

最终控制人性质、会计 信息质量与公司投资效率 ——来自中国上市公司的经验证据

李青原 陈 超 赵 墾*

摘要:结合 Bushman 和 Smith 的研究框架与我国新兴加转轨的制度背景,以我国沪深上市公司为研究样本,实证发现,会计信息质量与私人产权控股公司、国有资产管理部门和地方所属国有企业控股上市公司的投资过度显著负相关,且这种负相关性在它们间无明显差异;会计信息质量与私人产权控股投资不足显著负相关,但与国有资产管理部门、地方所属国有企业控股上市公司的中央直属国有企业控股上市公司的投资不足负相关性不显著。因此,本文的政策建议是加快完善我国上市公司财务报告和信息披露系统的市场基础设施建设,以更好地发挥会计信息在公司资本配置中的作用。

关键词:会计信息质量 最终控制人 上市公司投资

一、导言

在无摩擦完美的资本市场中,资本流动的规则是在高资本回报率的项目上继续追加投资,而在低资本回报率的项目上及时削减资金流入,从而使得经济中每个项目的资本边际产品都相等。然而,现实世界中存在着许多扭曲性因素使得公司资本错误配置,其中最常见和最重要的扭曲性因素是信息不对称和代理问题(Bushman and Smith, 2001; Stein, 2003)。一方面,若管理层能代表公司现有股东的利益,管理者对投资项目盈利能力的私人信息和投资信号的不确定性将会引致无效率的公司投资行为,如信息不对称引起的投资不足现象(Kanodia and Lee, 1998);另一方面,若考虑所有权和控制权分离引起的代理问题,管理者可能会因拥有自由现金流而过度投资以享受私人利益(Jensen and Meckling, 1976)。正如 Bushman 和 Smith(2001)所言,会计理论中公司治理研究的一个主要目标是试图说明财务会计系统提供的信息能在何种程度上缓减管理层与外部投资者分离引起的代理问题,又能在何种程度上有利地稀缺的人力和财务资本有效地流向好的投资机会。Kanodia 和 Lee(1998)运用数学模型发现会计披露(业绩报告)有助于将管理层的私人信息传递至资本市场,从而减少了投资扭曲。Wang(2003)、Biddle 等(2009)的实证研究发现高质量的财务报告信息有助于减少信息成本,提高公司投资效率。曾颖和陆正飞(2006)、于李胜和王艳艳(2006)主要研究了我国上市公司会计信息质量与资本成本之间的相关性,而甚少提供会计信息质量如何影响公司实际投资决策的经验证据。与此同时,基于 Bushman 和 Smith(2001)框架的研究样本都是以较成熟的、完善的、规范的市场制度为特征的市场经济发达国家,特别是美国,那么建立在市场经济发达国家经验基础之上的“会计信息质量

* 李青原,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:sichuanlqy@163.com;陈超,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:ccfanilycl@126.com;赵垦,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:dotzhao20@163.com。

感谢国家自然科学基金项目“我国上市公司纵向并购的战略动因与经营绩效分析”(项目号:70702017)和“基于投资者过度自信行为分析的资产定价问题研究”(项目号:70671077)的资助,同时特别感谢匿名审稿人提出的宝贵修改意见,但文责自负。

与公司投资效率正相关 观点是否适用于发展中国家以及转型经济国家呢？因此，我们试图结合国内外文献和我国新兴加转轨的制度背景，运用我国上市公司经验数据来实证检验会计信息质量与我国上市公司投资效率间的关系，及最终控制人性质会如何影响会计信息质量与我国上市公司投资效率间的相关性，以试图阐明最终控制人性质、会计信息质量与公司投资效率三者间的关系，同时丰富制度环境、会计信息与公司治理方面的研究文献，进而为公司合理地做出会计信息质量决策，实现公司资源的最优配置提供理论依据。

本研究的结构安排如下：第二部分是文献回顾和研究假设；第三部分列示研究变量和样本选择；第四部分列示实证研究设计与分析；最后部分总结全文。

二、文献回顾与研究假设

（一）会计信息质量和公司投资效率

在无摩擦完美的资本市场中，资本流动的规则是在高资本回报率的公司 部门继续追加投资，而在低资本回报率的公司 部门及时削减资金流入，从而使得经济中每个项目的资本边际产品都相等，此时公司投资仅取决于诸如托宾 q 值所度量投资机会的盈利能力。在有效资本市场条件下，边际托宾 q 比率是公司资本投资政策的唯一驱动因素 (Hayashi, 1982)，然而在控制托宾 q 后，公司投资与现金流量等会计变量间的相关性常被诠释为资本市场摩擦，如融资约束的证据 (Fazzari, et al , 1988)。同时，越来越多的研究发现，股票价格不仅受公司基本面信息所驱动，而且也会受市场套利力量无法消除的时尚 (fashion) 所驱动，从而使得这种噪音相应地具有削弱股票价格自动引导公司最优投资的功能。在现实世界中，税收和交易成本等因素的存在，使得市场不可能如此完美地运行，公司始终面临着投资不足或者投资过度的风险，从而潜在地影响公司投资效率，但是影响公司投资效率的最普遍和最重要的因素可能来自于信息不对称及由此引起的代理问题 (Bushman and Smith, 2001; Stein, 2003)。 Bushman 和 Smith (2001)指出，会计信息能通过项目选择、治理作用和逆向选择三种渠道来降低契约方之间的信息不对称和代理问题，从而实现资本的有效配置。具体而言：

(1)会计信息通过向管理层和投资者提供对决策有用的信息来帮助他们以较低的错误率甄别出投资项目的好坏，同时投资者对项目估计的低风险也会减少资本成本；(2)会计信息可以直接影响管理者的决策行为，也可以通过影响股票价格间接约束管理者的决策行为，保证资产的高效率运用和投资者财富的完整，同时管理者机会主义行为的减少降低了投资者资本受掠夺的风险，从而使得投资者所要求的掠夺风险溢价补偿大为降低；(3)会计信息通过降低投资者的信息不对称、减少证券市场的流动性风险来实现资本最优配置。 Wang (2003) 以 1967 - 2000 年美国上市公司为样本，直接运用 Wurgler (2000) 模型和 Richardson (2006) 模型来度量公司资本配置效率，结果发现行业和公司层次的资本配置效率与会计信息质量显著正相关。 Dumev 等 (2004) 以美国上市公司行业数据为样本，运用边际托宾 q 比率度量公司投资效率，结果发现从行业的角度来看股价里包含的上市公司特质信息与公司投资效率显著正相关。 Risberg (2006) 以 9 个欧洲国家 1990 - 2003 年上市公司为样本，运用边际托宾 q 比率度量公司投资效率，结果发现盈余及时性和投资效率间的关系是呈先凸后凹的形状。 Biddle 等 (2009) 以 1980 - 2003 年美国上市公司为样本，结果发现会计信息质量与公司资本投资不足和过度负相关。

由上可知，公司和资本提供者之间信息不对称引起的道德风险和逆向选择降低了公司投资效率，而高质量会计信息有助于降低公司和资本提供者之间信息不对称，从而缓减公司投资不足和过度，进而增加公司投资效率。因此，我们提出以下待检验的假设：

H_1 ：在其他条件一定的情况下，会计信息质量与公司投资不足负相关。

H_2 ：在其他条件一定的情况下，会计信息质量与公司投资过度负相关。

（二）最终控制人性质、会计信息质量和公司投资效率

股权分置改革前，我国上市公司表现出典型的大股东控制型股权结构。“一股独大”不仅普遍存在于国有控股上市公司，而且盛行于民营控股上市公司。由于控股股东所持股份的股权集中度甚高，因此董事会决策、高级管理层的任命和重大战略决策都很大程度受到第一大股东的控制，而其他中小股东甚至第二大、第三大股东都很难对控股股东的经营决策产生实质性影响。这样，控股股东的动机和勤勉尽职程度就成为上市公司能否经营成功的至关重要因素。徐晓东和陈小悦 (2003) 研究发现，我国上市公司绩效、股权结构和治理效力随着其第一大股东的所有权性质而变化，即第一大股东为非国家股股东的公司有着更高的公司价

值和更强的盈利能力,经营上更具灵活性,公司治理效力更高,其高级管理层也面临着更多的来自公司内部和市场的监督和激励。徐莉萍等(2006)研究发现不同性质的外部大股东对我国上市公司经营绩效的作用效果有明显差别,而且其在不同性质的控股股东控制的上市公司的表现也不尽一致。因此,下面将根据上市公司控股股东的股权性质来对上市公司进行分类,以更好地区别不同性质的控股股东对会计信息引导公司资本配置的影响。

借鉴徐莉萍等(2006)对我国上市公司控股股东的分类(见图1),我们按最终控制人性质将上市公司第一大股东(控股股东)主要分为国家股东和非国家股东,然后再按国家所有权的实际行使主体将国家股东进一步细分为国有资产管理部门、中央直属国有企业和地方所属国有企业,其中国有资产管理部门又包括国资局、财政局等政府机关和国有资产经营或投资公司;同时将控股股东为自然人、职工持股会、民营企业、村办集体企业、街道集体企业、乡镇一级的政府部门和乡镇集体企业认定为非国家股东控制。

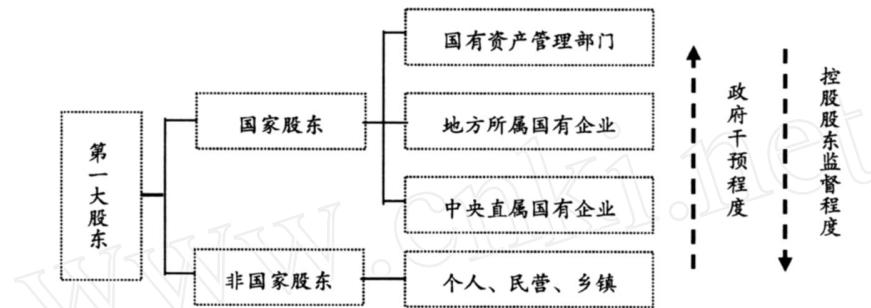


图 1 上市公司控股股东的分类(按最终控制人的所有制类型划分)

一般认为,预算软约束是导致公司过度投资乃至宏观经济过热的根源,但是我国非国有制经济是在市场化的条件下成长起来,基本上是依照市场经济规律来使用生产要素(陈钊、陆铭,2003),且非国有控股特别是民营控股的上市公司受到政府部门的约束较少,因此它们是相对更加以利润最大化或股东价值最大化为经营目标的公司,公司可以在法律许可的范围内根据经营目标自主地调整经营行为,同时由于剩余索取权与剩余控制权更加匹配,较好地解决了所有者和管理层之间的代理问题,可以维持对管理层的有效监管,特别是来自控股股东的有效监管,因此非国有控股上市公司为了自身的发展壮大,必须积极有效且慎重地进行投资,自身不会有动力去从事无效率的过度投资,但是它们会因信贷歧视等而可能遭受较严格融资约束,从而造成公司投资不足。由此可见,一方面,高质量会计信息会较大地减少非国有控股公司的投资不足;另一方面,非国有控股上市公司较少进行过度投资,从而造成高质量会计信息降低投资过度作用不明显。

自改革开放以来,我国政府先后采取了“放权让利”、“利改税”、“拨改贷”、“承包制”和“股份制”等改革举措进一步扩大了国有企业经营自主权,其中包括企业的投资决策权,增加了企业对利润的占有量,进而使企业自己拥有的可用于投资的自有资金迅速增加。魏明海和柳建华(2007)指出,由于内部自有资金的重新配置缺乏外部融资所需的严格审核监督,在内部治理机制和外部治理环境不佳的情况下,国有企业内部人倾向于进行过度投资。尽管国有资产管理部门、中央直属国有企业和地方所属国有企业分别控制的股份都是国有股份,但是它们对国有股份行使的方式是存在明显差别的,而行使方式的差异又会直接导致上市公司资本配置效率和经营绩效的差异。我们分别从政府干预和股东监督两维度来论述国家股东对公司投资效率的影响。首先,作为国有股份的所有者,与国有资产管理部门相比,国有企业(包括中央直属国有企业和地

这里的国有资产管理部门都是地方所属的,目前还没有中央一级国有资产管理部门直接持有上市公司股份的现象。此外,由于外资公司控股、金融机构控股及高校控股的上市公司仅占总数的4%左右,比例较少,故这里未加以考虑,我们对加入这些公司之后的样本进行了敏感性分析,研究结论不变。

诚然,特别当民营上市公司控股股东持股比例偏低时,因现金流量权和控制权的巨大差异,控股股东可能会倾向于通过内部交易、担保贷款和借款等形式从上市公司获得更高的收益,因此它们会倾向于报告较低质量的会计信息来掩盖它们的“隧道效应”(tunnelling),进而产生非效率投资行为。

“政府干预”是指政府在生产、分配、消费等方面超过保护公民和维持其自由的强制和干预，即政府作为社会管理者的身份对上市公司进行行政性干预，相反“股东监督”是指政府作为国有企业和国家控股公司的股东身份对其行使股东权利的行为。

方所属国有企业)具有一个更好的风险分配和利益分配机制,且更有能力和积极性来选择和监督上市公司管理团队,同时与地方所属国有企业相比中央直属国有企业面临着更为严厉的监管,因此其更可能在其控股的上市公司中真正发挥一个控股股东应有的监督职能(徐莉萍等,2006),进而减少投资过度;其次,与国有企业相比作为政府部门的国有资产管理部门更易受到政府的行政性干预(Galal,1991),同时与中央直属国有企业相比,地方所属国有企业更可能承担地方政府的多重目标如经济发展战略、就业、税收和社会稳定等,从而更可能受到地方政府的行政干预,同时它们对地方政府的政绩有很大的影响,因而向政府游说和寻租的行为比较普遍,且作用明显,进而更可能导致它们的自利行为和投资过度;再次,中央直属国有企业控制的企业属于关系国计民生的重点行业,特别是诸如石化、电讯、能源等高利润的垄断性行业,通常具有较好的经营绩效和经济实力,不仅有能力从国有银行获得贷款,建立较紧密的融资关系,而且国有银行为了改善自身的经营状况往往也争相为其提供贷款;最后,地方所属国有企业和国有资产管理部门分别控股的上市公司一般也能够在地方政府的帮助下比较容易地从银行获得贷款,融资约束程度也比较轻,而非国有控股上市公司财产权会受到侵蚀和政策歧视在银行信贷市场或资本市场中又处于明显的弱势地位,此时若借贷双方的信息不对称和借款方道德风险问题得到较好解决,则将有助于缓减其融资约束的困扰(白重恩等,2005)。总之,与非国家控股的上市公司相比,国家控股的上市公司受到股东监督程度更弱,但受到政府干预的程度却更强,进而削弱了会计信息质量在引导公司资源配置方面应发挥的作用。因此,本文提出第三个待检验假设:

H₃:非国有控制公司的会计信息质量与公司投资效率间关联度大于国有控制的公司。

三、变量定义和样本选择

(一)公司投资效率的度量

尽管目前实证研究中度量特定公司投资效率的替代指标包括平均托宾 q 比例、资本成本及资本成本率与投资报酬率之比等,但是目前越来越广泛用于较直接又全面度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(李青原,2009)。尽管Richardson(2006)模型遭到学者们的怀疑,但该模型能直接度量特定公司和年度的投资效率,且运用截面数据回归能较好地避免边际托宾 q 模型与Wurgler(2000)模型估算样本的幸存性偏见(Survival Biases)。近来许多学者日益运用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决策和资本配置效率的影响(Wang,2003; Bushman, et al., 2006; 辛清泉等,2007; 魏明海、柳建华,2007),以避免公司投资效率的难以度量性,因此我们亦采用Richardson(2006)模型来计算我国上市公司投资过度和投资不足程度,公司预期资本投资水平估计模型如下:

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Grow_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Inv_{i,t}$ 代表固定资产、长期投资和无形资产的净值改变量/平均总资产; $Grow_{i,t-1}$ 代表主营业务收入增长率; $Lev_{i,t-1}$ 代表资产负债率; $Age_{i,t-1}$ 代表公司上市年龄; $Cash_{i,t-1}$ 代表公司现金余额/总资产; $Size_{i,t-1}$ 代表

徐莉萍等(2006)指出,(1)国有资产管理机构的切身利益并没有紧密地与其控股的上市公司经营绩效联结起来,它们并不对上市公司的重大决策承担实质风险,而国有企业的绩效表现却与其控股的上市公司紧密相联,它们可以从上市公司获得股利收入、投资收益,同时其管理层通常还会有一定的货币奖励;(2)国有资产管理机构的官员在选择上市公司管理层时需要考虑政治因素,所使用的评估方法也比较粗糙,而国有企业更有动机选择高质量的管理层,从上市公司获得更多的现金流量;(3)国有资产管理机构在监管上市公司管理层时面临着信息不对称程度过高、管理经验和行业知识不足、所管辖公司数量过多等问题,而国有企业通常只是一家或几家公司的大股东,其与上市公司之间的信息不对称程度也由于二者之间的密切商业联系而明显降低。

回归结果表明变量的回归系数都同预期的符号一致,且比较显著。同时为了验证模型(1)回归残差度量特定公司投资效率的有效性,因样本年度的限制,我们仅将2004年样本按照模型(1)剩余投资量绝对值的大小分成三组,那么最低剩余投资量绝对值组的公司被认为具有较高投资效率,而最高剩余投资量绝对值组的公司被认为具有较低投资效率。中位数和均值检验显示最低剩余投资量绝对值组的未来二年股票回报率和息税前利润率都较显著优于最高剩余投资量绝对值组,意味着公司剩余投资量绝对值越低,其越能实现资本最优配置,公司未来价值和经营绩效相应越好,从而有力地支持了通过Richardson(2006)模型来估算特定公司投资效率的合理性。

公司总资产的自然对数; Ret_{t-1} 代表 $t-1$ 年 5 月到 t 年 4 月经市场调整后的、以月度计算的股票年度回报率。我们对模型(1)进行分年度和分行业回归,以充分考虑公司预期资本投资水平在不同行业和年度的差异。行业分类采用中国证监会《上市公司行业分类标准》(2001)中的 A-M 行业一级分类法,以避免更大的样本选择偏见,且要求剔除异常值后分年度分行业至少有 20 个观察值。通过采用中国 A 股上市公司 2004-2006 年的数据对模型(1)进行回归,我们可以得到各个公司 t 年预期的资本投资量,然后用各个公司 t 年的实际投资量减去预期投资量,便可得到各个公司在 t 年的剩余投资量。如果模型(1)的剩余投资量大于 0,则其值便为投资过度,我们用符号 $OverInv$ 表示,相反则为投资不足,用符号 $UnderInv$ 表示。为了便于理解和解释,我们将 $UnderInv$ 取绝对值。因此, $OverInv$ 和 $UnderInv$ 越大,意味着上市公司投资效率越低 (Wang, 2003; Biddle, et al., 2009)。

(二)会计信息质量的度量

Ecker 等 (2006)指出,任何单一指标似乎不可能在所有研究环境下是最优的,但没有任何数字能够像盈余那样吸引投资者的注意力。尽管众多会计报表数字中,盈余是一个较全面的综合性统计指标,但是任何一种盈余属性可能不会在相同方向上影响公司投资效率 (Biddle, et al., 2009),而会计稳健性又是会计盈余质量的重要特征 (Ball and Shivakumar, 2005)。因此,若运用应计质量、会计稳健性和盈余平滑度等来估计加权确定公司会计信息质量,则我们不仅能较好地规避《会计法》(2000)和《企业会计制度》(2001)的实施对我国上市公司会计信息质量的影响,而且还能大大增加数据分析样本进行多种计量分析,进而增强研究结论的稳健性。

1. 应计质量

(1) Dechow 和 Dichev(2002)模型

近年来 Francis 等 (2005)、Biddle 等 (2009) 运用 Dechow 和 Dichev (2002)、McNichols (2002) 的应计质量模型来度量公司会计信息质量。其主要思想是,应计利润是公司未来现金流量的线性估计,同时当应计利润过程中包含较少的估计误差时盈余更能代表公司未来现金流量,即不论管理层的意图,应计利润的估计误差影响了应计质量,因此应计质量定义为营运资本应计利润变换为经营现金流量的程度,且较符合希克斯收入的忠实表述观。理论上 McNichols (2002) 模型因结合销售收入的变化和固定资产原值而相对具有更好的模型解释力,但是因 Dechow 和 Dichev (2002) 模型具有更好的模型含义,且计算出的应计质量与资本成本最为相关 (Francis, et al., 2005),因此我们运用 Dechow 和 Dichev (2002) 模型来估计应计质量。

$$WC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中: $WC_{i,t}$ 表示营运资本变化,即公司 i 第 $t-1$ 年与第 t 年间 (应收账款变化 + 存货变化 - 应付账款变化 - 应付税款变化 + 其他流动资产变化) / 当期平均总资产; $CFO_{i,t-1}$ 、 $CFO_{i,t}$ 、 $CFO_{i,t+1}$ 分别表示公司 i 第 $t-1$ 、 t 、 $t+1$ 年的经营现金流量与当期平均总资产的比值。

(2) Ball 和 Shivakumar(2005)“非线性应计”模型

尽管 McNichols (2002) 模型及 Dechow 和 Dichev (2002) 模型广泛用于公司应计质量的测度 (Francis, et al., 2004; Biddle, et al., 2009),但是这些模型假设应计利润是公司未来现金流量的线性估计,且仅考虑应计利润能缓减估计噪音的作用,但未考虑应计利润还能及时确认经济利得和损失的第二个作用 (Ball and Shivakumar, 2005)。因此,结合非对称及时性损失确认, Ball 和 Shivakumar (2005) 提出了一个现金流量与应计利润的分段线性估计模型,所以我们采用此模型来估计损失确认及时性下的应计质量,从而从另一个方面来界定应计质量 (Wang, 2006)。

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DCFO_{i,t} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中: $ACC_{i,t}$ 表示应计利润,即公司 i 第 $t-1$ 年与第 t 年间 (存货变化 + 应收账款变化 + 其他流动资产变化 - 应付账款变化 - 折旧); $CFO_{i,t}$ 表示公司 i 第 t 年的经营现金流量,其等于公司异常项目前利润与应计利润之差; $DCFO_{i,t}$ 为虚变量,且当 $CFO_{i,t}$ 为负时, $DCFO_{i,t}$ 定义为 1,否则为零。根据 Ball 和 Shivakumar (2005) 的

Francis 等 (2004) 指出,盈余属性主要包括应计质量 (Accruals Quality)、持续性 (Persistence)、可预测性 (Predictability)、价值相关性 (Value Relevance)、及时性 (Timeliness)、会计稳健性 (Conservatism)、盈余平滑性 (Smoothness),但因我国资本市场建立的时间不长,缺乏足够的时间序列数据,故难以全部按照上述指标来构建我国上市公司会计信息质量指数。

研究发现，₂为负，₃显著为负。

类似于 Francis 等 (2005) 对公司应计质量的计算方法，我们对模型 (2) 和 (3) 进行分年度和行业的横截面线性回归以得到该模型的线性回归残差项，然后将第 t 年应计质量定义为第 $t-4$ 年至第 t 年间模型 (2) 和模型 (3) 分年度分行业线性回归残差的标准差，然后分别将上述标准差乘以 -1 获得每个公司会计信息质量指标 $Accr_{q_i}$ 和 $Naccr_{q_i}$ ，意味着 $Accr_{q_i}$ 、 $Naccr_{q_i}$ 越大，应计质量越高，公司会计信息质量相应越高。此外，Dechow 和 Dichev (2002) 指出，模型 (1) 对应计质量的估计仅反映了各自模型残差的绝对变动，而未反映相对于一个基准的相对变动，故会计信息质量指标 $Accr_{q_i}$ 可能会反映公司经营的潜在波动。遵循 McNichols (2002) 的建议，我们又针对模型 (2) 构建了一个反映残差相对变动的应计质量指标 $Accr_{q_i^r}$ ，其定义为第 $t-4$ 年至第 t 年间模型 (1) 分年度分行业线性回归残差的标准差与该期间营运资本变化的标准差间比率的负数，反映了与营运资本变化标准差相对的应计估计误差。 $Accr_{q_i^r}$ 越大意味着公司会计信息质量越高。

2 会计稳健性

会计稳健性是指上市公司加速确认损失和推迟确认收益的倾向，其结果是降低应计利润，与 Bhattacharya 等 (2003) “盈余不透明度” 指标中盈余激进度恰好相反。Ball (2001) 指出，与稳健性相关的经济损失或坏消息的及时确认是财务报告最重要的特征。Ball (2001) 又指出，经济损失的会计确认及时性 (简称 TLR) 有利于限制公司管理层面临日益恶化投资机会时的过度投资行为，即损失确认及时性的治理效应，以缓减与管理层投资决策相关的代理问题。由于我国上市公司时间序列数据有限，故我们通过公司时间序列数据运用 Basu (1997) 模型、Ball 和 Shivakumar (2005) 模型等难以度量特定公司会计稳健性。一般而言，稳健性原则通过应计利润而影响公司会计盈余，则一定期间的累积应计利润能够更好地反映特定公司应计利润的稳健性 (Givoly and Hayn, 2000)，意味着一定期间内累计操纵性应计利润能度量公司会计稳健性 (Qiang, 2003)。Ahmed 等 (2002) 认为应以 6 年为估计期计算的公司平均累积应计利润作为公司会计稳健性的测度，且该值越大会计稳健性越低，且指出当应计利润持续为负，以少于 3 年的计算期计算平均累积应计利润作为会计稳健性的测度不合理。由于总应计利润总额法可能也会反映与会计稳健性无关的公司经济特征，如公司成长性 (Givoly and Hayn, 2000)，故我们运用 Jones (1991) 截面模型进行分行业分年度回归计算的平均累积操纵性应计利润来衡量上市公司会计稳健性 (Qiang, 2003)，即为：

$$\frac{TACC_i}{Asset_i} = 1 \frac{1}{Asset_{i-1}} + 2 \frac{Rev_{i-1}}{Asset_{i-1}} + 3 \frac{PPE_{i-1}}{Asset_{i-1}} + \epsilon_i \quad (4)$$

其中： $TACC_i$ 表示公司 i 第 t 年总应计利润，通常定义为线下项目前利润与经营净现金流量之差； $Asset_i$ 表示公司 i 第 t 年初总资产固定资产原值； REV_i 表示第 $t-1$ 年与第 t 年间销售收入变化； PPE_i 表示公司 i 第 t 年固定资产原值； ϵ_i 是公司 i 第 t 年 Jones 模型的回归残差，代表各公司总应计利润中的操纵性应计利润部分。

考虑到证券市场的有效性和度量会计信息质量指标间的时间统一性，我们将公司 i 第 t 年会计稳健性 ($AC_{i,t}$) 定义为第 $t-4$ 年至第 t 年间模型 (4) 分年度分行业线性回归残差平均值的负数，则 $AC_{i,t}$ 越大，会计稳健性越高，上市公司会计信息质量相应越高。

3 盈余平滑度

盈余平滑度是指上市公司报告盈余与真实收益间的关系，描述了上市公司收益波动偏离真实收益波动的程度 (Leuz, et al., 2003)。Bhattacharya 等 (2003) 将其定义为公司应计项目的变化与相应年份现金流变化的相关系数，并且认为应计项与现金流之间不相匹配 (即两者相关系数接近于零) 是上市公司的常见现象，如果两者变化的方向不一致，且两者相关系数的绝对值很大，则其很有可能是上市公司在利用两者差异平滑盈余。吴联生等 (2007) 的研究表明，1998-2004 年间我国上市公司每年都存在现金流量管理行为，且现金流量管理频率和幅度都随着时间的推进而显著增加。显然，我国上市公司现金流量管理行为造成应计项与现金流间的完全匹配很可能是上市公司管理层为了打造良好形象而同时操纵三张财务报表的结果 (曾颖、陆正飞, 2006)。因此，较高的盈余平滑度意味着公司管理层越有可能为了向投资者传递公司经营状况稳定的假象而故意隐藏经营绩效的波动，从而增加了信息不对称性，降低了公司会计信息质量。借鉴 Francis 等 (2004) 的计算方法和度量会计信息质量指标间的时间统一性，将盈余平滑度 ($ES_{i,t}$) 定义为第 $t-4$ 年至第 t 年间经营活动现金净流量变异程度与该期间公司线下项目前利润变异程度间比例，且 $ES_{i,t}$ 值越高，意味着

盈余平滑度越低,公司会计信息质量相应越高。盈余平滑度的计算公式为: $ES_{i,t} = (Prof_{i,t}) / (CFO_{i,t})$,其中, $(Prof_{i,t})$ 是第 $t-4$ 年至第 t 年间公司线下项目前利润的标准差, $(CFO_{i,t})$ 是第 $t-4$ 年至第 t 年间经营活动现金净流量的标准差。

4 会计信息质量指数

为了使样本信息含量尽量最大化和考虑各种度量会计信息质量指标间的权衡,与曾颖和陆正飞(2006)计算方法相同,我们使用了一种简单加权百分位数赋值方法,以有利于缓减单个指标度量公司会计信息质量时存在的测量误差及极端值的影响。公司会计信息质量指数定义为 $Aqindex$,且 $Aqindex$ 越大,公司会计信息质量越高。具体而言,将 $Accr_{i,t}$, $Accqr_{i,t}$, $Naccr_{i,t}$, $AC_{i,t}$ 和 $ES_{i,t}$ 五个指标按大小排序,并赋予其所在位次的百分位数值,然后将所得数值相加构造一个综合得分函数,即:

$$Aqindex_{i,t} = [Decile(Accr_{i,t}) + Decile(Accqr_{i,t}) + Decile(AC_{i,t}) + Decile(Naccr_{i,t}) + Decile(ES_{i,t})] / 5 \quad (5)$$

其中, $Decile(Accr_{i,t})$ 和 $Decile(Accqr_{i,t})$ 分别表示运用模型(1)计算的应计质量分位数; $Decile(Naccr_{i,t})$ 表示运用模型(2)计算的应计质量分位数; $Decile(AC_{i,t})$ 和 $Decile(ES_{i,t})$ 则分别表示运用模型(2)与(4)计算的会计稳健性和盈余平滑度分位数。

(四) 样本选择和数据来源

我们检验的财务数据均来自《CCER™中国证券市场数据库系统》和《中国股市和财务研究数据库(CSMAR)》,而最终控制人性质根据上市公司年报手工收集。研究样本的选取遵循以下原则:(1)鉴于金融性公司行业特征与一般公司差异较大,考虑到研究目的,剔除此类公司的观察值;(2)基于我国《上市公司行业分类标准》(2001)中的A-M行业一级分类法,且要求每个年份每个行业至少有20个观察值;(3)剔除无法完整获取相关数据的公司;(4)剔除因资产重组、控股权变更等造成公司主营业务变化但又无法准确地进行行业重新分类的观察值。因此,基于上述样本选取原则和模型,构建会计信息质量指数的研究样本包括1999-2005年间共7351个,同时构建公司投资不足和过度的研究样本包括2004-2006年间共3600个,最终获得2004-2006年间计量回归研究样本2352个。

四、研究设计与分析

(一) 模型设计

根据辛清泉等(2007)、魏明海和柳建华(2007)以及Biddle等(2009)的模型设计,且结合我国上市公司的具体情况,我们选取高管薪酬、管理费用率、经营现金流量波动性和行业作为检验模型的主要控制变量,同时为了避免被解释变量与解释变量间潜在的同期性偏见,解释变量采用滞后一期的数值来建立计量检验模型,即为:

$$\begin{aligned} Overinv_{i,t} \text{ or } Underinv_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Aqindex_{i,t-1} + \alpha_2 Type_{i,t-1} + \alpha_3 Type_{i,t-1} \times Aqindex_{i,t-1} + \\ & \alpha_4 Pay_{i,t-1} + \alpha_5 Mfee_{i,t-1} + \alpha_6 VCFO_{i,t-1} + \alpha_7 Industry_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

式(6)中,因变量为公司投资效率,包括投资不足($UnderInv$)或投资过度($OverInv$); $Aqindex$ 为公司会计信息质量; $Type$ 为上市公司最终控制人性质,其中定义国家股东($State$)、国有资产管理部门($Agency$)、中央直属国有企业($Central$)和地方所属国有企业($local$)分别为1,其他为0; $VCFO$ 为第 $t-4$ 年至第 t 年间经营活动现金流量与期初总资产比率的标准差; Pay 为高管薪酬的自然对数; $Mfee$ 为管理费用/期初总资产; $Industry$ 是行业哑变量,且采用中国证监会《上市公司行业分类指引》中制造业二级,其他行业一级分类。

(二) 统计性描述和相关性检验

表1的中描述性统计显示,1325(1027)个公司年度数据是公司投资不足(过度)类型样本,占总样本的

由于篇幅的限制,会计信息质量指数构建过程的数据说明和构建结果请参见李青原(2009)。

若按照我国《上市公司行业分类标准》(2001)中的制造业二级分类,而其他一级分类标准,则我们获取的最终样本为1479个,减少了近40%,从而将会造成更大的样本选择偏见。

增加经营现金流量波动性主要目的是排除因会计信息质量的替代指标可能反映公司经营不确定性而造成的伪回归(Biddle, et al., 2009)。

56.34% (43.66%)。会计信息质量 ($Aqindex$) 的均值 (中位数) 为 0.503 (0.507)。公司投资过度的均值 (中位数) 为 0.085 (0.053), 而投资不足的均值 (中位数) 为 0.068 (0.046), 意味着虽然我国上市公司样本中投资不足类型的样本比重更大, 但是公司投资过度类型样本中投资非效率现象更严重。与此同时, 表 2 和表 3 表明投资不足 (过度) 与会计信息质量负相关, 且 Spearman 相关系数为 -0.09 (-0.111), 初步表明高质量会计信息有助于缓减契约方间的信息不对称和代理问题, 进而造成其与公司投资不足和过度负相关。此外, 无论是投资不足样本, 还是投资过度样本, 解释变量间 Spearman 相关系数都较低, 意味着样本不存在较大的多重共线性。

表 1

描述性统计

	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>STD</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Underinv</i>	1 325	0.068	0.046	0.091	0.000	1.296
<i>Overinv</i>	1 027	0.085	0.053	0.100	0.000	0.954
<i>Aqindex</i>	2.352	0.503	0.507	0.161	0.024	0.850
<i>Mfee</i>	2.352	0.065	0.044	0.154	0.000	4.912
<i>VCFO</i>	2.352	0.065	0.052	0.048	0.004	0.436
<i>Pay</i>	2.352	12.770	12.804	0.874	8.366	15.517

表 2

投资不足样本 ($n = 1325$) 的 Spearman 相关系数表

	<i>underinv</i>	<i>Aqindex</i>	<i>Mfee</i>	<i>VCFO</i>	<i>Pay</i>	<i>State</i>	<i>Agency</i>	<i>Local</i>	<i>Central</i>
<i>Underinv</i>	1.000								
<i>Aqindex</i>	-0.090	1.000							
<i>Mfee</i>	0.225	-0.059	1.000						
<i>VCFO</i>	0.040	-0.012	0.029	1.000					
<i>Pay</i>	-0.110	-0.023	-0.079	0.053	1.000				
<i>State</i>	-0.039	0.001	-0.008	0.026	0.125	1.000			
<i>Agency</i>	-0.015	-0.004	-0.035	0.004	0.099	0.567	1.000		
<i>Local</i>	-0.037	-0.025	-0.011	0.047	0.046	0.299	-0.265	1.000	
<i>Central</i>	0.000	0.030	0.044	-0.012	-0.003	0.340	-0.302	-0.159	1.000

表 3

投资过度样本 ($n = 1325$) 的 Spearman 相关系数表

	<i>overinv</i>	<i>Aqindex</i>	<i>Mfee</i>	<i>VCFO</i>	<i>Pay</i>	<i>State</i>	<i>Agency</i>	<i>Local</i>	<i>Central</i>
<i>overinv</i>	1.000								
<i>Aqindex</i>	-0.111	1.000							
<i>Mfee</i>	0.046	0.004	1.000						
<i>VCFO</i>	0.057	-0.019	0.131	1.000					
<i>Pay</i>	-0.063	-0.004	-0.096	0.043	1.000				
<i>State</i>	0.019	-0.014	-0.015	0.003	0.039	1.000			
<i>Agency</i>	0.075	0.032	0.003	-0.022	0.014	0.538	1.000		
<i>Local</i>	-0.013	-0.011	0.014	0.017	0.022	0.314	-0.289	1.000	
<i>Central</i>	-0.060	-0.049	-0.036	0.015	0.008	0.323	-0.302	-0.176	1.000

(三) 实证分析

由于检验样本是包括截面数据和时间序列的非平衡面板数据, 且运用了连续 5 年数据来测算会计信息质量使得公司内差异较小, 从而可能会造成固定公司效应的参数估计值有偏, 因此我们将运用固定行业的普通最小二乘法 (OLS) 来估计模型 (6), 同时运用 Petersen (2009) 方法从公司和年度两维群来修正面板数据中常出现的异方差性、序列和截面相关性, 从而使我们的实证结论更可靠和稳健。

表 4 报告了会计信息质量对公司投资不足和过度的影响, 且所有的回归模型都包括了现金流量波动性、管理费用、高管薪酬和行业等控制变量。不难发现, 表 4 中模型 A 和 E 显示就上市公司样本整体而言, 会计信息质量与公司投资不足显著负相关, 同时与公司投资过度显著负相关, 意味着高质量会计信息有助于缓减契约方间的信息不对称和代理问题, 与前面的理论分析和 Biddle 等 (2009) 的经验证据相一致。从控制变量的回归结果来看, 高管薪酬 (*Pay*) 基本与公司投资过度和不足显著负相关, 意味着当薪酬契约无法对经理工作努力和经营才能做出补偿和激励时, 将诱发管理层的机会主义行为, 从而导致公司资本投资不足或投资过度, 与辛清泉等 (2007) 的经验证据相一致; 经营现金流量波动性 (*VCFO*) 的回归系数都为正, 但仅在投资过度时较为显著, 基本与 Biddle 等 (2009) 的经验证据相一致; 管理费用 (*Mfee*) 越高, 投资不足越严重, 这可能是管理层进行大量的在职消费而导致上市公司投资资金短缺, 由此削减了公司资本投资。当然, 表 4 (A) 中

实证结论的另一种解释是经营绩效较差的管理层更可能进行无效投资,同时为了隐藏他们差的经营绩效而选择报告低质量的会计信息(Leuz, et al., 2003),或者由于管理层更愿意披露好消息而非坏消息,所以经营绩效好的管理层更愿意披露高质量会计信息,因而会计信息质量和公司投资效率(投资不足和过度)之间的反向因果关系会影响上述结论的成立和稳健性。为此,一方面,我们分别在模型(1)中使用滞后两期的会计信息质量指标;另一方面,我们在模型(1)中加入滞后期的公司投资效率指标进行控制,其原因在于若滞后期的公司投资效率驱动了会计信息质量,则控制滞后期的公司投资效率后,会计信息质量和未来的公司投资效率基本无关。表4(A)中模型B和C表明,会计信息质量仍然与公司投资不足显著负相关,同时模型F和G表明,会计信息质量仍然与公司投资过度显著负相关。我们又进一步分别将五个成分的分位数作为会计信息质量的替代变量,结果表明,盈余平滑度(*Decile(ES)*)与应计质量(*Decile(Accrq)*、*Decile(Accrqr)*和*Decile(Naccrq)*)都与投资过度和不足显著负相关,但会计稳健性(*Decile(AC)*)与公司投资不足显著正相关,这可能因为会计稳健性促使风险厌恶型经理提倡过分谨慎的投资行为,从而恶化了公司投资不足(Bushman, et al., 2006)。此外,为了控制股价波动的同步性(*Syn*)和产品市场竞争的影响,借鉴Lyandres(2006)的成果,用公司自身销售额的变化与整个产业平均销售额的变化之差,且同时将此差予以相当时期公司的销售收入平减化来度量产品市场竞争程度(*Msn*),同时运用Roll(1988)的研究设计得到股价波动的同步性(*Syn*),表4(A)中模型D和H显示,我们的主要结论依然保持不变。

总之,我们的结论有力地支持假说H₁和H₂,即高质量会计信息有助于缓减我国上市公司契约各方间的信息不对称和代理问题,从而造成会计信息质量与我国上市公司投资不足和投资过度负相关。

表4

会计信息质量与公司投资效率
表A 会计信息质量与公司投资不足

		A	B	C	D
Constant	?	0.187*** (4.06)	0.370*** (6.18)	0.242*** (3.34)	0.364*** (7.16)
<i>Aqindex_{t-1}</i>	-	-0.044*** (-2.75)	-0.018* (-1.75)		-0.046** (-2.51)
<i>Aqindex_{t-2}</i>	-			-0.042** (-2.00)	
<i>Overinv_{t-1}</i>	+		0.047*** (11.78)		
<i>Pay_{t-1}</i>	-		-0.009** (-2.39)	-0.012*** (-2.94)	-0.010** (-2.54)
<i>VCFO_{t-1}</i>	+		0.080 (1.64)	-0.020 (-0.40)	0.074 (1.37)
<i>Mfee_{t-1}</i>	+		0.253* (1.83)	0.273* (1.84)	0.223 (1.54)
<i>Syn</i>	?				-0.001 (-0.46)
<i>Dm sn</i>	?				0.006 (1.14)
Industry Effect		是	是	是	是
Firm/Year Cluster		是	是	是	是
AdjustedR ²		0.099	0.541	0.158	0.094
F value		5.70***	39.68***	6.59***	4.44***
N		1325	799	799	1187

根据Roll(1988)的研究方法,首先将股票收益分解为来自市场层面的共同收益(r_{mt})和来自公司层面的特有收益(r_{it}),然后再通过下列简化的资产定价模型($r_{it} = \alpha + \beta r_{mt} + \epsilon_{it}$)来提取回归方程的调整可决系数(R^2)。当 R^2 越大时,表明股价波动的同步性越强,股票价格包括信息含量越低,同时定义 $Syn = \ln(R^2 / (1 - R^2))$ 。按照中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》(2001)的制造业二级分类,其他行业一级分类来计算公司销售额对竞争对手竞争行为的敏感度,即 $Msn = f(S_{it} - S_{i,t-1}) - \frac{1}{n} \sum_{j=1}^{j=n} (S_{it} - S_{i,t-1}) / s_{it}$,且该值越大,产品市场竞争越激烈(Lyandres 2006)。其中,2001-2003年间整个产业平均销售额的变化值是通过所有深沪两市的制造业上市公司按照《上市公司行业分类指引》(2001)的制造业二级分类计算得出的。此外,为了缓减极端值的影响,我们定义 $m sn$ 在其每个年度的五分之三分位数以上时,定义 $Dm sn$ 为1,否则为0。表4显示,会计信息通过股票价格来影响公司投资效率的理论在我国并不成立,同时支持了Wang等(2009)对我国资本市场的研究发现,即我国上市公司股价包含较少公司未来经营绩效的额外信息,故公司投资不显著敏感于公司股票价格。

表 B 会计信息质量与公司投资过度

		E	F	G	H
Constant	?	0.225** (2.62)	0.337*** (4.42)	0.106 (1.28)	0.194*** (3.36)
Aqindex _{t-1}	-	-0.069*** (-2.82)	-0.015* (-1.75)		-0.067** (-2.55)
Aqindex _{t-2}	-			-0.072** (-2.23)	
Overinv _{t-1}	+		0.055*** (12.88)		
Pay _{t-1}	-	-0.007* (-1.88)	-0.003 (-0.88)	-0.004 (-0.71)	-0.010** (-2.51)
VCFO _{t-1}	+	0.163** (2.37)	0.016 (0.31)	0.136 (1.56)	0.179** (2.39)
Mfee _{t-1}	+	0.018 (1.19)	0.014 (1.45)	0.032** (2.39)	-0.003 (-0.14)
Syn	?				-0.001 (-0.35)
Dm sn	?				-0.010* (-1.64)
Industry Effect		是	是	是	是
Firm / Year Cluster		是	是	是	是
AdjustedR ²		0.073	0.539	0.082	0.079
F value		2.98***	29.07***	2.33***	2.60***
N		1,027	595	595	908

注: Syn为股价波动的同步性; Dm sn为产品市场竞争; T值运用公司和年度的两维群 (Peterson, 2009)进行修正; ***、 **、 * 分别表示统计显著性水平 1%、 5% 和 10%。

对公司投资过度样本来说,表 5(A)显示会计信息质量的回归系数显著为负,但是国有控股 (State) 和其与会计信息质量交叉项 (State × Aqindex) 的回归系数都不显著,意味着会计信息质量与我国上市公司投资过度显著负相关,但这种负相关性与最终控制人是否国有股东无关,意味着预算软约束造成我国控股上市公司过度投资,而地方政府的投资审批、贷款担保尤其是土地优惠政策对非国有控股上市公司有更大的诱惑,甚至受到具有投资冲动(出于短期内扩张产出以获得政绩的动机)的地方政府的威逼以促使其过度投资(钟笑寒, 2005)。我们又进一步将国有上市公司控股股东细分为国有资产管理部门、地方所属国有企业和中央直属国有企业,模型 B 表明相对其他最终控制人类型,中央直属国有企业控股上市公司较少存在投资过度行为,但是会计信息质量与上市公司投资过度的负相关性在国有资产管理部门、地方所属国有企业和中央直属国有企业中都没有差异。最后,我们又按上市公司最终控制人类型进行分组检验,会计信息质量与私人产权控股、国有资产管理部门和地方所属国有企业控股上市公司的投资过度依然显著负相关,但其与中央直属国有企业控股上市公司投资过度负相关性不显著。根据前面分析,这可能是因为中央直属国有企业控股上市公司的投资决策受到相关政府部门的严格控制,或者是因为其他替代机制发挥了作用(比如中央国有企业管理层因出于政治晋升考虑而进行自我节制)。

对公司投资不足样本来说,表 5(B)中模型 A 显示会计信息质量及国有控股类型 (State) 的回归系数分别显著为负,而国有控股与会计信息质量交叉项 (State × Aqindex) 的回归系数显著为正,意味着会计信息质量与私人产权控股上市公司投资不足间的负相关更明显,且最终控制人为国有股东控股的上市公司较少存在投资不足行为。我们又进一步将国有上市公司控股股东细分为国有资产管理部门、地方所属国有企业和中央直属国有企业,模型 B 表明相对其他最终控制人类型,地方所属国有企业控股上市公司较少存在投资不足行为,同时会计信息质量与公司投资不足之间的负相关性在地方所属国有企业中最低。最后,我们又按上市公司最终控制人类型进行分组检验,会计信息质量与私人产权控股上市公司投资不足之间的负相关更明显,但其与国有资产管理部门、地方所属国有企业控股上市公司和中央直属国有企业控股上市公司投资不足无明显差异。根据前面分析,这可能是因为最终控制人为国有股东控股的上市公司较少存在投资不足行为,特别是地方所属国有企业控股上市公司因为地方政府干预不是倾向于投资不足,而是更多倾向于投资过度,从而削弱了会计信息质量与它们投资不足之间的负相关性。

表 5

最终控制人、会计信息质量与公司投资效率

表 A 投资过度

	<i>Sign</i>	A	B	C(<i>private</i>)	D(<i>Local</i>)	E(<i>Central</i>)	D(<i>Agency</i>)
Constant	?	0.225** (2.58)	0.217** (2.51)	0.266*** (2.94)	0.104 (0.67)	-0.002 (-0.02)	0.257* (1.86)
<i>Aqindex_{t-1}</i>	-	-0.066** (-2.22)	-0.066** (-2.23)	-0.057* (-1.92)	-0.101* (-1.79)	0.013 (0.34)	-0.116* (-1.93)
<i>State</i>		0.002 (0.07)					
<i>Agency</i>			0.032 (0.90)				
<i>Local</i>			0.009 (0.27)				
<i>Central</i>			-0.055** (-2.38)				
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>State</i>	-	-0.004 (-0.08)					
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>Agency</i>	+		-0.042 (-0.64)				
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>Local</i>			-0.028 (-0.45)				
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>Central</i>			0.073 (1.56)				
<i>Pay_{t-1}</i>	-	-0.007* (-1.90)	-0.007* (-1.96)	-0.011* (-1.79)	0.002 (0.23)	0.008 (1.34)	-0.010 (-1.24)
<i>VCFO_{t-1}</i>	+	0.163** (2.35)	0.170** (2.44)	0.263** (2.55)	-0.097 (-0.52)	0.057 (0.33)	0.094 (0.66)
<i>Mfee_{t-1}</i>	+	0.018 (1.19)	0.017 (1.15)	0.022 (0.73)	-0.034* (-1.90)	0.065 (0.63)	0.026* (2.01)
Industry Effect		是	是	是	是	是	是
Firm / Year Cluster		是	是	是	是	是	是
AdjustedR ²		0.073	0.087	0.108	0.188	0.125	0.106
F value		2.75***	2.57***	2.11***	1.32	0.89	2.84***
N		1027	1027	378	148	161	340

表 B 投资不足

	<i>Sign</i>	A	B	C(<i>private</i>)	D(<i>Local</i>)	E(<i>Central</i>)	F(<i>Agency</i>)
Constant	?	0.213*** (3.96)	0.374*** (6.77)	0.388*** (4.87)	-0.018 (-0.24)	0.117 (1.39)	0.161** (2.27)
<i>Aqindex_{t-1}</i>	-	-0.086** (-2.49)	-0.085** (-2.52)	-0.072** (-2.26)	0.004 (0.17)	0.000 (-0.01)	-0.021 (-0.92)
<i>State</i>	?	-0.036* (-1.72)					
<i>Agency</i>	?		-0.030 (-1.33)				
<i>Local</i>	?		-0.042* (-1.91)				
<i>Central</i>	?		-0.045 (-1.44)				
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>State</i>	-	0.066* (1.74)					
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>Agency</i>	-		0.058 (1.41)				
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>Local</i>	-		0.065 (1.62)				
<i>Aqindex_{t-1}</i> × <i>Central</i>	-	0.082 (1.46)					
<i>Pay_{t-1}</i>	-	-0.009** (-2.34)	-0.009** (-2.37)	-0.013** (-2.15)	0.002 (0.33)	0.004 (0.63)	-0.007 (-1.15)
<i>VCFO_{t-1}</i>	+	0.078 (1.59)	0.080 (1.63)	0.070 (0.62)	0.109 (1.22)	0.123 (1.19)	0.045 (0.77)
<i>Mfee_{t-1}</i>	+	0.250* (1.82)	0.250* (1.82)	0.618*** (2.62)	-0.033 (-0.58)	0.010 (0.41)	0.279 (1.51)
Industry Effect		是	是	是	是	是	是
Firm / Year Cluster		是	是	是	是	是	是
AdjustedR ²		0.102	0.103	0.249	0.144	0.162	0.093
F value		5.47***	4.79***	7.43***	1.02	1.66**	1.87***
N		1325	1325	517	162	203	443

注 : T值运用公司和年度的两维群 (Peterson, 2009)进行修正; ***、**、*分别表示统计显著性水平 1%、5%和 10%。

从控制变量的回归结果来看,高管薪酬(*Pay*)与公司投资过度和不足都显著负相关,经营现金流量波动性(*VCFO*)与公司投资过度和不足基本显著正相关,意味着经营风险越高,公司越可能会出现投资不足和过度等非效率行为;管理费用(*M fee*)与地方所属国有企业控股的公司投资过度负相关,但与公司投资不足和其他公司投资过度显著正相关,意味着地方所属国有企业控股的公司管理层在职消费消耗了大量资金从而导致公司无钱进行资本投资。

总之,我们的分析表明,会计信息质量与私人产权控股、国有资产管理部门和地方所属国有企业控股上市公司的投资过度显著负相关,且这种负相关性在它们之间无明显差异;会计信息质量与私人产权控股投资不足显著负相关,但其与国有资产管理部门、地方所属国有企业控股上市公司的中央直属国有企业控股上市公司的投资不足负相关性不显著,故本文研究不支持假设 H_3 。

(四)稳健性检验

为了检验结果的稳健性,我们对表 4 和表 5 的结果进行了敏感性测试。首先,分别在回归模型(1)、(2)和(3)加入年度和行业虚变量以计算公司投资不足、投资过度及会计信息质量的度量指标,行业采用中国证监会《上市公司行业分类指引》中制造业二级分类,其他行业一级分类;其次,我们又在回归方程右边加入了股权制衡度等公司治理变量;最后,Richardson(2006)模型的一个假定条件是上市公司整体投资行为正常,不存在系统的投资过度或投资不足现象,否则在使用模型残差计量投资过度和投资不足时,容易产生系统性偏差,故我们将 *OverInv* 和 *UnderInv* 按大小各分成五分位组,并剔除最小的分位组,再重新做回归分析。回归结果均表明上述结论依然成立。

五、结论

结合 Bushman 和 Smith(2001)的研究框架和我国新兴加转轨的制度背景,以我国沪深上市公司为研究样本,运用 Richardson(2006)模型和一个构建的会计信息质量综合指数,结果发现,会计信息质量与私人产权控股、国有资产管理部门和地方所属国有企业控股上市公司的投资过度显著负相关,且这种负相关性在它们间无明显差异;会计信息质量与私人产权控股投资不足显著负相关,但其与国有资产管理部门、地方所属国有企业控股上市公司的中央直属国有企业控股上市公司的投资不足负相关性不显著。因此,本文的政策建议是加快完善我国上市公司财务报告和信息披露系统的市场基础设施,以更好地发挥会计信息在公司资本配置中的作用。

尽管我们的实证结论较好地支持我们的分析,但实证检验给我们留下了许多需要进一步研究的问题:(1)以应计质量、盈余平滑度和会计稳健性等为基础,运用百分位数赋值方法构建的一个度量会计信息质量的综合性指数,是否能够准确又恰当地度量我国上市公司会计信息质量仍需进一步商榷?(2)由于我们分别采用一定的回归计量方法来获得会计信息质量和投资不足、投资过度的指标,极大地减少了我们的原始样本,因此应该运用何种可靠的方法以减少我们的结果受到样本选择性偏见的潜在影响?(3)如何从产出抑或公司投入产出的视角来全面、准确地度量公司投资效率?

参考文献:

- 1.白重恩、路江涌、陶志刚,2005:《中国私营企业银行贷款的经验研究》,《经济学(季刊)》第2期。
- 2.陈钊、陆铭,2003:《中国所有制结构调整的理论与实证分析》,山西人民出版社。
- 3.李青原,2009:《制度环境、会计信息质量与资本配置》,经济科学出版社。
- 4.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。
- 5.吴联生、薄仙慧、王亚平,2007:《现金流量在多大程度上被管理了》,《金融研究》第3期。
- 6.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。
- 7.徐晓东、陈小悦,2003:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》第2期。
- 8.徐莉萍、辛宇、陈工孟,2006:《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》第1期。
- 9.于李胜、王艳艳,2007:《信息风险与市场定价》,《管理世界》第2期。
- 10.曾颖、陆正飞,2006:《信息披露质量与股权融资成本》,《经济研究》第2期。
- 11.钟笑寒,2005:《地区竞争与地方保护主义的产业组织经济学》,《中国工业经济》第7期。
12. Ahmed, A. S., B. Billings, R. Morton, and M. S. Harris 2002. "The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs" *Accounting Review*, 77(4): 867 - 890.
13. Ball, R. 2001. "Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure" *Brookings-Warren Papers on Financial Services*, 127 - 169.
14. Ball, R., and L. Shivakumar 2005. "Earnings Quality in U. K Private Firms" *Journal of Accounting and Economics*, 39(1): 83 - 128.
15. Bhattacharya, U. , H. Daouk, and M. Welker 2003. "The World Pricing of Earnings Opacity" *Accounting Review*, 78: 641 - 678.
16. Biddle G , Gilles Hilary, and Rodrigo S Verdi 2009. "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?"

- Journal of Accounting and Economics*, 48: 112 - 131.
17. Bushman, R., J. Piotroski, and A. Smith 2004. "What Determines Corporate Transparency." *Journal of Accounting Research*, 42 (2): 207 - 252
 18. Bushman, R., and A. Smith 2001. "Financial Accounting Information and Corporate Governance." *Journal of Accounting Economics*, 31: 237 - 333
 19. Dechow, P., and I Dichev 2002. "The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors." *Accounting Review*, 77: 35 - 59
 20. Dumev, A., R. Morck, and B. Yeung 2004. "Value - enhancing Capital Budgeting and Firm specific Stock Return Variation." *Journal of Finance*, 59(1): 65 - 105
 21. Ecker, Frank, Jennifer Francis, Irene Kim, Per M. Olsson, and Katherine Schipper 2006. "A Returns - Based Representation of Earnings Quality." *The Accounting Review*, 81(4): 749 - 780
 22. Fazzari, S M., R. G Hubbard, and B. C. Petersen 1988. "Financial Constraints and Corporate Investment." Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 141 - 195.
 23. Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper 2004. "Cost of Equity and Earnings Attributes." *The Accounting Review*, 79, issue 4: 967 - 1010.
 24. Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper 2005. "The Market Pricing of Accruals Quality." *Journal of Accounting and Economics*, 39(2): 295 - 327.
 25. Gala, A. 1991. "Public Enterprise Reform." World Bank Paper 119.
 26. Givoly, D., and C. Hayn 2000. "The Changing Time - series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Accounting Become More Conservative?" *Journal of Accounting and Economics*, 29: 287 - 320
 27. Hayashi, F. 1982. "Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation." *Economica*, 50: 213 - 224
 28. Healy, P., and K. Palepu 2001. "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature." *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405 - 440
 29. Jensen, M. C., and W. H. Meckling 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3: 305 - 360
 30. Kanodia, C., and D. Lee 1998. "Investment and Disclosure: the Disciplinary Role of Periodic Performance Reports." *Journal of Accounting Research*, 36: 33 - 55
 31. Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki 2003. "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison." *Journal of Financial Economics*, 69: 505 - 527.
 32. Lyandres, E. 2006. "Capital Structure and Interaction among Firms in Output Markets: Theory and Evidence." *The Journal of Business*, 79(5): 2381 - 2421.
 33. McNichols, M. 2002. "Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors." *Accounting Review*, 77: 61 - 69.
 34. Petersen, M. 2009. "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches." *Review of Financial Studies*, 21(1): 435 - 480
 35. Richardson, S. 2006. "Over - investment of Free Cash Flow." *Review of Accounting Studies*, 11: 159 - 189.
 36. Risberg, M. 2006. "Does Earnings Quality Matter for the Investment Decision?" University of Göteborg Working Paper
 37. Roll, R. 1988. "R2." *Journal of Finance*, 43: 541 - 566
 38. Stein, J. 2003. "Agency, Information and Corporate Investment" in *Handbook of the Economics of Finance*, eds George Constantinides, Milt Harris, and René Stulz, 111 - 165. Amsterdam: Elsevier
 39. Xinlong Qiang 2003. "The Economic Determinants of Self - imposed Accounting Conservatism." State University of New York Working Paper
 40. Wang, D. C. 2006. "Founding Family Ownership and Earnings Quality." *Journal of Accounting Research*, 44(3): 619 - 656
 41. Wang, X. 2003. "Capital Allocation and Accounting Information Properties." Emory University Working Paper
 42. Wang, Y. P., Liansheng Wu, and Yunhong Yang 2009. "Does the Stock Market Affect Firm Investment in China? A Price Informativeness Perspective." *Journal of Banking and Finance*, 33(1): 53 - 62
 43. Wurgler, J. 2000. "Financial Markets and the Allocation of Capital." *Journal of Financial Economics*, 58: 187 - 214

The Nature of Ultimate Ownership, Accounting Information Quality and Corporate Investment Efficiency: Empirical Evidence of China's Listed Companies

Li Qing Yuan, Chen Chao and Zhao Zhao
(School of Economics and Management, Whuhan University)

Abstract: In this paper, we apply Bushman and Smith's framework (2001) to empirically analyze the data of China's listed companies in the context of emerging and transitional economy. There are some findings (1) Accounting information quality is negatively correlated with overinvestment of private holding companies and the companies affiliated to state agency and local government, and the negative correlations are almost no difference among these companies (2) Accounting information quality is negatively correlated with underinvestment of private holding companies, but it is not significantly negatively correlated with underinvestment of companies affiliated to state agency, local government and state. It is suggested to improve the systems in listed company's financial reporting and disclosing information, in order to better play the role of accounting information in the allocation of corporation capital

Key Words: Accounting Information Quality; Ultimate Ownership; Listed Corporation Investment

JEL Classification: G32, M41

(责任编辑:陈永清)