

管理层能力、信息披露质量与企业信用评级*

吴育辉¹, 吴世农¹, 魏志华²

(1. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005;

2. 厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

内容提要:本文借鉴 Demerjian 等(2012)的方法度量管理层能力,并以2010—2014年进行信用评级的中国A股上市公司作为样本,探讨管理层能力与企业信用评级的关系,以及信息披露质量如何影响评级机构对管理层能力的判断。研究发现:(1)在控制其他变量的前提下,随着管理层能力的提升,企业的信用评级也会越高,表明评级机构在信用评级中确实考虑了管理层能力的高低。(2)企业的信息披露质量会影响评级机构对管理层能力的判断。信息披露质量越高,评级机构就越容易以此评判管理层的真实能力,并将其在信用评级中体现出来。(3)管理层能力与企业信用评级的关系,并非由于低声誉评级机构为迎合发债企业需求、扩大市场份额而有意降低评级质量造成,而是由于高声誉评级机构确实能够更好地判别和度量管理层能力所致。本文不仅从理论上拓展了信用评级影响因素的研究,而且有助于更好地了解、引导和规范评级机构的信用评级行为。

关键词:管理层能力;信息披露质量;信用评级

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)01—0165—16

一、引言

近年来,中国的企业信用债券市场发展非常迅速。根据中国人民银行的统计数据,2004年社会融资规模总量为2.86万亿元,其中企业的信用债券融资额仅有467亿元,占全部社会融资总额的1.6%;到了2015年,社会融资规模总量达到15.41万亿元,其中企业的信用债券融资额快速增长到2.94万亿元,已经占社会融资规模总量的19.1%,达到历史最高水平。企业信用债券融资额在短短12年的时间内增长了62倍。由于企业信用债券在发行时需要进行信用评级,因此,信用债券市场的发展也促进了我国信用评级行业的蓬勃发展。与此同时,随着信用评级重要性水平的不断提升,国家发改委、中国人民银行、财政部、证监会等部门也都加大了对评级行业的监管力度。例如,2003年,国家发改委要求企业债券发行需要经过2000年以来承担过国务院特批企业债券评级业务的信用评级机构进行评估;2004年,中国人民银行要求拟在银行间债券市场发行债券的机构和发行的债券,均应经过在中国境内工商注册且具备债券评级能力的评级机构做出信用评级;2006年,中国人民银行发布信用评级管理指导意见,旨在规范信用评级机构在银行间债券市场和

收稿日期:2016-09-22

* 基金项目:国家自然科学基金项目“企业债券市场发展与企业财务政策选择”(71372072);国家自然科学基金项目“中国上市公司关联交易研究:动机、经济后果与治理机制”(71572165);教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-13-0507)。

作者简介:吴育辉(1978-),男,福建泉州人,副教授,管理学博士,研究领域是公司财务、公司治理与资本市场,E-mail:wuyuhui@xmu.edu.cn;吴世农(1956-),男,福建泉州人,教授,管理学博士,研究领域是公司财务与资本市场,E-mail:snwu@xmu.edu.cn;魏志华(1983-),男,江西赣州人,副教授,管理学博士,研究领域是公司财务与资本市场,E-mail:finjoy@126.com。通讯作者:吴育辉。

致谢:感谢厦门大学管理学院研究生马群同学在本文研究中所做的贡献。

信贷市场的信用评级执业行为,促进信用评级业的健康发展;2007年9月,中国证监会发布证券市场资信评级业务管理暂行办法,对从事证券市场资信评级业务进行规范。

虽然相关部门都在严格把控评级行业的信用评级业务,但是,信用评级的公信力还是不断受到质疑。在实践方面,“11超日债”违约前的公司主体评级与债项评级均为AA,表示公司对其债务能够提供很好的安全保障,公司偿还债务的能力很强,受不利经济环境的影响不大,违约风险很低,然而,它却在2014年3月4日公告正式违约,成为了我国首例违约的公司债券,打破了我国债市零违约、刚性兑付的局面。此后,“12湘鄂债”“11天威MTN1”“13山水MTN1”“15东特钢CP001”等公司债券、中期票据、超短期融资券也相继出现违约,而相关信用评级机构都未能有效提前预测这一违约风险,引发了投资者对信用评级机构的质疑。在理论研究方面,一些学者也开始研究公司信用评级的影响因素。陈超、郭志明(2008)的研究发现,企业的财务风险和盈利能力对债券评级没有显著影响,而债券上市后评级的动态调整也几乎不存在;刘娥平、施燕平(2014)研究则发现,评级机构的信用评级会受到发债公司盈余管理的影响,发债公司的盈余管理越高,其得到的信用评级也就越高。这说明,信用评级机构无法有效甄别发债公司的盈余管理行为。

那么,评级机构的信用评级行为真的就普遍存在公信力问题?或者上述情况只是个别现象,不代表评级机构的整体水平?评级机构在衡量发债公司信用评级时,除了考虑通常的财务指标之外,是否还关注到公司的一些非财务指标,比如公司的管理层能力呢?本文以2010—2014年进行信用评级的A股上市公司作为研究样本,实证检验管理层能力与企业信用评级的关系,以及信息披露质量如何影响评级机构对管理层能力的判别。实证研究结果表明:(1)在控制其他财务指标之后,随着管理层能力的提升,企业的信用评级也会显著提高,表明评级机构在信用评级中确实关注并考虑了管理层能力的高低。(2)信息披露质量会影响评级机构对管理层能力的判断。信息披露质量越高,评级机构就越容易了解和度量管理层的真实能力,并在信用评级中加以体现。(3)管理层能力与企业信用评级的关系,并非由于低声誉评级机构为迎合发债企业需求、扩大市场份额而有意降低评级质量造成,而是由于高声誉评级机构确实能够更好地判别和度量管理层能力所致。

本文的主要贡献在于:已有文献大量探讨了会计财务信息如何影响企业信用评级(Ziebart & Reiter, 1992;陈超、郭志明,2008;朱松,2013;施丹、姜国华,2013;王博森、施丹,2014),但对非财务信息如何影响企业信用评级的文献并不多见。而现实中,企业的违约风险却很可能由非财务信息所引发。例如,中国第一家发行短期融资券的非上市民营企业福禧投资就是因为违规拆借上海社保基金,资产遭法院冻结而陷入违约风险。本文研究了管理层能力与企业信用评级之间的关系,考察管理层能力这一非财务信息是否以及如何影响企业的信用评级。本文不仅拓展了企业信用评级影响因素的理论研究,而且在实务上有助于帮助投资者更全面地了解评级机构是如何评估企业的信用等级。

二、文献回顾与研究假设

如何合理地评价企业的信用等级,一直以来都是理论界和实务界非常关注的话题。一般而言,财务信息是企业信用评级的重要参考指标。Horrigan(1966)、Kaplan & Urwitz(1979)的研究发现,企业的收入、利润以及费用等财务信息是评级机构在进行信用评级时关注的重要信息;Ziebart & Reiter(1992)从更全面的会计信息入手,发现包括公司规模、利息保障倍数、资产周转率、资本结构以及Beta系数等指标都会影响企业的债券评级;Jiang(2008)的研究发现,一旦企业的经营绩效符合业绩预期时,其信用评级被调高的概率也会增加;朱松(2013)研究了中国企业的信用评级与会计信息之间的关系,发现中国企业信用评级基本上反映出了基本面的信息,即财务指标、股权特征和宏观经济发展均显著影响企业的信用评级;王博森、施丹(2014)、施丹、姜国华(2013)分别考察了会计信息在中国公司债券定价及公司债券信用等级迁移中的作用,发现盈利能力、偿债能力、现金流量等财务指标确实会显著影响债券定价及公司的信用评级变化。

除了财务信息之外,公司治理结构也可能影响企业的信用评级。好的公司治理机制会降低信息不对称

导致的违约风险,并监督管理层更加努力地为企业创造价值,从而提高企业的信用评级。Sengupta(1998)的研究发现,企业的信息披露质量与债券融资成本显著负相关,信息披露质量越高,债券发行成本就越低;Bhojraj & Sengupta(2003)的研究发现,机构投资者的持股比例越高、董事会的外部独立性越强,企业的信用评级就越高;Ashbaugh-Skaife等(2006)从更加全面的角度度量了公司治理因素与信用评级之间的关系,他们发现,在控制了公司的风险特征之外,随着大股东持股比例的增加和CEO权力的提高,企业的信用评级会下降,而会计信息质量越高、董事会独立性越强、董事会持股比例越大、董事的专业性水平越高,则企业的信用评级也就越高;马榕、石晓军(2016)以中国2005—2011年发行各种信用债券的A股上市公司为样本,研究发现,公司可以通过操纵盈余管理程度来影响其信用评级水平;而李琦等(2011)却得出相反的结论,他们认为,信用评级机构可以在一定程度上抑制企业的盈余管理行为,一旦企业因盈余管理过度被信用评级机构识破,反而会被调低信用评级。

尽管许多学者从财务信息和公司治理这两个角度去研究信用评级的影响因素,但是,现有文献却很少考察管理层能力是否会影响企业的信用评级。究其原因,主要是对管理层能力的度量一直存在争议。现有文献主要通过两种方式对管理层能力进行研究:(1)通过管理层的个人特征而不是整体能力去研究其对企业财务行为的影响。如Camelo-Ordaz等(2005)、姜付秀等(2009)研究发现,管理层的教育背景和教育水平会影响企业的创新能力和投资效率;Adams & Ferreira(2009)、杜兴强、冯文滔(2012)分别研究发现,公司高管的性别比例会影响公司的治理效率和慈善捐赠;吴文锋等(2009)从高管的政府背景出发,发现高管具有政府背景的公司能获得更好的税收优惠;Huang(2014)研究发现,如果董事会中具有在投行工作过的董事,那么公司进行并购的概率更高,市场反应更好,而且并购后的业绩表现也更好。(2)通过股票市场反应、公司整体经营绩效变化、CEO薪酬、CEO任期等间接的方法度量管理层能力。如Hayes & Schaefer(1999)、Bennedson等(2010)、林涛等(2009)研究管理层变更或者死亡对股票价格以及公司财务业绩的影响;Carter等(2010)以跳槽CEO作为研究对象,发现其管理天赋与薪酬溢价显著相关,并由此认为CEO薪酬可以更好地度量管理层能力的高低;Grimm & Smith(1991)、Hambrick & Fukutomi(1991)、刘运国、刘雯(2007)、文芳、胡玉明(2009)发现,高管的任职期限会影响企业的研发投入。

Demerjian等(2012)开创性地运用数据包络分析法(DEA)来度量管理层的综合能力,并证明了该指标比经行业调整后的股票收益率或ROA、CEO薪酬、CEO任期或媒体关注度等现有的间接度量管理层能力的指标更优。此后,这种新的度量管理层能力的方法开始逐步得到推广。Baik等(2011)利用这种方法研究了CEO能力与管理层盈利预测之间的关系,发现能力强的CEO发布盈利预测的概率和频率都越高;Demerjian等(2013)研究了管理层能力与盈余质量的关系,发现管理层能力越强,公司的盈余质量也会越高;Francis等(2014)研究管理层能力与企业避税行为的关系,发现管理层能力越强,其所在企业的避税行为就越保守;Wang(2013)研究了管理层能力与内部人交易的关系,发现高能力管理者在进行内部人交易时更容易减少损失,同时,会更加有意识地规避法律风险;张铁铸、沙曼(2014)发现,管理层能力有助于约束企业的在职消费水平。

既然管理层能力会影响企业的财务行为,例如约束其在职消费,因此,管理层能力自然也会影响企业的财务状况和经营成果。那么,作为信用评级机构,就应该在评级过程中加入对管理层能力的考虑。管理层能力越强,对企业的财务状况和经营成果的正面影响就会越大,信用评级就应该越高。因此,本文提出如下假设:

H₁:在控制其他财务信息的基础上,管理层能力越强,公司信用评级就越高。

如同管理层与股东之间存在信息不对称一样,发债企业与债券投资者之间也存在信息不对称。在发债过程中,随着发债企业与投资者之间信息不对称程度的增加,投资者因无法准确了解企业的真实偿债能力而承担的投资风险将随之增加,因此,投资者必然向发债企业索取更高的回报作为补偿,这将导致发债企业承担更高的融资成本。信用评级最主要的作用就是降低发债企业与债券投资者之间的信息不对称程度,帮助债券投资者进行合理定价。但是,一般而言,信用评级机构并不会像会计师事务所那样重新详细地对发

债企业财务报表进行审计,而是基于经审计后的财务报告进行财务分析和研究。已有研究发现,通过引入外部审计和高质量的会计师事务所,可以有助于降低发债企业与投资者之间的信息不对称程度,进而影响企业的信用利差(Blackwell等,1998)。这表明,审计报告的质量会影响信用评级机构的评级决策。同样地,审计师的选择也会对企业的银行贷款融资造成显著影响(Blackwell等,1998;姚立杰、夏冬林,2009;胡奕明、唐松莲,2007;廖义刚等,2010)。陈超、李镛伊(2013)针对中国公司债券市场的研究也发现,审计质量越高,债券发行企业与投资者之间的信息不对称程度就越低,公司债券评级和主体评级均显著越高;周宏等(2012)实证研究债券发行企业与投资者之间的信息不对称程度对债券融资成本的影响,他们发现,信息不对称程度越高,债券融资成本也越高;朱松等(2013)、陈关亭等(2014)同样发现,选择高质量的审计师确实能在一定程度上降低债券市场的信息不对称程度,帮助投资者对企业的盈余质量做出更加专业的判断,进而提高企业的信用评级,降低企业的融资成本。

虽然评级机构的出现本质上是为了降低发债企业与债券投资者之间的信息不对称问题,但相对于公司管理层而言,评级机构同样是外部人员,因此,公司的信息披露质量同样会影响评级机构对管理层能力的了解、分析和度量。公司披露的信息质量越高,评级机构与发债企业之间的信息不对称程度就越低,评级机构就可以越容易观察到企业的管理层能力,给予能力强的管理层更高的信用评级。因此,本文提出如下假设:

H₂:信息披露质量会影响管理层能力与企业信用评级之间的关系。信息披露质量越高,管理层能力与企业信用评级之间的关系就越显著。

三、研究设计

1. 数据来源

本文以2010—2014年A股上市公司为样本,按照以下标准进行了样本的筛选:(1)剔除金融类上市公司,包括银行、保险、证券等公司。这类公司由于其业务特点,财务报表披露与其他公司不一致,无法准确计算管理层能力。(2)剔除同一年在不同机构评级的样本。由于每家公司一年只有一个管理层能力,两个信用评级将会使得模型失去一一对应关系。(3)剔除评级或财务数据严重缺失的上市公司。本文最终得到827个上市公司的信用评级样本。信用评级数据来源于万得数据库,公司财务数据来源于国泰安数据库。为了避免极端值的影响,本文对连续变量1%的极端值进行了截尾处理。

2. 变量定义

(1)管理层能力。本文借鉴Demerjian等(2012)、张铁铸、沙曼(2014)的方法度量管理层能力。首先采用数据包络分析法(DEA)来估计行业内公司的效率,具体计算方法如下:

$$\max_v = \frac{Sales}{v_1 COGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 Intangible + v_5 Goodwill + v_8 R\&D} \quad (1)$$

式中,*Sales*表示营业收入,用来度量公司产出;*COGS*、*SG&A*、*PPE*、*Intangible*、*Goodwill*、*R&D*分别表示营业成本、销售及管理费用、固定资产、无形资产、商誉和研发支出,这些指标共同度量公司投入。按照模型(1)计算出来的公司效率*Efficiency*取值在0~1之间。由于公司效率既受公司因素(如规模优势等)的影响,也受管理层能力的影响,因此,要度量管理层能力,需要剔除公司因素的影响。因此,在模型(1)的基础上,本文构建Tobit回归模型来分行业测算公司的管理层能力:

$$Efficiency = \partial_0 + \partial_1 Size + \partial_2 MS + \partial_3 FCF + \partial_4 Age + \partial_5 BHHI + Year + \varepsilon \quad (2)$$

式中,*Size*表示公司规模;*MS*表示市场份额;*FCF*表示自由现金流;*Age*表示公司成立年限;*BHHI*表示业务复杂性,即各部门销售收入与营业总收入的比值之和;*Year*反映年度固定效应;残差 ε 就是管理层能力的度量指标。在后面的行文中,管理层能力用*MA*表示。

(2)企业信用评级。借鉴国内外研究的通用做法,本文对企业的信用评级(即企业的主体评级,用*Credit rating*表示)进行赋值,其中,AAA=1,AA+=2,AA=3,AA-=4,A+=5,A=6,A-=7,BBB+=8。

(3)信息披露质量。本文参考陈超、李镛伊(2013)、陈关亭等(2014),以财务报告是否经四大会计师事

务所审计 (*Big4*) 以及审计费用 (*Fee*) 两个指标作为信息披露质量 (*Quality*) 的替代变量, 构建该变量与管理层能力的交乘项, 考察信息披露质量是否会对管理层能力与企业信用评级关系产生影响。

(4) 控制变量。本文参考 Cornaggia 等 (2014)、李琦等 (2011)、施丹、姜国华 (2013) 等已有文献, 选择公司股权属性 (*State*)、公司规模 (*Size*)、盈利能力 (*ROA*)、负债水平 (*Leverage*)、利息保障倍数 (*Coverage*)、公司成长性 (*Growth*) 等指标作为控制变量, 并对年份和行业加以控制。研究变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量描述
信用评级	<i>Credit rating</i>	发行债券时的主体评级, AAA = 1, AA + = 2, AA = 3, AA - = 4, A + = 5, A = 6, A - = 7, BBB + = 8.
管理层能力	<i>MA</i>	发债前两年 <i>MA</i> 的均值 (见 Demerjian 等, 2012)
公司效率	<i>Efficiency</i>	发债前两年 <i>Efficiency</i> 的均值 (见 Demerjian 等, 2012)
信息披露质量 (<i>Quality</i>)	<i>Big4</i>	四大会计师事务所取 1, 否则取 0
	<i>Fee</i>	发债前一年审计费用的自然对数
股权属性	<i>State</i>	国有控股企业为 1, 非国有控股企业为 0
公司规模	<i>Size</i>	发债前一年公司总资产的自然对数
盈利能力	<i>ROA</i>	发债前一年的净利润/总资产
负债水平	<i>Leverage</i>	发债前一年公司总负债/总资产
利息保障倍数	<i>Coverage</i>	发债前一年的息税前利润/利息费用
公司成长性	<i>Growth</i>	发债前一年的总资产增长率
时间效应	<i>Year</i>	五个研究年度取四个年份虚拟变量
行业效应	<i>Industry</i>	以证监会行业分类标准进行划分, 其中, 制造业进一步划分了二级子行业, 共设置 20 个行业虚拟变量

资料来源: 本文整理

3. 研究模型

(1) 管理层能力与信用评级。本文借鉴 Cornaggia 等 (2014) 的做法, 将企业信用评级作为被解释变量, 管理层能力作为解释变量, 研究管理层能力与企业信用评级之间的关系。如果 β_1 显著为负, 则表明随着管理层能力的提高, 企业的信用评级也随之提高, 假设 H_1 得证。为此, 构建如下模型:

$$Credit\ rating = \beta_0 + \beta_1 MA + \beta_2 State + \beta_3 Size + \beta_4 ROA + \beta_5 Leverage + \beta_6 Growth + \beta_7 Coverage + Year\ fixed\ effects + Industry\ fixed\ effect + \varepsilon \quad (3)$$

(2) 信息披露质量对管理层能力与信用评级关系的影响。为研究信息披露质量对管理层能力与信用评级关系的影响, 本文在模型 (3) 的基础上, 进一步加入信息披露质量的代理变量 (*Quality*), 以及管理层能力与信息披露质量的交乘项 ($MA \times Quality$) 进行回归。如果 β_3 显著为负, 则表明信息披露质量越高, 管理层能力与企业信用评级的负相关关系越显著, 假设 H_2 得证。为此, 构建如下模型:

$$Credit\ rating = \beta_0 + \beta_1 MA + \beta_2 Quality + \beta_3 MA \times Quality + \beta_4 State + \beta_5 Size + \beta_6 ROA + \beta_7 Leverage + \beta_8 Growth + \beta_9 Coverage + Year\ fixed\ effects + Industry\ fixed\ effects + \varepsilon \quad (4)$$

4. 描述性统计

本文首先借鉴 Demerjian 等 (2012)、张铁铸、沙曼 (2014) 的方法, 根据模型 (1) 和模型 (2) 计算出公司效率与管理层能力。从表 2 可见, 公司效率的总体均值为 0.722, 最小值为 0.021, 标准差为 0.2, 说明我国上市公司的总体效率较高, 但不同公司间的差异较大。管理层能力的总体均值为 -0.011, 最小值为 0.980, 最大

值为 0.726, 标准差为 0.149, 说明我国上市公司的总体管理层能力并不是很高, 不同公司间的差异较大。农、林、牧、渔业, 住宿和餐饮业, 居民服务、修理和其他服务业的效率较高, 分别达到 0.906、0.988 和 0.957, 但其管理层能力分别只有 -0.039、-0.211 及 -0.078, 在不同行业之间处于偏低水平。制造业的管理层能力达到 -0.004, 是不同行业之中管理层能力最高的。房地产行业的效率不高, 仅为 0.638, 但其管理层能力达到 -0.007, 仅次于制造业, 这与现实情况是较为吻合的。由于房地产行业的特殊性, 其面临的竞争更加激烈, 市场环境更加复杂, 因此, 对管理者的要求更高, 会拥有更高的管理层能力。

表 2 公司效率 (*Efficiency*) 及管理层能力 (*MA*) 的分行业描述性统计

行业	观测数	公司效率 (<i>Efficiency</i>)				管理层能力 (<i>MA</i>)			
		均值	最小值	最大值	标准差	均值	最小值	最大值	标准差
总体	7625	0.722	0.021	1	0.200	-0.011	-0.980	0.726	0.149
农、林、牧、渔业	153	0.906	0.464	1	0.110	-0.039	-0.437	0.151	0.105
采矿业	228	0.752	0.265	1	0.204	-0.027	-0.489	0.370	0.190
制造业	4540	0.667	0.021	1	0.194	-0.004	-0.692	0.726	0.149
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	353	0.890	0.493	1	0.103	-0.017	-0.375	0.215	0.094
建筑业	163	0.893	0.580	1	0.095	-0.012	-0.285	0.197	0.088
批发和零售业	579	0.887	0.480	1	0.099	-0.007	-0.381	0.204	0.087
交通运输、仓储与邮政业	294	0.801	0.352	1	0.165	-0.026	-0.484	0.251	0.162
住宿和餐饮业	50	0.988	0.805	1	0.038	-0.211	-0.980	0.029	0.245
信息传输、软件和信息技术服务业	222	0.788	0.468	1	0.138	-0.010	-0.420	0.287	0.130
房地产业	592	0.638	0.170	1	0.190	-0.007	-0.461	0.571	0.179
租赁和商务服务业	93	0.837	0.323	1	0.180	-0.052	-0.603	0.319	0.162
水利、环境和公共设施管理业	60	0.841	0.375	1	0.196	-0.102	-0.404	0.559	0.158
居民服务、修理和其他服务业	20	0.957	0.748	1	0.067	-0.078	-0.331	0.059	0.106
文化、体育和娱乐业	43	0.824	0.488	1	0.150	-0.030	-0.363	0.231	0.126

资料来源: 本文整理

本文进一步对信用评级和其他控制变量进行描述性统计。如表 3 的 Panel A 所示, 在全部的信用评级样本中, 信用评级为 AA 级的样本最多, 达到 325 家, 占全部样本比重接近 40%; 信用评级为 A 级的样本最少, 只有 3 家。从信用评级的年度分布来看, 2010—2012 年, 发债公司逐年增加, 2013 年有所回落, 2014 年发债公司数量基本回升至 2012 年的水平。从 Panel B 来看, 信用评级的行业分布中, 制造业发行债券的公司最多, 达到 396 家, 但其总体评级不高, 信用级别在 AA 与 AA- 之间徘徊。相对来说, 采矿业的信用评级最高, 总体上可以达到 AAA 和 AA+ 之间。住宿和餐饮业的信用评级最低, 均值达到 4.60, 信用评级在 AA- 与 A+ 之间徘徊。从 Panel C 来看, 信用评级 (*Credit rating*) 的均值为 2.94, 说明上市公司的平均信用评级基本在 AA 左右。信用评级的标准差为 1.15, 相对于其他控制变量, 其标准差较大, 说明上市公司的信用评级分布还是存在一定的差异性。管理层能力 (*MA*) 的均值为 -0.02, 最小值为 -0.29, 最大值为 0.28, 表明大部分上市公司的管理层能力不突出, 好坏管理层之间的能力存在显著差异。公司效率 (*Efficiency*) 的均值为 0.77, 最小值为 0.39, 最大值为 1, 最好与最坏公司之间效率的绝对值差异达到 60%。公司属性 (*State*) 的均值为 0.65, 说明大部分发债公司为国有控股上市公司, 非国有控股上市公司发债仅占全部样本的三分之一左右。信息披露质量中的四大会计师事务所 (*Big4*) 的均值为 0.1, 说明绝大部分发债公司的报表不是由国际四大事务所审计的。信息披露质量中的另外一个代理变量审计费用 (*Fee*) 的均值为 13.97, 标准差为 0.846, 不同公司之间的审计费用差异较小。公司规模 (*Size*) 均值为 23.08, 最小值为 21.04, 最大值为

26.95,公司间差异较大。总资产收益率(*ROA*)的均值为0.05,说明大部分发债公司的盈利能力并不是处在很高的水平,极值之间0.19的差异也说明公司之间的盈利能力有很大差异。财务杠杆(*Leverage*)的均值为0.56,说明大部分发债公司承担了近一半的债务,债务比例最大的公司甚至达到0.85,财务风险较大。利息保障倍数(*Coverage*)的均值为6.43,说明大部分发债公司的利润可以很好地覆盖利息费用。成长性(*Growth*)的均值为0.20,说明大部分发债公司具有比较高的成长性,最小值为-0.37,说明发债公司中也不乏成长性较差的公司。

表3 主要变量的描述性统计

Panel A:信用评级年度分布						
信用评级	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	合计
AAA	7	12	25	30	40	114
AA+	12	27	34	24	44	141
AA	29	69	78	70	79	325
AA-	28	39	40	32	31	170
A+	8	16	26	16	8	74
A	1	2	0	0	0	3
合计	85	165	203	172	202	827

Panel B:信用评级行业分布			
行业	数量	占比(%)	评级均值
制造业	396	48	3.16
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	93	11	2.18
批发和零售业	78	9	3.25
交通运输、仓储和邮政业	60	7	2.17
建筑业	38	5	3.08
采矿业	34	4	1.74
综合	30	4	3.52
农、林、牧、渔业	20	2	3.95
房地产业	20	2	2.90
信息传输、软件和信息技术服务业	17	2	3.35
水利、环境和公共设施管理业	17	2	2.81
租赁和商务服务业	7	1	3.43
居民服务、修理和其他服务业	6	1	2.33
文化、体育和娱乐业	6	1	2.50
住宿和餐饮业	5	1	4.60
合计	827	100	2.94

Panel C:描述性统计					
变量	观测数	均值	最小值	最大值	标准差
<i>Credit rating</i>	827	2.94	1.00	6.00	1.15
<i>MA</i>	827	-0.02	-0.29	0.28	0.11
<i>Efficiency</i>	827	0.77	0.39	1.00	0.16
<i>Big4</i>	827	0.10	0.00	1.00	0.30
<i>Fee</i>	798	13.97	12.61	17.32	0.85

Panel C: 描述性统计					
变量	观测数	均值	最小值	最大值	标准差
<i>State</i>	827	0.65	0.00	1.00	0.48
<i>Size</i>	827	23.08	21.04	26.95	1.17
<i>ROA</i>	827	0.05	-0.03	0.16	0.04
<i>Leverage</i>	827	0.56	0.20	0.85	0.16
<i>Coverage</i>	827	6.43	-47.60	86.96	14.86
<i>Growth</i>	827	0.20	-0.37	2.04	0.33

资料来源: 本文整理

四、实证结果

1. 管理层能力与信用评级

本文根据模型(3)来检验管理层能力与发债公司信用评级之间的关系, 回归结果如表4所示。在回归结果(1)中, 本文在未加入管理层能力变量的情况下研究影响发债公司信用评级的主要因素。实证结果发现, 公司的股权属性(*State*)、公司规模(*Size*)、盈利能力(*ROA*)、负债水平(*Leverage*)、利息保障倍数(*Coverage*)以及成长性(*Growth*)均会影响发债公司的信用评级。首先, 国有控股上市公司的信用评级显著高于非国有控股上市公司的信用评级。这一结果表明, 国有控股上市公司更容易借助政府的隐性担保去获得更高的信用评级, 这与方红星等(2013)的研究结论相一致。其次, 公司规模越大, 其信用评级也越高。这是由于, 规模越大的公司拥有越多的可抵押资产, 或者其获取现金流的能力也越稳定, 因此, 其信用评级也越高。第三, 公司的盈利能力越强, 其信用评级也越高。这是由于, 当公司的盈利能力越强时, 意味着公司的经营绩效越好, 还本付息的保障越高, 因此, 信用评级越高也是情理之中。第四, 公司的负债水平越低, 其信用评级也越高。这是因为, 当公司的负债水平越低, 表明其所需要偿还的负债越少, 其面临的财务风险也就越低, 其信用评级当然也会越高。第五, 公司的利息保障倍数越高, 其信用评级也越高, 表明偿债能力的提升会降低公司的财务风险, 提高公司的信用水平。最后, 公司的成长性越高, 表明未来的还款能力越强, 因此, 其信用评级也就越高。

表4 管理层能力(MA)与信用评级的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
<i>MA</i>		-0.886 *** (-3.49)	-0.775 *** (-3.11)
<i>State</i>	-0.502 *** (-8.38)	-0.505 *** (-8.48)	-0.404 *** (-6.65)
<i>Size</i>	-0.988 *** (-37.29)	-0.999 *** (-37.68)	-0.944 *** (-34.05)
<i>ROA</i>	-6.254 *** (-6.51)	-6.029 *** (-6.30)	-6.410 *** (-6.82)
<i>Leverage</i>	2.372 *** (10.14)	2.456 *** (10.51)	2.013 *** (8.31)
<i>Coverage</i>	0.005 ** (2.54)	0.005 *** (2.76)	0.004 ** (2.32)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Growth</i>	0.265 *** (3.11)	0.260 *** (3.07)	0.243 *** (2.85)
<i>Constant</i>	25.802 *** (45.57)	25.990 *** (46.00)	25.593 *** (42.87)
<i>N</i>	827	827	827
<i>Year/Industry</i>	<i>Control</i>	No	<i>Control</i>
<i>Adjusted R²</i>	0.71	0.69	0.72

注:括号内的数值为 *t* 值;*、**、*** 分别表示在 10%、5% 与 1% 水平上显著
资料来源:本文整理

在回归结果(2)中,本文加入管理层能力(*MA*)这一指标,考察在控制了以上这些财务指标之后,评级机构在企业信用评级过程中是否还会考虑管理层能力。如果评级机构确实考虑了管理层能力,则 *MA* 的系数应该显著为负。与预期结果一致,管理层能力与信用评级呈现负相关关系,相关系数为 -0.775 ,并在 1% 的水平上显著,说明在发行债券前,管理层能力越高的企业会获得更高的信用评级。这意味着,评级机构在对公司进行信用评级时,除了观察公司财务报表所体现出的公司股权属性、公司规模、盈利能力与偿债能力等财务指标之外,确实也会关注管理层能力这一软实力,并给予具有高管理层能力的公司更高的信用评级。控制变量的关系与回归结果(1)基本相似,不再赘述。在回归结果(3)中,本文在回归结果(2)的基础上进一步控制了行业和年份的固定效应,实证结果同样显示,管理层能力与信用评级在 1% 的水平上呈现负相关关系。研究假设 H_1 得到证实。

2. 信息披露质量对管理层能力与信用评级关系的影响

既然评级机构在评级过程中会考虑管理层能力,那么,评级机构又是通过何种渠道了解管理层能力呢?这种渠道的通畅程度是否也会影响评级机构对管理层能力的考量呢?基于这一思路,本文选择了信息披露质量作为调节变量做进一步的分析。评级机构了解公司的管理层能力,信息披露当然是一个非常重要的渠道和桥梁,公司的信息披露质量越高,应该越有助于评级机构考察管理层能力的真实水平,并将其反映在最终的信用评级上。反之,如果公司的信息披露质量太差,评级机构无法了解管理层能力的真实水平,二者的相关关系就会受到影响。因此,本文在模型(3)的基础上分别加入信息披露质量控制变量(即是否四大会计师事务所 *Big4* 和审计费用 *Fee*)以及信息披露质量与管理层能力的交乘项($MA \times Big4$ 、 $MA \times Fee$)进行回归,回归结果如表 5 所示。

表 5 信息披露质量对管理层能力与信用评级关系的影响

变量	(1)	(2)
<i>MA</i>	-0.594 ** (-2.26)	-0.230 ** (-2.54)
<i>Big4</i>	-0.146 (-1.45)	
$MA \times Big4$	-1.827 ** (-2.22)	
<i>Fee</i>		-0.063 (-1.09)
$MA \times Fee$		-0.793 *** (-2.75)

变量	(1)	(2)
<i>State</i>	-0.393 *** (-6.46)	-0.934 *** (-21.48)
<i>Size</i>	-0.939 *** (-31.39)	-0.415 *** (-6.66)
<i>ROA</i>	-6.538 *** (-6.93)	-6.311 *** (-6.63)
<i>Leverage</i>	1.986 *** (8.19)	2.087 *** (8.39)
<i>Coverage</i>	0.004 ** (2.21)	0.004 ** (2.14)
<i>Growth</i>	0.244 *** (2.86)	0.225 *** (2.66)
<i>Constant</i>	25.510 *** (39.57)	26.200 *** (40.10)
<i>Industry/Year</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>Observations</i>	827	798
<i>Adjusted R²</i>	0.733	0.722

注:括号内的数值为 *t* 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 与 1% 水平上显著

资料来源:本文整理

在表 5 的回归结果(1)中,模型的调整 R^2 达到 0.733,说明模型拟合优度较好,解释力度较强。在具体的变量方面,管理层能力(MA)与信用评级(Credit rating)的回归系数为 -0.594,且在 5% 的水平上显著,表明管理层能力越大,信用评级越高。这一结果与表 4 的结果相一致。进一步地,信息披露质量与管理层能力的交乘变量($MA \times Big4$)与信用评级(Credit rating)的回归系数为 -1.827,在 5% 的水平上显著,表明当会计师事务所为四大会计师事务所时,管理层能力与企业信用评级的负相关关系更加显著。在回归结果(2)中,模型调整 R^2 达到 0.722,亦代表较好的拟合优度与较强的解释力度。而审计费用与管理层能力的交乘变量($MA \times Fee$)与信用评级(Credit rating)的回归系数为 -0.793,在 1% 的水平上显著,再次表明审计费用的提高会进一步加强管理层能力与企业信用评级的负相关关系。因此,回归结果(1)和回归结果(2)都表明,公司的信息披露质量越高,越有助于评级机构更好地认识和了解管理层能力,并将其纳入公司的信用评级中。研究假设 H_2 得到验证。

通过以上的研究本文发现,评级机构在对发债公司评级时,不仅会考虑其管理层能力这个软性因素,帮助管理层能力强的公司获得更高的信用评级,而且随着发债公司信息披露质量的提升,将有助于评级机构更好地观察和判别公司的管理层能力,并使其在信用评级过程中所占的比重进一步增加。

3. 进一步研究

前面的研究结果表明,管理层能力越强,其信用评级也会越高。但是,是否一定是信用评级机构有效地评估了管理层能力并如实纳入信用评级考虑的范畴之内呢? 还是说存在另外一种可能性,即随着评级市场竞争的日益加剧,评级机构为了获取或者留住客户,在评级过程中有意赋予管理层能力这种软性指标更大的权重以迎合客户的需求,通过牺牲信用评级质量提高客户的信用评级,从而导致管理层能力与信用评级存在这种负相关关系? Griffin & Tang(2011)、Griffin & Tang(2012)、Griffin 等(2013)就发现,评级机构确实有可能为了迎合客户需求以获得更大的市场份额,在债券发行前高估了企业的信用评级;Becker & Milbourn(2011)用评级数据进行研究,证实了随着第三家评级机构惠誉的加入,信用评级机构给出的评级质量有所

下降,同时,评级与市场隐含收益率之间的负相关关系不断降低,且评级对将来债券违约的预测能力逐渐减弱;刘杨树、吴育辉(2014)通过实证研究发现,中国的企业信用评级市场确实存在明显的评级选购倾向,债券期限较长且发行量较小的非国有企业更倾向于选择评级标准较低的评级机构,而这些评级标准较低的评级机构也通过迎合非国有企业的这种需求而扩大了其市场份额。

我国信用评级行业的集中度相对不高,大公国际资信评估有限公司、中诚信国际信用评级有限公司和联合资信评估有限公司虽占据了较多的市场份额,但上海新世纪资信评估投资服务有限公司等新成立的评级机构也在不停抢占市场份额。在这种情况下,高声誉评级机构由于占据较大的市场份额,积累了良好的声誉,会比较注重对于声誉的保护。因此,其为迎合发债公司需求而降低评级质量的意愿应该相对较弱;相反,低声誉评级机构为了加快发展速度、扩大市场份额,应该会有较大的动机去迎合发债公司的“评级选购”需求,进而高估发债公司的信用评级。为了检验管理层能力与企业信用评级之间的负相关关系是否由于评级质量下降而导致,本文将现有的评级机构进行分组,考察不同评级质量或不同声誉的评级机构是否会影 响管理层能力与企业信用评级之间的关系。如果确实是由于评级质量下降造成了管理层能力与企业信用评级的负相关关系,那么,在低评级质量或低声誉评级机构的样本中,这种负相关关系应该尤其显著;而在高评级质量或高声誉评级机构的样本中,这种负相关关系则会弱化,甚至不存在。

本文参考 Becker & Milbourn(2011)的思路构建模型(5),采用信用利差与债项评级之间的拟合优度作为评级质量或评级机构声誉的替代变量。模型中 *Credit spread* 为信用利差,用债券到期收益率与发行日同期限国债到期收益率之差进行度量;模型中 *Bond rating* 为债项评级,采用赋值法度量,AAA 级为 1,AA+ 级为 2,按照等级由高排序依次累加数值。本文以 2007—2014 年所有新发行债券为样本,按照不同的评级机构分类,分别按照模型(5)进行回归,模型拟合优度即为评级质量或评级机构声誉的替代变量,具体拟合优度数据如表 6 所示。

$$Credit\ spread = \beta_0 + \beta_1 Bond\ rating + \varepsilon \quad (5)$$

由表 6 可以看出,大公国际资信评估有限公司的信用利差与债项评级之间的拟合优度最高,达到 0.291,中诚信国际信用评级有限公司和联合资信评估有限公司这两家评级机构的信用利差与债项评级之间的拟合优度稍微低一点,也分别达到 0.280 和 0.256。而其他评级机构的信用利差与债项评级之间的拟合优度则远远低于这三家公司,均在 0.100 以下,最低的拟合优度只有 0.050。这表明,大公国际资信评估有限公司、中诚信国际信用评级有限公司和联合资信评估有限公司这三家公司的评级质量要远远高于其他评级机构的评级质量。

表 6 评级机构具体评级质量表

评级机构	Adjusted R-squared
大公国际资信评估有限公司	0.291
中诚信国际信用评级有限公司	0.280
联合资信评估有限公司	0.256
上海新世纪资信评估投资服务有限公司	0.071
鹏元资信评估有限公司	0.053
其他	0.050

资料来源:本文整理

进一步地,本文根据评级质量的差异将前文的研究样本划分为高评级质量组(或高声誉组)与低评级质量组(或低声誉组),其中,由中诚信国际信用评级有限公司、联合资信评估有限公司和大公国际资信评估有限公司评级的样本为高评级质量组(或高声誉组),其他样本为低评级质量组(或低声誉组),分别按照模型(3)进行回归,具体回归结果如表 7 所示。从表 7 可以发现,在高评级质量(或高声誉)的样本组中,管理层能力(MA)与公司信用评级(Credit rating)呈显著负相关关系,回归系数为 -0.921,且在 1% 的水平下显著。

这一实证结果并未支持“评级选购”的假设,恰恰相反,这一结果说明,高评级质量(或高声誉)的评级机构在对发债公司进行信用评级时,会更注重对发债公司管理层能力的挖掘,并给予管理层能力强的公司更高的信用评级。相反,在低评级质量的样本组中,管理层能力(*MA*)与信用评级(*Credit rating*)并没有显著关系,这说明,低评级质量的评级机构反而不注重对公司管理层能力的考虑,并未将管理层能力纳入评级考虑的范畴中。因此,表7的实证结果否定了“评级选购”这样一种假说,表明管理层能力与信用评级的负相关关系并非出自低评级质量(或低声誉)的评级机构的迎合客户行为,而确实是高评级质量(或高声誉)评级机构的理性评估导致。

表7 不同评级质量下管理层能力与信用评级的回归结果

变量	高评级质量	低评级质量
<i>MA</i>	-0.921 *** (-3.02)	-0.338 (-0.69)
<i>State</i>	-0.435 *** (-5.79)	-0.468 *** (-4.17)
<i>Size</i>	-0.978 *** (-27.66)	-0.814 *** (-11.70)
<i>ROA</i>	-7.218 *** (-6.38)	-5.282 *** (-2.79)
<i>Leverage</i>	1.801 *** (6.09)	1.575 *** (3.32)
<i>Coverage</i>	0.005 ** (2.23)	0.004 (0.99)
<i>Growth</i>	0.250 ** (2.48)	0.073 (0.39)
<i>Industry/Year</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>Observations</i>	579	201
<i>Adjusted R²</i>	0.757	0.574

注:括号内的数值为*t*值;*、**、***分别表示在10%、5%与1%水平上显著

资料来源:本文整理

4. 稳健性检验

本文从以下三个方面对研究结果进行稳健性检验。首先,更换管理层能力的度量指标。除了采用发债前两年的残差均值(*MA*)作为管理层能力的替代变量,本文还进一步采用发债前一年的残差(*MA₁*)和发债前三年的残差均值(*MA₃*)作为管理层能力的替代变量。此外,本文还参照 Cornaggia 等(2014)的做法,对管理层能力进行九等分,构建衡量管理层能力的离散变量(*MA₄*),研究管理层能力与企业信用评级的关系。实证结果如表8的回归结果(1)~回归结果(3)所示。其次,更换信用评级的度量指标。本文将AAA级信用评级定义为0,AAA级以下的信用评级定义为1,构建信用评级的新变量,并代入模型(3)中进行Logistic回归,回归结果如表8的回归结果(4)所示。第三,为了消除模型可能存在的伪回归性与多重共线性,本文在模型(3)的基础上进行差分分析,引入*Delta_MA*这一研究变量,研究管理层能力的变动是否以及如何影响企业信用评级的变动。差分结果如表8的回归结果(5)所示。总体而言,无论采用不同的管理层能力度量指标,还是采用不同的信用评级度量指标,或是采取差分分析的方法,管理层能力与信用评级的负相关关系仍然显著存在。这表明,本文的实证结果总体上是稳健的。

表 8 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MA_1	-0.547** (-2.54)				
MA_3		-0.764** (-2.56)			
MA_4			-0.0312*** (-3.01)		
MA				-3.579** (-2.24)	
ΔMA					-0.910* (-1.94)
$State$	-0.411*** (-7.33)	-0.402*** (-6.10)	-0.403*** (-6.63)	-3.259*** (-4.19)	
$Size$	-0.930*** (-37.82)	-0.974*** (-31.59)	-0.941*** (-34.07)	-3.752*** (-8.96)	-0.796*** (-5.49)
ROA	-6.451*** (-7.70)	-5.964*** (-5.79)	-6.438*** (-6.85)	-21.180*** (-3.19)	-3.490*** (-3.13)
$Leverage$	1.923*** (8.59)	2.191*** (8.16)	2.000*** (8.26)	9.582*** (5.25)	1.167*** (2.75)
$Coverage$	0.002 (1.44)	0.002 (1.12)	0.004** (2.30)	0.018* (1.90)	-0.001 (0.53)
$Growth$	0.161** (2.05)	0.325*** (3.56)	0.242*** (2.84)	1.31 (1.45)	0.095 (1.49)
$Constant$	25.490*** (47.49)	26.032*** (39.18)	25.711*** (42.63)	89.361*** (9.18)	-0.285 (-1.41)
$Industry/Year$	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
$Observations$	998	657	827	827	393
$Adjusted R^2 / Pseudo R^2$	0.729	0.724	0.731	0.701	0.179

注:括号内的数值为 t 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5% 与 1% 水平上显著;回归结果(5)中, $Size$ 、 ROA 、 $Leverage$ 、 $Coverage$ 、 $Growth$ 等变量均为差分变量

资料来源:本文整理

五、研究结论及政策建议

1. 研究结论

随着近年来中国信用债券市场的快速发展,评级机构的作用日益凸显。评级机构在企业信用评级过程中是否充分考虑了企业的各方面因素,尤其是非财务指标方面的因素,成为学术界和实务界共同关注的焦点。管理层能力作为一种重要的非财务指标,是否得到评级机构的关注?如果是,评级机构对管理层能力的识别和度量又会受到何种因素的影响?针对这些问题,本文以 2010—2014 年进行信用评级的 A 股上市公司作为样本,实证检验了管理层能力对企业信用评级的影响,以及信息披露质量如何影响评级机构对管理层能力的判别。研究发现:(1)在控制其他财务指标之后,随着管理层能力的提升,企业的信用评级也会显著提高,表明评级机构在信用评级中确实关注并考虑了管理层能力的高低。(2)信息披露质量会影响评级机构对管理层能力的判断。信息披露质量越高,评级机构就越容易了解和度量管理层的真实能力,并在

信用评级中加以体现。(3)企业信用评级与管理层能力的关系,并非由于低声誉评级机构为迎合发债企业需求、扩大市场份额而有意降低评级质量,而是由于高声誉评级机构确实具有更好的专业能力,能够更好地判别和度量管理层能力所致。

2. 政策建议

根据以上研究,本文提出以下几个方面的政策建议:(1)上市公司应通过引进或者留住高水平管理人才来提升公司总体的管理层能力。从本文的研究结果来看,即便控制了相关财务指标,管理层能力仍然有助于提升公司的信用评级,表明虽然有相当一部分管理层能力无法体现在现有的财务指标上,但是,这种管理层能力却会对公司将来的盈利能力和偿债能力产生重要作用,评级机构也确实能够将其纳入公司的信用评级考虑因素当中。因此,上市公司应不遗余力地通过各种方法提高管理层能力的水平。(2)上市公司应进一步提高上市公司的信息披露质量和信息透明度。更好的信息披露质量有助于评级机构更清楚地判别、观测和度量管理层能力,并将其更好地融入信用评级过程中。如果信息披露不透明或不真实,将直接影响评级机构对管理层能力的度量,最终得出有偏的评级结果。(3)监管部门应合理引导和规范评级机构的信用评级行为,进一步提高其对发债公司的信用评级质量。尤其是低信誉的评级机构,存在为提高市场份额而降低评级质量,迎合发债公司的动机。有关监管部门应该加强对此类评级机构信用评级的监管,使其维持较高的评级质量。

参考文献:

- [1] Adams, R. B., and D. Ferreira. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94, (2): 291 – 309.
- [2] Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and R. LaFond. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42, (1 – 2): 203 – 243.
- [3] Baik, B., D. Farber, and S. Lee. CEO Ability and Management Earnings Forecasts[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28, (5): 1645 – 1668.
- [4] Becker, B., and T. Milbourn. How did Increased Competition Affect Credit Ratings? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101, (3): 493 – 514.
- [5] Bennedsen, M., F. Perez-Gonzalez, and D. Wolfenzon. Do CEOs Matter? [R]. Working Paper, 2010.
- [6] Bhojraj, S., and P. Sengupta. 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.
- [7] Blackwell, D. W., T. R. Noland, and D. B. Winters. The Value of Auditor Assurance: Evidence from Loan Pricing[J]. *Journal of Accounting Research*, 1998, 36, (1): 57 – 70.
- [8] Camelo-Ordaz C., A. B. Hernández-Lara, and R. Valle-Cabrera. The Relationship between Top Management Teams and Innovative Capacity in Companies[J]. *Journal of Management Development*, 2005, 24, (8): 683 – 705.
- [9] Carter, M. E., F. Franco, and I. Tuna. Premium Pay for Executive Talent: An Empirical Analysis[R]. Working Paper, 2010.
- [10] Cornaggia, K. J., G. Krishnan, and C. Wang. Managerial Ability, Credit Ratings, and the Cost of Debt [R]. Working Paper, 2014.
- [11] Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay. Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests[J]. *Management Science*, 2012, 58, (7): 1229 – 1248.
- [12] Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay. Managerial Ability and Earning Quality[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88, (2): 463 – 498.
- [13] Francis, B. B., X. Sun, and Q. Wu. Managerial Ability and Tax Avoidance[R]. Working Paper, 2014.
- [14] Griffin, J. M., and D. Y. Tang. Did Credit Rating Agencies Make Unbiased Assumptions on CDOs? [J]. *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, 2011, 101, (3): 125 – 130.
- [15] Griffin, J. M., and D. Y. Tang. Did Subjectivity Play a Role in CDO Credit Ratings? [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67, (4): 1293 – 1328.

- [16] Griffin, J. M., J. Nickerson, and D. Y. Tang. Rating Shopping or Catering? An Examination of the Response to Competitive Pressure for CDO Credit Ratings[J]. *Review of Financial Studies*, 2013, 26, (9): 2270 – 2310.
- [17] Grimm, C. M., and K. G. Smith. Management and Organizational Change: A Note on the Railroad Industry[J]. *Strategic Management Journal*, 1991, 12, (7): 557 – 562.
- [18] Hambrick, D. C., and G. D. Fukutomi. The Seasons of a CEO's Tenure[J]. *Academy of Management Review*, 1991, 16, (4): 719 – 742.
- [19] Hayes, R., and S. Schaefer. How Much Are Differences in Managerial Ability Worth? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 27, (2): 125 – 148.
- [20] Horrigan, J. O. The Determination of Long – term Credit Standing with Financial Ratios[J]. *Journal of Accounting Research*, 1966, 4, (1): 44 – 62.
- [21] Huang, Q., F. Jiang, E. Lie and K. Yang. The Role of Investment Banker Directors in M&A[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 112, (2): 269 – 286.
- [22] Jiang, J. Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83, (2): 377 – 416.
- [23] Kaplan, R. S., and G. Urwitz. Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry[J]. *Journal of Business*, 1979, 52, (2): 231 – 261.
- [24] Sengupta, P. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt[J]. *The Accounting Review*, 1998, 73, (4): 459 – 474.
- [25] Wang, G. Managerial Ability and Informed Insider Trading[R]. Working Paper, 2013.
- [26] Ziebart, D. A., and S. A. Reiter. Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1992, 9, (1): 252 – 282.
- [27] 陈超, 郭志明. 我国企业债券融资、财务风险和债券评级[J]. *南昌: 当代财经*, 2008, (2).
- [28] 陈超, 李镛伊. 审计能否提高公司债券的信用评级[J]. *北京: 审计研究*, 2013, (3).
- [29] 陈关亭, 朱松, 黄小琳. 审计师选择与会计信息质量的替代性研究——基于稳健性原则对信用评级影响视角[J]. *北京: 审计研究*, 2014, (5).
- [30] 杜兴强, 冯文滔. 女性高管、制度环境与慈善捐赠——基于中国资本市场的经验证据[J]. *北京: 经济管理*, 2012, (11).
- [31] 方红星, 施继坤, 张广宝. 产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据[J]. *北京: 金融研究*, 2013, (4).
- [32] 胡奕明, 唐松莲. 审计、信息透明度与银行贷款利率[J]. *北京: 审计研究*, 2007, (6).
- [33] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 黄磊. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. *北京: 管理世界*, 2009, (1).
- [34] 李琦, 罗炜, 谷仕平. 企业信用评级与盈余管理[J]. *北京: 经济研究*, 2011, 增(2).
- [35] 廖义刚, 张玲, 谢盛纹. 制度环境、独立审计与银行贷款——来自我国财务困境上市公司的经验证据[J]. *北京: 审计研究*, 2010, (2).
- [36] 林涛, 胡朝霞, 沈艺峰. 上市公司高管健康信息披露研究——基于 A 股上市公司的经验分析[J]. *北京: 中国工业经济*, 2009, (5).
- [37] 刘娥平, 施燕平. 盈余管理、公司债券融资成本与首次信用评级[J]. *哈尔滨: 管理科学*, 2014, (5).
- [38] 刘杨树, 吴育辉. 信用评级质量的变化: 市场竞争及其影响机制[R]. 厦门大学工作论文, 2014.
- [39] 刘运国, 刘雯. 我国上市公司的高管任期与 R&D 支出[J]. *北京: 管理世界*, 2007, (1).
- [40] 马榕, 石晓军. 中国债券信用评级结果具有甄别能力吗? ——基于盈余管理敏感性的视角[J]. *北京: 经济学(季刊)*, 2016, (1).
- [41] 施丹, 姜国华. 会计信息在公司债信用等级迁移中的预测作用研究[J]. *北京: 会计研究*, 2013, (3).
- [42] 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]. *北京: 会计研究*, 2014, (4).
- [43] 文芳, 胡玉明. 中国上市公司高管个人特征与 R&D 投资[J]. *北京: 管理评论*, 2009, (11).
- [44] 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. *北京: 管理世界*, 2009, (3).
- [45] 姚立杰, 夏冬林. 我国银行能识别借款企业的盈余质量吗? [J]. *北京: 审计研究*, 2009 (3).
- [46] 张铁铸, 沙曼. 管理层能力、权力与在职消费研究[J]. *天津: 南开管理评论*, 2014, (5).
- [47] 周宏, 林晚发, 李国平, 王海妹. 信息不对称与企业债券信用风险评估——基于 2008—2011 年中国企业债券数据[J]. *北京: 会计研究*, 2012 (12).
- [48] 朱松, 陈关亭, 黄小琳. 集中持股下的独立审计作用: 基于债券市场信用评级的分析[J]. *北京: 会计研究*, 2013 (7).
- [49] 朱松. 债券市场参与者关注会计信息质量吗? [J]. *天津: 南开管理评论*, 2013, (3).

Managerial Ability, Information Disclosure Quality, and Credit Ratings of Firms

WU Yu-hui¹, WU Shi-nong¹, WEI Zhi-hua²

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China;

2. School of Economics, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: With the development of the corporate bond market in China, more and more listed firms go into this market to issue credit bonds. As a result, credit rating agencies play more and more important roles in judging the default risks of firms. However, credit rating agencies face growing criticism for their inability to adequately predict firm defaults in recent years.

Although studies have described that accounting information and corporate governance can affect firm credit ratings, there are still some other factors unclear. Managerial ability is one of such unclear factors. Managerial ability is hard to detect from firm's accounting information. However, it may impact on firms' accounting performance through investment, Research & Development and other risk-taking activities, and then influences corporate default risk, thus finally affects credit ratings. So far as we know, few studies investigate such relationship between managerial ability and credit ratings.

Demerjian et al. (2012) provides a comprehensive measure of managerial ability and compares this new measure with other measures, for example, abnormal returns, accounting performance, tenure, et al. They find that this new measure is much better than other measures to capture manager ability. Using this managerial ability measure, we collect Chinese listed firms with credit ratings during 2010—2014, investigate the relationship between managerial ability and corporate credit ratings, and the moderating role of information disclosure quality. We find that: 1) higher-ability managers obtain more favorable credit ratings than their peers, even after controlling for industry and other credit risk factors. This result means that credit rating agencies indeed incorporate managerial ability into corporate credit ratings. 2) Information asymmetry plays an important role in the relationship between managerial ability and firm's credit rating. We find that when firms hire big 4 auditors or pay more audit fees to auditors, credit rating agencies will better assess issuers' managerial ability. This means higher information disclosure quality helps increasing firm's credit rating because that credit rating agencies get more information about managers' abilities, thus incorporating such managerial ability into corporate credit ratings. 3) We find that only those credit rating agencies with high reputation access issuers' managerial ability in their rating process, those agencies with low reputation pay little attention on issuers' managerial ability. This finding indicates that the consideration of managerial ability in credit rating is not the result of catering effect by credit rating agency, but the result of reaction from high reputation credit rating agencies.

According to the findings of this study, we propose the following suggestions. First, since managerial ability is a comprehensive ability that can improve firms' financial performance and credit ratings, it is important for firms to hire or retain high quality management. Second, information asymmetry affects credit rating agency to detect managerial ability. To help credit rating agencies assess managerial comprehensive ability, firms need to improve their information disclosure quality, especially provide useful information about managerial ability. For credit rating agencies, they also need to go to issuers, communicating with top management to get better access to managerial ability. Third, our results show that low reputation credit rating agencies pay little attention on managerial ability in their credit rating process. So we suggest that regulations on credit rating agencies should lead them to pay attention to issuers' managerial ability, not only financial indicators.

Key Words: managerial ability; information disclosure quality; credit ratings

(责任编辑:鲁言)