

会计信息质量、市场化进程与 融资约束的相关性研究综述

宋 晴 郭桂花(教授)

(石河子大学经济与管理学院 新疆石河子 832003)

【摘要】 本文结合国内外研究的最新动态,对会计信息质量、市场化进程与融资约束之间的相关文献进行了梳理和归纳,并结合我国背景,对三者之间关系的研究方向进行了未来展望,希望能为改善我国公司面临的融资约束问题提供参考。

【关键词】 会计信息质量 市场化进程 融资约束

融资一直是财务管理研究的重要内容之一。企业面临的融资渠道很多,但企业最关注的不是钱从何处来,而是为获得资金而付出的代价,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从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上的融资约束,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?如何让企业避免融资约束?有关融资约束的研究受到理论界和实务界的高度关注。

企业面临融资约束是由多种因素造成的。一方面,会计信息质量是资本市场能有效运行的基石,会计信息质量影响公司治理结构、公司现金持有、公司业绩、产品市场竞争以及企业的投资行为等。已有的研究表明,高质量的会计信息的确能缓解企业面临的融资约束。在现实生活中,证券市场中信息的严重不对称,使大股东侵占、内幕交易、利润操纵等违规行为时常发生,会计信息造假严重损害了广大投资者的利益,打击了他们的投资信心。另一方面,市场是各种资源得到有效配置、调节和促进经济增长的根本条件。我国的市场化已经取得了举世瞩目的成就。但是,由于资源分布、地理位置以及相关政策的差异,这种市场化进程无论在行政区域还是在产业部门,都表现得相当不平衡。有研究表明地区经济的这种不平衡性,会对企业融资产生重要影响。

一、国外的研究成果及发展趋势

(一)关于会计信息质量与市场化进程相关性研究文献

会计信息状况反映了外部投资者与公司管理层的信息对称程度,当会计信息质量不高、信息不对称时,资本市场对公司所作的评价将易于偏离其内在价值,股价往往被扭曲。加快市场化进程的目的就是充分发挥市场对资源的优化配置功能,完善相关法律制度,加强政府对市场的监管,促使企业披露充分而透明的财务会计信息。

目前国外关于会计信息质量与市场化进程的研究,存在着两种不同的研究结论:

第一种研究关注财务会计系统在市场化进程高的地区发

挥的作用。学者们从不同角度、依据不同理论进行研究,得出了相同结论,即:市场化进程越高的地区,其要求的会计信息质量越高。Bushman(2005)等从契约理论的角度进行分析,认为最优契约的设计和和执行都需要真实可行的会计信息,在市场化进程更高或法律系统更完善的地区,契约的设计和和执行效率更高,因此得出结论:市场化进程更高的地区,对会计信息质量的要求也就越高。Francis(2003)等根据已有的相关文献进行研究认为,市场化进程高的地区,金融市场往往更加发达,更加发达的金融市场会导致更充足的融资机会和更分散的股权结构,这就可能产生更严重的股东与债权人、管理层与股东以及大小股东之间的代理问题,而及时的财务会计信息能解决由于信息不对称而产生的代理问题(Ball等,2000)。

第二种研究关注市场化进程与财务会计信息质量的替代补偿作用。Hey(1996)等的研究发现,由于高质量的会计信息有助于契约的设计和和实施,市场化进程较低地区的公司更有可能通过提供高质量的会计信息来减低契约设计和实施中的交易成本。La Porta(1998)等的研究表明,财务会计信息可以为投资者提供公司经营的相关信息,从而为签订契约提供保证,尤其在市场化进程较低的地区,会计信息质量的发展对于财务契约的设计和和执行显得更加重要。Claessens(2002)等认为,在市场化进程低的国家或地区,市场对公司的定价会更低。由于对投资者保护较弱,公司更需要某种替代方式去建立信誉机制,增强投资者的信心,而提供高质量的会计信息不失为一个好的举措(La Porta等,2000)。

(二)关于会计信息质量与融资约束相关性研究文献

国外关于会计信息质量对企业融资约束影响的问题主要从会计信息不同作用机理进行研究,得出了较一致的结论。

部分研究从投资者评估风险的角度,认为高质量会计信息可以减少投资者评估企业价值的风险水平从而降低权益资本成本。Healy和Palepu(2001)通过经验研究表明,证券分析师在提高资本效率方面起到了有价值的作用。并认为,有关会计信息研究中的一个重要内容就是研究信息质量的经济结果,高质量的会计信息能够降低权益资本成本。但不同学者对

其原因给出了不同的解释:Myers 和 Majluf(1984)把信息不对称引入到资本市场的研究中,建立了不完美市场的优序融资理论,他们认为由于信息的不对称,外部投资者会降低购买风险证券的价格,从而会增加企业外部融资的成本,引起企业内外部资金的成本差异。Merton(1987)在研究中指出,当公司的会计信息质量无法满足要求时,投资者对该公司的股票价值进行估值时将要求信息风险溢价,从而会增加公司的资本成本。Botosan(1997)的研究也证明了这一点,并提供了公司信息透明度与资本成本之间存在负相关关系的直接证据。

还有研究表明:高质量会计信息可以减少交易成本从而降低权益资本成本。国外现有理论研究也指出,详细可靠的信息披露政策可以改进契约签订过程和监督水平,降低企业内部人的逆向选择和道德风险(Diamond等,1991)。Bushman和Smith(2003)认为高质量的会计信息是投资者监督内部人的一种机制,其能约束管理层有效使用公司资产,即高质量的会计信息具有治理作用。

(三)关于市场化进程与融资约束相关性研究文献

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。产品价格是由市场形成,还是政府决定,是企业所处经济环境是否健康透明的一个重要的指示灯。研究表明,市场化进程的高低与市场资源的分配效率以及市场导向下产品市场、要素市场的发展、市场中介组织发育、法律制度环境密切相关(Love,2003;Khurana等,2006)。不同学者从不同角度,研究了市场化的发展对企业融资所带来的影响:

1. 关于法律环境与融资约束的研究。根据 La Porta 等(1998)的观点,法律环境不仅影响市场对投资者的保护程度,还影响资本市场的发展。倘若一个国家对投资者保护的法律法规不完善,投资者将寻求成为控制者,通过所有权和控制权的集中来监督企业管理层,外部投资者将需要较高的风险溢价,才会对公司进行投资。这样会增加企业的资本成本和融资难度,增加企业面临的融资约束。而 Pistor 和 Xu(2005)分析指出,有两个主要因素影响了法律及其执行对投资者保护的效果,一个是可靠信息的缺失程度,另一个便是法律的不完善程度。Claessens(2003)从企业资本结构角度研究表明,企业所处法律环境越不健全,企业的资产负债率越高,从外部获得资金的成本也越高,融资约束越强。

2. 关于金融发展与融资约束的研究。好的金融制度可以使企业迅速找到好的投资项目并为之投资资金,从而缓解企业投资的融资约束问题。Love(2003)的研究表明,金融市场的发展能够降低企业的融资约束。与此同时,Claessens 和 Laeven(2003)的研究指出,一个国家的金融发展水平影响了企业获取外部融资的渠道,决定了投资可获得的资源。Rajan 和 Zingales(1998)的研究也同样证明金融发展对企业融资渠道具有积极的影响。Almeida 等(2004)在前人研究的基础上提出了新的融资约束模型,以现金—现金流敏感度为代理变量进行研究发现,企业的现金—现金流敏感度越大,其面临的融资约束越大,而 Khurana 等(2006)利用 Almeida 等人的研究模

型,发现随着金融的发展,现金—现金流敏感性下降,因此证明金融的发展降低了企业的融资约束。

3. 关于政府干预与融资约束的研究。不同的学者在这个课题上进行了丰富的研究,得出了较为一致的结论:Khanna(2001)的研究发现,当政府管制严重且产生的影响较大时,企业可以通过建立更为密切的政企关系以便更容易获得政府对企业的资金支持,从而缓解企业的融资约束。Giannetti(2003)从债务融资期限结构的角度出发进行研究,发现政府干预对企业债务融资期限结构起到制约的作用。Qian 和 Strahan(2007)研究表明,市场发展水平与政府干预程度会影响企业的行为。在市场化程度较低的地区,由于政府对企业的分别对待更为明显,要素集中度较高,企业获得外部融资相对较难。

二、国内的研究成果及发展趋势

(一)关于会计信息质量与市场化进程相关性研究文献

自安然、世通等事件发生以后,会计信息质量以及市场对中小投资者保护引起了社会的广泛关注,我国证监会也通过一系列的披露管制,如增加对审计收费和审计任期、终极控制人资金占用和担保等,以期能提高会计信息质量,加强市场对投资者的保护。与此同时,学术界对此问题也越来越关注。不同学者从各个角度对会计信息与市场化进程的关系进行了研究,研究结论存在两种不同的逻辑:

第一种逻辑认为,会计信息质量与市场化进程存在互补的关系。较为典型的包括崔学刚(2004)的研究,其指出市场机制本身就可以促进公司披露的会计信息质量。当市场有效时,管理层的机会主义行为风险会较高,为了降低因行为败露所带来的名誉损失以及失业成本,管理层会自愿提高信息的透明度。陈小林和林昕(2010)研究了市场化进程、大股东侵占对信息透明度的影响,发现市场化进程高的地区,其上市公司披露的会计信息透明度越高。另外,王丽娜和郑艳(2010)通过对相关文献的梳理和总结,认为高质量的会计信息有助于提高经理约束契约的有效性,促进资本市场的健康发展,加快市场化进程。张程睿(2008)认为我国具有明显的区域经济差异,相对于中西部地区,东部和沿海省市的市场竞争更激烈,市场对企业的要求更高,对企业的信息需求也越高,这有利于促进企业提高透明度。

第二种逻辑认为,会计信息质量可能成为补偿市场化进程对投资者保护负面影响的一种替代机制。这种逻辑普遍认为,在进行市场化进程建设过程中,相关法律法规的有效执行依赖可靠的公司层面信息。我国证券市场具有新兴和转型的双重特征,转型经济中公司层面信息存在着较大的噪音,也降低了法律的执行效率。

在这种背景下,更有可能存在其他替代机制弥补法律对投资者保护较弱带来的负面效应。陈胜蓝和魏明海(2006)根据投资者保护的框架,采用2001~2004年我国911家上市公司为样本,以会计盈余反映经济收益的非对称及时性来衡量会计信息的质量进行研究,结果表明投资者保护较弱的地区其上市公司更愿意提供较高质量的会计信息,以弥补投资者保护带来的负面效应。

(二)关于会计信息质量与融资约束相关性研究文献

在MM理论之后,出现了大量关于放宽完美资本市场因素的理论研究,研究表明除了融资机会之外,还有很多因素会导致企业面临融资约束,尤其是信息不对称和代理问题。一方面,会计信息透明度的提高可以减少企业内部人与外部人之间的信息不对称,使投资者更愿意进行投资,增强股票流动性,从而降低权益资本成本和交易成本,减缓企业的融资约束。曾颖和陆正飞(2006)的研究结果表明,信息质量较高的样本公司边际股权融资成本较低。另一方面,信息质量的影响体现在信息环境上,方军雄(2007)从分析师角度进行研究认为,信息透明度的增加可以提高分析师对公司财务的预测精度,从而降低投资者的预测风险与权益资本成本。

另外,从Fazzari(1988)等开始讨论投资—现金流敏感性以来,很多学者认为投资—现金流敏感性能够很好地反映企业的融资约束情况,较为普遍的观点认为投资—现金流敏感性在融资约束型企业中更高。我国学者基于投资—现金流敏感性角度对会计信息质量与融资约束做了大量的研究,并得出了基本一致的结论:连玉君和程健(2007)从定性和定量两个角度进行研究,认为信息不对称是导致投资现金流敏感性的主要原因,随后张琦(2008)借鉴投资现金流敏感度的方法,具体考察了中国上市公司盈余质量与企业投资现金流敏感度之间的关系,研究得出与之相同的结论,即高质量会计信息降低了企业投资现金流敏感度。除此之外,崔伟和何一峰(2008)的研究发现,会计信息质量较高公司的投资现金流敏感性较低。屈文洲等(2011)从信息不对称角度出发,研究发现信息不对称水平较高的公司,其投资—现金流敏感性也较高。

除了从投资—现金流敏感性角度研究会计信息与融资约束以外,现金—现金流敏感性也受到了诸多学者的关注。张纯和吕伟(2007)的研究采用现金—现金流敏感性为融资约束的代理变量,分析了信息披露水平、市场关注程度对企业融资约束的影响,实证结果证明:信息披露水平和以分析师为代表的市场关注程度提高能显著降低企业的融资约束。郑江淮(2001)等的分析也表明企业的融资约束程度取决于企业与资金供给者之间的信息不对称程度。

(三)关于市场化进程与融资约束相关性研究文献

我国的资本市场是处于转型期的新兴市场,市场化进程已经取得了举世瞩目的成就。樊纲和王小鲁(2010)研究指出由于资源禀赋、地理位置和国家政策的不同,各地区的市场化程度存在较大差异。区域间市场化程度的不同对企业融资约束的影响引起了学者们广泛的研究。

一些学者从市场本身的角度进行研究,如郑国坚(2007)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,企业的融资偏好会受市场的发达程度而有所差异。在市场化进程较低时,企业面临的融资约束可能会更强。杨兴全和张照南(2009)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。

另外一些学者从市场化进程中金融发展、政府干预等角度进行研究,如李科和徐炳龙(2011)基于金融发展与经济增长关系中“分配金融资源”的理论观点,证明金融市场不完善导致了企业的融资约束,金融发展能更有效的分配金融资源。孙铮等(2005)在分析市场化进程对当地企业债务期限结构的影响时发现,政府干预作为司法体制的替代机制,降低了债务契约的履行成本,有助于企业获得投资所需资金,减缓了其面临的融资约束。余明桂和潘洪波(2008)的研究认为,市场化进程较高的地区,其金融体系相对发达、融资渠道也较多,可以使企业面临的融资约束得到一定的改善。

三、总结

会计信息质量、市场化进程与融资约束的研究是会计和金融领域研究的热点和重点。国外由于上市公司数据的完备性高,在会计信息质量方面的研究比较成熟,对会计信息质量及企业融资约束的研究也取得了丰富的成果,很值得借鉴。

1. 关于会计信息质量与市场化进程。国内外研究都得出两种不同结论:一些研究认为,信息透明度高的时候,投资者做出正确决策的可能性就高,市场对资源的配置作用就得到了有效发挥;反之,当市场有效的时候,外部对管理人员的监督途径和效率都会提高,管理人员通过披露不透明的会计信息以获得报酬的风险加大,因而更趋向于对外提供高质量的会计信息。因此,会计信息质量与市场化进程是相互促进的作用;然而另外一些研究表明,财务会计信息质量与市场化进程可能是一种相互替代的机制,虽然为这一观点提供支持的证据并没有很丰富,但是相关研究结论也具有较强的说服力。究竟这二者的关系是相互促进,还是相互替代?未来的研究应该会提供更为丰富的经验证据。

2. 关于会计信息质量与融资约束。现有研究认为信息不对称可能会导致融资约束或过度投资,但没有对融资约束和过度投资这两种情况进行分别研究。而且大部分研究样本期间较短,可能会影响研究结果的稳健性。另外相关研究只从公司层面上的会计政策出发进行研究,而忽略了公司提供的会计信息不仅受到会计准则的影响,而且与公司提供会计信息的动机密切相关。最后这些研究都是在发达国家证券市场环境下的,由于语言、制度和文化背景的差异,其结果是否在我国市场上也成立有待结合中国的制度背景进一步检验。

3. 关于市场化进程与融资约束。国外关于市场化进程对融资约束影响的研究较深入,而国内的研究较少,且大都采用市场化进程中某一方面的指标进行研究。另外,研究市场化进程对会计信息质量与融资约束二者关系影响的文章更少,因此,这三者之间的作用机理究竟如何有待更深入的研究。

主要参考文献

1. 陈胜蓝,魏明海.投资者保护与财务会计信息质量.会计研究,2006;10
2. 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.会计研究,2004;8
3. 陈小林,林昕.市场化进程、大股东侵占与信息透明度——来自中国证券市场的证据.金融与经济,2010;7