

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

郭桂花¹, 池玉莲¹, 宋 晴²

(1. 新疆石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832000; 2. 中国工商银行 新疆分行, 新疆 乌鲁木齐 830046)

[摘要]结合我国新兴加转轨的制度背景,以2001—2011年我国上市公司的经验数据为样本,借鉴Kaplan和Zingales经典回归模型的思想,研究了市场化进程、会计信息质量对融资约束的影响。研究发现,提高上市公司对外披露的会计信息质量、加快市场化进程建设均可缓解企业面临的融资约束状况;市场化进程与会计信息质量二者对融资约束的影响是相互替代的关系,这种替代关系在国有控股公司中表现更为显著。

[关键词]会计信息质量;市场化进程;融资约束;国有控股;盈利能力;资本结构;信息不对称;代理问题

[中图分类号]F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)01-0068-09

一、引言

资金是企业发展的血脉,围绕企业生存、发展、获利的诸多问题均与企业资金密切相关,只有足够充裕的资金,才能保证企业的正常运行。为了保证企业的生存和发展,向外部借贷几乎是每个企业的必经之路。新形势下企业能选择的融资渠道很多,但在融资过程中,企业最关注的不是钱从何来,而是为获得资金所付出的代价,即融资的成本。对融资成本的考虑可能会导致企业出现融资困难,当企业内部融资不足,而外部融资又受到阻碍因而不得不放弃一些有价值的投资项目时,企业就面临一定程度的融资约束,融资约束程度足够大时会导致一系列的后果,最严重的就是企业破产。因此,影响企业出现融资约束的因素有哪些?如何让企业避免发生融资约束的状况?有关融资约束的研究越来越受到理论界和实务界的高度关注。

在完美的资本市场条件下,公司的各种融资方式可以完全替代。然而,完美的资本市场是不存在的,资本市场的信息不对称以及代理问题导致一些公司面临融资约束。第一,从企业融资约束本身来看。转轨时期上市公司的融资渠道和融资方式呈现出多样性和特殊性,但融资效率是否真的能得到提高?影响公司融资约束的因素有哪些?站在政府、上市公司以及投资者的角度,他们分别应该如何切实解决融资约束问题?如何有效规避投资风险?这一系列问题都有待研究。第二,从我国特殊经济背景来看。尽管从2006年股份制改革开始以后,大量国有企业进行了股份制改造,但改革效果并不理想。另外政府干预在企业融资方面有一定的积极作用,但其弊端与缺陷也同样受到关注。第三,从日常经济活动可以看出,由于管理权和经营权的分离,股东对企业日常经营缺乏时间、精力以及相关专业知识去管理和监督,企业管理者自利行为的存在会使其与企业股东的利益目标相分离,最终出现逆向选择和道德风险,导致企业价值下降。

二、制度背景与研究假设

在信贷市场里,资源配置达到最佳状态的前提是完全对称的市场信息、自由流动的市场生产要素

[收稿日期]2013-06-20

[作者简介]郭桂花(1965—),女,四川仁寿人,新疆石河子大学经济与管理学院教授,从事会计理论与方法研究;池玉莲(1964—),女,四川成都人,新疆石河子大学经济与管理学院教授,从事会计理论教学与实践研究;宋晴(1988—),女,湖北赤壁人,中国工商银行新疆分行职员,从事会计理论与方法研究。

和完全竞争的市场状态。如果信息是对称的,那么市场的调节杠杆——利率将是决定市场的重要因素,它将自发地调节资金的供给和需求,使市场始终处于均衡状态。但现实中普遍存在不完全竞争以及信息不对称,这种信息不对称以及可能存在的契约双方的机会主义行为,使得投资者无法获得真实可靠的财务信息以对企业的经营状况和财务风险进行准确的评估^[2]。信息不对称直接影响资源的优化配置,从而增加了投资者投资的风险,理性的投资者必然要求更高的回报率用以补偿承担的风险;同时,信息不对称会加剧投资者与知情交易者之间进行“不公平”交易的风险,最终导致外部融资成本升高,企业融资受到制约^[3]。

有资料表明,商业银行积聚了大量的储蓄资金难以释放,众多投资者拥有大量闲散资金等待投资,而很多企业在日常经营投资活动中缺乏资金支持。投资者和企业之间,信息不对称带来的负面作用很大。减少信息不对称是能有效解决这一矛盾的措施之一。20世纪90年代以来,人们开始关注公司会计信息质量不同所产生的经济后果,Botosan最早提供了公司透明度与资本成本之间存在负相关关系的直接证据^[4]。Barry和Brown的研究发现,公司会计信息披露水平的提高有助于降低投资者的预测风险^[5]。张纯和吕伟的研究表明,信息披露水平能显著降低企业的融资约束^[6]。由此可见,提高会计信息的质量,可以减少企业与资金持有者之间的信息不对称,提高公司资源的配置效率。由于我国特殊的制度背景,近年来越来越多的研究考虑了预算软约束所带来的影响。在我国转型经济体制下,非国有经济在市场竞争中逐渐发展壮大,公司可以自主经营、自负盈亏。但由于国有企业的预算软约束问题内生于政策性负担,GDP仍是地方政府政绩考核的首要指标,在这种情况下,地方政府一般放弃直接从国有银行体系争夺资源,而转为通过协助、纵容或默许辖区内企业“逃、废、债”等间接手段来争夺国有商业银行的资源。朱红军、何贤杰、陈信元的研究表明,预算软约束的存在扭曲了国有企业面临的真实融资约束^[7]。

因此,本文提出假设1:会计信息质量的提高可以有效缓解公司的融资约束,而且终极控制人的不同会对两者之间的关系产生影响。

发达国家的历史经验证明,建立一个以市场为主体的经济体制是企业走向现代化的必经之路。市场化进程的高低,与市场对资源的分配效率、市场导向下产品市场、要素市场的发展以及市场中中介组织发育、法律制度环境密切相关。国家或地区在加快市场化进程建设的过程中,与之配套的金融、法律体系以及制度环境均会得到很大的提升。这无疑给企业融资提供了更多的机会,更多的融资渠道和更有效的资金配置效率。郑国坚等的研究发现,我国上市公司的内部市场运作与其所处地区的市场化程度显著正相关,企业的融资偏好会因市场的发达程度而有所差异。发达的市场对企业以较低的成本取得投资所需资金至关重要。在市场化进程较低时,企业面临的融资约束可能会更强^[8]。杨兴全和张照南以我国上市公司2000—2006年的经验数据为样本,从我国各地区市场化进程和公司终极控制人制度背景出发进行研究,结果表明公司所在地区市场化进程越低,公司的投资—现金流敏感性越显著,越可能存在融资约束^[9]。21世纪之前我国国有经济处于长期垄断和控制的地位,国有企业的政治关联与预算软约束问题受到了众多学者的关注和研究。普遍的研究认为,相比于非国有企业,国有企业更容易获得资金支持,银行借款门槛相对而言较低,另外也较易以相对低的利息取得贷款。21世纪以来各大民营企业 and 外商投资企业的崛起,加快了我国非国有经济的发展步伐。近年来,非国有经济发展占工业销售收入比重越来越高,这说明个体、私营和外商投资经济的市场化程度越来越高。市场越活跃,社会舆论和监管体系就越健全。

因此,本文提出假设2:市场化进程可以缓解企业面临的融资约束,最终控制人性质不同会影响两者的相关性。

对于融资约束的影响因素研究,国内外不同学者采用不同的衡量指标和模型,得出了不同的结论。比较典型的有融资约束与股票收益的相关关系研究^[10],以及融资约束与现金持有、公司价值之间的关系研究^[11],融资约束与公司过度投资的关系研究等^[12]。关于市场化进程、会计信息质量与融

资约束的文献相对较少,已有的研究表明:信息披露水平越高的公司在证券市场上的买卖价差越小,即资本成本中的信息不对称部分更小,公司高质量会计信息披露的持续、稳定有助于提高公司股票的流动性与信用水平,降低信息不对称的程度,从而有助于降低投资者的预测风险。换言之,公司的信息披露水平越高,投资者能有效利用的会计信息就越多,在选择投资项目时也更为理性,投资者权益能得到更好的保护。当公司有了净现值为正的项目需要筹钱投资时,投资者在法律保护机制有保证的情况下,会根据公司提供的稳定、持续的高质量会计信息选择投资,从而更利于解决公司的融资约束问题。

截至目前,我国的市场化改革已经取得了举世公认的成果,但是这个进程还很不平衡,由于资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同,各地区的市场化程度存在较大的差异^[13]。在某些省份,特别是沿海省份,市场化已经取得了决定性进展,而在另外一些省份,经济中非市场因素还占有非常重要的地位。市场化程度不同的地区,政府干预行为将产生很大差异。在市场化程度较高的地区,由于率先实行了政企分开等市场化政策,政府参与企业经营和银行借贷的程度要低于市场化程度较低的地区;相反,在市场化程度低的地区,政府则更可能出于政绩等政治目的,直接为企业追加投资,或对企业贷款行为进行干预,充当担保人帮助有融资需求的国有企业获得贷款^[14]。政府的这一行为降低了融资契约的履行成本,而根据有效市场理论,当市场是有效的时候,资源都由市场这只无形的手进行调配,而较少受其他因素的影响。政府的这一行为最终减少了会计信息质量对融资约束的影响。

综上所述,本文提出假设3:会计信息质量与融资约束的负相关关系随市场化进程的增加而减弱。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本研究的数据主要以 CSMAR 数据库中 2001—2011 年的沪深 A 股上市公司为初始样本,共计 16090 个。其中公司财务指标数据来自 CSMAR 数据库,市场化指数的采用建立在樊纲、王小鲁编制的各地区市场化进程及其子数据的基础上^[15]。考虑到文章的研究目标,我们进行了以下筛选:首先,剔除被 ST 和 PT 的上市公司数据;其次,剔除金融类上市公司样本;再者,剔除数据缺省公司;最后,为消除极端值的影响,本文对连续变量进行了 1% 和 99% 分位数的 winsorize 处理。本文最终得到 10798 个样本观测值(见表 1)。文章的实证分析采用 Excel 和 Stata10.0 完成。

表 1 样本的分布表

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合计
样本数	612	852	910	971	1061	1067	931	1167	1254	1410	563	10798

(二) 变量定义与模型设计

1. 变量定义

(1) 会计信息质量

关于会计信息质量的衡量有几种代表性的方法。第一,自建指标,如 Singhvi 和 Desai 的文章根据会计信息质量所包含因素的重要程度按差异赋予不同权重,崔学刚以公司的自愿性信息披露水平作为其会计信息的代理变量^[16-18]。第二,采用相关部门的评价指标,具有典型代表性的有普华永道“不透明指数”,S&P 的透明度和披露评价体系,美国投资管理和研究协会的披露指数,还有我国深交所信息披露等级考评。第三,个别代理指标,如 Bhattacharya 等采用损失规避度、盈余平滑度和盈余激进度三个指标来衡量公司的盈余质量是否透明^[19]。国内也大量采用 Bhattacharya 等的做法,如周中胜、陈汉文认为要衡量上市公司信息披露质量,尤其是盈余质量,用盈余激进度不失为一个比较好的选择^[20]。还有王克敏等、徐向艺和方政的研究也采用此方法^[21-22]。本文借鉴个别代理指标的方法,

以修正的 Jones 模型计算可操纵性应计项 (ACC_{jt}) 的绝对值来衡量会计信息质量,也可称为应计质量。本文首先将公式(1)分年度、分行业进行回归,然后将所得的回归系数代入公式(2),计算可操纵性应计项的绝对值,该值越大,会计信息质量越低。

$$TA_{jt}/Asset_{jt-1} = a_1 \times 1/Asset_{jt-1} + a_2 \times \Delta REV_{jt}/Asset_{jt-1} + a_3 \times PPE_{jt}/Asset_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad \text{公式(1)}$$

$$DisAcc_{jt} = TA_{jt}/Asset_{jt-1} - [a_1 \times 1/Asset_{jt-1} + a_2 \times (\Delta REV_{jt} - \Delta REC_{jt})/Asset_{jt-1} + a_3 \times PPE_{jt}/Asset_{jt-1}] \quad \text{公式(2)}$$

其中,TA 为总应计项,等于营业利润减去经营活动现金净流量;Asset 为资产总额;ΔREV 为销售收入变动额;ΔREC 为应收账款变动额;PPE 为固定资产原值。

(2) 市场化进程

关于市场化进程的衡量,国内学者通常采用樊纲和王小鲁编制的市场化总指数来衡量^[15]。市场化指数高的地区,其市场化进度越快,地区投资者保护也越强。在本文中,即 IP 值越高,市场化进程越强。另外,鉴于数据的可获得性,本文关于市场化进程的数据从 2009 年开始采用移动加权平均法估算获得,总共估算 2009 年、2010 年、2011 年三年的数据。

(3) 融资约束

衡量融资约束的指标很多,例如 Fazzari、Hubbard 和 Petersen, Tease 利用股利支付率来衡量融资约束^[23-24]。还有一些学者用综合财务状况来衡量融资约束,除此之外,现金—现金流敏感性、投资—现金流敏感性均常被用来作为融资约束的代理指标。文章借鉴 Dmitry Livdan 等的做法,选择 KZ 指数作为融资约束的代理变量^[25]。其中,KZ 指数越大,表明公司面临的融资约束越大。其计算过程见公式(3)。

$$KZ_{jt} = -1.00CF_{jt} + 3.14TLTD_{jt} - 39.37TDIV_{jt} - 1.32CASH_{jt} + 0.28Q_{jt} \quad \text{公式(3)}$$

其中,CF_{jt} 表示 j 公司 i 年度经营活动产生的净现金流与总资产的比值;TLTD_{jt} 表示 j 公司 i 年度的总负债与总资产的比值;TDIV_{jt} 表示 j 公司 i 年度股利支付与总资产的比值;CASH_{jt} 表示 j 公司 i 年度流动资产与总资产的比值;Q_{jt} 表示公司的价值,Q_{it} = (公司负债 + 非流通股账面价值 + 流通股市场价)/总资产。

(4) 控制变量

考虑到其他因素会对研究结果产生影响,本文选取了以下几个控制变量:公司规模、盈利能力、资本结构、现金流动能力、最终控制人性。具体定义见表 2。

表 2 控制变量的定义

名称	符号	意义解读
公司规模	SIZE	采用年末总资产的自然对数来衡量
盈利能力	ROE	采用净利润/平均股东权益衡量
资本结构	LEV	采用资产负债率衡量
现金流动能力	CFC	采用经营活动产生的现金流量净额/年初总资产来衡量
最终控制人性	SOE	虚拟变量,国有控制为 1,非国有控制为 0

2. 模型的建立

本文研究的主要目的是分析不同市场化进程条件下我国上市公司融资约束与会计信息质量的关系,因而建立以下模型。

会计信息质量与公司融资约束的回归模型:

$$KZ = a_1 + a_2ACC + a_3SIZE + a_4ROE + a_5LEV + a_6CFC + \varepsilon \quad \text{模型(1)}$$

市场化进程与公司融资约束的回归模型:

$$KZ = a_1 + a_2IP + a_3SIZE + a_4ROE + a_5LEV + a_6CFC + \varepsilon \quad \text{模型(2)}$$

市场化进程、会计信息质量与公司融资约束初步检验的回归模型:

$$KZ = a_1 + a_2IP + a_3ACC + a_4SIZE + a_5ROE + a_6LEV + a_7CFC + \varepsilon \quad \text{模型(3)}$$

市场化进程、会计信息质量与公司融资约束加入交叉变量的回归模型:

$$KZ = a_1 + a_2ACC + a_3IP + a_4ACC \times IP + a_5SIZE + a_6ROE + a_7LEV + a_8CFC + \varepsilon \quad \text{模型(4)}$$

其中,a₁ 是常数项,a₂……a₈ 是回归系数,ε 是残差性。

四、实证检验结果

(一) 描述性统计

从表3可以看出,在最终10798个研究样本中,总体样本的融资约束(KZ)均值为0.9614,最大值是3.1679,最小值是-1.6089,这表明研究样本中不同公司面临的融资约束差异非常大。应计质量(ACC)的变化幅度也很大,最小值是0.0007,而最大值达到了0.5005。在控制变量中,从公司规模(SIZE)可以看出,样本公司中既有规模较大的公司,也有规模较小的公司。资产负债率的均值是59%,这表明我国上市公司的负债水平比较适中。数据表明上市公司偏好债权融资,但水平不高,大多未能有效地利用财务杠杆效应实现公司价值最大化。从成长性、现金水平来看,样本公司相差较大,这说明我国上市公司仍处于成长上升期。

表3 主要变量描述统计表

变量	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
KZ	10798	0.9614	0.8449	-1.6089	3.1679
ACC	10798	0.0749	0.0834	0.0007	0.5005
IP	10798	8.3879	2.6216	0.3300	15.3900
SIZE	10798	9.2908	0.4583	5.3480	11.6614
ROE	10798	0.0818	2.6110	-53.2702	258.0461
LEV	10798	0.5908	8.4837	0.0081	877.2559
CFC	10798	0.0013	7.9146	-807.9886	151.2161

(二) 回归检验

1. 市场化进程、会计信息质量与融资约束的初步检验

表4 市场化进程、会计信息质量与融资约束的初步分析回归结果

解释变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
ACC	1.0514 *** (11.74)		1.0557 *** (11.82)	2.9760 *** (9.77)
IP		-0.0263 *** (-7.21)	-0.0266 *** (-7.34)	-0.0100 * (-2.27)
ACC × IP				-0.2196 *** (-6.59)
SIZE	0.3321 *** (19.00)	0.3322 *** (18.85)	0.3445 *** (19.64)	0.3493 *** (19.93)
LEV	0.0058 *** (6.92)	0.0061 *** (7.18)	0.0058 *** (6.94)	0.0058 *** (6.88)
-CONS	-2.9293 *** (-17.48)	-2.7543 *** (-16.43)	-2.9184 *** (-17.46)	-3.0962 *** (-18.32)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
N	10798	10798	10798	10798
Adj. R-sq	0.2390	0.2329	0.2427	0.2524
F值	37.07 ***	35.88 ***	37.43 ***	37.64 ***

注:***, **, * 分别表示显著性水平1%, 5%和10%; ()内是T值。

从模型(1)可以看出,应计质量ACC与KZ指数的回归系数为1.0514(t值为11.74)且在1%的水平显著,说明会计信息质量与融资约束呈显著的负相关关系,提高会计信息质量可以改善公司融资约束状况,这一结果与变量的相关性分析结果一致。该发现表明会计信息质量的提高一方面能直接改善上市公司的资源配置效率,另一方面能降低信息不对称,从而降低企业的融资成本。即会计信息质量在公司资本运作中具有治理价值。

模型(2)研究了市场化进程指数IP与KZ指数之间的关系,回归系数为-0.0263(t值为-7.21),内在T值。也在1%的水平显著,这说明市场化进程与企业融资约束显著负相关,市场化进程的推进有利于金融业的发展以及信贷资金的有效分配,为企业提供了更低成本的资金来源、更广泛的融资渠道,减轻了企业的融资压力,降低了市场交易成本,从而缓解了企业的融资约束状况。市场化进程有助于降低企业融资约束的经验证据证明了中国自改革开放以来一直坚持加快市场化进程建设的策略是正确的。

模型(3)确认了会计信息质量与融资约束、市场化进程与融资约束之间的关系,初步验证了会计信息质量的提高有助于缓解公司的融资约束;市场化进程越高,公司融资约束越低。模型(4)在模型(3)的基础上增加了ACC与IP的交叉变量,交叉变量与KZ指数在1%的水平上负相关,检验结果证明IP指数降低了应计质量ACC对融资约束指数KZ的正向影响,即市场化进程程度对于会计信息质量与融资约束之间的正相关关系具有抑制作用,这说明会计信息质量与市场化进程对缓解企业融资约束具有替代效应。在市场化程度低的地区,上市公司更趋向于提供高质量的会计信息,以补偿市场

化程度低带来的负面影响。这一结论与陈胜蓝、魏明海的研究结论一致^[26]。假设3得到了验证。

2. 最终控制人性对市场化进程、会计信息质量与融资约束影响的检验

下面按最终控制人性进行分组回归,从最终控制人的角度考察市场化进程、会计信息质量与融资约束之间的关系。从表5可知,分组后的样本中,国有控股企业会计信息质量的提高能有效地缓解融资约束,然而这一现象在非国有控制的企业里并不显著。研究结论验证了假设1,即最终控制人性影响会计信息质量与融资约束之间的相关关系。

表5 按最终控制人性分组的进一步回归结果

解释变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)		模型(4)	
	SOE=1	SOE=0	SOE=1	SOE=0	SOE=1	SOE=0	SOE=1	SOE=0
ACC	1.0535 *** (7.70)	-0.0094 (-0.09)			1.0704 *** (7.82)	-0.0085 (-0.09)	3.4083 *** (7.89)	0.4345 (1.11)
IP			-0.0232 *** (-4.02)	-0.0209 *** (-5.23)	-0.0244 *** (-4.26)	-0.0209 *** (-5.23)	-0.0271 *** (-3.40)	-0.0172 *** (-3.38)
ACC × IP							-0.3017 *** (-5.70)	-0.0464 (-1.17)
SIZE	0.2653 *** (10.00)	0.4412 *** (22.33)	0.2775 *** (10.29)	0.4494 *** (22.79)	0.2834 *** (10.57)	0.4495 *** (22.72)	0.2937 *** (10.92)	0.4504 *** (22.75)
ROE	0.0056 (1.96)	-0.0519 *** (-6.22)	0.0073 * (2.55)	-0.0514 *** (-6.18)	0.0056 (1.95)	-0.0514 *** (-6.18)	0.0039 (1.36)	-0.0512 *** (-6.15)
LEV	0.0043 *** (4.94)	0.7444 *** (43.94)	0.0045 *** (5.21)	0.7425 *** (44.97)	0.0043 *** (4.99)	0.7435 *** (43.95)	0.0043 *** (5.01)	0.7426 *** (43.86)
CFC	-0.6071 *** (-11.05)	-0.0001 (-0.05)	-0.6264 *** (-11.36)	-0.0001 (-0.15)	-0.5921 *** (-10.78)	-0.0001 (-0.15)	-0.5854 *** (-10.67)	-0.0002 (-0.26)
_CONS	-2.4342 *** (-9.69)	-3.3664 *** (-17.72)	-2.7784 *** (-9.47)	-3.3192 *** (-17.56)	-2.4893 *** (-9.91)	-3.3174 *** (-17.49)	-2.7383 *** (-10.77)	-3.3571 *** (-17.42)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5418	5380	5418	5380	5418	5380	5418	5380
Adj. R-sq	0.2883	0.4376	0.2826	0.4405	0.2906	0.4404	0.2947	0.4404
F 值	29.87 ***	48.55 ***	29.07 ***	49.12 ***	29.81 ***	48.56 ***	30.02 ***	48.04 ***

注:***, **, * 分别表示显著性水平1%, 5%和10%;()内是T值。

对于市场化进程而言,不管是国有控股还是非国有控股公司,市场化指数IP均与KZ指数呈显著负相关关系,但国有控股公司中二者的相关系数总大于非国有控股中二者的相关系数,证明在国有控股公司中,市场化进程对企业融资约束的影响更为显著。这可能是因为相比于非国有公司,国有公司除了自身经营目标外,还需负担一些政策性任务,其在市场竞争中不能对资源进行有效配置,竞争能力不能很好发挥,而更依赖于外部治理环境的变化。即最终控制人性对市场化进程与融资约束的关系有影响。假设2得到验证。

模型(4)中ACC × IP交叉变量的系数在国有控股公司中显著为负,再次验证了市场化进程与会计信息质量对企业融资约束影响的替代作用。而在非国有控股公司中,这一系数并不显著,主要原因是非国有控股公司处于激烈的竞争环境中,它们必须谋求生存、发展,因此不管外部金融、法制等环境如何变化,其依然会提供质量足够高的会计信息,以保证和增强其在市场环境中的竞争力。

3. 市场化程度对会计信息质量、融资约束影响的检验

由表6可以发现,在市场化程度高的地区,会计信息质量与融资约束的关系均不显著,而在市场化程度较低的地区,二者关系依然呈现显著正相关。文章又一次验证了假设3,即会计信息质量与融资约束的负相关关系随市场化进程的增加而减弱。这表明在市场化程度较高的地区,市场化程度对企业的融资约束会产生较大的影响,此时会计信息质量的作用则相对变小。而在市场化程度低的地区会计信息质量替代了市场化程度对融资约束的影响。这一结论与有效市场理论相符,即当市场是

有效的时候,资源都由市场这只无形的手进行调配,而不受其他因素的影响。

表6 按市场化程度分组的进一步回归结果

解释变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)		模型(4)	
	IP > 均值	IP ≤ 均值	IP > 均值	IP ≤ 均值	IP > 均值	IP ≤ 均值	IP > 均值	IP ≤ 均值
ACC	-0.0768 (-0.77)	1.4493 *** (10.70)			-0.0783 (-0.79)	1.4484 *** (10.69)	0.3301 (0.52)	2.7642 *** (4.26)
IP			-0.0285 *** (-4.66)	0.0076 (0.90)	-0.0285 *** (-4.67)	0.0068 (0.82)	-0.0254 *** (-3.31)	0.0207 (1.95)
ACC × IP							-0.0380 (-0.65)	-0.2015 * (-2.08)
SIZE	0.4535 *** (23.50)	0.2247 *** (8.38)	0.4558 *** (23.66)	0.1982 *** (7.30)	0.4546 *** (23.61)	0.2225 *** (8.21)	0.4553 *** (23.62)	0.2233 *** (8.25)
ROE	-0.0458 * (-2.18)	0.0012 (0.42)	-0.0468 * (-2.23)	0.0033 (1.16)	-0.0460 * (-2.19)	0.0012 (0.43)	-0.0461 * (-2.20)	0.0005 (0.18)
LEV	0.8512 *** (44.65)	0.0041 *** (4.53)	0.8471 *** (45.24)	0.0042 *** (4.74)	0.8495 *** (44.63)	0.0040 *** (4.51)	0.8493 *** (44.60)	0.0040 *** (4.57)
CFC	-0.0001 (-0.14)	-0.0110 * (-2.11)	-0.0001 (-0.18)	-0.0091 (-1.73)	-0.0002 (-0.22)	-0.0110 * (-2.12)	-0.0002 (-0.26)	-0.0103 * (-1.97)
_CONS	-4.2501 *** (-21.40)	-2.0014 *** (-7.92)	-4.0563 *** (-20.01)	-1.7292 *** (-6.81)	-4.0473 *** (-19.94)	-2.0104 *** (-7.95)	-4.0836 *** (-19.44)	-2.1107 *** (-8.20)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5078	5720	5078	5720	5078	5720	5078	5720
Adj. R-sq	0.4547	0.2688	0.4570	0.2541	0.4570	0.2688	0.4569	0.2692
F值	49.11 ***	30.20 ***	49.56 ***	28.06 ***	49.01 ***	29.80 ***	48.46 ***	29.47 ***

注:***, **, * 分别表示显著性水平 1%, 5% 和 10%; () 内是 T 值。

(三) 稳健性检验

用 KZ 指数作为融资约束的代理变量进行研究虽然得到了多数学者的支持,但仍有不少学者质疑其合理性,他们认为现金—现金流敏感度更能有效衡量企业的融资约束水平。为检验上述结论的稳健性,避免 KZ 模型可能产生的研究偏差,本文运用 Almeida 提出的关于融资约束的扩展模型,以现金—现金流敏感度作为融资约束的代理变量重新进行分析^[27]。Almeida 提出的关于融资约束的扩展模型如下。

$$\Delta Cashholding_{jt}/Asset_{jt-1} = a_1 + a_2 \times CF_{jt}/Asset_{jt-1} + a_3 \times (CF_{jt}/Asset_{jt-1}) \times VAR_{jt} + a_4 \times VAR_{jt} + a_5 \times size_{jt} + a_6 \times Tobin's Q_{jt} + a_7 \times \Delta STD_{jt}/Asset_{jt-1} + a_8 \times \Delta NWC_{jt}/Asset_{jt-1} + a_9 \times Exp_{jt} + \sum year_dummy + \sum ind_dummy + \varepsilon_{jt}$$

模型(5)

模型(5)中,被解释变量代表公司当年的现金、银行存款、有价证券增加额除以上一年度的总资产。 CF 代表公司经营性现金流量,回归模型中的 a_2 就是现金—现金流敏感指数,在模型中代表着公司面临的融资约束,公司融资约束越大,其现金—现金流敏感度越大,也就是 a_2 的值越大。

VAR 表示文章的研究变量,在本文的研究过程中,文章分别以会计信息质量的衡量指标——应计质量(ACC) 和市场化进程的衡量指标——市场化指数(IP) 来替代模型中的 VAR 进行研究。研究过程主要关注不同的 VAR 与 $CF_{jt}/Asset_{jt-1}$ 的交叉乘积变量,如果这一交叉变量的系数显著为负,则表明该研究变量显著降低了企业的融资约束水平。

由表 7 可知,(1)、(2)、(3)的 $CF/Asset$ 系数显著为正,表明样本公司面临融资约束的限制。(1)和(2)中,研究变量 ACC 、 IP 与 $CF/Asset$ 交乘的系数均显示在 1% 的水平为负,说明会计信息质量的提高,减少了企业的信息不对称程度,降低了企业对内部资金的依赖,最终表现为现金—现金流敏感性的降低,也即企业融资约束的降低;市场化进程的增强增加了企业外部资金的来源,也降低了企业

的融资约束水平。(3)中 $CF/Asset \times ACC \times IP$ 的系数显著为负,说明市场化指数 IP 抑制了会计信息质量对融资约束的影响。这些敏感性分析的回归结果与前文一致。

表7 稳健性检验的回归结果

	(1)	(2)	(3)
CF/Asset	1.3244 ^{***} (22.98)	CF/Asset	0.9193 ^{***} (61.17)
ACC	1.3075 ^{***} (24.23)	IP	0.0074 ^{***} (3.56)
CF/Asset × ACC	-2.2093 ^{***} (-19.18)	CF/Asset * IP	-0.0768 ^{***} (-46.97)
SIZE	0.0053 (0.50)	SIZE	0.0088 (0.88)
Tobin'Q	0.0005 (0.93)	Tobin'Q	0.0002 (0.34)
ΔSTD/Asset	-0.2382 ^{***} (-100.28)	ΔSTD/Asset	-0.0662 ^{***} (-15.24)
ΔNWC/Asset	0.1274 ^{***} (148.28)	ΔNWC/Asset	0.0374 ^{***} (17.81)
Exp	1.58e-11 ^{***} (16.80)	Exp	4.95e-12 ^{***} (5.36)
_CONS	-0.1884 (-1.84)	_CONS	-0.0176 (-0.18)
年度	控制	年度	控制
行业	控制	行业	控制
N	10798	N	10798
Adj. R-sq	0.8939	Adj. R-sq	0.9049
F 值	948.43 ^{***}	F 值	1071.67 ^{***}
			CF/Asset
			ACC
			IP
			CF/Asset * ACC * IP
			SIZE
			Tobin'Q
			ΔSTD/Asset
			ΔNWC/Asset
			Exp
			_CONS
			年度
			行业
			N
			Adj. R-sq
			F 值

注:***, **, * 分别表示显著性水平 1%, 5% 和 10%; () 内是 T 值。

五、结论与政策建议

(一) 文章结论

融资约束问题的解决对于公司的健康持续发展有着重要的作用。本文以相关理论作支撑,利用我国上市公司 2001—2011 年的数据建立相关模型,并在模型中加入了我国国有企业改革这一特殊经济现象,从公司内部质量环境中的会计信息质量角度以及公司所处外部环境中的市场化进程程度两方面来研究企业融资约束的原因,得出如下研究结论。

第一,公司的融资约束问题可以通过提高会计信息质量得以改善,也就是说在其他影响因素不变的情况下,会计信息质量与公司融资约束水平负相关。这说明提高会计信息质量可以降低契约双方的信息不对称程度,从而缓解公司的融资约束程度。

第二,在国有控股的上市公司中,会计信息质量的提高可以缓解公司面临的融资约束状况。然而在非国有控股的公司里,会计信息质量所能起到的作用并不显著。

第三,市场化进程有助于缓解企业的融资约束状况,在国有控股公司中,这种作用更加显著。

第四,市场化程度对于会计信息质量与企业融资约束之间的负相关关系具有抑制作用,说明会计信息质量与市场化进程对缓解企业融资约束具有替代的作用,这种替代作用不管在国有控股、非国有控股,还是在市场化程度较高和较低的地区,都表现显著。

(二) 政策建议

鉴于我国上市公司融资约束现象普遍存在,会计信息质量的高低与企业融资约束状况密切相关。因此,要缓解企业融资约束状况,可以从企业内部治理因素中的会计信息质量入手。具体而言,企业应该完善其财务报告和信息披露系统,加强信息披露的强度和执行力,从而消除外部投资者与企业之

间的信息壁垒,向市场和资金持有者传递企业诚信经营的信息,增强投资者信心。

政府应进一步加大市场化建设,引导资源的有效配置。市场化是经济效益、创新和经济增长的根本条件。没有充分的金融发展、良好的法律制度水平以及有效的资本要素市场,市场经济就不可能真正持续、有效、健康、深入发展。在我国市场经济转型的特殊时期,政府部门的职能能否正常发挥显得尤为重要,政府要做好宏观调控的工作,可以主要从两个方面进行:一方面,政府可以利用多种方法来刺激和加快金融发展,提高信贷资金配置效率,发展银行业,鼓励、引导、规范民间借贷,使民间借贷在资本运作中发挥更大的功效;另一方面,改善法律制度环境,进一步加快相关制度建设。良好的法制环境是资本市场能持续健康发展的前提,也是投资者利益得到保障的基础,政府应在进一步完善投资者保护相关法律的基础上,保障法律的有效执行。

参考文献:

- [1] Kaplan S N, Luigi Zingales. Do investment cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1): 169 - 215.
- [2] 张程睿. 上市公司信息透明度:理论与实证研究[M]. 北京:经济科学出版社, 2008: 94 - 95.
- [3] Bushman R M, Smith A. Transparency, financial accounting information and corporate governance[J]. Economic Policy Review, 2003(4): 65 - 87.
- [4] Botosan C A. Disclosure level and the cost of equity capital[J]. The Accounting Review, 1997, 72(3): 323 - 348.
- [5] Barry C, Brown S. Differential information and security market equilibrium[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1985, 20(4): 407 - 422.
- [6] 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.
- [7] 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 金融发展、预算软约束与企业投资[J]. 会计研究, 2006(10): 64 - 72.
- [8] 郑国坚, 魏明海. 公司治理、公司治理与大股东的内部市场——基于我国上市公司的实证研究[J]. 中大管理研究, 2007(2): 1 - 21.
- [9] 杨兴全, 张照南. 融资约束、持有现金与公司投资[J]. 当代经济管理, 2009(3): 77 - 82.
- [10] Dmitry Livdan, Horacio Sapriz, Lu Zhang. Financially constrained stock returns[J]. Journal of Finance, 2009(4): 1827 - 1862.
- [11] 万小勇, 顾乃康. 现金持有、融资约束与企业价值——基于门槛回归模型的实证检验[J]. 商业经济与管理, 2011(2): 71 - 78.
- [12] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究, 2009(7): 121 - 133.
- [13] 孙铮, 刘凤伟, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验数据[J]. 经济研究, 2005(5): 52 - 59.
- [14] Dinc L S. Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 453 - 479.
- [15] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数各地区市场化相对进程 2009 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [16] Singhvi S, Desai H B. An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure[J]. Accounting Review, 16: 621 - 632.
- [17] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2004(8): 72 - 80.
- [18] 崔学刚. 要约收购实践与制度创新——南钢股份要约收购案的启示[J]. 财会月刊, 2003(17): 17 - 18.
- [19] Bhattacharya U, Daouk H, Welker M. The world price of earnings opacity[J]. The Accounting Review, 2003, 78(3): 641 - 678.
- [20] 周中胜, 陈汉文. 会计信息透明度与资源配置效率[J]. 会计研究, 2008(12): 56 - 63.
- [21] 王克敏, 姬美光, 李薇. 公司信息透明度与大股东资金占用研究[J]. 南开管理评论, 2009(4): 83 - 91.
- [22] 徐向艺, 方政. 股权性质、信息透明度与股权融资成本——基于中国上市公司的实证研究[J]. 东岳论丛, 2010(5): 32 - 36.
- [23] Fazzari S R, Hubbard G, Petersen B. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, 19(1): 141 - 195.
- [24] Tease M M. Balance sheet restructuring an investment [J]. Australian Economic Review, 1994, 105: 83.
- [25] Dmitry Livdan, Horacio Sapriz, Lu Zhang. Financially constrained stock returns[J]. Journal of Finance, 2009(4): 1827 - 1862.
- [26] 陈胜蓝, 魏明海. 投资者保护与财务会计信息质量[J]. 会计研究, 2006(10): 28 - 35.
- [27] Almeida H, Campello M, Weisbach M. The cash flow sensitivity of cash[J]. Journal of Finance, 2004(5): 1777 - 1880.

[责任编辑:高 婷]

(下转第 85 页)

Variation Characteristics of Capital Structure in China's Real Estate Listed Companies: Based on Optimal Capital Structure

ZHANG Hong¹, YANG Fei¹, ZHANG Zhifeng²

(1. Department of Construction Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

2. Lianyungang Urban and Rural Construction Bureau, Lianyungang 222003, China)

Abstract: Variation characteristics of capital structure in China's real estate listed companies are studied on the basis of optimal structure. The partial adjustment model is introduced to calculate the optimal capital structure, with the financial data of 91 real estate listed companies in A-share as well as some macro-economic data over the period of 2000-2011. The variation of actual capital structure is deposed into the change of actual capital structure relative to its optimal level, the variation of optimal structure and the change in trend. The results indicate that the actual capital structure is capable of reverting towards its optimal level; the actual capital structure change in the same direction of the optimal capital structure; the variation trend in actual capital structure is not significant; all kinds of real estate listed companies share the same variation characteristics of capital structure.

Key Words: real estate listed companies; capital structure; variation characteristics; optimal capital structure; financing policy-making; enterprise value; actual capital structure



(上接第 76 页)

Correlation Analysis of Marketing Process, Quality of Accounting Information and Financing Constraints: from the Perspective of the Final Controller

GUO Guihua¹, CHI Yulian¹, SONG Qing²

(1. School of Economics and Management, Shihezi University of Xinjiang, Shihezi 832000, China;

2. Xinjing Branch, Industrial and Commercial Bank of China, Wulumuqi 830046, China)

Abstract: We have studied the influence of market process, the quality of accounting information on financing constraints by using the empirical data in China during 2000-2011 listed companies as samples and adopting the classical regression model of Kaplan and Zingales (1997) with the institutional background of China. The study found that improving the accounting information disclosure quality and speeding up the process of marketization construction can both ease the financing constraints of enterprises. The paper also found that influence of both marketization process and the quality of accounting information on financing constraints is the substitute relation; and this alternative relationship in the state-owned holding companies is more significant.

Key Words: quality of accounting information; marketing process; financing constraints; state-owned holding; profit-earning capacity; capital structure; information asymmetry; agency