

行业经营性信息披露能提升 商业信用融资吗^{*}

石桂峰

(上海交通大学安泰经济与管理学院 200030)

【摘要】 本文考察了两个交易所分步实施的行业经营性信息披露管制对商业信用融资的影响。以 2007–2019 年我国 A 股上市公司为研究样本, 研究发现: 与不适用行业信息披露指引的公司相比, 适用行业信息披露指引的公司在披露管制后从供应商获得的商业信用融资显著上升, 在一系列稳健性检验后, 上述研究结论依然成立。进一步研究发现, 行业经营性信息披露管制实施后, 信息透明度和公司治理较弱的企业商业信用提升效应更显著, 说明披露管制通过“信息效应”和“治理效应”发挥作用。本文丰富了行业经营性信息披露管制经济后果和商业信用影响因素的相关研究, 有助于公司管理者及利益相关者认识信息披露环境的改变对企业融资行为的影响, 为监管者提供了监管模式转变的经验证据。

【关键词】 行业经营性信息; 信息披露管制; 商业信用融资; 信息效应; 治理效应

一、引言

商业信用是在商品交易中由于延期付款或预收货款所形成的企业间的借贷关系。以往的研究已经发现商业信用是企业经常采用的一种最重要的短期融资手段, 由于财务以及非财务的动机, 商业信用在客户与供应商之间被广泛使用 (Emery, 1987; Long 等, 1993; Petersen 和 Rajan, 1997)。很多研究从不同角度来解释商业信用广泛存在的原因, 可以说, 商业信用是客户需求与供应商供给相互作用的一种均衡结果 (Ge 和 Qiu, 2007; 陆正飞和杨德明, 2011)。从需求角度来说, 客户倾向于使用商业信用来满足融资需求, 并将其视为金融机构贷款的一种重要的替代性融资方式 (Petersen 和 Rajan, 1997; 陆正飞和杨德明, 2011)。从供给角度来讲, 供应商为了尽快销售商品, 愿意为客户提供商业信用, 特别是当客户信用资质较好, 或者买方市场占据强势地位的时候 (Fabbri 和 Menichini, 2010; Giannetti 等, 2011; 张新民等, 2012)。关于哪些因素会影响商业信用的均衡, 以往文献从宏观政策、金融环境、经济不确定、产品市场、公司特征、公司治理、信息披露质量等多个角度进行了大量的实证研究。商业信用依赖于客户的信用资质和未来还款能力, 以往文献已经发现了盈余质量、审计质量、财务违规与处罚、信息披露质量等治理因素与会计信息质量因素将影响客户从供应商那里获得商

业信用 (陈英梅等, 2014; 陈运森和王玉涛, 2010; 王鲁昱和李科, 2022; 陈运森和王汝花, 2014; 王艳艳等, 2020; 修宗峰等, 2021), 但是关于信息披露特别是与客户公司业务相关的行业信息和经营性信息披露对商业信用融资影响的研究相对较少, 而行业经营性信息将直接影响供应商对客户信用风险与还款能力的评估。因此, 本文将利用行业经营性信息披露管制这一特定的外生事件来对此问题进行深入分析, 以进一步检验行业经营性信息披露的增加对供应链上商业信用均衡的影响。

2011 年深交所开始试行分行业监管, 2014 年开始, 证监会上市公司监管部提出要进行“监管模式转型”, 即对企业的信息披露从“辖区监管”逐步转型到“分行业监管”。作为转变信息披露监管方式的重要举措之一, 上交所和深交所相继出台行业信息披露指引涵盖了部分传统与新兴的行业和上市公司。因此, 两个交易所发布的行业信息披露指引为本文的研究提供了准自然实验场景。

本文以 2007–2019 年我国 A 股上市公司为研究样本, 分析了两个交易所分步骤实施行业信息披露指引对商业信用融资的影响。研究发现: 与不适用行业信息披露指引的公司相比, 适用行业信息披露指引的公司在披露行业经营性信息后从供应商获得的商业信用融资显著上升, 经一系列稳健性检验后, 上述研究结论依然成立。进一步研究发

^{*} 本文英文版刊发于中国会计学会英文期刊 China Journal of Accounting Studies 第 10 卷第 2 期 (2022 年 6 月)。本研究得到教育部人文社会科学研究项目 (16YJA630045) 支持。

现,行业经营性信息披露管制提升商业信用融资的效果在公司信息不透明和公司治理较弱的情况下更加显著,说明披露管制通过“信息效应”和“治理效应”发挥作用。

本文的研究贡献主要体现在以下几点:第一,本文研究结论丰富了信息披露管制在供应链上溢出效应的相关文献。从制度供给的角度看,行业经营性信息披露管制,帮助供应链上的外部主体评估公司的管理效率或潜在的代理人冲突,可以有效缓解供应链上的信息不对称,并增强披露公司的外部治理。目前在信息披露溢出效应方面的研究还不充分(Leuz和Wysocki,2016),本文试图将行业经营性信息披露的溢出效应在供应链上进行拓展,并提供了新的实证证据。第二,本文从商业信用角度补充了行业信息披露管制经济后果的研究。目前关于行业信息披露管制的经济后果评价还不充分(陈蔚恒和李杲,2018;刘珍瑜和刘浩,2021),本文正是从商业信用角度提供更多的实证证据来回答“行业以及围绕行业开展的模式、经营、风险等方面的定量与定性的信息”是否以及在何种程度上减少了公司与供应商之间的信息不对称,到底有哪些重要的经济后果。第三,行业经营性信息披露管制作为外生的冲击事件较好地解决了内生性问题。从研究方法上讲,行业经营性信息披露管制是分交易所、分阶段逐步实行的,从2013年到2021年几乎每年都推出几个行业实行新的披露指引。而信息披露研究中最大的困难之一是分析中的因果关系和内生性问题,通过构造外生的冲击变量来识别管理层信息披露和相关环境变量之间的因果关系是很好的解决办法(Beyer等,2010)。同时Leuz和Wysocki(2016)建议学者在研究信息披露管制经济后果时,采用自然实验的研究设计,特别是分步实施(Staggered Implementations)的自然实验研究可以很好地解决内生性问题。因此,本文通过两个交易所逐年推出行业信息披露指引这一分步实施的准实验政策事件来减少内生性的影响。第四,我国证监会从“辖区监管”到“分行业监管”的监管模式转型以及两个交易所发布行业信息披露指引,提高了监管效能、提升了上市公司的信息披露质量,本文结论显示行业信息披露管制可以产生信息效应和治理效应,因此,我国创新的分行业监管模式与行业信息披露指引制度,可以为其他国家和地区的证券监管改革提供有价值的参考和借鉴。

二、制度背景

(一) 行业信息披露指引的政策冲击背景

表1 上交所和深交所推出行业信息披露指引的时间

时间	上交所	深交所创业板	深交所主板与中小板
2013年1月7日		影视,药品,生物制品	
2013年12月26日	上市公司日常信息披露工作备忘录第十二号——上市公司分行业经营性信息披露		

上市公司信息披露质量是资本市场健康可持续发展的要素之一。在新时期、新发展阶段,相关法规、意见等都将“提高上市公司质量”、“提升信息披露质量”放到更加重要的位置。2020年3月开始实施的《证券法》专设了“信息披露”和“投资者保护”章节,修改了信息披露的原则性规定,进一步规范上市公司的信息披露行为,突出了信息披露对保障投资者权利和完善投资者保护制度的重要作用。2020年5月11日,党中央和国务院发布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》作出了“提高上市公司质量,强化投资者保护”的战略部署。2020年10月5日,国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发〔2020〕14号),在“总体要求”中指出:“使上市公司运作规范性明显提升,信息披露质量不断改善,突出问题得到有效解决,可持续发展能力和整体质量显著提高。”并在“二、提高上市公司治理水平”的第二条“提升信息披露质量”中进一步明确:“以投资者需求为导向,完善分行业信息披露标准,优化披露内容,增强信息披露针对性和有效性。”2020年11月24日上海证券交易所发布的《上海证券交易所上市公司自律监管规则适用指引第3号——信息披露分类监管》第25条提出:“推动上市公司提高行业信息披露质量,加强同行业交流。”综上所述,提升上市公司信息披露质量,加强以行业经营性信息为主的公司特质信息披露,已成为党和国家最高决策层重点关注、资本市场监管层重点强调的内容之一。

2014年开始,我国证监会开始推进监管转型,证监会上市公司监管部提出要实施“监管模式转型”,即对上市公司的信息披露从“辖区监管”逐步转型到“分行业监管”。分行业信息披露监管是以投资者需求为导向的,更为科学合理、专业高效的监管模式。行业性、经营性信息是投资者判断上市公司价值和风险的重要依据,充分的行业经营性信息披露,有助于提升公司的声誉和形象,促进公司市场价值发现。上交所和深交所推出的行业信息披露指引涵盖部分传统和新兴行业的上市公司。从行业分布看,上交所、深交所创业板、深交所主板和中小板规定的适用行业各不相同,差异性较大,这为大样本实证研究提供了很好的准实验场景(具体见表1)。

续表

时间	上交所	深交所创业板	深交所主板与中小板
2013年12月26日	房地产, 煤炭, 石油天然气		
2015年7月2日		光伏产业链, 节能环保	
2015年9月2日		互联网游戏, 互联网视频, 电子商务	
2015年10月1日	电力, 零售, 汽车制造, 医药制造		
2015年12月28日			畜禽、水产养殖, 固体矿产资源, 房地产
2016年9月19日		互联网营销	
2016年11月14日			工程机械, 装修装饰业务
2017年1月1日	酒业, 广电传输, 环保服务, 水产供应, 化工, 航空运输, 农林牧渔		
2017年3月13日		LED产业链, 医疗器械	
2017年5月19日			土木工程建筑
2017年10月20日			零售, 快递服务
2018年5月11日			民用爆破, 软件与信息技术服务业务, 珠宝
2019年1月1日	集成电路, 航空、船舶、铁路运输设备制造, 医疗器械, 食品制造, 黄金珠宝首饰, 影视, 家具制造, 有色金属		
2019年11月3日		工业机器人, 集成电路, 锂电池, 非金属建材	
2021年1月6日			食品及酒制造, 电力, 汽车制造, 纺织服装, 化工
2021年1月7日		通信、网络安全	
2021年1月11日	对上述行业指引进行了调整, 整合修订了16个行业, 删除11个行业		

来源: 本文整理。

这些行业信息披露指引主要聚焦于“行业经营性信息”, 根据上交所的《上市公司行业信息披露指引第一号——一般规定》, “行业经营性信息”是指与上市公司业务相关的行业信息和经营性信息。其中第四条规定: 上市公司应当在年度报告中结合所属行业的宏观因素、市场环境、发展状况、经营特点及公司的行业地位, 对公司的商业模式、竞争优势、经营成果、经营风险等能够反映自身投资价值的事项进行讨论和分析。第十条规定: 上市公司应当结合公司经营模式和关键指标, 有针对性地披露具体相关的行业经营性信息, 并进行实质分析, 揭示公司经营发展

趋势, 提示行业风险因素。第十六条规定: 本所在职责范围内对上市公司再融资、并购等重大事项出具持续监管意见时, 将参考公司遵守行业披露指引的情况。这些行业经营性信息内容将在年度报告中“公司业务概要”、“经营情况讨论与分析”、“财务报告附录”等部分以及半年度报告、季度报告、临时报告中披露。因此, 虽然行业经营性信息属于“披露指引”范畴, 但是从执行情况以及监管角度来看, 具有很强的约束力(陈蔚恒和李杲, 2018)。

可以说, 在我国证券监管模式向“分行业监管”转型

的过程中,两个交易所发布上述行业信息披露指引是证券监管和信息披露的重要改革创新。纵观其他国家的类似规则,美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》中对特定行业进行了原则性规定,在此基础上通过S-X和S-K条例将相关的信息披露进行规范,并通过“Section 250. Items 801 and 802”列出行业披露指南,但仅仅包括银行业、保险业、油气行业、矿产、有限合伙的房地产等特殊行业。加拿大和澳大利亚仅仅要求矿业、石油、天然气开采行业进行格外的行业信息披露。欧盟国家更关注上市公司环境信息披露规范。其他国家的行业信息披露规则往往聚焦于政府管制和许可的传统行业或者某一个特定披露领域,我国的行业披露指引涵盖包括传统行业和新兴行业在内的更多行业领域,并关注更广泛的行业经营特色、商业模式、特定风险等行业经营性信息,由此带来的监管效能和信息披露质量将有系统性的提升。

(二) 行业信息披露指引的政策冲击有效性分析

我国两个交易所发布的行业信息披露指引产生影响需要前提条件,即行业经营性信息披露溢出效应冲击是否成立,本文拟从“行业信息披露指引是否得到有效执行”、“上市公司是否披露了供应商在进行商业信用决策时所需要的信息”以及“行业经营性信息是否对供应商有增量信息”等三个方面进行分析:

第一,行业信息披露指引是否得到有效执行?陈蔚恒和李杲(2018)研究了从2013年起深交所累计推出的22

份上市公司行业信息披露指引的实际执行情况,结果发现:“《指引》整体执行情况良好,绝大多数公司均严格执行了各指引的核心条款。”因此,《指引》实际执行情况是比较好的。同时,本文通过爬虫获得所有上市公司年度报告,并在年度报告中找到其是否适用行业信息披露指引,由此确保本研究中适用行业信息披露的样本公司确实遵循了新的信息披露规则。

第二,适用指引的上市公司是否披露了供应商在进行商业信用决策时所需要的信息?总的来说,行业经营性信息披露的条款规定上市公司要披露的信息包括两个方面:(1)披露公司所属行业共有的特征与变化趋势,包括影响某一个行业的宏观经济形势、产业规范、行业政策、国家及地方税收政策、新兴业态、上下游行业、市场竞争等外部因素的变化情况和行业发展趋势。这部分在指引的规定中占比较少。(2)披露公司所特有的、与行业相关的经营性信息。这部分信息在指引的规定中占绝大部分比重,也是从(1)中引申出来的,并且不同的行业,指引中规定的经营性信息具有行业特点、差异性和针对性。由于指引较多,表2列示了部分指引的相关披露要求摘要。由表2可以看出,指引的相关条款基本涵盖了最能刻画公司行业特征、体现投资价值、揭示行业风险的关键信息,能够有效揭示上市公司业务模式、核心竞争力、特有风险等,提升了信息披露针对性,有利于供应商更好地了解上市公司(客户)的独特行业性经营情况。

表2 指引披露要求摘要

行业指引	所规范的行业类型	公司的行业经营性信息
上交所2号	房地产	市场地位,竞争优势,所占市场份额,主要经营模式,房地产储备,开发投资与融资计划,销售情况,与行业特征相关的财务数据与会计政策等
上交所5号	零售	市场地位以及竞争优势,主要经营模式,门店分布及变动,店效,仓储物流,线上销售,客户特征或类别,资本开支,投融资计划,与行业特点相关的财务数据与会计政策等
上交所7号	医药制造	市场地位,竞争优劣势,药(产)品基本情况,药物目录列入情况,研发,药品批号进展,产品中标情况,自身经营和销售模式,销售渠道,客户类型与分布等
上交所18号	化工	行业地位,经营模式,研发创新,采购模式与成本,生产工艺,流程管理,产能与开工,销售模式,定价策略,安全生产与环保等
深交所创业板2号	药品、生物制品	分类药品项目的研发,生产及销售,上市公司在药品研发及注册情况,试验批件,新药证书,药品生产许可批件等资质许可文件,药品基本信息及受理审批,风险等
深交所主板与中小板7号	土木工程建筑	市场竞争优势,资质及有效期,业务模式,风险,未完工项目,已结算项目,海外项目,成本结构,质量控制,融资,安全生产,中标重大项目
深交所主板与中小板12号	软件与信息技术服务	分行业经营业绩,合同情况,经营季节性,研发资本化,薪酬与股权激励,客户与续费率,业务资质与认证,细分领域的收入成本构成与税收
深交所主板与中小板16号	汽车制造	行业地位,经营模式,产能,销售模式,汽车金融,新兴业务,风险,新能源业务

来源:本文整理。

第三,当签订购销合同时,供应商会进行市场调研,供应商与客户双方会彼此相对比较了解,行业经营性信息是否对供应商有增量信息?一方面,由于信息不对称的存在,客户向供应商披露的信息可能是有限的或者是不完全的,供应商进行市场调查时往往局限于客户公司本身或者某个具体业务层面,而行业信息披露则是在某些特定行业中,对行业经营模式、风险因素、业绩驱动因素的披露,同一行业的不同公司的披露内容既可以相互印证又各有不同,这些披露可以帮助供应商动态、全面地了解客户的业务模型与经营状况。另一方面,行业信息披露还具有治理的效应,商业信用本质上是企业之间的信用机制,而这个信用机制需要外部治理来加强和维护。在后续的研究假设中,本文将对此进行进一步分析。

三、文献综述与假设提出

(一) 文献综述

国内商业信用的文献主要从客户需求和供应商供给两个角度来研究商业信用融资。从客户需要角度而言,当企业受到信贷配给约束时,商业信用是企业获得资金的重要替代性融资方式(Petersen和Rajan,1997;陆正飞和杨德明,2011)。饶品贵和姜国华(2013)研究表明,非国有企业在货币政策紧缩期受到信贷配给的约束更大,所以企业以商业信用作为替代银行信贷的融资方式以弥补资金缺口。在小微企业为样本的研究中,孔东民等(2021)发现,小微企业贷款可得性上升以后,对商业信用的需求显著下降。宋小保和郭春(2021)研究发现,资本市场开放降低了商业信用融资,说明资本市场开放作为正式的股权融资渠道会对商业信用融资产生替代性融资效应。从供应商供给的角度而言,供应商可以通过商业信用减少频繁付款的交易成本(Ferris,1981)以及降低关于客户付款能力的信息不对称(Cheng和Pike,2003),商业信用也体现了供应商在客户之间的价格歧视(Brennan等,1988)。同时当客户信用资质较好,或者客户在买方市场占据强势地位时,供应商更愿意提供商业信用(Fabbri和Menichini,2010;Giannetti等,2011;张新民等,2012)。

在商业信用供给的影响因素上可以归纳为以下几个方面:(1)宏观货币政策、金融环境和经济不确定性。陆正飞和杨德明(2011)研究发现,商业信用融资与货币政策息息相关,替代性融资理论和买方市场理论分别在货币政策从紧时期和货币政策宽松时期更好地解释我国企业商业信用的大量存在。钟凯等(2022)发现数字普惠金融通过增加中小企业直接融资,降低了银行信贷等资金通过商业信用的渠道为供应链的上下游中小企业提供融资支持。陈胜蓝和刘晓玲(2018)的研究显示,经济政策不确定性的提高会显著减少公司提供的商业信用,外部融资环境和内部经营不确定性是重要的影响渠道。(2)市场地位和产品市场竞争。张新民等(2012)研究发现,市场地位可以帮助企业获得来自商业信用的融资。陈正林(2017)发现,

客户集中度越高,企业为客户提供的商业信用就越多,说明来自客户的竞争是商业信用重要驱动因素。(3)公司财务与非财务特征。这些特征包括:公司规模、经营年限(Long等,1993),产权性质(余明桂和潘红波,2010),企业有形的可抵押资产和高管的社会网络关系(唐松等,2017),公司战略(楚有为,2021),地理集聚(王永进和盛丹,2013)等。(4)内外部治理的因素。高质量的内部控制与市值管理能够帮助企业获得更多的商业信用融资(郑军等,2013;谢获宝等,2021),审计质量可以提升商业信用(陈运森和王玉涛,2010),非标审计意见将会影响企业获得商业信用融资(张勇,2013)。外部治理与监管也是影响商业信用供给的重要外部因素。王鲁昱和李科(2022)从供应链治理角度研究发现,供应链资产专用性能够显著提升公司的商业信用融资水平。在外部监管处罚方面,非处罚性监管(王艳艳等,2020),公司违规处罚(陈运森和王汝花,2014;修宗峰等,2021)都显著降低了被监管和处罚企业的商业信用。(5)信息披露质量。陈英梅等(2014)利用深交所的信息披露考核来表征公司信息披露质量,实证考察了企业不同信息披露质量对商业信用的影响,研究发现,企业的信息披露质量越高,获取的商业信用越多,说明公司信息披露可以降低违约风险和信用风险。修宗峰和刘然(2022)研究发现,财务重述不利于供应链中企业间信任关系的构建,对企业商业信用融资产生负面影响。纳税诚信的信息也帮助企业获得商业信用融资(耿艳丽等,2021)。

现有文献不仅从宏观货币政策、金融环境、经济不确定、市场地位、产品市场竞争等外部条件分析影响企业商业信用的因素,还兼顾到公司财务与非财务特征、内外部治理因素、信息披露质量等公司内部层面,但是少有文献研究公司特定的行业经营信息披露对商业信用需求与供给的影响,即行业经营性信息披露与商业信用之间的关系,本文试图结合行业信息披露管制指引实施,从这一角度进行拓展。

(二) 研究假设

基于以往文献,本文认为行业经营性信息披露管制将对供应商提供商业信用行为产生重要的影响。本文认为这种影响机理主要包括信息效应与治理效应两个方面:

(1)客户披露的行业经营性信息对供应商来说是非常重要的决策输入变量,可以缓解客户与供应商之间的信息不对称,产生信息效应。首先,资本市场上公开的信息披露是供应商获得客户信息并进行决策的重要渠道。客户信息披露会影响供应商的股价同步性(李丹和王丹,2016),客户股价崩盘风险对供应商具有传染效应(彭旋和王雄元,2018),供应商可以从客户的盈余公告中获得盈余信息(魏明海等,2018),而这些信息可以帮助供应商了解客户需求,从而进行有效的决策(陈涛琴等,2021)。其次,行业经营性信息披露可以缓解供应商与客户之间的信息不

对称, 供应商可以更好地评估客户的信用风险, 进而供应商将愿意提供更多的商业信用融资。在提供商业信用时, 供应商既不向客户收取利息, 也不要求客户提供抵押品, 因此面临较高的信用风险, 一旦客户违约, 就会造成巨大损失 (Wu 等, 2014)。此时, 与客户盈余质量密切相关的行业经营性信息披露则可以提供有价值的风险评估信息, 特别是在信息不对称严重的时候 (陈英梅等, 2014; 陈涛琴等, 2021)。最后, 客户披露的行业经营性信息可以帮助供应商更好地预测市场需求, 避免供求波动风险, 从而增加供应商提供商业信用融资的能力。行业经营性信息披露可以降低供应商信息搜寻成本, 帮助其更好地预测市场需求, 促进其做出更有效率的生产经营决策, 降低供应商面临的市场供求波动风险 (杨志强等, 2020), 进而供应商有能力提供更多的商业信用。因此, 行业经营性信息披露管制可以改善供应商与客户之间的信息不对称, 帮助供应商更好地评估客户信用, 并降低供应商面临的供需波动风险, 从而促进供应商给客户提供更多的商业信用融资。

(2) 行业经营性信息披露管制可以促进分析师、机构投资者和监管机构的外部监督, 改善公司的外部治理, 产生治理效应。首先, 证券分析师的一个重要角色就是解释公共信息 (Ivkvic 和 Jegadeesh, 2004; Asquith 等, 2005; 胡韬等, 2022)。从分析师作为解释信息的角色角度讲, 公司披露更多的特质信息将引发更多的分析师报告。分析师跟踪被认为是企业信息环境的指示器, 代表市场对企业的关注程度 (Lang 等, 2003)。行业信息披露指引发布后,

企业披露了更多与行业经营性相关的行业信息与公司经营性信息, 从而引发更多的分析师跟踪以及市场关注, 对公司产生治理效应。其次, 大量文献发现了机构投资者对信息披露有治理效应, 机构投资者为了降低代理成本和实施对内部人的监督需要足够的信息, 信息的收集和获取是机构投资者实现自身权益的保障 (谭劲松和林雨晨, 2016)。机构投资者的投资决策是建立在对公司状况充分了解基础上的, 包括公司自身的信息披露、多种形式的沟通等 (Chidambaram 和 John, 1998), 行业经营性信息正是机构投资者决策所需要的重要信息, 因此会吸引投资者关注以及机构投资者持股, 从而带来治理效应。最后, 也是非常重要的层面, 上交所和深交所推出行业信息披露指引是提升信息披露质量和公司治理的重要举措 (国发〔2020〕14号)。行业经营信息披露管制可以加强交易所的监管效能, 提升公司的内部治理与信息披露的有效性和针对性。根据上交所的《上市公司行业信息披露指引第一号——一般规定》, 第十六条规定: 本所在职责范围内对上市公司再融资、并购等重大事项出具持续监管意见时, 将参考公司遵守行业披露指引的情况。同时根据上交所和深交所关于行业信息披露指引的答记者问, 行业信息披露已经成为两个交易所进行分行业监管、提升监管有效性的重要基础和抓手^①。所以, 信息披露管制可以减少客户公司机会主义行为, 促进公司诚信、真实披露信息, 提升客户公司的治理水平和信用水平, 提高供应商为客户公司提供商业信用的意愿。

上述信息效应与治理效应的逻辑框架如图1所示。

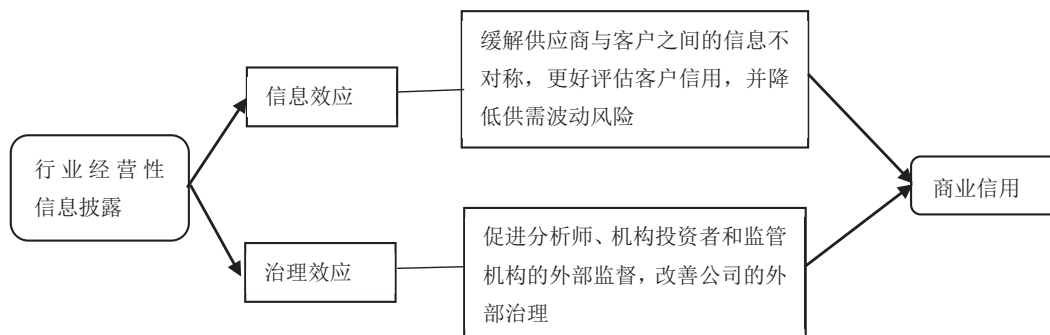


图1 研究假设的逻辑框架

基于信息效应和治理效应的作用机理, 本文提出研究假设:

H1: 行业经营性信息披露管制将给披露企业带来更多的商业信用融资。

四、研究设计

(一) 数据选取

本文以我国沪深A股上市公司为初始研究对象, 考

虑到2007年会计准则改革对会计信息质量的影响以及2020年新冠疫情的影响, 选取2007-2019年为样本区间。本文对初始样本进行以下筛选: (1) 剔除了ST、*ST类、PT类等非正常交易状态的公司样本; (2) 剔除金融行业的公司样本; (3) 剔除相关数据缺失的公司样本。最后, 共得到30028个公司-年度观测值。同时, 为缓解异常值可能给回归结果带来的影响, 本文对所有连续变

^① 详见上海证券交易所第三十三期新闻发布会 (http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/conference/c/c_20160603_4124392.shtml) 和深圳证券交易所答记者问 (http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20191027_571575.html)。

量均进行上下1%的缩尾处理,相关数据来自CSMAR数据库。

(二) 研究模型与变量定义

本文的研究对象是受到行业信息披露指引规范的上市公司,由于行业信息披露指引是分交易所、分阶段实施的,因此本文检验使用的是多阶段双重差分模型(Staggered Difference-in-Difference),可以更有效地解决共生事件带来的内生性问题。同时在分析中控制公司-年度固定效应(Firm-Year Fixed Effect),以及在公司层面进行聚类(Cluster),从而进一步减少内生性、异方差、序列相关问题。

本文参考陆正飞和杨德明(2011),张新民等(2012),Wu等(2014),Kong等(2020)的研究,构建了如下模型:

$$\begin{aligned} CREDIT_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Policy_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Age_{i,t} + \beta_4 PPE_{i,t} \\ & + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 EBIT_{i,t} + \beta_7 Cash_{i,t} + \beta_8 Bankloan_{i,t} \\ & + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Growth_{i,t} + \beta_{11} SOE_{i,t} + \beta_{12} Top1_{i,t} \\ & + FirmFE + YearFE + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,i和t分别表示上市公司和年份。本文的被解释变量为商业信用融资(CREDIT),借鉴以往研究(唐松等,2017;Wu等,2014;Kong等,2020),采用“应付账款/总资产”来衡量,这也是衡量供应商提供商业信用的最直接指标。行业经营性信息披露管制(Policy_{i,t})定义为当公司i在年度t及以后年度按照行业信息披露指引的要求披露了行业经营性信息,则取1,否则取0。参考张新民等(2012),唐松等(2017),Wu等(2014),Kong等(2020)等的研究,本文控制了影响商业信用融资的因素,同时控制了公司和年度虚拟变量,具体变量定义如表3所示。

表3 变量定义

变量符号	变量定义
CREDIT	应付账款/总资产
Policy	当公司i在年度t及以后年度按照行业信息披露指引的要求披露了行业经营性信息,则取1,否则取0。
Size	总资产的自然对数
Age	Ln(当年年份-企业成立年份+1)
PPE	固定资产/总资产
ROA	净利润/总资产
EBIT	息税前利润/总资产
Cash	经营活动现金净流量/总资产
Bankloan	(短期借款+长期借款)/总资产
Lev	总负债/总资产
Growth	销售收入相对于去年同期的同比增长率
SOE	国有企业取1,否则取0
Top1	第一大股东持股比例

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

表4是本文变量的描述性统计结果。商业信用融资的均值为0.0912,标准差为0.0708,与以往文献中的描述性统计相似(Wu等,2014;Kong等,2020)。行业经营性信息披露管制(Policy)的均值为0.2314。另外,样本的总资产收益率均值为4.08%,经营活动现金净流量占总资产比例均值为4.6%,资产负债率均值为43.01%,收入增长率均值为22.82%,第一大股东持股比例均值为35.3%。

表4 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CREDIT	30028	0.0912	0.0708	0.0009	0.0739	0.3451
Policy	30028	0.2314	0.4217	0.0000	0.0000	1.0000
Size	30028	21.9853	1.3013	19.3794	21.8129	25.9711
Age	30028	2.7629	0.3857	1.3863	2.8332	3.4340
PPE	30028	0.2186	0.1695	0.0010	0.1829	0.7267
ROA	30028	0.0408	0.0615	-0.2505	0.0391	0.2124
EBIT	30028	0.0581	0.0648	-0.2252	0.0548	0.2577
Cash	30028	0.0460	0.0741	-0.1802	0.0447	0.2607
Bankloan	30028	0.1456	0.1397	0.0000	0.1151	0.5820
Lev	30028	0.4301	0.2155	0.0453	0.4213	0.9734
Growth	30028	0.2282	0.9435	-0.9563	0.1015	7.1475
SOE	30028	0.4055	0.4910	0.0000	0.0000	1.0000
Top1	30028	0.3530	0.1498	0.0880	0.3349	0.7498

（二）假设检验

表5报告了行业经营性信息披露管制对商业信用融资的影响。列（1）中仅仅包含了行业经营性信息披露管制（Policy）的变量，而列（2）为加入了公司层面的控制变量以及公司和年度固定效应。结果显示，行业经营性信息披露管制（Policy）系数在列（1）和列（2）中都是至少在5%水平上显著为正的。这表明，与没有适用行业信息披露指引的公司相比，适用行业信息披露指引的公司披露行业经营性信息之后，供应商给予披露企业更多的商业信用融资，上述结果支持了假设1。控制变量中，固定资产占比（PPE）、总资产收益率（ROA）、销售收入增长率（Growth）的系数显著为正，说明潜在的抵押资产越多、盈利能力越强、公司的成长性越好，越容易从供应商那里获得商业信用融资。银行贷款占比（Bankloan）的系数显著为负，说明银行贷款与商业信用融资之间存在替代性关系，这也符合替代性融资的假说（Petersen 和 Rajan, 1997），与我国企业的实证证据也是一致的（孔东民等，2021）。

表5 行业经营性信息披露管制与商业信用融资

	CREDIT	CREDIT
	(1)	(2)
Policy	0.0027 *** (2.7476)	0.0029 ** (2.2326)
Size		-0.0020 (-1.3923)
Age		-0.0021 (-0.3979)
PPE		0.0336 *** (5.1795)
ROA		0.1862 *** (2.9667)
EBIT		-0.1723 *** (-2.9413)
Cash		-0.0082 (-1.4566)
Bankloan		-0.1386 *** (-14.4092)
Lev		0.1803 *** (22.8378)

续表

	CREDIT	CREDIT
	(1)	(2)
Growth		0.0016 *** (4.5785)
SOE		-0.0004 (-0.0919)
Top1		0.0057 (0.5961)
Constant	0.0906 *** (194.4433)	0.0769 ** (2.3921)
公司和年度	不控制	控制
N	30028	30028
Adj_R ²	0.0002	0.7689

注：***，** 和 * 分别表示在 1%，5% 和 10% 的水平上显著，括号中为 t 值。

（三）稳健性分析

1. 内生性检验

由于行业信息披露指引所选定的行业本身可能存在一定的特殊性，因此披露管制所影响的处理组与不受影响的对照组不是随机选择的，同时也可能存在遗漏变量，本文采用倾向得分匹配（PSM）、安慰剂检验以及 Heckman 检验的方法来减少样本选择偏差和遗漏变量的潜在内生性影响。

首先，本文将倾向得分匹配（PSM）的方法引入到研究模型中，使用配对后的处理组和对照组样本进行研究。PSM+DID 的方法可以更严谨地检验本文提出的研究假设。本文将适用于行业经营性信息披露管制的公司作为处理组，之前分析中一系列控制变量作为匹配变量，然后使用一对一放回最近邻匹配为处理组寻找特征相似的对照组。首先，本文进行了匹配平衡性检验，Rosenbaum 和 Rubin (1983) 认为偏差比例不超过 20% 可以说明匹配效果较好，表6显示，匹配变量的标准化偏差绝对值最大值为 16.99%，除了两个指标之外，其他指标都在 10% 以下，大部分变量 t 检验结果不显著。其他检验指标中，方差比率 $V(T)/V(C)$ 指标基本落于 [0.82, 1.1] 的区间，B 值等于 21.3%，小于 25%，R 值为 0.99，落于 [0.5, 2] 的区间，总体上说明估计结果稳定性较好，匹配变量选取合理。表7中列（1）报告了采用 PSM 配对的回归结果。行业经营性信息披露管制（Policy）系数为 0.0029，且在 10% 的水平上显著为正，说明本文的结果在 PSM 配对后仍然是稳健的。

DID 模型的重要前提为处理组和对照组满足平行趋势，

因此本文也进行了平行趋势检验。变量中 $Policy_{t-2}$ 定义为政策发生前第二年, 对于适用行业信息披露指引的公司取 1, 否则取 0。 $Policy_{t-1}$ 定义为政策发生前第一年, 对于适用行业信息披露指引的公司取 1, 否则取 0。 $Policy_t$ 定义为政策发生当年, 对于适用行业信息披露指引的公司取 1, 否则取 0。 $Policy_{t+1}$ 定义为政策发生后第一年以及以后年份, 对于适用行业信息披露指引的公司取 1, 否则取 0。结果显示 (见表 7 第 (2) 列), 实证结果通过了平行趋势检验, 行业信息披露指引实施当年和后面年份的回归系数都是 10% 水平上显著为正, 而实施前一年和前两年的系数都是不显著的。

其次, 本文进行了安慰剂测试, 以进一步解决在行业经营性信息披露管制过程中可能存在的遗漏变量问题。参考 Cornaggia 和 Li (2019) 的做法, 本文将样本中 policy 变量观测值的取值替换为由软件自动生成的随机数。然后, 本文重复了表 5 第 (2) 列中的基本回归, 结果显示在表 7 的第 (3) 列中。安慰剂 Policy 的系数为负, 且很小, 并且在统计上不显著。安慰剂检验结果表明本文结论稳健有效。

最后, 本文采用 Heckman 二阶段法检验可能存在的样

本自选择问题。本文在第一阶段构建 Probit 回归模型, 在模型中控制可能影响行业经营性信息披露管制的因素, 比如规模 (Size)、公司年龄 (Age)、固定资产占比 (PPE)、公司总资产收益率 (ROA) 以及年度和行业固定效应的变量, 这些公司财务特征以及时间与行业趋势特征, 将体现在新兴行业和部分特征明显的传统行业中。同时, 本文增加了“行业内上市公司的数量”作为一个新的变量, 即排他性约束变量, 当某一行业内上市公司数量较多时, 行业经营性特征与模式更加明显, 也日趋成熟, 因此该行业更有可能被列为行业经营性信息披露管制的行业列表中, 二者存在一定的相关性。然后在第一阶段回归后, 构建逆米尔斯比率 (IMR), 再将其作为控制变量加入到第二阶段的回归中, 即表 5 第 (2) 列的基本回归中, 以检验自选择问题对本文研究结论的干扰。第二阶段回归结果显示 (表 7 第 (4) 列), 逆米尔斯比率 (IMR) 的系数显著为负, 说明样本偏差是存在的, 但是本文研究的行业经营性信息披露管制变量 (Policy) 在 1% 水平上显著为正。上述结果说明, 在考虑了样本自选择偏差和遗漏变量后, 本文的结论依然成立。

表 6 PSM 匹配平衡性检验结果

变量	Mean			t-test		V (T) / V (C)
	Treat	Control	%bias	t	p> t	
Size	21.9410	21.8010	11.5000	8.7100	0.0000	1.02
Age	2.7718	2.7365	9.3000	7.0500	0.0000	0.82 *
PPE	0.2219	0.2240	-1.3000	-0.9600	0.3390	1.10 *
ROA	0.0419	0.0422	-0.5000	-0.4000	0.6880	0.92 *
EBIT	0.0587	0.0588	-0.1000	-0.1000	0.9200	0.91 *
Cash	0.0466	0.0466	-0.1000	-0.0700	0.9440	0.98
Bankloan	0.1403	0.1380	1.7000	1.2500	0.2120	0.99
Lev	0.4161	0.3965	9.5000	7.1400	0.0000	1.02
Growth	0.1922	0.2098	-2.1000	-1.5500	0.1200	0.90 *
SOE	0.4213	0.3394	16.9000	12.7700	0.0000	1.09 *
Top1	0.3506	0.3463	2.9000	2.2200	0.0260	1.03

表 7 PSM 方法、平行趋势检验、安慰剂检验以及 Heckman 检验结果

	CREDIT	CREDIT	CREDIT	CREDIT
	(1)	(2)	(3)	(4)
Policy	0.0029 *		-0.0002	0.0040 ***
	(1.814)		(-0.3552)	(3.1781)
Policy _{t-2}		0.0014		
		(0.9890)		

续表

	CREDIT	CREDIT	CREDIT	CREDIT
	(1)	(2)	(3)	(4)
Policy _{t-1}		0.0023 (1.3559)		
Policy _t		0.0033 * (1.6462)		
Policy _{t+1}		0.0043 * (1.8014)		
IMR				-0.0095 *** (-3.5658)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司和年度	控制	控制	控制	控制
N	22798	22798	30028	21025
Adj_R ²	0.771	0.7711	0.7688	0.7926

注：***，** 和 * 分别表示在 1%，5% 和 10% 的水平上显著，括号中为 t 值。

2. 更换被解释变量

在上面的分析中，本文直接采用“应付账款”来衡量供应商提供的商业信用融资。根据以往文献（陆正飞和杨德明，2011；张新民等，2012；陈运森和王汝花，2014），本文也采用包含“应付票据”、“应收账款”等更宽泛的其他测量指标以及“一年以上的应付账款”更严格的定义进行稳健性分析，分别采用四种变量定义：应付账款/负债总额（L_CREDIT）、一年以上的应付账款/总资产（FIN_

CREDIT）、（应付账款-应收账款）/总资产（NET_CREDIT）、（应付账款+应付票据+预收账款-应收账款-应收票据-预付账款）/总资产（CREDIT_TC）。表 8 中列（1）-列（4）报告了更换被解释变量的回归结果。行业经营性信息披露管制（Policy）的系数在 0.0028 至 0.0126 之间，分别在在 1%、1%、5%、10% 的水平上显著，说明更换被解释变量的测量方式，解释变量的系数仍然是显著的，本文的结论不受商业信用融资更狭窄和更宽泛的变量定义影响。

表 8 更换被解释变量的回归结果

	L_CREDIT	FIN_CREDIT	NET_CREDIT	CREDIT_TC
	(1)	(2)	(3)	(4)
Policy	0.0126 *** (3.900)	0.0028 *** (3.1196)	0.0047 ** (2.5429)	0.0059 * (1.8899)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司和年度	控制	控制	控制	控制
N	30028	13050	29990	22960
Adj_R ²	0.738	0.6458	0.7603	0.7722

注：***，** 和 * 分别表示在 1%，5% 和 10% 的水平上显著，括号中为 t 值。

3. 更换解释变量

本文在前述部分中采用行业信息披露管制实行的期间作为事件期来进行分析，在披露管制实行后，不同行业的公司以及同一个行业的不同公司所披露的行业经营性信息在详细程度上可能存在差异（陈蔚恒和李杲，2018），因此，本文将通过更换被解释变量的方式来进一步考察文本

信息披露程度的影响。为了探究行业信息披露的文本特征和商业信用融资的关系，本文使用 python 提取了上交所“行业经营性信息”部分的内容，由于深圳证券交易所的行业信息是分散披露的，很难将其分别摘录出来，故本文此处仅使用上交所的文本数据进行分析。借鉴以往的研究，本文使用公司年报中披露的行业经营性信息中数字与文字

总和的自然对数 (Total)、数字数量的自然对数 (Num)、文字数量的自然对数 (Word) 作为行业信息披露的衡量标准。将基本回归模型中行业经营性信息披露管制 (Policy) 分别乘以 Total、Num 和 Word。表 9 报告了替换解释变量的回归结果。可以看到行业经营性信息披露管制和上述三个变量的交乘项都在至少 10% 的水平上显著为正, 说明行业信息披露指引政策实施之后, 行业经营性的信息披露可以提供特定的行业信息 and 公司经营信息, 提高了客户公司的透明度, 增加了供应商的商业信用供给。同时, 披露信息中数字数量的系数 (Policy×Num) 大于文字数量的系数 (Policy×Word), 说明数字信息对于供应商评估以及外部主体监督更为重要。

表 9 更换解释变量的回归结果

	CREDIT	CREDIT	CREDIT
	(1)	(2)	(3)
Policy×Total	0.0008 *		
	(1.7990)		
Policy×Num		0.0016 **	
		(2.0808)	
Policy×Word			0.0008 *
			(1.7593)
控制变量	控制	控制	控制
公司和年度	控制	控制	控制
N	5633	4761	5633
Adj_R ²	0.7560	0.7541	0.7560

注: **、* 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 括号中为 t 值。

4. 增加控制变量

本文进一步控制公司治理、公司市场地位以及供应商集中度等变量来考察结果的稳健性。这些变量包括: (1) 两职兼任 (Dual), 董事长与总经理兼任时取值为 1, 否则取值为 0; (2) 独立董事占比 (Indep), 公司当年独董人数占董事会人数的比例; (3) 董事会规模 (Board), 董事会人数的自然对数; (4) 市场地位 (MarketPower), 企业的年度销售额占行业内所有企业的年度销售额之和的比例; (5) 供应商集中度 (Top5supplier), 年报中披露的前五大供应商的采购额合计额占全年采购总额的比例。表 10 报告了增加上述控制变量的回归结果。行业经营性信息披露管制 (Policy) 的系数仍然在 5% 的水平上显著为正, 说明加入公司治理、公司市场地位以及供应商集中度等控制变量后, 结果仍然是稳健的。在上述控制变量中, 市场地位 (MarketPower) 的系数在 1% 水平上显著为正, 说明在行业中市场地位更高的公司, 将从供应商那里获得更多的商业

信用融资, 这也支持了买方市场理论 (张新民等, 2012), 其他控制变量并不显著影响商业信用融资。

表 10 增加控制变量的回归结果

	CREDIT	CREDIT	CREDIT
	(1)	(2)	(3)
Policy	0.0032 **	0.0032 **	0.0036 **
	(2.4153)	(2.4031)	(2.3278)
Dual	-0.0020	-0.0019	0.0001
	(-1.5995)	(-1.5692)	(0.0445)
Indep	0.0014	0.0007	0.0018
	(0.3305)	(0.1668)	(0.3269)
Board	-0.0046	-0.0067	-0.0116
	(-0.3830)	(-0.5562)	(-0.7280)
MarketPower		0.3728 ***	0.4957 ***
		(4.1020)	(3.9848)
Top5supplier			-0.0005
			(-0.1275)
控制变量	控制	控制	控制
公司和年度	控制	控制	控制
N	29480	29480	16921
Adj_R ²	0.7727	0.7735	0.8273

注: **、* 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 括号中为 t 值。

5. 其他稳健性检验

本文也进行了其他的稳健性检验。第一, 2013 年之后, 交易所监管发生重大变化, 本文用 2013 年之后的样本数据进行回归分析, 结果是稳健的。第二, 由于两个交易所的行业类型有部分差异, 同时两个交易所分别对辖区内的公司进行行业经营性信息披露管制。本文分别单独用两个交易所的样本数据进行回归分析, 结果是稳健的。第三, 考虑到应付账款期末余额受历史因素的影响较大, 本文用“一年以上的应付账款/总资产”的增加额作为被解释变量时, 结果是稳健的。

六、进一步分析

(一) 信息不透明的分组检验

本文认为行业经营性信息披露管制通过信息效应和治理效应两种机制对商业信用融资发挥作用。如果信息效应产生作用, 本文预期行业信息披露管制的效果在公司信息不透明的情况下更为显著。为了验证这个推论, 根据以往文献 (Hutton 等, 2009), 本文用过去三年的累计应计盈余管理来衡量信息不透明的程度 (Information Opacity), 并按照中值划分为高信息不透明组 (High Opacity) 和低信息不

透明组 (Low Opacity)。分组回归结果见表 11 中列 (1) 和列 (2)。在列 (1) 中行业经营性信息披露管制 (Policy) 的系数在 5% 水平上显著为正, 而在列 (2) 中行业经营性信息披露管制 (Policy) 的系数不显著, 列 (1) 和列 (2) 中行业经营性信息披露管制 (Policy) 的系数组间存在显著差异, 上述结果表明, 行业信息披露管制在信息透明度较差的情况下对商业信用融资的影响更大, 其“信息效应”在公司信息不透明的情况下具有更强的影响, 验证了信息效应机制的作用。

(二) 公司治理的分组检验

如本文假设中所提出的, 公司治理也是行业信息披露管制产生作用的重要机制。如果治理效应起作用, 本文预

期行业经营性信息披露管制的效果在公司治理较弱的情况下更为显著。为了验证这个推论, 本文用机构投资者持股比例 (机构投资者持股数量除以总股数) 来衡量公司治理情况, 并按照中值进行划分为高机构投资者持股组 (High INST) 和低机构投资者持股组 (Low INST)。分组回归结果见表 11 中列 (3) 和列 (4)。在列 (3) 中行业经营性信息披露管制 (Policy) 的系数不显著, 而在列 (4) 中行业经营性信息披露管制 (Policy) 的系数在 5% 水平上显著为正, 上述结果表明, 行业信息披露管制在公司治理较弱的情况下对商业信用融资的影响更大, 其“治理效应”在公司治理较弱的情况下具有更强的影响, 验证了治理机制的作用。

表 11 信息不透明与公司治理的分组检验结果

	CREDIT	CREDIT	CREDIT	CREDIT
	(1)	(2)	(3)	(4)
	High Opacity	Low Opacity	HighINST	LowINST
Policy	0.0052 ** (2.0892)	0.0015 (0.8687)	0.0000 (0.0010)	0.0041 ** (2.2996)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司和年度	控制	控制	控制	控制
N	11066	11073	14970	14977
Adj_ R ²	0.7442	0.8552	0.8071	0.7752
Empirical p-value (High vs Low)	0.000 ***		0.000 ***	

注: ***, ** 和 * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 的水平上显著, 括号中为 t 值。Empirical p-value 用于检验组间系数差异的显著性, 通过自体抽样 (Bootstrap) 1000 次得到。

七、结论与启示

提升信息披露质量与提高上市公司治理水平是促进上市公司高质量发展的内在要求。信息披露管制不仅促进了投资者获取高质量的信息, 保护投资者利益, 同时也满足了利益相关者的信息需求。本文以沪深两个交易所分步骤实行业务信息披露指引作为外生事件, 通过构建多阶段双重差分模型, 研究了行业经营性信息披露管制对商业信用融资的影响。研究发现: 与不适用行业信息披露指引的公司相比, 适用行业信息披露指引的公司在披露管制实施后从供应商获得的商业信用融资显著上升, 在一系列稳健性检验后, 上述研究结论依然成立。两个交易所发布的行业经营性信息披露指引可以通过“信息效应”和“治理效应”发挥作用, 机制分析结果表明, 行业经营性信息披露管制提升商业信用融资的效果在公司信息不透明和公司治理较弱的情况下更加显著, 支持了上述两种效应。本文丰富了行业经营性信息披露管制经济后果和商业信用影响因素的研究, 并有助于监管者和公司利

益相关者认识与行业经营有关的特质信息披露管制对公司融资和会计信息的现实影响, 以转变监管模式和提高上市公司质量。本文研究表明, 行业经营性信息披露管制对公司的利益相关者产生积极的效应, 能够提升客户与供应商之间的商业信用融资, 并促进公司健康可持续发展。

本文的研究结论主要有以下三个方面的启示: 第一, 信息披露改革具有正的外部性, 两个交易所从监管转型和提升信息披露质量出发推出行业信息披露指引, 目的是增强信息披露针对性和有效性, 虽然上市公司披露信息的主要使用主体是股东, 但是特定行业的经营性信息对供应链的上下游企业将产生积极的溢出效应。第二, 交易所应该进一步加强行业信息披露指引的实施与改进, 发挥信息披露管制的“信息效应”和“治理效应”。第三, 上市公司应该重视行业经营性信息披露, 这不仅可以增加投资者对公司行业特点、经营模式的认知, 更好地提升公司市场价值, 还可以帮助解决公司与其利益相关者之间的信息不对称问题, 促进公司高质量发展。

主要参考文献

陈胜蓝, 刘晓玲. 2018. 经济政策不确定性与公司商业信用供给. 金融研究, 5: 172~190

陈涛琴, 李栋栋, 洪剑峭. 2021. 客户盈余质量与供应商投资效率分析——基于 A 股上市公司的经验研究. 南开管理评论, 3: 193~201

陈西婵, 刘星. 2021. 供应商(客户)集中度与公司信息披露违规. 南开管理评论, 6: 213~224

陈蔚恒, 李杲. 2018. 深市公司执行行业信息披露指引情况研究. 证券市场导报, 11: 60~65

陈英梅, 邓同钰, 张彩虹. 2014. 企业信息披露、外部市场环境与商业信用. 会计与经济研究, 6: 16~26

陈运森, 王玉涛. 2010. 审计质量、交易成本与商业信用模式. 审计研究, 6: 77~85

陈运森, 王汝花. 2014. 产品市场竞争、公司违规与商业信用. 会计与经济研究, 5: 26~40

陈正林. 2017. 客户集中、行业竞争与商业信用. 会计研究, 11: 79~85

楚有为. 2021. 公司战略与商业信用供给决策. 会计与经济研究, 6: 73~89

方明月. 2014. 市场竞争、财务约束和商业信用——基于中国制造业企业的实证分析. 金融研究, 2: 111~124

耿艳丽, 鲁桂华, 李璇. 2021. 纳税诚信企业更容易获得商业信用融资吗? 管理评论, 3: 269~281

胡韬, 李丹, 郭紫明. 2022. 披露子公司财务信息对投资者有用吗?——来自权益资本成本视角的证据. 会计与经济研究, 2: 22~39

孔东民, 李海洋, 杨薇. 2021. 定向降准、贷款可得性与小微企业商业信用——基于断点回归的经验证据. 金融研究, 3: 77~94

李丹, 王丹. 2016. 供应链客户信息对公司信息环境的影响研究——基于股价同步性的分析. 金融研究, 12: 191~206

刘珍瑜, 刘浩. 2021. 季度经营信息披露与会计信息质量提升——基于监管创新的信息间作用研究. 财经研究, 4: 139~153

陆正飞, 杨德明. 2011. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场? 管理世界, 4: 6~14+45

马黎珺, 张敏, 伊志宏. 2016. 供应商-客户关系会影响企业的商业信用吗?——基于中国上市公司的实证检验. 经济理论与经济管理, 2: 98~112

彭旋, 王雄元. 2018. 客户股价崩盘风险对供应商具有传染效应吗? 财经研究, 2: 141~153

宋小保, 郭春. 2021. 资本市场开放与商业信用融资——来自“沪港通”互通机制的经验证据. 南京财经大学学报, 5: 55~65

饶品贵, 姜国华. 2013. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究. 经济研究, 1: 68~82+150

谭劲松, 林雨晨. 2016. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据. 南开管理评论, 5: 115~126+138

唐松, 王俊杰, 马杨, 孙铮. 2017. 可抵押资产、社会网络与商业信用. 南开管理评论, 3: 53~64+89

王鲁昱, 李科. 2022. 供应链金融与企业商业信用融资——基于资产专用性的分析视角. 财经研究, 3: 154~168

王小鲁, 胡李鹏, 樊纲. 2021. 中国分省份市场化指数报告. 社会科学文献出版社

王艳艳, 何如桢, 刘婵. 2020. 非处罚性监管会影响商业信用融资吗?——基于年报问询函的经验证据. 财务研究, 4: 28~42

王永进, 盛丹. 2013. 地理集聚会促进企业间商业信用吗? 管理世界, 1: 101~114+188

魏明海, 衣昭颖, 李晶晶. 2018. 中国情境下供应链中客户盈余信息传递效应影响因素研究. 会计研究, 6: 19~25

谢获宝, 马慧玉, 魏其芳. 2021. 市值管理对商业信用融资的治理作用——基于沪深 A 股上市公司的经验证据. 证券市场导报, 10: 23~32

修宗峰, 刘然, 殷敬伟. 2021. 财务舞弊、供应链集中度与企业商业信用融资. 会计研究, 1: 82~99

修宗峰, 刘然. 2022. 企业财务重述、供应链关系与商业信用融资. 管理工程学报, 4: 86~107

杨志强, 唐松, 李增泉. 2020. 资本市场信息披露, 关系型合约与供需长鞭效应——基于供应链信息外溢的经验证据. 管理世界, 7: 89~105+217

余明桂, 潘红波. 2010. 金融发展、商业信用与产品市场竞争. 管理世界, 8: 117~129

张新民, 王珏, 祝继高. 2012. 市场地位、商业信用与企业经营性融资. 会计研究, 8: 58~65

张勇. 2013. 信任、审计意见与商业信用融资. 审计研究, 5: 72~79

郑军, 林钟高, 彭琳. 2013. 高质量的内部控制能增加商业信用融资吗?——基于货币政策变更视角的检验. 会计研究, 6: 62~68

钟凯, 梁鹏, 董晓丹, 王秀丽. 2022. 数字普惠金融与商业信用二次配置. 中国工业经济, 1: 170~188

Asquith, P., M. Mikhail, A. Au. 2005. Information Content of Equity Analyst Reports. Journal of Financial Economics, 75 (2): 245~282

Admati, A. R., P. Pfleiderer. 2000. Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities. The Review of Financial Studies, 13 (3): 479~519

- Beyer, A., D. A. Cohen, T. Z. Lys, B. R. Walther. 2010. The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3): 296~343
- Brennan, M. J., V. Maksimovics, J. Zechner. 1988. Vendor Financing. *Journal of Finance*, 43 (5): 1127~1141
- Cheng, N. S., R. Pike. 2003. The Trade Credit Decision: Evidence of UK Firms. *Managerial and Decision Economics*, 24 (6-7): 419~438
- Chidambaran, N. K., K. John. 1998. Relationship Investing: Large Shareholder Monitoring with Managerial Cooperation. Working Paper
- Cornaggia, J., J. Y. Li. 2019. The Value of Access to Finance: Evidence from M&As. *Journal of Financial Economics*, 131 (1): 232~250
- Coulubaly, B., H. Saprizza, A. Zlate. 2013. Financial Frictions, Trade Credit, and the 2008-09 Global Financial Crisis. *International Review of Economics and Finance*, 26: 25~38
- Emery, G. W. 1984. A Pure Financial Explanation for Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19 (3): 271~285
- Emery, G. W. 1987. An Optimal Financial Response to Variable Demand. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22 (2): 209~225
- Fabbri, D., A. M. C. Menichini. 2010. Trade Credit, Collateral Liquidation and Borrowing Constraints. *Journal of Financial Economics*, 96 (3): 413~432
- Ferris, J. S. 1981. A Transactions Theory of Trade Credit Use. *The Quarterly Journal of Economics*, 96 (2): 243~270
- Giannetti, M., M. Burkart, T. Ellingsen. 2011. What You Sell is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts. *Review of Financial Studies*, 24 (4): 1261~1298
- Guiso, L., P. Sapienza, L. Zingales. 2004. The Role of Social Capital in Financial Development. *American Economic Review*, 94 (3): 526~556
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, H. Tehranian. 2009. Opaque Financial Reports, R^2 and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94 (1): 67~86
- Ivkovic, Z., N. Jegadeesh. 2004. The Timing and Value of Forecast and Recommendation Revisions. *Journal of Financial Economics*, 73 (3): 433~463
- Jaffee, D. M., T. Russell. 1976. Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, 90 (4): 651~666
- Kong, D., Y. Pan, G. G. Tian, P. Zhang. 2020. CEOs' Hometown Connections and Access to Trade Credit: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101574
- Lang, M., K. Lins, D. Miller. 2003. ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? *Journal of Accounting Research*, 41 (2): 317~345
- Leuz, C., P. Wysocki. 2016. The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research. *Journal of Accounting Research*, 54 (2): 525~622
- Long, M. S., I. B. Malitz, S. A. Ravid. 1993. Trade Credit, Quality Guarantees and Product Marketability. *Financial Management*, 22 (4): 117~127
- Petersen, M., R. Rajan. 1997. Trade Credit: Theories and Evidence. *Review of Financial Studies*, 10 (3): 661~691
- Rosenbaum, P. R., D. B. Rubin. 1983. The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects. *Biometrika*, 70 (1): 41~55
- Schwartz, R. A. 1974. An Economic Model of Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9 (4): 643~657
- Stiglitz, J. E., A. Weiss. 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71 (3): 393~410
- Wu, W., M. Firth, O. M. Rui. 2014. Trust and the Provision of Trade Credit. *Journal of Banking and Finance*, 39: 146~159

Does Industry-specific Information Disclosure Improve Trade Credit financing?

Shi Guifeng

Abstract: This paper examines the influence of staggered implementations of Industry Information Disclosure Guideline on trade credit financing. Using a sample of China's A-share listed firms from 2007 to 2019, the results show that firms have significantly increased their trade credit financing from suppliers after they disclose industry-specific information. The main results are robust to numerous additional checks. Furthermore, this paper finds that the positive association is more pronounced for firms with weaker information transparency and corporate governance, indicating that Guideline plays a role through information effect and governance effect. The paper enriches the research on the economic consequences of industry-specific information disclosure and the factors affecting trade credit financing, and helps managers and stakeholders understand the role of the information disclosure environment on corporate financing behavior.

Key Words: Industry-specific Information Disclosure Guideline; Trade Credit Financing; Information Effect; Governance Effect