

年报预约披露推迟、金融生态环境与债务融资成本 ——基于信息风险识别和风险补偿转化视角

谢盛纹¹ 廖佳² 陶然³

(1. 江西财经大学会计发展研究中心, 南昌 330013;

2. 江西财经大学会计学院, 南昌 330013;

3. 厦门大学管理学院, 厦门 361005)

摘要: 选取 2007–2014 年我国 A 股主板上市公司为样本, 探究年报预约披露推迟行为对债务融资成本的影响。研究发现: 年报预约披露推迟公司的债务融资成本更高, 该正向关系在金融生态环境良好地区更加显著; 进一步地, 非国有企业为其年报预约披露推迟行为承担着更高的债务融资成本, 即便在金融生态环境良好地区, 此关系依然显著存在; 担保则削弱了年报预约披露推迟对债务融资成本的正向影响。上述结果表明, 银行等金融机构能够有效识别上市公司年报预约披露推迟行为背后隐藏的信息风险; 良好的金融生态环境有助于增强债权方辨识信息风险的能力, 但并未根本改变非国有企业所面临的信贷歧视; 对于已提供担保的债务, 债权人在信贷决策时则更少关注年报预约披露推迟背后的风险。

关键词: 年报预约披露; 金融生态环境; 债务融资成本; 信息风险

DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2018.12.019

引言

上市公司年度报告披露是投资者、债权人及其他利益相关者了解公司相关信息的关键途径。为提升上市公司年报披露时间安排的均衡性和透明度, 中国证监会于 1997 年出台了年报预约披露制度, 且自 2002 年开始, 上海证券交易所和深圳证券交易所将所有上市公司预约的年报披露时间公诸于众。即便如此, 亦有不少公司爽约而延迟披露年报。客观地, 推迟披露时间, 就自然延长了年报披露时间, 这也恰恰为有动机隐藏某些信息或(和)进行信息操纵的管理层提供了宝贵的时间。无论是匿藏信息还是进行信息操纵, 都将导致低质量的信息和加剧信息不对称程度。概而言之, “年报预约披露推迟”这一信号背后存有或加剧信息风险。在我国, 相较于债券融资和股权融资, 银行借款在企业整体融资过程中占据相当高的比例^①。银行等金融机构能否有效识别公司年报预约披露推迟行为这一信息风险并将其纳入债务融资定价决策? 我国幅员辽阔, 各地区地理位置、资源禀赋以及国家政策千差万别, 地区金融生态环境亦不相同, 迥异的地区金融生态环境对银行等金融机构的信息风险识别和风险补偿转化的能力是否存有显著影响? 结合我国特殊的制度背景, 银行等金融部门有强烈的“国有股权”偏好, 那么, 同样是年报预约披露推迟行为, 不同缔约主体之间的债务融资成本是否存在差异? 地区金融市场发育良好能否使得“信贷歧视”有所改观? 银行等金融机构为规避风险, 要求债务人或第三方就债务提供担保, 在有担保时债权人所面临的风险显著不同, 因而其信贷决策所关注的风险项亦有差别。对于年报预约披露推迟行为这类风险, 有无担保时债权人予以的关注是否存在差异? 这些重要且有趣的问题至今仍悬而未决。

为此, 本文选取 2007–2014 年我国 A 股主板上市公司为样本, 探究年报预约披露推迟与债务融资成本之

收稿日期: 2016–12–20

基金项目: 国家自然科学基金项目(71162010; 71462014)。

作者简介: 谢盛纹, 江西财经大学会计发展研究中心教授, 博士生导师, 博士; 廖佳, 江西财经大学会计学院硕士研究生; 陶然, 厦门大学管理学院博士研究生。

^①以 2015 年为例, 根据我国统计年鉴数据, 2015 年我国社会融资总额为 154 063 亿元, 其中: 非金融企业境内股票融资额为 7 589 亿元, 占总融资额的 4.93%; 企业债券融资额为 29 388 亿元, 占比 19.08%; 人民币贷款融资额为 112 693 亿元, 占比高达 73.15%。由此可见, 我国企业融资主要依赖于银行信贷。

间的关系,兼顾考察地区金融生态环境对二者关系的影响,以检验银行等金融机构对上市公司年报预约披露推迟背后所含信息风险的识别力。本文对上述关系在不同产权性质企业中的影响作了进一步探讨,亦对有无担保时此类风险对债权人信贷决策的影响进行深入分析。本文的潜在贡献在于:(1) 年报预约披露制度是我国证券市场的特有制度,相关研究实属不多,现有文献大都集中于探讨其影响因素,仅有的一些经济后果研究也是基于公司自身和外部审计视角,而本文从债权人这一利益主体的视角深入考察年报预约披露推迟对债务融资成本的影响,既丰富了银行债务契约的相关研究文献,亦拓展了年报预约披露推迟的经济后果研究领域;(2) 现有关于金融生态环境影响微观经济的研究,多从缓解民营企业、中小企业融资难等角度出发,而本文另寻视角,从金融生态环境提高银行等金融机构的风险辨识能力角度探讨其在银行信贷机制中的作用,并进一步验证了即使在金融生态环境良好地区,银行对于不同产权性质企业的信息风险依然存在差别对待,为非国有企业遭遇“信贷歧视”提供了额外的经验证据;(3) 本文研究结论亦对规范上市公司信息披露及相关方行为、帮助股东、客户或其他利益相关者作出经济决策具有一定的启示作用。上市公司年报预约披露推迟将引起不良经济后果,显著提高其债务融资成本,这一经验证据不仅对约束上市公司财务报告披露过程中的“报告行为”有重要现实意义,对股东和其他利益相关者的决策也具有参考价值。

文献综述

年报预约披露制度出台,意在均衡披露上市公司年报、提高年报披露透明度,然而执行情况却不甚乐观,至今仍有近两成上市公司在已预约年报披露时间的情况下,更改约定时间,推迟披露年报。王立彦和伍利娜^[1]首次以 2002 年实际披露日异于预约披露日的 A 股上市公司为研究对象,对年报预约披露推迟的影响因素进行了分析,研究发现除上市公司自身披露原因外,审计意见的“干净”与否、利润分配的多寡、会计业绩指标的高低亦是影响上市公司做出年报预约披露日更改抉择的重要因素。随后,伍利娜等^[2]对研究方法和所考察变量做了进一步完善,发现当年被出具非标意见、当年发生事务所变更和(或)当年净利润为负的公司更有可能推迟披露年报。饶育蕾等^[3]从投资者有限注意这一外部市场特征的角度分析其对上市公司年报披露行为的影响,发现业绩不佳的公司确实更倾向于在投资者关注度低的日期进行披露,验证了上市公司年报披露存在时机选择的假说。目前关于年报预约披露推迟经济后果的研究尚不多见,且此类研究更多聚焦于对上市公司年报预约披露推迟行为为理应完全了解的审计师(或会计师事务所)层面。基于年报预约披露推迟会加重审计师面临的截止时间压力进而损害审计投入有效性这一猜想,余玉苗等^[4]发现上市公司年报预约披露推迟行为最终将导致审计质量下降。正因为事务所对客户的年报预约披露推迟行为有着“特殊”认识,为避免下年再次被出具非标准审计意见,此类“问题”公司下年多选择变更会计师事务所,即便未更换事务所,其下年审计费用增量也会显著高于未推迟公司^[5]。就预约披露推迟行为是否具有信息含量,王雄元等^[6]发现年报预约披露推迟与异常累计收益率之间存在着显著的负相关关系,并且年报披露时滞越长,公司在下一时点的会计信息透明度越低、盈余管理程度越高,这恰好证明延迟披露可作为公司利差的信号。既然如此,市场其他主体尤其是作为公司主要债权人的银行等金融机构是否对公司年报预约披露推迟行为具有充分且清晰的认识,即年报预约披露推迟行为会否影响银行信贷决策,现有文献却鲜有涉及。

银行等金融机构评估公司风险和信​​息风险,并以此决定是否发放贷款、贷款期限长短及贷款利率高低。对公司而言,存有风险就势必要对此做出相应补偿,而这正是不同公司之间债务融资成本存在差异的主要原因之一。已有研究发现,公司资产规模、资产有形性、盈利能力、成长性以及负债水平等诸多公司财务特征背后的经营风险,均对债务融资成本产生显著影响^[7]。不可忽视的是,高质量的会计信息在签订和执行债务契约的过程中起着关键性作用^[8]。具体地,公司会计信息质量的改善,有助于提升资本市场参与者评估公司未来现金流的准确性,从而降低资本成本^[9]。鉴于上市公司的财务信息披露与信息使用者的切身利益及证券市场的稳定密切相关,或许为降低信息不对称而披露的信息及信息披露本身才是公司债务融资研究需要更广更深探究的领域。已有研究发现,高质量信息披露由于缓解了信息不对称程度,导致资本成本显著降低^[10]。不仅如此,信息披露的充分性也可能影响银行信贷决策,充分的环境信息披露帮助上市公司获得低利率贷款^[11]。再者,缓解内外部信息不对称,离不开公司内外部治理机制的建设和完善。内有董事会规模、董事会独立性、董事会成员多样性等可以显著降低银企信息不对称,降低银行面临的信息风险,进而降低上市公司的

债务融资成本^[12]; 外有会计师事务所规模、审计意见均有可能影响公司长短期贷款及其利率^[13,14], 具体地, 被出具非标准无保留审计意见的上市公司承担了更高的债务融资成本, 且该效应在良好金融生态环境地区更为明显^[15]。类似地, Robin 等^[16]发现高质量审计确实为债务人提供了一定程度的保证, 就该债务契约债权人制定数量较少、限制性较弱的条款, 且审计师质量确与债务人违反限制性条款的概率负相关。

即便银行能清晰识别公司风险和信​​息风险, 但是否会就其寻求相应的风险补偿, 并最终转化为借款人的债务融资成本, 还受一些非正式制度(关系机制)等因素的影响。Güner 等^[17]发现银行家加入非金融类上市公司董事会而形成的“银企关联”能显著降低公司的贷款成本。同样地, 政治关联作为一种非正式制度安排, 亦显著影响银行信贷决策, 进而影响公司债务融资成本^[18-20]。就连担任监督职能的独立董事, 若其具有政治背景, 将表现出更突出的资源获取能力, 自然也包含债务融资能力^[21]。张敦力和李四海^[22]也得出了类似结论, 但亦发现基于政治关系发放的贷款未来发生违约的可能性明显更高, 说明政治关系的存在一定程度上损害了银行等金融机构正常的信贷决策。在我国特殊的制度背景下, 政府对市场经济的干预以及对金融资源配置的重要影响, 使得企业产权性质对风险识别和风险补偿转化有着根本性影响。在银行信贷过程中, 国有企业凭借其与政府的“血缘关系”, 事实上获得了“隐性担保”^[23-25], 加之我国金融体系明显的二元特征^[26,27]和国有企业“预算软约束”的存在^[28], 国有企业在金融信贷资源获取方面享有独特的政策优势^[29], 而民营企业则面临“信贷歧视”, 且并未因时间推移而有所改善^[30]。

综上, 债务融资及其成本影响因素的研究颇丰且角度繁多, 但这无碍于我们结合年报预约披露制度这一特有制度安排, 基于信息风险识别和风险补偿转化视角, 研究其对银行等金融机构信贷决策的影响。何况有关年报预约披露推迟的研究仍相对稀缺, 亦鲜有研究探讨上市公司年报预约披露推迟行为的经济后果, 仅有的文献也大多基于公司自身和外部审计视角。截止目前, 尚无研究从债权人利益的视角考察上市公司年报预约披露推迟行为对其债务融资成本的影响。借此契机, 本文拟就二者间的关系进行实证检验, 以期为银行等金融机构的信贷决策和公司融资决策提供经验证据, 亦为股东、客户等其他利益相关者及市场监管者提供决策参考。

理论分析与研究假设

在银企信贷关系中, 借贷双方存在着信息不对称, 因而在借贷合约履行过程中不可避免地出现逆向选择与道德风险问题。为降低公司管理层出于一己私利而不惜牺牲债权人利益所引发的债务风险, 银行在要求借款公司保证贷款申请资料的真实性与完整性的同时, 往往还会与之签订带有一系列限制性条款的债务合约, 并针对不同公司的特定情况在贷款成本上作出相应调整。随着我国金融体制改革的逐步深化, 银行等金融部门对信贷资源的管理日趋规范, 也越来越重视借款公司的财务信息披露质量。公司“爽约”而推迟其年报披露时间的行为, 或许会影响银企信贷合约的签订, 包括债务融资成本。具体地, 可从以下角度解读公司年报预约披露推迟对其债务融资成本的影响。

年报预约披露推迟为管理者信息操纵行为提供了时间条件, 一定程度上反映了该公司财务报告质量不高, 这又有可能加剧公司与银行之间的信息不对称, 最终影响到债务融资成本。出于职业前景、薪酬、声誉等自利动机, 作为“理性经济人”的管理层有强烈的动机隐藏负面信息, 年报预约披露推迟恰好可为他们提供相对充足的时间, 因而其提供的会计信息之真实性和可靠性无法保证。正如 Cao 等^[31]发现的那样, 推迟披露年报的公司“背后”反映的会计信息质量可能更低。会计信息始终是银行获取公司质量状况的重要渠道, 低质量的财务信息会加剧信息不对称, 致使银行难以感知公司真实的经营状况, 从而增加债务契约的执行成本和监督成本, 对于像银行这样的稳健性投资者来说, 此类成本势必要“转嫁”给借款公司, 即收取更高的风险溢价。由此可见, 在上市公司信息风险形成过程中, 年报预约披露推迟可能就是一个重要的“推手”, 在便利了管理层信息操纵的同时也加剧了信息不对称性程度, 导致推迟披露年报的公司所获取的债务融资成本相对较高。除受财务报告质量影响以外, 银行债务融资成本还可能与公司内部治理状况存在高度的关联, 原因在于公司的代理冲突及代理成本会有损公司业绩, 进而加剧银行的债务风险。已有研究发现, 凡涉及会计和审计问题的财务报告披露推迟往往是由公司自身的状况引起的^[32], 这一定程度上揭示了年报预约披露推迟的公司可能在内部治理上存有缺陷, 治理状况不佳的公司内部通常存在着严重的代理冲突, 公司管理层的自利行

为亦难能受到有效约束,由此产生的高额代理成本会损害公司业绩,进而显著提高银行的债务风险。因此,可以合理预测,相较而言,年报预约披露推迟的公司的内部治理状况更差,公司的代理成本更高,公司的业绩更差,致使银行面临的债务风险相对更高,最终结果为年报预约披露推迟的公司所获取的债务融资成本相对更高。

此外,Graham等^[33]发现错报导致的信息不确定性会影响债务契约的价格和非价格条款,类似地,年报预约披露推迟这一行为本身也将增加不确定性,相关利益者尤其是债权人会有强烈的动机去关注这一部分“问题”公司,以获取更多的信息,帮助其进行决策。银行等金融机构拥有专业金融人才队伍和完善的信贷机制,并能以相对积极的态度和相对较低的成本获取债务人的私人信息,因而具有较强的风险识别能力。因此有理由相信,银行等金融机构既有动力也理当有能力识别上市公司年报预约披露推迟背后隐含的信息风险。在识别信息风险之后,为降低债务风险,银行更愿意将有限资源分配给不确定性较低的公司或者对不确定性较高的公司要求相应的风险补偿,即收取更高的贷款利率,进而导致公司的债务融资成本升高。鉴于此,我们提出本文假设 1:

H1: 限定其他条件,相比年报预约披露未推迟的公司来说,年报预约披露推迟的公司将负担更高的债务融资成本。

结合我国现实情况,公司债务融资多由其所在地的全国性商业银行的当地分支机构或当地区域性商业银行提供。由于区域地理位置、资源禀赋和国家政策的不同,各地区在政府干预程度、法制水平及市场化水平等方面存在着较大差异^[34],致使各地区的金融生态环境亦存有不同。所谓“金融生态环境^②”,即指金融运行的一系列外部环境及基础条件,按其构成要素,良好的金融生态环境表现为高速的经济发展水平、完善的法治环境、高等级的社会信誉度、良好的金融部门独立性以及完善的中介服务和社会保障等^[35]。理论上,良好的金融生态环境一定程度上意味着市场参与者处在金融市场相对发达、法律体系更加完善、诚信制度较为健全、政府干预较少的外部环境中^[36,37],因而有助于防范和化解金融体制运行中的风险,并能有效提高金融资源的配置效率^[15]。由此可见,银行对借款公司信息风险的识别能力以及风险补偿的转化能力深受金融生态环境的影响。

确有研究证实,金融生态环境的好差对公司债务融资有着非常重要的影响^[38]。进一步可推测,对于年报预约披露推迟公司所隐含的信息风险,银行能否有效识别并据此进行差别定价的能力在不同金融生态环境下亦可能有所差异,主要原因或许可从以下方面予以阐释:其一,在金融生态环境较差的地区,政府对经济的主导作用较强,更多的干预银行信贷和公司经营^[39],与之相伴的是,市场化制度和观念尚未完全建立,关系机制与关系文化盛行,政治关系、银企关联等非正式制度发挥着较大作用。较弱的金融机构独立性,一定程度上损害了风险补偿的转化效率。而在金融生态环境良好的地区则呈现相反特征,非正式制度作用弱化及较强的金融机构独立性,使金融生态环境良好地区的银行在识别贷款人风险后,将就该风险寻求充分的风险补偿,也即将已识别的风险高效率地转化为公司债务融资成本。其二,在金融生态环境较差的地区,存在金融发展程度较低、市场竞争不充分、法律制度不完善及诚信制度不健全等诸多问题,在此条件下,公司的经营状况与发展前景等相关信息较不易被外界获得,且信息的可靠性亦无法得到保证,这也使得公司与银行信息不对称的程度更高,致使银行难以通过市场化的信息机制获取借款公司的相关信息并做出正确评价。而在金融生态环境良好的地区,银行等金融机构运营更加市场化,其内外部治理机制运行可能更加有效^[37],更加关注债务人风险,更加注重贷款申请人的信息质量^[40],信贷风险控制过程也更加规范化。不仅如此,金融生态环境良好的地区经济基础好、有诸多良好的发展机会,能够吸引、留住专业金融人才。

综上所述,在金融生态环境较为完善的市场中,较强的金融机构独立性和更市场化的运营机制以及更专业的金融人才队伍,使得该地区的银行等金融机构有更强的贷前信贷风险控制和贷后监督能力,更易察觉信息风险,并对已察觉的信息风险寻求相应风险补偿。由此可推断,良好的金融生态环境下,银行等金融机构有更强的能力相对清晰地识别年报预约披露推迟所隐含的信息风险,在识别该风险后寻求相应风险补偿。鉴于此,我们提出本文假设 2:

②2004年12月初,在“中国经济50人论坛”上,周小川首次提出“改进金融生态”。

H2: 限定其他条件,良好的金融生态环境将使公司为年报预约披露推迟行为承担更高的债务融资成本。

研究设计

1、变量设计

(1) 年报预约披露推迟。首先,定义年报预约披露推迟天数 $DELAY = \text{年报实际披露日} - \text{年报首次预约披露日}$;在此基础上,接着定义了以下四个变量用以衡量年报预约披露推迟:① $LNDELAY = \ln(DELAY + 1)$;② $DELAY_0$:若 $DELAY$ 大于 0, $DELAY_0$ 取值为 1,否则为 0;③ $DELAY_7$:若 $DELAY$ 大于 7, $DELAY_7$ 取值为 1,否则为 0;④ $DELAY_10$:若 $DELAY$ 大于 10, $DELAY_10$ 取值为 1,否则为 0。在主测试中我们使用前两种度量方法,后两度量则用于稳健性测试。

(2) 债务融资成本。借鉴李广子和刘力^[30],本文用以下两个变量衡量债务融资成本:① $INTCOST = \text{年度利息支出} / \text{期末总负债}$;② $NETCOST = \text{年度净财务费用} / \text{期末总负债}$,其中,净财务费用为“财务费用”明细科目中的“利息支出”、“手续费”和“其他财务费用”这三项之和。

(3) 金融生态环境。中国社会科学院金融研究所“中国地区金融生态环境评价”课题组报告了我国各地区金融生态环境综合指数及其等级,基于该指数,本文定义如下哑变量用以衡量金融生态环境(ECO):若地区金融生态环境综合指数大于样本中位数, ECO 取值为 1,否则为 0。

2、实证模型

为检验假设 1 和假设 2,构建模型(1)和(2)

$$COST_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times DELAY_{i,t} + Controls_{i,t} + YearDummies + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$COST_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times DELAY_{i,t} + \alpha_2 \times ECO_{i,t} + \alpha_3 \times DELAY_{i,t} * ECO_{i,t} + Controls_{i,t} + YearDummies + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量为债务融资成本($COST$),解释变量为年报预约披露推迟($DELAY$),为缓和互为因果内生性问题,对被解释变量取下一期的值,即以 $t+1$ 年的 $INTCOST$ 和 $NETCOST$ 度量 $COST_{i,t+1}$,主测试中以 t 年的 $LNDELAY$ 和 $DELAY_0$ 度量 $DELAY_{i,t}$ 。其他已定义的年报预约披露推迟的代理变量均用于稳健性测试。 $Controls$ 为控制变量,控制变量的选择主要参照以往文献^[29]经验,具体变量定义与度量见表 1。

表 1 控制变量定义与度量

变量名称	变量符号	变量定义
公司规模	SIZE	期末资产总计的自然对数
净资产收益率	ROE	本年净利润/期初与期末股东权益平均余额
资产负债率	LEV	期末负债合计/期末资产总计
主营业务收入增长率	GROWTH	(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
固定资产比率	PPE	期末固定资产净额/期末资产总计
留存收益资产比	RETAIN	(盈余公积+未分配利润)/期末资产总计
速动比率	QUICK	(期末流动资产-期末存货)/期末流动负债
利息支付能力	INTCOV	息税前利润除以利息费用,再取自然对数
商业信用融资	CREDIT	(应付账款+应付票据+预收款项)/主营业务收入
资金需求度	POSIT	(筹资活动产生的现金流量净额+经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额)/期末资产总计
公司风险	BETA	公司 Beta 系数
董事会规模	BSIZE	董事会人数的自然对数
董事会独立性	IND	独立董事人数/董事会人数
审计意见哑变量	OP	若公司本年被出具标准无保留意见,取值为 1,否则为 0

3、样本选择和数据来源

鉴于 2007 年我国新会计准则的实施,涉及债务融资的科目多有改变,为确保相关数据的一致性,本文选取 2007-2014 年我国 A 股主板上市公司作为初选样本,并执行如下筛选程序:①剔除金融保险类上市公司;②剔除年报实际披露日期或年报预约披露日期缺失的观测值;③因未披露西藏地区的金融生态环境指数,故剔除西藏地区上市公司;④剔除主要财务数据缺失的观测值,最终获得 5 416 个有效观测值。本文的年报预约

披露数据源自深圳证券交易所和上海证券交易所官网,金融生态环境数据取自“中国地区金融生态环境评价”课题组报告,用于计算债务融资成本变量的数据取自锐思数据库,其他控制变量等计算数据均来源于 CS-MAR 数据库。此外,为缓和离群值造成的偏误,对连续变量进行双向 1% 的缩尾处理。

实证分析

1、描述性统计与相关性分析

表 2 的 Panel A 列示了关键变量的描述性统计结果。*INTCOST* 和 *NETCOST* 的均值分别为 0.0251 和 0.0269,中位数分别为 0.0236 和 0.0256,最大值和最小值之差分别为 0.0794、0.0836,标准差分别为 0.0172 和 0.0177,表明不同上市公司之间的债务融资成本存有明显差异;*LNDELAY* 和 *DELAY_0* 的中位数均为 0,均值分别为 0.4080 和 0.1700,标准差分别为 0.9740 和 0.3750。尽管年报预约披露制度出台且执行已近廿年,但样本期间内仍有约 17% 的公司推迟披露年报。

表 2 的 Panel B 列示了推迟披露年报组与按时披露年报组这两组债务融资成本的均值差异检验结果。推迟披露组与按时披露组的债务融资成本指标的均值差异均在 1% 水平上显著为正,表明相比按时披露年报的公司,年报预约披露推迟的公司承担着更高的债务融资成本,初步支持假设 1。

表 2 描述性统计和均值差异检验

Panel A: 描述性统计					
变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
INTCOST	0.0251	0.0172	0	0.0236	0.0794
NETCOST	0.0269	0.0177	0	0.0256	0.0836
LNDELAY	0.4080	0.9740	0	0	3.7610
DELAY_0	0.1700	0.3750	0	0	1
ECO	0.5150	0.5000	0	1	1
Panel B: 均值差异检验				T 检验(推迟组-按时组)	
	推迟披露组	按时披露组			
INTCOST	0.0277	0.0246	0.0031***		
NETCOST	0.0295	0.0264	0.0031***		

注: *、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 水平上显著,下同。

表 3 为各主要变量之间的 Pearson 相关系数。*INTCOST* 和 *NETCOST* 计算虽略有差异,但相关性达到 0.980 且在 1% 水平上显著,说明二者一致性较强。*LNDELAY* 与 *INTCOST*、*LNDELAY* 与 *NETCOST* 均在 1% 水平上显著正相关,*DELAY_0* 与 *INTCOST*、*DELAY_0* 与 *NETCOST* 亦均在 1% 水平上显著正相关,初步验证了假设 1。

表 3 Pearson 相关系数表

	INTCOST	NETCOST	LNDELAY	DELAY_0	ECO
INTCOST	1				
NETCOST	0.9800***	1			
LNDELAY	0.0730***	0.0717***	1		
DELAY_0	0.0673***	0.0664***	0.9270***	1	
ECO	-0.0610***	-0.0580***	-0.0260*	-0.0120	1

2、实证检验结果

表 4 的第(1)列至第(4)列报告的是模型(1)的回归结果。其中,表 4 的第(1)列和第(2)列为以 *LNDELAY* 度量年报预约披露推迟的回归结果,*LNDELAY* 的回归系数均约为 0.0006,且均在 1% 水平上显著;表 4 的第(3)列和第(4)列为以 *DELAY_0* 度量年报预约披露推迟的回归结果,其中,*DELAY_0* 的回归系数均约为 0.0015,且均在 5% 水平上显著。在年报预约披露推迟和债务融资成本的不同度量下的所计算的经济意义^③分别为 3.40%、3.30%、3.27%、3.18%,即年报预约披露推迟的公司因推迟披露年报需多承担超过 3% 的债务融资成本。以上结果均表明,年报预约披露推迟公司承担着更高的债务融资成本,假设 1 得以验证。

③经济意义=回归中解释变量的回归系数×解释变量的标准差/被解释变量的标准差。

表 4 的第 (5) 列至第 (8) 列报告的是模型 (2) 的回归结果。其中,表 4 的第 (5) 列和第 (6) 列为以 $LNDELAY$ 度量年报预约披露推迟的回归结果, $LNDELAY*ECO$ 的回归系数均约为 0.0010,且均在 5% 水平上显著;表 4 的第 (7) 列和第 (8) 列为以 $DELAY_0$ 度量年报预约披露推迟的回归结果, $DELAY_0*ECO$ 的回归系数分别为 0.0019、0.0020,且均在 10% 水平上显著。不同度量下计算所得的经济意义则分别为 3.99%、3.87%、3.08%、3.15%,即相对于金融生态环境不完善地区的年报预约披露推迟公司,处在金融生态环境良好地区的公司因推迟披露年报需多承担超过 3% 的债务融资成本。以上结果均表明,金融生态环境良好地区,年报预约披露推迟与债务融资成本之间的正向关系更加显著,验证了本文假设 2。

表 4 主测试回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	INTCOST	NETCOST	INTCOST	NETCOST	INTCOST	NETCOST	INTCOST	NETCOST
LNDELAY	0.0006*** (2.71)	0.0006*** (2.63)			0.0001 (0.49)	0.0001 (0.42)		
DELAY_0			0.0015** (2.57)	0.0015** (2.55)			0.0005 (0.68)	0.0005 (0.64)
ECO					0.0007 (1.49)	0.0007 (1.64)	0.0007 (1.64)	0.0008* (1.78)
LNDELAY*ECO					0.0010** (2.27)	0.0010** (2.28)		
DELAY_0*ECO							0.0019* (1.67)	0.0020* (1.70)
SIZE	-0.0010*** (-4.92)	-0.0011*** (-5.51)	-0.0010*** (-4.97)	-0.0012*** (-5.55)	-0.0011*** (-5.27)	-0.0012*** (-5.88)	-0.0011*** (-5.32)	-0.0012*** (-5.92)
ROE	-0.0117*** (-7.43)	-0.0121*** (-7.45)	-0.0116*** (-7.44)	-0.0121*** (-7.45)	-0.0117*** (-7.49)	-0.0122*** (-7.52)	-0.0117*** (-7.50)	-0.0122*** (-7.52)
LEV	0.0220*** (11.84)	0.0223*** (11.82)	0.0220*** (11.88)	0.0224*** (11.86)	0.0223*** (12.09)	0.0227*** (12.09)	0.0223*** (12.10)	0.0227*** (12.10)
GROWTH	-0.0003*** (-2.59)	-0.0003*** (-2.80)	-0.0003*** (-2.58)	-0.0003*** (-2.79)	-0.0003** (-2.46)	-0.0003*** (-2.66)	-0.0003** (-2.48)	-0.0003*** (-2.69)
PPE	0.0169*** (10.78)	0.0175*** (11.03)	0.0168*** (10.76)	0.0174*** (11.02)	0.0172*** (10.93)	0.0178*** (11.22)	0.0172*** (10.93)	0.0178*** (11.22)
RETAIN	0.0030*** (2.69)	0.0033*** (2.92)	0.0030*** (2.70)	0.0033*** (2.93)	0.0031*** (2.78)	0.0034*** (3.02)	0.0031*** (2.79)	0.0034*** (3.02)
QUICK	-0.0015*** (-4.00)	-0.0014*** (-3.62)	-0.0015*** (-3.99)	-0.0014*** (-3.61)	-0.0015*** (-3.94)	-0.0013*** (-3.56)	-0.0015*** (-3.93)	-0.0013*** (-3.55)
INTCOV	0.0006*** (5.59)	0.0006*** (6.17)	0.0006*** (5.60)	0.0006*** (6.17)	0.0006*** (5.69)	0.0007*** (6.27)	0.0006*** (5.69)	0.0007*** (6.27)
CREDIT	-0.0068*** (-9.84)	-0.0073*** (-10.20)	-0.0068*** (-9.84)	-0.0073*** (-10.19)	-0.0068*** (-9.85)	-0.0073*** (-10.21)	-0.0068*** (-9.83)	-0.0072*** (-10.18)
POSIT	-0.0025 (-0.82)	-0.0035 (-1.14)	-0.0025 (-0.81)	-0.0035 (-1.13)	-0.0023 (-0.77)	-0.0033 (-1.08)	-0.0022 (-0.74)	-0.0033 (-1.05)
BETA	0.0048*** (4.94)	0.0045*** (4.54)	0.0048*** (4.96)	0.0045*** (4.56)	0.0049*** (5.05)	0.0046*** (4.65)	0.0049*** (5.04)	0.0046*** (4.64)
BSIZE	-0.0016 (-1.24)	-0.0015 (-1.15)	-0.0016 (-1.25)	-0.0015 (-1.16)	-0.0015 (-1.20)	-0.0014 (-1.11)	-0.0015 (-1.22)	-0.0015 (-1.13)
IND	-0.0013 (-0.32)	-0.0030 (-0.69)	-0.0013 (-0.31)	-0.0029 (-0.68)	-0.0006 (-0.14)	-0.0022 (-0.50)	-0.0005 (-0.13)	-0.0021 (-0.49)
OP	-0.0024* (-1.67)	-0.0021 (-1.47)	-0.0024* (-1.65)	-0.0021 (-1.45)	-0.0023 (-1.60)	-0.0020 (-1.40)	-0.0022 (-1.58)	-0.0020 (-1.37)
_cons	0.0451*** (7.66)	0.0508*** (8.24)	0.0452*** (7.67)	0.0509*** (8.24)	0.0455*** (7.79)	0.0512*** (8.37)	0.0457*** (7.81)	0.0514*** (8.39)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5416	5416	5416	5416	5416	5416	5416	5416
Adjusted R-squared	0.2948	0.2881	0.2947	0.2880	0.2961	0.2896	0.2956	0.2892

3、进一步分析

(1) 诸多已有研究发现, 国有企业与非国有企业在信贷融资过程中存在显著差异。究其内在根源, 主要归因于国有企业“天然”与政府、国有银行之间存在紧密联系, 且政府为其提供了一种隐性担保^[23-25]。国有企业所拥有的较为丰富的政治资源, 使其在信贷额度、贷款期限、贷款利率等方面享有优惠^[29, 30]。基于政府对于国有企业天然的“父爱情结”以及银行多为国有的现实国情, 我们不禁设问: 针对不同产权性质的企业年报预约披露推迟背后的信息风险, 银行是否还会有差别对待, 且这种差别对待, 在良好金融生态环境地区又是否能得到有效改善。为此, 我们在主测试的基础上建立模型(3)和(4)对这些问题予以检验。

$$COST_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times DELAY_{i,t} + \alpha_2 \times SOE_{i,t} + \alpha_3 \times DELAY_{i,t} * SOE_{i,t} + Controls_{i,t} + YearDummies + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$COST_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times DELAY_{i,t} + \alpha_2 \times SOE_{i,t} + \alpha_3 \times ECO_{i,t} + \alpha_4 \times DELAY_{i,t} * SOE_{i,t} + \alpha_5 \times DELAY_{i,t} * SOE_{i,t} * ECO_{i,t} + Controls_{i,t} + YearDummies + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, *SOE* 为企业产权性质, 根据上市公司最终控制人的性质划分, 非国有企业为 1, 国有企业为 0。其他变量与主测试同。

表 5 列示的是模型(3)和(4)的回归结果, 模型(3)考察不同产权性质企业中, 年报预约披露推迟对债务融资成本的影响, 主要关注 *DELAY* SOE*; 模型(4)考察不同产权性质企业中, 年报预约披露推迟对债务融资成本的差别影响, 在金融生态环境良好地区是否有所改善, 主要关注 *DELAY* SOE* ECO*。表 5 回归结果显示 *LNDELAY* SOE* 和 *DELAY_0* SOE* 的系数(1)和(2)列略不显著, 其他均显著为正; *LNDELAY* SOE* ECO* 和 *DELAY_0* SOE* ECO* 的系数亦均显著为正。以上结果说明, 相对于国有企业, 非国有企业将为其年报预约推迟行为付出更高的债务融资成本; 而在金融生态环境良好地区, 此种差异并无有效改善。亦即, 非国有企业在信贷过程中面临信贷歧视, 这也证实了已有的相关研究结论^[29, 30]; 同时, 我们还发现, 此种信贷歧视在良好金融生态地区并未有根本转变。

表 5 考虑终极控制人性质的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	INTCOST	NETCOST	INTCOST	NETCOST	INTCOST	NETCOST	INTCOST	NETCOST
LNDELAY	-0.0001 (-0.22)	-0.0002 (-0.36)			-0.0001 (-0.20)	-0.0002 (-0.33)		
DELAY_0			-0.0006 (-0.50)	-0.0008 (-0.62)			-0.0006 (-0.48)	-0.0008 (-0.60)
SOE	0.0017*** (3.32)	0.0019*** (3.58)	0.0017*** (3.12)	0.0018*** (3.36)	0.0006 (1.48)	0.0007 (1.64)	0.0007 (1.55)	0.0008* (1.71)
ECO					0.0018*** (3.36)	0.0020*** (3.62)	0.0017*** (3.17)	0.0019*** (3.42)
LNDELAY* SOE	0.0009 (1.54)	0.0009 (1.63)			0.0002 (0.34)	0.0003 (0.43)		
DELAY_0* SOE			0.0026* (1.93)	0.0029** (2.04)			0.0011 (0.75)	0.0013 (0.85)
LNDELAY* SOE* ECO					0.0014*** (2.88)	0.0014*** (2.91)		
DELAY_0* SOE* ECO							0.0030** (2.41)	0.0031** (2.42)
控制变量/年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5416	5416	5416	5416	5416	5416	5416	5416
Adjusted R-squared	0.2971	0.2909	0.2972	0.2911	0.2990	0.2929	0.2987	0.2927

(2) 在我国现行的金融体系下, 银行借贷占据社会融资的主导地位, 其中, 担保贷款又占有相当之比重。某项债务有无担保, 债权人所面临的风险显著不同, 因而有无担保会影响债权人是否放贷、借款利率、限制条件等决策。《中华人民共和国担保法》对借贷关系中担保各方的权责做了详细规定, 如第六条、第三十三条和第六十三条规定, 当债务人未履行债务时, 债权人可以要求保证人履行债务、承担责任或者通过拍卖、变卖抵

押物或质押物优先受偿。此外,该法第三十五条规定,抵押人所担保的债权不得超出其抵押物的价值,进一步保障了债权人的合法权益。由此可见,无论以何种方式为债务提供担保,在债务人不履行债务时,债权人均可从其他途径收回全部或大部分权益。即只要债务人能够提供足额的担保,担保为该项债务提供了有力保障,债权人在借贷关系中所面临的风险便大大降低,无法收回本金和利息的可能性也大大降低。对于有足额担保的借贷,自然的推断便是债权人对于债务人可能存在的其他风险项予以更少的关注,就这些风险项要求风险补偿的可能性也相应降低。为此,我们建立模型(5)对该问题予以检验。

$$COST_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times DELAY_{i,t} + \alpha_2 \times GUARANTEE_{i,t} + \alpha_3 \times DELAY_{i,t} * GUARANTEE_{i,t} + Controls_{i,t} + YearDummies + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, *GUARANTEE* 为该债务是否提供担保,有担保取值为 1,无担保取值为 0。其他变量与主测试同。

表 6 列示的是模型(5)的回归结果。模型(5)考察了在有担保时,年报预约披露推迟对债务融资成本的影响,主要关注 *DELAY*GUARANTEE*。表 6 回归结果显示,除第(1)列 *LNDELAY*GUARANTEE* 的系数略不显著外,其他均显著为负。以上结果表明,担保削弱了年报预约披露推迟与债务融资成本的正向关系,即在有担保情况下,债权人对于债务人的其他风险项予以更少的关注。

表 6 考虑担保贷款的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	INTCOST	NETCOST	INTCOST	NETCOST
LNDELAY	0.0011*	0.0013**		
	(1.89)	(2.24)		
DELAY_0			0.0029*	0.0033**
			(1.92)	(2.23)
GUARANTEE	0.0024***	0.0026***	0.0025***	0.0027***
	(3.38)	(3.58)	(3.46)	(3.66)
LNDELAY*GUARANTEE	-0.0010	-0.0012*		
	(-1.48)	(-1.73)		
DELAY_0*GUARANTEE			-0.0030*	-0.0034*
			(-1.70)	(-1.95)
控制变量/年度/行业	控制	控制	控制	控制
样本量	1952	1952	1952	1952
Adjusted R-squared	0.3466	0.3321	0.3467	0.3322

4. 稳健性检验

为了提高研究结果的可靠性,本文还进行了以下稳健性检验^④:

(1) 上市公司是否推迟年报披露的影响因素繁多,我们利用倾向得分匹配法校正样本自选择问题。按照年报预约披露是否推迟,将样本公司划分为实验组(推迟披露年报公司)与对照组(按时披露年报公司)。构建模型(6)测算倾向得分值(Pscore),并采用 1:1 近邻匹配、以 0.01 和 0.001 为半径的半径匹配三种方法为每个实验组公司匹配对照组公司。

$$Probit(DELAY_0_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 \times SIZE_{i,t} + \alpha_2 \times LEV_{i,t} + \alpha_3 \times ROE_{i,t} + \alpha_4 \times UE_{i,t} + \alpha_5 \times D_{UE_{i,t}} + \alpha_6 \times OP_{i,t} + \alpha_7 \times LOSS_{i,t} + \alpha_8 \times SWITCH_{i,t} + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型(6)是我们参照伍利娜等^[2]构建的影响年报预约披露推迟的回归模型,包括如下控制变量:公司规模(*SIZE*)、负债水平(*LEV*)、净资产收益率(*ROE*)、未预期盈余(*UE*)、未预期盈余虚拟变量(*D_{UE}*)、审计意见(*OP*)、年度亏损虚拟变量(*LOSS*)、事务所变更(*SWITCH*)。三种配对方式所得子样本回归结果均与主测试一致。

(2) 为进一步校正样本自选择偏差问题,我们还使用了 Heckman 二阶段进行稳健性测试。首先,利用模型(6)计算逆米尔斯比;而后,将逆米尔斯比代入模型(1)和(2)中重新回归,回归结果与主测试一致。

(3) 公司所面临的风险及公司举借债务在一定期间内“相对稳定”,本期的债务融资一定程度会受到前期

^④限于篇幅,稳健性回归结果表格未列出。

的影响。因此,为使研究结论更加稳健,本文使用两步差分广义矩估计(GMM)进行检验,回归结果与主测试基本一致。

(4)在主测试中,我们以 $LNDELAY$ 和 $DELAY_0$ 度量年报预约披露推迟,然而,短暂的推迟披露年报可能无法为信息操纵行为提供充足的时间,亦可能确实是由工作量较大无法及时完成等客观原因而非管理层机会主义行为造成。因此,我们在稳健性测试中使用 $DELAY_7$ 和 $DELAY_{10}$ 度量年报预约披露推迟,回归结果均与主测试基本一致。

(5)主测试对推迟天数做了对数标准化处理,故剔除了提前披露的样本。此处将其纳入重新进行回归(对于提前披露样本,先取绝对值,取对数后再加负号)结果仍保持一致。

(6)由于债务融资成本取值范围为 0 到 1,是典型的“截尾数据”,本文借鉴魏志华等^[15],使用 Tobit 模型进行回归,回归结果与主测试一致。

研究结论与展望

年报预约披露制度的出台,意在增强上市公司年报披露时间安排的均衡性及透明度,然而,目前上市公司年报预约披露推迟的现象仍较为普遍。本文选取 2007-2014 年我国 A 股主板上市公司为研究样本,探讨公司年报预约披露推迟行为对其债务融资成本的影响。研究表明:年报预约披露推迟公司承担着更高的债务融资成本,此正向关系在金融生态环境良好地区更加显著;进一步地,相较于国有企业,非国有企业仍面临信贷歧视,将其年报披露推迟行为承担更高的债务融资成本,且这种关系在金融生态环境良好地区并无根本好转;对于已有担保的借款,债权人可能更少关注其他风险项。

本文的研究结论,为我们提供了以下几点启示:(1)上市公司“背弃”最初的约定,选择推迟年报披露时间,这看似简单的行为,背后恐内含着复杂深刻的“故事”。年报预约披露推迟背后管理层的信息操纵及其导致的低质量会计信息,均蕴含信息风险,其他信息使用者应该像银行类金融机构一样,对此类信息风险予以密切关注。(2)良好的金融生态环境有助于增强银行等金融机构的风险识别能力,使其更易识别贷款申请人的自身风险和信用风险,并对已发现的风险寻求相应的风险补偿,进而提升信贷定价能力、优化信贷资源配置。因而,应大力加强地区金融发展,提升金融机构的独立性,建设良好的地区金融生态环境。(3)经过三十余年的改革和发展,非国有企业已成为我国市场经济的重要组成部分。然而,非国有企业仍缺乏一个公平的市场环境,一定程度面临“信贷歧视”,融资难、信贷成本高正制约其蓬勃发展。因此,在支持国有企业发展、保障国民经济命脉的同时,政府应进一步完善正式制度建设,营造公平竞争的良好市场环境,消解政策歧视,尽力争取非国有企业与国有企业信贷过程中的平等地位。(4)年报预约披露制度执行至今,虽取得一定成效,但仍有近两成上市公司选择变更预约披露时间。年报预约披露推迟为管理层隐藏或操纵信息创造了时间条件,由此招致低质量的会计信息,进一步加剧内外部信息不对称,使外部利益相关者更难以了解公司真实经营业绩和财务情况,损害其投资决策。因此,证监会应加强规范上市公司年报披露,加大管理层违约成本,遏制其机会主义行为。

本文仍存在一些不足有待改进:(1)年报预约披露推迟行为是否真正加剧了信息不对称程度,本文并没有直接进行验证,未来研究可以探讨是否存在类似的中介效应;(2)银行等金融机构依公司风险和信用风险做出信贷决策,包括决定是否发放贷款、贷款期限长短以及贷款利率高低。而本文仅研究年报预约披露推迟对债务融资成本(即贷款利率)的影响,未来研究可以全面考察年报预约披露推迟是否影响到公司融资的难易程度以及获取贷款的期限长短;(3)本文仅从债权人的角度研究财务报告信息使用者是否关注上市公司年报预约披露推迟这一行为以及能否识别其中暗含的风险,未来研究可以从其他利益相关者的视角考察年报预约披露推迟行为的经济后果。

参考文献:

- [1] 王立彦,伍利娜.公司年报披露预约日变更及披露后更改行为——基于 2002 年中国上市公司年度报告的分析[J].经济科学,2003(6):102-112
- [2] 伍利娜,黄慧馨,吴学孔.上市公司审计与年报披露预约日变更[J].审计研究,2004(5):48-52
- [3] 饶育蕾,王建新,苏燕青.上市公司盈余信息披露是否存在时机择?——基于投资者有限注意的实证分析[J].管理评论,

- 2012, 24(12): 146-155
- [4] 余玉苗, 宋子龙, 刘颖斐. 年报预约披露、时间压力传导与独立审计质量[J]. 审计研究, 2016, (2): 58-65
- [5] 谢盛纹, 陈美芳, 王洋洋. 年报预约披露推迟与审计契约持续性[J]. 证券市场导报, 2016, (7): 11-19
- [6] 王雄元, 陈文娜, 顾俊. 年报及时性的信号效应——基于 2004-2006A 股上市公司年报的实证检验[J]. 会计研究, 2008, (12): 47-55
- [7] Bhojraj S., Sengupta P. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors[J]. Journal of Business, 2003, 76(3): 455-476
- [8] Zimmerman J. L., Watts R. L. Positive Accounting Theory[M]. America: Prentice Hall, 1986
- [9] Lambert R., Leuz C., Verrecchia R. E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital[J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45(2): 385-420
- [10] Cuadrado-Ballesteros B., Garcia-Sanchez I. M., Ferrero J. M. How are Corporate Disclosures Related to the Cost of Capital? The Fundamental Role of Information Asymmetry[J]. Management Decision, 2016, 54(7): 1669-1701
- [11] 倪娟, 孔令文. 环境信息披露、银行信贷决策与债务融资成本——来自我国沪深两市 A 股重污染行业上市公司的经验证据[J]. 经济评论, 2016, (1): 147-156
- [12] Fields L. P., Fraser D. R., Subrahmanyam A. Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(5): 1536-1547
- [13] Gul F. A., Zhou G., Zhu X. Investor Protection, Firm Informational Problems, Big N Auditors and Cost of Debt Around the World[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2013, 32(3): 1-30
- [14] 周楷唐, 麻志明, 吴联生. 持续经营审计意见是否具有额外价值? ——来自债务融资的证据[J]. 会计研究, 2016, (8): 81-88
- [15] 魏志华, 王贞洁, 吴育辉, 等. 金融生态环境、审计意见与债务融资成本[J]. 审计研究, 2012, (3): 98-105
- [16] Robin A., Wu Q., Zhang H. Auditor Quality and Debt Covenants[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(1): 154-185
- [17] Güner A. B., Malmendier U., Tate G. Financial Expertise of Directors[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 88(2): 323-354
- [18] 潘克勤. 实际控制人政治身份降低债权人对会计信息的依赖吗——基于自我约束型治理视角的解释和实证检验[J]. 南开管理评论, 2009, 12(5): 38-46
- [19] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012, (9): 125-139
- [20] 李妹, 谢晓嫣. 民营企业的社会责任、政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, 17(6): 30-40
- [21] 黄珺, 魏莎. 独立董事政治关联对企业信贷融资的影响研究[J]. 管理评论, 2016, 28(11): 182-190
- [22] 张敦力, 李四海. 社会信任、政治关系与民营企业银行贷款[J]. 会计研究, 2012, (8): 17-24
- [23] Borisova G., Megginson W. L. Does Government Ownership Affect the Cost of Debt? Evidence from Privatization[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(8): 2693-2737
- [24] Borisova G., Fotakbc V., Hollandd K., et al. Government Ownership and the Cost of Debt: Evidence from Government Investments in Publicly Traded Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118(1): 168-191
- [25] 代光伦, 邓建平, 曾勇. 金融发展、政府控制与融资约束[J]. 管理评论, 2012, 24(5): 21-29
- [26] 陈道富. 我国融资难融资贵的机制根源探究与应对[J]. 金融研究, 2015, (2): 45-52
- [27] 吕劲松. 关于中小企业融资难、融资贵问题的思考[J]. 金融研究, 2015, (11): 115-123
- [28] 李青原, 李江冰, 江春, 等. 金融发展与地区实体经济资本配置效率——来自省级工业行业数据的证据[J]. 经济学: 季刊, 2013, 12(1): 527-548
- [29] 叶康涛, 张然, 徐浩萍. 声誉、制度环境与债务融资——基于中国民营上市公司的证据[J]. 金融研究, 2010, (8): 171-183
- [30] 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): 137-150
- [31] Cao J., Chen F., Higgs J. L. Late for a Very Important Date: Financial Reporting and Audit Implications of Late 10-K Filings[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(2): 633-671
- [32] Dyer IV J. C., McHugh A. J. The Timeliness of the Australian Annual Report[J]. Journal of Accounting Research, 1975, 13(2): 204-219
- [33] Graham J. R., Si L., Qiu J. Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1): 44-61

- [34] 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
- [35] 李扬,王国刚,刘煜辉. 中国城市金融生态环境评价[M]. 北京: 人民出版社, 2005
- [36] 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
- [37] 张敏,谢露,马黎珺. 金融生态环境与商业银行的盈余质量——基于我国商业银行的经验证据[J]. 金融研究, 2015 (5): 117-131
- [38] 潘俊,王亮亮,吕雪晶. 金融生态环境、内部资本市场与公司现金策略[J]. 管理评论, 2015 27(5): 58-69
- [39] 刘煜辉. 中国地区金融生态环境评价[M]. 北京: 中国金融出版社, 2007
- [40] 朱凯,陈信元. 金融发展、审计意见与上市公司融资约束[J]. 金融研究, 2009 (7): 66-80

*Delay on Scheduled Annual Report Disclosure, Financial Ecological Environment and Cost of Debt:
Evidence from Information Risk Identification and Transformation of Risk Compensation*

Xie Shengwen¹, Liao Jia² and Tao Ran³

(1.Center for Accounting Studies, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013;

2.School of Accounting, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013;

3.School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005)

Abstract: Using the samples of listed firms on Chinese A-share market during 2007–2014, this paper investigates the effects of delay in the scheduled disclosure of annual report on cost of debt. We find that delay in the scheduled disclosure of annual report is associated with a higher likelihood of a firm's future cost of debt and the effects may be stronger for firm located in regions with better financial ecological environment. Moreover, the private listed firms bear higher cost of debt due to delay in annual report disclosure and this relationship is significant even in regions with good financial ecological environment. The guarantee mitigates the positive relationship between scheduled annual report disclosure and cost of debt. These findings suggest that banks and other financial institutions can effectively identify information risk behind delay in the scheduled disclosure of annual report, good financial ecological environment enhances the ability of creditors to identify information risk, but could not fundamentally change the credit discrimination of private firms. For debt that has been guaranteed, creditors are less concerned about the risk of delay in the scheduled disclosure of annual report.

Key words: scheduled annual reports disclosure, financial ecological environment, cost of debt, information risk