

我国股市周期与企业会计 稳健性的实证研究^{*}

徐华新¹, 孙 铮²

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433;

2. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

摘 要:企业会计政策的稳健性选择是不断变化的,文章从动态的角度分析了我国证券市场波动如何影响企业的投融资行为,进而如何影响企业会计政策选择中的稳健性程度。通过实证检验发现,中国股票市场的周期性波动导致企业选择不同的会计政策,进而表现出随股市周期变化的稳健性特征,即在股市上行周期,企业会计政策的稳健性减弱,而在股市下行周期,企业会计政策的稳健性增强。文章的结论为投资者及监管部门加深理解企业会计政策选择行为提供了有力的基础。

关键词:稳健性动因;股市周期;会计政策选择

中图分类号:F230 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)12-0053-15

一、引 言

稳健性原则(conservatism)或称谨慎性原则(prudence)是会计信息质量要求之一,对企业会计盈余的确认和计量有着重大的影响。美国财务会计准则委员会(FASB)将其描述为,“对不确定性的审慎反应,努力确保商业环境中存在的不确定性和风险被充分考虑,因而,如果未来收到或支付的两个估计金额有同等的可能性,稳健性要求使用较为不乐观的估计数”。^①由于在会计收益与损失的确认要求之间存在非对称性,比如减慢收入确认、加快费用确认、减少对资产的估计和增加对负债的估计(Walk 等,1989;Stickney 和 Weil,1994),会计稳健性造成了企业净资产和当期会计盈余的低估。

(一)国内外相关研究

Basu(1997)检验了美国稳健性时间序列上的变化,发现在高诉讼期,稳健性

收稿日期:2008-09-05

基金项目:国家社会科学基金资助项目(08BJY021);教育部人文社会科学重大研究资助项目(05JJD630027)。

作者简介:徐华新(1979—),男,江苏无锡人,上海财经大学会计学院博士生;

孙 铮(1957—),男,上海人,上海财经大学会计与财务研究院教授,博士生导师。

在提高,而在低诉讼期稳健性变化不大。Givoly 和 Hayn(2000)也发现,从 1965 年到 1998 年稳健性在增强。Holthausen 和 Watts(2001)发现即使在 1966 年以前就存在会计稳健性了。李增泉和卢文彬(2003)对我国上市公司进行的分析研究首次确认了我国上市公司会计稳健性的存在。孙铮、刘凤委和汪辉(2005)研究了债务作为一种公司治理机制对会计稳健性的影响。曹宇、李琳和孙铮(2005)检验了股权集中度、上市公司董事长与控股公司董事长兼任等因素对会计稳健性的影响,研究发现股权集中度高以及两者兼任时,上市公司的稳健性比较差。但是,李远鹏和李若山(2005)以及李远鹏(2006)对中国亏损上市公司的盈余稳健性及中国上市公司整体的稳健性进行研究后发现,很多研究得出的上市公司整体表现出的盈余稳健性是亏损公司“洗大澡”所致。中国上市公司究竟存不存在稳健性,稳健性的动因又是什么? 这些问题变得愈加模糊。

Watts(2003a, b)具体说明了稳健性存在的四种解释:契约、法律诉讼、管制以及税收。从薪酬契约、债务契约来说,企业需要通过谨慎的会计政策选择来保护相关利益者。由于高估收益要比低估收益所面临的法律诉讼更为严厉,这使得公司倾向于采用稳健的会计政策。同时企业为了递延所得税支付,也会选择较稳健的会计政策。

Ball、Kothari 和 Robin(2000)从稳健性的制度动因方面进行了开创性研究。他们认为,由于不同的法律制度,所有权和经营权分离的程度不同,解决信息不对称的方式也不同。会计准则在决定何时确认经济利得和损失方面给予了管理层不同的自主裁决权,因此造成了会计盈余的及时性和稳健性程度的差异。Ball、Robin 和 Wu(2003)研究了亚洲一些国家与地区(中国、中国香港、新加坡、马来西亚和泰国)的会计盈余特征,发现源自于普通法系的会计准则体系稳健性程度并不比成文法系国家高,关键因素还是在于影响经理人和审计师激励的政治和经济因素。Bushman 和 Piotroski(2006)研究发现,一国的司法体系、证券法、政府和税收体制会影响公司经理人、投资者、监管机构及其他参与方的行为。Raonic、McLeay 和 Asimakopoulous(2004)研究了不同国家信息披露制度、司法执行力度和资本市场重要程度对稳健性的影响,发现会计盈余对坏消息的敏感程度会随着司法执行力度的加强而得到提高。Leuz(2006)发现,东道国的制度因素会影响到交叉上市公司的报告行为,在美国上市的外国企业和美国本土企业之间的差异是由于编报财务报告的动机和美国会计准则的特征决定的。

(二)本文的新视角

以往文献更多地是从静态的角度分析稳健性。国内相当一部分的文献集中于研究我国会计稳健性存在与否,如李增泉和卢文彬(2003)、赵春光(2004)、李远鹏(2006)等;另外一些文献如孙铮等(2005)、曹宇等(2005)、朱凯(2005)、何贤杰等(2006)、朱茶芬(2007)等分别从负债、控股股东、银行贷款、股权结构等方面对我国会计稳健性的动因进行探索。上述这些研究都无法说

明 Basu(1997), Givoly 和 Hayn(2000)发现的稳健性不断变化的动态特征,因此也就无法解释我们所观察到的企业会计政策选择过程中所表现出的会计稳健性变动的情形。譬如,我们观察到,企业在某一段时期,选择较为稳健的会计政策,而在另外一段时期选择相对激进的会计政策。这种行为仅仅是个案,抑或是一种集体性行为?是什么因素引起了企业会计政策的变化?虽然国内一些学者,如赵春光(2004)、黄登仕(2006)、朱茶芬(2006)、曲晓辉和邱月华(2007)研究了会计准则的变迁对会计稳健性增强的影响,但这是远远不够的。对于我国会计稳健性波动的原因,有待进一步的探究。本文研究了股市周期与企业会计政策稳健性之间的关系,关注了我国证券市场波动对微观主体经济行为的影响。股市的周期性对稳健性有何影响、我国会计稳健性波动背后的利益动因又是什么,这是本文试图回答的问题。

二、会计政策选择动因与制度背景

(一)融资需求

在中国,会计信息的契约功能较为强大,特别体现在监管部门在资源配置时对会计收益的要求:第一,IPO 要求拟上市的公司连续三年盈利;第二,增发、配股、发行可转换公司债券、公司债券对会计收益的要求;第三,对连续两年亏损的公司将进行特别处理。采取稳健的会计政策将使公司的收益系统性低估,有可能造成在同等条件下采取稳健会计政策的公司无法达到融资要求,而采取相对不稳健会计政策的公司达到融资要求,导致采取稳健会计政策的公司获取资金的能力上反而处于劣势。因此,本文认为,融资动机是企业稳健性选择的主要动因之一。

(二)股东与债权人对会计政策稳健性的需求

企业融资的主要方式有股权融资、债权融资,股东和债权人是融资的对象。只有在对融资方有利的前提下,融资才能够顺利进行,而融资后,企业也必须接受股东或者债权人的监督。股东和债权人作为不同的利益群体,对公司的会计政策有着不同的稳健性偏好。管理层出于融资目的,会迎合相关利益群体,即在进行股权融资时,会倾向于股东偏好的会计政策,而在债权融资时,倾向于债权人偏好的会计政策。因此,要深入分析企业稳健性选择的动因就必须首先了解融资过程中的相关利益方的稳健性需求。

(1)股东。中国证券市场的股东结构同国际市场具有显著差别。在中国证券市场,直接或间接为国家所有或控制的公司比例非常高,根据 Wind 数据库的数据库的统计发现,76.43%的上市公司的直接控制人为国有企业或政府部门。然而,国家并非股权融资对象。例如上市公司配股,国有股东放弃配股权是经常发生的事件。因此中国证券市场股权融资的最主要的对象是机构投资者和个人投资者,即外部投资者。

外部投资者与大股东及管理层之间存在着信息不对称,因此其对信息披露的相关性、及时性、透明度要求较高。这既包括费用、损失方面的信息,也包括收入、利润方面的信息。稳健性具体表现为确认可能的费用与负债,不确认存在不确定的收入与资产。因此,稳健性的存在有其客观原因与作用,但是不可否认,稳健性影响了投资者对不确定性收入与资产的充分并及时地了解。

(2)债权人。存在债务契约的条件下,当企业经营好时,债权人也仅能得到其本金和利息;而当企业资不抵债的时候,他们却无法收回他们的投资,这就意味着债权人面临着一个非对称的收益。正是由于这种非对称性收益的存在,使得他们更关注企业的清算价值,而稳健性能够缓解管理层(股东)对资产和利润的高估,并且可以限制对股东清算股利的发放,这些都起到了保障债权人的作用。因此,债权人具有稳健性需求。孙铮、刘凤委和汪辉(2005)从中国证券市场上找到了债权人对稳健性存在需求的证据。

(3)公司管理层。公司管理层出于自身利益,希望能控制更多资源,上市公司资产规模越大,意味着管理层控制的资源越多,权力也越大,因此管理层普遍存在扩大企业经营规模的倾向。而扩大经营规模,不仅要靠内部积累,更需要外部融资,上市公司管理层普遍存在着融资情结。融资的方法主要有债权融资和股权融资,采取何种方法融资取决于筹资成本的高低和市场客观环境,同时也意味着公司管理层在选择会计政策时会更倾向于股东或债权人。

三、研究假说

随着市场环境的变化,上市公司各相关利益群体的行为及其在订立契约中的影响力会发生微妙的变化。本文采用动态的观点研究稳健性在中国证券市场中的变化,提出了会计政策选择的“相机抉择”观点,力图动态解析中国证券市场的波动与会计政策选择中稳健性变化的关系,深入剖析会计政策选择中相关因素的动态作用,即上市公司管理层会根据不同股市环境来调整会计政策,以实现融资目标。

1996 年 Stein 在其论文《非理性世界的理性资本安排》中首次提出市场择时假说(market timing hypothesis),即在股票市场非理性导致公司股价被过分高估时,理性的管理者可能会利用投资者的过度热情发行更多的股票;反之,当股票价格被过分低估时,管理者可能回购股票。2002 年 Baker 和 Wurgler 在其开创性的论文《市场择时与资本结构》中首次明确提出市场择时理论,即市场价值高时(由市场价值与账面价值比衡量)融资的公司杠杆低,而市场价值低时融资的公司杠杆高。“市场择时理论表明了,当权益资本比较低时,公司倾向于外部权益融资;否则,公司倾向于债务融资。在给定具有融资需求的情况下,当管理层发现权益的相对成本比较低时,公司发行股票;当管理层发现权益成本相对较高时,公司发行债券”(Huang 和 Ritter,2004)。当股市处于上升阶段时,我们称股市处于上行周期,反

之,则称之为处于下行周期。在股票市场上行期(即所谓的“牛市”),企业资产的价值一般而言处于被高估的境地;相反,处于股票市场下行期(即所谓的“熊市”),资产往往是被低估的。根据市场择时理论我们可以发现,上市公司管理层会根据市场的变动情况,即牛市(企业资产定价被高估)和熊市(企业资产定价被低估)之间的更替,调整企业的融资策略。

表 1 是我国 1998—2006 年股市低迷期与繁荣期上市公司融资的统计资料,该资料有力地支持了上述观点。我们看到,从 1998 年到 2006 年,股市上行期,通过 IPO、配股、增发进行融资的公司年平均达到 178 家,股权融资额平均 1127.23 亿元,债权融资额平均 198.62 亿元;股市下行期,平均每年融资公司数 134 家,股权融资额平均 815.15 亿元,债权融资额平均 371.12 亿元。上行期比下行期融资家数增加了 32.84%,股权融资额增加了 38.28%,而债权融资额却减少 86.85%。从表 1 可以看出,企业债权融资却呈现出与股权融资反向的特征。因此,上市公司在市场低迷期迎合债权人的动机较强,而在股市繁荣期迎合股权投资者的动机较强。出于融资目的,管理层会有意识地在股市下行期采取稳健的会计政策,而在股市上行期,采取激进的会计政策。

表 1 各年度首次发行股票、配股、增发的公司数以及融资金额^②

年 份	IPO 数	配股数	增发数	合计	股权融资总额(亿元)	债权融资总额(亿元)
上行年份						
1999	98	115	5	218	845.57	80.95
2000	137	155	17	309	1 543.97	58.35
2003	67	25	17	109	654.84	359.09
2006	67	2	7	76	1 464.54	296.09
平均	92.25	74.25	11.5	178	1 127.23	198.62
下行年份						
1998	86	73	7	166	710.12	394.14
2001	79	127	23	229	1163.26	204.46
2002	71	22	28	121	754.11	321.33
2004	100	23	11	134	633.09	564.53
2005	15	2	5	22	339.82	1 050.8
平均	70.2	49.4	14.8	134.4	815.15	371.12

因此,基于融资需求、最小化融资成本与适应融资环境的变化,本文提出研究假说:

在股市下行周期,上市公司会计稳健性较强;股市上行周期,上市公司会计稳健性较弱。

四、模型设计与变量选取

(一)稳健性计量模型的选择

稳健性的衡量主要有以下几种方法:其一,应计项目方法(Givoly 和 Hayn, 2000);其二,会计盈余——市场收益方法(Basu,1997);其三,会计盈余方法,包

括正、负会计盈余的持久性以及会计盈余分布的偏度(Watts, 1993; Basu, 1997; Givoly 和 Hayn, 2000); 其四, 净资产衡量方法, 包括价值模型法和市价账面价值比法(Felthom 和 Ohlson, 1995、1996; Beaver 和 Ryan, 2000)。

本文选用的是 Givoly 和 Hayn(2000)应计项目模型。之所以采用该模型是基于以下几个原因: 首先, 非经营性应计项目是会计数据, 该变量本身的计量不受证券市场中股票价格、收益率的影响, 回归模型结构简单, 逻辑清晰; 其次, Basu 模型的基本原理是衡量会计盈余与市场收益的关系, 好消息的市场反应比坏消息的市场反应强烈, Basu 模型的使用前提较为严格, 必须建立在市场有效的前提下, 这意味着市场必须判断正确, 不会发生过度反应或者反应不足, 而中国股票市场的有效性特征尚存在较大争议; 最后, 很多研究(Dietrich 等, 2007; Givoly 等, 2007)已经对以市价账面价值比衡量稳健性的能力表示怀疑。所以, 本文优先采用非经营性应计项目模型, 在敏感性分析中运用 Basu 模型来检验股市周期性波动对稳健性的影响。

基本回归模型如下:

$$\text{Nopaccrate}_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{Stey}_{i,t} + \alpha_3 \text{Debt}_{i,t} + \alpha_4 \text{Cont}_{i,t} + \alpha_5 \text{Accstd}_{i,t} + \alpha_6 \text{Size}_{i,t} + \alpha_7 \text{Age}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(二)变量的定义

1. 稳健性

根据 Givoly 和 Hayn(2000)的研究方法, 我们用经企业总资产标准化后的非经营性应计项目(Nopaccrate)来衡量企业的稳健性。^③非经营性应计项目(Nopacc)是全部应计项目与经营性应计项目的差额。其中应计项目(TA)是折旧前净利润与经营活动现金流量之间的差额。经营性应计项目(Opacc)产生于企业日常的生产经营活动, 主要由应收账款、应付账款、存货以及应交税金这些事项等的变动所构成。对于一家处于稳定阶段的公司而言, 如果采取中性会计政策, 长期来说, 非经营性应计项目趋向于 0, 即息税后利润加上扣除的折旧额等于经营性现金流量之和。非经营性应计项目值越低, 说明公司息税后利润加上扣除的折旧额与现金流量背离越严重, 如果息税后利润加上扣除的折旧额比现金流量低的越多, 那么会计政策越稳健。

应计项目 = (净利润 + 折旧) - 经营活动现金流量

经营性应计项目 = 应收账款的增加(一减少) + 存货的增加(一减少) + 待摊费用的增加(一减少) - 应付账款的增加(+减少) - 应交税金的增加(+减少)

非经营性应计项目 = 应计项目 - 经营性应计项目

2. 股票市场波动

对股市周期划分方法的研究源于商业周期划分的研究。最著名的商业周期划分是美国经济研究所(NBER)的经济指数分析法, 即通过分析大量的各

种经济指数来最终确定商业周期的划分。但这种划分方法存在着局限性。^④ NBER 的 Bry 和 Boschan(1971)发展和应用了一个更为科学与客观的商业周期划分方法,即 BB 转折点确认程序分析方法(简称 BB 分析方法)。该方法的最大优点在于,研究人员并不需要对经济发展的历史和现状有充分的了解。它简单实用,而且任何人使用这种划分方法,应用同样的数据,都能得到同样的结果。BB 分析方法产生后,被大量地应用于经济学研究。如计量经济学权威 Pagan 和他的助手 Sossounov(2003)采用稍加修改后的 BB 分析方法,对美国、英国和澳大利亚的股票市场进行了牛市和熊市划分。由于该方法的科学性,因而受到学术界的广泛关注。本文采用基于商业周期划分方法发展起来的 BB 分析方法,来客观地测定中国股票市场的上行期(牛市)和下行期(熊市),同时结合财务会计报告呈报的特点(以年度为单位)进行分析。

我们用 Stcy 表示中国股票市场的波动。本文将股票市场的波动称为上行周期和下行周期。如果某一会计年度处于采用 BB 分析方法计算的下行周期中,比如 2001 年和 2004 年,则 Stcy 取值为 1;反之,则 Stcy 取值为 0。需要说明的是,如果转折点处于某一年度期间,我们采用的是较为简单的方法处理,即用年末的市场指数与年初的市场指数相比较,如果年末市场指数低于年初,则 Stcy 取值为 1;反之,则 Stcy 取值为 0。^⑤

3. 控制变量

Debt 为上市公司的资产负债率,反映了债权人对稳健性的需求。Cont 表示控股股东性质。当第一大股东是国有资产管理公司、财政部或者地方财税部门或其他政府部门、国有企业时,控股股东性质为国有,Cont=1;否则,Cont=0。朱茶芬(2007)发现最终控制人为国家的上市公司稳健性显著较弱,因此我们控制了控股股东性质。在中国会计准则和制度的发展过程中,谨慎性原则经历了从弱到强的变化过程(赵春光,2004)。2000 年的《企业会计制度》^⑥是继《股份有限公司会计制度》和 10 个会计准则后,具有实质性改革的重要标志。《企业会计制度》于 2001 年正式实施,因此在模型中我们加入会计变革这一因素,以 Accstd 表示。在 2001 年以前,Accstd 取 0;从 2001 年开始,新的企业会计制度实施,Accstd 则取 1。

根据以往会计稳健性的研究(孙铮等,2005),我们还要考虑公司特征对稳健性的影响,所以我们加入企业规模、上市年数,分别以 Size 和 Age 表示。企业规模(Size)由企业总资产取自然对数后得到。上市年数(Age)为取得数据的年份减去企业上市时的年份,比如数据来自于 1999 年的年报,该公司于 1993 年上市,那么上市年数为 6 年,依次类推。

五、实证分析

(一)样本选择与描述性统计

我们使用了 1998—2006 年上市公司的数据。我们按照以下原则选择样本:首先,排除金融类公司;其次,排除当年 IPO 的公司;再次,排除个别变量缺失数据的样本;最后,有完整的 12 个月的市场交易数据的公司。数据来自香港理工大学与深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的 CSMAR 中国股票财务数据库查询系统。表 2 是对模型中主要变量的描述性统计,表 3 给出了主要变量的频数统计。

表 2 相关变量的描述性统计

变量	N	均值	标准偏差	最小值	最大值	中位数
Nopaccrate	8 495	-0.0182	0.0379	-0.3351	0.1175	-0.0152
Debt	8 495	0.4675	0.1661	0.0822	0.8234	0.4762
Accestd	8 495	0.7689	0.4215	0	1	1
Size	8 495	21.1349	0.9323	17.7510	27.1111	21.0469
Age	8 495	9.0553	2.9836	0	16	9

表 3 相关变量的频数统计

变量	N		频数	百分比(%)	累积频数	累积百分比(%)
Stcy	8 495	0	3 700	43.56	3 700	43.56
		1	4 795	56.44	8 595	100
Cont	8 495	0	2002	23.57	2 002	23.57
		1	6 493	76.43	8 495	100

表 2 中经标准化后的非经营性应计项目 Nopaccrate 的均值为-0.0182,中位数为-0.0152。直观来看,我国上市公司是存在一定的稳健性。经过极值剔除后,样本公司资产负债率在 8.2%与 82.3%之间。资产负债率很高的公司通常是一些亏损公司,大清洗可能性较高,剔除这些公司避免了一些极端公司对最终结果的影响。上市公司平均上市时间为 9.06 年。

根据表 3 频数统计,我国股市从 1998—2006 年的 9 年时间中,熊市和牛市交替出现,各占约一半的比例,熊市出现的频率为 56.44%。最终控股股东性质为国有的公司占 76.43%,说明中国上市公司 3/4 强的公司最终控股股东为国家或者国有企业。

表 4 下对角线列示了各变量之间的 Pearson 相关系数,上对角线列示了各变量之间的 Spearman 相关系数。从变量两两对应关系来看,非经营性应计项目与股市周期度量指标 Stcy 显著负相关,这和本文的假说一致,说明在股市上行期,上市公司普遍采用相对不稳健的会计政策。

(二)回归结果

用总样本对非经营性应计项目模型进行多变量回归的结果如表 5 所示。在采用 BB 分析方法确定的哑变量 Stcy 作为股市波动计量指标的回归方程中,股市波动对非经营性应计项目的影响系数为-0.0039,说明当股市处于下行周期的时候,上市公司非经营性应计项目值较低,而且 t 值为-4.59,显著

表 4 相关变量的 Pearson 与 Spearman 相关系数

	Nopaccrate	Stcy	Debt	Cont	Accstd	Size	Age
Nopaccrate		-0.0770 (<0.0001)	-0.2844 (<0.0001)	0.0648 (<0.0001)	-0.1223 (<0.0001)	-0.0547 (<0.0001)	-0.0095 (0.3805)
Stcy	-0.0754 (<0.0001)		0.0002 (0.9833)	0.0079 (0.4696)	0.0810 (<0.0001)	0.0063 (0.5631)	-0.0224 (0.0391)
Debt	-0.2332 (<0.0001)	-0.0006 (0.9577)		-0.0380 (0.0005)	0.1546 (<0.0001)	0.2335 (<0.0001)	0.1021 (<0.0001)
Cont	0.0617 (<0.0001)	0.0079 (0.4696)	-0.0370 (0.0006)		-0.0746 (<0.0001)	0.1364 (<0.0001)	0.0098 (0.3675)
Accstd	-0.0878 (<0.0001)	0.0810 (<0.0001)	0.1506 (<0.0001)	-0.0746 (<0.0001)		0.1988 (<0.0001)	-0.2657 (<0.0001)
Size	0.0160 (0.1392)	0.0019 (0.8632)	0.2111 (<0.0001)	0.1438 (<0.0001)	0.1966 (<0.0001)		-0.0245 (0.0240)
Age	-0.0114 (0.2919)	-0.0183 (0.0912)	0.0975 (<0.0001)	0.0351 (0.0012)	-0.2766 (<0.0001)	-0.0224 (0.0387)	

注：括号内为 p 值。

表 5 股票市场波动对稳健性影响的回归结果

解释变量	预期符号	回归系数
Intercept	?	-0.0512*** (-5.55)
Stcy	-	-0.0039*** (-4.59)
Debt	-	-0.0542*** (-21.85)
Cont	+	0.0035*** (3.68)
Accstd	-	-0.0069*** (-6.47)
Size	?	0.003*** (6.79)
Age	-	-0.0001 (-0.89)
N		8 495
F		108.41***
Adj. R ² (%)		7.05

注：括号内为 t 值，***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%（双尾）。

性水平为 1%。

资产负债率和国有股股东性质分别以 1% 的显著性水平使得非经营性应计项目增加和减少。资产负债率对非经营性应计项目的影响系数为 -0.0542，在 1% 水平上显著，意味着企业资产负债率越高，稳健性越强，这和孙铮等(2005)发现的结论是一致的。国有股性质对非经营性应计项目的影响系数为 0.0035，在 1% 水平上显著，说明国有企业相对于非国有企业不稳健，同朱茶芬(2007)发现的结论相一致。

从表 5 中，我们还可以发现，Accstd 对非经营性应计项目的系数为负，并且显著性水平为 1%。这说明随着我国会计制度的发展与完善，上市公司所

表现出来的稳健性在明显增强。这和赵春光(2004)、曲晓辉等(2007)的发现是一致的,随着中国证券市场的发展、会计改革的深入,中国会计盈余的谨慎性在提高。同时我们发现,公司的规模和稳健性之间存在负相关的关系,即规模越大,非经营性应计项目越高,公司的稳健性越弱。

六、敏感性分析

(一)Basu 模型检验

虽然,在稳健性研究中有文献发现,Basu 模型衡量的准确性可能会受到证券市场波动的影响,但是考虑到 Basu 模型仍然是研究会计稳健性的主要模型,我们在敏感性检验中将运用 Basu 模型对我们研究的问题重新进行回归,以进一步增强我们结论的说服力。^⑦表 6 显示了回归结果。

表 6 股市波动对稳健性影响的回归结果(Basu 模型)

因变量:EPS/P	预期符号	模型 1	模型 2
Intercept	?	0.0225 *** (25.94)	0.0225 *** (26.01)
R	+	0.0158 *** (14.60)	0.01580 *** (14.64)
Md×R	+	0.0057 ** (2.04)	0.0404 (0.92)
Md×R×Stcy	+	0.0154 *** (3.08)	0.0169 *** (3.36)
Md		-0.0090 *** (-7.07)	-0.0087 *** (-6.81)
Md×R×Debt	+		0.0731 *** (6.52)
Md×R×Cont	-		-0.0080 * (-1.83)
Md×R×Size	?		-0.0030 (-1.40)
Md×R×Age	+		-0.0001 (-0.13)
N		7 860	7 860
F		199.42 ***	106.14 ***
Adj. R ² (%)		9.17	9.67

注:R 是从 t 年 5 月至 t+1 年 4 月的年股票回报,Md 表示 R<0 的哑变量。括号内为 t 值,***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%(双尾)。

在表 6 未加控制变量的回归方程中(模型 1),乘积项 Md×R×Stcy 的系数为 0.0154,其 t 值为 3.08,显著性水平为 1%;当我们加入资产负债率、控股股东性质、公司规模、上市时间等控制变量后(模型 2),该乘积项的系数为 0.0169,t 值为 3.36,并且显著性仍然保持在 1%的水平。以上的结果表明,股票市场的周期性波动,尤其是股市处于低迷时期,显著增加了会计盈余对“坏消息”的反应程度,而且这种显著性在控制了资产负债率、控股股东性质等因素后,变得更加显著。

(二)面板数据检验

到目前为止,文中的检验采用的都是总体样本,但总体样本中有些公司在1998—2006年出现了9次,而有些2006年才上市交易的公司样本中只出现了一次,这种情况可能会使我们的结论有偏差。为了消除这种对结论存在负面影响的可能性,我们从总体样本中选出连续9年存在的上市公司,组成面板数据进行回归。这样的公司共有366家,面板数据共包含了这366家上市公司9年的数据,共计3294个观测值。根据非经营性应计项目模型,我们运用了面板数据进行了回归,表7显示了回归结果。

根据表7我们发现,股票市场的波动对非经营性应计项目的影响系数为-0.0044,依然显著为负,而且显著性水平保持在1%。这说明了在面板数据中,当上市公司面临证券市场低迷的时候,负的非经营性应计项目明显增加,公司的会计政策表现出了稳健的特征。

(三)剔除连续两年及两年以上亏损公司

李远鹏和李若山(2005)以及李远鹏(2006)发现,很多研究得出的上市公司整体表现出的盈余稳健性是亏损公司“洗大澡”所致,那么亏损公司对本文研究结论有无影响?本文认为,根据市场表现,“洗大澡”最频繁的就是连续两年及两年以上的亏损公司(ST、*ST),因此本文剔除了这样的公司,并进行了检验,结果见表7。Stcy的系数依然显著为负,与全样本表5的结果一致。资产负债率系数为正,但不显著。国有性质表现出显著为负,和预期结论刚好相反。其他控制变量的回归结果与全样本检验是一致的。从描述性统计角度看,^⑧剔除ST、*ST公司后,Nopaccrate均值-0.0362,低于全样本均值-0.0182,说明比全样本反而更低、更稳健。因此,从Nopaccrate指标来看,本文的发现与李远鹏的发现不完全一致。但是,ST、*ST公司剔除后,债务、控股股东的系数都发生了变化,这说明公司特征对稳健性的影响可能比现有文献考虑的更加复杂。总的来说,剔除了连续两年及两年以上亏损的公司后,我们仍然发现上市公司在股市下行周期会计政策比上行周期政策更稳健。

(四)剔除具有再融资潜质的公司

本文从股权融资的角度进行理论预测、解释,认为在牛市阶段,企业出于股权融资的动机采取了激进的会计政策,而熊市时由于融资可能性小,故会计政策较稳健。由于文中采用了非经营性应计项目作为因变量,针对本文的这一结论,存在一种竞争性的解释——盈余管理,即在牛市时,为配合做高股价(动机包括但不限于再融资)进行盈余管理,表现出较高的应计项目;在熊市阶段,市场对非经营性利润的反应较弱,从而操作非经营性应计利润的动机较弱。若确实是融资动机,那么剔除具有再融资潜质(如前两年符合证监会盈利要求的公司)样本后,^⑨本文的发现应该不存在。因此在敏感性测试中,我们剔除具有再融资潜力的样本,进行重复检验,结论见表7。

表 7 采用面板数据、剔除 ST、* ST 公司、剔除具有再融资潜质样本后的结果

解释变量	预期符号	面板数据	剔除 ST、 * ST 公司	剔除具有再 融资潜质样本
Intercept	?	-0.0203 (-1.34)	-0.5289*** (-21.82)	0.0024 (0.18)
Stcy	-	-0.0044*** (-3.27)	-0.0071*** (-3.18)	-0.0013 (-1.12)
Debt	-	-0.0415*** (-9.90)	0.0036 (0.56)	-0.0401*** (-10.68)
Cont	+	0.0051*** (3.37)	-0.0048* (-1.08)	0.0034** (2.47)
Accstd	-	-0.0075*** (-5.11)	-0.0195*** (-7.67)	-0.0084*** (-6.25)
Size	?	0.0013* (1.70)	0.0250*** (21.56)	0.0005 (0.67)
Age	-	-0.00004 (-0.12)	-0.0028*** (-7.38)	-0.0004 (-1.61)
N		3 294	7 163	5 865
F		32.72***	116.18***	35.96***
Adj. R ² (%)		5.46	8.80	7.39

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%(双尾)。

表 7 反映了根据历年证监会关于再融资审核过程中对盈利指标的要求,根据剔除全体样本中具有融资潜质的样本公司后的回归结果,我们发现股市周期与会计稳健性之间依然是负相关关系,但是两者之间的显著性水平降低了,说明当我们剔除可能具有再融资需求的样本公司后,会计稳健性受股市周期影响的程度大大降低。这意味着我国上市公司对于会计稳健性的选择确实是受到融资需求的影响,并非是盈余管理的结果。然而,需要注意的是,虽然我们剔除了可能具有再融资需求的样本公司,但是在剩下的样本中这些公司并非不具有再融资的需求,同时那些被剔除的样本,也并非一定具有再融资的可能,因此,此处的敏感性检验可能是带有较强噪音的。

七、结论与局限

本文以 1998—2006 年中国 A 股上市公司为样本,对 Basu、Givoly 等学者提出的关于稳健性是不断变化的观点做了大量的检验,得到的结果显示,股市下行周期稳健性明显高于上行周期稳健性,这意味着企业在下行周期采用了比上行周期更加稳健的会计政策。

相关性、可比性和一致性是会计信息质量的三个特征。企业的这种周期性选择会计政策的行为会降低会计信息的相关性、可比性和一致性,有损于投资者利益。下行期稳健、上行期激进的会计政策会造成有关会计利润的假象,即当下行期转入上行期时,上市公司账面利润增长超出实际,而当上行期转入下行期时,上市公司账面利润降低也超出实际。因此,分析师必须对这种假象保持警惕,而监管者也有必要重视这种周期性会计政策选择行为,以保证会计信息质量。

尽管我们采用了多种方法论证了股市波动对会计政策稳健性的影响,并得到一致结论,但是会计政策选择的背后动因可能比我们现有的解释要复杂。在剔除 ST 公司的稳健性测试中,正如李远鹏所发现,债务治理对稳健性的影响微弱,说明导致会计政策的变化原因更多源于股权方面而非债权方面。上市公司各行业间资产负债率差异相当大,将全部上市公司作为样本是否会导致债务治理检验的偏差也是有待进一步完善的地方。

* 上海财经大学“211 工程”(三期)建设资助项目,作者感谢匿名审稿人的宝贵建议。

注释:

- ①美国财务会计准则委员会 1980 年第二辑概念公告《会计信息的质量特征》。
- ②数据均来自于 CSMAR 数据库。
- ③当企业处于稳定状态时,其会计盈余和现金流量趋于一致。如果企业的应计项目在相当长的时期内持续为负,在其他条件保持不变的情况下,这表示会计是稳健的,而负的应计项目可以表示稳健程度的变化趋势。而且非经常性应计项目是由管理层所控制的,因此用非经营性应计项目作为衡量会计政策稳健与否的指标(Givoly 和 Hayn, 2000)。
- ④第一,方法本身缺少充分的统计基础(Stock 和 Watson,1998);第二,商业周期的划分取决于少数人的评估,容易受研究人员主观偏差的影响;第三,对商业周期进行划分的研究人员需要对经济发展的历史和现状有全面的了解和深入的研究。
- ⑤本文在敏感性检验中,将剔除拐点所处的年份,不影响结果(因篇幅所限未列示)。
- ⑥2000 年的《企业会计制度》要求上市公司从 2001 年 1 月 1 日起,计提八项减值准备。这对会计稳健性的影响是重大的。
- ⑦此处的检验,通过对非经营性应计项目指标的替换,在一定程度上也排除了下文的竞争性解释——盈余管理问题。
- ⑧剔除 ST、* ST 公司后样本的描述性统计结果(因篇幅所限)未列示在正文中。
- ⑨1997 年 3 月 25 日,国务院证券委员会发布《可转换债券管理暂行办法》(证委发[1997] 16 号),发行标准要求连续三年盈利,净资产收益率 10%以上(原材料、基础设施、能源 7%)。证监会于 1999 年 3 月放宽了配股条件:规定农业、能源、原材料、基础设施、高科技等国家重点支持的行业净资产收益率平均可以低到 9%,任何一年最低不能低于 6%。2001 年 3 月,证监会发布了《关于做好上市公司新股发行工作的通知》,申请增发、配股前三年不能有违规,同时增加了主承销商尽职调查的要求,而配股三年净资产收益率降低为 6%。文中根据上述标准,对样本进行了剔除。

参考文献:

- [1]曹宇,李琳,孙铮.公司控制权对会计盈余稳健性影响的实证研究[J].经济管理,2005,(14):34—41.
- [2]何贤杰,朱红军,陈信元.政府的多重利益驱动与银行的信贷行为[J].金融研究,2008,(6):1—20.
- [3]李远鹏,李若山.是会计盈余稳健性,还是利润操纵?[J].中国会计与财务研究,2005,7(3):1—56.

- [4]李远鹏.会计稳健性研究——基于中国的实证发现[D].复旦大学博士学位论文,2006.
- [5]李增泉,卢文彬.会计盈余的稳健性:发现与启示[J].会计研究,2003,(2):19—27.
- [6]曲晓辉,邱月华.强制性制度变迁与盈余稳健性[J].会计研究,2007,(7):20—28.
- [7]孙铮,刘凤委,汪辉.债务、公司治理与会计稳健性[J].中国会计与财务研究,2005,7(2):112—173.
- [8]张维迎.企业理论与中国企业改革[M].北京:北京大学出版社,1999.
- [9]赵春光.中国会计改革与稳健性的提高[J].世界经济,2004,(4):53—62.
- [10]朱茶芬.股权结构对会计稳健性的影响研究——基于中国上市公司的实证考察[D].上海财经大学博士学位论文,2007.
- [11]朱凯.银企关系与会计信息稳健性:中国资本市场的经验证据[R].上海财经大学会计学院工作论文,2005.
- [12]Baker M, J Wurgler. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance, 2002, (57):1—32.
- [13]Ball R, Kothari S P, Robin A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings[J]. Journal of Accounting & Economics, 2000, 29 (1):1—51.
- [14]Ball R, Robin A, Wu J. Incentives versus standards: Properties of accounting income in four east Asian countries[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36 (1—3): 235—270.
- [15]Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings [J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24 (12):3—37.
- [16]Beaver W H, S G Ryan. Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity[J]. Journal of Accounting Research, 2000, 38(2):127—148.
- [17]Bushman R, J Piotroski. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42:107—148.
- [18]Dietrich J R, Muller K A, Riedl E J. Asymmetric timeliness tests of accounting conservatism[J]. Review of Accounting Studies, 2007, 12(1):95—124.
- [19]Givoly D, C Hayn. The changing time series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? [J]. Journal of Accounting & Economics, 2000, 29:287—320.
- [20]Givoly D, C Hayn, A Natarajan. Measuring reporting conservatism [J]. Accounting Review, 2007, 82(1):65—106.
- [21]Healy P M. The effect of bonus schemes on accounting decisions [J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7 (1—3):85—107.
- [22]Holthausen R W , R L Watts. The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting[J]. Journal of Accounting & Economics, 2001, 31:3—75.
- [23]Huang R, Ritter J R. Testing the market timing theory of capital structure[R]. Working Paper, <http://www.SSRN.com>, 2004.

- [24]Jeremy C Stein.Rational capital budgeting in an irrational world[J].The Journal of Business,1996,69(4):429—455.
- [25]Leuz C.Cross listing, bonding and firms' reporting incentives:A Discussion of Lang, Raedy and Wilson[J].Journal of Accounting and Economics,2006,(41):237—256.
- [26]Pagan A R,Sossounov K A.A simple framework for analyzing bull and bear markets [J].Journal of Applied Econometrics,2003,18(1):23—46.
- [27]Raonic I,McLeay S,Asimakopoulos I.The timeliness of income recognition by European companies:An analysis of institutional and market complexity[J].Journal of Business, Finance and Accounting,2004,31 (1—2):115—148.
- [28]Watts R.Conservatism in accounting part I:Explanations and implications[J].Accounting Horizons,2003,17 (3):207—221.
- [29]Watts R.Conservatism in accounting part II:Evidence and research opportunities[J].Accounting Horizons,2003,17 (4):287—301.

An Empirical Study on the Relationship between Stock Market Cycle and Conservation of Enterprise Accounting Policy in China

XU Hua-xin¹,SUN Zheng²

(1. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;2. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Considering that the conservation choice of accounting policy varies from time to time, this paper analyzes the effect of stock market fluctuation on the investing and financing behaviors of enterprises and further on the conservation of accounting policy. Based on the empirical evidence, this paper finds that the cyclical fluctuation in China's stock market leads enterprises to apply different accounting policies and the conservation feature of accounting policy is changed with stock market cycle. The conservation of enterprise accounting policy weakens as the stock market is flourishing; on contrast, it strengthens as the stock market is depressed. To investors and supervision authority, the conclusion provides a solid basis on the deep understanding of accounting policy choice made by enterprises.

Key words: conservation motivation; stock market cycle; accounting policy choice
(责任编辑 金 澜)