

文章编号: 2095-0365(2010)04-0021-06

# 行业竞争程度、会计信息透明度与融资行为

徐辉, 刘明亮

(石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832003)

**摘要:**以2005年至2006年深沪两市A股上市公司作为研究样本,探讨了行业竞争程度与会计信息透明度及融资行为之间的关系。研究发现,行业竞争越强,会计信息透明度越高。会计信息透明度与融资成本呈负相关关系,竞争程度和信息透明度在公司融资决策中存在互补效应。

**关键词:**行业竞争程度;信息透明度;融资行为

**中图分类号:**F830 **文献标识码:**A

## 一、引言

西方学者极其关注行业竞争对信息披露水平的影响,而我国研究较少涉及,这很可能与我国处于转型时期,市场还不够活跃有很大关联。有研究表明我国还只处于弱势有效市场,因此竞争机制功效不显著。但近几年,随着我国越来越多的大型企业到海外上市,以及中国进入WTO后外国投资者进一步增多,我国证券市场的全球化已成为经济发展的必然要求,行业竞争已越来越激烈。自此公司如果要想在竞争中占有一席之地就必须采取一定的手段突显自己,信息披露当是首选。披露的信息是公司发出的信号,按照信号传递理论真实的披露不利消息,会显示公司对未来扭转局面的信心;披露好消息则进一步将公司与其他对手区别开来,这都有利于公司在资本市场上融通资金。会计透明度是一个关于会计信息质量的全面概念,是社会实现完全会计信息与完美会计信息的制度安排。会计透明度问题是否能很好地解决,对企业融资及我国证券市场的健康发展有重大意义。

以2005年至2006年深沪两市A股上市公司作为研究样本,探讨行业竞争程度与会计信息透明度及融资行为之间的关系。研究发现,行业竞争越强,会计信息透明度越高。研究还发现,会

计信息透明度与融资成本呈负相关关系,竞争程度和信息透明度在公司融资决策中有互补效应。

## 二、文献回顾

### (一) 行业竞争程度与信息透明度

目前研究行业竞争程度与透明度主要有三种观点:其一,认为行业竞争程度与透明度正相关。Botosan & Stanford(2005)研究得出在非竞争性行业盈利空间较大,考虑到竞争对手可能利用信息披露的重要信息掠夺上市公司的利润,上市公司会减少信息披露。周中胜、陈汉文(2008)通过构建证券市场资源配置效率模型,研究发现,在控制了股票市场的流动性和规模后,会计信息披露透明度越高的行业,证券市场资源配置效率越好<sup>[1]</sup>。其二,认为行业竞争程度与透明度负相关。Verrecchia(1983)指出由于专有成本的存在,当公司价值降低到某一限值以下时,经理层会拒绝披露私有信息;其三,认为行业竞争程度与透明度依据竞争的性质而定。Hayes & Lundholm(1996)研究得出当不同业务的经营成果相似时,每一业务都应作为独立的分部予以报告;当不同业务的经营成果存在差异时,所有业务应合并为一个分部进行披露。

在转型中的中国市场,大多公司在市场上获

收稿日期:2010-09-26

作者简介:徐辉(1985-),女,硕士研究生,研究方向:财务理论与方法。

得的收益和其在产品市场上保留的竞争优势之间权衡,并不注重成本。其经营目的只为了融得更多资金,并不注重信息披露对股东长远利益的损害,而不顾披露成本;如果公司竞争力较强,它们倾向披露核心信息以区别于竞争对手,由于核心信息一般不易模仿,所以公司不用担心披露成本。

## (二) 信息透明度与融资行为

Botosan(1997)最早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。其以122家制造企业1990年年报中自愿披露的数量与权益资本成本作回归分析表明,对于那些较少受到市场和分析师关注的公司而言,公司信息披露水平与公司权益资本成本之间存在着显著的负相关关系<sup>[2]</sup>。Bhattacharya, Daouk and Welker(2003)首次利用跨国面板数据研究了披露信息的质量与权益资本成本之间的关系<sup>[3]</sup>。

从国内的研究来看,学者主要从流动性溢价的角度对信息披露质量影响股权融资成本进行了研究。汪炜、蒋高峰(2004)年首次以上市公司信息披露的数量作为信息披露透明度的代理指标研究了信息披露透明度与资本成本的关系,结果发现信息披露透明度的提高能够显著地降低融资的资本成本<sup>[4]</sup>。陆颖丰(2006)采用深交所公布的上市公司信息披露考核结果作为信息透明度的衡量指标,用GLS剩余收益模型计算权益资本成本,研究发现,总体来看上市公司的信息、透明度越高,其权益资本成本就越低<sup>[5]</sup>。

## 三、假设提出与研究设计

### (一) 理论分析与假设的提出

有效资本市场假说与会计信息透明度。有效资本市场假说是关于证券市场价格在何种程度上,以何种速度反映市场信息的问题。市场价格反映的信息量越大,反映信息的速度越快,也即会计信息越透明,市场就越有效。有效市场可分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场三种类型<sup>[6]</sup>。证券市场处于弱式有效或半强式有效时只有降低信息不对称的程度,提高会计信息透明度,才能提高市场效率。

信息经济学与会计信息透明度。根据信息经济学的观点,信息是指参与人在博弈中拥有的知识,特别是有关其他参与人(对手)的特征和行动的知识;信息不对称是指对于某些参与人拥有的信

息,另一些参与人并不拥有(张维迎,1996)。信息不对称主要有两种类型:逆向选择和道德风险。逆向选择是一种事前的信息不对称,是指代理人利用拥有的信息优势有意选择有利于自身利益而有损于委托人利益的行为。在会计信息披露上,当公司拥有“坏消息”时,经营者出于维护自身声誉或其他目的,很可能会延迟或不披露该消息,导致投资者做出不恰当的决策甚至给投资者带来损失。这样不利于证券市场的健康发展。道德风险是一种事后的信息不对称,是指代理人不努力为实现委托人的最大利益而工作,增加闲暇时间,利用信息优势保住自己的既得利益。会计信息披露上也存在着道德风险,道德风险也是一种“机会主义行为”。经理人掌握着许多私有信息,因而会选择对自己有利的时机进行信息披露,是否披露、披露多少、何时披露、以何种方式披露等无不体现着经理人的机会主义倾向。作为避免逆向选择和道德风险问题的重要工具,财务报告可以使投资者了解公司相关信息,进行正确的决策,优化资源配置,促进证券市场高效运转并降低其不完全性,但这还不够,证券市场中仍存在大量的信息不对称,解决办法之一就是全面地披露会计信息。这增加了公众可获取的信息量,从而增强了财务报告对投资者的决策有用性,同时也提高了公司经营的透明度。

提出如下假设:

H1: 行业竞争程度和会计信息透明度成正比,行业竞争程度的增强有助于提高公司会计信息透明度。

H2: 不同竞争程度的行业内部不同竞争势态公司信息透明度不同。

(2) 透明的信息有助于帮助投资者分辨什么是值得的投资,什么是不值得的投资;透明的信息能够帮助投资者区分管理者的优劣,降低代理成本;提高信息透明度能增进会计盈余信息与真正的经济收益之间的关联度,削弱信息的不对称性,促进资本市场的流动,从而减少交易成本和融资成本。

基于此提出:

H3: 公司透明度的提升有助于融资成本的降低和资本结构的改善。

信息披露对资本市场的核心作用在于改善市场信息环境。当代经济理论和会计思想的一个主要的结合点就是,公司更高水平、更透明的披露可以降低资本市场的信息不对称程度,降低交易成

本,从而提高资本市场的效率信息高度透明不但能提高会计盈余的价值相关性,改进投资者的投资决策,提升分析师的预测能力,而且对于上市公司本身也有积极的作用。

基于前面三者关系的分析提出:

H4: 竞争程度和信息透明度在公司融资决策中有互补效应。

## (二) 研究设计

### 1. 多元回归模型

行业竞争程度与会计信息透明度计量模型:

$$INDI = \alpha_0 + \alpha_1 OEOR( COMP) + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 ROE + \alpha_4 LEV + \alpha_5 DIRCEO + \alpha_6 INDR + \varepsilon_1$$

会计信息透明度与资本结构计量模型:

$$LEV = \alpha_0 + \alpha_1 INDI + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 ROE + \alpha_4 NDT S + \alpha_5 COST + \varepsilon_2$$

行业竞争程度、会计信息透明度与资本结构计量模型:

$$LEV = \alpha_0 + \alpha_1 INDI + \alpha_2 OEOR + \alpha_3 INDI * OEOR + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 ROE + \alpha_6 NDT S + \alpha_7 COST + \varepsilon_3$$

### 2. 替代变量的选择

会计信息透明度的衡量: Bhattacharya, Daouk & Welker(2003)从收益不透明度的角度从理论上总结了影响会计盈余不透明的三类因素,提出了三个衡量盈余是否透明的指标,包括盈余激进度、损失规避度和盈余平滑度,其中损失规避度衡量的是一个国家所有上市公司的整体。本文中用的是基本的 Jones 模型计算的操控性应计数作为盈余激进度的衡量,由于操控性应计数可能为正,也可能为负,但都反映了上市公司进行盈余管理的结果,所以操控性应计数的绝对值作为盈余激进度来反映上市公司的信息披露质量。基于此,借鉴周中胜、陈汉文(2008)和 Bhattacharya, Daouk & Welker(2003)的研究,以盈余激进度作为上市公司会计信息透明度的衡量指标。

行业竞争程度主要以赫芬因德指数(HHI)、营业费用与主营业务收入之比(OEOR)和净利润波动率(VNE)三个变量来反映产品市场竞争程度。其中 HHI 的计算方法为:  $HHI = \sum (X_i/X)^2$ ,  $X_i$  为企业 i 的销售额。该指数越小,说明产品市场竞争越激烈,本文采用  $OEOR = \text{营业费用} / \text{主营业务收入}$ 。

融资行为替代变量为资本结构,国内学者主要采用资产负债率来衡量资本结构,这种方法存在一定问题。企业的负债可分为流动负债和长期负债,而流动负债中的许多项目如应付账款、预收账款、应付工资和应付福利费等并不是公司的主动融资方式,而是“被动融资”,长期负债才是公司为生存发展而主动选择的融资方式,是“主动融资”,流动负债是企业的“经营性负债”,而长期负债才是企业的“融资性负债”,因此长期负债才是和公司股权融资相对应的融资方式。公司在资本结构决策时主要是在长期负债和股权融资之间选择。因此选用如下两个指标来衡量资本结构:  $LEV_1 = \text{长期负债} / \text{总资产}$  和  $LEV_2 = \text{长期负债} / (\text{长期负债} + \text{股东权益})$ 。

借鉴有关研究设置如下控制变量:公司规模,盈利水平,财务杠杆,两职合一,独立董事比例,非负债税盾和代理成本等作为控制变量<sup>[7-11]</sup>,见表1。

表1 变量定义表

变量符号	变量含义及描述
INDI	信息透明度,用盈余激进度代替
OEOR	行业竞争程度,营业费用/主营业务收入
COMP	公司竞争态势, $COMP = (X_i/X)^2$
INDI* OEOR	信息透明度与产品市场竞争的交叉项
SIZE	公司规模,总资产的自然对数来衡量
ROE	盈利能力,净资产报酬率来反映
LEV	资本结构,用长期负债/总资产衡量
DIRCEO	虚拟变量,两职合一为1,否则为0
INDR	董事会中独立董事比例
NDTS	非负债税盾,累计折旧的变动额/总资产
COST	代理成本,管理费用/总资产

## 四、变量描述与回归分析

### (一) 样本选择与数据来源

本研究的数据以 CSMAR 数据库中 2006 年的上市公司为初始样本,由于度量会计信息透明度采用增量指标,所以本研究选择用 2005—2006 年数据,然后进一步剔除数据,具体步骤如下:由于要研究行业竞争程度,因此,采用的是中国证监会的行业分类标准。根据《上市公司行业分类指引》,上市公司的一级行业分类有 13 类,剔除上市公司数目较少的行业,如农林牧渔业、采掘业、建筑业、金融

保险业、传播与文化产业、木材家具业、其他制造业、造纸印刷业等,得到14个行业,然后剔除数据不完整的样本,实证分析用SAS9.1完成。

(二) 描述性统计

由表2所有变量描述统计得到透明度的均值为-0.222 530 9,最大值和最小值分别为

0.728 342 4和-0.846 300 7,说明我国上市公司会计信息透明度存在很大差异。OEOR均值为0.060 432 8,最小和最大值分别为0.000 230 375和0.896 121 3,说明我国公司行业竞争程度差异大。LEV1最大值和最小值悬殊较大。

表2 变量描述统计

变量	N	均值	中位数	标准偏差	最小值	最大值
INDI	188	-0.222 531	-0.216 949	0.192 761 8	-0.846 301	0.728 342 4
ROE	188	0.117 683	0.069 392 3	0.648 705 7	-0.628 333	8.713 841 5
LEV <sub>1</sub>	188	0.101 313 9	0.057 610 2	0.107 561 6	0.000 110 5	0.536 385
LEV <sub>2</sub>	188	0.064 131 3	0.130 988 3	1.700 046 1	-22.872 61	0.737 507 3
OEOR	188	0.060 432 8	0.035 015 7	0.087 450 3	0.000 230 4	0.896 121 3
COST	188	0.049 650 2	0.039 334 1	0.034 005 8	-0.037 231	0.166 828 7
DIRCEO	188	0.069 148 9	0	0.254 384 7	0	1
SIZE	188	21.408 047	21.331 609	1.095 808 5	17.801 707	25.111 275
INDR	188	0.346 846 4	0.333 333 3	0.040 090 3	0.111 111 1	0.444 444 4
NDS	188	0.182 080 8	0.154 994 2	0.135 525 2	0.000 436 6	0.774 540 2

由表3看出行业竞争程度和透明度之间的关系:

(1) D 电力、煤气及水生产和供应业, C6 金属、非金属 OEOR 行业均值较小说明行业竞争程度较低, C0(食品、饮料) C5(电子), C8(医药、生物制品)等 OEOR 行业均值较大,说明行业竞争程度较激烈。这与我国现实情况基本符合,说明用OEOR 衡量行业竞争程度是可行的。

(2)从透明度来看 C0、C8、G 等 INDI 较低,且低于平均值 0.222 530 9, D 和 C6 的 INDI 分别为 0.332 028 和 0.244 437 较高,且高于平均数。这些正好说明了行业竞争程度在影响会计信息透明度上存在差异。

(三) 相关分析

从表4 Pearson 和 Spearman 相关系数盈余激进度与行业竞争程度系数为-0.359 72,且显著为负,由于盈余激进度越大,会计信息透明度越低,那么这里印证了会计信息透明度与行业竞争程度成正相关关系,与预期假设一致。盈余激进度与资本结构正相关,那么会计信息透明度与资本结构负相关。

表3 行业竞争程度与透明度

HYDM	N	OEOR(均值)	INDI(均值的绝对值)
D	11	0.006 848	0.332 028
K	5	0.023 439	0.211 322
C4	26	0.024 169	0.360 354
J	14	0.027 046	0.031 958
C6	28	0.030 051	0.244 437
C7	28	0.037 97	0.209 808
M	10	0.038 87	0.070 121
C5	7	0.040 096	0.334 19
H	13	0.046 931	0.191 075
F	8	0.047 264	0.287 8
C1	9	0.056 237	0.151 287
C8	13	0.140 95	0.158 831
C0	11	0.158 532	0.282 051
G	5	0.191 059	0.226 08

注: C0 食品、饮料; C1 纺织、服装、皮毛; C4 石油、化学、塑胶、塑料; C5 电子; C6 金属、非金属; C7 机械、设备、仪表; C8 医药、生物制品; D 电力、煤气及水生产和供应业; F 交通运输、仓储业; G 信息技术业; H 批发和零售贸易; J 房地产; K 社会服务业; M 综合类行业。

表 4 Pearson 和 Spearman 相关系数表

	INDI1	ROE	LEV1	OEOR1	COST	DIRCEO	SIZE	INDR	NDTS
INDI1	1.000 0	- 0.089 6	0.005 5	- 0.359 7	- 0.013 3	- 0.085 1	0.136 6	- 0.030 2	0.353 4
ROE	0.052 6	1.000 0	- 0.036 1	- 0.039 4	0.064 6	- 0.006 8	- 0.127 3	0.027 3	- 0.050 1
LEV <sub>1</sub>	0.044 4	0.215 3	1.000 0	- 0.297 0	- 0.341 4	- 0.001 0	0.075 1	- 0.062 1	- 0.037 5
LEV <sub>2</sub>	0.043 1	0.174 3	0.964 2	0.004 9	- 0.130 4	0.019 2	0.181 8	- 0.036 7	0.000 6
OEOR1	- 0.447 6	- 0.043 3	- 0.351 2	1.000 0	0.295 8	0.187 8	0.013 2	0.047 4	0.003 5
COST	0.091 3	- 0.056 6	- 0.367 2	0.091 3	1.000 0	0.046 0	- 0.030 1	- 0.009 1	0.321 0
DIRCEO	- 0.062 0	0.077 8	- 0.010 2	0.075 2	0.031 9	1.000 0	- 0.008 5	0.149 0	0.006 1
SIZE	0.149 4	0.239 8	0.134 3	0.013 1	- 0.079 9	- 0.020 7	1.000 0	0.033 0	0.057 3
INDR	- 0.080 6	- 0.025 13	- 0.139 7	0.139 6	0.040 0	0.151 54	0.072 73	1.000 0	0.044 3
NDTS	0.473 3	- 0.181 9	- 0.025 2	- 0.169 2	0.379 6	0.033 03	- 0.009 8	0.019 1	1.000 0

注: 右上方 Pearson 相关系数, 左下方 Spearman 相关系数, \*\*\* 表示在 1% 水平下显著, \*\* 表示在 5% 水平下显著, \* 表示在 10% 水平下显著。

(四) 回归分析

模型 1 进行了行业竞争程度与会计信息透明度的回归, OEOR 与 INDI 回归系数为 - 25.500 21, 说明会计信息透明度与行业竞争程度成正相关, 行业竞争程度越强, 信息披露质量越高。假设得到验证。适度的行业竞争有利市场信息的透明度提高。

模型 2 进行了会计信息透明度与融资成本的回归, 会计信息透明度与融资成本负相关, 因而上市公司管理者为了降低公司在融资的权益资本成本, 应

该持之以恒地致力于保持较高的信息披露质量。

模型 3 进行了三者之间的回归, 回归结果显示营业费用与主营业务收入比(OEOR)在模型中的回归系数显著为负, 这表明企业为应对激烈的产品市场竞争必须增加广告、推销等营业费用, 因此产品市场竞争越激烈, 企业越倾向于使用股权融资, 保持低财务杠杆, 以提高其应对产品市场竞争的能力, 而会计信息透明度与 LEV 在 10% 水平下为正, 说明竞争程度和信息透明度在公司融资决策中有互补效应。

表 5 回归分析

var	预期符号	model1	model2	model3
Intercept(t Value)		- 1.555 42*** (4.245 62)	0.018 08*** (0.12)	0.018 71*** (0.13)
INDI			0.001 49*** (0.54)	- 0.005 21* (- 1.81)
OEOR	-	- 25.500 21*** (4.598 31)		- 0.611 68*** (- 3.45)
LEV1	-	- 3.528 65** (1.955 52)		
DIRCEO	-	- 0.071 78 (0.807 75)		
INDR	-	- 1.499 73 (5.042 96)		
SIZE	+	0.378 13* (0.184 09)	0.006 28 (0.91)	0.007 88 (1.17)
ROE	-		- 0.000 526* (- 0.05)	- 0.004 13*** (- 0.36)
NDTS	+		0.072 73* (1.16)	0.081 29*** (1.33)
COST	-		- 1.167 91*** (- 4.98)	- 0.930 42*** (- 3.91)
Obs. N		188	188	188
F Value		4.34	5.88	6.41
Pr> F		< 0.000 1	< 0.000 1	< 0.000 1
Adj R- Sq		0.103 5	0.115 5	0.148 0

### (五) 稳健性检验

在扩大样本和改变变量 OEOR 为公司竞争态势变量 COMP, 结果仍然与表 5 相似的, 但调整  $R^2$  有所变大。

### 五、结论与建议

实证得出, 行业竞争越强, 会计信息透明度越高; 会计信息透明度与融资成本负相关; 产品市场竞争程度对企业的资本结构决策具有重要影响, 它们之间存在负相关关系。激烈的产品市场竞争也是导致企业采用低财务杠杆的重要原因, 而且

由于这一原因所导致的财务保守行为是合理的, 它是企业为避免财务风险提高竞争能力而采取的战略行为。我国上市公司确实存在股权融资过度行为, 但是要和由于产品市场竞争激烈而采用低财务杠杆的行为相区分。上市公司要根据所处行业的竞争程度、公司发展战略和其他内部特征来合理选择融资渠道, 使公司既能充分利用财务杠杆又能在产品市场竞争中保持策略优势以提高公司绩效。公司管理者为了降低公司在融资的权益资本成本, 应该持之以恒地致力于保持较高的信息披露质量。

### 参考文献:

- [1] 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.
- [2] Botosan C. A. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital[J]. The Accounting Review, 1997(72): 323-350.
- [3] Bhattacharya U., H. Daouk & M. Welker. The World Price of Earnings Opacity[J]. The Accounting Review, 2003(78): 641-678.
- [4] 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.
- [5] 陆颖丰. 信息透明度与上市公司效应研究[J]. 中国注册会计师, 2006(11): 67-70.
- [6] Jensen, M. C., Meckling, W. H.. Theory of the firm, managerial behavior, agency cost and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305-361.
- [7] 王大鹏. 产品市场竞争程度对企业融资行为的影响[J]. 中山大学研究生学刊(社会科学版), 2006(3): 96-102.
- [8] 张程睿. 上市公司透明度的影响因素研究——基于对 2001-2006 深圳上市公司的经验分析[J]. 软科学, 2008(5): 134-140.
- [9] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司经验数据[J]. 会计研究, 2004(4): 73-75.
- [10] 董锋, 韩立岩. 中国股市透明度提高对市场质量影响的实证分析[J]. 经济研究, 2006(5): 87-96.
- [11] 李俊, 夏斌. 我国上市公司信息披露质量影响因素的实证研究[J]. 财会月刊, 2008(11): 77-79.

## Industry Competition, Information Transparency and Financing Behavior

XU Hui, LIU Ming-liang

(School of Economic & Management, Shihezi University, Shihezi, 832003, China)

**Abstract:** This paper, using listed companies in China's capital market from 2005 to 2006 as a sample, studies the relationship between industry competition and information transparency, and tries to find the main factors that affect financing behavior. Research indicates that there is a higher degree of information transparency with industry competition getting more intense. It is also found that there is a negative relationship between information transparency and financing cost, and industry competition and information transparency are mutually complementary in the financing behavior of a company.

**Key words:** industry competition; information transparency; financing behavior