

# 金融生态环境、信息披露质量与融资结构

欧阳卓

(湖南大学金融与统计学院, 湖南省、长沙市, 410006)

**摘要:** 企业信息披露质量越高, 其融资结构中债务占比越高。本文以2011-2015年深圳证券交易所A股上市公司为研究样本具体考察了不同金融生态环境条件下信息披露水平对企业融资结构的影响, 研究发现, 信息披露质量较高的企业, 更多的进行债务融资、去获取更多的银行借款以及进行商业信用融资。进一步研究发现, 金融生态环境水平越低的地区, 信息披露质量越高的企业更易进行债务融资与获得银行借款。

**关键词:** 信息披露质量; 融资结构; 金融生态环境; 上市公司

**中图分类号:** F8      **文献标识码:** A

## 引言

信息披露制度是公司治理非常重要的构成部分, 在整个资本市场的运作过程中起着越来越重要的作用。企业信息披露质量对于市场资源配置的效率和资本市场的有效运行有着直接的影响。上市公司通过提高信息披露质量, 保证信息披露的真实性、完整性与及时性, 能降低公司内部人和外部投资者之间的信息不对称, 避免信息不对称带来的“逆向选择”和“道德风险”。同时, 上市公司在信息披露过程中所提供的相关信息, 还会影响上市公司投资者评价公司价值高低、预计未来企业发展前景、理性估计投资风险。

随着 20 世纪 90 年代中国的会计改革及其深化, 监管机构也不断加大信息披露的要求和力度, 从年报披露、中报披露到强制季报披露, 对信息披露的频率要求不断提高。2007 年 1 月 30 日, 中国证监会发布了《上市公司信息披露管理办法》, 规范上市公司的信息披露行为和信息披露的内容, 以强化信息披露质量, 从而保护公司债权人和外部投资者的利益。

在我国资本市场, 不管是资金的需求者, 还是资金的供给者, 获取更多的信息意味着降低了信息的不对称性, 提高信息的披露质量到底会给企业带来何种变化? 已有的研究主要从融资成本、企业绩效等角度阐述了信息披露带来的经济后果。“十一五”期间, 股票筹资在我国有 2.84 万亿元, 是前 15 年股票筹资数额的 3.1 倍。其中, 2010 家国内证券市场融资总额 10257 亿元, 比上年增加 5666 亿元, 增长率高达 1.23 倍。当前, 我国上市公司各利益关系人相互博弈, 股权市场的分割, 经营者控制现象很严重。

基于我国目前信息披露质量总体水平较西方国家较低的现实, 信息披露质量是否与国内上市公司的融资偏好相关? 提高信息披露质量是否能够引起融资偏好的变化? 在此背景下, 本文将考察信息披露质量对我国上市公司融资结构的影响, 验证信息披露质量的提高是否能够影响公司的融资偏好。

## 1 理论分析和研究假设

债权人进行放债的主要目的就是通过让渡资金的使用权获取未来收益。只有债权人确认未来能够从借款者那里得到利息并收回本金, 实现预期的经济利益, 债务契约才会签订。在签订债务契约时, 债权人必须对企业的财务状况、经营成果、现金流情况进行分析, 据此确定贷款与否以及贷款的金额, 避免因企业经营不善导致自身利益受损。但是由于借贷双方的信息不对称, 债权人对债务人进行评估时就存在一定风险, 出于避险的考虑, 债权人在借贷

过程中就会更加谨慎。

蒋琰（2009）认为，债权人为了克服借贷契约中存在的信息不对称问题，非常关注公司的信息透明度。信息披露在企业与债权人之间建立起了沟通的桥梁，企业信息披露的及时性、完整性、可信性、相关性等，都会对债权人评价企业的综合实力产生影响。

总的来看，企业进行信息披露，有助于缓解与债权人间的信息不对称程度。同时，企业信息披露质量的提高，通过信号传递功能，向债权人传递以下几方面“好”的信号，有助于减少债权人逆向选择，促成合同签订。第一，只有那些对自己的经营状况和信息质量有信心公司才会选择以高质量的信息披露形式表达；第二，在相同的账面数据信息下，信息披露质量高的公司代表企业信息的更加可靠和完整，这利于债权人更加全面的了解企业的状况；第三，企业的信息披露质量较高，为未来提供的相关信息建立了声誉，增强债权人对企业信息的信赖程度，向债权人传递了一种诚信可靠的态度，使得债权人决策时使用企业提供的相关信息的信心增强了，有助于建立与债权人之间良好的合作关系。

企业为了获得融资的便利会向债权人传递“好”的披露质量的信号，债权人出于降低信息搜集成本和监督成本会接收企业传递的信号，这就使得信息披露质量与融资之间的关系成为了可能。因此，在其他条件相同的情况下，债权人对信息披露质量高的企业会更加青睐，这就为企业在融资时带来了便利。因此，企业信息披露质量高低是否能为银行带来更多的债务融资？

提出本文的第一个假设 H1：

信息披露质量越高，企业越容易借到更多资金。即信息披露质量与总债务占总资产的比重正相关。

在现实中，银行贷款是企业融资的传统重要渠道，洪金明（2011）研究发现信息披露质量对企业的债务融资约束有显著影响。企业的高质量的信息披露能够缓解上市公司的银行贷款融资约束，信息披露质量越高的企业在获得银行贷款时更具有优势。因此，企业信息披露质量高低是否能为企业带来更多的银行贷款？

提出本文的第二个假设 H2：

信息披露质量越高，企业越容易获得更多贷款。即信息披露质量与银行借款占总资产的比重正相关。

商业信用已经成为了企业融资重要方式之一。商业信用指企业在公司正常的经营活动中因为预收账款或者延期付款而形成的公司间的信贷关系。从根本上来说，商业信用是买方向卖方做了短期融资，在一定的程度上可以替代银行信贷融资。目前，越来越多的实践表明，商业信用已经成为了企业融资的一种重要的短期资金来源，当前在世界各国普遍存在。彭一浩（2010）在研究会计信息质量与商业信用借款时发现，信息披露质量高的公司获得了更多商业信用借款的支持，说明了信息披露质量的重要性，是解决信息不对称的有效方式，信息披露质量的提高，有助于缓解企业面临的融资约束。那么，信息披露质量是否对企业之间的商业信用融资带来影响呢？

提出本文的第三个假设 H3：

信息披露质量越高，企业越容易获得更多商业信用融资。即信息披露质量与商业信用占总资产比重正相关。

## 2 数据来源和研究设计

### (一) 数据来源

由于只有深圳证券交易所提供了信息披露考核结果,故本文以深交所 A 股上市公司为研究样本,研究区间为 2011 年-2015 年。本文样本筛选如下:剔除金融行业的上市公司;剔除相关数据不完整的上市公司;剔除 ST/\*ST 上市公司;对所有的连续型变量进行 1%和 99%的缩尾处理,以消除极端值影响。经过筛选以后,共得到 6295 个样本观测点。本文所使用的信息披露质量的评价来自深交所网站公布的上市公司“监管信息公开”中的“信息披露考评”,进一步研究中的中国地区金融生态环境评价结果来自《中国地区金融生态环境评价(2013-2014)》,其他的数据来自 Wind 数据库及上市公司年度财务报告。本文的数据处理使用的是 Excel2010,变量的描述性统计和回归分析采用 Stata12.0 完成。

### (二) 模型设定及变量定义

为了检验信息披露质量与企业总债务占总资产比重之间的关系,本文设计的模型如下:

$$DTA_t = \beta_0 + \beta_1 QUALITY_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 ROA_{t-1} + \beta_4 CA_{t-1} + \beta_5 AUDIT_{t-1} + \beta_6 CF_t + \beta_7 GROWTH_t + \beta_8 OFFER_t + \overrightarrow{\beta_9} \sum IND + \overrightarrow{\beta_{10}} \sum YEAR + \varepsilon$$

其中 BTA 可依次替换为 BLTA (银行借款占总资产比重)、CCTA (商业信用占总资产比重)。

$$BLTA_t = \beta_0 + \beta_1 QUALITY_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 ROA_{t-1} + \beta_4 CA_{t-1} + \beta_5 AUDIT_{t-1} + \beta_6 CF_t + \beta_7 GROWTH_t + \beta_8 OFFER_t + \overrightarrow{\beta_9} \sum IND + \overrightarrow{\beta_{10}} \sum YEAR + \varepsilon$$

$$CCTA_t = \beta_0 + \beta_1 QUALITY_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 ROA_{t-1} + \beta_4 CA_{t-1} + \beta_5 AUDIT_{t-1} + \beta_6 CF_t + \beta_7 GROWTH_t + \beta_8 OFFER_t + \overrightarrow{\beta_9} \sum IND + \overrightarrow{\beta_{10}} \sum YEAR + \varepsilon$$

上述模型中,各变量定义如下:

被解释变量:

本文主要研究的是信息披露质量对企业总债务占总资产的比重(DTA)、银行借款占总资产的比重(BLTA)和商业信用占总资产比重的影响,所以,总债务占总资产的比重(DTA)、银行借款占总资产的比重(BLTA)和商业信用占总资产比重(CCTA)就是因变量。

#### (1) 总债务占总资产比重(DTA)

资产负债率能够反映企业的资本结构,而资本结构是融资结构最终的体现,因此本文采用上市公司财务报表中的资产负债率,即总负债/总资产来表示企业总债务占总资产的比重(DTA)。

#### (2) 银行借款占总资产比重(BLTA)

企业向银行借款主要体现在资产负债表中负债科目的短期借款与长期借款,因此我们采用财务数据中的短期借款和长期借款之和来表示银行借款,然后除以总资产得到银行借款占总资产比重(BLTA)。

#### (3) 商业信用占总资产比重(CCTA)

企业商业信用主要体现在资产负债表中负债科目的应付账款、应付票据和预收账款,因此我们采用应付账款、应付票据和预收账款之和来表示商业信用,然后除以总资产得到商业信用占总资产比重(CCTA)。

解释变量:

### (1) 信息披露质量 (QUALITY)

信息披露质量的度量依据是深圳证券交易所公布的上市公司的信息披露评级,评价结果分为A、B、C、D四个等级,分别代表“优秀”、“良好”、“合格”和“不合格”。

本文对这一变量的具体定义,参考胡奕明(2005)、李志军(2011)等,使用了两分法,设置0-1虚拟变量。如果上市公司的信息披露质量评级为“优秀”和“良好”,反映企业的信息披露质量较高,定义为1;如果被评“合格”和“不合格”,反映企业的信息披露质量较低,定义为0。

因为深交所虽然对企业的信息披露评级分为四个等级,但是并没有具体说明各等级的间距,如果人为将其按照四个等级进行划分并赋值,就是强行对披露等级制定了间距,可能会对结果产生影响。所以,按照信息披露质量“较高”和“较低”来进行划分,更加科学。

控制变量:

#### (1) 企业规模 (SIZE)

企业的规模大,企业的相对信誉较高,风险相对较小,自身利益更有保证,从而给予更多的贷款支持。企业规模大,对资金的需求也相对更高,所以要控制这一因素。本文使用总资产的自然对数来表示公司规模大小。

#### (2) 盈利能力 (ROA)

本文使用净利润除以总资产得到的总资产收益率来表示企业的盈利能力。

#### (3) 可抵押资产 (CA)

胡奕明(2005)研究中发现可抵押品是在贷款中比较受关注的非财务信息类指标。具有潜在抵押品的企业更容易取得银行借款,可抵押资产的多少直接影响贷款的数量。所以,对这一变量加以控制。可抵押资产使用固定资产与总资产之比来表示。

#### (4) 审计意见 (AUDIT)

不同的审计意见对贷款数量的多少也是有影响的。丁庭选(2011)研究发现,企业被出具了非标意见以后,会影响企业贷款的获得。所以,要对这一因素加以控制。当企业被出具的是标准无保留审计意见时,定义为0,否则为1。

#### (5) 成长性 (GROWTH)

孙铮(2006)认为公司的成长性能反映企业对资金的需求,高成长性的公司对资金需求较高,需要大量资金来满足经营发展需要。所以,要控制成长性不同给企业带来的对资金需求差异的影响。这一指标的衡量使用期末主营业务收入的增长率来表示。

#### (6) 经营性现金流量 (CF)

这一变量用来控制企业对贷款的需求,因为企业自由的现金流是企业的内源融资的重要来源,内源融资的成本相对贷款等外源融资来说,成本更低。所以,企业的自由现金流充足,就会降低对贷款的依赖。

#### (7) 权益融资的能力 (OFFER)

根据孙铮、李增泉等(2006)在研究会计信息契约有用性时,将企业的权益筹资能力作为控制变量,并认为权益融资的资格和规模在我国受到政府严格的管制,所以,公司权益与债务融资不仅可能是互补关系,也有可能是相互进行替代的关系。这一指标用配股或增发获得的资金总额除以期初公司总资产计算得到,代表着公司的权益融资能力。

#### (8) 年度 (YEAR)

为了消除宏观经济因素的影响,引入年度虚拟变量,本文的样本选择时间跨度为2011年到2015年,所以,设置4个虚拟变量。当属于某一年时取值为1,否则为0。

(9) 行业 (IND) 为了避免不同行业对借款带来的影响, 引入了行业虚拟变量。行业分类参考证监会公布的“上市公司行业分类指引 (2012 修订)”, 根据样本公司所属的 15 个行业, 设置 14 个虚拟变量。当属于某一行业时定义为 1, 否则为 0。

在主变量中, 因变量是本年的, 对应的信息披露质量 (自变量) 是上一年的, 控制变量中, 企业的现金流和成长性以及权益筹资能力是本年的, 其他的变量都是使用的上一年的数据。

### 3 实证检验及结果分析

#### (一) 描述性统计

样本公司 2011-2015 年的信息披露质量的总体情况, 如下表所示:

表 1 2011-2015 年我国深交所上市公司信息披露质量情况

年份	优秀	比率 (%)	良好	比率 (%)	合格	比率 (%)	不合格	比率 (%)	样本数
2011	231	16.70%	971	70.21%	159	11.50%	22	1.59%	1383
2012	240	15.82%	1071	70.60%	189	12.46%	17	1.12%	1517
2013	293	19.33%	1055	69.59%	154	10.16%	14	0.92%	1516
2014	330	20.65%	1095	68.52%	144	9.01%	29	1.81%	1598
2015	59	21.00%	187	66.55%	33	11.74%	2	0.71%	281
合计	1153	18.32%	4379	69.56%	679	10.79%	84	1.33%	6295

由表可以看出, 信息披露被评为“优秀”的公司有 1153 家, 占总样本的 18.32%, 被评为“良好”的公司总数为 4379 家, 占总样本的比例接近 70%。总体上来看, 样本公司中信息披露质量较高的公司数目在总样本中的比例超过 80%。信息披露被评为“合格”的公司数量为 679 家, 占总样本的 10.79%, “不合格”的公司数目最少, 共 84 家, 占总样本的比例不到 2%。所以, 信息披露较差的公司数量占总样本的比例为 12.12%。

表 2 主要变量的描述性统计

	N	均值	标准差	极小值	极大值
DTA	6295	0.3934	0.2125	0.0080	0.9884
BLTA	6295	0.1317	0.1370	0.0000	0.7570
CCTA	6295	0.1515	0.1146	0.0000	0.7374
QUALITY	6295	0.8788	0.3264	0.0000	1.0000
ENVIRONMENT	6295	0.5106	0.0989	0.2490	0.7270
SIZE	6295	7.9043	1.1260	1.1261	13.3233
ROA	6295	0.0536	0.1967	-1.9974	10.0322
CA	6295	0.1892	0.1565	0.0000	2.2484
AUDIT	6295	0.0257	0.1583	0.0000	1.0000
GROWTH	6295	0.2644	5.1691	-1.0000	367.5320
CF	6295	0.0396	0.0787	-0.9700	0.6004
OFFER	6295	0.0298	0.0843	0.0000	2.4571

注: 为便于分析, 我们将进一步研究中的金融生态环境变量 (ENVIRONMENT) 也放入此表中。

从表中可以看出, 信息披露质量 (QUALITY) 的平均值为 0.8788, 说明绝大部分上市公司信息披露质量处于较好的水平, 但是仍然有近 13% 的上市公司的披露质量不尽人意, 仍有

待于进一步提高。

从总债务占总资产比重 (DTA) 来看, 有些公司是基本没有债务, 而债务最高的达到 98.84%, 说明上市公司之间的总债务占总资产比重还是存在较大差异的。

从银行借款占总资产比重 (BLTA) 来看, 银行借款是我国上市公司债务融资的重要组成部分, 短期与长期借款总额占总资产的比重 (BLTA) 约为 13.17%。有些公司没有向银行借款, 而向银行借款最多的达到 75.70%, 说明上市公司之间的银行借款占总资产比重差别较大。

再从商业信用占总资产比重 (CCTA) 来看, 商业信用也已成为中国企业不可或缺的一种短期融资手段。商业信用占我国上市公司总资产比例 (CCTA) 的均值达到了 15.15%。当然, 部分上市公司没有使用商业信用, 商业信用使用最高的达到 73.74%, 说明上市公司之间对商业信用的使用也存在较大差异。

## (二) 回归分析:

### (1) 假设 1 的检验结果

表 3 假设 1 的检验结果

因变量	DTA		
自变量	系数	t 值	p 值
QUALITY	<b>0.0101**</b>	1.98	0.048
SIZE	<b>0.0971***</b>	19.33	0.000
ROA	<b>-0.0009</b>	-0.12	0.901
CA	<b>0.0694***</b>	3.72	0.000
AUDIT	<b>0.0515***</b>	4.57	0.000
GROWTH	<b>0.0002</b>	0.66	0.508
CF	<b>-0.0472**</b>	-2.13	0.033
OFFER	<b>0.3888***</b>	-22.67	0.000
常量	<b>-0.4071***</b>	-9.26	0.000
YEAR		控制	
IND		控制	
R <sup>2</sup>		0.1553	
F 值		<b>71.17***</b>	
N		6295	

注: \*\*、\*、\*分别表示 1%、5%、10% 水平下显著。

从表 3 回归结果看出, 在控制了相关的变量以后, 信息披露质量 (QUALITY) 的系数为 0.0101, 在 5% 水平下显著, 与假设一致, 说明信息披露质量每提高 1%, 则企业的融资结构中债务占比就提升 0.0101%, 信息披露质量与融资结构中债务占比正相关。

### (2) 假设 2 的检验结果

表 4 假设 2 的检验结果

因变量	BLTA
-----	------

自变量	系数	t 值	p 值
QUALITY	<b>0.0111***</b>	2.92	0.004
SIZE	<b>0.0455***</b>	12.22	0.000
ROA	<b>0.0024</b>	0.43	0.668
CA	<b>0.0448***</b>	3.24	0.001
AUDIT	<b>0.0058</b>	0.70	0.486
GROWTH	<b>0.0003</b>	1.35	0.179
CF	<b>-0.1640***</b>	-10.00	0.000
OFFER	<b>-0.1651***</b>	-12.99	0.000
常量	<b>-0.2645***</b>	-8.12	0.000
YEAR		控制	
IND		控制	
R <sup>2</sup>		0.0745	
F 值		<b>31.16***</b>	
N		6295	

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%水平下显著。

从回归结果看出，在控制了相关的变量以后，在 BLTA 模型中，信息披露质量 (QUALITY) 的系数为 0.0111，在 1%水平下显著。信息披露质量与银行借款占总资产比重是显著正相关的，企业信息披露质量越高，企业更易获得银行借款，并且企业的信息披露质量提高 1%，银行借款占总资产比重就会增加 0.0111%，这一结果支持了假设 2，即企业的信息披露质量越高，银行借款占总资产比重越高。

(3) 假设 3 的检验结果

表 5 假设 3 的检验结果

因变量	CCTA		
自变量	系数	t 值	p 值
QUALITY	<b>0.0057**</b>	2.00	0.045
SIZE	<b>0.0196***</b>	6.96	0.000
ROA	<b>-0.0026</b>	-0.62	0.534
CA	<b>0.0097</b>	0.93	0.354
AUDIT	<b>-0.0030</b>	-0.48	0.633
GROWTH	<b>-0.0002</b>	-1.43	0.153
CF	<b>0.0785***</b>	6.34	0.000
OFFER	<b>-0.0839***</b>	-8.75	0.000

常量	-0.0183	-0.75	0.456
YEAR		控制	
IND		控制	
R <sup>2</sup>		0.0346	
F 值		13.87***	
N		6295	

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%水平下显著。

从回归结果看出,在控制了相关的变量以后,信息披露质量(QUALITY)的系数为 0.0057,在 5%水平下显著,说明企业的信息披露质量提高 1%,商业信用占总资产比重就会增加 0.0057%,这一结果验证了假设 3,即企业的信息披露质量越高,企业越容易获得商业信用,其融资结构中商业信用占总资产比重越高。

本文用企业新增债务占新增资产比例(NDTA)来替代因变量进行稳健性检验。得到的结果保持一致。

## 4 进一步研究

### (一) 假设提出

在金融市场不发达的国家中,公司将面临着较高的外部融资成本,而良好的金融发展环境有助于缓解公司面临的融资约束。那么,笔者猜想如果企业位于金融生态环境水平较低的地区,因其融资约束较大,是否会更加有动力去提高自己的信息披露质量来吸引资金供给方呢?基于以上猜想以及查阅相关理论文献后,本文进行了如下进一步研究。

良好的金融生态环境能有效缓解融资约束,而基于前文的假设,信息披露质量较高的企业也更易举债,那么,如果企业位于金融生态环境水平较低的地区,因为其融资约束较大,是否会更加有动力去提高自己的信息披露质量来吸引资金供给方呢?

首先,从宏观的角度来看,与处于金融生态环境较好地区的企业相比,位于较差金融生态环境地区的企业,其金融市场摩擦成本更高、更难获取外部融资,因而更有可能陷入融资约束困境。从这个意义上说,在相对较差的金融生态环境中提升其信息披露质量尤为重要,因为金融生态环境较好地区的企业能够因其金融市场的完善更有效地进行融资,不论其是否拥有较高的信息披露质量,依旧比较容易举债,而在金融生态环境较低水平地区的企业,由于金融环境的低效,不得不通过另外的途径来吸引资金供给方,而提高信息披露质量则是进行外部融资的有效方法之一。

根据上述分析,我们在进一步研究中提出本文第四个假设 H4:

相对金融生态环境水平较高的地区而言,金融生态环境水平较低地区的企业信息披露质量越低,其融资结构中债务占比越高。

同理,对应前文的第二、第三个假设,加入金融生态环境影响后,我们提出第五个假设 H5:

地区金融生态环境水平越低,信息披露质量对融资结构中银行借款的作用得到增强。

第六个假设 H6:

地区金融生态环境水平越低,企业信息披露质量越高,其融资结构中商业信用占比越高。

### (二) 数据来源与模型设计

因为地区金融生态环境水平(自变量)短期内是稳定的,因此我们采用 2013 年中国金

融生态环境评价结果，数据来源于《中国地区金融生态环境评价（2013-2014）》。金融生态环境由地方政府债务对金融稳定的影响、地区经济基础、金融发展、制度与诚信文化四个方面要素组成。通过对着四方面的相关指标进行单因素数据分析，构建金融生态环境的多因素评价模型，最终得到各个省份的评分。评分范围为 0-1，本文直接引用评价报告中的数据，地区评分越接近 1，表示其金融生态环境水平越高；地区评分越接近 0，则表示其金融生态环境水平越低。后文中引入地区金融生态环境水平的交叉项为 QUA\*ENV，即 QUALITY\*ENVIRONMENT。

在进一步研究中，为考察地区金融生态环境水平（ENVIRONMENT）的影响，加入交叉项 QUA\*ENV，进一步设计的三个模型如下：

$$DTA_t = \beta_0 + \beta_1 QUALITY_{i,t-1} + \beta_2 QUA * ENV + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 CA_{t-1} + \beta_6 AUDIT_{t-1} + \beta_7 CF_t + \beta_8 GROWTH_t + \beta_9 OFFER_t + \beta_{10} \overrightarrow{\sum IND} + \beta_{11} \overrightarrow{\sum YEAR} + \varepsilon$$

$$BLTA_t = \beta_0 + \beta_1 QUALITY_{i,t-1} + \beta_2 QUA * ENV + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 CA_{t-1} + \beta_6 AUDIT_{t-1} + \beta_7 CF_t + \beta_8 GROWTH_t + \beta_9 OFFER_t + \beta_{10} \overrightarrow{\sum IND} + \beta_{11} \overrightarrow{\sum YEAR} + \varepsilon$$

$$CCTA_t = \beta_0 + \beta_1 QUALITY_{i,t-1} + \beta_2 QUA * ENV + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 CA_{t-1} + \beta_6 AUDIT_{t-1} + \beta_7 CF_t + \beta_8 GROWTH_t + \beta_9 OFFER_t + \beta_{10} \overrightarrow{\sum IND} + \beta_{11} \overrightarrow{\sum YEAR} + \varepsilon$$

### （三）加入金融生态环境变量后的回归结果

接下来，我们将金融生态环境变量加入模型中，以交叉项 QUA\*ENV 的形式，得到如下回归结果：

(1) 假设 4 的检验结果

表 6 假设 4 的检验结果

因变量	DTA		
自变量	系数	t 值	p 值
QUALITY	<b>0.0904***</b>	3.66	0.000
QUA*ENV	<b>-0.1627***</b>	-3.32	0.001
SIZE	<b>0.0969***</b>	19.31	0.000
ROA	<b>-0.0003</b>	-0.04	0.967
CA	<b>0.0689***</b>	3.70	0.000
AUDIT	<b>0.0523***</b>	4.64	0.000
GROWTH	<b>0.0002</b>	0.59	0.552
CF	<b>-0.0481**</b>	-2.18	0.030
OFFER	<b>-0.3883***</b>	-22.66	0.000
常量	<b>-0.4024***</b>	-9.16	0.000
YEAR		控制	
IND		控制	
R <sup>2</sup>		0.1573	
F 值		<b>66.69***</b>	
N		6295	

上表报告了 DTA 模型中加入金融生态环境变量 (ENVIRONMENT) 后的回归结果。信息披露质量 (QUALITY) 的系数为 0.0904, 在 1% 水平下显著。QUA\*ENV 的回归系数为 -0.1627, 显著为负, 表明公司所在地区金融生态环境水平越低, 公司信息披露质量越高, 其融资结构中债务占比越高, 越能够借到更多的资金。

(2) 假设 5 的检验结果

表 7 假设 5 的检验结果

因变量	BLTA		
自变量	系数	t 值	p 值
QUALITY	<b>0.0593***</b>	3.24	0.001
QUA*ENV	<b>-0.0977***</b>	-2.69	0.007
SIZE	<b>0.0454***</b>	12.19	0.000
ROA	<b>0.0027</b>	0.50	0.620
CA	<b>0.0445***</b>	3.22	0.001
AUDIT	<b>0.0063</b>	0.76	0.450

GROWTH	<b>0.0002</b>	1.29	0.197
CF	<b>-0.1646***</b>	-10.04	0.000
OFFER	<b>-0.1647***</b>	-12.97	0.000
常量	<b>-0.2618***</b>	-8.03	0.000
YEAR		控制	
IND		控制	
R <sup>2</sup>		0.0760	
F 值		<b>29.36***</b>	
N		6295	

上表报告了在 BLTA 模型中加入金融生态环境变量后的回归结果。信息披露质量 (QUALITY) 的系数为 0.0593, 在 1% 水平下显著, 与前面实证一致。QUA\*ENV 的回归系数为 -0.0977, 显著为负, 表明公司所在地区金融生态环境水平越低, 公司信息披露质量越高, 能够借到更多的银行借款。

(2) 假设 6 的检验结果

表 8 假设 6 的检验结果

因变量	CCTA		
自变量	系数	t 值	p 值
QUALITY	<b>-0.0026</b>	-0.19	0.851
QUA*ENV	<b>0.0169</b>	0.62	0.538
SIZE	<b>0.0196***</b>	6.97	0.000
ROA	<b>-0.0027</b>	-0.64	0.524
CA	<b>0.0097</b>	0.93	0.351
AUDIT	<b>-0.0031</b>	-0.49	0.624
GROWTH	<b>-0.0002</b>	-1.42	0.157
CF	<b>0.0785***</b>	6.34	0.000
OFFER	<b>-0.0840***</b>	-8.75	0.000
常量	<b>-0.0188</b>	-0.76	0.444
YEAR		控制	
IND		控制	
R <sup>2</sup>		0.0347	
F 值		<b>12.83***</b>	
N		6295	

上表报告了 CCTA 模型中加入金融生态环境变量 (ENVIRONMENT) 后的回归结果。信息披

露质量 (QUALITY) 的系数为 -0.0026,  $p$  值为 0.851, 不显著。QUA\*ENV 的回归系数为 0.0169,  $p$  值为 0.538, 也不显著, 表明不论公司所在地区金融生态环境水平是高是低, 这都不会影响不同信息披露质量的公司进行商业信用融资。SIZE、CF 系数显著为正, OFFER 系数显著为负, 其余 ROA、CA、AUDIT、GROWTH 系数均不显著。

此外, 参考前文的稳健性检验, 我们加入金融生态环境影响的模型, 用 NDTA 替代因变量, 得到的回归结果也显示支持前面的假设。总的来看, 进一步研究得出的结论是稳健的。

## 5 简要结论与政策建议

本文选取了 2011—2015 年深圳证券交易所上市公司为研究样本, 实证检验了企业信息披露质量对企业融资结构选择的影响, 并结合企业所在地区金融生态环境水平检验这一影响的差异。研究结果表明:

(1) 在控制了公司的规模、成长性、盈利能力、财务杠杆、可抵押资产、经营现金净流量、权益融资能力等一系列可能影响企业融资结构的因素以后, 本文发现, 信息披露质量与企业融资结构 (本文主要采用总债务/总资产、银行借款/总资产、商业信用/总资产三个指标) 是显著正相关的。这说明企业的信息披露质量越高, 意味着企业的信息越可靠, 信息透明度越高, 能进一步降低资金供给方与企业之间的信息不对称程度, 债权人获得更多有用信息, 降低产生坏账的可能性, 因此, 信息披露质量高的企业更易举债、获得银行贷款以及进行商业信用融资。

(2) 信息披露质量对企业融资结构的影响, 受到企业所在地区金融生态环境的影响。在加入金融生态环境水平变量后, 信息披露质量与企业总债务占总资产比重和银行借款占总资产比重正相关, 信息披露质量与金融生态环境变量的交叉项系数显著为负, 这说明, 在金融生态环境水平较低的地区, 通过提高信息披露质量企业能够更易举债及获得更多的银行贷款, 企业将进行更多的债务融资、获取更多的银行借款。这也意味着在金融生态环境水平较低的地区, 基于这些地区在金融稳定、经济基础、金融发展、诚信文化等方面的不完善, 企业更容易通过其信息披露质量来吸引投资者进行决策。对于商业信用占总资产比重来说, 加入金融生态环境变量后系数不显著, 这说明企业所在地金融生态环境水平不会影响不同信息披露质量的公司进行商业信用融资。

本文的研究结果表明, 提高信息披露质量能够使得企业更易举债、获得银行贷款以及进行商业信用融资。结合目前我国现状, 提出以下几点建议:

(1) 上市公司要强化公司治理, 完善上市公司信息披露机制。上市公司应该不断完善信息披露机制, 并增强自愿性信息披露。自愿性披露能够弥补强制性披露的缺陷, 缩小操控内幕信息的空间。特别是对于地处金融生态环境水平较低地区的企业, 更加应该通过完善自身的信息披露机制来向外部信息使用者传递企业有价值的信息, 从而缓解面临的融资约束。

(2) 资金供给方也要加强对信息披露质量的重视, 提高财务信息在决策中的准确性。债务融资是企业主要的融资来源, 债权人如果不重视上市公司的信息披露质量, 一些企业就会存在侥幸, 会增加债权人自身风险, 因此, 债权人有必要对信息披露质量高低的企业采取不同的对策。

(3) 加强信息披露的监管。信息披露违规是金融市场上发生最多的上市公司违规行为, 虽然深交所对上市公司的披露质量开始进行重视, 但是, 信息披露的评级没有得到推广, 只是在小范围内起到了一个监管作用, 与海外成熟的金融市场相比, 我国的信息披露体系还存

在很大差距, 需要进一步完善。

(4) 进一步完善我国各地区的金融生态环境。既然良好的金融生态环境有助于缓解我国企业融资约束, 处于良好的金融生态环境中的企业更容易获得外部资金, 那么优化金融生态环境理应成为国家推动经济发展的一项重要举措。

#### 参考文献

- [1] Singhvi S S and H B Desai. An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure[J]. The Accounting Review, 1971, (1):129-138
- [2] Bessembinder H, Chan K and Seguin P. An Empirical Examination of Information Differences of Opinion and Trading Activity [J]. Journal of Financial Economics, 1996, (1):105-134
- [3] Healy P. M and Krishna. G. P. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets [J]. Journal of Accounting and Economic, 2001, 31(1-3):405-440
- [4] 丁庭选. 董事会独立性与银行债务融资契约研究——基于 2007~2009 年上市公司数据实证分析[J]. 经济与管理研究, 2011, (05):56-62.
- [5] 彭一浩. 信用贷款、制度环境与会计信息质量[D]. 复旦大学, 2010.
- [6] 蒋琰. 权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究[J]. 管理世界, 2009, (11):144-155.
- [7] 徐玉德. 制度环境、信息披露质量与银行债务融资约束——来自深市 A 股上市公司的经验证据[A]. 中国会计学会审计专业委员会. 中国会计学会第八届全国会计信息化年会论文集[C]. 中国会计学会审计专业委员会:, 2009:14.
- [8] 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+149.
- [9] 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, (04):36-41+94-95.

## Financial ecological environment, quality of information disclosure and financing structure

Ouyang Zhuo

(College of Finance and Statistics of Hunan University, Changsha City /Hunan Province, 410006)

**Abstract:** The higher the quality of corporate information disclosure, the higher the proportion of debt in its financing structure. This paper takes A stock exchange of Shenzhen stock exchange for 2011-2015 years as the research sample to investigate the impact of financial disclosure on the financing structure of enterprises under different financial ecological conditions, It is found that firms with higher disclosure quality are more likely to undertake debt financing, to get more bank loans and commercial credit financing. Further research shows that the lower level of financial ecological environment, the higher the quality of information disclosure, enterprises are more likely to undertake debt financing and obtain bank loans.

**Keywords:** Information disclosure quality; Financing Structure; Financial ecological environment; Listed company