

经济政策不确定性、会计稳健性与公司投资效率

——中国A股上市的民营企业为证据

谢伟峰¹, 陈省宏²

(1. 广州商学院 会计学院, 广州 511363; 2. 澳门科技大学 商学院, 澳门特别行政区 999078)

摘要:以中国A股上市的民营企业2014—2018年度财务报告数据为研究对象,探讨了经济政策不确定性、会计稳健性对公司投资效率的影响。实证结果表明,经济政策不确定性加重公司非效率性投资;会计稳健性在公司投资活动中具有治理作用,能够有效缓解企业过度投资,提高投资效率,然而会计稳健性对缓解公司投资不足的作用不明显;会计稳健性是对经济政策不确定性的一种谨慎反应,可以抑制经济政策不确定对公司投资效率的负面影响。

关键词:经济政策不确定;会计稳健性;投资效率;民营企业

中图分类号:F275; F230 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2020)11—0118—09

在中国大力推进供给侧结构性改革大背景下,企业优化资本配置是其实现转型升级的关键,如何提高企业的资本配置效率一直以来备受众多学科的关注。Myers和Majluf^[1]研究发现:在没有“摩擦”的假设中,公司的投资水平只取决于投资机会。然而,在现实环境里,由于公司外部的宏观环境和内部的扭曲因素,公司的投资往往偏离最佳水平,表现为过度投资或投资不足的非效率性投资,损害公司价值。已有研究表明我国公司普遍存在非效率性投资,信息不对称和代理冲突是公司非效率性投资的主要原因^[2]。为此,公司需要一种能够加强信息流通、缓解信息不对称和代理问题的有效制度机制。会计稳健性是高质量财务报告的一个重要属性,能够提高信息环境质量,协调企业内外部的利益相关者,缓解代理冲突,可以作为一项重要且有效的公司治理机制^[3]。由此,会计稳健性对公司投资行为有着重要的影响,而这种影响属于公司微观层面的影响。然而正如著名经济学家熊皮特指出,关于投资行为的任何理论如果不考虑宏观因素将是不切实际的。自2008年国际金融危机以来,世界经济处于深度调整新常态阶段,经济增长不确定性,我国经济进入转型升级重要阶段,经济改革进一步深化,国内外复杂的经济环境下,经济政策的不确定性进一步加大,必然对公司的投资行为造成重大影响。与此同时,公司会计信息质量与经济制度环境息息相关^[4],会计稳健性本质是对公司经济业务不确定性的一种反应。因此,经济政策不确定和会计稳健性除了本身对公司投资行为存在重要影响,它们之间必然存在某种复合效应影响公司投资行为。经济政策不确定性是公司不可避免的外部宏观因素,而会计稳健性是属于公司的内部微观因素,鉴于目前较少文献把不可避免的外部宏观因素和公司内部微观因素结合研究公司资本配置效率,本文基于我国当前的制度背景及资本市场,结合企业宏观经济环境和微观层面,较为全面地理论分析和实证验证经济政策不确定、会计稳健性对投资效率的影响具有重要意义。

一、理论分析和研究假设

(一)经济政策不确定性和投资效率

国内外学者对公司投资效率具有较为深入研究。根据Myers和Majluf^[1]的研究,在市场充分有效的状态下,公司的净现值(NPV)为正的项目应有充分的资本投入,净现值为负的项目应该给予拒绝。然而,Jensen^[5]基于委托代理理论,管理者、股东和债权人的利益和风险不一致,管理者的获利与公司规模扩张呈正关联,拥有信息优势的管理层倾向于建造“商业帝国”以获得更多的控制权收益,尽管所投项目的NPV为负,然而项

收稿日期:2020—04—08

基金项目:广东省普通高校重点科研平台和科研项目青年创新人才类项目(人文社科)“民营企业会计稳健性与投资有效决策的机制研究”(2018WQNCX211);广东省财政厅广东省2019—2020年度会计科研课题“19-20*124”;广州商学院科研项目“企业社会责任、盈余管理与资本配置效率研究”(XJYB2017005)

作者简介:谢伟峰(1983—)男,广东广州人,广州商学院会计学院专任教师,副教授,研究方向:公司财务;陈省宏(1970—)男,澳门人,澳门科技大学商学院教授,博士研究生导师,研究方向:技术创新。

目主要风险则由股东或债权人承担。Myers 和 Majluf^[1]研究发现信息不对称导致公司存在管理者道德风险及逆向选择等信息问题,产生公司的非效率性投资。公司的外部人,如债权人,通过提升融资成本或苛刻契约,以确保所投的资金安全,公司外部融资成本增加了公司的融资约束,即使有良好的净现值的投资项目,也可能缺少必需的资本投资而被拒绝。通过实证,Biddle 等^[6]、Fuensanata 和 Juan^[4]及袁振超和饶品贵^[7]的研究验证信息不对称是造成公司非效率性投资的主要原因,缓解信息不对称,加强公司内外信息沟通是提高资本配置效率的关键。公司信息不对称程度主要受到公司治理机制及管理者特征等内部微观因素影响,也很大程度受到宏观环境的影响^[8]。经济政策是宏观环境的主要组成部分,Gulen 和 Ion^[9]认为经济政策不确定性是指市场上的经济主体对于政府是否、如何、何时调整当前的宏观经济政策及经济政策调整后的状况无法确切预知。一个国家经济政策往往受到国内外复杂多变的社会经济形势影响。国家政府职能部门根据本国经济发展及未来动向,通过调整财政政策、货币政策等宏观经济政策以保证经济健康发展,身处其中的微观企业经营必然受到经济政策调整的影响。饶品贵等^[10]的研究认为经济政策不确定加重宏观经济的波动性,影响公司重大的财务决策。公司投资活动当属公司重要的财务决策之一,由此可见,经济政策不确定性与公司投资行为有着密切的关联。Venky 等^[8]的研究发现经济政策不确定性降低公司信息环境质量,阻碍公司内外信息沟通,从而加重公司内外信息不对称。基于委托代理理论,经济政策的不确定性使得委托代理双方的信任程度下降,例如,管理者更容易把非效率性投资归因于经济政策的不确定性,管理者有更多看似合理的理由掩饰“坏消息”,盈余管理的机会更多,以掩盖财务压力。基于自利动机,管理者更为倾向于建造“商业帝国”,扩大公司规模,获取私利,造成了过度投资类型的非效率性投资。经济政策不确定性为公司内部人,尤其大股东,通过非效率性投资侵蚀外部人的利益提供更多机会。因此,经济政策不确定性会加重公司过度投资;另一方面,宏观环境不确定性越大,风险越高,管理者可能处于防御心理,降低公司应有的风险承担水平,削减公司应有的投资,但具有相对不确定性投资,例如研发投入,然而这些风险性投资项目对公司长远发展至关重要,相关研究发现经济政策不确定性高的时候,公司更倾向于持有现金^[11-13],这导致公司的投资水平低于正常水平,使得公司出现投资不足的非效率性投资。此外,经济政策不确定性加重信息不对称,资本市场的金融摩擦更激烈,影响投资人和债权人的项目甄别能力,相应地,公司融资成本也会提升,投资预期收益减低,尽管公司项目有良好的正净现值,也可能因为融资约束而放弃,造成公司投资不足类型的非效率性投资。综合所述,基于我国资本市场正处于发展阶段,有效市场发挥不够充分,本文认为因经济政策不确定性加重公司内外信息不对称程度和代理冲突,公司更容易产生投资过度或投资不足的非效率性投资。基于此,本文提出假设 1:

其他条件不变的情况下,经济政策不确定性越大,公司非效率性投资程度越高,投资效率越低(H1)。

(二)会计稳健性和投资效率

根据上文理论分析,信息不对称和代理问题是影响公司投资效率的重要因素。从微观层面上,公司需要一种缓解信息不对称和代理冲突的治理机制以提高资本配置效率。会计稳健性是否属于这样的一种降低公司信息摩擦、缓解代理冲突的治理机制?本文基于信号传递理论和公司治理理论进行分析:基于信号传递理论,Hope 和 Thomas^[14]的研究指出管理者为代表的公司内部人相对于外部人更具有信息优势,存在对外夸大“好消息”而隐瞒相关“坏消息”的动机。为此,公司需要相关机制对公司管理者的掩饰行为进行约束。相关研究表明公司执行质量高的财务报告及及时披露重要信息能缓解公司内部人和外部利益相关方的信息摩擦。Francis 等^[15]发现财务报告质量越高,越能释放出高信用信号,融资成本更低。谢伟峰和陈省宏^[16]的研究指出高质量财务报告质量更为有利于企业各相关方的沟通,企业有新投资时,越能及时获得资本支持。会计稳健性是会计核算和信息披露的重要原则,其在会计核算中要求具有足够的谨慎,例如,风险和损失必须得到充分考虑,资产和收益的计量必须有充足的证据,重大信息披露必须及时有效,会计稳健性是高质量财务报告的重要表现。因此会计稳健性能提升公司信息环境的质量,有助于缓解公司信息不对称。基于公司治理理论,李维安和陈钢^[17]以我国资本市场上并购重组为研究样本,表明会计稳健性可以是公司其他治理机制(如董事会结构、独立董事等)的替代机制,对并购方公司股东价值产生积极的影响作用。于江等^[18]以并购效益效率作为投资效率,研究发现会计稳健性提高公司并购投资效率,并且在代理成本较小的公司里,会计稳健性对并购效率的作用会减弱。进一步地,唐清泉和韩宏稳^[3]在关联并购损益困局的研究中认为会计稳健性是一项重要的公司治理机制,其在公司关联并购活动中约束企业内部人的机会主义行为,降低并购

方公司价值的减损。综上所述,基于我国当前资本市场背景,会计稳健性在缓解信息不对称和代理冲突中有着重要作用,会计稳健性对企业经济业务的确认、计量、记录和报告均要求足够的谨慎和充分的风险与损失考虑,资产和收益不能高估、负债和损失不能低估,即“好消息”和“坏消息”在会计上的确认是非对称,这种倾斜于“坏消息”的机制自然有效约束企业内部人的机会主义,可以作为企业内部人的有效监督机制,缓解企业的盲目扩张和过度投资。同时会计稳健性体现会计信息质量及企业信用,是公司各利益相关方要求,较高的会计信息质量,体现较高公司信息环境质量,缓解公司各利益相关方的会计信息不对称,降低信息风险和估计偏差,投资者和债权人等外部人对企业的投资机会更能做出准确的评估,降低各利益相关方的道德风险及逆向选择的可能性,提高公司的投资效率。因此,基于公司治理和信息传递的视角,本文提出假设2:

其他条件不变的情况下,会计稳健性越高,公司非效率性投资程度越高,投资效率越低(H2)。

(三)经济政策不确定性、会计稳健性与投资效率

正如上述论述,经济政策是企业所处的宏观环境,对单一企业而言,只能适应经济政策的不确定,经济政策不确定性的提高会使得企业信息环境恶化和代理冲突加重。进而造成投资不足或投资过度的非效率性投资。然而在经济政策不确定的大背景下,公司并不是只有被动,公司需要一种机制抑制经济政策不确定性对公司资本配置效率的不利影响,会计稳健性的制度安排目的是对公司经营及所处环境的一切不确定性的一种谨慎反应,经营及环境不确定性的存在是会计稳健性产生的外部条件。公司会计稳健性的要求下有助提升财务报告质量,加强公司各方信息流通质量,有利于企业的投资机会甄别及缓解融资约束,同时会计稳健性所起的公司治理机制能够对公司内部人进行有效的监督,防范机会主义,不良盈余管理,降低缓解道德风险和逆向选择。经济政策不确定性是公司业所处的大背景,是属于公司的外部因素,对公司信息流通及委托代理关系产生不良影响,会计稳健性机制可以看作是公司的“免疫系统”,帮助公司形成一系列良好内部监督机制,以抑制外部因素、宏观环境对公司投资活动的不良影响。这也很好解释,在经济政策不确定性下,有些企业能逆境发展,越做越强,有些企业则走向衰落,出现财务困境或破产清算,其中公司内在有效“免疫系统”至关重要。基于此,本文提出假设3:

其他条件不变的情况下,会计稳健性有效缓解经济政策不确定性对公司投资效率的负面影响(H3)。

二、研究设计

(一)变量定义

1. 经济政策不确定性的度量

目前大多文献对经济政策不确定程度的度量主要采用统计指数化的方式,Baker等^[19]编制的基于新闻的经济政策不确定性指数得到广泛运用,中国经济政策不确定性统计指数目前主要是通过识别香港著名英文报刊 *South China Morning Post* 的文章中包含“China”或“Chinese”“uncertain”或“uncertainty”“economic”或“economy”并满足“policy”文本过滤器的条款,再进行统计和标准化处理后得到指数。尽管是新闻指数,我国学者 Guanchun^[20]及李经路^[21]的研究均采用了该新闻指数,并认为该指数具有较高适用性和信效度。因此本文的经济政策不确定性同样采用Baker等^[19]的新闻指数方法衡量,因该指数是月度数据,而本文研究的公司财务数据是属于年度数据,为了一致性,本文借鉴郝威亚等^[22]的做法,采用几何平均法把月度数据转为年度数据,并作自然对数处理,模型如式(1)所示:

$$EPU = \ln \left(\sqrt[12]{EPU_1^{\text{month}} \times EPU_2^{\text{month}} \times \dots \times EPU_{12}^{\text{month}}} \right) \quad (1)$$

其中: EPU 表示年度经济政策不确定性程度; EPU^{month} 表示月度经济政策不确定性程度的数据。

2. 投资效率

鉴于国内外学者在度量非效率性投资时,广泛使用 Richardson^[23]模型,本文亦采用该模型度量非效率性投资程度,为降低幸存性偏见的影响,本文采用截面数据,对样本里的数据按每一年份、每一行业分布进行回归。用模型估计的残差衡量非效率性投资。残差大于0即过度投资类型的非效率性投资,残差小于0代表投资不足类型的非效率性投资。残差的绝对值代表非效率性程度,数值越大,代表非效率性投资程度越高。模型如式(2)所示:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GR_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 CASH_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2)$$

其中： i 表示第*i*家公司； t 表示年份； $INV_{i,t}$ 表示*i*公司第*t*年的投资支出额除以平均总资产； GR 表示营业收入增长率； LEV 表示资产负债率； $CASH$ 表示现金及现金等价物除以平均总资产； AGE 表示公司上市年限的自然对数； $SIZE$ 表示公司平均总资产的自然对数； RET 表示现金红利再投资的公司股票年度回报率。

本文将模型(2)估计的残差大于零的公司划分为过度投资组样本,其余划分为投资不足组样本。同样残差的绝对值越大,说明公司非效率性投资程度越高,公司投资效率越低。

3. 会计稳健性的度量

国内外学者对会计稳健性程度(用 $CSCORE$ 表示)的度量已经有广泛的研究,主要有 Basu 模型、应计现金流模型和 K&W 模型指数法^[21],鉴于 K&W 指数法的广泛使用,且以年度数据作为计算,本文采用 K&W 中的 $CSCORE$ 指标进行测度^[24],通过回归来估计年度横截面模型(3):

$$\frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} = (\gamma_0 + \gamma_1 SIZE_{i,t} + \gamma_2 LEV_{i,t} + \gamma_3 MB_{i,t}) + DR_{i,t}(\varphi_0 + \varphi_1 SIZE_{i,t} + \varphi_2 LEV_{i,t} + \varphi_3 MB_{i,t}) + R_{i,t}(\lambda_0 + \lambda_1 SIZE_{i,t} + \lambda_2 LEV_{i,t} + \lambda_3 MB_{i,t}) + DR_{i,t} \times R_{i,t}(\delta_0 + \delta_1 SIZE_{i,t} + \delta_2 LEV_{i,t} + \delta_3 MB_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中： $E_{i,t}$ 表示*i*公司第*t*年的每股收益； $P_{i,t-1}$ 表示*i*公司第*t-1*年上期期末收盘时股价；如此类推， $R_{i,t}$ 表示股票收益率； $DR_{i,t}$ 表示虚拟变量,当 $R_{i,t}$ 数值小于 0 时, $DR_{i,t}$ 赋值为 1, 当 $R_{i,t}$ 数值大于等于 0 时, $DR_{i,t}$ 赋值为 0； $MB_{i,t}$ 表示每股市场价格与每股净资产之比。将回归得到的 δ_0 、 δ_1 、 δ_2 、 δ_3 代入模型(4),即可得到具体公司年度会计稳健性指标。其他变量定义见表 1。 $CSCORE$ 数值越高,表明公司会计稳健度越高。

$$CSCORE_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 SIZE_{i,t} + \delta_2 LEV_{i,t} + \delta_3 MB_{i,t} \quad (4)$$

4. 控制变量

本文根据相关研究增加一些常用的控制变量,见表 1。

表 1 变量说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	全样本的非效率性投资程度	INV	Richardson 模型的残差绝对值
	过度投资样本组的非效率性投资程度	$Overinv$	Richardson 模型的残差大于 0 的绝对值
	投资不足样本组的非效率性投资程度	$Underinv$	Richardson 模型的残差小于 0 的绝对值
解释变量	经济政策不确定性程度	EPU	Baker 新闻指数的月度数据的几何平均数的计算所得并作自然对数
	会计稳健性程度	$CSCORE$	K&W 模型指数法计算所得
控制变量	公司规模	$SIZE$	公司总资产的自然对数
	投资机会	GR	营业收入增长率
	经营现金流比值	CFO	经营现金流净额与总资产之比
	资产负债率	LEV	总负债除以总资产
	债务期限	STD	公司流动负债除以公司总负债
	代理成本	AC	管理费用/营业收入
	第一大股东持股比例	FH	第一大股东持股数/总股数
	独立董事规模	$DSIZE$	独立董事人数取自然对数
	资产结构	FS	非流动资产除以总资产
	行业	$Indus$	哑变量,按证监会 2012 年的行业二级分类,要求剔除异常值后分年度分行业至少有 20 个观察值,最后得到 C1、C2、C3、C4、F5、I6 和 K7 七个行业的公司
	年份	$Year$	哑变量,2014—2018 年

(二)研究样本与数据来源

因民营企业对经济政策的变化更为敏感,且民营企业在中国经济转型中至关重要,本文选取 2014—2018 年在我国 A 股上市的民营企业的年度报告数据作为研究样本,期间我国进入经济新常态、经济转型关键期及供给侧结构性改革的一系列相关政策变化,为本文的经济政策不确定性研究提供良好的背景。本文选取样本的标准如下:①参考《2018 年中国民营上市公司发展报告》中的民营企业上市公司定义,以最终控制人为自然人的 A 股上市公司作为民营上市公司;②公司在 2014 年之前已经 A 股上市;③剔除具有特别处理和警示的公司;④剔除金融类公司;⑤选择只在沪深上市的公司;⑥按 2012 年证监会行业分类标准,删除相关主营业务不明确的公司;为提高 Richardson^[23]模型的投资效率计量可靠度,所选每一行业的公司在每一年的观测值不少于 20;⑦剔除营业收入为零,净资产为负的公司;⑧剔除存在缺失数据的公司。最终在行业代码为 C1、C2、C3、C4、F5、I6 和 K7 的 7 个行业里得到样本公司为 647 家,获得了 2563 个观测值。此外,为

避免极端值的影响,对涉及连续变量在 1% 和 99% 的分位数上进行缩尾处理。本文的经济政策不确定性数据来源于 Policy uncertainty 网站,其他数据来源于 CSMAR 及相关公司年度报告。

(三) 检验模型

本文通过对解释变量用 $t-1$ 期的数据,而被解释变量用 t 期数据,以缓解模型的内生性问题。本文检验模型如式(5)所示。本文运用模型(5)分别对全样本、过度投资组、投资不足组进行回归分析。

$$\begin{aligned} INVe_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t-1} + \beta_2 CSCORE_{i,t-1} + \beta_3 EPU_{i,t-1} \times CSCORE_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \\ & \beta_5 GR_{i,t-1} + \beta_6 CFO_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 STD_{i,t-1} + \beta_9 AC_{i,t-1} + \beta_{10} FH_{i,t-1} + \\ & \beta_{11} DSIZE_{i,t} + \beta_{12} FS_{i,t-1} + \sum Indus + \sum Year + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

其中: $INVe_{i,t}$ 分别表示以全样本、过度投资组和投资不足组的非效率性投资程度变量作被解释变量。

三、实证结果分析

(一) 关键变量的描述性统计

表 2 的描述统计结果显示,全样本的非效率性投资程度均值为 0.0387,投资不足类型的非效率性投资的公司数为 1451 家,过度投资类型的非效率性投资的公司数为 1112 家,可知民营企业中的投资不足的公司(占 57%)比过度投资的公司(约占 43%)稍多,说明我国民营性质上市公司中过度投资和投资不足的两种非效率性投资并存,投资不足类型更为普遍,而从均值上比较,过度投资组的公司非效率性投资程度(均值为 0.0445)高于投资不足组的公司(均值为 0.0342)。非效率性投资程度的描述统计表现与王东清和刘静静^[25]的研究基本一致。会计稳健性 $CSCORE$ 均值为 0.0622,过度投资组的公司会计稳健性(均值为 0.0661)比投资不足组的公司(均值为 0.0593)要高,符合杨芳等^[26]的研究结论,即初步表明投资过度组的公司对消息的稳健性反应可能普遍更及时。 EPU 的中位数和均值分别为 5.8497 和 5.7236,标准差为 0.3411,最大值和最小值相差较大,与 Venky 等^[8]中的研究比较,初步说明我国经济政策不确定较高。

以全样本的关键变量作 Pearson 相关性分析。结果见表 3,非效率性投资程度与会计稳健性的相关性在 5% 的水平上显著,相关系数为 -0.131,呈负相关,初步接受 H2;非效率性投资程度与经济政策不确定程度的相关性在 1% 的水平上显著,相关系数为 0.161,呈正相关,初步接受 H1;会计稳健性与经济政策不确定程度的相关性在 1% 的水平上显著,相关系数为 0.169,初步说明会计稳健性对经济政策不确定性显著相关性,会计稳健性对经济政策不确定具有谨慎反应。在控制变量中,非效率性投资分别与投资机会(GR)、代理成本(AC)和资产结构(非流动资产除以总资产, FS)在 1% 的水平上呈显著的正相关,非效率性投资程度与负债期限(流动负债除以总负债)在 1% 的水平上呈显著的负相关。Pearson 相关性分析中解释变量间的相关系数不高,均小于 0.5,表明主要变量间不存在严重的多重共线性。

表 3 Pearson 相关分析

变量	INV	CSCORE	EPU	SIZE	LEV	GR	CFO	STD	AC	FS	FH	DSIZE
INV	1	-0.131*	0.161**	-0.017	0.028	0.069**	-0.007	-0.095**	0.091**	0.111**	0.030	-0.014
CSCORE		1	0.169**	0.446**	0.638**	0.130**	-0.092**	-0.161**	-0.043*	-0.089**	0.088**	0.125**
EPU			1	0.126**	0.023	0.000	-0.027	-0.018	0.011	0.034	-0.037	-0.017
SIZE				1	0.451**	0.040*	-0.003	-0.255**	-0.180**	0.026	0.134**	0.155**
LEV					1	0.063**	-0.158**	-0.205**	-0.039	-0.068**	0.089**	0.105**
GR						1	-0.024	-0.011	-0.025	-0.010	0.016	0.011
CFO							1	0.053**	-0.104**	0.114**	0.118**	0.014
STD								1	-0.030	-0.268**	-0.021	-0.023
AC									1	0.072**	-0.069**	-0.063**
FS										1	-0.085**	0.043*
FH											1	-0.032
DSIZE												1

注:**表示在 1% 水平显著相关;*表示在 5% 水平显著相关。

(二)均值检验

以非效率性投资程度作为检验变量,会计稳健性的中位数作为分组点,分别对样本公司分为会计高稳健性与低稳健性两组,然后分别对全样本、过度投资组样本及投资不足组样本进行独立样本 T 检验,结果见表4,全样本和过度投资样本的 T 检验中,在5%的水平上,会计高稳健性的非效率性投资程度与会计低稳健性的非效率性投资程度存在显著差异,会计低稳健性低的公司非效率性投资更严重。在投资不足组样本的 T 检验中,会计稳健性高低对公司非效率性投资没有显著影响。总体上,均值检验进一步表明会计稳健性低的公司,其非效率性投资更为严重,尤其是过度投资类型,初步接受 H2,其他条件不变的情况下,会计稳健性越高,公司投资效率越高。

(三)回归分析

本文分为全样本,过度投资组样本及投资不足组样本,分别进行控制行业和年份的普通最小二乘法(OLS)回归分析。因样本数据是时间序列和截面数据的非平衡面板数据。本文以 Petersen 的方法进行年度和公司的两维群以处理数据中存在截面和序列相关性及存在的异方差性。方差膨胀因子(VIF)均小于3,说明模型不存在严重的共线性。

在不考虑 EPU 和 $CSCORE$ 的交互性的回归时,见表5的第(1)、第(3)和第(5)列, $CSCORE$ 的系数在全样本组合过度投资样本组均为负数,且均在5%的水平上显著,尤其在过度投资样本组中的显著负相关更为明显,这表明全样本组和过度投资样本组中,会计稳健性与非效率性投资程度均呈显著负相关,会计稳健性的系数在投资不足组中显示不显著,说明会计稳健性对投资不足类型的非效率性影响不具有普遍性。综合来说,会计稳健性在缓解信息不对称、代理冲突上有效治理作用,尤其过度投资的非效率性投资类型上更为突出。 EPU 的系数在3组样本数据中均为正数,且均在5%的水平上显著,显著性比会计稳健性更高。说明经济政策不确定与非效率性投资程度呈显著正相关,经济政策不确定越大,公司非效率性投资程度越高,说明经济政策不确定性加重了信息不对称和代理冲突,公司的投资行为可能是高估经济政策,管理者以经济政策的不确定性作为掩盖,建造“商业帝国”,导致过度投资,公司或受经济政策的不确定增加,导致融资约束,企业收紧投资,造成投资不足。此外,在控制变量的回归分析中,公司规模(以资产来衡量, $SIZE$)在全样本组和投资不足组样本组中均表现在5%的水平上显著负相关,说明公司规模大的公司,更少表现出投资不足类型的非效率性投资。投资机会(GR)在全样本组和过度投资组样本组中均表现在1%的水平上显著正相关,说明投资机会越大,企业的过度投资的非效率性投资越严重。债务期限(STD ,流动负债除以总负债)在3个样本组中与非效率性投资均在5%的水平上呈显著负相关,表现为公司的债务期限越长,非效率性投资越严重;代理成本(AC)在全样本组中均与非效率性投资在5%的水平上呈显著正相关,表现为代理成本越高,非效率性投资越严重,验证了相关学者关于代理问题是非效率性投资的主要影响因素^[2];资产结构(FS)与非效率性投资在全样本和过度投资样本组在5%的水平上显著正相关,结果显示,相对于轻资产的公司,重资产的公司过度投资更为严重;第一大股东持股

表4 均值检验

会计稳健性分组	全样本		过度投资组样本		投资不足组样本	
	均值	t	平均值	t	平均值	t
会计稳健性 $\geq$ 中位数 (高稳健性)	0.0370	-1.979*	0.0407	-2.362*	0.0341	-0.106
会计稳健性<中位数 (低稳健性)	0.0405		0.0485		0.0343	

注:**表示通过1%水平的显著性检验;*表示通过5%水平的显著性检验。

表5 不考虑 EPU 和 $CSCORE$ 的交互性的模型回归结果

变量	全样本		过度投资组		投资不足组	
	被解释变量: INV		被解释变量: $Overinv$		被解释变量: $Underinv$	
	系数	T	系数	T	系数	T
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数	0.084**	3.148	0.069	1.357	0.125**	4.136
$CSCORE$	-0.011*	-1.985	-0.026*	-2.196	-0.018	-1.151
EPU	0.008**	2.986	0.012*	2.405	0.007*	1.977
$SIZE$	-0.003*	-1.951	-0.002	-0.886	-0.004**	-3.040
LEV	0.006	0.937	0.016	1.343	-0.005	-0.635
GR	0.001**	3.240	0.001**	2.849	-0.002	-1.019
CFO	0.000	-0.029	0.019	0.769	-0.018	-1.356
STD	-0.020**	-2.894	-0.023*	-1.985	-0.018*	-2.226
AC	0.013**	3.507	0.011*	2.053	0.012*	2.239
FS	0.035**	5.419	0.080**	6.749	-0.006	-0.738
FH	0.017*	2.236	0.005	0.411	0.024*	2.705
$DSIZE$	-0.005	-0.722	-0.014	-1.153	0.005	0.641
年份和行业	控制		控制		控制	
F	16.488**		16.428**		12.456**	
adj. R^2	0.139		0.185		0.109	
N	2563		1451		1112	

注:**表示通过1%水平的显著性检验;*表示通过5%水平的显著性检验。

比例(*FH*)与非效率性投资在全样本与投资不足样本组里均有 5% 的水平显著正相关,表现为第一大股东持股比例越高,投资不足类型的非效率性更严重。

表 6 列示了考虑经济政策不确定性与会计稳健性的交互作用下的 3 组样本回归分析结果,交乘项 $EPU \times CSCORE$ 系数在 3 个样本组中均表现出在 5% 水平上的显著负相关,尤其在过度投资组中该数值更为显著,实证结果表现经济政策不确定性作为宏观环境因素,不利于公司投资效率,对公司来说可能是属于不可避免的系统风险,然而,会计稳健性作为公司的内在制度安排,公司可以提高会计稳健性,从而有效抑制高经济政策不确定性对公司投资效率的不利影响,尤其是对过度投资的作用更显著,会计稳健性对经济政策不确定性具有谨慎反映,会计稳健性可以作为缓解经济政策不确定性对公司投资效率的不利影响的一种内在制度,经济政策越不确定时,企业越需要会计稳健性。H3 得到验证。

表 6 考虑 *EPU* 和 *CSCORE* 的交互性的模型回归结果

变量	全样本		过度投资组		投资不足组	
	被解释变量: <i>INV</i>		被解释变量: <i>Overinv</i>		被解释变量: <i>Underinv</i>	
	系数	<i>T</i>	系数	<i>T</i>	系数	<i>T</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数	0.159**	4.599	0.073	1.426	0.124**	4.114
<i>CSCORE</i>	-0.014*	-1.987	-0.029*	-2.273	-0.020	-1.112
<i>EPU</i>	0.007**	2.882	0.011*	2.412	0.006*	1.847
$EPU \times CSCORE$	-0.055*	-1.760	-0.084*	-1.891	-0.075*	-1.662
<i>SIZE</i>	-0.002*	-1.948	-0.002	-0.959	-0.004**	-3.067
<i>LEV</i>	0.009	1.135	0.015	1.368	-0.002	-0.283
<i>GR</i>	0.002**	3.244	0.001**	2.875	-0.002	-1.118
<i>CFO</i>	0.000	-0.027	0.018	0.780	-0.017	-1.392
<i>STD</i>	-0.027**	-2.920	-0.024*	-1.989	-0.019*	-2.279
<i>AC</i>	0.014**	3.488	0.012*	2.015	0.013*	2.202
<i>FS</i>	0.038**	5.369	0.081**	6.707	-0.006	-0.817
<i>FH</i>	0.015*	2.242	0.005	0.405	0.029**	2.729
<i>DSIZE</i>	-0.006	-0.684	-0.015	-1.203	0.006	0.756
年份和行业	控制		控制		控制	
<i>F</i>	16.213**		16.311**		12.317**	
adj. <i>R</i> ²	0.131		0.141		0.103	
<i>N</i>	2563		1451		1112	

注: **表示通过 1% 水平的显著性检验; *表示通过 5% 水平的显著性检验。

四、稳健性检验

为了进一步检验上述结论,以增强其可靠性,本文通过替换被解释变量和解释变量的方法进行稳健性测试。

首先,鉴于我国资本市场起点较晚,与发达市场相比,显得不够完善,非理性行为更为普遍,而基于上市公司的股票交易数据计算的会计稳健性可能有失客观^[26],由此,本文借鉴周晓苏等^[26]的做法,在稳健性检验中采用 Ball 和 Shivakuma^[27]的现金流和应计项目模型计算会计稳健性,模型如式(6)所示:

$$ACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 DCFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t} \times DCFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

该模型以公司经营活动现金流净额作为自变量,用应计总项目作为因变量进行回归,变量数据均来自于财务报表。其中 $ACC_{i,t}$ 表示 *i* 公司的第 *t* 期总应计项目,通过年度净利润减去经营活动现金流量净额后除以期初公司总资产得出; $CFO_{i,t}$ 表示经营活动现金流量净额除以期初公司总资产,当 $CFO_{i,t}$ 为负数时, $DCFO_{i,t}$ 赋值为 1,反之, $DCFO_{i,t}$ 赋值为 0, β_3 为正数时,代表公司会计稳健。本文替换后重新回归的结果与本文原结论一致。

其次,本文替换投资效率的替代变量,用 Chen 等^[28]的投资效率测量模型,如式(7)所示:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 GR_{i,t-1} + \beta_3 GR_{i,t-1} \times NEG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中: $INV_{i,t}$ 表示公司当期总投资,与本文上述的 Richardson^[23]模型计算方法一致; $GR_{i,t-1}$ 表示滞后一期的营业收入增长率,代表公司的成长性和投资机会; $NEG_{i,t-1}$ 表示虚拟变量,当营业收入增长率为正数时,赋值 1,反之为 0,该模型认为公司的公司投资水平应该与过往的营业收入增长程度(成长性和投资机会)密切相关,投资水平在不同增长程度下存在不同的反应。替代变量后,回归结果与原来结论一致,由此可见,本文结论具有较高的可靠度。

五、结论和启示

本文利用我国民营企业 A 股上市公司 2014—2018 年度财务数据,实证研究了经济政策不确定性、会计稳健性对公司投资效率的影响,得出如下结论:高经济政策不确定加重公司内外信息不对称及代理冲突,使得公司非效率性投资更严重;会计稳健性在公司投资活动中具有治理作用,能缓解公司内外部信息不对称,约束企业内部人的自利行为及机会主义行为,能够有效缓解公司过度投资,提高投资效率,会计稳健性对

缓解公司投资不足的作用不明显;经济政策不确定性对企业来说固然是一种系统风险,一定程度上无法避免,然而会计稳健性是对经济政策不确定性的一种谨慎反应,能起一定的抑制作用,可以有效缓解经济政策不确定性对投资效率的影响。

通过本文研究结论,得出以下实践启示:第一,良好的、稳定的宏观经济环境对公司的发展至关重要,经济发展的不确定性引起经济政策的不确定,而民营企业对宏观经济环境和经济政策的变化往往是比较敏感。政府相关管理部门在制定和执行相关经济政策时,应该保持其稳定性与一贯性,充分发挥市场资源配置作用,避免对经济作不必要的干预。政府管理部门应加强和民营企业在关于经济政策上的沟通,减轻民营企业对经济政策理解和适应的难度,为民营企业营造健康稳定的外部环境。以使民营企业的投资效率得到提高,社会经济得到良性循环。第二,会计稳健性是公司会计信息质量的重要表现,民营企业应该充分深化对会计稳健性的理解,明白会计稳健性的好处,会计稳健性的提升对公司的投资有效性具有积极作用。会计稳健性在信息不对称及代理冲突中能起有效治理作用,同时,会计稳健性对外界不确定性(经济政策不确定性)能够做出积极反应,缓解外界不确定对企业投资造成不利影响。民营企业应当通过内部制度建设,包括内部审计、内控制度、公司治理机制等方面保证会计稳健性执行,提升会计信息质量,促进公司投资效率不断提高。管理部门对会计稳健性较低的公司可以进行更严格的监督和管理,引导其提升会计稳健性在会计工作中的执行。从投资者保护的角度上,政府部门应该进一步完善或指导会计相关准则执行,完善会计信息对外披露的相关法律机制。

参考文献

- [1] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13: 187-221.
- [2] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. *经济研究*, 2014(8): 93-106.
- [3] 唐清泉, 韩宏稳. 关联并购与公司价值: 会计稳健性的治理作用[J]. *南开管理评论*, 2018(3): 23-34.
- [4] FUENSANTA C G, JUAN P S. Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2014, 40: 494-506.
- [5] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 235-248.
- [6] BIDDLE G, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to Investments efficiency?[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48: 112-131.
- [7] 袁振超, 饶品贵. 会计信息可比性与投资效率[J]. *会计研究*, 2018(6): 39-46.
- [8] VENKY N, JORDAN S, LAURA W. The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 67: 36-57.
- [9] GULEN H, ION M. Policy uncertainty and corporate investment[J]. *Review of Financial Studies*, 2016, 29(3): 365-381.
- [10] 饶品贵, 岳恒, 姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. *世界经济*, 2017(2): 23-51.
- [11] PASTOR L, VERONESI P. Political uncertainty and risk premia[R]. New York: NBER Working Paper, 2011.
- [12] 张庆君, 李雨霏, 岳媛. 经济政策不确定性、现金持有水平与过度投资[J]. *金融教育研究*, 2019(3): 32-41.
- [13] 许罡, 伍文申. 经济政策不确定性会抑制实体企业金融化投资吗[J]. *当代财经*, 2018(9): 114-123.
- [14] HOPE O, THOMAS W B. Managerial empire building and firm disclosure[J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46: 591-626.
- [15] FRANCIS J, LAFOND R, OLSSON P M, et al. The market pricing of accruals quality[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39: 295-327.
- [16] 谢伟峰, 陈省宏. 财务报告质量、管理者过度自信与投资效率[J]. *企业经济*, 2015(11): 179-183.
- [17] 李维安, 陈钢. 会计稳健性、信息不对称与并购绩效——来自沪深A股上市公司的经验证据[J]. *经济管理*, 2015(2): 96-106.
- [18] 于江, 张秋生. 会计稳健性对投资效率的作用机理研究——基于企业并购的研究视角[J]. *财经理论与实践*, 2015(4): 86-93.
- [19] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [20] GUANCHUN L, CHENGSI Z. Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decisions in China[J]. *China Economic Review*, 2019(2): 45-64.
- [21] 李经路. 经济政策不确定性、会计稳健性与公司研发投入[J]. *北京社会科学*, 2019(2): 90-110.

- [22] 郝威亚, 魏玮, 温军. 经济政策不确定性如何影响企业创新? ——实物期权理论作用机制的视角[J]. 经济管理, 2016(10): 34-45.
- [23] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006(11): 159-189.
- [24] KHAN M, WATTS R. L. Estimation and empirical properties of a firm-Year measure of accounting conservatism[J]. Journal of Accounting & Economics, 2009, 48: 132-150.
- [25] 王东清, 刘静静. 环境不确定性、会计稳健性与非效率投资——基于民营上市公司的经验证据[J]. 经济问题, 2018(3): 125-129.
- [26] 杨芳, 杨悦莹, 所怡君. 会计稳健性、审计监督与投资效率[J]. 会计之友, 2018(9): 146-151.
- [26] 周晓苏, 陈沉, 杜萌. 会计稳健性、企业生命周期与投资效率——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2015(3): 78-95.
- [27] BALL R, HIVAKUMA L. Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition time-lines [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39(1): 83-128.
- [28] CHEN F, HOPE O, LI Q, et al. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets [J]. The Accounting Review, 2011, 86: 1255-1288.

Economic Policy Uncertainty, Accounting Conservatism and Company's Investment Efficiency: Evidence from Private Enterprises Listed on A-share Market in China

Xie Weifeng¹, Chen Hsinghung²

(1. School of Accounting, Guangzhou College of Commerce, Guangzhou 511363, China;

2. School of Business, Macau University of Science and Technology, Macau SAR 999078, China)

Abstract: Based on the 2014-2018 financial report data of Chinese A-share listed private enterprises, the impact of economic policy uncertainty and accounting conservatism on the company's investment efficiency is discussed. The empirical results show as follows. The uncertainty of economic policy aggravates the inefficient investment of the company. The accounting conservatism plays a governance role in the investment activities of the company, which can effectively alleviate the over investment of the enterprise and improve the investment efficiency, but the accounting conservatism has no obvious effect on alleviating the insufficient investment of the company. The accounting conservatism is a cautious response to the uncertainty of economic policy, which can be restrained the negative effects of uncertain economic policies on the investment efficiency of companies.

Keywords: economic policy uncertainty; accounting conservatism; investment efficiency; private enterprises