



**北京师范大学经济与工商管理学院
工作论文（working paper）系列
管理类 No. 7**

朱松、张镍：稳健会计政策、债务期限与债务融资成本

2010年9月

稳健会计政策、债务期限与债务融资成本

朱松 张镍

(北京师范大学, 100875; 财政部金融司, 100820)

朱松, 北京师范大学经济与管理学院讲师、博士, 研究方向为会计信息与公司治理。

张镍, 财政部金融司, 硕士, 研究方向为公司财务。

本文为国家自然科学基金项目的阶段性成果, 项目号 70772017。

稳健会计政策、债务期限与债务融资成本

摘要：企业的外部融资会随着竞争的不断加剧而逐渐变得艰难，因此，如何能获得较低成本的资金是企业尤为关注的，也是理论界一直探讨的话题。本文通过对中国上市公司债务融资情况进行的研究发现：对于较长期限的债务融资，稳健会计政策可以起到降低融资成本的作用；而公开市场与非公开市场对稳健会计政策的理解存在显著差异。本文还发现公开债务市场更加看重企业的财务信息，而非公开市场看重企业的背景信息。

关键词：会计政策；稳健性；融资成本；融资渠道；债务期限

1. 引言

随着竞争的不断加剧，企业在获得外部融资方面逐渐变得艰难。中国企业，尤其是上市公司，偏好股权融资。^{[1][2]}而当股票市场低迷，企业很难从股票市场获得资金时，债务市场就成为主要的融资途径。在国内，由于绝大多数银行是国有银行，因此，国有企业在银行借贷方面有极大的优势，而民营企业则面临着非常严重的融资约束问题。除非有强大的公关能力、一定的政府背景或者出众的资质，否则民营企业很难拿到银行贷款。^{[3][4]}这使得民营企业表现出与国有企业不同的融资倾向和成本。而且，由于短期债务市场和长期债务市场面临的风险差异较大，很多企业都采用“短期借款长期用”的方式进行债务融资。长期而稳定的债务融资已经成为制约中国民营企业发展的瓶颈。

随着证券市场的发展，尤其是债券市场的发展，有相当一部分优质企业可以通过向公开市场发行长期债券或者短期融资券等方式，在一定程度上缓解融资难的困境。但是，债券市场也有较高的门槛，不是所有企业都有宽松的融资环境。如果由于监管条件和市场环境的限制，企业被迫只能选择某种成本较为高昂的融资渠道，那么，是否就意味着企业只能被动的接受这种客观环境、接受较高的融资成本呢？企业能否利用一定的财务报告策略降低其债务融资成本？比如，稳健的会计政策对债权人决策的影响是否会体现在融资成本上呢？

本文通过对中国上市公司债务融资情况进行的研究发现：对于较长期限的债务融资，稳健会计政策可以起到降低融资成本的作用。本文的研究为企业思考降低融资成本提供了借鉴和经验证据。同时，这一问题的研究为会计信息，尤其是高质量会计信息，在企业融资中发挥的重要作用也提供了证据支持。另一方面，对公开债务市场和非公开债务市场的研究为不同市场环境下会计信息在债务融资中的作用的差异提供了初步证据。对于稳健会计政策的探讨也进一步补充了国内关于稳健会计政策的研究。

2. 文献回顾

融资成本一直是理论界非常关注的话题，如何获得成本较低的资金也是企业十分关心的问题。财务领域关于资金成本的研究大都集中在信息披露对融资成本的影响。^{[5][6][7]}研究发现更多信息披露会增加股票的流动性，降低交易成本，增加对证券的需求，从而降低资本成本。披露较少时，投资者将承受预测未来效用的风险；如果这个风险不可分散，投资者将对对该信息风险要求更高的回报。因此，披露较少信息的企业其资本成本更高。^{[8][9]}不过这类研究都是采用资本成本估计方法，针对股权融资成本的分析。而债务融资成本，即利率，除了受资本或货币供求影响外，还要受借贷期限和风险等因素的制约。在决定各种金融资产利率的因素中，期限因素是最主要的。Amihud和Mendelson发现具有高交易成本（低流动性）的资产具有较高收益率（较低价格），验证了流动性溢价的存在。^[10]董乐发现随着流动性的增加，债券收益率下降，^[11]胡援成等也发现长期以来我国的利率期限结构呈上升型，即长期

贷款成本高于短期贷款。^[12]既然长期债务存在较高的风险，那么在债务契约签订时，是否可以通过对会计信息的限制影响债权人的决策呢？

众所周知，信息质量是影响投资者对企业风险判断的重要因素，尤其是财务信息的质量。高质量的信息能够帮助投资者做出更好的经济决策。及时确认损失、不高估净资产和净利润的报告政策被视为一种稳健的做法，这种会计政策能够向债权人提供更加及时的信息，可以对契约违反情况做出更加及时的反应，从而提高债务契约效率，保护债权人的利益。^[13]稳健的财务报告被视为是一种高质量的报告，^[14]^[15]因为稳健会计政策可以降低现金流收益权与控制权的分离在管理层与股东之间产生的代理问题。^[16]Francis等发现财务报告的稳健程度与权益资本成本负相关，盈余稳健的公司相对于盈余不稳健的公司支付溢价较低。^[17]稳健的财务报告在债务融资成本上也发挥了同样的作用，Ahmed等发现财务报告的稳健程度与公司的债务融资成本负相关，表明稳健报告政策在降低企业债务融资成本上发挥了一定的功能。^[18]Zhang也发现债权人会向财务报告稳健的公司提供较低利率的贷款。^[19]而在公开债务市场上，财务报告稳健程度越高，其买卖价差也会相对较低。^[20]在Ahmed等的研究中，债务成本采用债券评级表征，而且其评级企业都是债务期限在6年以上的。^[18]虽然Zhang采用的是实际债务的利率差幅（Spread），但其样本中有75%以上是1年期以上的，50%属于2年期以上的。^[19]也就是说Ahmed等以及Zhang的发现有可能针对的是长期债务成本，而他们的研究并未考虑债务期限对债权人决策的影响。那么，对于短期债务而言，稳健会计政策是否也有影响？债务期限对于稳健原则发挥作用是否产生重要影响？另一方面，以上研究都是采用公开市场债务数据，对于非公开债务市场，稳健会计政策是否同样发挥作用？

中国上市公司财务报告的稳健程度不断提高，^[21]^[22]但是由于资本市场结构、银行体制以及公开债务市场规模和审批问题等制度原因都与国外市场存在较大差异，稳健会计政策对不同融资渠道的融资成本是否有影响？在长、短期债务融资上是否都能够发挥作用？目前国内还没有相关研究。

3. 研究假设

在中国，虽然相对于民营企业而言，国有企业能够获得更多的长期债务融资，^[23]但是在债务融资成本上并没有显著差异。^[24]而有政治关系的企业比无政治关系的企业更容易获得更多的银行贷款和更长的贷款期限，^[25]但也没有证据表明其贷款利率更低。实际上在债务融资中，发挥重要作用的依旧是会计信息。因为大部分契约都是基于会计数字，当财务业绩恶化时，契约就会产生约束作用。^[26]当财务系统能够产生关于公司经济财富的及时信号时，契约就会变得更有价值。这也就是为何信息披露质量会影响到企业的债务融资成本，信息披露质量越高，债务成本越低。^[27,28]稳健的会计政策意味着及时确认可能的坏消息，^[29]并向债权人提供新信息，使其对契约违反情况做出更加及时的反应，从而起到保护债权人利益、降低债权人风险的作用。^[30]这是因为稳健政策直接影响了契约中使用的报告盈余和留存收益，而且也同样意味着对于股利政策的限制，从而提高了债务契约的效率。^[19]债务人会预期其可能的行为对于未来债务关系的影响，保持财务报告稳健对于降低债权人信息不对称程度以及保护债权人权利有积极的保障作用，因此会树立一定程度的信用，降低债务人当前以及未来的融资成本。^[20]这样，稳健会计政策可以创造对于债权人和债务人的某种利益分享，采用稳健政策对双方都是有利的。^[18]^[19]因此，鉴于对债务契约效率的提高作用，稳健的会计政策可以发挥降低融资成本的功能，本文假设：

假设1：财务报告稳健程度与企业债务融资成本显著负相关⁰。

中国的现实情况是企业的长期负债数量很少，这隐含着一种短期负债长期使用的问题，即企业通过短期债务的循环滚动来为部分长期投资融资。^[31]短期债务的长期滚动面临着贷

款的续借问题，每一次短期债务的发行都要发生相关的信息收集成本、谈判成本、起草以及签订合同的成本，使得签订合同中诸如寻租等非正常交易成本不断发生。在某种意义上，这种非正常交易成本造成了银行的低效率，使得风险向银行发生转移。^[32]如果银行发放了长期债务，则银行必须追踪并对该笔贷款负责，由此增加了银行的监管激励。但由于企业的长期债务比例很低，这实际上限制了银行作为债权人的监督功能的实施。另一方面，上市公司与银行甚至政府之间的独特关系使得短期债务不断偿还带来的监管作用弱化，两相作用的结果使得长期债务难以起到应有的减少代理成本的作用。^[32]因此，为了事前有效的降低风险，银行在发放长期贷款的审查时，其标准更加严格。同样的，长期债券的投资者也面临着相同的问题。而且，由于存在“搭便车”的问题，这些投资者会在初始投资时对企业的财务状况有更加严格的要求。

除了贷款企业的经营情况以及背景资料之外，银行以及长期债券的投资者也会关注其财务报告的质量，尤其是稳健程度，这些关系到长期贷款发放之后银行以及投资者的监督能力和债务契约的执行。^{[13][18]}债务期限越长，契约双方面临的信息不对称程度越大，可能的代理问题也就更严重，因此债权人要求的财务报告稳健程度也会越高，^[13]表现在长期债务合约中会进行更加详细的规定，从而更好的保护债权人的利益。^[18,19]因此，长期的债务契约中稳健会计政策的作用也会越强。综上所述，本文假设：

假设2：在债务期限较长的情况下，财务报告稳健程度与债务融资成本的负相关关系更明显。

4. 变量与数据

4.1. 变量定义

债务融资成本采用债务利率差幅 Spread，即债务融资利率（Rate）减去同期银行贷款利率^②。^[19]债务融资利率并非加权平均每家企业的债务成本，而是分别采用每笔贷款（包括长期债券、短期融资券和银行借款）的利率作为一个观测值。其中，长期债券成本为该债券的票面利率，短期融资券为该债券的发行利率，非公开市场银行借款利率为该笔借款的借款利率。采用同期贷款利率也在一定程度上控制了同期股票市场的影响。因为如果股票市场表现较好时，同期的银行贷款利率也相应较高。

债务期限 Duration 为债券或者银行贷款协议中披露的债务期限，以年为单位，如半年期为 0.5 年，9 个月为 0.75 年。

财务报告稳健程度采用三年累计应计项来表征^③。^{[22][33]}应计项 1=（净利润-经营活动现金流量）/期初总资产，累计应计项 Con1=3 年累计应计项 1。本文也采用非经常性损益前净利润计算应计项目，应计项 2=（非经常性损益前净利润-经营活动现金流量）/期初总资产，累计应计项 Con2=3 年累计应计项 2。为了解释上的方便，本文将三年累计应计项乘以-1，Conserv 表示稳健程度。这一数值越大（Conserv1、Conserv2），则表明稳健程度（稳健性）越高。^{[22][33]}由于不论是公开市场还是非公开市场债务融资，债权人基于的财务信息都是上一年度的，因此本文采用的是截止上一年末的稳健性指标^④。敏感性检验中，本文也采用了其他稳健性的衡量指标。

公开债务市场和非公开债务市场在融资条件、审批程序和审批机构等方面存在很大差异，因此本文采用哑变量 Pub 来区分不同的债务市场，Pub 等于 1 表示公开债务市场，包括长期债券和短期融资券市场，0 表示非公开债务市场，即银行借贷。在敏感性分析中，本文也分别对公开市场和非公开市场进行分析，比较不同市场之间的差异。

债务融资成本取决于债务融资规模、企业风险以及其他基本面特征，因此考察稳健政策

对债务融资成本的影响时必须对这些因素进行控制。AM 为债务融资金额（贷款金额或债券融资额）的自然对数。Zscore 为企业的经营风险，参考吴世农和卢贤义^[34]，构建财务困境预测模型计算各个公司的 Zscore。Size 为企业期初总资产自然对数，Lev 为企业期初总资产负债率，ROE 为期末净资产收益率，CF 为期末经营活动现金流占总资产的比例。由于企业股权结构对债务融资产生重要的影响，尤其是企业性质，因此本文采用最终控制人特征进行控制，V 为期末最终控制人的控制权比例；State 为哑变量，1 表示最终控制人为国家，否则为 0。Inds 为行业哑变量，按证监会行业分类标准，12 个行业（剔除金融行业）采用 11 个哑变量表征。

4.2. 样本数据

公开市场债务融资包括长期债券和短期融资券。长期债券数据来自于上市公司年报，手工收集了 2005 到 2007 年上市公司年报中 45 家上市公司的 51 笔长期债券发行样本，剔除未披露发行票面利率、2008 年发行^⑤、稳健性指标无法获得^⑥，最后为 32 笔长期债券样本。短期融资券数据来自于中国债券信息网，手工收集了上市公司 2005-2007 年发行的短期融资券，剔除未披露融资成本（发行利率）、上市之前发行、稳健性指标无法获得，最后为 173 个样本。非公开市场债务融资数据即银行贷款数据，来自于 Wind 数据库，剔除了未披露贷款利率、未披露贷款日期、未披露贷款期限，最后为 443 个样本。最终回归样本为 646 个。

表 1 展示了样本的分布情况。公开债务市场（短期融资券和长期债券）样本为 204 个，占总样本的 68%，非公开债务市场（银行借款）为 442 个，比例为 32%，即债务融资中公开债务融资比例较低。从债务期限来看，1 年期以内的为 128 个，占总样本的 20%；债务期限为 1 年的为 433 个，比例为 67%；而长于 1 年的为 85 个，比例为 13%。总体上长期借款（长于 1 年的）比例依旧很低。

表 1 样本分布

		债务期限			Total	比例
		1 年以内 Duration<1	1 年期 Duration=1	长于 1 年 Duration>1		
是否公开	Pub=0	98	291	53	442	68%
债务市场	Pub=1	30	142	32	204	32%
Total		128	433	85	646	
比例		20%	67%	13%		

同期贷款利率来自于中国统计年鉴^⑦。长期债券数据来自于上市公司年报，短期融资券数据来自于中国债券信息网，非公开市场债务融资数据来自于 Wind 数据库。股权结构数据来自于上市公司年报，手工收集。其他数据来自于 Wind 数据库。

5. 实证分析

5.1. 描述性统计

表 2 为回归变量的描述性统计。为避免异常值的影响，本文对被解释变量 Spread 以及稳健性指标上下 1% 样本都进行了 winsorize 处理。债务利率差幅平均为 -0.639%，最小为 -2.94%，而最大为 1.593%（极值都已 winsorize 处理）。而实际债务利率 Rate 平均为 5.049%，最低为 1.268%，而最高的甚至达到 12%，差异非常大。债务期限 Duration 平均为 1.6 年，

最短为 1 个月，最长为 20 年。

从会计政策上看，总体上讲样本企业的财务报告是稳健的（Conserv1 和 Conserv2 均值和中位数都大于 0），但是依旧有些企业财务报告表现为较为激进（Conserv 小于 0）。

样本中有 31.6% 为公开债务市场借债，而债务金额 AM 也存在很大的差异。企业基本面方面的情况，如经营风险 Zscore、规模 Size、资本结构 Lev、盈利能力 ROE 以及现金流情况 CF 也都表现出较大的差异，这些基本面情况决定了企业债务融资成本。而最终控制人性（State）以及控股权比例（V）也都体现了股东对企业的掏空或支持的可能，也影响了企业的债务融资以及融资成本。

表 2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Spread	646	-0.639	1.219	-2.94	-0.090	1.593
Rate	646	5.049	1.069	1.268	5.310	12
Duration	646	1.623	2.408	0.08	1	20
Conserv1	646	0.077	0.598	-0.725	0.011	4.438
Conserv2	646	0.083	0.623	-0.778	0.025	4.544
Pub	646	0.316	0.465	0	0	1
AM	646	18.362	1.789	13.305	17.728	23.804
Zscore	646	0.629	1.436	-13.064	0.738	3.639
Size	646	21.538	1.506	18.534	21.222	27.111
Lev	646	0.590	0.346	0.129	0.596	6.035
ROE	646	0.076	0.274	-0.798	0.065	3.159
CF	646	0.042	0.144	-1.306	0.054	0.333
V	646	27.993	23.271	0.124	28.180	72.700
State	646	0.740	0.439	0	1	1

5.2. 相关性检验

表 3 给出了债务利率差幅 Spread、债务利率 Rate 与会计稳健性指标（Conserv1 和 Conserv2）之间的 Pearson 相关系数。不论是债务利率差幅 Spread，还是债务利率 Rate，都与稳健性指标之间显著负相关，与预期一致。

表 3 Pearson 相关系数

	Spread	Rate	Conserv1	Conserv2	Duration	Pub	AM	Zscore	Size	Lev	ROE	CF	V
Rate	0.857***												
Conserv1	-0.195***	-0.126***											
Conserv2	-0.202***	-0.129***	0.997***										
Duration	-0.136***	0.093**	0.046	0.052									
Pub	-0.859***	-0.608***	0.211***	0.220***	0.209***								
AM	-0.764***	-0.547***	0.265***	0.279***	0.311***	0.323***							
Zscore	-0.221***	-0.178***	-0.018	0.021	0.025	0.191***	0.192***						
Size	-0.714***	-0.542***	0.405***	0.421***	0.220***	0.401***	0.302***	0.296***					
Lev	0.127***	0.088**	0.057	0.022	-0.072*	-0.147***	-0.138***	-0.396***	-0.174***				
ROE	-0.090**	-0.094**	0.041	0.026	0.008	0.073***	0.077*	-0.364***	0.017	0.359***			
CF	-0.216***	-0.153***	0.176***	0.200***	0.078**	0.215***	0.208***	0.392***	0.293***	-0.377***	-0.266***		
V	0.666***	0.453***	-0.178***	-0.182***	-0.164***	-0.303***	-0.415***	-0.174***	-0.519***	0.119***	-0.082**	-0.227***	
State	-0.217***	-0.183***	0.019	0.023	0.083**	0.182***	0.169***	0.086**	0.242***	-0.132***	-0.048	0.151***	-0.004

注: ***, **, *分别表示在 0.01, 0.05, 0.10 水平上显著。

5.3. 回归分析

表 4 控制了债务特征（融资渠道 Pub 和债务金额 AM）以及企业基本面特征（经营风险 Zscore、规模 Size、资本结构 Lev、盈利能力 ROE 以及现金流情况 CF）和股权特征（最终控制人性质 State 和控股权比例 V）因素，检验了稳健会计政策对债务融资成本（Spread）^⑧ 的影响，分别采用两个稳健性指标进行回归^⑨。

模型 1 为采用 Conserv1 下的全部样本回归。稳健性指标 Conserv 前的系数虽然为正，但不显著。可能的原因在于稳健会计政策及时确认会对企业的利润产生负面影响，提供的有关企业盈利能力以及资产价值的信息在及时性方面较差，在一定程度上抵消了稳健性的好处。债务期限 Duration 的回归系数在 0.01 水平上显著为正，表明长期债务期限下由于风险较大，因此债务利率相对较高。稳健会计政策与债务期限的交叉变量 Duration×Conserv 的回归系数在 0.10 水平上显著为负，表明如果企业的财务报告是稳健的，那么在债务期限较长的情况下，可以发挥降低融资成本的作用。因此，假设 1 和假设 2 得到验证。模型 1 的结果实际上也支持了 Ahmed 等以及 Zhang 的结论，稳健会计政策能够降低企业的债务融资成本。^[18,19]但是，债务期限对于稳健原则发挥作用会产生重要影响，对于长期债务融资而言，稳健原则具有降低融资利率的功能；在短期债务下表现并不明显。因为，对于期限较短，尤其是一年以内的债务，债权人的预期损失较低，因此对于财务报告的稳健程度不够关注。当然，这也可能是由于研究样本的债务期限的差异，债务市场的差异以及整体资本市场的差异所造成的。因此，本文也剔除了短期债务、采用全部国有企业样本，以及区分公开债务市场和非公开债务市场，对以上结果进行敏感性检验。

由于短期债务市场和长期债务市场面对的风险有很大差异，而且中国很多企业长期负债为 0，大都采用“短期借款长期用”的方式进行融资^⑩，不同债务期限对于银行借款行为可能会产生一定的影响。同时，为了降低由于债务期限差异导致与 Ahmed 等以及 Zhang 的研究结果不同的影响，模型 2 中剔除了债务期限在一年以内的样本（包括短期融资券和 1 年以内的银行借款），检验较长债务期限下稳健性的作用。Conserv 系数为正，但不显著；而 Duration 系数显著为正，Duration×Conserv 的系数也在 0.05 水平上显著为负，与全部样本回归结果一致。模型 2 的结果表明如果企业的财务报告是稳健的，那么在债务期限较长的情况下，可以发挥降低融资成本的作用，假设进一步得到验证。

在国内，由于绝大多数银行是国有的，国有企业在银行借贷方面有极大的优势。民营企业面临非常严重的融资约束问题，表现出与国有企业不同的融资倾向和成本。同时，为了降低由于整体资本市场环境与 Ahmed 等以及 Zhang 的研究结果不同的影响，模型 3 剔除了所有民营企业样本，采用 Conserv1 进行回归。同样的，Conserv 系数为正不显著，Duration 系数显著为正，Duration×Conserv 系数显著为负。模型 3 的结果表明在相同的融资环境和融资便利下，稳健会计政策在债务期限较长的情况下可以发挥降低融资成本的作用。

表 4 的后 3 列为采用 Conserv2 的回归结果，模型 4 采用全部样本，模型 5 剔除了债务期限在 1 年以内的，模型 6 剔除了民营企业样本。回归结果与 Conserv1 下的情况基本一致，Conserv 系数为正不显著，Duration 系数显著为正，Duration×Conserv 系数显著为负。也就是说，稳健会计政策在债务期限较长的情况下能够降低融资成本。

表 4 稳健会计政策、债务期限与债务融资成本

变量	预期符号	Conserv1			Conserv2		
		模型 1 All	模型 2 Duration \geq 1	模型 3 State=1	模型 4 All	模型 5 Duration \geq 1	模型 6 State=1
Conserv	—	0.090 (1.52)	0.070 (1.24)	0.118 (1.38)	0.094 (1.09)	0.075 (1.39)	0.116 (1.46)
Duration	+	0.064*** (3.38)	0.076*** (3.82)	0.079*** (3.85)	0.064*** (3.31)	0.073*** (3.64)	0.081*** (3.88)
Duration \times Conserv	—	-0.035* (-1.77)	-0.044** (-2.18)	-0.045** (-2.13)	-0.034* (-1.72)	-0.041** (-1.98)	-0.048** (-2.21)
Pub	—	-1.825*** (-14.55)	-1.647*** (-12.11)	-1.838*** (-12.37)	-1.830*** (-14.60)	-1.657*** (-12.20)	-1.853*** (-12.54)
AM	—	-0.044 (-1.54)	-0.092*** (-2.87)	-0.100*** (-2.98)	-0.044 (-1.51)	-0.090*** (-2.82)	-0.099*** (-2.96)
Zscore	—	-0.112*** (-3.25)	-0.142*** (-3.58)	-0.091** (-2.10)	-0.111*** (-3.23)	-0.139*** (-3.51)	-0.093** (-2.15)
Size	—	-0.155*** (-4.85)	-0.119*** (-3.16)	-0.114*** (-3.19)	-0.157*** (-4.90)	-0.121*** (-3.21)	-0.114*** (-3.17)
Lev	+	-0.373*** (-3.11)	-0.380** (-2.01)	-0.235* (-1.82)	-0.370*** (-3.08)	-0.386** (-2.05)	-0.234* (-1.81)
ROE	—	-0.194** (-2.09)	-0.240** (-2.04)	-0.022 (-0.18)	-0.188** (-2.03)	-0.227* (-1.93)	-0.027 (-0.22)
CF	—	0.133 (0.55)	0.343 (1.05)	-0.894** (-2.28)	0.119 (0.50)	0.304 (0.94)	-0.887** (-2.27)
V	?	-0.002	-0.001	-0.005**	-0.002	-0.001	-0.005**

		(-1.24)	(-0.12)	(-2.47)	(-1.26)	(-0.16)	(-2.55)
State	—	-0.100*	-0.104		-0.099*	-0.101	
		(-1.69)	(-1.59)		(-1.65)	(-1.54)	
Inds		控制	控制	控制	控制	控制	控制
N		646	518	478	646	518	478
R ²		0.784	0.787	0.811	0.784	0.787	0.811

注：括号中为 white-t 统计量，考虑了异方差问题；回归中各变量 VIF 未超过 10，不存在严重的共线性问题；***, **, *分别表示在 0.01, 0.05, 0.10 水平上显著。

不同的融资渠道显著影响了企业的融资成本，表现为 Pub 的系数显著为负，即公开债务市场融资成本要显著低于非公开债务融资（银行借款）成本。这是因为公开债务市场上流动性很强，投资者可以随意转让，相对风险较低。而非公开债务市场的债权人仅限于银行和其他金融机构，债权转让较为困难，相对风险较高。公开债务市场中的流动性溢价对于债务成本的影响很大，因此公开债务市场的融资成本相对较低。债务融资规模 AM 的系数显著为负，表明融资规模越大，反而融资成本越低。一般情况下贷款金额越大，相对风险越高，债权人要求的风险补偿应该也较高。可能的原因在于对于债权人来讲，尤其是银行等金融机构，大量的资金需要进行投放和投资，在对债务人做好评级后，贷款的风险与金额就不存在联系。而且，贷款金额越高，对于银行来讲更好，贷的越多，就会给与一定的“数量折扣”。企业风险 Zscore 的系数显著为负，表明破产风险越低（Zscore 越大），贷款利率越低。企业规模 Size 与融资成本显著负相关，即规模大的公司即使破产还有较多的资产可以补偿。而企业已有的负债水平 Lev 与贷款利率显著负相关，可能是因为负债水平较高的企业实际上是更加有能力进行贷款的企业。盈利能力 ROE 与贷款利率显著负相关，即盈利能力越好的企业贷款成本自然相对较低；但是对于国有企业而言，债务融资成本与盈利能力之间的正相关关系就不是很明显，表现为模型 3 和模型 6 中 ROE 的系数都不显著，但企业经营活动现金流情况 CF 却有显著影响。股权越分散可能存在的“掏空”动机越大，债权人潜在的风险越大，因此贷款利率也会相对较高，表现为 V 的系数为负。对于国有企业而言，控股股东股权比例越高，信号作用越强，因此债务融资成本越低，模型 3 和模型 6 中 V 的系数都显著为负。而企业是否国有上市公司则非常重要，State 的系数显著为负，表明国有上市公司的债务融资成本较低。原因在于国有企业有天然的优势，能够从银行那里获得资金。非国有企业如果想要贷款，除非有关系或者资质非常好，否则贷款很难拿到，即使贷到了，成本也会相应较高。

由于不同债务融资渠道，即公开债务市场和非公开债务市场，投资者不同，其面对的监管环境也不一样，可能在融资行为上存在一定差异。同时，为了降低由于债务市场差异导致与 Ahmed 等以及 Zhang 的研究结果不同的影响，本文也区分了不同债务融资渠道分别检验，而且对不同市场中长期融资也进行了分析，结果见表 5¹¹。为了比较不同市场情况下，会计信息以及非会计信息发挥的作用的差异，表 5 采用了相同的解释变量。

前 3 列为公开债务市场的结果。模型 7 采用所有样本，模型 8 剔除了一年期以内的短期债务，模型 9 剔除民营企业样本。Conserv 的系数都不显著。Duration 的系数依旧显著为正，即贷款期限越长，不确定因素越多，风险越大，因此要求的风险溢价越高。稳健政策与贷款期限的交叉变量 Duration×Conserv 在模型 7 和模型 8 中为负但不显著，而在模型 9 中显著为负，表明公开债务市场中，稳健会计政策在国有企业的长期债务契约作用更明显。

后 3 列为非公开债务市场，即银行贷款情况的回归结果。模型 10 采用所有样本，模型 11 剔除了一年期以内的短期债务，模型 12 剔除民营企业样本。Conserv 的系数为正不显著，Duration 的系数依旧显著为正，与公开债务市场相同。交叉变量 Duration×Conserv 在三个回归中都显著为负，与公开债务市场略有差异。在非公开债务市场中，稳健会计政策在长期债务契约中的作用非常明显，可以降低长期融资的成本，进一步支持了本文的假设。

表 5 Robust 检验-不同债务融资渠道

变量	预期符号	Pub=1			Pub=0		
		模型 7 All	模型 8 Duration ≥ 1	模型 9 State=1	模型 0 All	模型 11 Duration ≥ 1	模型 12 State=1
Conserv	—	0.045 (0.83)	0.033 (0.47)	0.063 (1.09)	0.151 (0.77)	0.185 (0.80)	0.561 (1.27)
Duration	+	0.078*** (3.27)	0.082*** (3.19)	0.104*** (3.87)	0.071** (1.97)	0.081** (2.06)	0.101*** (2.68)
Duration \times Conserv	—	-0.037 (-1.49)	-0.041 (-1.54)	-0.062** (-2.25)	-0.071* (-1.83)	-0.071* (-1.74)	-0.103** (-2.48)
AM	—	0.074 (0.87)	0.049 (0.45)	0.052 (0.58)	-0.044 (-1.33)	-0.088** (-2.48)	-0.106*** (-2.73)
Zscore	—	-0.006 (-0.07)	-0.102 (-0.99)	-0.003 (-0.03)	-0.176*** (-3.52)	-0.180*** (-3.12)	-0.084 (-1.16)
Size	—	-0.124** (-2.08)	-0.124 (-1.65)	-0.096 (-1.49)	-0.200*** (-4.67)	-0.190*** (-3.73)	-0.201*** (-3.81)
Lev	+	0.054 (0.16)	0.034 (0.09)	0.208 (0.60)	-0.587*** (-3.83)	-0.633** (-2.37)	-0.323* (-1.69)
ROE	—	-2.250** (-2.44)	-1.924* (-1.82)	-2.397** (-2.34)	-0.185* (-1.93)	-0.189 (-1.55)	0.010 (0.08)
CF	—	-1.243 (-1.53)	-1.019 (-1.15)	-1.641* (-1.83)	0.438 (1.47)	0.446 (1.06)	-0.934* (-1.76)
V	?	-0.013 (-0.04)	0.057 (0.17)	-0.124 (-0.35)	-0.001 (-0.68)	0.001 (0.30)	-0.004* (-1.66)
State	—	-0.113	-0.115		-0.149**	-0.146*	

	(-0.84)	(-0.78)		(-2.10)	(-1.90)	
Inds	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	204	174	175	442	344	303
R ²	0.222	0.205	0.235	0.215	0.232	0.322

注：括号中为 white-t 统计量，考虑了异方差问题；回归中各变量 VIF 未超过 10，不存在严重的共线性问题；***, **, *分别表示在 0.01, 0.05, 0.10 水平上显著。

表 5 的结果还表明：公开市场和非公开市场的债务融资中，债权人决策的标准有一定的差异。AM 的系数在公开市场回归中不显著，而在非公开市场中显著为负，表明银行向企业贷款时会从贷款金额上考虑给与一定的利率优惠，但公开市场中不会存在这样的问题。破产风险 Zscore 在公开市场回归中不显著，而在非公开市场中显著为负，表明银行更关心企业的破产问题。已有债务水平 Lev 在公开市场中不显著，而在非公开市场中显著为负，即企业在向银行借款时自身的借款能力对债务融资成本起到很大影响。State 的系数在公开市场回归中不显著，而在非公开市场中显著为负，表明银行贷款会根据债务人背景做评价，但公开市场并不会因背景而有所差异，这与 Chang 等的发现有些类似，银行在向企业的贷款时考虑到很多“软信息”。^[35]

本文也采用了其他稳健性指标进行检验，避免单一指标计量误差的影响。市值与账面值比 (M/B) 是文献中衡量稳健程度的指标之一。^[20,36-37]另外，Khan and Watts 基于 Basu 模型建立了 Cscore 度量了每家企业在特定年份的稳健程度。^[20,37]本文分别采用这两个稳健性指标对以上结果进行检验，回归结果见表 6。由于基于 Basu 模型建立的 Cscore 需要企业年度市场数据，因此样本有所缺失。表 6 的前 2 列是采用市值与账面值比 (M/B) 的结果，后 2 列为 Cscore 回归情况。

控制了债务特征(融资渠道 Pub 和债务金额 AM)以及企业基本面特征(经营风险 Zscore、规模 Size、资本结构 Lev、盈利能力 ROE 以及现金流情况 CF) 和股权特征 (最终控制人性 State 和控股比例 V) 因素后, M/B 表征的稳健性的系数为正, 但不显著。债务期限 Duration 的系数在 0.01 水平上显著为正, 稳健会计政策与债务期限的交叉变量 Duration×Conserv 的回归系数在 0.01 水平上显著为负, 表明如果企业的财务报告是稳健的, 那么在债务期限较长的情况下, 可以发挥降低融资成本的作用。采用市值与账面值比 (M/B) 表征的稳健性结果与累计应计项结果一致, 支持了本文的假设。

以 Cscore 度量的稳健指标的回归系数显著为正, 而 Duration×Conserv 的系数为正, 但不显著, 与累计应计项以及 M/B 的回归结果不一致。可能的原因在于 2001-2006 期间中国股市由于国有股减持的问题一直没有解决, 股市呈单边下跌趋势, 而这与会计业绩 (ROE 和现金流) 的持续增长相悖。股市收益下降并不能代表企业经济价值的降低, 而是在一定程度上由于政策所影响, 因此与 Basu、Khan 和 Watts 稳健性指标的经济含义不一致, 即这段时期股票市场的表现并不能很好的表征稳健性。另一方面可能的原因在于 Cscore 只是条件稳健性, 不能完全代表稳健原则, 非条件稳健性在事前对于债务违约以及限制债务上也发挥了重要作用。

表 6 Robust Tests-其他稳健性指标

变量	MB			Cscore		
	All	Duration \geq 1	State=1	All	Duration \geq 1	State=1
Conserv	0.049 (1.52)	0.038 (1.32)	0.042 (1.33)	16.357 (1.37)	15.514 (1.15)	17.890 (0.77)
Duration	0.076*** (4.47)	0.075*** (4.26)	0.089*** (4.90)	-0.047 (-0.56)	-0.075 (-0.88)	-0.011 (-0.13)
Duration \times Conserv	-0.012*** (-3.05)	-0.011*** (-2.62)	-0.015*** (-3.19)	0.956 (1.42)	1.321 (1.49)	0.769 (1.17)
Pub	-1.858*** (-14.86)	-1.674*** (-12.22)	-1.886*** (-12.83)	-1.902*** (-7.93)	-1.791*** (-6.97)	-1.754*** (-5.56)
AM	-0.049* (-1.70)	-0.093*** (-2.94)	-0.107*** (-3.19)	-0.079 (-1.06)	-0.108 (-1.35)	-0.146 (-1.51)
Zscore	-0.122*** (-3.65)	-0.142*** (-3.69)	-0.100** (-2.32)	-0.296*** (-3.43)	-0.260*** (-2.74)	-0.281*** (-3.35)
Size	-0.110*** (-3.65)	-0.092** (-2.52)	-0.068* (-1.94)	-0.433*** (-3.94)	-0.450*** (-3.61)	-0.409*** (-3.56)
Lev	-0.372*** (-3.12)	-0.420** (-2.27)	-0.243* (-1.88)	-4.005*** (-4.03)	-4.249*** (-4.17)	-3.788*** (-3.88)
ROE	-0.161* (-1.75)	-0.221* (-1.89)	0.045 (0.36)	-0.001 (-0.00)	-0.223 (-0.61)	-0.228 (-0.61)
CF	0.168 (0.74)	0.243 (0.81)	-0.759** (-2.04)	0.115 (0.42)	0.186 (0.66)	0.110 (0.28)
V	-0.002 (-0.97)	-0.000 (-0.06)	-0.005** (-2.41)	-0.004* (-1.80)	-0.004 (-1.41)	-0.006* (-1.73)

State	-0.115*	-0.122*		-0.193**	-0.179**	
	(-1.95)	(-1.87)		(-2.28)	(-1.98)	
Inds	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	646	518	478	376	304	266
Pseudo R ²	0.787	0.788	0.812	0.662	0.674	0.711

注：括号中为 white-t 统计量，考虑了异方差问题；回归中各变量 VIF 未超过 10，不存在严重的共线性问题；***，**，*分别表示在 0.01，0.05，0.10 水平上显著。

6. 结论

融资成本一直是实务界和理论界非常关注的问题。在中国，债务融资大都来自于银行，但随着资本市场的发展，债券市场的作用和影响力日渐凸显。企业可以通过债券市场发行长期债券，也可以发行短期融资券。本文通过对中国 2005-2007 年上市公司的债务融资情况进行的研究发现：稳健的会计政策可以降低较长债务期限的融资成本。公开市场与非公开市场对稳健会计政策的理解存在显著差异。本文还发现公开债务市场更加看重企业的财务信息，而非公开市场融资看重企业的背景资料。

受到监管和发行条件的限制，很多企业无法通过多种渠道进行债务融资，限制了企业的发展。如果公开市场融资成本更低，那么对于企业来讲是非常好的一件事情。或许在公开市场融资上，监管部门应当进一步降低发行门槛，并将低效率的审批或核准制调整为备案制，让市场和企业更加自由地相互选择，降低企业的直接债务融资成本，这对国内企业，特别是民营企业的发展具有十分积极的意义。

当然，本文也不可避免的受到样本量较小以及计量指标不准确的影响，结论可能存在一定偏差。更大样本以及更多指标的研究能够进一步对企业债务融资成本的问题有更为深入的了解，并且对稳健原则的作用以及在不同情况下稳健原则发挥作用起到更多的支持。这一问题值得进一步深入探讨。

参考文献

- [1] 黄少安、张岗，2001。中国上市公司股权融资偏好分析，《经济研究》，11：12-27。
- [2] 陆正飞、叶康涛，2004。中国上市公司股权融资偏好解析-偏好股权融资就是源于融资成本低吗？《经济研究》，4：50-59。
- [3] 余明桂、潘红波，2008。政治关系、制度环境与民营企业银行贷款，《管理世界》，8：9-21。
- [4] 罗党论、甄丽明，2008。民营控制、政治关系与企业融资约束，《金融研究》，12：164-178。
- [5] Wiedman,C., 2000. Discussion of “voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?” Contemporary Accounting Research, 17:663-669.
- [6] Verrecchia, R.E., 2001. Essays on disclosure, Journal of Accounting and Economics, 31:97-180.
- [7] Easley D., O’Hara, M, 2004. Information and the cost of capital, Journal of Finance, 59:1553-1583.
- [8] 汪炜、蒋高峰，2004。信息披露、透明度与资本成本，《经济研究》7：107-114。
- [9] 沈艺峰、肖珉、黄娟娟，2005。中小投资者法律保护与权益资本成本，《经济研究》，6：115-124。
- [10] Amihud Y, Mendelson H,1986. Asset pricing and the bid2ask spread. Journal of Financial Economics, 17 : 223-249.
- [11] 董乐，2007。银行间债券市场流动性溢价问题研究，《运筹与管理》，4：79-88。
- [12] 胡援成、周珺、胡韬，2007。利率风险与债务期限结构的正反馈效应分析，《数量经济技术经济研究》，9：87-98。
- [13] Watts, R.L. 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. Accounting Horizon, 17:207-221.
- [14] Ball, R, S. P. Kothari, and A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on

- properties of accounting earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 29: 1-51.
- [15] Ball, R., and L. Shivakumar, 2005. Earnings Quality in U.K. Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting & Economics*, 39: 83-128.
- [16] LaFond, R., and S. Roychowdhury. 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 4:101-135 .
- [17] Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79: 967-1010.
- [18] Ahmed, A.S., Billings, B.K., Morton, R.M., Stanford-Harris, M, 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77: 867-890.
- [19] Zhang, J, 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers, *Journal of Accounting and Economics*, 45:27-54.
- [20] Moerman, R., 2008. The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: evidence from the secondary loan market. *Journal of Accounting and Economics*, 46:240-260.
- [21] 曲晓辉、邱月华, 2007。强制性制度变迁与盈余稳健性—来自深沪证券市场的经验证据, 《会计研究》, 7: 20-28。
- [22] Xia D L, Zhu S. 2009. Corporate governance and accounting conservatism in China, *China Journal of Accounting Research*, 2: 81-108.
- [23] 江伟、李斌, 2006。制度环境、国有产权与银行差别贷款, 《金融研究》, 11: 116-126。
- [24] 崔伟, 2008。公司治理与债务成本-来自深交所A股上市公司的经验证据, 《财会通讯》, 1: 73-76。
- [25] 余明桂、潘红波, 2008。政治关系、制度环境与民营企业银行贷款, 《管理世界》, 8: 9-21。
- [26] Nikolaev, V., 2010. Debt Covenants and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*. 48: 137-175.
- [27] Sengupta P., 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt, *The Accounting Review*, 73: 459-474.
- [28] 于富生、张敏, 2007。信息披露质量与债务融资成本, 《审计与经济研究》, 5: 93-96。
- [29] Basu, S., 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 24: 3-37.
- [30] Watts, R.L, and J.L. Zimmerman, 1986. *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- [31] 袁卫秋, 2005。上市公司债务期限结构的实证研究—来自汽车制造业的证据, 《经济评论》, 3: 75-80
- [32] 程建伟, 2007。上市公司债务期限短期化问题研究, 《经济理论与经济管理》, 5: 65-68。
- [33] Ahmed, A. S., and Duellman, S., 2007, Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting & Economics*, 43: 411-437.
- [34] 吴世农、卢贤义, 2001。我国上市公司财务困境的预测模型研究, 《经济研究》, 6: 46-55。
- [35] Chang, C.; G. Liao; X. Yu; and Z. Ni. 2009. Information from Relationship Lending: Evidence from Loan Defaults in China. Working paper.
- [36] Feltham, G., and J. A. Ohlson., 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11: 689-731.
- [37] Khan, M., and Watts, R.L, 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting & Economics*, 48: 132-150.

Conservative Accounting Policy, Debt Duration and Financing Cost

Abstract: External financing is becoming more and more restrictive as the competitions are becoming server. Thus, how to get enough capital with lower cost is the crucial for firms, and hotly debated in the academic field. This paper investigates the influence of different financing channels (open bond market or bank system), the debt duration and financial report policy on the cost of debt, and we find that when the financial report is more conservative, the cost of debt is higher. However, conservative accounting can reduce the cost of debts for longer term duration. We also find that the open market is concern about the fundamental aspects of debtors, while the bank system in China is more likely to focusing on the background information of the debtors.

Keywords: Accounting Policy; Conservatism; Financing Channel; Financing Cost; Debt Duration;

① 由于所有权结构以及资本结构都会影响到企业的财务报告稳健程度，稳健财务报告可能只是影响融资成本的中间变量，而更为实质性的因素是所有权性质等制度变量。而实际上这一问题恰巧说明了稳健财务报告可能发挥的作用，即投资者以及银行会利用企业财务报告稳健程度进行相应的风险判断，从而决定是否给企业进行资金支持。从本质上讲，稳健会计报告，稳健性就是会计信息质量的一个重要标志，会计信息发挥着降低信息不对称的作用。当然，为了降低股权结构对融资成本的影响，在实证分析中需要对这些因素进行控制。

② 同期贷款利率为同期银行贷款利率，即在与公开市场发行的长期债券或短期融资券发行时点相同，且期限相同的银行贷款利率。本文也采用了同期存款利率，结果一致。简洁起见，没有报告。

③ Ball et al. (2008) 发现稳健性对债务定价的影响主要是条件性稳健性，而不是无条件性的稳健性。而本文计量稳健性的指标为累计应计项，这一指标同时受两类稳健性影响，因此，本文也比较了全面稳健性指标与 Basu 模型下的条件稳健性指标。结果显示：不论是全面稳健性，还是条件稳健性，从 2001 年开始都呈现逐步上升的趋势，与曲晓辉和邱月华 (2007)、Xia and Zhu(2009)的结论基本一致。结果也表明本文采用的全面稳健性指标能够较好的表征财务报告的稳健性。Givoly et al.(2007)指出由于稳健性指标大都存在一定的计量问题，因此采用单一指标的结果可能会产生一定得偏差。因此后文也采用了市值与账面值比 (M/B)(Feltham and Ohlson,1995;Khan and Watts,2009;Moerman,2008) 以及 Khan and Watts(2009)基于 Basu(1997)模型建立的 Cscore 衡量稳健性。

④ 采用上一期稳健指标的另一个原因是降低同期代理问题对稳健需求的影响，即解释变量之间的因果关系。

⑤ 由于 2007 年采用新财务准则，2007 年年报与之前的年报财务数字存在较大差异，因此本文仅对 2008 年之前发行，不涉及 2007 年财务数据的样本进行了分析。

⑥ 稳健性指标采用三年累计应计项，变量解释中进行详细说明。需要至少 3 年数据，因此对于上市未达 3 年的样本进行了剔除。

⑦ 同期贷款利率为同期银行贷款利率，即在与公开市场发行的长期债券或短期融资券发行时点相同，且期限相同的银行贷款利率。

⑧ 采用债务利率 Rate 作为被解释变量的回归结果基本一致。

⑨ 回归分析中由于考虑了稳健原则与债务期限等因素的交叉变量对债务融资的影响，因此采用稳健政策哑变量，避免或降低变量之间的多重共线性。交叉变量的系数说明稳健原则对长期债务利率的影响。

⑩ “短期借款长期用”意味着很多企业借不到长期借款，向银行进行 1 年期的贷款，然后在贷款到期时再进行展期或者通过还款再借的方式进行融资，因此 1 年期的借款很多属于这种形式，因此在实证分析中将 1 年期借款归为借款期限较长的样本中。

¹¹ 表 9 基于 Conserv1 进行的回归，Conserv2 的回归结果一致。简洁起见，没有报告。