

市场化进程、损失确认及时性与公司投资效率

——基于我国上市公司的经验数据

刘 月

(北京工商大学商学院 北京 100037)

【摘要】 本文将我国A股2003~2012年上市公司数据作为研究样本,实证检验了损失确认及时性对公司投资效率的影响。研究表明:损失确认及时性与投资无效率程度显著负相关;损失确认及时性抑制投资过度程度大于投资不足程度;市场化程度越低,损失确认及时性对于改善投资无效的效果越明显。

【关键词】 委托代理理论 市场化进程 损失确认及时性 公司投资效率

一、理论分析与研究假设

道德风险理论认为,当经营业绩与原则相冲突时,经理人往往基于私利而投资净现值为负的项目,在资金充裕的公司表现为投资过度,在资金短缺的公司表现为投资不足。逆向选择理论认为,管理者往往比外部投资者更为了解公司现有的价值,公司为了投资而发行的债券融

资会被外界高估,从而导致投资过度问题(也就是“柠檬问题”)。同样,外部投资者为了避免这种事情的发生,往往过于谨慎投资或低估该公司融资债券,这可能导致事后的投资不足。

高质量的财务报告一方面能及时地反映公司的经营成果,使投资损失得到及时的确认,减少管理者操纵盈余

表 7 领取薪酬与不领取薪酬监事会主席
净资产收益率(ROE)组统计量

	对比组	N	均值	标准差	均值的标准误
ROE	不领取薪酬	924	18.23%	327.333	11.314
	领取薪酬	1514	8.39%	18.548	0.493

表 8 领取薪酬的与没有领取薪酬的监事会主席
所在公司业绩(ROE)独立样本T检验

		方差方程的 Levene 检验		均值方程的 t 检验						
		F	Sig.	t	df	Sig. (双侧)	均值 差值	标准 误差值	下限	上限
ROE	假设方差 相等	6.209	0.013	1.129	2 436	0.259	9.840	8.715	-7.251	26.930
	假设方差 不相等			0.869	839.170	0.385	9.840	11.325	-12.389	32.068

3. 监事会主席年度薪酬与所在公司绩效只存在极低相关性。利用SPSS19.0统计软件对2013年领取薪酬的1 514名监事会主席年度薪酬与所在公司绩效(净资产收益率)进行相关性分析,根据相关系数计算结果(见表9)可见:二者之间的Pearson相关系数仅为0.122,为极低相关,即监事会主席的年度薪酬与公司业绩之间只有极微

表 9 1 514名监事会主席年度薪酬与所在公司
绩效(ROE)相关系数表

		ROE	薪酬
ROE	Pearson 相关性	1	0.122**
	显著性(双侧)		0.000
	N	151 4	151 4
薪酬	Pearson 相关性	0.122**	1
	显著性(双侧)	0.000	
	N	151 4	151 4

注:**表示在0.01水平(双侧)上显著相关。

弱的相关性。

以上计算和分析表明,我国上市公司监事会主席的年度薪酬与公司绩效之间缺乏有机联系,这不利于调动监事会主席在公司治理中的积极性。我国上市公司急需增强监事会主席年度薪酬与其所在公司之间业绩之间的内在联系,以激励上市公司监事会主席在公司治理中作用的充分发挥。

主要参考文献

1. 邱兆祥,刘国平,安世友.基于不同监管模式下的监事会制度研究.国际金融研究,2014;6
2. 李越冬.从提高会计信息质量角度谈完善监事会制度.财会月刊,2008;26

而将本应当期确认的损失转移至任期以外,从而有利于所有者更好地评价经理人的经营业绩;另一方面能更好地反映投资项目的损益,从而为内部投资者的最佳决策提供更为可靠的信息,同时也利于潜在投资者更好地评估公司的价值,科学地做出投资决策,避免公司价值的高估或低估而导致的投资过度 and 投资不足。由此,我们得出如下假设:

H1: 损失确认及时性可以提高投资效率。

H1a: 损失确认及时性可以抑制投资过度。

H1b: 损失确认及时性可以避免投资不足。

然而,稳健原则计量的会计信息具有一定噪音,其相关性方面有所降低,而且容易被操纵,因此会对最优投资决策产生负面影响(Liang 和 Wen, 2007)。朱松、夏东林(2010)研究又发现,由于损失确认及时性使得会计数字表现出系统性低估,降低了企业报告的盈利能力,即对债务合约中使用的会计数字产生负面影响,从而影响企业未来融资能力,造成投资不足。由此,我们得出如下假设:

H2: 损失确认及时性抑制投资过度程度大于投资不足程度。

对于发达国家而言,在资本市场、法律市场较完善的前提下,企业具有完善的资源配置,管理当局能履行经营管理责任,所有权与经营权分离导致的委托代理问题已经得到解决,会计目标定位于为投资者决策提供更加相关的信息,稳健的会计政策导致投资者低估自己现在所持有证券主体的净资产,不利于投资者进行最佳决策,这也是经济发展到一定阶段基于投资者、债权人及其他信息使用者对信息需求的变化而产生的。但对于发展中国家而言,资本市场发展尚未成熟,经济不是很发达,很多制度尚待建立健全,在现代产权制度下,更主要的问题仍然是企业所有权和经营权的分离,投资者与管理当局信息的不对称等问题。所以由此提出如下假设:

H3: 市场化程度越低,损失确认及时性对于改善投资无效的效果越明显。

二、研究设计

1. 模型设计。损失确认及时性与投资效率间关系的模型设计如下:

$$\text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid}(\text{Over_Inv}_{i,t+1} \text{ Or } \text{Under_Inv}_{i,t+1}) = \beta_0 + \beta_1 \text{C-score}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{fcf}_{i,t} + \beta_4 \text{grow}_{i,t} + \beta_5 \text{at}_{i,t} + \beta_6 \text{top}_{i,t} + \beta_7 \text{equ}_{i,t} + \beta_8 \text{indratio}_{i,t} + \beta_9 \text{compen}_{i,t} + \beta_{10} \text{maow}_{i,t} + \beta_{11} \text{fees}_{i,t} + \beta_{12} \text{control}_{i,t} + \beta_{13} \text{occu}_{i,t} + \beta_{14} \text{r}_{i,t} + \beta_{15} \text{roa}_{i,t} + \beta_{16} \text{board}_{i,t} + \sum \text{year} + \sum \text{Industry}$$

其中, $\text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid}$ 表示投资无效率程度(有正负之分)。 $\text{Over_Inv}_{i,t+1}$ 表示投资过度程度,值为 $\text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid}$ 的正值部分。 $\text{Under_Inv}_{i,t+1}$ 表示投资不足程度,值为 $\text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid}$ 的负值部分乘以 -1。 $\text{C-score}_{i,t}$ 为损失确认及时性。

因为我们假设损失确认及时性可以提高投资效率,且损失确认及时性抑制投资过度程度大于投资不足程度,所以预期 $\text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid}$ 、 $\text{Over_Inv}_{i,t+1}$ 、 $\text{Under_Inv}_{i,t+1}$ 三个模型中 $\text{C-score}_{i,t}$ 系数均显著为负,且 $\text{Over_Inv}_{i,t+1}$ 中 $\text{C-score}_{i,t}$ 系数要大于 $\text{Under_Inv}_{i,t+1}$ 中 $\text{C-score}_{i,t}$ 的系数。模型中其他变量均为可能影响投资效率的其他控制变量。

市场化程度对损失确认及时性与投资效率间关系的影响的模型设计如下:

$$\text{absInv}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{mar}_{i,t} + \beta_2 \text{C-score}_{i,t} + \beta_3 \text{mar}_{i,t} \times \text{C-score}_{i,t} + \beta_4 \text{size}_{i,t} + \beta_5 \text{fcf}_{i,t} + \beta_6 \text{grow}_{i,t} + \beta_7 \text{at}_{i,t} + \beta_8 \text{top}_{i,t} + \beta_9 \text{equ}_{i,t} + \beta_{10} \text{indratio}_{i,t} + \beta_{11} \text{compen}_{i,t} + \beta_{12} \text{maow}_{i,t} + \beta_{13} \text{fees}_{i,t} + \beta_{14} \text{control}_{i,t} + \beta_{15} \text{occu}_{i,t} + \beta_{16} \text{r}_{i,t} + \beta_{17} \text{roa}_{i,t} + \beta_{18} \text{board}_{i,t} + \sum \text{year} + \sum \text{Industry}$$

其中, $\text{absInv}_{i,t+1}$ 为投资无效率程度(不区分正负), $\text{absInv}_{i,t+1} = \text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid}$, 如果 $\text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid} > 0$; $\text{absInv}_{i,t+1} = (-1) \times \text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid}$, 如果 $\text{Inv}_{i,t+1} - \text{resid} < 0$ 。 $\text{mar}_{i,t}$ 表示市场化发展程度,用樊纲指数衡量,为了解决数据样本不足的问题,在分析中,本文用 2005~2009 年五年各省区的市场化指数简单平均数反映各地市场化水平。 $\text{C-score}_{i,t}$ 表示损失确认及时性程度。因为我们的假设预测市场化发展程度越高,损失确认及时性对于抑制投资无效程度越小,所以,我们预期 β_3 的系数显著为正。模型中其他变量均为可能影响投资无效率的控制变量。

2. 变量设计。

(1) 因变量: 投资无效程度。高效的投资效率是指所有净现值为正的项目都能被公司识别、投资和执行,而所有净现值为负的项目都能被公司否决。采用 Richardson (2006) 模型,估算公司正常的资本投资水平,然后用公司实际的资本投资水平与估算的资本投资水平之差(即回归残差)代表公司资本投资的无效率程度,分别用残差大于 0 和残差小于 0 代表企业的投资过度程度和投资不足程度。

$$\text{Inv}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{cash}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{r}_{i,t} + \beta_4 \text{age}_{i,t} + \beta_5 \text{grow}_{i,t} + \beta_6 \text{lev}_{i,t} + \beta_7 \text{Tobin-} q_{i,t} + \beta_8 \text{Inv}_{i,t} + \sum \text{year} + \sum \text{Industry}$$

其中, $\text{Inv}_{i,t+1}$ 表示公司 $t+1$ 年现金流量表中,构建固定资产、无形资产的现金数与总资产的比值。 $\text{cash}_{i,t}$ 、 $\text{size}_{i,t}$ 、 $\text{r}_{i,t}$ 、 $\text{age}_{i,t}$ 、 $\text{grow}_{i,t}$ 、 $\text{lev}_{i,t}$ 、 $\text{Tobin-} q_{i,t}$ 、 $\text{Inv}_{i,t}$ 分别表示 t 年现金持有比、资产规模、股票收益率、上市年限自然对数、总资产增长率、资产负债率、托宾 Q 以及投资水平,同时控制了行业和年度的虚拟变量。对该模型按行业和年度进行横截面回归,得到回归残差即为投资无效程度,残差大于 0 表示投资过度,残差小于 0 表示投资不足。在衡量整体投资无效率程度时,我们将残差小于 0 的值乘以 -1 与

残差大于0的值一起作为因变量,从而残差值越大,说明投资越无效。在衡量投资是否过度时,我们直接取残差值为因变量。在衡量投资是否不足时,我们将残差乘以-1作为因变量。

(2)自变量:损失确认及时性。我们运用巴苏的盈余—股票收益关系模型来度量损失确认及时性。

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}=\beta_1+\beta_2D_{i,t}+\beta_3R_{i,t}+\beta_4D_{i,t}\times R_{i,t}+e_{i,t}$$

其中, $EPS_{i,t}$ 为 i 公司 t 年度的每股盈余; $P_{i,t-1}$ 为 i 公司 $t-1$ 年度末的收盘价; $R_{i,t}$ 为 i 公司 t 年 5 月到 $t+1$ 年 4 月股票经市场调整过的累计超额报酬率; $D_{i,t}$ 为虚拟变量,当 $R_{i,t}<0$ 时,取值为 1, 否则取值为 0。该模型使用股票年度收益率作为“好消息”和“坏消息”的代理变量,负的股票年度收益率表示经济损失,即“坏消息”;正的股票年度收益率表示经济利得,即“好消息”。在 Basu 模型中, β_2 度量会计盈余确认“好消息”的及时性, β_3 度量会计盈余确认“坏消息”的及时性。因此, β_4 度量会计盈余确认“坏消息”相对于确认“好消息”的增量及时性。由于稳健性意味着会计盈余对“坏消息”的反应比对“好消息”的反应更为及时充分,本文通过检验 β_4 是否显著大于 0 来判断会计盈余是否稳健。 $R_{i,t}$ 的计算公式如下:

$$R_{i,t}=[\prod_{t=5}^4(1+RET_{i,t})-1][\prod_{t=5}^4(1+MRET_t)-1]$$

其中, $RET_{i,t}$ 和 $MRET_t$ 分别表示考虑现金红利再投资的月个股回报率 and 按市值加权计算的考虑现金红利再投资的月市场回报率(综合 A 股市场)。

卡恩和沃特斯对巴苏模型进行了拓展,选择公司规模(SIZE)、负债率(LEV)和市值与账面价值比率(MB)作为工具变量,设计出度量公司/年的稳健性指标。他们假定非对称及时性是上述三个工具变量的线性函数,用 G-Score 表示盈余对“好消息”的反应程度,用 C-Score 表示盈余对“坏消息”反应的增量程度,两个系数分别变为:

$$G-Score=\beta_3=\mu_1+\mu_2SIZE_{i,t}+\mu_3MB_{i,t}+\mu_4LEV_{i,t}$$

$$C-Score=\beta_4=\lambda_1+\lambda_2SIZE_{i,t}+\lambda_3MB_{i,t}+\lambda_4LEV_{i,t}$$

将上述两式分别代入 Basu 模型,可得到用于估算公司层面的损失确认及时性模型,这一模型为:

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}=\beta_1+\beta_2D_{i,t}+(\mu_1+\mu_2SIZE_{i,t}+\mu_3MB_{i,t}+\mu_4LEV_{i,t})R_{i,t}+(\lambda_1+\lambda_2SIZE_{i,t}+\lambda_3MB_{i,t}+\lambda_4LEV_{i,t})\times D_{i,t}\times R_{i,t}+e_{i,t}$$

运用上述模型,采用年度横截面数据进行回归,可以估计出 μ_1 、 μ_2 、 μ_3 、 μ_4 以及 λ_1 、 λ_2 、 λ_3 、 λ_4 。然后,将 λ_1 、 λ_2 、 λ_3 、 λ_4 估计系数代入,估算公司层面的损失确认及时性程度。

(3)自变量:市场化程度。市场化程度用樊纲指数 mar 衡量,为了解决数据样本不足的问题,在分析中,本文用年 2005~2009 年五年各省区的市场化指数简单平均数反映各地市场化水平,本文这样处理的主要理由是樊纲和

王小鲁的研究表明,近年以来中国大部分地区的市场化进程排序次序变化不大。

(4)控制变量。很多学者的研究表明,公司治理、财务特征等因素会显著影响过度投资,因此本文控制了第一大股东持股比例、第二到第十大股东持股比例平方和对数、独立董事比例、高管持股比例、董事监事高管年薪总额自然对数、管理费用率、大股东资金占用、董事人数自然对数、控制类型等 9 个公司治理因素指标和资产规模、自由现金流量、总资产增长率、资产周转率、总资产净利润率、累计超额报酬率等 6 个财务特征指标。同时控制了行业和年度哑变量样本,本文以我国 2003~2012 年发行 A 股所有上市公司为初始样本,并考虑到处理中的前置与

表 1 变量设计与说明

变量类型	变量代码	变量含义	说明	
因变量	投资无效	absInv	投资无效率程度	根据 Richardson(2006)计算的不区分正负的残差
	投资过度	Over_Inv	投资过度程度	根据 Richardson(2006)计算的大于 0 的残差
	投资不足	Under_Inv	投资不足程度	根据 Richardson(2006)计算的小于 0 的残差
公司财务特征	lev	资产负债率	期末总负债/期末总资产	
	mb		股价/每股净资产	
	size	资产规模	总资产自然对数	
	fcf	自由现金流	经营活动产生的现金流量净额/总资产	
	grow	总资产增长率	(期末总资产-期初总资产)/期初总资产	
	cash	货币资金持有量	期末货币资金持有量/期末总资产	
	Tobin- q	公司成长机会	(年末每股价格*年末流通股数+年末每股净资产*年末非流通股数+年末负债)/年末总资产	
	at	总资产周转率	总资产周转率	
	r	累计超额报酬率	t 年 5 月到 t+1 年 4 月股票经市场调整过的累计超额报酬率	
	roa	总资产净利润率	总资产净利润率	
控制变量	age	上市年限自然对数	上市年限自然对数	
	top	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例	
	equ	第二至第十大大股东持股比例	第二至第十大大股东持股比例平方和对数	
	indratio	独立董事比例	独董人数/董事会人数	
	compen	董事监事高管年薪	董事监事高管年薪总额自然对数	
	maow	高管持股比例	高管持股数/总股数	
	control	实际控制人性质	国企=1,其他=0	
	fees	管理费用率	管理费用/营业收入	
	occu	大股东资金占用	其他应收款/总资产	
	board	董事会规模	董事人数自然对数	

表 2 样本的描述性统计

	year	N	mean	max	min	sd	p10	p90
C- score	2004	950	0.216 345 4	10.940 957	- 0.106 417 7	0.081 281 3	0.149 038 2	0.276 918
	2005	1 033	0.006 834 1	20.393 224	- 0.227 569	0.119 059 2	0.071 233 1	0.248 663 2
	2006	1 060	0.006 834 1	0.424 509 4	- 0.137 977 5	0.035 049 1	- 0.033 095 8	0.040 312 4
	2007	1 053	0.082 124	10.439 121	- 0.192 484 6	0.097 558 7	- 0.021 347 9	0.173 601 6
	2008	1 165	0.000 351 8	10.135 344	- 0.187 458 2	0.057 160 5	- 0.058 178 7	0.049 724 8
	2009	1 297	0.022 681 2	20.090 211	- 0.543 696 2	0.127 397 4	- 0.109 342 6	0.136 092 5
	2010	1 365	0.025 364 9	0.441 373 3	- 0.310 986 9	0.062 929 4	- 0.050 534 3	0.092 067 9
	2011	1 567	0.010 553 8	0.958 159 9	- 0.553 746 2	0.115 023 7	- 0.128 741 2	0.131 330 3
absinv	2004	950	0.033 332 9	0.521 409 3	10.71e- 06	0.041 367 5	0.003 613 8	0.073 048 3
	2005	1 033	0.030 412 9	0.308 630 1	90.98e- 07	0.035 168 8	0.003 117 6	0.070 330 1
	2006	1 060	0.032 293 3	0.381 294 7	0.000 064 4	0.037 336 4	0.004 557 5	0.069 282 6
	2007	1 053	0.032 111 8	0.247 330 3	0.000 095 1	0.032 443 1	0.005 178 4	0.070 952 1
	2008	1 165	0.027 349 6	0.421 791 6	0.000 063 6	0.034 449 1	0.003 186 5	0.059 055 9
	2009	1 297	0.029 220 2	0.404 454 5	0.000 031 6	0.034 103 9	0.003 993	0.062 509 2
	2010	1 365	0.030 333 2	0.414 688 7	0.000 020 3	0.034 176 2	0.004 787 1	0.060 275 1
	2011	1 567	0.026 498 3	0.319 78	0.000 020 4	0.029 333	0.002 823 4	0.058 133 6
Over- inv	2004	334	0.047 404 6	0.521 409 3	0.000 245 7	0.061 136 2	0.002 553 1	0.124 798 7
	2005	395	0.039 767 8	0.308 630 1	0.000 066 1	0.045 818 6	0.002 435 6	0.098 197
	2006	383	0.044 687 9	0.381 294 7	0.000 064 4	0.052 665	0.003 928 8	0.108 252 8
	2007	369	0.045 818	0.247 330 3	0.000 095 1	0.045 468 2	0.004 253 2	0.103 832 2
	2008	433	0.036 792 4	0.421 791 6	0.000 063 6	0.050 083 7	0.002 617 1	0.090 895
	2009	471	0.040 232 1	0.404 454 5	0.000 031 6	0.048 324 1	0.003 403 3	0.091 599 5
	2010	490	0.042 249 8	0.414 688 7	0.000 206 9	0.048 923 3	0.004 761 2	0.095 706 1
	2011	629	0.033 007	0.319 78	0.000 020 4	0.038 167 8	0.002 389 4	0.078 215
Under- inv	2004	616	0.025 703 1	0.155 660 5	10.71e- 06	0.021 236 8	0.004 297 5	0.047 934 8
	2005	638	0.024 621 1	0.240 606 2	90.98e- 07	0.024 848 4	0.003 969 9	0.047 236 5
	2006	677	0.025 281 3	0.254 72	0.000 129 9	0.021 913 3	0.005 368 7	0.048 908 7
	2007	684	0.024 717 6	0.162 751 7	0.000 219 3	0.018 736 8	0.005 456 3	0.045 197 6
	2008	732	0.021 763 8	0.163 124 4	0.000 256 9	0.017 979 2	0.004 452 5	0.042 463 6
	2009	826	0.022 941 1	0.193 923 9	0.000 097 6	0.019 698 1	0.004 115 6	0.042 875 2
	2010	875	0.023 659 9	0.249 123 5	0.000 020 3	0.018 960 6	0.004 826 6	0.042 968 3
	2011	938	0.022 133 7	0.235 376 7	0.000 027	0.020 350 4	0.003 881 1	0.043 145 5

后置,因此最后设置了7个年度哑变量;行业按证监会的分类标准进行划分共计13个行业,剔除金融保险业后还剩12个行业,故最后设置了11个行业虚拟变量。详细结果见表1。

3. 样本。本文选取我国2003~2012年发行全部A股上市公司为初始样本,剔除金融保险业公司、当年首次发行新股公司和特别处理的公司以及数据缺失公司。经过筛选,最终得到了2003~2012年1711家上市公司9490个非平衡面板数据,其中2003、2004、2005、2006、2007、2008、2009、2010、2011、2012年分别有950、950、1033、1060、1053、1165、1297、1365、1567、1567个观测值。

市场化指数来自于樊纲等编制的《中国市场化指数》。本文其他数据来自国泰安数据库,数据统计及处理软件为stata11.0及excel2010。

三、实证检验结果与分析

1. 描述性统计。我们分别对分年度样本的损失确认及时性、投资无效、投资过度、投资不足进行了描述性统计,结果见表2。

通过表2可以看出,损失确认及时性的平均数总体而言呈下降趋势;通过标准差看,不同公司之间损失确认及时性分值差别较大。投资无效、投资过度、投资不足的平均数总体呈下降趋势,但不明显,且从标准差来看,不同公司的投资效率存在着明显差异。

2. 回归结果与分析。

(1) 损失确认及时性的回归分析。首先,本文对Basu的盈余—股票收益模型,及卡恩和沃特斯对该模型拓展后结合C-score的模型进行了回归,结果见表3。两种模型回归结果d×r系数均在0.01的水平上且显著为正,这说明中国A股上市公司具有损失确认及时性。表4给出了变量的相关性分析结果。

(2) 投资效率的回归分析。表5分别是对投资无效、投资不足、投资过度的回归结果,对invplus回归中,现金流、公司规模、股票收益率、上市年限、总资产增长率、资产负债率、Tobin-q、投资水平均与前置一期的投资水平显著相关。从另

外几个回归中可以看出,在absinv、Under-inv、Over-inv中损失确认及时性C-score分别为-0.0154、-0.00874、-0.035均在1%的水平上显著为正,故假设1、假设1a、假设1b、假设2得到证明。在absinv回归中加入了2005~2009年年市场化指数平均值mar,回归系数为-0.000484,且在5%的水平上显著,市场化指数与损失确认及时性交互项mar×C-score系数为0.00397,且在1%的水平上显著。可见,市场化程度越高投资效率越高,与此同时损失确认及时性对于改善投资效率程度越低,假设3得到证明。

3. 拓展分析。通过表5的分析可见,市场化发展程度越低,损失确认及时性对于提高投资效率的程度就越高。

表 3 Basu 模型回归结果

	EPS/P	EPS/P
d	- 0.003 17* (- 1.81)	- 0.001 77 (- 0.97)
r	- 0.291*** (- 14.11)	9.32E- 05 - 0.07
size×r	0.014 3*** - 14.6	
mb×r	- 0.023 2*** (- 5.71)	
lev×r	0.005 77*** - 6.42	
d×r	1.038*** - 16.81	0.062 5*** - 11.11
size×d×r	- 0.052 6*** (- 17.66)	
mb×d×r	0.086 3*** - 5.84	
lev×d×r	0.149*** - 23.61	
_cons	0.020 7*** - 4.18	0.015 0*** - 2.89
year	控制	控制
industry	控制	控制
adjR- squared	0.168 8	0.033 5
N	9 490	9 490
t statistics in parentheses		
*p< 0.1, **p< 0.05, ***p< 0.01		

联合概念框架中关于财务报表列报的诸多理念发生了很大的变化,财务报告的目标已被定位为决策有用性,受托责任观降为次要位置,隶属决策有用观。我国虽然近年来市场化水平得到很大的提高,但仍属于非发达资本市场,这一修改能否真正提高我国资本市场投资效率有待谨慎评价和验证。同时,这对我国管理者当局可能起到一定的启示意义。为了实现与国际准则的持续趋同,建议我国一方面要积极参与国际会计准则制定的讨论,充分反映我国的现实困境;另一方面要不断加大国内资本市场的建设,完善各项制度,改善资本市场发展的良好环境,以适应经济发展的需要。

4. 稳健性检验。表 3 给出了 Basu 的盈余—股票收益模型,及卡恩和沃特斯对该模型拓展后结合 C- score 的模型的回归结果,两种均可证明我国 A 股上市公司存在损失确认及时性。

我们借鉴刘斌、吴娅玲(2011)、朱松(2010)、程新生、谭有超、刘建梅(2012)等人的做法,将投资效率回归残差分组进行敏感性检验,按残差从大到小分成 3/8、2/8、3/8 三组,并剔除中间 2/8 这组,然后将残差最大的一组作为投资过度组,将残差最小的一组作为投资不足组,再次进行回归。此外,本文另外用 2000~2009 年十年的市场化指数(Mar)平均再次对 Richarson 模型进行了回归。这些敏感性分析的结果与前面的研究结论基本一致。上述所有回归 VIF 值均在 5 以下。

表 4 变量相关性

	absinv	C- score	size	fcf	grow	at	top	equ	indratio	lncompen	maow	control	fee	occu	r	roa	lnboard
absinv	1																
C- score	0.023 9**	1															
size	- 0.056 0***	- 0.620 4***	1														
fcf	0.120 9***	- 0.094 2***	0.047 7***	1													
grow	0.079 4***	- 0.134 3***	0.197 0***	- 0.029 1***	1												
at	- 0.031 3***	- 0.054 0***	0.094 4***	0.116 3***	0.059 5***	1											
top	0.014 3	- 0.105 5***	0.262 0***	0.063 7***	0.067 6***	0.069 5***	1										
equ	0.034 0***	0.021 5**	- 0.064 8***	0.022 6**	0.058 8***	0.003 3	- 0.410 0***	1									
indratio	- 0.013 9	- 0.109 6***	0.062 7***	- 0.051 8***	0.013	- 0.019 0*	- 0.000 3	- 0.021 6**	1								
lncompen	- 0.066 4***	- 0.456 1***	0.521 3***	0.061 0***	0.126 3***	0.155 3***	- 0.014 2	0.096 6***	0.067 8***	1							
maow	0.021 8**	- 0.023 3**	- 0.108 9***	- 0.038 5***	0.038 8***	0.001 4	- 0.087 1***	0.157 0***	0.060 3***	0.081 9***	1						
control	- 0.018 8	- 0.063 2***	0.132 1***	0.020 0*	- 0.015 4	0.054 0***	0.140 9***	- 0.017 7*	- 0.028 4***	0.054 3***	- 0.120 9***						
fees	0.003 2	0.133 9***	- 0.080 4***	- 0.026 3**	- 0.046 0***	- 0.059 5***	- 0.035 0***	0.003 9	0.011 6	- 0.040 5***	- 0.002 1	- 0.020 9**	1				
occu	0.015 9	0.377 8***	- 0.150 5***	- 0.040 5***	- 0.095 5***	- 0.061 7***	- 0.055 5***	0.032 0***	- 0.021 6**	- 0.122 4***	- 0.028 4***	- 0.024 9**	0.297 4***	1			
r	0.028 1***	- 0.072 0***	- 0.062 7***	0.061 0***	0.049 3***	0.024 7**	- 0.022 8**	0.011 2	- 0.024 9**	- 0.055 5***	- 0.014 9	- 0.012 9	- 0.007 3	- 0.009 3	1		
roa	0.038 8***	- 0.343 7***	0.154 3***	0.249 8***	0.219 3***	0.145 8***	0.099 0***	0.045 9***	0.027 4***	0.254 7***	0.079 1***	- 0.010 2	- 0.148 1***	- 0.375 1***	0.056 1***	1	
lnboard	0.018 2*	- 0.108 5***	0.250 2***	0.080 1***	0.032 7***	0.036 8***	0.030 5***	0.092 9***	- 0.297 1***	0.193 3***	- 0.077 3***	0.126 8***	- 0.036 8***	- 0.057 4***	- 0.020 8**	0.036 6***	1
t statistics in parentheses																	
*p< 0.1, **p< 0.05, ***p< 0.01																	

表 5 回归结果

	inv	absinv	Under- inv	Over- inv	absinv
cash	0.030 2*** - 6.76				
size	0.002 14*** - 4.53	- 0.002 56*** (- 5.21)	- 0.001 36*** (- 3.76)	- 0.005 24*** (- 4.59)	- 0.002 59*** (- 5.27)
r	0.003 07*** - 4.03	0.00 0815 - 1.47	0.000 717 - 1.86	0.001 88 - 1.29	0.000 771 - 1.39
lnage	- 0.006 52*** (- 4.62)				
grow	0.005 64*** - 3.94	0.009 71*** - 9.27	0.006 97*** - 10.27	0.017 1*** - 5.15	0.009 58*** - 9.13
lev	- 0.002 49 (- 1.59)				
Tobin- q	0.001 16** - 2.4				
inv	0.494*** - 57.32				
C- score		- 0.015 4*** (- 2.61)	- 0.008 74** (- 2.07)	- 0.035 1** (- 2.45)	- 0.050 4*** (- 3.43)
fcf		0.036 4*** - 8.37	0.007 33** - 2.36	0.069 2*** - 6.52	0.036 1*** - 8.31
at		- 0.001 91*** (- 2.99)	- 0.001 47*** (- 3.27)	- 0.003 39** (- 2.14)	- 0.001 90*** (- 2.97)
top		0.004 34 - 1.64	0.002 55 - 1.32	0.007 36 - 1.2	0.004 49* - 1.69
equ		0.000 393** - 2.13	0.000 322** - 2.44	0.000 551 - 1.25	0.000 414** - 2.24
indratio		0.006 61 - 0.92	0.004 87 - 0.94	- 0.001 71 (- 0.10)	0.005 84 - 0.81
lncompen		- 0.001 72*** (- 3.27)	- 0.001 30*** (- 3.38)	- 0.003 56*** (- 2.93)	- 0.001 61*** (- 2.98)
maow		0.011 7** - 2.03	0.017 5*** - 4.2	- 0.000 548 (- 0.04)	0.012 6** - 2.17
control		- 0.001 34* (- 1.67)	- 0.000 5 (- 0.86)	- 0.002 49 (- 1.33)	- 0.001 33* (- 1.66)
fees		0.000 016 4 - 0.05	0.000 016 - 0.07	- 0.000 77 (- 0.44)	0.000 075 2 - 0.21
occu		0.007 06*** - 3	- 0.014 5*** (- 4.37)	0.012 1** - 2.42	0.007 03*** - 2.99
roa		0.001 18 - 0.25	- 0.000 215 (- 0.06)	- 0.013 3 (- 1.30)	0.000 971 - 0.2
lnboard		0.002 42 - 1.29	0.000 74 - 0.54	0.001 15 - 0.27	0.002 22 - 1.18
mar					- 0.000 484** (- 2.27)
mar*cscore					0.003 97*** - 2.58
_cons	- 0.009 19 (- 0.85)	0.101*** - 8.58	0.070 3*** - 8.2	0.201*** - 7.22	0.105*** - 8.86
year	控制	控制	控制	控制	控制
industry	控制	控制	控制	控制	控制
adjR- squared	0.365 7	0.062 1	0.104 7	0.066 9	0.0627
N	9 490	9 490	5 986	3 504	9490

t statistics in parentheses

*p < 0.1, **p < 0.05, ***p < 0.01

四、研究结论与建议

与以前关于损失确认及时性对投资效率影响的研究,针对损失确认及时性能抑制投资过度问题上基本上一致,但针对损失确认及时性能否改善投资不足则有很大的分歧。本文通过理论分析及我国 2003~2012 年上市 A 股公司为研究样本,实证检验损失确认及时性对投资效率的影响。损失确认及时性可以缓解经理人与股东间的委托代理冲突,通过及时将管理者的业绩反映在当期并依此评判其业绩及留用情况,达到抑制管理者通过投资者的资本构建自己的商业“帝国”的冲动,从而抑制投资过度,同时防止公司管理人员进行盈余操纵“掩盖”公司真实投资实力,或为了避免外部过高融资成本,而使用内部资金导致融资减少导致的投资不足。但是,随着市场化发展程度的提高,损失确认及时性的原则要求及时完全确认损失,不完全确认收益,可能导致投资者或潜在投资者低估自身的投资实力卖出本该持有的证券或放弃本该持有的证券导致投资不足。本文立足我国特定制度环境,从“计划经济为主,市场调节为辅”到“国家调节市场,市场引导企业”再到“加入 WTO”的经济政策的转型,不可避免地导致我们不同地区市场化水平高低不一,为本文研究我国不同地区市场化程度对损失确认及时性与投资效率间关系的影响提供了契机,丰富该领域理论研究。

本文的研究局限性主要是相关数据缺乏,使用的是 2005~2009 年五年市场化指数的平均值衡量市场化程度,尽管近年来市场化总排名基本不变,但还是略有差别,这也有可能损害估计结果的稳健性。

主要参考文献

1. 朱茶芬,李志文.国家控股对损失确认及时性的影响研究.会计研究,2008;5
2. 孙刚.控股权性质、损失确认及时性与不对称投资效率.山西财经大学学报,2010;5
3. 苏坤.制度环境、产权性质与公司绩效.云南财经大学学报,2012;4
4. 潘立生,安培.创业板上市公司投资效率研究.财会月刊,2011;29
5. 张兆国,刘永丽,李庚泰.损失确认及时性计量方法的比较与选择.会计研究,2012;