

会计稳健性与个股暴跌风险

代冰彬(副教授)

(北京第二外国语学院国际商学院 国际财务与会计研究中心, 北京 100024)

【摘要】本文选取2004~2012年A股上市公司为研究对象,考察了不同货币政策时期会计稳健性对个股暴跌风险的影响。研究发现,在货币紧缩时期,会计稳健性在一定程度上降低个股暴跌风险,而在货币宽松时期,则恰恰相反。结果表明,会计稳健性并非越高越好,公司的会计政策应在相关性和可靠性之间保持一定平衡。

【关键词】会计稳健性; 个股暴跌风险; 货币政策

一、引言

由于股价暴跌对投资者个人财富和资本市场发展的不利影响,以及全球股市暴跌事件的频繁发生,个股暴跌风险日益成为监管层、投资者和学术界的热点问题。

从现有的文献来看,对股价暴跌现象的研究主要集中在不完全信息理性均衡和行为金融学两大框架下。这些研究都认为股价暴跌是由坏消息的集中释放而导致的,只是所强调的角度不同。一部分学者从投资者私人信息释放的角度考察股价暴跌原因。他们认为知情投资者个人的负面信息没有及时体现在股价上,当这些坏消息最终集中释放时,股价就会暴跌(Romer, 1993; Hong和Stein, 2003)。另一部分学者从公司管理层与投资者的信息不对称角度考察股价暴跌原因。他们认为由于公司管理层出于自利目的对坏消息的隐瞒,致使坏消息没有被逐渐释放出来,而是在不得不披露时一次性涌入市场,导致股价暴跌(Jin和Myers, 2006; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011)。

会计稳健性本质上是对好、坏消息的非对称确认,因此能及时确认坏消息,避免坏消息在公司内部的累积,从而减轻坏消息对股价暴跌的影响(Kim和Zhang, 2011; 王冲和谢雅璐, 2013)。但与此同时,由于会计稳健性对好消息的推迟确认,也会导致投资者过低预期企业未来的赢利能力,从而错误低估企业价值(刘斌、吴娅玲, 2010)。因此,本文将对会计稳健性与股价暴跌之间的关系进行深入研究,考察在不同宏观环境下,稳健性的影响是否有所不同。

二、文献回顾与研究假设

当公司出现负面消息时,管理层有可能基于职位和薪酬的考虑,将这些坏消息隐藏起来,而不是及时披露出来。负面消息累积到一定程度而不得不一次性披露时,股价就会因此遭受极大冲击而最终崩盘。可见,信息不透明

所导致的坏消息的累积及瞬间释放会加大股价崩盘的风险。众多学者通过实证检验证实了这一点。Jin和Myers(2006)通过比较全球40个市场的宏观数据,证实国家层面的财务报告透明度与股价暴跌风险之间存在负向关系。Hutton等(2009)用公司的盈余管理程度来构建公司透明度指标,发现公司层面的信息不透明度越高,股价越可能发生暴跌。Kim等(2011a)从公司治理角度进一步发现,管理层会基于避税目的隐藏坏消息,导致避税行为与公司层面的股价暴跌风险呈正相关关系。潘越等(2011)以我国A股市场为研究样本,考察了公司信息透明度与个股暴跌风险之间的关系。结果发现,上市公司的信息透明度越低,个股发生暴跌的风险越大。

会计稳健性本质上是对好、坏消息的非对称确认。Kim、Pevzner(2010)发现,稳健性程度高的公司,未来坏消息出现的可能性较小。也就是说,稳健性程度较高的公司,会将坏消息尽可能早地计入盈余中,使得公司财务报告能够及时地反映企业的风险和不确定性。这样,投资者就不会高估公司价值,也就不会形成股价泡沫,并引发随后的暴跌。会计稳健性非对称确认的特性可以抑制管理层隐藏坏消息的动机,避免坏消息在企业内的不断累积,因此可以降低公司股价暴跌风险。Kim和Zhang(2011)以美国上市公司为样本,发现会计稳健性能够有效降低股价崩盘的可能性。王冲等(2013)以我国A股上市公司为样本,考察会计稳健性、信息不透明程度与股价暴跌风险三者之间的交互影响,结果发现随着会计稳健性的提高,股价暴跌风险显著降低,而且这种治理作用在信息不透明程度高的公司更加显著。

另一方面,也有学者认为会计稳健性会导致会计盈余中含有更多噪音,从而降低了会计盈余的持续性(Chen等, 2007)。由于会计稳健性对利得与损失、收入与费用、资产与负债的非对称处理,人为地制造一种主观偏差,扭

曲了会计信息对经济业务真实情况的反映,从而降低了会计盈余的相关性,提高了信息不对称程度,导致投资者过低预期企业未来的盈利能力,从而错误低估企业价值(张荣武、伍中信,2010;刘斌、吴娅玲,2010)。

因此,会计稳健性可能因及时确认坏消息而能够降低股价暴跌风险,也可能因延迟确认好消息导致股价偏低。为了区分这两种效应,我们需要引入宏观经济环境变量。当宏观环境好的时候,公司出现好消息的可能性大,这时会计稳健性越高,股价下跌可能性越高;当宏观环境差的时候,公司出现坏消息的可能性大,这时会计稳健性越高,股价下跌可能性越低。货币政策在一定程度上能影响公司经营状况,货币政策宽松时,公司融资相对容易,产品需求也更多;而货币政策紧缩时,公司融资难度加大,产品需求萎缩。因此,我们以货币政策作为宏观经济环境的替代变量,提出如下假设:

H1: 货币政策宽松期,会计稳健性越高,个股暴跌风险越高。

H2: 货币政策紧缩期,会计稳健性越高,个股暴跌风险越低。

三、研究设计

(一)数据来源

本研究数据大部分来自CSMAR数据库,分析师预测数据来源于CCER数据库。

(二)样本选择

本文以2004~2012年的A股上市公司为研究对象,样本的筛选遵循以下原则:①剔除金融类上市公司;②由于ST公司会进行显著的向下盈余管理行为,而这不是会计稳健性的表现,因此剔除当年为ST的公司;③在利用指数模型计算特定周回报率时,为保证指数模型回归结果的可靠性,剔除每年股票的周收益率数据不足30的公司;④在利用修正的Jones模型估计信息不透明程度时,剔除回归样本数不足30的样本;⑤剔除缺失值。最后得到1513家公司10822个公司/年度观测值。

本文采用winsorization的方法对异常值进行处理,对所有小于1%分位数(大于99%分位数)的变量,令其值分别等于1%分位数(99%分位数)。

(三)变量设计

1. 股价暴跌风险。首先,本文借鉴Chen等(2001)及Kim等(2011a, 2011b)的方法,用股票回报的负向偏度(NCSKEW)和收益上下波动比率(DUVOL)两种方法来度量个股暴跌风险:

(1)股票回报的负向偏度(NCSKEW):

$$NCSKEW_{j,t} = \frac{-n(n-1)^2 \sum W_{j,t}^3}{(n-1)(n-2) \left(\sum W_{j,t}^2 \right)^{3/2}} \quad (1)$$

(2)收益上下波动比率(DUVOL):

$$DUVOL_{j,t} = \log \left\{ \frac{(n_u - 1) \sum_{DOWN} W_{j,t}^2}{(n_d - 1) \sum_{UP} W_{j,t}^2} \right\} \quad (2)$$

在式(1)和式(2)中:n表示全年交易周数;n_u(n_d)表示股票j的周特定回报率;W_{j,t}表示大于(小于)该年周特定回报率均值的周数。

周特定回报率W_{j,t}=ln(1+ε_{j,t}),ε_{j,t}为如下回归的残差:

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t} \quad (3)$$

式(3)中:r_{j,t}为股票j在第t周考虑现金红利再投资的回报率;r_{m,t}为A股所有股票在第t周考虑现金红利再投资的回报率(流通市值加权平均法)。

NCSKEW_{j,t}越大,意味着股票回报率越向左偏,表明股价暴跌倾向越大。同样,DUVOL_{j,t}越大,表明股价暴跌风险越大。

(3)基于我国特有的跌停制度,本文构造了连续跌停次数(NUMDOWN)这一变量来衡量股价暴跌风险。连续跌停次数(NUMDOWN):

$$NUMDOWN_{j,t} = \ln(1 + \sum DoubleDown_{j,t}) \quad (4)$$

式(4)中,DoubleDown_{j,t}表示连续两个交易日跌停事件。NUMDOWN越大,说明该股价暴跌风险越高。

2. 货币政策。借鉴李志军(2011)的做法,用名义GDP增长率与M2增长率之差来衡量货币紧缩程度。如果该差额为正,说明经济发展所需货币超过货币的供应水平,货币供应不足,处于货币紧缩时期,此时MP=1;如果该差额为负,说明货币供应量超过经济发展所需货币量,货币供应充足,处于货币宽松时期,此时MP=0。

从2004年到2012年,名义GDP增长率与M2增长率之差分别为0.033、-0.023、0.013、0.061、0.004、-0.199、-0.012、0.005、-0.045,因此,本文将差值为正的2004年、2006年、2007年、2008年、2011年定义为货币紧缩时期,其他年份定义为货币宽松时期。

3. 会计稳健性。由于本文需要稳健性的公司年度测量,因此我们将主要采用CSCORE法度量稳健性:

$$\frac{X_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + (\mu_1 + \mu_2 SIZE_{it} + \mu_3 MB_{it} + \mu_4 LEV_{it}) \times RET_{it} + (\lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{it} + \lambda_3 MB_{it} + \lambda_4 LEV_{it}) \times DR_{it} \times RET_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 DR_{it} SIZE_{it} + \beta_8 DR_{it} MB_{it} + \beta_9 DR_{it} LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$CSCORE_{it} = \beta_2 = \mu_1 + \mu_2 SIZE_{it} + \mu_3 MB_{it} + \mu_4 LEV_{it}$$

$$CSCORE_{it} = \beta_3 = \lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{it} + \lambda_3 MB_{it} + \lambda_4 LEV_{it} \quad (5)$$

其中: $\frac{X_{it}}{P_{it-1}}$ 为公司i第t年的每股盈余(EPS_{it})除以t-1年末股票价格,并经所有样本公司年度均值调整;RET_{it}为公司i第t年(t年5月到t+1年4月)的股票收益率

减第 t 年 (t 年 5 月到 $t+1$ 年 4 月) 的市场收益率; DR_{it} 为公司 i 第 t 年的股票收益率的哑变量, 当 $R_{it} \geq 0$ (表示“好消息”) 时, DR_{it} 取 0; $R_{it} < 0$ (表示“坏消息”) 时, DR_{it} 取 1; $SIZE_{it}$ 为期末总资产的自然对数; MB_{it} 为年个股总市值除以年末所有者权益账面价值; LEV_{it} 为资产负债率。

CSCORE 即为对坏消息反映的及时性 (即稳健性水平)。**CSCORE** 越高, 会计稳健性程度越高。

4. 控制变量。已有研究表明, 异质信念、回报率的均值、回报率的波动、分析师跟踪人数、公司透明度、公司规模、账面市值比、盈利能力和财务杠杆均会影响股价暴跌风险, 本文将上述变量作为控制变量纳入模型中, 具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	计算方法
被解释变量	NCSKEW	股票回报的负向偏度	根据式(1)计算所得
	DUVOL	收益上下波动比率	根据式(2)计算所得
	NUMDOWN	连续跌停次数	根据式(4)计算所得
解释变量	CSCORE	会计稳健性	根据式(5)计算所得
	MP	紧缩货币政策	如果为 2004 年、2006 年、2007 年、2008 年、2011 年, $MP=1$; 否则 $MP=0$
控制变量	DTURN	投资者异质信念	当年月度换手率的均值减去上一年度换手率的均值
	AV_RET	回报率的均值	周特定回报率的年度均值乘以 100
	SD_RET	回报率的波动	周特定回报率的年度标准差乘以 100
	COVERAGE	分析师跟踪	盈利预测的单个分析师的总人数加 1 后再取自然对数
	ABACC	公司透明度	以可操纵应计利润的绝对值衡量, 其中可操纵应计利润由调整的 Jones 模型计算 (Dechow et al., 1995) 得到
	SIZE	公司规模	股东权益市场价值取自然对数
	MB	市值账面比	股东权益的市值除以账面值
	LEV	财务杠杆	期末总负债除以期末总资产
	ROA	盈利能力	当年净利润除以期初总资产
	IND	行业	控制行业固定效应

(四)模型构建

本文采用如下模型检验稳健性与个股股价暴跌之间的关系:

$$CrahRisk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSCORE_{t-1} + \beta_2 MP_t \times CSCORE_{t-1} + \beta_3 MP_t + \beta_n ControlVariables_{i,t-1} \times \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中: $CrahRisk_{i,t}$ 分别由第 t 年的 NCSKEW、DUVOL 和 NUMDOWN 度量; $CSCORE_{i,t-1}$ 表示滞后一期第 $t-1$ 年的会计稳健性; $ControlVariables_{i,t-1}$ 代表第 $t-1$ 年的控制变量, 具体定义见表 1。

如果 **H1** 成立, 则 β_1 应显著为正, 表明货币政策宽松时期, 会计稳健性越高, 股价暴跌风险越高; 如果 **H2** 成立, 则 β_2 应显著为负, 表明货币政策紧缩时期, 会计稳健性越高, 股价暴跌风险越低。

四、实证研究

(一)描述性统计

由表 2 的变量描述性统计可知, 样本公司 NCSKEW、DUVOL 和 NUMDOWN 的平均值分别为 -0.177、-0.157 和 0.145, 标准差分别为 0.713、0.501 和 0.402, 说明样本公司在股价暴跌风险中存在较大差异。CSCORE 均值为 0.043, 姜国华、饶品贵 (2011) 运用 1998~2008 年 A 股数据得到 CSCORE 均值为 0.033, 说明总体来看, 国内上市公司的稳健性在提高。

进一步的, 我们将样本按照稳健性程度分组, 会计稳健性高于中位数的观测值 (公司) 为高会计稳健性组, 会计稳健性低于中位数的观测值 (公司) 为低会计稳健性组。表 3 给出了按稳健性程度和货币政策进行联合分组之后各变量的描述性统计结果。结果证实了本文假设: 货币宽松时期, 会计稳健性较高组的 NCSKEW、DUVOL 和 NUMDOWN 均高于会计稳健性较低组; 而货币政策紧缩时期, 则正好相反。表 3 中*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平, 表 4~表 7 中相同。

表 4 的相关性分析表明, NCSKEW、DUVOL 和 NUMDOWN 显著正相关, 表明三个股价暴跌风险代理变量具有一致性。这三个股价暴跌风险指标与会计稳健性指标 CSCORE 都存在显著正相关关系, 说明总体来看, 会计稳健性越高, 股价暴跌风险越高。表 4 中左下角为 Pearson 相关性系数, 右上角为 Spearman 相关性系数。

(二)回归分析

表 5 给出了会计稳健性与股价暴跌风险的回归结果。从回归 (1)~(3) 的结果来看, 会计稳健性的系数为正, 尤其当以 $NCSKEW_t$ 为因变量时, 在 1% 的水平上显著。

进一步的, 我们考察了在不同货币政策下, 会计稳健性对股价暴跌风险的影响。在回归 (4)~(6) 中, 我们加入了会计稳健性和货币政策的交叉变量。结果显示, $CSCORE_{t-1} \times MP_t$ 显著为负, 而当因变量为 $NCSKEW_t$ 和 $DUVOL_t$ 时, $CSCORE_{t-1}$ 显著为正, 说明在货币政策宽松时期, 会计稳健性高的公司股价暴跌风险更高, 而货币政策紧缩时期则相反。

可能的原因是: 货币政策宽松期, 资金流充足, 宏观经济环境良好, 公司坏消息爆发可能性小, 而好消息出现可能性更大, 因此, 低稳健性公司因坏消息一次性涌入市场而导致股价暴跌的可能性较低, 而高稳健性公司由于延迟确认好消息则会导致股价被低估, 虽然没有形成显著的连续跌停现象, 但股票回报负向偏度更大, 收益向下波动程度更大。

表 2

主要变量的描述性统计

	N	Mean	Std	Min	P25	Median	P75	Max
NCSKEW _t	10 822	-0.177	0.713	-1.838	-0.666	-0.200	0.289	1.669
DUVOL _t	10 822	-0.157	0.501	-1.297	-0.501	-0.172	0.176	1.124
NUMDOWN _t	10 822	0.145	0.402	0.000	0.000	0.000	0.000	2.079
CSCORE _{t-1}	10 822	0.043	0.086	-0.127	-0.012	0.026	0.085	0.317
DTURN _{t-1}	10 822	-0.054	0.414	-1.512	-0.253	-0.007	0.186	0.876
ABACC _{t-1}	10 822	0.068	0.067	0.001	0.021	0.047	0.090	0.343
COVERAGE _{t-1}	10 822	1.134	1.118	0.000	0.000	0.693	2.079	3.605
AV_RET _{t-1}	10 822	-0.124	0.606	-1.642	-0.510	-0.130	0.265	1.452
SD_RET _{t-1}	10 822	4.789	1.395	2.063	3.745	4.730	5.719	8.361
LEV _{t-1}	10 822	0.488	0.186	0.068	0.356	0.501	0.628	0.888
MB _{t-1}	10 822	3.190	2.441	0.643	1.564	2.424	3.958	14.224
SIZE _{t-1}	10 822	21.834	1.067	19.966	21.063	21.709	22.470	25.041
ROA _{t-1}	10 822	0.044	0.067	-0.190	0.013	0.038	0.072	0.271
NCSKEW _{t-1}	10 822	-0.147	0.719	-1.708	-0.643	-0.186	0.314	1.767

表 3

主要变量的分组描述性统计

变量	货币宽松期		均值 T 检验		货币紧缩期		均值 T 检验	
	高稳健性均值	低稳健性均值	高稳健性-低稳健性	T 检验	高稳健性均值	低稳健性均值	高稳健性-低稳健性	T 检验
NCSKEW _t	-0.132	-0.322	0.190***	-0.127	-0.080	-0.047***		
DUVOL _t	-0.113	-0.257	0.145***	-0.129	-0.094	-0.035***		
NUMDOWN _t	0.079	0.044	0.035***	0.206	0.257	-0.051***		
CSCORE _{t-1}	0.113	-0.027	0.141***	0.103	-0.011	0.114***		
DTURN _{t-1}	-0.074	-0.166	0.092***	0.038	-0.012	0.049***		
ABACC _{t-1}	0.073	0.066	0.007***	0.069	0.063	0.006***		
COVERAGE _{t-1}	1.120	1.435	-0.315***	0.930	1.023	-0.093***		
AV_RET _{t-1}	-0.131	-0.018	-0.112***	-0.221	-0.120	-0.100***		
SD_RET _{t-1}	4.363	4.859	-0.497***	4.955	4.811	0.144***		
LEV _{t-1}	0.576	0.427	0.149***	0.534	0.427	0.108***		
MB _{t-1}	3.328	2.680	0.648***	3.289	3.664	-0.376***		
SIZE _{t-1}	21.782	21.941	-0.159***	21.777	21.811	-0.034		
ROA _{t-1}	0.035	0.052	-0.016***	0.036	0.053	-0.017***		
NCSKEW _{t-1}	-0.138	-0.296	0.159***	-0.041	-0.104	0.063***		
样本数	1 982	3 230		3 429	2 181			

表 4

变量的相关性分析

	NCSKEW _t	DUVOL _t	NUMDOWN _t	CSCORE _{t-1}	DTURN _{t-1}	ABACC _{t-1}	COVERAGE _{t-1}	AV_RET _{t-1}	SD_RET _{t-1}	LEV _{t-1}	MB _{t-1}	SIZE _{t-1}	ROA _{t-1}	NCSKEW _{t-1}
NCSKEW _t		0.880***	0.040***	0.082***	0	0.024**	0.065***	0.056***	-0.028***	-0.025***	0.097***	0.046***	0.080***	0.01
DUVOL _t	0.884***		0.030**	0.072***	0.019*	0.026***	0.038***	0.025***	-0.052**	-0.039***	0.122***	0.042***	0.081***	0.030***
NUMDOWN _t	0.063***	0.049***		0.104**	0.221***	0.039***	-0.204***	-0.150***	0.221***	0.089***	0.052***	-0.159***	-0.208***	0.064***
CSCORE _{t-1}	0.090***	0.072***	0.128***		0.150***	0.040***	-0.186***	-0.150***	-0.027***	0.470***	0.026**	-0.158***	-0.193***	0.132***
DTURN _{t-1}	-0.00	0.01	0.185***	0.171***		-0.016*	-0.199***	-0.067***	0.231**	0.087***	0.124**	-0.01	-0.098**	-0.074***
ABACC _{t-1}	0.023**	0.023**	0.058***	0.080***	-0.020**		0.022**	0.01	0.114***	0.082***	0.141***	0.025**	0.080***	0
COVERAGE _{t-1}	0.077***	0.051**	-0.213**	-0.220***	-0.184***	0.019**		0.099**	0.088**	-0.031***	0.154***	0.643***	0.505***	-0.073***
AV_RET _{t-1}	0.061***	0.029***	-0.191***	-0.126***	-0.049***	0.01	0.104***	0.189***	0.191***	-0.025***	0.218***	0.191***	0.184***	-0.521***
SD_RET _{t-1}	-0.027***	-0.055***	0.211**	0.00	0.217***	0.134***	0.062***	0.189***	0.085***	0.079***	0.449***	0.118**	0	-0.209***
LEV _{t-1}	-0.025**	-0.038***	0.122***	0.503***	0.126***	0.106***	-0.034**	-0.026***	0.085***	-0.030**	-0.020**	-0.342***	-0.342***	-0.02
MB _{t-1}	0.103***	0.112***	0.103**	0.072***	0.089**	0.131***	0.137***	0.218***	0.430***	0.01	0.339***	0.261***	-0.162***	
SIZE _{t-1}	0.049***	0.041***	-0.172***	-0.210***	0.01	0.040***	0.661***	0.182***	0.096***	-0.01	0.293***		0.461***	-0.185***
ROA _{t-1}	0.054***	0.056***	-0.236***	-0.247***	-0.084***	0.050***	0.462***	0.195***	-0.00	-0.348***	0.191**	0.451***	-0.094***	
NCSKEW _{t-1}	0.01	0.034***	0.083***	0.125***	-0.058**	-0.01	-0.064***	-0.606***	-0.196***	-0.01	-0.129**	-0.173***	-0.108***	

表 5 会计稳健性与股价暴跌风险回归结果

变量	NCSKEW _t	DUVOL _t	NUMDOWN _t	NCSKEW _t	DUVOL _t	NUMDOWN _t
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CSCORE _{t-1}	0.424*** (3.16)	0.103 (1.11)	0.105 (1.32)	1.430*** (11.66)	0.839*** (9.67)	0.037 (0.49)
CSCORE _{t-1} ×MP _t				-0.709*** (-4.01)	-0.579*** (-4.62)	-0.436*** (-3.60)
MP _t				0.166*** (9.82)	0.100*** (8.57)	0.137*** (17.25)
DTURN _{t-1}	-0.012 (-0.52)	-0.003 (-0.17)	0.024** (2.44)	0.017 (0.96)	0.036*** (2.85)	0.075*** (9.34)
ABACC _{t-1}	0.184* (1.85)	0.134* (1.88)	0.371*** (6.08)	0.285*** (2.84)	0.203*** (2.82)	0.331*** (5.19)
COVERAGE _{t-1}	0.081*** (9.24)	0.057*** (8.86)	-0.017*** (-3.95)	0.086*** (10.02)	0.042*** (6.73)	-0.018*** (-4.38)
AV_RET _{t-1}	0.062*** (3.95)	0.041*** (3.59)	-0.040*** (-4.61)	0.113*** (8.20)	0.053*** (5.19)	-0.128*** (-14.98)
SD_RET _{t-1}	0.042*** (6.07)	0.019*** (3.82)	0.015*** (3.88)	-0.044*** (-7.91)	-0.044*** (-11.45)	0.050*** (14.56)
LEV _{t-1}	-0.219*** (-4.81)	-0.113*** (-3.40)	-0.018 (-0.64)	-0.334*** (-8.15)	-0.214*** (-6.91)	0.067** (2.48)
MB _{t-1}	0.036*** (10.63)	0.023*** (9.11)	0.025*** (9.11)	0.025*** (8.01)	0.025*** (10.53)	0.017*** (6.62)
SIZE _{t-1}	0.039*** (3.92)	-0.008 (-1.05)	-0.007 (-1.33)	-0.008 (-0.95)	-0.004 (-0.67)	-0.023*** (-4.90)
ROA _{t-1}	-0.289** (-2.35)	-0.113 (-1.26)	-1.662*** (-17.45)	-0.295** (-2.37)	-0.106 (-1.16)	-1.377*** (-14.37)
NCSKEW _{t-1}	0.011 (0.88)	0.015* (1.68)	0.003 (0.49)	0.034*** (2.69)	0.030*** (3.45)	-0.019*** (-3.15)
Year	Yes	Yes	Yes	No	No	No
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster at firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 822	10 822	10 822	10 822	10 822	10 822
Adj- R ²	10.2%	9.5%	31.0%	5.5%	5.1%	21.7%

表 6 会计稳健性与股价暴跌风险:以离散变量衡量会计稳健性

变量	NCSKEW _t	DUVOL _t	NUMDOWN _t	NCSKEW _t	DUVOL _t	NUMDOWN _t
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
DCSCORE _{t-1}	0.023 (1.39)	0.003 (0.29)	-0.010 (-1.10)	0.198*** (9.18)	0.134*** (8.92)	-0.008 (-0.95)
DCSCORE _{t-1} ×MP _t				-0.197*** (-6.72)	-0.132*** (-6.40)	-0.091*** (-5.79)
MP _t				0.239*** (11.36)	0.141*** (9.53)	0.170*** (15.69)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	No	No	No
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster at firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10822	10822	10822	10822	10822	10822
Adj- R ²	10.1%	9.4%	31.0%	4.9%	5.0%	22.2%

货币政策紧缩期则不同,宏观经济增长趋缓,同时资金流收紧,融资受限,公司坏消息爆发可能性增大,因此,低稳健性公司之前未确认的坏消息集中爆发的可能性增大,而高稳健性公司则由于提前确认坏消息而降低了股价暴跌的风险,结果CSCORE_{t-1}×MP_t显著为负。

在控制变量方面,DTURN_{t-1}显著为正,这与Kim、Zhang(2010)、陈国进和张贻军(2009)的结论一致,说明,投资者异质信念程度越大,股价暴跌的可能性也越大。MB_{t-1}显著为正,ABACC_{t-1}显著为正,这与潘越等(2011)、王冲和谢雅璐(2013)的结论一致。

可见,会计稳健性在不同货币政策时期对股价暴跌风险的影响是不一样的。货币政策宽松期,会计稳健性由于延迟确认好消息导致股价回报负向偏度更大,而货币政策紧缩期,会计稳健性由于及时确认坏消息降低了股价暴跌风险。

五、敏感性检验

(一)用离散变量衡量会计稳健性

为了避免会计稳健性计量上的误差,本文将会计稳健性分为高和低两个层次,用离散变量DCSCORE而不是连续变量CSCORE衡量会计稳健性:当CSCORE_{t-1}高于中位数时,DCSCORE_{t-1}=1,否则为0。在此基础上,用DCSCORE_{t-1}与货币政策度量MP_t组成交叉变量,代入回归方程。结果见表6,与表5的结果相似,DCSCORE_{t-1}的系数显著为正,而DCSCORE_{t-1}×MP_t的系数显著为负。因此,以离散变量计量会计稳健性,CSCORE_{t-1}显著为正,CSCORE_{t-1}×MPINDEX_t显著为负,不改变本文的基本结论。

(二)以货币政策感受指数衡量货币政策紧缩与否

从2004年第1季度起,中国人民银行网站上开始发布“全国银行家问卷调查报告”。该问卷以全国各类银行机构(含外资商业银行机构)的总部负责人及其一级分支机构、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长为调查对象,全国共调查各类银行机构3 000家左右。全国银行家问卷调查报告每季度发布一

次,提供被调查银行家中认为当前货币政策“偏松”、“适度”和“偏紧”的人数比例。这里以“偏紧”指数来衡量货币政策的紧缩程度。

由于自2010年第1季度开始,仅提供“适度”指标。因此以“偏紧”指数衡量货币政策紧缩程度时,样本窗口期为2004~2009年。2004年~2009年的货币偏紧指数分别为37.53%、18.95%、18.98%、39.63%、51.03%、5.03%,这意味着2004年、2007年和2008年的货币政策更为紧缩,而2005年、2006年和2009年则较为宽松。因此,将2004年、2007年和2008年定义为货币紧缩时期。

结果如表7所示,与前文基本保持一致,高稳健性在政策宽松期,可能增加股价暴跌风险,在货币政策紧缩期则会降低股价暴跌风险。

表7 会计稳健性与股价暴跌风险:
以货币政策感受指数衡量货币政策紧缩与否

变量	NCSKEW _t	DUVOL _t	NUMDOWN _t	NCSKEW _t	DUVOL _t	NUMDOWN _t
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CSCORE _{t-1}	0.417*** (2.78)	0.058 (0.54)	-0.044 (-0.47)	2.218*** (16.24)	0.987*** (10.00)	-0.290*** (-3.34)
CSCORE _{t-1} × MPINDEX _t				-2.073*** (-11.82)	-0.913*** (-7.16)	-0.786*** (-6.18)
MPINDEX _t				0.161*** (7.60)	0.146*** (9.39)	0.331*** (22.66)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	No	No	No
Cluster at firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6 844	6 844	6 844	6 844	6 844	6 844
Adj- R ²	10.9%	8.3%	32.3%	6.8%	6.0%	28.2%

注:括号中的数值为t值;标准误差按公司层面进行了聚类调整(cluster at firms)(Petersen, 2009)。

六、结论

本文选取2004~2012年A股上市公司为研究对象,深入考察了会计稳健性与股价暴跌风险之间的关系。结果发现,货币政策紧缩时期,会计稳健性能降低股价暴跌风险,但在货币政策宽松时期,则恰恰相反,会计稳健性越高,股价暴跌风险越高。

本文考察了不同宏观环境下,会计稳健性对股价暴跌风险的影响。研究结果表明,由于会计稳健性对坏消息的及时确认,能在一定程度上抑制管理层隐瞒坏消息的倾向,在货币政策紧缩时期能降低股价暴跌风险。但与此同时,会计稳健性对好消息的延迟确认也使得投资者对公司未来盈利能力的预期过低,导致公司价值被低估,股票回报负向偏度变大,这一点在货币政策宽松期更为明显。从这一意义上来说,会计稳健性并非越高越好,公司会计政策应在相关性和可靠性之间保持一定平衡。

主要参考文献

- 陈国进,张贻军.异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J].金融研究,2009(4).
- 姜国华,饶品贵.货币政策波动、银行信贷与会计稳健性.金融研究[J],2011(3).
- 潘越,戴亦一,林超群.信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J].金融研究,2011(9).
- 王冲,谢雅璐.会计稳健性、信息不透明与股价暴跌风险[J].管理科学,2013(1).
- 许年行,江轩宇,伊志宏,徐信忠.分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J].经济研究,2012(7).
- 祝继高,陆正飞.货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J].管理世界,2009(3).

Basu S.. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings [J]. Journal of Accounting and Economics, 1997(1).

Hong H., Stein J. C.. Differences of opinion, short- sales constraints and market crashes [J]. The Review of Financial Studies, 2003(2).

Hutton A. P., A. J. Marcus, H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk [J]. Journal of Financial Economics, 2009(94).

Jin L., Myers S. C.. R2 around the world: New theory and new tests [J]. Journal of Financial Economics, 2006(2).

Khan M., Watts R. L.. Estimation and empirical properties of a firm- year measure of accounting conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009(2).

Kim B. H., M. Pevzner. Conditional accounting conservatism and future negative surprises: An empirical investigation [J]. Journal of Account and Public Policy, 2010(29).

Kim J. B., L. Zhang. Does Accounting Conservatism Reduces Stock Price Crash Risk? [D]. Working Paper, City University of Hong Kong, 2011.

LaFond R., Watts R. L.. The information role of conservatism [J]. The Accounting Review, 2008(2).

【基金项目】国家自然科学基金青年项目(编号:71202170);北京市教委科技创新平台(编号:PXM2014_014221_000020);北京市属高等学校高层次人才引进与培养计划项目(The Importation and Development of High-Caliber Talents Project of Beijing Municipal Institutions)