

称,2010年热钱流入量将超过1000亿。基于对人民币持续升值的预期,在全球经济还处在经济危机余波中的情况下,热钱大量进入中国,投资于国内货币市场、股票市场、房地产市场以及大宗商品市场。从而催生出这些市场价格的泡沫。而随着经济泡沫的增加,人们对我国提高利率、抑制流动性的预期也在逐渐升高,从而又进一步刺激国外热钱的流入,对国内市场产生进一步的影响。由此形成的恶性循环。既给人民币升值带来压力,同时也影响国内黄金和石油的价格,造成国内黄金和石油价格的上升。

(二) 黄金和石油价格对人民币汇率的影响。

从上面的分析可以看出,黄金对于汇率的影响主要体现在其货币和金融属性。我国黄金储备较少,而且黄金进口主要用于商品的生产,所以黄金价格的波动对我国汇率价格不会产生太大的影响。相反,黄金国内价格主要受到人民币汇率的影响。但是石油与黄金不同,主要用于生产和生活领域,我国对石油有很强的依赖性。目前我国已经是世界石油第二大进口国,随着中国经济的增长,对石油的需求量还在不断增加。国际能源机构预计,中国石油净进口需求在未来10年将按年均10%的速度增加,到2020年,中国石油消费量至少将达到4.5亿吨,届时中国石油对外依赖度将高达60%。可见,石油价格上涨对于人民币汇率将产生很大的影响。

从美国的经验可以看出,石油价格的上涨会直接影响国内物价水平,从而提高通货膨胀率。从而使人民币产生贬值的压力。而我国与美国不同的是我国处于经济高速增长阶段,经济增长速度远高于通货膨胀率,从而抵消部分由于石油价格上涨对汇率产生的影响。但是,这种影响趋势是不能逆转的,石油价格在一定程度上还是会影响人民币的汇率,或者使汇率降低,或者减少汇率升高的幅度。

作者单位:江西财经大学

(责任编辑 刘静武)

● 财经分析

金融发展水平、信息透明度 与资产替代

刘圣妮 翟华云

内容提要: 本文以我国上市公司2007年1月1日开始执行新的会计准则为契机,具体考察了在各地区政府干预和金融发展水平呈现地区性差异的情况下,信息透明度对股东资产替代行为的影响。研究结果表明,我国上市公司信息透明程度与股东资产替代行为呈显著的负相关关系;当上市公司为国有控股公司时,信息透明度减弱股东资产替代行为的作用降低;在金融发展水平比较低的地区,信息透明度对股东资产替代行为的影响有所减弱。

一、引言

披露高质量的信息一直以来是各国监管部门和学者共同关注的问题,也是公司财务报告披露的主要目标。提高信息透明度不仅能够减少信息不对称和缓解资本市场的逆向选择问题(Healy and Palepu, 2001),还可以增强公司治理,改善公司经营绩效(林有志、张雅芬,2007)。由于信息不对称、股东和债权人之间利益的不一致,公司负债融资会引起负债的代理成本问题,资产替代便是其中的问题之一,即股东具有投资于高收益、高风险项目的动机,特别是在企业负债比例较高时,这种动机就更强烈。我国关于资产替代问题有少量研究,大部分是从引起资产替代问题的因素着手研究的,比如江伟、沈艺峰(2005)的研究表明,我国上市公司也存在控股股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为。但是,关于如何解决资产替代问题,目前研究尚少。

要解决资产替代问题,除了提高信息透明度外,还要加强对债权人的法律保护。自从2007年1月1日我国上市公司开始执行新的会计准则,上市公司的信息披露制度也日益完善,信息披露水平有了显著提高,信息透明度的提高是否减少了资产替代问题?由于各地区的政府干预和金融环境的不同,各地区的政府干预和金融发

展水平呈现地区性差异,在政府干预较强和金融发展水平较低的地区,信息透明度减少资产替代问题的作用是否会减弱?基于以上问题,本文考察了在我国各地区政府干预水平和金融发展水平不同的情况下,信息透明度减少股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为。

二、制度背景和相关假设

公司透明度越高,越能让企业内部信息提供给外部利害关系人,不仅可减少两者间信息不对称问题,企业更可以减少代理冲突(林有志、张雅芬,2007),因此,当整个企业的信息披露越充足,越有助于投资人与债权人寻找最佳的投资机会,将资金流入生产力最高的企业,进而促成资源的最有效分配(Elliot and Jacobson, 1994)。Bushman和Smith(2004)提出了公司增加透明度可以影响投资者行为以及资本成本的两个渠道:一方面,公司透明度增加,减少了与外部投资者之间的信息不对称,降低了投资者对公司投资项目的估计风险,同时也可以加强对公司管理层的监督,降低因为管理层的道德风险而导致投资者利益被侵占的风险;另一方面,公司透明度增加,降低了投资者与知情交易者进行交易时所面临的风险,增强了市场流动性,减少了外部融资成本。另外,债权人的自我保

护主要通过事前针对企业不同的贷款风险进行区别定价和事后对上市公司大股东的行为进行积极的监督(江伟和沈艺峰,2005),债权人属于公司的外部人,由于信息不对称,债权人区别贷款风险和监督大股东的行为需要公司披露的信息,即公司的信息越透明,债权人区别贷款风险和监督大股东行为的能力就越强,那么大股东利用资产替代行为来侵害债权人利益的机会就会减少。从2007年1月1日开始执行新的会计准则后,我国上市公司的信息披露制度也日益完善,信息披露水平有了显著的提高。但是,根据深交所的信息披露考评显示:深市各上市公司的信息披露水平高低不同,因此,本文提出第一个假设:

假设1:我国上市公司的信息透明度与股东进行的资产替代行为之间存在显著为负的相关关系。

上市公司信息透明度的提高,有利于债权人区别贷款风险和监督大股东的行为。据统计显示,在1998~2008年期间,我国上市公司股权融资比例开始下降,而银行融资比例开始增加,最高达到97.05%。由于企业与政府之间保持着密切的关系,我国国有银行在对是否拥有“政治关系”的企业发放贷款时存在着差别贷款行为(Cull和Xu,2005);又由于我国目前的银行主要为国有银行,在国有上市公司和国有银行共同的国有产权性质下,国有银行更可能出于政治目的而非盈利目的来为国有上市公司提供债务融资(Brandt和Li,2003),而且当公司陷入财务困境时,政府更愿意为国有上市公司提供财政援助(Brandt和Li,2003)。因此,在向国有上市公司提供贷款时,我国银行利用信息透明

度在事前针对企业不同贷款风险进行区别定价的动机减弱,而事后也不可能对上市公司股东行为进行积极监督,从而使大股东利用资产替代行为侵害债权人利益的机会增加,基于以上分析,本文提出第二个假设:

假设2:国有上市公司会减弱信息透明度对股东资产替代行为的影响。

在我国目前这种债权人的法律保护以及自我保护都比较弱的情况下,大股东可能存在强烈的动机利用资产替代来侵害债权人的利益(江伟和沈艺峰,2005)。由于我国经济体制改革的过程中,各地区银行改革进程的不同导致了我国各地区金融发展水平的不同(Brandt和Li,2003),而在金融发展水平比较低的地区,商业银行收集公司有关生产和经营方面信息的能力比较弱,由此也导致商业银行对公司监督和控制能力的弱化(Levine,1997),因此,在金融发展水平比较低的地区,我国银行在事前不能有效利用信息透明度针对企业不同贷款风险进行区别定价,而在事后利用信息透明度对上市公司大股东的资产替代行为进行监督的能力下降。因此,本文提出第三个假设:

假设3:在金融发展水平比较低的地区,信息透明度对股东资产替代行为的影响有所减弱。

三、研究设计

(一)样本的选取。

本文的研究样本为2007~2008年在深圳证券交易所上市的公司,在剔除了金融类公司、财务数据异常的公司和数据不

完整的公司后,得到590个观测值,其中,2007年265家,2008年325家。样本公司的财务数据来自于国泰安数据服务中心的CSMAR数据库,上市公司的透明度以深交所上市公司信息披露考评来衡量,通过深交所的网站收集得到。计算金融发展水平指标的数据全部来自2007年~2008年的《中国统计年鉴》和《中国金融年鉴》。

(二)研究变量的定义。

本文主要研究信息透明度对股东资产替代行为的影响,以及金融发展水平和国有上市公司是否会影响信息透明度对股东资产替代行为的作用,解释变量主要为信息透明度、公司性质以及反映我国各地区金融发展水平的指标,被解释变量主要为用来衡量大股东资产替代行为的公司投资风险性;^①控制变量为公司规模、资产负债率、公司成长性以及行业。各变量的定义见表1。

(三)模型设计。

由于Bagnani et al.(1994)以及Esty(1997)发现负债比率与公司的投资风险性呈正相关关系,公司规模与公司的投资风险性呈负相关,江伟和沈艺峰(2005)发现公司的成长性与投资风险性正相关,因此,模型中加入公司规模、资产负债率和公司成长性为控制变量。根据假设1、假设2和假设3,构建模型如下:

$$SCFO(SSALE)=\alpha_0+\alpha_1SCORE+\alpha_2SCORE*NATURE+\alpha_3SCORE*DEP+\alpha_4SIZE+\alpha_5LEV+\alpha_6GROW+\alpha_7YEAR+\alpha_j\sum_{j=8}^{20}IND_t+\varepsilon$$

(四)描述性统计。

表 1 变量的定义

变 量	定 义
投资风险性 SCFO	公司当年年末经营性现金流量的变异系数
SSALE	公司当年年末营业收入的变异系数
信息透明度 SCORE	深交所的年度信息披露考评,考核结果为“优秀”、“良好”的为1,否则为0
企业性质 NATURE	如果公司的最终控制人为国有性质,取1,否则取0
地区金融发展水平指数 INDEP	各地区银行当年年末总贷款余额/各地区当年的GDP
地区金融发展水平 DEP	如果地区金融发展水平指数小于当年的中值,取1,否则取0
公司规模 SIZE	公司平均总资产的自然对数
资产负债率 LEV	公司的平均负债比率
公司成长性 GROWTH	公司主营业务收入的平均增长率
行业 INDUS	哑变量

表 2 描述性统计

变量	Obs.	Mean	Median	Max	Min	Std.
SCFO	590	0.4760	0.4553	0.9954	0.0095	0.2595
SSALE	590	0.2301	0.1915	0.9159	0.0109	0.1697
SCORE	590	0.7	1	1	0	0.4586
NATURE	590	0.1559	0	1	0	0.3630
DEP	590	0.5118	1	1	0	0.5002
SIZE	590	21.4821	21.4551	25.2173	18.1717	1.0844
LEV	590	0.4764	0.4940	0.9354	0.0460	0.1804
GROW	590	0.3685	0.1793	25.2098	-0.6739	1.5022

表 3 信息透明度与投资风险的单变量检验

		较透明公司	较不透明公司	T 值	Kruskal-Wallis
经营现金流量变异系数 (SCFO)	MEAN	0.3813	0.5002	2.105**	3.936**
	MEDIAN	0.4193	0.5004		
营业收入变异系数 (SSALE)	MEAN	0.2333	0.3428	2.238**	3.883**
	MEDIAN	0.1927	0.2756		

注:** 表示在 5%的重要性水平上显著。

表 2 是样本观测值的描述性统计,从中可以看出,我国上市公司的年度信息披露考评结果较好,大部分在良好以上,国有股的持股比例在减少,均值为 0.1559,平均负债比率较低,只有 47.64%。

(五)单变量检验。

表 3 是信息透明度与投资风险的单变量检验,从结果来看,信息透明度高的公司的投资风险在均值与中值上都比信息透明度低的公司小,并且在 5%的重要性水平上显著,这在一定程度上说明,随着公司信息透明度的提高,大股东利用资产替代行为来侵害债权人利益的机会减少。

四、实证结果及分析

表 4 列出了对假设 1、假设 2 和假设 3 的检验结果,从表 4 第 1 栏和第 2 栏的回归结果看,无论是否引入公司规模、资产负债率、公司成长性、年度和行业控制变量,公司的信息透明程度都与投资的风险性呈显著的负相关关系,表明公司的信息越透明,债权人区别贷款风险和监督大股东行为的能力就越强,那么大股东利用资产替

代行为来侵害债权人利益的机会就会减少,结合表 3 的结论,假设 1 得到证实。从表 4 第 3 栏的回归结果看, α_2 的估计值在 5%的重要性水平上为 0.065,表明当上市公司为国有控股公司时,信息透明度减弱股东资产替代行为的作用降低,即在向国有上市公司提供贷款时,我国银行利用信息透明度在事前针对企业不同贷款风险进行区别定价的动机减弱,而事后也不可能对上市公司股东行为进行积极监督,从而使大股东利用资产替代行为来侵害债权人利益的机会增加,假设 2 得到证实。表 4 第 4 栏的结果表明, α_3 的估计值为 0.061,且在 5%的重要性水平上显著,即在金融发展水平比较低的地区,信息透明度对股东资产替代行为的影响有所减弱,原因在于在金融发展水平比较低的地区,我国银行在事前不能有效利用信息透明度针对企业不同贷款风险进行区别定价,而在事后利用信息透明度对上市公司大股东的资产替代行为进行监督的能力下降。

表 4 的第 5、6、7、8 栏是用营业收入的变异系数代替现金流量的变异系数对模型的回归结果。从第 5 栏和第 6 栏可以看出,

无论是否引入公司规模、资产负债率、公司成长性、年度和行业控制变量,公司的信息透明程度都与投资的风险性呈显著的负相关关系, α_2 和 α_3 的估计值 (分别为 0.038 和 0.014) 仍然显著为正,从而再次证实了本文提出的假设 1、假设 2 和假设 3。企业借助财务报告与信息披露不仅可以降低管理当局与外部投资者间之信息不对称与代理冲突(Healy 和 Palepu, 2001),还可以通过提高信息透明度增强公司治理,改善公司经营绩效,因此,本文的研究结论与林有志和张雅芬(2007)发现台湾信息透明度较高的公司会计绩效及市场绩效的表现均优于信息透明度较低的公司的研究结论一致。

从控制变量来看,公司规模与投资风险性显著负相关,资产负债率与投资风险性显著负相关,这与 Bagnani et al.(1994) 和 Esty (1997)的结论一致。

由于是以深市 2007~2008 年上市公司作为样本,广东省上市公司较多,为求结果稳健性,以删除广东省上市公司后的样本再对模型进行回归,回归结果见表 5。从表 5 可以看出,删除广东省上市公司后,信息透明度的回归系数显著为负,重要性增强; α_2 和 α_3 的估计值显著为正,重要性增强,从而再次证实了假设 1、假设 2 和假设 3。另外,公司成长性和投资风险性之间显著为正,说明公司投资机会的增加会增强股东资产替代的激励,与江伟和沈艺峰(2005)的结论一致。

五、结论与建议

Jensen 和 Meckling(1976)指出,由于信息不对称、股东和债权人之间利益的不一致,公司负债融资会引起负债的代理成本问题,资产替代便是其中的问题之一。江伟和沈艺峰(2005)的研究表明,我国上市公司也存在控股股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为。提高信息透明度不仅能够减少信息不对称和缓解资本市场的逆向选择问题 (Healy and Palepu, 2001),还可以增强公司治理,改善公司经营绩效(林有志、张雅芬,2007)。由于各地区的政府干预和金融环境的不同,各地区的政府

表 4 回归结果

变量	SCFO				SSALE			
	1	2	3	4	5	6	7	8
常量	0.510*** (26.231)	1.196*** (5.637)	1.268*** (5.901)	1.183*** (5.582)	0.223*** (17.461)	0.118* (1.938)	0.161* (1.968)	0.114* (1.913)
SCORE	-0.048** (-2.105)	-0.041** (-1.929)	-0.051** (-2.135)	-0.098** (-2.365)	-0.031** (-2.231)	-0.091** (-2.161)	-0.026** (-2.257)	-0.040* (-1.924)
SCORE* NATURE			0.065** (2.041)				0.038* (1.978)	
SCORE* DEP				0.061** (2.183)				0.014* (1.973)
SIZE		-0.036*** (-3.524)	-0.039*** (-3.814)	-0.035*** (-3.483)		-0.021*** (-3.355)	-0.042*** (-2.908)	-0.023*** (-3.371)
LEV		0.229*** (3.699)	0.237*** (3.834)	0.233*** (3.787)		0.091** (2.461)	0.095** (2.599)	0.091** (2.490)
GROW		0.011 (1.497)	0.011 (1.544)	0.011 (1.563)		0.052*** (12.478)	0.052*** (12.551)	0.052*** (12.487)
YEAR	非控制	控制	控制	控制	非控制	控制	控制	控制
行业	非控制	控制	控制	控制	非控制	控制	控制	控制
F 值	4.432	6.658	6.202	6.038		33.546	28.747	27.995
调整的 R ²	0.016	0.046	0.051	0.048		0.216	0.220	0.215
N	590	590	590	590	590	590	590	590

注: *、**、*** 分别表示在 1%、5%和 10%的重要性水平上显著。

表 5 删除广东地区后样本回归结果

变量	SCFO				SSALE			
	1	2	3	4	5	6	7	8
常量	0.523*** (23.543)	1.105*** (4.601)	1.249*** (5.134)	1.086*** (4.527)	0.216*** (15.244)	0.157** (2.937)	0.172** (2.267)	0.223*** (2.946)
SCORE	-0.059** (-2.247)	-0.047*** (-2.759)	-0.064** (-2.383)	-0.105*** (-2.424)	-0.024** (-2.424)	-0.022** (-2.362)	-0.031*** (-2.857)	-0.030*** (-2.823)
SCORE* NATURE			0.106*** (2.914)				0.026*** (2.978)	
SCORE* DEP				0.062** (2.201)				0.026*** (2.673)
SIZE		-0.039*** (-2.709)	-0.039*** (-3.254)	-0.031*** (-2.654)		-0.023** (-2.355)	-0.033*** (-2.808)	-0.033*** (-2.774)
LEV		0.212*** (3.037)	0.219*** (3.173)	0.219*** (3.139)		0.081*** (3.162)	0.086*** (3.599)	0.091** (2.591)
GROW		0.013* (1.841)	0.014* (1.904)	0.014* (1.913)		0.052*** (11.486)	0.047*** (11.548)	0.047*** (11.496)
YEAR	非控制	控制	控制	控制	非控制	控制	控制	控制
行业	非控制	控制	控制	控制	非控制	控制	控制	控制
F 值	5.051	5.002	5.651	4.668	5.028	28.909	24.822	24.133
调整的 R ²	0.011	0.041	0.056	0.045	0.022	0.228	0.232	0.227
N	473	473	473	473	473	473	473	473

注: *、**、*** 分别表示在 1%、5%和 10%的重要性水平上显著。

干预和金融发展水平呈现地区性差异,而这些状况会影响债权人利用信息区别贷款风险和监督大股东的行为。基于以上研究背景,本文以我国上市公司 2007 年 1 月 1 日开始执行新的会计准则为契机,具体考察了在各地区政府干预和金融发展水平呈现地区性差异的情况下,信息透明度对股东资产替代行为的影响,研究结果表明:(1)我国上市公司信息透明程度与股东资产替代行为呈显著的负相关关系。(2)当上市公司为国有控股公司时,信息透明度减弱股东资产替代行为的作用降低。(3)在金融发展水平比较低的地区,信息透明度对股东资产替代行为的影响有所减弱。

以上研究表明,加强对债权人保护,提高信息透明度是切实可行的,我国上市公司自 2007 年执行新会计准则以来,信息透明度有了显著提高,但是,根据证监会 2007 年和 2008 年对深市上市公司信息披露考评情况看,仍然有 30%的公司信息披露在合格以下。除了加强证监会对信息披露的监管以外,更多的是使上市公司自身提高披露信息的质量。另外,在加强对债权人保护方面还需要减少政府干预和提高各地区的金融发展水平,除了继续深化我国国有商业银行的公司化改造外,可以将银行引入到公司的内部治理中,发挥各银行对上市公司的监督功能。

参考文献

[1]龚凯颂,朱诗敏.上市公司财务困境与资产替代行为研究[J].会计之友,2008 年第 24 期.
[2]江伟,沈艺峰.大股东控制、资产替代与债权人保护[J],财经研究,2005 年第 12 期.
[3]童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005 年第 5 期.

作者单位:武汉大学经济与管理学院
中南民族大学管理学院
(责任编辑 纪燕渠)

①本文对公司投资风险性的度量,借鉴了 Bradley etal.(1984) 以及 Parrino 和 Weisbach (1999)的研究方法。