

# 信息披露质量对企业出口产品质量的影响

陈丽丽 代毅

**摘要：**本文从企业内部治理水平视角分析了企业信息披露质量对出口产品质量的影响，结合信息不对称下的逆向选择和道德风险理论进一步分析企业信息披露质量影响出口产品质量的两大途径。通过匹配合并2007—2013年中国海关进出口贸易数据、万得（Wind）上市公司财务数据及深圳证券交易所信息披露考评指数，以深圳证券交易所A股制造业上市公司为研究样本，本文研究发现：企业信息披露质量会显著影响企业出口产品质量，且这种影响在企业、行业、地域层面存在显著的异质性；高质量信息披露通过缓解事前信息不对称及事后信息不对称，能有效降低企业外部投资者的逆向选择风险和企业内部的双向道德风险，从而以降低融资约束和提高人力资本质量渠道显著改善企业出口产品质量。在开展了双向因果内生性检验，改变企业出口产品质量测算方法和剔除特殊样本等各种稳健性检验后结论依旧成立。本研究表明，内部信息披露管理是提升企业出口产品质量的重要着力点，在我国从贸易大国转向贸易强国中需要进一步增强企业信息披露制度管理。

**关键词：**信息披露；融资约束；人力资本；产品质量

[中图分类号] F740 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2021) 05-0064-17

## 一、引言及文献回顾

信息披露制度是为保护投资者权益，加强上市公司监管的一项重要制度安排。《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》等规章制度的相继出台，标志我国上市公司信息披露管理逐渐走向成熟。信息披露作为链接外部监管及企业内部治理的桥梁，不仅有助于保护利益相关方的权益，也能进一步对企业生产经营活动产生深刻影响。然而在现实中，源于企业在治理结构完善性及信息披露重视性方面存在显著差异，其信息披露质量也相应有很大差异。据此，企业的信息披露质量往往不仅反映了企业内部信息对称水平，也将进一步影响企业与外部的信息对称性。由于相较于国内产品，出口产品会面临更强的信息不对称性约束。一个自然而然的问题就是，我国企业信息披露质量究竟会对企业出口产品质量产生什么影响？

[收稿日期] 2020-09-02

[基金项目] 本文受教育部人文社会科学研究西部和边疆地区项目（18XJA790001）资助

[作者信息] 陈丽丽：福建省莆田市人，西南财经大学教授，研究方向为国际贸易理论与政策；代毅：通讯作者，西南财经大学硕士研究生，研究方向为中国公司国际化，电子信箱 773756033@qq.com

近年来,中国企业出口产品质量受到国内外广泛的关注。虽然自2009年起,中国就成为了世界第一大出口国,但出口大而不强,出口产品附加值较低的问题仍较为突出(杜威剑和李梦洁,2015<sup>[1]</sup>;苏丹妮等,2018<sup>[2]</sup>)。当前中国经济强调高质量发展,有效提升企业出口产品质量,是我国成功由贸易大国向贸易强国转化的内在要求。根据国内外相关文献,企业出口产品质量的影响因素主要包括贸易自由化(Amiti and Khandelwal, 2013<sup>[3]</sup>)、FDI(李坤望和王有鑫,2013<sup>[4]</sup>)、人民币汇率(张会清和唐海燕,2012<sup>[5]</sup>)、补贴(张杰等,2015<sup>[6]</sup>)、市场竞争(张杰等,2014<sup>[7]</sup>)和融资约束(Fan et al., 2015<sup>[8]</sup>)等。显然,这些研究大多考察了政策和市场等方面的外部因素,较少从企业内部治理层面出发,考察企业出口产品质量的潜在影响因素。然而无论外部条件如何优越,企业出口产品质量的提升,都仍将较大程度地依赖于企业内部高效的管理行为。信息披露作为企业内部治理的重要机制,贯穿于企业管理各个程序,其质量不仅反映了企业整体管理水平,也将作为监督机制,倒逼企业管理升级。事实上,海内外已经有很多学者就信息披露的经济效应展开了研究。从宏观层面而言,企业高质量的信息披露能通过改善整体市场交易中的信息不对称,提高市场资源配置效率,增强市场交易活跃度。从微观层面而言,企业注重信息披露质量管理,提高信息披露质量,将有效降低企业自身融资成本,同时,对企业经营绩效产生显著的促进作用。当前,相关文献主要围绕企业信息披露对企业资本成本(Verrecchia, 2001<sup>[9]</sup>),企业价值(Baek et al., 2004<sup>[10]</sup>)、财务报告可靠性(Skinner, 1995<sup>[11]</sup>)、企业创新(Chen et al., 2014<sup>[12]</sup>)及国际贸易绩效(金祥义和戴金平,2019<sup>[13]</sup>)等企业经营绩效方面的影响展开了研究。遗憾的是,目前信息披露的经济效应的相关文献,仍缺乏对企业出口产品质量的针对性研究。

综合出口产品质量和信息披露两支文献研究及不足,本文的研究将聚焦于分析我国企业信息披露质量对其出口产品质量的影响及可能机制。具体而言,本文将从两大方面做出边际贡献:从研究视角而言,本文综合应用管理学和经济学的相關基础理论和原理,从企业内部治理水平视角来分析企业信息披露质量对出口产品质量的影响,这将为企业加强自身治理水平,培育出口竞争优势,提高出口产品质量提供新思路。从研究内容而言,本文基于信息对理性经济人经济决策的重要性,以信息不对称的角度切入,对企业信息披露质量如何通过缓解事前信息不对称和事后信息不对称,以降低融资成本和提高企业人力资本质量两大途径影响企业出口产品质量进行解析。这一研究不仅有助于完善企业出口产品质量影响因素的相关文献,也能进一步丰富信息披露的经济效应的相关文献。

## 二、理论机制与研究假设

当前,国内深圳证券交易所依据企业信息披露的真实性、完整性、准确性、及时性、合法合规性和公平性等,对企业信息披露质量进行了综合考量。然而对于企业而言,要披露高质量信息,就需要有规范化、高效率的企业管理运作程序,从信息的产生源头、流通渠道等方面着手,严格把控披露信息的质量。因此,高质量信

信息披露不仅为利益相关方提供了企业真实有效的经营绩效信息,为其对企业能力及发展趋势做出精准判断奠定基础,更有利于向其传达关于企业管理质量及价值水平的信号(Baek et al., 2004),有效弱化企业与利益相关方之间客观存在的信息不对称,在有效维护利益相关方权益的同时,推动企业外部资源的优化(Lang and Lundholm, 1993<sup>[14]</sup>),及内部管理机制的强化(Bushman and Smith, 2003<sup>[15]</sup>),促进企业经营绩效的提高及未来发展。

企业出口产品质量升级属于经营绩效提升的范畴,本文认为,一方面,企业对外披露高质量信息,其与潜在外部投资者之间的事前信息不对称将得到缓解,基于此,银行等投资机构面对的逆向选择风险将有效降低,其将调低风险溢价,使企业能以更低的成本获取外部融资,从而提高企业现金流动性水平及进行出口产品质量升级的动力,缓解企业出口产品质量升级投资的资本约束(Fan et al., 2015);另一方面,企业高质量的信息披露,还将有助于缓解企业所有者与核心管理者之间的事后信息不对称,强化企业内部监管机制,降低企业双向道德风险,进而促进企业人力资本投资,充分发挥人力资本的要害功能及效率功能推动企业出口产品质量升级(Schott, 2004)<sup>[16]</sup>。因此,企业高质量信息披露能通过降低融资约束及提高人力资本质量两大途径,对企业出口产品质量产生影响。由此提出:

假说1:高质量信息披露有助于促进企业出口产品质量升级。

#### (一) 融资约束

融资约束会显著抑制企业出口产品质量升级。企业在开展出口业务时,因面对出口程序的复杂性、销售市场的多元性,往往需要大规模资金投入,以覆盖企业生产经营活动中产生的高额成本,因此,出口企业普遍有较强的外部融资需求。若企业面临较强的融资约束,一方面,因受到现金流动性约束,企业会将时间精力致力于保障企业正常的生产运营活动,缺乏提升出口产品质量的动力,在情况严峻时,部分企业甚至会采取降低最优产品价格,出售低质量产品的策略(Fan et al., 2015),从而对出口产品质量升级产生显著的负面影响;另一方面,企业在高质量中间品投入、管理技术人才引进、产品创新研发等方面的投资行为也会进一步受到资金约束,阻碍企业出口产品质量升级。因此,在资本市场资源配置优化,企业外部融资渠道通畅,融资约束缓解的情况下,企业将会拥有更强的动力和更充裕的投资资本,以支持企业出口产品质量升级。而当前,间接融资占中国企业外部融资的权重仍然很大,投资者也主要以银行等金融机构为代表(祝树金和汤超, 2020<sup>[17]</sup>)。通常情况下,在做出融资决策前,银行等投资机构需要根据企业经营资产情况,综合评估投资决策的成本、风险、收益。但即使银行等投资者进行十分周密的企业调查,与企业之间仍会存在不同程度的事前信息不对称,为了合理对冲预测未来效用的风险,其往往会要求一定程度的风险溢价(何玉和张天西, 2006<sup>[18]</sup>)。而相较于经营质量较好的企业,经营状况不佳的企业会更倾向于接受高风险溢价。据此,信息不对称会使金融市场资源更多地流向低质量企业,使投资者面临显著的逆向选择风险,明显降低金融市场的资源配置效率。

上市公司通过信息披露机制,向外部投资者发布高质量信息,在降低外部投资

者信息搜索成本的同时,向其传递出企业真实有效的经营状况及价值信号,缓解其与企业的事前信息不对称,使外部投资者能有效地规避逆向选择风险,愿意调低风险溢价,从而降低企业融资成本(Verrecchia, 2001)。因此,企业进行高质量的信息披露,将有利于向潜在投资者传递出企业价值信号,增强企业在资本市场融资的能力,降低企业资本成本,缓解企业面临的融资约束(Lang and Lundholm, 1993),进而促进企业出口产品研发升级。由此提出:

假说2:高质量信息披露将通过降低外部投资者的逆向选择风险,缓解企业融资约束,有助于促进企业出口产品质量升级。

## (二) 人力资本质量

企业人力资本是企业获得可持续竞争优势的核心源动力,其通过发挥要素功能及效率功能对企业出口产品质量产生显著的促进作用(Schott, 2004; 施炳展, 2013<sup>[19]</sup>)。具体而言,一方面,作为企业经营生产的核心要素,人力资本是企业相关物质要素发挥作用的先决条件;另一方面,人力资本将在发挥自身边际递增效应的基础上,充分带动企业其他重要生产要素的边际产出增加。因此,人力资本质量提高所带来的管理水平及专业生产技能水平升级,将有助于推动企业出口产品质量管控程序的优化设计和有效实施,同时,也将为企业出口产品创新以及产品生产技术创新升级创造良好的组织氛围和技术基础,从而有效推动企业出口产品质量的升级。

但事实上,对于大多数企业而言,其人力资本投资水平与帕累托最优投资水平之间仍存在较大的差距,源于企业所有者及其管理者之间因委托代理关系而衍生的事后信息不对称会导致双向道德风险(骆品亮和司春林, 2001<sup>[20]</sup>)。企业管理者的工作能力及工作努力程度,是其私有且难以精确评估的信息,此外,作为企业人力资本投资,及自发人力资本投资的承载主体,管理者对人力资本的使用范围及使用效率具有较强的自主选择权。因而,企业所有者面临管理者“敲竹杆”或攫取企业人力资本投资收益的风险(聂辉华, 2008)<sup>[21]</sup>,企业所有者则倾向于故意低估人力资本投资的实际产出水平(Kahn and Huberman, 1988)<sup>[22]</sup>,并避免人力资本投资产出的公开化,以节约报酬成本,继而使管理者面临工作付出及自发人力资本投资得不到公允评估及回报的风险。据此,出于对自身利益的维护,信息不对称导致的双向道德风险会显著抑制企业总体人力资本投资水平,并影响企业人力资本质量的提升。

鉴于信息披露作为外部监管机制,对相关财务信息及非财务信息有一定的约束性(Skinner, 1995),企业高质量的信息披露,一方面,侧面反映了企业管理质量,并且公开了真实全面的企业经营管理信息,管理者的工作管理绩效能得到更全面准确的评估,避免因片面的收益率对管理者绩效做出不公允评价,以此正向激励管理者进行自发的人力资本投资(骆品亮和司春林, 2001);另一方面,高质量信息披露所保证的高信息透明度,使企业所有者能对管理者的管理行为进行有效的监督(Bushman and Smith, 2003),充分减少管理层投资不足、过度投资、以及在在职消费等偏离股东目标及利益的行为,有效增强企业提高人力资本投资水平的意愿。因此,企业进行高质量的信息披露,能通过有效缓解企业所有者与管理者之间因委托代理关系

而衍生的事后信息不对称,降低企业双向道德风险,促进企业人力资本质量的提升,进而推动企业出口产品质量升级。为此提出:

假说3:高质量信息披露将通过缓解企业双向道德风险,提高企业人力资本质量,有助于推动企业出口产品质量升级。

### 三、变量说明、数据来源与实证模型

#### (一) 核心变量测算方法

本文两大核心变量分别为企业出口产品质量及企业信息披露质量。其中:企业出口产品质量的测量方法主要有以下四种:1)单位价值法,以产品出口价格衡量产品质量(Hummels and Skiba, 2004)<sup>[23]</sup>;2)特征产品法,以产品的具体特征为基础,构造产品质量指标(Crozet et al. 2012)<sup>[24]</sup>;3)需求信息回归推断法,利用事后推理的思路,综合产品价格和数量信息,测算产品质量(Hallak and Sivadasan, 2009)<sup>[25]</sup>;4)供给需求信息加总测算法(Feenstra and Romalis, 2014)<sup>[26]</sup>。

企业信息披露质量测量方法有两类:一是作者自己构建计量指标(Botosan, 1997)<sup>[27]</sup>;二是直接以某权威部门对外公布的企业信息披露考评指数作为信息披露质量的衡量标准。相较于基于企业信息披露的部分特征所构建的信息披露质量指标,相关权威机构发布的信息披露考评指数的衡量标准更全面客观(Bens and Monahan, 2004)<sup>[28]</sup>;使其能更充分地体现企业真实的信息披露质量。国内学者目前大多以深圳证券交易所官网公布的信息披露考评指数,作为信息披露质量的代理指标。

#### (二) 变量选取与数据来源

##### 1. 被解释变量

本文的被解释变量是企业—年份—国家—产品层面的出口产品质量,借鉴施炳展(2013),依据事后推理的思路,综合产品价格及数量信息,对其进行测算。该方法的基本思想是,针对于同一类型产品,为满足效用最大化,消费者通常会选择性价比高的产品,因此,在产品价格完全等同的情况下,若产品销售数量越高,代表相应产品的质量越高。其测算过程具体如下:

首先基于CES效用函数,在 $t$ 年, $j$ 国消费者对企业 $i$ 生产的产品 $k$ 的消费数量可以简化为:

$$q_{ijkt} = P_{ijkt}^{-\sigma} \lambda_{ijkt}^{\sigma-1} (E_{jt} / P_{jt}) \quad (1)$$

其中, $E_{jt}$ 为 $j$ 国 $t$ 年的消费者支出, $P_{jt}$ 为 $j$ 国 $t$ 年的价格指数。 $\lambda_{ijkt}$ 、 $q_{ijkt}$ 、 $P_{ijkt}$ 分别代表在 $t$ 年, $i$ 企业出口到 $j$ 国的HS6位码产品 $k$ 的质量、数量和价格。 $\sigma > 1$ ,为产品替代弹性,参考苏丹妮等(2018)取值为3。通过对(1)式方程两边同时取自然对数,整理后得计量回归方程式(2):

$$\ln q_{ijkt} = \chi_{jt} - \sigma \ln p_{ijkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (2)$$

其中, $\chi_{jt}$ 为进口国—时间虚拟变量, $\ln p_{ijkt}$ 为 $t$ 年,企业 $i$ 出口到 $j$ 国的产品 $k$ 的价格, $\ln q_{ijkt}$ 测度了在 $t$ 年,企业 $i$ 出口到 $j$ 国的产品 $k$ 的数量。 $\varepsilon_{ijkt} = (\sigma - 1) \lambda_{ijkt}$ 为方程残差项,包含了在 $t$ 年,企业 $i$ 出口到 $j$ 国的产品 $k$ 的质量信息。通过对(2)式

进行 OLS 回归, 可得到残差项的估计值  $\hat{\varepsilon}_{ijkt}$ , 进而对企业—国家—产品—年份层面的出口产品质量进行定义:

$$quality_{ijkt} = \frac{\hat{\varepsilon}_{ijkt}}{(\sigma - 1)} \quad (3)$$

为实现对不同产品种类间的质量对比, 及相同产品种类间的质量加总, 对 (3) 式计算所获得的产品质量指标进行标准化处理:

$$rquality_{ijkt} = \frac{quality_{ijkt} - minquality_{ijkt}}{maxquality_{ijkt} - minquality_{ijkt}} \quad (4)$$

其中,  $minquality_{ijkt}$  表示产品  $k$  在  $t$  年, 全部企业、进口国层面所对应的质量最小值, 相应的,  $maxquality_{ijkt}$  是产品  $k$  在  $t$  年, 全部企业、进口国层面所对应的质量最大值。根据方程式 (4) 测算获得的标准化产品质量指标, 位于  $[0, 1]$  之间, 没有单位。

## 2. 解释变量

本文的核心解释变量信息披露质量 (*disclosure*), 以深圳证券交易所官网每年对外公布的信息披露考评指数为标准进行度量 (金祥义和戴金平, 2019)。深圳证券交易所从企业信息披露的真实性、完整性等方面, 对上市公司的信息披露质量进行综合测评, 并为其分别赋予 A (优秀)、B (良好)、C (合格)、D (不合格) 四个等级<sup>①</sup>。借鉴目前文献常用的处理方法 (高强等, 2008<sup>[29]</sup>), 当样本企业的信息披露评级指数为 A (优秀)、B (良好) 时, 本文将其定义为进行高质量信息披露的企业, 并为其 *disclosure* 赋值为 1<sup>②</sup>, 否则赋值为 0。

## 3. 控制变量

参考金祥义和戴金平 (2019) 等相关研究, 本文主要设置了以下企业层面的控制变量, 分别是财务特征变量: ①资产收益率 (*roa*), 以企业净利润除以总资产的值衡量; ②资产周转率 (*ast*), 以企业当期营业收入与企业总资产的比值衡量; ③资产负债率 (*lev*), 以企业当期总负债与总资产的比值衡量。以及企业基本特征变量: ④企业规模 (*size*), 以企业当期从业人员数取对数的值表示; ⑤资产劳动比 (*capint*), 以企业固定资产与就业人员数比值的对数衡量; ⑥赫芬达尔指数 (*HHI*), 反映企业所在行业竞争程度, 分年度分行业用企业主营业务收入计算; ⑦企业年龄 (*age*), 以当年年份减去企业成立年份的差值的对数衡量; ⑧企业劳动生产率 (*lprod*), 以工业总产值除以就业人员数的对数衡量。

①深圳证券交易所对上市公司信息披露工作的考核结果主要依据上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性、合法合规性和公平性, 同时结合上市公司运作规范程度、对投资者权益保护程度等因素, 从高到低划分为 A、B、C、D 四个等级。

②根据深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法 (2017 年修订), 信息披露考评达到 A (优秀)、B (良好) 等级的企业, 能较好地满足信息披露内容的真实性、准确性、完整性、及时性、合法合规性和公平性, 同时公司内部信息披露事务管理工作较为规范, 因此将 A、B 等级的企业定义为进行了高质量信息披露的企业; 而信息披露考评为 C、D 等级的企业, 在信息披露内容、信息披露事务管理工作等方面均存在重大纰漏, 因此 C、D 等级企业在本文被定义为低质量信息披露企业。

4. 数据来源

本文使用的数据主要源自 2007—2013 年中国海关进出口贸易数据库, Wind (万得) 上市公司数据库以及深圳证券交易所官网公布的上市公司信息披露考评指数。由于上海证券交易所目前并未对外公布企业信息披露考评相关数据, 囿于数据限制, 本文的研究样本仅包含了深圳证券交易所 A 股制造业上市公司。

为深入研究信息披露质量对企业出口产品质量的影响, 需要将中国海关进出口贸易数据库, Wind 上市公司数据库及信息披露考评指数进行匹配合并。参考祝树金和汤超 (2020), 本文利用企业名称对中国海关进出口贸易数据库, Wind 上市公司数据库及信息披露评级指数进行了匹配。首先, 利用企业名称, 为深圳证券交易所 A 股制造业上市公司匹配了相应年份的信息披露评级指数, 删除经营情况存在异常的企业, 如从业人员小于十, 同时删除财务指标缺失或财务指标不符合会计规范的观测值, 如总资产小于等于零; 其次, 基于包含财务数据及信息披露评级指数等信息的上市公司样本, 匹配出口产品质量信息。因中国海关进出口贸易数据库详尽地记录了中国企业每一笔进出口贸易, 在匹配上市公司财务数据及信息披露评级指数前, 需要删除企业进口贸易数据, 加总计算企业—年份—产品—目的国层面的出口贸易数据, 进而对出口产品质量进行计算 (施炳展, 2013)。匹配后共获得 2007—2013 年, 包含 2626 家上市公司, 166, 841 个企业—年份—国家—产品层面观测值的研究样本。

5. 数据描述性统计

表 1 呈现了本文两大核心变量及相关控制变量的描述性统计结果。其中, 全样本出口产品质量均值为 0.499。此外, 样本企业信息披露质量均值为 0.909, 表明在考察期间内, 企业信息披露质量水平普遍较高。这也从侧面反映出, 在上市公司外部监管体制下, 大多数企业都严格按照信息披露标准对企业信息进行了较为完整、及时、充分的披露, 但当下, 也不乏信息披露质量仍处于低水平的企业。信息披露是否形成了有效的市场信息机制, 其质量水平的提高是否将成为企业提高出口产品质量的重要落脚点? 本文接下来将用计量模型对其进行实证检验。

表 1 主要变量描述性统计

变量	变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>rquality</i>	企业出口产品质量	166 841	0.499	0.189	0	1
<i>disclosure</i>	信息披露质量	166 841	0.909	0.288	0	1
<i>roa</i>	资产收益率	166 841	0.053	0.060	-2.746	0.390
<i>ast</i>	资产周转率	166 841	0.727	0.320	0.087	7.609
<i>lev</i>	资产负债率	166 841	0.392	0.223	0.008	1.604
<i>size</i>	企业规模	166 841	8.203	1.397	4.890	12.087
<i>capint</i>	资产劳动比	166 841	2.742	0.822	-0.537	6.257
<i>HHI</i>	赫芬达尔指数	166 841	0.080	0.058	0.017	0.617
<i>age</i>	企业年龄	166 841	2.473	0.519	0.693	3.850
<i>lprod</i>	劳动生产率	166 841	4.172	0.645	1.979	7.432

## (三) 实证模型

为了检验企业信息披露质量对出口产品质量的影响,借鉴祝树金和汤超(2020),设立如下基准回归方程:

$$rquality_{ijkt} = a + \beta disclosure_{it} + \gamma X_{it} + \delta_{jkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (5)$$

方程式(5)中,下标*i*、*j*、*k*、*t*分别表示企业、出口目的国、HS6位码产品及年份。 $rquality_{ijkt}$ 表示*t*年*i*企业出口到*j*国的产品*k*的标准化质量。 $disclosure_{it}$ 为虚拟变量,当企业信息披露考评指数为A(优秀)或B(良好)时,则为 $disclosure_{it}$ 赋值为1,否则为0。 $X_{it}$ 为企业层面的控制变量集, $\delta_{jkt}$ 为国家—产品—年份三维固定效应, $\varepsilon_{ijkt}$ 为误差项。

## 四、实证分析

## (一) 全样本基础回归

采用OLS方法估计基准回归方程(5),其中 $\beta$ 是本文关注的核心系数,它的符号、大小及显著性水平,有效地反映了信息披露质量影响企业出口产品质量的方向及程度。表2对基准回归结果进行了报告。其中,第(1)列仅将企业出口产品质量对信息披露质量进行回归,结果在1%的显著性水平显著为正,初步表明高质量信息披露能有效推动企业出口产品质量升级。第(2)—(4)列,在第(1)列的基础上逐步加入了企业相关财务特征变量和基本特征变量,结果仍然显著为正,且信

表2 基准回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>disclosure</i>	0.0092 *** (0.0032)	0.0156 *** (0.0054)	0.0103 * (0.0054)	0.0143 *** (0.0054)
<i>roa</i>		-0.1280 *** (0.0333)	-0.1380 *** (0.0356)	-0.0995 *** (0.0309)
<i>ast</i>		0.0190 *** (0.0064)	0.0189 *** (0.0066)	0.0403 *** (0.0070)
<i>lev</i>		0.0421 *** (0.0092)	-0.0247 ** (0.0123)	-0.0045 (0.0123)
<i>size</i>			0.0147 *** (0.0017)	0.0148 *** (0.0017)
<i>capint</i>			0.0243 *** (0.0023)	0.0317 *** (0.0025)
<i>HHI</i>			0.3080 *** (0.0363)	0.2790 *** (0.0364)
<i>age</i>			-0.0061 ** (0.0031)	-0.0080 *** (0.0031)
<i>lprod</i>				-0.0285 *** (0.0037)
国家—产品—年份固定效应	是	是	是	是
观测值	166 841	166 841	166 841	166 841
R <sup>2</sup>	0.762	0.763	0.766	0.767

注:括号中为稳健标准差,\* p<0.1,\*\* p<0.05,\*\*\* p<0.001,下文表格相同,不再赘述。



息披露质量对企业出口产品质量的影响系数大小基本稳定,较好地验证了本文所提出的基本假设。此外,第(4)列的基准回归结果表明,就其他控制变量而言,企业收益率、企业年龄、企业生产率对企业出口产品质量的影响效应与预期结果相反,这可能是因为,对于企业收益率及生产率较高,年龄较大的企业而言,相对稳定的经营绩效情况反而会抑制其短期内提升出口产品质量的动力。企业资产周转率的系数在1%的显著性水平显著为正。通常而言,当企业资本周转率越高时,其运营效率越高。相较于国内厂商,资产周转率对于出口企业而言显得更为重要,源于出口贸易程序复杂、产品销售周期长,只有较高的资产周转率才能保证出口企业的正常生产,以及产品质量提升需要的资金。企业规模对企业出口产品质量的提升作用仍然在1%的显著性水平显著为正,这说明企业在发展过程中所积累的经营能力、抗风险能力、品牌形象以及商业关系都有助于企业出口产品质量的提升。企业资本劳动比和出口产品质量呈现出显著的正向关系,进一步表明了出口贸易中,资本支持对企业产品生产创新效率的重要性。表示行业竞争程度的赫芬达尔指数对出口产品质量的影响系数也显著为正,这表明合理范围内的市场竞争有利于给企业增加产品质量升级的压力。

## (二) 异质性影响研究

在基准回归的基础上,本文接下来分别从企业层面、行业层面、地区层面,探究信息披露质量对企业出口产品质量的异质性影响。

### 1. 所有制异质性分析

首先,源于信息披露质量从本质上讲是强化市场机制的信息介质,其将通过缓解企业与外部投资者之间的事前信息不对称,弱化企业所有者与内部管理者之间的事后信息不对称,优化资本市场及劳动力市场中的“商品”供需平衡,进而促进企业出口产品质量升级,要准确考察信息披露质量对企业出口产品质量的真实影响,就有必要剥离出因国有企业性质可能造成的市场扭曲力量,将样本分为国有企业及非国有企业进行检验。据此,本文在基准回归模型(5)的基础上,进一步引入企业信息披露质量与企业所有制类型的交乘项,当企业为国企时,相应的,为所有制虚拟变量 *soe* 赋值为1,否则为0。回归结果如表3第(1)列所示,无论是对于国有企业,还是非国有企业,信息披露质量的提高均能显著促进企业出口产品质量的提升,但这种促进效应在国有企业中表现得更为显著。一个可能的解释是,外部监管及市场竞争都将倾向于倒逼国有企业进行深度的内部改革,促使其提升生产经营效率,强化内部规范化管理,提高信息披露质量。而进行高质量信息披露的国有企业,将进一步加强其“政策扶持待遇”,其获得的资金增加幅度及融资成本降低幅度都将大于披露同等信息质量的非国有企业,同时,在以往经营效率较低的基准上,高质量信息披露对国有企业出口产品质量的促进效应自然就比较非国有企业更加明显。以上异质性检验结果表明,虽然企业的国有性质,的确会在一定程度上削弱信息披露质量作为市场力量优化市场资源配置的效率,但其所带来的扭曲力量还并不足以完全反向吸收信息披露质量的市场力量。

## 2. 行业异质性分析

其次, 本文依据企业所处行业的要素密集度差异, 将样本企业划分为劳动密集型企业 (*LII*)、资本密集型企业 (*CII*) 和技术密集型企业 (*TLL*) (谢建国, 2003)<sup>[30]</sup>, 初步对前文理论作用机制进行检验。在基准回归模型 (5) 的基础上引入信息披露质量与资本密集型企业的交乘项, 以及信息披露质量与技术密集型企业的交乘项。当企业为资本密集型企业时, 则为虚拟变量 *CII* 赋值为 1, 否则为 0; 相应的, 当企业为技术密集型企业时, 为虚拟变量 *TLL* 赋值为 1, 否则为 0。具体回归结果如表 3 第 (2) 列所示, 相较于劳动密集型企业, 资本密集型企业及技术密集型企业信息披露质量的提升, 将在 1% 的显著性水平显著促进出口产品质量的升级。原因可能在于, 市场外部投资者在降低信息搜索成本及逆向选择风险的情况下, 更愿意以相对较低的成本将资金贷给企业, 有效降低了企业的融资约束, 使其拥有充足的资金投资于产品研发与质量升级, 这将对资本密集型企业产生显著的影响。此外, 信息披露机制通过发挥内部治理作用, 加强内部监管机制, 降低了企业内部的双向道德风险, 促进企业人力资本投资, 以人力资本的要素功能、效率功能、创新功能带动企业生产率的提高及出口产品质量的升级, 这对于技术密集型企业而言最为显著, 因为技术密集型企业往往对高素质人才有较高的需求。以上行业异质性检验结果, 侧面验证了前文提出的理论作用机制。

表 3 异质性影响分析

变量	(1)	(2)	(3)
	所有制类型	要素密集度类型	地域分布
<i>disclosure</i>	0.0179 *** (0.0035)	-0.0022 (0.0077)	0.0093 (0.0077)
<i>disclosure</i> × <i>soe</i>	0.0275 *** (0.0092)		
<i>disclosure</i> × <i>CII</i>		0.0211 ** (0.0105)	
<i>disclosure</i> × <i>TII</i>		0.0357 *** (0.0087)	
<i>disclosure</i> × <i>east</i>			0.0145 * (0.0084)
控制变量	是	是	是
国家—产品—年份固定效应	是	是	是
观测值	166 841	166 841	166 841
R <sup>2</sup>	0.767	0.768	0.767

注: 控制变量估计结果, 备索。<sup>①</sup>

## 3. 地区异质性分析

最后, 为考察信息披露质量发挥效用的环境约束条件, 本文根据企业所处地区, 将企业分为东部地区企业和中西部地区企业<sup>②</sup>。在基准回归模型 (5) 的基础

<sup>①</sup>凡备索资料均可登录对外经济贸易大学学术刊物编辑部网站“刊文补充数据查询”栏目查阅、下载。

<sup>②</sup>东部地区城市包括辽宁、河北、北京、天津、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、海南 11 个省份的地级市, 其余省份的城市为中西部城市。

上，引入信息披露质量与企业所在地区的交乘项，若企业为东部地区，则为虚拟变量赋值 *east* 为 1，否则为 0。回归结果如表 3 第 (3) 列所示，高质量信息披露对东部地区企业出口产品质量升级的正向促进作用，比对中西部企业更为显著。原因可能在于，东部地区的经济发展水平普遍高于中西部地区，金融活动的活跃性也更高，这将反向促进金融监管的规范化发展，同时，增强企业及利益相关方对信息披露机制的了解和认可，使企业信息披露能更好的发挥信息传达作用。以上地区异质性检验，反映出一个重要事实，即信息披露质量发挥作用的关键在于社会能更高度地认知、认同信息披露制度，认可信息披露质量评定。这便强调了政府加强信息披露制度管理，构建社会制度信心，对于推动市场机制发挥作用，促进经济高质量发展的重要性。

### (三) 机制检验——中介效应模型

接下来，本文将参考温忠麟等 (2004)<sup>[31]</sup> 构建中介效应模型，进一步对信息披露质量影响出口产品质量的作用机制进行分析检验。前文从融资约束及人力资本质量两方面对信息披露质量影响企业出口产品质量的渠道进行了阐释，据此，本文分别构造了企业融资成本 (*fincost*) 和人力资本积累 (*humancapital*) 两个中介变量。中介模型主要涉及 3 个步骤，首先将企业出口产品质量对信息披露质量进行回归，其次用中介变量融资成本及人力资本积累，对信息披露质量进行回归，最后再用企业出口产品质量对中介变量和信息披露质量同时进行回归。由此，基于基准回归方程，本文构造以下 6 个回归方程：

$$rquality_{ijkt} = a_0 + \beta_1 disclosure_{it} + \gamma X_{it} + \delta_{jkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (6)$$

$$fincost_{it} = a_1 + \beta_2 disclosure_{it} + \eta X_{it} + \delta_{jkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (7)$$

$$rquality_{ijkt} = a_2 + \beta_3 fincost_{it} + \beta_4 disclosure_{it} + \kappa X_{it} + \delta_{jkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (8)$$

$$rquality_{ijkt} = b_0 + \theta_1 disclosure_{it} + \nu X_{it} + \delta_{jkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (9)$$

$$humancapital_{it} = b_1 + \theta_2 disclosure_{it} + \mu X_{it} + \delta_{jkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (10)$$

$$rquality_{ijkt} = b_2 + \theta_3 humancapital_{it} + \theta_4 disclosure_{it} + \vartheta X_{it} + \delta_{jkt} + \varepsilon_{ijkt} \quad (11)$$

其中，基于目前中国外部融资体系仍以银行主导的间接融资模式为主，本文以银行信贷约束指数衡量企业融资成本 (*fincost*)，以当期流动资产与流动负债的差值除以企业总资产的比值表示。信贷约束指数越大，代表企业面临的融资约束越强，融资成本更高，具体回归结果如表 4 所示。此外，鉴于人力资本质量具体表现为企业人力资本的积累水平，故本文用企业人力资本积累水平来衡量企业人力资本质量。其中，人力资本积累 (*humancapital*) 以受教育年限为标准，用企业大专以上学历从业人员数衡量，具体回归结果如表 5 所示。

#### 1. 融资约束渠道

表 4 汇报了融资约束的中介效应模型检验过程。在控制了各种非观测固定效应及其他控制变量后，第 (1) 列基准回归结果表明，企业信息披露质量将显著促进出口产品质量的提升。第 (2) 列进一步考察了企业信息披露质量对融资成本的影响，结果显示，高质量信息披露能有效缓解企业融资约束。基于高质量信息披露能更好地向外部投资者传递关于企业价值及管理质量的信号，同时较大程

度地降低其对企业的信息搜索成本，其将愿意降低风险溢价水平，为企业提供低成本资金。第（3）列将企业出口产品质量，对融资成本及信息披露质量同时进行回归，结果显示企业融资成本与出口产品质量，在1%水平的显著性水平显著负相关，验证了企业融资成本对出口产品质量升级的约束效应。此外，企业信息披露质量对出口产品质量的影响系数，在第（1）列的基础上明显有所下降，证明了中介效应的存在。

表4 中介效应分析——企业融资约束渠道

变量	(1)	(2)	(3)
	rquality	fincost	rquality
<i>disclosure</i>	0.0143 *** (0.0054)	-0.0054 ** (0.0025)	0.0138 ** (0.0054)
<i>fincost</i>			-0.0946 *** (0.0165)
控制变量	是	是	是
国家—产品—年份固定效应	是	是	是
观测值	166 841	166 841	166 841
R <sup>2</sup>	0.767	0.973	0.768

## 2. 人力资本质量渠道

表5汇报了人力资本质量的中介效应模型检验过程。本文删掉了员工学历统计数据缺失的观测值，由于2011年以前很多企业都没有员工学历的详细统计数据，样本量在基准回归基础上减少为121,306个企业-年份-国家-产品层面的观测值。第（1）列仍然为基准回归方程的结果，验证了企业信息披露质量对出口产品质量的显著正向促进作用。第（2）列进一步考察了企业信息披露质量对中介变量人力资本积累的影响效应，结果显示，高质量信息披露能有效促进企业人力资本积累水

表5 中介效应分析——企业人力资本质量渠道

变量	(1)	(2)	(3)
	rquality	humancapital	rquality
<i>disclosure</i>	0.0194 *** (0.0061)	0.6590 *** (0.0306)	0.0105 * (0.0061)
<i>humancapital</i>			0.0135 *** (0.0015)
控制变量	是	是	是
国家—产品—年份固定效应	是	是	是
观测值	121 306	121 306	121 306
R <sup>2</sup>	0.742	0.880	0.744

注：综合考虑文章内容阐述的完整性及文章篇幅的限制性，本文稳健性检验部分的具体回归结果均未在文中罗列，备索。

平的提升。这表明高质量信息披露将在降低企业所有者及管理者之间的事后信息不对称,发挥内部治理作用,强化内部监管机制的基础上,有效弱化企业内部的双向道德风险,促进企业人力资本投资。第(3)列结果表明企业人力资本质量与出口产品质量在1%的显著性水平显著正相关,即人力资本质量的提高将有效推动企业出口产品质量升级。此外,信息披露质量对出口产品质量的影响系数同样在第(1)列的基础上有所下降,从而证明了中介效应的存在。

(四) 稳健性检验

1. 双向因果内生性检验

出口产品质量高的企业往往也是管理质量高、经营绩效较好的企业,因此也更倾向于向外部披露高质量信息,传达企业价值信号,以此产生正向反馈效应,提高外部市场对企业的价值预估。故本文的基准回归模型,可能存在双向因果内生性问题。为克服潜在的双向因果内生性问题,本文考虑参考潘越等(2011)<sup>[32]</sup>,构建分析师集中程度指标 *analyst*,采用工具变量法,进一步验证企业信息披露质量对出口产品质量的真实影响。

首先,对市场分析师平均集中度指标 *Average* 进行构建,具体构建方程如下:

$$Average(n_{it}) = \sum_{i=1}^T \frac{n_{it}}{T} \tag{12}$$

其中, *T* 代表样本内所有企业的总个数, *n<sub>it</sub>* 表示在第 *t* 期,对 *i* 企业发布投资评级分析意见和盈余预测分析的证券分析师总数量。当第 *t* 期 *i* 企业所对应的证券分析师总数量 *n<sub>it</sub>*, 大于等于 *Average(n<sub>it</sub>)* 时,则为其分析师集中程度指标赋值 *analyst* 为 1, 否则赋值为 0。

一般而言,若企业分析师集中程度较高,企业管理者会加强对企业信息披露质量的重视度。源于企业在受到较多分析师关注的情况下,其信息披露质量会受到更多的外部监控。一方面,从披露内容的质量而言,若分析师对企业信息进行分析过程中发现其中的纰漏,将会影响企业的商誉及形象;另一方面,从披露内容的数量而言,若企业信息披露不完整,分析师对该企业的盈余分析预测可能会与真实情况存在偏差,继而影响市场投资者及客户对企业的判断。而企业分析师数量及分析师能力与企业出口产品质量之间一般没有直接联系,因此理论上而言本文选取的分析师集中程度指标,可以作为本文核心解释变量的有效工具变量。

以上是对实证方程的双向因果内生性,及工具变量有效性的理论假设。在使用工具变量法之前,有必要先对基准回归方程(5)进行豪斯曼检验,检验基准回归方程是否存在双向因果内生性问题。其中,豪斯曼检验的 *P* 值为 0.7768,接受原假设“所有解释变量均为外生变量”,故上文对实证方程存在双向因果内生性的假设不成立,初步证明了前文实证估计结果的可靠性。当所有解释变量均为外生变量的情况下,OLS 回归及工具变量法均是一致的,但因“无病用药”,工具变量法往往会使得估计量的方差增大(陈强,2010<sup>[33]</sup>)。为进一步证实本文实证回归结果的可靠性,我们运用上述工具变量对基准回归方程(5)进行了 2SLS 回归。回归结果显示,在第一阶段回归中,信息披露质量与分析师集中程度指标均在 1% 的显著性水平显著正相关,

Kleibergen-Paap 的数值均明显大于弱工具变量检验在 10% 显著性水平的上限值 16.38, 且相应的 Chi-sq (1) 概率 P 为 0.000, 这表明本文选取的工具变量与原变量存在正相关关系, 同时拒绝弱工具变量假设。第二阶段回归结果进一步验证, 在控制了潜在变量对出口产品质量的影响后, 企业信息披露质量与出口产品质量仍显著正相关。此外, 工具变量法的回归结果与基准回归结果相似, 但核心解释变量的方差大幅度提高了, 这表明本文采用 OLS 方法对实证方程进行回归的结果是有效的, 同时也充分证明本文结论稳健成立。

## 2. 变量替换

为进一步对本文结论的稳健性进行检验, 分别以企业—年份—目的国—产品层面的出口产品价格, 以及企业—产品—年份层面的出口产品质量作为因变量, 验证信息披露质量对企业出口产品质量的影响。其中, 在以企业—年份—目的国—产品层面出口产品价格为因变量时, 在基准回归方程的基础上, 进一步控制了出口数量 (*lquantity*) 对出口产品质量的影响; 企业—产品—年份层面的出口产品质量是依据产品出口价值, 赋予企业—产品—目的国—年份层面的标准化出口产品质量相应权重, 并将其加总测算所得 (施炳展, 2013), 具体计算公式如下:

$$quality_{ikt} = \frac{v_{ijkt}}{\sum_{ijkt \in \Omega} v_{ijkt}} \times rquality_{ijkt} \quad (13)$$

(13) 式中  $quality_{ikt}$  代表在  $t$  年,  $i$  企业出口产品  $k$  的整体质量,  $\Omega$  表示企业出口到不同目的地国的产品  $k$  的样本集合,  $v_{ijkt}$  代表相应的样本价值量。

根据相应回归结果可知, 在控制了企业层面财务及基本特征变量和非观测固定效应的影响后, 信息披露质量对企业出口产品质量的影响仍然显著为正, 说明高质量信息披露将促进企业出口产品质量的提升, 进一步表明本文核心结论是稳健的。

## 3. 剔除特殊样本

在本文的研究样本中, 部分样本企业的股票代码前署有 ST 或 \*ST 字样。自 1998 年 4 月 22 日起, 为有效保护投资者利益, 上海证券交易所及深圳证券交易所发表声明, 当上市公司经营财务状况存在异常情况时, 其股票交易将被进行特别处理 (Special treatment)。特别的, 如果上市公司股票代码前注有 ST, 表示该公司已经连续两年出现亏损, 而当境内上市公司股票代码前被注明 \*ST 时, 表示该企业营收连续三年出现亏损。ST 或 \*ST 作为信号标志, 是对投资者发出的风险警示, 建议投资者在选择投资标的时需要更加地谨慎, 但企业财务出现异常, 也可能是经营性亏损以外的情况导致的, 企业可能蕴藏着巨大的发展潜力, 并在财务状况改善后被“摘帽”, 因而 ST 或 \*ST 也不是完全否定了企业的投资价值, 只是需要投资者对其进行更为审慎的判断。但其作为一种负面讯息的信号传递, 可能会对高质量信息披露的效用产生一定程度的反向抵消效应。通过剔除该部分特殊样本, 进一步对结论的稳健性进行检验。具体回归结果表明, 在剔除了特殊样本后, 高质量信息披露对企业出口产品质量的影响仍然显著为正, 本文核心结论仍稳健成立。

## 五、结论与启示

在全球产业链重构的现实背景下，我国制造业将面临竞争加剧的挑战，同时，也将迎来巨大的发展机遇。继续依靠低成本劳动力实施规模扩展战略，不仅无法实现出口贸易的升级及可持续发展，还会加强“低技术陷阱”对中国贸易发展的威胁（杜威剑和李梦洁，2015）。只有积极主动地向质量效益战略转变，有效提升出口产品质量及产品附加值，提升我国出口产品在全球价值链的位置，才能增强国家出口竞争优势，形成可持续、高效益的出口模式。本文从企业内部治理水平视角分析了企业信息披露质量对出口产品质量的影响，并结合逆向选择和道德风险理论，从事前信息不对称及事后信息不对称的角度，进一步分析了企业信息披露质量影响出口产品质量的可能途径。通过匹配合并2007—2013年中国海关进出口贸易数据、Wind上市公司财务数据及深圳证券交易所信息披露评级指数，以深圳证券交易所A股制造业上市公司作为研究样本，本文主要发现：

第一，企业高质量信息披露确实对出口产品质量提升有显著的正向促进效应。高质量信息披露通过缓解事前信息不对称及事后信息不对称，能有效降低企业外部投资者的逆向选择风险和企业内部的双向道德风险，从而以降低融资约束和提高人力资本质量渠道显著改善企业出口产品质量。

第二，信息披露质量在企业、行业及地区层面，对企业出口产品质量存在显著的异质性效应。从企业所有制层面而言，高质量信息披露对出口产品质量的促进效应在国有企业中表现得更为显著；从行业要素密集度而言，相较于劳动密集型企业，高质量信息披露对资本密集型企业及技术密集型企业的出口产品质量均有十分显著的促进作用；从企业所在地区而言，由于东部地区经济发展水平更高，金融活动的广泛性更强，加强了社会对信息披露制度的认知度和认同感，促进了其效用的发挥，使信息披露质量对企业出口产品质量的影响效应对东部地区企业更显著。

据此，本文得到如下的启示：

对于企业管理者而言，为保证企业披露信息的质量，应该完善企业内部信息流通渠道、规范关键信息节点报告程序、加强内部信息披露质量审核机制。以此为落脚点，在提高企业披露信息质量的基础上，促进内部管理程序的完善，为企业出口产品质量升级提供内在动力。

对于政府而言，加强信息披露质量管理，进一步完善、细化信息披露质量评定标准，根据企业所在行业敏感信息特征差异化信息披露标准，加强市场对企业信息披露的认知度及认同感，在进一步保证企业信息披露质量的基础上，提高信息利用率，优化市场资源配置效率，激发我国企业提升出口产品质量的积极性，为我国培育出口竞争优势奠定微观基础。

## [参考文献]

- [1] 杜威剑, 李梦洁. 对外直接投资会提高企业出口产品质量吗——基于倾向得分匹配的变权估计 [J]. 国际贸易问题, 2015 (08): 112-122.
- [2] 苏丹妮, 盛斌, 邵朝对. 产业集聚与企业出口产品质量升级 [J]. 中国工业经济, 2018 (11): 117-135.
- [3] AMITI M, KHANDELWAL A K. Import Competition and Quality Upgrading [J]. Review of Economics and Statistics, 2013, 2: 476-490.
- [4] 李坤望, 王有鑫. FDI 促进了中国出口产品质量升级吗? ——基于动态面板系统 GMM 方法的研究 [J]. 世界经济研究, 2013 (05): 60-66+89.
- [5] 张会清, 唐海燕. 人民币升值、企业行为与出口贸易——基于大样本企业数据的实证研究: 2005~2009 [J]. 管理世界, 2012 (12): 23-34+45+187.
- [6] 张杰, 翟福昕, 周晓艳. 政府补贴、市场竞争与出口产品质量 [J]. 数量经济技术经济研究, 2015, 32 (04): 71-87.
- [7] 张杰, 郑文平, 翟福昕. 中国出口产品质量得到提升了么? [J]. 经济研究, 2014, 49 (10): 46-59.
- [8] FAN H C, LAI E, LI Y A. Credit constraints, quality and export prices: Theory and evidence from China [J]. Journal of Comparative Economics, 2015, 43 (2): 390-416.
- [9] VERRECCHIA R E. Essays on disclosure [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32 (1) .
- [10] BAEK J S, KANG J K, PARK K S. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 71 (2) .
- [11] SKINNER D J. Do the SEC's Safe Harbor Provisions Encourage Forward-Looking Disclosures? [J]. Financial Analysts Journal, 1995, 51 (4): 38-44.
- [12] CHEN Z, MING L, LIANG S, XING Y, ZHANG Z. Accounting Disclosure, Governance Standards and Innovation Activities in Emerging Markets [J]. Asian journal of finance & accounting, 2014, 6 (2): 142.
- [13] 金祥义, 戴金平. 有效信息披露与企业出口表现 [J]. 世界经济, 2019, 42 (05): 99-122.
- [14] LANG M H, LUNDHOLM R J. Cross-sectional Determinants of Analysts' Ratings of Corporate Disclosures [J]. Journal of Accounting Research, 1993, 31 (2): 246-271.
- [15] BUSHMAN R M, SMITH A. Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance [J]. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 2003, 4: 65-80.
- [16] SCHOTT P K. Across-Product versus Within-Product Specialization in International Trade [J]. Quarterly Journal of Economics, 2004, 119 (2) .
- [17] 祝树金, 汤超. 企业上市对出口产品质量升级的影响——基于中国制造业企业的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2020 (02): 117-135+1-8.
- [18] 何玉, 张天西. 信息披露、信息不对称和资本成本: 研究综述 [J]. 会计研究, 2006 (06): 80-86.
- [19] 施炳展. 中国企业出口产品质量异质性: 测度与事实 [J]. 经济学 (季刊), 2013, 13 (01): 263-284.
- [20] 骆品亮, 司春林. 专用性人力资本投资激励研究 [J]. 管理科学学报, 2001 (02): 19-24.
- [21] 聂辉华. 契约不完全一定导致投资无效率吗? ——一个带有不对称信息的敲竹杠模型 [J]. 经济研究, 2008 (02): 132-143.
- [22] KAHN C, HUBERMAN G. Two-sided Uncertainty and Up-or-out Contracts [J]. Journal of Labor Economics, 1988, 6 (4): 423-444.
- [23] HUMMELS D L, SKIBA A M. Shipping the Good Apples Out? An Empirical Confirmation of the Alchian-Allen Conjecture [J]. Journal of Political Economy, 2004, 112 (6) .
- [24] CROZET M, HEAD K, MAYER T. Quality Sorting and Trade: Firm-level Evidence for French Wine [J]. Review of Economic Studies, 2012.
- [25] HALLAK J C, SIVADASAN J. Productivity, Quality and Exporting Behavior under Minimum Quality Require-



- ments [R]. NBER Working Paper, 2009.
- [26] FEENSTRA R C, ROMALIS J. International Prices and Endogenous Quality [J]. Quarterly Journal of Economics, 2014, 129 (2): 477-527.
- [27] BOTOSAN C A. Disclosure Level and the Cost of Capital [J]. The Accounting Review, 1997, 72 (2): 114-27.
- [28] BENS D A, MONAHAN S J. Disclosure Quality and the Excess Value of Diversification [J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42 (4) .
- [29] 高强, 伍利娜. 兼任董秘能提高信息披露质量吗? ——对拟修订《上市规则》关于董秘任职资格新要求的实证检验 [J]. 会计研究, 2008 (01): 47-54+96.
- [30] 谢建国. 外商直接投资与中国的出口竞争力——一个中国的经验研究 [J]. 世界经济研究, 2003, (7): 34-39.
- [31] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用 [J]. 心理学报, 2004 (05): 111-117.
- [32] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险 [J]. 金融研究, 2011 (09): 138-151.
- [33] 陈强. 高级计量经济学及 Stata 应用 (2 版) [M]. 高等教育出版社, 2010: 144.

(责任编辑 于友伟)

## How does Information Disclosure Quality Affect the Quality of Export Products

CHEN Lili DAI Yi

**Abstract:** Based on the perspective of enterprise internal governance level, this paper analyzed the impact of the quality of enterprise information disclosure on the quality of export products, and examined its possible mechanisms by combining the theory of adverse selection and moral hazard, which was developed for information asymmetry. By matching and merging the trade data of China Customs, the financial data of Wind listed companies and the information disclosure quality rating index released by Shenzhen Stock Exchange from 2007 to 2013, this paper took A-share manufacturing companies listed in Shenzhen Stock Exchange as the sample. The results show that, by alleviating ex-ante and ex-post information asymmetry, and reducing the adverse risk of external investors and the two-way moral hazard of enterprises, high-quality information disclosure can significantly improve the quality of export products through the channels of easing financing constraints and improving human capital quality. In addition, the impact of information disclosure quality on the quality of export products has significant heterogeneity at the enterprise-, industry-, and regio-level. After solving the potential endogenous problem of two-way causality, measuring the export products quality by substitution variables, and deleting special samples, the core conclusion of our paper is still robust.

**Keywords:** Information Disclosure; Financing Constraints; Human Capital; Product Quality