

会计信息质量对资本配置效率影响实证研究评述*

厦门大学管理学院会计系 任春艳

【摘要】在企业整个投资过程中,会计信息和信息披露是维持正常投资秩序的基础。会计信息在避免投资的逆向选择和代理冲突等方面发挥了重要作用。文章系统回顾了国内外有关会计信息质量对公司资本配置效率影响的实证研究文献,并在此基础上,对该领域的未来发展方向进行了展望。

【关键词】会计信息质量; 资本配置效率; 投资不足; 投资过度

所谓资本配置效率,是指资本从低收益领域流向高收益领域的程度。在完美的资本市场上,较高的收益率是引导资本流动的唯一因素。正是资本的这种逐利天性,引导着经济资源的最优配置,促进企业价值的提高乃至整个宏观经济的增长。然而,越来越多的研究发现,资本市场并不完美,市场摩擦在很大程度上阻碍了资本的正常流动,导致企业偏离最优投资水平而出现投资不足或投资过度的风险,从而影响到资本的配置效率。如何识别和排除市场摩擦的干扰,实现资本市场和实体经济内投资资本的优化配置,是资本市场理论和公司财务理论的重要课题。自20世纪50年代开始,国内外学者从公司治理特征、负债融资、预算软约束等方面做了大量的研究,为提高公司资本配置效率,防止过度投资和投资不足问题提出了诸多建议。

在企业整个投资过程中,会计信息和信息披露是维持正常投资秩序的基础。会计信息在避免投资的逆向选择和代理冲突等方面发挥了重要作用。无论是最初的投资项目的选择过程还是项目中间的适时监督和风险控制以及最终的投资绩效评价都离不开真实、公允的会计信息。本文系统回顾了国内外有关会计信息质量对公司资本配置效率影响的实证研究成果,并在此基础上探讨该领域的未来发展方向。

一、国外文献综述

Modigliani 和 Miller(1958)在《资本成本、企业理财和投资理论》一文中提出了著名的MM理论,对公司投资决策问题做出了开创性研究。该理论认为,在完美市场的前提假设下,由最大化股东权益所驱动的投资决策与流动性、杠杆比例以及股利支付水平等财务因素均无关联。基于这一新古典投资理论基础,自20世纪60年代开始,经典的投资理论着重研究公司的最优投资资本存量,认为在完美的资本市场上,代表成长机会的托宾q或边际托宾q值是企业投资政策的唯一驱动因素(如Yoshikawa,1980; Hayashi,1982)。当投资资本的边际成本等于边际收益时,企业投资达到最优水平。然而,越来越多的研究发现,资本市场并不完美,企业可能偏离最优投资水平而出现投资不足或投资过度的风险,从而影响到资本的配置效率。

影响资本配置效率的关键因素在于融资成本与项目选择(Verdi,2006)。首先,公司要为投资进行融资,存在内部融资约束的公司由于较高的外部融资成本而不得不放弃净现值为正的投资项目,导致投资不足。公司和外部资本提供者之间的信息不对称(通常称为逆向选择问题)是公司外部融资成本上升的原因。在提供资金之前,由于外部资本提供者缺乏投资项目的充分信息,难以对投资项目的预期收益进行合理评估,面临逆向选择的风险,因

此他们会要求增加资本成本,这就使得公司的外部融资成本高昂(如Jaffee和Russell,1976),而高昂的外部融资成本使得存在内部融资约束的企业出现投资不足的问题。另一个影响投资效率的因素是项目选择,错误的项目选择导致了公司的投资过度。在提供资金之后,外部投资者与内部管理者之间形成委托代理关系,管理者和股东之间的信息不对称(通常称为代理冲突)是影响项目选择的重要因素。管理者为了最大化他们的个人效用,存在大规模投资扩张的倾向(Jensen,1986)。因此,内部资金充足的企业可能会选择净现值为负的投资项目,从而造成投资过度的问题。

国外的研究表明会计信息质量的提高可以减轻导致逆向选择和代理冲突的信息不对称,从而提高投资效率(如Leuz和Verrecchia,2000; Bushman和Smith,2001; Verdi,2006; Biddle,Hilary和Verdi,2009)。首先,会计信息作为一种减少企业与其外部投资者之间信息不对称的制度安排,可以有效发挥其信号传递功能,并以此影响企业的资本成本。因此,会计信息可以通过降低企业和投资者以及投资者之间的信息不对称来降低由于逆向选择造成的外部融资成本,从而缓解投资不足的问题。其次,会计信息通常被用来设计管理者的薪酬契约,发挥着投资者监督管理者的重要功能。因此,会计信息可以通过降低投资者和企业

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“监管制度变迁与股权融资过程中的真实活动盈余管理行为研究”(批准号:71172054)。

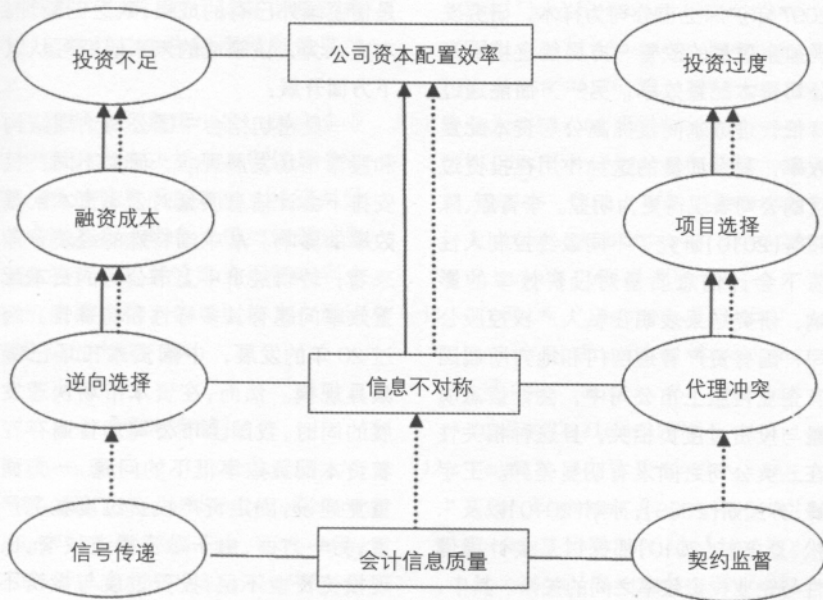


图1 会计信息质量对公司资本配置效率影响

管理层之间的信息不对称来缓解代理冲突，从而减少由于错误的项目选择造成的投资过度的问题。会计信息质量对公司资本配置效率的影响可以用图1表示。

图1的实线以信息不对称为中心，分析了公司资本配置效率与融资成本和项目选择之间的关系，即“逆向选择——影响融资成本——导致投资不足”和“代理冲突——影响项目选择——导致投资过度”。

图1的虚线以信息不对称为中心，分析了会计信息质量对公司资本配置效率的作用机理，即“信号传递——解决逆向选择问题——解决投资不足问题”和“契约监督——解决代理冲突问题——解决投资过度问题”。

Durnev等(2004)以美国上市公司行业数据为样本，运用边际托宾q比率度量公司资本配置效率，结果发现从行业的角度看股价里包含的上市公司特质信息与公司资本配置效率显著正相关。Sun(2005)对23个国家资本配置效率与财务报告质量之间的关系进行了检验，研究结果表明，高质量的财务报告有利于提高资本配置效率，对于权益融资企业更是如此。Verdi(2006)对1980年至2003年美国上市公司财务报告质量与投资效率之间的关系进行了检验，研究结果表明财务报告质量与企业投资不足或投资过

度都显著负相关，而且在面临融资约束的企业，财务报告质量与投资不足相关性更强，在现金流充足的企业，财务报告质量与投资过度相关性更强。Biddle和Hilary(2006)利用Bhattacharya等(2003)研究的34个国家为样本，以盈余激进度、损失规避度、收益平滑度和及时性组成一个度量会计信息质量的综合指数，研究结果发现会计信息质量降低了公司的投资—现金流敏感度，并且这种作用在以权益融资为主的国家更为明显。Biddle、Hilary和Verdi(2009)则对财务报告质量如何影响投资效率进行了检验，结果发现对于存在投资过度(投资不足)倾向的企业，财务报告质量与企业新增投资负(正)相关，即财务报告质量的提高能够缓解公司投资过度(投资不足)的问题。Chen等(2011)检验了世界范围内新兴资本市场上非上市公司的财务报告质量对投资效率的影响，结果发现财务报告质量的提高能够缓解企业投资过度或投资不足。进一步的研究表明，对于以银行借款为投资资金主要来源的企业，财务报告质量与企业投资效率之间的关系更为显著；对于税负更重的企业，财务报告质量与企业投资效率之间的关系更不显著。

近来开始有研究者探讨盈余管理对企业资本配置效率的影响。McNi-

chols和Stubben(2008)以1978—2002年由于不当会计处理而被SEC调查、由于不当会计处理被投资者起诉以及财务报表重述这三类存在盈余操纵行为的公司为样本，研究发现这些公司在盈余操纵期间存在过度投资，而在盈余操纵被发现后，过度投资行为消失。因此，他们得出结论，盈余管理不仅影响外部利益相关者，同样可以影响企业的投资决策。Kedia和Philippon(2009)以高估盈余而被SEC要求重编以前年度报表的公司为样本，检验发现在误报期间样本公司过度投资和过多雇用员工，而在误报被发现后，则大幅度削减投资和雇员。他们认为这些公司之前过度投资和雇工是为了粉饰自己，避免被发现。

二、国内文献综述

相对于国外的相关研究，国内学者关于会计信息质量对公司资本配置效率影响的研究起步较晚，研究成果也相对较少。但是国内研究中关于会计信息质量与公司权益资本成本的研究可以看作是会计信息质量对公司资本配置效率的间接检验，因此也一并予以回顾。汪炜、蒋高峰(2004)以2002年前在上海证交所上市的516家公司为样本，检验了上市公司权益资本成本与其自愿披露水平的关系。在控制了公司规模和财务风险变量后，研究结果表明上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的权益资本成本。曾颖和陆正飞(2006)以2002—2003年深市上市公司为样本，控制贝塔系数等因素后发现信息披露质量较高的样本公司边际权益融资成本较低，且盈余平滑度和披露总体质量是影响样本公司权益融资成本的主要信息披露质量特征。黄娟娟、肖珉(2006)以1993—2001年在我国证券市场上进行股权再融资的上市公司为样本，考察了上市公司信息披露质量与公司权益资本成本之间的关系。在控制了其他一些影响因素后，该研究发现上市公司信息披露质量与权益资本成本呈显著负相关；同时，该研究还发现，公司权益资本成本不仅受到前一年的信息披露质量影响，还受到前

四年的信息披露质量影响,因此,为了降低公司的权益资本成本,公司需要持之以恒地致力于保持较高的信息披露水平。于李胜和王艳艳(2007)研究了应计质量与权益资本成本之间的关系,研究结果表明整体应计质量与权益成本负相关,提高应计质量可以降低权益资本成本。以上研究结果都表明会计信息质量的改善能够降低公司资本成本,公司资本成本的降低可以缓解逆向选择问题,进而有助于提高公司的资本配置效率。

近年来国内学者开始直接检验会计信息质量与公司资本配置效率之间的关系。张琦(2008)以2002—2004年沪深上市公司为研究样本,考察了盈余质量与企业投资—现金流敏感度之间的关系。研究发现,随着盈余质量的提高,内部现金流与企业投资之间的关系变弱,高质量的会计信息降低了企业的投资—现金流敏感度(投资—现金流敏感度可以作为非效率投资的一个代理变量)。游家兴(2008)以我国2001—2005年上市公司为样本,以股价同步性作为市场信息效率的衡量指标,考察了市场信息效率与资源配置效率之间的因果承接关系。研究发现,随着市场信息效率的提高,资本更快地实现从低效率领域向高效益领域的转移,资本配置效率得以有效提高。周中胜、陈汉文(2008)通过构建证券市场资源配置效率模型,探讨了会计信息透明度对证券市场资源配置效率的影响。研究发现,会计信息透明度越高的行业,证券市场资源配置效率越好;此外,会计信息透明度与产权、产品市场竞争等其他公司治理变量对资源配置效率的影响存在互补效应。李青原(2009)以2004—2006年沪深上市公司为研究样本,实证检验了会计信息质量与上市公司投资不足和投资过度负相关,其中应计质量和盈余平滑性与上市公司投资不足和投资过度间的负相关性最为显著。周春梅(2009)的研究表明,盈余质量与资本配置效率显著正相关,与代理成本显著负相关;改善盈余质量能够通过降低代理成本促进上市公司资本配置效率的提高。张林(2010)以2004—

2007年沪深上市公司为样本,研究发现盈余质量的改善一方面能直接提高公司资本配置效率,另一方面能通过降低代理成本间接提高公司资本配置效率,盈余质量的这种作用在投资过度的公司表现得更为明显。李青原、陈超等(2010)研究了不同最终控制人性质下会计信息质量对投资效率的影响,研究结果表明在私人产权控股公司、国有资产管理部门和地方所属国有企业控股上市公司中,会计信息质量与投资过度负相关,且这种相关性在三类公司之间没有明显差异。王宇峰、苏透妍(2008)、孙刚(2010)以及朱松、夏冬林(2010)都探讨了会计稳健性与企业投资效率之间的关系。其中,王宇峰、苏透妍(2008)和孙刚(2010)的检验结果都表明会计稳健性越好的企业,其投资效率越高;但是朱松、夏冬林(2010)的研究却表明,稳健的会计政策对于过度投资的抑制作用不明显,反而在一定程度上造成投资不足,而且,在更为稳健的会计政策下,资本投资和无效投资对下降的投资机会更为敏感。任春艳、赵景文(2011)实证研究了中国现实制度背景下会计信息质量影响公司投资效率的具体路径问题。研究发现,对于投资不足的上市公司,会计信息质量与公司未来新增投资支出正相关;对于投资过度的上市公司,会计信息质量与公司未来新增投资支出负相关。因此,会计信息质量的提高有利于缓解公司投资不足或抑制公司投资过度。

三、研究展望

自Modigliani和Miller(1958)提出“在完美市场条件下,投资决策与财务因素无关”后,学者们逐步放松“MM定理”,围绕着会计信息质量对公司资本配置效率的影响展开了一系列的研究,涌现出了大量高质量的研究成果。综合国内外相关研究文献,国外关于会计信息质量影响企业资本配置效率的实证研究起步早,成果丰富,研究内容也比较深入;而国内的相关研究则刚刚起步,现有研究着眼于检验会计信息质量与公司资本配置效率之间的相关性,在研究内容和方法上也主要

是借鉴国外已有的成果,缺乏创新性。本文认为,该领域的未来研究可从以下方面开展:

一是密切结合中国公司治理结构和股票市场发展现状,研究不同产权安排下会计信息质量对公司资本配置效率的影响。从中国特殊的经济背景来看,转轨经济中上市公司的资本配置效率问题有其多样性和特殊性。经过20年的发展,中国资本市场已经颇具规模。然而,在资本市场快速发展的同时,我国上市公司却普遍存在着资本配置效率低下的问题。一方面重复建设,固定资产投资过度状况严重;另一方面,由于融资渠道狭窄,出现投资资金不足,投资过度与投资不足的情况同时存在。相对而言,国有公司具有较强的融资优势和较高的代理冲突问题,在投资行为上没有摆脱国有企业利用国有银行资金进行投资扩张行为的影响,而所有者的实质性缺位也使得国有企业更有可能出现投资过度的风险;而民营经济的发展主要依赖于内源性融资,政治、风险、商业银行的贷款政策等因素导致民营企业外部融资的缺乏,往往无法按照企业意愿扩大投资规模,实施投资计划,更有可能面临投资不足的问题。因此,研究在中国现实的制度背景下会计信息质量对公司资本配置效率的作用机制,对提高公司资本配置效率,促进未来经济的持续健康发展具有十分重要的意义。

二是从评价新会计准则实施效果及其产生的真实经济效应角度来考察会计信息质量对公司资本配置效率的影响。自资本市场建立以来,我国政府不断地致力于建立和完善高质量的会计准则体系,特别是2006年2月我国颁布了新会计准则体系,并从2007年1月1日率先在上市公司开始实施。至今,新会计准则的实施时间已逾5年,那么新会计准则实施后能否达到预期目标——“规范企业会计确认、计量和报告行为,保证会计信息质量”?这是监管者和市场参与各方都迫切关注的问题。因此,结合我国现阶段的会计改革,考察新旧准则体系下会计信息质量对公司资本

配置效率的影响,对于提高信息披露水平,完善财务报告制度具有重要的意义。

三是从企业角度出发,研究企业微观层面的投资决策中如何使用会计信息、会计信息质量对企业投资风险的影响以及会计信息质量如何通过影响企业的资本配置效率进而影响到企业的价值等问题,也可以作为今后该领域研究的内容。●

【参考文献】

- [1] Bhattacharya J., H. Daouk and M. Welker. The world price of earning opacity [J]. *The Accounting Review* 2003, 78(3) :641- 678.
- [2] Biddle G., G. Hilary. Accounting Quality and Firm-level Capital Investment [J]. *The Accounting Review* 2006, 81(5) :963- 982.
- [3] Biddle G., G. Hilary and R. S. Verdi. How Does Financial Reporting Quality relate to Investment Efficiency [J]. *Journal of Accounting and Economics* 2009, 48 :112- 131.
- [4] Bushman R., and A. Smith. Financial Accounting Information and Corporate Governance [J]. *Journal of Accounting Economics* 2001, 31 : 237- 333.
- [5] Chen et al. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets [J]. *The Accounting Review* 2011, 4 :1255- 1288.
- [6] Durnev A., R. Morck and B. Yeung. Value-enhancing capital budgeting and firm specific stock return variation [J]. *Journal of Finance* 2004, 59(1) :65- 105.
- [7] Hayashi F.. Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation [J]. *Econometrica*, 1982, 50 :213- 224.
- [8] Jaffee D. and T. Russell. Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1976, 90 :651- 666.
- [9] Jensen M.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986, 76 :323- 329.
- [10] Jensen M. and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 :305- 360.
- [11] Kedia S., P. Philippon. The Economics of Fraudulent Accounting [J]. *The Review of Financial Studies* 22 :2169- 2199.
- [12] Leuz C., and R. Verrecchia 2000, "The Economic Consequences of Increased disclosure" [J]. *Journal of Accounting Research* 2009, 38 : 91- 124.
- [13] McNichols M.F., S.R. Stubben. Does Earnings Management Affect Firm's Investment Decisions? [J]. *The Accounting Review*, 2008, 83 :1571- 1603.
- [14] Modigliani F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J]. *American Economic Review*, 1958, 48 :261- 297.
- [15] Myers S. Determinants of Corporate Borrowing [J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5 :147- 175.
- [16] Sun J.L.. Financial Reporting Quality, Capital Allocation Efficiency and Financing Structure: an International Study [D]. Phd Dissertation, University of Colorado, 2005.
- [17] Verdi R.S.. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency [D]. Phd Dissertation, University of Pennsylvania, 2006.
- [18] Yoshikawa H.. On the "q" Theory of Investment [J]. *American Economic Review*, 1980, 4 :739- 743.
- [19] 黄娟娟, 肖珉. 信息披露, 收益不透明度与权益资本成本 [J]. *中国会计评论* 2006(1) :69- 84.
- [20] 李青原. 会计信息质量与公司资本配置效率——来自我国上市公司的经验证据 [J]. *南开管理评论* 2009(2) :115- 124.
- [21] 李青原, 陈超, 等. 最终控制人性、会计信息质量与公司投资效率——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *经济评论* 2010(2) : 81- 93.
- [22] 任春艳, 赵景文. 会计信息质量对企业投资效率影响的路径——来自中国上市公司经验证据的研究 [J]. *经济管理* 2011(7) :106- 111.
- [23] 孙刚. 控股权性质、会计稳健性与不对称投资效率——基于我国上市公司的再检验 [J]. *山西财经大学学报* 2010(5) :74- 84.
- [24] 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.
- [25] 王宇峰, 苏彦妍. 会计稳健性与投资效率——来自中国证券市场的经验证据 [J]. *财经理论与实践* 2008(155) :60- 65.
- [26] 吴红军, 吴世农. 股权制衡、大股东掏空与企业价值 [J]. *经济管理* 2009(3) :44- 52.
- [27] 游家兴. 市场信息效率的提高会改善资源配置效率吗——基于R2的研究视角 [J]. *数量经济技术经济研究* 2008(2) :110- 122.
- [28] 于李胜, 王艳艳. 信息风险与市场定价 [J]. *管理世界* 2007(2) :76- 85.
- [29] 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- 79.
- [30] 张琦. 盈余质量与企业投资现金流敏感度分析 [J]. *证券市场导报* 2008(10) :35- 42.
- [31] 张林. 会计盈余功用理论的拓展研究——以盈余质量与资本配置效率为视角 [J]. *审计与经济研究* 2010(1) :47- 56.
- [32] 周春梅. 盈余质量对资本配置效率的影响及作用机制 [J]. *南开管理评论* 2009(5) :109- 116.
- [33] 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- 62.
- [34] 朱松, 夏冬林. 稳健会计政策、投资机会与企业投资效率 [J]. *财经研究* 2010(6) :69- 79.