

# 管理层风险偏好、盈余管理与企业信用评级

郑海元(副教授), 杜莹

**【摘要】** 债券市场违约事件频发使企业信用评级受到质疑,作为企业决策主体,管理层的风险偏好是否以及如何影响企业信用评级值得探讨。以2013~2017年有企业信用评级的A股上市公司为样本,采用Ologit和OLS回归模型实证检验管理层风险偏好、盈余管理与企业信用评级之间的关系。实证结果表明:管理层风险偏好与企业信用评级呈显著正向变动关系,表明管理层风险偏好会影响信用评级机构对企业整体信用风险的评估;管理层风险偏好对企业信用评级的影响,部分是通过盈余管理活动来实现的。

**【关键词】** 管理层风险偏好; 盈余管理; 信用评级; 债券融资

**【中图分类号】** F272      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2019)12-0060-10

## 一、引言

随着金融市场全球化的发展,债券融资逐渐成为企业融资的重要方式。根据中国债券信息网数据统计,2017年我国债券市场的总发行量(包括企业债券、中期票据、政府债券等)达到13.58万亿元,而中国人民银行统计的数据显示同期股票市场的总融资额仅为1.18万亿元,规模远小于债券融资。然而,自从我国推动实体经济去杠杆、金融监管得到逐步加强以来,企业债务违约事件频发,甚至蔓延到上市公司,由此引发了金融市场对于信用风险的关注。

债券市场的蓬勃发展及债务违约风险的不断上升,使信用评级的重要性日益突显。一方面,信用评级是我国监管制度的要求,根据我国《公司债券发行与交易办法》的规定,企业公开发行债券时,必须委托具有一定资格的资信评级机构进行信用评级;另一方面,企业信用评级是投资者、监管机构、公共媒体、供应商、金融交易对手和客户等评估企业信用风险的主要指标,有利于降低贷款人、投资者和借款企业之间存在的关于借款企业信用方面的信息不对称<sup>[1]</sup>,影响企业债券发行的票面利率,从而直接影响企业债券能否顺利发行及其发行成本。

鉴于信用评级在资本市场中扮演着至关重要的

角色,有必要对信用评级机构实施风险评估时的影响因素进行研究。然而,目前为止前人的研究大多集中于对财务信息和公司特征的分析<sup>[2-5]</sup>,对于非财务信息尤其是心理因素层面的研究较少。根据高层梯队理论、行为经济学理论,高层管理者通过决策选择来影响企业的整体绩效。在这一过程中,管理者的人口特征(如年龄、性别、教育背景等)和心理特征(如风险偏好、信仰、价值观念等)发挥了决定性的作用<sup>[6]</sup>,而与人口特征相比,心理特征与管理者的行为决策联系更为紧密<sup>[7]</sup>。

心理特征中的风险偏好特征体现了管理者对待风险时的态度,具有持续性和稳定性,能更稳定地反映管理者的决策行为<sup>[8]</sup>,继而影响企业的整体绩效。因此,高层管理者对待风险的态度很大程度上影响着企业的整体表现。那么,管理层风险偏好是否会影响到信用评级机构对企业的风险评估?也即管理层风险偏好是否会影响到企业的信用评级?除此之外,信用评级机构进行评级时需要依赖于会计信息,而盈利能力是一个关注重点。已有研究表明,管理层风险偏好会对盈余管理活动产生影响<sup>[9,10]</sup>,那么是否会因此影响到评级机构的风险评估?即盈余管理是否在管理层风险偏好影响企业信用评级的关系中起中介作用?

## 二、文献回顾和研究假设

企业信用评级作为衡量企业整体信用风险水平的指标,是企业融资时需要重点关注的因素。Graham、Harvey<sup>[11]</sup>的调查研究表明,信用评级是企业融资决策中继财务灵活性之后第二重要的考虑因素。此外,信用评级若未达到预期水平,可能会对企业获取资本产生重大影响,而信用等级的下降则可能使企业付出更大的代价,如触发企业基于评级的合约等<sup>[12]</sup>。因此,影响信用评级机构进行信用评级的因素以及如何使信用评级更为合理,一直是理论界和实务界关注的重点。

前人的研究已经确定了一些影响企业信用评级的重要财务因素。Ayers等<sup>[2]</sup>通过研究信用分析师是否会利用会计—税收差异信息来分析企业信用风险时发现,无论是正向还是负向的会计—税收差异变化,均与较差的评级变化显著正相关。Gul、Goodwin<sup>[3]</sup>的研究发现,信用评级与审计费用显著负相关,并证实信用评级反映了公司的流动性风险、公司治理机制以及来自评级机构的监管。朱松<sup>[13]</sup>研究债券市场参与者是否会关注会计信息质量时发现,会计信息质量对企业的信用评级有显著影响,且信息质量越高,评级越高。也有学者在研究会计信息在公司债信用等级迁移的预测作用时发现,会计信息对于我国债券市场具有定价作用,其中盈利能力、营运能力和现金流量水平是驱动债券定价及其信用等级变动的重要因素。

除财务因素以外,与公司特征有关的因素也会影响企业的信用评级。陈超、李榕伊<sup>[4]</sup>在研究审计能否提高公司债的信用评级时发现,审计质量越高,债券信用评级和发债主体的信用评级越高。Jiraporn等<sup>[14]</sup>研究了企业社会责任与信用评级之间的关系,发现一个公司在制定其社会责任政策时可能会考虑相邻公司的社会责任水平,并且一个公司的社会责任水平越高,其信用评级就越高。

国外学者的研究表明,更高的管理层能力与更高的信用评级相关,具有较高能力的管理层可帮助企业获得更有利的信用评级,且能够减轻其他信用风险因素所带来的负面评级影响,如负利润和低利息覆盖率等。敖小波等<sup>[5]</sup>的研究发现,公司内部控制质量越高,企业债券信用评级或主体信用评级就越高,而相应的融资成本则越低。翟淑萍等<sup>[15]</sup>研究了战略差异对企业信用评级的影响,发现企业的战略

差异越大,企业信用评级越低。

尽管已有大量文献探讨了财务因素和公司特征如何影响企业的信用评级,但鲜有文献从心理因素的角度研究管理层风险偏好是否会影响企业信用评级。根据高层梯队理论、行为经济学理论,风险偏好特征会影响高层管理者的行为决策。与此同时,Malmendier等<sup>[16]</sup>的研究发现,管理层风险偏好会对公司的财务决策产生重大影响。当一个管理者处于十分强势的地位时,无论正确与否,他都十分不愿意去改变自己的想法。Cronqvist等<sup>[17]</sup>研究发现,CEO个人财务杠杆和企业杠杆之间存在着积极的、经济上相关的稳健关系,表明CEO个人的风险偏好与公司整体的风险状况是匹配的。

既然如此,管理层风险偏好必然会影响到企业的财务状况和风险水平,因而也就会影响到信用评级机构对企业的风险分析和信用评级。一般而言,风险喜好型的管理层在做决策时倾向于风险型决策,会给企业带来较大风险,从而更有可能使企业拥有较低的信用评级。但从整个信贷市场来看,只有大公司才能获得信用质量,以进入需要信用评级的公共债务市场<sup>[18]</sup>,管理层在做决策时更多考虑的是企业在债务市场上的长期发展和未来声誉。尽管风险喜好型的管理层更倾向于风险型决策,但其决策在某种程度上更有可能给企业带来未来收益而不是损失。同时,风险喜好型高管所在公司的超速增长水平较高<sup>[19]</sup>,也有利于降低企业未来的信用风险。基于此,本文提出如下假设:

H1: 在控制其他变量的情况下,管理层风险偏好与企业信用评级显著正相关。

已有文献研究表明,盈利能力对于企业信用评级是个很重要的指标。然而,一般而言在公司特征和外部市场环境基本不变的情况下,企业的盈利水平已达到最佳状态,要想继续提高盈利水平则不仅需要改变运营模式,还将花费大量的时间成本。相比之下,盈余管理则成为提高企业盈利水平的可能捷径<sup>[20]</sup>。一方面,盈余管理会影响企业的信用评级。杨大楷、王鹏<sup>[21]</sup>在研究发债主体初始信用评级和盈余管理的关系时发现,企业在信用评级前存在盈余管理,表明其有动机为了获得有利的信用评级而进行盈余操纵。Demirtas、Cornaggia<sup>[22]</sup>的研究表明,企业信用评级偏离与盈余管理活动有关,低于预期评级或高于预期评级的公司都可能利用盈余管理活动实现预期的评级上调或下调。刘娥平、施燕平<sup>[23]</sup>则在

采用事件研究法检验发债企业获得首次评级之前盈余管理的分布状况时,发现在控制了正常的应计利润之后,发债企业的盈余管理水平与主体信用评级显著正相关,且企业在获得首次信用评级之前存在明显的正向盈余管理行为,而在信用评级之后盈余管理水平则开始回调甚至逆转为负。另一方面,管理层风险偏好会影响企业的盈余管理行为。姚宏等<sup>[9]</sup>运用实验研究方法进行检验,发现高风险偏好者更倾向于人为地提高企业利润。Abdelkhalik<sup>[10]</sup>、Grant等<sup>[24]</sup>的研究表明,CEO风险偏好可能会对企业的收入平滑及盈余管理有影响,且风险偏好与企业的盈余波动显著正相关。张铁铸<sup>[25]</sup>的研究发现,管理层越偏好风险,公司的会计选择行为就越激进,进而影响到企业的盈余质量。

结合H1,管理层风险偏好在对企业信用评级产生影响的过程中,也有可能通过盈余管理作用于企业信用评级,即盈余管理在管理层风险偏好影响企业信用评级的关系中起中介作用。已有文献研究表明,管理层风险偏好能正向作用于企业的盈余管理<sup>[9,10]</sup>,且企业的盈余管理能正向作用于企业信用评级<sup>[21,22]</sup>。基于此,本文提出如下假设:

H2a: 在控制其他变量的情况下,管理层风险偏好与企业盈余管理显著正相关。

H2b: 在控制其他变量的情况下,企业盈余管理与企业信用评级显著正相关。

H2c: 在控制其他变量的情况下,企业盈余管理在管理层风险偏好影响企业信用评级的关系中起中介作用。

### 三、研究设计

#### (一)样本和数据来源

本文以2013~2017年有信用评级的A股上市公司为样本,按照以下标准进行了筛选:①剔除金融类上市公司,包括银行业、保险业、证券业等上市公司。这类公司的财务报表结构和相关指标计算与其他公司不同。②剔除ST、\*ST类上市公司。这类公司财务状况异常,不适用于假设研究。③剔除评级和财务数据严重缺失的上市公司。对于一年内出现多次跟踪评级的情况,仅保留当年最后一条评级记录。本文最终获得1703个初始观测值样本。信用评级和主要财务数据均来源于国泰安数据库,其中信用评级数据主要来源于企业的“长期(主体)信用评级”,少数缺失值根据中国债券信息网发布的信用评级报告进行

了相应补充。为了避免极端值的影响,本文对所有连续变量均进行了1%的缩尾处理。本文使用的统计软件为Stata 11。

#### (二)变量说明

1. 管理层风险偏好的衡量。由于管理层风险偏好影响企业的决策,本文借鉴Sundaram、Yermack<sup>[26]</sup>的做法引入防御性距离指标(DI)来衡量管理层风险偏好。具体计算如下:

$$DI_{i,t} = \frac{Cash_{i,t} + MS_{i,t} + Rec_{i,t}}{CFO_{outflow_{i,t}} / 365} \quad (1)$$

式(1)中:DI<sub>i,t</sub>表示i企业第t期的防御性距离指标;Cash<sub>i,t</sub>表示i企业第t期期初的现金及现金等价物;MS<sub>i,t</sub>表示i企业第t期期初的交易性金融资产;Rec<sub>i,t</sub>表示i企业第t期期初的应收款项;CFO<sub>outflow<sub>i,t</sub></sub>表示i企业第t期经营活动现金流出额。式(1)从企业违约角度出发衡量管理层风险偏好程度,该指标越大,表明企业的速动资产能够在较长的时间内满足经营开支的需要,管理层越厌恶风险。为使研究结果更易理解与说明,在实际操作时对其取千分之一并取负值。

2. 盈余管理的衡量。考虑到盈余管理既有真实盈余管理,也有应计盈余管理,结合已有文献成果,本文选取的变量为应计盈余管理。理由在于:一是相较于会扰乱企业正常经营活动、对企业未来业绩产生不利影响的真实盈余管理来说,应计盈余管理仅改变利润的分布期间,并不改变利润总额,其成本更低<sup>[27]</sup>,因此管理层更有可能通过应计盈余管理对企业信用评级产生影响;二是真实盈余管理影响企业的长期业绩,且这种影响需要较长时间得以实现<sup>[28]</sup>,难以与企业当年的信用评级相匹配,而应计盈余管理主要影响企业的短期业绩,因此企业信用评级更有可能反映的是应计盈余管理的作用。

目前大多数实证研究以修正的Jones模型估计出的操纵性应计项来衡量应计盈余管理,考虑到我国的实际情况,本文参考李琦等<sup>[20]</sup>以及刘娥平、施燕平<sup>[23]</sup>的做法,在模型中加入了企业的经营性现金流。具体如下:

$$\begin{aligned} \frac{TAcc_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = & \frac{\alpha_0}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_1 \frac{CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \\ & \alpha_2 \frac{DCFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \\ & \alpha_5 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

式(2)中:  $TAcc_{i,t}$  是  $i$  企业第  $t$  期的营业利润与经营活动产生的现金流量净额之差;  $Asset_{i,t-1}$  是  $i$  企业第  $t-1$  期期末的资产总额;  $CFO_{i,t}$  是  $i$  企业第  $t$  期的经营活动产生的现金流量净额;  $DCFO_{i,t}$  是虚拟变量, 当  $CFO_{i,t}$  小于 0 时取值为 1, 否则为 0;  $\Delta REV_{i,t}$  是  $i$  企业第  $t$  期与第  $t-1$  期相比主营业务收入的变化;  $PPE_{i,t}$  是  $i$  企业第  $t$  期期末的固定资产净额;  $\varepsilon_{i,t}$  是残差项。

本研究对式(2)进行分行业、分年度估计, 行业分类标准采用 2012 年证监会发布的《上市公司行业分类指引》。考虑到计量的有效性, 本文删除了每年度行业观察值少于 10 家企业的盈余管理估计值, 这导致文化、体育、娱乐等行业共计 90 个数据被删除, 因此实证的最终观测值为 1612 个。分行业、分年度对式(2)进行回归后, 将估计出的系数和财务数据代入式(2)得到总应计项的预测值, 然后用总应计项的实际值减去预测值得到操纵性应计项, 以衡量盈余管理水平(EM)。

**3. 信用等级的衡量。**根据 2006 年中国人民银行发布的《信用评级要素、标识及含义》的相关说明, 借款企业信用等级被划分为三等九级, 即 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C, 且除 AAA 级以外, 其他信用等级均可在其后添加正/负号进行微调, 表示略高/低于该等级。借鉴国内外衡量企业信用等级的通用做法, 本文对企业信用评级(CR)从高到低依次进行赋值, 数值越大则评级越高。具体而言, AAA=8, AA+=7, AA=6, AA-=5, A+=4, A=3, A-=2, BBB+=1。

**4. 控制变量。**本文参考陈超和李镕伊<sup>[4]</sup>、马榕和石晓军<sup>[27]</sup>、Kuang 和 Qin<sup>[29]</sup>、吴育辉等<sup>[30]</sup>的做法, 选取了资产负债率(Leverage)、利息保障倍数(Coverage)、企业规模(Size)、股权性质(State)、发债公司增长率(Growth)、审计质量(Big4)等指标作为控制变量, 并对年份和行业加以控制。具体变量定义及说明如表 1 所示。

### (三)模型构建

**1. 管理层风险偏好与企业信用评级。**本文以管理层风险偏好为解释变量、企业信用评级为被解释变量, 构建模型(3)来研究管理层风险偏好与企业信用评级之间的关系。如果  $\beta_1$  显著为正, 则表明管理层越偏好风险, 企业信用评级越高, 假设 H1 得证。

$$CR = \beta_0 + \beta_1 DI + \beta_2 Leverage + \beta_3 Coverage + \beta_4 Size + \beta_5 State + \beta_6 Growth + \beta_7 Big4 + \beta_8 Year + \beta_9 Industry + \varepsilon$$

表 1 变量定义及说明

类型	变量含义	变量符号	解释说明
因变量	信用评级	CR	发债主体信用评级, 其中 AAA=8, AA+=7, AA=6, AA-=5, A+=4, A=3, A-=2, BBB+=1
自变量	管理层风险偏好	DI	防御性支出指标, 根据式(1)计算所得取千分之一并取负值表示
	盈余管理	EM	盈余管理水平, 根据式(2)由实际值与预测值之差表示
控制变量	资产负债率	Leverage	t-1 年度发债主体负债总额/资产总额
	利息保障倍数	Coverage	t-1 年度发债主体利润总额与财务费用之和/财务费用
	企业规模	Size	t-1 年度发债主体资产总额的自然对数
	股权性质	State	发债主体为国有控股时赋值为 1, 否则为 0
	发债公司增长率	Growth	[t 期营业收入 - (t-1) 期营业收入] / (t-1) 期营业收入
	审计质量	Big4	虚拟变量, t-1 年度发债主体财务报告的事务所为四大时取值为 1, 否则为 0
	年度	Year	虚拟变量, 五个年度取四个年度虚拟变量
行业	Industry	虚拟变量, 以证监会行业分类标准进行划分, 设置 14 个行业虚拟变量	

$$\beta_9 Industry + \varepsilon \quad (3)$$

**2. 盈余管理对管理层风险偏好与企业信用评级关系的影响。**根据中介效应的检验方法<sup>[31]</sup>, 本文构建模型(4)检验管理层风险偏好与盈余管理的关系, 构建模型(5)检验盈余管理与企业信用等级的关系, 构建模型(6)检验管理层风险偏好、盈余管理和企业信用等级的关系。如果模型(4)中的  $\beta_1$  显著为正, 则表明管理层越偏好风险, 盈余管理水平越高, 假设 H2a 得证; 如果模型(5)中的  $\beta_1$  显著为正, 则表明盈余管理水平越高, 企业信用评级越高, 假设 H2b 得证; 如果模型(6)中的  $\beta_1$  显著为正, 则表明盈余管理在管理层风险偏好与企业信用评级的关系中起中介作用, 假设 H2c 得证。

$$EM = \beta_0 + \beta_1 DI + \beta_2 Leverage + \beta_3 Coverage + \beta_4 Size + \beta_5 State + \beta_6 Growth + \beta_7 Big4 + \beta_8 Year + \beta_9 Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$CR = \beta_0 + \beta_1 EM + \beta_2 Leverage + \beta_3 Coverage + \beta_4 Size + \beta_5 State + \beta_6 Growth + \beta_7 Big4 + \beta_8 Year + \beta_9 Industry + \varepsilon \quad (5)$$

$$CR = \beta_0 + \beta_1 DI + \beta_2 EM + \beta_3 Leverage + \beta_4 Coverage + \beta_5 Size + \beta_6 State + \beta_7 Growth + \beta_8 Big4 + \beta_9 Year + \beta_{10} Industry + \varepsilon \quad (6)$$

3. 实证方法。本文的核心被解释变量企业信用评级属于多元有序分类变量,因此本文借鉴 Ashbaugh 等<sup>[32]</sup>、Caton 等<sup>[33]</sup>、马榕和石晓军<sup>[27]</sup>等的做法对模型(3)、模型(5)和模型(6)采用 Ologit 模型进行估计,而模型(4)采用 OLS 模型进行估计,同时控制异方差和序列相关进行回归检验。

#### 四、检验结果与分析

##### (一)单变量分析

1. 描述性统计。表2提供了1612个观测值的主要变量描述性统计结果。CR的均值为6.3747,说明大部分企业的信用评级偏高。主要解释变量DI的均值为-0.2346,最小值为-1.1105,最大值为-0.0162,说明不同企业的管理层风险偏好存在一定的差异。EM的均值和中位数分别为0.0000、-0.0012,最小值和最大值分别为-0.1262、0.1294,说明样本中既有正向的盈余管理,也有负向的盈余管理,且从平均数来看二者分布较为均匀。在本文所使用的控制变量中,企业资产负债率均值为55.31%,利息保障倍数均值为7.8170,企业规模均值为23.3490,国有企业占比为51.8%,发债公司增长率均值为13.57%,经四大事务所审计的企业占比为13.52%,表明本文选取的样本比较合理。

变量	观察值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
CR	1612	6.3747	1.0008	6	1	8
DI	1612	-0.2346	0.1929	-0.1831	-1.1105	-0.0162
EM	1612	0.0000	0.0433	-0.0012	-0.1262	0.1294
Leverage	1612	0.5531	0.1616	0.5530	0.1717	0.8562
Coverage	1612	7.8170	26.7608	3.4390	-86.0744	181.2346
Size	1612	23.3490	1.2683	23.2004	20.9314	27.1661
State	1612	0.5180	0.4998	1	0	1
Growth	1612	0.1357	0.3391	0.0700	-0.4808	1.9792
Big4	1612	0.1352	0.3421	0	0	1

表3 相关性分析

变量	CR	DI	EM	Leverage	Coverage	Size	State	Growth	Big4
CR	1								
DI	0.151***	1							
EM	0.269***	0.014	1						
Leverage	0.072***	0.197***	-0.360***	1					
Coverage	0.092***	0.043*	0.196***	-0.082***	1				
Size	0.708***	0.195***	0.042*	0.501***	0.040	1			
State	0.338***	0.100***	-0.075***	0.211***	-0.045*	0.345***	1		
Growth	-0.055**	0.071***	-0.007	0.01	0.075***	-0.006	-0.171***	1	
Big4	0.361***	0.096***	0.052**	0.045*	0.050**	0.383***	0.138***	-0.046*	1

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,下同。

2. 相关性分析。各变量的相关性分析结果如表3所示。由表3可知,管理层风险偏好与企业信用评级之间的相关系数为0.151,且在1%的水平上显著,初步说明管理层风险偏好与企业信用评级呈正相关关系。另外,解释变量之间的相关系数整体上均远小于0.8,说明解释变量之间不存在明显的多重共线性问题。

##### (二)多元回归分析

1. 管理层风险偏好与企业信用评级的关系。本文首先检验管理层风险偏好(DI)与企业信用评级(CR)之间的关系,回归结果如表4所示。

表4 管理层风险偏好与企业信用评级

变量	(1)	(2)	(3)
DI		1.161*** (0.28)	1.412*** (0.29)
Leverage	-9.146*** (0.55)	-9.791*** (0.51)	-9.547*** (0.57)
Coverage	0.005*** (0.00)	0.003 (0.00)	0.005*** (0.00)
Size	2.894*** (0.11)	2.730*** (0.10)	2.906*** (0.11)
State	0.724*** (0.14)	1.114*** (0.13)	0.695*** (0.14)
Growth	-0.297* (0.16)	-0.417*** (0.16)	-0.383** (0.17)
Big4	0.838*** (0.20)	0.806*** (0.18)	0.817*** (0.20)
N	1612	1612	1612
Year	Control	No	Control
Industry	Control	No	Control
Adjusted R <sup>2</sup>	0.4497	0.4235	0.4549

注:括号内的数值为t值,下同。

表4中的第(1)栏是在未加入管理层风险偏好

的情况下考察影响企业信用等级的因素。实证结果表明,资产负债率(Leverage)、利息保障倍数(Coverage)、企业规模(Size)、股权性质(State)、发债公司增长率(Growth)和审计质量(Big4)均会对企业信用评级产生影响。首先,企业的资产负债率越低、利息保障倍数越高,则信用评级越高,表明企业的偿债能力越强,面临的财务风险越低,则越有利于信用等级的提升。其次,公司规模越大,信用评级越高。这是因为规模越大的企业拥有越多的可抵押资产,获现能力越强,因而信用评级越高。再次,与非国有企业相比,国有企业的信用评级更高。这是因为国有企业存在预算软约束,其中体现出的“政府支持之手”使得信用评级机构在进行评级时会给予国有企业更高的评级<sup>[34]</sup>。然后,发债公司增长率越高,则信用评级越低。这似乎与理论预期相反,有可能与发债企业为了发债成功而在发债前一年进行的盈余管理有关,也为本文的后续研究提供了一定的数据支撑。最后,与未经四大审计的企业相比,经四大审计的企业的信用评级更高,这说明审计质量越高,企业信用评级越高,与陈超、李榕伊<sup>[4]</sup>的研究结论一致。

在表4的第(2)栏中,本文加入了管理层风险偏好(DI)这一变量,考察在控制上述财务指标后,管理层风险偏好是否会影响企业信用评级。如果管理层风险偏好确实会影响企业信用评级,则DI系数应该显著为正。从回归结果可以看出,DI的系数估计值为1.161,且在1%的水平上显著,与预期一致,说明管理层风险偏好水平越高的企业会获得越高的企业信用评级。这也意味着企业信用评级除了受资产负债率、企业规模、股权性质、公司增长率、审计质量等财务因素影响,还会受管理层风险偏好因素的影响。控制变量的关系除利息保障倍数(Coverage)不再显著外,其他结果与第(1)栏的结果类似,在此不再赘述。

表4的第(3)栏对行业和年份加以控制,实证结果保持不变,即管理层风险偏好与企业信用评级仍在1%的水平上显著为正,H1得以验证。即管理层风险偏好与企业信用评级显著正相关,表明管理层风险偏好的确会影响信用评级机构对企业整体信用风险的评估。表4的回归方程有着45%左右的调整R<sup>2</sup>,说明模型整体拟合效果较好,解释力较强。

**2. 管理层风险偏好、盈余管理与企业信用等级的关系。**既然管理层风险偏好会影响企业的信用评级,那么管理层风险偏好又是通过何种方式作用于

企业的信用评级呢?基于这一思路,本文选择盈余管理为中介变量作进一步分析。盈利能力是信用评级机构对企业进行评级时会关注的重要因素之一,盈余管理则成为企业提高信用等级的可能途径,而管理层风险偏好又会影响企业的盈余管理行为。因此,本文在管理层风险偏好与企业信用评级之间加入盈余管理变量进行研究,回归结果如表5所示。

**表5 管理层风险偏好、盈余管理与企业信用评级**

变量	(1) 被解释变量 为EM	(2) 被解释变量 为CR	(3) 被解释变量 为CR
DI	0.013** (0.01)		1.287*** (0.29)
EM		10.572*** (1.61)	10.192*** (1.62)
Leverage	-0.159*** (0.01)	-7.580*** (0.61)	-8.010*** (0.63)
Coverage	0.000*** (0.00)	0.003** (0.00)	0.003* (0.00)
Size	0.011*** (0.00)	2.813*** (0.11)	2.826*** (0.11)
State	-0.005** (0.00)	0.771*** (0.14)	0.742*** (0.14)
Growth	-0.006 (0.00)	-0.234 (0.17)	-0.314* (0.17)
Big4	-0.007** (0.00)	0.882*** (0.20)	0.857*** (0.20)
N	1612	1612	1612
Year	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control
Adjusted R <sup>2</sup>	0.2536	0.4608	0.4650

表5的第(1)栏报告了管理层风险偏好(DI)与盈余管理(EM)之间的关系。如果管理层风险偏好确实会影响企业的盈余管理水平,则DI的系数应该显著为正。从回归结果可以看出,DI的系数估计值为0.013,在5%的水平上显著,表明管理层风险偏好会影响企业盈余管理水平,且管理层风险偏好水平越高的企业,其盈余管理水平越高。这一结果验证了H2a,即管理层风险偏好与企业盈余管理显著正相关。此外,资产负债率(Leverage)、股权性质(State)、审计质量(Big4)分别与企业盈余管理呈显著负相关,利息保障倍数(Coverage)、企业规模(Size)分别与企业盈余管理呈显著正相关关系,而发债公司增长率(Growth)与企业盈余管理之间的关系不显著。

表5的第(2)栏报告了盈余管理(EM)与企业信

用评级(CR)之间的关系。如果企业盈余管理水平确实会影响企业信用评级,则EM的系数应该显著为正。从回归结果可以看出,EM的系数估计值为10.572,在1%的水平上显著,表明盈余管理水平越高的企业能获得越高的信用评级。这也与马榕、石晓军<sup>[27]</sup>的研究结论一致,表明我国现阶段信用评级的甄别能力较弱,易受到盈余管理活动产生的污染信息影响。这一结果验证了H2b,即企业盈余管理与企业信用评级显著正相关。控制变量除发债公司增长率(Growth)系数不再显著外,其他结果与H1结果基本相似。

表5的第(3)栏中,本文加入了盈余管理(EM)这一指标,考察在控制盈余管理的情况下管理层风险偏好与企业信用评级之间的关系。根据温忠麟等<sup>[31]</sup>对中介效应的检验方法,首先分析管理层风险偏好与企业信用评级之间的关系,结果表明管理层风险偏好与企业信用评级显著正相关(即H1成立);其次,在H1成立的基础上,分析管理层风险偏好与盈余管理之间的关系,结果表明二者呈显著正相关关系(即H2a成立);然后,分析盈余管理与企业信用评级之间的关系,结果表明二者呈显著正相关关系(即H2b成立)。

在H1、H2a、H2b成立的基础上,分析管理层风险偏好、盈余管理与企业信用评级三者之间的关系,如果管理层风险偏好确实会通过盈余管理作用于企业信用评级,则EM的系数仍应该显著为正。在EM系数显著为正的基础上,如果DI的系数仍然显著为正,则中介效应表现为部分中介,即管理层风险偏好对企业信用评级的作用是部分通过盈余管理产生的;如果DI的系数不再显著,则中介效应表现为完全中介,即管理层风险偏好完全通过盈余管理对企业信用评级产生作用。从回归结果可以看出,EM的系数为10.192,在1%的水平上显著,表明管理层风险偏好通过盈余管理的作用,进而对企业信用评级产生显著的正向作用,即盈余管理在管理层风险偏好与企业信用评级之间有显著的中介效应,H2c得证。与此同时,DI的系数为1.287,也在1%的水平上显著,表明中介效应表现为部分中介,即管理层风险偏好通过部分作用于盈余管理而对企业信用评级产生影响。控制变量与H1的检验结果基本相似,调整R<sup>2</sup>达到46.5%,说明模型整体拟合效果较好,且解释力较强。

总体来说,管理层风险偏好对企业信用评级的

影响中既包括管理层风险偏好的直接影响,同时也包括管理层风险偏好部分作用于盈余管理活动而产生的间接影响。

**3. 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,更换与企业信用评级有关的模型。除采用Ologit模型以外,本文还进一步对模型(3)、模型(5)和模型(6)采用Oprobit模型进行估计,实证结果如表6中第(1)~(4)栏所示。其次,更换管理层风险偏好的度量指标。除了借鉴Sundaram、Yermack<sup>[26]</sup>的做法引入防御性距离指标(DI)作为管理层风险偏好的代理变量,本文进一步借鉴已有做法引入资本性支出指标(Capexi)作为管理层风险偏好的代理变量,该指标等于企业第t期购建固定资产、无形资产及其他长期资产支出之和与企业第t-1期期末资产总计之比。这是从资本性支出角度衡量管理层风险偏好,该指标越大,表明管理层越偏好风险,实证结果如表6中第(5)~(8)栏所示。最后,加入重要的公司治理变量,如大股东持股比例(Sharefirst)、董事会规模(Board)、独董比例(Indeboard)、管理层持股比例(Mangshare)等,实证结果如表6中第(9)~(12)栏所示。

总体而言,无论是更换实证模型,还是更换管理层风险偏好的度量指标,或是加入公司治理变量,管理层风险偏好与企业信用评级之间的正相关关系以及盈余管理的中介效应仍然显著存在,这表明本文的研究结果总体上是稳健的。

## 五、结论与展望

### (一)研究结论与建议

**1. 结论。**本文从心理因素的角度出发探讨了管理层风险偏好对企业信用评级的影响,并试图从盈余管理的作用路径来解释其影响机制。实证研究表明,管理层风险偏好与企业信用评级呈显著正相关关系,表明管理层风险偏好的确会影响信用评级机构对企业整体信用风险的评估。进一步研究发现,盈余管理在管理层风险偏好与企业信用评级之间的关系中起到部分中介作用,即管理层风险偏好通过部分作用于企业的盈余管理活动来影响企业的信用评级。

**2. 建议。**以上研究结果一方面表明企业的微观层面如管理层风险偏好在一定程度上会影响信用评级机构的评级意见,另一方面也反映出企业的盈余管理活动在管理层风险偏好影响企业信用评级的过

稳健性检验结果

表 6

变量	Oprobit 模型						Capexi 指标						公司治理变量													
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)		
	假设 H1	假设 H2a	假设 H2b	假设 H2c	假设 H1	假设 H2a	假设 H2b	假设 H2c	假设 H1	假设 H2a	假设 H2b	假设 H2c	假设 H1	假设 H2a	假设 H2b	假设 H2c	假设 H1	假设 H2a	假设 H2b	假设 H2c	假设 H1	假设 H2a	假设 H2b	假设 H2c		
DI	0.728*** (0.16)	0.013** (0.01)		0.665*** (0.16)									1.267*** (0.28)	0.011** (0.01)											1.165*** (0.29)	
Capexi					3.630*** (0.99)	0.037** (0.02)	3.361*** (1.02)																			
EM			6.021*** (0.85)	5.849*** (0.85)									10.572*** (1.61)	10.349*** (1.60)											10.048*** (1.62)	9.751*** (1.62)
Leverage	-5.241*** (0.32)	-0.159*** (0.01)	-4.217*** (0.34)	-4.415*** (0.35)	-9.276*** (0.56)	-0.157*** (0.01)	-7.580*** (0.61)	-7.739*** (0.62)	-9.635*** (0.57)	-0.156*** (0.01)																-8.157*** (0.63)
Coverage	0.003*** (0.00)	0.000*** (0.00)	0.002*** (0.00)	0.002* (0.00)	0.005*** (0.00)	0.000*** (0.00)	0.003** (0.00)	0.004** (0.00)	0.004** (0.00)	0.000*** (0.00)																0.003 (0.00)
Size	1.568*** (0.07)	0.011*** (0.00)	1.520*** (0.07)	1.526*** (0.07)	2.911*** (0.11)	0.012*** (0.00)	2.813*** (0.11)	2.830*** (0.11)	2.887*** (0.11)	0.011*** (0.00)																2.807*** (0.11)
State	0.334*** (0.07)	-0.005** (0.00)	0.394*** (0.07)	0.375*** (0.07)	0.791*** (0.14)	-0.004* (0.00)	0.771*** (0.14)	0.832*** (0.14)	0.588*** (0.14)	-0.003 (0.00)																0.620*** (0.15)
Growth	-0.190** (0.09)	-0.006 (0.00)	-0.122 (0.09)	-0.159* (0.09)	-0.340** (0.16)	-0.005 (0.00)	-0.234 (0.17)	-0.273 (0.17)	-0.321* (0.16)	-0.005 (0.00)																-0.257 (0.17)
Big4	0.474*** (0.11)	-0.007** (0.00)	0.512*** (0.11)	0.497*** (0.11)	0.827*** (0.20)	-0.007** (0.00)	0.882*** (0.20)	0.869*** (0.20)	0.850*** (0.20)	-0.007** (0.00)																0.895*** (0.20)
Sharefirst									1.772*** (0.42)																	1.649*** (0.42)
Board									0.046 (0.04)																	0.040 (0.04)
Indeboard									-1.994* (1.17)																	-1.603 (1.18)
Mangshare									0.071 (0.44)																	-0.145 (0.45)
N	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612	1612
Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Adjusted R <sup>2</sup>	0.4462	0.2536	0.4539	0.4574	0.4529	0.2530	0.4608	0.4634	0.4605	0.2657	0.4662	0.4696	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662	0.4662



程中发挥了作用。鉴于此,本文提出三点建议:

(1)企业应当完善其对管理者的选聘机制,除年龄、教育背景、相关经历等特征外,应当将竞聘者的风险偏好特征考虑在内。本文的实证研究表明,管理层风险偏好会影响企业信用评级,从而影响企业未来的融资,因此企业出于长远战略发展考虑,有必要将风险偏好纳入管理者的选聘机制。

(2)信用评级机构应当提高其对企业信用风险的分析和评估能力。企业的整体绩效不能仅通过财务指标来反映,它还会受到非财务指标因素(如管理层风险偏好)的影响,并且该影响过程有可能涉及盈余管理活动的中介作用,因此评级机构在对企业进行评级时应当考虑到管理层风险偏好的影响机制。

(3)市场监管机构应进一步加大对评级质量的监管力度,合理规范和引导信用评级机构的评级行为。我国债券市场已进入快速发展阶段,评级机构为追求更高收益、抢占更多市场份额,有动机给予企业更高而不是更准确的信用评级。严格的市场监管有利于提高信用评级质量,同时也是规范评级机构评级行为的保障。

## (二)研究贡献与局限性

1. 研究贡献。相对于已有文献,本文的主要研究贡献在于:①在非财务信息影响企业信用评级的研究中,首次从心理因素角度考察管理层风险偏好的影响,丰富了高层梯队理论、行为经济学理论以及企业信用评级影响因素的相关文献成果;②检验了盈余管理在管理层风险偏好和企业信用评级关系之间的作用,补充了管理层风险偏好的作用机制,同时验证了以往文献中盈余管理对企业信用评级的作用关系;③拓宽了管理层风险偏好、盈余管理与企业信用评级相关问题的研究视角,为进一步探讨相关问题提供了理论参考。

2. 局限性。本研究也存在一定局限性:①从国内外已有的研究来看,很多学者采用了量表方式来衡量管理层风险偏好。采用这种方式的优点是可以直接对企业管理层风险偏好进行测度,但也存在不足之处,过分依赖调查问卷并不适合大样本分析,且调查结果易受到调查时的环境、心理等不可测因素的影响。本文从经济活动的结果出发,以管理层风险偏好影响的决策结果来分析管理层风险偏好水平,实际上是一种间接衡量的方法。这种方法的局限是非风险偏好因素也有可能

影响研究结果。②本文未考虑不同信用评级机构间存在的异质性。事实上,不同的信用评级机构所采用的评级标准和评级方法不一定完全相同,因此各企业的信用评级也未必同质。③研究发现,盈余管理在管理层风险偏好与企业信用评级的关系中起部分中介作用,表明管理层风险偏好还有可能通过其他途径对企业信用评级产生影响,对此本文没有深入探讨,有待于未来做进一步的研究完善。

## 主要参考文献:

- [1] Kisgen D. J.. The Influence of Credit Ratings on Corporate Capital Structure Decisions [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2007(3): 65~73.
- [2] Ayers B., Laplante S., McGuire S.. Credit Ratings and Taxes: The Effect of Book-Tax Differences on Ratings Changes [J]. Contemporary Accounting Research, 2010(2): 359~402.
- [3] Gul F. A., Goodwin J.. Short-Term Debt Maturity Structures, Credit Ratings, and the Pricing of Audit Services [J]. Accounting Review, 2010(3): 877~909.
- [4] 陈超,李榕伊. 审计能否提高公司债券的信用评级 [J]. 审计研究, 2013(3): 59~66.
- [5] 敖小波,林晚发,李晓慧. 内部控制质量与债券信用评级 [J]. 审计研究, 2017(2): 57~64.
- [6] Hambrick D. C., Mason P. A.. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. Social Science Electronic Publishing, 1984(2): 193~206.
- [7] Jackson S. E., Joshi A., Erhardt N. L.. Recent Research on Team and Organizational Diversity: SWOT Analysis and Implications [J]. Journal of Management, 2003(6): 801~830.
- [8] 白云涛,郭菊娥,席酉民. 高层管理团队风险偏好异质性对战略投资决策影响效应的实验研究 [J]. 南开管理评论, 2007(2): 25~30.
- [9] 姚宏,李延喜,高锐,张晶晶. 信息结构、风险偏好与盈余操纵行为——一次实验研究的结论 [J]. 会计研究, 2006(5): 58~65.
- [10] Abdelkhalik A. R.. An Empirical Analysis of CEO Risk Aversion and the Propensity to Smooth Earnings Volatility [J]. Social Science Electronic Publishing, 2006(2): 201~235.

- [11] Graham J., Harvey C.. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001(2~3), 187~243.
- [12] Alissa W., Iv S. B. B., Koharki K., et al.. Firms' Use of Accounting Discretion to Influence Their Credit Ratings [J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2013(2~3):129~147.
- [13] 朱松. 债券市场参与者关注会计信息质量吗? [J]. *南开管理评论*, 2013(3):16~25.
- [14] Jiraporn P., Jiraporn N., Boeprasert A., et al.. Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification [J]. *Financial Management*, 2014(3): 505~531.
- [15] 翟淑萍, 毕晓方, 王玥. 战略差异、CFO 财务执行力与企业信用评级 [J]. *山西财经大学学报*, 2018(11):95~109.
- [16] Malmendier U., Tate G., Yan J.. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies [J]. *Journal of Finance*, 2011(5):1687~1733.
- [17] Cronqvist H., Makhija A. K., Yonker S. E.. Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013(1):20~40.
- [18] Faulkender M., Petersen M. A.. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? [J]. *Review of Financial Studies*, 2006(1):45~79.
- [19] 郭道燕, 黄国良, 张亮亮. 高管财务经历、风险偏好与公司超速增长——来自中国经济“黄金期”的经验证据 [J]. *山西财经大学学报*, 2016(10):113~124.
- [20] 李琦, 罗炜, 谷仕平. 企业信用评级与盈余管理 [J]. *经济研究*, 2011(S2):88~99.
- [21] 杨大楷, 王鹏. 信用评级前的盈余管理——来自中国信用债券市场的经验证据 [J]. *证券市场导报*, 2014(4):23~28.
- [22] Demirtas K. O., Cornaggia K. R.. Initial Credit Ratings and Earnings Management [J]. *Review of Financial Economics*, 2013(4):135~145.
- [23] 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]. *管理科学*, 2014(5):91~103.
- [24] Grant J., Markarian G., Parbonetti A.. CEO Risk-Related Incentives and Income Smoothing [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2009(4):1029~1065.
- [25] 张铁铸. 管理层风险特质、会计选择与盈余质量研究 [J]. *山西财经大学学报*, 2010(9):108~116.
- [26] Sundaram R. K., Yermack D. L.. Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation [J]. *Journal of Finance*, 2007(62):1551~1588.
- [27] 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]. *经济学(季刊)*, 2016(1):197~216.
- [28] 蔡春, 李明, 和辉. 约束条件、IPO 盈余管理方式与公司业绩——基于应计盈余管理与真实盈余管理的研究 [J]. *会计研究*, 2013(10):35~42.
- [29] Kuang Y. F., Qin B.. Credit Ratings and CEO Risk-Taking Incentives [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013(4):1524~1559.
- [30] 吴育辉, 吴世农, 魏志华. 管理层能力、信息披露质量与企业信用评级 [J]. *经济管理*, 2017(1):165~180.
- [31] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用 [J]. *心理学报*, 2004(5):614~620.
- [32] Ashbaugh H., Collins D. W., Lafond R.. The Effects of Corporate Governance on Firm's Credit Ratings [J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2004(1~2):245~254.
- [33] Caton G. L., Chiyachantana C. N., Goh J.. Earnings Management Surrounding Seasoned Bond Offerings: Do Managers Fool Rating Agencies and the Bond Market? [J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 2011(3):687~708.
- [34] 韩鹏飞, 胡奕明. 政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究 [J]. *金融研究*, 2015(3):116~130.

作者单位:中南大学商学院,长沙 410012