

债券融资、关系型承销与上市企业盈余质量

吕怀立

(上海大学管理学院, 上海 200444)

摘 要: 盈余信息的决策有用性不仅受到盈余信息本身的影响, 而且受到决策环境的制约。本文将盈余信息纳入到企业的融资环境, 研究债券融资及其承销行为对企业信息披露政策的影响。采用我国沪深A股市场的债券融资数据, 实证研究发现: 一方面, 上市企业在债券发行中存在着强烈的盈余操纵动机, 表现为债券融资增量越高的企业, 其盈余质量越差; 另一方面, 债券具有一定程度的监督作用, 债券融资存量越高的企业, 其盈余质量越好。进一步研究发现, 发债企业与主承销商建立的关系型承销行为能够降低债券发行中的盈余操纵动机, 并在一定程度上提升债券的监督作用。

关键词: 债券融资; 关系型承销; 盈余质量; 监督作用; 盈余操纵动机

中图分类号: F275; F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004-4892(2017)01-0077-08

一、引 言

会计信息的决策有用观认为盈余信息具有价值相关性, 投资者通过识别企业的盈余信息, 从而做出投资决策。我们对盈余信息决策有用性的研究不仅要关注盈余信息本身, 而且必须将其放在特定的决策环境中加以考量。Dechow等(2010)认为决策有用性不只受到盈余信息质量的影响, 而且受决策环境的制约, 由盈余信息和企业决策环境共同决定^[1]。企业决策环境包括金融市场环境(“银行主导型”还是“市场主导型”)、法律环境、会计准则环境和审计服务环境等。

近年来, 随着金融体系市场化改革的不断推进, 我国的债券市场呈迅猛发展态势, 先后出现多样化的债务融资工具, 有公司债、企业债、短期融资券和中期票据等。但是, 迅猛发展的债券市场却呈现出明显的“中国式”特征——零违约性质的刚性兑付。一旦债券出现违约迹象, 会有政府出面, 并由主承销商(一般为商业银行)为企业解决兑付危机。可以看出, 在中国的债券市场, 本应由债券投资者所承担的风险, 却转移到主承销商身上, 即债券的刚性兑付增加了商业银行等债券承销机构的风险。那么, 承销机构为了降低风险, 在债券承销中是否会利用会计信息, 筛选出“好”的企业? 本文将盈余信息纳入到我国企业的特殊融资和承销环境, 研究在我国“银行主导型”的金融体系, 企业发生的债券融资行为是否影响到其信息披露政策, 以及主承销商(包括商业银行和投资银行)与企业的承销行为(我们称之为关系型承销)对盈余信息质量的影响。

二、理论分析与研究假设

债务契约的有效监督假说认为债权人具有监督作用, 能够通过事前的契约安排和事后的监督检

收稿日期: 2016-03-08

基金项目: 国家自然科学基金青年项目(71202043); 上海市哲学社会科学规划项目(2016EGL003)

作者简介: 吕怀立(1983-), 男, 山东梁山人, 上海大学管理学院讲师, 博士。

查来降低企业管理层的道德风险^[1]。Gul(2001)考察了负债在企业存货计价方法选择中的监督角色,发现存在道德风险的管理者倾向于选择先进先出法以增加报告盈余,而当企业的负债水平较高时,有利于遏制这种状况的发生^[2]。在监督作用的发挥中,公募债和私募债(例如银行贷款)的债权人却存在着差异,Diamond(1991)认为商业银行拥有占优的财务信息处理和分析能力,在对企业的监督中具有明显的规模经济和比较成本优势,例如他们可以通过附加条款或契约的重新设计来保障款项的到期收回,而公募债的债权人却容易出现搭便车行为^[3]。在我国债券市场,虽然企业发行的债券作为一种典型的公募债,但其持有者的构成却具有特殊性,主要是以商业银行为主的金融机构^[4]。作为债权人,商业银行有动机监督企业管理层的道德风险,例如商业银行面临着资本充足率和存贷比等方面的资本监管要求,需要企业提供高质量的会计信息,以防止债券违约使自己突破监管红线。因此,债券水平越高的企业,其盈余操纵的幅度越低,即债券具有监督作用。

另外,企业的债券发行需要满足两个条件:其一,达到再融资门槛。与银行贷款利率相比,企业的债券融资成本明显较低,因此企业更为偏好发行债券的融资方式。但上市企业却面临着严格的再融资要求,严格的政策规定会增加企业融资过程中的机会主义动机。其二,满足一定的信用评级。Cai等(2007)研究发现债券的信用评级水平越高的企业,越容易实现债券的顺利发行,而且债券融资的成本也较低^[5]。因此债券融资企业有可能会操纵盈余,以满足债券发行的监管要求和信用评级标准。我们认为这一盈余操纵动机主要表现在年度内发行债务融资工具的企业,对于此类企业,债券融资需求越大,其盈余操纵的动机越强。基于上述分析,我们分别从债券融资存量和债券融资增量的角度提出监督假设 H1a 和盈余操纵假设 H1b:

H1a: 债券融资存量越高的企业,其会计盈余质量越高;

H1b: 新增债券融资越高的企业,其会计盈余质量越低。

承销关系是企业在债券发行中与金融机构建立的主要关系,属于一种典型的业务合作关系。Burch等(2005)认为通过业务合作构建的关系将更为稳定:由于企业更换主承销商将要付出巨大的转换成本,而“忠诚”的关系可以给企业带来持续稳固的收益。而且,业务合作关系更像是一种互惠共赢的关系^[6]。Fernando等(2005)从投资银行的证券承销业务出发,研究发现在客户合作中,证券主承销商看中企业的质量,而企业认准主承销商的承销实力,是二者之间双向选择的结果^[7]。Bharath等(2007)发现企业与商业银行的关系型贷款,不仅为企业提供融资便利,而且有利于商业银行的业务推广,与非关系型信贷相比,关系型信贷所具有的信息优势更有利于银行向其借款人提供债券或股权承销服务^[8]。从商业银行的贷款业务出发,Carey(1998)等研究认为商业银行出于金融管制和声誉机制的考虑,更愿意接受低风险企业的贷款申请^[9]。一方面,严格的金融管制降低了银行的风险承担,导致他们更愿意将资金贷给低风险企业;另一方面,担心声誉受损的心理也会迫使商业银行选择低风险企业,因为企业一旦破产,将会给银行带来不小的声誉损失。

在我国上市企业特殊的债券融资和承销环境中,主承销商具有与企业建立一种稳固的业务合作关系的动机和可能性。首先,公募债的刚性兑付导致商业银行等主承销商承担了债券的违约风险,为了避免违约损失,主承销商具有通过持久的业务合作来获取企业私有信息的动机,从而解决信息不对称。其次,由于许多上市企业的债券发行并非一次完成,而是由一家主承销商连续多次承销,于是主承销商可以通过多次合作从而全面掌握企业财务信息的真实情况。基于 Carey等(1998)的思路,我们认为稳固的业务合作关系有利于维护主承销商的声誉机制^[9]。Lee和Masulis(2011)发现主承销商出于自身声誉的考虑,会更为关注所承销企业的财务报告质量^[10]。主承销商的参与能够降低企业IPO中的盈余管理动机,而且投资银行的声誉越高,这种现象越明显。因此,主承销商通过业务合作对企业真实信息的掌握,甚至信息变动和新消息的获取,可以帮助主承销商免受声誉损失。在国内研究中,吕怀立等(2016)研究发现主承销商与发债企业构建的关系型承销行为能够降

低对发债企业会计稳健性的需求,即关系型承销与会计稳健性形成替代作用^[11]。基于此,我们认为主承销商出于声誉机制的考虑,会更加注重企业的盈余质量,即关系型承销在债券发行中对企业盈余质量具有正向调节作用,据此分别提出假设 H2a 和假设 H2b:

H2a: 关系型承销增强了债券融资的监督作用;

H2b: 关系型承销降低了债券发行中的盈余操纵动机。

三、样本选择、变量定义与模型构建

(一) 样本选择

本文选择 2009 年至 2014 年我国沪深 A 股资本市场非金融上市企业的新增债券融资数据。新增债券融资包括公司债、中期票据和短期融资券等融资工具,数据来源于 Wind 数据库。我们在研究中还用到新增信贷融资数据、新增股权融资数据(包括增发配股和 IPO 数据)、债券信用评级数据、企业主体信用评级数据,以及主承销商数据等,其中新增信贷融资数据取自 CSMAR 数据库,新增股权融资数据、债券信用评级数据、企业主体信用评级数据和主承销商数据取自 Wind 数据库。除此之外,其余财务数据来源于 CSMAR 数据库。通过数据的优化和筛选,我们获得 878 个新增债券融资的非金融企业样本,共计发生 1246 笔债券融资行为,其中 2009 年至 2014 年分别是 69 笔、83 笔、120 笔、179 笔、319 笔和 476 笔。

(二) 主要变量定义

1. 盈余质量(AQ)

根据 McNichols(2002)提出的修正的 Dechow 和 Dichev 模型(DD 模型)^[12],我们计算企业的应计质量,作为盈余质量的衡量指标。模型具体形式如下:

$$\frac{\Delta WC_t}{Assets_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CFO_{t-1}}{Assets_{t-1}} + \alpha_2 \frac{CFO_t}{Assets_{t-1}} + \alpha_3 \frac{CFO_{t+1}}{Assets_{t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta Sales_t}{Assets_{t-1}} + \alpha_5 \frac{PPE_t}{Assets_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, CFO 为经营活动产生的现金流量净额; $\Delta Sales$ 为营业收入的变动; PPE 为固定资产和在建工程合计数; $Assets$ 为年末总资产; ΔWC 为营运资本的变动,等于应收账款、存货和其他流动资产的变动,减去应付账款、应交税金的变动和其他流动负债的变动。

对模型(1)按照年度、行业进行回归,得出残差的估计值^①。借鉴前人的做法,我们采用第 $t-4$ 年至第 t 年残差估计值的绝对值的滑动平均值作为盈余质量的衡量指标 AQ 。 AQ 数值越大,表明营运资本中不可解释部分的波动性越大,企业盈余的可预测性越低,盈余质量也越低。

2. 关系型承销(Rel)

企业与金融机构(包括商业银行和投资银行)具有多样化的关系渠道,学术界主要从业务合作的角度考察二者之间的关系,例如信贷业务、承销业务等。在信贷业务中,关注贷款的期限、规模、价格和担保条款等;在承销业务中,主要关注以前是否发生过承销业务(包括 IPO 承销或 SEO 承销),以及承销规模、承销费用等指标。借鉴已有的研究,我们将关系型承销定义为:如果企业在债券融资行为发生的前五年(第 $t-5$ 年至第 $t-1$ 年),与其主承销商发生过借贷业务(主承销商为商业银行时)或发生过债券承销业务(主承销商为商业银行或投资银行时),或发生过股权承销业务(主承销商为投资银行时),此类承销为关系型承销。关系型承销的定义类别见表 1。

^① 为了防止出现多重共线性问题,我们又采用总样本回归检验了变量系数的方差膨胀因子(VIF)。结果显示 CFO_{t-1} 、 CFO_t 、 CFO_{t+1} 、 $\Delta Sales_t$ 和 PPE_t 的 VIF 分别是 1.22、1.27、1.22、1.01 和 1.14,说明变量之间不存在多重共线性问题。关于 DD 模型的应用见马忠等(2011)^[13]。

表 1 企业与金融机构的关系型承销类别划分

分 类	第 t 年主承销商为商业银行	第 t 年主承销商为投资银行
第 $t-5$ 年至第 $t-1$ 年是否为贷款提供方	是	关系型承销
	否	非关系型承销
第 $t-5$ 年至第 $t-1$ 年是否为债券主承销商	是	关系型承销
	否	非关系型承销
第 $t-5$ 年至第 $t-1$ 年是否为股权主承销商	是	关系型承销
	否	非关系型承销

关系型承销包含关系型承销笔数 $RelNO$ 和关系型承销金额 $RelAM$ 两个子变量。当主承销商为商业银行时, $RelNO$ ($RelAM$) 等于第 $t-5$ 至 $t-1$ 年从主承销商获取的银行贷款笔数(金额)与由主承销商承销的债券融资笔数(金额)之和, 占企业融资总笔数(总金额)的比例; 当主承销商为投资银行时, $RelNO$ ($RelAM$) 等于第 $t-5$ 至 $t-1$ 年由主承销商承销的债券融资笔数(金额)与股权融资笔数(金额)之和, 占企业融资总笔数(总金额)的比例。如果上市企业在第 t 年同时发生多次由不同主承销商承销的债券融资行为, $RelNO$ ($RelAM$) 等于第 $t-5$ 至 $t-1$ 年获取的与各主承销商相关的借贷、债券或股权融资笔数(金额)之和, 占企业融资总笔数(金额)的比例。

(三) 回归模型

我们构建回归模型一, 用于检验本文的四个研究假设, 模型一的具体形式为:

$$AQ_t = \beta_0 + \beta_1 Bond_t + \beta_2 Rel_t + \beta_3 Bond_t * Rel_t + \beta_4 \sum BondCharacters_t + \beta_5 \sum FirmCharacters_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中, AQ 用于衡量盈余质量; $Bond$ 为债券融资; Rel 为关系型承销; $Bond Characters$ 为债券特征控制变量; $Firm Characters$ 为企业特征控制变量。详细的变量定义和说明见表 2。

表 2 变量定义与说明

符号	名称	定义	数据来源
AQ	盈余质量	采用修正的 DD 模型计算所得, 取回归残差绝对值的五年滑动平均	CSMAR
$Bond1$	债券融资存量	年末应付债券总额与总资产的比值	CSMAR
$Bond2$	债券融资增量	新增债券融资总额与总资产的比值	Wind
$RelNO$	关系型承销笔数	与主承销商相关的关系型融资笔数占企业融资总笔数的比例	Wind 和 CSMAR
$RelAM$	关系型承销金额	与主承销商相关的关系型融资金额占企业融资总金额的比例	Wind 和 CSMAR
$BondRate$	债券信用评级	将债券信用评级分为高低两类, 评级在 A 及以上为高等级, 取值为 1, 其余为低等级, 取值为 0	Wind
$Reputation$	主承销商声誉	主承销商债券承销所占的市场份额	Wind
$FirmRate$	主体信用评级	将主体信用评级分为高低两类, 评级等于 AAA 的为高等级, 取值为 1, 其余为低等级, 取值为 0	Wind
$Private$	银行贷款	银行贷款总额与总资产的比值, 银行贷款总额等于短期借款加长期借款	CSMAR
$Growth$	企业成长性	营业收入的增长率	CSMAR
$SIZE$	企业规模	总资产的自然对数	CSMAR
M/B	市值账面比	市场价值与账面价值的比值	CSMAR
Ind	行业虚拟变量	根据证监会的行业分类, 除制造业采用二级代码外, 其余行业均采用一级代码, 样本共包含 18 个行业, 定义 17 个行业虚拟变量	CSMAR
$Year$	年度虚拟变量	根据本文数据横跨的 6 个会计年度, 定义 5 个年度虚拟变量	CSMAR

四、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计和相关性检验

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果。样本公司盈余质量 AQ 的均值和中位数分别为 0.053 和 0.0471。债券融资存量 $Bond1$ 的均值和中位数分别为 0.0519 和 0.0324, 低于债券融资增量

Bond2 的均值(0.0897)和中位数(0.0805),主要是由于债券融资的偿还特点和融资期限所致,大部分债券在年度内多次偿还,甚至许多债券的融资期限小于等于1年。关系型承销笔数 *RelNO* 的均值和中位数分别为 0.2429 和 0.0732,关系型承销金额 *RelAM* 的均值和中位数分别为 0.2707 和 0.0836。银行贷款 *Private* 的均值和中位数分别为 0.2289 和 0.2199,远大于债券融资存量 *Bond1* 的均值和中位数,说明即便在发行债券融资的上市企业,其负债来源仍然以银行贷款为主,即我国的金融体系表现出明显的“银行主导型”特征。

表3 主要变量的描述性统计和相关性检验 (N=878)

变量	Mean	Median	SD	Min	P25	P75	Max
AQ	0.053	0.0471	0.0277	0.0016	0.0327	0.0712	0.1363
Bond1	0.0519	0.0324	0.0601	0	0	0.0956	0.2573
Bond2	0.0897	0.0805	0.0482	0.0018	0.0541	0.1181	0.2545
RelNO	0.2429	0.0732	0.3246	0	0	0.4	1
RelAM	0.2707	0.0836	0.3471	0	0	0.4516	1

(二) 盈余质量 AQ 的回归结果

在回归分析中,由于模型中同时引入交乘项 $Bond1 * RelNO$ 和 $Bond2 * RelNO$ 将会带来严重的多重共线性(VIF 检验显示, $Bond1 * RelNO$ 的方差膨胀因子大于10),因此我们将 $Bond1 * RelNO$ 和 $Bond2 * RelNO$ 依次引入回归模型。交乘项 $Bond1 * RelAM$ 和 $Bond2 * RelAM$ 的处理方法与之类似。盈余质量的 OLS 回归结果见表4,回归因变量为盈余质量 AQ。

表4的回归(1)至回归(5)显示,债券融资存量 *Bond1* 的系数显著为负(0.1及以上显著性水平),即债券融资存量越高,AQ 越低,盈余质量越高,说明债券具有一定的监督作用,从而验证假设 H1a。债券融资增量 *Bond2* 与因变量呈显著正相关(0.05的显著性水平),即债券融资增量越高,AQ 越高,即盈余质量越低,从而验证假设 H1b,说明债券融资具有盈余操纵动机。当引入关系型承销笔数 *RelNO* 和关系型承销金额 *RelAM*,以及二者与债券融资存量 *Bond1* 的交乘项后,交乘项 $Bond1 * RelNO$ 和 $Bond1 * RelAM$ 的回归系数并不显著(见回归(2)和回归(3)),无法验证关系型承销对监督作用的正向调节作用。在回归(4)和回归(5)中,交乘项 $Bond2 * RelNO$ 和 $Bond2 * RelAM$ 的系数均显著为负(0.05及以上显著性水平),说明关系型承销对新增债券融资的盈余操纵动机具有正向调节作用,即关系型承销降低了债券融资的盈余操纵动机,从而验证假设 H2b。上述结果表明主承销商能够防范企业的盈余操纵行为,但对监督作用的提升并不明显。

表4 盈余质量 AQ 的 OLS 回归结果 (N=878)

变 量	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(5)
	AQ	AQ	AQ	AQ	AQ
Bond1	-0.0703 ***(-2.63)	-0.0542 *(-1.81)	-0.0539 *(-1.79)	-0.0690 **(-2.56)	-0.0662 **(-2.44)
Bond2	0.0571 ** (2.21)	0.0580 ** (2.22)	0.0597 ** (2.29)	0.0974 *** (3.32)	0.1019 *** (3.41)
RelNO		0.0022 (0.53)		0.0138 ** (2.01)	
RelAM			0.0011 (0.29)		0.0129 ** (2.07)
Bond1 * RelNO		-0.0613 (-1.33)			
Bond1 * RelAM			-0.0505 (-1.17)		
Bond2 * RelNO				-0.1538 ** (-2.51)	
Bond2 * RelAM					-0.1488 *** (-2.66)
_ constant	0.0454 *(1.67)	0.0453 *(1.68)	0.0430 (1.59)	0.0426 (1.59)	0.0381 (1.41)
Bond & Firm Characters	Control	Control	Control	Control	Control
Ind & Year	YES	YES	YES	YES	YES
F - test	6.21	5.90	5.91	6.16	6.24
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj. R ²	0.100	0.100	0.100	0.106	0.107

注: *、** 和 *** 分别表示统计检验在0.10、0.05和0.01的水平下显著。下同。

(三) 操控性要素 *DisAQ* 的回归结果

根据 Francis 等(2005)的研究, 盈余质量 *AQ* 包含固有要素和操控性要素^[14]。固有要素受企业固有的基本面信息的影响, 例如商业模式、经营环境等; 操控性要素受非基本面信息的影响, 例如管理层的干预或操纵。以回归残差为依据计算的 *AQ* 存在着估计误差, 并不能精确衡量管理层的机会主义动机。*AQ* 的估计误差源于其包含的固有要素, 例如企业自身的特征, 或者所处的行业或经营环境特征等。因此, 我们需要将 *AQ* 中的固有要素剔除, 以得到一个更为“干净”的, 用来衡量管理层机会主义动机的应计指标。借鉴 Francis 等(2005)的研究^[14], 我们构建回归模型二:

$$AQ_t = \varphi_0 + \varphi_1 \text{Size}_t + \varphi_2 \sigma(CFO)_t + \varphi_3 \sigma(\text{Sales})_t + \varphi_4 \text{OperCycle}_t + \varphi_5 \text{NegEarn}_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

其中, *AQ* 为盈余质量, 等于根据修正的 DD 模型计算的回归残差绝对值的五年滑动平均; *Size* 为企业规模, 等于总资产的自然对数; $\sigma(CFO)$ 为现金流的波动性, 等于 $t-4$ 年至 t 年经营活动产生的现金流量净额的滑动标准差; $\sigma(\text{Sales})$ 为营业收入的波动性, 等于 $t-4$ 年至 t 年营业收入的滑动标准差; *OperCycle* 为经营周期, 等于应收账款和存货周转天数之和; *NegEarn* 为负向盈余出现的次数, 等于 $t-4$ 年至 t 年出现净利润为负值的次数。对模型二进行 OLS 估计, 得到回归残差的估计值, 即为盈余质量中的操控性要素 *DisAQ*, 用于衡量管理层的机会主义行为。*DisAQ* 越大, 表明 *AQ* 中受管理层操控性部分越大, 盈余质量也越低。我们以操控性要素 *DisAQ* 作因变量, 代入回归模型一, 回归结果见表 5。

表 5 为操控性要素的 OLS 回归结果, 回归因变量均为 *DisAQ*。结果显示, 债券融资存量 *Bond1* 的系数在回归(1)、回归(4)和回归(5)中均显著为负(0.05 及以上显著性水平), 进一步验证假设 H1a, 揭示出债券所具有的监督作用。回归(1)至回归(5)中, 债券融资增量 *Bond2* 的系数均显著为正(0.01 的显著性水平), 说明债券融资增量越高, 盈余质量的操控性要素越大, 即盈余质量越低, 说明债券融资具有盈余操纵动机, 从而进一步验证假设 H1b。回归(2)和回归(3)的结果显示, 交乘项 *Bond1 * RelNO* 和 *Bond1 * RelAM* 的系数均显著为负(0.1 的显著性水平), 一定程度上说明关系型承销能够增强监督作用, 近似验证假设 H2a。回归(4)和回归(5)的结果显示, 交乘项 *Bond2 * RelNO* 和 *Bond2 * RelAM* 的系数均显著为负(0.05 的显著性水平), 说明关系型承销能够降低债券发行中的盈余操纵动机, 即进一步验证假设 H2b。

表 5 操控性要素 *DisAQ* 的 OLS 回归结果 (N = 878)

变 量	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(5)
	<i>DisAQ</i>	<i>DisAQ</i>	<i>DisAQ</i>	<i>DisAQ</i>	<i>DisAQ</i>
<i>Bond1</i>	-0.0698 *** (-2.61)	-0.0480 (-1.61)	-0.0442 (-1.48)	-0.0685 ** (-2.55)	-0.0649 ** (-2.41)
<i>Bond2</i>	0.0686 *** (2.75)	0.0729 *** (2.89)	0.0762 *** (3.03)	0.1044 *** (3.61)	0.1073 *** (3.67)
<i>RelNO</i>		-0.0010 (-0.26)		0.0064 (1.01)	
<i>RelAM</i>			-0.0018 (-0.48)		0.0047 (0.79)
<i>Bond1 * RelNO</i>		-0.0820 * (-1.89)			
<i>Bond1 * RelAM</i>			-0.0750 * (-1.77)		
<i>Bond2 * RelNO</i>				-0.1224 ** (-2.16)	
<i>Bond2 * RelAM</i>					-0.1110 ** (-2.08)
_ constant	-0.0578 ** (-2.24)	-0.0625 ** (-2.44)	-0.0665 *** (-2.59)	-0.0656 ** (-2.56)	-0.0705 *** (-2.73)
Bond & Firm Characters	Control	Control	Control	Control	Control
Ind & Year	YES	YES	YES	YES	YES
F - test	2.92	2.98	3.04	3.10	3.18
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj. R ²	0.052	0.058	0.060	0.060	0.062

综合上述结果,我们认为一方面债券具有监督作用,而且主承销商与企业的关系型承销能够在一定程度上增强债券的监督作用;另一方面,上市企业在债券发行中存在着强烈的盈余操纵动机,而且主承销商与企业的关系型承销能够降低债券发行中的盈余操纵动机。盈余操纵动机表明管理层需要通过提高应计中的操控性要素来满足证券发行条件,即存在所谓的“保发”现象。债券发行中的盈余操纵动机也许是我国当前金融环境下的特殊现象:在“银行主导型”的金融体系,相比于银行贷款,债券融资的成本明显较低,因此对上市企业而言,满足证券发行条件并获取债券融资才是关键,从而避免了更高成本的银行贷款。

(四)进一步的检验^①

为了进一步揭示债券发行中存在的“保发”现象,我们分别将滞后一期的 $ROE(ROE_Lag1)$ 、滞后两期的平均 $ROE(ROE_Lag2)$ 和滞后三期的平均 $ROE(ROE_Lag3)$ 五等分,计算不同分组的平均操控性要素 $DisAQ$,并进行 T 检验。检验结果显示,当 $ROE_Lag1 = 2$ 、 $ROE_Lag2 = 2$ 和 $ROE_Lag3 = 2$ 时,双尾 T 检验发现操控性要素 $DisAQ$ 的均值显著小于 0(0.01 及以上水平),说明此时出现盈余操纵行为的可能性最大。因此,我们认为对于 $ROE_Lag1 = 2$ 、 $ROE_Lag2 = 2$ 和 $ROE_Lag3 = 2$ 的样本组,存在更为明显的“保发”现象。另外,我们选取工具变量,并采用两阶段最小二乘估计方法(2SLS)进行稳健性检验,以控制债券融资的内生性对实证结果的影响。债券融资存量 $Bond1$ 和债券融资增量 $Bond2$ 的工具变量包括年末应付债券总额的自然对数、年度新增债券总额的自然对数、企业性质(民营企业为 1、国有企业为 0)和上市年限(上市年限的自然对数)。当控制变量的内生性后,回归结果同样验证本文的研究假设。

五、结 论

本文采用我国沪深 A 股市场的经验数据,实证研究发现:一方面,上市企业在债券发行中具有强烈的盈余操纵动机,而且企业与主承销商的关系型承销行为能够降低盈余操纵动机;另一方面,我们的研究还发现债券具有一定的监督作用,而且关系型承销行为能够增强债券的监督作用。另外,我们还揭示出盈余操纵动机源于企业在债券发行中存在的“保发”现象。

本文的研究不仅从理论层面拓展了债券领域的相关文献,而且为实务中的债券发行和政策监管提供决策依据。一方面,随着我国金融改革的不断深化,债券违约已不再是一个难以逾越的鸿沟,刚性兑付的神话被逐渐打破。我们的研究结论显示上市企业在债券发行中具有强烈的盈余操纵动机,因此金融机构在进行债券承销或者投资者在进行债券买卖时可以以此作为参考依据,从而降低债券的违约风险。另一方面,虽然 2015 年 1 月实施的《公司债券发行与交易管理办法》要求发债企业建立公开透明的定价配售和信息披露机制,但投资者凭借公开信息仍然难以发现发债企业的盈余质量。因此,监管机构在政策制定时,需要制定更为完善的信息披露机制。后续研究可以进一步考察不同类型的债务融资工具所导致的负债结构对企业盈余质量的差异性影响,因为公司债、中期票据和短期融资券等不同类型债券的投资者在对企业信息的敏感性方面可能存在着异质性特征。

参考文献:

- [1] Dechow, P., W. Ge, C. Schrand. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(2-3): 344-401.
- [2] Gul, F. A. Free cash flow, debt-monitoring and managers' LIF or FIFO policy choice [J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7: 475-492.

^① 限于篇幅,稳健性检验结果从略,作者备案。

- [3] Diamond, D. W. The choice between bank loans and directly placed debt [J]. Journal of Political Economy, 1991, 99(4): 689 – 721.
- [4] 王博森, 施丹. 市场特征下会计信息对债券定价的作用研究 [J]. 会计研究, 2014, (4): 19 – 26.
- [5] Cai, N. K., J. Helwege, A. Warga. Underpricing in the corporate bond market [J]. Review of Financial Studies, 2007, 20(6): 2021 – 2046.
- [6] Burch, T. R., V. Nanda, V. Warther. Does it pay to be loyal? An empirical analysis of underwriting relationships and fees [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3): 673 – 699.
- [7] Fernando, C. S., V. A. Gatchev, P. A. Spindt. Wanna dance? How firms and underwriters choose each other [J]. Journal of Finance, 2005, 60: 2437 – 2469.
- [8] Bharath, S. T., S. Dahiya, A. Saunders and A. Srinivasan. So what do I get? The bank's view of lending relationships [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 85(2): 368 – 419.
- [9] Carey, M., M. Post and S. A. Sharpe. Does corporate lending by banks and finance companies differ? Evidence on specialization in private debt contracting [J]. Journal of Finance, 1998, 53(3): 845 – 878.
- [10] Lee, G., R. W. Masulis. Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers? [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(4): 982 – 1000.
- [11] 吕怀立, 钟宇翔, 林艳艳. 公募债券融资、关系型承销与会计稳健性 [J]. 预测, 2016, (2): 29 – 36.
- [12] McNichols, M. F. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors: Discussion [J]. The Accounting Review, 2002, 77: 61 – 69.
- [13] 马忠, 陈登彪, 张红艳. 公司特征差异、内部治理与盈余质量 [J]. 会计研究, 2011, (3): 54 – 61.
- [14] Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper. The market pricing of accruals quality [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39(2): 295 – 327.

Bond Financing, Relationship Underwriting and Firm's Earnings Quality

LV Huaili

(School of Management, Shanghai University, Shanghai 200444, China)

Abstract: Decision usefulness of earnings is jointly determined by the decision context and the accounting information. This paper examines whether firm's disclosure policy is influenced by public debt financing. Based on the data of bond financing in Shanghai and Shenzhen A-share capital market, the empirical research finds that public debt has active earnings management incentives and monitoring effects. The results also find relationship underwriting between firms with public debt offering and its underwriters can reduce the incentives of earnings management and improve the effects of monitoring.

Key words: bond financing; relationship underwriting; earnings quality; monitoring effects; earnings management incentives

(责任编辑: 赵 婧)