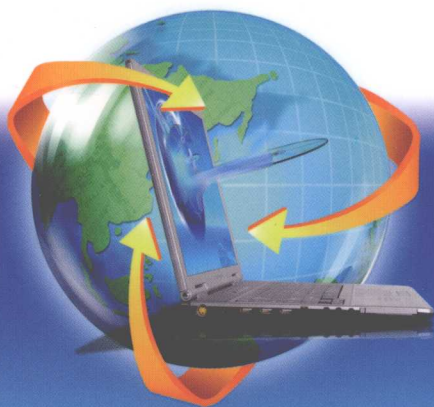


制度环境、会计信息 质量与资本配置

Institutional Environment, Accounting Information Quality
and Capital Allocation

◎ 李青原 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

制度环境、会计信息 质量与资本配置

**Institutional Environment, Accounting Information
Quality and Capital Allocation**

李青原 著

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 陈 静

责任校对：杨晓莹 王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

制度环境、会计信息质量与资本配置 / 李青原著. —北京：经济科学出版社，2008. 8

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8527 - 1

I. 制… II. 李… III. 会计检查 - 研究 IV. F231.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 149724 号

制度环境、会计信息质量与资本配置

李青原 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

德利装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.25 印张 200000 字

2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8527 - 1 定价：14.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

内 容 提 要

公司资本配置是一个长期被忽略的问题，大多数的研究都将视角集中于股票市场的资本配置功能，意味着股票价格会自动引导公司资本配置，从而实现社会资源的帕累托配置。然而，公司盈余数字具有增量的信息含量（Ball & Brown, 1968），理论上盈余应该可以提供公司基本面的增量信息来补充股票价格引导公司资本配置的功能。因此，如何把握公司资本配置理论在近二十年的最新发展，如何运用会计学的基本理论来诠释“经济越发达，会计越重要”这句至理名言？在我做清华大学博士后合作研究的两年里，这些问题一直萦绕在我的心里，困扰着我，也吸引着我。一种无形的动力激励着我把一些想法和观点进行梳理，进一步加以深化、完善，并使之系统化。

在有效资本市场条件下，托宾 Q 理论认为托宾 Q 应该是公司投资的充分统计量（Hayashi, 1982），但是控制托宾 Q 后，公司投资与现金流量等会计变量间的相关性并非意味着这些会计变量具有信息作用，相反其常被诠释为资本市场摩擦，如融资约束的证据（Fazzari et al., 1988）。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（fads and fashions）所驱动（Shleifer & Vishny, 1997），从而使得这种噪声会相应削弱股票价格自动引导公司资本配置的功能。斯隆（Sloan, 2001）指出，财务报告系统是影响资本配置效率的一种重要的经济制度安排，其原因在于财务报告能够为资本供给者提供关于管理层经营绩效的主要信息渠道，从而有助于其及时向管理层和

外部投资者传递日益变化的投资机会信息,促使自利的管理层实施价值最大化的投资项目(Bushman et al., 2006)。布希曼和史密斯(Bushman & Smith, 2001)指出,会计领域中治理研究的主要目标是证实会计报告系统提供的会计信息能在多大程度上缓减公司管理层和股东间因两权分离所引起的代理冲突,同时又能便利稀缺的人力和金融资本有效地流向前景好的投资项目。赵宇龙(1998)和陈晓等(1999)相继实证发现,中国上市公司盈余数字具有很强的信息含量,意味着会计报告系统会通过提供公司基本面的增量信息来补充股票价格引导中国上市公司资本配置的功能。由于资本投资是公司赖以生存和为股东创造财富的最终驱动力,所以结合中国新兴加转轨的制度背景,透过公司投资决策,首先深入地研究会计信息引导中国上市公司资本配置的作用机制,其次挖掘影响会计信息提高中国上市公司资本配置效率的制度因素,以构造出一个基于中国新兴加转轨制度背景研究会计信息和公司资本配置的扩展分析性框架,最后运用中国上市公司经验数据进行各种分析和检验,以佐证本书的思想和理论观点。

本书主要从理论和实证两方面来具体阐述上述思路。观点可简单归纳如下:

第1章,简要地阐述了研究动机、研究动态、研究方法以及逻辑创新点。

第2章,主要是从国内外的文献出发,首先阐述股票价格和会计信息引导公司资本配置的作用;其次综述国内外度量公司资本配置效率的实证方法;最后述评国内外的实证研究,并指出其中的不足之处和未来的发展方向。

第3章,基于前面的研究成果,结合中国新兴加转轨的制度背景,透过公司投资决策,系统地扩展了布希曼和史密斯(2001)的研究框架,深入地诠释了会计信息引导中国上市公司资源配置的作用机制,挖掘了影响高质量会计信息提高中国上市公司资源配置效率的制度因素,从而较全面地构造出一个基于中国制度背景研究会

计信息和公司资源配置的扩展分析性框架，进而提出相应的可检验假设。

第4章，回顾和评论了国内外会计信息质量的具体度量方法，然后基于应计利润是公司未来现金流量估计、盈余重要性及损失会计确认及时性的治理效应等基本思想，并以公司公布的财务报表信息为基础，且运用迪乔与迪切夫（Dechow & Dichev, 2002）模型、巴塔查亚等（Bhattacharya et al., 2003）“收益不透明度”（earning opacity）指标体系以及鲍尔和什瓦库马（Ball & Shivakumar, 2005）“损失确认应计”模型等构建一个度量中国特定上市公司的会计信息质量指数。

第5章，主要是样本选择、数据来源与研究变量设计。

第6章，基于中国新兴加转轨的制度背景研究会计信息和公司资本配置的扩展分析性框架，同时运用中国上市公司经验数据进行实证检验。结果发现：①高质量会计信息与上市公司投资不足和过度显著负相关，其中应计质量和盈余平滑性最为重要；②高质量会计信息与私人产权控股、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；③高质量会计信息与私人产权控股投资不足显著负相关；④会计信息质量与公司投资不足或过度的负相关性在高审计质量公司更明显；⑤地区投资者保护程度越低，公司投资不足程度越严重，那么高质量会计信息与公司投资不足负相关性越强。

第7章，总结本书的基本观点、局限性、政策建议及研究展望。

Abstract

Contrasted with allocation efficiency of the stock market, capital allocation of corporations is something lacking enough attention, which means that with some certain assumptions, stock price can automatically lead capital allocation of corporations, thus obtaining Pareto's allocation of social resources. However, Corporate Earnings have incremental information content (Ball & Brown, 1968), Earnings numbers should provide incremental information on a firm's fundamentals to reinforce allocative functions of stock price. Thus, How to grasp the newest development of capital allocation theories in the past 20 years? How to use the viewpoints, methods and thoughts of the accounting theories to explain "The more developing economy is, The more important accounting is" of accounting proverb? These problems are hovering in my heart, perplexing me, and also attracting me during my two years of postdoctor in Tsinghua University. A kind of invisible force encourages me to comb and deepen some of my ideas and views, as well as to make them systematically.

Under the efficient market hypothesis, Q theory postulates that Tobin's Q should be a sufficient statistic for investment (Hayashi, 1982). Thus any observed association between corporate investment and accounting variables (e. g. cash flows from operations) after controlling for Q , does not imply any information role of these variables. Instead, it is often interpreted as evidence of capital market frictions (Fazzari et al., 1988). However, recent events and research findings increasingly

suggest that that stock prices are not only driven by information about a firm's fundamentals, but also by have begun to recognize that by Fads and Fashions that are difficult to eliminate by arbitrage forces (Shleifer & Vishny, 1997). However, an important economic institution that is also expected to affect the capital allocation process is the financial reporting system. Financial reporting provides the primary source of independently verified information to the capital providers about the performance of managers (Sloan, 2001). This facilitates efficient resource allocation decisions by signalling changing investment opportunities to managers and outside investors, disciplining self-interested managers to invest in value-maximizing projects, and reducing firms' cost of capital (Bushman et al., 2006). As Bushman & Smith (2001) conclude, A fundamental objective of governance research in accounting is to provide evidence on the extent to which information provided by financial accounting system mitigates agency problems due to the separation of managers and outside investors, facilitating the efficient flow of scarce human and financial capital to promising investment opportunities. Zhao (1998) and Chen et al. (1999) found that Earnings of Chinese listed corporations have incremental information content, which means that Earnings numbers should provide incremental information on a firm's fundamentals to play a allocative role in Chinese listed corporations. Corporate investment is the ultimate driving force of value creation in an economy. Thus from the perspective of corporate investments as well as under the institutional underground of our emerging and transitional economy, firstly we thoroughly probe the mechanism of accounting information leading capital allocation, secondly dig some factors which influence allocative role of accounting information in order to construct an expandingly analytic framework, finally use data of our listed corporations to empirically test the above studies, thus to support our ideas.

This paper mainly explains the above-mentioned thoughts both theoretically and empirically. The ideas can be briefly summed up as follows:

In chapter one, it mainly explains my motives, dynamics of researches on capital allocation and accounting information quality, writing structures, research approaches and logical innovations.

In chapter two, from home and abroad literatures, firstly it explains that stock price and accounting information play a role in capital allocation; secondly it surveys recently used methods of capital allocation efficiency; finally it comments on some empirical researches and points out shortcomings among them and future development.

In chapter three, from the perspective of corporate investments as well as under the institutional underground of our emerging and transitional economy, it thoroughly probe the mechanism of accounting information leading capital allocation, secondly dig some factors which influence allocative role of accounting information in order to construct and expand Bushman & Smith (2001) analytic framework.

In chapter four, it reviews main measures of accounting information quality, then it uses Francis et al. (2004) model to construct a firm-specific index of accounting information quality for our listed corporations based on ideas that accruals are estimates of future cash flows, that Earnings are important as well as that TLR curbs over-investment by managers faced with declining investment opportunities through financial statements data of our listed corporations.

In chapter five, it mainly discusses the data, sample, and research design.

In chapter six, based on our data, it mainly empirically tests the above analytic framework. The main conclusions are: (1) proxies for accounting information quality, namely self-constructed composite measure, are negatively associated with both underinvestment and overinvest-

ment of our listed corporation, thereinto, accruals quality and Earnings smoothness are most important; (2) high accounting information quality can significantly reduce overinvestment of our private-controlled corporation, agency-controlled corporation and state-controlled corporation, but can't evidently reduce overinvestment of our central-controlled corporation; (3) high accounting information quality can significantly reduce underinvestment of our private-controlled corporation, but can not significantly reduce underinvestment of our central-controlled corporation, agency-controlled corporation and state-controlled corporation; (4) The relation between accounting information quality and underinvestment as well as overinvestment are stronger for firms having high auditing quality; (5) The smaller regional market index is, the higher underinvestment is, the stronger the role of the accounting information quality is.

In chapter seven, it mainly summarizes basic concepts, suggestions, limitations and prospects of this reports.

目 录

第1章 导言	1
1.1 研究意义	1
1.2 基本概念	7
1.3 本书结构、研究方法以及逻辑创新点	13
第2章 文献回顾	17
2.1 公司资本配置的引导机制——价格和会计信息	18
2.2 公司资本配置效率的度量	23
2.3 实证研究与启示	37
2.4 国内研究现状	47
2.5 未来展望	51
第3章 会计信息质量和公司资本配置 ——基于中国制度背景的一个分析 性框架与假设发展	56
3.1 信息不对称与代理成本理论	56
3.2 会计信息引导公司资本配置的机理分析	59
3.3 基于中国制度背景的扩展分析性 框架与假设发展	65

第4章 中国上市公司会计信息质量的量化	88
4.1 文献综述	89
4.2 中国特定上市公司会计信息质量指数的设计	94
4.3 样本选择和描述统计	104
4.4 中国上市公司会计信息质量 指标的实证度量与分析	107
4.5 会计信息质量与上市公司信息披露评级	116
4.6 结论	118
第5章 样本选择、数据来源与研究变量设计	120
5.1 样本选择	120
5.2 数据来源	120
5.3 研究变量界定和说明	121
第6章 实证检验	140
6.1 模型设计	140
6.2 描述性统计	141
6.3 实证分析	145
6.4 稳健型检验	187
6.5 研究结论	189
第7章 总结与政策建议	191
7.1 研究结论与局限性	191
7.2 政策启示	194
7.3 研究展望	195
参考文献	198
后记	215

第 1 章

导 言

1.1 研究意义

美国是最早研究会计信息质量的国家，如斯普劳斯和穆尼茨（Sprouse & Moonitz, 1961）对 ARS No. 1（基本会计假设）与 ARS No. 3（试论企业广泛使用的会计原则）研究，APB No. 4（财务会计基本特征）、特鲁伯罗德报告（Trueblood Report）提出的会计信息质量特征以及 1980 年公告的“会计信息质量特征”。^①特别是自美国财务会计准则委员会（FASB）于 1980 年发表“会计信息质量特征”概念公告后的二十多年来，学术界和准则制定机构陆续发表了一系列有关会计信息质量的规范和经验研究成果，这些成果在会计监管，特别是在会计准则制定方面发挥了重要的作用，同时也引起了国内外众多学者的积极反响和探讨。美国证券交易委员会（SEC）前主席莱维特（Levitt, 1998）在《高质量会计准则的重要性》的演讲中则以保护投资人的利益为目标，提出诚信、透明、公允、可比和充分披露等特征为主要的质量要求，再次引起了会计学者对会计信息质量的研究兴趣。莱维特指出，高质量会计信息是资

^① 严格地说，会计信息与财务报告信息、会计信息质量与财务报告信息质量并非同等的概念，因为管理会计系统也在生产会计信息，也会涉及管理会计信息的质量问题。但是从会计理论文献中反映出来的有关会计信息质量的研究实际上都是围绕着财务会计信息展开的。因此为了方便论述，本书在此不详细加以区分会计质量、盈余质量、财务报告质量、信息特征、透明度和披露质量等，同时还会相互使用。

本市场的血液。会计信息质量不仅仅是会计监管、会计准则制定中的关键问题，也是资本市场会计经验研究中的一个主要领域（Kothari, 2001）。正如鲍尔（Ball, 2001）所说的那样，一个国家会计报告系统的有效性对该国上市公司和证券市场发展的经济效率性至关重要。因此，完善会计信息质量的规范和经验研究不仅有助于发展新的理论和方法，改善对会计信息质量的研究和会计信息质量概念框架的建设，更有助于将研究成果运用于指导证券市场监管和准则制定，提高资本市场效率和社会资源的有效配置。

会计信息质量的研究涉及中国与国外、从宏观到微观的大量事物和现象，如果不加以取舍，没有重点地对会计信息质量做到面面俱到、蜻蜓点水式的研究，那么得到的研究结果也只能是肤浅和没有实际价值的。科学研究的经验告诉我们，只有从某个角度找个切入点，按照逻辑顺序对相关事物主要方面进行深入分析，才能从纷繁复杂的事物和现象中找出有价值或规律的东西，也才能够切中要害地提出解决实际问题的对策。21 世纪的钟声敲响以来，安然、世通等知名大公司相继爆发会计造假丑闻，引起了全球的震惊，更促使了 2002 年《萨班斯—奥克斯利法案》的迅速出台。自从中国资本市场建立以来，琼民源、ST 郑百文、银广夏、ST 黎明等上市公司会计造假恶性案件不断出现，并且随着会计准则和各项制度相继颁布，人们慢慢关注并思考中国公司会计准则、审计准则和监管方式等问题，甚至怀疑中国上市公司会计信息是否具有真实性和决策有用性等基本特征。引起近年来国内学者对“会计信息失真”的持续性讨论，以致中国证券监督管理委员会（CSRC）专门颁布了《关于提高上市公司财务信息披露质量的通知》（2001 年 3 月 19 日）、《关于进一步提高上市公司财务信息披露质量的通知》（2004 年 1 月 8 日）和《上市公司信息披露管理办法》（2007 年 2 月 1 日）来督促上市公司管理层真实、公允地反映上市公司的财务状况和经营成果。与此同时，自改革开放以来中国从宏观政策导向上非常重视公司融资问题，从最初的“拨改贷”到 20 世纪 90 年代初期

中国证券市场的设立，都是致力于解决公司资金来源问题，当然这种初衷与经济改革初期资金短缺的“瓶颈”状况有着密切的关系，但是他们却只盯着融资而忽视投资对公司价值的极端重要性，从而造成中国上市公司筹集资金的配置效率极度低下，存在着较严重的投资过度和投资不足现象^①，最终使得中国全部上市公司平均资本回报率从1993年的25%逐渐下滑至6%左右（CCER“中国经济观察”研究组，2007）。^②究其原因，一方面，投资过度行为会导致大量的资本沉淀在生产能力过剩（从而盈利能力恶化）的领域，使得大量的资源和生产要素被浪费，同时导致呆坏账的大量增加，金融风险大大增加；^③另一方面，投资不足又会使得大量的资金闲置，导致上市公司增长缓慢甚至零增长，同样也会损害投资者的利益。^④显然，由于中国证券市场是由经济改革所“倒逼”出来，从产生之日起就存在先天性制度缺陷，上市公司控制权结构问题突出，加之

① 投资不足是指公司被动或主动放弃净现值（NPV）为正的项目，而投资过度是指公司从事净现值为负的项目。

② 蒋云赞和任若恩（2004）运用费尔德斯坦（Feldstein，1977）的方法估计1982~2000年全国工业企业和国有工业企业的资本收益率，结果发现从1996年起，全国工业企业的资本收益率基本稳定在6%左右，而国有工业企业的资本收益率约低1.5个百分点。牛建军等（2007）发现，中国上市公司1992~2004年间平均盈利水平在这一时间段内有显著的下降；公司上市后的业绩也呈下滑迹象；同时，上市公司的盈利能力有着较强的均值回归特性。辛清泉等（2007）实证发现，1999~2004年间中国上市公司的资本投资回报率仅为2.6%，并且资本投资回报率远低于资本成本，说明中国上市公司的投资效率相当低劣，但投资环境的改善和适当的所有权安排有助于企业投资效率的提高。

③ 例如，1998年吉轻工的控股子公司或合资企业多达21个，对外长期债权投资单位也增至21个，经营范围涉及房地产、轻工、贸易等众多领域，地点分布在广东珠海、海南及吉林长春等多个省市。不断膨胀的对外投资最终使公司自食恶果，1999年主营业务利润只有634万元，而投资项目却造成了8198万元的亏损。2000年虽通过股权转让等措施，使公司控股或合资企业从原来的二十多个降至13个，但投资项目依然出现2513万元的亏损。过度分散的投资很难形成竞争优势，最终戴上了PT“帽子”。可以说，上市公司投资过度主要表现为急于求成，盲目扩张，几近泛滥，终于形成小马拉大车的局面，业绩直线下滑。

④ 例如，麦科特2000年8月上市，募得资金0.52亿元，可到2001年中期，除了7700万元还债，1.78亿元存银行，1.9亿元买国债，用于企业募股项目投资的资金仅7000万元。中农资源2000年12月22日发行8000万A股，募集资金4.88亿元，到2001年中期，所有投资项目均未实施，所募资金3亿元用于短期投资，9000万元作流动资金，9000万元存在银行。可以说，上市公司投资不足主要表现为把资金用做流动资金或者存银行、购买国债，而这些资金在公司资产负债表中主要表现为现金及短期投资。

信息严重非对称和激励监督约束机制的不完善,“行政干预下的内部人控制(张春霖,1995)现象依然严重,因而上市公司管理层事实上拥有完全的控制权,严重的过度、冲动、随意、盲目、扭曲等非理性投资行为特征普遍存在,严重侵害了中国上市公司利益相关者的利益,导致公司资本配置效率低下”。^① 尽管汪炜、蒋高峰(2004),曾颖、陆正飞(2006),黄娟娟、肖珉(2006)等实证发现,会计信息质量与中国上市公司资本成本负相关,但是他们是从投入的视角间接地证明了高质量会计信息有助于提高中国上市公司资本配置效率。因此,究竟高质量会计信息是否会提高中国上市公司资本配置效率有待于我们从更具普遍意义和充分数量的研究样本出发,以会计为基础,紧密结合中国新兴加转轨的制度背景和公司财务行为进行深入又全面的探讨,同时也能利用会计学者研究的比较优势,以期获得科学性的研究结论,提出更具特色的建议。

在有效资本市场条件下,托宾 Q 理论认为托宾 Q 应是公司投资的充分统计量(Hayashi, 1982),但是控制托宾 Q 后,公司投资与现金流量等会计变量间的相关性并非意味着这些会计变量具有信息作用,相反常诠释为资本市场摩擦,如融资约束的证据(Fazzari et al., 1988)。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(fads and fashions)所驱动(Shleifer & Vishny, 1997)。贝克尔等(Baker et al., 2003)进一步研究发现传统资本投资的回归方程中常用的托宾 Q 值也是市场错误定价的一个替代变量。显然,托宾 Q 值具有噪声,从而会相应削弱了股票价格自动引导公司资本配置的功能。因此,会计报告系统会通过提供公司基本面的增量信息较好地弥补

^① 斯蒂格利茨(Stiglitz, 1996)指出,转型经济体制下企业经理的投资行为与纯市场经济体制下企业经理的投资行为很不相同。由于转型经济中的产权制度模糊而不完整,投资风险和由决策失误导致的损失常常无须企业经理承担,而由投资带来的收益却会为他们赢得各种好处,因此企业经理通常会极力促使企业涉入庞大的投资项目,导致总投资过度。

股票价格自动引导公司资本配置,^①那么会计报告系统提供的信息能在何种程度上有效地缓减公司管理层与投资者分离引起的代理问题,又能在何种程度上有利于稀缺的人力和财务资本有效地流向好的投资项目,已经成为近年来会计研究领域的一个重要问题。^②布希曼和史密斯(Bushman & Smith, 2001)指出,会计领域中治理研究的主要目标是证实会计报告系统提供的会计信息既能在一定程度上缓减公司管理层和股东间因两权分离所引起的代理冲突,同时又能便利稀缺的人力和金融资本有效地流向前景好的投资项目。尽管希利和帕利普(Healy & Palepu, 2001)以及兰伯特等(Lambert et al., 2007)从理论推导中发现会计信息质量的改善有助于提高公司资本配置效率,同时王雪(Wang, 2003)、罗森伯格(Risberg, 2006)和沃尔迪(Verdi, 2006)等少量的实证研究对此提供了一定的经验证据支持,但是总体而言,会计信息质量与公司资本配置效率间相关性的实证检验目前仍未得到国内外学者相当的关注,而且他们是基于布希曼和史密斯(2001)的框架,同时又以较成熟的、完善的、规范的市场制度为特征的市场经济发达国家。

在不同环境下,由于不同的制度变迁路径,法律、法规的完善程度不同,公司治理环境不同,各个国家表现出来问题的侧重点是不同的,而资本主义制度在西方学者眼中是最完善的制度,故他们研究经济问题时大都假定制度变量是一个基本不变的外生变量。然

① 鲍尔和布朗(Ball & Brown, 1968)最早发现美国证券市场中股票价格随收益报告的公布而调整,意味着盈余数字是具有信息含量的。赵宇龙(1998)和陈晓等(1999)相继利用中国证券市场数据实证发现,中国上市公司盈余数字具有很强的信息含量,意味着像在发达资本市场上一样,尽管投资者能从其他渠道了解公司的经营状况,但盈余数字对他们而言也有着不可替代的作用,即盈余数字会通过提供公司基本面的增量信息来补充股票价格引导公司资本配置的功能。

② 有人可能会想,管理层(CEO)控制了会计信息的生产,以会计为基础的基本面不会为管理层提供额外的信息。然而,管理层(CEO)基本上把财务与会计工作委托给首席财务官们(CFOs),尽管他们比外部投资者知道更多的信息,但他们的信息仍然不完全,同时管理层也需要会计系统提供反馈职能以调整他们对公司和投资项目基本面的估计。管理会计的主要职能就是提供反馈和控制,因此会计系统仍然为管理层估计公司投资项目基本面提供了增量信息。