我国上市公司会计稳健性与股利分配的实证研究

Empirical Research on Accounting Conservatism and Dividend Distribution of Listed Companies in China

索玲玲　杨克智

SUO Ling-ling　YANG Ke-zhi

[摘　要] 公司是各种契约的结合体，股利政策是大股东、少数股东、债权人及经理层等利益主体之间博弈的核心内容，笔者利用我国 A 股上市公司 2008—2013 年的数据，采用线性相关分析和多因素回归分析等方法研究了会计稳健性和股利分配之间的关系，研究表明会计稳健性与股利分配水平呈倒“U”型关系，一方面，会计稳健性作为缓解股东与经理层、大股东与少数股东之间代理问题的一种有效治理机制，通过及时地遏制非效率投资、降低融资约束，从而提高股利支付水平；另一方面，债权人通过稳健的会计信息提高上市公司股利发放的门槛，降低股利支付水平，最大限度地将股利留在公司，实现对自身利益的保护。笔者从会计稳健性的角度研究了公司的股利分配政策，深化了股利分配理论，丰富了会计稳健性经济后果论的相关研究。

[关键词] 会计稳健性　股利分配　治理机制

[中图分类号] F275　[文献标识码] A　[文章编号] 1000-1549(2015)08-0064-08

Abstract: The company is a combination of various contracts and the game among stakeholders, and dividend policy is the core content of the game between shareholders, creditors and managers and other stakeholders. Accounting conservatism as the main means and methods of a game between the stakeholders has important influence on dividend policy, This paper studies the relationship between accounting conservatism and dividend policy using the sample data of Chinese A-share 1isted companies in 2008—2013. The results show that accounting conservatism and dividend level present inverted “U” type relationship. In this paper, we study the dividend distribution policy from the perspective of accounting conservation, deepen the theory of dividend distribution, and enrich the relevant research on the economic consequences of accounting conservation.

Key words: Accounting conservatism　Dividend distribution　Governance mechanism

[收稿日期]　2015-04-25

[作者简介]　索玲玲，女，1979 年 9 月生，北京联合大学商务学院讲师，管理学博士，研究方向为会计信息与公司治理；杨克智，男，1983 年 3 月生，北京工商大学商学院讲师，管理学博士，研究方向为会计理论与方法。

[基金项目]　国家社会科学基金项目“基于公允价值计量属性的商标权价值评估制度体系研究”(13BFX126)。国家社会科学基金项目“国有资本授权关系及实现模式研究”(14AJY005)。

感谢匿名评审人提出的修改建议，笔者已做了相应修改，本文文责自负。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

一、引言

股利政策一直是财务学上争论的主题之一，财务学者发展了不同理论来解释公司发放股利政策的影响因素、股利水平以及股利分配的方式。早期的研究主要集中于股利分配政策与企业价值的关系，其相关理论主要有价值无关论和价值相关论。后期的相关研究主要集中在股利政策的影响因素上。

会计信息作为公司各项契约签订及监督评估各项契约执行状况的主要依据具有重要的作用，而会计稳健性作为会计信息的重要特征会对股利政策产生影响。本文利用我国 A 股市场 2008—2013 年的公司年度面板数据，采用多因素相关性分析和多因素回归分析等实证方法研究了会计稳健性与股利分配的关系，研究表明股利水平包括股票股利和红利与会计稳健性水平呈倒“U”型关系。一方面，会计稳健性作为缓解股东与经理层以及大股东与少数投资者之间信息存在的不对称问题，解决委托问题的一种治理机制，通过及时地遏制非效率投资、减低融资成本，从而提高股利支付水平。另一方面，从股东和外部债权人之间的代理问题看，借款银行等金融机构可以通过稳健的会计信息提高上市公司股利发放的门槛，降低股利支付水平，最大限度地将股利留在公司，实现对自身利益的保护。本文的主要贡献在于首次研究了会计稳健性与股利分配之间的关系，深化了股利分配理论，丰富了我们对会计稳健性经济后果的认识。

二、制度背景与研究假说

企业是各种契约的结合体，会计信息是契约设定的基础，也是检验评价契约执行状况的重要依据。随着企业规模的增长以及股权的分散化，公司与各契约参与方之间出现了委托与代理的问题。一般包括以下几个方面：一是股东和银行或其他金融机构等外部债权人之间的代理问题；二是外部股东和内部具有经营管理权的管理者之间的代理问题；三是大股东或控股股东和少数投资者之间的代理问题。由于我国上市公司大股东往往拥有公司的经营权利，因此，我们主要沿着大股东与中小股东以及股东与债权人两条途径来分析会计稳健性与股利政策的作用机制。

（一）中小股东权益保护、会计稳健性与股利政策

Watts（2003）[1] 认为公司可能出于以下四种情况使得会计信息具有稳健性：公司中存在的各项契约、避免可能面临的诉讼、外部政府部门的监管原因以及出于税收因素的考虑。姜国华和张然（2007）[2] 指出，在上述产生会计稳健性的四个因素中，后三个因素是近代才有的现象，会计稳健性的产生主要是由于债务契约的存在。在早期，信息不对称主要存在于企业和债权人之间，此时会计信息主要解决的是企业和债权人之间的信息不对称问题，从而保护债权人的利益。但是，随着经济环境的变化，公司规模日益扩大，股东由于精力和专业胜任的原因开始聘任专业的经理层经营企业，由于二者的利益不同，这时内部经理层和外部股东之间也存在委托关系，因此此时会计信息重点要解决的是投资者和公司经理层之间的代理问题。随着股权的分散化，近年来许多学者研究指出，目前企业中的主要代理问题存在于大股东和小股东之间。曹宇等（2005）[3] 研究表明，在存在大股东的公司由于其掌握的剩余控制权大于其所享有的剩余收益索取权，大股东有动机以隐蔽的方式侵害其他投资者的利益，此时公司的会计稳健性较差。

La Porta 等（2000）[4] 和 Faccio 等（2001）[5] 指出现金分红是保护中小投资者利益的一种方式。Shleifer 和 Vishny（1997）[6] 提出存在大股东的公司会存在两种效应：激励效应和侵害效应。大股东持有的股权越大，剥夺少数投资者利益的可能和程度也越大。而代理理论认为股利可以有效减少主要投资者与少数投资者之间的代理成本，进而提升公司价值。Rozeff（1982）[7] 也发现对于存在控制股东的公司，股利可以降低经理人与少数股东之间的代理成本，进而影响股价。另外，Jensen（1986）[8] 提出自由现金流假说（FCF），FCF 越多，则大股东与中小投资者的代理问题越突出。因此，中小股东会偏好公司发放股利而非将盈余保留在公司里。因为股利减少了大股东可以操纵的现金流，这迫使公司必须寻求更多的外部资金。当寻求成本较高的外部资金时，必须通过资本市场对新资金的使用进行审查（如对主要投资者侵占行为的评估，项目本身的 NPV 指标等），可以降低大股东与少数投资者的代理成本。因此发放股利可以作为监督大股东的工具，适度分红是保护少数股东利益的一种机制。

Miller 和 Modigliani（1961）[9] 指出投资机会和再融资成本是影响股利政策的核心要素，会计稳健性通过投资和融资影响股利分配。当发放股利时通常要考虑公司面临好的投资机会时能否及时和低成本进行融资，如果公司预计未来越能够及时并低成本融资，那么在面临股利分配窗口时，进行分配股利的行为越明显。谢志华和杨克智（2011）[10] 指出稳健性是保护出资者利益的一种机制，会计稳健性可以使得股东能更有效地监督经理层的投资决策。Pinnuck 和 Lillis

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(2007)[11]指出稳健性作为一种公司治理机制能够有效地解决信息不对称问题，减少投资于净现值为负项目的可能。也就是说，会计稳健性通过使得公司预计的投资收益更稳健，以至于小于股东投资的机会收益，使得股东更愿意将留存收益进行股利分配。

从上面的分析可以看出，会计稳健性作为缓解大股东与少数股东间信息不对称的工具，解决委托代理问题的一种治理机制，通过及时地遏制非效率投资、有效缓解融资约束，从而提高股利支付水平。

(二) 债权人与股东冲突、会计稳健性与股利政策

在债务契约中，债权人和债务人面临着非对称收益和损失，债权人在企业经营状况好时也最多只能获得本金和利息，而一旦企业经营恶化，则面临血本无归的风险。而债务人则会出于业绩的考虑倾向于投资高风险项目，如果投资项目获得超额回报，则扣除成本外收益由债务人享有，若投资项目失败，则债权人承担损失。因此债权人相对重视公司最低可偿还的净资产价值，以保障债权人权益。Watts (2003)[1]认为稳健性可以保障契约的顺利执行，可以降低企业股东与外部债权人之间利益冲突。然而，债务契约的设定大部分依据或限制于财务报表提供的信息。因此，债权人可以通过债务契约中的保护性条款降低公司过度举债，降低债权人面临的风险过高且减缓内部人与债权人利益冲突。但 Jensen 和 Meckling (1976)[12]认为企业管理层或控制股东为了自身利益与避免公司违反契约规定而使用盈余管理时，债务契约限制条款无效率、超额股利发放、帮助股东损害债权人对资产的请求权、发行债务时高估债务价值，进而损害债权人的权益，因此债权人较倾向公司使用较稳健会计原则以避免经理人高估公司净资产（盈余），误导债权人的判断以及预先了解经理人的决策。张荣武和伍中信(2010)[13]提出稳健的会计信息避免了公允价值计量可能带来的资产泡沫，可以有效地保护债权人利益。Ahmed 等 (2002)[14]指出债权人与股东间因股利政策（过度支付股利）衍生的利益冲突越大，其会计政策越趋于稳健。Ball 等 (2008)[15]指出债券市场对财务报表的需求程度高于权益市场，主要因为许多债务契约依据财务报表提供的信息，例如息保障倍数与财务杠杆比率。索玲玲等 (2013)[16]研究了股权和债务契约机制分别对稳健性的需求和影响，研究认为银行贷款融资方式对会计稳健性的影响和需求要大于股权融资方式，并大于公开债融资型。在债务契约下，公司的债权人出于防止公司过度分配股利、保护自身利益、降低风险的考虑，存在对稳健性会计信息的需求。因此，从债权人的角度来说，最大限度地将股利留在公司对企业来说是风险最小的，债权人对会计信息稳健性的需求，导致了低股利发放。

综合上述分析，从大股东或控股股东与少数股东的代理问题来看，会计稳健性作为缓解大股东或控股股东与少数股东间代理问题的一种有效的治理机制，通过及时地遏制非效率投资有效缓解融资约束，从而提高股利支付水平。从债权人与股东的代理问题来看，债权人通过稳健的会计信息提高上市公司股利发放的门槛，降低股利支付水平，最大限度地将股利留在公司。因此，会计稳健性对股利发放与否、发放形式以及发放水平的影响取决于大股东、中小股东和债权人之间博弈的结果。其博弈的结果可能使得会计稳健性与股利发放水平之间可能存在非线性关系。基于此，本文提出如下假设:

H: 在其他条件一定的情况下，会计稳健性与股利发放水平成倒“U”型关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以2008—2013 年 A 股上市公司为研究对象。样本数据的选取主要考虑以下几个因素: 首先，数据完备，相关参数可以计算; 其次，剔除当年 IPO 的公司; 最后，剔除金融类公司。股利分配归属年度以公告中说明的归属年度为准。样本分布见表 1。

表 1　　样本分布

PanelA: 样本年度分布							
年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	全部样本
样本量	501	592	600	715	733	755	3 896
占全样本比率	12.86%	15.20%	15.40%	18.35%	18.81%	19.38%	100%
PanelB: 样本企业性质分布							
企业性质	国有企业	非国有企业	全部样本				
样本量	1 571	2 298	3 896				
占全样本比率	40.32%	58.98%	100%				

数据均取自国泰安数据库（CSMAR)，使用的统计软件为 SAS9.0 和 STATA10.0。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

（二）变量设计

1. 被解释变量——股利政策测度。

一般说来，常见的股利分配方式包括：股票股利、财产股利、红利和负债股利。而我国实务中采用最多的股利支付方式主要是送股、红利及转股这三种基本形式，以及送股+转股、红利+送股、红利+送股+转股、红利+转股、不分配不转增五种衍生形式。借鉴 DeAngelo 等（2004）[17] 的研究，本文采用股利分配水平来测度上市公司的股利政策，包括总股利分配水平和现金股利分配水平。

2. 解释变量——会计稳健性测度。

本文使用两种方式表征会计稳健性。第一种方式是通过 Khan 和 Watts 模型提出的稳健性指数（*C_Score*）衡量；第二种方式是通过 Givoly 和 Hayn 构建的累计应计项（*CACC*）衡量。

其一，Khan 和 Watts 会计稳健性指数。

Khan 和 Watts（2007）[18] 认为会计信息具有稳健性可能由于以下四种假设：公司中存在的各项契约、避免可能面临的诉讼、外部政府部门的监管原因以及出于税收因素的考虑。由于各个企业具有各自特点，其相应的稳健性也不同。为了表示不同个体的会计稳健性，Khan 和 Watts 选取市账比率、公司规模和资产负债率这三个财务指标作为估计变量，计算出 C_Score。稳健性计算方法如下：

首先，根据 Basu 模型有：

$$\frac{X_{i,t}}{P_{i,t-1}}=\alpha_{0,t}+{}_{1,i,t}DR_{i,t}+{}_{2,i,t}R_{i,t}+{}_{3,i,t}R_{i,t}\times DR_{i,t}+\xi_{i,t} \quad (1)$$

其中 X_{it} 表示公司 i 在年度 t 的每股收益；P_{it-1} 表示单位 i 在上年度财务信息公布后的收盘价；R_{it} 表示公司 i 在 t 年的个股超额收益率；DR_{it} 为虚拟变量，当个股超额回报率小于或等于零时，DR_{it} 取值 1，当个股超额回报率大于零时，DR_{it} 取值 0；在式（1）中，$_2$ 表示当个股回报率大于零时，会计盈余与个股收益率的相关系数；$_2$ 与 $_3$ 之和表示当个股收益率小于零时，会计盈余与个股收益率的相关系数；$_3$ 表示盈余与个股收益率大于零时的相关系数超出盈余与个股收益率小于零时相关系数的程度，因此本文通过 $_3$ 是否显著大于零来检验是否具有稳健性。

Khan 和 Watts 计算 C_Score 的方法如下：

$$G_Score={}_{2,i,t}=\mu_{1,t}+\mu_{2,t}Size_{i,t}+\mu_{3,t}M/B_{i,t}+\mu_{4,t}Lev_{i,t} \quad (2)$$

$$C_Score={}_{3,i,t}=\lambda_{1,t}+\lambda_{2,t}Size_{i,t}+\lambda_{3,t}M/B_{i,t}+\lambda_{4,t}Lev_{i,t} \quad (3)$$

将式（2）和式（3）代入式（1）得：

$$\frac{X_{i,t}}{P_{i,t-1}}=\alpha_{0,t}+{}_{1,i,t}DR_{i,t}+(\mu_{1,t}+\mu_{2,t}Size_{i,t}+\mu_{3,t}M/B_{i,t}+\mu_{4,t}Lev_{i,t})R_{i,t}+(\lambda_{1,t}+\lambda_{2,t}Size_{i,t}+\lambda_{3,t}M/B_{i,t}+\lambda_{4,t}Lev_{i,t})R_{i,t}\times DR_{i,t}+\xi_{i,t} \quad (4)$$

根据式（4），使用上市公司数据回归，估计出 $\lambda_{1,t}$、$\lambda_{2,t}$、$\lambda_{3,t}$、$\lambda_{4,t}$ 系数，分别代入到式（3）中，计算出 C_Score。

其二，Givoly 和 Hayn 累计应计项。

累计应计模型由 Givoly 和 Hayn 提出，他们认为可以用累计应计项是否为负以及其数值测度稳健性水平。Ahmed 等（2002）[14]、Qiang（2007）[19]、朱松和夏冬林（2010）[20] 也使用该方法作为会计稳健性的测度。我们用 5 年加总的应计项表示会计稳健性水平。应计项计算如下：

$$ACC_{i,t}=\frac{EBDA_{i,t}-CFOA_{i,t}}{Size_{i,t-1}} \quad (5)$$

其中：$ACC_{i,t}$ 表示去除规模效应后应计盈余；$EBDA_{i,t}$ 表示扣除累计折旧及累计摊销之前的利润；$CFO_{i,t}$ 表示由经营活动中取得的现金流量；$Size_{i,t-1}$ 表示期初总资产。

累计应计项计算如下：

$$CACC_{i,t}=\sum_{n=0}^{2}ACC_{i,t-n} \quad (6)$$

其中，$CACC_{i,t}$ 表示累计应计项，如：2011 年的 $CACC$ = 2011 年的 ACC + 2010 年的 ACC + 2009 年的 ACC + 2008 年的 ACC + 2007 年的 ACC；其他年份依次类推，对于生存年限不到 5 年的公司，取累计 3 年的累计应计项。为了解释的方便，将 $CACC_{i,T}$ 取其相反数，即 $CACC_{i,t}$ 的值越大，表示稳健性水平越高。

3. 控制变量。

根据相关文献，本文控制变量包括资产负债率（*Lev*）、企业盈利能力（*Roe*）、公司规模（Ln*Size*）、性质（State）、股权集中度（*Firstshr*）、每股自由现金流量（*FCF*）、成长能力（*Growth*）、年度（*Year*）、行业控制变量（*Industy*）。

（三）研究模型

本文构建的研究模型 1 如下：

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

$$Ratio_{i,t} = {}_0 + {}_1 Conservatism_{i,t} + {}_2 ConservatismSq_{i,t} + {}_3 Roe_{i,t} + {}_4 FCF_{i,t} + {}_5 Growth_{i,t} + {}_6 Lev_{i,t} + {}_7 \mathrm{Ln}Size_{i,t} + {}_8 State_{i,t} + {}_9 Firstshr_{i,t} + \sum_{n=10}^{11} Year_{i,t} + \sum_{n=12}^{31} Industy_{i,t} + \xi_{i,t}$$

其中：各变量下标 i 表示具体某上市公司，t 表示年度。模型中因变量 *Ratio* 表示股利水平，具体包括总股利水平（*RDividend*）和红利水平（*RCash*）。总股利支付水平 *RDividend* 为总股利与总的净利润之比，红利水平 *RCash* 为公司当年发放红利净利润之比，或每股红利水平与每股收益之比。自变量 *Conservatism* 为会计稳健性水平，本文拟分别采用 Khan 和 Watts 的稳健性指数（*C_ Score*）和 Givoly 和 Hayn 的累计应计项（*CACC*）来表示。*ConservatismSq* 分别表示 *C_ Score* 或 *CACC* 的平方项，用来刻度自变量和因变量这种倒“U”型关系，其他控制变量定义及取值详见表 2。

表 2　　变量定义

变量名		符号	定义及取值
股利支付水平	总股利支付水平	*RDividend*	七种股利发放形式。将送股、转股等非现金股利形式根据股票当时的市值转化成货币计量形式加上现金股利，再除以净利润。
	现金股利支付水平	*RCash*	为每股红利与每股收益之比
会计稳健性	稳健性指数	*C_ Score*	根据 Khan 和 Watts 模型计算，*C_ ScoreSq* 表示 *C_ Score* 的平方项
	累计应计项	*CACC*	根据 Givoly 和 Hayn 模型计算，*ACCSq* 表示 *CACC* 的平方项
企业盈利能力		*Roe*	用净资产收益率表示，为本期净利润除以期末净资产
企业自由现金流		*FCF*	为每股整体自由现金流
公司的成长性		*Growth*	为营业收入增长额除以期初营业收入
资产负债率		*Lev*	为期末总负债除以期末资产总额
公司规模		Ln*Size*	取营业收入的自然对数
企业性质		*State*	虚拟变量。当企业为国有性质时其值取 1，为非国有企业时其值取 0
股权集中度		*Firstshr*	为第一大股东持股数量除以总股数
年度变量		*Year*	年度虚拟变量。设 5 个年度虚拟变量
行业变量		*Industy*	行业虚拟变量。设 20 个行业虚拟变量

（四）描述性统计

表 3 报告了变量的描述性统计结果。从股利支付水平来看，总股利支付水平高达 2.239，是净利润的两倍多，且最高的达到了 39.850，而现金股利则只有 0.210，说明还是以转股以及股票股利的方式为主。从稳健性表征变量来看，*C_ Score* 指标和 *CACC* 指标均值都为正，说明整体上，样本公司会计信息是稳健的，同时两个指标最小值、Q1、中位数、Q3 以及最大值的符号都相同，说明两个指标是一致的。

表 3　　主要变量的描述性统计

	样本量	最小值	Q1	均值	中位数	Q3	最大值
RDividend	3 896	0.000	0.000	2.239	0.147	0.477	39.850
RCash	3 896	0.000	0.000	0.210	0.114	0.313	1.713
C_ Score	3 896	−0.194	−0.034	0.036	0.033	0.099	0.321
C_ ScoreSq	3 896	0.000	0.001	0.013	0.005	0.016	0.103
CACC	3 896	−1.620	−0.119	0.032	0.061	0.243	0.869
ACCSq	3 896	0.000	0.007	0.187	0.035	0.115	6.574
Roe	3 896	−0.690	0.025	0.073	0.073	0.139	0.508
FCF	3 896	−2.066	0.016	0.383	0.272	0.680	3.617
Growth	3 896	−0.964	−0.055	0.226	0.097	0.268	7.122
Lev	3 896	0.120	0.331	0.489	0.496	0.646	0.811
Ln*Size*	3 896	19.920	20.880	21.720	21.630	22.450	23.950
State	3 896	0.000	0.000	0.406	0.000	1.000	1.000
Firstshr	3 896	0.091	0.235	0.359	0.335	0.464	0.750

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

四、实证结果与分析

(一) 相关性分析

表 4 报告了模型中主要变量的相关性分析。结果显示总股利支付水平 *Rdividend* 与 *C_ Score* 和 *C_ ScoreSq* 的 Pearson 相关系数分别为 0.245 和 -0.127，且都在 1% 的水平下显著，同时总股利支付水平 *Rdividend* 与 *ACC* 和 *ACCSq* 的 Spearman 相关系数分别为 0.173 和 -0.145，且都在 1% 的水平下显著。这说明整体上，总的股利支付水平与会计稳健性之间存在倒“U”型的关系。从发放红利水平的检验结果看，整体上与总股利支付水平相同，即：在不考虑其他因素下，现金股利支付水平与会计稳健性之间也存在倒“U”型的关系，与假设一致。

表 4 股利支付水平相关性分析

	RDividend	*RCash*	*C_ Score*	*C_ ScoreSq*	*ACC*	*ACCSq*	*Roe*	*Fcf*	*Growth*	*Lev*	LnSize	*State*	*Firstshr*
RDividend	1												
RCash	0.818***	1											
	(<0.000 1)												
C_ Score	0.245***	-0.239***	1										
	(0.034 9)	(<0.000 1)											
C_ ScoreSq	-0.127***	-0.095***	0.402***	1									
	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)										
CACC	0.173***	-0.127***	0.071***	0.078***	1								
	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)									
ACCSq	-0.145***	-0.159***	-0.025***	0.048***	0.213***	1							
	(0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.003 0)	(<0.000 1)								
Roe	0.361***	0.286***	-0.291***	-0.134***	-0.161***	0.058***	1						
	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.000 3)	(<0.000 1)							
FCF	0.224***	0.243***	-0.244***	-0.099***	0.356***	0.014***	0.322***	1					
	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.0854)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)						
Growth	0.149***	0.086***	-0.083***	-0.072***	-0.124***	0.037***	0.350***	0.117***	0.149***				
	(0.012 8)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.002 0)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.000 3)	(<0.000 1)	(<0.000 1)				
Lev	-0.266***	-0.283***	0.103***	0.067***	0.141***	0.230***	-0.082***	-0.02***	0.049***	1			
	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)				
LnSize	0.145***	0.161 2***	-0.645***	-0.218***	-0.068***	0.120***	0.235***	0.248***	0.126***	0.384***	1		
	(0.002 6)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.0108)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.0471)	(<0.000 1)			
State	-0.054***	-0.009***	-0.157***	-0.023***	0.128***	0.031***	-0.053***	0.096***	-0.009***	0.152***	0.246***	1	
	(<0.000 1)	(0.016 3)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.015 2)	(0.000 4)	(<0.000 1)	(0.002 2)	(<0.000 1)	(<0.000 1)		
Firstshr	0.151***	0.166***	-0.175***	-0.073***	-0.033***	0.014*	0.147***	0.119***	0.086	0.020***	0.204***	0.126***	1
	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.0706)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.589 1)	(0.034 5)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

(二) 股利支付水平的多元回归分析

表 5 报告了股利水平与会计稳健性多元回归的结果。从总股利支付水平与会计稳健性的结果来看，模型 1.1 (*Conservatism = C_ Score*) 中 *C_ ScoreSq* 系数为 -17.51，且在 1% 的水平下显著，模型 1.2 (*Conservatism = CACC*) 中 *ACCSq* 的系数为 -0.399，且在 1% 的水平下显著。说明在控制了其他影响总股利支付水平的因素后，会计稳健性与总股利支付水平呈现倒“U”型关系。

表 5 股利支付水平与会计稳健性多元回归结果

$$RDividend_{i,t} = {}_0 + {}_1 Conservatism_{i,t} + {}_2 ConservatismSq_{i,t} + {}_3 Roe_{i,t} + {}_4 FCF_{i,t} + {}_5 Growth_{i,t} + {}_6 Lev_{i,t} + {}_7 \mathrm{Ln}Size_{i,t} + {}_8 State_{i,t} + {}_9 Firstshr_{i,t} + \sum_{n=10}^{11} {}^n Year_{i,t} + \sum_{n=12}^{31} {}^n Industy_{i,t} + \xi_{i,t}$$

续前表

	模型 1.1 (*Conservatism = C_ Score*)	模型 1.2 (*Conservatism = CACC*)
C_ Score	4.739*	
	(1.87)	
C_ ScoreSq	-17.51***	
	(-2.61)	
CACC		1.325***
		(3.64)
ACCSq		-0.399***
		(-2.49)
Roe	2.743***	2.402***
	(3.55)	(3.08)
FCF	-0.016***	-0.179*
	(-2.12)	(-1.88)
Growth	0.173	0.168
	(1.42)	(1.36)

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

续前表

	模型 1.1 (*Conservatism* = *C_ Score*)	模型 1.2 (*Conservatism* = *CACC*)
Lev	-4.491***	-3.205***
	(-5.04)	(-5.02)
Ln*Size*	0.309	-0.075
	(1.26)	(-0.60)
State	-1.020***	-1.008***
	(-4.46)	(-4.39)
Firstshr	1.100	1.312*
	(1.53)	(1.82)
常数项	-2.626	5.145***
	(-0.51)	(2.02)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
Adj *R*-Sq	0.042 8	0.044 9
F Value	7.39***	7.72***

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

表 6 报告了红利水平与会计稳健性多元回归的结果。现金股利支付水平与稳健性检验显示，模型 1.3 (*Conservatism* = *C_ Score*) 中 *C_ ScoreSq* 的回归值为-0.253，且在 1% 的水平下显著，在模型 1.4 (*Conservatism* = *ACC*) 中 *ACCSq* 的系数为-0.023，且在 1% 的水平下显著，说明在控制了其他影响现金股利支付水平因素下，会计稳健性与现金股利支付水平呈现倒“U”型关系。即：当稳健性水平比较低时，红利水平随着稳健性的增强而升高，当红利水平过高时，会计稳健性则会降低这种过高的支付。

表 6　现金股利支付水平与会计稳健性多元回归结果

$$RCash_{i,t} = {}_0 + {}_1 Conservatism_{i,t} + {}_2 ConservatismSq_{i,t} + {}_3 Roe_{i,t} + {}_4 FCF_{i,t} + {}_5 Growth_{i,t} + {}_6 Lev_{i,t} + {}_7 \mathrm{Ln}Size_{i,t} + {}_8 State_{i,t} + {}_9 Firstshr_{i,t} + \sum_{n=10}^{11} {}_n Year_{i,t} + \sum_{n=12}^{31} {}_n Industry_{i,t} + \xi_{i,t}$$

	模型 1.3 (*Conservatism* = *C_ Score*)	模型 1.4 (*Conservatism* = *CACC*)
C_ Score	0.116*	
	(1.94)	
C_ ScoreSq	-0.253***	
	(-2.86)	
CACC		0.013*
		(1.88)
ACCSq		-0.023***
		(-3.21)
Roe	0.106***	0.107***
	(3.13)	(3.11)
FCF	0.029***	0.030***
	(4.73)	(4.50)

续前表

	模型 1.3 (*Conservatism* = *C_ Score*)	模型 1.4 (*Conservatism* = *CACC*)
Growth	-0.018***	-0.016***
	(-3.39)	(-2.97)
Lev	-0.412***	-0.378***
	(-10.52)	(-13.46)
Ln*Size*	0.050***	0.040***
	(4.60)	(7.44)
State	-0.012	-0.014
	(-1.22)	(-1.38)
Firstshr	0.162***	0.174***
	(5.13)	(5.49)
常数项	-0.754***	-0.557***
	(-3.29)	(-4.96)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
Adj *R*-Sq	0.105 5	0.107 6
F Value	17.85***	18.24***

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

(三) 稳健性检验

为了更加精确地检验会计稳健性与股利分配之间的关系，我们在变量设计和检验方法两个方面进行了以下稳健性检验。

1. 会计稳健性指数 (*C_ Score*) 的计算。对计算过程中使用到的个股超额收益率法采用替代方法计算。包括市场调整超额收益率和规模调整的超额收益率。

2. 应计项的计算。对于模型中应计项 (*ACC*) 的计算，使用资产负债表法。资产负债表法即用营运资本的变化来计量应计项。

3. 股利支付与否与会计稳健性的 Logistic 回归检验。本文分别进行了总股利支付和现金股利支付与会计稳健性的 Logistic 回归检验。

经过以上检验，结论基本一致。

五、研究结论和政策建议

本文从大股东与少数投资者冲突，以及股东与外部银行或金融机构等债权人冲突两条途径来分析会计稳健性与股利政策的作用机制，以我国 A 股上市公司 2008—2013 年年度面板数据为样本，采用 Khan 和 Watts 稳健性指数和 Givoly 和 Hayn 累计应计项分别测度稳健性水平，采用相关分析和多元回归模型对会计稳健性与上市公司股利分配进行了检验，研究发现，会计稳健性与总股利支付水平呈倒“U”型关系，与红利支付水平呈倒“U”型关系。研究结果表明，较

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

低的会计稳健性和较高的会计稳健性都会带来较低的股利支付水平特别是现金股利支付水平，与此同时，适中的会计稳健性带来适中的股利。本文分析认为，由于企业中存在大股东与中小股东的利益冲突，中小股东会要求企业进行一定的股利分配，作为一种公司治理机制，会计稳健性高的公司，股利分配水平会较高，但是由于企业中又存在股东与债权人的利益，而不能无限制进行股利分配，因此会计稳健性是大股东、小股东与债权人等企业契约的相关方之间博弈的结果。本文深化了会计稳健性产生的契约解释，扩展了以往研究主要集中于债务契约的特点，从会计稳健性的角度来研究公司的股利分配政策，丰富了稳健性经济后果论的相关研究。

本文的政策建议如下:

1. 股东可以借助会计稳健性这种治理机制更有效和低成本地治理经理层的代理问题，缓解委托代理过程中信息不对称引起的道德风险的发生和逆向选择的出现。股东利用稳健会计信息遏制非效率投资、解决融资约束，提高了资本经营效率。

2. 债权人可以通过稳健性会计信息降低偿债风险。稳健性的会计信息提供了债权人进行贷款发放的有用信息。可以根据客户会计稳健性程度作为发放规模、利率、期限等贷款决策的依据。在签订债务契约时可以通过保护条款，要求提高公司会计稳健性水平，限制大股东超额发放股利，保护自身利益。

3. 在新型转轨国家市场环境不是很健全的情况下，会计稳健性可以作为一种有效的外部治理机制。政府管理部门在制定会计准则时要充分考虑到会计稳健性的现实需求，提供稳健会计信息供给和需求的市场环境，提高会计信息在受托责任和有用决策中的作用。

参考文献

[1] Watts R. L. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications [J]. Accounting Horizons, 2003, 17 (3): 207-221.

[2] 姜国华，张然. 稳健性与公允价值: 基于股票价格反应的规范性分析 [J]. 会计研究，2007 (6): 20-25.

[3] 曹宇，李琳，孙铮. 公司控制权对会计盈余稳健性影响的实证研究 [J]. 经济管理，2005 (14): 34-42.

[4] La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1): 3-27.

[5] Faccio M., L. H. Lang, L. Young. Dividends and Expropriation [J]. American Economic Review, 2001, 45 (3): 54-78.

[6] Shleifer A., R. W. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. The Journal of Finance, 1997, 52 (2): 737-783.

[7] Rozeff M. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios [J]. Journal of Financial Research, 1982, 5 (3): 249-259.

[8] Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. The American Economic Review, 1986, 76 (2): 323-329.

[9] Miller M. H., F. Modigliani. Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares [J]. The Journal of Business, 1961, 34 (4): 411-433.

[10] 谢志华，杨克智. 会计稳健性运行机制研究 [J]. 审计与经济研究，2011 (2): 9-16.

[11] Pinnuck, Matt, Anne M Lillis. Profits Versus Losses: Does Reporting an Accounting Loss Act as a Heuristic Trigger to Exercise the Abandonment Option and Divest Employees? [J] The Accounting Review, 2007, 82 (4): 1031-1053.

[12] Jensen M., William Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976 (3): 305-360.

[13] 张荣武，伍中信. 产权保护、公允价值与会计稳健性 [J]. 会计研究，2010 (1): 28-34.

[14] Ahmed A. S., B. K. Billings, R. M. Morton, M. Stanford-Harris. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-shareholder Conflicts Over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs [J]. The Accounting Review, 2002, 77 (4): 867-890.

[15] Ball R., A. Robin G. Sadka. Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism [J]. . Review of Accounting Studies, 2008, 13 (2-3): 168-205.

[16] 索玲玲，杨克智，季皓. 会计稳健性与企业筹资的实证研究 [J]. 中国会计与财务研究，2013 (2): 1-25.

[17] DeAngelo H., L. DeAngelo, D. J. Skinner. Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 72 (3): 425-456.

[18] Khan M., R. Watts. Estimation and Validation of a Firm-year Measure of Conservatism [J/OL]. www. ssrn. cn, 2007.

[19] Qiang X. . The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross-sectional Evidence at the Firm Level [J]. The Accounting Review, 2007, 82 (3): 759-796.

[20] 朱松，夏冬林. 稳健会计政策，投资机会与企业投资效率 [J]. 财经研究，2010, 36 (6): 69-79.

(责任编辑: 韩 嫄 张安平)

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net