



上海高校智库

上海财经大学公共政策与治理研究院

2014中国投资发展报告

——深度剖析公司债券的融资成本

杨 晔 杨大楷 王 鹏 著

上海财经大学出版社



上海高校智库

上海财经大学公共政策与治理研究院

2014

中国投资发展报告

——深度剖析公司债券的融资成本

杨 晔 杨大楷 王 鹏 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

2014 中国投资发展报告:深度剖析公司债券的融资成本/杨晔,杨大楷,王鹏著. —上海:上海财经大学出版社,2014.9

ISBN 978-7-5642-1953-6/F • 1953

I.①2… II.①杨… ②杨… ③王… III.①投资-研究报告-中国-2014
②公司债券-融资成本-研究报告-中国-2014 IV.①F832.48 ②F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 152596 号

□ 责任编辑 李宇彤

□ 封面设计 周卫民

□ 责任校对 林佳依 赵 伟

2014 ZHONGGUO TOUZI FAZHAN BAOGAO

2014 中国投资发展报告

——深度剖析公司债券的融资成本

杨 晔 杨大楷 王 鹏 著

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

同济大学印刷厂印刷

上海景条印刷厂装订

2014 年 9 月第 1 版 2014 年 9 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 20.75 印张 372 千字

定价:50.00 元

2014 中国投资发展报告

——深度剖析公司债券的融资成本

编委会主任:姚玲珍

编委会委员(按姓氏笔画为序):

方 芳 陈 杰 应望江 杨大楷
高晓晖 姚玲珍 简德三

课题组组长:杨 晔 杨大楷

课题组副组长:王 鹏

课题组成员(按姓氏笔画为序):

马文君	王 鹏	王 晶	白 雪
付丽芳	宁毅君	史文悦	孙云龙
刘庆生	刘 伟	李 哲	李华意
陈迪文	何梦玲	吴莉昀	应望江
杨大楷	杨 晔	杨一栗	郑煜昆
贺 乔	姚玲珍	徐 研	徐 蕾
凌永志	曹建元	黄 帅	高晓晖
简德三	詹璐君	黎斯颖	

内容简介

本报告主要对以下三个公司债券融资成本方面的问题展开研究:首先,实证检验公司债券融资过程中盈余管理活动的存在性及影响因素,在此基础上,进一步研究盈余管理对公司债券信用评级和信用利差的影响;其次,研究信息质量对公司债券信用评级和信用利差的影响;最后,研究盈余管理对信息质量的影响。本报告的研究逻辑在于,盈余管理对公司债券融资成本产生影响,这是所要检验的因果关系,与研究的第一个问题相对应;同时,信息质量是上述因果关系发生的中介变量之一,即盈余管理可能通过影响信息质量进而作用于公司债券融资成本,这是所要检验的上述因果关系实现的经济机理,与所要研究的后两个问题相对应。

ABSTRACT

This paper intends to research three questions as followings. Firstly, this paper tests the existence of the earning management and its impact factors in the process of corporate bond financing, and then researches the effect of earning management on credit ratings and credit spread. Secondly, this paper researches the effect of information quality on credit ratings and credit spread. Lastly, this paper researches the effect of earning management on information quality. The effect of earning management on the cost of corporate bond is the causality of this paper needs to test, and the information quality is the intervening variable, that is to say that earning management affects the bond cost through the information quality, which is the economy mechanism of this paper.

前 言

盈余管理是近年来会计学和金融学领域研究的一个热点问题。盈余管理在资本市场中是一个普遍存在的现象,上市公司经常通过盈余管理来实现其意图。尤其是在融资活动过程中,为了获得融资资格以及更为有利的融资条件,降低信用风险溢价,获得较低的融资成本,管理层有动机来进行盈余管理。近年来,随着公司债券市场的发展,越来越多的企业通过公司债券市场来满足其融资需求,公司债券的融资规模屡创新高。鉴于上市公司在股票融资过程中广泛存在的盈余管理现象,在公司债券融资过程中,是否也存在着盈余管理问题,值得引起学术界和实务界的关注。为了获得公司债券的发行资格以及较低的债券融资成本,管理层有通过盈余管理来操纵其会计利润的动机,这无疑会影响债券投资者的利益。那么,债券投资者在对公司债券进行定价的过程中,是否会考虑到发债公司的盈余管理问题,并且相应地进行定价呢?

信息在资本市场中具有至关重要的作用,市场参与者根据其掌握的信息来进行定价,并且据此来引导资源的合理配置。那么,发债公司的盈余管理活动是否对其信息质量产生了影响?不同的盈余管理活动对于信息质量的影响效果如何?这些问题都有待通过严谨的实证检验来予以证实。如果发债公司的盈余管理活动对信息质量产生了影响,这种影响是否会对公司债券的定价结果产生影响,即信息质量是否会对公司债券融资成本产生影响?债券投资者可能将信息质量高的公司视为高等级的债券发行者,并且对于这些公司所发行的债券所要求获得的信用风险溢价较低。

与发达国家成熟市场不同,我国属于转型国家和新兴市场,有着特

殊的制度背景,在研究的过程中,我们需要考虑制度上的差异可能对研究结论造成的影响。大量的国有控股上市公司与民营上市公司共存,这是我国资本市场现阶段的一个鲜明的特征。在产权性质具有显著差异的背景下,产权性质可能对盈余管理以及信息质量与债券融资成本之间的关系产生影响,这是我们在经验研究的过程中需要考虑的问题。

综上所述,本报告主要对以下三个问题展开了研究:首先,实证检验公司债券融资过程中盈余管理活动的存在性及影响因素,在此基础上,进一步研究盈余管理对公司债券信用评级和信用利差的影响;其次,研究信息质量对于公司债券信用评级和信用利差的影响;最后,研究盈余管理对信息质量的影响。本报告的研究逻辑在于,盈余管理对公司债券融资成本产生影响,这是本报告所要检验的因果关系,与本报告所要研究的第一个问题相对应;同时,信息质量是上述因果关系发生的中介变量之一,即盈余管理可能通过影响信息质量进而作用于公司债券融资成本,这是本报告所要检验的上述因果关系实现的经济机理,与本报告所要研究的后两个问题相对应。

通过案例分析、理论研究和实证检验,本报告有如下发现:首先,发债主体在信用评级前存在着盈余管理,并且同时使用应计项目操控和真实活动操控两种盈余管理方式,而产权性质削弱了信用评级与盈余管理之间的关系,国有上市公司在信用评级前的盈余管理程度更低,进一步发现发债主体的盈余管理水平越高,获得的信用评级水平越低,公司债券信用利差越高,产权性质没有对盈余管理与信用评级之间的关系产生影响,国有上市公司的信用利差更低。其次,信息准确性与信用评级水平之间显著正相关,评级机构对于信息准确性高的发债主体给予更高的评级水平,而信息结构与信用水平之间的关系不显著,评级机构在评级过程中综合运用公开信息和私有信息;同时,信息准确性与公司债券信用利差显著负相关,信息结构对公司债券融资成本的影响不显著,在进一步的分样本检验中,信息准确性对于信用评级的影响在国有样本中不再显著,而在非国有样本中仍然显著,信息结构在两个样本中均不显著,同样,信息准确性与公司债券融资成本之间的负相关关系在非国有样本中更加显著,而在国有样本中不显著。最后,应计项目盈余管理和真实活动盈余管理程度与信息准确性和信息结构都显著负相关,说明盈余管理程度的提高降低了信息质量。

本报告所做探索之处包括以下三个方面:首先,国内已有的关于盈余管理问题的研究主要集中在股票市场,随着公司债券融资规模的迅速增加,公司债券融资过程中的盈余管理现象理应引起我们的重视,本报告以我国新兴的公司债券市场为研究对象,研究盈余管理和信息质量对于公司债券融资成本的影响,既丰富了国内有关盈余管理问题的研究,同时也补充和拓展了公司债券融资成本影

响因素的相关研究;其次,过去有关盈余管理的研究主要集中在应计项目盈余管理活动,随着会计准则趋严和监管活动加强,企业逐渐将盈余管理方式由应计项目盈余管理转向真实活动盈余管理,本报告同时考虑了上述两种盈余管理方式,从而使得本报告的研究更具全面性,同时,对于信息质量的衡量,本报告基于市场微观结构视角,从信息准确性和信息结构两方面构建相关的衡量指标,从而对信息质量进行更全面的衡量;最后,由于国内公司债券市场起步较晚,有关公司债券市场的定量研究还不够丰富,已有的关于公司债券融资成本影响因素的研究主要集中在公司的财务特征和债券自身特征,还很少有学者从更微观的盈余管理和信息的视角展开研究,本报告的研究丰富了公司债券定价的研究视角,为公司债券的定价机理提供了微观证据。

《2014 中国投资发展报告》是由上海财经大学投资学专业综合改革试点——校外实践教育基地建设项目(201420230)、国家自然科学基金项目(71273165、71273166)、上海市哲学社会科学规划课题(2013BJB003)资助,上海财经大学投资研究所连续追踪研究中国投资领域重大问题的一份专题报告。这份研究报告努力以学者的视角而非投资者或者官方的视角,面对投资领域的现实提出问题、调查研究、总结经验、提炼观点,形成政策性建议,供政府有关部门、投资公司、研究机构决策参考。围绕投资领域,上海财经大学投资研究所已经连续 14 年出版了《2000 中国投资发展报告——迈向稳定的证券市场》、《2001 中国投资发展报告——推进成长的风险投资》、《2002 中国投资发展报告——迈向国际化的投资框架》、《2003 中国投资发展报告——转轨经济中的政府投资》、《2004 中国投资发展报告——可持续发展的房地产投资》、《2005 中国投资发展报告——中国投资环境评价》、《2006 中国投资发展报告——可持续发展的开发区》、《2007 中国投资发展报告——蓬勃兴起的中小企业融资》、《2008 中国投资发展报告——方兴未艾的产业投资基金》、《2009 中国投资发展报告——勇于创新的跨国公司网络组织》、《2010 中国投资发展报告——变革中发展的大企业集团风险投资》、《2011 中国投资发展报告——提高教育投入中政府施行行为的能力》、《2012 中国投资发展报告——不断提高证券分析师的胜任能力》、《2013 中国投资发展报告——促进创新的风险投资》。《2014 中国投资发展报告——深度剖析公司债券的融资成本》由上海财经大学的杨晔、杨大楷任组长,他们主持了报告的写作大纲及初稿的审阅、讨论工作。本报告的主要撰写人员有:王鹏、王晶、付丽芳、孙云龙、刘庆生、刘伟、李哲、何梦玲、吴莉昀、应望江、杨大楷、杨晔、郑煜昆、姚玲珍、徐研、凌永志、曹建元、黄帅、高晓晖、简德三、詹璐君。参加报告的社会调查、资料整理和分析的同学有:马文君、白雪、宁毅君、史文悦、李华意、陈迪文、杨一栗、贺乔、徐蕾、黎斯颖。其中,第一章由杨大楷、王鹏撰写;第二

章由杨晔、王鹏撰写；第三章由王鹏、杨晔撰写；第四章由杨晔、王鹏、付丽芳撰写；第五章由杨晔、王鹏、孙云龙、刘庆生、刘伟、李哲撰写；第六章由杨晔、王鹏、何梦玲、吴莉昀、应望江撰写；第七章由杨晔、王鹏、郑煜昆、徐研撰写；研究报告一由杨大楷、凌永志撰写；研究报告二由杨晔、姚玲珍、曹建元、黄帅撰写；研究报告三由杨晔、高晓晖、简德三、詹璐君撰写。最后由杨晔进行总纂和定稿。

上海财经大学投资研究所

2014年7月

目 录

前言	(1)
----------	-----

第一章 导论	(1)
--------------	-----

第一节 研究背景和研究意义	(1)
第二节 研究思路和研究方法	(8)
第三节 主要创新点与不足之处	(12)

第二章 基础理论和文献综述	(15)
---------------------	------

第一节 关于公司债券的概念和融资理论的研究综述	(15)
第二节 关于盈余管理的研究综述	(23)
第三节 关于信息质量的研究综述	(33)
第四节 关于公司债券融资成本的研究综述	(43)
第五节 研究评述	(49)

第三章 我国公司债券市场发展现状及案例分析	(52)
-----------------------------	------

第一节 我国公司债券市场发展现状	(52)
第二节 公司债券融资的案例研究	(54)

第四章 盈余管理对公司债券融资成本影响的实证研究 (59)

第一节 公司债券融资过程中盈余管理存在性的实证研究 (59)

第二节 盈余管理对信用评级影响的研究 (76)

第三节 盈余管理对公司债券信用利差影响的研究 (87)

第五章 信息质量对公司债券融资成本影响的实证研究 (102)

第一节 信息质量对信用评级影响的研究 (102)

第二节 信息质量对公司债券信用利差影响的研究 (113)

第六章 盈余管理对信息质量影响的实证研究 (123)

第一节 引言 (123)

第二节 研究假说 (124)

第三节 研究设计 (126)

第四节 实证结果及分析 (128)

第五节 本章小结 (133)

第七章 研究结论、政策建议及研究展望 (134)

第一节 研究结论 (135)

第二节 政策建议 (137)

第三节 研究展望 (142)

参考文献 (146)

附录: (162)

研究报告一 企业债务融资方式与决策管理问题研究
——以上海市企业为例 (162)

研究报告二 “新金融”在上海的发展态势及鼓励政策研究 (212)

研究报告三 促进新金融发展的监管理念与国际比较 (308)

第一章

导 论

第一节 研究背景和研究意义

一、研究背景

公司债券市场的发展对于一个国家多层次资本市场体系的建设以及投融资体系的优化具有至关重要的作用。公司债券是资本市场中最基本的融资工具之一,不仅有助于优化公司的资本结构、降低综合资本成本,而且有助于完善公司治理机制、提高公司治理效率。在成熟的市场经济国家中,通过发行公司债券融资往往是企业外源融资方式的首要选择,因而发达国家公司债券市场的规模远远超过股票市场的规模。以日本和美国为例,截至 2011 年,日本资本市场中股票市值占 GDP 的比重约为 96%,而债券占 GDP 的比重则为 135%。美国的公司近年来股票发行规模不断降低,不仅如此,并且还从股票市场进行了 6 000 多亿美元的股票回购,然而,在同一期间,公司债券市场的规模却增加了 10 000 亿美元。

随着我国宏观经济的发展以及市场化改革的稳步推进,政府意识到了发展公司债券市场的重要价值,相继出台了《企业债券管理条例》、《公司债券发行试点办法》等法律法规,从而为国内公司债券市场的发展提供制度保障。经过多年的发展以后,我国的公司债券市场已经形成了以银行间债券市场为主、交易所债券市场为辅的格局,两个市场在债券品种、投资者类型以及交易机制等方面相互补充,共同构成了我国公司债券市场的整体。近年来,伴随着我国金融市场的发展,直接融资成为企业重要的融资方式,越来越多的企业通过发行债券融资。《金融业发展和改革“十二五”规划》提出加快建设多层次金融市场体系,积极推动金融市场协调发展,显著提高直接融资的比重,积极发展债券市场,这为我国公司债券市场的发展提供了良好的制度环境和保障,为公司债券市场的发展创造了机遇和空间。来自中国银行间市场交易商协会的统计数据显示,国内企业通过债券市场进行直接融资的比重显著提高,债券融资与信贷融资的比例由 2006 年的 1:50 提高到 2012 年的 1:4。另外,来自央行的数据也显示出,2012 年非金融企业通过债券市场净融资 2.25 万亿元,占社会融资总量的 14.28%,较上年提高约 4%。尤其是国内的信用债券市场发展迅速,2012 年银行间债券市场共发行公司信用债券(包括短期融资券、中期票据、企业债券、商业银行债券以及定向融资工具等)3.79 万亿元,远超过政府债券的 1.61 万亿元,我国债券市场长期以来以政府债券为主的局面已经被打破。

自从中国证监会 2007 年发布《公司债券发行试点办法》以来,我国才出现了真正意义上的公司债券,并且在随后几年内得到了迅速发展。根据 Wind 资讯金融终端数据库的统计资料,从发行数量的角度来看,2012 年我国公司债券共发行 353 只,远高于 2011 年 161 只和 2010 年 74 只的发行数量;从发行金额的角度来看,2012 年公司债券实际发行总额为 4 597.3 亿元,远远高于 2011 年的 2 300.1 亿元和 2010 年的 1 109.4 亿元。可以看出,近年来,无论是公司债券的发行数量还是实际发行总额,几乎每年增长 1 倍,保持着快速发展的良好态势。在国内公司债券市场蓬勃发展的过程中,制约公司债券市场发展的各种理论和现实问题引起了包括学术界、实务界以及政府部门等市场参与方的密切关注。其中,如何决定和计算公司债券的合理价格或者融资成本,既关系到公司债券市场的运行效率,又会影响资源的有效配置,是公司债券市场发展过程中必须解决好的一个基础性的问题。公司债券一级发行市场价格的确采用询价的方式,询价的对象包括配售股东和网下机构投资者,一级市场能否合理定价会对公司债券二级市场的定价水平和流动性产生重大影响。对于公司债券的发行方来说,一级市场的定价水平直接影响债券融资成

本,这会对公司的投资项目选择以及资本结构等财务运营决策产生影响。可见,公司债券定价和融资成本的决定是投资者、债券发行者以及监管部门等市场各方共同关注的重点,是值得深入研究和探讨的重要问题。

公司债券的融资成本包括无风险收益率和风险溢价两个部分。无风险收益率一般用国债的收益率来替代,风险溢价则指投资者对于所承担风险所要求获得的相应补偿,通常称为信用利差(credit spread)。因此,在确定公司债券融资成本的过程中,关键是确定信用利差的水平。早期有关信用利差影响因素的研究主要集中在公司内部价值和宏观经济环境的不确定性(周宏等,2010)。公司内部价值既包括公司的经营管理水平,也包括债券自身的到期期限以及流动性等因素。发债公司的经营管理水平主要体现在其财务状况上,公司未来的盈利能力和现金流状况是其偿债能力的基本保障。从债券自身的因素来看,公司债券的期限越长,债券投资者面临的不确定性就越高,因而遭受损失的可能性就会越大,投资者会相应提高其要求获得的风险溢价。另外,公司债券的流动性越差,投资者的交易成本就越高,因此要求获得相应的流动性溢价。这些都会增加公司债券的融资成本。除了公司内部价值以外,宏观经济波动或经济周期也会影响公司债券的信用利差,其主要通过影响公司的生产经营活动来影响信用风险,并且这种影响还不容易分散。传统的经济学理论建立在市场完全竞争和信息对称的角度之上。然而,在现实当中,市场是不完美的,信息不对称现象大量存在,这使得公司债券投资者可能无法了解发债公司经营或财务的真实状况,无法对发债公司的还本付息能力做出准确的判断。因而信息不对称在一定程度上就增加了公司债券的信用风险,从而加大了公司债券的融资成本。近年来,从信息视角来研究信用风险以及公司债券融资成本,开始引起国内外学术界和实务界的关注,然而从信息视角展开的研究相对其他角度仍然较少。

从信息视角来研究公司债券的融资成本问题,盈余管理是一个重要的切入角度。盈余管理是近年来会计学和金融学领域研究的一个热点问题。国内外学术界研究发现,盈余管理在资本市场中是一个普遍存在的现象,上市公司经常通过盈余管理来实现其意图。例如,上市公司在进行IPO、股权再融资、股权支付并购、股份回购以及股权激励等特定事件之前,经常会进行盈余管理,这已经得到了学术界的经验证明。尤其是在融资活动过程中,为了获得融资资格以及更为有利的融资条件,降低信用风险溢价,获得较低的融资成本,管理层有动机来进行盈余管理。盈余管理行为偏离了公司正常的生产经营活动,误导了外部投资者对于公司基本面信息的理解,扭曲了公司对外公布的盈余信息的质量(Chung et al.,2005; Hadani et al.,2011; Sun et al.,2011),影

响了债券投资者对于发债公司未来现金流的估计。

由于国内资本市场在发展的过程中,股票市场起步较早,而公司债券市场自2007年以后才逐渐建立和发展,上市公司长期以来具有股权融资偏好。与此相对应,学术界对于资本市场的研究也主要集中在股票市场。例如,有大量学者研究了上市公司股票融资过程中的盈余管理,包括上市公司首次公开募集股票、定向增发以及公开增发过程中的盈余管理。总体上来说,发现上市公司无论是在股票首发还是增发的过程中,都存在着不同程度的盈余管理。然而,近年来,随着公司债券市场的发展,越来越多的企业通过公司债券市场来满足其融资需求,公司债券的融资规模屡创新高。鉴于上市公司在股票融资过程中广泛存在的盈余管理现象,在公司债券融资过程中,是否也存在着盈余管理问题值得引起学术界和实务界的关注。为了获得公司债券的发行资格以及较低的债券融资成本,管理层有通过盈余管理来操纵其会计利润的动机,这无疑会影响债券投资者的利益。那么,债券投资者在对公司债券进行定价的过程中,是否会考虑到发债公司的盈余管理问题并且相应地进行定价,还有待我们通过实证检验来予以证明。近年来,公司债券融资过程中的盈余管理现象已经引起了国外学者的关注。Pae和Quinn(2011)研究了企业在进入债券市场融资之前是否会进行盈余管理,发现债券发行方同时运用应计项目和真实活动进行盈余管理。Caton et al.(2011)则发现企业在进行债券再融资的过程中存在着应计项目盈余管理行为。针对新兴市场公司债券融资过程中的盈余管理问题展开研究,能够为我国公司债券市场的发展提供理论和经验依据。

信息在资本市场中具有至关重要的作用,市场参与者根据其掌握的信息来进行定价,并且据此来引导资源的合理配置。例如,对于债券投资者来说,主要依据发债公司的财务信息来判断其偿债能力和信用风险,并且对公司债券进行相应的定价。其中,发债公司的盈利能力是投资者关注的重点,因为未来的盈利能力关系到发债公司能否按时归还本息,对于未来盈利能力存在较高不确定性的发债公司,债券投资者面临的信用风险较高,因而,投资者会要求提高获得的信用风险溢价水平,这无疑会提高发债公司的债券融资成本。因此,发债公司会通过通过对盈利能力等财务信息进行盈余管理,从而影响投资者所掌握的信息,使得投资者依据这些对发债公司较为有利的信息来进行投资决策,对其所发行的公司债券进行定价。这样一来,盈余管理可能会降低外部投资者所掌握的信息的质量,例如信息的准确性较低,或者信息披露中公开信息所占的比重较低,发债公司将对自己不利的私有信息隐藏起来。由于信息是公司债券定价的重要依据,那么,发债公司的盈余管理活动是否对其信息质