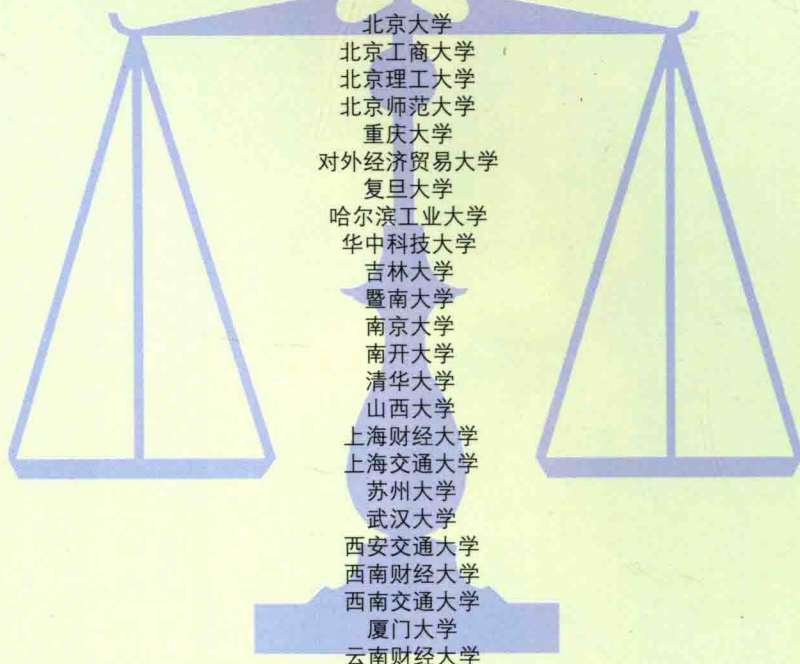


第12卷 第3—4期
(总第37—38期)
Vol. 12 No. 3—4

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会
(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京理工大学
北京师范大学
重庆大学
对外经济贸易大学
复旦大学
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
山西大学
上海财经大学
上海交通大学
苏州大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
西南交通大学
厦门大学
云南财经大学
浙江大学
浙江工商大学
郑州航空工业管理学院
中国人民大学
中南财经政法大学
中山大学
中央财经大学
《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2014 · 12

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

编辑部

岳 衡/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

编辑部 IT 事务

曾建光

编务助理

湛嘉席

地 址

北京大学光华管理学院一号楼 529 室

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室

(邮编:100871 电话:010-62750037 传真:010-62556201)

图书在版编目(CIP)数据

中国会计评论. 第 12 卷. 第 3—4 期/王立彦主编. —北京:北京大学出版社, 2014. 12
ISBN 978-7-301-25503-2

I. ①中… II. ①王… III. ①会计—中国—丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 032023 号

书 名 中国会计评论(第 12 卷第 3—4 期)
著作责任者 王立彦 主编
责任编辑 李 娟
标准书号 ISBN 978-7-301-25503-2
出版发行 北京大学出版社
地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
网 址 <http://www.pup.cn>
电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295
新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
印 刷 者 北京大学印刷厂
经 销 者 新华书店
787 毫米×1092 毫米 16 开本 15.25 印张 298 千字
2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷
定 价 76.00 元
International Price: \$76.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
北京师范大学	崔学刚
重庆大学	刘 星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	张兆国
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	肖 星
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	陈汉文
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中南财经政法大学	王雄元
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

特邀理事

IASB 国际会计准则理事会	张为国
中国会计学会	刘玉廷
中国注册会计师协会	陈毓圭

中国会计评论

第 12 卷 第 3—4 期

(总第 37—38 期)

2014 年 12 月

目 录

文 章

融资融券的治理效应研究

——基于会计稳健性的视角 陈晖丽 刘 峰(277)

社保基金持股偏好与治理效果的实证分析

——基于股东积极主义的视角 何 丹 何玉霞 高上雅(295)

投资者该听从分析师的意见吗

——基于新股定位的经验证据 宋顺林 肖土盛(313)

公允价值信息决策有用性研究

——基于股票流动性视角 李亚静 朱宏泉(337)

研发会计改革增加分析师跟踪了吗 陈 超 潘晶晶 赵武阳(349)

卖空机制能否提升应计信息的定价效率

——来自融资融券的经验证据 吕怀立 李婉丽 钟宇翔(367)

客户议价能力与供应商会计稳健性 王雄元 刘 芳(389)

环境信息披露对企业盈利能力的影响

——基于轻工行业的实证分析 任 力 程泽南(405)

关系型交易、事务所选聘与审计契约稳定性

——基于主要供应商/客户视角的经验证据

..... 林钟高 郑 军 彭 琳 徐德信(419)

内部审计水平与盈余管理程度研究

——基于我国 A 股上市公司的经验数据 韦小泉 袁振超(453)

女性董事、公司绩效与公司慈善捐赠行为研究

——基于汶川地震与玉树地震灾后捐赠的经验数据

..... 尹美群 张继东 王 璋(467)

媒体监督与债务融资成本

——基于中国发债上市公司的经验证据

..... 林晚发 李国平 何剑波 周 宏(479)

会议综述

西藏经济发展之关键:提升自我发展之内生动力

——“经济金融前沿与西藏经济发展”学术研讨会会议综述

..... 许 骞 王立彦(499)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 12 No. 3—4

December, 2014

CONTENTS

Articles

- The Governance Roles of Margin Trading: A Perspective of Accounting Conservatism Huili Chen and Feng Liu(277)
- An Empirical Analysis of the Social Security Fund Ownership Preference and Governance Effect;Based on the Perspective of Shareholder Activism..... Dan He, Yuxia He and Shangya Gao(295)
- Should Investors Listen to Analysts? Empirical Evidence from Analysts' Price Forecast of IPO Firms Shunlin Song and Tusheng Xiao(313)
- The Decision-Usefulness of Fair Value Information: Based on Stock Liquidity Views..... Yajing Li and Hongquan Zhu(337)
- Does R&D Accounting Reform Increase Analyst Coverage? Chao Chen, Jingjing Pan and Wuyang Zhao(349)
- Do Short Sales Improve the Mispricing of Accruals? Evidence from Securities Margin Trading Huaili Lv, Wanli Li and Yuxiang Zhong(367)
- Customers' Bargaining Power and Suppliers' Accounting Conservatism Xiongyuan Wang and Fang Liu(389)
- The Relation between Enterprise Profitability and Environmental Information Disclosure;An Empirical Analysis on Light Industry..... Li Ren and Zenan Cheng(405)

- Relationship-Specific Transaction, Audit Firms Choice and Stability of
Audit Contracts; Evidence from Key Suppliers and Customers in China
..... Zhonggao Lin, Jun Zheng, Lin Peng and Dexin Xu(419)
- An Empirical Research on the Level of Internal Audit and the Degree of
Earnings Management; Based on the Data of A-share Listed Companies
..... Xiaoquan Wei and Zhenchao Yuan(453)
- Female Directors, Corporate Performance and Corporate Philanthropy:
Research on Wenchuan Earthquake and Yushu Earthquake
..... Meiqun Yin, Jidong Zhang and Zhang Wang(467)
- Media Monitoring and Cost of Debt; Based on the Experience Evidence of
Chinese Bond Issuance of Listed Companies
..... Wanfa Lin, Guoping Li, Jianbo He and Hong Zhou(479)

Conference Summary

- Tibet Economic Development: Accounting and Financial Market
—Symposium on Tibet Economic Development
..... Qian Xu and Liyan Wang(499)

融资融券的治理效应研究 ——基于会计稳健性的视角

陈晖丽 刘 峰*

摘 要 本文以我国融资融券交易试点为背景,研究融资融券对上市公司会计稳健性的影响。采用双重差分方法,我们发现,对比控制组公司,成为融资融券标的的证券后,融资融券公司的会计稳健性显著提高;当公司的股权结构缺乏制衡时,融资融券能够显著提高会计稳健性;对于融资受到约束的公司,融资融券对会计稳健性的促进作用更加明显。这些结果表明,融资融券能够对公司的会计行为产生影响,具有公司治理效应。

关键词 融资融券 会计稳健性 公司治理

一、引 言

2010年3月31日,我国融资融券交易试点正式启动。融券业务的推出,也即卖空机制的引入,结束了我国证券市场的单边市时代。对融资融券机制进行深入探讨,研究其给市场和上市公司带来的影响,具有重要的理论和现实意义。目前国内关于融资融券的研究,大多关注其对市场效率的影响。本文将卖空机制与我国企业的会计行为联系起来,从公司治理的角度对融资融券的实施效果进行评价。具体而言,我们研究上市公司的会计稳健性在融资融券事件前后发生的变化,并考察公司的股权结构和融资约束在这一过程中所起的作用,对融资融券的治理效应做进一步的分析。

在以往的单边市环境下,上市公司的负面消息自觉或不自觉地受到抑制(刘峰,2001)。融资融券的推出,改变了市场对上市公司负面消息的需求。卖空交易,通过促进上市公司负面私有信息的挖掘和传播,通过交易的信号传导机制,加剧中小投资者的“用脚投票”行为,对上市公司起到一定的震慑作用。融资融券的这种特性,会促使上市公司在经营活动中更加谨慎,体现在公司的

* 陈晖丽(通信作者),中山大学管理学院,E-mail:chen.huili@qq.com;刘峰,厦门大学管理学院、中山大学现代会计与财务研究中心。本文感谢国家自然科学基金项目“制度变迁、控制权市场与企业价值”(71272079)、教育部人文社科基地重大项目“非市场化的控制权转移”(11JJD790032)和2012年度笹川优秀青年奖学基金的资助。

会计处理上,则表现为上市公司主动地提高会计稳健性。

在探讨融资融券如何影响会计稳健性的同时,我们还考察两类公司特征的作用。一方面,由于我国特殊的历史原因,股权高度集中是上市公司的一个显著特征。“一股独大”现象造成代理问题的严重,会对企业的会计行为产生消极影响(修宗峰,2008;章卫东,2010)。另一方面,在对会计稳健性的四种解释中,债务契约是稳健性存在的一个重要原因(Watts,2003a;Watts,2003b)。会计稳健性能够缓解公司的融资约束(魏明海和陶晓慧,2007;李伟和曾建光,2012;Kim *et al.*,2013)。因此,我们结合公司的股权结构和融资约束,进一步分析融资融券对会计稳健性带来的影响。

我们以截至2012年12月31日融资融券标的公司为样本,采用被广泛应用于评价政策效应的双重差分方法(difference-in-differences, DID),检验融资融券交易如何影响上市公司的会计稳健性。实证结果发现,对比控制组公司,在进入融资融券标的证券名单后,上市公司的会计稳健性显著提高了;对于股权结构缺乏制衡的公司,融资融券能够显著提高会计稳健性;对于融资受到约束的公司,融资融券对会计稳健性的促进效果更加明显。可见,在中国,融资融券具有治理公司效应,融资融券能够通过影响企业的会计行为,提高上市公司的财务信息质量。

本文的贡献可以体现为以下几个方面:第一,国内现有文献对融资融券经济后果的评价,主要围绕着市场效率展开。陈晖丽和刘峰(2014)首次关注融资融券的公司治理效应,从公司盈余管理的角度进行分析。本文从会计稳健性的角度,进一步探讨融资融券的治理效应,为中国资本市场投资者的交易行为如何影响上市公司的会计行为提供了新的经验证据,也突出了在以往研究中常常被忽视的一类消极干预机制——“用脚投票”机制所发挥的作用。第二,我们的研究进一步说明,融资融券的治理效应受到公司信息不对称程度的影响,公司的股权结构和融资约束会影响融资融券对会计稳健性的促进作用。第三,本文的研究补充了国内文献关于会计稳健性决定因素的讨论。已有研究表明,上市公司的债务契约、产权性质等因素会对公司的会计稳健性产生影响(魏明海和陶晓慧,2007;刘运国等,2010)。我们的研究发现,卖空机制可以提高会计稳健性,是对相关文献的补充和完善。第四,我们研究融资融券在新兴市场中的影响,为长期以来关于融资融券经济后果的争议提供新的经验证据,也为我国完善融资融券机制提供一定的理论参考。

本文其余部分安排如下:第二部分是理论分析与假设提出,第三部分是研究设计,第四部分是实证结果,第五部分是敏感性测试,第六部分是进一步测试,最后是本文的研究结论。

二、理论分析与假设提出

(一) 文献回顾

国外的融资融券研究相对比较成熟,现有文献主要讨论卖空机制对市场效率和公司行为的影响。前者分析卖空机制如何影响信息传递,如何影响价格形成,进而影响市场的流动性和波动性(Miller, 1977; Diamond and Verrecchia, 1987; Hong and Stein, 2003)。后者则从个人动机和行为的角度,探讨卖空机制如何影响股东、管理层以及其他利益相关者的决策(Fang *et al.*, 2013; Massa *et al.*, 2013a; Massa *et al.*, 2013b)。

我国的融资融券研究,主要分析其对市场效率的影响。在2010年之前,学者们从卖空机制缺失的角度进行间接的讨论。研究结论普遍支持融资融券的积极作用,比如,引入卖空机制将有利于稳定市场(陈国进和张贻军, 2009),有助于价格发现(古志辉等, 2011),等等。2010年融资融券的推出,为学者们直接检验融资融券的实施效果提供了契机。杨阳和万迪昉(2010)检验融资融券试点对市场波动性的影响,结果表明,融资融券能够起到稳定市场的作用。杨德勇和吴琼(2011)研究发现,融资融券机制能够提高市场流动性,对波动性有一定的抑制作用。然而,廖士光(2011)利用2010年沪深两市融资融券标的证券确定和调整事件,分析得出,融资融券交易未能发挥价格发现功能。许红伟和陈欣(2012)探讨了我国融资融券试点对股票定价效率和收益率分布的影响,研究发现,融资融券试点一年内对定价效率的改善并不明显,仅在少数指标上有一定的积极作用。可见,关于融资融券如何影响市场效率,现有的研究并没有形成一致的观点。

融资融券对公司行为的影响,则较少受到国内学者的关注。陈晖丽和刘峰(2014)从公司盈余管理的角度,分析融资融券的治理效应。他们发现,卖空机制能够约束上市公司的利润操纵行为,成为融资融券标的证券后,上市公司的盈余管理水平显著降低。本文从另外一个角度探讨融资融券的治理效应,研究融资融券如何影响公司的会计行为,检验融资融券对公司会计稳健性带来的影响。

(二) 研究假设的提出

会计稳健性能够缓解代理问题,降低公司与外界的信息不对称。以企业与银行的借款合同为例。借款合同的双方存在着不对称的损失函数,银行处于信息劣势,这种信息不对称大大增加了借款的成本。会计稳健性的存在,由于对“坏消息”的确认更加及时,有助于银行在事后及时发现企业的违约风险,降低银行的损失,企业也因此能够在事先获得更低的借款利率(Zhang, 2008)。不仅

仅是银行贷款,公司的债券融资、股权融资,也是如此(Ahmed *et al.*, 2002; Kim *et al.*, 2013)。可见,会计稳健性在降低公司与外界的信息不对称中,发挥了重要的作用。

而“坏消息”的及时确认和信息不对称程度的降低,使得投资者通过挖掘公司的负面私有消息,做空该公司的股票进而获利的可能性降低了。卖空投资者的获利需要依赖公司不透明的信息环境,发现并揭露公司经营活动中存在的“污点”,例如财务造假、会计舞弊等(Efendi *et al.*, 2005; Desai *et al.*, 2006; Karpoff and Lou, 2010)。会计信息越稳健,公司的“坏消息”披露得越及时,越不可能出现大量的公司负面私有信息同时曝光的情形,卖空者的获利空间越小。因此,在缓解信息不对称的同时,会计稳健性也降低了公司被卖空的可能。

在我国,卖空机制的推出,改变了市场对上市公司负面消息的需求。面对这种需求的转变,企业在经营活动中会更加谨慎,避免负面新闻的曝光,降低被卖空的可能性。这种动机的调整和行为的变化体现在会计处理上,即为会计稳健性的提高。基于上述分析,我们提出本文的第一个假设:

假设 1 对比控制组公司,上市公司成为融资融券标的证券后,会计稳健性水平提高了。

在中国,由于特殊的历史原因,股权高度集中是上市公司的一个显著特征。股权结构缺乏制衡的公司,大股东拥有绝对的地位和话语权,缺少监督和约束,更有可能牺牲中小投资者的利益达到“掏空”的目的。已有研究发现,控股股东会通过关联交易、资金占用、过度投资等方式侵占中小股东的利益(陈晓和王琨, 2005; 叶康涛等, 2007; 俞红海等, 2010)。而绝大部分的公司私有信息被控股股东所掌握,他们为了掩饰“掏空”行为,会隐瞒或者选择性地披露部分公司特有信息。因此,股权缺乏制衡的公司,信息不对称程度也可能更加严重。

信息不对称严重的公司,更容易吸引卖空投资者的关注。已有研究分析了卖空投资者的投资策略,他们通过判断公司的会计信息,能够提前识别财务报表出问题的公司,进行卖空操作(Efendi *et al.*, 2005; Desai *et al.*, 2006; Karpoff and Lou, 2010)。信息环境越不透明,公司被卖空的可能性越大。因此,股权缺乏制衡的公司,为了避免公司的股票被卖空,其管理层会更有动机提高会计稳健性。

另外,公司的股权结构也会直接影响公司的会计行为。股权得到制衡的公司,会计盈余有较高的稳健性。修宗峰(2008)指出,当公司的股权高度集中时,大股东可能通过及时确认“好消息”以及滞后确认“坏消息”的方式来掩盖其“掏空”行为,会计盈余稳健性较低。因此,股权缺乏制衡的公司,会计稳健性改进的空间更大,融资融券的促进作用会更加明显。基于上述分析,我们提出本文的第二个假设:

假设 2 对于股权缺乏制衡的公司,融资融券对会计稳健性的促进作用更加明显。

融资融券作为一项创新金融工具,不仅会影响市场效率,还会对公司的实际经营产生影响。卖空交易会提高公司的资本成本,导致公司的融资水平降低。首先,卖空交易会对公司的股票价格带来负面影响(Desai *et al.*, 2002; Cohen *et al.*, 2007; Chang *et al.*, 2007),公司股票价格的下跌又会进一步造成公司发行股票数量的减少,降低公司的融资水平(Gullon *et al.*, 2013)。其次,卖空交易的市场传递信号,增加了投资者对公司信息不对称的感知水平,公司负面私有信息的曝光会对公司未来的融资活动产生消极的影响。因此,卖空会加剧公司融资受约束的程度。

而会计稳健性能够通过降低公司与外界的信息不对称,缓解公司的融资约束,这一观点得到了国内外研究的支持。在股权融资方面, Kim *et al.* (2013)探讨了会计稳健性在增发新股过程中的作用,研究结果支持了会计稳健性能够降低公司的股权融资成本。李伟和曾建光(2012)也发现,会计稳健性与公司的权益资本成本显著负相关。在债权融资方面,魏明海和陶晓慧(2007)研究发现,公司的会计处理越稳健,获得新增贷款的可能性越高,直接验证了会计稳健性的债务契约有用性。因此,对于融资受到约束的公司,当其成为融资融券标的证券后,管理层提高公司会计稳健性的动机会更强烈。基于此,我们提出本文的第三个假设:

假设 3 对于融资受到约束的公司,融资融券对会计稳健性的促进作用更加显著。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

我国融资融券交易试点自 2010 年 3 月 31 日正式启动,首批 90 家上市公司进入融资融券名单。之后,经过几次标的证券名单的调整,截至 2012 年 12 月 31 日,融资融券公司共有 278 家。融资融券各批次标的公司的数量见表 1。

表 1 融资融券各批次公司数量

日期	深市			沪市		
	融资融券公司数量	新增	剔除	融资融券公司数量	新增	剔除
2010/3/31	40	40	0	50	50	0
2010/7/1	40	1	1	50	4	4
2010/7/29	40	0	0	50	1	1
2011/12/5	98	59	1	180	130	0

在这 278 家公司中,有 4 家公司曾经被剔除出名单¹,另有 34 家金融行业的

¹ 这 4 家公司于 2010 年 7 月被剔除出融资融券公司名单,于 2011 年 12 月恢复融资融券。

公司,我们予以删除。本文的研究采用双重差分方法(DID),我们按照行业、公司规模、公司业绩的标准,为每家标的公司选取一家配对公司作为控制组。具体的,配对公司按照以下方法选取:(1) 没有进入融资融券标的名单;(2) 公司所在行业(Industry)与样本公司相同;(3) 公司规模(SIZE)与样本公司之差的绝对值不超过样本公司规模的 10%;(4) 公司的 ROA 与样本公司最为接近;(5) 事件前后均有数据。在剔除了变量缺失和无法找到配对公司的样本,本文的融资融券样本公司为 220 家。我们以 2007 年至 2013 年作为检验期间。由于融资融券的影响在事件年度并不明朗,我们剔除了进入融资融券名单当年的数据。在敏感性测试部分,我们给出了保留事件年度当年数据的实证结果。样本的筛选过程和行业分布见表 2 和表 3。为控制极端值的影响,我们对所有连续变量按照 1% 的标准进行 Winsorize 处理。本文所有财务数据均来自 CS-MAR 数据库,融资融券各批次公司名单来自沪深交易所网站。

表 2 样本筛选过程

2012 年 12 月 31 日融资融券标的公司	278
减: 曾经被剔除出标的名单的公司	4
金融行业的公司	34
变量缺失的公司	1
无法找到配对公司	19
融资融券样本公司	220

表 3 样本公司的行业分布

行业名称	数量	比例
农、林、牧、渔业	2	0.91
采掘业	15	6.82
食品、饮料	13	5.91
纺织、服装、皮毛	3	1.36
石油、化学、塑胶、塑料	8	3.64
电子	7	3.18
金属、非金属	28	12.73
机械、设备、仪表	39	17.73
医药、生物制品	16	7.27
电力、煤气及水的生产和供应业	8	3.64
建筑业	7	3.18
交通运输、仓储业	8	3.64
信息技术业	8	3.64
批发和零售贸易	6	2.73
房地产业	31	14.09
社会服务业	5	2.27
传播与文化产业	3	1.36
综合类	13	5.91
合计	220	100.00

(二) 实证模型

国内外许多研究采用 Basu(1997)会计稳健性的衡量方法,例如 Ball *et al.* (2000)、Francis *et al.* (2004)、刘峰和周福源(2007)、刘运国等(2010),等等。本文的检验模型借鉴 Basu(1997)模型:

$$\text{EARNING}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{RET}_{i,t} + \beta_2 \text{dRET}_{i,t} + \beta_3 \text{RET}_{i,t} \times \text{dRET}_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$
其中,EARNING 为会计盈余,RET 为股票回报率,dRET 反映公司的“好消息”与“坏消息”。各变量的具体定义见表 4。若公司的会计信息是稳健的,那么其会计盈余应该能更加及时地反映出公司的“坏消息”,表现为 $\text{RET} \times \text{dRET}$ 的系数 β_3 显著大于 0。

本文的基本模型如下:

$$\begin{aligned} \text{EARNING}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{RET}_{i,t} + \beta_2 \text{dRET}_{i,t} + \beta_3 \text{RET}_{i,t} \times \text{dRET}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{POST}_{i,t} + \beta_5 \text{RET}_{i,t} \times \text{POST}_{i,t} + \beta_6 \text{dRET}_{i,t} \times \text{POST}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{RET}_{i,t} + \text{dRET}_{i,t} \times \text{POST}_{i,t} + \sum \text{Year} + e_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,POST 为融资融券公司成为标的证券后的虚拟变量,其他变量如上文所定义。该检验中,主要测试变量是 $\text{RET} \times \text{dRET} \times \text{POST}$,表示公司成为融资融券标的证券后,其会计稳健性发生的变化。本文采用双重差分方法,可以更好地控制样本组公司和控制组公司之间的系统性差异。我们分别对标的公司和配对公司按照模型(2)进行回归,再对其主要变量 $\text{RET} \times \text{dRET} \times \text{POST}$ 的系数差异进行检验。标的公司和配对公司 β_7 的差,代表融资融券对会计稳健性的影响。若假设 1 成立,融资融券标的公司的 β_7 显著高于配对公司的该系数,则说明标的公司的会计稳健性显著提高了。

表 4 变量定义

变量名称	具体定义
EARNING	会计盈余=每股收益/上年末的股票价格
RET	公司股票年回报率,以当年 5 月至次年 4 月的公司月度回报率计算所得
dRET	“坏消息”的衡量,虚拟变量,当 $\text{RET} < 0$ 时,该变量为 1,否则为 0
POST	融资融券时点,虚拟变量,公司进入融资融券标的证券名单之后的年度,该变量为 1,之前年度为 0
SIZE	公司规模= $\log(\text{总资产})$
ROA	盈利能力=营业利润/上年总资产
TOP	公司第一大股东持股比例
TOP2	公司第一大股东持股比例和后四大股东持股比例的比值
KZ	KZ 指数,参考 Kaplan and Zingales (1997)和 Almeida <i>et al.</i> (2004)
LEV	负债比例=负债/总资产
Year	年度虚拟变量
Industry	行业虚拟变量,其中制造业按二级分类,其他行业按一级分类

为了检验假设 2,我们以公司第一大股东的持股比例(TOP)作为股权集中

程度的衡量,按照 TOP 的行业中介数把公司分为高低两组。第一大股东的持股比例越高,股权结构越难得到制衡。若假设 2 成立,在股权缺乏制衡组中,融资融券对会计稳健性的促进作用更加显著,标的公司和配对公司 β_1 的差要显著大于在股权得到制衡组的情形。在敏感性测试中,我们还采用公司第一大股东持股比例和后四大股东持股比例的比值(TOP2)作为股权制衡的衡量。

对假设 3 的检验,我们把公司按照融资约束的程度进行分组。参考 Kaplan and Zingales (1997)和 Almeida *et al.* (2004),我们采用 KZ 指数作为融资约束的衡量。KZ 指数越高,表明公司融资受约束的程度越严重。借鉴 Almeida *et al.* (2004),我们以 KZ 指数的第 30 百分位和第 70 百分位为分界点,将公司分为三组,KZ 指数高于第 70 百分位的公司为融资受到约束的公司,低于第 30 百分位的公司为融资不受约束的公司。若假设 3 成立,在融资受约束的公司中,会计稳健性的提高会更明显,标的公司和配对公司 β_1 的差要显著大于在公司融资不受约束的情形。在敏感性测试中,我们采用单一指标,将公司的负债比例(LEV)作为融资约束的衡量。

(三) 描述性统计

表 5 是变量的描述性统计分析。对本文主要回归模型(2)所用到的主要变量,分别报告了其样本量、均值、标准差、第一四分位数、中位数、第三四分位数等统计量。为了控制潜在的自相关问题,本文在所有回归中对标准误进行公司维度的 cluster 处理。

表 5 变量描述性统计

变量名称	样本量	均值	标准差	Q1	中位数	Q3
EARNING	2 379	0.041	0.042	0.016	0.034	0.062
RET	2 379	0.084	0.408	-0.209	-0.015	0.273
dRET	2 379	0.514	0.500	0.000	1.000	1.000
POST	2 379	0.413	0.492	0.000	0.000	1.000

四、实证结果

(一) 融资融券与会计稳健性

融资融券影响公司会计稳健性的检验结果见表 6。列(1)和列(3)是标的公司的回归结果,列(2)和列(4)是配对公司的回归结果。在后面两列中,我们控制了年度固定效应。从中可以看到,列(1)中标的公司主要变量 $RET \times dRET \times POST$ 的系数是显著为正的(0.235, $t=2.71$),而列(2)中配对公司的系数并不显著(-0.015, $t=-0.21$)。控制了年度固定效应的结果也相似,列(3)中标的公司主要变量的系数也是显著大于 0(0.333, $t=3.71$),而列(4)中配对公司

的系数也不显著(0.070, $t=0.97$)。可见,上市公司在成为标的证券后,会计稳健性水平提高了,而配对公司却没有明显的变化。在表6的最下面一栏,我们给出了双重差分对比结果,分析两组公司前后变化的差异。列(1)和列(2)中主要变量 $RET \times dRET \times POST$ 的系数差异是显著的(P 值=0.025);列(3)和列(4)中的差异也是显著的(P 值=0.022)。这说明对比控制组公司,融资融券标的公司的会计稳健性水平显著提高了,假设1得到了支持。

表6 融资融券与会计稳健性

变量名称	标的公司 (1)	配对公司 (2)	标的公司 (3)	配对公司 (4)
RET	0.033* (1.69)	0.050** (2.43)	0.013 (0.66)	0.012 (0.58)
dRET	-0.022 (-1.22)	0.005 (0.30)	-0.017 (-1.07)	-0.002 (-0.13)
RET×dRET	0.098* (1.90)	0.050 (0.93)	0.042 (0.84)	0.019 (0.36)
POST	-0.027 (-1.59)	-0.031** (-2.35)	0.073*** (3.14)	-0.005 (-0.44)
RET×POST	-0.113*** (-3.44)	-0.016 (-0.57)	-0.086*** (-2.69)	0.022 (0.76)
dRET×POST	0.031 (1.27)	0.001 (0.05)	0.031 (1.42)	0.006 (0.29)
RET×dRET×POST	0.235*** (2.71)	-0.015 (-0.21)	0.333*** (3.71)	0.070 (0.97)
年度			控制	控制
Adj. R ²	0.091	0.042	0.181	0.139
观测值	1 153	1 226	1 153	1 226
零假设	标的公司和配对公司的 $RET \times dRET \times POST$ 系数相同			
P 值	0.025		0.022	

注:此表报告回归模型(2)的结果。变量定义见表4。括号内数字为 T 统计值,***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著。

(二) 公司股权结构的影响

表7报告假设2的检验结果。我们把公司分为两类:股权得到制衡与股权缺乏制衡。列(1)和列(2)分别对应股权得到制衡的标的公司和配对公司,列(3)和列(4)分别对应股权缺乏制衡的标的公司和配对公司,均控制了年度固定效应。可以发现,股权得到制衡组中,标的公司和配对公司的主要变量 $RET \times dRET \times POST$ 的系数都是不显著的(0.112, $t=1.51$; 0.083, $t=0.83$);股权缺乏制衡组中,标的公司的系数显著为正(0.528, $t=3.48$),而对应的配对公司也是不显著的(0.041, $t=0.38$)。因此,只有股权缺乏制衡的标的公司提高了会计稳健性。从双重差分检验结果可以看到,只有在股权缺乏制衡的情况下,差异才是显著的(P 值=0.008)。这说明对比控制组公司,股权缺乏制衡的标的公司,显著提高了其会计稳健性。进一步地,我们对公司股权结构的作用进行