

## 第七届Stata中国用户大会·哈尔滨·202308

# Stata在会计学科中的应用： 资本市场开放与会计稳健性 ——基于“沪港通”的准自然实验

梁上坤 教授、博士生导师  
中央财经大学会计学院

*Liang\_sk@126.com*



# 会计研究中的SAS与Stata

---

## ▶ SAS的优势

- ▶ 处理大规模的数据更便捷。
- ▶ 数据集可视化更强。
- ▶ 语法更严谨。

## ▶ Stata的优势

- ▶ 上手更快。
- ▶ 开放性、扩展性更强。
- ▶ 结果输出更方便。



# 会计研究的特点

---

## ▶ 数据特点

- ▶ 数据量大。
- ▶ 数据来源可靠性强。
- ▶ 可重复性强。

## ▶ 研究特点

- ▶ 注重理论性、故事性。
- ▶ 崇尚简单语言、直观证据。
- ▶ 宏观政策对微观企业行为的影响越来越受重视。

# 会计研究的特点

## China's Closed Pyramidal Managerial Labor Market and the Stock Price Crash Risk

*The Accounting Review*, 2018, 93(3)

Panel B:  $Crash_t$  and  $Ncskew_t$  within Each Category of  $Dshi_{t-1}$

<u>Rank</u>	<u>n</u>	<u>Variable</u>	<u>Mean</u>	<u>Std</u>	<u>Lower Quartile</u>	<u>Median</u>	<u>Upper Quartile</u>
0	2,835	<u><math>Crash_t</math></u>	0.2434	0.4292	0	0	0
		$Ncskew_t$	-0.3168	0.6911	-0.7052	-0.2783	0.0854
1	942	<u><math>Crash_t</math></u>	0.2399	0.4273	0	0	0
		$Ncskew_t$	-0.3581	0.6383	-0.7194	-0.3395	0.0329
2	1,948	<u><math>Crash_t</math></u>	0.2202	0.4145	0	0	0
		$Ncskew_t$	-0.3519	0.6492	-0.7131	-0.3245	0.0427
3	2,441	<u><math>Crash_t</math></u>	0.2147	0.4107	0	0	0
		$Ncskew_t$	-0.3579	0.6785	-0.7419	-0.3405	0.0461
4	259	<u><math>Crash_t</math></u>	0.1853	0.3893	0	0	0
		$Ncskew_t$	-0.3419	0.6439	-0.6886	-0.3243	0.0411



# 研究动机

---

## ▶ 一、不断扩大资本市场开放水平

- ▶ 党的十九大、二十大强调要“进一步扩大资本市场开放水平”。
- ▶ 2014年11月17日启动的“沪港通”互联互通机制是我国继QDII、QFII之后具有里程碑意义的又一**制度创新**。其在进一步**放宽交易限制**的同时，通过严格规范的**监督体系**，为投资者营造了更为**透明高效**的**资本市场**。
- ▶ **“沪港通”交易制度**取得了有目共睹的成果，引发了境内外政府、媒体及投资者的高度关注。不少学者也针对“沪港通”交易制度的经济后果展开研究。



## 研究动机

### ▶ 二、“沪港通”交易制度的经济后果展开研究

- ▶ 现有研究大多关注“沪港通”交易制度对**资本市场运行效率**和企业**财务行为**的影响（Gupta and Yuan, 2009; Chen et al., 2013）。
- ▶ 鲜有文献针对“沪港通”交易制度与企业**信息披露**行为的影响进行研究。其中，虽有文献从管理层业绩预告（唐建新等，2021；孙泽宇等，2022）、年报可读性（阮睿等，2021）、私有信息披露（Yoon, 2020）等**非财务信息披露**的角度探讨了“沪港通”交易制度的经济后果，但鲜有文献关注**财务信息披露**的变化。
- ▶ 本文借助这一契机，从**会计稳健性**这一角度对“沪港通”交易制度进行研究，探索资本市场开放对于企业**财务信息披露策略**的影响。



## 研究问题

---

### ▶ 研究问题：

- ▶ “沪港通”交易制度对于企业会计稳健性的影响？

### ▶ 主要发现：

- ▶ (1) “沪港通”交易制度显著降低了标的企业的会计稳健性。
- ▶ (2) 作用机制分析显示，上述影响主要是通过降低企业的融资约束，从而促使会计稳健性下降。
- ▶ (3) 区分治理水平、企业地位以及产权性质的检验显示，“沪港通”对会计稳健性降低的影响在治理水平低的企业中更显著，对地位高的企业的影响更显著，对国有企业的影响更显著。



## 制度背景——“沪港通”交易制度

- ▶ “沪港通”即“沪港股票市场交易互通互联机制试点”，包含了“沪股通”、“港股通”两个层面。
- ▶ 其于2014年11月17日首次开通时，“沪股通”的568只股票包含了上海证券交易所上证180指数和上证380指数的成份股，以及上海证券交易所上市的A+H股企业股票；“港股通”的股票范围则是香港联合交易所恒生综合大型股指数、恒生综合中型股指数的成份股和同时在香港联合交易所、上海证券交易所上市的A+H股企业股票。
- ▶ “沪港通”作为旨在提高我国资本市场开放水平，推动境内外资本市场双向开放的政策，通过引入更多境内外投资者，加强了资本市场内外部监管的力度，丰富了资本市场信息与监管的传导渠道；同时，更多机构投资者的进入，拓宽了标的企业的融资渠道，降低了企业对银行等债务融资的依赖性。

# 制度背景——“沪港通”交易制度

“沪港通”开  
通，568只股票  
进入标的范围



2014.11.17

“沪港通”名单  
不断调整扩容



“深港通”开  
通，881只股票  
进入标的范围



2016.12.5

“陆港通”名单  
不断调整扩容



标的股票**开始**受  
到“沪港通”交  
易制度的影响

**新加入**的标的股票受到  
“沪港通”的影响

标的股票**开始**受  
到“深港通”交  
易制度的影响



上交所上市的未  
纳入标的股票的  
企业可作为控制  
组

**退出**的股票不再受到“沪  
港通”的影响

A股上市的未纳  
入标的股票的企业  
可作为控制组



## 文献回顾

---

### ▶ 会计稳健性的概念

- ▶ 我国会计准则要求企业对交易或者事项进行会计确认、计量和报告应当保持应有的谨慎，不应高估资产或者收益、低估负债或者费用。
- ▶ Basu (1997) 对于会计稳健性提出了明确定义，即相比“坏消息”，会计人员在确认“好消息”时需要获得更为严苛的标准。这一处理将使得企业收入对于“坏消息”的反应会快于“好消息”。
- ▶ 从历史发展角度而言，Basu (1997) 指出稳健性对于会计理论与实务发展的影响已持续数个世纪，早在15世纪即有记录显示中世纪欧洲的会计具有稳健性。李增泉和卢文彬 (2003) 通过对我国1995-2000年间A股上市企业的数据进行分析，首次指出我国企业会计盈余符合稳健性特征。



## 文献回顾

---

### ▶ 会计稳健性的动因——契约合同

- ▶ Watts (2003a, 2003b) 将其归结为契约合同、税收、法律诉讼和会计管制四个方面，此后的会计稳健性动因研究大多沿此展开。
- ▶ 契约合同方面，Peek et al. (2010) 指出，企业上市前的融资很大比例来源于对企业有充分了解的关系型融资，来自债务契约的约束较低，对稳健性需求较低；而上市后企业融资更为市场化，投资者对企业会计稳健性要求有所提高。
- ▶ 杨华军 (2007) 指出契约合同，尤其是债务契约是稳健性的最主要动因。



## 文献回顾

---

### ▶ 会计稳健性的动因——契约合同

- ▶ 徐昕和沈红波（2010）重点关注银行债务契约与企业会计稳健性的关系，发现银行贷款，尤其是短期贷款对稳健性的影响是显著的。
- ▶ 赵刚等（2014）发现会计稳健性较高的企业，更有可能获得高额、长期、低利率的银行贷款，当企业依赖银行契约进行融资时，更有可能提高其会计稳健性。
- ▶ 郑登津等（2016）则通过对2003-2013年间上市企业的数据分析发现企业会计稳健性越高，企业债务成本越低，因此企业为控制债务成本，会提高会计稳健性。



## 文献回顾

---

### ▶ 会计稳健性的动因——税收

- ▶ Holthausen and Watts (2001) 指出，会计稳健性受企业税收负担影响，税负加强时，企业表现出更高的会计稳健性。
- ▶ Qiang (2007) 也指出，税收会诱发会计保守主义，提高企业会计稳健性。
- ▶ 叶康涛和刘行 (2011) 利用我国上市企业数据发现，税收制度的严格化和强度的增加能够限制企业盈余管理行为，从而提升会计稳健性。
- ▶ 周泽将和杜兴强 (2012) 运用宏观税负度量税收负担，发现在企业盈利状态下，税收负担的提高使会计稳健性显著提高。



## 文献回顾

---

### ▶ 会计稳健性的动因——法律诉讼

- ▶ Watts (2003a, 2003b) 指出，企业在盈余被过分高估时易遭到股东诉讼，因而采取稳健的会计政策有利于降低诉讼成本。
- ▶ Huijgen and Lubberink (2005) 以是否在美国交叉上市为参照比较英国企业会计稳健性，发现更强的诉讼威胁将使企业采取更稳健的会计政策。并进一步发现，更完善严格的外部司法环境会使上市企业的会计稳健性更为显著。
- ▶ 毛新述和戴德明 (2008) 认为由于早期我国准则在制定中较少关注诉讼与法律因素，最高人民法院对于惩治上市企业虚假信息的制度实行较晚，因此在我国诉讼对于会计稳健性水平的影响较为有限。



## 文献回顾

---

### ▶ 会计稳健性的动因——会计管制

- ▶ Watts (2003a, 2003b) 认为如果会计准则给予企业过大的盈余管理空间, 允许企业虚报净资产, 则准则的制定方有较大可能受到社会及政府的指责。我国会计准则与制度的不断完善发展, 对于会计稳健性的影响也愈加增强。
- ▶ 赵春光 (2004)、朱茶芬 (2006) 均指出2001年《企业会计制度》的颁布使得企业的会计稳健性水平总体提高。
- ▶ 毛新述和戴德明 (2009) 指出, 会计准则对稳健性原则的关注和对公允价值使用的限制能够显著降低企业对于其盈余的高估程度。
- ▶ 曲晓辉和邱月华 (2007) 发现亏损企业“洗大澡”是新制度颁布后会计稳健性大幅提高的主要原因。



## 理论分析

---

### ▶ 政策变革

- ▶ 当前，我国的金融体系压抑特征仍然显著，中国企业普遍面临着融资约束（卢峰和姚洋，2004；陈学胜等，2012）。
- ▶ Bekaert and Harvey（2000）、Inessa（2003）与Khurana et al.（2006）等研究显示，金融发展能够降低企业的融资约束，缓解企业的融资压力。



## 理论分析

---

### ▶ 政策变革

- ▶ 2014年11月10日，上海证券交易所发布的《关于加强沪港通业务中上市公司的信息披露工作的通知》中也明确指出“沪股通企业应重视并适应外部环境的变化，进一步规范信息披露”。
- ▶ “沪港通”政策的实施，不仅拓宽了企业的融资渠道，引入大量具有更为专业分析能力的境外机构投资者，同时也加强了企业的外部监督力度和内部监管（陈运森等，2019）。这些变化均可能对企业的会计稳健性产生影响。



## 理论分析

---

### ▶ 正向效应：诉讼成本

- ▶ 管理层为规避风险，降低**诉讼成本**，会倾向于提高企业会计稳健性。
- ▶ 相较于本地投资者，境外投资者大多来自成熟资本市场，有着更强的投资者保护意识（Cheng et al., 2010），一旦发现企业的失信行为，将立刻发起诉讼。并且，这些投资者多为规模较大的专业机构，拥有丰富的全球资源以及高质量的专业人才，在维权经验和手段上更丰富（Grinblatt and Keloharju, 2000）。



## 理论分析

---

### ▶ 正向效应：监督治理

- ▶ 境外投资者为降低**管理层的自利行为**，对会计稳健性有着较高的需求。
- ▶ 境外投资者大多是成熟理性的投资者，他们更加倡导价值投资，有更强烈的动机约束管理层的行为。并且，境外投资者也可以选择“用脚投票”的方式间接改善治理水平。



## 理论分析

---

### ▶ 研究假设:

- ▶ *H1a*: 其他条件相同, “沪港通”交易制度会使标的企业的会计稳健性水平提高。



## 理论分析

### ▶ 反向效应：股权融资

- ▶ 一方面，“沪港通”交易制度最直接的影响就是促进资金跨境流动，增加股票市场的**资金供给量**，使企业拥有更多股权再融资机会，拓宽股权融资渠道（杨兴全和李沙沙，2020）。并且，李小林等（2022）发现，通过“沪港通”交易制度进入A股市场的多为**稳定的机构投资者**，这有助于提高企业的**长期资本可得性**。
- ▶ 另一方面，“沪港通”交易制度能够降低**股权融资成本**。由于境外投资者多为“精明”投资者（李沁洋和许年行，2019），有着较强的治理监督能力（于博和吴菡虹，2020）。出于对境外投资者治理能力的看好，投资者会调高对“沪港通”标的企业的预期，竞争购买股票，导致**股票流动性**提高，**股权融资成本**降低（庞家任等，2020）。
- ▶ 因此，“沪港通”交易制度的标的企业能够以较低的成本获得更多的股权融资。



## 理论分析

---

### ▶ 反向效应：债务融资

- ▶ 一方面，由于中国上市企业存在明显的**股权融资偏好**，如果股权融资渠道畅通，企业则更倾向于股权融资而非债务融资（黄少安和张岗，2001；陆正飞和高强，2003）。
- ▶ “沪港通”交易制度实施后，标的企业能在股票市场获得更多的资金支持，拓宽融资渠道。这一方面有助于**缓解企业对债务融资的依赖**，另一方面能够提高企业在债务契约中的议价能力（Pagano et al., 1998），降低**债务融资成本**（李小荣和王文楨，2021）。
- ▶ 因此，“沪港通”交易制度的标的企业能够以较低的成本获得更多的债务融资。



## 理论分析

---

### ▶ 研究假设:

- ▶ *H1b*: 其他条件相同, “沪港通”交易制度会使标的企业的会计稳健性水平降低。



## 研究模型

---

- ▶ 为检验“沪港通”交易制度对会计稳健性的影响，建立多时点双重差分模型：

- ▶ 
$$C\_Score = \beta_0 + \beta_1 Treat \times Post$$
$$+ \sum Controls + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon$$



## 被解释变量：会计稳健性

---

### ▶ 主回归模型：

- ▶ 根据Khan and Watts（2009）计算

### ▶ 稳健性检验：

- ▶ Basu（1997）模型
- ▶ Ball and Shivakumar（2005）净收益模型



## 解释变量：“沪港通”参与情况

---

### ▶ “沪港通”参与情况 ( $Treat \times Post$ )

- ▶ 由于企业在不同时点成为“沪港通”标的股票，因此：
- ▶ 设置“沪港通”参与情况 ( $Treat \times Post$ )，虚拟变量，企业成为“沪港通”标的股票的当年及以后年度为1，否则为0。



## 控制变量

---

- ▶ 参考以往文献，包括：
  - ▶ 企业规模 (*Size*)、
  - ▶ 财务杠杆 (*Lev*)、
  - ▶ 盈利能力 (*Roa*)、
  - ▶ 成长性 (*Growth*)、
  - ▶ 董事会规模 (*Lnboard*)、
  - ▶ 独董董事比例 (*Indepen*)、
  - ▶ 两职合一 (*Duality*)、
  - ▶ 董事持股 (*Mshare1*)
  - ▶ 高管持股 (*Mshare2*)。



## 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
会计稳健性	<i>C_Score</i>	根据 Khan and Watts (2009) 计算
“沪港通”参与情况	<i>Treat</i> × <i>Post</i>	虚拟变量，企业成为“沪港通”标的股票的当年及以后年度为 1，否则为 0
企业规模	<i>Size</i>	企业年末总资产的自然对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	企业年末总负债与总资产的比值
盈利能力	<i>Roa</i>	企业当年净利润与年末总资产的比值
成长性	<i>Growth</i>	企业当年营业收入的增长率
董事会规模	<i>Lnboard</i>	企业年末董事会总人数的自然对数
独立董事比例	<i>Indepen</i>	企业年末独立董事人数与董事会总人数的比值
两职合一	<i>Dual</i>	虚拟变量，若董事长兼任总经理取 1，否则取 0
董事持股	<i>Mshare1</i>	年末董事持股数与总股数的比值
高管持股	<i>Mshare2</i>	年末高管持股数与总股数的比值



## 样本和数据

- ▶ “沪港通”于2014年11月17日正式实施，选取**2010-2016**年中国A股上市企业为初始研究样本：
  - ▶ (1) 剔除金融行业上市企业观测；
  - ▶ (2) 剔除样本期内ST或PT的观测；
  - ▶ (3) 剔除2014年的观测；
  - ▶ (4) 剔除纳入“沪港通”交易制度后又被移除的企业观测；
  - ▶ (5) 剔除相关财务数据缺失的观测。
- ▶ 由于沪港通标的企业和非标的企业在企业规模、盈利能力等方面均有不同，本文采用**倾向得分匹配法**对沪港通标的企业进行匹配。
  - ▶ 将模型(1)中所有的控制变量均作为匹配协变量加入logit回归。
  - ▶ 根据计算出的倾向性得分，采用最近邻且无放回的方法对沪港通标的企业和非标的企业进行一比一匹配，卡尺范围为0.001。
- ▶ 最终获得**2768**个公司-年度观测值。

## 描述性统计 (STATA)

---

```
global ctrl "Size Lev Roa Growth Lnboard Indepen Dual Mshare1 Mshare2"
```

```
estpost summarize C_Score Treat_Post $ctrl, detail
```

```
esttab using Descriptive statistics.rtf, cells("count mean(fmt(3)) sd(fmt(3)) min(fmt(3))  
p25(fmt(3)) p50(fmt(3)) p75(fmt(3)) max(fmt(3))") noobs compress title(Descriptive  
statistics) replace
```



## 描述性统计

变量符号	观测数	均值	标准差	最小值	上四分位数	中位数	下四分位数	最大值
<i>C_Score</i>	2768	0.057	0.088	-0.219	0.013	0.030	0.075	2.423
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	2768	0.155	0.362	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	2768	22.852	1.181	19.590	22.013	22.821	23.603	25.966
<i>Lev</i>	2768	0.507	0.201	0.053	0.357	0.525	0.662	0.900
<i>Roa</i>	2768	0.047	0.049	-0.157	0.018	0.040	0.072	0.187
<i>Growth</i>	2768	0.202	0.450	-0.549	-0.001	0.124	0.287	3.004
<i>Lnboard</i>	2768	2.207	0.201	1.609	2.197	2.197	2.303	2.708
<i>Indepen</i>	2768	0.370	0.054	0.333	0.333	0.333	0.400	0.571
<i>Dual</i>	2768	0.126	0.332	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Mshare1</i>	2768	0.028	0.086	0.000	0.000	0.000	0.002	0.670
<i>Mshare2</i>	2768	0.014	0.056	0.000	0.000	0.000	0.001	0.554



# 1 研究假设检验 (STATA)

---

```
xtreg C_Score Treat_Post i.year, fe vce(clu stkcd)
estadd local FirmYear "Yes", replace
est store a1_1
```

```
xtreg C_Score Treat_Post $ctrl i.year, fe vce(clu stkcd)
estadd local FirmYear "Yes", replace
est store a1_2
```

```
esttab a1* using 主回归.rtf, drop(*.year) ///
b(%8.3f) t(%6.2f) stats(FirmYear r2_a N, fmt(%3s %9.3f %12.0f)) ///
nogaps compress depvars star(* 0.10 ** 0.05 *** 0.01) replace
```



# 1 研究假设检验

	(1)	(2)
<i>DepVar=</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>
<b><i>Treat×Post</i></b>	<b>-0.026<sup>***</sup></b> <b>(-4.17)</b>	<b>-0.027<sup>***</sup></b> <b>(-4.32)</b>
<i>Size</i>		-0.014 <sup>***</sup> (-2.60)
<i>Lev</i>		0.073 <sup>***</sup> (4.00)
<i>Roa</i>		-0.068 (-1.56)
<i>Growth</i>		-0.003 (-0.95)
<i>Lnboard</i>		-0.002 (-0.14)
<i>Indepen</i>		-0.069 (-1.26)



## 2 作用机制检验：融资约束

	(1)	(2)
<i>DepVar=</i>	<i>SA</i>	<i>WW</i>
<b><i>Treat×Post</i></b>	<b>-0.011*</b> <b>(-1.95)</b>	<b>-0.010*</b> <b>(-1.70)</b>
<i>Size</i>	0.049*** (2.60)	-0.034*** (-6.93)
<i>Lev</i>	0.062*** (2.62)	-0.018 (-0.91)
<i>Roa</i>	-0.071 (-1.33)	0.081 (1.51)
<i>Growth</i>	-0.005 (-1.63)	-0.044*** (-10.92)
<i>Lnboard</i>	0.035 (0.72)	-0.003 (-0.20)
<i>Indepen</i>	0.021 (0.31)	-0.050 (-1.07)



## 3 稳健性测试

### ▶ 平行趋势检验

- ▶ 使用双重差分检验的一个前提条件是“沪港通”交易制度实施前，标的企业和非标的企业的会计稳健性具有相同的时间变化趋势。
- ▶ 因此，本文将企业加入“沪港通”交易制度之前的第一年作为基准年份，设置  $Treat \times Pre3+$ 、 $Treat \times Pre2$ 、 $Treat \times Current$ 、 $Treat \times Post1$ 、 $Treat \times Post2$  五个虚拟变量。当年份为企业加入“沪港通”交易制度之前的第三年时， $Treat \times Pre3+$  取1，否则为0，以此类推。随后，将以上五个虚拟变量一并放入模型中回归。



## 3 稳健性测试

### ▶ 平行趋势检验(STATA)

```

cap drop event
gen event = year - inttime if inttime != .
replace event = -3 if event <= -3 & event != .
tab event, gen(event)
forvalues i = 1/6{
    replace eventt`i' = 0 if eventt`i' == .
}
rename (eventt1 eventt2 eventt3 eventt4 eventt5 eventt6) (pre3 pre2 pre1 current post1 post2)

xtreg C_Score pre3 pre2 current post1 post2 $ctrl i.year, fe vce(clu stkcd) //eventt4是当期
estadd local FirmYear "Yes", replace
est store b1_1
esttab b1* using 平行趋势检验.rtf, drop(*.year) ///
    b(%8.3f) t(%6.2f) stats(FirmYear r2_a N, fmt(%3s %9.3f %12.0f)) ///
    nogaps compress depvars star(* 0.10 ** 0.05 *** 0.01) replace

```



### 3 稳健性检验

	(1)
<i>DepVar=</i>	<i>C_Score</i>
<b><i>Treat×Pre3+</i></b>	<b>-0.008</b> <b>(-0.99)</b>
<b><i>Treat×Pre2</i></b>	<b>-0.014</b> <b>(-1.18)</b>
<b><i>Treat×Current</i></b>	<b>-0.033**</b> <b>(-2.57)</b>
<b><i>Treat×Post1</i></b>	<b>-0.038***</b> <b>(-3.20)</b>
<b><i>Treat×Post2</i></b>	<b>-0.029***</b> <b>(-2.83)</b>
<i>Size</i>	-0.015*** (-2.76)
<i>Lev</i>	0.073*** (3.96)
<i>Roa</i>	-0.070 (-1.57)



### 3 稳健性测试

#### ▶ 被解释变量其他度量方式的检验

- ▶ 由于Morck et al. (2000) 发现中国股市同涨同跌现象较为普遍，因此使用市场收益率对个股收益率进行调整重新计算会计稳健性 ( $C\_Score\_Adj$ )

- ▶ 使用Basu (1997) 模型度量会计稳健性。具体地，在模型中加入“沪港通”参与情况变量 ( $Treat \times Post$ )，构造如下模型：

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_1 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} \times R_{i,t} + \alpha_4 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_5 D_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_6 R_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_7 D_{i,t} \times R_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- ▶ 使用Ball and Shivakumar (2005) 净收益模型度量会计稳健性。具体地，在模型中加入沪港通参与情况变量 ( $Treat \times Post$ )，构造如下模型：

$$CNI_{i,t} = \gamma_1 + \gamma_1 DNI_{i,t} + \gamma_2 LCNI_{i,t} + \gamma_3 DNI_{i,t} \times LCNI_{i,t} + \gamma_4 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_5 DNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_6 LCNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_7 DNI_{i,t} \times LCNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



### 3 稳健性检验

	(1)
<i>DepVar=</i>	<i>C_Score_Adj</i>
<b><i>Treat×Post</i></b>	<b>-0.016<sup>***</sup></b> <b>(-3.94)</b>
<i>Size</i>	0.012 <sup>***</sup> (2.85)
<i>Lev</i>	0.041 <sup>***</sup> (3.03)
<i>Roa</i>	-0.078 <sup>**</sup> (-2.09)
<i>Growth</i>	-0.005 <sup>*</sup> (-1.73)
<i>Lnboard</i>	0.004 (0.25)
<i>Indepen</i>	-0.011 (-0.24)



### 3 稳健性测试

#### ▶ 被解释变量其他度量方式的检验

- ▶ 由于Morck et al. (2000) 发现中国股市同涨同跌现象较为普遍，因此使用市场收益率对个股收益率进行调整重新计算会计稳健性 ( $C\_Score\_Adj$ )

- ▶ 使用Basu (1997) 模型度量会计稳健性。具体地，在模型中加入“沪港通”参与情况变量 ( $Treat \times Post$ )，构造如下模型：

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_1 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} \times R_{i,t} + \alpha_4 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_5 D_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_6 R_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_7 D_{i,t} \times R_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- ▶ 使用Ball and Shivakumar (2005) 净收益模型度量会计稳健性。具体地，在模型中加入沪港通参与情况变量 ( $Treat \times Post$ )，构造如下模型：

$$CNI_{i,t} = \gamma_1 + \gamma_1 DNI_{i,t} + \gamma_2 LCNI_{i,t} + \gamma_3 DNI_{i,t} \times LCNI_{i,t} + \gamma_4 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_5 DNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_6 LCNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_7 DNI_{i,t} \times LCNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



### 3 稳健性检验

	(1)
<i>DepVar=</i>	<i>EPS/P</i>
<i>R</i>	0.006* (1.66)
<i>D</i>	0.000 (0.09)
<i>D×R</i>	0.043*** (5.40)
<i>Treat×Post</i>	-0.007 (-1.33)
<i>D×Treat×Post</i>	-0.002 (-0.25)
<i>R×Treat×Post</i>	0.026* (1.65)
<b><i>D×R×Treat×Post</i></b>	<b>-0.041* (-1.80)</b>
<i>Constant</i>	0.029*** (16.98)
<i>Adj_R2</i>	0.054
<i>N</i>	2768



### 3 稳健性测试

#### ▶ 被解释变量其他度量方式的检验

- ▶ 由于Morck et al. (2000) 发现中国股市同涨同跌现象较为普遍，因此使用市场收益率对个股收益率进行调整重新计算会计稳健性 ( $C\_Score\_Adj$ )

- ▶ 使用Basu (1997) 模型度量会计稳健性。具体地，在模型中加入“沪港通”参与情况变量 ( $Treat \times Post$ )，构造如下模型：

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_1 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} \times R_{i,t} + \alpha_4 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_5 D_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_6 R_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha_7 D_{i,t} \times R_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- ▶ 使用Ball and Shivakumar (2005) 净收益模型度量会计稳健性。具体地，在模型中加入沪港通参与情况变量 ( $Treat \times Post$ )，构造如下模型：

$$CNI_{i,t} = \gamma_1 + \gamma_1 DNI_{i,t} + \gamma_2 LCNI_{i,t} + \gamma_3 DNI_{i,t} \times LCNI_{i,t} + \gamma_4 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_5 DNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_6 LCNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_7 DNI_{i,t} \times LCNI_{i,t} \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



### 3 稳健性检验

	(1)
<i>DepVar=</i>	<i>CNI</i>
<i>LCNI</i>	0.005 (0.39)
<i>DNI</i>	-0.013*** (-4.67)
<i>DNI×LCNI</i>	-0.493*** (-8.21)
<i>Treat×Post</i>	-0.007* (-1.71)
<i>DNI×Treat×Post</i>	1.097*** (12.99)
<i>LCNI×Treat×Post</i>	-0.170 (-1.15)
<b><i>DNI×LCNI×Treat×Post</i></b>	<b>0.568**</b> <b>(2.27)</b>
<i>Constant</i>	0.013*** (8.23)
<i>Adj_R2</i>	0.088
<i>N</i>	2632



## 3 稳健性测试

---

### ▶ 其他样本选择方式的检验

- ▶ 为排除沪港通标的企业多次变化的干扰，本文剔除2014年11月17日（首次）后新增以及调出的沪港通标的企业观测后，使用单时点双重差分模型，重新进行检验。

### ▶ 考虑“深港通”影响的检验

- ▶ 考虑2016年12月5日开始实施的“沪港通”交易制度的影响，本文将样本区间延长为2010-2018年。

### ▶ 剔除A+H股的检验

- ▶ 相较于仅在A股上市的企业，“沪港通”交易制度对同时在香港等境外资本市场上市的企业会产生较弱的影响（连立帅等，2019）。因此，本文剔除A+H上市的企业之后重新进行检验。



### 3 稳健性检验

	(1)其他样本选择方式	(2)考虑“深港通”	(3)剔除 A+H 股
<i>DepVar=</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>
<b><i>Treat×Post</i></b>	<b>-0.026<sup>***</sup></b> <b>(-3.80)</b>	<b>-0.064<sup>**</sup></b> <b>(-2.41)</b>	<b>-0.031<sup>***</sup></b> <b>(-4.81)</b>
<i>Size</i>	-0.013 <sup>**</sup> (-2.12)	0.062 <sup>***</sup> (3.56)	-0.012 <sup>*</sup> (-1.91)
<i>Lev</i>	0.099 <sup>***</sup> (4.53)	-0.546 <sup>***</sup> (-9.21)	0.060 <sup>***</sup> (3.00)
<i>Roa</i>	0.038 (0.76)	-0.054 (-0.36)	-0.071 (-1.50)
<i>Growth</i>	-0.005 (-1.40)	0.030 <sup>**</sup> (2.07)	-0.004 (-1.31)
<i>Lnboard</i>	0.021 (1.27)	0.052 (0.75)	0.005 (0.32)
<i>Indepen</i>	0.013 (0.28)	-0.333 (-1.55)	-0.032 (-0.54)



## 4 异质性分析

---

### ▶ 公司内外部治理——外部监督

- ▶ 相较于非四大会计师事务所，四大会计师事务所具有长期形成的声誉，一旦出现诉讼风险，会对其造成较高的诉讼成本和较严重的价值损失（朱松等，2010）。因此，四大会计师事务所在进行审计时，会避免被审计单位过度乐观，高估资产或收益等激进行为，增加其会计稳健性从而严控审计风险（Krishman, 2007）。
- ▶ 预期“沪港通”交易制度降低会计稳健性的效应会在非四大会计师事务所审计的企业中更显著。



## 4 异质性分析

---

### ▶ 公司内外部治理——内部监督

- ▶ Watts (2003a) 发现股东会要求管理层提供稳健的会计信息。但是不同股权结构下，股东对会计稳健性的需求存在差异。
- ▶ 在股权制衡度较低的企业中，控股股东的股权高度集中，其能够直接对管理层进行监督，对会计稳健性的需求较低。而在股权制衡度较高的企业中，股东对管理层的监督能力受到限制，需要通过会计稳健性来缓解这种信息不对称（修宗峰，2008）。
- ▶ 预期“沪港通”交易制度降低会计稳健性的效应会在**股权制衡度低**的企业中更显著。



## 4 异质性分析

	(1)非四大 审计	(2)四大审 计	(3)全样本	(4)股权制 衡度低	(5)股权制 衡度高	(6)全样本
<i>DepVar=</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>
<b><i>Treat×Post</i></b>	<b>-0.028***</b> (-4.45)	<b>-0.030</b> (-1.30)	-0.031*** (-4.88)	<b>-0.036***</b> (-4.28)	<b>-0.011</b> (-0.92)	-0.019** (-2.33)
<b><i>Treat×Post×Big4</i></b>			<b>0.024**</b> (2.13)			
<b><i>Treat×Post×BLC</i></b>						<b>-0.012*</b> (-1.67)
<i>Big4</i>			-0.040** (-2.57)			
<i>BLC</i>						0.005 (1.16)
<i>Size</i>	-0.015*** (-3.18)	-0.017 (-0.50)	-0.015*** (-2.90)	-0.017** (-2.35)	-0.015 (-1.35)	-0.015*** (-2.59)



## 4 异质性分析

### ▶ 企业地位

- ▶ “沪港通”交易制度实施后，成熟理性的境外投资者加入会增加对企业信息质量的需求，从而提高会计稳健性。然而，资本供给量的增加缓解了企业的融资约束，也会降低企业提供会计稳健性的动机。可以看出，会计稳健性的上升或是下降实质上是投资者与企业之间的博弈。
- ▶ 若企业处于强势地位，则会计稳健性供给的变动效应会更强，稳健性随之降低；反之亦然。企业市场地位越高时，其在进行会计信息披露时不会受到过多外部压力的干扰，有着更高的自主权（王雄元和刘焱，2008；陈骏和徐玉德，2011）。
- ▶ 预期“沪港通”交易制度实施后，**市场地位高的企业**会更显著地减少对会计稳健性的供给。



## 4 异质性分析

	(1)企业地位高	(2)企业地位低
<i>Depvar=</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>
<b><i>Treat×Post</i></b>	<b>-0.044***</b> <b>(-4.38)</b>	<b>-0.010</b> <b>(-1.44)</b>
<i>Size</i>	-0.023** (-2.35)	-0.018*** (-3.62)
<i>Lev</i>	0.151*** (4.78)	0.026 (1.29)
<i>Roa</i>	-0.061 (-0.80)	-0.039 (-0.87)
<i>Growth</i>	-0.011** (-1.98)	-0.001 (-0.21)
<i>Lnboard</i>	-0.012 (-0.60)	0.012 (0.60)
<i>Indepen</i>	-0.060 (-0.83)	-0.033 (-0.65)



## 4 异质性分析

---

### ▶ 产权性质

- ▶ 江伟和李斌（2006）认为，国有企业因为其政治背景，通常更容易获得融资，而非国有控股企业融资时面临的条件更为苛刻。因此，“沪港通”交易制度通过缓解融资约束进而降低会计稳健性的作用可能会在非国有企业中更加显著。
- ▶ 陈冬华等（2005）发现，由于薪酬管制和在职消费等原因，国有企业内外部治理机制较薄弱，代理问题更严重。因此，相较于非国有企业，“沪港通”交易制度对国有企业的监督信号效应更强，会计稳健性降低作用更为显著。



## 4 异质性分析

	(1)国有企业	(2)非国有企业
<i>DepVar=</i>	<i>C_Score</i>	<i>C_Score</i>
<b><i>Treat×Post</i></b>	<b>-0.038***</b> <b>(-4.54)</b>	<b>-0.006</b> <b>(-0.72)</b>
<i>Size</i>	-0.028*** (-3.96)	-0.001 (-0.12)
<i>Lev</i>	0.111*** (4.19)	0.023 (0.92)
<i>Roa</i>	-0.018 (-0.29)	-0.130*** (-2.60)
<i>Growth</i>	0.000 (0.10)	-0.005 (-1.47)
<i>Lnboard</i>	-0.007 (-0.35)	-0.020 (-0.91)
<i>Indepen</i>	-0.110 (-1.55)	-0.055 (-0.84)



## 本文的研究发现

---

- ▶ 本文选取2010-2016年上海证券交易所A股上市企业作为样本，考察了资本市场开放——“沪港通”交易制度对于企业会计稳健性的影响。
- ▶ 研究结果表明，“沪港通”交易制度会降低标的企业的会计稳健性。这一影响主要通过降低了标的企业的融资约束，从而降低企业为获得外部融资而提供高会计稳健性的动机。在治理水平低的企业、地位高的企业以及国有企业中，会计稳健性的降低程度更显著。



## 本文可能的研究贡献

- ▶ **第一，拓展了对我国资本市场开放经济后果的研究。**
  - ▶ 既有文献对“沪港通”交易制度与企业信息披露行为的影响研究较为欠缺。其中，虽有文献从管理层业绩预告（唐建新等，2021；孙泽宇等，2022）、年报可读性（阮睿等，2021）、私有信息披露（Yoon，2020）等非财务信息披露的角度探讨了“沪港通”交易制度的经济后果，但鲜有文献关注企业财务信息披露的变化。
- ▶ **第二，从资本市场开放的政策角度丰富了对会计稳健性动因的认识。**
  - ▶ 由于从宏观政策变迁角度探究对会计稳健性影响的研究仍然较少。本文借助“沪港通”这一“上游的”资本市场开放政策，探究了资本市场开放对企业融资约束及外部治理的作用影响，深化了对会计稳健性的动因的认识。
- ▶ **第三，较好地缓解了以往研究中内生性的问题。**
  - ▶ 借助“沪港通”这一自然实验，通过构造企业固定效应下的双重差分模型，可以较好地缓解融资约束与会计稳健性之间存在的内生性问题，提升实证检验的效力。

---

欢迎宝贵意见，非常感谢!

*Thank you very much!!*