

会计稳健性、贷款抵押与银企 所有权模式*

王艳艳 于李胜 王晓珂

(厦门大学管理学院/两岸关系和平发展协同创新中心 361005)

【摘要】 会计稳健性和抵押是缓解债务契约中代理问题的替代机制，本文探讨了银行和企业的国有属性对二者替代关系的影响。研究表明，银行与企业的国有属性减弱了债务契约中抵押条款与会计稳健性之间的替代关系，即抵押品与会计稳健性在缓解债务契约中代理问题方面的替代效应在国有企业中相对较弱，二者的替代效应会随企业向国有银行贷款比重的增加而减弱。这一结果给我们的启示是，非国有企业在向银行贷款时，可以通过提高财务报表的稳健性来降低银行对其抵押品的要求。

【关键词】 会计稳健性 贷款抵押 国有银行 国有企业

一、前言

会计稳健性和抵押是债务契约当中缓解借贷双方由于信息不对称引起的代理问题的有效工具。现有的研究表明，在我国信贷市场中，会计稳健性与抵押条款的使用之间存在替代关系，并且这种替代关系随借款人信用水平的下降和企业有形资产比重的下降而减弱（Chen et al., 2013）。然而，这一研究未考虑银行和企业的所有权性质，银企所有权性质是我国信贷市场最基本的特征之一。一方面，我国的银行体系可以划分为国有银行和非国有银行，国有银行和非国有银行在目标函数、治理结构以及银企关系方面的差异，会导致他们风险管理以及经营效率的差异，Chen et al. (2010) 的研究表明，国有银行对会计稳健性的需求要低于非国有银行，而 Wang and Yu (2013) 的研究进一步表明，国有银行对国有企业的预算软约束，弱化了管理层公开信息披露的动机，从而使得国有银行贷款与股价同步性之间呈正相关关系；另一方面，我国的上市公司可以划分为国有企业和非国有企业，由于国有企业有国家作为隐性担保，因此二者的破产风险以及借款难易程度存在较大的差异，这会导致他们信息供给行为方面的差异，Chen et al. (2010) 的研究表明，国有企业的会计稳健性低于非国有企业。那么，会计稳健性和贷款抵押之间的替代关系是否以及如何受银行和企业的国有属性的影响？本文主要研究银行和企业的国有属性对会计稳健性与贷款抵押品使用替代关系的影响。

我们的研究表明，会计稳健性与贷款抵押要求之间的替代关系在国有企业中要显著弱于非国有企业，以及随企业向国有银行借款比重的增加而减弱，这一结果说明，由于国有企业通常被认为违约风险和破产风险较低，因此被要求的抵押资产也较少；国有银行对风险的敏感度要弱于非国有银行，所以在债务契约当中对抵押条款的要求也相对较弱。

我们的贡献在于：首先，丰富了债权人保护的研究，由于我国信贷市场中，借款风险无法通过利率浮动和债务契约有效执行进行分散，所以贷款人更多依赖于会计信息与抵押品对贷款进行保护（于李胜，2008；于李胜和王艳艳，2013；廖秀梅，2007；陆正飞等，2008；胡奕明和周伟，2004）。而我们的研究表明，会计稳健性与抵押这两种保护机制之间的替代关系在国有企业和非国有企业当中存在差异，国有银行和非国有银行对抵押和会计稳健性的要求也存在差异。其次，我们的研究对于解决中小企业贷款难的问题提供了一定的借鉴意义。中小企业贷款难是我国信贷市场中面临的一个棘手问题，其根本原因在于，中小企业难以提供有效的抵押品。我们的研究表明，会计信息稳健性与抵押品之间存在显著的替代关系，并且这种替代关系在非国有企业中更显著，这意味着，对于非国有企业，可以在抵押品不足的情况下，通过提供稳健的财务报告以赢得银行信任并获得贷款。最后，我们的研究对于强化商业银行信贷管理水平，提高贷款过程管理有所借鉴。我国

* 本文受到国家自然科学基金项目（71002043、71372074、71422008）和教育部新世纪优秀人才（NCET-11-0297）、福建省新世纪优秀人才（于李胜）和霍英东青年教师基金（131083）、中央高校基本科研业务费项目（2013221014 和 2012221010）资助。通讯作者：于李胜。

银行在贷款决策过程中一般都会要求企业提供抵押品,但是仍然存在大量的不良贷款,其中一个重要的原因,我国商业银行贷款合同条款总体而言没有体现出借款人的差异(胡奕明和唐松莲,2007),没有通过特定的债务契约条款的设计实现对借款人的有效监督。我们的研究结果暗示,商业银行应该针对不同的企业设计债务契约条款。因为会计稳健性可以形成有效的约束机制,所以应该考虑将反映会计稳健性的财务指标融入债务契约的限制性条款中,从而达到强化银行贷中管理的目的。

本文后续安排如下:第二部分是文献回顾及假说发展,第三部分是研究设计,第四部分是样本选择与描述性统计分析,第五部分是主要结果分析,第六部分是稳健性检验,第七部分是全文的结论。

二、文献回顾及假说发展

银行放贷过程中对于抵押品的需求源于债务契约双方信息不对称带来的代理问题。一些理论研究将抵押品解释为一种信号机制,可以缓解借贷双方事前的信息不对称问题。因为抵押品将诱使借款人披露他们的违约风险,特别是债权人通过一系列的债务契约条款,使得高质量的借款人选择提供抵押担保,从而换得较低的贷款成本,而低质量的借款人会选择不提供贷款担保,从而不得不支付较高的贷款成本(Bester, 1985; Chan and Kanatas, 1985; Besanko and Thakor, 1987; Boot et al., 1991)。另外一些理论从市场摩擦的角度,将抵押品视为最优债务契约的组成部分,认为抵押品是缓解事后道德风险的有效机制(Myers, 1977; Smith and Warner, 1979)。因为拥有收回抵押品的权力,是敦促借款人的行为与债权人利益保持一致的有效保障。Berger et al. (2011)研究发现,相对于事前信息不对称问题,事后道德风险所引发的抵押品需求的观点在实证研究中处于主导地位。尽管过去有大量的文献针对债务契约中的抵押品问题进行研究,但是这些研究主要是针对发达市场展开的,对于发展中国家的资本市场研究较少。理论上,在转型经济中,由于会计信息不透明而导致代理问题更严重,所以银行会要求提供抵押品以降低代理冲突(Hainz, 2003; Menkhoff et al., 2006、2012)。然而,由于在新兴资本市场中法律制度不健全,契约执行不到位,银行也会担心抵押品作为契约工具的有效性(Qian and Strahan, 2007; Bae and Goyal, 2009),那么自然的一个问题是,在新兴资本市场中是否有其他机制可以帮助债权人提高抵押品的使用效率。Chen et al. (2013)的研究表明,会计稳健性与抵押品存在替代关系。然而这种替代关系的约束条件是什么?我国信贷市场最基本的特征之一是银行和企业的国有属性。因此,我们将进一步从银企所有权模式的角度分析影响会计稳健性与抵押品替代关系的约束条件。

首先,从借款企业的所有权属性分析入手,Chen et al. (2010)对于国有企业比非国有企业违约风险低的原因给出了三种解释:首先,国有企业面临预算软约束的问题,

当国有企业面临财务困境时,会向政府寻求额外的资金支持,而政府考虑到社会稳定和就业等社会目标,不会让国有企业破产,所以会在特定情况下给予支持。然而,非国有企业却缺乏政府的隐性担保,这意味着当公司没有足够的净资产支付到期债务时,债权人可能面临贷款损失的风险,因此银行对国有企业的信息需求相对较低。其次,一方面为了实现国有企业公司治理和财务业绩提升的承诺,政府有强烈的动机维持国有企业良好的财务状况。国有企业违约将会对政府推进部分私有化的进程产生负面影响;另一方面国有上市公司的资产质量相对较高,政府将国有企业中的优良资产剥离出来上市或部分私有化,因此违约率较低。Chen et al. (2010),刘运国等(2010)研究表明,国有企业的财务报告的稳健性比非国有企业弱,可能是因为贷款人对会计稳健性的需求较弱所致。给定国有企业较低的违约风险和较低的会计稳健性需求,那么国有企业增加会计稳健性的边际收益要低于非国有企业,银行对国有企业抵押品的要求也会较弱。因此,我们预期这种替代关系在国有企业中更弱。基于此,我们提出假说1:

假说1:相对于非国有企业,会计稳健性与抵押品使用之间的替代关系在国有企业中更弱;

其次,从银行所有权属性的角度进一步进行分析,在我国企业债务融资中,国有商业银行占有主体地位。由于国有银行与非国有银行有不同的目标函数,所以他们对于确保借款企业净资产覆盖到期贷款有不同的要求。Sapienza (2004)通过三种不同的角度解释国有银行的作用。从社会角度看,国有银行兼具部分社会责任目标,而非国有银行追求的则是利润最大化目标,因此,国有银行的主要功能是引导资源优化配置和解决公司融资难的问题。从代理视角看,虽然国有银行仍然追求资源最优配置目标,但是由于管理当局缺乏有效的激励约束机制,使得他们的管理人员存在“偷懒”和挪用资源的机会,进而降低了国有银行的经营效率。政治视角下,政府创建国有银行不是追求资源的优化配置,而是为了个人的政治目标,如为选民提供就业机会和引导资源向资助者和政治支持方流动(Shleifer and Vishny, 1998)。在这三种观点下,相对于非国有银行,国有银行预期对借款企业的违约风险监督力度弱。Chen et al. (2010)研究了借款人国有产权属性对会计稳健性的影响,并且发现,当来自国有银行贷款比例增加时,企业采取了较低的会计稳健性。与假说1的推理相似,我们预期,当企业的贷款来自国有银行的比例增加时,会计稳健性与抵押品之间的替代关系减弱。基于上述讨论,我们提出假说2:

假说2:随着国有商业银行贷款比例上升,会计稳健性与抵押品使用之间的替代关系下降。

三、样本选择与研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文的主要财务数据来自CSMAR数据库,最终控制

人数据来自于 CCER 数据库, 企业贷款分类数据通过手工搜集获得。我们的样本期间为 2001 年至 2006 年。选择 2001 年为起点是因为: 首先, Chen and Wu (2007) 认为 2001 年我国采用股份制企业会计制度之后, 会计信息才逐步具有稳健性, 在此之前关于会计稳健性的证据缺乏说服力; 其次, 中国在 2001 年加入 WTO, 引发了一系列新规则并在 2001 年后生效。2001 年以后, 银行业的改革及上市导致根深蒂固的所有权模式发生了改变, 主要涉及银行效率和贷款行为 (Berger et al., 2009)。样本以 2006 年为终点原因在于, 2007 年起我国上市公司采用新的会计准则, 朱茶芬 (2006) 等的研究表明, 来自准则的会计管制是我国上市公司会计稳健性产生的重要原因之一, 将样本限定在 2001 年至 2006 年期间, 可以天然排除管制因素对会计稳健性的影响。此外, 在我们的样本期间, 贷款利率仍处于被管制阶段, 只能在基准利率的上下 10% 范围内浮动, 这就限制了利率对企业风险的反映, 进而放大了抵押和会计信息的调节作用。我们的初始样本为 7595 家观测值, 由于我们对比的是不同银行对国有企业和民营企业会计稳健性要求的差异, 因此剔除了最终控制人为乡镇企业、外资以及属性不能确认的企业 359 家; 其次剔除金融类上市公司 6 家; 第三剔除长期贷款、短期借款、一年内到期借款三者之和为 0 的企业 373 家, 以及控制变量缺失的企业 657 家; 第四, 我们剔除了相关变量的 1% 和 99% 分位值以及在财务报表附注中不能获悉贷款信息的企业共计 842 家, 最终样本 5358 家公司。

(二) 研究设计

1. 会计稳健性的衡量

按照 Khan and Watts (2009) 的研究, 本文采用 C_Score 来衡量单个公司的会计稳健性, 具体来说, 我们首先估计以下年度横截面模型:

$$E_t/P_{t-1} = (\lambda_0 + \lambda_1 SIZE_t + \lambda_2 LEV_t + \lambda_3 MB_t) + DR_t (\kappa_0 + \kappa_1 SIZE_t + \kappa_2 LEV_t + \kappa_3 MB_t) + R_t (\mu_0 + \mu_1 SIZE_t + \mu_2 LEV_t + \mu_3 MB_t) + DR_t \times R_t (\nu_0 + \nu_1 SIZE_t + \nu_2 LEV_t + \nu_3 MB_t) + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, E 表示每股收益; P 表示每股市价; R 表示从 t 年 5 月至 $t+1$ 年 4 月购进并持有的股票年回报率; DR 为虚拟变量, 当 R 为负时, DR 取 1, 否则为 0; $SIZE$ 是所有者权益的自然对数; LEV 为负债比率, 定义为 (长期负债 + 短期负债) / 所有者权益; MB 是市价与账面价值的比率。模型 (1) 得出的 ν_0 到 ν_3 对公司来说是常数, 但随年份而改变。然后, 我们用以下公式计算每家公司每年的 C_Score :

$$C_Score_t = \nu_0 + \nu_1 SIZE_t + \nu_2 LEV_t + \nu_3 MB_t$$

2. 模型设定

我们设定如下模型检验债务人与债权人的国有属性对抵押品的使用与会计稳健性之间替代关系的影响:

$$COLLATERAL_t = \beta_0 + \beta_1 C_Score_t + \beta_2 SOE_t + \beta_3 LSB_t + \beta_4 SOE_t * C_Score_t + \beta_5 LSB_t * C_Score_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 SIZE_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 CFOVOL_t + \beta_{10} INTCOV_t + \beta_{11} GROWTH_t + \beta_{12} MB_t + \beta_{13} LLOSS_t + \beta_{14} CURRENT_t + \beta_{15} AGE_t + \beta_{16} DEFAULT_t + \beta_{17} GUARANTEE_t + \beta_{18} GEO_t + \beta_{19} MATURITY_t + \beta_{20} INTEREST_t + \alpha_j \sum_j YEAR_j + \alpha_k \sum_k IND_k + \varepsilon_t \quad (2)$$

$COLLATERAL$ 表示抵押贷款的比率, 等于财务报表中披露的抵押贷款总额/期末总负债; SOE 是一个虚拟变量, 如果债务人为国有企业, 则 $SOE = 1$, 如果为非国有企业, 则 $SOE = 0$ 。 LSB 衡量了国有银行贷款总额与年末未偿还款总额的比率。

在模型 (2) 中, β_2 和 β_3 分别衡量了债权人与债务人的所有权性质对抵押品使用的影响。我们预期 β_2 为负, 因为以股东财富为导向的目标函数的缺失, 国有银行在贷款中对风险的敏感性相对要弱于非国有银行。因此, 国有商业银行会要求更少的抵押品。我们预期 β_3 为负。

β_1 , $\beta_1 + \beta_4$ 分别表示非国有与国有企业抵押品使用与会计稳健性之间的关系。根据 H1 我们预计 β_4 为负, 因为借款人的国有产权属性削弱了抵押品使用与会计稳健性之间的关系。 β_5 衡量了债权人国有产权属性对抵押品使用与会计稳健性之间关系的影响。根据 H2, 我们预计 β_5 为负, 因为当企业从国有商业银行获得借款时, 抵押品的使用与会计稳健性之间的关系会被削弱。

ROA 表示资产回报率; $CFOVOL$ 表示经营活动现金流在过去三年的波动; $INTCOV$ 是利息保障倍数, 等于息税前利润除以利息支出; $GROWTH$ 是总资产的增长率; $LLOSS$ 是虚拟变量, 如果该公司上一年亏损则该值为 1, 否则为 0; $CURRENT$ 是流动比率, 即流动资产除以流动负债; AGE 为该公司成立年限的自然对数; $DEFAULT$ 是虚拟变量, 如果该公司存在贷款违约则该值等于 1, 否则为 0; $GUARANTEE$ 是担保贷款的比率, 等于财务报表中披露的担保贷款总额/期末总负债; GEO 是每个省或省级区域金融市场的竞争力指数的自然对数。我们控制了贷款担保的百分比 ($GUARANTEE$), 并认为企业的贷款担保越多, 其风险就会越小, 进而会使用更少的抵押贷款。由于银行的贷款决策还包括期限和利率, 因此, 我们控制了企业的债务期限结构 ($MATURITY$) 以及借款利率 ($INTEREST$), $MATURITY$ 为企业的债务期限结构, 用企业的长期借款占总贷款的比重衡量; $INTEREST$ 为企业借款利率的加权平均。

四、结果分析

(一) 描述性统计

表1 国有与非国有企业样本描述性特征

| Variable | SOE | | | NSOE | | | Difference | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|
| | Mean | Median | Std. | Mean | Median | Std. | t 值 | z 值 |
| <i>COLLATERAL</i> | 0.237 | 0.096 | 0.303 | 0.349 | 0.257 | 0.331 | 10.58 *** | 12.16 *** |
| <i>C_Score</i> | 0.165 | 0.109 | 0.184 | 0.211 | 0.149 | 0.282 | 5.34 *** | 9.93 *** |
| <i>LSB</i> | 0.928 | 1 | 0.203 | 0.943 | 1 | 0.181 | 2.57 *** | 1.94 * |
| <i>LEV</i> | 0.718 | 0.516 | 0.831 | 0.894 | 0.661 | 1.206 | 4.78 *** | 5.96 *** |
| <i>SIZE</i> | 21.518 | 21.468 | 0.822 | 21.020 | 21.000 | 0.708 | -20.79 *** | -18.84 *** |
| <i>ROA</i> | 0.023 | 0.025 | 0.060 | 0.012 | 0.024 | 0.073 | -4.93 *** | -2.44 ** |
| <i>CFOVOL</i> | 0.052 | 0.042 | 0.039 | 0.061 | 0.051 | 0.041 | 6.79 *** | 8.20 *** |
| <i>INTCOV</i> | 11.914 | 3.328 | 33.146 | 8.959 | 2.732 | 25.270 | -3.00 *** | -5.68 *** |
| <i>GROWTH</i> | 1.091 | 1.067 | 0.191 | 1.102 | 1.084 | 0.246 | 1.43 | 1.50 |
| <i>MB</i> | 3.346 | 2.552 | 12.804 | 4.353 | 2.471 | 21.007 | 1.59 | 0.33 |
| <i>LLOSS</i> | 0.102 | 0 | 0.302 | 0.153 | 0 | 0.360 | 4.53 *** | 4.98 *** |
| <i>CURRENT</i> | 1.391 | 1.206 | 0.828 | 1.299 | 1.149 | 0.776 | -3.60 *** | -3.48 *** |
| <i>AGE</i> | 2.476 | 2.565 | 0.407 | 2.507 | 2.639 | 0.361 | 2.58 *** | 4.87 *** |
| <i>DEFAULT</i> | 0.108 | 0 | 0.310 | 0.151 | 0 | 0.358 | 3.85 *** | 4.17 *** |
| <i>GUARANTEE</i> | 0.520 | 0.550 | 0.360 | 0.500 | 0.520 | 0.350 | -2.21 ** | -2.32 ** |
| <i>GEO</i> | 1.873 | 1.920 | 0.415 | 1.957 | 1.988 | 0.423 | 6.12 *** | 7.72 *** |
| <i>MATURITY</i> | 0.294 | 0.214 | 0.294 | 0.215 | 0.131 | 0.253 | -9.21 *** | -8.30 *** |
| <i>INTREST</i> | 0.058 | 0.053 | 0.038 | 0.060 | 0.056 | 0.034 | 1.04 | 3.89 *** |
| Observations | 4, 143 | | | 1, 215 | | | | |

为了揭示国有企业 (SOEs) 和非国有企业 (NSOEs) 样本之间的差异, 我们列示了每个子样本的对比性描述统计。结果表明: 首先, 国有企业抵押贷款比率显著低于非国有企业 (23.7% vs 34.9%), 这初步说明, 与非国有企业相比, 国有企业被视为低风险客户, 这与我们的预期一致; 其次, 国有企业的 *C_Score* 比非国有企业低 (0.165 vs 0.211), 与 Chen et. al. (2010) 的发现一致, 国有企业的会计稳健性低于非国有企业; 第三, 相比国有企业 (SOEs), 非国有企业的贷款 (LSB) 更多的来源于国有银行 (94.3% vs 92.8%); 第四, *GUARANTEE* 的差异显示, 与非国有企业相比, 政府支持的国有企业更有可能提供贷款担保 (52% vs 50%), 这可能是对于国有企业而言, 贷款担保的成本要小于抵押贷款的成本。总之, 这些结果表明与非国有企业相比, 国有企业有更好的业绩和更低的风险。在财务比率方面, 国有企业的杠杆率较低, 业绩相对较好, 具体表现为较低的现金流量波动, 较低的损失, 较少的贷款违约, 以及更高的利息覆盖比率及流动比率。*GEO* 的差异表明, 非国有企业较多分布在金融市场发达的地区, 这表明非国有企业可能需要一个更好的金融环境,

以获得资金和维持增长。

(二) 回归结果分析

表2为模型(2)的回归结果, 即检验了银企所有权性质对抵押品和会计稳健性之间关系的调节作用 (H1 和 H2)。第一列为 *C_Score* 衡量会计稳健性的回归结果。 β_1 衡量了基准组——从非国有银行借款的非国有企业, 贷款抵押与会计稳健性之间的关系, 根据前文的分析, 该组会计稳健性提高导致抵押需求减少即二者的替代效应是最大的。 $SOE * C_Score$ 的系数显著为正 ($\beta_4 = 0.061, t = 2.61$), 说明如果借款人是国有企业, 那么该替代关系减弱。从经济意义讲, 会计稳健性每增加一个标准差, 对国有企业的抵押需求就减少 1.44% (例如, $(-0.139 + 0.061) \times 0.184$), 对非国有企业的抵押需求就减少 3.92% (例如, -0.139×0.282)。因此, 对于非国有企业, 提供稳健的会计信息从统计意义和经济意义都具有显著的收益。我们发现 $LSB * C_Score$ ($\beta_5 = 0.223, t = 3.42$) 的系数显著为正, 这说明当企业从国有商业银行获得更多的贷款时, 抵押品的使用与会计稳健性之间的关系也会减弱。该结果与假设 H2 一致。

表2 银企所有权属性对抵押与会计稳健性替代关系的影响回归分析

| Variable | Pred. Sign | CONSV = C_Score | | CONSV = Skewness | | CONSV = NonoptAcc | |
|---------------------|------------|-----------------|-----------|------------------|-----------|-------------------|-----------|
| | | Coeff. | t value | Coeff. | t value | Coeff. | t value |
| Intercept | ? | 2.133 | 13.24*** | 2.052 | 12.36*** | 2.089 | 13.84*** |
| CONSV | - | -0.139 | -2.75*** | -0.047 | -1.96** | -0.989 | -2.06** |
| SOE | - | -0.082 | -5.99*** | -0.086 | -6.79*** | -0.090 | -6.66*** |
| LSB | - | -0.434 | -8.70*** | -0.415 | -11.93*** | -0.401 | -7.12*** |
| SOE * CONSV | + | 0.061 | 2.61*** | 0.024 | 2.82*** | 0.651 | 6.67*** |
| LSB * CONSV | + | 0.223 | 3.42*** | 0.043 | 1.88* | 0.503 | 0.99 |
| LEV | + | 0.027 | 4.75*** | 0.035 | 5.75*** | 0.033 | 6.35*** |
| SIZE | - | -0.058 | -7.96*** | -0.054 | -7.48*** | -0.056 | -8.35*** |
| ROA | - | -0.266 | -3.83*** | -0.297 | -3.21*** | -0.356 | -5.48*** |
| CFOVOL | + | 0.040 | 0.34 | -0.007 | -0.06 | 0.045 | 0.40 |
| INTCOV | - | -0.001 | -2.88*** | -0.001 | -3.32*** | -0.001 | -2.90*** |
| GROWTH | - | -0.039 | -2.05** | -0.033 | -1.65** | -0.038 | -2.01** |
| MB | - | -0.001 | -5.33*** | -0.001 | -3.57*** | -0.001 | -5.66*** |
| LLOSS | + | 0.027 | 1.45 | 0.023 | 1.68* | 0.035 | 1.81* |
| CURRENT | - | 0.003 | 0.40 | -0.002 | -0.22 | -0.005 | -0.65 |
| AGE | ? | 0.039 | 3.19*** | 0.036 | 2.52*** | 0.038 | 3.06*** |
| DEFAULT | + | -0.015 | -0.65 | -0.015 | -0.96 | -0.010 | -0.47 |
| GUARANTEE | - | -0.358 | -14.62*** | -0.355 | -21.04*** | -0.359 | -15.42*** |
| GEO | + | -0.030 | -2.10** | -0.029 | -2.20*** | -0.026 | -1.67* |
| MATURITY | + | 0.036 | 1.65* | 0.045 | 1.95* | 0.045 | 1.96** |
| INTREST | + | 0.219 | 1.32 | 0.185 | 1.22 | 0.180 | 1.15 |
| Adj. R ² | | 30.90% | | 31.20% | | 30.80% | |

注：t值是经过 two-way cluster 调整后计算得到；*，**，*** 分别表示在 10%，5% 和 1% 水平上显著。

在表2的结果中，SOE 和 LSB 的系数均显著为负 ($\beta_2 = -0.082$, $t = -5.99$; $\beta_3 = -0.434$, $t = -8.70$)，这说明银行对国有企业抵押品的要求显著低于非国有企业，原因在于国有企业被认为是低风险贷款客户；随着向国有银行贷款比例的增加，抵押品数量的要求显著下降，这一结果表明国有银行对风险的敏感性要低于非国有银行。其他控制变量的系数基本与预期一致，除 GEO 的系数为负，表明那些位于较发达的金融市场中的企业对抵押品的需求更低。

总之，我们的研究表明，银行与企业的国有权属性减弱了抵押品与会计稳健性使用之间的替代关系，即抵押品与会计稳健性在缓解债务契约中的代理问题方面的替代效应在国有企业中相对较弱，二者的替代效应会随企业向国有银行贷款比重的增加而减弱。这一结果给我们的启示是，非国有企业在向银行贷款时，可以通过提高财务报表的稳健性来降低银行对其抵押品的要求。

五、稳健性检验

(一) 会计稳健性的替代方法

由于 C_SCORE 是根据美国的样本公司构造的，Watts

(2003)、Khan and Watts (2009) 认为，“对那些制度特征与美国不同的国家来说，C_SCORE 并不是一个合适的衡量会计稳健性的方法。”因此，我们另外采用现金流和盈余的偏度 (Skewness)、非经营性应计 (NonoptAcc) 作为会计稳健性的衡量，以检查我们的结果的稳健性。这两种方法主要基于 Basu (1995) 和 Givoly and Hayn (2000) 的研究，并且 Beatty et al. (2008) 也曾使用过这两种方法。Skewness 采用现金流和盈余过去五年的分布偏度衡量，由于会计稳健性的主要特点是对影响盈余的坏消息及时确认和好消息的延迟确认，从而导致盈余分布的负向有偏，但稳健性对现金流不会产生影响，因此偏度越大表明会计信息稳健性越高。非经营性应计 (NonoptAcc) 用过去五年平均非经营性应计乘以 -1 计算，我们用现金流量表的数据计算非经营性应计：净利润 + 折旧及摊销 - 经营性现金流量 - 应收账款变化额 - 库存变化额 + 应付账款变化额 + 应付税费变化额。Givoly and Hayn (2000) 认为，会计稳健性会造成公司未来盈余的波动性增大。为了保证回归结果符号一致，我们对非经营性应计乘以 -1，所以 NonoptAcc 的

值越大, 会计稳健性越高。

我们用 *Skewness* 和 *NonoptAcc* 替代 *C_SOCRE* 重新对模型 2 进行回归, 结果见表 2 的第二列和第三列。结果表明, 当借款企业是国有企业时, 会计稳健性与抵押品的替代关系减弱, 具体表现为 $SOE * Skewness$ 和 $SOE * NonoptAcc$ 的系数显著为正。当国有银行贷款比例上升时, 用 *Skewness* 衡量的会计稳健性与抵押品之间的替代关系减弱 ($LSB * Skewness = 0.043; t = 1.88$), 但是用 *NonoptAcc* 衡量的会计稳健性与抵押品的替代关系从统计意义上并未受到国有银行贷款比例的影响 ($LSB * NonoptAcc = 0.503; t = 0.99$)。整体上, 我们的实证结果支持了我们的假说 1 和假说 2。

(二) 排除会计稳健性的非债权人需求

由于银行融资在我国企业融资中占主导地位, 因此我们认为中国上市公司会计稳健性主要来源于债权人 (Chen et al. 2010), 为了进一步排除来自非债权人的会计稳健性需求, 根据 Beatty et al. (2008) 方法, 我们采用工具变量分离出来自非债权人的会计稳健性需求, 以增加我们检验的可靠性。我们采用两阶段模型, 第一阶段, 我们用 *CTR-*

LOWN 捕捉来自股东的会计稳健性需求, 预期控股股东或管理层与中小股东的信息不对称随着股权集中程度的增加而增加。而会计稳健性在减少信息不对称方面发挥着重要作用, 因此, 我们预期 *C_Score* 和 *CTRLOWN* 正相关。虽然中国的整体法律环境薄弱, 但地区间仍然存在诉讼风险的差异。我们使用地区法律指数来衡量公司的诉讼风险, 并预期 *C_Score* 和 *LEGALIDX* 正相关。另一个会计稳健性的重要影响因素是税收。为了捕捉税收对会计稳健性的影响, 我们在模型 (3) 中引入了 *ERT*, 并且预期 *C_Score* 和 *ETR* 之间正相关。第一阶段模型 *C_Score* 的预测值 (*PredC_Score*) 代表来自非债权人的会计稳健性需求, 残差 *ResidC_Score* 代表来自债权人的稳健性需求。

估计结果如表 3 第一栏所示, 与我们的预期一致, *C_score* 与 *CTRL OWN* 和 *ETR* 正相关 ($\eta_1 = 0.0004, t = 3.33; \eta_3 = 0.027, t = 2.94$)。但是 *LEGAL IDX* 的系数显著为负 ($\eta_2 = -0.005, t = -2.60$), 可能是由于, Watts (2003) 在美国背景下所观察到的诉讼风险对会计稳健性的影响, 在中国可能不合适。

表 3 分离非债权人会计稳健性需求

| Variable | 第一阶段结果 | | | | 第二阶段结果 | | |
|---------------------------|------------|--------|----------|------------|--------|----------|--|
| | Pred. Sign | Coeff. | t value | Pred. Sign | Coeff. | t value | |
| <i>Intercept</i> | ? | 0.039 | 1.06 | ? | 2.043 | 11.80*** | |
| <i>CTRL OWN</i> | + | 0.000 | 3.33*** | | | | |
| <i>LEGAL IDX</i> | + | -0.005 | -2.60*** | | | | |
| <i>ETR</i> | + | 0.027 | 2.94*** | | | | |
| <i>PredC_Score</i> | | | | ? | 0.287 | 3.02*** | |
| <i>ResidC_Score</i> | | | | - | -0.122 | -2.77*** | |
| <i>SOE</i> | | | | - | -0.067 | -4.51*** | |
| <i>LSB</i> | | | | - | -0.395 | -6.46*** | |
| <i>SOE * ResidC_Score</i> | | | | + | -0.015 | -0.37 | |
| <i>LSB * ResidC_Score</i> | | | | + | 0.212 | 2.58*** | |

关于第二个阶段模型, 我们设定如下:

$$COLLATERAL_i = \theta_0 + \theta_1 PredC_Score_i + \theta_2 ResidC_Score_i + CV \quad (3)$$

其中 *PredC_Score* 和 *ResidC_Score* 分别是第一阶段模型中得到的 *C_Score* 的预测值和残差。

表 3 第二列是第二阶段模型的回归结果。与我们的主结果保持一致, 当企业从国有商业银行获得更多贷款时, 使用抵押品和会计稳健性之间的替代关系逐渐弱化 ($\theta_6 = 0.212, t = 2.58$)。然而, $SOE_i * ResidC_Score_i$ 的系数 ($\theta_5 = -0.015, t = -0.37$) 不显著, 因此我们不能拒绝借款人的国有产权属性对会计稳健性与抵押品的替代关系没有影响的原假设。

(三) 国有政策性银行与国有商业银行的划分

20 世纪 90 年代, 由于国有企业贷款政策导致国有银

行资产质量严重恶化。1994 年, 为了减轻四大国有银行因政策贷款所带来的坏账, 国家另设立三个政策性银行, 分别是中国国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行。这些政策性银行的职能是按照国家的产业政策或政府的相关决策进行投融资活动, 而不以利润最大化为经营目标。这意味着国有商业银行比政策性银行更加关心贷款的安全性 (王艳艳和于李胜, 2013)。Chen et al. (2010) 发现, 同国有商业银行相比, 政策性银行对会计稳健性的需求较弱。因此, 我们预期, 相对于国有商业银行, 政策性银行对于会计稳健性与抵押品的调节作用更加微弱。我们在模型 (2) 的基础上, 将 *LSB* 划分为政策银行和国有商业银行, 进行重新回归。

用 *SB_PLCY* 和 *SB_COMM* 分别衡量来自国有政策性银行和国有商业银行贷款的比例。我们预期, $SB_PLCY_i * C$

C_Score_i (π_6) 和 $SB_COMM_i * C_Score_i$ (π_7) 的系数为正, 并且政策性银行对会计稳健性需求更弱, 即 $\pi_6 > \pi_7$. 回归结果与我们的预期一致, 在国有企业中, 抵押和会计稳健性的替代关系会被削弱 ($\pi_5 = 0.057, t = 2.35$). 此外, 我们发现 $SB_PLCY_i * C_Score_i$ 和 $SB_COMM_i * C_Score_i$ 的系数都显著为正 ($\pi_6 = 0.479, t = 2.90; \pi_7 = 0.221, t = 3.37$), 这表明: 银行的国有属性将会削弱会计稳健性对抵押品的替代作用。由于我们的目的是比较政策性银行和商业银行中, 抵押与会计稳健性替代关系的差异, 因此我们进一步对 π_6 和 π_7 进行了比较, 结果表明 π_6 显著大于 π_7 ($t = 1.64$), 即在政策性银行中, 抵押与会计稳健性的替代关系要弱于商业银行中, 进一步支持了我们假设 2 的逻辑。

(四) 关于遗漏变量和内生性的考虑

虽然我们控制了以前研究中已经被证实会影响抵押品使用和会计稳健性的因素, 但是我们的分析仍然可能面临着遗漏变量和内生性的问题。为了解决这些问题, 我们采用三种方法进行处理。首先我们采用一阶差分法估计模型 (2)。如果遗漏变量不随时间的变化而变化, 采用一阶差分法可以有效地解决内生性问题。例如, 不可观测的银企关系, 过去的研究发现银企关系会降低抵押品的要求 (Bharath et al., 2009), 并且通过对会计稳健性的影响, 进而会对利润表的价值相关性产生作用。使用变化模型可以有效地减轻这种潜在的内生性问题, 因为银企关系一般不会随着时间的改变而改变。其次, 我们在回归模型中包含公司固定效应, 公司的固定效应基本上反映了不同公司对抵押品的平均使用情况, 固定效应会控制公司不随时间推移而变化的特定因素。另外, 我们的关键假设是针对每个公司而言的, 随着时间推移, 遗漏变量并没有发生变化。由于篇幅原因, 未列示回归结果。

一阶差分回归结果显示 C_Score 的变动与 COLLATERAL 的变动成负相关关系, 这表明这两种工具存在着较强的替代关系。我们还发现在国有企业中, 这一关系相对于非国有企业而言要更弱。然而, 我们却没能发现国有商业银行贷款额的变动对会计稳健性和抵押品使用情况变动产生显著影响。面板回归随机效应的回归结果表明, 会计稳健性与抵押品的负相关关系随着公司从国有商业银行贷款的增加而减弱; 会计信息稳健性与抵押品之间的替代关系在国有企业中弱于非国有企业中, 这一结果基本与主检验保持一致。但是, 由于我们不能完全排除遗漏变量的影响, 所以我们建议在引用这些结果时需要十分谨慎。

第三, 上市公司银行贷款信息的披露具有选择性, 即存在上市公司可能不披露或者少披露银行贷款信息。为了控制贷款信息披露的自选择问题, 我们构造了两阶段模型。在第一阶段, 我们构造一个影响企业贷款披露的模型, 计算出企业贷款信息披露模型的 Inverse Mill's Ratio, 加入到模型 (2) 中控制自选择偏误的影响。第二阶段回归结果显示, $SOE *$

C_Score 和 $LSB * C_Score$ 的系数分别为 0.063 ($t=2.51$) 和 0.229 ($t=3.50$), 表明在控制自选择偏误后, 结果仍然支持我们的假说。但由于第一阶段模型构造中影响企业披露贷款信息的影响因素缺乏文献支持, 因此, 我们不建议引用这些结果, 这同时也是本文的局限性。

六、主要结论

Chen et al. (2013) 的研究表明, 会计稳健性和抵押作为缓解债务契约中代理问题的两种工具, 二者具有替代效应。本文在上述研究结论的基础上, 结合中国信贷市场的基本制度背景, 探讨银行和企业的国有属性对这种替代关系的影响。我们的研究表明, 银行与企业的国有属性减弱了债务契约中抵押条款与会计稳健性之间的替代关系, 即抵押品与会计稳健性在缓解债务契约中的代理问题方面的替代效应在国有企业中相对较弱, 二者的替代效应会随企业向国有银行贷款比重的增加而减弱。这一结果给我们的启示是, 非国有企业在向银行贷款时, 可以通过提高财务报表的稳健性来降低银行对其抵押品的要求。

主要参考文献

- 廖秀梅. 2007. 会计信息的信贷决策有用性: 基于所有权制度制约的研究. 会计研究, 5: 31~38
- 刘运国, 吴小蒙, 蒋涛. 2010. 产权性质、债务融资与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据. 会计研究, 1: 43~50
- 陆正飞, 祝继高, 孙便霞. 2008. 盈余管理、会计信息与银行债务契约. 管理世界, 3: 152~158
- 王艳艳, 于李胜. 2013. 国有银行贷款与股价同步性. 会计研究, 7: 42~49
- Basu, S. 1995. Conservatism and the Asymmetric Timeliness of Earnings. Ph. D. Thesis, University of Rochester
- Beatty, A., J. Weber, and J. J. Yu. 2008. Conservatism and Debt. Journal of Accounting and Economics, 45 (2): 154~174
- Chen, H., J. Z. Chen, G. J. Lobo, and Y. Wang. 2010. Association between Borrower and Lender State Ownership and Accounting Conservatism. Journal of Accounting Research, 48 (5): 973~1014
- Chen, J., G. J. Lobo, Y. Wang, and L. Yu. 2013. Loan Collateral and Financial Reporting Conservatism: Chinese Evidence. Journal of Banking & Finance, 37 (12): 4989~5006
- Khan, M., and R. L. Watts. 2009. Estimation and Empirical Properties of a Firm-year Measure of Accounting Conservatism. Journal of Accounting and Economics, 48 (2): 132~150
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. Accounting Horizons, 17 (3): 207~221