

资产可抵押性、会计信息质量与融资约束

艾健明¹, 曾 凯²

(1. 广东财经大学 会计学院, 广东 广州 510320; 2. 中国建设银行广东省分行, 广东 广州 510000)

[摘 要] 基于上市公司 2000—2014 年的财务数据研究资产可抵押性、会计信息质量对融资约束的影响, 结果表明: 资产可抵押性越高, 融资约束越低; 会计信息质量越高, 融资约束越低。与已有研究不同, 按会计信息质量分组后研究发现, 信息质量较高的一组中, 资产可抵押性对融资约束的影响不显著; 信息质量较低的一组中, 较高的资产可抵押性能够显著地降低企业融资约束水平。资产可抵押性和会计信息质量对融资约束的影响具有一定的替代作用。进一步区分产权性质后研究发现, 对于国有控股企业, 上述影响不存在; 对于非国有企业, 资产可抵押性、会计信息质量对融资约束的作用依然存在。

[关键词] 资产可抵押性; 会计信息质量; 融资约束; 信贷融资; 信息不对称; 企业产权性质; 融资成本; 金融发展
[中图分类号] F830. 56 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2017)03-0022-13

一、引言

2016 年十二届全国人民代表大会四次会议的政府工作报告提出要减轻企业负担, 降低融资成本, 加强对实体经济的支持。近年来, 融资费用过高一直是企业和政府关注的重点。企业发展离不开资金的支持, 当内部资金不足以支撑企业发展战略时, 从外部进行融资的能力对企业经营来说就显得非常重要。融资按其来源又可以划分为债务融资和股权融资。由于中国股票市场的准入门槛较高, 通过股票市场获得融资的条件较为严格, 同时, 再融资要求较高, 限制较多, 因此大部分企业仅通过债务融资获得资金。从债券融资的角度看, 虽然债券市场开始时间较早, 但是发展的速度和推行的进程较为缓慢, 主要集中于国债, 公司债仅占 12% 左右。因此, 从银行进行间接的信贷融资仍然是企业重要的融资途径。据人民银行统计结果, 在 2014 年全年所有的社会融资中, 有 59.4% 是人民币贷款融资。

在经济下行时期, 银行等金融机构为了完成自身业绩增长指标、确保信贷质量, 会紧缩银根、缩小贷款规模、提高中间费用。大量中小企业求助于影子银行、民间借贷, 导致财务费用上升^[1]。部分发展态势良好、行业前景广阔的企业难以筹集资金, 需要借助于民间资本, 而民间资本的融资费用较高; 相反, 部分财务状况堪忧、产能过剩的企业却仍然能够从资本市场获得融资。这是一个矛盾的现象。当自有资金不足, 急需资金支持, 而从外部融资的成本过高时, 企业就会面临融资约束问题。企业如果提高信息披露的质量, 加快信息传播的速度, 降低不对称性, 那么外部融资费用就会得到降低, 融资约束的情况从而能够得到改善。作为一种向外界传递信息的信号, 抵押资产能够降低信息的不确定性; 会计信息具有契约有效性, 提升会计信息质量也能够降低企业内外不对称性。两者对融资约束的共同作用是本文的研究重点。

[收稿日期] 2016-09-11

[作者简介] 艾健明(1968—), 男, 湖南邵阳人, 广东财经大学会计学院教授, 硕士生导师, 博士, 主要研究方向为资本与会计财务管理; 曾凯(1991—), 男, 江西新余人, 中国建设银行广东省分行职员, 主要研究方向为金融市场与资本管理。

二、文献综述

(一) 资产可抵押性对融资约束的影响

学界对抵押资产与融资约束的相关性研究较早,但学者们主要是从抵押资产对债务融资成本影响的角度进行分析的。此类研究多从借贷双方的信息不对称角度进行,研究者们发现较高的抵押资产降低了信息不对称程度和融资成本。Titman 和 Wessels 发现,较高的资产可抵押性能够帮助企业获得更多的银行融资^[2]。Firth 等认为抵押资产的实质是事后保障机制,它可以降低道德风险,减少债务人的机会主义行为;资产抵押行为作为一种外部保证机制,可以降低市场摩擦,增加借款机会^[3]。还有学者直接分析了抵押资产对融资约束的影响。钱雪松对融资约束、抵押资产和投资的关系进行了分析,认为采用抵押方式能够降低融资约束水平。同时,他还认为诸如土地、厂房和机器设备等实物的资产可抵押性比无形资产高^[4]。王红建和李茫茫通过研究资产的有形性发现,使用实物资产作为抵押进行融资,可以极大地降低融资约束,而实物资产主要以固定资产的形式表现,应收账款和存货的资产可抵押性有限^[5]。另外一些学者针对抵押资产对融资的影响得出了一些不同的结论。尹志超和甘犁的研究从企业的信用等级出发,认为使用抵押资产的原因是企业的信用等级不同。他们研究得出样本中抵押资产对贷款违约率有正向作用的结论,并认为当企业的信用较高时,使用抵押资产是作为一种信号传递的方式,而低信用企业则是被银行要求提供抵押品,以降低事后的道德风险^[6]。

已有文献多从抵押资产对债务融资成本的影响这个角度进行分析,认为抵押资产可以降低债务融资成本。然而,融资约束衡量的是外部融资高于内部融资的程度,不仅仅包括债务融资,还包含股权融资。目前从资产可抵押性对融资约束进行分析的文献还较少,因此本文的研究具有一定的理论和实践意义。

(二) 会计信息质量对融资约束的影响

很多学者研究过会计信息质量对融资的影响,并达成了较为一致的结论:高质量的会计信息能够提升信息的披露质量,信息在投资者和企业间的不对称性降低,企业的融资成本也因此下降。Hay 等发现,会计信息具有契约有效性和治理效应,能够帮助契约制定和执行,处于市场效率较低环境下的公司,通过提供高质量的会计信息来降低契约制定和执行中的交易成本的概率更大^[7]。Francis 采用 Dechow 和 Dichev 模型得到盈余管理程度,同时采用盈余持续性、会计稳健性等来衡量会计信息质量,发现那些具有高质量会计信息的公司在融资时的资本成本往往较低^[8]。曾颖等分别使用来自于深圳交易所发布的披露考评、盈余激进度来度量披露质量的高低,得出信息披露水平与股权融资成本存在一定负相关关系的结论^[9]。Hope 对财务报告的透明度与企业融资的关系进行了讨论,认为财务报告透明度高的企业更容易获得外部融资^[10]。上述研究表明财务的透明度影响了信息不对称性,进而影响企业在传统借贷市场进行融资。张纯和吕伟使用现金-现金流敏感性模型分析了信息披露、市场关注与融资约束三者之间的关系,发现信息披露质量与融资约束之间存在着反向关系^[11]。Chen 和 Hope 等发现提升会计信息质量可以降低不同投资者之间信息不对称的程度,由此可以降低由于逆向选择产生的融资成本;同时,会计信息质量的改善可以减少管理者与股东间信息不对称情况发生,使资金提供者了解公司的运营情况和资金状况,风险溢价带来的融资成本也会因此有所下降。他们指出,会计信息是股东和管理者的一个桥梁,能够帮助减少管理者和股东之间的代理问题,降低市场中由于代理问题造成的融资成本^[12]。

有关抵押资产和会计信息质量对融资的影响有较多学者进行了研究,但是,资产可抵押性、会计信息质量和融资约束之间关系的研究,已有文献还较少涉及,更多的是单方面地从信息质量的角度对融资约束进行研究,以及从抵押资产的角度对银行信贷进行分析。我们在实践中发现,从银行进行融资往往需要抵押物和企业财务信息;从债券市场进行融资对企业今年的收益有一定的要求;企业上市进行股权融资不仅仅要求连续三年盈利,而且要求财务报告真实、无虚假记载,同时对于主板上市企业,无形资产不得高于 20%。这些融资条件不仅仅要求企业具备良好的会计信息,同时还对企业的抵押资产有所限

制。因此,研究资产可抵押性和会计信息质量对融资约束的影响是具备实践意义的。进一步来看,理论上,会计信息质量的提高能够降低信息不对称程度,由此减少道德风险的发生,抵押物的事后保障作用也相对降低。因此,分析资产可抵押性和会计信息质量对融资约束的作用也具有一定的理论意义。

三、理论分析与研究假说

(一) 资产可抵押性对融资约束的影响

委托代理关系中的逆向选择和道德风险是信息不对称导致的结果。逆向选择会导致投资者信息搜寻成本升高,道德风险也会降低资金的安全性,这两者都会增加融资成本,提高企业的融资约束水平。信号传递理论可以解决逆向选择问题,抵押资产向外传递了资金安全的信号,能够防止“劣币驱逐良币”的现象出现。同时,抵押资产作为一种安全保证,可以防止产生道德风险问题。

Hart 和 Moore 认为,由于契约的不完善,资产的可抵押性能够提升企业的融资能力^[13]。Benmelech 和 Bergman 发现,更多的可抵押资产使得企业获得更低的利率、更高的信用和更高的贷款价值比。企业可以将资产抵押作为一种信号向潜在的债权人和投资者传递,降低其风险溢价程度,保证潜在的债权人和股权投资者的利益,使得企业有较多的机会进行外部融资,从而缓解融资约束^[14]。在股权融资市场上,中小投资者占据绝大多数,他们难以了解企业的运行状况。投资者购买股票相当于与企业签订契约。由于强式有效市场的条件并不满足,市场不能完全反映企业所有信息,如果企业拥有的资产可抵押性很高,就会降低信息不对称的程度,可以从股票市场获得更多的融资。抵押资产作为展示公司实力的一种信号,使潜在的投资者和债权人相信公司的实力,给以融资。

事前的信息不对称造成的逆向选择问题会导致企业融资成本偏高,这可以通过抵押资产向外界进行信号传递,以降低融资成本,进而降低融资约束。事后的信息不对称造成的代理问题可以通过拍卖抵押资产弥补投资者损失的方式来解决,进而使融资成本有所下降,融资约束的水平有所缓解。抵押资产通过缓解信息不对称造成的逆向选择和道德风险能降低企业外部融资费用。由此本文提出假说1。

假说1:资产可抵押性越高,企业所面临的融资约束水平越低。

(二) 会计信息质量对融资约束的影响

企业内外部之间存在信息不对称,潜在的债权人和投资者不能完全了解企业的运营状况,投资存在风险,为此企业融资需要付出一定的成本。信息不对称性越强,投资者和债权人面临的风险越大,因而就会要求更高的风险补偿,对企业而言就会产生更高的成本,从而导致融资约束。因此,缓解融资约束的一个途径是降低企业内外的信息不对称程度。

企业在与银行达成信贷契约之前,银行方面会评估企业的运营情况、财务状况,用来判断还款能力和违约风险,决定是否给以贷款,用何种方式和利率水平给以融资;达成信贷契约后,银行还要监测资金的流向,观测其是否按照契约规定进行使用,以判断是否给以再贷款及其额度。一旦银行发觉企业资金使用不规范,违背了契约,就会采取惩罚措施,收回资金,以确保资金的安全和权益不受侵犯。Bharath 发现会计信息质量对市场选择行为会造成影响。具体来说,那些会计信息质量不高的公司更多地选择采用私人债务方式,例如从银行进行间接融资^[15]。这与银行能够获取更多信息、减少逆向选择产生的成本有关。但不论是私人债务还是公开发行债券等公共债务,债权人都会对会计信息质量较低的公司要求更高的风险溢价,而对于那些会计信息质量较高的公司而言,它们从市场获得资金的利率水平往往也更低。

汪炜和蒋高峰从股权融资的角度进行了有关研究,发现公司信息披露水平与权益资本成本存在负向的关系,披露质量越高,资本成本越低。如果企业信息披露水平较低,这时投资者会对该公司的股票要求相对更高的回报率,这就导致了公司融资成本上升^[16]。

一方面,信息不对称增加了风险溢价成本,提升了信息搜寻的费用,最终增加了企业的融资成本;另一方面,信息不对称引发了事前的逆向选择和事后的道德风险。为了解决逆向选择问题,投资者和债权

人便会将提高融资费用作为信息甄别的手段。提升会计信息质量能够降低信息不对称程度,减少委托人信息搜寻费用。企业提高会计信息质量也是一种信号传递手段,用以解决逆向选择问题。同时,高质量的会计信息具有公司治理效应,能够减少事后信息不对称造成的代理成本,减少融资费用。

综上所述,提升会计信息质量,可以减少企业内部与外部之间的信息不对称,由此降低信息不对称产生的风险溢价的相关成本,同时,可以降低逆向选择和道德风险产生的委托代理问题所造成的融资成本,提升资源配置的效率。由此本文提出假说2。

假说2:提升会计信息质量可以降低企业融资约束程度。

(三) 资产可抵押性、会计信息质量对融资约束的影响

实践中,企业从银行融资不仅仅需要提供公司相关的财务信息,往往还需要担保或者进行抵押,这样才能够从银行获得贷款。企业如果想上市进行股权融资,需要审计事务所出具审计报告,在审计员进行相关审计时,需要进场核查固定资产的数量和产权,这也是审计风险较高的项目。会计信息和抵押资产似乎同时发挥作用。如果会计信息质量和抵押品都能降低企业的融资约束,那么,这两者对融资约束的共同作用又是怎样的呢? 这两者的关系又是怎样的呢?

由于企业外部与内部之间存在信息不对称,潜在的投资人是信息搜集的弱势群体,不能充分了解企业运行状况,因而便会提高融资的利率或拒绝提供融资,导致企业融资成本升高。当市场是强式有效时,不存在信息不对称,企业的信息可以完全传递给外部,潜在债权人和股东根据经济人的理性判断来决定是否给以企业融资,抵押资产与企业融资无关。但是,现实中完美市场假设是难以满足的。企业作为信息优势的一方,将资产可抵押性作为一个信号主动地传递给处于信息弱势的投资者,用以减少事前的信息不对称造成的逆向选择问题;外部投资者接收到这一信号,并以此来区分“好的公司”和“坏的公司”,判断是否给以融资。同时,在融资以后,抵押资产为资金安全提供了事后保障,降低了事后的代理问题。进一步来看,当不了解企业时,作为信息弱势群体的投资者可以通过信息甄别的方式——抵押资产来要求企业展示其实力。因此,资产可抵押性就会影响融资能力。完美市场假设不存在时,资产可抵押性降低,债权人就会增加对资金使用的监督,通过提升利率来弥补监督成本的提升和风险溢价,从而导致融资过程中成本的增加,融资约束程度上升。同理,如果企业转向股权融资,股东会要求更高的风险溢价,同样会产生较高的融资成本,造成融资约束。资产可抵押性较高意味着企业能够保证资金提供者的资金安全,这同样能够降低融资约束。

会计信息具有契约有效性,不论企业选择股权融资还是债务融资,都要求在事前、事中和事后提供财务信息,以防止资金挪用造成投资者损失。事前的信息不对称导致了逆向选择问题,提升了融资成本,造成了融资约束。抵押资产具有信号传递作用,可以缓解逆向选择问题,降低融资约束。当会计信息质量提升,信息不对称降低,逆向选择问题得到缓解,信号传递对降低逆向选择的作用便会下降,抵押资产对融资约束的作用随之降低。同时,会计信息质量的提升能够降低信息在事后的不对称性。会计信息具有治理效应,其治理作用的基础来自于信息的质量。高质量的会计信息有助于公司治理,从而缓解委托代理问题和事后的道德风险问题,抵押资产作为防止代理问题的事后保障的作用也随之下降。由此我们提出假说3。

假说3:当会计信息质量较高时,资产可抵押性对融资约束影响较弱;当会计信息质量较低时,资产可抵押性对融资约束影响较强。两者对融资约束的影响具有一定的替代作用。

四、研究设计

(一) 变量的选择与计量

抵押资产是保护投资者资金安全的一种手段。资金提供者会要求抵押资产拥有一定的专用性,专用性较低的资产容易找到替代品,抵押这类资产可能造成事后的机会主义行为,造成投资者的损

失。企业正常生产经营需要专用性资产。以专用性资产作为抵押,可以防止企业事后的道德风险问题。同时,房产、机器设备等固定资产容易估价,有较为发达的二级市场能够进行流通,而无形资产定价困难且难以流通。Almeida 和 Campello、李青原和王红建采用现金、应收账款、存货和固定资产构建了资产可抵押性的指标。但是,该指标是基于国外市场构建的,而且现金和应收账款是否能够作为抵押资产值得考虑^[17-18]。王红建和李茫茫的研究表明,实物资产可以作为抵押来降低企业融资约束水平^[5];钱雪松的研究也表明,实物资产的抵押能力高于无形资产^[4]。因此,本文采用固定资产与存货之和除以总资产作为可抵押资产的替代变量。模型如下:

$$Diya_{i,t} = \frac{PPE_{i,t} + Inven_{i,t}}{A_{i,t}}$$

其中, $PPE_{i,t}$ 表示企业的固定资产; $Inven_{i,t}$ 表示企业的存货; $A_{i,t}$ 表示企业总资产,该值越大,表明企业的资产可抵押性越高。

企业的盈余是在会计确认和计量中最具有代表性的指标,也是投资者最关注的信息之一。因此,本文使用盈余质量作为会计信息质量的替代变量,并使用修正的琼斯模型计算盈余质量。模型如下:

$$NDA_{i,t} = a \times \left[\frac{1}{A_{i,t-1}} \right] + b \times \left[\frac{\Delta Rev_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + c \times \left[\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right]$$

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \times \left[\frac{1}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \times \left[\frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_3 \times \left[\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \varepsilon$$

$$DA_{i,t} = \left[\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] - NDA_{i,t}$$

$$Report_{i,t} = |DA_{i,t}|$$

其中, $NDA_{i,t}$ 表示不可操纵应计; $TA_{i,t}$ 表示应计利润,等于营业利润减去经营活动现金净流量; $DA_{i,t}$ 表示可操纵性应计; $A_{i,t-1}$ 代表前一期总资产; $\Delta REV_{i,t}$ 为销售收入变动额; $\Delta REC_{i,t}$ 为应收账款变动额; $PPE_{i,t}$ 表示固定资产。会计信息质量($Report$)为可操作性应计($DA_{i,t}$)的绝对值, $Report$ 越大,表明会计信息质量越低。

国内外文献关于融资约束的衡量主要有 KZ 指数、WW 指数、现金-现金流敏感性模型以及 SA 指数。KZ 指数、WW 指数并不能准确衡量融资约束水平,存在内生性问题^[19],因此本文采用 SA 指数衡量融资约束水平。该指数表示为 $-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$,其中 $Size$ 为企业规模,即总资产(单位为百万元)的自然对数, Age 为企业年龄,即报表年度减去上市年度。该指数越大,表明企业受到的融资约束程度越高。

参考郭桂花等对融资约束的研究,本文对企业盈利能力、企业性质、资产负债率进行控制^[20];参考姚立杰、罗玫等学者对企业融资的研究,本文将监事会人数作为控制变量^[21]。公司治理会影响企业融资费用^[22],因此,本文将股权集中度、董事长是否同时兼任总经理等公司治理相关变量作为控制变量。

各变量定义和计量方法见表 1。

(二) 研究模型

为了对假说进行检验,本文构建了以下模型:

表 1 变量定义及计量方法

变量性质	变量名称	符号	变量定义
被解释变量	融资约束	FC	SA 指数, 即: $-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$
解释变量	资产可抵押性	$Diya$	(固定资产 + 存货)/总资产
	会计信息质量	$Report$	可操纵盈余的绝对值, 采用修正 Jones 模型计算
	资产负债率	Lev	负债/总资产
	资产收益率	Roa	净利润/总资产
控制变量	监事会规模	$Msize$	监事会人数
	股权集中度	$Herfin5$	前五大股东股权集中度, 采用 Herfindahl 指数衡量
	两职合一	$Dual$	董事长与总经理两职合一取 1; 否则取 0
	企业性质	$State$	虚拟变量, 0 为国有控股企业, 1 为非国有控股企业
	行业年度	$Industry$ $Year$	按照证监会 2001 行业分类 2000—2014 年

$$FC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Diya_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Msize_{i,t} + \beta_5 Herfin5_{i,t} + \beta_6 Dual_{i,t} + \beta_7 State_{i,t} + \beta_8 Year + \beta_9 Industry \quad (1)$$

$$FC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Diya_{i,t} + \beta_2 Report_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Msize + \beta_6 Herfin5_{i,t} + \beta_7 Dual_{i,t} + \beta_8 State_{i,t} + \beta_9 Year + \beta_{10} Industry \quad (2)$$

使用模型(1)检验假说1,使用模型(2)检验假说2。我们预期在模型(1)中 β_1 显著为负预期在模型(2)中 β_1 显著为负, β_2 显著为正。

(三) 样本及数据来源

本文使用2000—2014年的上市公司作为样本,样本中剔除了金融行业、ST企业、净资产为负数企业和数据缺失的企业,最终得到21349个数据。

相关的企业财务数据取自国泰安数据库,有关公司治理的数据来自CCER数据库。同时,我们对连续变量进行了1%的缩尾处理,以避免极端值的影响。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表2报告了变量的描述性统计结果。从表2可见,被解释变量融资约束(FC)的均值为-3.4410,最大值为-2.9287,最小值为-3.9856,方差为0.2392,表明不同公司面临的融资约束程度存在一定的差异。解释变量资产可抵押性(Diya)均值为0.4319,最大值为0.8411,最小值为0.0395,说明不同企

表2 变量描述性统计

变量	均值	方差	最小值	1/4分位数	中位数	3/4分位数	最大值
FC	-3.4410	0.2392	-3.9856	-3.6199	-3.4234	-3.2585	-2.9287
Report	0.0712	0.0723	0.0008	0.0220	0.0492	0.0936	0.3729
Diya	0.4319	0.1825	0.0395	0.2988	0.4270	0.5647	0.8411
Lev	0.4679	0.2044	0.0526	0.3150	0.4773	0.6227	0.9125
Roa	0.0346	0.0565	-0.2094	0.0120	0.0330	0.0605	0.1967
Herfin5	0.1883	0.1305	0.0138	0.0864	0.1568	0.2644	0.5908
Dual	0.2957	0.4563	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Msize	3.9448	1.3874	0.0000	3.0000	3.0000	5.0000	14.0000
State	0.4262	0.4945	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000

业的资产可抵押性存在差异。从解释变量会计信息质量(Report)的统计结果可知,大部分企业信息质量存在偏差,均值为0.0712。从描述性统计结果可知,上市公司企业资产负债率(Lev)的均值为0.4679;资产收益率(Roa)较低,均值仅有0.0346;股权分散度(Herfin5)的均值为0.1883;两职合一的均值为0.2957,两职合一的样本较少;监事会规模(Msize)的均值为3.9448;同时,样本中的国有控股企业样本相对较多。

(二) 相关性分析

为了检验各变量之间是否存在相关关系,本文采用了皮尔森相关性检验和斯皮尔曼相关性检验。表3报告了变量之间的相关性分析结果。从表中可见,主要变量FC、Report和Diya的相关系数均小于0.5,表明主要变量之间不存在严重的共线性问题。同时,通过相关性分析发现,资产可抵押性(Diya)与融资约束(FC)存在显著的负相关关系,初步表明资产可抵押性能够降低企业融资约束程度。会计信息质量(Report)与融资约束(FC)的关系不显著,因此,需要进一步进行回归检验。

表3 变量相关性分析

	FC	Report	Diya	Lev	Roa	Herfin5	Dual	Msize	State
FC	1								
Report	-0.008	1							
Diya	-0.1098 ***	-0.0356 ***	1						
Lev	-0.3047 ***	0.1337 ***	0.3059 ***	1					
Roa	0.0377 ***	-0.0373 ***	-0.1397 ***	-0.3623 ***	1				
Herfin5	0.1539 ***	0.0045	0.1026 ***	-0.0123 *	0.1070 ***	1			
Dual	0.1008 ***	0.0101	-0.0574 ***	-0.0817 ***	0.0422 ***	-0.065 ***	1		
Msize	-0.108 ***	-0.0424 ***	0.1214 ***	0.1281 ***	-0.0145 **	0.0902 ***	-0.094 ***	1	
State	0.2134 ***	0.0469 ***	-0.1947 ***	-0.2013 ***	0.0929 ***	-0.2412 ***	0.1662 ***	-0.3017 ***	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著;以1为对角线将表格分为两部分,左下角是皮尔森相关性检验,右上角是斯皮尔曼相关性检验。

(三) 回归分析

为了对假说1和假说2进行验证,我们对模型(1)和(2)进行回归分析,结果如表4所示。模型(1)、(2)的调整 R^2 分别为0.338和0.339,拟合程度较高。F值分别为307.57和302.45,整体显著性较高。同时,方差膨胀因子VIF分别为2.83和2.79,均远小于10,证明不存在多重共线性。

模型(1)的回归结果表明资产可抵押性(*Diya*)在1%的水平上显著,且与融资约束(*FC*)负相关,说明资产可抵押性越高,企业面临的融资约束程度越低,假说1得证,即企业的资产可抵押性越高,资产可以作为一种信号向外传递,同时保证资金的安全,因此,融资约束水平越小。

模型(2)的回归结果表明模型拟合程度较高,同时显著性较高。资产可抵押性(*Diya*)在1%的水平上显著为负,仍然能够影响企业面临的融资约束水平。同时,会计信息质量(*Report*)在1%的水平上显著为正,说明会计信息质量能够显著影响企业面临的融资约束程度。假说2得证,当提升会计信息质量时,信息传递更加充分,降低了企业融资约束水平。

从回归的结果还可以看出,企业的资产收益率(*Roa*)越高,企业所面临的融资约束程度越低。资产收益率表明了企业的盈利能力。企业对债权人的补偿、对股东的回报主要来自企业的收益,收益越高,企业的补偿能力越强。因而,在同样的情况下,资产收益率高的企业所面临的融资约束程度越低。资产负债率(*Lev*)作为一种信号,传递了企业的运行状况,好的企业敢于多借债进行投资,同时投资人根据企业的状况也敢于给以融资。因此,资产负债率可以作为一种信号向外界传递有关发展状况的情况。同时,本文的样本均为上市公司,都有一定的实力,在这个前提下,较高的资产负债率传递了企业发展较好的信息,能够降低企业的融资约束程度。当股权集中度(*Herfin5*)较高时,代理问题严重,代理成本增加,最终导致外部融资成本上升。当董事长和总经理两职合一(*Dual*)时,代理问题也将增强,这也提升了外部融资约束水平。当监事会规模(*Msize*)变大,代理问题将有所缓解,融资约束程度相对下降。在中国,企业的产权性质(*State*)对融资有很大影响,很多研究都表明国有控股企业具有预算软约束的特征,国有控股企业凭借着与银行的关系、与政府的关系能够较为容易地进行融资^[23]。“国有”背景也释放了资本安全的信号。同时,国有控股企业还担负着一定社会责任,追求收益最大化并不是其最重要的目标,经济增长、人口就业、社会和谐以及政府的权威等社会经济目标是其更加关注的。所以企业的努力程度不能仅仅使用成本和收益来衡量,当陷入财务困难时,政府不会听之任之,而是会出手相助,帮助企业渡过难关。因此,企业性质(*State*)显著为负。

为了对假说3进行检验,我们对会计信息质量进行分组:将会计信息质量(*Report*)小于四分之一位数的定义为高质量一组,将高于四分之三分位数的定义为低质量一组。分组回归结果如表5所示。从表5可见,两组回归结果拟合程度 R^2 均较高且F

表4 模型(1)、(2)的回归结果

	模型(1)	模型(2)
<i>Constant</i>	-3.138 *** (0.000)	-3.144 *** (0.000)
<i>Diya</i>	-0.026 *** (0.004)	-0.023 *** (0.010)
<i>Report</i>		0.059 *** (0.004)
<i>Lev</i>	-0.309 *** (0.000)	-0.311 *** (0.000)
<i>Roa</i>	-0.302 *** (0.000)	-0.303 *** (0.000)
<i>Herfin5</i>	0.268 *** (0.000)	0.275 *** (0.000)
<i>Dual</i>	0.032 *** (0.000)	0.032 *** (0.000)
<i>Msize</i>	-0.006 *** (0.000)	-0.006 *** (0.000)
<i>State</i>	0.138 *** (0.000)	0.138 *** (0.000)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
adj- R^2	0.338	0.339
F	307.57 ***	302.45 ***
VIF	2.83	2.79

注:检验统计量均经过White调整,括号中为p值;***、**、*分别代表在1%、5%和10%的显著性水平显著(双尾检验)。下表同。

表5 按会计信息质量分组回归结果

	会计信息质量高	会计信息质量低
<i>Constant</i>	-3.187 *** (0.000)	-3.063 *** (0.000)
<i>Diya</i>	-0.023 (0.254)	-0.039 ** (0.031)
<i>Lev</i>	-0.306 *** (0.000)	-0.273 *** (0.000)
<i>Roa</i>	-0.261 *** (0.000)	-0.301 *** (0.000)
<i>Herfin5</i>	0.314 *** (0.000)	0.198 *** (0.000)
<i>Dual</i>	0.032 *** (0.000)	0.029 *** (0.000)
<i>Msize</i>	-0.007 *** (0.004)	-0.005 ** (0.030)
<i>State</i>	0.149 *** (0.000)	0.130 *** (0.000)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
adj- R^2	0.331	0.346
F	77.92 ***	80.16 ***

值显著,表明能够较好地拟合,同时整体显著性较高。在会计信息质量高的一组中,可抵押资产虽然为负但不显著,对融资约束没有影响。在会计信息质量低的一组中,可抵押资产在 5% 的水平上显著负相关,说明抵押资产能够缓解融资约束。假说 3 得证。高质量的会计信息降低了信息的不对称性程度和代理成本,资产可抵押性对缓解融资约束的作用从而降低。

(四) 稳健性检验

Almeida 等采用现金-现金流敏感性模型研究了企业融资问题,发现当面临融资约束时,需要从现金流中增加现金的储备以备后续投资所需^[24]。国内学者李春霞等同样认为该模型能够较好的衡量融资约束水平^[25]。同时,制造业是使用资产进行抵押融资较多的行业。因此,为了检验结果的稳定性,本文采用 2000—2014 年间制造业作为样本,使用现金-现金流敏感性模型对结论进行稳健性检验。模型如下:

$$\Delta Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} VAR_{i,t} + \beta_3 VAR_{i,t} + \beta_4 Q_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 I_{i,t} + \beta_7 \Delta NWC_{i,t} + \beta_8 \Delta SD_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$\Delta Cash_{i,t}$ 是现金持有量的变化, $CF_{i,t}$ 是经营活动现金流量净额,两者都采用总资产进行了标准化处理; $Q_{i,t}$ 表示成长性,采用托宾 Q 值作为替代变量; $Size_{i,t}$ 表示企业的规模,用总资产的自然对数衡量; $I_{i,t}$ 表示资本支出,采用构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金衡量,并用总资产进行了标准化处理; $\Delta NWC_{i,t}$ 为非现金净营运资本的变化,采用营运资本减去现金等价物的差的变化值,使用总资产标准化处理; $\Delta SD_{i,t}$ 表示短期债务的变化,用流动负债除以总资产衡量; $VAR_{i,t}$ 为进行检验的变量,分别表示会计信息质量和资产可抵押性。

对于会计信息质量,我们采用申慧慧和吴联生的方法衡量^[26],使用企业当年考虑现金红利再投资的日个股回报率的标准差并按照年份进行分组,信息质量差的组取值为 1,信息质量好的组取值为 0。因此,当 β_2 显著为正时,表明较差的会计信息质量会提升企业现金-现金流敏感性,意味着高质量的会计信息能够降低企业融资约束。

对于资产可抵押性,前文同时以固定资产和存货作为衡量标准,在此,我们采用固定资产作为替代变量。因此,当 β_2 显著为负时,表明资产可抵押性较高,能够降低现金-现金流敏感性,并降低企业融资约束程度。

现金-现金流模型回归结果如表 6 所示。表 6 中回归结果(1)、(2)的调整 R^2 分别为 0.139 和 0.158, F 值分别为 35.56, 32.49, 说明模型拟合程度较好且显著。VIF 分别为 2.41 和 2.21, 表明共线性的问题并不严重。

表 6 的结果(1)表明, $Diya \times CF$ 在 1% 的水平上显著为负,说明资产可抵押性越高,企业融资约束水平越低。从结果(2)看, $Report \times CF$ 在 10% 的水平上显著为正,说明高质量的会计信息能够降低企业的融资约束水平。假说 1、假说 2 从而得到证明。

为了检验假说 3,我们将会计信息质量按高低分组后进行回归检验,结果如表 7 所示。从回归结果可以看出,两组回归拟合程度分别为 0.159 和 0.189, F 值分别为 21.30 和 19.91, 说明回归的显著性较好。VIF 分别为 2.36 和 2.55, 说明多重共线性问题不严重。

表 6 现金-现金流模型回归结果

	(1) 资产可抵押性	(2) 会计信息质量
<i>Constant</i>	-1.191 *** (0.000)	-0.206 *** (0.000)
<i>CF</i>	0.451 *** (0.000)	0.332 *** (0.000)
<i>Report × CF</i>		0.0733 * (0.095)
<i>Report</i>		-0.0023 (0.532)
<i>Diya × CF</i>	-0.347 *** (0.006)	
<i>Diya</i>	-0.070 *** (0.000)	
<i>Size2</i>	0.010 *** (0.000)	0.009 *** (0.000)
<i>Q</i>	0.001 (0.352)	0.003 ** (0.037)
<i>SD</i>	0.126 *** (0.000)	0.247 *** (0.000)
<i>I</i>	-0.064 ** (0.016)	-0.076 *** (0.010)
<i>NWC</i>	0.001 (0.981)	0.023 (0.343)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
adj- R^2	0.139	0.158
F	35.56 ***	32.49 ***
VIF	2.41	2.21

重。在会计信息质量较高的一组中,交乘项 $Diya \times CF$ 并不显著,说明当会计信息质量较高时,资产可抵押性并不会显著影响企业的融资约束水平。在会计信息质量较低的一组中,交乘项 $Diya \times CF$ 在 10% 的水平上显著负相关,表明在会计信息质量低时资产可抵押性能够降低融资约束水平。假说 3 从而得到验证。

(五) 进一步分析

从前文的回归结果可以看出,产权性质能够显著影响融资约束。那么企业性质对融资约束的影响机制究竟是怎样的?

在 20 世纪 90 年代以前,国有控股企业占据了绝大部市场,它们获得了大量的资源,但是国有控股企业与生俱来地存在所有者缺位、内部人控制等问题,造成企业效率偏低。由于投资渠道有限,大量的资源往往只能流向这些低效率的国有控股企业。20 世纪 90 年代,国家采取抓大放小的政策,将国有控股企业集中在竞争、涉及国家安全的相关行业,非国有控股企业此时迅速发展壮大;进入 21 世纪以后,国资委要求国有控股企业具备竞争力,引发国有控股企业的兼并、收购、重组,企业规模进一步扩大,但市场中的稀缺资源被这些企业大量挤占。

在中国,国有控股企业往往与政府紧密联系。政府可以派驻高管进驻企业,负责企业的生产经营,这就意味着高管需要按政府的要求对企业进行管理。然而,如前所述,政府对公共产权运营的目标并不是唯一的,收益最大化可能并不是最重要的目标,这与企业经济效益的目标并不一致。强调社会稳定、扩大就业以及社会整体财富增加的政府部门可能将上市公司作为实现政策目标的工具,从而与追求股东利益的企业目标产生矛盾^[27]。进一步来看,地方政府官员还可能为了自己的仕途影响当地国有控股企业的经营决策:当企业业绩较差时,地方官员可能对其进行财政补助。而企业的业绩提升,当地官员便有了仕途上升的资本。

正是中国国有控股企业特殊的制度背景,造就了企业被设置以效率下降为代价的社会偏好激励约束。由于企业同时还负担了社会责任,企业和管理人员的努力水平仅用收益和成本进行衡量就会存在误差。当企业存在财政困难时,政府就不可能听之任之,出手援助是一个必然的选择。

同时,我国的金融发展不充分,企业融资渠道有限,主要来自银行信贷和股票市场融资。对于银行信贷,很多学者研究认为,国有控股企业“政治关系多”,存在预算软约束,有利于从银行融资^[23]。对于国有控股企业,银行预期国家将为这些企业提供担保,风险更低,从而为其提供融资。同时,由于政府直接或间接进行干预,银行也会被动为其提供融资。我国的银行信贷存在“所有者歧视”问题,即资本市场和金融系统的资金大量地流向了效率较低的国有经济部门,对经济增长做出主要贡献的民营经济部门却难以获得来自正规金融体系的支出^[28]。信贷上的歧视问题造成非国有控股企业承担了更高的融资费用和成本^[29]。

在股权融资方面,中国股票市场没有完全开放,企业上市采用核准制的方式。祝继高和陆正飞发现,国有控股企业被证监会批准进行上市融资的概率更大,政府在权益融资方面依然会优先照顾国有控股企业^[30]。

表 7 会计信息质量分组回归结果

	(1) 会计信息质量高	(2) 会计信息质量低
<i>Constant</i>	-0.145 *** (0.000)	-0.283 *** (0.000)
<i>CF</i>	0.410 *** (0.000)	0.520 *** (0.000)
<i>Diya × CF</i>	-0.169 (0.401)	-0.400 * (0.06)
<i>Diya</i>	-0.082 *** (0.000)	-0.106 *** (0.000)
<i>Size2</i>	0.008 *** (0.000)	0.013 *** (0.000)
<i>Q</i>	0.000 (0.987)	0.003 (0.152)
<i>SD</i>	0.218 *** (0.000)	0.231 *** (0.000)
<i>I</i>	-0.081 ** (0.049)	0.001 (0.978)
<i>NWC</i>	0.020 (0.550)	-0.005 (0.881)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
adj-R ²	0.159	0.189
F	21.30 ***	19.91 ***
VIF	2.36	2.55

另外,从企业的财务报表中可以发现,国有控股企业,特别是石油、电力等能源企业往往能够获得大量的财政补贴。中国石油在 2012 年到 2015 年上半年期间,一共获得 342.24 亿元的政府补贴,在所有上市公司中独占鳌头。中央政府对央企进行资金补助,同时,地方政府也会利用财政手段对地方国有控股企业进行资金支持。然而,民营企业却难以获得财政补贴,即使获得补贴,其量级也是难以和国有控股企业相匹敌的。

由于市场上资本的稀缺性,国有控股企业能够较为容易地进行债务和股权融资,这就会对非国有控股企业融资产生挤出效应,导致非国有控股企业融资更为困难。

从上述分析可以得出,产权性质对融资约束的影响作用应该是显著的,对于国有控股企业,融资约束水平应该相对较低。图 1 为不同产权性质企业融资约束走势。从图 1 中可以看出,国有控股企业融资约束水平明显更低。

我们进一步对产权性质不同的公司进行 T 值检验,表 8 为两种产权性质企业融资约束程度的 T 值检验的结果。从表 8 看出,国有控股企业和非国有控股企业的融资约束均值分别为 -3.485 和 -3.382, P 值为 0, 均值具有显著差异,国有控股企业的融资约束程度显著低于非国有控股企业。

那么,资产可抵押性、会计信息质量在不同产权性质企业中的影响是否会有所不同呢?

为了考察企业性质是否会影响会计信息质量和资产可抵押性对融资约束的影响,本文先按企业性质分组,然后进行回归。

首先,我们考察不同企业性质是否会影响抵押资产对融资约束的作用,回归结果如表 9 所示。两组回归 R^2 分别为 0.356 和 0.338, F 值分别为 232.06 和 117.18,说明模型拟合度较高,整体显著。

从表 9 第(1)组国有控股企业回归结果可以发现,资产可抵押性(*Diya*)不显著。从第(2)组非国有控股企业回归结果可以发现,资产可抵押性(*Diya*)在 1% 的水平上显著为负,说明企业性质能够显著影响资产可抵押性对融资约束的作用。资产可抵押性对融资约束的影响在非国有企业中的作用更明显,说明抵押资产能够显著缓解非国有控股企业所面临的融资约束问题。国有控股企业在融资方面深受政府的影响。凭借“关系”,国企在间接融资上比非国有企业更具有优势。银行预期政府会为国有企业进行担保,因此,可以获取更低的贷款利率、更少的抵押要求和更高的信用额度。在直接融资方面,在现行的上市制度下,国有控股企业容易进行上市融资,因而也造成了与非国有控股企业的差异。

其次,为了进一步分析不同产权性质企业的会计信息质量对融资约束的影响是否存在差异,我们

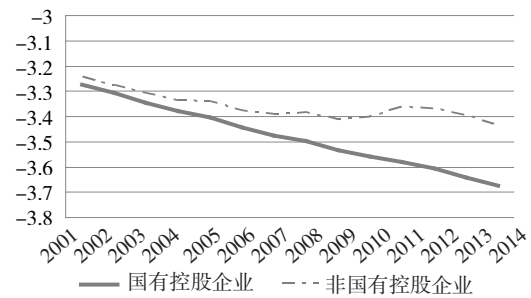


图 1 不同企业性质融资约束趋势

表 8 不同产权性质企业融资约束的 T 值检验

企业性质	观测值	均值	P 值
0(国有控股企业)	12249	-3.485	0.000
1(非国有控股企业)	9100	-3.382	

表 9 不同所有权性质下抵押资产对融资约束的影响

	(1)国有控股企业	(2)非国有控股企业
Constant	-3.211 *** (0.000)	-2.907 *** (0.000)
Diya	0.018 (0.104)	-0.067 *** (0.000)
Lev	-0.143 *** (0.000)	-0.433 *** (0.000)
Roa	-0.250 *** (0.000)	-0.333 *** (0.000)
Herfin5	0.228 *** (0.000)	0.303 *** (0.000)
Dual	0.009 ** (0.023)	0.031 *** (0.000)
Msize	0.001 (0.590)	-0.023 *** (0.000)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
adj-R ²	0.356	0.338
F	232.06 ***	117.18 ***

按照企业产权性质分组进行检验。

表 10 为不同所有权性质企业中会计信息质量对融资约束影响的回归结果。从回归结果看,两组回归的调整 R^2 分别为 0.356 和 0.337, F 值分别为 232.62 和 113.40,说明模型拟合度较高且显著。

回归结果表明,会计信息质量在不同企业性质中对融资约束的影响作用是不一致的。具体来说,会计信息质量在国有控股企业中作用不显著;对于非国有控股企业,在 5% 的水平上显著为正。这表明会计信息质量能够显著地缓解非国有控股企业融资约束问题。会计信息是沟通企业内外的桥梁,银行信贷需要企业事前提供有关会计信息进行审核,事后还需要会计信息对贷款进行监督。股权融资要求企业提供近 3 年的财务报告。只有在高质量的基础上,会计信息才能够充分、及时和有效地传递,减少信息的不对称性。同样,对于国有控股企业来说,其一方面凭借“政治关联”和“银企关系”能够相对容易地融资;另一方面,银行愿意将资金贷款给国有企业,因为国有企业意味着资金相对安全、风险较低,即使它们陷入困境,当地政府也会给以财政支持。因此,会计信息质量对于减轻国有控股企业融资约束的作用并不明显。

最后,我们进一步探讨在非国有控股企业中会计信息质量能否降低资产可抵押性对融资约束的影响,为此,将会计信息质量小于四分之一位数的定义为高质量,高于四分之三位数的定义为低质量。表 11 为非国有控股企业按会计信息质量分组后抵押资产对融资约束影响的回归结果。回归结果表明,两组回归拟合度都较高,且整体显著。对于会计信息质量较高的一组,资产可抵押性(*Diya*)虽然为负,但不显著;在会计信息质量较低的一组,资产可抵押性在 5% 的水平上显著为负,表明能够降低融资约束。由此可知,对于非国有控股企业,高质量的会计信息能够降低资产可抵押性对融资约束的影响。

表 10 不同所有权性质下会计信息质量对融资约束的影响

	(1) 国有控股企业	(2) 非国有控股企业
<i>Constant</i>	-3.207 *** (0.000)	-2.936 *** (0.000)
<i>Report</i>	0.042 (0.103)	0.078 ** (0.013)
<i>Lev</i>	-0.142 *** (0.000)	-0.453 *** (0.000)
<i>Roa</i>	-0.251 *** (0.000)	-0.325 *** (0.000)
<i>Herfin5</i>	0.228 *** (0.000)	0.298 *** (0.000)
<i>Dual</i>	0.009 ** (0.017)	0.031 *** (0.000)
<i>Msize</i>	0.001 (0.545)	-0.024 *** (0.000)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
adj- R^2	0.356	0.337
F	232.62 ***	113.40 ***

表 11 抵押资产对融资约束的影响

	(1) 会计信息质量高	(2) 会计信息质量低
<i>Constant</i>	-2.917 *** (0.000)	-2.890 *** (0.000)
<i>Diya</i>	-0.051 (0.123)	-0.066 ** (0.029)
<i>Lev</i>	-0.468 *** (0.000)	-0.340 *** (0.000)
<i>Roa</i>	-0.296 *** (0.008)	-0.284 *** (0.000)
<i>Herfin5</i>	0.328 *** (0.000)	0.272 *** (0.000)
<i>Dual</i>	0.027 *** (0.002)	0.027 *** (0.002)
<i>Msize</i>	-0.020 *** (0.000)	-0.023 *** (0.000)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
adj- R^2	0.344	0.328
F	30.58 ***	30.95 ***

六、研究结论与建议

本文以 2000—2014 年上市企业为样本,采用固定资产和企业存货作为资产可抵押性的替代变量,使用盈余管理程度作为衡量企业会计信息质量的替代变量,使用 SA 指数作为企业融资约束的替代变量分析了资产可抵押性、会计信息质量与融资约束的关系,得出结论:(1)提升企业的资产可抵押性,融资约束程度会降低。(2)会计信息质量升高能够降低融资约束程度。(3)提升会计信息质量会降低信息不对称,道德风险下降,逆向选择问题减少,资产可抵押性对融资约束的作用从而有所减弱,两者对融资约束的影响具有一定的替代作用。(4)区分产权性质后研究发现,对于国有控股企

业,资产可抵押性和会计信息质量对融资约束的影响不显著;对于非国有控股企业,资产可抵押性和会计信息质量对融资约束的影响依然显著,同时,资产可抵押性对会计信息质量在融资约束上的替代作用依然存在。

从本文的结论可知,资产可抵押性和会计信息质量在企业融资过程中都发挥了重要的作用。高质量的会计信息和资产可抵押性均能降低外部融资成本,降低融资约束。因此,对于抵押资产较低的中小型非国有控股企业,可以采用提升事前、事中和事后会计信息质量的方式降低融资成本,用以弥补抵押资产的不足。同时,对于国有企业,会计信息质量和抵押资产对融资约束的作用不显著,说明在融资方面,投资者对不同产权性质的企业存在歧视,这就需要进一步加强国有控股企业的市场化改革,让市场发挥作用。

参考文献:

- [1] 国务院发展研究中心企业研究所. 中国企业发展报告 2013[M]. 北京:中国发展出版社,2012:35-36.
- [2] TITMAN S, WESSELS R. The determinants of capital structure[J]. The Journal of Finance. 1998,43(1):1-19.
- [3] FIRTH M A, MO P L L, WONG R M K. Auditors' organizational form, legal liability, and reporting conservatism: evidence from China [J]. Contemporary Accounting Research, 2011,29(1):57-93.
- [4] 钱雪松. 融资约束、资产抵押与企业投资[J]. 广东金融学院学报,2008(2):91-97.
- [5] 王红建,李茫茫. 货币政策、融资约束、资产有形性与公司资本结构——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 国有经济评论,2013(9):33-52.
- [6] 尹志超,甘犁. 信息不对称、企业异质性与信贷风险[J]. 经济研究,2011(9):121-131.
- [7] HAY J R, SHLEIFER A, VISHNY R W. Toward a theory of legal reform[J]. European Economic Review, 1996, 40(3-5):559-567.
- [8] FRANCIS J, LAFOND R, SCHIPPER K. Costs of equity and earnings attributes[J]. Accounting Review, 2004, 79(4):967-1010.
- [9] 曾颖,陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究,2006(2):69-91.
- [10] HOPE O K, THOMAS W B, VYAS D. Transparency, ownership, and financing constraints: an international study using private firms[R]. Working paper, University of Toronto, 2009.
- [11] 张纯,吕伟. 信息披露、市场关注与融资约束[J]. 会计研究,2007(11):32-38.
- [12] CHEN F, HOPE O K, LI Q, et al. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets[J]. Accounting Review, 2010, 86(4):1255-1288.
- [13] HART O, MOORE J. A theory of debt based on the inalienability of human capital[J]. Quarterly Journal of Economics, 1991, 109(4):841-879.
- [14] BERGMAN N K. Collateral pricing[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 91(3):339-360.
- [15] BHARATH S T, SUNDER J, SUNDER S V. Accounting quality and debt contracting[J]. Accounting Review, 2008, 83(1):1-28.
- [16] 汪炜,蒋高峰. 信息披露、透明度与资本成本[J]. 经济研究,2004(7):107-114.
- [17] ALMEIDA H, CAMPELLO M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment[J]. Review of Financial Studies, 2006, 20(5):1429-1460.
- [18] 李青原,王红建. 货币政策、资产可抵押性、现金流与公司投资[J]. 金融研究,2013(6):31-45.
- [19] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(5):1909-1940.
- [20] 郭桂花,池玉莲,宋晴. 市场化进程、会计信息质量与融资约束的相关性分析——基于最终控制人的视角[J]. 审

- 计与经济研究,2014(1):68-76.
- [21] 姚立杰,罗玫,夏冬林. 公司治理与银行借款融资[J]. 会计研究,2010(8):55-61.
- [22] 谢军,黄志忠. 区域金融发展、内部资本市场与企业融资约束[J]. 会计研究,2014(7):75-81.
- [23] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J]. 管理世界,2005(7):123-129.
- [24] ALMEIDA H, CAMPELLO M, WEISBACH M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4):1777-1804.
- [25] 李春霞,田利辉,张伟. 现金-现金流敏感性:融资约束还是收入不确定?[J]. 经济评论,2014(2):115-125.
- [26] 申慧慧,吴联生. 股权性质、环境不确定性与会计信息的治理效应[J]. 会计研究,2012(8):8-16.
- [27] 白重恩,刘俏,陆洲,等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究,2005(2):81-91.
- [28] 卢峰,姚洋. 金融压抑下的法治,金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学,2004(1):42-57.
- [29] BRANDT L, LI H. Bank discrimination in transition economies: ideology, information, or incentives?[J]. Ssm Electronic Journal, 2002, 31(3):387-413.
- [30] 祝继高,陆正飞. 融资需求、产权性质与股权融资歧视——基于企业上市问题的研究[J]. 南开管理评论,2012(15):141-150.

[责任编辑:黄 燕]

Collateral, Accounting Information Quality and Financing Constraints

AI Jianming¹, ZENG Kai²

(1. School of Accounting, Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou 510320, China;

2. Guangdong Branch, China Construction Bank, Guangzhou 510000, China)

Abstract: Based on the financial data of Chinese listed companies from 2000 to 2014, this paper investigates the effect of collateral and accounting information quality on financial constraints. The result shows that increasing the collateral and improving accounting information quality can reduce the financial constraints. Different from the prior studies, this paper, after grouping according to accounting information quality, also finds that collateral value has a lower impact on financial constraints for the firms with higher accounting information quality, while in the group with lower information quality, a higher collateral can significantly reduce financing constraints. Collateral and accounting quality have substitution effect on financing constraints. After further distinguishing the nature of property rights, this paper finds that the above effects do not exist for state-owned enterprises, whereas collateral and accounting quality still have effect on financing constraints for the non-state-owned enterprises.

Key Words: collateral; accounting quality; financing constraints; credit financing; information asymmetry; corporate ownership; financing cost; financial development