

企业债务融资对会计信息质量的影响研究

——基于中国 A 股上市公司的经验证据

李曼妮

(南华大学附属第一医院,湖南衡阳 421001)

[摘要] 文章以 2013 年至 2015 年中国 A 股上市公司为样本,研究了企业债务融资和会计信息质量之间的关系。研究表明,负债比例越高,会计信息质量越低。但债务结构中不同组成部分对于会计信息质量的影响不同,上下游型债务比例越大,会计信息质量越高;其他型债务比例越大,会计信息质量越低;而银行型债务比例的影响则不明显。

[关键词] 债务融资; 债务结构; 会计信息质量

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2017)04-0080-05

资本结构在公司财务中是非常重要的概念,简单地讲,资本结构就是股权和负债的比例,以及不同股权、不同负债的内部比例^[1]。所有的融资方式,都可以理解为企业和投资者所签订的一份融资合同,借以规定双方的权利和义务。资本结构在形式上表现为股权、负债的各种比例,但背后却反映了利益相关者在公司中的契约关系,即索取权与控制权安排。股东享有剩余索取权和企业正常经营情况下的控制权,债权人享有固定索取权和企业不能偿还债务时的控制权。

近年来国内学者资本结构的研究焦点大多集中在股权结构上,对股权结构与公司绩效之间关系研究的文献非常多,与之形成鲜明对比的是,很少有学者对债务融资进行实证分析,特别是债务融资对于会计信息质量影响的研究目前还很少见。但事实上,债务融资仍然是我国企业主要的融资渠道,忽略这方面研究必然导致不能对中国公司治理问题进行全面、正确地解读。同时,我们还要注意,中国上市公司所处的环境与国外有着相当大的差异,各地区的金融市场化水平也参差不齐。为此,简单地将国外一些实证模型引入,所得出的结论并不能让人信服,在进行实证分析的时候,必须考虑公司所处环境的影响。

与既往研究不同的是,本文根据债务性质的不同,首次把债务分为银行型、上下游型以及其他型。同时,我们以 2013 年至 2015 年期间的上市公司为样本,对债务融资与会计信息质量的关系进行了实

证分析。研究发现,债务融资对会计信息质量有着显著的影响,这表明当前公司治理的研究的确存在忽略有关变量的问题。

一 文献回顾

与国外公司治理研究类似,关于中国上市公司债务融资与公司治理关系的研究也是围绕公司绩效展开。例如陈小悦、徐晓东对深圳证券交易所 1996-1999 年除金融性行业以外的全部 A 股上市公司经营情况进行了考察,他们用主营业务利润与总资产的比值作为公司绩效指标,结果发现长期财务杠杆与公司绩效呈现显著的负相关关系,因而得出长期财务杠杆在上市公司经营中没有发挥作用的结论^[2]。王加灿、许慧以总资产收益率和主营业务利润率作为公司业绩的衡量指标,对 1086 家上市公司 2007-2009 年的情况作了分析,结果发现负债比例与公司绩效指标之间表现出了显著的负相关关系,进而指出了债务融资在上市公司中的软约束特征^[3]。邓建平以托宾 q 和市值面值比(MB)为公司市场价值的度量指标,对 2012 年上海与深圳证券交易所 1004 家上市公司的实证研究也发现,资产负债率与公司市场价值负相关^[4]。总之,国内研究一般都支持债权人在公司治理中表现出负面影响的观点。国外关于公司治理特征与会计信息质量的研究主要从董事会、股权结构、审计独立性 3 个方面进行,例如 Beasley^[5]、Inchausti^[6]等,关于债务融资与会计信息质量的研究则很少见。近年来随着对公司治理的重视,国内有关公司治理与会计信息质量的

[收稿日期] 2017-03-24

[作者简介] 李曼妮(1977-),女,湖南衡阳人,南华大学附属第一医院会计师。

实证研究也逐渐增多,例如蓝辉旋、文旭倩^[7],李刚、陈利军^[8],张涛、白亚会^[9],王治、赵友明^[10]等,但遗憾的是这些研究也都只是关注到董事会、股权结构、审计独立性的影响,而没有考虑到债务融资问题。

从现有文献来看,国内关于债务融资与会计信息质量关系的实证研究尚缺乏,而关于债务融资与公司治理的研究也还没有深入到债务结构这一层次。并且,现有文献普遍忽略了从投资者保护角度出发对债务融资进行分析,往往是基于银行的国有性质否定银行融资的作用。

债权只是法律规定的权利,但如果法律对债权人的保障不力,债务融资是否还具有其在成熟市场经济中的含义便值得怀疑。从这个角度出发,必须对中国上市公司背后更基础的层面进行分析。相应的问题是,在中国特殊的制度背景下,不同的债务融资方式对公司治理所起的作用是否相同?债务集中到银行等大贷款人是否会和股权集中一样提升公司治理效果?但遗憾的是,现有研究几乎未能涉及这些方面,本文则试图对此进行探索。同时,国内很多研究直接用会计指标如净资产收益率衡量公司治理效果,但会计指标难以反映公司的长期业绩,同时容易受到人为操纵;用托宾 q 等市场指标,又受到非流通股价值难以计量的困扰,解释力也会受影响。为此,本文采用了会计信息质量作为研究主题,我们认为会计信息质量反映了公司治理效果,原因有两点:首先,会计信息质量与公司治理直接相关,高效果的公司治理毫无疑问将带来高质量的信息。其次,信息披露是投资者保护的基础与前提,公司治理很大程度上就是一套外部投资者用来保护自己不被内部人侵权的机制^[11],会计信息质量实际上体现了公司治理的效果。

二 研究假设

(一) 债务比例与会计信息质量

负债治理效应的理论渊源是代理成本理论和控制权理论。代理成本理论和控制权理论将公司治理引入资本结构理论的研究中,突破了以往资本结构理论中仅对负债的财务杠杆效应、税盾效应的研究,提出了负债的治理效应:一方面,在总资产和经理人员持股数量不变的条件下,采用负债融资而不是股权融资,可以提高经理人员的持股比例,从而激发经理人员的积极性,使经理人员利益与股东利益趋于一致;另一方面,负债的还本付息压力,可以减少可支配的自由现金流量,从而抑制那些有利于营造经理帝国却不利于企业价值增长的过度投资^[12]。根

据以上分析,负债有助于缓解公司内部各利益相关者的利益冲突,激励、约束经理人员,克服代理问题,债权人在公司治理中担任着重要的角色。

但中国的经济环境与国外有着较大差异,我国的公司治理机制对外部投资者的保护非常缺乏,破产机制和债权人相机控制机制没有有效发挥作用,债权人利益和中小股东一样得不到保护。由于以上原因,负债率的提升并不能为公司的经营带来应有的激励和监督。相反,由于债务利息的偿付为硬约束,负债率越高,公司内部人的经营压力越大,会计操纵的可能性就会越高。

基于以上分析,本文提出假设1:负债占总资产的比例越大,会计信息质量越低。

(二) 债务结构与会计信息质量

债务结构其实是一个非常重要的问题,但是相关的文献却非常少。我们认为,在中国上市公司目前情况下,债务结构可以从3个方面进行分析:

1. 银行型债务问题。与股权结构中存在大小股东一样,债权人也是分大小的,银行作为大债权人在监督激励方面要强于小债权人,这与大股东有着异曲同工之处。并且,如果上市公司同时在贷款银行开户的话,那么贷款银行还具有信息方面的优势,可以直接监控公司的经营状况。因此,从理论上说,银行型债务在公司债务结构中所占比例越大,相应的监督激励就越强,会计信息质量也会越好。但问题在于,我国的银行为政府控制,一方面有着国有企业的“预算软约束”和“廉价投票权”问题,缺乏相应的经营激励;另一方面,国有银行独立性不高,仍然受到国家政策甚至行政指令的影响,使得资金在政府的影响下流入企业。可以预期,银行在公司治理中虽然是大债权人,却没有相应的地位,也不能发挥积极作用。

基于以上分析,本文提出假设2:银行型债务比例与会计信息质量之间关系不显著。

2. 上下游型债务问题。公司在经营过程中,不可避免地要与上游的供货商、下游的客户发生联系,上下游型债务融资就是一种表现。在发生上下游型债务的情况下,由于一方面上下游往来单位与公司的交往非常频繁,对公司经营状况了解比较充分,上下游往来单位发挥监督作用有着一定的优势;另一方面,上游的原料供应、下游的销售网络直接决定公司的生存与发展,上下游往来单位的影响也会比较显著。上下游型债务在公司债务结构中所占比例越大,监督效果也会越好。

基于以上分析,本文提出假设3:上下游型债务比例越大,会计信息质量越高。

3. 其他型债务问题。除了上述银行型、上下游型外的其他债务,我们将其列入其他型债务类型,主要包括应付债券、应付工资、应付福利费等。对于其他型债务,由于其主体比较分散,而且不具有影响公司经营的能力,所以其他型债务比例越大,公司治理效果越差。

基于以上分析,本文提出假设4:其他型债务比例越大,会计信息质量越低。

三 研究设计

(一) 样本选择与数据描述

本文选取了2013年-2015年3年间所有在上海证交所和深圳证交所进行交易的A股公司作为初选样本,然后对其执行如下筛选程序:(1)剔除金融行业的上市公司。这些公司的债权结构存在特殊性,与其他上市公司不同,为了集中于本文研究主题,我们剔除了这些公司。(2)剔除上市时间不足一年的公司。因为这些公司刚刚上市,尚处在“蜜月期”,出于塑造公司形象的考虑,会计信息质量还不会很快发生变化。经过筛选,我们得到3384家样本公司。本文所用数据全部来自国泰君安数据库

(CSMAR)。

审计意见是对会计信息质量进行评价的常用指标,审计意见反映了一个公司所披露数据的真实性与准确程度,数据越真实准确,外部股东获得的会计信息质量就越好,对其保护也越强。本文采用Faulkender等的研究方法,以年度报告审计意见作为会计信息质量的衡量^[13]。另外,本文用樊纲和王小鲁编制的各省金融市场化指数来衡量公司所面临的外部金融环境差异^[14]。

(二) 模型与变量设计

我们应用Logit回归方法进行研究,基本模型如下:

$$QUAL = \beta_0 + \beta_1 \times LEV + \beta_2 \times STRUCTURE + \beta_3 \times Market + \beta_4 \times SIZE + \beta_5 \times CR_1 + \beta_6 \times LOSS + \beta_7 \times GOV + \beta_8 \times YEAR + \varepsilon$$

其中, β_0 为截距, $\beta_1 - \beta_8$ 为系数, ε 为残差;QUAL为因变量;LEV、STRUCTURE、Market为自变量,STRUCTURE是债务结构的统称,分别用BANK、PS、OTHER替代;SIZE、CR₁、LOSS、GOV、YEAR为控制变量。模型中各变量的含义如表1所示:

表1 变量定义

变量名称	度量标准
QUAL	会计信息质量哑变量。如果当年度的财务报告被注册会计师出具非标准无保留意见,则QUAL取1;否则,QUAL取0。
LEV	债务比例。用该年度负债占总资产比例来衡量LEV。
BANK	银行型债务比例。用银行借款占负债总额的比例来衡量,银行借款包括短期借款和长期借款。
PS	上下游型债务比例。用应付帐款、应付票据、预收帐款之和占负债总额的比例来衡量。
OTHER	其他型债务比例。用银行型债务、上下游型债务之外的其他债务占负债总额比例来衡量。
MARKET	金融市场化指数。该变量取值范围为0-10,数值越大,表示市场化程度越高。
SIZE	总资产的自然对数,用于控制公司规模。
CR ₁	第一大股东持股比例的百分数,用于控制第一大股东的影。
LOSS	财务困境哑变量,用于控制公司财务状况的影响。用上年度是否亏损来度量,若公司上年度亏损,LOSS为1,否则为0。
GOV	政府控制哑变量,如果公司被政府控制,GOV取1,否则取值为0。
YEAR	年度哑变量,用来控制宏观经济的影响。

为了控制有关因素的影响,根据现有文献的研究结论,我们加入了MARKET、SIZE、CR₁、LOSS、GOV、YEAR作为控制变量。其中,金融市场化(MARKET)差异却导致各地区公司获取银行资金的难度不同。其中,金融市场化程度高的地区,公司获取银行资金所需要的财务业绩会更高,因此会计信息质量差的可能性更大。规模(SIZE)较大的公司具有较高的声誉和影响,抗风险能力更好一些,因此我们预期该指标与会计信息质量正相关。第一大股东持股比例

(CR₁)越大,其与公司的利益关系越密切,侵害外部投资者的可能性越小,且监督经理人员的积极性更高,因此该指标应与会计信息质量正相关。财务状况差的公司一般操纵财务报告的可能性会更高,为此预期该指标与会计信息质量负相关。中国上市公司根据实际控制人不同,可以分为政府控制与非政府控制两种类型,政府控制的上市公司由于“所有者缺位”问题,经理人员受到的监督强度相对更小,一般来说会计信息质量可能较低;但问题是两种类型公司都存

在大股东侵害外部投资者的问题,因此我们不对 GOV 符号进行预期;YEAR 用于控制宏观经济的影响,为此我们也不对其符号进行预期。

四 实证检验结果及分析

(一)描述性统计分析

从表 2 可见,中国上市公司的债务比例平均达到 48.2%,证实债务在公司治理中的确是一个不可忽视的方面;债务结构上,银行型债务平均占到 45%,是主要部分,而上下游型和其他型债务的比例大致相当。另外,我们还发现,CR₁ 的均值达到 42%,表明上市公司存在着“一股独大”的现象;GOV 的均值达到 0.58,说明上市公司绝大多数还是由政府控制的。

表 2 主要变量描述性统计

	样本数	最小值	最大值	平均值	标准差	中值
LEV	3384	0.011	12.485	0.482	0.527	0.412
BANK	3384	0	1	0.450	0.218	0.481
PS	3384	0	1	0.240	0.173	0.210
OTHER	3384	0	1	0.232	0.153	0.226
MARKET	3384	0	8.201	5.283	2.749	5.018
SIZE	3384	15.312	23.137	20.018	0.943	19.944
CR ₁	3384	1.270	80.019	42.125	15.412	42.581
LOSS	3384	0	1	0.140	0.378	0
YEAR	3384	0	1	0.320	0.480	1
GOV	3384	0	1	0.580	0.360	1

(二)回归结果分析

表 3 是对全体样本公司的多元回归分析结果。其中,模型 1 至模型 3 是在检验模型中分别纳入银行型债务比例、上下游型债务比例、其他型债务比例这 3 个变量时的结果。首先,模型 1 至模型 3 中,LEV 都在 1%水平与 QUAL 显著负相关,假设 1 得到支持。其次,在债务结构的问题上,模型 1 中 BANK 与 QUAL 正相关,但是不显著,假设 2 得到支持;模型 2 中 PS 与 QUAL 在 5%水平显著正相关,假设 3 得到支持;模型 3 中 OTHER 与 QUAL 也在 5%水平显著负相关,假设 4 得到支持。

此外,我们也可以发现,在控制变量中,MARKET 的符号与预期一致,都在 10%水平显著负相关;SIZE 的符号与预期一致,不过只在模型 1 中显著;CR₁ 和 LOSS 的符号与我们预期一致,且 3 个模型中都显著;GOV、YEAR 的符号都为正,且 3 个模型中都很显著;GOV 显著为正表明政府控制的上市公司会计信息质量越高,其原因可能是政府控制的上市公司更重视声誉,因此侵害外部投资者的可

能性相对要更小;YEAR 显著为正,其原因可能是近年来监管部门对会计信息质量越来越关注,有关措施也更加严厉,从而提高了违规成本,降低了上市公司进行会计操纵的激励。

表 3 回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3
LEV	-2.913*** (10.897)	-2.815*** (7.514)	-2.910*** (11.409)
BANK	0.078 (0.059)		
PS		1.136** (2.357)	
OTHER			-0.720** (2.103)
MARKET	-0.048* (1.728)	-0.050* (1.873)	-0.098* (1.891)
SIZE	0.126* (1.825)	0.160 (1.248)	0.176 (1.236)
CR ₁	0.021** (2.257)	0.050** (2.186)	0.031** (2.043)
LOSS	-1.952*** (10.087)	-1.740*** (10.489)	-1.648*** (11.267)
GOV	0.521** (2.080)	0.492** (2.492)	0.628** (2.011)
YEAR	0.517*** (7.204)	0.488** (2.391)	0.425*** (6.942)
Constant	0.490 (0.044)	0.672 (0.009)	-0.367 (0.087)
N	3384	3384	3384
Adj R ²	0.249	0.225	0.213
F-Value	105.566***	118.072***	120.441**

注:括号内数字为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

五 结 论

债务融资是资本结构研究中的重要内容,本文从中国上市公司所处的具体金融环境出发,以 2013 年至 2015 年的上市公司为样本,考察了债务融资和会计信息质量之间的关系。我们发现,总体上,债务融资对于会计信息质量起到了负面影响,负债比例越高,会计信息质量越低。但债务结构中不同组成部分对于会计信息质量的影响也不同。具体来说,上下游型债务比例越大,会计信息质量越高;其他型债务比例越大,会计信息质量越低;而银行型债务比例的作用则不明显。金融市场化则对会计信息质量起到了意想不到的反作用,金融市场化程度高的地区其会计信息质量越低。

本文的贡献在于,提供了债务结构对公司治理

产生影响的经验证据。因此,本文是对资本结构研究文献的拓展,从不同的角度进一步验证了资本结构影响公司治理这一观点。鉴于当前因股票市场连年下挫而导致股票融资出现障碍,理论界对债券融资呼声甚高这一现象,本文的研究提出了一个值得考虑的问题:如果债券持有人的利益不能受到完善保护的话,那么发展债券融资是否会和股票融资一样最后导致边缘化的危机?由于发行债券的上市公司不多,所以本文并没有进行这方面的实证研究,但从本文的研究结论来看,代表债务分散持有的其他型债务比例与会计信息质量显著负相关,这就印证了债务分散对于公司治理不能起到良好作用的观点。为此,我们认为投资者保护是决定外部融资的关键,对于股东和债权人都是如此,债权人权利保护促进了借款行为的发展,而股东权利保护则促进了股票市场的发展。股票和债券只不过是融资形式上的差异,背后都体现了投资者保护这一核心理念。在投资者保护不足的大陆法系国家,股票市场和债券市场都不发达;而在对投资者保护较好的英美法系国家,则不仅具有规模巨大的股票市场,也具有同样强大的债券市场^[15]。对于研究者来说,需要把目光转移到影响公司治理的根本因素上来,加强对中国上市公司所处环境的分析,而不能简单照搬国外结论。

[参考文献]

- [1] 张维迎. 产权、激励与公司治理[M]. 北京: 经济科学出版社, 2005: 136-137.
- [2] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者保护[J]. 经济研究, 2001(11): 3-11.
- [3] 王加灿, 许慧. 上市公司制度环境、公司治理与会计信息风险探析[J]. 现代财经, 2011(12): 75-84.
- [4] 邓建平. 银行关联、会计信息与债务融资——基于我国民营企业的实证研究[J]. 会计与经济研究, 2014(1): 3-14.
- [5] Mark S Beasley. An Empirical Analysis of the Relation between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud [J]. Accounting Review, 1996, 71(4): 443-460.
- [6] Inchausti B. The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms [J]. European Accounting Review, 1997(6): 45-68.
- [7] 蓝辉旋, 文旭倩, 贾阳. 控制性股权结构对债务融资的影响研究[J]. 经济体制改革, 2012(3): 139-143.
- [8] 李刚, 陈利军, 刘国栋. 会计信息可比性与债务融资——基于中国上市公司的实证分析[J]. 中国注册会计师, 2015(3): 68-74.
- [9] 张涛, 白亚会. 中小企业信息披露质量对债务融资约束影响的研究[J]. 山东财经大学学报, 2016(1): 109-117.
- [10] 王治, 赵友明, 张多蕾. 政治关联、会计信息质量与债务融资规模[J]. 渤海大学学报: 哲学社会科学版, 2017(1): 63-68.
- [11] La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W Vishny. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [12] 于东智. 资本结构、债权治理与公司绩效[J]. 中国工业经济, 2003(1): 87-94.
- [13] Faulkender M, Petersen M. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? [J]. The Review of Financial Studies, 2006, 19(1): 45-79.
- [14] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数—各地区市场化相对进程 2011 年度报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2011: 28-29.
- [15] 江伟. 法制环境、金融发展与企业长期债务融资[J]. 证券市场导报, 2010(3): 50-57.

Research on the Impact of Corporate Debt Financing on Accounting Information Quality

——Based on the empirical evidence from Chinese A-share listed companies

LI Man-ni

(University of South China, Hengyang 421001, China)

Abstract: This paper takes the China A-share listed companies from 2013 to 2015 as a sample, examines the relationship between debt financing and the quality of accounting information. The results show that the higher the proportion of liabilities, the lower the quality of accounting information. However, the different components of the debt structure have different effects on the quality of accounting information. The higher the proportion of the upstream and downstream types of debt, the higher the quality of accounting information; the higher the proportion of other types of debt, the lower the quality of accounting information; While the impact of bank debt ratio is not obvious.

Key words: debt financing; debt structure; accounting information quality