[13]。上述研究也表明,我国市场化的发展不仅从外部如法治水平,也会从内部如公司治理水平影响上市公司的市场行为。

本文的研究意义在于:首先,本文将市场化进程、会计信息质量和股价崩盘风险纳入同一个研究框架之中,对于理解这三者之间的关系提供了可行的思路。其次,本文将市场化进程作为外部治理环境引入到会计信息质量与股价崩盘风险两者关系的分析中,考察了在不同的市场化程度下,会计信息质量对股价崩盘风险的作用是否有所不同,从市场制度建设角度,纵向反映实体经济制度的变迁对证券市场的影响,这是对 Morck 等和 Jin 等研究的进一步拓展,也是对政策实施效果的一种检验。最后,与国外学者在股价崩盘风险方面的丰富论述形成鲜明对比的是,国内在这一领域的研究目前还相对比较缺乏,仅有的研究大部分是从行为金融学的角度来探讨的,从会计信息质量的视角来研究中国股市崩盘的现象则鲜有涉及,本文的研究不仅为理解我国股价崩盘现象频发背后的深层次原因提供了帮助,也在一定程度上丰富和充实了该领域的研究。

二、文献综述与研究假设

我国股市作为一个新兴市场,具有不成熟性和不稳定性,其特征之一就是股价崩盘现象频繁发生,这妨碍了我国资本市场的健康发展。从理论上说,信息的不透明度是指信息不对称的程度,它减弱了投资者对企业业绩的可预期程度,在一定程度上会导致股价的波动。公司透明度往往内生于国家的司法体系,受制度环境的影响^[6]。不同国家的投资者产权保护程度存在差异,人均 GDP 和金融系统发展水平较低的国家之间差异更大^[5]。游家兴等首次利用 Morck 等的研究方法^[5],在引入中国证券市场制度建设过程中的 6 个标志事件的基础上发现,伴随着制度建设的完善,股价波动的同步性趋向减弱^[7]。但是他们的研究只检验了证券市场的发展,没有对整个宏观环境进行考虑。

已有研究发现,管理者出于薪酬契约、债务契约、职业生涯和帝国建造等动机,往往会通过操纵会计盈余来控制一段时间内对公司不利的坏消息,从而影响投资者对公司真实情况的判断,使得公司股价被高估并产生泡沫^[1]。Hutton 等拓展了 Jin 和 Myers 的研究,将研究视角从宏观转向微观,利用公司盈余管理水平来衡量信息透明度,结果发现信息透明度能够很好地解释个股崩盘现象^[4]。我国学者在 Jin 等研究的基础上^[3],结合我国的实际情况,研究发现随着公司信息透明度的改善,股价波

动同步性不断下降,上市公司的信息披露质量是投资者进行投资决策的重要影响因素。潘越等基于中国上市公司数据研究发现,上市公司的信息透明度与其个股发生暴跌的风险存在正相关关系^[13]。

由此可见,当管理层通过盈余管理手段隐瞒坏消息时,公司会计盈余的透明度会降低并导致会计信息质量变差,这将势必会对股价产生更大、更直接的影响。基于此,本文提出假设 1:

H1:会计信息质量越差,股价崩盘风险越高。

樊纲、王小鲁等指出中国的经济已经基本从计划经济的轨道转上了市场经济的轨道,市场化改革取得了巨大的进步,经济实力显著增强^[8]。但是市场化进程表现出不平衡的现象,东西部地区差异明显,各地区面临着不同的制度环境。在市场化程度高的地区,法治水平、产品市场的发育程度、投资者保护水平、经济发展水平通常较高,政府的干预程度也较低。李延喜等研究发现我国各地区市场化程度不同,盈余管理程度有明显的不同,其中东部地区外部治理环境好,法治水平高,盈余管理程度最低,中西部地区盈余管理程度高^[9]。法律保护程度的高低显著影响对投资者的保护,法律实施的力度越大,对投资者的保护也就越完善。投资者保护程度的高低与股价同步性显著负相关^{[3][5]}。这说明投资者保护程度高的市场能够向投资者传递更多的公司特质信息,提高公司信息的透明度,从而降低股价崩盘风险。高雷等的研究也发现法律对投资者保护力度的提高,会提高公司盈余信息的透明度,从而抑制过度盈余管理情况的发生^[14]。

市场经济意味着资源配置效率的提高,方军雄发现资源配置的效率受到外部环境的影响^[10]。市场化程度的提高能使资源从低效率的领域转移到高效率的领域,那些提供低质量会计信息的企业将获得更少的资源,这可以刺激企业提供高质量的会计信息。市场化程度的提高也说明政府干预程度的减少,这能够为企业注入更多的活力,减少为完成政府目标而进行的盈余管理行为^[11]。王敏慧等研究发现,在政府干预少以及法律实施效果好的地区,上市公司的盈余管理现象少^[15]。

市场化改革通过提高法治水平、减少政府干预,以及对投资者提供有效的保护,从而充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。在这样的情况下,市场会对所有可能获得的信息做出有效的反应,企业隐瞒坏消息的情况更可能被市场识别,从而给企业带来较高的代理成本和会计信息诉讼风险。因此,为了降低代理成本和诉讼风险,企业更倾向于披露高质量的会计信息^[16]。良好的市场环境提高了对企业盈余管理等行为的约束,在市场化程度高的地区上市公司盈余管理程度低,会计信息质量的透明度越高。综上所述,本文提出假设 2:

H2:市场化改革的深入能够提高会计信息质量的透明度,从而降低股价崩盘风险。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以沪深两市 2003~2009 年所有 A 股上市公司作为样本。文中用到的股票周收益率数据来自锐思 RESSET 数据库,其余财务数据来自国泰安 CSMAR 数据库。对于初始数据,本文进行了如下的处理:(1)为了估计股价崩盘风险的数值,借鉴 Jin 和 Myers 的研究^[3],剔除每家公司在每个会计年度股票收益率数据少于 30 周的样本;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除 ST、PT 公司;(4)剔除总资产和所有者权益小于零的样本;(5)剔除数据缺失样本。根据上述标准,最终得到 3 250 个公司年度观测值。对于所有连续型变量本文采用 1%和 99%百分位 winsorize 的方法处理异常值。本文使用 STATA11.0 对样本数据进行实证分析,采用 OLS 回归方法对实证模型进行回归。

(二)变量定义

1.股价崩盘风险。借鉴 Chen 等及 Jin 等的方法^{[17][3]},本文使用两种方法来度量上市公司股价崩盘风险,具体度量方法如下:首先,使用上市公司股票周收益率数据对下列市场模型进行回归:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 表示股票 i 在第 t 周考虑现金红利再投资的收益率, $R_{m,t}$ 为所有股票在第 t 周使用流通市值加权的平均收益率,在公式中加入市场收益率的滞后项和超前项是为了调整股票非同步性交易

带来的影响, $\epsilon_{i,t}$ 为公式(1)回归的残差。本文借鉴 Hutton 等的研究^[4], 将股票 i 在第 t 周的公司特有收益率 $W_{i,t}$ 定义为 $\ln(1+\epsilon_{i,t})$ 。然后, 基于 $W_{i,t}$, 本文选取以下两个变量来度量股价崩盘风险:

(1) 收益负偏态系数 $NCSKEW_{i,t}$:

$$NCSKEW_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (2)$$

其中, n 为每年股票 i 的交易周数, 负偏态系数 $NCSKEW_{i,t}$ 的数值越大, 表示股价崩盘的风险越大。

(2) 收益上下波动比率 $DUVOL_{i,t}$:

$$DUVOL_{i,t} = \log\{ [(n_u - 1) \sum_{DOWN} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) \sum_{UP} W_{i,t}^2] \} \quad (3)$$

其中, n_u (n_d) 为股票 i 的周特有收益 $W_{i,t}$ 大于 (小于) 年平均收益 W_i 的周数。 $DUVOL_{i,t}$ 的数值越大, 代表收益率分布更倾向于左偏, 股价崩盘风险越大。

2. 会计信息质量。管理层倾向于采用盈余管理来隐瞒坏消息, 造成会计信息质量低下, 从而向市场传达关于公司运营情况的不正确信号, 导致投资者对公司价值的错误评估。现有关于盈余管理的研究大多使用 Dechow 等建立的横截面修正的 Jones 模型估计的可操控性应计利润指标来辨识盈余管理的存在和程度^[18], 进而度量公司的盈余透明度。具体来说, 首先使用以下方程分行业一年度回归:

$$\frac{TACC_{j,t}}{TA_{j,t-1}} = \alpha \frac{1}{TA_{j,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta SALE_{j,t}}{TA_{j,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{j,t}}{TA_{j,t-1}} + \epsilon_{j,t} \quad (4)$$

其中, $TACC_{j,t}$ 是 j 公司在第 t 年的总应计利润, 它是通过净利润—经营活动现金流量计算得到的; $TA_{j,t-1}$ 是 j 公司在第 $t-1$ 年的期末总资产; $\Delta SALE_{j,t}$ 是 j 公司在第 t 年的销售额变动; $PPE_{j,t}$ 是 j 公司在第 t 年末的固定资产总额。

使用公式(4)的估计系数, 计算 j 公司 t 年的可操控应计利润 ($DiscAcc_{j,t}$):

$$DiscAcc_{j,t} = \frac{TACC_{j,t}}{TA_{j,t-1}} - \hat{\alpha} \frac{1}{TA_{j,t-1}} - \hat{\beta}_1 \frac{\Delta SALE_{j,t} - \Delta REC_{j,t}}{TA_{j,t-1}} - \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \quad (5)$$

其中, $\Delta REC_{j,t}$ 是应收账款的变动, $\hat{\alpha}$, $\hat{\beta}_1$, $\hat{\beta}_2$ 是公式(4)的估计系数。根据 Hutton 等的研究^[4], 本文采用可操控应计利润绝对值的三年移动合计数来测算公司的会计信息质量:

$$Opacity_{j,t} = \text{abs}(DiscAcc_{j,t}) + \text{abs}(DiscAcc_{j,t-1}) + \text{abs}(DiscAcc_{j,t-2}) \quad (6)$$

用这种方法衡量会计信息质量是因为在过去三年持续存在可操控应计利润绝对值大的公司, 更有可能从事盈余管理活动, 其盈余指标更不透明, 会计信息质量更差。此外, 可操控应计利润的三年移动合比比单独一年指标更能反映公司潜在的盈余管理政策。

3. 市场化进程。中国的市场化进程是指从计划经济向市场经济转轨的过程, 它不单是一项规章制度的简单变化, 更是一场经济、社会、法律等方方面面的重大变革^[8]。市场化是一个系统的过程, 不能够用简单的数量指标或重大事件来度量, 必须综合考虑中国市场发展的各个方面。樊纲、王小鲁等主持的“中国各地区市场化相对进程研究”, 在深入研究中国市场化进程的内在机理和影响因素, 并借鉴国内外相关的市场化测定体系的基础上, 提出了“中国市场化指数”。相对其他指数而言, 樊纲、王小鲁等的市场化指标更贴近中国转轨经济发展的实际, 特别体现了我国不同地区经济发展不平衡的现象。此外, 樊纲、王小鲁等的市场化指标有较长的时间跨度, 而且包括各个地区的明细数据, 在相关的实证研究中有着广泛的应用。因此, 本文采用樊纲、王小鲁等在《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中编制的中国各地区市场化指数^{[19](P23-98)}。

4. 控制变量。根据以往研究^{[13][17][20]}, 控制变量选择如下: 去趋势换手率 $Dturn$ 、公司规模 $Size$ 、公司特有收益的标准差 $Sigma$ 、资产负债率 $Leverage$ 、净资产收益率 ROE 、市值与账面价值比率 MB 。此外, 加入年度哑变量及行业哑变量, 以分别控制年度和行业固定效应。变量的定义和度量见表 1。

表 1

变量定义与度量

变量	符号	变量名称与度量标准
因变量	NCSKEW	收益负偏态系数,度量方法参照公式(2),其数值越大,表示股价崩盘的风险也越大。
	DUVOL	收益上下波动比率,度量方法参照公式(3),其数值越大,表示股价崩盘的风险也越大。
解释变量	Opacity	会计信息质量指标,为可操控应计利润绝对值的三年移动合计数,其度量方法参照公式(6),其数值越大表示会计信息质量越差。
	Mitotal	采用樊纲、王小鲁等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中各地区市场化指数,其数值越大表示市场化程度越高。
控制变量	Dturn	去趋势换手率,由当期每月的股票交易量除以月内总发行股数的平均值,减去前期的平均值得到。
	Size	公司总资产的自然对数。
	Sigma	股票 i 在第 t 年的收益波动,为公司 i 在第 t 年周特有收益率的标准差。
	Leverage	公司的资产负债率。
	ROE	公司的净资产收益率。
	MB	公司的市值与账面价值比率。

(三)实证模型

第一,采用模型(7)检验会计信息质量与股价崩盘风险之间的关系:

$$\text{CrashRisk}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Opacity}_t + \beta_2 \text{Dturn}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Sigma}_t + \beta_5 \text{Leverage}_t + \beta_6 \text{ROE}_t + \beta_7 \text{MB}_t + \epsilon_t \quad (7)$$

其中, CrashRisk_{t+1} 分别由 NCSKEW_{t+1} 和 DUVOL_{t+1} 来度量。若 H1 成立则意味着 β_1 显著为正,具体来说, Opacity_t 数值越大,说明公司的会计信息质量越差,未来股票价格倾向于崩溃的可能性就越大。

第二,采用模型(8),在假设 1 的基础上,检验市场化程度的高低,如何影响会计信息质量与股价崩盘风险之间的关系:

$$\text{CrashRisk}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Mitotal}_t + \beta_2 \text{Opacity}_t + \beta_3 (\text{Opacity}_t * \text{Mitotal}_t) + \beta_4 \text{Dturn}_t + \beta_5 \text{Size}_t + \beta_6 \text{Sigma}_t + \beta_7 \text{Leverage}_t + \beta_8 \text{ROE}_t + \beta_9 \text{MB}_t + \epsilon_t \quad (8)$$

若 H2 成立则意味着 β_3 显著为负,具体来说,随着市场化改革的推进,盈余管理的程度会降低,会计信息质量的透明度会提高,从而减轻未来股价崩盘的风险。同时,考虑到本文所使用的样本数据是典型的短面板数据,借鉴 Petersen 的方法^[21],所有回归模型结果在报告 t 值时,均采用公司层面聚类调整的稳健性标准误。

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

由表 2 所示的描述性统计结果可知:(1)NCSKEW 的平均值是一 0.186,中位数为 -0.172,表现为左偏,这符合本文对该变量的界定;同时该数值比 Chen 等报告的要大得多^[17],这意味着本文的样本公司在年度区间内比 Chen 等研究的样本存在更大的崩盘风险。(2)Opacity 的平均值为 0.274,略大于中位数 0.233,但与最大值 0.952 有一定差距,这同样符合预期,因为即使进行了 winsorize 处理,但在样本中仍存在个别盈余透明度很低的公司,这是合理的,这类公司是不会影响整体样本的。

(二)相关系数分析

在相关系数的分析中,会计信息质量 Opacity_t 和未来股价崩盘风险 NCSKEW_{t+1} 、 DUVOL_{t+1} 正相关,这与 Hutton 等的研究结果一致^[4];市场化指数 Mitotal_t 与未来股价崩盘风险负相关;投资者异质信念的代理变量——去趋势换手率 Dturn_t 与未来股价崩盘风险显著正相关,这与 Chen 等得出的投资者异质信念增加股价崩盘风险的结论一致^[17];公司规模 Size_t 与股价崩盘风险显著负相关,这与常理相符。表中各变量之间的相关系数绝大部分小于 0.4,表明不存在严重的多重共线性问题。

表 2

描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25 分位数	中位数	75 分位数	最大值
NCSKEW	3 250	-0.186	0.658	-2.128	-0.541	-0.172	0.189	1.853
DUVOL	3 250	-0.129	0.467	-1.235	-0.447	-0.129	0.169	1.120
Opacity	3 250	0.274	0.170	0.010	0.156	0.233	0.346	0.952
Mitotal	3 250	8.090	2.112	2.670	6.380	8.100	9.870	11.800
Dturn	3 250	0.078	0.321	-0.825	-0.036	0.058	0.258	0.826
Size	3 250	21.59	0.938	19.27	20.92	21.55	22.16	24.150
Sigma	3 250	0.047	0.018	0.004	0.033	0.044	0.057	0.096
Leverage	3 250	0.504	0.172	0.008	0.390	0.522	0.632	0.910
ROE	3 250	0.053	0.134	-1.281	0.021	0.058	0.105	0.854
MB	3 250	3.240	2.575	0.810	1.620	2.410	3.970	18.850

(三)会计信息质量对股价崩盘风险的影响分析

表 3 报告了会计信息质量与股价崩盘风险关系的 OLS 回归结果,其中,列(1)是以收益负偏态系数 $NCSKEW_{t+1}$ 为因变量进行的分析, $Opacity_t$ 系数为 0.134,在 5%的水平上显著;列(2)是以收益上下波动比率 $DUVOL_{t+1}$ 为因变量进行的分析,所得的结论不变,这与 Hutton 等针对美国市场的研究结果一致^[4],这表明质量差的会计信息会增加股价崩盘风险,假设 1 得到验证。为了防止公司盈余管理行为在三年内出现反转,本文对公司三年内可操控应计利润使用加权平均,将其分为调高盈余和调低盈余两组进行回归,结果发现,调高盈余组未来的股价崩盘风险高于调低盈余组。这说明在三年内使用调高盈余手段的公司,更可能隐瞒那些对公司不利的负面消息,从而降低公司信息的透明度,增加未来股价崩盘的风险。

表 3

会计信息质量与股价崩盘风险

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
			调高盈余	调低盈余	调高盈余	调低盈余
Opacity _t	0.134 ** (2.31)	0.110 ** (2.5)	0.169 * (1.81)	0.111 *** (2.82)	0.146 ** (2.11)	0.076 * (1.7)
Dturn _t	0.055 (0.97)	0.042 (1.02)	0.057 (1.34)	0.046 (0.43)	0.044 (1.04)	0.049 (0.52)
Size _t	0.008 (0.56)	-0.003 (-0.32)	0.013 (0.46)	-0.002 (-0.09)	-0.004 (-0.20)	-0.009 (-0.63)
Sigma _t	-0.354 (-0.38)	-0.394 (-0.59)	-0.795 (-0.58)	0.532 (0.4)	-0.872 (-0.89)	0.076 (0.08)
Leverage _t	-0.057 (-0.76)	0.000 (0.01)	0.052 (0.61)	-0.074 (-0.55)	0.051 (0.65)	-0.010 (-0.12)
ROE _t	0.059 (0.63)	0.047 (0.76)	-0.005 (-0.03)	0.049 (0.31)	0.026 (0.27)	0.047 (0.47)
MB _t	0.022 *** (3.24)	0.012 ** (2.53)	0.031 *** (3.05)	0.017 (1.45)	0.016 ** (2.11)	0.010 (1.29)
NCSKEW _t	-0.023 (-1.28)	-0.017 (1.44)	0.011 (0.9)	-0.062 *** (-4.77)	0.007 (0.75)	-0.043 *** (-5.41)
cons	-0.375 (-1.12)	-0.029 (-0.13)	-0.572 (-0.94)	-0.008 (-0.02)	0.033 (0.09)	0.173 (0.76)
N	3250	3250	1469	1781	1469	1781
R ²	0.091	0.093	0.099	0.107	0.105	0.103
Adj-R ²	0.082	0.084	0.079	0.091	0.085	0.087
F	10.56	12.068	6.316	7.022	6.361	6.432

注:括号内的数值为 t 值;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著,下表同。

(四)市场化进程对会计信息质量与股价崩盘风险关系的影响分析

为了进一步检验我国市场化进程对股价崩盘风险的影响,本文在模型(7)中引入市场化指数以及市场化指数与会计信息质量的交乘项,得到模型(8)。在控制了行业与年度效应之后,进行公司聚类回归,并对交乘项进行去趋势中心化处理后,OLS 回归结果如表 4 所示。

表 4 市场化进程对会计信息质量与股价崩盘风险关系的影响

	(1)	(2)	(3)		(4)		(5)		(6)	
	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}		DUVOL _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
			调高盈余	调低盈余	调高盈余	调低盈余	调高盈余	调低盈余		
Opacity _t	0.178 *** (2.73)	0.147 *** (3.11)	0.148 * (1.83)	0.103 (0.99)	0.127 ** (2.07)	0.07 (0.96)				
Mitotal _t	0.002 (0.33)	0.002 (0.53)	0.016 * (1.88)	-0.013 (-1.57)	0.011 * (1.93)	-0.005 (-0.84)				
Opacity _t * Mitotal _t	-0.061 ** (-2.18)	-0.052 ** (-2.48)	-0.092 ** (-2.55)	-0.071 (-1.36)	-0.081 *** (-2.79)	-0.037 (-1.02)				
Dturn _t	0.057 (0.98)	0.043 (1.03)	0.049 (0.53)	0.043 (0.57)	0.036 (0.53)	0.048 (0.84)				
Size _t	0.008 (0.51)	-0.005 (-0.43)	0.010 (0.44)	0.001 (0.03)	-0.006 (-0.40)	-0.008 (-0.61)				
Sigma _t	-0.333 (-0.35)	-0.469 (-0.69)	-0.726 (-0.51)	0.575 (0.45)	-0.827 (-0.83)	0.103 (0.11)				
Leverage _t	-0.044 (-0.58)	0.009 (0.16)	0.068 (0.59)	-0.096 (-0.95)	0.064 (0.8)	-0.020 (-0.28)				
ROE _t	0.067 (0.71)	0.054 (0.87)	0.000 (0.00)	0.058 (0.52)	0.032 (0.27)	0.051 (0.7)				
MB _t	0.023 *** (3.45)	0.013 *** (2.68)	0.030 *** (3.44)	0.017 * (1.73)	0.015 ** (2.25)	0.010 (1.55)				
NCSKEW _t	-0.025 (-1.36)	-0.019 (-1.53)	0.011 (0.41)	-0.063 ** (-2.53)	0.008 (0.42)	-0.043 *** (-2.64)				
cons	-0.634 * (-1.92)	-0.178 (-0.78)	-0.431 (-0.86)	-0.064 (-0.15)	0.133 (0.39)	0.167 (0.56)				
N	3250	3250	1469	1781	1469	1781				
R ²	0.094	0.096	0.104	0.109	0.111	0.104				
Adj-R ²	0.084	0.087	0.082	0.092	0.09	0.086				
F	10.273	11.789	6.714	6.282	6.589	5.954				

从回归结果来看,当因变量为负偏态系数 NCSKEW_{t+1} 时,会计信息质量 Opacity_t 与市场化指数 Mitotal_t 交乘项的回归系数显著为负,并且在 5% 的水平上显著,这说明在市场化程度较低的地区,外部法治不健全,政府干预较强,在这样的市场环境下,市场反映会计信息的能力有限,管理层更可能通过盈余管理的手段隐瞒坏消息;而在市场化程度较高的地区,整体的法制环境良好,政府的干预较少,对投资者的保护较强,这能够在一定程度上约束管理层的盈余管理行为和程度,从而向市场传递出高质量的会计信息,提高公司信息透明度,从而减少了未来股价崩盘的风险。这与李延喜等^[9]、方军雄等^[10]、刘永泽等^[16]关于市场化改革作用的研究结论一致,支持了假设 2,表明我国的市场化改革有一定的效果,它抑制了上市公司通过盈余管理隐瞒坏消息的行为,提高了会计信息质量的透明度,从而降低了未来股价崩盘的风险。当以收益的上下波动比率 DUVOL_{t+1} 为因变量时,交乘项的结果在 5% 的水平上显著为负,与列(1)的结果一致。本文对 $\beta_2 + \beta_3$ 是否显著异于 0 进行了线性组合的沃尔德检验,结果在 5% 的水平上显著,说明虽然 β_2 不显著,但是在综合考虑市场化进程对股价崩盘风险的影响后,结果表明市场化进程可以提高会计信息的透明度,降低未来股价崩盘的风险。同时本文还对调高盈余和调低盈余的公司分组进行了回归,结果同样表明,通过盈余管理手段隐瞒坏消息的公司,未来股价崩盘的风险较高,而市场化进程可以显著降低它们之间的相关性,这进一步验证了假设 2。

(五)稳健性检验

为了检验上述结论的稳健性,本文进行了如下的稳健性检验:(1)使用业绩调整修正琼斯模型计算前一年的可操纵应计利润,以此衡量上市公司会计信息质量,分别将其与崩盘风险指标进行回归,结果表明,会计信息质量指标与未来股价崩盘的风险指标高度正相关,并且在5%的水平上显著。(2)由于市场化程度在不同地区表现出明显的不平衡,本文按照样本中上市公司的注册地将其分为东部公司、中西部公司两类,分组进行回归。结果表明,中西部地区的公司会计信息质量与股价崩盘风险的关系较东部地区的公司更显著,分别在1%和5%的水平上显著,这说明中西部地区的公司市场环境不完善,会计信息质量普遍低于较发达的东部地区,其未来的股价崩盘风险也更高。上述两个稳健性检验的结论与本文的结论一致,说明本文的结论具有较好的稳健性。

五、结论

本文选取2003~2009年我国A股上市公司的相关数据,考察了市场化进程、会计信息质量与未来股价崩盘风险间的内在关系,研究发现:(1)管理层隐瞒的公司负面特质信息越多,会计信息质量越差,公司透明度越低,从而未来股价崩盘的风险越高。会计信息质量差的公司,在未来更有可能发生股价崩盘;而会计信息质量高的公司,在未来发生股价崩盘的可能性较低。(2)在市场化程度高的地区,法治水平和市场监管程度高,对投资者的保护程度强,上市公司提供的会计信息较市场化程度低的地区质量更高,未来股价崩盘的风险低。会计信息质量和未来股价崩盘风险之间的关系会随着市场化进程的发展而减弱,这表明市场化改革能够通过法律、外部监督等方面约束企业的盈余管理行为,减少管理层隐瞒坏消息的现象,降低未来股价崩盘的风险。

本文研究结论具有较高的理论价值和现实意义:首先,本文为会计信息质量对未来股价崩盘风险的影响提供了经验证据。这一研究结果支持了股价波动的信息含量差异源于公司特质信息差异的观点,拓展了对公司会计信息质量经济后果的研究。其次,本文发现我国市场化进程对未来股价崩盘风险具有抑制作用,拓展了股价崩盘风险领域的研究,为股价崩盘风险的理论研究提供了更多的来自新兴转型经济国家的证据。第三,本文的研究结论支持了市场化进程是促进我国经济快速发展的重要因素这一观点,证明了市场化改革的必要性。对我国来说,市场化改革还远没有结束,本文的结论对我国加快市场化进程有重要的借鉴意义。

参考文献:

- [1] Kothari, S. P., S. Shu, P. D. Wysocki. Do Managers Withhold Bad News? [J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(1): 241—276.
- [2] 史永. 信息披露质量、审计师选择与股价同步性[J]. 中南财经政法大学学报, 2013, (6): 118—123.
- [3] Jin, L., S. C. Myers. R² around the World: New Theory and New Tests [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2): 257—292.
- [4] Hutton, A. P., A. J. Marcus, H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R² and Crash Risk [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67—86.
- [5] Morck, R., B. Yeung, W. Yu. The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215—260.
- [6] Bushman, R. M., J. D. Piotroski, A. J. Smith. What Determines Corporate Transparency? [J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42(2): 207—252.
- [7] 游家兴, 张俊生, 江伟. 制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于 R² 研究的视角 [J]. 经济学(季刊), 2006, (10): 189—206.
- [8] 樊纲, 王小鲁, 张立文, 朱恒鹏. 中国各地区市场化相对进程报告 [J]. 经济研究, 2003, (3): 9—18.
- [9] 李延喜, 陈克兢, 姚宏, 刘伶. 基于地区差异视角的外部治理环境与盈余管理关系研究——兼论公司治理的替代保护作用 [J]. 南开管理评论, 2012, (4): 89—100.

(下转第96页)