



香港城市大學
City University
of Hong Kong

中國會計學
China Journal of
Accounting Research



中山大學
SUN YAT-SEN UNIVERSITY

Summer Research Workshop 2010

23-24 July 2010

Title: 会计稳健性、终极控制人性质与企业投资效率改进

Presented by: 徐晓东
上海交通大学

Discussant: Dr Zhang Feida
Sun Yat-sen University

FOR THIS WORKSHOP ONLY
DO NOT QUOTE
DO NOT CIRCULATE

会计稳健性、终极控制人性质与企业投资效率改进*

徐晓东

(上海交通大学安泰经济与管理学院, 上海 200052)

Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Behavior
Xu Xiao-dong

(Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200052,
China)

作者简介:

徐晓东, 男, (1968-), 安徽桐城人, 清华大学管理学博士, 香港理工大学博士后, 上海交通大学安泰经济与管理学院副教授。研究方向: 公司财务、会计与资本市场、公司治理。曾在《经济研究》、《数量经济技术经济研究》、《中国财务与会计研究》、《统计研究》、《管理评论》等核心期刊以及国外英文期刊发表学术论文 20 余篇; 多次参加美国会计年会和欧洲会计年会并与会报告论文。参与过多项国家自然科学基金和国家社会科学基金项目的工作。目前分别主持一项国家自然科学基金面上项目(“不对称信息、公司结构的流动性约束与投资的关系研究”, 项目批准号: 70772062)和一项国家社会科学基金一般项目(“上市公司的财务约束、内部资本净值与投资研究”, 项目批准号: 08BJY024), 并参与一项国家自然科学基金重大项目的工作。

通讯地址: 上海市法华镇路 535 号上海交通大学安泰经济与管理学院。

电话: 13816152765; 021-52301046

Email: xuxd@sjtu.edu.cn

*本文得到国家自然科学基金项目“不对称信息、公司结构的流动性约束与投资的关系研究”(项目批准号: 70772062)和国家社会科学基金项目“上市公司的财务约束、内部资本净值与投资研究”(项目批准号: 08BJY024)的资助。作者感谢香港科技大学会计系的张国昌教授以及香港大学会计系的吴敏副教授对本文的许多建设性意见, 但文责自负。

会计稳健性、终极控制人性质与企业投资效率改进

内容提要：本文以 2003-2007 年我国 1053 家 A 股上市公司共 5265 个样本数据，研究了会计稳健性水平与企业投资行为的关系。我们发现，在企业投资需要外部资本时，稳健性能起到信号的作用，通过降低信息不对称和外部融资的资本成本，扩大了企业的投资水平。相反，在企业投资不需要外部资本时，稳健性能起到内部治理的作用，通过约束管理层对企业自由现金流滥用的过度投资行为降低代理成本，从而抑制了企业的投资水平。然而，当企业的最终控制人性质为地方政府或自然人时，稳健性对投资的促进或抑制作用虽然仍然显著，但均弱于其他企业。本文的研究表明，提高会计稳健性以及改善公司治理对于减轻资本市场的信息不对称和企业的代理成本，改进企业投资效率，保护投资者利益都具有重要意义。

关键词：会计稳健性 投资支出 信息不对称 代理成本

一、引言

投资行为作为企业价值创造的重要过程，深受信息不对称和代理问题的影响。一般认为，信息不对称增加市场摩擦，影响企业外部融资的成本，容易导致受流动性约束企业的投资不足(Fazzari,1988;Alti,2003)；而代理问题则表现为经理人为了追求自身利益进行过度投资，将企业的自由现金流滥用于净现值为负的项目(Jensen,1986;Stulz,1990)。当前我国上市公司一方面因为代理问题而普遍存在着过度投资行为，自由现金流被滥用的现象严重(辛清泉等, 2007)；另一方面又因为信息不对称存在着明显的融资约束，投资不足现象严重(郑江淮等, 2001)。无论是过度投资还是投资不足，都是非效率的投资行为，造成投资者的巨大损失和社会资源的浪费。

稳健性又被称为谨慎性或审慎性，是对未来不确定性的谨慎反应。稳健性是国际会计准则和我国会计准则中最重要的原则之一，是财务报告的一个重要特征和惯例。会计稳健性源于契约需求，受到制度因素、经理人动机的显著影响(Watts, 2003)。前期文献表明，会计稳健性的作用主要表现在两个方面：其一，稳健性原则的运用能够有效地提高盈余的可靠性水平，消除资本市场上的信息不对称，降低企业外部融资的资本成本(Ball, 2001; Ahmed et al., 2002; Watts, 2003)；其二，稳健性不仅是一项重要的财务报告质量属性，而且也是一项有效的公司治理机制(Ball et al.,2000)。会计稳健性水平的提高能够有效地缓解经理人与股东之间的代理冲突，降低公司的代理成本。

虽然前期文献认为资本市场的信息不对称和代理问题是导致企业非效率投资的主要根源，而会计稳健性能在一定程度上消除资本市场的信息不对称(Hui, 2009)，降低企业外部融资的资本成本(Ahmed et al., 2002)，并通过内部治理功能降低代理成本(Ball et al.,

2000)。然而，无论是国外文献还是国内文献，都没有对会计信息的稳健性与企业投资行为的关联性进行研究，其主要原因可能是因为会计稳健性两个方面的作用对企业投资的影响在方向上相反，难以得到一致性的结论。当前我国资本市场普遍存在非效率投资行为，不对称信息和代理问题非常严重，亟需对会计稳健性在企业投资投资决策中的作用进行深入研究，透彻地研究，为企业的管理层、投资者以及其他利益相关者提供可靠的决策参考。

我们认为，会计稳健性的市场信号作用和内部治理作用对投资决策的影响随环境和条件的不同而改变。在企业的内部资本不能满足当期的投资需求，企业投资需要外部融资时，稳健性的市场信号作用将占优。会计稳健性通过消除企业与资本市场之间的信息不对称降低外部融资的资本成本，从而提升企业的投资水平；而在企业的内部资本能够满足当期的投资需求，企业投资不需要外部融资时，稳健性的内部治理作用将占优。稳健性通过发挥内部治理功能抑制过度投资降低代理成本，从而缩减企业的投资水平。通过运用我国资本市场 2003-2007 的数据，我们发现经验证据支持我们的假设。我们的研究表明，要消弭我国上市公司当前普遍存在的过度投资和投资不足等非效率投资行为，必须提高信息披露的会计稳健性，通过会计稳健性的内部治理作用和市场信号作用降低代理成本和信息不对称，提出企业投资的决策效率。

我们的研究是对会计信息披露质量与企业投资行为研究领域的重大创新和发展，通过对信息不对称以及代理问题对投资影响的环境和条件的剖析，我们成功地将会计稳健性对投资在促进和抑制两个方向上的影响统一在一个逻辑一致的研究框架内，并得到了经验证据的支持。我们的发现对于提高资本市场的会计信息披露质量，提高企业的投资决策效率，保护投资者利益，发展和完善资本市场功能，优化资源配置，都具有十分重要的理论和现实意义。

论文以下部分的结构如下：第二部分为文献回顾；第三部分提出本文的研究假设；第四部分为样本与数据；第五部分为经验分析；最后给出了结论与启示。

二、文献回顾

稳健性是对未来不确定性的谨慎反应。美国财务会计准则委员会的概念公告第 2 号将稳健性定义为“对不确定性谨慎的反应，以努力确保经营环境的不确定性和内在风险能被充分加以考虑。”而国际会计准则对其的定义是：“在有不确定性因素的情况下做出所需要的预计时，在所需要的判断中加入必要程度的谨慎，以便不抬高资产或收益，也不压低负债或费用”；“要求在会计方法、会计政策上以及在财务报表中报告项目时按照导致最坏财务结果的金额进行报告。”作为最基本的会计估价原则，稳健性对于会计理论、准则与实务都具有重要和深远的影响。

由于外部环境极大的不确定性，早在会计准则产生之前，奉行稳健主义已经是有关会计盈余确认和计量的一项重要原则。Sterling（1967）认为稳健性是对会计计价最有影响的会计原则；Basu（1997）认为稳健性对于会计实务的影响至少有 500 年以上的历史。Watts(2003)认为会计稳健性主要来自于会计的契约需求，并同时受到法律管制的影响。在一个企业中，股东、经理人和债权人之间存在着利益合理分配的问题，这是会计稳健性产生的最重要的契约原因。关于稳健性的文献主要可归纳为以下三个方面：

稳健性的检验和计量。Basu（1997）对稳健性的经验研究具有开创性。由于财务报表确认“好消息”需要的证据比确认“坏消息”需要的证据更加严格，因而可以通过反回归模型，以公司股票的市场回报率作为“好消息”与“坏消息”的替代变量，计算比较会计盈余对“好消息”和“坏消息”的敏感性差异，来捕捉会计信息稳健性的存在、程度及其变化。Basu 模型因为反映了稳健性原则在确认利得与损失时存在严重的不对称性，和由此导致的会计数字在确认收益或损失之间速度差异的实质，在随后得到了广泛的应用。Ball

和 Shivakumar (2005) 根据盈余变化的应计制特征以及应计项目与经营现金流之间的关系对 Basu 模型进行了重构, 从而有效地克服了 Basu 模型中可能存在的盈余序列自相关性, 以及不适用于没有股价数据的非上市公司的样本等问题。Beaver 和 Ryan (2000) 利用会计稳健性会对企业的净资产持续低估, 从而造成净资产的账面价值持续低于其市场价值的特征, 提出了一种对稳健性的计量方法, 即通过计算净资产账面价值与市价比率的持久偏差成分, 以反映出会计信息稳健性的程度。Givoly 和 Hayn (2000) 认为会计稳健性会导致应计项目的净累计额偏离趋向于零的会计中性, 呈现持续为负的特征, 因而可以通过计算负应计累积的程度和速度, 以反映会计信息稳健性的程度。Penman 和 Zhang (2002) 根据企业的存货、研发费用和广告准备金构建了一个模型, 以计量稳健性的分值。其优点是稳健性的计量具体到特定的项目上, 但缺点是不能够对企业的整个会计系统的稳健性进行度量。

稳健性的决定因素。Watts (2003) 将稳健性产生的原因归结于四个方面: 契约、股东诉讼、管制和税收。Ball 和 Shivakumar (2005) 发现, 上市公司的财务报告比私有企业更为稳健。一个解释是, 上市公司因为融资方式的市场化改变导致必须通过稳健性的提高以消除信息的不对称性, 即公司上市后股东和债权人之间的利益冲突加剧是导致稳健性需求增加的一个重要原因; 另一个解释是, 公司在上市后所有权更加分散, 使得无法详细了解公司内部信息, 主要依赖于公司财务报告来做出投资决策的股东增多, 导致股东对公司财务报告的稳健性的需求提高 (Peek et al., 2006)。LaFond (2005) 发现, 与股权集中的企业相比, 股权分散的企业的财务报告更为稳健, 并认为这是因为股权集中企业以私下沟通作为信息传递的主导机制降低了对稳健会计信息的需求。运用 Basu 模型, LaFond 和 Roychowdhury (2008) 发现, 公司财务信息的稳健性与管理层股权成反比。他们的解释是, 财务报告的稳健性是解决代理问题的一个潜在机制, 随着管理层股权的下降, 公司的代理问题越来越严重, 因而增加对公司财务报告稳健性的需求。

稳健性的经济后果。Ahmed 等人 (2002) 发现会计稳健性有助于减轻股东与债权人之间在股利问题上的利益冲突, 并降低企业债务融资的资本成本。LaFond 和 Watts (2008) 认为内部人和外部股东之间的信息不对称产生了对财务报表稳健性的需求, 稳健性能够降低经理人操纵会计数字的动机和能力, 并减轻信息不对称和由此造成的损失。Hui^[3] 发现稳健性与管理层盈余预测的频数、具体性和时效性成反比, 并认为稳健性通过降低市场上的信息不对称以及企业因披露坏消息不及时导致的潜在诉讼, 成为经理人预测的替代机制。

在我国, 相关文献主要集中在运用 Basu 模型考察样本期间上市公司的稳健性水平及其随制度变迁的变化 (李增泉、卢文彬, 2003; 李远鹏、李若山, 2005; 曲晓辉、邱月华, 2007), 以及债务作为一种公司治理机制对会计稳健性的影响上 (孙铮等, 2005)。陈旭东、黄登仕 (2008) 考察了会计稳健性、应计项目伴随企业生命周期的变化, 发现会计稳健性在企业生命周期中大致呈现 U 型分布。

虽然前期文献表明会计稳健性能够消除信息不对称, 缓解内部人和外部股东之间、以及股东和债权人之间的利益冲突, 并降低债务融资的资本成本, 而这些必然会影响到企业的投资行为, 但是, 无论是国内还是国外, 都没有文献对稳健性水平与投资行为之间的关联性进行专门的研究。本文的成果填补了这一领域研究的空白。

三、研究假设

通过文献回顾, 我们发现, 会计稳健性能够降低信息成本和代理成本, 这必然会对企业的投资行为产生重要的影响, 然而, 其影响在方向上却存在着不确定性。

一方面, 稳健性对企业的投资水平会起到推动作用。Ahmed 等人 (2002) 的研究表明, 会计稳健性对于减轻债券持有人和股东之间的冲突及降低企业的债务成本有重要作用。

Zhang (2004) 发现会计稳健的借款人在取得贷款时能因为可以获得更低的利率而受益。Easley 和 OpHara (2004), OpHara(2003),以及 Lambert 等人 (2007)表明稳健性可能有助于降低企业特定的无法分散的信息风险,并因此降低权益资本成本。Biddle 和 Hilary(2006)也发现高质量的会计能够通过降低经理人与外部投资者之间的信息不对称提高投资效率。而现代投资理论认为 (Modigliani 和 Miller, 1958), 企业将投资于回报率高于资本成本的项目, 在回报率既定的情况下, 融资的资本成本越低, 则企业的投资越多。

另一方面, 稳健性对企业的投资水平又起到抑制作用。Watts 和 Zimmerman(1986)认为稳健性能够抑制机会主义管理者的过度投资行为。LaFond 和 Watts (2008) 认为稳健性对管理者行为有约束作用。Ball 等人 (2000) 则认为稳健性不仅是一项重要的财务报告质量属性, 而且也是一项有效的公司治理机制。会计稳健性水平的提高能够有效地缓解经理人与股东之间的代理冲突, 降低公司的代理成本。Bushman 等人(2006)通过国家之间的截面分析发现, 稳健性能够通过及时确认管理者造成的损失来抑制企业的过度投资。

我们认为, 前期文献中关于稳健性在降低代理成本上的治理作用和消除信息不对称, 从而降低信息成本上的信号作用具有相机性。在企业的内部资本大于当期的投资支出, 企业不需要外部融资的情况下, 企业存在着过度投资的风险, 稳健性作为治理机制的替代, 能够降低代理成本, 抑制企业的过度投资; 而在企业的内部资本小于当期的投资支出, 需要外部融资的情况下, 稳健性能够通过消除信息不对称能降低资本成本, 扩大企业的投资水平。我们可以用一个简单的图示来说明。见图 1。

图 1 中横轴为投入资本; 纵轴为资本成本。D₀、D₁ 为投资机会或资本需求曲线, 代表企业的发展能力; S₁、S₂ 为资本供给曲线, 代表企业的融资能力, 其倾斜度与信息成本的高低相关; W₀ 为企业可用于投资的内部资本 (Net worth); r₀ 为企业内部融资的资本成本。资本供给曲线超过企业可用于投资的内部资本 W₀ 后上升表明信息不对称给企业外部融资带来摩擦成本, 企业外部融资面临的信息不对称程度越大, 资本供给曲线就越陡, 表明外部融资的信息成本越高。假定企业可用于投资的内部资本 W₀ 一定, 如果企业的投资机会不大, 为 D₀, 则企业投资不受外部融资信息成本的影响, 其内部资本除能满足投资 K₀ 之外, 还存在 W₀-K₀ 的自由现金流。可见, 在企业内部资本充足的情况下, 信息成本与企业的投资决策无关。此时代理问题成为企业投资面临的主要问题, 代理问题越严重的企业其自由现金流被滥用的情况也越严重。假定企业的投资机会增大, 为 D₁, 此时在资本市场无摩擦, 即不考虑外部融资信息成本的情况下, 企业投资的最优资本需求为 K₁。给定资本供给曲线 S₀ 和内部资本 W₀, 则企业投资资本需求的均衡解为 K₂, K₁-K₂ 为资本市场的信息成本导致的企业投资不足。如果企业可用于投资的内部资本 W₀ 一定, 资本供给曲线由 S₀ 变为 S₁, 则企业投资资本需求的均衡解由 K₂ 变为 K₃, K₁-K₃ 为资本市场的信息成本导致的企业投资不足。可见, 在企业投资需要外部资本时, 信息问题成为企业投资面临的主要问题, 外部融资面临的信息成本越大, 企业用于投资的资本支出越少。

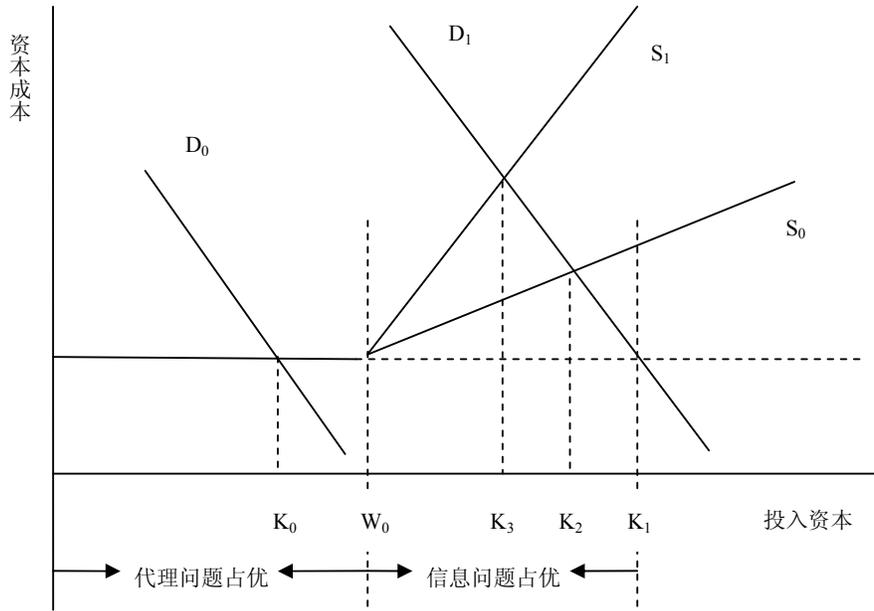


图 1 代理问题和信息问题影响企业投资的条件分析

根据图 1 的分析可知，代理问题常常诱发过度投资，而信息问题常常导致投资不足，然而，代理问题和信息问题产生作用的条件是不同的。在企业内部资本不能满足当期的投资需求，企业投资需要外部融资时，信息问题将成为企业投资面临的主要问题。此时，与会计稳健性的治理作用相比，其市场信号作用将占优。会计稳健性通过信号作用消除企业与资本市场之间的信息不对称，降低外部融资的资本成本，从而扩大企业的投资水平。类似地，在企业内部资本能够满足当期的投资需求，企业投资不需要外部融资时，代理问题成为企业投资面临的主要问题，此时，与会计稳健性的信号作用相比，其内部治理作用将占优。稳健性通过发挥内部治理功能抑制管理层对自由现金流滥用的过度投资行为，降低代理成本，从而降低企业的投资水平。会计稳健性发挥作用的条件见表 1。

表 1 稳健性发挥作用的条件

	信号作用	治理作用
投资 < 内部资本		占优*** 抑制投资
投资 > 内部资本	占优*** 扩大投资	

据此，我们提出如下的研究假设：

假设 1：在企业的内部资本不能满足当期的投资需求，企业投资需要外部融资时，稳健性通过消除信息不对称对投资水平起到促进作用；而在企业的内部资本能够满足当期的投资需求，企业投资不需要外部资本时，稳健性则通过降低代理成本对投资水平起到抑制作用。

前期文献表明，在企业的内部资本不能满足投资需要时，企业的信息不对称问题越严重，进行外部融资就越困难，企业的实际投资水平距离最优的投资水平也就越远，因而会呈现出更加明显的投资不足(Fazzari,1988;Alti,2003)。而在企业存在自由现金流时，企业的

代理问题越严重,自由现金流被经理人滥用的情况也就越严重,因而会呈现出明显的投资过度(Jensen,1986;Stulz,1990;Richardson,2006)。因此,我们认为,上市公司代理问题和信息不对称的严重程度会弱化会计信息的稳健性对投资行为的影响。在公司的投资水平大于内部资本净值时,稳健性对投资水平的促进作用会随着代理问题和信息不对称的严重性而减弱;同样,在企业投资水平小于内部资本净值时,稳健性则对投资水平的抑制作用也会随着代理问题和信息不对称的严重性而减弱。

中国上市公司的控制权主要掌握在大股东手中,大股东所有权的结构和性质反映了上市公司不同的信息问题、代理问题和对投资者利益保护的不同程度(刘芍佳等,2003;苏启林、朱文,2003),因而通常被作为企业所面临的信息问题和代理问题的替代变量。研究表明,股权集中度的提高有助于降低所有权与控制权分离的代理问题(La Porta et al.,2002),但同时会增大大股东与小股东之间的利益冲突(Claessens,2002)。所有权性质为国家股的公司虽然面临更多的代理问题和信息问题,但是国家股企业与银行的关系往往更为密切,因而会比较容易从银行获得融资(徐晓东、张天西,2009)。因而,股权集中度和国家股股权性质变量作为代理问题和信息问题代理变量存在不足。而越来越多的研究表明,从最终控制人的角度,能更好地反映公司面临的代理问题和信息问题,而最终控制人为地方政府或自然人的上市公司业绩较差,代理问题和信息问题都较为严重(夏立军、方轶强,2005;徐莉萍等,2006)。显然,对于信息问题更为严重的公司,因为市场声誉较差,同样水平的会计稳健性所起的信号作用要弱于其他企业;类似地,对于代理问题更为严重的企业,因为代理双方的利益冲突更为严重,同样水平的会计稳健性所起到的内部治理作用也要弱于其他企业。据此,我们提出如下的研究假设:

假设 2: 稳健性对投资的促进或抑制作用随公司面临的代理问题和信息问题的严重程度而减弱。具体地,在其他条件相同的情况下,最终控制人为地方政府或自然人的企业,稳健性对投资的促进或抑制作用要显著地小于其他企业。

四、样本与变量

1. 样本选择。

本文以 2003 年以前在沪深两市上市的全部 A 股上市公司 2003-2007 期间的数据作为研究样本。全部数据均来自 Wind 和 CAMAR 数据库。为了消除异常样本对研究结果的影响,保证公司的同质性以及数据的有效性,本文进一步对样本进行了如下的处理:

- (1) 剔除金融类上市公司;
- (2) 剔除审计意见缺失或者“保留意见”、“保留带解释性说明”、“拒绝表示意见”的上市公司;
- (3) 剔除少量异常样本;
- (4) 剔除五年数据不完整的公司。

最终满足所有条件的有 1053 家公司,共 5265 个样本观察值。

2. 变量设计

2.1 被解释变量

被解释变量为投资支出 INV,由投资支出除以期末总资产的账面价值确定。其中,投资支出选取自企业现金流量表中的“投资活动现金流出小计”科目。

2.2 检测变量

本文研究稳健性对企业投资行为的作用以及其随着信息不对称和代理问题的变化,因而检测变量包括稳健性的度量变量和反映信息不对称和代理问题的替代变量。对稳健性的计量则采用 Givoly 和 Hayn (2000) 的方法。因为 Beaver 和 Ryan (2000) 的计量方法需要运用净资产的账面价值与市场价值之间的比率,但这一比率受股权分置导致的股票市场分

割的影响；而 Penman 和 Zhang（2002）的方法则需要运用研发费用和广告准备金的数据，但这些数据在我国上市公司的财务报告中披露得并不充分，所以本文不使用这两种度量方法。

Givoly 和 Hayn（2000）的计量方法是利用会计稳健性对利得和损失的不对称处理，从而导致企业长期中应计项目的净累计额持续为负的特征，通过下式计算得出：

$$\text{CONACC} = (\text{NIO} + \text{DEP} - \text{CFO}) \times (-1) / \text{TA}$$

式中，CONACC 表示根据应计项目计算的盈余稳健性，NIO 为企业当年的营业利润，DEP 为企业当年的固定资产折旧，CFO 为企业当年的经营活动产生的现金流量净额，TA 为期末总资产的账面价值。

变量 Dummy 为反映公司投资水平与企业内部资本净值大小关系的哑变量，以考察稳健性在不同情况下对投资的作用和影响。如果公司的投资水平大于企业的内部资本净值，Dummy 取值为 1，否则取值为 0。其中内部资本净值 Net Worth 为包括企业期初的货币资金以及交易性金融资产在内的流动性储备 Liquidity 以及当期产生的经营现金流 CFO 之和。

反映信息不对称和代理问题的替代变量主要包括股权集中度变量 Hif10，股权制衡度变量 Restrict，第一大股东的股权性质变量 State，以及最终控制人性性质变量 Local 和 Private。股权集中度变量 Hif10 为前十大股东持股比例的平方和；股权制衡度变量 Restrict 为第 2 至第 10 大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比率；State 为哑变量，当第一大股东的股权性质为国家股时取值为 1，否则取值为 0；Local 和 Private 分别表示最终控制人性性质为地方政府或者自然人的哑变量，当最终控制人为该性质时则取值为 1，否则取值为 0。由于两类公司在信息不对称和代理问题上都存在较多问题，因此有必要单独考察。

3.3 控制变量

为了消除其他可能存在的相关因素对稳健性与投资之间关系的影响，本文将一些控制变量加入到了回归模型中。由于一个公司的投资支出是现金流的支付，在一定程度上取决于内部资本净值 Net Worth 的大小，因此必须控制企业的内部资本净值对投资行为的影响。其中，内部资本净值包含经营活动现金流 CFO 以及内部流动性储备两个部分。Sales Growth 为企业营业收入的增长率，用来控制企业的投资机会。Size 用来控制企业规模的影响，用企业资产账面价值的自然对数表示。Leverage 为财务杠杆，由公司的资产负债率表示，用来控制债权人对企业投资的治理作用。另外，我们用年度和行业哑变量来控制宏观经济环境、制度变迁、以及企业生命周期等固定因素对经验结果的影响。变量定义见表 2。

表 2 变量定义表

变量	定义
Panel A: 被解释变量	
INV	投资活动产生的现金流出小计/总资产的账面价值；
Panel B: 检测变量	
CONACC	稳健性水平变量，计算公式：（营业利润+固定资产折旧-经营活动产生的现金流量净额）×（-1）/期末总资产的账面价值；
Dummy	哑变量，如果 INV>Net Worth，取值为 1，否则为 0；
Hif10	股权集中度变量，为前十大股东持股比例的平方和；
Restrict	股权制衡度变量，为第二至第十大股东的持股比例之和与第一大股东持股比例的比值；
State	股权性质哑变量，如果第一大股东的股权为国家股则取值为 1，否则为 0；
Local	哑变量，如果企业的最终控制人为地方政府，则取值为 1，否则为 0；

Private	哑变量，如果企业的最终控制人是自然人则取值为 1，否则为 0；
Panel C: 控制变量	
CFO	当期经营活动产生的现金流量净额/期末总资产的账面价值；
Liquidity	财务松弛变量，反映企业投资的流动性储备，计算公式： $(\text{期初货币资金} + \text{期初交易性金融资产净额}) / \text{期末总资产的账面价值}$ ；
Net Worth	企业可用于投资的内部资本净值，等于 $\text{CFO} + \text{Liquidity}$ ；
Sales Growth	营业收入增长率，计算公式： $(\text{本期营业收入} - \text{上期营业收入}) / \text{上期营业收入}$ ；
Size	期末总资产账面价值的自然对数；
Leverage	期末的资产负债率；
Fixed effects	为年度 Year 和行业 IND 哑变量，以控制年度和行业因素的固定影响。

五、实证分析

1. 单变量分析

1.1 样本的总体分析

表 3 给出了样本数据的描述性统计。投资水平 INV 在样本期间的均值为 0.089，表明在整体上公司的年度投资水平平均占总资产的 8.9%。稳健性水平 CONACC 平均为 0.010，表明在整体的平均水平上，公司的盈余水平呈现出稳健性的特征。股权集中度和制衡度的均值分别为 0.202 和 0.673，表明第二至第十大股东的持股比例平均为第一大股东持股比例的 67.3%，上市公司在整体的平均水平上股权较为集中并且一股独大。企业内部资本净值均值为 0.188，大于平均的投资水平 0.089，表明在整体的平均水平上企业存在着自由现金流量被管理层滥用或大股东盗掘的风险。经营现金流 CFO 和流动性储备 Liquidity 的均值分别为 0.050 和 0.139，表明在企业投资所依赖的内部资本净值中，经营现金流占有的比例相对较小，仅占 26.6%，这也是为什么前期文献在研究不对称信息下投资—现金流的敏感性时得不到一致性结论的原因 (Fazzari, et al, 1988; Kaplan and Zingales, 1997)，因为投资在外部融资一定的情况下取决于内部资本的大小，而不仅仅是当期产生的经营现金流量，研究不对称信息对投资—内部资本净值敏感性的影响才是基础性的。比较各变量的中值与均值的差异，可以发现，均值都明显地大于中值，这表示各变量的数值分布均呈右偏。

进一步地，我们考察了各变量描述性统计的年度变化，发现 2003-2007 年的投资水平 INV 分别为 0.1076, 0.0961, 0.0761, 0.0808, 0.0857，以 2005 年为拐点先下降后上升，这可能与样本期间利率水平与 GDP 增长率均逐年上升的宏观经济因素相关；而稳健性水平 CONACC 在 2003-2007 年的值分别为 -0.0012, 0.0101, 0.0233, 0.0150, 0.0026，以 2005 年为拐点呈现出先上升后下降的趋势，在 2005 年期间的上升趋势可能与企业会计准则要求企业普遍采用更稳健的会计政策有关，而在 2005 年后的下降则可能与中国证监会从 2005 年开始推行的股权分置改革和注重公允价值的新会计准则有关。股权集中度与制衡度的年度描述性统计表明，样本期间企业的股权集中度逐年下降，而股权制衡度逐年上升。2003-2007 年的企业内部资本净值 Net Worth 分别为 0.2042, 0.1911, 0.1785, 0.1825, 0.1878，也是以 2005 年为拐点先下降后上升，与投资水平的年度变化在方向上一致，表明企业的内部资本储备主要是财务松弛会根据投资水平的变化而调整。

表 3 变量的描述性统计

变量	N	Mean	SD	Min	Max	Median
INV	5265	0.089	0.098	0.0001	1.794	0.063
CONACC	5265	0.010	0.147	-1.043	2.601	-0.003
Hif10	5265	0.202	0.134	0.002	0.722	0.165

Restrict	5265	0.673	0.658	0.004	4.998	0.475
CFO	5265	0.050	0.093	-0.587	1.019	0.049
Liquidity	5265	0.139	0.106	0.0002	1.284	0.115
Net Worth	5265	0.188	0.165	-2.999	1.848	0.172
Sales Growth	5265	23.211	63.146	-98.68	908.99	14.94
Size	5265	21.282	1.080	12.314	27.316	21.234
Leverage	5265	0.571	0.475	0.008	9.765	0.530

注：变量定义见表1。

表4给出了变量之间的 Pearson 相关系数。从表4可以看出，投资支出 INV 在总体上与股权集中度 Hif10、企业规模 Size、经营现金流 CFO、内部流动性储备 Liquidity 和内部资本净值 Net Worth 显著正相关，说明在总体上股权集中度越高、企业规模越大、经营现金流以及内部流动性储备越充足、内部资本净值越多，企业的投资就会越多，这缘于规模较大以及内部资本净值较多的企业通常会拥有更多的资源进行投资；投资在总体上与稳健性水平、股权制衡度和财务杠杆显著负相关，表明企业稳健性水平越高、股权制衡度越大、负债比率越高，企业的投资就会越少，这可能缘于稳健性、股权制衡度以及债权治理对过度投资的制约作用以及高负债企业外部融资的相对困难。

稳健性在总体上与股权制衡度、财务标杆和内部资本净值显著正相关，说明在总体上股权制衡度越大、负债比率越高、内部资本净值越多的企业，就会显示出越高的稳健性，这缘于股权制衡度大的企业由于受到内部治理的制约往往会采取比较稳健的会计政策，负债比率高的企业由于债务契约的约束也会显示出较大的稳健性，而稳健性在内部资本净值较多的情况下抑制企业发生过度投资的行为；稳健性在总体上与股权集中度和企业规模显著负相关，表明股权集中度越高、企业规模越大的企业，则会显示出越低的稳健性，这缘于股权集中度高的企业因大股东的权利较大而受到较少约束则往往会采取比较激进的会计政策，而较大规模的企业则可能因为规模本身的信号作用对稳健性的需求较低，也可能缘于其复杂的公司结构较易产生多重代理问题而使稳健性降低。

股权集中度在总体上与股权制衡度负相关，这是因为股权集中度越高，股权制衡度就会越低，两者必然呈现负相关的关系。股权集中度在总体上和财务标杆显著负相关，与企业规模显著正相关，而企业规模与财务杠杆负相关，与经营现金流、流动性以及内部资本净值正相关，这表明在总体上企业规模越大的公司股权集中度越高，拥有较为充沛的内部资本，因而对负债融资的依赖较小。而比较集中的股权结构与财务杠杆负相关也可能是因为其更为严峻的代理问题使负债融资变得困难。经营现金流在总体上与内部流动性储备显著正相关，表明经营现金流越好的内部流动性储备也越好。而内部资本净值是由经营现金流与内部流动性储备组成的，显然与两者都显著正相关。

表4 主要变量之间的 Pearson 相关系数表

	INV	CONACC	Hif10	Restrict	Size	Leverage	CFO	Liquidity
CONACC	-0.059 ^a							
Hif10	0.081 ^a	-0.092 ^a						
Restrict	-0.029 ^b	0.084 ^a	-0.583 ^a					
Size	0.115 ^a	-0.253 ^a	0.272 ^a	-0.215 ^a				
Leverage	-0.138 ^a	0.484 ^a	-0.137 ^a	0.144 ^a	-0.207 ^a			
CFO	0.145 ^a	0.377 ^a	0.086 ^a	-0.046 ^a	0.107 ^a	-0.099 ^a		
Liquidity	0.116 ^a	-0.036 ^a	0.076 ^a	-0.047 ^a	0.025 ^c	-0.199 ^a	0.190 ^a	
Net Worth	0.145 ^a	0.139 ^a	0.105 ^a	-0.067 ^a	0.106 ^a	-0.208 ^a	0.735 ^a	0.756 ^a

注：变量定义见表 1。c, b, a 分别表示相关性在 10%，5%，以及 1%的水平上显著（双尾检验）。

1.2 子样本分析

为了检验研究假设 1，我们将全部样本依照公司投资水平是否大于内部资本净值分成两个子样本，并检验两个子样本之间的投资行为差异。表 5 是子样本变量的描述性统计。表 5 表明，无论是均值还是中值，在 $INV > Net\ Worth$ 的情况下企业的投资水平都大于 $INV < Net\ Worth$ 的样本，而稳健性水平和内部资本都小于 $INV < Net\ Worth$ 的样本。可能正是由于 $INV > Net\ Worth$ 样本的稳健性水平较低，因此存在更大的过度投资的可能性，才使得其投资水平超过了企业的内部资本净值额。

表 5 子样本主要变量的描述性统计

	N	Mean	SD	Min	Max	Median
Panel A: $INV > Net\ Worth$						
INV	1156	0.160	0.156	0.000	1.794	0.131
CONACC	1156	-0.022	0.170	-0.562	2.104	-0.028
Net worth	1156	0.062	0.174	-2.999	0.607	0.073
Panel B: $INV < Net\ Worth$						
INV	4109	0.069	0.061	0.0001	0.736	0.054
CONACC	4109	0.017	0.130	-1.043	2.539	0.002
Net Worth	4109	0.225	0.144	0.0003	1.848	0.200

注：变量定义见表 1。

表 6 是两个子样本的单变量分析。Panel A 检验了两个子样本之间的变量差异，结果表明无论是均值还是中值，在两个子样本中投资水平、稳健性以及内部资本净值的差异都是显著的。Panel B 检验了两个子样本中投资水平与稳健性的相关关系，与假说 1 的预期一致，在公司的投资水平大于内部资本净值的情况下，稳健性与投资呈现显著的正相关的关系，表明稳健性对投资有促进作用；而在公司投资水平小于内部资本净值的情况下，稳健性与投资呈现显著的负相关关系，说明稳健性对投资产生了抑制作用。

表 6 两个子样本之间的单变量分析

Panel A: 变量的差异性检验		
	$INV > Net\ Worth$	$INV < Net\ Worth$
	t	Wilcoxon Z
INV	-19.19***	-21.55***
CONACC	7.48***	15.63***
Net Worth	28.91***	33.11***
Panel B: Pearson 相关性分析		
	INV	
	$INV > Net\ Worth$	$INV < Net\ Worth$
CONACC	0.039**	-0.067***

注：变量定义见表 1。*, **, ***分别表示相关性在 10%，5%，以及 1%的水平上显著（双尾检验）。

2. 多变量分析

2.1 稳健性对投资影响的检验

为了进一步检验假设 1 中提出的稳健性与投资之间的关系，我们首先构建了如下的回

归模型:

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_2 dummy + \beta_3 CONACC * dummy + \beta_4 Hif10 + \beta_5 Restrict + \beta_6 State + \beta_7 Net\ Worth + \beta_8 Sales\ Growth + \beta_9 Size + \beta_{10} Leverage + Fixed\ Effects \quad (1)$$

式中, β_1 度量了在公司投资水平小于内部资本净值的情况下, 投资与稳健性水平之间的相关关系; $\beta_1 + \beta_3$ 则度量了在公司投资水平大于内部资本净值的情况下, 投资与稳健性水平之间的相关关系。根据假说 1, 在公司投资水平大于内部资本净值的情况下稳健性对投资行为起促进作用, 在公司投资水平小于内部资本净值的情况下稳健性则对投资行为起抑制作用。如果在回归分析中, 回归系数 β_1 显著为负而回归系数 $\beta_1 + \beta_3$ 显著为正, 则表示假说 1 得到经验证据的支持。Fixed Effects 表示控制固定因素的影响, 包括 4 个控制年度影响的哑变量以及 20 个控制行业影响的哑变量。

为了进一步验证研究假设 1, 我们还将全部样本根据公司投资水平与内部资本净值的关系分成如下两个子样本:

子样本一: 公司的投资水平 $INV >$ 内部资本净值 Net Worth 的样本观察值。

子样本二: 公司的投资水平 $INV <$ 内部资本净值 Net Worth 的样本观察值。

并建立如下的回归模型进行检验:

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_2 Hif10 + \beta_3 Restrict + \beta_4 State + \beta_5 Net\ Worth + \beta_6 Sales\ Growth + \beta_7 Size + \beta_8 Leverage + Fixed\ Effects + \varepsilon \quad (2)$$

根据假设 1, 对于子样本一, 模型 2 的回归系数 β_1 应该显著大于 0, 表示稳健性通过降低外部融资的信息成本对投资起到促进的作用; 类似的, 对于子样本二, 模型 2 的回归系数 β_1 应该显著小于 0, 表示稳健性通过发挥内部治理的功能降低代理成本对投资起到了抑制的作用。表 7 给出了模型 1 和模型 2 的回归结果。

表7 稳健性影响投资行为的回归分析

	模型 1		模型 2	
	全部样本	INV>Net Worth	INV< Net Worth	
常数	-0.102 (-3.78)***	0.292 (3.26)***	-0.145 (-6.86)***	
CONACC	-0.056 (-4.28)***	0.073 (2.57)***	-0.037 (-4.14)***	
dummy	0.123 (39.82)***			
CONACC*dummy	0.123 (6.58)***			
Hif10	0.006 (0.49)	0.050 (1.26)	-0.002 (-.025)	
Restrict	-0.001 (-0.30)	0.001 (0.23)	-0.001 (-0.61)	
State	-0.005 (-1.42)	-0.013 (-1.18)	-0.002 (-0.65)	
Net Worth	0.210 (24.38)***	0.447 (16.08)***	0.128 (18.78)***	
Sales Growth	-0.00001 (-0.61)	0.001 (0.12)	-0.00001 (-0.91)	

Size	0.006 (4.67)***	-0.007 (-1.79)*	0.008 (8.771)***
Leverage	-0.018 (-5.34)***	-0.028 (-3.00)***	-0.011 (-3.83)***
年度、行业固定影响	控制	控制	控制
F Value	69.72***	14.77***	32.18***
Adj. R ²	0.305	0.281	0.194
观察值个数	5265	1156	4109

注：变量定义见表 1。括号中为 t 值，*，**，***分别表示在 10%，5%和 1%的水平上显著。

从表 7 的第 1 列可以看出，与预期的一致，模型 1 中的回归系数 β_1 为负而 $\beta_1 + \beta_3$ 为正，且都在 1%的水平上显著，说明在公司投资水平大于内部资本净值的情况下投资与稳健性呈现正相关关系，而在公司投资水平小于内部资本净值的情况下投资与稳健性呈现负相关关系，并且在统计上显著，假设 1 得到经验证据的支持。

在两个子样本对模型 2 的回归结果中，与预期的一致，子样本一中稳健性变量 CINACC 的回归系数 β_1 为正，并且在 1%的水平上显著，说明在公司投资水平大于内部资本净值，企业需要外部融资的情况下，稳健性通过降低外部融资的信息成本能够起到促进投资的作用；子样本二中稳健性变量 CINACC 的回归系数 β_1 为负，并且在 1%的水平上显著，说明在公司投资水平小于内部资本净值，企业不需要外部融资的情况下，稳健性通过发挥内部治理功能抑制了管理层对自由现金流的滥用，对过度投资行为起到了显著的制约作用。

在模型 1 和模型 2 中，其它检测变量如股权集中度 Hif10、制衡度 Restrict 以及国家股权性质变量 State 的回归系数均不显著。控制变量中企业内部资本净值 Net Worth 的回归系数均显著为正，表明不管在什么情况下，投资水平都与内部资本储备成正相关关系，内部资本是影响企业投资水平的重要决定因素。销售增长率 Sales Growth 的回归系数不显著；企业规模 Size 的回归系数在全部样本和投资小于企业内部资本的情况下都显著为正，在投资大于企业内部资本的情况下在边际上显著为负，这与前期文献的发现一致 (Kadapakkam, et al., 1998)，表明大规模企业的经理人在投资的时间安排上具有更大的自主空间，他们往往会选择在经营现金流量比较充沛的时候进行大规模的投资，而小企业则不太可能做到。财务标杆的系数 Leverage 在每种情况下均显著为负，表明债权对企业投资行为有制约作用，这种制约作用可能缘于债权对企业进一步负债融资的约束；也可能缘于债权对企业内部自由现金流滥用于过度投资的抑制。

2.2 最终控制人性性质对投资与稳健性关系影响的检验

为了进一步检验研究假设 2，以考察不同的信息问题和代理问题对投资水平与稳健性关系的影响，我们用最终控制人性性质分别是地方政府或自然人为信息问题和代理问题的代理变量，运用如下的两个模型进行回归分析：

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_2 Local + \beta_3 CONACC * Local + \beta_4 Hif10 + \beta_5 Restrict + \beta_6 Net\ Worth + \beta_7 Sales\ Growth + \beta_8 Size + \beta_9 Leverage + Fixed\ Effects + \varepsilon \quad (3)$$

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_2 Private + \beta_3 CONACC * Private + \beta_4 Hif10 + \beta_5 Restrict + \beta_6 Net\ Worth + \beta_7 Sales\ Growth + \beta_8 Size + \beta_9 Leverage + Fixed\ Effects + \varepsilon \quad (4)$$

在模型 3 中， β_1 度量了在最终控制人性性质不是地方政府的样本中投资与稳健性的相关关系， $\beta_1 + \beta_3$ 度量了在最终控制人性性质为地方政府的样本中投资与稳健性的相关关系，因而 β_3 度量了最终控制人为地方政府时对投资与稳健性之间相关关系产生的影响；同样，在模型 4 中， β_1 度量了在最终控制人性性质不是自然人的样本中投资与稳健性的相关关系， $\beta_1 + \beta_3$ 度量了在最终控制人性性质为自然人的样本中投资与稳健性的相关关系，因而 β_3 度量了最终控制人为自然人时对投资与稳健性之间相关关系产生的影响。如果在投资大于企业内部

资本净值的情况下，回归系数 β_1 都显著为正而 β_3 都显著为负，则表明最终控制人的地方政府或自然人性质使得投资与稳健性之间的正相关关系被削弱，假说 2 得到支持；类似的，如果在投资小于企业内部资本净值的情况下，回归系数 β_1 都显著为负而 β_3 都显著为正，则表明最终控制人的地方政府或自然人性质使得投资与稳健性之间的负相关关系被削弱，假设 2 也得到支持。模型 3 和模型 4 的回归结果见表 8。

表 8 最终控制人性质对稳健性与投资关系的影响

	模型 3		模型 4	
	INV>Net Worth	INV< Net Worth	INV>Net Worth	INV< Net Worth
常数	0.229 (2.25)**	-0.177 (-7.49)***	0.225 (2.18)**	-0.180 (-7.59)***
CONACC	0.131 (3.88)***	-0.032 (-3.06)***	0.141 (3.51)***	-0.049 (-4.05)***
Local	-0.014 (-1.21)	0.001 (0.51)		
CONACC*Local	-0.309 (-3.87)***	0.006 (0.27)		
Private			-0.012 (-0.99)	0.004 (1.29)
CONACC*Private			-0.129 (-2.27)**	0.046 (2.67)***
Hifl0	0.064 (1.40)	-0.006 (-0.62)	0.046 (1.00)	-0.007 (-0.68)
Restrict	0.004 (0.53)	-0.001 (-0.30)	0.004 (0.52)	-0.001 (-0.68)
Sales Growth	0.001 (0.93)	-0.0001 (-1.10)	0.001 (0.80)	-0.0001 (-1.09)
Size	-0.005 (-1.02)	0.009 (9.12)***	-0.005 (-0.94)	0.010 (9.26)***
Leverage	-0.026 (-2.57)**	-0.013 (-3.90)***	-0.018 (-1.73)*	-0.015 (-4.42)***
Net Worth	0.395 (12.97)***	0.125 (16.00)***	0.406 (13.00)***	0.126 (16.12)***
年度、行业固定影响	控制	控制	控制	控制
F Value	11.17***	25.24***	10.75***	25.74***
Adj. R ²	0.273	0.203	0.265	0.207
观察值个数	1156	4109	1156	4109

表 8 显示，与预期的一致，在企业投资大于内部资本净值的情况下，无论在模型 3 还是模型 4 中，回归系数 β_1 为正而 β_3 为负，并且都在 1% 水平上显著；而在企业投资小于内部资本净值的情况下，无论在模型 3 还是模型 4 中，回归系数 β_1 都显著为负而 β_3 为正，并且在模型 4 中 β_3 在 1% 水平上显著。这些说明当企业的最终控制人性质分别为地方政府或自然人时，投资水平与稳健性之间的相关关系被削弱，假设 2 得到了经验证据的支持。

2.3 稳健性检验

为了检验上述回归分析结果的稳健性，本文将内部资本净值变量 Net Worth 分成经营

现金流变量 CFO 和内部流动性储备变量 Liquidity 对所有回归模型的再次进行了回归分析，发现主要结论非常稳定，而 CFO 和 Liquidity 的回归系数都在 1% 以上的水平上显著，限于篇幅，本文没有报告这些结果。

六、结论

本文以 2003-2007 年我国沪深两市 1053 家 A 股上市公司共 5265 个样本作为研究对象，研究了企业的投资行为与会计稳健性水平之间的关系。我们发现，稳健性水平对企业投资行为的影响随企业投资是否需要外部资本而不同。在企业的投资水平大于内部资本净值，企业投资需要外部资本的情况下，投资水平与稳健性之间呈现显著的正相关关系，表明稳健性对投资起到促进作用；在企业的投资水平小于内部资本净值，企业投资不需要外部资本的情况下，投资水平与稳健性之间呈现显著的负相关关系，表明稳健性对投资起到抑制作用。这一结论无论在总样本还是分样本的分析中均成立。进一步地，我们发现，企业面临的信息问题和代理问题的严重性在一定程度上影响投资水平与稳健性之间的关系，当公司的最终控制人性性质为地方政府或者自然人时，投资与稳健性之间的上述关系都发生了弱化。

本文的研究表明，会计稳健性对企业的投资行为起到了积极的作用，但其影响方向和方式随企业投资是否需要外部资本而不同。在公司的投资水平大于内部资本净值，企业需要外部融资时，稳健性能起到信号作用，通过帮助企业降低信息成本和资本成本，扩大了投资水平。相反，在公司的投资水平小于内部资本净值，企业的投资不需要外部资本时，稳健性能起到内部治理作用，通过缓解管理层与股东之间的代理冲突降低代理成本，防止管理者的过度投资和对企业内部现金流的滥用，从而抑制了投资水平。

当企业的最终控制人性性质为地方政府时，由于其多重代理且缺乏严格的管制而面临更多的信息问题，再加上大股东对管理层监管不力增大了过度投资的风险；当企业的最终控制人为自然人时，由于企业缺乏严格完善的公司治理机制，加上个人强烈的逐利动机，使得其会计政策也会比较激进，使企业面临更多的信息问题和代理问题。因此，具有上述两种最终控制人性性质的企业都因为存在更为严重的代理问题和信息问题，使得稳健性在企业需要外部资本时对投资的促进作用以及其在企业不需要外部资本时对投资的抑制作用均显著减弱。

本文的研究，控制了股权集中度、制衡度、内部资本净值、销售增长率、公司规模、财务杠杆以及年度和行业因素的影响，得出的结论非常稳健。本文的发现，是对国内、外这一领域研究的重大创新和发展，有助于减轻资本市场的信息不对称和企业的代理成本，提高资本市场的会计信息披露质量以及企业的投资决策效率，对于保护投资者利益，最大化企业价值，发展和完善我国资本市场功能，都具有十分重要的理论意义和参考价值。

参考文献

- 陈旭东、黄登仕, 2008: 《企业生命周期、应计特征与会计稳健性》, 《中国会计与财务研究》第 1 期。
- 李远鹏、李若山, 2005: 《是会计盈余稳健性, 还是利润操纵?——来自中国上市公司的经验证据》, 《中国会计与财务研究》第 3 期。
- 李增泉、卢文彬, 2003: 《会计盈余的稳健性: 发现与启示》, 《会计研究》第 2 期。
- 刘芍佳、孙霏、刘乃全, 2003: 《终极产权论、股权结构及公司绩效》, 《经济研究》第 4 期。
- 曲晓辉、邱月华, 2007: 《强制性制度变迁与盈余稳健性》, 《会计研究》第 7 期。
- 苏启林、朱文, 2003: 《上市公司家族控制与企业价值》, 《经济研究》第 8 期。
- 孙铮、刘凤委、汪辉, 2005: 《债务、公司治理与会计稳健性》, 《中国会计与财务研究》第 2 期。
- 夏立军、方秩强, 2005: 《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》, 《经济研究》第 5 期。
- 辛清泉、郑国坚、杨德明, 2007: 《企业集团、政府控制与投资效率》, 《金融研究》第 10 期。
- 徐莉萍、辛宇、陈工孟, 2006: 《控股股东的性质与公司经营绩效》, 《世界经济》第 10 期。
- 徐晓东、张天西, 2009: 《公司治理、自由现金流与非效率投资》, 《财经研究》第 10 期。
- 郑江淮、何旭强、王华, 2001: 《上市公司投资的融资约束: 从股权结构角度的实证分析》, 《金融研究》第 11 期。
- Ahmed, S., Billings, B.K., Morton, R.M., Stanford-Harris, M. 2002, "The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs", *The Accounting Review* 77, 867-890.
- Alti, Aydogan, 2003, "How Sensitive Is Investment to Cash Flow when Financing Is Frictionless?" *Journal of Finance* 58, 707-722.
- Ball, R., 2001, "Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure". *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 127-169.
- Ball, R., S. P. Kothari, and A. Robin, 2000, "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 29, 1-52.
- Ball, R., and L. Shivakumar, 2005, "Earnings Quality in U.K. Private Firms". *Journal of Accounting and Economics* 39, 83-128.
- Ball, R., and L. Shivakumar, 2006, "The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gains and Loss Recognition". *Journal of Accounting Research* 44, 207-242.
- Basu, S. 1997. "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 24: 3~38.
- Beaver, W., and S. Ryan, 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.
- Biddle, G., and G. Hilary, 2006, "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment", *The Accounting Review* 81, 963-982.
- Bushman, R., J. Piotroski and A. Smith, 2006, "Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses: International Evidence". *Working paper*, Chicago University.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, L. H. P. Lang, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance* 57, 2741~2771.
- Easley, D., and M. O'Hara, 2004, "Information and the Cost of Capital". *Journal of Finance* 59, 1553-1583.
- Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard, and Bruce Petersen, 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment". *Brookings Papers on Economic Activities*, 141-195.
- Givoly, D., Hayn, C, 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.
- Hui, Kai Wai, Steve Matsunaga, and Dale Morse, 2009, "The Impact of Conservatism on Management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting and Economics* 47, 192–207.
- Jensen, M, 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review* 76, 323–329.
- Kadapakkam, Palani-Rajan, P.C. Kumar, and Leigh A. Riddick, 1998, "The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment", *Journal of Banking and Finance* 22, 293-320.
- Kaplan, Steven and Luigi Zingales, 1997, "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *Quarterly Journal of Economics* 112, 169-215.
- LaFond, R. 2005, "The Influence of Ownership Structure on Earnings Conservatism and the Informativeness of Stock Prices: An International Comparison", *Working Paper*, MIT.
- LaFond, R. and Roychowdhury, 2008, "Managerial Ownership and Accounting Conservatism", *Journal of Accounting Research* 46, 101-135.
- LaFond, R., Watts, R.L, 2008, "The Information Role of Conservatism", *The Accounting Review* 83, 447–478.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. E. Verrecchia, 2007, "Accounting Information, Disclosure and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research* 45, 385-420.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance* 57, 1147~1170.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review* 48, 261-297.
- O'Hara, M., 2003, "Presidential Address: Liquidity and Price Discovery". *Journal of Finance* 58, 1335 ~ 1354.
- Peek, E., Cuijpers, R. and Buijink, W. F. J., 2006, "Creditors' and Shareholders' Demand for Accounting Conservatism in Public versus Private Firms: Evidence from Europe", *Working Paper*, Maastricht University.
- Penman, S.H., Zhang, X.-J., 2002, "Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns". *The Accounting Review* 77, 237–264.
- Richardson, Scott, 2006, "Over-investment of Free Cash Flow". *Review of Accounting Studies* 11, 159-189.
- Sterling R R., 1967, "Conservatism: the Fundamental Principle of Valuation in Traditional Accounting", *Abacus*, 111-132.
- Stulz, R. M., 1990, "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies". *Journal of Financial Economics* 26, 3–27.
- Watts, 2003, "Conservatism in Accounting Part I : Explanations and Implications". *Accounting Horizons* 17, 207-221.
- Watts R. L., J. L. Zimmerman, 1986, "Positive Accounting Theory", Englewood Cliffs, NJ.: Prentice Hall.
- Zhang, J., 2004, "Efficiency Gains from Accounting Conservatism: Benefits to Lenders and Borrowers". *Working Paper*, MIT.

Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Behavior

Abstract: This paper examines the role of accounting conservatism on firm investment behavior in China. We find that the association between accounting conservatism and capital expenditure is significantly positive when inside capital is not enough to use for investment, suggesting that conservatism can expend the level of investment by decreasing information asymmetry and cost of capital; However, the association between accounting conservatism and capital expenditure is

significantly negative when inside capital is enough to use for investment, suggesting that conservatism can curtail the level of investment by mitigating the interest conflicts between management and outside shareholders and decreasing agency costs. Additionally, we find that the severity of information asymmetry and agency problem affects the role of accounting conservatism on firm investment behavior, the association between accounting conservatism and capital expenditure is weaker for firms with ultimate ownership controller as local government or individuals.

Key words: accounting conservatism, investment, information asymmetry, agency cost

JEL Classification: G31, M41, O16