

An Empirical Study on the Influence of Information Disclosure and Institutional Environment on the Debt Financing under the Financial Crisis

Yinkuan Gu, Hongxia Zhang

Management School, Anhui University of Technology, Ma'anshan
Email: gyk00611@ahut.edu.cn

Received: Aug. 29th, 2013; revised: Aug. 30th, 2013; accepted: Sep. 2nd, 2013

Copyright © 2013 Yinkuan Gu, Hongxia Zhang. This is an open access article distributed under the Creative Commons Attribution License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

Abstract: This paper, taking the 2007-2009 data for the non-financial and insurance listed companies of A share in Shenzhen Stock Exchange as the sample, analyzes the impact of information disclosure quality and institutional environment on debt financing, and draws the following conclusions: the information disclosure quality and new bank loans are significantly positively correlated; in the deep financial crisis of 2009, the financial crisis weakened the positive correlation between the information disclosure quality and new bank loans; in the area with higher degree market, lower degree of government intervention and higher level of law, the quality of information disclosure is much higher and more new bank borrowings appear.

Keywords: Financial Crisis; Information Disclosure; Debt Financing

金融危机下信息披露与制度环境对债务融资影响的实证研究

顾银宽, 张红侠

安徽工业大学管理学院, 马鞍山
Email: gyk00611@ahut.edu.cn

收稿日期: 2013年8月29日; 修回日期: 2013年8月30日; 录用日期: 2013年9月2日

摘要: 本文以2007~2009年深市A股非金融保险类上市公司为样本, 分析信息披露质量与制度环境对债务融资的影响, 得出以下结论: 信息披露质量与新增银行借款存在显著地正相关关系; 在金融危机深刻的2009年, 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; 市场化程度越高、政府干预程度越低、法治水平越高的地区, 信息披露质量越高, 银行新增借款越多。

关键词: 金融危机; 信息披露; 债务融资

1. 引言

当前中国企业融资结构的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。中国人民银行发布的《2010年中

国金融市场发展报告》¹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

¹来自中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn/>

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。

金融危机的发生为世界各国银行敲响了警钟,对于银行如何控制贷款风险,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?企业的财务风险与银行贷款的安全是否受到制度环境的影响?

2. 研究假设的提出

作为内部人的股东与外部债权人存在着严重的信息不对称,债权人很难了解和把握股东的行为,债权人为了保护其自身利益,往往要求与股东签订债务契约,甚至有时会增设保护性条款,如限制额外的负债、不允许出售资产等,这些都是出于风险管理的考虑。授信评估是银行控制信贷风险的关键手段,会计信息可以衡量企业的偿债能力,是银行授信过程中的重要依据之一;获利能力越强、财务状况越好、变现能力越强的公司,就越有能力负担财务上的风险,银行举债融资也就越有吸引力。财务报告信息在银行信贷决策中的作用已经得到验证。

在正式的金融制度安排下,资本市场能够量化分析与评估潜在的信贷风险,主要的依据就是具有“可计算性”的企业经营管理等方面的信息。在债务契约签订前,银行通过会计信息等对企业的财务状况、经营成果以及现金流量进行考核,据此确定是否贷款以及贷款的方式和额度;签约后通过考察企业资金投向以及使用情况,以确定企业再贷款的信用程度,一旦发现企业违反债务契约约定,将及时收回贷款,以保护自身权益。企业如想顺利地进行融资活动,首先就必须解决信息不对称给贷款人带来的资金风险评估问题,否则难以通过银行信贷审查。提高信息披露水平即是一种有效的方法,高质量的信息披露有助于银行判断企业存在的风险,进而做出贷款利率和数量的决策。因此,会计信息质量较高的公司更容易得到银行的青睐,在同等条件下,将会得到更多的银行新增贷款。基于此,我们提出假设 1:

假设 1: 信息披露质量越高,企业所能获得的银

行借款越多。

债务融资期限结构的选择是企业融资决策的重要内容之一。不合理的债务期限搭配不仅会影响债务融资的治理效应,而且容易使企业陷入财务困境,甚至危及一国的金融安全。从信息不对称角度来讲,银行作为专业性的借贷机构,可以和企业建立长期的合作和诚信关系,并据此获得借款企业的一些内部信息,包括风险偏好、信用状况、现金流和投资机会,以减少银行和借款企业之间的信息不对称程度。但是由于长期借款的期限较长,企业面临的不确定性较大,发生违约的可能性较高,因此银行对外部履约机制的依赖性增强(孙铮等,2005)^[1],如法律对投资者保护的程度、所有权性质等。孙铮等(2005)发现了在市场化程度较低的地区,政府可以为与其保持密切关系的企业所贷长期借款提供“隐性担保”;廖秀梅(2007)^[2]认为政府主要通过对中长期借款的干预来影响银行的信贷决策。事实上,贷款期限越长,融资风险越大,银行对企业上一期会计信息的决策依赖性越弱。陆正飞等(2008)^[3]的研究也发现了新增长期借款与会计信息不存在显著的相关性的证据。

对于企业短期借款而言,银行通常能及时、经常地获得贷款企业有关生产和经营方面的信息,从而有利于银行对企业进行更加紧密的监督,而且企业经营状况在短期内发生重大变化的可能性相对较小,短期债务的回收风险相对较低。因此,企业上年发布的财务报告的信息质量对短期借款有较大影响。一般而言,银行出于保护自身的利益角度考虑,更愿意提供短期债务融资来对上市公司进行监督和控制(江伟、李斌,2006)^[4]。短期贷款使得企业不断再融资,也不断接受银行检查,而银行可以借此获得最新信息,减少信息不对称问题,控制信贷风险。

在银行信贷期限结构上,短期贷款和长期贷款是性质完全不同的两种债务。对于短期贷款,一方面,信贷企业的资产结构和资产价值在短期内发生变化较小,银行监督成本较低;另一方面,信贷企业在短期贷款到期时如果续贷,银行需要对信贷企业的经营状况和投资项目重新进行评估,这增强了银行的信贷风险控制能力,所以对银行而言,相对长期贷款,短期贷款的风险相对较小。基于此,提出第二个假设:

假设 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,企业可以选择更加稳健的会计报告政策,向银行传递自身盈利能力和偿债能力的可靠信号,从而增加获得信贷的可能性。银行作为债权人也必然要求企业较高的信息披露质量。银行最关注的不是企业资产增值的潜力,而是企业的资产是否能够偿还债务。一方面,银行将信息披露质量看成重要的指标以保证贷款的安全性;另一方面银行关注债务合约的违约风险,信息披露质量可以提示债务的违约风险。

在金融危机期间,大部分企业都出现资金短缺的现象,为了企业发展获得贷款,很多企业粉饰财务报表,银行一方面作为经济主体要实现利润最大化,另一方面,受政府影响,政府要减少金融危机的影响,为维护金融稳定,银行不得不对一些信息披露较差的企业贷款,再加上对国有企业的偏爱,即使信息披露不好的国有企业也可以获得银行贷款,由于危机的影响,信息披露的好坏影响可能减弱。基于以上考虑,本文提出假设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贷款的影响。

在经济转轨过程中,资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同导致我国各地的市场化程度存在较大的差异(孙铮等,2005)^[1],而各地区市场化水平的不同直接影响着银行的贷款行为。江伟、李斌(2006)^[4]具体考察了我国国有银行在对不同性质的公司发放长期贷款时是否存在差别贷,以及在不同的制度环境下,国有银行在发放长期贷款时的差别贷款行为是否有所不同。研究发现,在政府干预程度比较低的地区以及金融发展水平比较高的地区,国有银行对不同性质公司的差别贷款行为有所减弱。

具体而言,在市场化水平比较高的地区,国有银行的市场化改革更加深入,各银行之间的竞争也更加激烈,因此,这些地区的银行在发放贷款时会更多地考虑盈利目的而非政治目的;相反,在市场化程度较低的地区,政府为了地方经济的发展、社会就业、财政收入等因素,有很强的动机干预企业贷款决策。巴曙松等(2005)^[5]指出了地方政府通过协助、纵容或默许辖区企业的“逃、废债”行为来间接争夺国有银行的金融资源。孙铮等(2005)研究发现在市场化程度较高的地区,贷款人面临着较高的长期债务履约成本,而在市场化程度较低的地区,政府的干预降低了企业的

履约成本。在市场化程度较高的地区,由于政府对国有银行贷款干预的减弱以及所导致的国有银行经理激励机制的变化,银行将更能强化对公司贷款的监督,因此会采取更为严苛的措施加强贷款管理,如强化企业信息披露质量、要求提供更多的抵押品、调整贷款期限等。此外,在信贷活动中,法律法规作为信用市场发展的重要决定因素(La Porta, 1997)^[6],也影响着信息披露质量对债务融资约束的作用。完善的法律法规,较高的司法效率有助于减少企业的信贷约束,提高银行的贷款意愿(Jappelli et al., 2005)^[7]。如果司法和法律体系不能够保障债权人的利益,贷款人则愿意提供短期借款而非长期借款以控制风险(Diamond, 1991; Rajan, 1992)^[8,9]。就我国而言,司法体系尚缺乏一定的独立性,政府部门和官员干预司法部门独立运作的行为屡见不鲜,导致法律不能够有效的实施,法律条款的执行和落实常常成为一纸空文,损害了法律规范的整体效率。尽管近年来我国的法治化建设取得了很大的进步,但要想做到司法真正的独立仍需要付出很大的努力。目前现行法律规定上市公司的司法管辖权属于所在地的中级人民法院,这样对于不同地区的上市公司来说,虽然其所处的国家大环境是一样的,但由于其所处地区的法治水平差异较大(樊纲,王小鲁,2011)^[10],从而影响银行的贷款行为,进而会表现出较大的差异。在法治水平较高的地区,银行也有动机借助企业的信息披露机制来保护自身合法权益,降低信贷风险。基于以上分析,提出第四个假设:

假设4:在市场化程度越高、政府干预越低以及法治环境越好的地区,信息披露质量对新增银行借款的影响越显著。

3. 模型构建

(1) 变量的选择及计量

a) 被解释变量

Loan 表示公司单位资产新增银行借款,通过第 t 年和第 $t-1$ 年银行借款(短期借款、长期借款和一年内到期的长期借款²)之差除以第 $t-1$ 年总资产³ 计算所得。为了验证假设2,我们将 Loan 分拆为 Sloan (单位资产新增短期借款)和 Lloan (单位资产新增长期借

² 本文用一年内到期的非流动负债代替一年内到期的长期借款,因为一年内到期的长期借款与一年内到期的非流动负债基本一样,差距较小。

³ 除以公司期初的总资产以消除量纲的影响。

款), 其中 Sloan 表示第 t 年和第 $t-1$ 年短期借款之差除以第 $t-1$ 年总资产, Lloan 表示第 t 年和第 $t-1$ 年长期借款(包括长期借款和一年内到期长期借款)之差除以第 $t-1$ 年总资产。

b) 解释变量

1) 信息披露质量的度量(quality)。本文选取深交所对上市公司信息披露质量的评价指数, 分为优秀、良好、合格和不合格四个等级。

2) 制度环境(institution)。本文选取樊纲等(2011)^[10]报告中的市场化指数(indexmar)、法治水平指数(index-leg)作为制度环境的替代变量。

c) 控制变量的选择及计量

除信息披露质量外, 本文将可能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。本期财务指标包括本期生产经营状况对银行借款产生影响的有关因素, 如经营现金流和增发以及配股等(胡奕明等, 2007; 陆正飞等, 2008)^[3,11]。

1) 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, 越不容易得到银行的借款, 本文用总负债与总资产的比值来表示。

2) 公司规模(size)。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, 本文采用上年总资产的自然对数, 作为公司规模的衡量指标。

3) 资产收益率(roe)。资产收益率越高, 说明企业的经营效益越好, 偿债能力越强, 则更容易获得银行借款, 本文用上期净利润与总资产的比值来表示。

4) 审计意见(op)。好的审计意见说明企业的相关信息相对较可靠, 更容易获得贷款, 本文将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。

5) 经营现金流(cash)。本文用当期经营现金流除以期初总资产来表示。

6) 增发和配股(seo)。权益融资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总资产的比值来表示。

7) 年度(year)。为控制宏观经济的影响, 引入年份哑变量。

8) 行业(ind)。按证监会的行业分类标准, 本文对制造业继续分类, 按二级分类, 在剔除金融保险业后,

剩余 21 个行业。

(2) 建模

$$\begin{aligned} \text{Loan}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{quality}_{it-1} + \beta_2 \text{size}_{it-1} + \beta_3 \text{lev}_{it-1} \\ & + \beta_4 \text{roe}_{it-1} + \beta_5 \text{op}_{it-1} + \beta_6 \text{cash}_{it} \\ & + \beta_7 \text{seo}_{it} + \beta \Sigma \text{ind} + \beta \Sigma \text{year} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Sloan}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{quality}_{it-1} + \beta_2 \text{size}_{it-1} + \beta_3 \text{lev}_{it-1} \\ & + \beta_4 \text{roe}_{it-1} + \beta_5 \text{op}_{it-1} + \beta_6 \text{cash}_{it} \\ & + \beta_7 \text{seo}_{it} + \beta \Sigma \text{ind} + \beta \Sigma \text{year} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Lloan}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{quality}_{it-1} + \beta_2 \text{size}_{it-1} + \beta_3 \text{lev}_{it-1} \\ & + \beta_4 \text{roe}_{it-1} + \beta_5 \text{op}_{it-1} + \beta_6 \text{cash}_{it} \\ & + \beta_7 \text{seo}_{it} + \beta \Sigma \text{ind} + \beta \Sigma \text{year} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

4. 实证检验

(1) 样本的选择及来源

鉴于樊纲先生的“中国市场化指数”目前只公布到 2009 年, 本文选取金融危机最严重的 2008 与 2009 年为研究对象(仅深市 A 股上市公司有信息披露质量评级), 数据为 2007~2009 年, 对样本筛选如下: 1) 剔除在创业板上市的公司; 2) 剔除金融行业的上市公司。数据来源于 Wind 数据库和国泰安数据库, 信息披露质量的评价来自于深圳交易所网站, 各地区的制度环境数据来自于樊纲等(2011)编著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》^[10]中披露的我国(31 个省、自治区和直辖市)各地区的市场化指数。最后共得到 1964 家上市公司的数据, 并将上一年的信息披露质量和本年的银行借款等相关数据进行配对。其中, 2009 年 736 家, 2008 年 664 家以及 2007 年 564 家。为了消除异常值的影响, 保证回归结果的可靠性, 本文对存在异常值公司的银行借款、短期借款、长期借款、公司规模、资产收益率、资产负债率、经营现金流、增发和配股等相关变量进行了上下 1% 的缩尾调整(winsorize), 运用 Excel 和 SAS 进行统计分析。

(2) 描述性统计

描述性统计结果见表 1、表 2 与表 3

(3) 相关性分析

表 4 结果显示: 新增银行借款与信息披露质量的相关系数显著为正, 信息披露质量越高, 公司获得的新增银行借款越多, 初步验证了假设 1; 新增短期借款与信息披露质量的相关系数为 0.18498, 明显大于

Table 1. Descriptive statistics of the quality of information disclosure
表 1. 信息披露质量的描述性统计

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	4.07%	18	2.45%	73	3.72%
样本量	564		664		736		1964	

Table 2. Distribution of the information disclosure quality of different industry
表 2. 不同行业的信息披露质量的分布

行业	2006 数量	2006 比例	2007 数量	2007 比例	2008 数量	2008 比例	合计 数量	合计 比例
制造业	116	9.85%	670	56.88%	350	29.71%	42	3.57%
电力、煤气及水的生产和供应业	6	7.89%	47	61.84%	22	28.95%	1	1.32%
建筑业	6	22.22%	14	51.85%	7	25.93%	0	0.00%
交通运输、仓储业	14	29.17%	24	50.00%	8	16.67%	2	4.17%
信息技术业	9	7.63%	77	65.25%	28	23.73%	4	3.39%
批发和零售贸易	15	12.71%	69	58.47%	33	27.97%	1	0.85%
房地产业	11	6.18%	84	47.19%	69	38.76%	14	7.87%
社会服务业	8	9.64%	48	57.83%	26	31.33%	1	1.20%
传播与文化产业	1	5.56%	6	33.33%	10	55.56%	1	5.56%
综合类	1	1.96%	27	52.94%	21	41.18%	2	3.92%

Table 3. Other variables descriptive test
表 3. 其他变量描述性检验

变量	N	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
zhl	1964	2.71792	0.68968	5338	1.00000	4.00000
op	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
schzs	1964	8.62964	1.91297	16949	0.38000	11.80000
zfgyzs	1964	6.48446	2.71313	12735	-12.95000	10.00000
fzhjzs	1964	9.65883	4.58553	18970	0.18000	19.89000

Table 4. Correlation analysis among variables
表 4. 变量之间的相关性分析

	Loan	Sloan	Lloan	zhl	op	roa	lev	cash	seo	size
Loan	1.00000			0.16667	-0.28300	0.16873	-0.20268	-0.15166	0.26899	0.13362
				<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
Sloan		1.00000		0.18498	-0.30474	0.20013	-0.26230	-0.13756	0.11505	0.10664
				<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
Lloan			1.00000	0.04867	-0.09505	0.05520	-0.00435	-0.06400	0.30544	0.07440
				0.0310	<.0001	0.0144	0.8472	0.0045	<.0001	0.0010
zhl	0.16667	0.18498	0.04867	1.00000	-0.29329	0.23886	-0.18586	0.09071	0.03974	0.25647
	<.0001	<.0001	0.0310		<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	0.0783	<.0001
op	-0.28300	-0.30474	-0.09505	-0.29329	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	0.23886	-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	-0.18586	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	0.09071	-0.07656	0.16471	-0.1136	1.00000	0.04723	0.07184
	<.0001	<.0001	0.0045	<.0001	0.0007	<.0001	<.0001		0.0364	0.0014
seo	0.26899	0.11505	0.30544	0.03974	-0.02587	0.07451	0.03241	0.04723	1.00000	-0.01249
	<.0001	<.0001	<.0001	0.0783	0.2518	0.0010	0.1510	0.0364		0.5802
size	0.13362	0.10664	0.07440	0.25647	-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：各变量上方数值为相关系数，下方是 P 值。

新增长期借款与信息披露质量的相关系数 0.04867，说明相对于短期借款而言，信息披露质量对新增长期借款的影响相对较弱，初步证实假设 2；审计意见越好的公司取得新增该借款越多；盈利能力越强越容易获得银行借款；资产负债率越高，增加借款越少；现金持有量越多，新增银行借款越少；再融资的企业获得银行借款的能力相对较强；公司规模越大，越容易获得新增借款；除了审计意见和资产负债率的系数为 0.56813 外，其他变量的相关系数均小于 0.4，表明本文所用模型不存在严重的多重共线性。

(4) 多元回归分析

a) 信息披露质量与新增银行借款

表 5 中 Panel A 回归结果表明，信息披露质与银行借款的回归系数为 0.0348%，在 1%的水平上显著，说明在不考虑控制变量的情况下，信息披露质量提高

1%，新增银行借款将会增加 0.0348%，R-squared 是 0.0278，表明信息披露质量对新增银行借款的解释力约为 3%，F 值显著为正，说明该模型具有一定的解释力。在控制相关变量后，两者的回归系数为 0.01661，在 1%的水平上显著，表明控制相关变量后，信息披露质量对新增银行借款的影响有所减弱，当披露质量每提高 1%，银行借款将增加 0.01661%，vif 都小于 2，说明该模型中变量不存在多重共线性，R-squared 为 23.18%，方程的拟合程度上升很多。得出结论：公司信息披露质量越高，取得银行借款越多，假设 1 通过检验。

b) 信息披露质量与债务期限

表 6 中 Panel A 显示了信息披露质量对新增银行短期借款的影响，回归系数为 0.01506，在 1%的水平上显著。Panel B 显示了信息披露质量对新增银行长期

Table 5. Test results of hypothesis 1
表 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	-0.06732	-5.17	-0.06447	-1.00	
quality	+	0.03480***	7.49	0.01661***	3.62	1.21791
op	-			-0.09497***	-6.87	1.70870
roa	+			0.13575***	4.17	1.23535
lev	-			-0.02290***	-3.50	1.60032
cash	-			-0.27926***	-10.41	1.09974
seo	不确定			0.27726***	12.94	1.03170
size	+			0.00215	0.73	1.31052
year	不确定			控制		
industry				控制		
n		1964		1964		
R-squared		0.0278		0.2318		
F		56.06***		20.13***		

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。

Table 6. Test results of hypothesis 2
表 6. 假设 2 检验结果

变量	Panel A (sloan)			Panel B (lloan)		
	参数估计	t 值	Vif	参数估计	t 值	Vif
cons	-0.00589	-0.12		-0.01930	-0.46	
quality	0.01506***	4.39	1.21791	0.00117	0.39	1.21791
op	-0.06369***	-6.16	1.70870	-0.03359***	-3.74	1.70870
roa	0.12523***	5.15	1.23535	0.03138	1.48	1.23535
lev	-0.02598***	-5.31	1.60032	0.00653	1.54	1.60032
cash	-0.19321***	-9.63	1.09974	-0.07058***	-4.05	1.09974
seo	0.08835***	5.52	1.03170	0.19035***	13.69	1.03170
size	-0.00129	-0.59	1.31052	0.00152	0.79	1.31052
year						
industry		控制			控制	
n		1964			1964	
R-squared		0.1974			0.1491	
F		16.40***			11.69***	

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。

借款的影响，信息披露质量的回归系数为正，但都没有通过 10%水平上的显著性检验。表明：信息披露质

量越高，公司越容易获得新增短期借款，但对新增长期借款没显著的影响，假设 2 得到检验。

c) 金融危机前与金融危机期间下的检验

表 7 中 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显著正相关，在 1%的水平上显著。Panel B 显示了 2009 年信息披露质量对新增银行借款的影响，而 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，证明了金融危机削弱了信息披露质量对新增银行借款的正相关关系，假设 3 得到检验。

d) 制度环境、信息披露与银行借款

表 8 是市场化程度高和低的回归结果，新增银行借款与信息披露质量的回归系数分别为 0.01585 和 0.02261，前者在 1%的水平上显著，而后者则没有通过显著性检验。说明在市场化程度高的地区，信息披露质量提高 1%，那么银行借款则增加 0.01475%；在市场化低的地区，信息披露质量对新增银行借款的影响相对较弱。

表 9 中从政府干预程度高低的回归结果来看，新增银行借款与信息披露质量的回归系数分别为 0.01538 和 0.02679，前者在 1%的水平上显著，而后

者则没有通过显著性检验。说明在政府干预程度低的地区，信息披露提 1%，那么银行借款则增加 0.01538%；政府干预程度高，信息披露质量对新增银行借款的影响相对较弱。

表 10 中从法治水平高低的回归结果来看，新增银行借款与信息披露质量的回归系数分别为 0.01632 和 0.01063，前者在 1%的水平上显著，而后者则没有通过显著性检验。说明在法治水平高的地区，信息披露提 1%，那么银行借款则增加 0.01632%；在法治水平低的地区，信息披露质量对新增银行借款的影响相对较弱，验证了假设 4。

5. 研究结论与不足

(1) 研究结论

本文在相关文献、相关理论回顾分析的基础上，以 2007~2009 年深市 A 股非金融保险类上市公司为样本，分析信息披露质量与银行新增价款之间的关系，在此基础上分析了信息披露质量与债务期限，金融危机的影响，以及制度环境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因素后，信息披露质量与新增银行借

Table 7. Test results of hypothesis 3
表 7. 假设 3 检验结果

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	-0.36677	-3.14		-0.05272	-0.48	
quality	0.02564***	3.19	1.29669	0.01147	1.32	1.30657
op	-0.07509***	-3.34	1.83204	-0.11151***	-4.22	1.66255
roa	0.06424	0.94	1.55921	0.10259*	1.78	1.37927
lev	-0.04808***	-4.03	1.79540	-0.00960	-0.80	1.64863
cash	-0.31116***	-6.43	1.11030	-0.33089***	-7.28	1.14120
seo	0.03779	0.85	1.07456	0.34998***	10.23	1.04011
size	0.01524***	2.85	1.29742	0.00232	0.45	1.38048
year		控制			控制	
industry						
n		564			736	
R-squared		0.2914			0.2336	
F		8.16***			7.99***	

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。

Table 8. Test results under different marketization
表 8. 不同市场化进程下的检验结果

变量	Panel A 市场化进程高(loan)			Panel B 市场化进程低(loan)		
	参数估计	t 值	Vif	参数估计	t 值	Vif
cons	-0.07192	-1.09		0.17544	0.63	
quality	0.01585***	3.31	1.21460	0.02261	1.36	1.48947
op	-0.09238***	-6.37	1.71426	-0.12933***	-2.68	2.07763
roa	0.11618***	3.40	1.23240	0.36309***	2.98	1.79679
lev	-0.02402***	-3.59	1.61329	0.00391	0.12	2.06410
cash	-0.27572***	-9.79	1.11842	-0.28410***	-2.96	1.24245
seo	0.30793***	13.74	1.03438	-0.02977	-0.41	1.14114
size	0.00252	0.83	1.31445	-0.00925	-0.67	1.70563
year						
industry		控制			控制	
n		1789			175	
R-squared		0.2343			0.3997	
F		18.56***			4.16***	

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。

Table 9. Test results under different degree of government intervention
表 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)			Panel B 政府干预程度高(loan)		
	参数估计	t 值	Vif	参数估计	t 值	Vif
cons	-0.06987	-1.07		-0.21218	-0.60	
quality	0.01538***	3.24	1.22313	0.02679	1.48	1.33166
op	-0.08942***	-6.26	1.72028	-0.17261***	-3.11	1.96009
roa	0.12005***	3.57	1.23843	0.29244**	2.15	1.63277
lev	-0.02437***	-3.69	1.59406	0.01093	0.27	2.56733
cash	-0.27595***	-9.88	1.10802	-0.26808***	-2.70	1.24035
seo	0.30035***	13.69	1.03640	0.01445	0.16	1.08484
size	0.00241	0.81	1.31808	0.00920	0.56	1.81187
year						
industry		控制			控制	
n		1794			170	
R-squared		0.2388			0.3696	
F		19.08***			3.23***	

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。

Table 10. Test results under different levels of legal system
表 10. 不同法制水平下的检验结果

变量	Panel A 法制水平高(loan)			Panel B 法治水平低(loan)		
	参数估计	t 值	Vif	参数估计	t 值	Vif
cons	-0.03020	-0.45		-0.47380	-2.00	
quality	0.01632***	3.33	1.21957	0.01063	0.79	1.32074
op	-0.09383***	-6.22	1.77159	-0.09199**	-2.51	1.73629
roa	0.11520***	3.36	1.22726	0.31017***	2.82	1.64407
lev	-0.02371***	-3.49	1.67850	-0.02971	-0.91	1.60359
cash	-0.26915***	-9.45	1.11905	-0.35741***	-4.36	1.13185
seo	0.29054***	13.42	1.03421	-0.06954	-0.51	1.22038
size	0.00044	0.14	1.31467	0.02378**	2.16	1.57697
year						
industry		控制			控制	
n		1744			220	
R-squared		0.2382			0.3786	
F		18.48***			4.52***	

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。

款存在显著地正相关关系，信息披露质量高的公司更受到银行的青睐，是影响银行贷款的重要因素；2) 信息披露质量的高低对债务期限影响不同，信息披露质量与新增银行短期借款存在显著的正相关关系，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，但是未通过显著性检验，相同情况下银行更愿意贷给企业短期借款；3) 在经融危机还未对中国影响的 2007 年，信息披露质量与新增银行借款存在显著地正相关关系，在金融危机深刻银行的 2009 年，信息披露质量未通过显著性检验，金融危机寻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，当市场化程度越高、政府干预程度越低、法治水平越高的地区，信息披露质量越高银行新增借款越多。

(2) 研究局限和未来的研究方向

本文尚需要从以下几方面作深入的研究，主要体现在：1) 本文选取的样本来自深圳证券交易所上市的公司，上海证券交易所上市的公司不在本文的研究范围之内；2) 对高质量审计的衡量选择取了“十大”和“非十大”作为替代变量，却没有选择较为常见的替代变量—盈余管理，从结果来看，审计对盈余质量有

较大的影响，相比而言，高质量的审计能有效地降低盈余管理程度，用盈余管理程度进行替代可能效果会更好；3) 本文没有区分强制性信息披露和自愿性信息披露，而是笼统地选择了深交所的考评结果；4) 进行经济环境研究中，本文将样本 2007 年作为金融危机前，用 2009 年作为金融危机发生，本文尚未深入研究金融危机后的影响；5) 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。

参考文献 (References)

- [1] 孙铮, 刘凤委, 李增泉 (2005) 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. *经济研究*, 5, 52-63.
- [2] 廖秀梅 (2007) 会计信息的信贷决策有用性：基于所有权制度制约的研究. *会计研究*, 5, 31-38.
- [3] 陆正飞, 祝继高, 孙便霞 (2008) 盈余管理、会计信息与银行债务契约. *管理世界*, 3, 151-160.
- [4] 江伟, 李斌 (2006) 制度环境、国有产权与银行差别贷款. *金融研究*, 11, 116-126.
- [5] 巴曙松, 刘孝红, 牛播坤 (2005) 转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究. *金融研究*, 5, 110-120.
- [6] La Porta, R., LoPez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999) Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- [7] Jappelli, T., Pagano, M. and Bianco, M. (2005) Courts and banks: Effects of judicial enforcement on credit markets. *Journal of*

- Money, Credit and Banking*, **37**, 223-244.
- [8] Diamond, D.W. (1991) Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, **99**, 689-721.
- [9] Rajan, R. (1992) Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*, **47**, 1367-1400.
- [10] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏 (2011) 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告. 经济科学出版社, 北京.
- [11] 胡奕明, 唐松莲 (2007) 审计、信息透明度和银行贷款利率. *审计研究*, **6**, 55-60.