



# 会计稳健性与公司融资方式选择： 外源融资视角

刘柏, 琚涛

吉林大学商学院, 长春 130012

**摘要:**已有研究发现会计稳健性能够降低公司与外部投资人之间的信息不对称,却忽略了会计稳健性更能降低公司与股东还是债权人的信息不对称这一问题。不确定性已成为当今公司运营的重大挑战,研究会计稳健性对不同类型的外部投资人发挥的差异性作用意义重大。

基于信息不对称理论和委托代理理论,检验当公司进行外源融资时会计稳健性与公司融资方式选择之间的关系以及信息不对称的调节作用。以公司是否属于高科技这一蕴含高不确定性的行业,考察信息不对称发挥作用的边界。以2007年至2016年中国沪、深A股非金融类上市公司为研究样本,运用Logistic方法进行多元回归分析,采用工具变量法和处理效应法缓解潜在的内生性问题。

研究表明,①与股权融资相比,会计稳健性更能促进公司的债务融资选择。②公司与股东之间的信息不对称削弱了会计稳健性引起的公司债务融资偏好。③信息不对称的调节效应只存在于非高科技公司。上述结果意味着会计稳健性缓解公司与债权人之间的信息不对称。进一步研究发现,会计稳健性降低债务成本的效应在偏好债务融资的公司中更显著;与短期债务融资相比,会计稳健性导致公司更偏好长期债务融资;会计稳健性导致的公司债务融资偏好市场环境较好时更显著。

通过比较股东与债权人,拓展了从单一角度探索会计稳健性对公司债务融资或股权融资影响的研究。研究结果为管理者深入理解公司融资方式选择的内在逻辑和追求最优资本结构提供了重要的管理启示,对其进一步领悟外部投资人对公司会计稳健性的差异性诉求以及更有效率地融资具有一定的实践意义。

**关键词:**会计稳健性;股权融资;债务融资;信息不对称;非高科技公司

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **doi:**10.3969/j.issn.1672-0334.2020.05.010

**文章编号:**1672-0334(2020)05-0126-15

## 引言

融资作为投资的基础和保障,在公司发展壮大、创造价值的过程中发挥至关重要的作用。现实中,网络视频领域曾红极一时的乐视网悄然没落,中国最大的通信设备公司中兴通讯的生产经营曾一度停滞,巴菲特和比尔盖茨曾连续表达:“IBM越来越不像科技公司了”。这些典型事件和案例告诉我们,环

境不确定性成为当今公司面临的重大困难。对于投资人而言,既然不确定性难以规避,公司能否及时释放由不确定性引起的负面消息,应是其尤为关注的公司特征。有研究表明,会计稳健性缓解了公司与股东之间的信息不对称<sup>[1-3]</sup>,还有研究强调在债务合同中会计稳健性的信息作用<sup>[4-5]</sup>。然而,股东与债权人的出资和收益方式存在显著差异,两者对于

**收稿日期:**2018-05-20 **修返日期:**2018-12-10

**基金项目:**国家社会科学基金(18BJY232)

**作者简介:**刘柏,经济学博士,吉林大学商学院教授,研究方向为行为公司财务等,代表性学术成果为“‘营改增’对现代服务业企业的财务效应——基于双重差分模型的检验”,发表在2017年第10期《会计研究》,E-mail:Liubai@jlu.edu.cn

琚涛,吉林大学商学院博士研究生,研究方向为企业管理等,E-mail:307647212@qq.com

会计稳健性有不同的诉求。但究竟谁更关注公司的会计稳健性,会计稳健性更能降低公司与股东还是债权人的信息不对称,抑或会计稳健性更能促进公司的债务融资还是股权融资,已有研究并未给出明确的答案。

因此,本研究探讨会计稳健性对公司融资方式选择的影响,并进一步从公司与股东之间信息不对称角度探讨会计稳健性的作用边界。一方面拓展从单一角度探索会计稳健性影响公司债务融资或股权融资的研究<sup>[6-7]</sup>,另一方面通过强调外部投资人对管理者融资偏好的独立性,进一步探索中国市场中融资优序理论。

## 1 相关研究评述

### 1.1 信息不对称与融资优序

传统融资优序理论认为,管理者掌握着更多公司经营的信息,当其所在公司的股票价值被市场低估,管理者不愿意通过发行股票筹集资金。如果外部投资人明晰管理者的行为模式,他们将公司股权融资的行为当成是坏消息。最终的结果是公司会进行逆向选择,即融资呈现出留存收益、债务融资、权益融资的顺序偏好。在对融资优序理论进行实证检验的进程中,学者们产生了分歧。SHYAM-SUNDER et al.<sup>[8]</sup>利用157家美国上市公司的数据,通过直接比较静态权衡理论与融资优序理论后发现,融资优序理论形成了对公司融资行为最有力的解释;FAMA et al.<sup>[9]</sup>通过比较静态平衡理论与融资优序理论,认为它在解释公司相关行为决策时不存在差异性的冲突,两者都意味着更高的利润或更少的投资导致公司更高的股利支付,这同样验证了融资优序理论的适用性。然而,FRANK et al.<sup>[10]</sup>通过1971年至1998年美国公司数据发现,实证结果与融资优序理论相悖,即与债务融资相比,股权融资选择占据了主导地位。这主要由于1980年至1990年大量小企业公开上市,而小企业存在融资难等问题,使其并不遵循融资优序。此外,MORELLEC et al.<sup>[11]</sup>认为当公司拥有较多私人信息时,会加速相关的投资决策,这吞噬了行业竞争者的利益,因此公司偏好进行更具价值的股权融资。受资本市场、金融体系和法规制度的限制,融资优序理论在中国市场中的应用更是遇到了极大的挑战。黄少安等<sup>[12]</sup>发现中国上市公司强烈偏好股权融资,将这一现象的直接动因归结为股权融资成本较低;李霞<sup>[13]</sup>通过因子分析发现,影响中国上市公司偏好股权融资的因素按重要性排序分别为公司的股权结构、资本结构、获利能力和内部人控制制度。就公司是否存在最佳资本结构这一问题,动态权衡理论与融资优序理论存在完全相反的观点。李井林等<sup>[14]</sup>研究发现,中国上市公司存在目标资本结构,进一步验证了融资优序理论在中国市场应用时的阻碍。

一方面,正因为融资优序理论在实践中频频受阻,近年来学者们开始探索其适用的边界。LEARY

et al.<sup>[15]</sup>发现当将其他理论(如静态权衡理论)中影响融资决策的因素纳入到融资优序理论时,融资优序理论的预测准确性从不足50%提高到80%。李建标等<sup>[16]</sup>借鉴实验经济学的方法研究发现,当财富约束程度超过50%时,人们的融资方式偏好更符合融资优序;当财富约束程度低于50%时,人们对股权融资和债务融资并未显示出显著差异。于辉等<sup>[17]</sup>基于供应链的视角,通过数理模型发现,在供应链不合作的情景下,股权融资应成为被低估的高成长性零售商和被高估的零售商的最佳选择,而被低估的非高成长性零售商应遵循融资优序理论选择债权融资。管理者个人特征被认为是公司融资方式选择的重要影响因素。VIVIAN et al.<sup>[18]</sup>发现过度自信的管理者低估风险高估收益,进而更偏好股权融资;何瑛等<sup>[19]</sup>却认为当管理者为男性、教育水平越高、任期越短和有财务相关工作经历时,其更可能出现过度自信,也更偏向负债融资。

另一方面,由于公司内外部信息不对称是融资优序理论的逻辑根源,因此信息环境是融资优序的重要影响因素。叶陈刚等<sup>[20]</sup>基于重污染上市公司的数据发现,环境信息披露质量与股权融资成本显著负相关。此外,知识产权保护<sup>[21]</sup>和媒体报道<sup>[22]</sup>被认为缓解了公司的信息不对称水平,进而促进公司的股权融资;银企关联<sup>[23]</sup>、借贷双方的反复谈判<sup>[24]</sup>、广告宣传<sup>[25]</sup>、多个大股东<sup>[26-27]</sup>、分析师<sup>[28-29]</sup>和员工代表<sup>[30]</sup>被认为缓解了公司与债权人之间的信息不对称,从而有利于公司的债务融资。

### 1.2 会计稳健性与融资方式选择

信息不对称引发的委托代理问题阻碍了市场交易的顺利进行。显然,财务报告作为外部投资者获取公司财务绩效信息的基础途径,具有重要的经济意义。ABOODY et al.<sup>[31]</sup>认为高质量财务报告抑制了内部交易者对私人信息的利用,使内部人交易的利润率和公司的资本成本更低。同时,高质量财务报告缓解了公司与投资人之间的信息摩擦,提升了公司投资效率<sup>[32]</sup>。会计稳健性通过更严格地确认好消息、加大损失确认的及时性提升了财务报告质量。已有研究表明,会计稳健性缓解了公司与外部投资人之间的信息不对称。例如,会计稳健性提升了公司债务合同的有效性<sup>[33]</sup>,缓解了公司的融资约束<sup>[34]</sup>,缓解了股价暴跌风险<sup>[35]</sup>。因此,会计稳健性在降低公司与外部投资人之间的信息不对称中扮演了重要的角色。

部分研究从信息环境角度验证不同投资人对于公司信息特征的差异性反应。CHANG et al.<sup>[28,36]</sup>分别从分析师和审计师的角度进行研究,发现与债务融资相比,良好的信息环境促使公司更偏好于股权融资;李明辉等<sup>[37]</sup>发现权益融资和债务融资对信息不对称的敏感性不同,选择高质量审计师的公司,更倾向于进行权益融资。同时,公司治理对公司权益融资成本的影响显著大于对债务融资成本的影响<sup>[38]</sup>。

一方面,在融资优序理论中,管理者是信息不对

称的主动方,管理者往往根据自身偏好主动进行融资方式选择。但这忽略了如下问题:在信息不对称和环境不确定的情景中,拥有强烈逐利动机的投资人何依照管理者的偏好对其投资呢,而作为公司重要信息特征的会计稳健性很可能成为投资人重点关注的指标。另一方面,尽管已有研究从审计师、分析师和公司治理的角度证实不同投资人对于信息环境的差异性反应,但公司会计稳健性同样作为重要的信息因素,却鲜有学者研究。因此,本研究通过验证会计稳健性与公司融资方式之间的关系,探索股东和债权人谁更关注公司的会计稳健性。

## 2 理论分析和研究假设

有学者发现会计稳健性降低了公司与股东之间的信息不对称。LAFOND et al.<sup>[1]</sup>认为基于降低代理问题的诉求,股东需要更多的稳健性盈余。因此,会计稳健性降低了由管理层与股东之间的信息不对称造成的价值损失。LARA et al.<sup>[39]</sup>发现会计稳健性降低了股价的买卖价差和波动性,同时提高了分析师预测的准确性。进一步,KIM et al.<sup>[2]</sup>认为会计稳健性降低了股价崩盘的可能性,因此会计稳健性对股东来说至关重要。此外,已有研究发现会计稳健性实现了更低的股权融资成本<sup>[3,6]</sup>。因此,与债权人相比,会计稳健性更能降低公司与股东之间的信息不对称<sup>[3]</sup>。

还有学者强调会计稳健性在债务合同中的重要性。ZHANG<sup>[7]</sup>认为债权人通过稳健性及时确认公司破产信号而获得事后收益,而债务人则通过稳健性获得更低借款利息的事前收益;郑登津等<sup>[40]</sup>同样发现,会计稳健性越高,公司债务融资成本越低。损失的及时确认对于债权人来说极其重要。①大量的借款合同正是依据财务报告中的信息而签订,因此,财务报告中信息的及时确认是债权人保障其权力的最重要途径。相对来说股东不很关心信息是否直接在财务报告中体现,因为其可以通过其他途径获取相应的信息。②经济损失的及时确认促进了公司盈余和净价值的及时修正,这有利于及时发现和确认被违反的债务合同中的相关条款,这一过程赋予了债权人更加及时地对管理者的损失行为施加监管。

一方面,债权人有债务合同和抵押品等其他渠道保护自己不受管理层代理行为的影响,从这方面看股东更加关注公司的会计稳健性;另一方面,在公司抵押品趋于饱和的情况下,未来的盈利能力是公司获取外部资金的重要保障,这也导致会计稳健性是债权人尤其关注的特征。更为重要的是,在中国情景下,资本市场中散户占80%,投机氛围浓厚,散户缺乏专业知识,致使其不足以精准地捕捉隐藏在财务报告中的重要信息,导致会计稳健性的信息作用被忽略。总而言之,预测股东还是债权人更在乎公司的会计稳健性是困难的。因此,本研究提出竞争性假设。

$H_{1a}$  与债务融资相比,会计稳健性更能促进公司的股权融资方式选择;

$H_{1b}$  与股权融资相比,会计稳健性更能促进公司的债务融资方式选择。

若 $H_{1a}$ 成立,也就是说,股东更加关注公司的会计稳健性,从而会计稳健性更能降低公司与股东之间的信息不对称。当股东与公司之间的信息不对称程度较高时,股东对公司会计稳健性的诉求更加强烈。因此,本研究预期会计稳健性与股权融资偏好的关系在弱信息环境中更加显著。同理,若 $H_{1b}$ 成立,表明债权人更加关注公司的会计稳健性,从而会计稳健性更能降低公司与债权人之间的信息不对称。在债权人对会计稳健性的需求保持不变的情况下,当股东与公司之间的信息不对称程度较高时,股东对于会计稳健性的诉求较高,这导致债权人对会计稳健性的诉求相对较低。因此,本研究预期弱信息环境抑制会计稳健性与债务融资偏好的正相关关系。因此,本研究提出竞争性假设。

$H_{2a}$  若 $H_{1a}$ 成立,公司与股东之间的信息不对称促进会计稳健性与公司股权融资方式选择之间的正相关关系;

$H_{2b}$  若 $H_{1b}$ 成立,公司与股东之间的信息不对称抑制会计稳健性与公司债务融资方式选择之间的正相关关系。

已有研究表明,高科技公司与传统公司存在显著差异。①无形资产是高科技公司总资产的最重要组成部分,但现存的会计政策在无形资产计量方面存在缺陷,造成这类资产难以得到市场准确的估值,导致高科技公司的可抵押性低;②高科技公司因其自身特点,往往进行较多的研发投入,市场的变幻莫测导致该类公司面临的不确定程度更大;③创新产出是高科技公司的重要资源,在进行外部融资时公司倾向于隐藏相应的信息,不愿意向外部投资人披露。这些因素造成高科技公司与投资人之间更严重的信息不对称<sup>[21]</sup>。由 $H_{2a}$ 和 $H_{2b}$ 的逻辑可知,信息不对称之所以起调节作用,主要因为股东与债权人对公司会计稳健性信息的差异性反应。一方面,高科技公司较高的信息不对称增大了未来股价的不确定,导致股东要求更高的回报率;另一方面,债权人通过利息获得确定的收益,不确定性增大导致债权人收益与风险的非对称性。因此,不管是股东还是债权人,他们对高科技公司的会计稳健性都表现出较高的诉求。而对于非高科技公司,其未来不确定性相对较低,不同的外部投资者对公司会计稳健性的差异性反应依然存在。因此,本研究提出竞争性假设。

$H_{3a}$  若 $H_{2a}$ 成立,公司与股东之间的信息不对称对会计稳健性与公司股权融资方式选择之间关系的促进作用仅存在于非高科技公司,不存在于高科技公司;

$H_{3b}$  若 $H_{2b}$ 成立,公司与股东之间的信息不对称对会计稳健性和公司债务融资方式选择之间关系的抑制作用仅存在于非高科技公司,不存在于高科技公司。

图1给出本研究的逻辑框架。

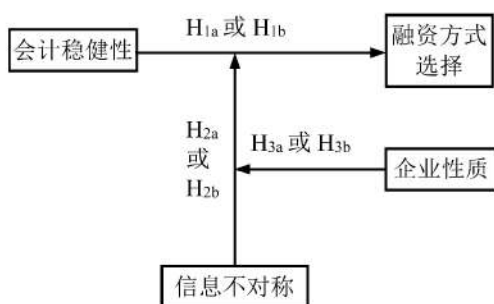


图1 理论逻辑框架

Figure 1 Logical Framework for Theory

### 3 研究设计

#### 3.1 样本选择

数据来源于2007年至2016年沪、深A股上市公司。2005年中国上市公司经历了股权分置改革,2006年年底改革基本完成。为了排除股权分置改革对研究结果的影响,本研究样本区间从2007年年末开始。由于本研究的会计稳健性变量滞后1期,因此该变量数据从2006年年末开始。为保证数据的质量,对数据进行清理:①剔除金融行业上市公司,因金融业受环境影响波动较大;②剔除ST、PT类公司,这类公司连续亏损,财务数据异常;③剔除当年上市的公司,当年上市公司的巨额股权融资对本研究的融资方式选择造成干扰;④剔除变量存在缺失值的公司;⑤剔除创业板上市公司。首先,创业板上市公司在信息披露方面与主板存在较大差异,低进入门槛导致财务报告信息不易被投资人关注;其次,数据显示,截至2012年底,创业板355家公司计划募集资金830多亿元人民币,但实际募集资金高达2 310多亿元人民币,因此股权融资的实现度高容易对本研究结果造成干扰。最终得到6 454个观测值,其中,股权融资样本的观测值为1 100个,债务融资样本的观测值为5 354个。所有数据均来自CSMAR国泰安数据库,采用Stata 14.0进行数据处理和分析。

#### 3.2 变量测量

##### 3.2.1 融资方式选择

传统的融资优序理论中包含了内部融资、股权融资和债务融资,本研究主要考察公司会计稳健性对不同外部融资方式的影响,因此选取公司股权融资和债务融资作为研究对象。借鉴李君平等<sup>[41]</sup>的方法,计算股权融资增长率和债务融资增长率,即

$$Geq_{i,t} = \frac{Equ_{i,t} - Sur_{i,t} - Und_{i,t}}{Ass_{i,t-1}} - \frac{Equ_{i,t-1} - Sur_{i,t-1} - Und_{i,t-1}}{Ass_{i,t-1}} \quad (1)$$

$$Gde_{i,t} = \frac{Deb_{i,t} - Deb_{i,t-1}}{Ass_{i,t-1}} \quad (2)$$

其中, $i$ 为公司, $t$ 为年, $Geq$ 为股权融资增长率, $Equ$ 为所有者权益总额, $Sur$ 为盈余公积总额, $Und$ 为未分配利润总额, $Ass$ 为资产总额, $Gde$ 为债务融资增长率,

$Deb$ 为负债总额。

为了测量公司对不同融资方式的选择偏好,借鉴CHANG et al.<sup>[36]</sup>的研究,将融资方式选择定义为:当 $Geq \geq 5\%$ 、 $Gde < 5\%$ 时,融资方式选择取值为1,表示偏好股权融资方式;当 $Geq \leq 5\%$ 、 $Gde > 5\%$ 时,融资方式选择取值为0,表示偏好债务融资方式。将融资方式选择变量记为 $Eis$ 。本研究以5%为阈值选择外部融资比例较高公司的原因是:较高的外部融资比例更可能代表公司是为了投资需要而融资,投资收益的不确定性才能引起投资者对会计稳健性的需求,而低外部融资对会计稳健性的敏感性较低。这种测量方式意味着将股权融资增长率和债务融资增长率同时大于5%的样本去除。

##### 3.2.2 会计稳健性

会计稳健性包括非条件稳健性和条件稳健性两类。非条件稳健性意味着在负面消息产生之前就采取稳健措施,如固定资产的加速折旧处理和历史成本法等,因此非条件稳健性又叫事前稳健性;条件稳健性则指对不同外部信息的差异性反应,具体为对好消息的确认标准比对坏消息的确认标准更加严格,其又被称为事后稳健性。考虑到条件稳健性在缓解不确定性方面发挥重要的作用,本研究选择条件稳健性作为会计稳健性的测量指标。KHAN et al.<sup>[42]</sup>认为公司规模、账面市值比和资本结构3个特征是Basu模型中会计盈余对外部信息的反应程度,以此发展出条件稳健性指数。具体计算方法如下:

①进行OLS回归,回归模型为

$$Eps_t/P_{t-1} = \eta_0 + \eta_1 Dr_t + (\mu_1 + \mu_2 Siz_t + \mu_3 Mtb_t + \mu_4 Lev_t) R_t + (\lambda_1 + \lambda_2 Siz_t + \lambda_3 Mtb_t + \lambda_4 Lev_t) Dr_t R_t + \omega_t \quad (3)$$

其中, $Eps$ 为年末每股盈余; $P$ 为年末每股价格; $R$ 为股票年度收益率; $Dr$ 为虚拟变量,当 $R \leq 0$ 时取值为1,否则取值为0; $Siz$ 为公司规模; $Mtb$ 为年末账面市值比; $Lev$ 为年末的资产负债率; $\eta_0$ 、 $\mu_1$ 和 $\lambda_1$ 为截距项; $\eta_1$ 为坏消息的反应系数; $\mu_2$ 、 $\mu_3$ 、 $\mu_4$ 分别为 $Siz$ 、 $Mtb$ 、 $Lev$ 对好消息确认速度的影响程度; $\lambda_2$ 、 $\lambda_3$ 、 $\lambda_4$ 分别为 $Siz$ 、 $Mtb$ 、 $Lev$ 对坏消息确认速度的影响程度; $\omega$ 为误差项。

②通过回归,将估计的 $\lambda_1 \sim \lambda_4$ 代入(4)式,得到条件稳健性评分,即

$$Csc_t = \lambda_1 + \lambda_2 Siz_t + \lambda_3 Mtb_t + \lambda_4 Lev_t \quad (4)$$

其中, $Csc$ 为条件稳健性评分,具体含义是:相对于好消息,会计盈余对坏消息的增量的确认倾向。因此,该值越大,表明会计盈余对坏消息更加敏感,意味着公司的条件稳健性越强。

##### 3.2.3 信息不对称

对于股东与公司之间的信息不对称程度,本研究通过几种方式测量。①已有研究表明,分析师增强了资本市场的信息透明度<sup>[28]</sup>。因此,本研究使用年度内分析师数量和分析师发布的研报数量测量信息不对称。分析师数量越多、研报数量越多,股东与公司之间的信息不对称程度越低。考虑到相关信息获取的困难,数据库中不存在分析师跟踪数据的公

司,其真实分析师的数量可能并不为0。为了减少数据统计误差对本研究结果的影响,将分析师数量为0的样本剔除。②由于投资数额巨大,机构投资者拥有强烈的动机监督管理层的活动,以降低其与公司之间的信息不对称<sup>[43]</sup>。因此,使用机构投资者持股比例作为公司与股东信息不对称的代理变量,该值越大,信息不对称程度越低。

3.2.4 控制变量

对企业融资方式选择的影响因素还有很多,为了更准确地测量会计稳健性的影响,本研究选取一系列控制变量<sup>[3]</sup>,分别为股价风险、成长性、股票回报率、资产负债率、公司规模、现金流、破产风险、股利支付率、公司年龄、实际控制人、审计师质量、董事会规模和独立董事比例。此外,还控制年份和行业虚拟变量。

具体变量定义见表1。

3.3 模型设定

为了验证会计稳健性对公司融资方式选择的影响,借鉴CHANG et al.<sup>[36]</sup>的研究,构建模型为

$$Eis_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Csc_{i,t-1} + \alpha_2 Ris_{i,t} + \alpha_3 Gro_{i,t} + \alpha_4 Yre_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 Siz_{i,t} + \alpha_7 Cas_{i,t} + \alpha_8 Z\_S_{i,t} + \alpha_9 Div_{i,t} + \alpha_{10} Age_{i,t} + \alpha_{11} Soe_{i,t} + \alpha_{12} Bg4_{i,t} + \alpha_{13} Boa_{i,t} + \alpha_{14} Id_{i,t} + \sum Yea_t + \sum Ind_j + e_{i,t}^1 \quad (5)$$

其中, $\alpha_0$ 为截距项, $\alpha_1 \sim \alpha_{14}$ 为各变量对公司融资方式选择的影响系数, $j$ 为行业, $e_{i,t}^1$ 为误差项。本研究选择Logistic模型进行回归估计。之所以选择滞后1期的Csc作为解释变量是因为:①缓解内生性的问题;②使公司在融资之前会计稳健性的信息作用能够被投资人获知,从而有利于本研究探究会计稳健性在股东与债权人之间发挥的信息作用的差异。

为了验证信息不对称在股东与公司之间的调节

表1 变量定义  
Table 1 Definition for Variables

变量	名称	定义
<i>Eis</i>	融资方式选择	股权融资增长率大于等于5%而债务融资小于5%时取值为1,表示偏好股权融资方式;股权融资增长率小于等于5%而债务融资大于5%时取值为0,表示偏好债务融资方式
<i>Csc</i>	会计稳健性	借鉴KHAN et al. <sup>[42]</sup> 的研究,具体见(3)式和(4)式
<i>Ana</i>	分析师数量	在1年内对公司进行过跟踪分析的分析师(团队)数量的自然对数
<i>Rep</i>	研报数量	在1年内对公司进行过跟踪分析的研报数量的自然对数
<i>Ins</i>	机构投资者持股比例	$\frac{\text{机构投资者持股总数}}{\text{总股数}}$
<i>Ris</i>	股价风险	考虑现金红利再投资的日回报率的标准差
<i>Gro</i>	成长性	$\frac{\text{本年度营业收入} - \text{上年度营业收入}}{\text{上年度营业收入}}$
<i>Yre</i>	股票回报率	考虑现金红利再投资的年股票回报率
<i>Lev</i>	资产负债率	$\frac{\text{年末总负债}}{\text{年末总资产}}$
<i>Siz</i>	公司规模	年末总资产的自然对数
<i>Cas</i>	现金流	$\frac{\text{货币资金}}{\text{年末总资产}}$
<i>Z_S</i>	破产风险	$1.200 \times \frac{\text{流动资金}}{\text{年末总资产}} + 1.400 \times \frac{\text{留存收益}}{\text{年末总资产}} + 3.300 \times \frac{\text{息税前利润}}{\text{年末总资产}} + 0.600 \times \frac{\text{市值}}{\text{年末总负债}} + 0.999 \times \frac{\text{销售收入}}{\text{年末总资产}}$
<i>Div</i>	股利支付率	$\frac{\text{总股利}}{\text{净利润}}$
<i>Age</i>	公司年龄	公司上市年限的自然对数
<i>Soe</i>	实际控制人	国有公司取值为1,否则取值为0
<i>Bg4</i>	审计师质量	审计师属于四大会计师事务所取值为1,否则取值为0
<i>Boa</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
<i>Id</i>	独立董事比例	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会人数}}$
<i>Yea</i>	年度	年度虚拟变量
<i>Ind</i>	行业	按2012年证监会的行业划分设置行业虚拟变量

作用及其作用边界,本研究构建模型为

$$Eis_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Csc_{i,t-1} + \theta_2 Ana_{i,t} + \theta_3 Csc_{i,t-1} \cdot Ana_{i,t} + \theta_4 Ris_{i,t} + \theta_5 Gro_{i,t} + \theta_6 Yre_{i,t} + \theta_7 Lev_{i,t} + \theta_8 Siz_{i,t} + \theta_9 Cas_{i,t} + \theta_{10} Z\_S_{i,t} + \theta_{11} Div_{i,t} + \theta_{12} Age_{i,t} + \theta_{13} Soe_{i,t} + \theta_{14} Bg4_{i,t} + \theta_{15} Boa_{i,t} + \theta_{16} Id_{i,t} + \sum Yea_i + \sum Ind_j + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (6)$$

其中,  $\theta_0$  为截距项,  $\theta_1 \sim \theta_{16}$  为各变量对公司融资方式选择的影响系数,  $\varepsilon_{i,t}^2$  为误差项。为了检验结果的稳健性,同时使用研报数量和机构投资者持股对  $Ana_{i,t}$  进行替换检验。

#### 4 实证结果分析

##### 4.1 描述性统计

表2给出相关变量的描述性统计结果,由于  $Ana$ 、 $Rep$  和  $Ins$  存在不同程度的数据缺失,致使这3个变量的观测值减少。由表2可知,在偏好债务融资的公司中,  $Csc$  的平均值为0.513;在偏好股权融资的公司中,  $Csc$  的平均值仅为0.307;两者的差异达到0.206,且在1%水平上显著。这意味着会计稳健性与债务融资正相关,  $H_{1b}$  得到初步验证。此外,除分析师数量、研报数量、资产负债率和独立董事比例外,债务融资组和股权融资组的其他变量均存在显著差异。本研究在

总样本内对所有连续变量进行上下1%水平的缩尾处理。

表3给出变量的相关性分析,  $Ana$  与  $Rep$  之间的相关性为0.953,表明分析师数量与分析师研报数量高度相关。除此之外,其他变量的相关性系数均小于0.500,意味着本研究的多重共线性程度较低。

##### 4.2 会计稳健性与公司融资方式选择

表4给出会计稳健性对公司融资方式选择的回归结果,为了保证检验结果的稳健性,本研究同时给出总样本和3种调节变量样本的回归结果。在使用3种方式测量股东与公司之间的信息不对称时,由于数据缺失造成观测值数量不同程度的减少,最终的回归样本分别为5 186、5 297和6 450。由表4的(1)列可知,总样本的会计稳健性的系数为-0.346,在5%水平上显著,在(2)列~(4)列3个调节变量子样本中会计稳健性均在5%水平上显著为负。这意味着会计稳健性与公司股权融资选择负相关,与债务融资选择正相关,  $H_{1b}$  得到验证。控制变量的结果表明,资产负债率越高、现金流越多、破产风险越高、股利支付率越高和上市时间越久,公司越可能采取股权融资,而成长性、股票回报率、公司规模、实际控制人和审计师质量的影响恰好相反。

表2 描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	债务融资					股权融资					均值 t 检验	
	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值	均值差异	t 值
<i>Csc</i>	5 354	0.513	1.292	-0.790	4.331	1 100	0.307	1.037	-0.790	4.331	0.206	4.964***
<i>Ana</i>	4 275	1.849	1.086	0	3.689	911	1.825	1.035	0	3.689	0.025	0.624
<i>Rep</i>	4 373	2.322	1.302	0	4.605	924	2.338	1.245	0	4.605	-0.016	-0.346
<i>Ins</i>	5 351	0.209	0.209	0	0.823	1 099	0.258	0.211	0	0.823	-0.049	-7.085***
<i>Ris</i>	5 354	0.031	0.009	0.016	0.056	1 100	0.033	0.010	0.016	0.056	-0.002	-7.141***
<i>Gro</i>	5 354	0.190	0.371	-0.569	2.905	1 100	0.130	0.370	-0.569	2.905	0.060	4.880***
<i>Yre</i>	5 354	0.296	0.766	-0.733	3.329	1 100	0.376	0.757	-0.733	3.329	-0.080	-3.181***
<i>Lev</i>	5 354	0.495	0.192	0.055	0.876	1 100	0.490	0.185	0.055	0.876	0.006	0.896
<i>Siz</i>	5 354	22.363	1.273	19.722	25.920	1 100	22.082	1.041	19.720	25.920	0.271	6.624***
<i>Cas</i>	5 354	0.157	0.103	0.012	0.596	1 100	0.190	0.118	0.012	0.596	-0.032	-9.205***
<i>Z_S</i>	5 354	3.739	3.873	0.267	48.900	1 100	7.693	9.054	0.267	48.900	-3.954	-23.244***
<i>Div</i>	5 354	0.235	0.300	0	1.868	1 100	0.258	0.320	0	1.868	-0.022	-2.239**
<i>Age</i>	5 354	2.299	0.586	1.099	3.178	1 100	2.342	0.561	0.693	3.178	-0.043	-2.249**
<i>Soe</i>	5 354	0.531	0.499	0	1	1 100	0.438	0.496	0	1	0.093	5.612***
<i>Bg4</i>	5 354	0.086	0.280	0	1	1 100	0.036	0.187	0	1	0.049	5.596***
<i>Boa</i>	5 354	2.187	0.200	1.609	2.708	1 100	2.163	0.196	1.609	2.708	0.024	3.675***
<i>Id</i>	5 354	0.370	0.053	0.300	0.571	1 100	0.371	0.052	0.300	0.571	-0.001	-0.685

注:\*\*\*为在1%水平上显著,\*\*为在5%水平上显著,下同。

表3 相关系数  
Table 3 Correlation Coefficients

	<i>Eis</i>	<i>Csc</i>	<i>Ana</i>	<i>Rep</i>	<i>Ins</i>	<i>Ris</i>	<i>Gro</i>	<i>Yre</i>	<i>Lev</i>	<i>Siz</i>	<i>Cas</i>	<i>Z_S</i>	<i>Div</i>	<i>Age</i>	<i>Soe</i>	<i>Bg4</i>	<i>Boa</i>
<i>Eis</i>	1																
<i>Csc</i>	-0.062***	1															
<i>Ana</i>	-0.031**	0.090***	1														
<i>Rep</i>	-0.020	0.030***	0.953***	1													
<i>Ins</i>	0.087***	-0.068***	0.164***	0.182***	1												
<i>Ris</i>	0.086***	-0.108***	-0.181***	-0.165***	-0.073***	1											
<i>Gro</i>	-0.064***	0.107***	0.069***	0.070***	0.058***	0.024***	1										
<i>Yre</i>	0.040***	-0.016*	-0.053***	-0.048***	-0.066***	0.320***	0.065***	1									
<i>Lev</i>	0.005	0.055***	-0.027***	-0.023**	0.011	0.020**	0.016**	0.019**	1								
<i>Siz</i>	-0.073***	0.002	0.331***	0.346***	0.217***	-0.202***	0.067***	-0.108***	0.435***	1							
<i>Cas</i>	0.095***	0.021**	0.105***	0.104***	0.045***	-0.036***	0.037***	-0.003	-0.311***	-0.155***	1						
<i>Z_S</i>	0.264***	0.008	0.053***	0.051***	0.036***	0.109***	0.014*	0.147***	-0.580***	-0.365***	0.358***	1					
<i>Div</i>	0.027**	-0.060***	0.054***	0.054***	0.011	-0.080***	-0.051***	-0.041***	-0.174***	0.040***	0.116***	0.076***	1				
<i>Age</i>	0.068***	-0.009	-0.063***	-0.047***	0.050***	-0.013*	-0.025***	-0.004	0.357***	0.240***	-0.217***	-0.209***	-0.163***	1			
<i>Soe</i>	-0.058***	0.060***	0.011	-0.015	0.027***	-0.037***	-0.045***	-0.022***	0.259***	0.290***	-0.108***	-0.225***	-0.056***	0.346***	1		
<i>Bg4</i>	-0.067***	0.027***	0.189***	0.196***	0.118***	-0.094***	-0.008	-0.033***	0.084***	0.373***	-0.055***	-0.085***	0.036***	0.028***	0.130***	1	
<i>Boa</i>	-0.039***	0.046***	0.118***	0.098***	0.043***	-0.060***	0.001	-0.013*	0.138***	0.234***	-0.042***	-0.152***	0.046***	0.048***	0.237***	0.099***	1
<i>Id</i>	0.010	-0.008	0.026***	0.034***	0.018**	-0.016**	0.005	-0.018**	-0.003	0.067***	0.011	0.031***	-0.016**	-0.014*	-0.045***	0.047***	-0.425***

注：\*为在10%水平上显著，下同。

表4 会计稳健性与融资方式选择的检验结果  
Table 4 Test Results for Accounting Conservatism and Financing Choices

变量	融资方式选择				变量	融资方式选择			
	总样本 (1)	分析师 样本(2)	研报 样本(3)	机构投资者 者样本(4)		总样本 (1)	分析师 样本(2)	研报 样本(3)	机构投资者 者样本(4)
常数项	-1.993 (-1.623)	0.061 (0.041)	-0.130 (-0.090)	-1.981 (-1.613)	<i>Div</i>	0.373*** (3.431)	0.379*** (3.0003)	0.366*** (2.935)	0.377*** (3.470)
<i>Csc</i>	-0.346** (-2.294)	-0.354** (-2.043)	-0.333** (-1.975)	-0.357** (-2.361)	<i>Age</i>	0.225*** (2.688)	0.241*** (2.598)	0.258*** (2.796)	0.233*** (2.780)
<i>Ris</i>	-10.393 (-1.183)	-13.707 (-1.393)	-14.838 (-1.525)	-10.388 (-1.182)	<i>Soe</i>	-0.334*** (-3.717)	-0.315*** (-3.134)	-0.325*** (-3.267)	-0.336*** (-3.742)
<i>Gro</i>	-0.836*** (-5.013)	-0.875*** (-4.524)	-0.870*** (-4.577)	-0.828*** (-4.993)	<i>Big4</i>	-0.610*** (-3.154)	-0.499** (-2.453)	-0.532*** (-2.646)	-0.609*** (-3.146)
<i>Yre</i>	-0.252*** (-2.845)	-0.237** (-2.439)	-0.213** (-2.212)	-0.252*** (-2.841)	<i>Boa</i>	-0.088 (-0.388)	0.001 (0.005)	-0.008 (-0.031)	-0.095 (-0.415)
<i>Lev</i>	4.654*** (12.864)	5.462*** (13.112)	5.261*** (12.902)	4.648*** (12.846)	<i>Id</i>	0.756 (0.938)	0.268 (0.303)	0.300 (0.344)	0.723 (0.895)
<i>Siz</i>	-0.153*** (-3.246)	-0.278*** (-4.775)	-0.263*** (-4.635)	-0.153*** (-3.244)	年度和 行业	控制	控制	控制	控制
<i>Cas</i>	2.063*** (5.169)	2.240*** (4.991)	2.167*** (4.911)	2.067*** (5.177)	观测值	6 454	5 186	5 297	6 450
<i>Z_S</i>	0.196*** (9.988)	0.203*** (9.226)	0.200*** (9.298)	0.196*** (9.980)	<i>R</i> <sup>2</sup>	0.161	0.180	0.176	0.161
					卡方值	1 449.752***	1 216.325***	1 213.397***	1 448.535***

注：括号内数据为t值，在公司层面进行Cluster处理，下同。

4.3 股东与公司之间信息不对称的调节作用及边界

表5给出股东与公司之间信息不对称的调节作用及其边界的回归结果。在上面的验证中,本研究的实证结果支持 $H_{1b}$ ,因此这部分主要检验 $H_{2b}$ 是否成立。表5的(1)列~(3)列给出基于3种测量方式的信息不对称调节作用的结果, $Csc \cdot Ana$ 的系数为-0.012, $Csc \cdot Rep$ 的系数为-0.005, $Csc \cdot Ins$ 的系数为-0.585,均在1%水平上显著。由于分析师数量越多、研报数量越多和机构投资者持股越高,信息不对称程度越低,因此上述实证结果意味着股东与公司之间的信息不对称减弱了会计稳健性与债务融资之间的正相关关系, $H_{2b}$ 得到验证。(4)列~(9)列给出信息不对称作用边界的回归结果,3个交互项的系数在(4)列、(6)列和(8)列中均显著为负,在(5)列、(7)列和(9)列中均为负但不显著,表明股东与公司之间信息不对称的调节作用仅存在于非高科技公司中, $H_{3b}$ 得到验证。

4.4 稳健性检验

4.4.1 内生性检验

本研究结果存在另外两种解释。①互为因果,

即管理层为了实现未来的融资偏好提前塑造当前的会计稳健性。为了解决互为因果的内生性问题,本研究以剔除样本公司以外的同行业、同年度内其他公司的平均会计稳健性作为工具变量进行重新检验。选择这一工具变量是因为,由于同一行业内经营环境和公司特质具有相似性,再加上行业内公司之间相互模仿,因此本公司会计稳健性指标与行业内其他公司的会计稳健性指标应高度相关,满足工具变量的相关性要求。同时其他公司的会计稳健性指标不影响本公司的融资方式选择,这满足外生性要求。②已有研究表明,债权人要求债务比例较高的公司采取更加稳健的会计政策。因此,债务比例较高的公司更倾向于采取更稳健的会计政策。为了解决样本选择偏差问题,本研究借鉴 HARADA et al.<sup>[44]</sup>的做法,将会计稳健性变量以中位数分组设置虚拟变量( $CscX$ ),即高于中位数组取值为1,表示会计稳健性较高;低于中位数组取值为0,表示会计稳健性较低。然后使用处理效应模型进行估计。

表6给出工具变量和处理效应的检验结果,与分析师数量和机构投资者持股比例相比,研报数量的

表5 信息不对称的调节作用及其边界  
Table 5 Moderating Effect of Information Asymmetry and Its Boundary

变量	融资方式选择								
	分析师数量 (1)	研报数量 (2)	机构投资者 (3)	非高科技 (4)	高科技 (5)	非高科技 (6)	高科技 (7)	非高科技 (8)	高科技 (9)
常数项	-0.523 (-0.328)	-0.923 (-0.585)	-2.168* (-1.748)	0.542 (0.299)	-4.497 (-1.302)	0.147 (0.081)	-4.914 (-1.451)	-1.914 (-1.323)	-3.627 (-1.440)
<i>Csc</i>	-0.538*** (-2.886)	-0.517*** (-2.826)	-0.398** (-2.566)	-0.540** (-2.450)	-0.501 (-1.337)	-0.523** (-2.416)	-0.447 (-1.222)	-0.528*** (-2.860)	-0.070 (-0.230)
<i>Ana</i>	0.007 (1.131)			0.010 (1.374)	-0.008 (-0.634)				
<i>Csc · Ana</i>	-0.012*** (-2.918)			-0.013*** (-2.714)	-0.013 (-1.361)				
<i>Rep</i>		0.002 (0.767)				0.003 (1.109)	-0.005 (-0.938)		
<i>Csc · Rep</i>		-0.005*** (-2.653)				-0.006** (-2.442)	-0.005 (-1.216)		
<i>Ins</i>			0.992*** (4.870)					1.218*** (5.261)	0.283 (0.654)
<i>Csc · Ins</i>			-0.585*** (-2.680)					-0.691*** (-2.837)	-0.223 (-0.539)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	5 186	5 297	6 450	4 135	1 051	4 231	1 066	5 156	1 294
$R^2$	0.182	0.178	0.166	0.186	0.195	0.181	0.194	0.172	0.170
卡方值	1 218.136***	1 243.342***	1 393.163***	1 124.531***	100.965***	1 161.168***	100.159***	1 372.633***	85.848***



调节效果最好,因此本研究选择研报数量列示于表中;*Lam*为处理效应模型中检验是否存在自选择偏差问题的指标;因引入新的工具变量存在数据缺失,导致观测值减少。(1)列和(5)列检验会计稳健性对公司融资方式选择的影响,(2)列和(6)列检验信息不对称的调节作用,(3)列、(4)列、(7)列和(8)列以是否为高科技企业分组,检验调节作用发挥的边界。首先,(1)列~(4)列中,*F*值均大于10,表明不存在弱工具变量的问题。其次,(5)列~(7)列中,*Lam*系数显著为正,即样本选择偏差问题确实存在。但在控制了这些干扰因素后,本研究结论依旧不变。

4.4.2 其他稳健性检验

(1) 更换回归模型

在前文中,本研究剔除股权融资和债务融资同时达到5%以上的样本。作为稳健性检验,本研究加入这部分样本,使用多项Logistic模型进行回归。

(2) 更换会计稳健性的测量方式

借鉴张金鑫等<sup>[34]</sup>的方法,本研究使用以下方法重新对条件稳健性进行测量,即

$$Con_{i,t} = \frac{Std\_Ebi_i}{Ass_{i,t}} \quad (7)$$

其中,*Con*为通过公司盈余的波动性测量的会计稳健

性,由于会计稳健性要求坏消息及时确认,因此*Con*值越大,公司会计稳健性越高;*Std\_Ebi<sub>i</sub>*为*i*公司在样本期间息税前利润的标准差。

(3) 更换信息不对称的测量方式

AMIHUD et al.<sup>[45]</sup>提出用非流动比率测量信息不对称程度。对于交易量很大的股票来说,某一笔交易引起股票价格变化较小,所以当股票的流动性很大时,投资者逆向选择成本较小。通常认为逆向选择成本是由信息不对称程度引起的,较低的逆向选择成本表明信息不对称程度越低。计算公式为

$$非流动比率 = \frac{\sum \sqrt{\frac{|股票日收益率|}{股票日交易量}}}{T} \quad (8)$$

其中,*T*为个股每年交易的天数。由于股票日交易量和股票日收益率的数值在量级上相差较大,所以最终非流动性指标的数值在原值基础上乘以10 000。非流动性越大,表明信息不对称程度越大。

(4) 重新确认融资方式选择标准

在前文,将融资方式选择定义为:当股权融资增长率大于等于5%而债务融资增长率小于5%时,取值为1,表示偏好股权融资方式;股权融资增长率小于等于5%而债务融资增长率大于5%时,取值为0,表示

表6 工具变量和处理效应的内生性检验结果

Table 6 Endogenous Test Results for Instrumental Variables and Treatment Effect

变量	工具变量:融资方式选择				处理效应:融资方式选择			
	(1)	(2)	非高科技 (3)	高科技 (4)	(5)	(6)	非高科技 (7)	高科技 (8)
常数项	-2.054*** (-3.730)	-1.646** (-2.487)	-1.642** (-2.182)	-2.625* (-1.752)	0.101 (0.932)	0.279** (2.140)	0.228 (1.608)	0.484 (1.461)
<i>Csc</i>	-0.086*** (-4.545)	-0.093*** (-4.618)	-0.101*** (-4.373)	-0.065 (-1.509)				
<i>CscX</i>					-0.074*** (-3.574)	-0.078*** (-3.508)	-0.072*** (-3.011)	-0.087 (-1.489)
<i>Rep</i>		0.001 (0.105)	0.001 (0.523)	-0.004 (-1.571)		0.0002 (0.892)	0.0003 (1.042)	-0.0002 (-0.482)
<i>Csc · Rep</i>		-0.002** (-2.301)	-0.002** (-2.411)	-0.001 (-0.432)				
<i>CscX · Rep</i>						-0.0003** (-2.145)	-0.0003** (-2.099)	-0.0002 (-0.587)
<i>Lam</i>					0.033** (2.366)	0.036** (2.340)	0.028* (1.687)	0.051 (1.270)
第一阶段IV系数	0.983***	0.998***	1.002***	0.985***	1.221***	1.431***	1.586***	0.956***
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	6 450	5 293	4 227	1 066	6 450	5 293	4 227	1 066
卡方值	666.000***	590.118***	470.616***	143.182***	1 087.036***	987.651***	722.527***	273.194***

偏好债务融资方式。在此,本研究分别使用4%和6%作为区分股权融资还是债务融资的确定标准,进行稳健性检验。此外,本研究通过扩大股权融资与债务融资比例的差异增加研究结果的稳健性,股权融资增长率大于等于5%、债务融资增长率小于5%且股权融资增长率与债务融资增长率的差大于3%时,取值为1,表示偏好股权融资方式;股权融资增长率小于等于5%、债务融资增长率大于5%且债务融资增长率与股权融资增长率的差大于3%时,取值为0,表示偏好债务融资方式。

以上4种稳健性检验结果表明,前文的研究结果依旧稳健。由于篇幅限制,此处未报告上述4种稳健性检验的结果,备案。

5 进一步研究

5.1 影响机制分析

前文发现,与股权融资相比,会计稳健性更能促进公司的债务融资方式选择,但其中的影响机制并不清楚。已有研究表明,会计稳健性有利于降低公司的股权融资成本或债务融资成本<sup>[6,46]</sup>。因此,本研究通过(9)式和(10)式验证融资成本是否是会计稳健性影响公司融资偏好的渠道之一。为排除其他因素干扰,控制变量与前文一致。

$$Coe_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 Csc_{i,t-1} + \varphi_2 Eis_{i,t} + \varphi_3 Csc_{i,t} \cdot Eis_{i,t} + \sum Con + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (9)$$

$$Cod_{i,t} = \kappa_0 + \kappa_1 Csc_{i,t-1} + \kappa_2 Eis_{i,t} + \kappa_3 Csc_{i,t} \cdot Eis_{i,t} +$$

$$\sum Con + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (10)$$

其中, $Coe$ 为股权融资成本,本研究借鉴姜付秀等<sup>[47]</sup>的研究,使用CAPM模型进行估算,股权融资成本=无风险收益率+ $\beta$ (市场年收益率-无风险收益率),无风险收益率为整存整取定期存款存期为1年的利率,市场年收益率=考虑现金红利再投资的综合月市场回报率(根据流通市值加权计算) $\times 12$ , $\beta$ 为每个公司的beta系数。 $Cod$ 为债务融资成本,本研究借鉴陆贤伟等<sup>[48]</sup>的研究,令

$$\text{债务融资成本} = \frac{\text{利息总支出}}{\text{期初、期末长期和短期负债总额的平均值}}$$

其中,利息总支出包括利息支出和利息费用,短期负债包括短期借款、1年内到期的长期借款,长期负债包括长期借款、应付债券、长期应付款和其他长期负债。 $\varphi_0$ 和 $\kappa_0$ 为截距项, $\varphi_1 \sim \varphi_3, \kappa_0 \sim \kappa_3$ 为各变量对融资成本的影响系数, $\varepsilon_{i,t}^3$ 和 $\varepsilon_{i,t}^4$ 为误差项。

本研究预期,在(9)式和(10)式中, $Csc$ 的系数均显著为负,表明会计稳健性能够降低公司的股权融资成本和债务融资成本。但依据前文的结论,与股东相比,债权人更关注公司的会计稳健性,因此在债务融资中,会计稳健性应更能降低公司的债务融资成本,即 $\kappa_3$ 应显著为正。由于股东并不比债权人更关注公司的会计稳健性,因此在股权融资中,会计稳健性对公司股权融资成本的影响应不存在显著差异,即 $\varphi_3$ 不显著。表7给出影响机制的实证结果,由于债务融资成本变量和股权融资成本变量存在不同程度的

表7 进一步研究检验结果  
Table 7 Test Results for Further Study

变量	债务和股权融资成本检验				长期和短期债务融资偏好检验			
	债务融资成本		股权融资成本		Logit		随机效应	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
常数项	0.089*** (5.364)	0.088*** (5.344)	-0.457*** (-4.765)	-0.461*** (-4.799)	0.671*** (20.711)	-0.506 (-0.550)	0.671*** (21.196)	-0.452 (-0.628)
$Csc$	-0.003* (-1.692)	-0.004* (-1.742)	-0.006 (-0.521)	-0.005 (-0.446)	-0.346*** (-2.706)	-0.277* (-1.933)	-0.343** (-2.545)	-0.276* (-1.897)
$Eis$		0.002 (1.499)		0.020** (2.144)				
$Csc \cdot Eis$		0.003** (2.521)		-0.002 (-0.422)				
控制变量	控制	控制	控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
年度和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	4 550	4 550	6 444	6 444	5 354	5 354	5 354	5 354
$R^2$	0.115	0.117	0.902	0.902	0.053	0.066		
F 值	10.011***	10.398***	593.454***	567.036***				
卡方值					296.357***	342.646***	267.296***	332.100***

缺失值,因此观测值有所减少。(1)列为会计稳健性与债务融资成本的回归结果, $Csc$ 的系数显著为负;(2)列为公司融资方式调节作用的回归结果, $Csc \cdot Eis$ 的系数显著为正;(3)列为会计稳健性与股权融资成本的回归结果, $Csc$ 的系数虽不显著,但同样为负;(4)列为公司融资方式调节作用的回归结果, $Csc \cdot Eis$ 的系数并不显著。实证结果验证了前述假设。

### 5.2 长期和短期债务融资偏好

与短期债务合同相比,长期债务合同更可能因为面临严重的环境不确定性而使债权人遭受损失。赵刚等<sup>[46]</sup>的研究表明,会计稳健性高的公司在债务融资中获得了更多的贷款金额、更长的贷款期限、更低的贷款利率。基于此,本研究选择采取债务融资的样本进一步检验,与短期融资相比,会计稳健性是否促进公司的长期债务融资偏好。采用的模型为

$$Tdi_{i,t} = \psi_0 + \psi_1 Csc_{i,t-1} + \sum Con + \varepsilon_{i,t}^5 \quad (11)$$

其中, $Tdi$ 为年末债务融资期限选择,分别计算当年新增流动负债和非流动负债占期初总资产的比例,当新增流动负债比例大于新增非流动负债比例时, $Tdi$ 取值为1,表示短期债务融资,否则取值为0; $\psi_0$ 为截距项, $\psi_1$ 为会计稳健性对债务融资期限的影响系数, $\varepsilon_{i,t}^5$ 为误差项。

为了验证研究结果的稳健性,同时采用Logit模型和MLE的随机效应模型进行估计。表7(5)列~(8)列给出长期和短期债务融资偏好的检验结果,会计稳健性系数均显著为负,表明与短期债务融资相比,会计稳健性更能促进公司的长期债务融资。结果同样与预期一致。

### 5.3 市场环境的影响

理论上,不同外部市场态势下会计稳健性与公司融资方式选择的关系可能不同。其理由是:市场环境较好时,股东情绪更加高涨,更容易导致投资人产生盲目跟风的行为,从而忽略公司基本面的信息。而无论市场行情好坏,债权人都将获得相对稳定的收益,其对公司基本面信息的需求将较少受到市场环境的影响。此时债权人相对于股东更有动机追求公司的会计稳健性。当市场环境较差时,股东将趋于理性,追求公司内在价值的动机更为强烈,进而更关注公司的会计信息。此时债权人与股东对公司会计稳健性的需求将无显著性的差异。因此,本研究预期,与市场环境较差时相比,当市场环境较好时,债权人比股东对公司会计稳健性的需求更强烈。

因此,本研究通过两种方式划分市场环境。①以金融危机为区分标准。尽管2008年9月雷曼兄弟破产预示着此轮金融危机已经形成,但2007年开始,美国超额次贷的潜在危机已开始显现,而在金融危机正式爆发后,市场恐慌情绪需要一定时间的释放期。因此,本研究将2007年至2009年的样本定义为金融危机的样本,将2010年至2016年的样本定义为非金融危机的样本。②以熊市和牛市为区分标准。第一,借鉴PAGAN et al.<sup>[49]</sup>的研究,本研究使用波峰波谷

判定法对公司处于熊市还是牛市进行判定。具体的,当市场指数从波谷上升到波峰且此过程维持一定时间时,市场处于牛市阶段;反之,则处于熊市阶段。图2给出2007年至2016年上证指数走势图。由图2可知,在2007年至2016年的样本期间内,牛市主要是2007年、2009年、2014年和2016年,熊市主要是2008年、2010年至2013年、2015年。第二,借鉴肖继辉等<sup>[50]</sup>的研究,采用市场平均收益判定法区分牛市和熊市。具体的,当某个时间段内市场平均收益为正,该阶段为牛市;反之,则为熊市。因此,本研究分别统计样本期间上证指数的收益率,并以此代表市场平均收益率( $R_m$ ),并用1年期银行存款收益率测量无风险收益率( $R_f$ ),进而计算样本期内各年度的市场超额收益( $R_m - R_f$ ),即2007年的为0.932,2008年的为-0.685,2009年的为0.769,2010年的为-0.169,2011年的为-0.248,2012年的为0,2013年的为-0.099,2014年的为0.501,2015年的为0.074,2016年的为-0.143。因此,本研究将2007年、2009年、2014年和2015年定义为牛市,将2008年、2010年至2013年、2016年定义为熊市。

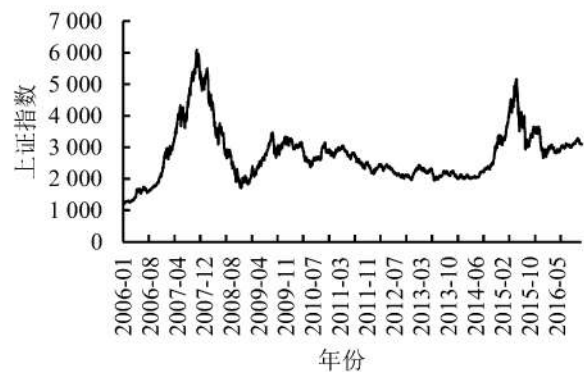


图2 上证指数走势图

Figure 2 Chart of Shanghai Index Trend

表8给出市场环境影响的检验结果。由于分组之后子样本出现同行业、同年度被解释变量同为0或同为1的情况,这一部分样本在回归时因无法估计系数而自动删除,导致观测值数量减少。由表8可知,在(2)列的非金融危机样本中, $Csc$ 的系数显著为负;而在(1)列的金融危机样本中, $Csc$ 的系数不显著。同样的,在(3)列和(5)列的牛市样本中, $Csc$ 的系数均显著为负;而在(4)列和(6)列的熊市样本中, $Csc$ 的系数均不显著。这意味着,在市场环境较好时,债权人比股东更显著追求公司的会计稳健性;在市场环境较差时,债权人与股东对公司会计稳健性的需求差异不再显著。这与本研究的预期一致。

## 6 结论

### 6.1 研究结果

本研究以2007年至2016年中国A股非金融业上市公司为样本,考察不同类型外部投资人对公司会计

表8 市场环境影响的检验结果  
Table 8 Test Results for Market Environment Impact

变量	金融危机样本 (1)	非金融危机样本 (2)	牛市样本1 (3)	熊市样本1 (4)	牛市样本2 (5)	熊市样本2 (6)
常数项	-3.570 (-1.343)	-1.705 (-1.221)	-2.789 (-1.633)	-2.316 (-1.229)	-2.203 (-1.227)	-1.109 (-0.616)
<i>Csc</i>	0.060 (0.212)	-0.431* (-1.867)	-0.334* (-1.699)	-0.542 (-1.624)	-0.450*** (-2.711)	0.256 (0.699)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1 349	5 089	2 359	4 091	2 394	4 056
年度和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$R^2$	0.140	0.181	0.150	0.169	0.138	0.189
卡方值	86.704***	1 110.411***	182.663***	1 373.328***	136.902***	1 296.484***

注:牛市样本1和熊市样本1以波峰波谷为区分标准,牛市样本2和熊市样本2以市场平均收益为区分标准。

稳健性是否存在差异性的诉求,得到以下研究结果。

(1) 会计稳健性作为公司缓解信息不对称的重要策略之一,在不同类型投资人中发挥的作用存在差异,这一差异表现在公司融资方式的选择上。与股权融资相比,会计稳健性更能促进公司的债务融资方式选择,这一结果意味着会计稳健性更可能是公司债权人较为关注的公司特征。

(2) 公司与股东之间的信息不对称对会计稳健性与公司债务融资之间的关系具有显著的负向调节作用,即当公司与股东之间的信息不对称程度越高时,会计稳健性对公司债务融资偏好的影响越弱,表明信息环境状况是会计稳健性吸引投资人关注的重要因素。

(3) 针对不同行业性质公司的进一步分析发现,在非高科技公司中,公司与股东之间信息不对称的负向调节作用依旧显著,在高科技公司中公司与股东之间信息不对称的负向调节作用不再显著,意味着与非高科技公司相比,会计稳健性对信息环境普遍较差的高科技公司的不同类型投资人同等重要。

(4) 融资成本因素可能成为会计稳健性影响公司融资方式选择的渠道之一,机制分析发现,会计稳健性降低的债务融资成本在偏好债务融资的公司中更为显著。而且,与短期债务融资相比,会计稳健性更能促进公司不确定程度更大的长期债务融资。

## 6.2 理论贡献

(1) 已有研究多从单一角度探索会计稳健性对公司债务融资或股权融资的影响<sup>[39-40]</sup>,本研究发现股东与债权人对会计稳健性的差异性需求造成公司特定的融资偏好,拓展了财务报告的信息特征影响公司外部融资决策的研究。

(2) 本研究发现,与股东相比,会计稳健性更能降低公司与债权人之间的信息不对称,这一结论与GOH et al.<sup>[3]</sup>在美国市场上发现的规律恰好相反。这

可能因为,中国上市公司没有多余的资产用于抵押,因此未来的盈利能力是公司获取外部资金的重要保障,这也导致在借贷合同中,公司稳健性成为债权人最为关注的特征;同时,中国资本市场投机氛围异常浓厚,散户缺乏专业知识,致使其不足以精准地捕捉隐藏在财务报告中的重要信息,导致会计稳健性的信息作用往往被忽略。本研究结论补充了在中国特定情景下会计稳健性的研究。

(3) 就中国市场是否存在股权融资偏好这一问题,不同学者有意见分歧。值得注意的是,在学者们的争论中,外部投资人为何依照管理层的偏好对公司进行投资这一重要问题被忽略。换句话说,管理层一厢情愿的融资偏好是否可以实现。本研究发现,债权人对会计稳健性的更强烈需求导致公司更偏好债务融资。因此本研究结果有助于中国市场中融资优序理论的进一步探索。

## 6.3 管理启示

(1) 在当今充满不确定的商业丛林中融资活动愈发困难,如何有效降低公司与投资人之间的信息不对称是公司顺利获取所需资金的关键。其中,会计稳健性以其及时确认坏消息的特征成为投资人关注的重点。这给管理者的启示是,科学合理地选择稳健性的会计政策不仅降低公司因为隐藏坏消息而引发的经营风险,同时给予公司在融资活动中诸如更低融资成本、更高融资额度的便利。

(2) 公司在生产经营中往往追求最优资本结构,本研究结论对公司如何根据当前的资本结构选择合适的会计政策,以准确顺利地调整到最优资本结构提供了实践指导意义。

## 6.4 研究局限和未来研究方向

根据实证结果,本研究得出债权人更在乎公司会计稳健性的结论。本研究认为可能的原因在于中国资本市场发展水平落后、散户投资氛围浓厚,导致

投资人对于财务报告中隐藏信息的忽视。对于这一猜测,本研究并未给出明确的实证检验。当前,中国政府不断强化开放中国金融市场的决心,因此深入探讨其中的原因对于加深理解财务报告的信息作用以及中国资本市场的发展完善至关重要。同时,因为外部投资人对公司会计稳健性关注程度不同,未来研究可以进一步探索不同外部投资人差异性的行为偏差对公司财务决策的影响。

#### 参考文献:

- [1] LAFOND R, WATTS R L. The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 2008, 83(2): 447-478.
- [2] KIM J B, ZHANG L D. Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(1): 412-441.
- [3] GOH B W, LIM C Y, LOBO G J, et al. Conditional conservatism and debt versus equity financing. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34(1): 216-251.
- [4] WITTENBERG-MOERMAN R. The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: evidence from the secondary loan market. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46(2/3): 240-260.
- [5] NIKOLAEV V V. Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(1): 137-175.
- [6] 李争光, 曹丰, 赵西卜, 等. 机构投资者异质性、会计稳健性与股权融资成本: 来自中国上市公司的经验证据. *管理评论*, 2016, 28(7): 42-52.  
LI Zhenguang, CAO Feng, ZHAO Xibo, et al. Institutional investors heterogeneity, accounting conservatism and the cost of equity: evidence from China's listed firms. *Management Review*, 2016, 28(7): 42-52.
- [7] ZHANG J Y. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(1): 27-54.
- [8] SHYAM-SUNDER L, MYERS S C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(2): 219-244.
- [9] FAMA E F, FRENCH K R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 2002, 15(1): 1-33.
- [10] FRANK M Z, GOYAL V K. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 2003, 67(2): 217-248.
- [11] MORELLEC E, SCHÜRHOFF N. Corporate investment and financing under asymmetric information. *Journal of Financial Economics*, 2011, 99(2): 262-288.
- [12] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析. *经济研究*, 2001, 36(11): 12-20, 27.  
HUANG Shaoan, ZHANG Gang. Analysis on equity financing preference of listed companies in China. *Economic Research Journal*, 2001, 36(11): 12-20, 27.
- [13] 李霞. 我国上市公司股权融资偏好的实证解析. *管理科学*, 2004, 17(2): 59-63.  
LI Xia. Empirical study on equity financing preference of listed corporation in China. *Journal of Management Science*, 2004, 17(2): 59-63.
- [14] 李井林, 刘淑莲, 汪玉兰. 公司存在目标资本结构吗? 来自并购的经验证据. *投资研究*, 2015, 34(10): 53-75.  
LI Jinglin, LIU Shulian, WANG Yulan. Do firm have target capital structure? Evidence from mergers & acquisitions. *Review of Investment Studies*, 2015, 34(10): 53-75.
- [15] LEARY M T, ROBERTS M R. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 332-355.
- [16] 李建标, 孙宾宾, 王鹏程. 财富约束、市场时机与融资行为的实验研究: 优序融资和市场择时理论的行为元素提炼. *金融研究*, 2016(5): 124-137.  
LI Jianbiao, SUN Binbin, WANG Pengcheng. Wealth constraint, market timing and financing behavior: refinement of behavioral elements form pecking-order and market timing theory. *Journal of Financial Research*, 2016(5): 124-137.
- [17] 于辉, 王宇. 供应链视角下成长型企业融资方式选择: 债权融资 VS 股权融资. *中国管理科学*, 2018, 26(5): 74-85.  
YU Hui, WANG Yu. Growth enterprise financing under supply chain management: debt financing versus equity financing. *Chinese Journal of Management Science*, 2018, 26(5): 74-85.
- [18] VIVIAN A, XU B. Time-varying managerial overconfidence and pecking order preference. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2018, 50(3): 799-835.
- [19] 何瑛, 张大伟. 管理者特质、负债融资与企业价值. *会计研究*, 2015(8): 65-72.  
HE Ying, ZHANG Dawei. Research on managerial traits, debt financing and firm value. *Accounting Research*, 2015(8): 65-72.
- [20] 叶陈刚, 王孜, 武剑锋, 等. 外部治理、环境信息披露与股权融资成本. *南开管理评论*, 2015, 18(5): 85-96.  
YE Chengang, WANG Zi, WU Jianfeng, et al. External governance, environmental information disclosure and the cost of equity financing. *Nankai Business Review*, 2015, 18(5): 85-96.
- [21] 李莉, 闫斌, 顾春霞. 知识产权保护、信息不对称与高科技企业资本结构. *管理世界*, 2014(11): 1-9.  
LI Li, YAN Bin, GU Chunxia. The protection of the knowledge property, the information asymmetry, and the capital structure of the firms with high technology. *Management World*, 2014(11): 1-9.
- [22] 才国伟, 邵志浩, 徐信忠. 企业和媒体存在合谋行为吗? 来自中国上市公司媒体报道的间接证据. *管理世界*, 2015(7): 158-169.  
CAI Guowei, SHAO Zhihao, XU Xinzong. Is there collusion between the company and the media? The indirect evidence from the media coverage of China's listed companies. *Management World*, 2015(7): 158-169.
- [23] 祝继高, 韩非池, 陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资: 基于A股上市公司的实证研究. *金融研究*, 2015(3): 176-191.  
ZHU Jigao, HAN Feichi, LU Zhengfei. Industrial policy, bank connections, and debt financing: an empirical research based on A-share listed companies. *Journal of Financial*

- Research*, 2015(3):176-191.
- [24] ROBERTS M R. The role of dynamic renegotiation and asymmetric information in financial contracting. *Journal of Financial Economics*, 2015, 116(1):61-81.
- [25] 刘海明, 曹廷求. 广告宣传、信息不对称与债务融资成本. *审计与经济研究*, 2015, 30(6):80-87.  
LIU Haiming, CAO Tingqiu. Advertising, information asymmetry and cost of debt. *Journal of Audit & Economics*, 2015, 30(6):80-87.
- [26] BEN-NASR H, BOUBAKER S, ROUATBI W. Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 35:265-285.
- [27] 王运通, 姜付秀. 多个大股东能否降低公司债务融资成本. *世界经济*, 2017, 40(10):119-143.  
WANG Yuntong, JIANG Fuxiu. Do multiple blockholders reduce the cost of debt financing?. *The Journal of World Economy*, 2017, 40(10):119-143.
- [28] CHANG X, DASGUPTA S, HILARY G. Analyst coverage and financing decisions. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6):3009-3048.
- [29] 刘星, 陈西婵. 证监会处罚、分析师跟踪与公司银行债务融资:来自信息披露违规的经验证据. *会计研究*, 2018(1):60-67.  
LIU Xing, CHEN Xichan. The CSRC punishment, analyst following and corporate bank debt financing: empirical evidence from information disclosure violations. *Accounting Research*, 2018(1):60-67.
- [30] LIN C, SCHMID T, XUAN Y H. Employee representation and financial leverage. *Journal of Financial Economics*, 2018, 127(2):303-324.
- [31] ABOODY D, HUGHES J, LIU J. Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(5):651-673.
- [32] BIDDLE G C, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2/3):112-131.
- [33] GÖX R F, WAGENHOFER A. Optimal impairment rules. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(1):2-16.
- [34] 张金鑫, 王逸. 会计稳健性与公司融资约束:基于两类稳健性视角的研究. *会计研究*, 2013(9):44-50.  
ZHANG Jinxin, WANG Yi. Accounting conservatism and corporate financial constraints: conditional vs. unconditional conservatism. *Accounting Research*, 2013(9):44-50.
- [35] 王冲, 谢雅璐. 会计稳健性、信息不透明与股价暴跌风险. *管理科学*, 2013, 26(1):68-79.  
WANG Chong, XIE Yalu. Accounting conservatism, information opacity and stock price crash risk. *Journal of Management Science*, 2013, 26(1):68-79.
- [36] CHANG X, DASGUPTA S, HILARY G. The effect of auditor quality on financing decisions. *The Accounting Review*, 2009, 84(4):1085-1117.
- [37] 李明辉, 杨鑫. 审计师质量对上市公司融资方式选择的影响:来自中国资本市场的经验证据. *会计研究*, 2014(11):75-82.  
LI Minghui, YANG Xin. Auditor quality and the debt-equity choice: evidence from China. *Accounting Review*, 2014(11):75-82.
- [38] 蒋琰. 权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究. *管理世界*, 2009(11):144-155.  
JIANG Yan. The cost of equity, the cost of debt and the corporate governance: a study on the difference in influence. *Management World*, 2009(11):144-155.
- [39] LARA J M G, OSMA B G, PENALVA F. Information consequences of accounting conservatism. *European Accounting Review*, 2014, 23(2):173-198.
- [40] 郑登津, 闫天一. 会计稳健性、审计质量和债务成本. *审计研究*, 2016(2):74-81.  
ZHENG Dengjin, YAN Tianyi. Accounting conservatism, audit quality and cost of debt. *Auditing Research*, 2016(2):74-81.
- [41] 李君平, 徐龙炳. 资本市场错误定价、融资约束与公司融资方式选择. *金融研究*, 2015(12):113-129.  
LI Junping, XU Longbing. Mispricing, financial constraints and corporate financing choice. *Journal of Financial Research*, 2015(12):113-129.
- [42] KHAN M, WATTS R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2/3):132-150.
- [43] 袁知柱, 王泽荣, 郝文瀚. 机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择. *管理科学*, 2014, 27(5):104-119.  
YUAN Zhizhu, WANG Zeshen, HAO Wenhan. Institutional ownership and the choice between accrual and real earnings management activities. *Journal of Management Science*, 2014, 27(5):104-119.
- [44] HARADA K, NGUYEN P. Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 2011, 37(4):362-379.
- [45] AMIHUD Y, MENDELSON H. Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 1986, 17(2):223-249.
- [46] 赵刚, 梁上坤, 王玉涛. 会计稳健性与银行借款契约:来自中国上市公司的经验证据. *会计研究*, 2014(12):18-24.  
ZHAO Gang, LIANG Shangkun, WANG Yutao. Accounting conservatism and bank loan contract: evidence from China. *Accounting Research*, 2014(12):18-24.
- [47] 姜付秀, 支晓强, 张敏. 投资者利益保护与股权融资成本:以中国上市公司为例的研究. *管理世界*, 2008(2):117-125.  
JIANG Fuxiu, ZHI Xiaoqiang, ZHANG Min. The relationship between the protection of investors' interest and the financing costs of stock equity. *Management World*, 2008(2):117-125.
- [48] 陆贤伟, 王建琼, 董大勇. 董事网络、信息传递与债务融资成本. *管理科学*, 2013, 26(3):55-64.  
LU Xianwei, WANG Jianqiong, DONG Dayong. Board network, information transmission and the debt financing costs. *Journal of Management Science*, 2013, 26(3):55-64.
- [49] PAGAN A R, SOSSOUNOV K A. A simple framework for analysing bull and bear markets. *Journal of Applied Econometrics*, 2003, 18(1):23-46.

- [50] 肖继辉,彭文平,许佳,等. 业绩排名与预期风险调整: 考虑报酬激励与解职风险交互影响的新证据. *经济学(季刊)*, 2016, 15(3):1177-1204.  
XIAO Jihui, PENG Wenping, XU Jia, et al. Performance

ranking and intended risk adjustment: new evidences of interactive effect between compensation incentive and employment risk. *China Economic Quarterly*, 2016, 15(3):1177-1204.

## Accounting Conservatism and Corporate Financing Choices: From the Perspective of External Financing

LIU Bai, JU Tao

Business School, Jilin University, Changchun 130012, China

**Abstract:** Extant studies suggest that accounting conservatism reduces the information asymmetry between firms and the outside investors. However, there is little evidence on whether accounting conservatism reduces information asymmetry differentially for shareholders and debtholders. Nowadays, uncertainty has become a major challenge for firm operation, it is meaningful that we focus on the different effects of accounting conservatism on different types of external investors.

Based on information asymmetry theory and principle-agent theory, this study examined the relationship between accounting conservatism and corporate financing choices when a firm pursues external financing and the moderating effect of information asymmetry. We also tested the difference of moderating effect by focusing on firms' high-tech attribute which contained great uncertainty. We used non-financial firms listed in the A-share market of Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange from 2007 to 2016 as our research samples. Logistic method is used in multivariate regression to test the hypotheses. Besides, we used instrumental variable method and treatment effect estimation to mitigate the endogeneity issue. Then, we further explored the potential mechanism that accounting conservatism affects corporate financing choices and the impact of capital market environment.

A series of robust results suggest that when firms raise external financing, the use of debt(equity) increases with the level of accounting conservatism. In addition, the information asymmetry between the firm and its shareholders weakens the positive relationship between accounting conservatism and debt financing. Finally, the moderating effect of information asymmetry is only pronounced in non-high-tech firms. It means that accounting conservatism works better in alleviating the information asymmetry between the firm and its debt holders. Results in the additional tests show that the effect of accounting conservatism on reducing the cost of debt is more pronounced in firms that prefer debt financing, and accounting conservatism induce long-term debt financing more rather than short-term debt financing. What's more, the positive relationship between accounting conservatism and debt financing is more obvious when the capital market environment is better.

By comparing shareholders and debt holders, this study extends the previous literature that explores the effects of accounting conservatism on firm equity financing or debt financing independently. The research conclusions provide important management implications for managers to understanding the internal logic of corporate financing choices and pursuit the optimal capital structure, and generate practical significance for them to finance more efficiently by grasping the differentiated demands of external investors for firm accounting conservatism.

**Keywords:** accounting conservatism; equity financing; debt financing; information asymmetry; non-high-tech firms

**Received Date:** May 20<sup>th</sup>, 2018      **Accepted Date:** December 10<sup>th</sup>, 2018

**Funded Project:** Supported by the National Social Science Foundation of China(18BJY232)

**Biography:** LIU Bai, doctor in economics, is a professor in the Business School at Jilin University. His research interest focuses on behavioral corporate finance. His representative paper titled "The financial effect of business tax replaced with VAT on modern service industry" was published in the *Accounting Research* (Issue 10, 2017). E-mail: Liubai@jlu.edu.cn

JU Tao is a Ph. D candidate in the Business School at Jilin University. His research interest focuses on enterprise management. E-mail: 307647212@qq.com

□