

中小企业信息披露质量对债务融资 约束影响的研究

张 涛,白亚会

(山东财经大学 会计学院,山东 济南 250014)

摘 要:信息披露质量的高低对中小企业债务融资有着直接影响,高质量的信息披露可以减轻中小企业和利益相关者之间的信息不对称程度,信息不对称程度的降低有利于中小企业融资,缓解中小企业融资难的问题。本文以 2011—2014 年深交所中小企业板的上市公司为研究对象,通过建立回归模型检验了信息披露质量对银行债务融资约束和商业信用融资约束的影响,并引入市场风险因素进一步探讨,研究发现:(1)提高信息披露质量能显著降低企业的债务融资约束,信息披露质量越高的公司越容易获得银行借款和商业信用。(2)相比面临市场风险小的企业而言,信息披露质量对市场风险大的企业债务融资约束影响更为显著。

关键词:信息披露质量;中小企业;债务融资约束;市场风险

中图分类号:F276.3 **文献标识码:**A **文章编号:**2095 - 929X(2016)01 - 0109 - 09

0 引 言

中小企业面临的融资约束问题是阻碍其进一步发展的瓶颈问题,是造成其生命周期短、破产率高的主要原因。在我国,发展面向中小企业融资的资本市场,使用权益融资实际上只能解决已经上市的科技型中小企业的部分融资问题,而大多数劳动密集型中小企业只能选择向银行等金融机构或民间贷款^[1-2]。因此,债务融资就成为现阶段缓解大多数中小企业融资问题的主要途径。

但是银行等利益相关者并不直接参与企业的经营管理,只能通过信息披露这座桥梁降低信息不对称的程度。在已有的西方发达国家的研究文献中,Handa 等^[3]、Kim 等^[4]、Francis 等^[5]认为公司提高信息披露质量能够有效降低与利益相关者之间的信息不对称程度并减少代理成本,从而可以降低公司的融资成本。不过目前我国上市公司的信息披露动机主要来自监管机构的强制性要求以及外部压力,公司很少自愿披露信息。如果能够证明较高质量的信息披露可以帮助企业获得更多的贷款,缓解企业债务融资约束,那么,中小企业会更有动力提高自身信息披露质量,这不仅有利于企业自身的健康发展,也有利于提高资本市场效率^[6-7]。

银行贷款和商业信用是我国中小企业债务融资的主要来源。本文在借鉴相关研究成果的基础上,检验了中小企业信息披露质量对银行债务融资和商业信用债务融资的影响,并引入市场风险因素,具体考察了不同

修回日期:2015 - 09 - 25

作者简介:张涛,男,山东济南人,山东财经大学会计学院教授,研究方向:财务理论与实践、绩效评价,Email:zhangtao1340@163.com;白亚会,女,山东宁津人,山东财经大学会计学院硕士研究生,研究方向:公司理财。

信息披露水平下中小企业债务融资约束程度的差异。其研究结果可以为缓解中小企业债务融资约束提供证据,同时也有助于银行降低信贷风险,为监管部门加强信息披露监管提供证据。

1 文献回顾与研究假设

通常而言,商业银行为了保证自身资金的安全性,降低信贷风险,在提供贷款资金之前需要对客户的财务状况、生产运营情况、偿还贷款能力等进行综合考察,对客户进行授信评估。上市公司披露的财务及非财务信息则是银行授信过程中的重要依据之一,财务状况越好、获利能力越强、信用水平越高的公司,获得银行借款相对更加容易。但是由于在我国企业不愿意披露更多的信息或者披露的信息不真实,从而导致银企之间严重的信息不对称。

Diamond 等^[8]在很早就提出了提高公司信息披露质量水平有助于信息不对称程度的降低。Sengupta^[9]的研究也表明增强信息透明度有利于降低企业借款成本。国内,张纯等^[10]对深市公司的信息披露质量进行了研究,发现信息披露可以降低企业与银行之间的信息不对称程度。李志军等^[11]也认为,较高的信息披露质量有利于增强企业获得银行贷款的资信用,降低企业的债务融资成本。由此可见,信息不对称是影响银行贷款决策的重要因素之一,在其他条件相同的情况下,银行更愿意将贷款提供给信息披露质量水平较高的企业。相反,信息透明度低的企业获得银行借款的难度可能会加大,或者需要付出更高的贷款成本。基于此,本文提出第一个假设:

假设 1:提高信息披露水平有利于降低中小企业的银行债务融资约束程度,即信息披露质量越高,中小企业获得的银行贷款越多。

供应商和客户之间的信息对称也是建立商业信用合作关系的关键因素之一。在企业 and 供应商的交易活动中,无论是正常的买卖关系,还是把商业信用作为一种融资方式,供应商都希望得到购货方稳健可靠的财务报告,从而更准确地把握该企业的财务状况和偿债情况^[12]。供应商关注购货方财务报告的时候,购货方信息披露质量高,供应商可看到的有关偿债能力的信息则多而且可靠,这样就会减少他们之间的信息不对称,增加供应商对于购货方的信任,供应商将会提供更高额度的商业信用给购买方。梁怡爽^[13]发现在几个客户存在同样融资需求的情形下,供应商更可能优先将更多的信用款项以更大的折扣提供给信息透明度较高的公司。齐琪^[14]也认为企业信息披露质量越高,供应商更倾向于采用成本较低的商业信用模式。因此可以预期,供应商会更加信任信息披露质量较高的购货方,倾向于选择信息披露质量较高的中小企业。基于此,本文提出第二个假设:

假设 2:较高质量的信息披露有助于缓解中小企业商业信用融资约束,即信息披露质量越高,中小企业获得供应商提供的商业信用越多。

Demirguc – kunt 等^[15]和 Claessens 等^[16]在早期发现,发达的区域金融发展水平和稳定的市场环境不仅能为企业提供充足的外部资金,而且能够确保投资者获得企业投融资决策的信息,从而使企业更加容易获得外部资金和市场资源,并促进企业成长。魏志华等^[17]的研究也发现融资约束公司在金融生态环境较佳的地区可以获得更多的银行贷款和商业信用。市场环境是金融环境的重要组成部分,市场环境稳定,企业面临的市场风险较小,相反企业将会面临较大的市场风险。一般来说,由于企业自身因素及区域经济发展水平不同,不同企业面临着不同的市场风险,当企业面临的市场风险较大时,债权人对企业盈利及发展判断的不确定性更高,将会更加依赖企业披露的信息评估企业的好坏,然后做出贷款决策,从而对企业的债务融资产生一定的影响。于富生等^[18]以深市 2002 – 2003 年的 305 家 A 股上市公司为研究样本,发现在控制了相关变量后,债务成本与信息披露质量之间存在显著的负相关关系,并且这一结果是稳健的;而且企业市场风险越高,信息披露质量对债务成本的影响程度越大。基于此,本文提出第三个假设:

假设 3:中小企业面临的市场风险越高,信息披露质量对银行债务和商业信用融资约束的影响程度越大。

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

由于只有深圳证券交易所公布了对上市公司信息披露质量的考评结果,而且本文的研究对象是中小企业,所以选取 2011-2014 年深交所中小企业板上市公司为初始研究样本。为了保证数据的有效性,尽量清除异常样本对研究结论的影响,对初始样本按以下原则进行筛选:(1)剔除金融行业的上市公司;(2)剔除被 ST、*ST 的公司;(3)剔除数据不全和信息披露不详的公司;(4)对存在异常值公司的相关变量进行了上下 1% 的缩尾调整。而且中小企业板发行规模较小,成长较快,其每年上市公司数量会增加,最终得到深交所中小企业板上市公司 2011 年 360 家,2012 年 413 家,2013 年 444 家,2014 年 509 家,总计 1 726 个样本观测值。本文的财务数据来自于 CSMAR 数据库,信息披露质量的评级来自于深圳证券交易所网站。运用 Excel 和 SPSS19.0 进行数据处理和统计分析。

2.2 变量选择与定义

被解释变量参考徐玉德等^[19]、魏志华等^[17]模型中变量的选择,用 Loan 代表银行贷款水平,衡量中小企业银行债务融资约束程度,用 TC 代表商业信用水平,衡量中小企业商业信用融资约束程度。Loan 指标越高,表示中小企业受到的银行债务融资约束程度越低,TC 指标越高,表示中小企业受到的商业信用融资约束程度越低。

解释变量 Quality 代表中小企业信息披露质量水平,该变量主要以深圳证券交易所公布的上市公司信息披露工作考核结果为基础,深圳交易所对上市公司的考核分为 A、B、C、D 四个等级,表示信息披露质量由高到低。Risk 代表中小企业面临的市场风险,本文使用样本公司的日市场回报率的标准差作为市场风险的替代变量,因为市场回报率的标准差越大,说明风险越大。

控制变量包括公司规模、负债水平、盈利能力、公司成长性、债务期限结构。本文全部变量的名称及具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	银行贷款水平	Loan	期末和期初的银行借款(短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款)差额除以期初总资产
	商业信用水平	TC	期末和期初的信用借款(应付账款+应付票据+预收账款)差额除以期初营业收入
解释变量	信息披露质量	Quality	A、B、C、D 四个等级分别定义为 4、3、2、1
	市场风险	Risk	公司当年的日市场回报率的标准差
控制变量	公司规模	Size	总资产的自然对数
	负债水平	Debt	总负债除以总资产
	盈利能力	Roa	净利润除以总资产
	公司成长性	Growth	当年和上年的营业收入差额除以上年的营业收入
	债务期限结构	DSTR	长期借款占总借款的比重
	年度变量	YEAR	年度的虚拟变量
	行业变量	IND	行业的虚拟变量

2.3 研究模型

本文对于信息披露质量与银行债务融资约束和商业信用融资约束之间的关系分别建立模型一和模型二

进行检验。

模型一:

$$Loan = \alpha + \beta_1 Quality + \beta_2 Size + \beta_3 Debt + \beta_4 Roa + \beta_5 Growth + \beta_6 DSR + \beta_7 Audit + IND + YEAR + \varepsilon$$

模型二:

$$TC = \alpha + \beta_1 Quality + \beta_2 Size + \beta_3 Debt + \beta_4 Roa + \beta_5 Growth + \beta_6 DSTR + \beta_7 Audit + IND + YEAR + \varepsilon$$

其中, α 为常数项, β_1 到 β_7 为待估计参数, IND 和 $YEAR$ 分别代表年度和行业虚拟变量, ε 为随机扰动项。

对于市场风险的影响,并没有将 $Risk$ 变量直接加入模型中进行检验,而是按照中小企业面临的市场风险程度高低将总样本进行分组,使用相应子样本进行检验。

3 实证检验及结果分析

3.1 描述性统计

3.1.1 信息披露质量的描述性统计

为了更直观地反映中小企业上市公司的信息披露情况,本文首先对 2011 – 2014 年选取的样本公司信息披露质量进行描述性统计。

表 2 信息披露质量的描述性统计

年份	优秀(A)		良好(B)		及格(C)		不及格(D)		合计
	样本数	比例	样本数	比例	样本数	比例	样本数	比例	
2011	41	11.39%	269	74.72%	49	13.61%	1	0.28%	360
2012	58	14.04%	329	79.66%	26	6.30%	0	0.00%	413
2013	59	13.29%	332	74.77%	50	11.26%	3	0.68%	444
2014	58	11.39%	395	77.60%	54	10.61%	2	0.39%	509
合计	216	12.51%	1325	76.77%	179	10.37%	6	0.35%	1726

《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》规定对上市公司信息披露从真实性、准确性、完整性、及时性、合法合规性和公平性六个方面进行考核,并结合考核期内披露的财务数据是否达到经营和盈利的要求,将上市公司信息披露质量从高到低划分为 A、B、C、D 四个等级^①。

根据深交所上市公司信息披露工作考核办法,由表 2 可见,深交所 2011 – 2014 每年信息披露质量较好(A 和 B)的中小企业数量分别为 310 个、387 个、391 个、453 个,总共 1 541 个,占样本总数的 89.28%。其中每年获得 A 评级的中小企业数量分别为 41 个、58 个、59 个、58 个,分别占当年样本合计数的 11.39%、14.04%、13.29%、11.39%,绝对数呈上升趋势,相对数呈倒“V”型趋势,其可能的原因是新修订的考核办法中获得 A 评级的条件更加严格从而导致获得 A 评级的公司相对减少;每年获得 B 评级的中小企业数量分别为 269 个、329 个、332 个、495 个,分别占当年样本总数的 74.72%、79.66%、74.77%、77.60%,绝对数呈上升趋势,相对数比较稳定。而 2011 – 2014 每年信息披露质量较差(C 和 D)的中小企业数量分别为 50 个、26 个、53 个、56 个,总共 185 个,占样本总数的 10.72%。其中每年获得 C 评级的中小企业数量分别为 49 个、26 个、50 个、54 个,分别占当年样本合计数的 13.61%、6.30%、11.26%、10.61%,由于新修订的考核中评为 C 级的情形增加,所以获得 C 评级的公司数量也相应增多;获得 D 评级的中小企业共有 6 个,仅占到样本总数的

^①资料来源:《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》(2013 年修订)

0.35%。随着信息披露工作考核办法逐步完善,考评条件会更加严格,从而中小企业的信息披露质量也将逐步提高。

3.1.2 其他变量的描述性统计

本文采用 SPSS19.0 对选取的其他主要变量的平均值、中位数、标准差、最大(小)值进行描述性统计,以期更好的考察变量的分布情况。具体结果如表 3 所示。

从表 3 统计数据可以看出,中小企业总体银行贷款的增加是期初总资产的 5.9%,总体商业信用的增加是期初营业

收入的 7.8%,而且各企业间总体债务的增加均相差较大,说明中小企业在获得融资的数量方面存在很大差异。公司规模均值为 21.476,最大值为 25.095,最小值为 19.243,标准差为 0.783,中小企业之间的规模还是存在一定的差异。资产负债率的均值为 0.415,小于 0.5,但最大值达到 2.394,这表明中小企业的负债水平相对较低,企业融资能力与其需求存在一定的差距,少部分企业仍存在较高的财务风险。资产收益率的均值为 0.035,最小值为 -2.555,最大值为 0.260,说明中小企业在盈利能力方面存在很大差异。债务期限结构的均值为 0.141,总体期末长期借款占总借款的 14.1%,比例较低,这意味着中小企业获得长期借款的难度较大。公司日市场回报率标准差的均值为 0.000 701,最小值为 0.000 664,最大值为 0.004 927,各中小企业间面临的市场风险存在一定的差异,市场环境不稳定。

3.2 相关性检验

为了检验各个主要变量之间的相关性关系,本文对主要的变量进行 Pearson 相关性检验,各变量之间的相关系数如表 4 所示。

表 3 相关变量的描述性统计分析

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Loan	0.059	0.032	0.262	-0.461	8.664
TC	0.078	0.036	0.363	-1.711	8.240
Size	21.476	21.379	0.783	19.243	25.059
Debt	0.415	0.398	0.186	0.026	2.394
Roa	0.035	0.037	0.082	-2.555	0.260
Growth	0.205	0.133	0.611	-0.720	12.869
DSTR	0.141	0.000	0.227	0.000	1.000
Risk	0.000701	0.000664	0.000272	0.000214	0.004927

表 4 变量间的相关性分析

	Quality	Loan	TC	Debt	Roa	Growth	Size	DSTR	Risk
Quality	1								
Loan	0.080 ***	1							
TC	0.078 ***	0.537 ***	1						
Debt	-0.041	0.112 ***	0.115 ***	1					
Roa	0.232 ***	0.048 **	0.047 *	-0.413 ***	1				
Growth	0.070 ***	0.578 ***	0.803 ***	0.068 ***	0.128 ***	1			
Size	0.189 ***	-0.071 ***	-0.034	0.436 ***	-0.002	-0.057 **	1		
DSTR	0.065 ***	0.067 ***	0.017	0.097 ***	0.046 *	0.014	0.197 ***	1	
Risk	-0.115 ***	-0.001	0.045 *	-0.006	-0.035	0.046 *	-0.163 ***	-0.057 **	1

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

从表 4 相关系数结果可知,中小企业信息披露质量与银行贷款水平和商业信用水平均呈显著正相关关系,表明提高信息披露质量有助于缓解中小企业的银行债务和商业信用融资约束,初步检验了假设 1 和假设 2。Roa、Growth、Size、DSTR 和 Quality 显著正相关,表明信息披露质量越高的中小企业盈利能力越好、成长性越高、规模越大、债务期限结构越好。Debt 和 Loan、TC 显著正相关,表明中小企业财务风险水平高的主要原因在于获得大量的外部借款。Size 和 Loan 显著负相关,表明规模越大的企业对银行借款的依赖程度越低。此外,Debt 与 Roa 显著负相关,说明负债水平越高的中小企业盈利能力越差,可能的原因是受市场竞争等因素

影响,中小企业盈利水平偏低且不稳定,但同时还需要向债权人定期支付固定利息;*Growth* 与 *Debt*、*Roa* 显著正相关,意味着处于高成长性下的中小企业需要借款越多、盈利能力也越好。尽管变量间的显著性水平较高,但自变量间的相关系数绝大多数不高于 0.4,表明本文采用的模型不存在严重的多重共线性。

3.3 回归分析

3.3.1 信息披露质量和银行贷款融资约束

利用回归模型一来检验假设 1,表 5 报告了对假设 1 的检验结果。在控制相关变量的前提下,信息披露质量和银行贷款水平呈正相关关系,回归系数为 0.033,并且在 1% 的统计水平上显著。表明当信息披露质量提高 1%,银行贷款水平将增加 0.033%。回归结果与假设 1 一致,即中小企业的信息披露质量越高,获得的银行贷款越多,受到的银行债务融资约束程度越低。

从相关控制变量的回归结果来看,公司规模对银行贷款水平的回归系数显著为负,其原因可能是规模大的企业融资渠道宽泛,从而对银行借款的依赖程度较低。资产负债率对银行贷款水平的回归系数显著为正,说明中小企业较高的资产负债率主要是银行借款的增加所致。公司成长性的回归系数为 0.238,对新增的银行借款具有显著的正向影响,这表明处于高成长下的中小企业在各方面拥有着更多的投资机会,资金需求比较大,从而需要较多的银行债务融资。债务期限结构对银行贷款水平的影响也是正向的,说明债务期限结构合理的中小企业越容易获得银行借款。而资产报酬率对银行贷款水平的回归系数没有通过显著性检验,其对企业进行银行债务融资的影响并不突出。

3.3.2 信息披露质量和商业信用融资约束

利用回归模型二来检验假设 2,表 6 报告了对假设 2 的检验结果。在商业信用融资约束的回归中,*TC* 的回归系数显著为正,回归系数为 0.027,意味着当信息披露质量提高 1%,商业信用水平将增加 0.027%。这一回归结果得出结论:信息披露质量和中小企业商业信用水平显著正相关,即较高的信息披露质量有利于中小企业获得更多的商业信用,假设 2 得证。

分析相关控制变量的回归结果:资产报酬率对商业信用水平的回归系数显著为负,表明盈利能力高的中小企业对商业信用的依赖程度较低,还债压力也更小。企业成长性和资产负债率对商业信用水平的回归系数均显著为正,与假设 1 的回归结果类似,处于高成长性下的中小企业面临的各方面机会多,资金需求较大,需要的商业信用融资相对会增加,但较多的商业信用融资也会导致较高的负债水平。公司规模和债务期限结构的回归系数分别为 -0.009 和 0.007,均没有通过显著性水平检验,表明二者对商业信用融资几乎没有影响。

3.3.3 不同市场风险下的信息披露质量和债务融资约束

为了检验假设 3,本文选取了另一个解释变量 *Risk* 代表企业面临的市场风险,用公司当年的日市场回报率的标准差表示。本文以该标准差的中位数为界限采用二分法,将样本数据分为市场风险大小两组,用模型

表 5 假设 1 的检验结果

	回归系数	<i>t</i> 值
(常量)	0.678	4.378 ***
<i>Quality</i>	0.033	3.014 ***
<i>Size</i>	-0.040	-5.171 ***
<i>Debt</i>	0.179	5.159 ***
<i>Roa</i>	0.038	0.520
<i>Growth</i>	0.238	27.817 ***
<i>DSTR</i>	0.076	3.318 ***
<i>YEAR</i>	控制	
<i>IND</i>	控制	
观测值	1726	
调整 <i>R</i> ²	0.351	
<i>F</i> 统计量	156.580 ***	

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

表 6 假设 2 的检验结果

	回归系数	<i>t</i> 值
(常量)	0.056	0.355
<i>Quality</i>	0.027	2.491 **
<i>Size</i>	-0.009	-1.165
<i>Debt</i>	0.104	2.950 ***
<i>Roa</i>	-0.188	-2.537 **
<i>Growth</i>	0.475	54.625 ***
<i>DSTR</i>	0.007	0.281
<i>YEAR</i>	控制	
<i>IND</i>	控制	
观测值	1726	
调整 <i>R</i> ²	0.650	
<i>F</i> 统计量	534.831 ***	

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

一和模型二分别检验信息披露质量对银行债务融资约束和商业信用融资约束的影响程度。

本文首先计算出样本数据的日市场回报率的标准差的中位数为 0.000 666,然后采用二分法将样本数据分成两组,市场风险较低组的样本公司日市场回报率标准差小于等于 0.000 666,共有 863 个;市场风险较高组的样本公司日市场回报率标准差大于 0.000 666,共有 863 个。最终得出对假设 3 的检验结果如表 7。在市场风险较低组,信息披露质量与 *Loan* 没有显著性关系,与 *TC* 在 10%的水平上显著为正;在市场风险较高组,信息披露质量与 *Loan* 在 1%的水平上显著为正,与市场风险较低组相比有所增强,与 *TC* 在 5%的水平上显著为正。其可能的原因是:当企业面临的市场风险相对较小时,说明所处的市场环境相对稳定,银行和供应商等债权人对于贷款的条件限制就会比较宽松,从而中小企业获得融资时受到信息披露质量的影响程度也较小。当企业面临的市场风险相对较大时,结果相反。上述回归结果支持了假设 3,即中小企业面临的市场风险越大,信息披露质量对银行债务和商业信用融资约束的影响程度越大。

表 7 假设 3 的检验结果

市场风险较低组					市场风险较高组				
	模型一		模型二			模型一		模型二	
	回归系数	<i>t</i> 值	回归系数	<i>t</i> 值		回归系数	<i>t</i> 值	回归系数	<i>t</i> 值
(常量)	0.747	3.489 ***	0.041	0.216	(常量)	0.446	2.343 **	0.013	0.051
<i>Quality</i>	0.019	1.335	0.024	1.879 *	<i>Quality</i>	0.045	3.442 ***	0.044	2.513 **
<i>Size</i>	-0.041	-3.983 ***	-0.020	-0.679	<i>Size</i>	-0.030	-3.172 ***	-0.010	-0.822
<i>Debt</i>	0.135	2.886 ***	0.027	0.843	<i>Debt</i>	0.196	4.763 ***	0.177	3.177 ***
<i>Roa</i>	-0.048	-0.578	-0.061	-0.822	<i>Roa</i>	-0.016	-0.136	-0.644	-4.069 ***
<i>Growth</i>	0.476	32.692 ***	0.380	29.376 ***	<i>Growth</i>	0.134	15.518 ***	0.521	44.508 ***
<i>DSTR</i>	0.048	1.619	-0.009	-0.353	<i>DSTR</i>	0.082	2.916 ***	0.046	1.191
<i>YEAR</i>	控制		控制		<i>YEAR</i>	控制		控制	
<i>IND</i>	控制		控制		<i>IND</i>	控制		控制	
观测值	863		863		观测值	863		863	
调整 <i>R</i> ²	0.579		0.516		调整 <i>R</i> ²	0.275		0.714	
<i>F</i> 统计量	170.036 ***		131.983 ***		<i>F</i> 统计量	55.576 ***		359.859 ***	

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

表 8 稳健性测试结果

	模型一		模型二	
回归系数	<i>t</i> 值	回归系数	<i>t</i> 值	
(常量)	0.445	2.369 **	0.087	0.978
<i>Quality</i>	0.072	5.515 ***	0.018	2.970 ***
<i>Size</i>	-0.032	-3.481 ***	-0.009	-1.968 **
<i>Debt</i>	0.706	16.726 ***	0.094	4.732 ***
<i>Roa</i>	0.256	2.912 ***	-0.024	-0.574
<i>Growth</i>	0.197	18.993 ***	0.236	48.311 ***
<i>DSTR</i>	-0.071	-2.568 **	-0.001	-0.112
<i>YEAR</i>	控制		控制	
<i>IND</i>	控制		控制	
观测值	1726	1726		
调整 <i>R</i> ²	0.328	0.599		
<i>F</i> 统计量	141.057 ***	429.710 ***		

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

3.4 稳健性测试

为了增强实证结果的可靠性,在上述模型的基础上,本文重新定义了银行贷款水平和商业信用水平的衡

量指标,用现金流量表中取得借款收到的现金除以期初总资产衡量银行贷款水平,用信用贷款差额除以期初总资产衡量商业信用水平。用模型一和模型二分别进行检验,回归结果如表 8 所示。

用重新定义的银行贷款水平和商业信用水平衡量指标衡量债务融资约束的回归中,*Loan* 和 *TC* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,进一步证明了信息披露质量与银行债务和商业信用融资约束之间的负相关关系,即信息披露质量提高有利于缓解中小企业的债务融资约束。

4 结论与启示

本文选取 2011 – 2014 年深交所中小企业板上市公司为样本,研究了信息披露质量对于中小企业债务融资约束的影响。结果表明,信息披露质量水平提高能显著降低中小企业的债务融资约束,影响银行的信贷决策,信息披露质量越高的公司越容易获得银行借款,供应商提供商业信用的条件也会越宽松。进一步研究还发现,这一作用还受到企业面临的市场风险因素的影响:与市场风险较低的企业相比,信息披露质量对市场风险较高的中小企业债务融资约束影响更显著。中小企业信息披露质量的提高有助于缓解债务融资约束,这一结果为信息披露的监管和中小企业融资政策的制定提供了经验证据,并为促进我国金融机构强化风险意识、提高信贷决策水平提供了有益参考。

本文研究结论具有以下启示:(1) 由于我国金融体系不完善及中小企业自身基础比较薄弱等原因,中小企业在融资过程中遇到很多问题。目前大部分中小企业的融资来源是通过银行借款这一债务融资渠道,导致资金需求难以得到满足。商业信用作为债务融资渠道之一,在为中小企业提供资金方面也发挥了一定的作用。国家应该为中小企业扩展融资渠道、创新融资方式等方面提供支持,允许优良企业发行公司债券,缓解中小企业融资难问题。(2) 由于我国资本市场不完善、信息披露机制不健全等原因,很多中小企业信用等级低下,严重影响了银行等金融机构向中小企业发放贷款。中小企业上市公司应该完善自身信息披露机制,主动向外界传达高质量有价值的信息,获得外部投资者的信任和支持。同时监管机构也应该加强对信息披露的监管,提高监管效率,确保信息披露制度的完善,提高信息披露质量的总体水平。(3) 我国金融市场环境不稳定,一些中小企业的抗风险能力比较差,在面临剧烈变动的市场环境时,很多中小企业的资金周转会出现问题,甚至资金链断裂,导致无法偿还银行及供应商的贷款,从而债权人不再继续提供资金支持。因此,中小企业应该提高自身的管理水平,提高抗风险能力,从而促进自身资金的良性循环。

参考文献:

[1] 陈战运,杨文杰,宿芸芸. 中小企业债务融资影响因素分析——基于灰色关联度模型[J]. 会计之友,2014(16):38 – 41.

[2] 王良勇. 浅议中小企业债务融资风险的防范与控制[J]. 财政监督,2014(11):40 – 42.

[3] HANDA P, LINN S. Arbitrage Pricing with Estimation Risk [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1993, 28(1):81 – 100.

[4] KIM O, VERRECCHIA R E. Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements [J]. Journal of Accounting and Economics, 1994, 17(1):41 – 67.

[5] FRANCIS J R, KHURANA I K, PEREIRA R. Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World [J]. The Accounting Review, 2005, 80(4):1125 – 1162.

[6] 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.

[7] 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):152 – 158.

[8] DIAMOND D W. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk [J]. The Quarterly Journal of Economic, 1991, 106(3):709 – 737.

[9] SENGUPTA P. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt [J]. The Accounting Review, 1998, 73(4):459 – 474.

[10]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.

[11]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.

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

[13]梁怡爽. 审计师选择与商业信用融资成本[D]. 成都:西南财经大学,2013.

[14]齐琪. 信息披露质量与商业信用的关系研究[D]. 乌鲁木齐:新疆财经大学,2013.

[15]DEMIRGUC-KUNT A, MAKSIMOVIC V. Law, Finance and Firm Growth [J]. Journal of Finance, 1998, 53(6):2107-2137.

[16]CLAESSENS S, LAEVEN L. Financial Development, Property Rights, and Growth [J]. Journal of Finance, 2003, 58(6):2401-2436.

[17]魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2014(5):73-80.

[18]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(5):93-96.

[19]徐玉德,李挺伟,洪金明. 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[J]. 财贸经济,2011(5):51-57.

**Influence of SME Information Disclosure Quality
on Debt Financing Constraints**

——An Empirical Study

ZHANG Tao, BAI Yahui

(School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan, 250014, China)

Abstract:Information disclosure quality has a direct effect on debt financing of the small and medium-sized enterprises (SME): high quality disclosure alleviates the information asymmetry between SME and their stakeholders while decreased information asymmetry benefits SME in financing. With the listing companies in the Shenzhen SME board from 2010 to 2012 as samples, the influence of information disclosure quality on bank debt financing constraints and commercial credit financing constraints is tested via an established regression model, which is further studied with market risk factors involved. The results show that information disclosure quality improvement can significantly reduce enterprise's debt financing constraints, and the companies with high disclosure quality have easier access to bank loans and commercial credit; and that compared with the enterprises which are faced with low market risks, information disclosure quality has a more significant influence on the debt financing constraints of the enterprises which are faced with high market risks.

Keywords:information disclosure quality; small and medium-sized enterprise; debt financing constraint; market risk

(责任编辑 刘小平)