



高管财务经历与企业信用评级： 基于盈余管理的视角

林晚发, 刘颖斐, 杨 琴
武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072

摘要:历次的金融危机引发了学界和业界对信用评级有效性的关注,信用评级被认为是诱发金融危机的一个重要因素。中国债券集中违约也引发了投资者和监管者对中国信用评级市场的担忧,因此,有必要分析中国评级机构的独立性和客观性。然而,已有研究主要从公司财务特征角度对信用评级的影响因素进行分析,鲜有研究分析管理层特征与企业信用评级的关系,继而忽视了管理层特征对于信用评级的重要影响。

基于高管高层梯队理论,采用2008年至2017年交易所上市企业发债数据,使用多元回归固定效应模型,分析高管财务经历对企业信用评级的影响;从盈余管理角度对上述影响机制进行直接检验,从业绩压力和外部监督两个角度进行间接检验,同时考虑高管财务经历对于债券投资者的影响;采用滞后1期、工具变量、PSM配对分析和Heckman两阶段模型等方法对结论的稳健性进行讨论。

研究表明,①聘用财务经历高管的企业信用评级更高。②通过机制分析发现,盈余管理是高管财务经历影响企业信用评级的一个机制,即高管财务经历降低了企业的盈余管理,从而使评级机构给予该企业更高的信用评级。③在考虑高管盈余管理意愿的情况下,在业绩压力和外部监督较强时,高管进行盈余管理的动机更小,企业信用评级较高。④通过进一步分析发现,相对于本土评级机构,外资背景评级机构在评级时更倾向于参考高管财务经历这一软信息;出于高管财务经历降低盈余管理的作用,投资者会要求这些企业债券较低的风险溢价。

在信用评级的真实性被广泛质疑的环境下,发现评级机构在评级过程中会考虑高管财务经历这一软信息,从而证实信用评级存在一定的信息含量。相关部门应该建立和完善管理层声誉机制,强化企业的内部治理机制。

关键词:高管财务经历;信用评级;盈余管理;评级机构

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2019.04.001

文章编号: 1672-0334(2019)04-0003-14

引言

在历次金融危机中,评级机构均被指责没有为

市场提供及时有效的信息。2008年美国次贷危机引发了学界和业界对信用评级有效性的关注^[1],信用

收稿日期: 2018-11-15 **修返日期:** 2019-06-04

基金项目: 国家自然科学基金(71602148,71802152);教育部人文社会科学研究项目(16YJC630065,18YJC630109)

作者简介: 林晚发,管理学博士,武汉大学经济与管理学院讲师,研究方向为债券市场和信用评级等,代表性学术成果为“高管任职经历的得与失?——来自债券市场的经验证据”,发表在2018年第6期《金融研究》,E-mail:linwanfa2013@163.com

刘颖斐,管理学博士,武汉大学经济与管理学院副教授,研究方向为资本市场信息披露监管等,代表性学术成果为“承销商评级与债券信用利差——来自《证券公司分类监管规定》的经验证据”,发表在2019年第1期《中国工业经济》,E-mail:lindaliuyf@163.com

杨琴,武汉大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向为资本市场信息披露监管等,E-mail:15527128092@163.com

评级被认为是诱发金融危机的一个重要因素^[2]。中国学者也质疑信用的信息效应^[3-4],并认为中国的信用评级膨胀现象严重,评级没有提供充分有价值的信息。其原因主要在于信用评级机构的收入大多来自于企业,导致一系列代理问题,即企业与评级机构发生合谋,使评级机构丧失独立性^[5]。基于上述现象,有必要分析中国评级机构的独立性和客观性,即检验信用的质量。

如何检验信用的质量显得至关重要,相关研究认为评级机构在对发债企业进行评级时,除考虑企业的财务指标外,还会考虑企业的非财务指标^[6]。管理层特征作为企业的非财务指标,对于企业有着重要影响;高管高层梯队理论也强调了管理层异质性对于企业行为的影响,该理论认为管理层的个性、背景和经验可以部分影响他们的决策^[7-8]。所以,高管的个人特征影响企业的决策^[9-10]和业绩表现^[11-12],进而影响企业的未来风险和信用评级。然而,已有研究主要分析了CEO教育、个人特征或人格特征异质性对于企业业绩的影响,鲜有研究分析高管的相关经验对于企业行为的影响。因此,本研究分析高管财务经历对于企业信用的影响,从高管财务经历角度分析信用的影响因素出于以下3个方面原因:①理论方面,HAMBRICK et al.^[7]提出的高管高层梯队理论认为,高管作为有限理性的人,他们的行为决策受到自身认知能力和价值取向的影响,这些影响因素与自身特征和工作经历有着重要关系。因此,高管的财务经历会影响高管的财务决策,进而影响企业未来的风险。②越来越多的国内外企业更倾向于选择有财务任职经历的高管担任CEO^[13]。中国企业的财务经历CEO所占比例不断增大,姜付秀等^[14]发现中国企业财务经历CEO比例从2008年的5.25%上升到2017年的7.12%。③实证方面,已有研究也发现高管财务经历对于企业行为有着重要影响,如高管财务经历影响企业资本结构^[14-15]、股利支付政策^[16]、信息披露决策^[17]等。因此,本研究分析高管财务经历是否影响企业信用评级,以此检验信用的信息含量。

1 相关研究评述

1.1 高管财务经历的经济后果

已有关于高管财务经历经济后果的研究主要集中在企业财务与信息披露决策上。①对于资本结构,已有研究认为高管财务经历能够提高企业负债率,加快资本结构调整速度^[14-15]。GRAHAM et al.^[15]利用问卷调查方法收集数据,分析高管财务经历对公司高负债概率的影响,得到高管财务经历能够增大公司高负债概率的结论。在档案数据研究方面,姜付秀等^[13]以CEO变更事件为样本,利用DID模型分析高管财务经历对于资本结构的影响,从而减少了COOK et al.^[18]对于遗漏变量问题的担忧。产生上述结论的机制在于,有财务经历的高管对于财务管理理论有深刻的理解,了解债务对于企业价值的影响,

能熟练运用资本市场的金融工具进行借贷。因此,在资本结构的选择和配置上,有财务经历的高管表现得更好。②对于投资决策,已有研究认为高管财务经历影响企业的风险承担、投资和支出政策。CUSTÓDIO et al.^[16]认为在职业谨慎假说下,具有财务经历的高管会计谨慎性更高,会选择保守的会计财务决策,如进行较多的股票回购以减少股息的发放和研发支出。③高管财务经历可能影响企业的盈余管理程度和信息披露决策。高管财务经历有利于提高企业的信息披露质量,降低信息不对称程度^[16]。JIANG et al.^[19]认为具有财务经历的高管出于职业的谨慎性,会使企业盈余管理水平较低。然而,由于高管薪酬与企业业绩挂钩,高管有最大化自身利益的动机,也可能进行较大程度的盈余管理或者选择性信息披露^[20]。

1.2 信用的影响因素

由于信用是对企业未来的违约风险进行量化^[21],所以最早对于信用影响因素的研究主要集中于企业特征方面。基于风险观,许多研究从企业规模^[22]、企业杠杆率^[23]、企业年龄^[24]、盈利能力^[25]和融资约束^[26]视角进行分析,发现规模越大、杠杆率越小、企业年龄越大、盈利能力越强、融资约束越小的企业,违约风险较低,信用评级较高。另外,由于公司治理能够降低企业未来的违约风险,后续研究进一步检验公司治理与信用的关系,ASHBAUGH-SKAIFE et al.^[27]和ALALI et al.^[28]发现公司治理影响信用评级,且ALALI et al.^[28]认为企业的治理水平如果有明显上升,信用评级也将得到提高。BHOJRAJ et al.^[29]以机构投资者持股比例作为公司治理强弱的替代变量,发现机构持股比例越高,公司治理越强,从而导致企业的信用评级较高。在会计信息披露方面,学者们开始关注企业盈余管理和企业社会责任等相关信息对信用的影响。ASHBAUGH-SKAIFE et al.^[27]实证分析应计盈余质量与信用评级之间的相关关系,发现盈余管理与信用评级之间存在正向关系;ATTIG et al.^[30]发现社会责任高的企业获得更高的债券评级。

中国关于信用影响因素的研究起步较晚,早期研究多是结合中国特有的股权性质展开,研究发现国有企业的信用评级较高^[31-32]。后续相关研究进一步结合中国地方政府特征进行分析,韩斯玥等^[33]认为政府对信用机构的监管能够提高信用的信息含量;潘俊等^[34]发现城投债信用评级受地方政府财政透明度的影响;钟辉勇等^[35]认为有担保的债券和地方政府公共财政收入的增加均有利于提高城投债的评级。另外,已有研究也对企业盈余管理与信用的关系进行了丰富的研究,李琦等^[36]研究信用评级变化对企业盈余管理的影响,发现相对于信用评级没有变化的企业,信用评级上升的企业前一年度盈余管理水平更高;杨大楷等^[37]也发现了类似的现象,但股权性质能够削弱这个现象;刘娥平等^[38]发现企业的盈余管理程度与首次信用评级之间

呈正相关关系。

在贷款人、投资者和借款人之间的投资交易中,存在关于借款人信誉的信息不对称^[39]。由于借款人可能有动机隐藏自身的坏消息,所以评级机构充当了减少信息不对称的信息中介角色,从而促进了相关合同的签订^[40-41]。因此,已有研究大多从企业的定量信息角度分析影响信用评级的因素。有研究开始分析企业软信息对信用评级质量的影响。KEDIA et al.^[42]将硬信息描述为“定量的,易于以非个人的方式存储和传输”;而软信息则是“定性的”,包括审计意见、谣言、经济预测、管理层未来计划的陈述和市场评论等。与其他中介机构提供的信息相比^[43],评级机构强调的是带有定性信息的信用分析方法。

综合上述两个方面的研究发现,一方面,已有研究分析了高管财务经历对企业资本结构决策、投资决策和信息披露决策的影响,但这些研究只是从企业层面强调了高管财务经历的作用,鲜有研究从资本市场信息中介和投资者角度分析高管财务经历的作用。由于高管财务经历影响企业相关决策,势必会影响企业风险,从而使市场信息中介和投资者关注高管相关特征,继而影响他们的决策。另一方面,已有关于信用评级影响因素的研究大多从企业的财务状况和公司治理情况角度进行分析,但信用评级机构在对企业进行评级时也关注企业的定性信息,如企业的所有制^[35]、企业信息披露质量^[43]、高管能力^[6]和企业社会责任情况^[44]。因此,高管财务经历作为企业的一种定性信息,理应受到评级机构的关注。基于此,本研究探讨高管财务经历与企业信用评级之间的关系,并对此影响机制进行梳理,通过上述分析进一步判断信用评级的评级质量。

2 理论分析和研究假设

传统的新古典主义观点认为管理层是同质的,不同企业的管理层在面对环境变化时都会做出理性的决策^[45-46],因此企业的政策制定不受管理层特征的影响。然而,高管高层梯队理论则强调了管理层异质性对于企业行为的影响。该理论认为,管理层的个性、背景和经验可以部分影响他们的决策^[7-8]。自高管高层梯队理论发展以来,大量的研究实证检验了管理者的不同特征与企业决策之间的关系,并提供了与理论一致的结果,即管理层异质性对企业决策和绩效具有较强的解释力^[15,47-48]。有研究进一步考察高管工作经历的作用。CUSTÓDIO et al.^[16]研究发现,具有行业专长的高管在并购交易谈判中表现得更好,即可以使目标企业支付较低的溢价;SONG^[49]发现有运营工作经验的CEO更倾向于内部发展多元化,没有运营工作经验的CEO更倾向于收购多元化;TYLER et al.^[50]研究表明,有技术工作经验的高管能够很好的评估创新风险,指导企业创新。上述研究都表明,CEO过去的职业经验对企业决策有显著影响。

由于盈余管理程度越高,企业信用评级越高^[27],

因此本研究从盈余管理角度分析高管财务经历对企业信用评级的影响。另外,相关理论也认为高管财务经历可以通过影响盈余管理进而影响信用评级,相关的理论机制见图1。

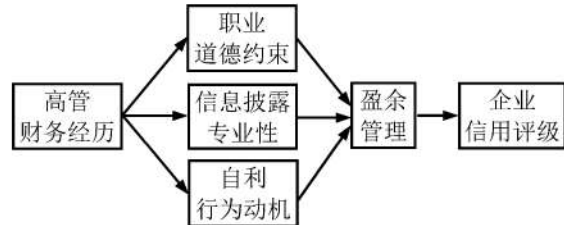


图1 高管财务经历影响企业信用评级机制

Figure 1 Mechanism of Executive Financial Experience on Corporate Credit Rating

在自利行为动机假说下,高管作为一个理性的经济人,较易受到与企业业绩挂钩的薪酬激励机制设计的影响,为了实现私有利益最大化,高管有动机操控企业业绩。同时,具有财务工作经历的高管具有对企业财务数据进行操控以及对会计政策进行选择的能力,更容易提高企业的盈余管理水平。由于信息的不对称,高管凭借掌握的企业私有信息的优势,较容易对企业进行相应的盈余管理,且这种盈余管理较难被投资者发现。然而,现阶段,越来越多的国内外企业更倾向于选择有财务任职经历的高管担任CEO^[13]。中国企业具有财务经历的CEO占比从2008年的5.25%上升到2017年的7.12%^[14],这个现象与财务经历高管的自利行为动机假说矛盾,这是因为拥有财务经历的高管如果进行较多的盈余管理,将损害股东价值,从而使股东和董事会聘用财务经历高管的可能性降低。综上,聘用财务经历的高管更可能降低盈余管理,其原因是财务经历的高管具有职业道德约束和信息披露的专业性。

在职业道德约束假说下,对于高管的财务经历而言,除了对财务专业性有要求外,对职业道德要求也较高。由于会计信息在产生的过程中存在大量需要专业判断的问题,会计职业界一直强调对从业者的职业道德要求,并专门制订了会计从业人员职业道德规范。同时,谨慎性是重要的会计信息质量要求,在职业培训和职业经验的积累中,谨慎性要求对财务人员认知经济活动实质产生一定影响。已有研究证实了高管对会计信息政策选择的影响,BAMBER et al.^[9]认为高管的特质差异在企业自愿财务披露选择中扮演着重要角色,拥有财务和会计背景的高管,在信息披露方面往往更为保守;JIANG et al.^[19]利用中国上市企业数据,发现财务经验丰富的高管降低了真实的盈余管理,从而提供了更高质量的收益信息。因此,基于职业道德约束,高管财务经历使高管有较高的会计谨慎性,选择更加保守的会计政策,这将降低企业盈余管理。

财务会计信息作为信息披露中的重要组成部

分,已成为市场中介和投资者最为关注的信息^[51],因此财务会计信息质量将影响企业在资本市场的融资行为。于是,如何提高会计信息披露质量、降低企业内外部的信息不对称程度和融资成本将是管理层面临的难题。为解决这一难题,企业会聘用有财务经历的高管提高企业盈余信息质量。根据高管高层梯队理论,高管的个体特征(教育和工作经历等)能影响他们的决策^[7-8]。在某一领域的任职经历会影响个人的专业认知和职业认知,从而影响他们的行为决策。财务经历的高管有着丰富的理论基础,并在长期的职业生涯中积累了丰富的实践经验,能够对企业的运营状况进行详细的分析,能很好地应对资本市场需求和会计政策,从而确保信息披露的及时性、完整性和可读性,提高企业的盈余信息质量^[15]。因此,在高管高层梯队理论下,由于会计财务知识的专业性,高管的财务工作经历会降低盈余管理。

聘用具有财务经历的高管比例增大,能够更好地发挥财务经历高管在职业道德和信息披露专业性方面的重要作用,因此高管财务经历将降低企业的盈余管理。与此同时,聘用财务经历的高管更可能降低盈余管理,其原因是财务经历的高管具有职业道德约束和信息披露的专业性,所以,盈余管理与企业信用评级之间存在显著的负相关关系^[27]。综上,一旦评级机构能够识别高管财务经历降低盈余管理的作用,势必会给予企业较高的信用评级。因此,本研究提出假设。

H₁ 聘用财务经历高管的企业信用评级较高。

3 样本选择和研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本研究选择2008年至2017年的数据进行分析,在剔除金融行业企业和ST企业后,本研究得到1 372个观察值。由于每个企业获得评级的时间不同,因此样本数据是一个非平衡面板数据。高管特征数据来自CNRDS数据库,对于缺失部分,本研究从CSMAR和相关网站寻找相关数据进行补充;信用评级和债券数据来自Wind数据库;财务数据均来自Wind数据库和CSMAR数据库。财务数据等连续变量均进行1%和99%的缩尾处理。

3.2 变量定义

3.2.1 因变量

本研究的因变量为企业信用评级。借鉴吴育辉等^[6]研究的做法,对企业信用评级进行赋值,表1给出信用评级等级的定义和赋值结果,企业信用评级越高,赋值越大。

3.2.2 自变量

本研究将高管财务经历作为自变量,同时也把高管局限在董事长和总经理层面,因为企业的信息披露决策一般都由董事长和总经理决定,所以他们的财务经历影响企业的信息披露质量。另外,本研究的高管财务经历特指高管是否有财务会计从业背

景,换言之,高管以往从事过会计财务相关工作都被认为拥有财务经历背景,这些工作包括会计事务所工作和企业会计师工作等。

表1 企业信用评级赋值

Table 1 Corporate Credit Rating Assignment

企业信用评级等级	信用评级含义	评级赋值得分
BBB ⁺	还债能力一般、受不利经济的影响较大,违约风险一般	1
A ⁻	还债能力较强、较易受不利经济的影响,违约风险较低	2
A	还债能力很强、较易受不利经济的影响,违约风险较低	3
AA ⁻	还债能力很强、较易受不利经济的影响,违约风险很低	4
AA	还债能力很强、不易受不利经济的影响,违约风险很低	5
AA ⁺	还债能力极强、不易受不利经济的影响,违约风险很低	6
AAA	还债能力极强、基本不受不利经济的影响,违约风险极低	7

3.2.3 控制变量

参照已有研究^[6],本研究也对影响企业信用评级的其他变量进行控制,包括企业基本面、企业公司治理、高管其他特征的控制变量。企业基本层面控制变量包括企业规模、杠杆率、流动资产比例、净资产收益率、利息保障倍数、股权性质、应计盈余管理和真实盈余管理;企业公司治理层面控制变量包括是否被四大事务所审计、机构投资者持股比例、董事长与总经理是否两职合一、独立董事比例、高管持股比例和第一大股东持股比例;高管特征层面控制变量包括政治联系、学术背景、性别和海外经历;为了分组检验需要,使用净利润测量企业的业绩压力;本研究还控制了行业、年度、省份和审计意见固定效应。更为重要的是,本研究还控制了评级机构固定效应,这在一定程度上能够减少评级机构技术差异和评级分析师个体差异对信用评级的影响。

3.3 模型设定

为了分析高管财务经历对企业信用评级的影响,本研究借鉴吴育辉等^[6]的模型设计,构建模型进行检验,即

$$Rat_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAc_{i,t} + \beta_{2-10} Con_{i,t} + Ind + Yea + Pro + Jg + Opi + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 为企业, t 为年度, β_0 为常数项, β_1 为自变量的回归系数, $\beta_2 \sim \beta_{10}$ 为控制变量的回归系数, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。具体的变量定义见表2。

表2 变量定义
Table 2 Definition of Variables

变量名称	变量符号	变量定义
因变量		
企业信用评级	<i>Rat</i>	变量定义见表1
自变量		
高管财务经历	<i>FAc</i>	董事长或总经理有财务经历或者有财务会计从业背景时取值为1,否则取值为0
控制变量		
企业规模	<i>Siz</i>	企业期末总资产的对数
杠杆率	<i>Lev</i>	$\frac{\text{负债总额}}{\text{资产总计}}$
流动资产比例	<i>Cur</i>	$\frac{\text{流动资产}}{\text{资产总计}}$
净资产收益率	<i>Roe</i>	$\frac{\text{净利润}}{\text{净资产}}$
利息保障倍数	<i>Ebi</i>	$\frac{\text{经营收益}}{\text{利息费用}}$
股权性质	<i>Soe</i>	虚拟变量,国有企业取值为1;民营企业取值为0
应计盈余管理	<i>AEM</i>	使用琼斯修正模型分行业、分年度计算得到
真实盈余管理	<i>REM</i>	借鉴 ROYCHOWDHURY ^[52] 的研究计算得到
四大事务所审计	<i>Big4</i>	虚拟变量,审计事务所为四大取值为1,否则取值为0
机构投资者持股比例	<i>Ins_H</i>	$\frac{\text{机构投资者持股数}}{\text{总股数}}$
董事长与总经理是否两职合一	<i>Dou</i>	虚拟变量,董事长与总经理两职合一取值为1,否则取值为0
独立董事比例	<i>I_ra</i>	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会人数}}$
高管持股比例	<i>M_ra</i>	$\frac{\text{高管持股数}}{\text{总股数}}$
第一大股东持股比例	<i>F_ra</i>	$\frac{\text{第一大股东持股数}}{\text{总股数}}$
高管政治联系	<i>PC</i>	虚拟变量,董事长或总经理以往存在政治关联取值为1,否则取值为0
高管学术背景	<i>Aca</i>	虚拟变量,董事长或总经理在高校或科研机构工作取值为1,否则取值为0
高管性别	<i>Gen</i>	虚拟变量,董事长或总经理为女性时取值为1,否则取值为0
高管海外经历	<i>O_sea</i>	虚拟变量,董事长或总经理有海外工作经历或留学经历取值为1,否则取值为0
净利润	<i>N_P</i>	企业的净利润/亿元
行业固定效应	<i>Ind</i>	虚拟变量,按照证监会2001年编码,制造业取前4位代码,其他行业取首字母
年度固定效应	<i>Yea</i>	年份虚拟变量
省份固定效应	<i>Pro</i>	省份虚拟变量
审计意见固定效应	<i>Opi</i>	审计意见虚拟变量
评级机构固定效应	<i>Jg</i>	评级机构虚拟变量

表3 描述性统计结果
Table 3 Results for Descriptive Statistics

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
<i>Rat</i>	1 372	5.470	5	0.925	7	1
<i>FAc</i>	1 372	0.219	0	0.413	1	0
<i>Siz</i>	1 372	23.700	23.500	1.170	27.202	21.704
<i>Lev/%</i>	1 372	59.103	59.400	15	86.300	20.303
<i>Cur/%</i>	1 372	0.479	0.454	0.247	0.955	0.052
<i>Roe</i>	1 372	8.310	8.360	8.490	33.701	-28
<i>Ebi</i>	1 372	7.870	3.660	14.902	109	-3.330
<i>Soe</i>	1 372	0.571	1	0.495	1	0
<i>AEM</i>	1 372	0.053	0.037	0.053	0.434	0.001
<i>REM</i>	1 360	0.101	0.068	0.112	1.260	0.001
<i>Big4</i>	1 372	0.143	0	0.350	1	0
<i>Ins_H/%</i>	1 372	49.501	51.603	23.101	102	0
<i>Dou</i>	1 372	0.173	0	0.379	1	0
<i>I_ra</i>	1 372	0.374	0.353	0.057	0.750	0.200
<i>M_ra</i>	1 372	0.026	0.001	0.092	0.810	0
<i>F_ra</i>	1 372	39	38.700	16.400	85.200	5.280
<i>PC</i>	1 372	0.421	0	0.494	1	0
<i>Aca</i>	1 372	0.208	0	0.406	1	0
<i>Gen</i>	1 372	0.134	0	0.341	1	0
<i>O_sea</i>	1 372	0.105	0	0.307	1	0
<i>N_P/亿元</i>	1 372	1.530	0.451	5.480	76.901	-11.501

4 实证结果分析

4.1 单变量分析

4.1.1 描述性统计分析

表3给出本研究主要变量的描述性统计结果。由表3可知,企业信用评级变量的均值为5.470,表明债券发行主体的评级大多集中在AA~AA⁺上,间接说明中国发债企业的信用评级整体存在一定的偏高,可能是由发行审批制造成的。*FAc*的均值为0.219,说明在发债的上市企业中,21.900%的企业高管具有财务工作经历。*AEM*和*REM*的均值分别为0.053和0.101,说明发债企业整体上都存在一定的盈余管理。对于公司治理变量,*Ins_H*的均值为49.501%,说明发债的上市企业机构持股比例较高;*Dou*的均值为0.173,说明有17.300%的企业存在总经理与董事长是同一人的情况;*I_ra*的均值为37.400%,表明上市企业的独立董事的人数平均而言超过了董事会人数的三分之一;*M_ra*的均值为2.600%,说明上市企业管理层持股比例还比较低,*F_ra*的均值为39%,这体现出第一大股东持股比例较高。本研究样本中

57.100%的企业为国有企业,14.300%的企业被四大事务所审计。本研究还统计了高管的其他特征,42.100%的高管存在政治关联,20.800%的高管拥有学术背景,13.400%的高管是女性,10.500%的高管有海外工作或学习经历。

4.1.2 变量相关性分析

表4给出本研究主要变量的Pearson相关系数。由表4可知,*FAc*与*Rat*的相关系数为0.035,且在10%水平上显著,说明在没有控制其他变量的情况下,高管财务经历能够提高企业信用评级, H_1 得到初步验证。从控制变量与*Rat*的相关系数看,规模越大、净资产收益率越高、利息保障倍数越高、独立董事比例越大、第一大股东持股比例越大的国有企业,它们的信用评级越高。从控制变量之间的相关系数看,只有*Siz*与*Lev*之间的相关系数大于0.400,说明两个变量之间的相关性较大,可能使控制变量之间存在一定的共线性。然而,已有研究认为企业规模与企业杠杆率是影响企业信用评级的最为重要的两个因素,所以在实证研究设计中,需同时控制这两个变量,否则

表4 Pearson 相关系数检验结果
Table 4 Test Results for Pearson Correlation Coefficients

	<i>Rat</i>	<i>FAc</i>	<i>Siz</i>	<i>Lev</i>	<i>Cur</i>	<i>Roe</i>	<i>Ebi</i>	<i>Soe</i>	<i>Big4</i>	<i>Dou</i>	<i>I_ra</i>	<i>M_ra</i>
<i>Rat</i>	1											
<i>FAc</i>	0.035*	1										
<i>Siz</i>	0.700***	-0.005	1									
<i>Lev</i>	0.041	0.064**	0.459***	1								
<i>Cur</i>	-0.242***	-0.073***	0.107***	0.220***	1							
<i>Roe</i>	0.168***	0.034	0.155***	-0.075***	-0.049*	1						
<i>Ebi</i>	0.059**	0.031	0.311***	-0.251***	-0.013	0.161***	1					
<i>Soe</i>	0.334***	0.056**	-0.089***	0.156***	0.253***	-0.244***	-0.059**	1				
<i>Big4</i>	0.361***	0.021	0.101***	0.071***	0.382***	-0.113***	-0.001	0.093	1			
<i>Dou</i>	-0.076***	-0.149***	0.077***	-0.041	-0.065**	0.152***	-0.044	0.019	-0.229***	1		
<i>I_ra</i>	0.104***	-0.035	0.019	0.065**	0.117***	0.091***	0.117***	-0.027	0.077***	0.107***	1	
<i>M_ra</i>	-0.129***	-0.123***	0.104***	-0.156***	-0.184***	0.140***	-0.055**	0.079***	-0.323***	0.360***	0.015	1
<i>F_ra</i>	0.292***	0.129***	0.072***	0.078***	0.258***	-0.109***	0.216***	0.039	0.260	-0.082***	0.136***	-0.057**

注:***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

导致遗漏变量问题^[6,37],因此,本研究在模型1中同时控制 *Siz* 和 *Lev*。本研究计算回归模型的方差膨胀因子 (*VIF*),以进一步分析模型中控制变量的共线性问题。

4.2 高管财务经历对企业信用评级影响的回归分析

盈余管理是影响信用评级的一个重要因素。在职业道德约束假说下,有财务经历的高管可能更加谨慎,倾向于减少盈余管理的使用;在现有薪酬契约下,高管有较强的动机进行相关的盈余管理,以提高企业业绩,实现自身利益最大化。因此,需要对高管财务经历与企业信用评级进行相关的实证检验。本研究在控制行业、年度、省份、评级机构和审计意见固定效应的基础上,用(1)式进行回归分析,以检验高管财务经历与企业信用评级之间的关系。表5给出高管财务经历对企业信用评级影响的回归结果,第2列给出没有控制相关固定效应的回归结果,第3列给出控制相关固定效应的回归结果。由表5可知,第2和第3列中 *FAc* 的回归系数为正,且均在5%水平上显著,表明企业聘用有财务经历的高管,其信用评级较高, H_1 得到验证。也就是说拥有财务经历高管更多体现了职业道德约束假说和会计信息披露的专业性,从而降低企业的盈余管理,导致评级机构给予他们较高的信用评级。对于其他控制变量,企业规模越大、杠杆率越小、第一大股东持股比例越大且被四大审计的国有企业,其信用评级较高。本研究计算(1)式中控制变量的 *VIF*,发现各个变量的 *VIF* 值都小于3,说明(1)式中控制变量的共线性并不严重。

4.3 相关机制分析

4.3.1 机制的直接检验

(1) 高管财务经历对企业盈余管理影响的回归分析

高管财务经历影响企业盈余管理,同时盈余管理是影响信用评级的一个关键因素^[36],所以本研究认为企业盈余管理是高管财务经历影响信用评级的一个机制。因此,本研究采用琼斯修正模型分行业、分年度回归得到的残差的绝对值测量企业的应计盈余管理水平,借鉴 ROYCHOWDHURY^[52]的研究测量企业的真实盈余管理,对这两个变量进行回归分析,检验相应的影响机制。

表6给出高管财务经历对企业盈余管理影响的回归分析结果,第2列检验 *FAc* 与 *AEM* 的关系,第3列检验 *FAc* 与 *REM* 的关系。在第2列中, *FAc* 的系数在5%水平上显著为负,说明高管财务经历使高管更加谨慎,降低了企业的应计盈余管理。同理,第3列的回归结果表明高管财务经历也降低了企业的真实盈余管理。因此,高管财务经历能够降低企业的盈余管理。

(2) 盈余管理对企业信用评级影响的回归分析

在之前的分析中,本研究认为盈余管理影响企业信用评级,然而相关研究对于两者的关系还存在一定的分歧^[37,53],因此本研究进一步对此关系进行检验。表7给出盈余管理对企业信用评级影响的回归结果,第2列检验 *AEM* 与 *Rat* 之间的关系,第3列检验 *REM* 与 *Rat* 之间的关系。由表7第2列和第3列的结

表5 高管财务经历与企业信用评级
Table 5 Executive Financial Experience
and Corporate Credit Rating

变量	Rat		VIF
	(1)	(2)	
<i>FAc</i>	0.090** (2.107)	0.083** (1.993)	1.410
<i>Siz</i>	0.608*** (36.491)	0.616*** (32.661)	2.690
<i>Lev</i>	-0.020*** (-17.824)	-0.017*** (-14.355)	2.330
<i>Cur</i>	-0.336*** (-4.483)	-0.096 (-0.902)	2.370
<i>Roe</i>	0.004 (1.258)	0.003 (0.919)	1.430
<i>Ebi</i>	-0.001 (-0.202)	0.001 (0.378)	1.330
<i>Soe</i>	0.302*** (8.456)	0.223*** (5.364)	1.770
<i>Big4</i>	0.132*** (3.162)	0.135*** (2.681)	1.490
<i>Dou</i>	0.020 (0.594)	-0.036 (-1.031)	1.420
<i>L_{ra}</i>	0.275 (1.035)	0.230 (0.882)	1.260
<i>M_{ra}</i>	0.313** (2.180)	0.211 (1.228)	1.660
<i>F_{ra}</i>	0.003** (2.217)	0.003** (2.286)	1.600
行业效应	未控制	控制	
年度效应	未控制	控制	
省份效应	未控制	控制	
机构效应	未控制	控制	
意见效应	未控制	控制	
常数项	-8.046*** (-21.890)	-9.261*** (-15.476)	
观察值	1 372	1 372	
调整 R ²	0.635	0.700	

注：括号中的数据为双侧检验的t值，且经过行业和年度聚类调整，下同。

果可知，*AEM*的回归系数在1%水平上显著为负，而*REM*的回归系数不显著，表明企业应计盈余管理水平越高，企业信用评级越低，但企业真实盈余管理水平对企业信用评级没有影响。综上，盈余管理影响企业信用评级，证实了高管财务经历影响企业信用

表6 高管财务经历对盈余管理的影响
Table 6 Effect of Executive Financial
Experience on Earning Management

变量	<i>AEM</i>	<i>REM</i>
<i>FAc</i>	-0.009** (-2.076)	-0.024*** (-2.915)
控制变量	控制	控制
常数项	0.145*** (2.952)	0.244** (2.250)
观察值	1 372	1 360
调整 R ²	0.111	0.193

注：控制变量包括(1)式中的控制变量，也包括4个固定效应，下同。另外，因存在一定的缺失，*REM*为因变量的回归模型的观察值只有1 360个。

表7 盈余管理对企业信用评级的影响
Table 7 Effect of Earning Management
on Corporate Credit Rating

变量	Rat			
<i>FAc</i>		0.079*	0.094**	
		(1.919)	(2.183)	
<i>AEM</i>	-1.054*** (-3.391)		-1.041*** (-3.335)	
<i>REM</i>		-0.131 (-1.064)		-0.108 (-0.865)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-8.973*** (-14.485)	-9.060*** (-14.868)	-9.050*** (-14.699)	-9.135*** (-15.073)
观察值	1 372	1 360	1 372	1 360
调整 R ²	0.702	0.698	0.703	0.699

评级机制的可行性。

为了进一步分析盈余管理是高管财务经历影响信用评级的一个机制，本研究将盈余管理与高管财务经历两个变量同时放入(1)式进行回归，回归结果见表7的第4列和第5列。回归结果表明，*FAc*的回归系数显著为正。因此，本研究认为盈余管理是高管财务经历影响信用评级的一个机制。

4.3.2 基于高管盈余管理意愿的考虑：间接检验

财务经历使高管有能力进行盈余管理(无论是应计还是真实的盈余管理)，但进行盈余管理会产生相应的成本(惩罚和声誉损失)，拥有财务经历的高管是否进行盈余管理是成本与收益博弈的结果。因此，拥有财务经历的高管进行盈余管理也受到相关条件的影响。

(1) 业绩压力的影响

高管薪酬受企业业绩的影响，在企业业绩较差时高管薪酬将大幅度减少。因此，在业绩压力下，高

管有动机进行盈余管理调高或平滑企业业绩,以此保证自身收入的最大化。本研究把样本分为有业绩压力的企业和无业绩压力企业,有业绩压力的企业指 *Roe* 小于年度行业均值、*N_Pro* 小于年度行业均值。按照上述分组对(1)式进行回归,表8给出在不同的企业业绩下高管财务经历与企业信用评级的回归结果。表8中,第2列和第3列给出以*Roe*均值分组的回归结果,第4列和第5列给出以*N_Pro*均值分组的回归结果,第3列和第5列为有业绩压力组。由表8可知,第3列和第5列*FAc*的回归系数均为正,但不显著,而第2列和第4列*FAc*的回归系数都显著为正。表明在无业绩压力的企业中,评级机构给予有财务经历的高管更高的信用评级。其原因在于,无业绩压力时,在考虑成本收益下,拥有财务经历的高管进行盈余管理粉饰财务报表的动机减弱,继而使企业信用评级增大;在有业绩压力时,拥有财务经历的高管有更强的动机进行盈余管理,以提高企业业绩和自身薪酬,因此使高管财务经历与信用评级之间的关系不显著。

表8 业绩压力下:高管财务经历与企业信用评级的关系

Table 8 Under the Performance Pressure: Relationship between Executive Financial Experience and Corporate Credit Rating

变量	<i>Rat</i>			
	<i>Roe</i> 大于均值	<i>Roe</i> 小于均值	<i>N_Pro</i> 大于均值	<i>N_Pro</i> 小于均值
<i>FAc</i>	0.172*** (2.717)	0.060 (1.099)	0.135** (2.169)	0.042 (0.744)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-7.986*** (-11.151)	-10.090*** (-12.364)	-7.121*** (-8.517)	-10.445*** (-10.053)
观察值	646	726	690	682
调整 <i>R</i> ²	0.692	0.713	0.687	0.564

(2)外部监督强弱的影响

良好的外部监督能够减少管理层与股东之间的委托代理问题。当外部监督较强时,管理层进行自利行为的成本较大,因此自利行为的意愿和进行盈余管理的动机较小,从而减少企业的盈余管理水平。按照上述逻辑,本研究按照机构投资者持股比例把样本分为外部监督强(*Ins_H*大于行业年度均值)和弱(*Ins_H*小于行业年度均值)两类企业,按照地区法制化水平(樊纲指数)的均值把样本分为法制化水平高和低两组。按照上述分组对(1)式进行回归,表9给出在不同的外部监督强度下,高管财务经历与企业信用评级的回归结果。表9中,第2列和第3列给出按照*Ins_H*均值分组的回归结果,第4列和第5列给出按照地区法制化水平变量均值分组的回归结果,第3

列和第5列为外部监督较弱组。由表9可知,第3列和第5列*FAc*的回归系数均不显著,第2列和第4列*FAc*的回归系数均显著为正。表明在外部监督强的情况下,评级机构给予有财务经历的高管更高的信用评级。其原因在于,在外部监督强时,出于自身声誉的考虑,拥有财务经历的高管进行盈余管理粉饰财务报表的动机减弱,继而使企业的信用评级增大;在外部监督弱时,拥有财务经历的高管有更强的动机进行盈余管理,以提高企业业绩和自身薪酬,因此使高管财务经历与信用评级之间的关系不显著。

表9 外部监督下:高管财务经历与企业信用评级的关系

Table 9 Under the External Supervision: Relationship between Executive Financial Experience and Corporate Credit Rating

变量	<i>Rat</i>			
	<i>Ins_H</i> 大于均值	<i>Ins_H</i> 小于均值	法制化 水平高	法制化 水平低
<i>FAc</i>	0.122** (2.053)	0.034 (0.634)	0.145** (2.122)	0.007 (0.153)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-8.155*** (-8.535)	-11.624*** (-13.283)	-12.783*** (-12.927)	-9.117*** (-12.873)
观察值	723	649	486	862
调整 <i>R</i> ²	0.731	0.676	0.730	0.713

注:因某些省市法制化水平存在缺失值,所以第4与第5列观察值之和小于1372。

4.4 进一步分析

4.4.1 基于评级机构异质性视角的考虑

有研究表明在评级技术等综合实力上,有外资背景的评级机构比本土评级机构存在明显的优势,具有更高的独立性^[54]。高管财务经历能够降低企业盈余管理和未来违约风险的作用在评级机构间是否存在差异,为此,本研究以中诚信、联合和新世纪作为外资背景评级机构进行分组检验。表10给出高管财务经历与企业信用评级在不同评级机构类型下的回归结果,第2列和第3列分别给出对本土和外资评级机构的回归结果。由表10可知,在本土评级机构组中,*FAc*的回归系数为正且不显著;在外资评级机构组中,*FAc*的回归系数显著为正。这说明外资评级机构在评级过程中考虑了高管财务经历这一软信息,体现了外资评级机构的评级技术优势。因此,在中国放松外资评级机构进入的限制后,本土评级机构应充分学习外资评级机构的评级技术,有效提高评级精确度。

4.4.2 高管财务经历对债券信用利差的影响

由于高管财务经历降低了企业盈余管理和未来

**表 10 评级机构异质性下：
高管财务经历与企业信用等级的关系**
Table 10 Under the Heterogeneity of Rating Agencies：
Relationship between Executive Financial
Experience and Corporate Credit Rating

变量	Rat	
	本土评级机构	外资评级机构
FAC	0.013 (0.156)	0.102** (2.183)
控制变量	控制	控制
常数项	-10.347*** (-7.871)	-8.224*** (-12.830)
观察值	442	930
调整 R ²	0.721	0.723

违约风险,而投资者是否能够识别高管财务经历的作用,为此,本研究以债券信用利差(CS)测量企业未来的违约风险,CS被定义为债券到期收益率与相同剩余期限国债收益率的差,反映了债券的风险溢价。CS值越大,债券违约风险较高。另外,为了减小遗漏变量的影响,本研究在(1)式控制变量的基础上,也对债券特征进行控制,具体包括债券期限(Mat,以年为单位)和债券发行规模(I_{siz},债券发行规模的对数)。

表11给出高管财务经历与债券信用利差的回归结果,第2列为加入FAC的回归结果,第3列为同时加

表 11 高管财务经历与债券信用利差的关系
Table 11 Relationship between Executive
Financial Experience and Bond Credit Spreads

变量	CS	
FAC	-0.245** (-2.287)	-0.132 (-1.550)
Rat		-0.868*** (-4.527)
Mat	0.118*** (2.746)	0.077* (1.840)
I _{siz}	-0.136 (-1.167)	0.014 (0.106)
控制变量	控制	控制
常数项	12.280*** (5.404)	6.995*** (4.200)
观察值	906	906
调整 R ²	0.432	0.505

注:企业在样本区间有评级,但是没有发行企业债,使债券信用利差值存在缺失,因此观察值为906。

入FAC和Rat的回归结果。由表11可知,FAC的回归系数从第2列的显著为负变为第3列的不显著,说明高管财务经历降低了债券违约风险,但是高管财务经历降低风险的信息已经完全包括在信用评级里,因此信用评级在市场中存在一定的认证功能。

4.5 内生性考虑

本研究可能存在潜在的内生性,一是企业信用评级越高,越可能聘用有财务经历的高管,二是模型中可能存在遗漏变量问题。因此,本研究采用多种方法对内生性进行控制,表12给出相应控制方法的回归结果。

(1) 滞后1期回归模型

本研究采用滞后1期的回归模型来减少潜在的内生性,相应的回归结果见表12第2列。由表12可知,FAC的回归系数为0.126,且在1%的水平上显著,表明有财务经历高管的企业信用评级越高,进一步支持H₁。

(2) 工具变量回归

为了进一步减少互为因果问题,本研究选择高管在大学期间学习的财务专业以及年度、行业、地区企业高管财务经历的均值作为高管财务经历的工具变量进行回归分析。理论上,由于财务的专业性,高管财务专业将在很大程度上影响高管是否选择财务相关工作,而年度、行业、地区企业高管财务经历也会影响企业聘用财务经历高管,另外,高管财务专业只能通过高管财务经历影响企业信用评级,因此工具变量在理论上是可行的。经过第1阶段回归结果可知,高管财务专业以及年度、行业、地区企业高管财务经历两个变量都在1%水平上显著为正,进一步说明了工具变量的可行性。表12的第3列给出工具变量第2阶段的回归结果,FAC的回归系数为0.101,且在5%水平上显著,进一步支持本研究结果。

(3) 遗漏变量的考虑

本研究模型可能存在一定的遗漏变量问题,如女性、海外经历、学术经历和政治联系等高管其他特征,这些特征同时影响高管财务经历和信用评级。因此,本研究对高管特征进行控制,相应的回归结果见表12的第4列,FAC的回归系数仍然显著为正,这也支持了本研究结果。

(4) PSM配对样本回归

本研究采用(1)式中的控制变量进行PSM配对,通过对配对样本进行回归来减少遗漏变量的影响。表12的第5列为在配对样本下高管财务经历对信用评级影响的回归结果,FAC的回归系数在5%的水平上显著为正,所以本结果仍然成立。

(5) Heckman两阶段模型回归

本研究考虑样本与模型的自选择问题,采用年度、行业、地区企业高管财务经历的均值作为工具变量进行Heckman两阶段回归。表12的第6列给出第2阶段的回归结果,FAC的回归系数在10%水平上显著为正,但IMR的系数不显著。因此,在考虑了自选择问题后,本研究结果仍然成立。

表 12 内生性控制
Table 12 Endogenous Control

变量	Rat				
	滞后 1 期	工具变量	遗漏变量	PSM 配对	Heckman
<i>FAc</i>	0.126*** (2.852)	0.101** (2.437)	0.078* (1.893)	0.144** (2.355)	0.080* (1.761)
<i>Fem</i>			0.081* (1.846)		
<i>Aca</i>			-0.089** (-2.255)		
<i>PC</i>			-0.025 (-0.789)		
<i>Ove_S</i>			0.115** (2.243)		
<i>IMR</i>					-0.022 (-1.492)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-9.818*** (-14.416)	-8.221*** (-16.122)	-9.283*** (-15.553)	-10.169*** (-10.766)	-8.996*** (-14.264)
观察值	1 126	1 089	1 372	510	1 087
调整 R^2	0.717	0.708	0.702	0.747	0.705

注:因使用滞后效应模型,使观察值缺失1年,所以第2列的观察值为1 126;因高管财务专业数据存在一定的缺失,所以第3列的观察值为1 089;因采用PSM配对方法得到的样本,所以第5列的观察值为510;因地区变量存在一定的缺失,所以第6列的观察值为1 087。

5 结论

随着中国债券市场债券违约事件的频繁爆发,信用评级的功能受到严重的质疑。由于违约样本的制约,较难实现对信用评级质量的直接检验,很多研究从影响因素方面对信用评级质量进行检验。本研究从高管特征角度,分析高管财务经历与企业信用评级之间的关系。研究表明,相对于没有聘用有财务经历高管的企业,聘用有财务经历高管的企业信用评级更高,这说明信用评级机构在评级过程中会考虑高管财务经历这一软信息,以此提高信用评级的准确性。进一步研究发现,拥有财务经历的高管降低了企业的应计盈余管理和真实盈余管理,从而使企业的信用评级增大;同时,在考虑高管盈余管理意愿的情况下,在业绩压力和外部监督较强时,财务经历高管进行盈余管理的动机更小,从而使企业信用评级更高。由于高管财务经历能够降低企业盈余管理程度,所以高管拥有财务经历的企业债券信用利差将下降。

本研究的实践意义在于,①在信用评级真实性被广泛质疑的环境下,本研究发现评级机构在评级过程中考虑高管财务经历这一软信息,尤其是外资背景的评级机构,证实了信用评级存在一定的信息含量。这个结论为信用评级有效性提供了一定的间

接证据,为相关监管部门进一步加强对信用评级机构的监管、建立相应的市场声誉机制提供一定的依据。②由于外资背景评级技术的优势,本研究结论也为外资评级机构进入中国市场的相关政策实施提供一定的证据。③本研究虽然证实了高管财务经历能够降低企业的盈余管理,但是这个作用受管理层盈余管理意愿的影响,因此相关部门应该加强对管理层声誉机制的建立和完善,企业应该努力提高其内外治理水平,有效地实现高管财务经历的内部治理机制。

本研究还存在一定的不足:①构建的模型还存在一定的遗漏变量问题。由于数据限制,本研究没有对职业关注度和任期等管理层特征进行控制,没有对评级分析师个体特征进行控制。②在内生性控制上,选择的工具变量排他性较弱。③由于数据的限制,较难区分并比较董事长财务经历与总经理财务经历对信用评级的作用孰大孰小。

参考文献:

- [1] MATHIS J, MCANDREWS J, ROCHET J C. Rating the raters: are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?. *Journal of Monetary Economics*, 2009, 56 (5): 657-674.
- [2] LEWIS V D, KAY K D, KELSO C, et al. Was the 2008 fi-

- nancial crisis caused by a lack of corporate ethics?. *Global Journal of Business Research*, 2010, 4(2):77-84.
- [3] 寇宗来, 盘宇章, 刘学悦. 中国的信用评级真的影响发债成本吗?. *金融研究*, 2015(10):81-98.
KOU Zonglai, PAN Yuzhang, LIU Xueyue. Does credit rating really affect debt issuance costs in China?. *Journal of Financial Research*, 2015(10):81-98.
- [4] 黄小琳, 朱松, 陈关享. 债券违约对涉事信用评级机构的影响: 基于中国信用债市场违约事件的分析. *金融研究*, 2017(3):130-144.
HUANG Xiaolin, ZHU Song, CHEN Guanting. The impact of bond default on credit rating agencies: analysis based on bond default in Chinese bond market. *Journal of Financial Research*, 2017(3):130-144.
- [5] 周宏, 温笑天, 夏剑超, 等. 评级机构数量选择对企业债券信用风险监管的影响: 基于评级机构与发债企业串谋行为的博弈分析. *会计研究*, 2013(8):76-80.
ZHOU Hong, WEN Xiaotian, XIA Jianchao, et al. Influence of the number of rating agencies on the credit risk supervision of corporate bonds: based on the collusion between rating agencies and corporations. *Accounting Research*, 2013(8):76-80.
- [6] 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. *经济管理*, 2017, 39(1):165-180.
WU Yuhui, WU Shinong, WEI Zhihua. Managerial ability, information disclosure quality, and credit ratings of firms. *Business Management Journal*, 2017, 39(1):165-180.
- [7] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2):193-206.
- [8] HAMBRICK D C. Upper echelons theory: an update. *Academy of Management Review*, 2007, 32(2):334-343.
- [9] BAMBER L S, JIANG J (XUEFENG), WANG I Y. What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 2010, 85(4):1131-1162.
- [10] 文雯, 宋建波. 高管海外背景与企业社会责任. *管理科学*, 2017, 30(2):119-131.
WEN Wen, SONG Jianbo. Executives' foreign experience and corporate social responsibility. *Journal of Management Science*, 2017, 30(2):119-131.
- [11] ADAMS R B, ALMEIDA H, FERREIRA D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 2005, 18(4):1403-1432.
- [12] 蔡俊亚, 党兴华. 创业导向与创新绩效: 高管团队特征和市场动态性的影响. *管理科学*, 2015, 28(5):42-53.
CAI Junya, DANG Xinghua. Entrepreneurial orientation and innovation performance: the influence of characteristics of top management team and market turbulence. *Journal of Management Science*, 2015, 28(5):42-53.
- [13] 姜付秀, 黄继承, 李丰也, 等. 谁选择了财务经历的CEO?. *管理世界*, 2012(2):96-104.
JIANG Fuxiu, HUANG Jicheng, LI Fengye, et al. Who chose the CEO with financial experience?. *Management World*, 2012(2):96-104.
- [14] 姜付秀, 黄继承. CEO财务经历与资本结构决策. *会计研究*, 2013(5):27-34.
JIANG Fuxiu, HUANG Jicheng. CEO's financial experience and capital structure. *Accounting Research*, 2013(5):27-34.
- [15] GRAHAM J R, HARVEY C R, PURI M. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(1):103-121.
- [16] CUSTÓDIO C, METZGER D. Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 2014, 114(1):125-154.
- [17] DUELLMAN S, GUO J, ZHANG Y, et al. Expertise rents from insider trading for financial experts on audit committees. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(2):930-955.
- [18] COOK D O, FU X D, TANG T. Are target leverage ratios stable? Investigating the impact of corporate asset restructuring. *Journal of Empirical Finance*, 2016, 35:150-168.
- [19] JIANG F X, ZHU B, HUANG J C. CEO's financial experience and earnings management. *Journal of Multinational Financial Management*, 2013, 23(3):134-145.
- [20] VERRECCHIA R E. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 1983, 5:179-194.
- [21] PAUL S, WILSON N. The determinants of trade credit demand: survey evidence and empirical analysis. *Journal of Accounting, Business and Management*, 2007, 14:96-116.
- [22] BOTTAZZI G, SECCHI A. Explaining the distribution of firm growth rates. *The RAND Journal of Economics*, 2006, 37(2):235-256.
- [23] POON W P H, CHAN K C, FIRTH M A. Does having a credit rating leave less money on the table when raising capital? A study of credit ratings and seasoned equity offerings in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2013, 22:88-106.
- [24] LIVINGSTON M, POON W P H, ZHOU L. Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry. *Journal of Banking & Finance*, 2018, 87:216-232.
- [25] REUSENS P, CROUX C. Sovereign credit rating determinants: a comparison before and after the European debt crisis. *Journal of Banking & Finance*, 2017, 77:108-121.
- [26] BONAIME A A, HANKINS K W, JORDAN B D. The cost of financial flexibility: evidence from share repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 38:345-362.
- [27] ASHBAUGH-SKAIFE H, COLLINS D W, LAFOND R. The effects of corporate governance on firms' credit rating. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(1/2):203-243.
- [28] ALALI F, ANANDARAJAN A, JIANG W. The effect of corporate governance on firm's credit ratings: further evidence using governance score in the United States. *Accounting and Finance*, 2012, 52(2):291-312.
- [29] BHOJRAJ S, SENGUPTA P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, 2003, 76(3):455-475.
- [30] ATTIG N, GHOUL S E, GUEDHAMI O, et al. Corporate so-

- cial responsibility and credit ratings. *Journal of Business Ethics*, 2013, 117(4):679-694.
- [31] 朱松,陈关婷,黄小琳.集中持股下的独立审计作用:基于债券市场信用等级的分析. *会计研究*, 2013(7):86-92.
ZHU Song, CHEN Guanting, HUANG Xiaolin. The effect of independent auditing under concentrated ownership: analysis based on credit rating of bonds market. *Accounting Research*, 2013(7):86-92.
- [32] 邹纯.信用评级高估与融资的所有制歧视:基于中国公司债的数据. *经济与管理研究*, 2015, 36(7):44-52.
ZOU Chun. Credit rating inflation and the ownership discrimination on financing: based on Chinese corporate bond data. *Research on Economy and Management*, 2015, 36(7):44-52.
- [33] 韩斯玥,刘力一,温权.政府监督与信用评级:互补还是替代?. *上海金融*, 2015(1):71-78.
HAN Siyue, LIU Liyi, WEN Quan. Government oversight and credit rating: complement or substitute?. *Shanghai Finance*, 2015(1):71-78.
- [34] 潘俊,王亮亮,吴宁,等.财政透明度与城投债信用评级. *会计研究*, 2016(12):72-78.
PAN Jun, WANG Liangliang, WU Ning, et al. Fiscal transparency and the credit rating of city investment bonds. *Accounting Research*, 2016(12):72-78.
- [35] 钟辉勇,钟宇桦,朱小能.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*, 2016(4):66-82.
ZHONG Huiyong, ZHONG Ninghua, ZHU Xiaoneng. Are the urban construction investment bonds' guarantees credible? Evidence from credit ratings and bond pricings. *Journal of Financial Research*, 2016(4):66-82.
- [36] 李琦,罗炜,谷仕平.企业信用评级与盈余管理. *经济研究*, 2011, 46(S2):88-99.
LI Qi, LUO Wei, GU Shiping. Credit rating and earnings management. *Economic Research Journal*, 2011, 46(S2):88-99.
- [37] 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. *证券市场导报*, 2014(4):23-28.
YANG Dakai, WANG Peng. Earnings management prior to credit ratings from the experience and evidence of China's credit bonds market. *Securities Market Herald*, 2014(4):23-28.
- [38] 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. *管理科学*, 2014, 27(5):91-103.
LIU Eping, SHI Yanping. Earnings management, financing costs of corporate bonds and initial credit ratings. *Journal of Management Science*, 2014, 27(5):91-103.
- [39] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2):187-221.
- [40] BEAVER W H, SHAKESPEARE C, SOLIMAN M T. Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-rating agencies. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3):303-334.
- [41] FROST C A. Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2007, 22(3):469-492.
- [42] KEDIA S, RAJGOPAL S, ZHOU X (ALEX). Large shareholders and credit ratings. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(3):632-653.
- [43] JORION P, SHI C, ZHANG S J. Tightening credit standards: the role of accounting quality. *Review of Accounting Studies*, 2009, 14(1):123-160.
- [44] 陈益云,林晚发.承担社会责任越多,企业发债时信用评级就越高吗?中国上市公司数据的检验. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2017(6):101-113.
CHEN Yiyun, LIN Wanfa. Corporate social responsibility and the issuing bonds credit rating: based on the data of Chinese listed companies. *Modern Finance and Economics-Journal of Tianjin University of Finance and Economics*, 2017(6):101-113.
- [45] BERTRAND M, SCHOAR A. Managing with style: the effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(4):1169-1208.
- [46] GE W L, MATSUMOTO D, ZHANG J L. Do CFOs have style? An empirical investigation of the effect of individual CFOs on accounting practices. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(4):1141-1179.
- [47] MALMENDIER U, TATE G. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6):2661-2700.
- [48] MALMENDIER U, TATE G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1):20-43.
- [49] SONG J H. Diversification strategies and the experiences of top executives of large firms. *Strategic Management Journal*, 1982, 3(4):377-380.
- [50] TYLER B B, STEENSMA H K. The effects of executives' experiences and perceptions on their assessment of potential technological alliances. *Strategic Management Journal*, 1998, 19(10):939-965.
- [51] 毛新述,王斌,林长泉,等.信息发布者与资本市场效率. *经济研究*, 2013, 48(10):69-81.
MAO Xinshu, WANG Bin, LIN Changquan, et al. Information provider and capital market efficiency. *Economic Research Journal*, 2013, 48(10):69-81.
- [52] ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economic*, 2006, 42(3):335-370.
- [53] 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. *经济学(季刊)*, 2015, 15(1):197-216.
MA Rong, SHI Xiaojun. Do the credit ratings in China's bond market have the riskiness-discrimination power: an earnings management perspective. *China Economic Quarterly*, 2015, 15(1):197-216.
- [54] 徐晓萍,阮永锋,刘音露.市场竞争降低评级质量了吗:基于新进入评级机构的实证研究. *财贸经济*, 2018, 39(11):96-111.

XU Xiaoping, RUAN Yongfeng, LIU Yinlu. Does market competition reduce the rating quality? Empirical study on the

new entrant to the rating industry. *Finance & Trade Economics*, 2018, 39(11):96-111.

Executive Financial Experience and Corporate Credit Rating: Based on the Perspective of Earnings Management

LIN Wanfa, LIU Yingfei, YANG Qin

School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China

Abstract: The previous financial crises have risen academic and industry concern about the effectiveness of credit rating, which is considered as an important factor in inducing financial crises. China's bond defaults have also triggered investors' and regulators' concerns about China's credit rating market. Therefore, it is necessary for us to analyze the independence and objectivity of China's rating agencies, that is, to test the quality of credit rating. However, the existing research mainly analyzes the factors affecting credit rating from the perspective of corporate finance, while little literature has analyzed the relationship between management characteristics and corporate credit rating, thus ignoring the significant impact of management characteristics on credit rating.

Based on the high-level echelon theory of executives, this study adopts the bond-issuing data of listed companies from 2008 to 2017 and uses multiple regression fixed-effects model to analyze the impact of executive financial experience on corporate credit rating. In addition, this study not only directly tests the above impact mechanism from the perspective of earnings management, but also conducts an indirect test from the perspectives of performance pressure and external supervision. In addition, the influence of executive financial experience on bond investors has also been taken into consideration. Finally, In this study, the robustness of the conclusions of this study were discussed using lag phase I test, instrumental variable test, PSM pairing analysis and Heckman two-stage model.

The results show that, firstly, companies with executives who have academic experience obtain higher corporate credit ratings. Secondly, through the analysis of the mechanism, earnings management is discovered as a mechanism for executive financial experience to influence the credit rating of enterprises. That is, executives with financial experience will reduce the company's earnings management, so that rating agencies give such companies higher credit ratings. Thirdly, considering the willingness of senior executives to manage earnings, this study also finds that when performance pressure and external supervision are stronger, senior executives have less motivation to conduct earnings management and thus their companies can obtain higher credit ratings. Fourthly, through further analysis, it is found that compared with local rating agencies, foreign-invested rating agencies are more inclined to refer to the soft information of executive financial experience when rating. As executive financial experience plays a role in reducing earnings management, investors will require lower risk premium on these corporate bonds.

In an environment where the authenticity of credit ratings is widely questioned, this study finds that rating agencies will consider the soft information of executive financial experience in the rating process, thus confirming that the credit rating has certain information content. Meanwhile, relevant departments should have the management reputation mechanism established and improved effectively as well as enhance the internal corporate governance mechanism of enterprises.

Keywords: executive financial experience; credit rating; earnings management; rating agency

Received Date: November 15th, 2018 **Accepted Date:** June 4th, 2019

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71602148, 71802152) and the Humanity and Social Sciences Research of Ministry of Education(16YJC630065, 18YJC630109)

Biography: LIN Wanfa, doctor in management, is a lecturer in the School of Economics and Management at Wuhan University. His research interests include bond market and credit rating. His representative paper titled "The gains and losses of senior management experience? Evidence from the bond market" was published in the *Financial Research* (Issue 6, 2018). E-mail: linwanfa2013@163.com

LIU Yingfei, doctor in management, is an associate professor in the School of Economics and Management at Wuhan University. Her research interest focuses on capital market information disclosure supervision. Her representative paper titled "Underwriter rating and bond credit spread: empirical evidence from the 'Securities Company Classification Supervision Regulations'" was published in the *China Industrial Economy* (Issue 1, 2019). E-mail: lindaliuyf@163.com

YANG Qin is a master degree candidate in the School of Economics and Management at Wuhan University. Her research interest focuses on capital market information disclosure supervision. E-mail: 15527128092@163.com

□