

学校编码: 10384
学号: 32120121150564

分类号____密级____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

信用评级与管理层能力

Credit Rating and Managerial Ability

马群

指导教师姓名: 吴育辉 教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 月

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

() 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

() 2.不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人签名：

年 月 日

摘要

随着我国债券市场的发展,越来越多的企业进入债券市场发行企业信用债券,将越来越多的个人投资者纳入债券市场中。由于专业知识的缺乏,他们更加依赖评级机构的信用评级来判断公司的违约风险,使得信用评级发挥越来越重要的作用。评级机构除关注可见的财务数据之外,是否也会关注公司管理层能力这一内在因素?本文对这一问题进行研究。优秀的管理层团队对于公司是十分重要的,他们通过投资、研发、风险承担等中间因素对公司绩效产生影响,进而影响公司违约风险及信用评级。本文立足于评级机构,研究管理层能力对信用评级的影响,并进一步研究信息不对称、评级机构声誉机制背景下管理层能力对于信用评级的影响。

本文以 2010-2014 年拥有信用评级的 A 股上市公司为样本,研究其管理层能力对于信用评级的影响。研究发现:(1)管理层能力会对公司信用评级产生影响,高管理能力的公司会获得更高的信用评级;(2)在评级机构与发债公司存在信息不对称的环境下,高信息质量的公司可以降低其与评级机构之间的信息不对称,因而高信息质量、高管理层能力的公司会获得更高的信用评级;(3)评级机构存在声誉机制,高声誉评级机构的评级质量更高,他们在对发债公司进行信用评级时会更加全面,综合考虑各种因素,因此也会将管理能力这一因素考虑在内,不会因为业务迎合发债公司的评级意愿;相反,低声誉评级机构则会为了扩大市场份额而迎合发债公司的意愿,忽视对于管理层能力的挖掘。

关键词: 管理层能力; 信用评级; 信息不对称

Abstract

With the development of the bond market in our country, more and more companies get into the bond market to issue credit bonds, more and more individual investors are invited into the bond market. Lacking professional knowledge, they are more dependent on credit rating from the rating agencies to judge the default risk of a company. It makes credit ratings more and more important in our country. Excellent managers can make an impact on performance of the company through investment, research and risk taking. Managerial ability affects corporate performance, and then influences corporate default risk, thus affect bond rate, this paper studies the influence between managerial ability and credit rating of a company. Furthermore, we also study the relationship between managerial ability and credit rating under two different conditions. The two conditions are information asymmetry and the reputation of rating agency .

We select public companies that have credit rating in 2010-2014 to establish our sample and study the relationship between managerial ability and credit rating. Our main results are as follows: (1) The managerial ability will affect credit rating, companies who have high managerial ability will get higher credit ratings; (2) Under the condition of information asymmetry, the rating agencies cannot understand the company completely, companies with high information quality can reduce the information asymmetry between the rating agencies, thus companies with higher information quality and managerial ability will get higher credit ratings; (3) The reputation of the rating agencies will affect the, rating agencies with high reputation will have higher rating quality, they will be more comprehensive and want consider all factors that will affect the default risk when they give companies credit ratings, thus they will take managerial ability into consideration, they will not cater to the companies that issue bonds; on the contrary, low reputation rating agencies will cater to companies that issue bonds in order to expand market share and will ignore the managerial ability.

Keywords: Managerial ability; Credit rating; Information asymmetry

摘要.....	I
ABSTRACT	II
第一章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义.....	3
1.3 研究框架.....	5
第二章 制度背景	7
2.1 我国债券市场发展演化.....	7
2.2 我国信用评级行业发展演化	8
第三章 理论基础与文献综述	13
3.1 理论基础——信息不对称理论.....	13
3.2 信用评级的文献综述.....	14
3.3 管理层能力的文献综述.....	17
第四章 研究设计	25
4.1 研究假设	25
4.2 样本及数据来源	27
4.3 模型构建与变量定义.....	27
第五章 实证检验	32
5.1 管理层能力的度量	32
5.2 描述性统计	36
5.3 相关性检验.....	39
5.4 多元回归分析	40
5.5 稳健性检验.....	47
5.6 进一步研究：评级机构声誉机制.....	50
第六章 研究结论与展望	54
参考文献.....	57
致 谢.....	61

Contents

Chinese abstract	I
Abstract	II
Chapter 1 Introduction	1
1.1 Reasearch Background	1
1.2 Reasearch Significance.....	3
1.3 Reasearch Framwork.....	5
Chapter 2 Institution and Regulation.....	7
2.1 The Development Of The Chinese Credit Market	7
2.2 The Development Of Credit Rating Industry	8
Chapter 3 The Basic Theory And Literature Review	13
3.1 The Basic Theory	13
3.2 Literature Review About Credit Rating.....	14
3.3 Literature Review About Managerial Ability	17
Chapter 4 Research Design	25
4.1 Research Hypothesis	25
4.2 Data And Sample	27
4.3 Variable Definition And Models.....	27
Chapter 5 Empirical Results And Analysis	32
5.1 The Measure Of Managerial Ability	32
5.2 Descriptive Statistics	36
5.3 Correlation Analysis	39
5.4 Regression Results And Analysis.....	40
5.5 Robustness Test.....	47
5.6 Futher Reasearch.....	50
Chapter 6 Conclusions	54
References.....	57
Acknowledgement.....	61

图表目录

图 1-1: 论文逻辑研究框架	6
图 2-1: 按 2005-2014 累计信用评级笔数计算的市场份额	11
表 1-1: 2002-2014 年我国实体经济融资规模及其结构	3
表 2-1: 2014 年底债券市场结构	8
表 2-2: 企业主体长期信用等级 (债务融资工具信用等级) 设置及其含义	8
表 2-3: 我国主要信用评级机构信息	11
表 2-4: 我国信用评级机构所评债券笔数	12
表 4-1: 模型 3.2 变量及定义	30
表 4-2: 模型 3.3、3.4、3.5 变量及定义	31
表 5-1: 管理层能力分行业回归结果 (模型 3.2)	33
表 5-2: 公司效率 (Efficiency) 及管理层能力 (MA) 描述性统计	35
表 5-3: 信用评级分布	36
表 5-4: 信用评级年度分布	36
表 5-5: 信用评级行业分布及均值	37
表 5-6: 全样本描述性统计	37
表 5-7: 不同产权属性下的描述性统计	39
表 5-8: 变量相关性检验 (模型 3.3)	40
表 5-9: 管理层能力 (MA) 与信用评级的回归结果 (模型 3.3)	41
表 5-10: 管理层能力 (MA-Before1) 与信用评级的回归结果 (模型 3.3)	44
表 5-11: 管理层能力 (MA-Average3) 与信用评级的回归结果 (模型 3.3)	45
表 5-12: 信息不对称背景下, 管理层能力 (MA) 与信用评级的回归结果	46
表 5-13: 管理层能力 (MA2) 的回归结果	48
表 5-14: 逻辑回归结果	49
表 5-15: 差分描述性统计	49
表 5-16: 差分结果	50
表 5-17: 评级机构具体评级质量表	52
表 5-18: 高低声誉评级机构回归结果	52

第一章 绪论

1.1 研究背景

在我们的日常经济生活中，信息不对称一直是普遍存在的一个问题，它不仅存在于股票市场中，也存在与债券市场中。与股票市场不同，为缓解发债公司与投资者之间的信息不对称，评级机构作为独立的信息中介机构而存在着。作为债券市场的基础服务性行业，信用评级机构的发展一直受到债券市场的制约，其重要性也一直不为大众所了解。早期活跃在我国债券市场中的大多是机构投资者，他们可以凭借自身的专业能力判断企业的违约风险，因此不会特别依赖评级机构的评级。2007年9月，中国长江电力股份有限公司成功发行了40亿元公司债券，从此开启了我国上市公司发行公司债的序幕。与其他企业信用债券不同，个人投资者也可在交易所购买公司债，这无疑是将更多个人投资者纳入了债券市场。与机构投资者相比，他们缺乏专业知识与理性的投资态度，因此在对公司违约风险的判断上也更加依赖评级机构，越加凸显出信用评级的重要性。显而易见地，发债公司的财务数据是评级机构考虑的首要因素，除此之外，他们是否也会考虑公司管理层能力等其他因素呢？

2014年，阿里巴巴在纽交所敲响了开市钟，引起国内外一片热议，马云及阿里巴巴的其他高管也一度成为热门搜索词汇，关于马云的语录、演讲视频以及经历也一度在网上蔓延，阿里巴巴被打上了深刻的马云烙印。相较于成功上市的阿里巴巴，大众似乎对马云、对其高管更感兴趣。这不禁让我们思考一个问题，管理层对于公司来说到底有多重要？管理层是否能对公司产生影响？

关于这个问题，学术界有两种截然不同的观点，一种便是认为管理层能力确实会对公司产生影响。1984年，Hambrick提出高阶管理理论，认为高管团队的人口统计学特征与心理因素会对公司产生显著影响，大多数学者的实证研究也都证实了这一结论。除此之外，Bertrand与Schoar（2003）定位于公司具体管理层，对其进行长时期的追踪研究，发现管理层会对公司主要投资、财务决策产生重大影响。相较于杠杆与现金持有等具体财务决策，管理层会对并购、股利政策等核心战略决策产生更加重要的影响。但代理理论则持相反观点，他们比较关注管理者“代理人”的角色，认为公司管理层通常会在监管与合适的激励之下做出相同的

决策。同时，确定的标准与文化也限制了管理层的决策。面对来自代理理论的质疑，Hambrick（2007）提出“管理层自由裁量权”这一概念，认为在管理层自由裁量权高的公司中，管理层可以突破确定标准与文化的限制，对公司施加具有个人特质的影响。

经过学者们长期不懈的研究，已有文献均证实了管理层能力会对公司绩效产生影响。管理层通过其人口统计学特征及心理因素影响公司投资、融资、研发等政策，进而对公司绩效产生影响。在发行债券时，良好的公司绩效是公司还本付息的有力保证，因此，管理层能力高的公司将会有较低的违约风险。在我国，信用评级¹是发行债券的必需事项，作为债券投资者的风险警示书，信用评级必须全面客观，充分揭示发债公司的违约风险。基于管理层能力对于公司违约风险的影响，本文认为管理层能力也会对公司信用评级产生影响，若评级的质量较高，评级机构则应该将管理层能力考虑在内。因此，本文立足于评级机构，研究管理层能力对于公司信用评级的影响。

我国债券市场、评级行业的迅速发展也使得本文的研究成为可能。近年来，受到我国经济下行的影响，许多企业的销售成绩单并不理想，银行信贷紧缩无疑是雪上加霜，致使企业深陷资金链危机的困扰。在这种背景下，如何筹资便成为企业致胜的关键。对于企业来说，主要有股权融资与债务融资两种方式。但并不是所有企业都可以进行股权融资，主板上市要求很高，时间效率也会比较低，因此很多企业便只能转向债务融资。大部分债务融资是以银行贷款为主，但随着近年央行降息，银行吸储功能下降，银根紧缩，银行对于贷款企业的考察更加严格慎重，使得企业不得不寻求其他融资模式，这在一定程度上促进了我国债券市场的发展。由表 1-1 可知，2002-2014 年，贷款仍是我国实体经济的主要融资渠道，但其所占比例却日益下降；企业债券在社会融资总规模中所占比例日益提高，自 2008 年开始便超过股票融资，日益成为除贷款之外的第二大融资方式。2014 年，企业债券在社会融资总规模中所占比例已达到 14.7%。相较于股票融资的 2.6%，债券融资的重要性日益凸显。

¹ 本文研究的信用评级专指债券主体评级。

表 1-1: 2002-2014 年我国实体经济融资规模及其结构

年份	贷款		企业债券		股票融资		社会融资 总规模
	融资额	比例(%)	融资额	比例(%)	融资额	比例(%)	
2002	18,686	92.9	367	1.8	628	3.1	20,112
2003	32,548	95.5	499	1.5	559	1.6	34,113
2004	26,882	93.9	467	1.6	673	2.4	28,629
2005	26,944	89.8	2,010	6.7	339	1.1	30,008
2006	38,002	88.9	2,310	5.4	1,536	3.6	42,696
2007	51,961	87.2	2,284	3.8	4,333	7.3	59,663
2008	59,458	85.2	5,523	7.9	3,324	4.8	69,802
2009	120,957	87	12,367	8.9	3,350	2.4	139,104
2010	120,265	85.9	11,063	7.9	5,786	4.1	140,191
2011	105,694	82.4	13,658	10.6	4,377	3.4	128,286
2012	127,426	80.8	22,498	14.3	2,507	1.6	157,606
2013	146,428	84.69	18,022	10.42	2,219	1.28	172,904
2014	135,881	82.7	24,152	14.7	4,271	2.6	164,306

数据来源：中国人民银行网站

已有文献证明了管理层能力具有经济价值，会通过投资、融资、研发等公司政策对公司绩效产生影响。发行债券时，良好的公司绩效是还本付息的有利保证，因此，管理层能力也会对公司违约风险产生影响。Donelson (2014) 确认了这一观点，指出贷款人在建立借贷关系时很关注公司管理层能力这一要素，对其关注度仅次于担保与现金流。既然管理层能力会对公司违约风险产生影响，为充分揭示违约风险，评级机构会在评级时会将管理层能力考虑在内，给予高管理层能力的公司更高的信用评级吗？本文对于这一问题进行研究。近年来我国债券市场的发展带动了评级行业的发展，使其更具独立性与专业性，亦为本文的研究创造了可行性与价值性。

1.2 研究意义

直观地，信用评级是对公司违约风险的评价，评级机构一般根据公司财务报表中的偿债能力与盈利能力数据来进行评级。但已有文献均证实管理层能力存在经济价值，并会对公司违约风险产生影响。由于管理层能力无法直接用货币计量，因为很难在财务报表中得到直接体现。那评级机构在评级时是否会将管理层能力这一因素考虑在内？这是一个值得研究的问题。因此，本文立足于评级机构，研

究公司管理层能力对于信用评级的影响；进一步地，研究在信息不对称环境下，公司信息质量会否影响评级机构对于管理层能力的挖掘；最后，评级机构的声誉机制是否会影响其对于管理层能力的挖掘。由于信用评级是公司发行债券的必需事项，评级机构通过评级向投资者揭示发债公司的违约风险，因此信用评级涉及的主体主要有以下三方：评级机构、发债公司、投资者，笔者也将从这三个方面阐述本文的研究意义。

首先，对于评级机构来说，对信用评级的评估，将使得各利益相关方对评级机构的模式有更加明晰的看法，增加行业透明度，督促评级公司提高自身的评级质量。除对公司管理层能力与信用评级之间的关系进行研究外，本文还考察了公司效率与信用评级之间的关系，间接对评级机构的评级质量进行了验证。之前由于缺乏公认的指标对评级机构的评级质量进行度量，使得评级机构没有动力提高自己的专业水平与评级质量。由于我国评级行业起步晚、发展慢，评级机构的专业水平的提高需要学习国外先进经验，并因地制宜根据我国国情进行改进修正，这是一项耗时耗力的大工程。由于专业水平的体现与信誉的累积也非一朝就能实现，因此评级机构提高专业水平的巨大投入不会迅速得到收益。因此，受到行业内激烈竞争的影响，大部分评级机构会只关注眼前利益而忽视自身专业水平的提高。本文的研究为评级质量的衡量提供了一种方式，这也在一定程度上会对评级机构起到监督作用，督促其积极提高自身专业水平。

其次，对于发债公司来说，可以督促公司积极修炼“内功”，不能妄图通过盈余管理来获得高信用评级。本文研究管理层能力对于公司信用评级的影响，让发债公司看到评级机构除关注财务报表中的数字之外，也会关注到公司管理层能力这一内涵。良好的公司绩效是评级的根本，发债公司为低成本融资，往往会选择最直接快速的方法（盈余管理或篡改报表）来提高公司评级。本文研究旨在表明，除报表数字外，评级机构也会关注公司管理层能力这一内涵，可以在一定程度上抑制其盈余管理行为，督促其积极提高自身内涵。

最后，对于投资者来说，可以使其更加明晰评级机构的评级方式，更加客观地看待信用评级，也有利于其保护自身利益。公司债在交易所市场发行流通，将很大一部分的个人投资者纳入了债券市场。与机构投资者相比，他们缺乏专业金融知识，其利益更容易受到侵害，因此他们也更加依赖评级机构出具的信用评级。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫