

# 高管任职经历的得与失?

——来自债券市场的经验证据

林晚发 钟辉勇 李青原

(武汉大学经济与管理学院,湖北武汉 430072;上海对外经贸大学金融学院,上海 201620)

**摘要:** 本文利用2008-2015年在交易所债券市场发行的公司债券数据,分别考察高管的任职经历对债券发行成功率与信用利差的影响。研究发现,相比没有高管担任过人大代表或政协委员的企业,有高管担任过人大代表或政协委员的企业债券发行成功率更高,但同时其发债成本也更大。在考虑了可能的内生性问题之后,上述结果仍然稳健。我们的进一步研究发现,对高管有着上述任职经历的企业,其在债券发行前进行了较多的盈余管理(这些企业为了更高的发债成功率,盈余管理的动力也更强),使得后续业绩发生“变脸”,所以投资者会要求更高的风险溢价。本文的研究表明虽然高管的任职经历会有助于企业成功发行债券,但债券市场同时也让企业付出了更高的成本。

**关键词:** 高管任职经历; 债券发行; 信用利差; 盈余管理

**JEL 分类号:** G20, G30, H81 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2018)06-0171-18

## 一、引言

自从1981年恢复国债发行以来,中国债券市场(包括银行间市场和交易所市场)高速发展,截止到2016年年末,债券市场余额已经达到64.3万亿元,占当年GDP比值的86.4%,并且超过同期的股票市场市值<sup>1</sup>。然而,目前的债券市场仍然以政府类债券和金融债券为主,包括企业债、公司债、中期票据和短期融资券等在内的企业类债券占比偏低,

收稿日期: 2017-03-17

作者简介: 林晚发,管理学博士,讲师,武汉大学经济与管理学院,Email: linwanfa2013@163.com.

钟辉勇(通讯作者),经济学博士,讲师,上海对外经贸大学金融学院,Email: zhonghuiyong@gmail.com.

李青原,管理学博士,教授,武汉大学经济与管理学院,Email: qyli@whu.edu.cn.

\* 本文感谢国家自然科学基金项目(71602148、71571116)、教育部人文社科青年项目(16YJC630065)、武汉大学自主科研项目(人文社会科学)、上海高校青年教师培养资助计划的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

1 截止到2016年年底,沪深两市的总市值为50.7万亿元。相关数据来自Wind数据库。

只占债券市场余额的 22.3%。党的十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出了要完善金融市场体系、提高直接融资比重和发展并规范债券市场等要求,所以如何进一步发展债券市场并提高债券市场服务实体经济的效率是未来需要解决的重要问题。

阻碍当前中国债券市场进一步发展的主要问题是什么?徐忠(2015)提出,当前债券市场发展面临的最大的问题是分业监管体制下监管机构的行为扭曲,将其称为“封建式监管”。封建式监管不仅带来监管部门各自为政,也带来债券市场上监管缺位与监管过度问题。纪志宏(2017)提出,债券市场定价机制的不完善、刚性兑付扭曲了投资者对收益和风险的平衡关系等问题也是债券市场需要进一步完善的地方。除此之外,钟辉勇等(2016,2017)的研究表明发行人付费模式导致评级机构独立性不强、评级行业多头监管导致监管标准不统一等问题也是制约债券市场发展的重要因素。

关于监管机构的行为扭曲问题,其中一个重要组成部分是债券发行过程中的监管扭曲。这是因为目前国内大部分企业类债券的发行仍然需要相应监管部门审核,部分监管人员和债券发行人之间可能存在的合谋成为影响债券发行的重要因素,也带来了诸如债市腐败等问题<sup>②</sup>。已有研究发现企业寻租行为会加剧监管机构与企业之间的合谋,从而影响企业的融资活动。比如,有研究发现高管任职经历<sup>③</sup>有助于企业获得银行信贷(余明桂和潘红波,2008)、其 IPO 过程更有可能获得监管部门批准等(Chen et al., 2011)。但另一方面,对债券发行的监管部门而言,由于存在监管部门和发债企业之间的信息不对称,高管任职经历也能够作为一种企业未来良好业绩的信号,从而有助于缓解监管部门与发债企业之间的信息不对称,提高企业发行债券的成功率。然而,目前的研究主要集中在考察高管任职经历对企业银行信贷和股票发行方面的影响,而对债券融资影响的研究则相对较少。

基于上述原因,本文利用 2008-2015 年中国公司债券发行的数据,以企业高管是否担任过人大代表或政协委员来度量高管任职经历,从债券发行角度研究高管任职经历对公司债券融资的影响。研究发现,高管任职经历显著提高了公司债券发行的成功率。在考虑了可能的内生性问题之后,该结论仍然成立。除此之外,我们也考察了高管任职经历与公司债券发行信用利差之间的关系,与以往文献认为能够显著降低银行信贷利率结论不同,我们研究发现高管任职经历显著提高了公司债券的发行信用利差。我们进一步分析其原因,发现有高管担任过人大代表或政协委员的企业在发债前进行了较多的盈余管理,这种盈余管理行为使得企业后续业绩发生“变脸”,所以投资者会要求更高的风险溢价。我们通过中介效应模型的研究也证实了盈余管理是高管任职经历影响债券信用利差的机制。

② 目前企业债和公司债的发行分别由国家发改委和证监会审核,中期票据和短期融资券的发行由银行间市场交易商协会负责,已经采取了更为宽松的注册制。

③ 本文的高管任职经历均指“企业高管担任过人大代表或政协委员这一职务”的经历。

本文的研究贡献可以总结为三个部分:首先,虽然已有部分文献对高管任职经历在债券市场上的作用进行了研究,比如毛新述和周小伟(2015)发现有高管担任过人大代表或政协委员的企业更可能进行公开债务融资并获得更大的融资规模,辛明磊和高勇强(2014)发现有高管担任过人大代表或政协委员的企业倾向于发行公司债券,但上述研究只考察了高管任职经历是否会影响企业发行债券决策以及债券融资的规模,并未考察其对债券发行成功率的影响。因此,本文较早地从债券发行成功率这个视角考察高管任职经历对企业债券发行的影响,以此进一步考察高管任职经历在债券市场上发挥的作用。

其次,本文也丰富了高管任职经历与企业融资成本的相关研究结论。现有文献主要从银行借贷市场研究高管任职经历与债务融资成本之间的关系(余明桂和潘红波,2008),他们的研究发现有高管担任过人大代表或政协委员的企业银行借款成本较低。与该结论不同,本文发现有高管担任过人大代表或政协委员的企业债券发行成本较高,这说明高管任职经历给企业带来好处的同时,债券市场也让企业付出了更高的成本,企业并非总是能够从这类高管任职经历中受益。

最后,本文还进一步考察了高管任职经历影响债券发行成本的机制。我们通过中介效应模型分析得出盈余管理是高管任职经历影响债券信用利差的一个机制:由于有高管担任过人大代表或政协委员的企业在发债前进行了较多的盈余管理,这种盈余管理行为使得企业后续业绩下滑,投资者因而要求较高的风险溢价,这是高管任职经历增加债券信用利差的原因之一。在逯东等(2015)基于股票市场研究的基础上,我们的发现进一步提供了来自债券市场的证据。

本文的结构安排如下:第二部分是文献综述与研究假设;第三部分是研究设计与数据描述;第四部分是实证结果与分析;第五部分是主要结论与政策建议。

## 二、文献综述与研究假设

### (一) 高管任职经历与企业融资成功率

目前考察高管任职经历对企业融资成功率的文献主要从银行信贷、股票 IPO 和债券融资三方面进行,普遍发现有高管担任过人大代表或政协委员的企业能够从银行和资本市场优先获得外部融资的机会。

首先,高管任职经历能够增加企业获得银行信贷的机会与规模。余明桂与潘红波(2008)以1993-2005年间中国上市的民营企业为样本研究发现,有高管担任过人大代表或政协委员的企业能够获得更多的银行贷款和更长的贷款期限,这与李健与陈传明(2013)等大量研究的结论一致。另一方面,也有研究发现高管任职经历对企业银行信贷的影响是因为高管的任职经历有助于缓解企业和银行之间的信息不对称,因为这种任职经历也是企业声誉的保证,进而能够帮助企业从银行获得更多的信贷(罗党论和甄丽明,2008)。其次,高管任职经历的作用在IPO市场也有体现,具体表现在高管任职经历提高了企业IPO成功率。在对中国股票IPO市场有代表性的研究中,Chen et al. (2011)发现

中国民营企业通过高管担任过人大代表或政协委员这一经历以获得较高的 IPO 成功率, 其原因是可能使得企业在上市过程中没有被彻底地审查。最后, 在债券融资方面, 有高管担任过人大代表或政协委员的企业更愿意进行债券融资。比如毛新述和周小伟(2015) 研究发现有高管担任过人大代表或政协委员的企业更倾向于通过发行债券而不是银行贷款等渠道融资, 辛明磊和高勇强(2014) 的研究则发现高管任职经历对企业获准发行公司债券融资以及发债规模都有显著的正影响。

国内债券市场已经形成了以场外市场( 银行间债券市场) 为主、场内市场( 交易所债券市场) 为辅的市场体系, 并分别由人民银行和证监会负责两个市场的监管。但对具体债券品种的发行监管, 由于历史原因, 又形成了国家发改委负责企业债, 银行间市场交易商协会负责中期票据、短期融资券等, 证监会负责公司债、可转债等多部门分品种监管的局面。对于本文研究所使用的公司债券, 其发行由证监会负责审核。在 2015 年之前, 证监会对公司债券的发行采用严格的审批制。根据 2007 年证监会发布的《公司债券发行试点办法》规定, 证监会不仅对公司债券的发行人提出了较为严格的要求, 在发行程序上, 该办法也要求公司债券的发行需要有保荐人推荐、并由发行审核委员会按照《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》规定的特别程序对审核文件进行审核、最后做出是否核准的决定。随着近年债券市场的发展, 证监会在 2015 年发布《公司债券发行与交易管理办法》对公司债券的发行审核流程进行了简化, 并取消了公开发行人公司债券的保荐制度和发审委制度。尽管如此, 相对于银行间市场交易商协会对中期票据、短期融资券等债券发行所采用的注册制, 证监会采用核准制, 其对公司债券的发行审核仍然拥有较大的影响。

因此, 从上述公司债券的发行审核规定可以看出, 由于公司债券的发行面临较为严格的审核, 高管担任过人大代表或政协委员这一任职经历不仅作为一种企业高质量信号的声誉发送机制, 企业同时也可以通过高管的任职经历来与监管部门建立联系, 这两个因素都可能有助于债券的成功发行。基于此, 我们提出关于高管任职经历和债券发行的第一个研究假设:

假设 1: 对于有高管担任过人大代表或政协委员的企业, 其债券发行成功率较高。

## (二) 高管任职经历与企业债务融资成本

企业的债务融资方式可以分为直接与间接债务融资, 前者为公开发行债券, 后者为向银行借贷。无论是直接还是间接债务融资, 债务人都应向债权人支付相应的利息费用, 而利息费用的高低则会受到债务人特征的影响。

目前关于高管任职经历影响企业债务融资成本的研究, 主要集中在银行信贷的视角。比如, Houston et al. (2014) 利用构成美国标准普尔 500 指数的企业样本, 发现高管任职经历降低了企业的贷款成本, 但这种影响又与美国执政党派有关。同时, 高管任职经历也会给企业带来严重的道德风险问题, 这就有可能降低企业未来的业绩。张敏等(2010)、唐松与孙铮(2015) 等研究发现高管任职经历显著降低了企业的经营效率和长期业绩。然而, 与上述研究的结论相反, 罗党论和唐清泉(2009) 从声誉机制角度研究发现有高管

担任过人大代表或政协委员的企业未来生产效率与利润率都较高。

而对高管任职经历和债券融资成本之间的研究相对较少,已有债券融资成本影响因素的研究主要从企业内部特征(Acharya, 2012)、宏观经济环境的不确定性(周宏等, 2011)、信息不对称程度(周宏等, 2012)、公司治理(王雄元和张春强, 2013; Cormier et al., 2010)、企业社会责任(Zhou et al., 2016)等角度考察。按照罗党论和唐清泉(2009)等研究的思路,由于高管任职经历能够起到隐性担保、信息传递与声誉机制的作用,有高管担任过人大代表或政协委员的企业不仅其未来的业绩可能会更好,当企业处于财务困境时,也更有可能获得政府和银行的支持,从而降低债券的违约风险。因此,债券投资者对有高管担任过人大代表或政协委员的企业会要求较低的信用风险溢价(即更低的债券信用利差)。然而,逯东等(2015)认为有高管担任过人大代表或政协委员的企业盈余管理水平较高。陈运森等(2014)发现高管任职经历使得企业在IPO前有着较高的盈余管理,较高的盈余管理水平会使得企业未来的业绩发生反转。如果这种业绩反转现象在债券发行过程中也存在,盈余管理就有可能造成债券融资成本的增大,具体表现为债券信用利差的提高。因此,债券投资者会对有高管担任过人大代表或政协委员的企业要求更高的信用风险溢价(即更高的债券信用利差)。这从另一个角度说,高管的任职经历如果有助于提高发债成功率,发债公司可能有更大动力进行盈余管理。

由于两种效应的不同,这导致高管任职经历与债券融资成本之间的关系并不确定,因而是一个需要进行实证检验的问题。在此,我们提出一个竞争性的假设:

假设 2a: 对于有高管担任过人大代表或政协委员的企业,其发行债券的信用利差较低。

假设 2b: 对于有高管担任过人大代表或政协委员的企业,其发行债券的信用利差较高。

### 三、研究设计与数据描述

#### (一) 模型设计与变量定义

$$Success_{it} = \alpha + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Eps_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 SoE_{it} + \beta_6 Matunie + \beta_7 Credit\_B_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$CS_{it} = \alpha + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 Cur\_asset_{it} + \beta_5 Eps_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Credit\_B_{it} + \beta_8 Matunie_{it} + \beta_9 Amount_{it} + \beta_{10} Guarantee_{it} + \beta_{11} SoE_{it} + Opinion + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型(1)与模型(2)是本文的主要回归模型,具体的变量定义如下所示:

被解释变量: 模型(1)的被解释变量(Success)是债券是否发行成功虚拟变量。当债券发行成功时, Success = 1, 发行失败时, Success = 0。模型(2)中的被解释变量(CS)是债券信用利差,为债券的到期收益率与相同剩余期限的国债收益率之差。

核心解释变量: PC表示高管任职经历的虚拟变量。借鉴余明桂和潘红波(2008)等

研究的定义,当企业高管担任过人大代表或政协委员时,我们定义虚拟变量  $PC = 1$ , 否则  $PC = 0$ 。

表 1 给出了本文相关控制变量的定义、符号与预期符号。借鉴相关研究,我们对上述变量与债券发行成功概率的符号进行了初步预测,具体见表 1 最后一列。

表 1 控制变量列示表

变量名称	定 义	符 号	预期符号
债券特征变量			
债券发行规模	债券发行规模的对数	Amount	+
债券期限	债券发行期限	Matunie	-
债券担保	债券是否存在担保	Guarantee	+
债券信用评级	当债券的信用评级为 AA-、AA、AA+、AAA 时,相应数值分别为 1、2、3、4	Credit_B	+
发债企业特征变量			
企业规模	企业总资产的对数	Size	+
企业杠杆率	企业负债与总资产的比率	Leverage	-
流动资产比例	流动资产与总资产的比率	Cur_asset	+
每股盈利	净利润与流通股股数的比率	Eps	+
营业收入增长率	(当期营业收入 - 上期营业收入) / 上期营业收入	Growth	+
企业性质	当企业为国有企业时为 1,反之为 0	SoE	+
虚拟变量			
审计意见	虚拟变量(非标意见取 1,其他取 0)	Opinion	
行业变量	虚拟变量(行业代码取第一位,制造业取前四位)	Industry	
年度变量	虚拟变量	Year	

## (二) 数据来源与描述性统计

本文的研究样本为 2008 - 2015 年上市公司发行的公司债券数据,其中财务数据和债券相关数据均来自于 Wind 数据库,而高管任职经历数据来源于作者对 CSMAR 数据库与年报中高管背景的手工收集。由于可转债、金融公司债券和城投债等债券性质与一般公司债券不同,本文删除了这部分样本。在经过删除缺失值与重复值之后,最后的研究样本数为 455 个<sup>④</sup>。财务数据等连续变量均进行了 1% 与 99% 的缩尾处理。

表 2 给出了主要变量的描述性统计结果,其中 Panel A 和 Panel B 分别为债券发行成

<sup>④</sup> 本文公司债的发行企业包含了国有企业和民营企业,根据审稿人建议,我们也将仅包含民营企业的发债样本作为稳健性检验。感谢匿名审稿人对此的建议。

功和发行失败样本的描述性统计结果。从 Panel A 可以看出,此时债券信用利差( CS) 的均值为 2. 65%,说明公司债作为信用债,其信用风险的确明显高于国债。进一步,通过极值比较,我们可以发现不同公司债券之间的违约风险也存在较大差异。另外,核心解释变量高管任职经历( PC) 的均值为 0. 788,说明大部分发债企业高管都有担任过人大代表或政协委员的经历。在控制变量部分,债券信用评级变量( Credit\_B) 的均值为 2. 76,说明公司债券的整体信用评级较高,均值在 AA 评级以上。此外,Panel A 也给出了高管任职经历与所有权性质的分布,可以看到有高管担任过人大代表或政协委员的民营企业有 126 家,占有民营企业样本的 77. 8%,而有高管担任过人大代表或政协委员的国有企业有 177 家,占有国有企业样本的 79. 7%。因此,无论对国有企业还是民营企业样本,有高管担任过人大代表或政协委员的企业占比都比较接近。

Panel B 给出了债券发行失败样本变量的描述性统计。其中,高管任职经历( PC) 变量的均值为 0. 380,相比于发债成功样本中的 PC 变量均值 0. 788,它们均值之间的差异在 1% 水平(  $t=7.43$ ) 上显著,即发行失败样本的高管任职经历比例显著低于发行成功样本。

表 2 主要变量的描述性统计与分布分析

Panel A: 发债成功样本变量描述性统计						
变量	样本量	均值	中位数	标准差	极大值	极小值
CS( %)	384	2. 65	2. 48	1. 09	5. 83	0. 031
PC	384	0. 788	1	0. 41	1	0
Credit_B	384	2. 76	3	0. 864	4	1
Amount	384	2. 19	2. 08	0. 852	5. 08	0. 693
Matunie	384	6. 03	5	1. 87	15	2
Guarantee	384	0. 707	1	0. 456	1	0
Leverage( %)	384	56. 6	57. 2	0. 142	83. 6	23. 6
Eps	384	0. 399	0. 316	0. 427	2. 27	-0. 675
Growth( %)	384	14. 2	10. 5	27. 5	166	-53. 2
Cur_asset( %)	384	1. 64	1. 27	1. 28	8. 62	0. 192
Size	384	23. 1	22. 8	1. 49	28	20. 4
SoE	384	0. 575	1	0. 495	1	0
发债成功样本: 高管任职经历与企业所有权性质分布结构						
高管任职经历	民营企业		国有企业		总数	
0	36		45		81	
1	126		177		303	

续表

Panel B: 发债失败样本变量描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	极大值	极小值
<i>PC</i>	71	0.380	0	0.489	1	0
<i>Credit_B</i>	71	2.83	3	1.7	5	1
<i>Matunie</i>	71	4.52	3	4.07	15	0.249
<i>Leverage</i> (%)	71	65.2	65.2	21	94.3	19.6
<i>Eps</i>	71	0.485	0.31	0.534	2.37	0.012
<i>Growth</i> (%)	71	16.2	14.6	20.8	83	-30
<i>Size</i>	71	24.5	23.5	2.76	30	20.4
<i>SoE</i>	71	0.648	1	0.481	1	0

发债失败样本: 高管任职经历与企业所有权性质分布结构

高管任职经历	民营企业	国有企业	总数
0	16	28	44
1	9	18	27

#### 四、实证结果与分析

##### (一) 高管任职经历与债券发行成功率

为了考察高管任职经历与债券发行成功率之间的关系,我们对模型(1)进行回归,表3报告了相应的回归结果。其中,第(1)列是高管任职经历与债券发行的Logit回归结果,第(2)列是相应的边际效应分析结果。在第(1)列中,PC变量系数为2.537,且在1%水平上显著,这说明高管任职经历的确能够增大公司债券的发行成功率。同时,第(2)列中的PC变量的系数为0.110,在1%水平上显著,这说明高管任职经历能够帮助公司债券发行成功率提高11%。

上述结果支持了我们的假设1。由于公司债的发行仍然采取审核制,监管部门的审核对债券能否发行成功至关重要,而企业高管担任过人大代表或政协委员这一经历一方面有助于缓解发债企业和监管部门之间的信息不对称,另一方面也能够帮助企业与监管部门建立联系,从而提高了债券发行的成功率。在控制变量的回归结果部分,可以看到,企业每股收益越大和债券信用评级越高,均有利于提高债券的发行成功率。



表 3 高管任职经历与债券发行成功率回归结果

变量	被解释变量: <i>Success</i>	
	<i>Logit</i>	边际效应
<i>PC</i>	2.537 *** ( 4.31)	0.110 *** ( 4.56)
<i>Credit_B</i>	1.161 *** ( 5.01)	0.051 *** ( 3.92)
<i>Eps</i>	1.168 ( 1.48)	0.051 * ( 1.65)
<i>Growth</i>	0.010 * ( 1.90)	0.001 * ( 1.79)
<i>Leverage</i>	-0.007 ( -0.34)	-0.001 ( -0.34)
<i>SoE</i>	-0.188 ( -0.34)	-0.008 ( -0.34)
<i>Matunie</i>	0.611 *** ( 2.63)	0.027 *** ( 3.46)
Industry FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
Constant	9.071 *** ( 3.96)	
N	455	455
Pseudo R <sup>2</sup>	0.615	0.615

注: \*\*\*, \*\*与\* 分别表示系数在 1%、5% 与 10% 上显著。括号内为系数的 z 值, z 值来源于怀特异方差调整。

## (二) 高管任职经历与债券信用利差

表 3 的结果表明高管任职经历的确有助于提高公司债券的发行成功率,那高管任职经历是否也能够降低企业的债券发行成本? 为此,我们将进行进一步的研究。表 4 是高管任职经历与债券信用利差的回归结果。在这三个方程中,核心变量高管任职经历( *PC*) 的系数分别为 0.160、0.180 与 0.144,且都在 10% 水平上显著为正,这说明公司债券的信用利差将显著增加 0.160、0.180 与 0.144。如果和公司债券信用利差的均值相比,其增幅分别为 6% ( 0.16/2.65) 、6.8% ( 0.18/2.65) 与 5.4% ( 0.144/2.65) 。由此可见,在公司债的发行中,高管任职经历并不能降低企业的债券发行成本,反会提高债券发行的信用利差。这与高管任职经历降低银行信贷利率文献的结论不一致( Houston et al., 2014) 。

其原因可能是,有高管担任过人大代表或政协委员的企业发债成功率较高,同时为了保证并提高发债成功率,可能会对企业的财务报表进行粉饰,而对一些发债成功率偏低的企业,掩饰业绩的积极性下降。另一方面,一旦发债成功后,这些企业业绩可能会显著下

降,从而影响信用利差。因此,盈余管理行为可能是影响信用利差的一个重要原因,我们将对此做进一步研究。

表 4 高管任职经历与债券信用利差回归结果

变量	被解释变量: CS		
	(1)	(2)	(3)
<i>PC</i>	0.160 <sup>*</sup> (1.70)	0.180 <sup>**</sup> (2.02)	0.144 <sup>*</sup> (1.75)
<i>SoE</i>	-0.840 <sup>***</sup> (-8.96)	-0.825 <sup>***</sup> (-8.91)	-0.772 <sup>***</sup> (-8.77)
<i>Amount</i>	-0.092 (-1.20)	-0.180 <sup>**</sup> (-2.48)	-0.223 <sup>***</sup> (-3.29)
<i>Credit_B</i>	-0.399 <sup>***</sup> (-6.19)	-0.339 <sup>***</sup> (-5.19)	-0.361 <sup>***</sup> (-5.76)
<i>Matunie</i>	0.014 (0.61)	0.013 (0.58)	-0.000 (-0.01)
<i>Guarantee</i>	-0.270 <sup>*</sup> (-1.97)	-0.237 <sup>**</sup> (-2.21)	-0.256 <sup>***</sup> (-2.67)
<i>Leverage</i>	0.073 <sup>*</sup> (1.83)	0.157 <sup>***</sup> (3.99)	0.150 <sup>***</sup> (3.77)
<i>Growth</i>	-0.001 (-0.66)	-0.001 (-0.42)	-0.000 (-0.08)
<i>Cur_asset</i>	0.029 (0.78)	0.078 <sup>*</sup> (1.95)	0.078 <sup>**</sup> (2.06)
<i>Eps</i>	-0.449 <sup>***</sup> (-4.27)	-0.331 <sup>***</sup> (-3.49)	-0.348 <sup>***</sup> (-4.18)
<i>Size</i>	-0.151 <sup>**</sup> (-2.50)	-0.119 <sup>**</sup> (-2.13)	-0.093 <sup>*</sup> (-1.77)
Constant	7.958 <sup>***</sup> (6.14)	6.507 <sup>***</sup> (5.30)	6.526 <sup>***</sup> (5.24)
Opinion	No	No	Yes
Year FE	No	No	Yes
Industry FE	No	Yes	Yes
N	384	384	384
Adj_R <sup>2</sup>	0.531	0.604	0.662

注: \*\*\*、\*\*与\* 分别表示系数在 1%、5% 与 10% 上显著。括号内为系数的 t 值。

## (三) 进一步分析

已有研究发现高管担任过人大代表或政协委员的企业 IPO 前后存在业绩“变脸”的问题,比如,逯东等(2015)发现有高管担任过人大代表或政协委员的创业板企业在 IPO 前盈余管理水平更高,在 IPO 之后业绩会发生“变脸”。而债券市场的相关研究也有发现较高的盈余管理会造成债券融资成本的增大,具体表现为债券信用利差的提高。刘娥平和施燕平(2014)发现盈余管理水平高的发债主体,它们的债券融资成本较高。不仅是中国,对美国债券市场的研究也发现了相似的结论,Chen et al. (2015)以 2001-2008 年美国债券数据研究发现盈余管理越高的公司,发行债券的利差越高。

基于上述分析,我们将进一步从盈余管理的角度考察高管任职经历影响债券发行信用利差的原因。

## 1. 有高管担任过人大代表或政协委员的企业发债前后业绩比较

我们选择企业资产收益率(ROA)作为企业业绩的度量指标。对于企业业绩的比较,本文借鉴 Fan et al. (2007)的研究,采用发债前后企业的业绩变化进行分析。具体地,我们分别以债券发行后第一年与发行年的业绩差( $ROA1\_0$ )、发行后第一年与发行前两年平均业绩差( $ROA1\_1$ )以及发行后第一年与发行前三年平均业绩差( $ROA1\_2$ )为被解释变量进行回归分析。表 5 第(1)-(3)列是相应的回归结果,发现 PC 变量系数至少在 10% 水平上显著为负。这说明与发债前相比,有高管担任过人大代表或政协委员的企业在债券发行成功之后,它们的业绩明显下降,即这些企业在发债成功后业绩会发生“变脸”。

表 5 高管任职经历与业绩变动关系分析

变量	$ROA1\_0$	$ROA1\_1$	$ROA1\_2$
	(1)	(2)	(3)
<i>PC</i>	-0.011** (-1.99)	-0.009** (-2.03)	-0.008* (-1.74)
<i>Credit_B</i>	-0.003 (-0.66)	-0.002 (-0.62)	-0.002 (-0.45)
<i>Size</i>	0.002 (0.91)	0.001 (0.50)	0.001 (0.50)
<i>Leverage</i>	0.016 (0.90)	0.024 (1.34)	0.023 (1.21)
<i>MTB</i>	-0.004 (-1.27)	-0.004* (-1.82)	-0.004* (-1.68)
<i>Frate</i>	0.000 (1.62)	0.000** (2.12)	0.000** (2.01)
<i>Dou</i>	0.000 (0.03)	0.000 (0.00)	-0.001 (-0.12)

续表

变量	ROA1_0	ROA1_ - 1	ROA1_ - 2
	( 1 )	( 2 )	( 3 )
SoE	-0.003 ( -0.56)	-0.004 ( -0.74)	-0.004 ( -0.70)
QZ	-0.016 ( -0.97)	-0.003 ( -0.57)	-0.002 ( -0.51)
Constant	-0.024 ( -0.44)	-0.040 ( -1.00)	-0.046 ( -1.08)
Industry FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
N	329	324	324
Adj_R2	0.151	0.141	0.134

注: (1) \*\*与\* 分别表示系数在 5% 与 10% 上显著。括号内为系数的 t 值, t 值来源于怀特异方差调整。(2) 回归模型与变量的解释如下: ROA1\_n 变量表示发行后 1 年的 ROA 与发行前 n 年 ROA 均值的差; QZ 变量代表是否为垄断性行业的虚拟变量, 如果行业是垄断则取 1, 反之为 0; Frate 变量为第一大股东持股比例; MTB 变量为市值账面值; Dou 为虚拟变量, 当董事长与总经理两职合一, Dou = 1, 反之取 0。其他控制变量见表 1 的说明。

## 2. 有高管担任过人大代表或政协委员的企业发债前后盈余管理比较

对于发债前后盈余管理的比较, 首先, 我们采用修正后的 Jones 模型分行业分年度计算出企业的应计盈余管理程度(EM), 并分别以发债前第三年盈余管理(EM\_3)、第二年盈余管理(EM\_2)与第一年盈余管理(EM\_1)作为被解释变量与 PC 进行回归, 表 6 中第(1) - (3) 是相应的回归结果<sup>⑤</sup>, 发现 PC 变量系数至少在 5% 水平上显著为正。这个结论说明在发债前, 有高管担任过人大代表或政协委员的企业盈余管理水平显著高于其它的企业。其次, 为了进一步观察有高管担任过人大代表或政协委员的企业盈余管理水平的变化, 借鉴 Fan et al. (2007) 的研究, 本文也构建了 PC \* Year\_n 变量进行分析。表 6 中第(4) - (6) 给出了发债前后, 相对于没有高管担任过人大代表或政协委员的企业, 有高管担任过人大代表或政协委员的企业盈余管理水平的变化情况。我们发现在第(4) 列中, PC \* Year\_3 变量在 10% 水平上显著为正, 这说明, 相对于发债后三年, 有高管担任过人大代表或政协委员的企业在发债前三年有着较高的盈余管理。相似地, PC \* Year\_2 变量在 5% 水平上显著为正, 这也说明相对于发债后二年, 有高管担任过人大代表或政协委员的企业在发债前二年有着较高的盈余管理。其中, PC \* Year\_1 变量系数虽然为正, 但不显著。基于上述结果, 我们可以发现相对于没有高管担任过人大代表或政协委员的企业, 有此情况的企业在发债之前的盈余管理水平更高, 在发债之后的盈余管理水平变化

<sup>⑤</sup> 表 6 的控制变量与表 5 一致。限于篇幅, 本文的表 6 - 表 9 均没有给出相应控制变量的结果, 如果需要可向作者索取。

也更大。

表 6 高管任职经历与业绩变动关系分析

变量	发债前盈余管理分析			发债前后盈余管理分析		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>EM</i> _3	<i>EM</i> _2	<i>EM</i> _1	<i>EM</i> _3	<i>EM</i> _2	<i>EM</i> _1
<i>PC</i>	0.008 ** ( 1.96)	0.014 *** ( 2.61)	0.013 *** ( 2.64)	-0.011 ( -1.56)	-0.000 ( -0.04)	0.002 ( 0.29)
<i>Year</i> _3				-0.003 ( -0.46)		
<i>PC</i> * <i>Year</i> _3				0.012 * ( 1.66)		
<i>Year</i> _2					-0.016 ** ( -2.03)	
<i>PC</i> * <i>Year</i> _2					0.017 ** ( 2.08)	
<i>Year</i> _1						-0.006 ( -0.78)
<i>PC</i> * <i>Year</i> _1						0.007 ( 0.75)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,195	651	614	1,682	1,064	853
Adj_R2	0.128	0.154	0.141	0.116	0.135	0.112

注：(1) \*\*\*、\*\*与\* 分别表示系数在 1%、5% 与 10% 上显著。括号内为系数的 t 值，t 值来源于怀特异方差调整。  
(2) 回归模型与变量的解释如下：*EM*\_n 表示前 n 年的盈余管理水平，该盈余管理水平采用修正后的 Jones 模型分行业分年度计算得到。*Year*\_n 为虚拟变量，定义样本为发行前 n 年时，*Year*\_n = 1，当样本为发行后 n 年时，*Year*\_n = 0。

3. 盈余管理与企业业绩的关系

对比表 5 与表 6 的结果，我们发现高管担任过人大代表或政协委员的企业在发债前的盈余管理和业绩都较高，而在发债后的盈余管理与业绩都下降的更快。为了进一步证实盈余管理水平与业绩之间的正相关关系，我们构建了业绩与盈余管理水平的回归模型<sup>⑥</sup>，回归结果显示盈余管理变量的系数为 5.45( t = 3.77 )，在 1% 水平上显著，这证实了企业业绩的“变脸”是由于发债企业在发债前后盈余管理水平的变化所导致。因此，我们可以初步认为有高管担任过人大代表或政协委员的企业在发债前进行了较高的盈余管

⑥ 回归模型为： $Roa_{t+1} = \alpha_t + \beta_1 EM_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 SoE_t + \beta_5 Growth_t + \beta_6 Cur\_asset_t + Industry + Year + \varepsilon_t$ 。由于文章篇幅限制，具体回归结果没有列出，如果需要，可向作者索取。

理,使得企业业绩在发债后“变脸”,从而影响了债券发行的信用利差。

#### 4. 高管任职经历影响债券信用利差的中介效应分析

为了进一步证实盈余管理是高管任职经历影响债券信用利差的机制,本文借鉴陈东和刘金东(2013)以及 Deng and Li (2017)的研究,构建相应的中介效应模型进行分析,并对中介效应进行检验<sup>⑦</sup>。

表7中第(1)列是中介变量EM与债券信用利差的回归结果,可以看出企业盈余管理程度越高,其债券信用利差越大,这与以往文献的结论一致(Chen et al., 2015)。第(2)列是同时加入PC与EM变量的回归结果,我们发现此时PC变量系数虽然为正,但在10%水平上不显著,而EM变量的系数显著为正,这说明EM可能存在完全的中介效应。在此基础上,我们也进行了Sobel检验,其Z值大于临界值,这说明盈余管理的确是高管任职经历影响债券信用利差的一个中介。

表7 高管任职经历影响债券信用利差的中介效应分析

变量	被解释变量: CS	
	(1)	(2)
PC		0.113 (1.55)
EM	1.447* (1.70)	1.349* (1.77)
Controls	Yes	Yes
N	384	384
Adj_R2	0.643	0.653

注: \*\*、\*与\* 分别表示系数在1%、5%与10%上显著。括号内为系数的t值。

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 内生性问题

由于高管任职经历与债券是否发行成功和信用利差之间可能存在双向因果关系,这

⑦ 模型如下:

$$\begin{cases} CS = c * PC + Controls + \varepsilon \\ EM = a * PC + Controls + \varepsilon \\ CS = d * PC + b * EM + Controls + \varepsilon \end{cases}$$

中介效应模型检验的程序如下:首先,依次回归上述模型,在系数c与a均显著的基础上,通过系数d与b的显著性来判断是否存在中介效应。如果d不显著而b显著,这说明EM可能存在完全中介效应。为了进一步确认完全中介效应的存在,还需要通过Sobel检验来判断;其次,如果d与b均显著,这说明EM可能存在部分中介效应,也需进一步使用Sobel检验来判断。

Sobel检验的统计量是  $z = ab/s_{ab}$ ,其中a是第二个模型PC系数,b是第三个模型EM的系数。 $s_{ab} = \sqrt{a^2 S_b^2 + b^2 S_a^2}$ ,其中  $S_a$  与  $S_b$  分别为a与b的标准误。根据计算出来的z值与临界值进行比较,判断其显著性。Sobel检验的计算程序可见: <http://quantpsy.org/sobel/sobel.htm>。

会导致对高管任职经历变量系数估计不一致。为此，我们采用两种方法对内生性问题进行处理。第一种方法是工具变量方法，我们采用高管任职经历的行业年度均值（MPC）作为企业高管任职经历（PC）的工具变量，其理由是行业内竞争对手的高管任职经历会影响单个企业高管任职经历的可能，而行业内竞争对手的高管任职经历并不直接影响本企业的债券发行成功率和信用利差。工具变量的回归结果见表 8 第（1）-（2）列，可以看到，此时 PC 变量的系数与主回归结果类似：高管任职经历的确会提高债券发行的成功率，同时增加债券发行的信用利差。

第二，借鉴李维安和徐业坤（2012）等的做法，采用 Heckman 两阶段方法以控制样本选择偏差。具体做法是首先构建以高管任职经历为被解释变量的 Probit 模型：

$$PC = \alpha + \beta_1 Marketindex + \beta_2 Tax + \beta_3 Local + \beta_4 Size + \beta_5 Leverage + Industry + Year + \varepsilon \tag{3}$$

其中，Marketindex 为上市企业所在地的市场化指数，该数据从王小鲁等（2017）撰写的《中国分省份市场化指数报告（2016）》中获得；Tax 为企业当年缴纳的各项税费总额的自然对数，数据来源于 Wind 数据库；Local 为虚拟变量，当上市企业注册地所在城市为副省级以上城市时取值为 1，反之为 0。其他变量与主回归一致。其次，通过模型（3）计算出逆米尔斯比率（IMR），然后将 IMR 带入模型（2）中进行回归分析，以检验结果的稳健性。相应的回归结果见表 8 第（3）列，我们发现在两阶段回归结果中，PC 变量系数仍然在 5% 水平上显著为正，也进一步说明了结果的稳健性。

表 8 内生性控制下高管任职经历作用的进一步检验

变量	工具变量回归		Heckman 两阶段回归结果
	Success	CS	CS
	(1)	(2)	(3)
PC	1.177 ** (2.36)	0.176 ** (2.02)	0.191 ** (2.26)
IMR			0.892 *** (2.80)
Controls	Yes	Yes	Yes
N	513	384	371
Pseudo/Adj R2	0.512	0.674	0.682

注：\*\*\*、\*\*与\* 分别表示系数在 1%、5% 与 10% 上显著。括号内为系数的 z/t 值。

2. 股权性质的影响

由于本文研究所使用的发债企业包括国有企业和民营企业，而国有企业的高管更有可能担任人大代表或政协委员，这可能会影响到本文的结论。基于此，我们只以民营企业的发债数据为样本进行分析，相应的回归结果如表 9 所示。我们发现，即使只包含民营企

业样本,高管任职经历同样会提高债券发行的成功率和信用利差,并且其系数要高于表 3 和表 4 的全样本估计结果。这说明,相对于国有企业的高管任职经历,民营企业的高管任职经历虽然更大程度上提高了债券发行的成功率,但也付出了更高的利息成本,从而进一步说明了结果的稳健性<sup>⑧</sup>。

表 9 民营企业样本下的回归结果

变量	Success	CS
PC	2.674 *** (2.56)	0.338 ** (2.09)
Controls	Yes	Yes
N	219	162
Pseudo/Adj_R <sup>2</sup>	0.699	0.564

注: \*\*、\* 与 \* 分别表示系数在 1%、5% 与 10% 上显著。括号内为系数的 z/t 值。

## 五、主要结论与政策建议

在金融市场中,高管担任过人大代表或政协委员这一经历一直被看作是企业的隐性资源,能够为企业带来竞争优势和额外利益。本文以债券市场为研究对象考察高管任职经历对公司债券发行的影响,通过实证研究发现,有高管担任过人大代表或政协委员的企业,虽然债券的发行成功率较高,但其债券发行信用利差也较大。这意味着高管任职经历不仅为企业带来了收益,同时也带来了相应的成本。进一步研究发现,高管任职经历提高信用利差的原因是高管担任过人大代表或政协委员的企业在债券发行前进行了较多的盈余管理(比如,这些企业为了更高的发债成功率,企业也更有动力去进行盈余管理),使得发债后企业业绩发生下降,投资者从而会要求更高的风险溢价。

本文的研究结论有如下三方面的实践意义:首先,由于国内债券市场大部分债券的发行仍然采取审核制,监管部门对债券能否成功发行拥有较大的影响力。而在监管部门资源有限的情况下,企业高管的任职经历可以缓解监管部门和企业之间的信息不对称,从而有利于债券的成功发行。但与此同时,企业高管也会利用这种信息不对称,在发债前进行相关的盈余管理来粉饰财务绩效。因此,监管部门在未来的债券发行审核过程中,一方面需要注重行业特征与企业基本面,另一方面也需要充分考虑企业利用高管任职经历进行盈余管理的可能,避免对债券发行的人为干预。这也从另一角度说明,对一些“高质量”的企业,其为保证发债成功,盈余管理的动力也更大。其次,从发达国家债券市场发行监管的经验 and 国内债券市场发行监管的实践来看,未来国内债券市场应该进一步推广和完

⑧ 感谢匿名审稿人对此的建议。



善债券发行注册制,通过市场来对发行人形成有效约束,以此来进一步提高债券市场的资源配置效率,让债券市场更好地为实体经济服务;最后,对债券发行企业而言,高管任职经历虽然一方面能够提高企业的发债成功率,但同时也增加了企业融资成本。因此,发债企业应该切实提升业绩,通过提高市场竞争能力的方式来从债券市场顺利融资,这会有助于债券融资成本的降低。

## 参 考 文 献

- [1] 陈东和刘金东,2013,《农村信贷对农村居民消费的影响——基于状态空间模型和中介效应检验的长期动态分析》,《金融研究》第6期,第160~172页。
- [2] 陈运森、郑登津和李路,2014,《民营企业发审委社会关系 IPO 资格与上市后表现》,《会计研究》第2期,第12~19页。
- [3] 纪志宏,2017,《债券市场的机制建设》,《中国金融》第1期,第19~21页。
- [4] 李健和陈传明,2013,《企业家政治关联、所有制与企业债务期限结构——基于转型经济制度背景的实证研究》,《金融研究》第3期,第157~169页。
- [5] 李维安和徐业坤,2012,《政治关联形式、制度环境与民营企业生产率》,《管理科学》第2期,第1~12页。
- [6] 刘娥平和施燕平,2014,《盈余管理、公司债券融资成本与首次信用评级》,《管理科学》第5期,第91~103页。
- [7] 逯东、万丽梅和杨丹,2015,《创业板公司上市后为何业绩变脸》,《经济研究》第2期,第132~143页。
- [8] 罗党论和唐清泉,2009,《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》,《经济研究》第2期,第106~118页。
- [9] 罗党论和甄丽明,2008,《民营控制政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据》,《金融研究》第12期,第164~178页。
- [10] 毛新述和周小伟,2015,《政治关联与公开债务融资》,《会计研究》第6期,第26~33页。
- [11] 唐松和孙铮,2014,《政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效》,《管理世界》第5期,第93~105页。
- [12] 王小鲁、樊纲和余静文,2017,《中国分省份市场化指数报告(2016)》,中国社会科学文献出版社。
- [13] 王雄元和张春强,2013,《声誉机制、信用评级与中期票据融资成本》,《金融研究》第8期,第150~164页。
- [14] 辛明磊和高勇强,2014,《政治关系、市场化程度与公司债融资——来自我国上市公司的经验证据》,《经济管理》第7期,第100~109页。
- [15] 徐忠,2015,《中国债券市场发展热点问题及其认识》,《金融研究》第2期,第29~35页。
- [16] 余明桂和潘红波,2008,《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》第8期,第9~21页。
- [17] 张敏、张胜、申慧慧和王成方,2010,《政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据》,《管理世界》第11期,第143~153页。
- [18] 周宏、林晚发、李国平和王海妹,2012,《信息不对称与企业债券信用风险估价——基于2008-2011年中国企业债券数据》,《会计研究》第12期,第36~42页。
- [19] 周宏、徐兆铭、彭丽华和杨萌萌,2011,《宏观经济不确定性对中国企业债券信用风险的影响——基于2007-2009年月度面板数据》,《会计研究》第12期,第41~45页。
- [20] 钟辉勇、钟宁桦和朱小能,2016,《城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据》,《金融研究》第4期,第66~82页。
- [21] 钟辉勇、张一凡和林晚发,2017,《中国债券评级行业的现状与问题:次贷危机十年后的反思》,《财经智库》第6期,第125~138页。
- [22] Acharya, V., S. A. Davydenko and I. A. Strebulaev. 2012. "Cash Holdings and Credit Risk". *Review of Financial Studies*, 25(12): 3572-3609.

- [23] Chen, C. , Z. Q. Li, X. J. Su and Z. S. 2011. "Rent – Seeking Incentives, Corporate Political Connections, and the Control Structure of Private Firms: Chinese Evidence". *Journal of Corporate Finance*, 17( 2) : 229 ~ 243.
- [24] Chen, T. K. , Y. J. Tseng and Y. T. Hsieh. 2015. "Real Earnings Management Uncertainty and Corporate Credit Risk". *European Accounting Review*, 24( 3) : 413 ~ 440.
- [25] Cormier, D. , M. Ledoux and W. Aerts. 2010. "Corporate Governance and Information Asymmetry between Managers and Investors". *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10( 5) : 574 ~ 589.
- [26] Deng, X. M. and Y. Li. 2017. "Consumers' Responses to Corporate Social Responsibility Initiatives: The Mediating Role of Consumer – Company Identifications". *Journal of Business Ethics*. 142: 515 ~ 526.
- [27] Fan, J. P. H. , T. J. , Wong and T. Y. Zhang. 2007. "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post – IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms". *Journal of Financial Economics*, 84( 2) : 330 ~ 357.
- [28] Houston, J. F. , L. L. Jiang, C. Lin and Y. Ma. 2014. "Political Connections and the Cost of Bank Loans". *Journal of Accounting Research*, 52( 1) : 198 ~ 243.
- [29] Zhou, H. , G. P. Li and W. F. Lin. 2016. "Corporate Social Responsibility and Credit Spreads – An Empirical Study in Chinese Context". *Annals of Economics and Finance*. 17 – 1: 79 ~ 103.

## The Gains and Losses of Senior Management Experience? Evidence from the Bond Market

LIN Wanfa ZHONG Huiyong LI Qingyuan

( School of Economics and Management, Wuhan University;

School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics)

**Abstract:** This paper uses corporate bond data issued on the exchange bond market from 2008 to 2015 to examine the effect of the senior management experience on bond issuance success rates and credit spreads. The study finds that compared to companies without senior executives serving as deputies to the National People's Congress or members of the Chinese People's Political Consultative Conference, the companies whose executives have served as deputies to the National People's Congress or members of the Chinese People's Political Consultative Conference have higher success rates for issuing bonds, but at the same time, their issuing costs are also greater. After considering possible endogenous issues, the above results remain robust. Our further study finds that for companies with senior management experience mentioned above, they perform more earnings management before the bonds were issued, making subsequent performance "changing face," so investors would demand a higher risk premium. The research in this paper shows that although the experience of senior executives will help companies successfully issue bonds, the bond market also requires companies to pay higher costs.

**Key words:** Senior Management Experience, Bond Issuance, Credit Spread, Earnings Management

( 责任编辑: 王 鹏) ( 校对: WH)