

信息不对称、利率市场化和融资约束的关系研究

刘欣柯

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2022年10月1日; 录用日期: 2022年10月25日; 发布日期: 2022年11月1日

摘要

融资约束作为困扰企业发展的一大因素, 在理论界和实务界备受关注。本文的研究对象选择2011~2019年沪市深市A股上市企业, 运用实证分析讨论了信息不对称、利率市场化和融资约束三者间的关系。研究结果显示: 1) 企业存在的信息不对称程度越高, 越容易出现融资困境的局面; 2) 利率市场化程度的提高可以显著缓解信息不对称对融资约束的影响。本文的研究为企业缓解融资约束提供了参考价值, 具有一定的现实意义。

关键词

信息不对称, 利率市场化, 融资约束

Research on the Relationship among Information Asymmetry, Interest Rate Marketization and Financing Constraints

Xinke Liu

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Oct. 1st, 2022; accepted: Oct. 25th, 2022; published: Nov. 1st, 2022

Abstract

Financing constraints, as a major factor hindering the development of enterprises, have attracted much attention in the theoretical and practical circles. The research object of this paper is the A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2011 to 2019. The em-

pirical analysis is used to discuss the relationship among information asymmetry, interest rate marketization and financing constraints. The results show that: 1) The higher the degree of information asymmetry, the more likely the financing dilemma is; 2) The improvement of interest rate marketization can significantly mitigate the impact of information asymmetry on financing constraints. This study provides a reference value for enterprises to ease financing constraints, and has certain practical significance.

Keywords

Information Asymmetry, Interest Rate Marketization, Financing Constraints

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

完美资本市场中, 公司的总价值不受资金来源和资本结构的影响。由此可得出一个推论: 任何企业都不会面临融资约束问题, 然而现实中并不存在完美的资本主义市场, 尤其是像中国这样的发展中国家的市场仍然面临着许多待完善问题。当信息不对等的情况出现在企业和资金提供者之间时, 就会导致企业融资困难, 继而企业可能会因资金缺乏错失发展良机, 甚至会因为资金链断裂而破产倒闭。因此, 对企业来说找出影响融资约束的因素, 了解缓解融资约束的方法变得至关重要。

现有文献关于信息不对称和融资约束的关系研究尚未达成一致意见。部分学者认为, 投资风险的加大是由于信息不对称影响市场机制的自动调节及资源实现配置的原因, 因此投资者们会提出较高回报率以弥补所承受的风险。与此同时, 投资者和公司管理者之间存在信息不对等, 必然会产生一定的非公正的交易, 这种交易会加大了公司外部融资成本, 产生融资约束的情况[1]; 张纯[2]研究了市场关注、融资约束与信息披露之间的关系, 当以现金-现金流敏感性模型来衡量融资约束时, 发现信息披露质量越好, 企业遭到的融资约束反而越低。还有部分学者认为信息不对称和融资约束之间并不存在显著的因果关系, 李勇等[3]用了两种方法构建融资约束指标后得出了不相关的结论。

目前对于信息不对称和融资约束的关系研究大多停留在理论方面, 且对于两者之间的影响路径缺乏探讨, 而本文在对“信息不对称-融资约束”进行实证研究的基础上, 还在此范式中引入调节变量——利率市场化, 将三者放入同一框架中进行研究, 有利于为企业缓解融资约束提供合理的参考方向。

2. 理论分析与假设提出

(一) 信息不对称与融资约束

信息不对称理论认为, 市场中各类人员收集到的信息是有区别的, 那些拥有很多信息的人总是占优势, 处在不利地位的人得到的信息也比较少。当严重的信息不对称一旦出现在资本市场中时, 就会导致企业融资成本提高继而加大了企业的融资约束[4]; 中小企业融资约束难的原因之一就是信息不对称, 而造成信息不对称的主要原因还是依赖于中小企业的经营信息透明度低。目前, 我国大多数中小企业的财务制度不够健全, 企业完整的财务信息很难被外部投资者及金融机构知晓, 这就导致银行等金融机构不能深入评估企业的财务能力及未来发展能力, 进而无法为企业及时提供贷款支持[5]。与信息不对称相对的是, 高质量的信息披露可以缓解融资约束, 张纯[2]认为为了降低企业内部与外部之间的信息不对称,

可以通过提高会计信息披露的质量进而提高资源配置效率。因此本文提出如下假设：

H1：信息不对称和融资约束正相关。

(二) 信息不对称、利率市场化和融资约束

利率市场化是指贷款利率的上限和下限不受政府掌控政府，由银行等金融机构根据自身情况自主调节市场利率水平，其存贷款利率的利率形成机制及市场利率体系由市场供求来决定。我国自 1996 年以来一直积极推进利率市场化进程，2022 年 9 月，央行货币政策委员会第三季度例会在京召开，会议强调要发挥存款利率市场化调整机制的重要效力，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。利率市场化过程中提高了存款利率，这就使得银行拿到了更多存款继而增加可贷给企业的资金，但是短时间内实体经济的信贷需求发生不了太大改变，短期内银行只能接受利差的收窄，借助增加贷款利率来恢复利润的方法不太容易实现。那么为达到供求平衡，银行只能降低贷款利率[6]。另外，利率市场化使企业能够从正规融资市场获取资金，企业受到的融资约束逐渐减少，并开始逐渐远离不正规的借贷市场，也在一定程度上降低了企业的融资风险与成本。

利率市场化对信息不对称也存在一定的影响作用，信息不对称是导致企业难以获取银行贷款的关键因素。这是因为银行与企业之间的资金交易风险会随着两者之间的信息差显著提高，而经营安全性一直是银行关注的重点。随着利率市场化的实施，企业的融资约束在一定程度上得到了缓解，相较于以往，企业的融资难度和成本会有所降低。但是银行间的竞争因利率市场化而增强，为了树立以及保持自身竞争优势，银行更加重视资金的交易风险，所以其出于安全考虑还是更乐于向信息透明度高、风险较低的企业放款，而且该类企业议价能力相对较高，其可以从银行获取利率相对较低的贷款。对于信息透明度低，与银行间存在较高程度信息不对称的企业，因为银行处于信息劣势地位，无法准确了解企业，为了降低交易风险，银行会针对该类企业制定相对较高的贷款利率。在此情况下，为了降低融资成本，企业不得不选择提高自身信息透明度，以便于实现与银行间的信息交互，由此可知，利率市场化的实施对信息不对称具有一定的抑制作用[7]。因此本文提出如下假设：

H2：利率市场化能够削弱信息不对称与融资约束之间的相关性。

3. 研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文研究设计所用的企业数据来源于国泰安中的沪深 A 股上市公司，时间区间为 2011~2019 年，其中，将金融业、ST、相关变量数据缺失的样本予以剔除，最终得到了 13,552 个样本作为最终样本建立面板数据。

(二) 变量定义

1) 被解释变量。为了降低内生性的影响，参考卢太平[8]使用 SA 指数衡量融资约束(Fin)，计算公式如下所示，其中，Size 指企业规模的自然对数，Age 指企业年龄。由于 SA 指数一般为负，因此为方便检验将 SA 指数取绝对值，之后再与所属行业年度平均值比较，比平均值低的赋值为 0，比平均值高的赋值为 1。

$$SA = -0.737 \times \text{Size} + 0.043 \times \text{Size}^2 - 0.040 \times \text{Age}^2$$

2) 解释变量。以管理费用与营业收入之比表示信息不对称程度(Information) [9]。

3) 调节变量。运用指标合成法来衡量利率市场化(Intlib)，在理财产品收益率、货币市场利率、存贷款利率、债券市场率四个方面的基础上，再细分 12 项指标构成指标体系后赋值，之后对数据进行加权汇总，即可得到利率市场化指数[10]。

4) 控制变量。本文的控制变量选择资产负债率(Lev)、账面市值比(Bm)、营业收入增长率(Revenuegro)、企业规模(Size)、产权性质(Soe)表示。

模型构建

以融资约束为被解释变量，信息不对称为解释变量，构建模型 1:

$$\text{Fin} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Information} + \alpha_2 \text{Lev} + \alpha_3 \text{Bm} + \alpha_4 \text{Revenuegro} + \alpha_5 \text{Size} + \alpha_6 \text{Soe} + \text{Year} + \text{Ind} + \varepsilon$$

在模型 1 的基础上，加入调节变量利率市场化程度构建模型 2:

$$\text{Fin} = \beta_0 + \beta_1 \text{Information} + \beta_2 \text{Intlib} + \beta_3 \text{Information} * \text{Intlib} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Bm} + \beta_6 \text{Revenuegro} + \beta_7 \text{Size} + \beta_8 \text{Soe} + \text{Year} + \text{Ind} + \varepsilon$$

4. 实证分析

(一) 描述性统计

表 1 报告了本文主要变量的描述性统计结果。其中，融资约束的平均值为 0.394，表明有 39.4% 的样本企业面临的融资约束较高；信息不对称的最大值和最小值分别为 0.456 和 0.009，表明样本企业的信息环境具有较大差异；利率市场化程度的最大值、最小值和平均值与张博[11]的研究一致。从表 1 来看，主要控制变量均在合理范围内。

Table 1. Descriptive statistics

表 1. 描述性统计

变量	观测值个数	均值	标准差	最小值	最大值
Fin	13,552	0.394	0.489	0	1
Information	13,552	0.094	0.072	0.009	0.456
Intlib	13,552	0.910	0.107	0.666	0.995
Lev	13,552	0.443	0.205	0.057	0.922
Bm	13,552	1.090	1.183	0.001	16.847
Revenuegro	13,552	0.188	0.439	-0.549	3.133
Size	13,552	22.392	1.269	19.876	26.207
Soe	13,552	0.431	0.495	0	1

(二) 实证结果分析

表 2 中的列(1)报告了模型一回归结果，结果表明：信息不对称程度与融资约束之间的回归系数为 0.231，且在 1%水平上正向显著，说明即信息不对称程度越高，融资约束越强，假设一成立。由于企业与资金提供者之间存在信息差，导致资金提供者面临较大风险，他们为了避免这种风险会提高相应的报酬率，有的甚至也会放弃投资，因此企业会面临较大的融资约束。表 2 中的列(2)报告了模型二回归结果，结果表明：融资约束与信息不对称的回归系数显著为正，而融资约束与信息不对称和利率市场化的交乘项之间的回归系数为-1.296，且在 1%水平上负向显著，说明利率市场化能够削弱信息不对称与融资约束之间的相关性，假设二成立。在利率市场化条件下，企业对外的融资环境相对自由，从而便利了企业通过多手段多途径来筹集资金，更容易满足日常的经营活动，因而无需“另谋他路”来获取资金。

Table 2. Regression analysis results
表 2. 回归分析结果

变量	Fin	
	(1)	(2)
Information	0.231 ^{***} (3.55)	0.242 ^{***} (3.72)
Intlib		0.023 (0.43)
Information*Intlib		-1.296 ^{***} (-2.46)
Lev	0.370 ^{***} (14.29)	0.371 ^{***} (14.36)
Bm	-0.018 ^{***} (-3.17)	-0.018 ^{***} (-3.14)
Revenuegro	-0.004 (-0.41)	-0.005 (-0.47)
Size	-0.034 ^{***} (6.98)	0.034 ^{***} (6.97)
Soe	0.360 ^{***} (36.99)	0.360 ^{***} (36.99)
Constant	-0.615 ^{***} (-5.02)	-0.624 ^{***} (-4.91)
Year	控制	控制
Ind	控制	控制
R ²	0.2001	0.2004

5. 稳健性检验

通过改变衡量解释变量的指标来检验实证部分的稳健性。借鉴何贤杰等[12]的研究,采用账面市值比BM来度量信息不对称程度,BM越大表明信息不对称程度越低,企业的信息披露较好。因此以BM代替Information带入模型进行回归,回归结果与上述基本一致,由于篇幅有限,有关图表未予列示。

6. 结论

本文引入利率市场化程度作为调节变量,探究了信息不对称对融资约束的影响。研究结果显示,信息不对称程度与融资约束显著正相关;较高的利率市场化程度可以显著缓解信息不对称对融资约束带来的影响。本研究对于企业缓解融资约束提供了参考价值,具有一定的现实意义。

结合本文上述研究,为了更好的缓解企业融资约束,提出如下两种措施:第一,要继续深入推进利率市场化建设,加强存款利率监管,充分发挥存款利率市场化调整机制重要作用,同时还要采取一定措施使央行政策利率体系得到改进,使利率杠杆作用得到更好的体现,以助力经济高质量发展。为了顺应利率市场化潮流,政府应从中抽离出来,并做好角色转变,重点发挥其监督职能,通过引导和纠正维护市场自身调节能力。第二,降低信息不对称程度。为了避免企业信息出现失真问题,应增加企业信息透明度和提高外部监督力度。

参考文献

- [1] Bushman, R.M. and Smith, A. (2003) Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Economic Policy Review*, **32**, 65-87. <https://doi.org/10.2139/ssrn.253302>
- [2] 张纯, 吕伟. 信息披露、市场关注与融资约束[J]. 会计研究, 2007(11): 32-38.
- [3] 李勇, 胡非凡. 信息不对称一定导致融资约束吗?——基于中国上市公司的实证分析[J]. 金融经济研究, 2016, 31(1): 96-105.
- [4] 刘端, 彭媛, 罗勇, 周有德, 陈收. 现金持有在企业投资支出中的平滑作用——基于融资约束的视角[J]. 中国管理科学, 2015, 23(1): 10-16. <https://doi.org/10.16381/j.cnki.issn1003-207x.2015.01.002>
- [5] 林毅夫, 孙希芳. 信息、非正规金融与中小企业融资[J]. 经济研究, 2005(7): 35-44.
- [6] 纪洋, 徐建炜, 张斌. 利率市场化的影响、风险与时机——基于利率双轨制模型的讨论[J]. 经济研究, 2015, 50(1): 38-51.
- [7] 刘海明, 曹廷求. 广告宣传、信息不对称与债务融资成本[J]. 审计与经济研究, 2015, 30(6): 80-87.
- [8] 卢太平, 张东旭. 融资需求、融资约束与盈余管理[J]. 会计研究, 2014(1): 35-41+94.
- [9] 孙继辉, 马靓. 经济政策不确定性、信息不对称与现金持有水平——基于我国 A 股上市公司的实证研究[J]. 大连大学学报, 2020, 41(6): 26-35+54.
- [10] 王舒军, 彭建刚. 中国利率市场化进程测度及效果研究——基于银行信贷渠道的实证分析[J]. 金融经济研究, 2014, 29(6): 75-85.
- [11] 张博. 互联网金融、利率市场化与银行期限错配[J]. 金融与经济, 2020(4): 41-50.
- [12] 何贤杰, 朱红军. 利益输送、信息不对称与定向增发折价[J]. 中国会计评论, 2009, 7(3): 283-298.