分类号： 密 级：

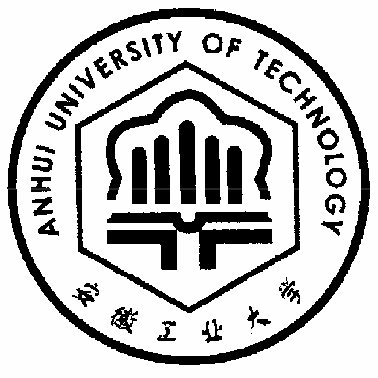
ＵＤＣ： 单位代码：

安徽工业大学

**硕士学位论文**

论文题目：信息披露质量、制度环境与债务融资

—— 基于深市A 股上市公司的经验研究



学 号： 20\_1\_0\_0 3\_8\_4

作 者： 高 一贺 专 业 名 称： 会计学

2013 年 05 月 08 日

**安徽工业大学硕士学位论文**

**论文题目：** 信息披露质量、制度环境与债务融资

——基于深市A 股上市公司的经验研究

The quality of information disclosure, the institutional environment, and debt financing

——Based on the experience of the Shenzhen

A-share listed companies

**作 者： 高 一 贺 学院： 管理学院**

**指 导** 教 **师：**  顾银宽副教**授** **单位：**  **管理学院**

**单位：**

**单位：**

**论文提交日期：2013 年 05 月 08 日学位授予单位：安 徽 工 业 大 学**

**安徽马鞍ft 243002**

**独** 创 性 说 明

本人郑重声明：所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写的研究成果，也不包含为获得安徽工业大学或其他教育机构的学位或证书所使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中做了明确的说明并表示了谢意。

签名 日期：

**关于论文使用授权的说明**

本人完全了解安徽工业大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文, 保密的论文在解密后应遵循此规定。

签名 导师签名 日期：

摘 要

债务融资一直以来都是企业的重要资金来源，信贷市场的重要作用在于合理配置市场资金，在信贷市场上，以银行为代表的贷款者，希望通过充分的信息披露降低对借款企业因信息不对称而带来的信贷错配风险，希望在规定的时间足额收回本金，实现利率最大化，作为贷款需求者的企业不仅希望获得足额的借款资金，还希望实现利率最小化，银行具有依据企业会计信息质量、利用贷款合约条款来保护自身利益的意愿。高质量的信息披露能够有效降低银行的信贷风险，缓解公司所面临的债务融资约束。

文章采用了规范研究与实证研究相结合的方法，以信息不对称理论、信号传递理论、软预算约束理论、债务契约理论为依托，从理论上分析了不同借款类型、不同经济背景以及制度环境下会计信息披露质量对债务融资的影响；通过实证分析验证了不同条件下信息披露质量对新增银行借款影响的差异。

本文以我国特殊的制度环境为研究背景，对我国深市A股2007—2009年上市公司的数据进行了实证研究。本文具体考察了在不同的制度环境下信息披露水平对企业债务融资的影响。得出如下结论：（1）企业信息披露质量越高越受到银行的青睐，获得的银行借款越多；（2）相对于长期借款而言，信息披露质量对新增短期借款正相关关系更显著。（3）金融危机情况下削弱了信息披露质量对新增银行借款的正相关关系；（4）在市场化水平高、政府干预程度低、法治水平高的地区，信息披露质量对新增银行借款的影响更显著。本文的结论将为改善我国商业银行的信贷决策行为提供理论依据与政策建议，也为企业获得银行贷款提供了思路：提高信息披露质量。

关键词：制度环境； 信息披露质量； 债务融资

I

**Abstract**

Debt financing has been an important source of funding for enterprises, an important role of the credit market is that the rational allocation of funds in the market, as the representative of the bank loan in the credit markets, hoping to reduce borrowing enterprises due to information asymmetry through full disclosure of

Information credit of mismatch risk, hoping to recover the full amount of principal in

The stipulated time, the maximum interest rate, as the demand for loans by enterprises not only want to get the full amount of the borrower funds, and also want to minimize interest rate, the bank has a basis quality of corporate accounting information, the wishes of the loan contract provisions to protect their own interests. The high-quality information disclosure can effectively reduce the credit risk of the bank, to ease the debt financing constraints faced by the company.

Using normative research and empirical research method of combining asymmetric information theory, signal transmission theory, theory of soft budget constraints, the debt contract theory rely on theoretical analysis of different borrower types, different economic backgrounds, and institutional environment the quality of accounting information disclosure on the impact of debt financing; verified through empirical analysis under different conditions, the quality of information disclosure for additional bank borrowings affect the difference.

Our special institutional environment for research, empirical research on the data of China's Shenzhen A-share listed companies in 2009. This paper specifically examines the level of information disclosure on corporate debt financing in different system environments. The following conclusions: (1) the higher the quality of information disclosure by the bank's favor, get more bank borrowings; (2) with respect to long-term borrowings, the quality of information disclosure is more

Significant positive correlation between the new short-term loans; (3) financial crisis

Weakened the positive correlation between the quality of information disclosure on new bank loans; (4) in the high level of the market, government intervention into low

II

And high levels of the rule of law area, the quality of information disclosure on the new bank borrowing more significant influence. The conclusions of this paper will improve credit decision-making behavior of Chinese commercial banks to provide a theoretical basis for policy recommendations, but also provides a guideline for enterprises to obtain bank loans: improve the quality of information disclosure.

Keywords: institutional environment; The quality of information disclosure

Debt financing

III

目 录

[摘 要](#_Toc686962752) 3

**[Abstract](#_Toc686962753)** 3

**[1](#_Toc686962754)** [绪 论](#_Toc686962754) 6

**[1.1](#_Toc686962755)** [研究背景及意义](#_Toc686962755) 6

**[1.1.1](#_Toc686962756)** [研究背景](#_Toc686962756) 6

**[1.1.2](#_Toc686962757)** [研究意义：](#_Toc686962757) 6

**[1.1.2.1](#_Toc686962758)** [理论意义](#_Toc686962758) 6

**[1.1.2.2](#_Toc686962759)** [现实意义](#_Toc686962759) 7

**[1.2](#_Toc686962760)** [基本概念](#_Toc686962760) 7

**[1.2.1](#_Toc686962761)** [信息披露质量](#_Toc686962761) 7

**[1.2.2](#_Toc686962762)** [制度环境](#_Toc686962762) 7

[信用等）对公司治理的影响。](#_Toc686962763) 8

**[1.2.3](#_Toc686962764)** [债务融资](#_Toc686962764) 8

**[1.3](#_Toc686962765)** [研究内容与研究方法](#_Toc686962765) 11

**[1.3.1](#_Toc686962766)** [研究内容](#_Toc686962766) 11

**[1.3.2](#_Toc686962767)** [研究方法](#_Toc686962767) 12

**[1.4](#_Toc686962768)** [可能的创新点](#_Toc686962768) 12

**[2](#_Toc686962769)** [文献综 述](#_Toc686962769) 12

**[2.1](#_Toc686962770)** [信息披露质量与债务融资](#_Toc686962770) 13

**[2.2](#_Toc686962771)** [信息披露质量与债务期限结构](#_Toc686962771) 13

**[2.3](#_Toc686962772)** [政府干预、信息披露质量与债务融资](#_Toc686962772) 13

**[2.4](#_Toc686962773)** [制度环境与债务融资](#_Toc686962773) 14

**[3](#_Toc686962774)** [相关理论分析](#_Toc686962774) 14

**[3.1](#_Toc686962775)** [基于信息不对称和信号传递理论的分析](#_Toc686962775) 14

**[3.2](#_Toc686962776)** [基于软预算约束理论的分析](#_Toc686962776) 16

**[3.3](#_Toc686962777)** [基于债务契约理论的分析](#_Toc686962777) 17

**[4](#_Toc686962778)** [实证研究设计](#_Toc686962778) 17

**[4.1](#_Toc686962779)** [假设的提出](#_Toc686962779) 17

**[4.2](#_Toc686962780)** [变量的选择及计量](#_Toc686962780) 18

**[4.2.1](#_Toc686962781)** [被解释变量](#_Toc686962781) 18

**[4.2.2](#_Toc686962782)** [解释变量](#_Toc686962782) 18

**[4.2.3](#_Toc686962783)** [控制变量的选择及计量](#_Toc686962783) 19

**[4.3](#_Toc686962784)** [样本的选择及来源](#_Toc686962784) 21

**[4.4](#_Toc686962785)** [模型的构建](#_Toc686962785) 21

**[5](#_Toc686962786)** [实证检验](#_Toc686962786) 22

**[5.1](#_Toc686962787)** [描述性检验](#_Toc686962787) 22

**[5.1.1](#_Toc686962788)** [信息披露质量](#_Toc686962788) 22

**[5.1.2](#_Toc686962789)** [其他变量统计性分析](#_Toc686962789) 26

**[5.2](#_Toc686962790)** [相关性分析](#_Toc686962790) 29

**[5.3](#_Toc686962791)** [多元回归分析](#_Toc686962791) 34

**[5.3.1](#_Toc686962792)** [信息披露质量与新增银行借款](#_Toc686962792) 34

**[5.3.2](#_Toc686962793)** [信息披露质量与债务期限](#_Toc686962793) 37

**[5.3.3](#_Toc686962794)** [金融危机前与金融危机期间①](#_Toc686962794) 39

**[5.3.4](#_Toc686962795)** [信息披露质量、制度环境与银行借款](#_Toc686962795) 41

**[6](#_Toc686962796)** [研究结论、政策建议及研究的不足](#_Toc686962796) 48

**[6.1](#_Toc686962797)** [研究结论](#_Toc686962797) 48

**[6.2](#_Toc686962798)** [政策建议](#_Toc686962798) 48

**[6.3](#_Toc686962799)** [研究局限和未来的研究方向](#_Toc686962799) 49

[参考文献](#_Toc686962800) 49

[研究，2007(5):31-38](#_Toc686962801) 51

[在学研究成果](#_Toc686962802) 52

表格目录

表1—1 我国上市公司目前的信息披露体系 7

表 1—2 不同融资方式优点、缺点的对比 8

表 1—3 我国2001—2010年企业融资结构单位：亿元 9

表3—2 银行信贷过程对会计信息的需求 15

表5—1 信息披露质量的描述性分析 22

表5 一2不同行业的信息披露质量的分布 23

表5—3 其他变量描述性检验 26

表5—4 变量之间的相关性分析 29

表5—5 假设1检验结果 34

表5—6 对假设2检验 37

表5—7 对假设3检验 39

表5—8 不同市场化进程下的检验结果 41

表5—9 不同政府干预程度下的检验结果 43

表5—10 不同法治水平下的检验结果 45

V

# **1** 绪 论

## **1.1** 研究背景及意义

### **1.1.1** 研究背景

现阶段中国社会融资结构（如图1[①](#_bookmark2)）的突出特点是银行贷款在融资总量中占绝对优势，股票市场融资与企业债券市场融资规模相对偏小，企业外部的长、短期融资均依赖于银行贷款；中国人民银行发布的《2010年中国金融市场发展报告》[②](#_bookmark2)的统计数据显示：2006—2010年中国企业债券和股票等直接融资占融资总量一直在15%左右徘徊，约85%的融资来源于银行贷款，随着资本市场的发展，虽然权益融资与债券融资有了一定的发展，但债务融资在公司融资总额中占绝对比重。



100

80

国内非金融机构部门融资总量贷款

股票国债

企业债券

60

40

20

0

2006 2007 2008 2009 2010

图 1 我国2006-2010年融资结构图

随着我国金融改革的深入与发展，企业取得银行贷款比以前面临更大的困难。许多公司因不能及时得到资金支持而导致资金链断裂，如1995年巨人集团破产，2004年德隆集团倒闭事件、2003年三九集团陷入债务危机等等。为尽多的获得银行贷款，很多企业不惜弄虚作假，粉饰财务报表骗取银行的信任，这样的事件在我国层出不穷，如2004年的南海华光事件、2010年的蓝田股份事件等等。这说明，在我国，银行贷款融资是公司生产、经营所需，公司在取得银行贷款时可能会“不择手段”。

①根据中国人民银行各年货币政策执行报告整理所得。

②来自中国人民银行网站[http: //www. pbc. gov. cn/](http://www.pbc.gov.cn/)。

1

信息披露是会计与金融研究的热点。一方面，监管机构不断加大企业定期披露（年报披露、中报披露、季报披露）的要求和力度；另一方面，违规、虚假信息披露的案例时有发生；市场对信息披露水平的提高能否做出有效反应，进而建立回馈机制。若信息披露质量的提高可以帮助企业减轻资本成本和缓解融资约束，企业将会主动提高信息披露水平，改善市场信息不对称程度，提高市场效率。我国处于转型经济阶段，制度发展相对比较落后，政府在资源配置方面仍然起着重要作用，高水平的信息披露能否减轻公司的融资约束，帮助企业获得更多的银行贷款，使公司受益？这一作用是否受我国特殊的制度环境影响？市场化进程的好坏，政府干预的多少，以及法治水平的高低影响如何？这一问题有待研究。

金融危机的发生为世界各国银行敲响了警钟，银行怎样控制贷款风险呢？不论是贷款审核还是过程监控，会计信息自始至终是商业银行掌握企业财务状况的重要渠道，因而企业会计信息质量成为银行关注的重点，金融危机期间我国政府

4万亿救市，以及对银行贷款的干预是否影响信息披露质量与银行新增借款的关系？我国银行肩负降低不良贷款[①](#_bookmark3)率的重任，信贷风险控制将更加严格，金融危机“悲剧”发生在发达国家，为我国银行敲响警钟，信贷风险控制的难度可见一斑。因此，银行在信贷决策时会加大对贷款企业的信息披露关注程度。

### **1.1.2** 研究意义：

#### **1.1.2.1** 理论意义

第一，债务融资是现代公司理财研究的重要内容，信息披露问题与债务融资问题都是理论界探讨的重要问题。本文对信息披露质量、债务融资的相关理论以及二者相关关系进行了回顾与分析，为其他学者的研究提供了一定的参考。

第二，债务融资是影响企业发展的重要因素。我国当前是以银行为主导的金融体系，国有性质较明显，民营企业常常在信贷方面受到“制度歧视”，在金融危机期间，银行面对自身利润最大化与政府干预的双重压力下怎样既控制风险又促进经济发展，为我国资本市场的发展以及相关政策的制定提供了理论参考。

①不良贷款(Non-Performing Loan)也指非正常贷款或有问题贷款，是指借款人未能按原定的贷款协议按时偿还商业银行的贷款本息，或者已有迹象表明借款人不可能按原定的贷款协议按时偿还商业银行的贷款本息而形成的贷款。

2

第三，随着市场化进程的发展，制度环境不断变化，制度环境的变化能够有效减轻代理问题和信息不对称，减少市场不完全性，缩小内外源融资成本的差异，降低企业面临的融资约束，通过这一微观传导机制促进经济的发展。因此，用企业实际数据研究制度环境是否改变信息披露质量对债务融资的这种关系，其结论对实践具有一定的理论指导意义。

#### **1.1.2.2** 现实意义

第一，企业方面：通过研究信息披露质量与债务融资的关系，可以启示企业提高信息披露质量，从而获得较多银行贷款，降低企业融资成本。有利于资金在企业间合理配置，业绩好的企业可以得到更多的资金支持，帮助企业合理有效的利用资金，满足生产、经营需要，促进资源的优化配置，为很多无法获得银行贷款的企业提供了一个思路：提高信息披露质量。

第二，银行方面：优化银行信贷决策，降低信贷风险。贷款是商业银行的主要业务，风险控制对其持续经营与发展的影响至关重要，银行可以通过高质量的信息披露掌握企业的真实状况，有利于银行通过企业信息披露质量控制其信贷风险，保证信贷政策的合理性。

第三，政府方面：有助于政府对企业与银行的合理监管，提高资金的利用率。必要的监管是信息披露可靠性、相关性的重要保证，是资本市场健康发展的重要条件。不合理的监管有可能会引起市场混乱，1929年的世界性经济危机与美国安然公司的造假案件给我们深刻的启示，也是重要的例证。将政府的适度干预与信贷市场调节结合在一起，针对我国特殊的制度环境状况，接受金融危机的教训，提供合理的政策保障，保障资金的有效利用，带动资本市场的发展。

## **1.2** 基本概念

### **1.2.1** 信息披露质量

国内外学者很少直接总结出信息披露质量的定义，大多数学者基本上是从信息披露质量衡量角度界定信息披露质量的概念，学者基本上是重度量轻定义。信息披露是以公开报告形式（招股说明书、上市公告书、定期报告和临时报告等）

3

将影响（直接影响或间接影响）使用者决策的信息对投资者、社会公众公开披露的过程。上市公司的信息披露体系（如表1—1）披露内容较多，主要体现在列示的四个部分，Healy PalePu（2001）深入研究了财务报告信息，其认为：财务报表及附注、管理层讨论和分析两种基本形式应当受到监督[①](#_bookmark5)，一些合规形式和自愿性沟通也应该在其中。

表1—1 我国上市公司目前的信息披露体系

| 披露类型 | 披露内容 |
| --- | --- |
| 首次披露 | 招股说明书内容：公司股份发行的有关事宜 |
| 上市公告书内容：股票上市前的重要信息披露资料 |
| 定期报告 | 年度报告内容：财务报告、其他信息 |
| 中期报告内容（半年度报告、季度报告）：财务报告、其他  信息 |
| 临吋报告 | 重大事件公告 |
| 并购信息披露等 |
| 其它披露 | 常规性公告：如股东大会、董事会决议公告等 |

信息披露质量应首先体现为披露内容的质量（包括真实、完整、相关、可靠、及时等）；其次是描述信息披露内容，即披露的信息是否能够帮助信息使用者更容易理解信息，更好的达到有效使用信息的目的。分析信息披露质量可以从信息披露的质与信息披露的量两个方面分析，信息披露的质是指上市公司披露的信息使决策者做出合理决策的有用程度，信息披露的量是指上市公司披露的信息满足决策者分析判断时所需的信息数量，信息披露质量就是将两者结合找出质与量的均衡点，满足信息使用者在有用性和数量上的需求程度。

### **1.2.2** 制度环境

制度环境与市场主体决策之间存在相互影响的关系，LaPorta等（1997, 1998，

1999）一系列研究使制度环境因素引起了金融界的重视，他们的研究逐步证明了制度环境因素对于资本市场、权益结构、治理结构、公司价值和股利政策的显著影响，在公司金融研究中开创性的引入制度环境这一解释变量。国内外学者在以后的研究中对此进行了拓展，广泛地关注环境因素（如政府干预、文化、法律、

①引自Healy PalePu, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature.2001

4

### 信用等）对公司治理的影响。

一般而言，制度环境是指公司所面临的外部环境，通常包括政治、经济、文化和法治环境，如市场竞争、政府治理、制度改革、法治水平等方面（夏立军和方秩强，2005）。本文所指制度环境主要是指金融危机、市场化进程、政府干预程度、法治水平。借鉴了相关文献研究，利用樊纲和王小鲁（2011）编制的中国各地区市场化进程总得分，政府减少对企业干预得分，市场中介组织的发育和法律制度环境得分来度量，金融危机状况也包含在制度环境当中（只是下文做实证研究时将金融危机的影响单独列出）。

### **1.2.3** 债务融资

到目前为止，融资还没有一个统一的定义。存在几种不同的解释：有的认为融资是一种手段[①](#_bookmark6)，有的认为融资是一种过程[②](#_bookmark6)，有的认为融资是一种活动[③](#_bookmark6)，还有的学者将融资定义为：资本的调剂与融通行为，是资金的需求者（融资主体）通过某种方式，运用某种金融工具，从储蓄者手中获取资金的过程。

债务融资是重要的融资方式（内源融资、股权融资、债券融资、债务融资）之一（不同融资方式优缺点的对比如表1—2），表1—3是我国2001年到2010年的融资状况。本文的债务融资是指银行贷款融资，银行贷款融资是指借款人为满足生产经营需要，与银行达成贷款协议，借入一定数额的资金，并在约定期限还本付息的融资方式。

表 1—2 不同融资方式优点、缺点的对比

| 融资方式 | 优 点 | 缺 点 |
| --- | --- | --- |
| 内源融资 | （1）融资比较便利，自主性强。  （2）避免了股权上的稀释，减少股利上的税收。  （3）融资成本最低。  （4）可以增强公司的信誉及贷款融资能力。 | （1）融资规模有限  （2）保留盈余的数量常受到某些股东的限制 |

①《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的解释是：融资是指为支付超过现金的购货款而采取的货币交易手段或为

取得资产而集资所采取的手段。

②《大不列颠百科全书》认为：融资是为任何一种开支筹措资金或资本的过程。

③《中华金融词库》中，融资的定义是“货币的借贷与资金的有偿筹集活动”。

5

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 股权融资 | （1）没有固定的利息负担。  （2）融资规模较大，风险较小。  （3）可以长久使用，无需还本。  （4）普通股融资的限制较少。  （5）可以增加公司的信誉。  （6）可以分散企业风险。 | （1）资金使用成本  较高。  （2）发行股票会分散股权。  （3）无法避税 |
| 债券融资 | （1）发行成本较股权融资低。  （2）债券利息可以在税前扣除，而股息则是税后利润支付。  （3）不影响原有股东的控制权。  （4）可以发挥财务杠杆的作用。 | （1）给公司带来财  务风险。  （2）经常附有限制性条款，影响了公司财务灵活性。 |
| 债务融资  （银行贷款融资） | （1）筹资速度快。  （2）成本较低。  （3）贷款弹性好。  （4）产生税盾收益。 | （1）财务风险较大。  （2）限制条款较多。  （3）筹资数额有限。  （4）很难获得长期贷款。 |

表 1—3 我国2001—2010年企业融资结构单位：亿元

| 年份 | 融资总额 | 贷款总额 | | 权益融资 | | 债券融资 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 新增数额 | 比例 | 新增数额 | 比例 | 新增数额 | 比例 |
| 2001 | 13835.13 | 12943.63 | 93.56% | 751.5 | 5.43% | 140 | 1.01% |
| 2002 | 28536.34 | 27488.2 | 96.33% | 723.14 | 2.53% | 325 | 1.14% |
| 2003 | 31172.38 | 29968.1 | 96.14% | 846.28 | 2.71% | 358 | 1.15% |
| 2004 | 19998.6 | 18794.57 | 93.98% | 877.79 | 4.39% | 326.24 | 1.63% |
| 2005 | 20689.94 | 18272.91 | 88.32% | 339.03 | 1.64% | 2078 | 10.04% |
| 2006 | 37734.89 | 31441.3 | 83.32% | 2379.09 | 6.30% | 3914.5 | 10.37% |
| 2007 | 52433.76 | 39466.75 | 75.27% | 7898.05 | 15.06% | 5068.96 | 9.67% |
| 2008 | 54279.5 | 42302.15 | 77.93% | 3534.95 | 6.51% | 8442.4 | 15.55% |
| 2009 | 126382.7 | 105547.9 | 83.51% | 5072.76 | 4.01% | 15762.03 | 12.47% |
| 2010 | 108641.5 | 83629.35 | 76.98% | 9672.2 | 8.90% | 15339.95 | 14.12% |

注：数据根据我国统计局、债券信息网、证监会、人民银行统计调査司数据整体所得，股票融资数据来自国内A股融资数据，可转债包括在内；债券融资指企业债券、集合票据融资、短期融资券、中期票据。

由表1—3可知：随着资本市场不断深入与发展，权益融资与债券融资虽然有一定的发展，融资比例有所上升，但信贷资金在融资总额中仍然占有相当大的比例，占绝对优势。

6

## **1.3** 研究内容与研究方法

### **1.3.1** 研究内容

本文主要通过六章来阐述：

第一章：绪论。对本文的研究背景、研究意义、基本概念、研究内容、研究方法、可能的创新点等简要阐述与描述，这是本研究的前提。

第二章：文献综述。层层递进的回顾了国内外相关文献，主要包括“信息披露质量与债务融资”，“信息披露质量与债务期限结构”，“政府干预、信息披露质量与债务融资”，“制度环境与债务融资”四个方面，并对文献进行了评价，希望从中了解已有的研究成果，吸取经验，这是本文进行研究的基础。

第三章：信息披露质量对新增银行借款影响的理论分析。理论基础主要包括了信息不对称理论、信号传递理论、软预算约束理论、债务契约理论。其中，基于信息不对称理论、信号传递理论、债务契约理论，我们认为：信息披露质量的确有助于银行新增借款的增加，以及得到不同期限结构的贷款；基于软预算约束理论可以得到：经济形势的变化及政府干预会影响信息披露质量对银行借款的作用；而基于软预算约束理论及债务契约理论等得到“市场化进程、政府干预程度与法治水平的不同，其信息披露质量对融资约束的影响也存在差异”，为后文实证研究与分析提供了理论依据。

第四章：实证研究设计。在文献回顾与理论分析的基础上提出了本文的假设，并根据假设选择了变量、衡量指标、样本、模型。

第五章：实证检验。本文以2007—2009年深市A股非金融类上市公司（剔除创业板上市公司）为样本，用回归分析的方法对四个假设进行验证和分析。

第六章：结论、政策建议及研究不足。本章基于全文的规范研究与实证分析得到研究结论，提出政策建议以及本文研究的局限性，并探索未来可以进一步研究的方向。

其结构图如下：

7



绪 论

文 献 综 述

相关理论分析

实证研究设计

实证检验

研究结论、政策建

议及研究的不足

研究的背景、意义、基本概念、内容、方法及可能的创新点

信息披露质量与债务融资

信息披露质量与债务期限

政府干预、信息披露质量与债务融资

制度环境与债务融资

信息不对称理论

信号传递理论

软预算约束理论

债务契约理论

假 设 的 提 出

相关变量的设计及计量， 样本及模型的构建

初步检验



市场化进程

政府干预程度

期限结构

金融危机

分组检验

法治水平

8

### **1.3.2** 研究方法

（1）本文在研究中，采用了规范研究与实证研究相结合的方法。

第一，逻辑分析与归纳总结采用规范分析方法，通过对信息披露质量、债务融资等相关理论的分析，对国内外相关文献进行了梳理、分析、总结，强调了信息披露质量、债务融资的重要性与必要性；在现有文献梳理的基础上，以信息不对称理论、信号传递理论、软预算约束理论和债务契约理论分析了会计信息披露对债务融资的影响，为实证研究提供了基础和依据。

第二，实证研究进一步验证了理论分析，在理论分析的基础上，加入相关影响因素，搜集、整理需要的相关数据，采用多种计量方法实证分析数据，包括描述性统计、多元回归等，在严格分析的基础上加以整理，得出可靠结果。

第三，实证分析过程中，为了在以往研究的基础上，更加深入的研究信息披露质量对债务融资的影响，本文分别从债务期限、金融危机、市场化进程、政府干预程度、法治水平进行分组实证分析，使结论和建议更具有针对性。

（2）对比分析方法，通过信息披露质量对债务融资在不同债务期限、金融危机、市场化进程、政府干预程度、法治水平的影响下对比分析，结论更具说服力。

## **1.4** 可能的创新点

本文基于信息不对称理论、信号传递理论、软预算约束理论、债务契约理论，不同债务期限、金融危机影响、市场化进程、政府干预程度、法治水平对会计信息披露质量影响新增银行借款这一作用进行实证分析，在一定程度上丰富和发展了我国信息披露质量与债务融资关系的相关研究。

（1）理论方面：本文将信息不对称理论、信号传递理论、软预算约束理论及债务契约理论以递进的方式进行逐步分析，得出信息披露质量对债务融资存在影响，并且在债务期限及制度环境的层面，该影响存在显著差异。

（2）实证方面：结合我国特殊的背景，不但从微观的视角考虑了信息披露质量对银行信贷的影响，而且从金融危机、市场化进程、政府干预、法治水平等宏观方面作了深入的考察，为研究提供了新的视角。

9

# **2** 文献综 述

本章就信息披露质量与债务融资的关系，信息披露质量与债务融资期限的关系，政府干预、信息披露质量与债务融资的关系，制度环境与债务融资的关系相关国内外研究进行回顾及评价，在此基础上，指出本文所做研究的必要性与重要性。

## **2.1** 信息披露质量与债务融资

国外研究综述：国外学者从会计信息的各个方面研究了会计信息与债务融资的关系，几乎得出一致结论：会计信息对债务融资是有用的；会计信息（如盈余信息，现金流信息等）的质量有助于银行的决策，为银行做出决策提供了重要的参考。自从Ball Brown（1968）发现会计盈余信息具有信息含量的证据后，西方大量出现了证明会计信息具有信息含量的文献；国外学者通过实证研究得出的结论基本一致，会计信息在我国证券市场具有信息含量，会计信息对投资者是有用的

（Chenetal, 1999）。Abdel Khalik（1973）通过问卷调查，研究发现如果仅依靠财务比率而没有详细的财务信息支持，可能导致银行低估企业风险，同时发现银行偏爱详细的财务数据，没发现详细财务数据妨碍银行制定信贷政策的证据。Larry（1992）强调了现金流量表对银行信贷人员的重要性，认为现金流影响偿还债务而非利润，经营现金流是评价借款人信誉的一种重要财务信息，也是评价信贷风险的重要信息（Billings Morton, 2002），是银行信贷人员除会计报表附注信息外经常使用的信息（Kwok, 2002）。Bamber Stratton（1997）检验了修正审计报告(modified audit report)对信贷决策的影响，若信贷申请材料中存在对报表不确定性修正的审计报告，信贷人员会认为这份贷款申请风险较高，会提高贷款利率及减少发放贷款；Kitindi（2007）对博茨瓦纳债权人年报信息的使用状况调查发现：与其他报表相比利润表相对更重要。

国内研究综述：国内很多学者研究了财务信息与非财务信息对银行信贷的影响，李小燕等（2003）认为信用等级转移，业绩指标有先导性；现金流的业绩指标更能提示企业的违约风险，与经营者业绩相关性更强。胡奕明、周伟（2005）发现银行贷款政策（贷款数量、贷款期限、贷款保证方式）与企业财务状况虽然存

10

在一定联系，但不明确，银行改变某些贷款政策传导监督压力的效力是有限的，还发现：贷款政策与一些非财务指标之间存在合理相关关系，说明非财务指标在银行贷款政策的制定中非常重要；很多学者通过问卷来研究银行授信过程中信息使用情况，了解银行工作人员对财务信息的应用情况，以及财务信息与非财务信息在银行授信过程中发挥的作用，大多数的信贷人员认为会计信息基本上能满足企业授信的分析要求（饶艳超等，2005）。在我国特殊的制度背景下，廖秀梅（2007）研究结果表明：会计信息可以降低信贷决策中（企业与银行均为政府终极控制时）银行监督出现缺位，银行信贷决策中使用会计信息不仅考虑会计信息质量问题，也受所有权制度约束，实证表明会计信息对信贷决策具有重要的促进作用，帮助银行与企业相互了解，提高了信贷决策正确比率，降低了信贷风险。在盈余管理对银行信贷的影响上存在一定的不同研究结果，我国银行业不能有效识别企业的会计操纵行为，导致了银行资源配置不合理和发生不良债权（叶志锋、胡玉明，2009）；姚立杰、夏冬林（2009）的研究结果是我国银行能识别借款企业的盈余质量，对未来的研究主题方面，叶志锋等（2011）提出：一是构造整体性指标检验会计信息质量对银行信贷配置效率的影响；二是深入探究借款人在信贷过程中会计信息使用方式；三是从动态视角考察会计信息质量对银行信贷配置效率的影响；四是通过对会计信息质量的需求特征，提出改善银行信息获取、传递及使用措施。

文献评述：已有文献得出的结论基本一致：企业会计信息对于银行的信贷决策是有帮助的，并且有很多学者探讨了哪些会计信息对信贷决策更为重要。企业

（债务人）与银行（债权人）之间信息不对称程度较严重，银行很难了解和把握企业的行为，银行为自身利益免遭侵害，保障自身效益，往往与企业签订债务契约，通过契约控制贷款的风险，许多出于风险管理的保护性条款出现在契约中（限制额外的负债、不允许出售资产等），银行有许多手段出现在控制风险的过程中，其中最重的就是授信评估，财务信息既有定性分析，也有定量分析，是衡量企业偿债能力的关键信息，也是银行授信的重要依据；企业财务状况（获利能力、偿债能力、变现能力等）越好，承担风险的能力也就越强，给银行带来的损失也就越少，企业更容易以较低的利率获得较多的贷款，财务报告信息对企业进行债务融资与银行信贷决策的重要作用己经得到验证。

11

## **2.2** 信息披露质量与债务期限结构

国外研究综述：美国的银行根据企业会计信息质量授予不同的债务期限，在中国可能存在不同（Graham et al 2008, Bharath et al 2008），通过经理人员与贷款人之间的信息不对称对公司债务期限结构影响的实证检验，Daniservska（2002）研究发现短期盈余信息不对称正面影响公司债务期限，公司存在严重短期盈余信息不对称会依赖短期债务融资更多，担保价值比例较高，债务期限较长。通过研究管理层持股对公司债务期限的影响，（Datta、Raman, 2005）发现管理层持股比例与公司债务期限存在显著负相关关系，研究推进了人们对公司债务期限影响因素的认识，但是存在一定的缺陷，即各国在制度环境上存在差异，很难控制其对债务期限结构的影响，所以研究结论具有一定的局限性。Fanyu（2005）用AMR评级作为衡量信息披露质量的变量，发现信息披露质量较高的公司短期债务较少、长期借款较多。Regina（2009）使用二级债券市场债券报价收益衡量信息不对称，检验了信息不对称与债务代理成本的关系（在综合债券市场中），发现信息不对称能降低债务合约期限，高债券报价收益导致较短的债务期限。

国内研究综述：对债务期限结构的研究，国内学者起步较晚，我国许多专家与学者都对公司债务期限进行深入的研究，雷森等（2004）通过分析银行与企业目标取向、行为机制，建立二者之间不完全信息信号传递动态博弈模型，通过分析模型指出：若信贷配给带来的交易费用足够大，高质量企业会选择较多短期债务来传递高质量的信号，差企业却无法模仿；肖作平（2005）从动态视角对债务期限结构影响因素进行经验检查，研究发现：调整成本显著影响债务期限结构；没发现公司使用债务期限结构向市场传递信号的证据。熊正德、刘露（2008）从行业的角度出发研究信息不对称对上市公司债务期限结构的影响，通过实证检验，结果表明我国上市公司的信息不对称程度与债务期限结构行业差异较显著，信息不对称因素对一些行业上市公司的债务期限结构影响显著；基于我国政府干预特殊制度背景下，刘志远等（2008）通过代理理论，实证研究了终极控制人与其所控制上市公司债务期限结构的关系，结果表明：终极控制人为国有性质时，其所控上市公司长期负债比例偏高；陆正飞，祝继高和孙便霞（2008）通过研究银行长期借款，针对企业盈余管理行为与银行信贷决策的关系，研究发现：盈余管理程度不同的上市公司，新增银行长期借款与会计信息相关性差异不显著，控制

12

了借款类型、借款期限等因素后，该结论依然成立；江伟（2010）研究结果表明：上市公司不会随制度环境的改善而获得更多的长期债务融资，地区法制环境和金融发展的水平越高，上市公司的长期债务融资越少，在法制环境比较好的地区，金融发展水平的提高可以帮助上市公司获得更多的长期债务融资，本文的研究结果有助于帮助我们深入了解我国上市公司长期债务融资较低的制度因素。基于债务期限的信息不对称理论，胡元木（2011）检验了Flannery模型、Dianmond模型在我国的适用性，公司会根据信息不对称的程度选择不同期限的债务，公司（低风险和高风险）在信息不对称程度较高时选择短期债务满足资金需求，相反，中等风险公司却会选择长期债务，所得结论与其所用理论模型预期基本一致，同样的理论模型在信息不对称程度降低后未能得到验证。

文献评述：国内外学者对债务期限结构进行了大量研究，以往的研究较多的从企业特征、制度环境等方面分析，很少有学者从信息风险等角度入手研究信息披露质量对债务期限结构的影响，作为新兴的市场经济国家，我国具有自己的属性与特点，在很多方面与其他国家存在较大的差异，现阶段我国正处于转轨时期，企业与银行都面临较大的挑战，针对我国特殊的背景，在以往研究的基础上，本文结合我国的制度环境，考虑信息风险，研究了信息披露质量与债务期限的关系，信息披露质量是否是影响债务融资的重要因素，银行是否把信息披露质量作为贷款期限的依据，为企业获得合理贷款与银行风险管理提供建议。

## **2.3** 政府干预、信息披露质量与债务融资

国外研究综述：银行与政府的密切关系导致软预算约束（Berglof、Roland，

1995），银行给政府偏好的坏项目融资，可得到政府较多的津贴和好处，若政府提供银行的解救资金可以弥补银行给坏项目的贷款，银行将会继续贷款，产生软预算约束。（Shleifer、Vishny, 1994）分析了所有权性质对寻租[①](#_bookmark11)行为的影响，结果表明，因为寻租成本较低，公有企业与政府的关系比私有企业强，更容易产生寻租行为，会计信息对债务契约的有用性大大降低（La Porta, 2002），银行对有政府背景的企业存在金融软约束，且贯穿于契约的整个过程，体现在事前签约、

①[按照寻租理论](http://baike.baidu.com/view/241909.htm)的鼻祖[美国](http://baike.baidu.com/view/2398.htm)经济学家[克鲁格](http://baike.baidu.com/view/1151963.htm)的定义和阐述，寻租是指人们凭借政府保护而进行的寻求财富转移的活动。它包括“旨在通过引入[政府干预](http://baike.baidu.com/view/1023357.htm)或者终止它的干预而获利的活动”。

13

事中监督与控制及事后执行（Frydma, 2002），国有企业的风险较低，由于国有企业面临违约问题时，政府会帮助其渡过难关（Brandt、Li, 2003），结合亚洲经济危机，（Johnson、Mitton, 2003）研究发现，资本控制者为具有政治关系的企业提供租金，资本控制加强后获得补贴，有更高的财务杠杆；政府是国有银行的最终所有者，主导着银行信贷资源的分配，信贷资源会更多地配置给国有企业，私有企业却难以得到银行信贷的支持(Allen、Qian, 2005)，拥有“政治关系”的企业可以从银行获得更多的长期贷款，而且只需要提供较少的抵押资产

（Charumilind, 2006），在那些高度腐败、产权保护差、政府干预程度高的国家更明显（Faccio, 2006），（Fan, Twite, 2010）的跨国研究也表明，投资者保护较好的国家里，公司债务期限结构会更长；市场化程度高的地区，政府对公司的干预水平相对较低，公司所面临的融资约束更多受到自身禀赋的影响，在市场化程度低的地区，政府出于政治目的（如政绩等），直接为企业追加投资或直接干预企业贷款行为，充当担保人，帮助需要融资的国有企业获得贷款（Dinc, 2005），从而降低了融资契约的履约成本，公司受到的融资约束更少。

国内研究综述：孙铮等（2005）研究发现：市场化程度越高的地区，长期债务的比重越低，出现差异的主要原因是政府对企业干预程度的不同，司法体系难以使长期债务契约有效执行时，政府关系是一种重要的替代机制；政治关系、政府干预影响了银行向国有上市公司的贷款决策（薛玉莲，2008），持续经营不确定情况下，对民营上市公司贷款决策更加严格，国有上市公司却没有因此受到较明显影响，但持续经营不确定的国有上市公司债务违约现象比同类民营上市公司严重的多；在转型经济下的我国，相比国有企业，审计意见对非国有企业融资约束有更显著的缓解作用，市场化程度越低，这种作用越显著，政府软约束对审计的替代作用（王少飞，2009）对改善政府干预后果与促进非国有企业融资有实践价值，银行对私有产权控股的公司要求其会计政策更加稳健，对私有产权控股且短期借款比例高的公司会计政策要求更加稳健，对长期借款比例高的国有产权控股公司的会计政策要求低（刘运国，2010），在政府干预的制度环境中，信息风险对长期借款的影响在国有企业的正相关关系更显著，这种选择主要体现在债权人对国有企业的可操纵信息风险（杨孙蕾，2011），在我国，银行贷款是企业重要的融资渠道，政府的隐性担保和行政干预使国有公司以较少的担保获得银行贷

14

款（沈红波，2011），金融危机冲击导致经营环境恶化，信贷萎缩，王连军（2011）认：在政府的指令性贷款与自身利润最大化的双重任务约束下，银行道德风险增加，贷款资金投放背离政府救市意图，政府干预没有造成不良贷款率的提高，对信贷规模的扩张影响深刻，长期会造成过度利用银行信贷资源和潜在风险的上升。

文献评述：以上研究发现，大部分学者认为民营企业在债务融资方面受到

“歧视”，国有企业得到更多优惠，实际控制人性质削弱了信息披露质量与新增银行借款的相关关系，但是由于我国特殊的经济背景，加上金融危机的影响，银行面对利润最大化与政府干预较强的双重压力，金融危机时期信息披露质量对新增银行借款的关系是否发生了变化？以往的研究相对较少，所以这是本文讨论的一个问题。

## **2.4** 制度环境与债务融资

国外文献综述：国外文献对制度环境与债务融资研究较多，LaPorta 等人

（1997,2002）指出投资者法律保护水平较高可以帮助企业获得外部融资，而且享有更高的市场价值，还引入了公司治理的研究领域，其认为公司治理结构是适应外部制度环境的内生性反应，提供了跨国比较的证据，对于帮助我们理解外部制度因素（法律环境、金融发展等）对企业债务融资的影响具有重要作用，

（Demirgvc-Kunt, Maksimovic, 1999）证实了法律保护程度与长期债务比例正相关，投资者保护较好的国家里，公司有更长的债务期限结构（Giannetti，2003，

Fan，Titman、Twite，2010），法律对债权人的保护和银行体系的发展可以促进银行为企业提供更多的贷款（Mitton, 2008）

国内文献综述：各地区金融发展水平的差距影响了企业债务融资，金融发展水平越高，企业短期债务比率越高，金融发展有助于很多企业（可抵押资产较少的企业、规模小的企业、依赖无形资产投资的企业等）获得债务融资（江伟、李斌，2006），加深了我们关于金融发展对公司融资决策影响的理解，他们还发现：在政府干预程度较低、金融发展水平较高的地区，国有银行的差别贷款行为对不同性质企业的影响有所减弱，指出了导致国有银行差别贷款行为的制度根源，余明桂、潘红波（2008）认为：在我国金融发展较落后、法治水平较低和产权保护

15

不强的制度条件下，政治关系作为一种替代性的非正式机制，可以帮助民营企业缓解落后制度的阻碍作用，帮助民营企业得到更多信贷支持；地区制度环境与经济发展水平对财务报告在较大程度上起到了决定性作用，但可能忽略了准则差异及文化因素的影响，在研究会计信息质量与会计稳健性的差异时，不仅考虑宏观制度因素，微观层面的研究也要结合宏观制度层面进行分析（朱松、夏冬林，

2009），叶康涛等（2010）发现遭到负面报道的企业，其下一年的债务融资规模会变低，银行在贷款决策时会考虑借款人的声誉，公司所在地区市场化程度越高，影响越弱，声誉与市场化程度之间存在相互替代的关系；对于非政府控制的上市公司，被出具持续经营审计意见（简称“GCO”）后，公司的银行贷款有显著的下降，而且公司是否被出具GCO与下一年银行贷款变化之间的负相关关系显著地受制度环境因素的影响（廖义刚，2010），即在市场化进程程度较高、金融发展水平较高、法治水平较高的地区，两者负相关关系更为显著；苏坤（2012）把政府控制、内部结构与制度环境三者放在统一框架进行分析，结果发现：政府行政级别越低，干预银行信贷资源配置额的动机就越强，公司可以获得更多的银行贷款，与制度环境较差的地区相比，制度环境较好地区的政府控制、内部结构对银行信贷资源配置影响较小。

文献评述：很多学者从制度环境研究了不同制度环境下债务融资的状况以及不同制度环境下信息披露状况，从不同的角度探讨了制度环境对债务融资的影响，大部分学者得出的结论基本一致：制度环境深刻影响了债务融资，对资金的配置起到了一定的调节作用，但很少有文献研究不同制度环境下信息披露质量对债务融资的影响，本文基于这一点进行了深入研究。

16

# **3** 相关理论分析

## **3.1** 基于信息不对称和信号传递理论的分析

信息不对称指买卖双方（在信贷市场上的双方是企业与银行）对相同的事件了解、掌握信息的程度存在不同，一般情况下交易双方掌握的信息不可能相同，其中的一方了解、掌握的信息比另一方多，或者比另一方真实、准确。交易决策一般是建立在信息不对称的基础上的，根据发生时间不同，将信息不对称分为事前信息不对称和事后信息不对称，其所用模型如表3—1，信息不对称发生在市场交易前会导致事前机会主义行为[①](#_bookmark13)，也就是逆向选择[②](#_bookmark13)（adverse selection），指在签订契约之前，交易的一方具有信息优势，掌握了另一方不具备的信息，信息优势者很可能利用自己掌握的信息优势做出损人利己的事情，影响另一方的利益，降低市场效率。信息不对称在市场交易后会导致机会主义行为，也就是道德风险[③](#_bookmark13)（moral hazard），信息不对称导致了市场的长期不均衡，长期供不应求现象体现在信贷市场上，信息经济学认为，信息不对称导致市场交易双方利益不均衡，影响了市场的公平、有序，以及市场资源的配置效率；为了缓解市场机制失灵、提高资源配置效率，保障契约双方的均衡，必须采取相应措施尽量解决由信息不对称带来的逆向选择与道德风险问题。

3—1信息不对称的基本模型[④](#_bookmark13)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | 隐藏行动 | 隐藏信息 |
| 签约前（事前逆向选择） |  | 逆向选择模型 |
|  | 信号传递模型 |
|  | 信息蹄选模型 |
| 签约后（事后道德风险） | 隐藏行动的道德风险模型 | 隐藏信息的道德风险模型 |

信号传递理论在信息不对称理论的基础上开始出现，市场信号理论由信号传

①机会主义行为是指在信息不对称的情况下人们不完全如实披露所有的信息及从事其他损人利己的行为。一般是用虚假的或空洞的，非真实威胁或承诺谋取个人利益的行为。如虚假广告、专利剽窃、偷税漏税、违约现象、偷懒行为等。

②逆向选择是指委托人与代理人之间存在严重的信息不对称性，代理人利用信息优势做出有利于自身利益最大化而不是股东利益最大化的决策。

③道德风险是指代理人在最大限度地增进自身效用时不利于委托人的行为。

④张维迎，博弈论与信息经济学.上海：上海三联书店，2001年，第399 页

17

递[①](#_bookmark14)和信号甄别[②](#_bookmark14)组成，市场会对绩效好的公司传递的好信号做出积极的反应，绩效差的公司却不能模仿，好公司可以利用信号传递理论区别于差公司，得到投资者的认可；市场显示绩效好的公司会较多的进行自愿性信息披露，为了不被市场认为“柠檬”，其披露政策会及时、主动、全面的向社会传递公司信号，表达自身良好的生产、经营状况。很多有融资需求的公司有很强动力借助披露高质量信息，传递公司较好的生产、经营状况，降低融资成本，Myers Majlu研究认为：不解决管理者与外部股东之间存在的信息不对称问题，双方因掌握信息的不同，对现在的股东来讲，会导致市场公开发行的股票、债券成本太高；披露公司相关财务信息与其他发展状况是企业加强与外界沟通，进行再融资的理性选择。

信贷市场上，在信贷过程中（如表3—2），借贷双方了解、掌握的信息差距较大，一般情况下，授信主体（银行）与受信主体（企业）之间不可能具有同等的信息量，企业对自身状况（财务状况、经营成果、现金流量、资金配置、风险状况等）了如指掌，银行根据各种渠道得到的企业信息却不能与企业同日而语，由于双方的信息不对称，企业获得信贷资金后较容易产生道德风险问题。会计信息作为反应企业财务状况的载体，可以用来改善信贷过程中产生的问题，降低信贷融资的成本；对于商业银行来讲，基于信贷资金风险管理的需要，保护自身的利益，银行通过信息载体掌握公司状况，签订贷款合约，控制信贷风险；银行通过对会计信息状况的考核，合理的评估企业资金风险，决定贷款的方式与额度，在合约签订之后，银行会根据会计信息跟踪借款人信贷资金的利用情况，根据公司的偿债能力确定公司再贷款的信用状况，采取相应措施控制、化解风险，如：当银行发现公司出现违反所签契约的行为时，银行会及时收回贷款；融资难是许多公司面临的重要问题，企业为了尽可能的通过银行贷款前审核，通过银行的风险评估，顺利获得贷款，企业必须解决银企之间因信息不对称带给银行的资金风险评估难题，一种有效的方法：提高信息披露质量。

①信号传递（Signaling model）指通过可观察的行为传递商品价值或质量的确切信息。

②信号甄别（Screening model）指通过不同的合同甄别真实信息。

表3—2 银行信贷过程对会计信息的需求

| 信贷过程 | | 对信贷过程描述 | 对会计信息需求 |
| --- | --- | --- | --- |
| 贷前调查 | 信用等级 | 银行通过考察借款人的相关客观指标，结合主观因素进行评定，以确定其信用风险的大小，进而决定是否发放贷款。 | 借款人的偿债能力指标、财务效益资产指标、营运发展能力指标等。 |
| 统一授信额度评定 | 银行通过综合考虑借款人的信用风险、财务状况，确定借款人总体负债的合理规模后，发放贷款的最高额度。 | 借款人的盈利能力指标，自有资本指标，抵御风险能力指标等 |
| 贷后监控 | | 跟踪、掌握借款人相关信息，通过判断其偿债能力情况，采取相应措施，控制和化解风险。 | 借款人的偿债能力指标，财务效益指标，资产营运指标，发展能力指标；信贷资金使用情况，销售情况，流动性现金流量情况， 债务情况等。 |
| 问题贷款管理 | | 综合掌握问题贷款情况，分析、判断问题贷款的严重程度，明确能否挽回以及采取怎样措施挽回等。 | 借款人债务的种类、期限、结构，资产价值构成情况和抵（质）押情况，现金流量情况；贷款重组时借款人的经营预算、盈利与现金流量预测资本性支出，预测借款人可替代的还款来源等；破产清算时资产的变现价格、清算中发生的成本费用等。 |

注：根据陈毓圭主持的财政部会计准则委员会课题：会计目标的分报告：债权人会计信息需求整理信贷过程、信贷过程描述和会计信息需求。

通过对信息不对称理论与信号传递理论的分析，债务融资的过程中，银行非常重视企业的信息披露情况，信息披露质量的提高可以帮助企业在信贷过程中处于有利地位，缓解债务融资约束。

## **3.2** 基于软预算约束理论的分析

软预算约束（Soft Budget Constraint, 简称为SBC）是相对于硬预算约束[①](#_bookmark15)(Hard Budget Constraint, HBC)最早由匈牙利经济学家科尔奈在20世纪70年代提出的，用来描述政府对国有企业发生亏损时，采取一些救助措施（如贷款支持、财政补

①所谓硬预算约束就是指优胜劣汰的市场机制，即经济组织的一切活动都以自身禀赋为限，一个开支大于收入的组织无法维持下去。

19

贴、减少税收）。这一概念是一个经济组织借助外部组织的救助解决财务上面临的困境，得以继续生存、发展的一种经济现象；它的形成至少需要的两个主体：预算约束体[①](#_bookmark16)和支持体[②](#_bookmark16)；科尔奈（1986）从制度层面研究了软预算约束的形成条件：（1）价格制订，（2）国家的无偿拨款，（3）税收制度是软的，（4）软条件的外部资金投资，（5）信贷制度是软的，满足其中之一就会形成，根据分析，做出软预算约束的因果关系图（3—2）。

SBC 的产生

约束体的行为动机

经济系统的结构因素

支持体的行为动机

SBC 的解决

图3—2 软预算约束的因果关系图

结合我国的实际，软预算约束产生的原因较多；首先，政府的意志和利益对改革的进程、步骤影响巨大，国企改革过程中面临着大面积亏损，国企给各级政府带来了巨大的财政压力，出于稳定和政治的考虑，各级政府不得不承担维持国企生存和发展的压力，提供大量的保护和补贴责任；其次，官员为追求政绩，政府官员把国企作为追求政绩的载体，较多寻求短期利益，以达到短期政绩的目标，政企关系软预算约束慢慢转变为隐性金融倾斜。在信贷市场上，政府作为国有企业的支持体，一方面通过直接干预银行信贷政策，为国企提供优惠的债务融资；另一方面，为国企提供各种形式（如财政补贴、税收优惠、政策倾斜等）的支持，银行为克服自身风险和政府的双重压力，对政府提供隐形担保企业的偿债能力充满信心，国有银行是我国银行体系的主要组成部分，政府无论从自身能力还是从长远利益考虑，都会帮助国有企业走出财务困境，渡过难关；出于政治目的考虑而非盈利目的，银行在对国有企业贷款时，可能会降低对其信息与担保的需求，而且对其未来的监督也相对较少，银行对非国有企业信贷时会较多的考虑自身利益最大化，所需要的相关信息和担保也相对较多；所以，债务融资方面，政府干

①预算约束体是指以自有资源为限，如果收不抵支，产生赤字，在没有外部救助的情况下，不能继续生存的组织。

②支持体通常是受政府控制的，可以通过直接转移资源来救助陷入困境的预算约束体的组织。

20

预信贷政策与提供隐性担保会降低国有企业会计信息对融资约束的影响，所以当企业面临财务困境时，政府会优先考虑国有企业，银行贷款对会计信息的要求也就越少，对会计信息的质量要求相对较弱。

## **3.3** 基于债务契约理论的分析

科斯（1937）首次从契约理论的角度开始研究企业的本质，其认为：企业是市场各参与方之间生产要素（比如：劳动、资本、土地、技术、管理、信息等）的交易，也就是各要素之间的一种契约关系，其具有长久性、权威性的特点，在他的著作中，企业作为一种开展经济活动的组织形式，是一个集合体，而这个各种生产要素的集合体就是通过显性契约与隐性契约结合在一起的，各种契约就是服务于这个集合体的。所有者通过自己的生产要素提供给企业，其从企业获得相应报酬作为生产要素的回报，要求所有者通过契约参与企业正常的生产、经营活动。现代契约理论就是这个理论深化、发展、演变的结果。

现代契约理论认为：契约是由完全契约[①](#_bookmark17)与不完全契约[②](#_bookmark17)两种形式组成；在市场中，每项经济活动都是由各式各样的契约调节的，完全契约是其中的理想形式，在市场实际的操作中难以实现，主要有三个方面的原因：第一，在契约签订前的谈判阶段很难把未来所有的情况都考虑在契约当中，即使在这期间花费大量的人力、物力、财力，但这些成本也不能弥补在契约中加入考虑条款带来的效益，由于效益小于成本，当事人就会选择不添加这些条款，这导致了不完全契约。第二，签订的契约会涉及到第三方，第三方在专业能力方面可能存在不足，达不到胜任的能力，不能协调各方的争议问题，当事人不会在契约中添加相关事项。第三，未来发生的所有情况很难全部预见，契约当事人不可能将所有的事项都添加到契约当中。所以，市场中很难制定完全契约，大部分的契约都是不完全的，完全契约只是理想形式，不完全契约中，契约当事人当中具有有限理性与机会主义，企业作为不完全契约的集合体，信息不对称现象严重，所处外部环境变化较快，契约在执行过程中面临出现的各种问题，为应对相关问题，这就需要制定合理的、

①完全契约是指双方在签订契约之前，契约期间将会发生的重要事件都已经知晓，双方愿意按照契约条款执行，一旦对契约条款的理解出现偏差时，法院等第三方有权强制其执行契约条款。

②不完全契约是指缔约双方不能完全预见契约履行期内可能出现的各种情况，从而无法达成内容完备、设计周详的契约条款。

21

适应的机制，信贷市场也是有各种不完全信贷契约[①](#_bookmark18)组成的。

从信贷市场看来，现代企业作为各式各样不完全契约组成的系统性集合体，由于债务契约的不完全性，必须建立相应的机制保证契约得以有效执行，在契约的执行过程中，会计信息发挥着至关重要的作用，交易主体通过信息披露情况讨价还价；在一个经济组织当中，债务契约的签订必须得益于公司信息披露的帮助才能顺利完成，满足利益各方的要求，达到预期效果，债务契约的签订有助于弥补企业与银行之间的信息不对称，企业应尽量的披露自身生产、经营信息，特别是财务状况，通过信息披露减少契约的不完全性。Watts（1993, 2003）的研究发现，信息披露可以发挥协调各方利益的作用，可能就是因为债务契约不完全性的存在，使信息披露在公司治理方面发挥着重要作用。

债务契约的利益相关方的立场不同，导致所关注方面差异也较大，债权人（银行）为的是在较小的风险情况下获得较多的回报，按时收回本息，只有这样银行才更愿意贷款，债权人较多的关注企业短期状况（如：财产安全、变现能力），债务企业的签订是有一定的时间的，在这期间所能发生的状况很难预料，如果短期内企业出现了资不抵债，银行不能得到回报，甚至连本金可能都无法收回；如果企业发展前景好，发展相对较快，企业价值不断提高，债权人所得回报也是在债务契约中双方规定的利息，债权人在债务市场面临的回报与风险是不对称的，为了更好的掌握企业状况，债权人会了解企业的负债和费用等状况，评估企业是否还具有偿债能力。在对企业了解的过程中，高质量的会计信息是非常必要的，只有企业及时、准确的披露财务状况，债权人才能根据信息充分掌握企业的财务状况，评估其违约风险，根据各方面信息制定合理、可靠的信贷决策。

①不完全信贷契约是相对完全信贷契约而言的。完全信贷契约是指，在有关事后的企业投资项目收益方面不存在信息不对称及相应的监督成本的前提下，契约当事人在签订契约时能够完全预测到契约期间内可能发生的所有状态，愿意遵守双方所签订的契约条款，当产生争议时，依靠第三方（例如法庭）能够强制执行契约。在现实中，由于一些重要的未来变量在描述上的困难或根本不可能描述而在信贷契约中没有加以考虑，这样的信贷契约在理论上是不完全的。

22

# **4** 实证研究设计

## **4.1** 假设的提出

授信评估作为银行控制信贷风险的关键性手段，在银行信贷过程中发挥着重要作用，会计信息在此过程中帮助银行衡量企业的偿债能力（企业未来财务状况、经营成果等），是授信过程中的重要依据；财务状况越好的公司，越有能力负担财务上的风险，债务融资越具有吸引力，大量研究认为，会计信息有助于银行信贷决策（Abdel-Khalik，1973；Watts，Zinunerman，1986；Diamond，1991；Chung，

Ghicas，Pastena，1993；Kitindi，Magembe，sethibe，2007)，会计信息对银行信贷决策的作用己得到验证。

在当前正式金融制度下，银行的潜在信贷风险可以通过资本市场进行量化、分析、评估，此过程所依据的是“可计算性”的企业生产、经营、管理等方面的信息；签订债务契约前，银行通过会计信息考核企业的财务状况、经营成果及现金流量等，据此决定是否贷款，贷款方式，贷款额度；签订债务契约后，银行贷款后会跟踪、掌握企业对信贷资金的使用状况，通过对企业资金应用情况来评估企业资金的风险及再贷款的信用情况，此过程企业如果出现违反契约规定行为时，为保护自身权益会及时收回贷款。如果企业想顺利融资，以较低的代价获得银行存款，必须首先解决因信息不对称给债权人（银行）带来的对信贷风险评估问题，这样就很容易通过风险评估，达到信贷审核要求，（Diamond、Verriechia，

1991）通过研究认为解决此问题的一种有效方法是：提高信息披露水平；信息披露质量的高低对银行信贷的作用是显而易见的，银行对企业风险状况的判断会较多的依赖高质量的信息披露，通过风险评估状况制定出合理贷款利率和贷款数量的决策，因此，会计信息质量较高的公司更容易得到银行的青睐，在相同条件下，会得到更多的银行新增借款。由此，提出假设1：

假设1：企业信息披露质量越高越受到银行的青睐，获得的银行借款越多。合理的债务期限结构既是银行信贷决策的重要一环，也是企业债务融资的重

要内容，使企业具有良好的债务融资治理效应，与企业发展密切相关；债务市场中，银行与企业要想建立长期的合作互信关系，克服两者的信息不对称程度，银

23

行作为专业借贷机构，就必须掌握借款企业的一些事关风险评估的关键信息（如现金流、信用状况和投资机会等），美国银行依据企业会计信息质量的差异而给予不同的债务期限（Graham、Li, Qiu, Bharath, Sunder, 2008）。

银行信贷结构方面，长期贷款与短期借款是两种性质完全不同的债务；长期借款由于其期限相对较长，借款企业的财务状况在这期间可能具有较大不确定性，违反债务契约的可能性相对较高，所以银行对外部履约机制（如法律保护投资者的程度、所有权性质等）的依赖性较强(Diamond, 1991; Rajan, 1992)，市场化程度较低的地区，企业与政府保持密切关系，其长期借款可以得到政府的

“隐性担保”（孙铮等，2005）；廖秀梅（2007）认为政府干预银行的信贷决策主要通过长期借款，随着贷款期限变长，企业融资风险变大，银行决策依赖上一期会计信息越弱；企业长期借款不存在短期还款压力，会计信息对企业新增长期借款的影响不显著（陆正飞，2008）；相对于长期借款而言，银行对短期借款的控制较容易，银行掌握借款企业生产、经营信息，可以及时、有效的监督企业

（Diamond, 1991; Rajan, 1992），由于短期借款时间短，企业在资产结构、资产价值等方面变化相对较小，银行及时收回本息的风险较低（Diamond、Rajan，

2001）；所以，银行以信息披露质量作为风险评估的依据，企业的短期借款受上一年信息披露质量的影响较大，银行出于自身利益考虑，更愿意通过提供短期债务融资监督、控制企业（李斌、江伟，2006），企业会通过短期借款进行融资适应自身的发展，接受银行信贷审核，银行可以借此减少因信息不对称带来的信贷风险。由此，提出假设2：

假说2：相对于新增长期借款而言，信息披露质量与新增短期借款更具有正相关关系。

在货币政策紧缩时期，企业选择更稳健的会计报告政策，传递自身良好盈利能力和偿债能力的信号，增加获得银行贷款的可能性，在货币政策趋紧时期，信息披露质量较好的公司获得了更多的银行贷款（李志军、王善平，2011），随着融资需求的增大而获得更多贷款，贷款利率也更低；作为债权人，银行必然要求企业提高信息披露质量，银行最关注的是企业的资产能否偿还债务，而不是企业资产增值的潜力；一方面，银行把信息披露质量作为重要指标保证贷款的安全性；另一方面银行关注企业违约风险，银行把信息披露质量作为债务违约风险的

24

重要提示。

金融危机期间，很多企业出现资金短缺，为了维护企业发展，得到银行贷款支持，很多企业粉饰财务报表，银行作为经济主体，一方面，要实现自身利润最大化，另一方面，政府要减少金融危机的影响，维护金融稳定，银行不得不贷款给一些信息披露质量较差的企业，再加上银行对国有企业的偏爱，即使国有企业信息披露状况很差，企业照常可以获得银行的贷款；由于稳定的需要，政府的支持对信息披露质量的要求可能有所下降，因为金融危机的影响，信息披露质量的好坏对债务融资的影响可能减弱。由此，提出假设3：

假设3：相对于金融危机前，金融危机削弱了信息披露质量对银行新增借款的影响。

我国各地经济状况与社会发展水平差异性较大，由于不同的资源状况、地理位置、国家政策，导致我国各地区的市场化程度存在较大差异（孙铮等，2005），关系到银行的风险评估与信贷决策，对企业的债务融资影响较大，具体来讲，随着市场化改革的不断深入，市场化水平较高的地区，银行间竞争更加激烈，这些地区的银行发放贷款会更多地考虑自身利益最大化，而不是关注政治目的；然而在市场化程度较低的地区，银行间的竞争相对较少，地方政府致力于增加就业、稳定财政收入、促进经济发展等，主动干预银行贷款决策的动机较强，相比市场化程度较高的地区，贷款人长期债务履约成本较高，在市场化程度较低的地区，政府对银行的信贷干预降低了借款企业的履约成本，政府对国有银行的干预在市场化程度较高的地区相对较弱，这些地区的银行会加强贷款的审查、监督，银行对贷款管理的措施（如提高信息披露质量、调整贷款期限、要求更多的抵押等）更加严苛。另外，法律法规在债务市场的作用是不可忽视的，(LaPorta, 1997)认为法律法规作为信用市场发展的重要因素，影响信息披露质量对债务融资的作用，完善的法律法规有利于增强银行的贷款意愿，减少企业的信贷约束(Jappelli等, 2005)，有效率的法律体系中，企业取得外部融资更容易（Demirg、Mak, 1998），缺乏投资者权利保护的国家，企业的融资障碍较多（Laeven、Majnoni, 2003），法律、金融发展较好的西方发达国家，债权人给企业提供更多的长期借款（Fanet al.2007）；从我国实际情况看，司法体系不完善，缺乏独立性，干预司法独立的行为（政府部门、政府官员）屡见不鲜，法律往往不能有效的实施，成为一纸空

25

文；公司的管辖权属于当地的中级人民法院，虽然各地区上市公司所处的大环境基本一致，但是各地区的法治水平差距较大（樊纲等，2011），对银行的贷款行为影响深刻，在法治水平较高的地区，银行会利用贷款企业的信息披露机制来保护自身权益，加强风险评估，降低信贷风险。由此，提出假设4：

假说4：市场化程度越高、政府干预程度越低及法治水平越好的地区，信息披露质量对新增银行借款的影响越显著。

综上，本文实证思路如图4—1。

信息披露质量

新增银行借款

新增短期银行借款

新增长期银行借款

图4—1 本文实证思路图

市场化进程、政府干预程度、法治水平

金融危机

制度环境

## **4.2** 变量的选择及计量

### **4.2.1** 被解释变量

本文用Loanit来表示样本公司第t年单位资产的新增银行借款，其值用第t年与上一年的银行借款（短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款[①](#_bookmark20)）之差除以上一年资产总计[②](#_bookmark20)计算所得。本模型将Loanit分成SLoanit（单位资产新增短期借款）与LLoanit（单位资产新增长期借款）两个部分分别做回归分析，验证假设2；其中的SLoanit用第t年与上一年短期借款之差除以上一年资产总计计算所得，

①本文借鉴陆正飞等（2008）在《盈余管理、会计信息与银行债务契约》的做法，用一年内到期的非流动负债代替一年内到期的长期借款，因为一年内到期的的长期借款与一年内到期的非流动负债基本一样，差距较小。

②除以公司期初的资产总计以消除量纲的影响。

26

LLoanit是由第t年与上一年[①](#_bookmark21)（长期借款+一年内到期长期借款）之差除以上一年资产总计计算所得。

### **4.2.2** 解释变量

（1）信息披露质量的度量

以往实证研究中，度量信息披露质量的三种主要方法：①权威机构设置的信息披露质量评价指数；②学者自建的信息披露质量指数；③学者使用的一些比较合理、充分体现信息披露质量的相关替代变量。

第一，权威机构设置的信息披露质量评价指数；以往相关研究文献中，研究者广泛运用的信息披露指数有：①国际财务分析和研究中心的信息披露评价体系[②](#_bookmark21)；②标准普尔的披露评分[③](#_bookmark21)；③投资管理和研究—协会的披露指数[④](#_bookmark21)；④普华永道的“不透明指数”[⑤](#_bookmark21)；⑤深交所的信息披露评级（下文有具体的分析介绍）。

第二，学者自建的信息披露质量指数；国内外许多学者从自身研究问题的实际需要出发，自行构建了信息披露质量的评价体系，他们针对自身研究，从理论分析入手，对其所研究的问题所需项目归纳、整理后进行赋值，将赋值加总后得出自建指数。国外方面较为重要的是Botosan（1997）自建的评价指数，他用五大类信息中各个关键信息披露项目赋值，然后加总后得分，作为评价自愿性信息披露的指数，用该指数来衡量信息披露质量的好坏。国内方面，南开大学公司治理研究中心创建了“南开治理指数”（简称" CCGINK"），该指数包含股东权益、董事会、经理层、监事会、信息披露和利益相关者六个方面，从这些方面的真实

①在企业的资产负债表中，一年内到期的长期负债是流动负债的一个组成部分，但从契约性质来看，它仍然属于长期负债，所以，这里将其划分到长期贷款中，由于我国债券市场规模偏小，因此一年内到期的长期负债主要有银行贷款构成，江伟（2006）也将一年内到期的非流动负债作为银行贷款的组成部分。

②该评价体系即CIFAR指数，根据分析挑选的90个重要披露项目而来，样本来自34个国家，18个不同制造业的856家公司，根据披露项目在公司年报中披露情况分析量化，披露数量越多，该指数越大，说明信息披露质量越高。

③该评分将年报中的信息分为98种属性，对这些信息情况进行积分，然后得出总得分，该种打分重点考虑是否提供某种信息而不考虑信息的质量，被广泛用于跨国研究以比较各国之间公司信息透明度。

④该指数是美国投资管理和研究协会财务分析师，对27个行业的460家公司的年度报告、季度报告、其他

披露信息、与投资者关系的活动等信息的披露情况通过打分进行评价，但是该指数到1995年就停止了。

⑤该指数是普华永道会计公司2001年，对全球35个国家从法律、腐败、财经政策、政府管制、会计准则

与实务等5各方面打分评价而做的调查报告。

27

性、完整性、及时性来评价，得出信息披露的子指数。具有代表性的还有王永梅

（2003）借鉴Botosan的研究并结合我国的具体披露情况构建了信息披露指数，崔学刚（2004）也设计了自愿性信息披露指数，由41个自愿性信息披露条目构成。

第三，相关替代变量；信息披露质量的相关替代变量较多，许多专家学者在以往的研究文献中较多使用的信息披露质量替代变量有：（1）盈余透明度。盈余是财务报告的核心，也是投资者关注的焦点信息，其披露质量在一定程度上表现了公司披露水平，信息披露质量高表明盈余透明度高。（2）管理层盈余预测。此替代变量对公司未来盈余预测信息进行了说明，还有许多相关方面的定性信息披露，其充分性、全面性越高，说明信息披露质量越高；（3）事件法，以上市公司违规被处罚的事件数目表示公司整体信息披露质量，次数越多说明信息披露质量越差。

通过对比分析认为，权威机构设置的评级指数具有较多优势：（1）结果公开性强，使用性较广，设置成本较低，不随研究者不同而改变指数，研究可验证性较强，有较强的适用性。（2）权威性较强，指标是权威机构众多专家学者的研究成果，凝结了许多相关领域权威人士的智慧。（3）指标既考虑了信息披露的

“质”，又考虑了信息披露的“量”，包括了正式披露与非正式披露两方面的质量评价。针对我国信息披露的实际情况及所用数据状况的完整与权威，所以选择了深交所的信息披露质量评价指数作为本研究的度量指标。

综上，本文选取了深交所对信息质量的评级作为公司信息披露质量的替代变量，深交所的考评按照法律法规的规定，针对上市公司信息披露的各方面（准确性、及时性、完整性和合法性）的特征，结合企业因信息披露而受奖惩情况，以及监管机构的监管情况，对上一年上市公司信息披露考评得到优秀、良好、合格和不合格四个不同的考评等级，因其较强的权威性，很多专家学者利用其作为研究的衡量指标（如曾颖，2006；张宗新，2007）。本文的回归分析将考评结果“不合格”与“合格”为0，“良好”与“优秀”为1。

（2）制度环境

本文选取了樊纲等（2011）的报告中的市场化指数（Mar）、政府干预指数

（Gov）、法治水平指数（Leg）来衡量我国的制度环境，市场化程度的好坏也就

28

是市场化指数的高低，用报告中市场化进程的总得分来表示，得分越高说明市场化程度越高；政府干预程度的高低也就是政府干预指数的大小，用减少政府对企业的负担指数表示，指数越小说明政府干预程度越高；法治水平高低也就是法治水平指数的大小，用市场中介组织的发育和法律制度环境得分表示，得分越高说明法治水平越高。本研究以样本各年各省中位数为分界线，作为制度环境好坏的分类标准。

### **4.2.3** 控制变量的选择及计量

除信息披露质量外，本文把影响银行新增借款的财务指标分为上期财务指标和本期财务指标。银行发放贷款时要考虑借款企业的上期财务报告，包括审计意见、资产收益率、资产负债率、公司规模等（廖秀梅，2007；陆正飞等，2008），许多本期的财务指标关系到企业的生产经营，对银行借款影响较深刻，如经营现金流与增发、配股等（胡奕明等，2007）。

（1）审计意见（audit）:审计意见是影响银行借款的重要因素，是银行信贷决策的重要参考因素，银行认为审计意见越好，企业提供的相关信息越可靠，获得贷款越容易，本文对企业上期审计意见类型做虚拟变量，当企业上期审计意见类型为标准非保留意见时取0，其他意见类型为1。

（2）资产收益率（roa）:资产收益率越高，说明企业的经营效益越好，偿债能力越强，偿债能力是银行做出信贷决策最为重视的财务指标之一，直接关系到银行贷款的风险，本文用上期净利润与资产总计的比值表示。

（3）资产负债率（lev）：一般来说，企业的资产负债率越大，表明其面临的流动性风险越大，偿债能力越弱，企业还本付息的能力越弱，银行贷款收回的安全性越小，企业越不容易得到银行的贷款，本文用总负债与资产总计的比值表示。

（4）经营现金流（cash）：经营现金流是所有财务报表中最重要的指标之一。它主要记录了企业在销售商品、提供劳务、购买商品、接受劳务、支付税收等活动的现金流动情况，反映了主营业务的现金收支状况，是预测企业偿债风险的重要指标，本文用当期经营现金流除以期初资产总计来表示。

（5）增发和配股（seo）：孙铮、李增泉和王景斌（2006）等人的研究结果

29

表明，权益融资因素都会影响企业的债务融资。本文用当期增发、配股金额的和与期初资产总计的比值来表示。

（6）公司规模（size）：企业规模不同，社会声誉存在差别，通常来讲资产规模越大，债务违约发生的可能性越小，越容易获得银行的借款，本文采用上年资产总计的自然对数，作为衡量公司规模的指标。

（7）年度(year)：为控制宏观经济的影响，引入了年份哑变量。

（8）行业(ind)：按证监会的行业分类标准，由于制造业较多而且差距较大，本文对制造业继续分类，在剔除金融保险业后，剩余21个行业。

表4—1相关变量的定义如表所示：

| 变量名称 | 符号 | 含义 |
| --- | --- | --- |
| 单位资产新增  银行借款 | Loan | 第 t 年和第 t-1 年银行借款之差除以第 t-1 年资  产总计 |
| 单位资产新增  短期借款 | Sloan | 第 t 年和第 t-1 年短期银行借款之差除以第 t-1  年资产总计 |
| 单位资产新增  长期借款 | Lloan | 第t 年和第t-1 年长期银行借款（长期借款与一年  内到期的非流动负债）之差除以第t-1 年资产总计 |
| 信息披露质量 | quality | "不合格”与“合格”为 0，“良好”与“优秀”  为 1。(上一期) |
| 市场化进程指数 | Mar | 市场化指数大于当年各省中位数时取 1，反之取 0 |
| 政府干预指数 | Gov | 政府干预指数大于当年各省中位数时取 1（政府干  预程度低），反之取 0（政府干预程度高） |
| 法治水平指数 | Leg | 法治水平指数大于各省中位数时取 1，反之取 0 |
| 审计意见 | audit | 当审计意见为标准非保留意见时取 0，反之取 1（上  一期） |
| 资产收益率 | roa | 净利润除以资产总计（上一期） |
| 资产负债率 | lev | 负债除以资产总计（上一期） |
| 经营现金流 | cash | 经营现金流除以期初资产总计 |
| 增发和配股 | seo | 增发和配股实际筹集的资金除以期初资产总计 |
| 规模 | size | 资产总计的自然对数（上一期） |
| 年度 | year | 年度虚拟变量，共设置两个年度哑变量 |
| 行业 | ind | 行业哑变量，控制行业因素的影响。按证监会的  分类标准（除了制造业继续划分为小类外），共有  22 个行业，剔除金融行业后，共设置 20 个行业哑变量。 |

## **4.3** 样本的选择及来源

本文的研究样本是：2007—2009年在深市A股上市的公司，本研究对样本

30

的筛选如下：（1）剔除金融行业的上市公司。（2）剔除创业板上市的公司。数据来源于万德数据库和国泰安数据库，信息披露质量来自于深圳证券交易所网站，衡量制度环境的数据（市场化指数、政府干预指数、法治水平指数）来源于《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》，该报告中披露了我国各

省制度环境各指标的指数得分。通过数据筛选与各数据配对后，得到了1964 个

样本数据，其中2009年736家，2008年664家，2007年564家。为了保证回归结果准确、可靠，消除数据异常值的影响，本位对所选变量各指标新增银行借款、新增短期银行借款、新增长期银行借款、公司规模、资产收益率、资产负债率、经营现金流、增发和配股进行了上下1％的缩尾处理（winsorize），本文的统计分析应用了Excel和SAS软件。

## **4.4** 模型的构建

Loanit=α+β1qualityit-1+β2auditit-1+β3roait-1+β4levit-1+β5cashit+β6seoit+β7sizeit-1+β8Σyear

+β9Σind +εit

（假设1、假设4用本模型验证，将本模型Loanit拆分为Sloanit与Lloanit来验证假设2，将本模型去掉年份控制变量后验证假设3）

31

# **5** 实证检验

## **5.1** 描述性检验

### **5.1.1** 信息披露质量

表5—1 信息披露质量的描述性分析

| 披露  质量 | 2006 | | 2007 | | 2008 | | 合计 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 数量 | 比例 | 数量 | 比例 | 数量 | 比例 | 数量 | 比例 |
| 优秀 | 56 | 9.93% | 63 | 9.49% | 76 | 10.33% | 195 | 9.93% |
| 良好 | 304 | 53.90% | 346 | 52.11% | 443 | 60.19% | 1093 | 55.65% |
| 合格 | 176 | 31.21% | 228 | 34.34% | 199 | 27.04% | 603 | 30.70% |
| 不合格 | 28 | 4.96% | 27 | 4.06% | 18 | 2.44% | 73 | 3.72% |
| 样本量 | 564 | | 664 | | 736 | | 1964 | |

由上表可知，总体来看，三年中公司信息披露质量较好（考评结果为优秀或良好）的1288家，其数量占总样本的65.58%，其中样本公司考评结果为“优秀”分别为56家（9.93%）、63家（9.49%）和76家（10.33%），考评结果为“良好”

的样本公司分别为304家（53.90%）、346家（52.11%）和443家（60.19%），信

息披露质量较差（考评结果为及格或不及格）的有680家，其数量占总样本的

34.5%，考评结果为“合格”的分别为176家（31.21%）、228家（34.34%）、199家（27.04%），考评结果为“不合格”的分别为28家（4.96%）、27家（4.06%）、

18家（2.44%）。信息披露质量较好的公司数量逐年增加，所占比例却先降后升，考评结果为“合格”的公司在数量与所占比例上都出现先降后升的趋势，考评结果为“不合格”的公司在数量与所占比例上都出现逐年递减的趋势；总体来说，我国上市公司信息披露质量相对较高

表5 一2不同行业的信息披露质量的分布

| 行 业 | 优秀 | | 良好 | | 合格 | | 不合格 | | 样本量 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 农、林、牧、渔业 | 1 | 3.23% | 16 | 51.61% | 13 | 41.94% | 1 | 3.23% | 31 |
| 采掘业 | 7 | 18.42% | 11 | 28.95% | 16 | 42.11% | 4 | 10.53% | 38 |
| 制造业 | 116 | 9.85% | 670 | 56.88% | 350 | 29.71% | 42 | 3.57% | 1178 |
| 电力、煤气及水的  生产和供应业业 | 6 | 7.89% | 47 | 61.84% | 22 | 28.95% | 1 | 1.32% | 76 |
| 建筑业 | 6 | 22.22% | 14 | 51.85% | 7 | 25.93% | 0 | 0.00% | 27 |
| 交通运输、仓储业 | 14 | 29.17% | 24 | 50.00% | 8 | 16.67% | 2 | 48 | 4.17% |
| 信息技术业 | 9 | 7.63% | 77 | 65.25% | 28 | 23.73% | 4 | 3.39% | 118 |

32

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 批发和零售贸易 | 15 | 12.71% | 69 | 58.47% | 33 | 27.97% | 1 | 0.85% | 118 |
| 房地产业 | 11 | 6.18% | 84 | 47.19% | 69 | 38.76% | 14 | 7.87% | 178 |
| 社会服务业 | 8 | 9.64% | 48 | 57.83% | 26 | 31.33% | 1 | 1.20% | 83 |
| 传播与文化产业 | 1 | 5.56% | 6 | 33.33% | 10 | 55.56% | 1 | 5.56% | 18 |
| 综合类 | 1 | 1.96% | 27 | 52.94% | 21 | 41.18% | 2 | 3.92% | 51 |

从表中可以看出，优秀样本中，所占比例最大的行业是交通运输、仓储业

（29.17%），最小的行业是综合类（1.96%）；良好样本中，所占比例最大的行业是信息技术业（65.25%），最小的行业是采掘业（28.95%）；合格样本中，所占比例最大的行业是传播与文化产业（55.56%），最小的行业是交通运输、仓储业

（16.67%）；不合格样本中，所占比例最大的行业是采掘业（10.53%），最小的行业是建筑业（0.00%）。由上可知：信息披露质量较好的是交通运输、仓储业与信息技术业，信息披露质量较差的是传播与文化产业和采掘业，不同行业之间信息披露质量差距较大。

### **5.1.2** 其他变量统计性分析

表5—3 其他变量描述性检验

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准偏差 | 总和 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Loan | 1964 | 0.02726 | 0.14400 | 53.52959 | -0.47233 | 0.67816 |
| Sloan | 1964 | 0.00807 | 0.10528 | 15.85273 | -0.40616 | 0.40666 |
| Lloan | 1964 | 0.01947 | 0.08883 | 38.24699 | -0.17516 | 0.54220 |
| audit | 1964 | 0.07994 | 0.27127 | 157.00000 | 0 | 1.00000 |
| roa | 1964 | 0.03401 | 0.09799 | 66.79995 | -0.51169 | 0.38970 |
| lev | 1964 | 0.57263 | 0.55485 | 1125 | 0.06444 | 4.77890 |
| cash | 1964 | 0.06525 | 0.11213 | 128.15422 | -0.33748 | 0.44856 |
| seo | 1964 | 0.03277 | 0.13609 | 64.36565 | 0 | 0.96979 |
| size | 1964 | 21.14463 | 1.11521 | 41528 | 18.00000 | 24.00000 |
| mar | 1964 | 0.75204 | 0.43194 | 1477 | 0 | 1.00000 |
| gov | 1964 | 0.70570 | 0.45584 | 1386 | 0 | 1.00000 |
| leg | 1964 | 0.75713 | 0.42893 | 1487 | 0 | 1.00000 |

由上表可知，新增长期借款均值（0.01947）远远大于新增短期借款的均值

（0.00807），说明企业新增长期借款相对较多；审计意见的均值为0.07994，该指标描述了公司的财务状况，这就意味着大约有8%的公司财务问题严重，被出具非标准的审计意见；资产收益率均值为0.03401，最小值（-0.51169）与最大值（0.38970）差距较大，说明上市公司之间获利能力差异很大；资产负债率的

33

均值为0.57263，说明上市公司整体负债水平较高，有较大的财务风险；经营现金流的均值（0.06525）远远大于公司新增借款均值（0.02726），说明上市公司的现金流较充分；增发和配股的均值为（0.03277）与新增银行借款的均值

（0.02726）差别不大，说明股权融资也是公司获得资金的重要融资渠道；市场化进程指数、政府干预指数、法治水平指数的均值分别为0.75204、0.70570、0.75713，相对较高，说明我国制度环境较好。

## **5.2** 相关性分析

表5—4 变量之间的相关性分析

|  | Loan | Sloan | Lloan | quality | audit | roa | lev | cash | seo | size |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Loan | 1.00000 |  |  | 0.14357 | -0.28300 | 0.16873 | -0.20268 | -0.15166 | 0.26899 | 0.13362 |
| <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 |
| Sloan |  | 1.00000 |  | 0.16058 | -0.30474 | 0.20013 | -0.26230 | -0.13756 | 0.11505 | 0.10664 |
| <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 |
| Lloan |  |  | 1.00000 | 0.03705 | -0.09505 | 0.05520 | -0.00435 | -0.06400 | 0.30544 | 0.07440 |
| 0.1007 | <.0001 | 0.0144 | 0.8472 | 0.0045 | <.0001 | 0.0010 |
| quality | 0.14357 | 0.16058 | 0.03705 | 1.00000 | -0.26066 | 0.19288 | -0.17716 | 0.04952 | 0.02510 | 0.18331 |
| <.0001 | <.0001 | 0.1007 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | 0.0282 | 0.2662 | <.0001 |
| audit | -0.28300 | -0.30474 | -0.09505 | -0.26066 | 1.00000 | -0.30226 | 0.56813 | -0.07656 | -0.02587 | -0.29728 |
| <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | 0.0007 | 0.2518 | <.0001 |
| roa | 0.16873 | 0.20013 | 0.05520 | 0.19288 | -0.30226 | 1.00000 | -0.28633 | 0.16471 | 0.07451 | 0.09849 |
| <.0001 | <.0001 | 0.0144 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 |
| lev | -0.20268 | -0.26230 | -0.00435 | -0.17716 | 0.56813 | -0.28633 | 1.00000 | -0.11364 | 0.03241 | -0.18848 |
| <.0001 | <.0001 | 0.8472 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | 0.1510 | <.0001 |
| cash | -0.15166 | -0.13756 | -0.06400 | 0.04952 | -0.07656 | 0.16471 | -0.1136 | 1.00000 | 0.04723 | 0.07184 |
| <.0001 | <.0001 | 0.0045 | 0.0282 | 0.0007 | <.0001 | <.0001 | 0.0364 | 0.0014 |
| seo | 0.26899 | 0.11505 | 0.30544 | 0.02510 | -0.02587 | 0.07451 | 0.03241 | 0.04723 | 1.00000 | -0.01249 |
| <.0001 | <.0001 | <.0001 | 0.2662 | 0.2518 | 0.0010 | 0.1510 | 0.0364 | 0.5802 |
| size | 0.13362 | 0.10664 | 0.07440 | 0.18331 | -0.29728 | 0.09849 | -0.18848 | 0.07184 | -0.01249 | 1.00000 |
| <.0001 | <.0001 | 0.0010 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | <.0001 | 0.0014 | 0.5802 |

注：表格中个变量的上方是变量之间的相关系数，下方则表示的是P值。

通过上表分析可知：信息披露质量与新增银行借款的相关系数（0.14357）显著（P＜0.0001）为正，这就意味着新增银行借款随着信息披露质量的提高而变多，对假设1做了初步的验证，与新增短期借款的相关系数为0.16058，其值明显大于与新增长期借款的相关系数（0.03705），并且新增长期借款与信息披露质量的P值为0.1007，没通过显著性检验，说明与新增短期借款相比，信息

34

披露质量对新增长期借款的影响相对较弱，初步检验了假设2；从新增银行借款与控制变量关系看：审计意见越好的公司取得新增银行借款越多；公司的盈利能力越强，所得银行借款越多；资产负债率、现金持有量与新增借款之间则是负相关，当公司增发、配股等再融资能力较强时，其获得的银行贷款相对较多；公司规模越大，获得新增借款越容易；变量的相关系数（除了审计意见和资产负债率的系数为0.56813外）均小于0.5，这就意味着本文所设计模型不可能存在严重的多重共线性。

## **5.3** 多元回归分析

### **5.3.1** 信息披露质量与新增银行借款

表5—5 假设1检验结果

| 变量名称 | 预期回归符号 | Loan | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Panel A 未控制相关变量 | | Panel B 控制相关变量 | | |
| 参数估计 | t 值 | 参数估计 | t 值 | VIF 值 |
| Cons | 不确定 | -0.00127 | -0.23 | -0.05617 | -0.87 | 0 |
| quality | + | 0.04350\*\*\* | 6.43 | 0.01728\*\*\* | 2.67 | 1.14365 |
| audit | - |  |  | -0.09754\*\*\* | -7.06 | 1.70050 |
| roa | + |  |  | 0.14368\*\*\* | 4.43 | 1.22311 |
| lev | - |  |  | -0.02253\*\*\* | -3.44 | 1.60113 |
| cash | - |  |  | -0.27620\*\*\* | -10.28 | 1.09833 |
| seo | 不确定 |  |  | 0.27872\*\*\* | 13.00 | 1.03097 |
| size | + |  |  | 0.00329 | 1.13 | 1.27926 |
| year | 不确定 |  |  | 控制 |  |  |
| industry |  |  |  | 控制 |  |  |
| n |  | 1964 |  | 1964 |  |  |
| Adj—R2 |  | 0.0201 |  | 0.2179 |  |  |
| F |  | 41.29\*\*\* |  | 19.86\*\*\* |  |  |

注：\*表示在10%的水平上显著，\*\* 表示在5%的水平上显著，\*\*\*表示在1%的水平上显著

由上表可知：Panel A是单变量（未控制相关控制变量）情况下回归结果，信息披露质量与新增银行借款的回归系数是0.04350，在1%水平上显著，说明当不考虑其他相关影响因素的情况下，公司信息披露质量提高1%，其所得新增借款会增加0.04350%，Adj—R2是0.0206，拟合度有一定的解释力，F值显著为正，表明本研究所设计的模型有一定解释力，Panel B是加入相关控制变量的结果，

35

两者的回归系数（0.01728）远远小于未加入控制变量的两者回归系数（0.04350），且也在1%的水平上显著，说明回归加入相关影响因素作为控制变量之后，信息披露质量影响新增银行借款的程度有所减弱；当信息披露质量提高1%，公司新增借款会增加0.01728%，vif值都小于2，说明该模型中的变量不存在多重共线性，Adj—R2为0.2179%，方程的拟合程度上升很多。得出结论：信息披露质量越高的企业获得的银行借款越多，假设1得证。

审计质量、资产负债率、经营现金流量的回归系数显著为负，说明当公司取得非标审计意见时，公司新增银行借款有所减少；负债越多，公司新增银行借款越少；经营现金流越多，公司新增银行借款越少；资产收益率与再融资的回归系数都显著为正，这说明较强的盈利能力与较多的再融资都会增加公司的新增借款；公司规模的回归系数为正，但是显著性检验没通过，这意味着公司规模对新增借款有正向影响，但是影响不大，不存在显著性关系，上述均表明银行在放贷时非常关注公司财务信息。

### **5.3.2** 信息披露质量与债务期限

表5—6 对假设2检验

| 变量 | Panel A(sloan) | | | Panel B(lloan) | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 参数估计 | t 值 | Vif | 参数估计 | t 值 | Vif |
| Cons | 0.00159 | 0.03 | 0 | -0.01906 | -0.45 | 0 |
| quality | 0.01559\*\*\* | 3.22 | 1.14365 | 0.00058 | 0.14 | 1.14365 |
| audit | -0.06604\*\*\* | -6.39 | 1.70050 | -0.03394\*\*\* | -3.79 | 1.70050 |
| roa | 0.13246\*\*\* | 5.46 | 1.22311 | 0.03233 | 1.54 | 1.22311 |
| lev | -0.02566\*\*\* | -5.23 | 1.60113 | 0.00654 | 1.54 | 1.60113 |
| cash | -0.19044\*\*\* | -9.48 | 1.09833 | -0.07035\*\*\* | -4.04 | 1.09833 |
| seo | 0.08967\*\*\* | 5.59 | 1.03097 | 0.19049\*\*\* | 13.70 | 1.03097 |
| size | -0.00025 | -0.12 | 1.27926 | 0.00163 | 0.86 | 1.27926 |
| year | 控制 | | | 控制 | | |
| industry |
| n | 1964 | | | 1964 | | |
| Adj—R2 | 0.1817 | | | 0.1363 | | |
| F | 16.03\*\*\* | | | 11.68\*\*\* | | |

注：\*表示在10%的水平上显著，\*\* 表示在5%的水平上显著，\*\*\*表示在1%的水平上显著

由上表可知：Panel A是短期借款与信息披露质量的回归结果，控制了银行借款的相关影响因素之后，两者的回归系数是0.01559，而且在1%水平上显著。

36

Panel B显示了信息披露质量对新增长期借款的影响，信息披露质量的回归系数为0.00058（远远小于0.01559），而且未通过显著性检验，分析可得：信息披露质量对新增短期借款影响显著，对新增长期借款影响不显著，假设2得到验证。

从控制变量的回归结果看来，新增短期借款与审计意见、资产收益率、资产负债率、经营现金流、再融资都存在显著的正相关关系，表明银行进行短期贷款时很关注企业的这些财务指标，公司规模没通过显著性检验，公司规模对银行进行短期贷款决策影响不大；对新增长期借款来说，审计意见、经营现金流、再融资通过了显著性检验，说明银行进行长期贷款决策时会关注这些指标，资产收益率、资产负债率、公司规模未通过显著性检验，说明这些财务指标对银行长期贷款决策影响不显著；短期借款审计意见系数，净现金流系数显著小于长期借款，资产收益率系数显著大于长期借款而且通过了显著性检验，说明短期借款侧重于以财务信息为核心的信息披露，长期借款却不同。两者存在差异的原因可能是公司的生产经营以及财务状况存在较大的不确定性，银行从自身控制信贷风险考虑，可能会较多的依赖外部履约机制。

### **5.3.3** 金融危机前与金融危机期间[①](#_bookmark30)

表5—7 对假设3检验

| 变量 | Panel A(loan 2007) | | | Panel B(loan 2009) | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 参数估计 | t 值 | Vif | 参数估计 | t 值 | Vif |
| Cons | -0.35318\*\*\* | -3.00 | 0 | -0.04833 | -0.44 | 0 |
| quality | 0.01929\* | 1.66 | 1.21073 | 0.01425 | 1.19 | 1.20327 |
| audit | -0.08312\*\*\* | -3.69 | 1.81454 | -0.11221\*\*\* | -4.25 | 1.66066 |
| roa | 0.08693 | 1.26 | 1.54612 | 0.10640\* | 1.86 | 1.36259 |
| lev | -0.04750\*\*\* | -3.95 | 1.79916 | -0.00910 | -0.76 | 1.64786 |
| cash | -0.31138\*\*\* | -6.39 | 1.11082 | -0.32754\*\*\* | -7.20 | 1.14231 |
| seo | 0.04414 | 0.99 | 1.07316 | 0.35045\*\*\* | 10.24 | 1.03990 |
| size | 0.01721\*\*\* | 3.22 | 1.27580 | 0.00305 | 0.61 | 1.32996 |
| industry | 控制 | | | 控制 | | |
| n | 564 | | | 736 | | |
| Adj—R2 | 0.2454 | | | 0.2040 | | |
| F | 7.78\*\*\* | | | 7.98\*\*\* | | |

注：\*表示在10%的水平上显著，\*\* 表示在5%的水平上显著，\*\*\*表示在1%的水平上显著

①由于金融危机在2008年下半年才深刻影响我国，2009年对我国影响深刻，所以本文用2007年数据作为金融危机发生前样本，用2009年数据作为金融危机发生的样本。

37

由上表可知：Panel A显示了2007年信息披露质量对新增银行借款的影响，信息披露质量对新增银行借款正相关，且在10％的水平上显著，金融危机前信息披露质量提高1％，公司银行借款会增加0.01929％。Pane1 B显示了2009年信息披露质量对新增银行借款的影响，2009年的信息披露质量虽然与新增银行借款正相关，但没通过显著性检验，且2007年信息披露质量的回归系数0.01929

大于2009年的回归系数0.01425，说明2007年较2009年信息披露质量更能影

响公司新增借款，充分验证了金融危机对两者正相关关系的削弱作用，假设3得证。

从控制变量来看，两者符号一致，在金融危机发生前，资产负债率与公司规模通过了显著性检验，而金融危机期间没通过显著性检验，说明金融危机前较金融危机期间，银行信贷决策更看重资产负债率与公司规模；在金融危机期间资产收益率与再融资通过了显著性检验，而金融危机前没通过显著性检验，说明金融危机期间较金融危机前，银行信贷决策更看重资产收益率与再融资。

### **5.3.4** 信息披露质量、制度环境与银行借款

表5—8 不同市场化进程下的检验结果

| 变量 | Panel A 市场化程度高（loan） | | | Panel B 市场化程度低(loan) | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 参数估计 | t 值 | Vif | 参数估计 | t 值 | Vif |
| Cons | 0.01246 | 0.17 | 0 | -0.21003 | -1.34 | 0 |
| quality | 0.01526\*\* | 2.05 | 1.13524 | 0.00943 | 0.70 | 1.30309 |
| audit | -0.10324\*\*\* | -6.29 | 1.81272 | -0.08051\*\*\* | -3.00 | 1.69802 |
| roa | 0.11343\*\*\* | 3.10 | 1.20669 | 0.25959\*\*\* | 3.58 | 1.47044 |
| lev | -0.02232\*\*\* | -3.19 | 1.72351 | -0.04093\* | -1.76 | 1.66454 |
| cash | -0.32157\*\*\* | -10.51 | 1.11148 | -0.11122\* | -1.97 | 1.16378 |
| seo | 0.28999\*\*\* | 12.43 | 1.03065 | 0.21374\*\*\* | 4.12 | 1.08470 |
| size | -0.00011 | -0.03 | 1.25596 | 0.01215\* | 1.74 | 1.59922 |
| year | 控制 | | | 控制 | | |
| industry |
| n | 1477 | | | 487 | | |
| Adj—R2 | 0.2378 | | | 0.2192 | | |
| F | 16.88\*\*\* | | | 6.05\*\*\* | | |

注：\*表示在10%的水平上显著，\*\* 表示在5%的水平上显著，\*\*\*表示在1%的水平上显著

本表是不同市场化程度回归结果的对比，市场化程度较高时，新增银行借款与信息披露质量的回归系数为0.01526，且在5%的水平上显著，而市场化程度较

38

低时，两者回归系数为0.00943，小于市场化程度较高时的回归系数，又因为其没通过显著性检验，所以通过分析市场化程度高低时的两者的回归结果，信息披露质量对新增银行借款的影响在市场化程度较低时相对较弱；从控制变量看来，除了公司规模在市场化程度高的地区没通过显著性检验外，其余的全部通过了显著性检验，说明在市场化程度高与低的地区，这些财务指标都是影响银行信贷决策的重要因素。

表5—9 不同政府干预程度下的检验结果

| 变量 | Panel A 政府干预程度低（loan） | | | PanelB 政府干预程度高 (loan) | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 参数估计 | t 值 | Vif | 参数估计 | t 值 | Vif |
| Cons | 0.02853 | 0.38 | 0 | -0.23003\* | -1.67 | 0 |
| quality | 0.01438\* | 1.86 | 1.13623 | 0.01475 | 1.19 | 1.27158 |
| audit | -0.10546\*\*\* | -6.22 | 1.82860 | -0.07624\* | -3.03 | 1.65163 |
| roa | 0.10615\*\*\* | 2.86 | 1.21697 | 0.25115\*\*\* | 3.70 | 1.30943 |
| lev | -0.02078\*\*\* | -2.90 | 1.74420 | -0.05418\*\*\* | -2.77 | 1.55101 |
| cash | -0.29686\*\*\* | -9.36 | 1.11887 | -0.22088\*\*\* | -4.21 | 1.15741 |
| seo | 0.27552\*\*\* | 11.52 | 1.02494 | 0.29496\*\*\* | 6.14 | 1.09125 |
| size | -0.00094 | -0.28 | 1.25709 | 0.01330\*\* | 2.07 | 1.49564 |
| year | 控制 | | | 控制 | | |
| industry |
| n | 1386 | | | 578 | | |
| Adj—R2 | 0.2222 | | | 0.2257 | | |
| F | 14.64\*\*\* | | | 7.23\*\*\* | | |

注：\*表示在10%的水平上显著，\*\* 表示在5%的水平上显著，\*\*\*表示在1%的水平上显著

本表是政府干预程度高低时，信息披露质量与新增银行借款回归结果的对比，政府干预程度较低时，两者的回归系数为0.01438，且在10%的水平上显著，在政府干预程度较高时，两者的回归系数为0.01475，但没通过显著性检验，通过政府干预程度高、低时，两者回归结果的分析比较，在政府干预程度较高时，两者关系较弱；控制变量的回归结果表明，除公司规模在政府干预程度低的地区未通过显著性检验，在政府干预程度高与低的地区，这些财务指标都是影响银行信贷决策的重要因素。

表5—10 不同法治水平下的检验结果

| 变量 | Panel A 法治水平高（loan） | | | Panel B 法治水平低 (loan) | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 参数估计 | t 值 | Vif | 参数估计 | t 值 | Vif |
| Cons | -0.00843 | -0.12 | 0 | -0.16350 | -1.05 | 0 |
| quality | 0.01435\* | 1.92 | 1.14479 | 0.01662 | 1.25 | 1.28723 |

39

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| audit | -0.09600\*\*\* | -5.90 | 1.78423 | -0.09045\*\*\* | -3.37 | 1.69322 |
| roa | 0.08939\*\* | 2.43 | 1.18250 | 0.36904\*\*\* | 4.93 | 1.72097 |
| lev | -0.02392\*\*\* | -3.41 | 1.71631 | -0.03668 | -1.56 | 1.69974 |
| cash | -0.29040\*\*\* | -9.41 | 1.10370 | -0.21890\*\*\* | -4.07 | 1.14300 |
| seo | 0.31736\*\*\* | 13.49 | 1.03104 | 0.08227 | 1.62 | 1.08647 |
| size | 0.00095 | 0.29 | 1.26164 | 0.01030 | 1.51 | 1.52220 |
| year | 控制 | | | 控制 | | |
| industry |
| n | 1487 | | | 477 | | |
| Adj—R2 | 0.2285 | | | 0.2509 | | |
| F | 16.18\*\*\* | | | 6.91\*\*\* | | |

注：\*表示在10%的水平上显著，\*\* 表示在5%的水平上显著，\*\*\*表示在1%的水平上显著

本表显示了法治水平高低的回归结果，新增银行借款与信息披露质量的回归系数在法治水平高低时基本相当，法治水平高时为0.01435，在10%的水平上显著，法治水平低时系数虽然为0.01662，与法治水平高时基本相当，但未通过显著性检验；通过两者对比得到结论：法治水平较低时，信息披露质量影响新增银行借款相对较弱；从控制变量来看，审计意见、资产收益率、经营现金流都通过了显著性检验，这说明这些财务指标不论在法治水平高与低的地区都深刻影响银行信贷决策。

通过以上分析说明：制度环境较好的地区，信息披露水平与新增银行借款的关系敏感，信息披露质量的提高可以帮助企业获得更多的贷款，验证了假设4。

40

# **6** 研究结论、政策建议及研究的不足

## **6.1** 研究结论

本文通过相关文献、相关理论的回顾分析，及本文所选样本数据的验证，研究了信息披露质量与债务融资的关系，并在以上研究的基础上深入研究了信息披露质量与债务期限的关系，以及金融危机、市场化进程、政府干预程度、法治水平对信息披露质量与新增银行借款关系的影响，得出以下结论：

（1）在控制影响银行信贷政策的其他相关因素后，信息披露质量与新增银行借款存在显著的正相关关系，信息披露质量作为影响银行信贷的重要因素，银行比较青睐信息披露质量高的公司，给予较多贷款。

（2）信息披露质量的好坏深刻影响着债务期限，信息披露质量对新增银行借款有显著的正向影响，而信息披露质量虽然与新增银行长期借款存在正相关关系，但未通过显著性检验，所以信息披露质量与新增银行短期借款更具有正相关关系。

（3）在金融危机还未对中国深刻影响的2007年，信息披露质量正向影响新

增银行借款，且影响显著，在金融危机影响深刻的2009年，信息披露质量与新增银行借款存在正相关关系，但未通过显著性检验，所以金融危机削弱了信息披露质量与新增银行借款的正相关关系。

（4）各地的市场化进程、政府干预程度、法治水平存在差异，在市场化程度越高、政府干预越低以及法治水平越好的地区，信息披露质量对新增银行借款的影响越显著。

## **6.2** 政策建议

研究表明，提高信息披露质量可以提高信贷质量，为强化信息披露保护和治理作用，更好地促进资本市场发展，需要从以下几方面加以完善：

（1）加强信息披露监管。通过严格的信息披露监管，提高监管效率是信息披露质量的重要保证，我国现阶段对信息披露监管主要是通过财政部门与证券监管部门实现的，财政部门通过会计准则的研究规范信息披露，逐渐修正政策与准

41

则，促进信息披露质量的提高；作为公众公司的上市公司也要接受证监会对信息披露方式的监管，遵守各项规则，认真履行自身义务，保证披露信息真实、可靠，增强信息披露的合理性、有效性，加强公司相关人员对信息披露保密责任的严格监管，确保信息使用者在资本市场享有同等的信息获取权；财政部与证监会的监管重点不同，但也存在一定的交叉和重合，有时会出现权利不清，对同一问题口径不同，使上市公司信息披露不规范，削弱监管的有效性。财政部门应与证券监管部门合理分工，建立长效的沟通机制，通力合作。加强制度建设，完善信息披露的各项制度，推进信息披露的革新，使企业在我国政策导向下，充分认识提高信息披露质量带来的好处，增强提高信息披露质量的动机。

（2）上市公司应加强自愿性信息披露。各公司在强制性信息披露方面差距较小，加强自愿性信息披露是提高披露质量的关键途径。自愿性信息披露是各公司信息披露的主要差距所在，其信息包含前瞻性预测信息、公司治理等，对信息完善起到重要的补充作用，保证信息完整、可靠，增强了透明度，帮助债权人更为准确地了解公司状况。此外，现阶段的我国存在一定的“诚信”危机的背景，为了提高公信力和自身形象，资产优良、业绩较好的上市公司可以加强自愿性信息披露，效益较差的公司望尘莫及，很难减轻逆向选择问题。美国证券交易所将对主动进行自愿性信息披露的上市公司采取具体措施鼓励值得我国借鉴。深圳证券交易所从完整性等方面对上市公司的信息披露作综合评价，对自愿性信息披露特征进行了规范。相对来讲，我国自愿性信息披露发展缓慢，意识淡薄。所以，监管部门不仅要建立一定的信用评估机制对上市公司自愿性信息披露规范，而且要在法律制度上进行完善。

（3）科学准确地评价上市公司信息披露水平，并全面推广。资本市场上，信息披露的重要性不言而喻，是投资者及其他利益相关者合理投资、了解公司的重要途径，在决策中发挥重要作用。政府部门有义务建立一套上市公司信息披露质量的评价指数来适应我国大部分投资者会计基础相对薄弱，很难全面正确理解公司的信息披露状况。我国深交所已进行了相关的信息考评，可以帮助债权人与中小股东的投资决策，促进上市公司增加信息披露数量、提高信息披露质量，有利于政府部门的监管。目前信息披露考核方法众多，深交所的考核，对上市公司披露水平进行合理量化，其考核结果简单易懂，有利于投资者与相关部门的使用，

42

推动了上市公司整体质量的提高，上交所也应该借鉴深交所做法建立一套上市公司信息披露质量的评价指数。

（4）重塑银企关系。银行的监督与相机治理在资本市场日益发挥着重要作用，在我国国有大型银行基本都已上市，通过资本市场的发展，上市公司的治理结构也不断完善，公司的治理离不开银行的参与。事实上，银行在整个信贷过程中很难做到真正的掌握，跟不上外部市场的发展脚步，合理的利率与期限对银企之间非常重要，由于大多数银行都是国有性质的银行，国有银行因其国有性使其经营不得不面临政府的干预。要想提升债务融资的能力必须把强化银行治理作为一个重要切入点，重塑银企关系需要完善相关制度改革来配合双方共同发展，构建产权清晰、结构合理的现代制度是上市公司与银行改革的必经之路，而且必须树立债权人与债务人的经济主体地位；一方面加强民营股东参与大型企业的生产经营，相成相关制衡机制，使国有与非国有企业共同发展，相互促进。独立的市场主体要具备一定监督能力，首先应该区分贷款性质，明确商业性贷款与政策性贷款，使银行可以真正做到自主经营。其次，完善国有银行相关制度创新，增强管理水平。

（5）强化债务约束；破产和退市机制是保护债权人的重要制度保证，没有健全的破产和退市机制，借款企业的所有权会缺乏“状态依存性”，债权人则不能实施“相机性控制”，破产和退市机制在我国并没有真正发挥其应有的作用，有的公司应该破产但不满足退市条件，所以能继续留在证券市场上；与国外比，我国的证券交易所处理上市公司退市的权限很小，为了解决以上问题，可以从信息披露、重大违法事项等方面细化退市标准，合理的破产和退市机制可以断绝应该破产而不满足退市标准继续留在市场上的现象；也可以从长远保护银行等债权人的利益，也可以促进银行贷款的合理流动，优化信贷资源配置效率，防止一些效益差靠政府支持贷款的企业得到较多贷款，降低资金利用效率。政府主导的破产程序一定程度损害了债权人的利益，阻碍了破产机制作用的发挥，有时会丧失或扭曲其功能，相比以往，新《破产法》有较大的变化，比如其规定：不以“企业经营亏损”作为判断企业是否破产的前提，限制各级政府干预企业的破产程序，对破产清偿顺序进行设置，保护利益相关者的权益，其中避免了导致银行利益损失，新破产法还引进了很多先进理念，包括管理人制度、债权人委员会制度等，

43

奠定了保护债权人利益的法律基础。

（6）加强审计市场建设。审计质量的好坏直接关系到信息披露的可靠性，也影响到投资者的利益。高质量的事务所有较好的声誉，是其扩大市场占有率，得到超额审计费用的重要保证。高质量事务所具有良好的“信号”作用，可以以此来证明公司的信息披露质量。我国目前状况：信息披露质量高的上市公司具有高质量审计的需求，是继续保持高质量审计的重要保证，起到较好的信号传递作用。对于较大的事务所而言，信息披露质量较高可以减少其审计风险，保持其良好的声誉，市场化选择起到了基础性作用。政府的作用在于对市场化选择进行补充：第一，创造一个高质量审计市场环境，加强提高审计质量“游戏规则”的制定与监管，规范审计市场各参与者的行为；第二，依法建设注册会计师队伍，提高注册会计师风险意识，使其保证审计质量，发现违规则追究事务所的责任，增加注册会计师的过失成本；为维护高质量事务所声誉，必须有严格的审计程序做保障，加上“深口袋[①](#_bookmark33)”理论的出现，可靠的信息披露质量必须经过严格的审计。因此，应大力培育高质量的事务所，为其营造良好的执业环境。

（7）强化市场化改革，降低政府干预程度，加强法治建设。作为重要的外部影响因素，制度环境关系到企业的生存与发展，不同的制度环境对公司的微观行为可能存在较大影响，不同地区的改革发展不同，东部地区相对其他地区改革较早，导致各地市场化程度差异较大，在市场化程度高的地区，政府干预市场程度相对较低，充分发挥市场在资源配置中的作用；然而在市场化程度低的地区，政府发挥的作用较明显，干预较严重；银行作为资金融通的中介，不能充分了解公司的财务状况，不知道哪些公司需求资金，更不能确保回收贷款。市场化程度较高的地区，信息披露作为银行考评公司的信贷标准，公司较多的通过提高信息披露质量获得贷款，缓解融资约束与较低贷款成本。银行发生坏账的主要原因是政府的干预行为[②](#_bookmark33)，信贷合约基本符合政府意志，不符合自身利益最大化的要求；银行作为市场主体，应该按照现代企业制度进行自我安排，政府作为监管主体，不应该干预银行的信贷行为，充分发挥市场的调节作用，法治水平的提高深刻关系到债务契约的执行，降低银行信贷风险，一方面颁布关于银行法律法规和条例，

①“深口袋”理论即任何看上去拥有经济财富的都可能受到起诉，不论其应当受到惩罚的程度如何。

②经济学家魏杰（2004）四大商业银行30%的不良债务是政府直接干预形成的，支持国有企业形成的不良债务约占30%。

44

规范银行的信贷行为；另一方面严格履行相关法律法规，避免“赢了官司输了钱”的现象。在我国法治水平较低的地区，银行契约不能得到很好的保护，加强法治水平建设应该包括：一方面要完善相关银行方面的法律法规，保障银行等债权人的权益。另一方面要加强司法独立性及执法效率，银行可以通过诉讼方式解决债务人违约，尽可能到期收回本息，降低信贷风险，尽量做到损失最小化。强化法治观念，开展文化建设，形成遵法守法护法的社会风气。总之，只有完善的制度环境才能保证银行在信贷过程中成为真正的市场主体，独立决定信贷政策，有动机加强对信贷的监管。

## **6.3** 研究局限和未来的研究方向

由于本人时间、能力有限，本文尚需要从许多方面深入研究，主要包括以下几个方面：

1、样本方面，本文只选深交所上市公司，其信息披露质量是深交所的考评结果，具有一定的权威性。上交所与深交所不同，没有考评结果，所以本文的研究样本不包括上交所公司；深交所的上市公司在规模、监管方面，与上交所不能相提并论，研究结论可能存在一定差异，以后有必要参照深交所对上交所信息披露质量进行考评，继续深入研究，增强研究结论的可靠性与说服力。

2、本文笼统地选择了深交所的考评结果，没有对强制性信息披露与自愿性信息披露做出区分，如果能够将两者进行有效的区分，可能会更具研究意义。

3、对金融危机影响分类研究中，本文用2007年样本作为金融危机前，用

2009年样本作为金融危机发生，本文尚未深入研究金融危机后的影响，以后可以进一步对金融危机发生前，金融危机的发生与金融危机发生以后做深入的对比分析。

4、制度环境中，市场化进程、政府干预程度、法治水平指标的衡量以及分类上可能存在一定的问题。

45

参考文献

**著作**

[1] 陈汉文. 证券市场与会计监督[M]. 中国财政经济出版社, 2001 [2] 樊纲、王小鲁和朱恒金. 中国市场化指数—各地区市场化相对进程报告[M]. 经济科学出版社, 2011 [3] 李明. 中国证券市场会计监督管论[M]. 经济科学出版社, 2007 [4] 孙燕东. 基于投资者保护的会计信息披露问题研究[M]. 立信会计出版社, 2009 [5] 王化成等著. 中国上市公司盈余质量研究[M]. 中国人民大学出版社, 2008 [6] 雷光勇. 会计契约论[M]. 中国财政经济出版社, 2004

**期刊**

[1] 刘运国、吴小蒙、蒋涛. 产权性质、债务融资与会计稳健性—来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2010(1): 43-50 [2] 李志军、王善平. 货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J]. 会计研究, 2011(10): 56-62

[3] 陆正飞、祝继高、孙便霞. 盈余管理、会计信息与银行债务契约[J]. 管理世界, 2008(3): 151-160

[4] 李广子、刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009(12): 137-149

[5] 张兆国、曾牧、刘永丽. 政治关系债务融资与企业投资行为—来自我国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2011(5): 106-121

[6] 许慧、杨孙蕾. 产权性质、信息风险与银行借款[J]. ft西财经大学学报, 2011(1): 24-32

[7] 孙健. 最终控制人、债务融资与控制私利[J]. 南京审计学院学报, 2005(11): 30-32

[8] 薛玉莲. 经营困境、政治关系与银行贷款差异—基于持续经营不确定上市公司的经验证据[J]. 经济经纬, 2008(4): 79-8246

[9] 杨孙蕾、许慧、许家林. 产权性质、信息风险与企业长期借款—来自中国上市公司的经验证据[J]. 江西财经大学学报, 2011(2): 19-28

[10] 沈红波、廖冠民、曹军. 金融发展产权性质与上市公司担保融资[J]. 中国工业经济, 2011(6): 120-129

[11] 李小燕、卢闯、游文丽. 企业信用评价模型、信用等级与业绩相关性研究[J]. 中国软科学, 2003（5）: 81-85

[12] 胡奕明、唐松莲. 审计、信息透明度与银行贷款利率[J]. 审计研究, 2007（6）: 74-83

[13] 饶艳超、胡奕明. 银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析[J]. 会计研究, 2005（4）: 36-41

[14] 叶志锋、胡玉明. 盈余管理、债权保护与债务违约率—来自中国证券市场的证据[J]. ft西财经大学学报, 2009（11）: 67-73

[15] 叶志锋、胡玉明、纳超洪. 盈余管理、债务期限与银行债权保护—来自中国证券市场[J]. 财务与金融, 2011（3）: 1-7

[16] 叶志锋、王谨、覃永盛. 企业会计信息质量与信贷资源配置效率研究综述[J]. 会计之友, 2011（10）: 119-121

[17] 陆建桥、梁上坤、陈冬华. 长期资产减值信息有用性的实证检验—来自银行借款契约角度[J]. 南开管理评论, 2009（5）: 118-124

[18] 杨兴全. 债务融资、债务期限与企业的成长性—来自我国上市公司的经验证据[J]. 河北经贸大学学报, 2007（7）: 51-57

[19] 李跃、宋顺林、高雷. 债务结构、政府干预与市场环境[J]. 经济理论与经济管理, 2007（1）: 23-28

[20] 肖作平. 对我国上市公司债务期限结构影响因素的分析[J]. 经济科学, 2005(3): 80-89

[21] 卜志锋. 企业业绩操纵与银行债权人保护研究[D]. 暨南大学博士学位论文, 2009

[22] 杨兴全、陈跃东. 制度环境、股权性质与公司债务期限结构—来自我国上市公司的经验证据[J]. 云南财经大学学报, 2009（2）: 56-64

[23] 熊正德、刘露. 信息不对称对上市公司债务期限结构影响的实证[J]. 统计与

47

决策, 2008(15):144-146

[24]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

[25]江伟、李斌.金融发展与企业债务融资[J].中国会计评论, 2006（6）:255-276 [26]江伟、李斌.制度环境、国有产权与银行差别贷款[J].金融研究, 2006

[(1] 1）: 116-126

[27] 王少飞、孙铮、张旭. 审计意见、制度环境与融资约束—来自我国上市公司的实证分析[J]. 审计研究, 2009（2）: 63-72

[28] 朱松、夏冬林. 制度环境、经济发展水平与会计稳健性[J]. 审计与经济研究, 2009(11): 57-63

[29] 苏坤. 政府控制制度环境与信贷资源配置[J]. 公共管理学报, 2012（4）: 24-32

[30] 廖义刚、张玲、谢盛纹. 制度环境、独立审计与银行贷款—来自我国财务困境上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2010（2）: 62-69

[31] 李维安, 邱艾超, 阎大颖. 企业政治关系研究脉络梳理与未来展望[J]. 外国经济与管理, 2010（5）: 48-55.

[32] 谭劲松, 陈艳艳, 谭燕. 地方上市公司数量、经济影响力与企业长期借款—来自我国A股市场的经验证据[J]. 中国会计评论, 2010(3): 31-52

[33] 马晓维, 苏忠秦. 政治关联、企业绩效与企业行为的研究综述[J]. 管理评论, 2010(2): 3-10

[34] 林钟高, 章铁生. 会计信息与债务契约的相互影响[J].预测, 2001(6): 40-43

[35] 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

[36] 胡奕明、林文雄. 信息关注深度、分析能力与分析质量—对我国证券分析师的调查分析[J]. 金融研究, 2005(2): 46-58

[37] 黄娟、夕影、肖眠. 信息披露、收益透明度与权益资本成本[J]. 中国会计评论, 2006(6): 69-84

[38] 雷光勇、李书锋、王秀娟. 政治关联、审计师选择与公司价值[J]. 管理世界, 2009(7): 145-155

[39] 廖秀梅. 会计信息的信贷决策有用性: 基于所有权制度制约的研究[J]. 会计

48

# 研究，2007(5):31-38

[40] 饶艳超、胡奕明. 银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析[J]. 会计研究, 2005(4): 36-41

[41] 孙铮、李增泉、王景斌. 所有权性质、会计信息与债务契约—来自我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2006(10): 100-107

[42] 孙铮、刘凤委、李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构—来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5): 52-63

[43] 王宣喻、储小平. 信息披露机制对私营企业融资决策的影响[J]. 经济研究, 2002(10): 31-39

[44] 姚立杰、夏冬林. 我国银行能识别借款企业的盈余质量吗[J]. 审计研究, 2009(3): 91-96

[45] 于富生、张敏. 信息披露质量与债务成本—来自中国证券市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2007(9): 93-96

[46] 余明杜、潘红波. 政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款[J]. 金融研究, 2008(9): 1-22

[47] 汪炜、蒋高峰. 信息披露、透明度与资本成本[J]. 经济研究, 2004(7): 107-111

[48] 张程睿. 上市公司信息透明度研究—基于信息不对称理论与实证[D]. 暨南大学博士论文, 2006

[49] 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.

[50] 曾颖、陆正飞. 信息披露质量与权益资本成本[J]. 经济研究, 2006(2): 69-79

**外文期刊**

[1] Aksu, M, Kosedag, determinants in the Istanbul Transparenecy anddisclosure seores and their stock exchange[J]. SSRN Working Paper, 2005

[2] Ariccia, G. D, R Marquez, Information and bank credit allocation[J]. Journal ofFinancial Economies, 2004， 72, 185-214

[3] Bushman, R, Smith, A, Transparency, financial accounting information, and corporate governance[J]. Economic Policy Review, 2003, 9, 65-8749

[4] Cheng, A, Collins, D, Huang, H, Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital[J], SSRN Working PaPer, 2005

[5] Sengupta P. Corporate disclosure quality and the cost of debt[J]. The Accounting Review, 1998, (73), 459-474

[6] Sloan, RichardG, Financialaccountingandcorporategovernance, a discussion[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32, 335-347

[7] Rajan R. and Zingales L. What Do We Know about Capital StructureSomeEvidencefromInternationalData[J]. JournalofFinance, 1995，50, 1421-1460. [8]Mitton, Todd, ACross-firmAnalysisoftheImpactofCorporateGovernanceontheEastAsianFinancialCrisis[J]. JournalofFinancialEconomics, 2002，64(2)，1-30[9] La Porta, R, LoPez-de-Silanes, F, Shleifer, A, Corporateownershiparoundtheworld[J]. JournalofFinance, 1999，54, 471-5171[10] kim, 0，Verrecchia, R. E, Thererelationandamongdisclosure, returnsandtradingvolumeinformation[J]. TheAccountingReview, 2001，76(4)，633-654[11] Franeis, J, LaFond, R. Olsson, P, SchiPPer, K, TheMarket PriecingofAccruals Quality" ，JournalofAccountingandEconomics, 2005，39(2)，295-327

[12] Byard, D, Shaw, K, 2002，Corporate disclosure quality and Properties of analysts information environment[J]. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 4, 355-378

50

# 在学研究成果

在学期间发表的论文 1、高一贺．我国上市公司自愿性信息披露研究[J].现代商业.2011(12)

51

致**谢**

时光飞逝，岁月如梭。研究生学习生涯接近尾声，我即将离开生活学习了三年的母校。回首论文的整个撰写过程，我感慨颇多，对给予我指导和帮助的老师、同学、朋友及家人表示诚挚的感谢。

感谢我的导师顾银宽老师。本文从选题、资料查询、确定思路、撰写到修改、定稿过程中，顾老师给予了精心的指导，当我遇到困难时，顾老师会给我鼓励、为我解惑，让我充满信心。他深厚的学术功底、精益求精的治学学风、严谨的科研态度，以及宽厚从容、平易近人深深影响了我，让我受益终生！

感谢林钟高老师、章铁生老师、顾远老师、岳松老师、刘素珍老师对本论文的热心指导。同时还要感谢导师组各位老师以及管理学院其他老师的谆谆教导！

感谢各位同学、朋友对我生活和学习上的帮助！特别是余浩、谢良俊对我论文写作的帮助。感谢给我关心和帮助的室友们，我不会忘记与他们在一起的快乐时光。

感谢我的家人对我一如既往的支持，使我安心顺利的完成学业，祝他们永远健康！

感谢评阅论文和参加答辩的专家、教授！

52