

# 分析师预测质量影响了债务融资成本吗？\*

——来自我国上市公司的经验证据

黄 波 王 满 于浩洋

**〔摘 要〕**基于信息不对称理论,本文以2002–2016年我国A股非金融行业上市公司为样本,实证研究了分析师预测质量对债务融资成本的影响以及审计质量和机构投资者持股对两者关系的调节作用。研究发现,分析师预测质量与债务融资成本显著负相关,在控制内生性问题后,该结论依然成立;高的审计质量和机构投资者持股减弱了分析师预测质量与债务融资成本的负相关关系。研究结论表明,分析师预测质量传递了有关公司信息环境优劣的信号,债权人可以以之为参考进行债务定价决策。

**关键词:**分析师预测质量 债务融资成本 审计质量 机构投资者持股

**JEL 分类号:**G12 G21 G24 M42

## 一、引 言

由于我国资本市场欠发达,加之发行股票又存在诸多的限制条件,因此相比于股权融资,债务融资依然是我国上市公司的主要融资渠道。微观企业的债务融资占社会总融资规模的比例达50%以上,高的甚至能达到80%–90%(范小云等,2017),而股权融资占社会总融资规模的比例不到5%(钱雪松和方胜,2017)。从债务融资的相关研究来看,已有文献较多地聚焦于债务融资规模、期限和担保等方面的问题,对债务融资成本的关注相对缺乏。实际上,债务融资成本不仅关系到企业为获得债务融资所需支付的代价,它也是企业进行一系列决策的依据(Easley and O'Hara, 2004),对公司的经营成果和可持续发展具有重要的影响。近几年来,中国企业的融资成本不断升高,严重阻碍了中国经济的增长。降低企业融资成本成为我国推行供给侧改革政策的关键,作为企业融资成本的一个重要组成部分,债务融资成本的降低有利于推进我国供给侧改革目标的实现。因此,研究债务融资成本的影响因素具有重要的理论和现实意义。

目前,针对债务融资成本影响因素的研究大致可以归纳为以下两个角度:(1)信息披露以及信息质量对债务融资成本的影响,主要从企业社会责任信息披露(Ge and Liu, 2015;王建玲等,2016)、信息披露质量(Sengputa, 1998; Derrien et al., 2012; 于富生和张敏, 2007)、盈余质量(马如静等, 2015)和会计稳健性(郝东洋和张天西, 2011; 郑登津和闫天一, 2016)等几个方面进行探讨;(2)公司治理机制对债务融资成本的影响,主要从董事会质量(Fields et al., 2012)、内部控制(夏芸和徐欣, 2011; 孔凡峰, 2012)和公司治理结构(Asian and Kumar, 2012; Lin et al., 2012)等内部治理机制以及机构投资者(Elyasiani et al., 2010; Roberts and Yuan, 2010)、公司诉讼(林斌等, 2015; 王彦超等, 2016)和审计(Kim et

\* 黄波,东北财经大学会计学院,博士研究生;王满,东北财经大学会计学院,中国内部控制研究中心,教授,博士生导师,管理学博士;于浩洋,东北财经大学会计学院,博士研究生。本文受到以下基金的资助:国家社会科学基金项目“基于价值链的管理会计工具整合与企业价值创造研究”(项目编号:15BGL058)、辽宁省教育厅人文社科基金项目“管理控制工具整合应用研究”(项目编号:ZJ2015014)、财政部全国会计科研课题“基于供应链的管理会计工具整合应用研究”(项目编号:2015KJB012)。

al.,2009;Karjalainen,2011;余冬根和张嘉兴,2017)等外部治理机制展开。遗憾的是鲜有文献探讨分析师预测质量对债务融资成本的影响,因此我们有必要对分析师预测质量与债务融资成本的关系展开研究。

根据 Chen et al. (2017)、王玉涛和王彦超(2012),我们用分析师预测分歧度和分析师预测精确度这两个特征来定义分析师预测质量,当分析师预测分歧度较小,分析师预测精确度较高时,代表分析师预测质量较高。分析师预测质量同分析师预测跟踪(分析师预测人数)一样,也能向市场传递信息,而且分析师预测质量向市场传递的信息可能更多(Gleason and Lee,2003;Clement and Tse,2005)。分析师预测质量能够反映公司的信息环境的好坏(陈骏和徐玉德,2014;施先旺等,2015),而信息环境又是债权人定价决策的重要参考,那么分析师预测质量的信号传递作用是否影响了债务融资成本呢?同时,审计师和机构投资者作为重要的外部监督力量,也能够反映公司的信息环境情况(林乐和郑登津,2016),那么审计师和机构投资者监督是否对分析师预测质量起到了替代作用呢?即在公司审计质量和机构投资者持股比例较高时,分析师预测质量对公司债务定价的作用是否减弱呢?

基于以上问题,本文以2002-2016年我国沪深两市A股非金融行业上市公司为研究样本,实证检验了分析师预测质量与债务融资成本的关系以及审计质量和机构投资者持股对分析师预测质量与债务融资成本关系的调节作用。研究发现,高的分析师预测质量降低了公司的债务融资成本,而高的审计质量和机构投资者持股减弱了分析师预测质量的这种效应。本文研究的贡献和创新点主要体现在以下几个方面:(1)本文以分析师预测质量为切入点,研究其对债务融资成本的影响,拓展了债务融资成本影响因素的相关文献;(2)已有文献对分析师跟踪人数的信息含量进行了大量的讨论,本文发现分析师预测特征(分析师预测质量)也具有信息含量,本文的研究加深了对分析师预测行为的信号传递作用的理解;(3)将审计质量和机构投资者持股作为调节变量,研究了二者对分析师预测质量与债务融资成本的调节作用,丰富了审计质量与机构投资者持股经济后果的相关文献。

余文安排如下:第二部分是文献回顾与理论分析;第三部分是研究设计;第四部分是实证分析;最后是研究结论与启示。

## 二、文献回顾与理论分析

根据已有文献,债务融资成本与无风险收益率、债务违约风险和违约时债权人所得到的保护有关(Merton,1974),而其中最重要的因素是债务违约风险(Fisher,1959)。引起公司债务违约风险提高的一个重要因素是信息不对称。债权人作为企业的“外部人”,相较于企业控股股东和管理层等内部人处于信息劣势地位,这导致了债权人与借款企业之间的信息不对称,信息不对称的存在使得债权人面临贷款前的逆向选择和贷款后的道德风险问题,从而使得债务违约风险增加。为了弥补违约风险,债权人会向企业索要更高的风险溢价,进而推升了企业的债务融资成本。国内外学者发现,在信息披露质量高的企业中,公司与债权人的信息不对称程度更低,因而具有较低的债务融资成本(Derrien et al.,2012;于富生和张敏,2007)。这表明债权人会根据借款企业的信息环境进行债务定价决策,改善公司的信息环境有利于降低债务融资成本。

分析师作为信息中介的重要组成部分,凭借优势的信息获取渠道和专业的信息分析技术,通过对跟踪的企业进行盈余预测并发布研究报告向资本市场传递信息。分析师预测依赖公司所披露的信息,分析师预测质量受公司信息环境的影响,一方面,信息披露的多寡会影响分析师预测质量(Baldwin,1984;Hodder et al.,2008);另一方面,信息披露质量(Parkash et al.,1995)、信息透明度(方军雄,2007;白晓宇,2009)以及信息的复杂度也会影响分析师预测质量(Hodder et al.,2008)。反过来,分析师预测质量也可以反映公司的信息环境情况(Lang and Lundholm,1996)。Elton et al. (1984)将分

析师预测精确度作为信息不对称的替代变量,分析师预测精确度越高,表示分析师掌握的公司信息更多或者质量更高,外部人与公司的信息不对称程度更低。Krishnaswami and Subramaniam(1999)将分析师预测分歧度作为信息不对称的替代变量,预测分歧度越大,表示分析师掌握的公司信息更少或者质量更差,外部人与公司的信息不对称程度更高。因此,当分析师预测质量较高(分析师预测误差低、预测精确度高)时,公司的信息环境较好,债权人容易获得更多、质量更高的公司信息用于信贷决策,减少了债权人的借贷风险,从而降低债务融资成本。

H1:在其他条件不变的情况下,分析师预测质量越高,债务融资成本越低。

审计是企业重要的外部治理机制,通过事务所的财务报告鉴证活动,实现对企业会计信息生产过程的监督。Wallace(1987)认为审计的基本功能之一是降低信息不对称,而审计作用的发挥依赖于审计质量。审计质量代表会计师事务所审计服务的质量,但是审计质量无法直接判断,需要通过一些可观测的审计质量特征(如专业培训的投入量、内部复核制度的严格程度、机构的声誉等)进行判断,由此投资者感受到了规模较大的事务所具有高的审计质量(Simunic,1980)。在现有研究中,会计师事务所规模往往被作为审计质量的代理变量。DeAngelo(1981)认为会计师事务所规模与其提供的审计质量有关,规模大的会计师事务所具有较高的声誉,由审计质量问题引起的诉讼将导致声誉严重受损和巨额赔付,因此较大的会计师事务所更注重声誉和品牌的维护,从而提供高质量的审计。公司聘请大所(高质量的审计师)进行审计虽然需要付出更大的成本,但是聘请大所的行为却能向外部投资者传递公司内部信息环境较好,信息透明度高的信号,进而降低外部投资者对企业的信息风险感知。因此,债权人在做贷款决策时可以通过参考高质量审计所传递的信号,了解公司的信息环境,减少了对分析师预测质量的依赖,因而分析师预测质量对债务融资成本的影响减小。

H2:审计质量的提高减弱了分析师预测质量与债务融资成本的负相关关系。

近年来,随着我国机构投资者的快速发展,机构投资者成长为资本市场上的一支重要的力量。现有研究认为机构投资者扮演着挖掘上市公司信息和对上市公司进行监督的角色。首先,相比于个人投资者,机构投资者具有资金上的优势,能够分散收集信息的成本并从中获得更大的收益,而且机构投资者在信息分析和甄别上有优势,因此机构投资者有动机和能力挖掘更多的公司内部信息并从中受益(Chung et al.,2002;Ferreira and Matos,2008)。机构投资者挖掘到的这些信息可以通过各种媒介渠道进行传播,加快了公司信息在资本市场上的流动,提高了信息透明度。其次,机构投资者可以通过一些正式的和非正式的机制发挥了一定的公司治理作用,如机构投资者可以利用投票权(Shleifer and Vishny,1997)和股东提议权(Gillan and Starks,2000)影响控股股东和管理层,持股比例大的机构投资者甚至可以参与公司政策的制定(Bhagat et al.,2004)。因此,机构投资者对控股股东或管理层的代理问题具有缓解作用。国内外的一些学者发现,机构投资者提升了公司治理水平,抑制了公司的盈余管理行为(Chung et al.,2002;Mitra and Cready,2005;程书强,2006;高雷和张杰,2008)。综上所述,机构投资者的监督改善了公司的信息环境,机构投资者持股比例能向外界传递公司信息环境的信息,债权人可以据此评估贷款风险,进而降低对分析师预测质量的参考,因此,当机构投资者持股比例较高时,分析师预测质量对债务融资成本的影响减弱。

H3:机构投资者持股比例的增加减弱了分析师预测质量与债务融资成本的负相关关系。

### 三、研究设计

#### (一)变量定义

##### 1. 被解释变量

借鉴李广子和刘力(2009)、Minnis(2011)以及魏志华等(2012),本文设置了以下两个指标来



衡量债务融资成本:第一种采用财务费用明细科目下的利息支出除以总负债进行计算,即 COD1;考虑到公司在债务融资中除了支付利息可能还会涉及手续费等其他费用,因此采用净财务费用(利息支出+手续费+其他财务费用)除以总负债进行计算,即 COD2。

## 2. 解释变量

本文的解释变量为分析师预测质量,用分析师预测分歧度(DISP)与分析师预测精确度(ACCU)两个变量作为替代变量。根据王玉涛和王彦超(2012)的研究,分析师预测分歧度与分析师预测精确度的具体定义如下:

$$DISP_{i,t} = - \frac{Std(FEPS_{i,t})}{|MEPS_{i,t}|} \quad (1)$$

$$ACCU_{i,t} = - \frac{|Mean(FEPS_{i,t}) - MEPS_{i,t}|}{|MEPS_{i,t}|} \quad (2)$$

其中,Std(FEPS<sub>i,t</sub>)代表所有分析师对公司 i 第 t 年每股收益预测值的标准差,MEPS<sub>i,t</sub>代表公司 i 第 t 年的实际每股收益,Mean(FEPS<sub>i,t</sub>)代表所有分析师对公司 i 第 t 年每股收益预测值的均值。DISP 的值越大表示分析师预测分歧度越小,ACCU 的值越大表示分析师预测精确度越高。

## 3. 调节变量

本文的调节变量有两个,分别为审计质量与机构投资者持股比例。根据惯常的做法,用上市公司是否聘用“四大”会计师事务所来衡量审计质量(BIG4),当上市公司聘用“四大”会计师事务所时取 1,否则取 0;用机构投资者持股数量除以总股本度量机构投资者持股比例(INS)。

## 4. 控制变量

在控制变量方面,根据已有文献,本文设置了以下的控制变量,总资产收益率(Roa)、公司规模(Size)、资产负债率(LEV)、产权性质(State)、第一大股东持股比例(TOP1)、独立董事比例(IDP)、资产有形性(PPE)以及行业和年度虚拟变量。各个变量的定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
债务融资成本 1	COD1	利息支出/总负债
债务融资成本 2	COD2	(利息支出+手续费+其他财务费用)/总负债
分析师预测分歧度	DISP	-当年分析师盈余预测的标准差/ 实际 eps
分析师预测精确度	ACCU	- 当年分析师盈余预测均值-实际 eps / 实际 eps
审计质量	BIG4	公司聘用四大会计师事务所时取 1,否则取 0
机构投资者持股比例	INS	机构投资者持股数量/总股本
总资产收益率	Roa	净利润/总资产
公司规模	Size	期末总资产取自然对数
资产负债率	LEV	期末总负债/期末总资产
产权性质	State	产权性质为国有时取 1,否则取 0
第一大股东持股比例	TOP1	用第一大股东持股比例衡量
独立董事比例	IDP	独立董事总人数/董事会总人数
资产有形性	PPE	(存货+固定资产)/总资产
年度虚拟变量	IND	属于当年年度取 1,否则取 0
行业虚拟变量	Year	属于该行业取 1,否则取 0

## (二) 实证模型

为了检验假设 H1, 我们构建了以下模型。

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Analyst_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 State_{i,t} + \beta_6 TOP1_{i,t} + \beta_7 IDP_{i,t} + \beta_8 PPE_{i,t} + \sum IND + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

在模型(3)中, 被解释变量为债务融资成本( $COD_{i,t}$ ), 分别用  $COD1_{i,t}$  和  $COD2_{i,t}$  替代; 解释变量为分析师预测质量( $Analyst_{i,t}$ ), 分别用分析师预测分歧度( $DISP_{i,t}$ )与分析师预测精确度( $ACCU_{i,t}$ )替代; 在控制变量方面, 根据已有文献, 控制了总资产收益率( $Roa_{i,t}$ )、规模( $Size_{i,t}$ )、产权性质( $State_{i,t}$ )、第一大股东持股比例( $TOP1_{i,t}$ )、独立董事比例( $IDP_{i,t}$ )、资产有形性( $PPE_{i,t}$ )及年度和行业虚拟变量。若模型(3)中的  $\beta_1$  的回归系数显著为负, 则表明分析师预测质量的提高降低了公司的债务融资成本。

为了进一步检验审计质量和机构投资者持股对分析师预测质量与债务融资成本关系的调节作用, 我们构建了如下模型(4)和模型(5)。

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Analyst_{i,t} + \beta_2 Analyst_{i,t} * BIG4_{i,t} + \beta_3 BIG4_{i,t} + \beta_4 Roa_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 State_{i,t} + \beta_8 TOP1_{i,t} + \beta_9 IDP_{i,t} + \beta_{10} PPE_{i,t} + \sum IND + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Analyst_{i,t} + \beta_2 Analyst_{i,t} * INS_{i,t} + \beta_3 INS_{i,t} + \beta_4 Roa_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 State_{i,t} + \beta_8 TOP1_{i,t} + \beta_9 IDP_{i,t} + \beta_{10} PPE_{i,t} + \sum IND + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

模型(4)是在模型(3)的基础上加上分析师预测质量与审计质量的交互项( $Analyst_{i,t} * BIG4_{i,t}$ )和审计质量( $BIG4_{i,t}$ )变量构建而得, 模型(5)是在模型(3)的基础上加上分析师预测质量与机构投资者持股比例的交互项( $Analyst_{i,t} * INS_{i,t}$ )和机构投资者持股比例( $INS_{i,t}$ )变量而构建的。若模型(4)和模型(5)中的  $\beta_2$  的回归系数显著为负, 则表明审计质量和机构投资者持股减弱了分析师预测质量对债务融资成本的影响。

## (三) 样本与数据来源

本文以 2002–2016 年我国沪深两市 A 股上市公司为初始样本, 根据以下标准进行筛选: (1) 剔除金融行业上市公司 (2) 剔除被 ST 和 \*ST 的上市公司 (3) 剔除公司产权性质无法识别的上市公司 (4) 剔除本文所涉及的变量缺失的上市公司。经过筛选后, 本文最终得到 13450 个观测值。数据来源方面, 除了产权性质数据来源于 CCER 数据库, 机构投资者持股数据来源于 wind 数据库, 其他数据均来源于 CSMAR 数据库。为了避免极端值的影响, 本文对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

## 四、实证分析

### (一) 描述性统计

表 2 是本文主要变量的描述性统计情况。债务融资成本  $COD1$  和  $COD2$  的均值分别为 0.0216 和 0.0234, 这表明我国上市公司利息支出和净财务费用占总负债的比例分别达到 2.16% 和 2.34%。分析师预测分歧度 ( $DISP$ ) 的均值为 -1.704, 标准差为 3.877; 分析师预测精确度 ( $ACCU$ ) 的均值为 -2.491, 标准差为 5.869, 表明我国上市公司的分析师预测质量存在差异。审计质量 ( $BIG4$ ) 的均值为 0.0685, 表明 6.85% 的上市公司聘请了国际四大会计师事务所对其财务报表进行审计。机构投资者持股比例 ( $INS$ ) 的均值为 39%, 说明近年来我国机构投资者发展迅速。产权性质 ( $State$ ) 的均值为 0.443, 表明 44.3% 的上市公司为国有企业。总资产收益率 ( $Roa$ ) 的均值为 0.0476, 标准差为 0.0424; 公司规模 ( $Size$ ) 的均值为 22.17, 标准差为 1.23; 资产负债率 ( $LEV$ ) 的均

值为 0.453,标准差为 0.198;第一大股东持股比例的均值为 36.5%,标准差为 0.151;独立董事比例(IDP)的均值为 37%,标准差为 0.0525;资产有形性(PPE)的均值为 0.4050,标准差为 0.18,说明我国上市公司在盈利能力、公司规模、有形资产比例和公司治理结构上存在差异。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
COD1	13450	0.0216	0.0203	0.0154	0	0.0641
COD2	13450	0.0234	0.0222	0.0158	0.0001	0.0676
DISP	13450	-1.7040	-0.5500	3.8770	-27.9000	-0.0238
ACCU	13450	-2.4910	-0.6770	5.8690	-41.6100	-0.0076
BIG4	13450	0.0685	0	0.2530	0	1
INS	13450	0.3900	0.3940	0.2370	0.0029	0.8790
Roa	13450	0.0476	0.0424	0.0493	-0.1160	0.2070
Size	13450	22.1700	22.0000	1.2300	19.9900	25.9700
LEV	13450	0.4530	0.4540	0.1980	0.0624	0.8660
State	13450	0.4430	0	0.4970	0	1
TOP1	13450	0.3650	0.3490	0.1510	0.0979	0.7560
IDP	13450	0.3700	0.3330	0.0525	0.3000	0.5710
PPE	13450	0.4050	0.3960	0.1800	0.0402	0.8190

## (二) 相关性分析

表 3 列示的是本文主要变量之间的相关系数。从表 3 可以看出,除了 COD1 和 COD2 的相关系数较高外,其他变量的相关系数均较低。由于 COD1 和 COD2 是分别作为被解释变量代入模型中进行回归的,因此本文的研究不受多重共线性的影响。DISP 与 COD1 和 COD2 的相关系数分别为 -0.0980 和 -0.0964,且均在 1% 的水平下显著,ACCU 与 COD1 和 COD2 的相关系数分别为 -0.0244 和 -0.0235,且均在 1% 的水平下显著,表明分析师预测质量越高,债务融资成本越低,初步验证了本文的假设 H1。

表 3 相关系数表

	COD1	COD2	DISP	ACCU	BIG4	INS	Roa
COD1	1						
COD2	0.9784 ***	1					
DISP	-0.0980 ***	-0.0964 ***	1				
ACCU	-0.0244 ***	-0.0235 ***	0.4104 ***	1			
BIG4	-0.0062	-0.0140	0.0312 ***	0.0149 *	1		
INS	-0.0493 ***	-0.0508 ***	0.0567 ***	0.0173 **	0.1707 ***	1	
Roa	-0.2828 ***	-0.2713 ***	0.2595 ***	0.0926 ***	0.0166 *	0.0973 ***	1
Size	0.0553 ***	0.0348 ***	0.0262 ***	0.0148 *	0.3876 ***	0.4097 ***	-0.0930 ***
LEV	0.2516 ***	0.2284 ***	-0.0005	0.0093	0.1133 ***	0.2080 ***	-0.3765 ***
State	0.0404 ***	0.0302 ***	0.0422 ***	0.0120	0.1625 ***	0.2588 ***	-0.1095 ***
TOP1	-0.0558 ***	-0.0580 ***	0.0534 ***	0.0158 *	0.1555 ***	0.2715 ***	0.0558 ***
IDP	-0.0275 ***	-0.0309 ***	-0.0421 ***	-0.0132	0.0429 ***	-0.0104	-0.0377 ***
PPE	0.2891 ***	0.2767 ***	-0.0272 ***	-0.0013	0.0538 ***	0.0687 ***	-0.2240 ***

续表

	Size	LEV	State	TOP1	IDP	PPE
COD1						
COD2						
DISP						
ACCU						
BIG4						
INS						
Roa						
Size	1					
LEV	0.5317***	1				
State	0.3462***	0.3181***	1			
TOP1	0.2341***	0.0945***	0.2123***	1		
IDP	0.0503***	-0.0104	-0.0713***	0.0397***	1	
PPE	0.1762***	0.3566***	0.2404***	0.1262***	-0.0517***	1

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

### (三) 单变量分析

表 4 是按照分析师预测分歧度 (DISP) 与分析师预测精确度 (ACCU) 的高低作为分组变量对债务融资成本 (COD1 和 COD2) 进行均值和中位数组间差异对比的结果。结果显示,对于分析师分歧度高的组,债务融资成本 (COD1 和 COD2) 均值和中位数均高于分析师预测分歧度低的组;对于分析师预测精确度高的组,债务融资成本 (COD1 和 COD2) 的均值和中位数均低于分析师预测精确度低的组,表明分析师预测质量越高(分析师预测分歧度越低、分析师预测精确度越高),债务融资成本越低,这也初步验证了本文的假设 H1。

表 4 单变量分析

Panel A: 分析师预测分歧度						
变量	高组		低组		组间均值、中位数比较	
	均值	中位数	均值	中位数	T 统计量	Z 统计量
COD1	0.0228	0.0219	0.0205	0.0187	8.2839***	8.1140***
COD2	0.0245	0.0237	0.0223	0.0207	8.0708***	8.0680***
Panel B: 分析师预测精确度						
变量	高组		低组		组间均值、中位数比较	
	均值	中位数	均值	中位数	T 统计量	Z 统计量
COD1	0.0196	0.01783	0.0235	0.0229	-14.7153***	-13.9060***
COD2	0.0215	0.0198	0.0254	0.0247	-14.5020***	-13.8900***

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

### (四) 多元回归分析

为了检验分析师预测质量对债务融资成本的影响,我们使用模型(3)进行回归,回归结果列示于表 5 中。(1)列和(3)列报告了分析师预测分歧度对债务融资成本的回归结果,DISP 的系数均

为负,且在 1% 的水平下显著。(2)列和(4)列报告了分析师预测精确度对债务融资成本的回归结果,ACCU 的系数也为负,且在 1% 的水平下显著。以上结果表明,高的分析师预测质量向债权人传递了公司的信息环境良好的信号,债权人据此减少了对风险溢价的索取,进而降低企业的债务融资成本。由此,本文的假设 H1 得到验证。

表 5 分析师预测质量与债务融资成本

变量	COD1		COD2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0001 *** (-4.0160)		-0.0001 *** (-4.1214)	
ACCU		-0.0001 *** (-4.5421)		-0.0001 *** (-4.6111)
Roa	-0.0567 *** (-18.9967)	-0.0557 *** (-18.4938)	-0.0571 *** (-18.1476)	-0.0560 *** (-17.6695)
Size	-0.0001 (-1.0607)	-0.0001 (-0.9743)	-0.0002 * (-1.7877)	-0.0002 * (-1.7003)
LEV	0.0170 *** (19.2817)	0.0171 *** (19.3938)	0.0157 *** (17.3163)	0.0158 *** (17.4255)
State	-0.0031 *** (-11.3678)	-0.0031 *** (-11.3168)	-0.0033 *** (-11.6826)	-0.0033 *** (-11.6328)
TOP1	-0.0076 *** (-9.0337)	-0.0076 *** (-9.0525)	-0.0073 *** (-8.4833)	-0.0073 *** (-8.5024)
IDP	-0.0010 (-0.4332)	-0.0010 (-0.4291)	-0.0020 (-0.8594)	-0.0020 (-0.8542)
PPE	0.0151 *** (17.5970)	0.0151 *** (17.6295)	0.0156 *** (17.6632)	0.0156 *** (17.6982)
_cons	0.0232 *** (4.2592)	0.0228 *** (4.1892)	0.0282 *** (5.9522)	0.0278 *** (5.8667)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	13450	13450	13450	13450
adj. R <sup>2</sup>	0.253	0.253	0.240	0.240
F	118.2990	118.4854	109.3437	109.5105

注:括号内是经过 White 异方差调整的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

为了进一步检验审计质量和机构投资者持股对分析师预测质量与债务融资成本的调节作用,我们分别使用模型(4)和模型(5)进行回归,回归结果列示于表 6 和表 7 中。在表 6 中,(1)列和(3)列报告了审计质量对分析师预测分歧度与债务融资成本调节作用的回归结果,DISP \* BIG4 的系数均为正,且在 1% 的水平下显著;(2)列和(4)列报告了审计质量对分析师预测精确度与债务融资成本调节作用的回归结果,ACCU \* BIG4 的系数均为正,且在 1% 的水平下显著。上述回归结果表明,审计质量向外界传递了公司信息环境的信息,债权人可以根据审计质量了解公司的信息环境,从而降低了对分析师预测质量的参考,进而降低了分析师预测质量对债务融资成本的影响。在



表7中,(1)列和(3)列报告了机构投资者持股比例对分析师预测分歧度与债务融资成本调节作用的回归结果,DISP \* INS的系数均为正,且在5%的水平下显著;(2)列和(4)列报告了机构投资者持股比例对分析师预测精确度与债务融资成本调节作用的回归结果,ACCU \* BIG4的系数均为正,且在1%的水平下显著。上述回归结果表明,机构投资者持股比例向外界传递了公司信息环境的信息,债权人可以根据机构投资者持股比例了解公司的信息环境,从而降低了对分析师预测质量的参考,进而降低了分析师预测质量对债务融资成本的影响。

表6 分析师预测质量、审计质量与债务融资成本

变量	COD1		COD2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0002 *** (-4.5007)		-0.0002 *** (-4.5802)	
DISP * BIG4	0.0004 *** (3.3151)		0.0004 *** (3.2873)	
ACCU		-0.0001 *** (-5.0165)		-0.0001 *** (-5.0749)
ACCU * BIG4		0.0003 *** (3.4691)		0.0003 *** (3.4404)
BIG4	-0.0002 (-0.3999)	-0.0003 (-0.6195)	-0.0004 (-0.7976)	-0.0005 (-1.0169)
Roa	-0.0566 *** (-18.9752)	-0.0556 *** (-18.4995)	-0.0570 *** (-18.1354)	-0.0560 *** (-17.6823)
Size	-0.0001 (-0.9031)	-0.0001 (-0.8415)	-0.0002 (-1.4226)	-0.0002 (-1.3596)
LEV	0.0170 *** (19.1426)	0.0171 *** (19.2486)	0.0157 *** (17.1511)	0.0158 *** (17.2536)
State	-0.0031 *** (-11.3725)	-0.0031 *** (-11.3179)	-0.0033 *** (-11.6855)	-0.0033 *** (-11.6324)
TOP1	-0.0076 *** (-9.0778)	-0.0076 *** (-9.0986)	-0.0073 *** (-8.5080)	-0.0073 *** (-8.5293)
IDP	-0.0010 (-0.4669)	-0.0010 (-0.4499)	-0.0020 (-0.8780)	-0.0020 (-0.8607)
PPE	0.0152 *** (17.6618)	0.0152 *** (17.6906)	0.0156 *** (17.7219)	0.0157 *** (17.7544)
_cons	0.0229 *** (4.1069)	0.0226 *** (4.0454)	0.0275 *** (5.6131)	0.0272 *** (5.5366)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	13450	13450	13450	13450
adj. R <sup>2</sup>	0.253	0.253	0.240	0.241
F	113.2624	113.5275	104.6497	104.8832

注:括号内是经过 White 异方差调整的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

表7 分析师预测质量、机构投资者持股比例与债务融资成本

变量	COD1		COD2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0001 *** (-3.8170)		-0.0001 *** (-3.9507)	
DISP * INS	0.0003 ** (2.2673)		0.0003 ** (2.0407)	
ACCU		-0.0001 *** (-4.1317)		-0.0001 *** (-4.2157)
ACCU * INS		0.0002 ** (2.2111)		0.0002 ** (2.1642)
INS	-0.0017 *** (-2.9859)	-0.0017 *** (-2.8972)	-0.0017 *** (-2.8901)	-0.0017 *** (-2.8047)
Roa	-0.0554 *** (-18.2693)	-0.0545 *** (-17.8168)	-0.0558 *** (-17.4828)	-0.0548 *** (-17.0572)
Size	-0.0001 (-0.4211)	-0.0000 (-0.3661)	-0.0002 (-1.1502)	-0.0001 (-1.0960)
LEV	0.0172 *** (19.4992)	0.0173 *** (19.6142)	0.0159 *** (17.5253)	0.0160 *** (17.6394)
State	-0.0029 *** (-10.6687)	-0.0029 *** (-10.6004)	-0.0032 *** (-11.0195)	-0.0031 *** (-10.9494)
TOP1	-0.0070 *** (-8.2100)	-0.0071 *** (-8.2973)	-0.0068 *** (-7.6817)	-0.0068 *** (-7.7635)
IDP	-0.0013 (-0.6037)	-0.0013 (-0.5695)	-0.0023 (-1.0212)	-0.0023 (-0.9899)
PPE	0.0152 *** (17.6557)	0.0152 *** (17.6809)	0.0156 *** (17.7159)	0.0157 *** (17.7464)
_cons	0.0214 *** (3.9010)	0.0211 *** (3.8461)	0.0264 *** (5.5169)	0.0261 *** (5.4524)
N	13450	13450	13450	13450
adj. R <sup>2</sup>	0.253	0.254	0.241	0.241
F	113.7852	113.9198	105.1066	105.2464

注:括号内是经过 White 异方差调整的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

## (五) 稳健性检验

### 1. 内生性讨论

分析师预测质量与债务融资成本可能是由公司的一些特征因素和外部环境同时决定的,因此分析师预测质量与债务融资成本两者之间可能存在内生性问题,可能导致回归结果的有偏和不一

致。本文采用以下两种方法来缓解可能的内生性问题：(1) 将解释变量 (DISP 和 ACCU) 滞后一期与被解释变量进行回归；(2) 选用分析师预测报告的发布日期与年报公布日期的时间间隔 (Horizon) 作为工具变量进行两阶段最小二乘估计。工具变量的选择借鉴施先旺等 (2015) 的研究，分析师预测报告的发布日期距离年报公布日期的时间间隔会影响分析师预测质量，但不影响债务融资成本，因此分析师预测报告的发布日期与年报公布日期的时间间隔可以作为工具变量。

以上两种方法的检验结果列示于表 8 和表 9 中。在表 8 中，滞后一期的解释变量 (IDISP 和 IACCU) 的系数在 1% 的水平上显著为负。在表 9 中，(2)、(3)、(5)、(6) 列汇报了工具变量两阶段最小二乘估计第二阶段的回归结果，DISP 和 ACCU 的系数也在 1% 的水平上显著为负。以上结果表明，控制内生性问题后，分析师预测质量对债务融资成本的影响依然存在。

表 8 滞后一期的分析师预测质量与债务融资成本

变量	COD1		COD2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
IDISP	-0.0001* (-1.9165)		-0.0001** (-2.0094)	
IACCU		-0.0001** (-2.3824)		-0.0001** (-2.4451)
Roa	-0.0599*** (-19.3997)	-0.0593*** (-19.1441)	-0.0599*** (-18.4307)	-0.0594*** (-18.1827)
Size	-0.0001 (-0.9590)	-0.0001 (-0.9113)	-0.0002* (-1.6649)	-0.0002 (-1.6157)
LEV	0.0178*** (19.4455)	0.0178*** (19.4896)	0.0166*** (17.6314)	0.0167*** (17.6742)
State	-0.0032*** (-11.0927)	-0.0032*** (-11.0724)	-0.0034*** (-11.3335)	-0.0034*** (-11.3123)
TOP1	-0.0081*** (-9.2397)	-0.0081*** (-9.2505)	-0.0078*** (-8.7530)	-0.0079*** (-8.7656)
IDP	-0.0021 (-0.9137)	-0.0021 (-0.9191)	-0.0029 (-1.2208)	-0.0029 (-1.2249)
PPE	0.0155*** (17.3481)	0.0155*** (17.3398)	0.0160*** (17.3621)	0.0159*** (17.3551)
_cons	0.0231*** (7.6863)	0.0229*** (7.6212)	0.0266*** (8.5570)	0.0264*** (8.4910)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	12236	12236	12236	12236
adj. R <sup>2</sup>	0.263	0.263	0.249	0.250
F	120.7354	120.9364	111.2755	111.4633

注：括号内是经过 White 异方差调整的 t 值，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

## 2. 改变变量度量方法

为了排除度量方法差异对本文的影响,在债务融资成本的度量上,借鉴刘彬等(2017)的研究,将利息支出/平均总负债(COD3)和净财务费用/平均总负债(COD4)作为债务融资成本的替代变量,对本文的假设重新进行检验。结果如表10所示,本文的主要结论不发生改变。

表9 工具变量两阶段最小二乘估计

变量	Stage1	Stage2		Stage1	Stage2	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DISP	COD1	COD2	ACCU	COD1	COD2
DISP		-0.0008*** (-2.8580)	-0.0008*** (-2.8030)			
ACCU					-0.0003*** (-2.8952)	-0.0003*** (-2.8385)
Roa	19.5445*** (24.0042)	-0.0423*** (-6.2408)	-0.0426*** (-6.0603)	32.0638*** (26.7929)	-0.0476*** (-9.2900)	-0.0480*** (-9.0009)
Size	-0.0055 (-0.1445)	-0.0001 (-1.1462)	-0.0002* (-1.8565)	0.1122** (2.0484)	-0.0001 (-0.8461)	-0.0002 (-1.5720)
LEV	1.2084*** (4.8627)	0.0180*** (18.1814)	0.0167*** (16.4409)	2.0113*** (5.4082)	0.0176*** (18.9193)	0.0164*** (17.0662)
State	0.2041*** (2.7751)	-0.0030*** (-10.6004)	-0.0032*** (-10.9118)	0.4247*** (3.9229)	-0.0030*** (-10.8810)	-0.0032*** (-11.1919)
TOP1	0.7057*** (3.2189)	-0.0071*** (-8.2126)	-0.0069*** (-7.6928)	0.8478*** (2.5904)	-0.0074*** (-8.8156)	-0.0072*** (-8.2734)
IDP	-1.7093** (-2.4098)	-0.0021 (-0.9202)	-0.0031 (-1.3201)	-2.0648** (-2.0446)	-0.0014 (-0.6355)	-0.0024 (-1.0509)
PPE	-0.3064 (-1.3931)	0.0148*** (16.8797)	0.0153*** (16.9676)	-0.0756 (-0.2373)	0.0151*** (17.4890)	0.0155*** (17.5700)
horizon	-0.0028*** (-12.5732)			-0.0070*** (-19.6417)		
_cons	-1.4295 (-1.6413)	0.0218*** (3.9496)	0.0269*** (5.5448)	-4.4801*** (-3.5825)	0.0215*** (3.9145)	0.0266*** (5.5137)
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	13,450	13,450	13,450	13,450	13,450	13,450
adj. R <sup>2</sup>	0.1088	0.2284	0.2166	0.1549	0.2473	0.2350
Wald chi2		4805.63	4438.37		4948.06	4566.04
F	27.76			33.59		

注:括号内是经过 White 异方差调整的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。



表 10 替换债务融资成本变量的检验

Panel A: 分析师预测质量与债务融资成本				
变量	COD3		COD4	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0001 *** (-3.7466)		-0.0001 *** (-3.8552)	
ACCU		-0.0001 *** (-4.3383)		-0.0001 *** (-4.4545)
Control	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0242 *** (4.8510)	0.0239 *** (4.7836)	0.0312 *** (7.0623)	0.0309 *** (6.9811)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
adj. R <sup>2</sup>	0.272	0.272	0.258	0.258
F	133.3830	133.6629	122.1310	122.3755
N	13450	13450	13450	13450
Panel B: 分析师预测质量、审计质量与债务融资成本				
变量	COD3		COD4	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0001 *** (-4.1954)		-0.0002 *** (-4.2757)	
DISP * BIG4	0.0003 *** (2.7325)		0.0003 *** (2.7141)	
ACCU		-0.0001 *** (-4.7833)		-0.0001 *** (-4.8887)
ACCU * BIG4		0.0003 *** (2.8248)		0.0003 *** (2.8295)
Control	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0235 *** (4.5694)	0.0232 *** (4.5100)	0.0300 *** (6.5233)	0.0297 *** (6.4488)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	13450	13450	13450	13450
adj. R <sup>2</sup>	0.272	0.273	0.258	0.259
F	127.6673	128.0038	116.8561	117.1410
Panel C: 分析师预测质量、机构投资者持股比例与债务融资成本				
变量	COD3		COD4	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0001 *** (-3.4998)		-0.0001 *** (-3.6372)	

续表

Panel C: 分析师预测质量、机构投资者持股比例与债务融资成本				
变量	COD3		COD4	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP * INS	0.0003 ** (2.3929)		0.0003 ** (2.1623)	
ACCU		-0.0001 *** (-3.8243)		-0.0001 *** (-3.9496)
ACCU * INS		0.0002 ** (2.3325)		0.0002 ** (2.2691)
Control	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0214 *** (4.2481)	0.0211 *** (4.1965)	0.0282 *** (6.3396)	0.0280 *** (6.2794)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	13450	13450	13450	13450
adj. R <sup>2</sup>	0.273	0.273	0.259	0.260
F	129.0859	129.3572	118.2261	118.5068

注:括号内是经过 White 异方差调整的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

### 3. 改变样本区间

为了排除会计准则变更对本文研究结论的影响,我们将数据样本区间设定在 2007-2016 年,对文中假设重新进行检验。结果如表 11 所示,本文的主要结论依然不变。

表 11 改变样本区间的检验

Panel A: 分析师预测质量与债务融资成本				
变量	COD1		COD2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0001 *** (-3.7519)		-0.0001 *** (-3.9075)	
ACCU		-0.0001 *** (-4.3203)		-0.0001 *** (-4.4564)
Control	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0272 *** (9.6236)	0.0269 *** (9.4862)	0.0317 *** (10.8632)	0.0313 *** (10.7245)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	12535	12535	12535	12535
adj. R <sup>2</sup>	0.258	0.258	0.245	0.245
F	129.6368	129.8707	119.7563	119.9750

续表

Panel B: 分析师预测质量、审计质量与债务融资成本				
变量	COD1		COD2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0002 <sup>***</sup> (-4.2620)		-0.0002 <sup>***</sup> (-4.3733)	
DISP * BIG4	0.0004 <sup>***</sup> (3.3422)		0.0004 <sup>***</sup> (3.2426)	
ACCU		-0.0001 <sup>***</sup> (-4.7903)		-0.0001 <sup>***</sup> (-4.8876)
ACCU * BIG4		0.0003 <sup>***</sup> (3.3559)		0.0003 <sup>***</sup> (3.2222)
Control	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0275 <sup>***</sup> (8.8810)	0.0271 <sup>***</sup> (8.7741)	0.0314 <sup>***</sup> (9.8371)	0.0310 <sup>***</sup> (9.7289)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	12535	12535	12535	12535
adj. R <sup>2</sup>	0.258	0.258	0.245	0.246
F	123.4669	123.7732	113.9889	114.2627
Panel C: 分析师预测质量、机构投资者持股比例与债务融资成本				
变量	COD1		COD2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DISP	-0.0001 <sup>***</sup> (-3.5819)		-0.0001 <sup>***</sup> (-3.7619)	
DISP * INS	0.0003 <sup>**</sup> (2.1884)		0.0003 <sup>**</sup> (1.9850)	
ACCU		-0.0001 <sup>***</sup> (-3.9370)		-0.0001 <sup>***</sup> (-4.0831)
ACCU * INS		0.0002 <sup>**</sup> (2.3235)		0.0002 <sup>**</sup> (2.3147)
Control	控制	控制	控制	控制
_cons	0.0260 <sup>***</sup> (9.0270)	0.0257 <sup>***</sup> (8.9216)	0.0305 <sup>***</sup> (10.2630)	0.0302 <sup>***</sup> (10.1596)
IND	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	12535	12535	12535	12535
adj. R <sup>2</sup>	0.258	0.258	0.245	0.246
F	123.6287	123.8593	114.1425	114.3764

注：括号内是经过 White 异方差调整的 t 值，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

## 五、结论与启示

分析师预测质量能对公司信息环境情况进行反应，从而影响投资者的决策，但现有研究忽略了

分析师预测质量对债权人定价决策的影响。为此,本文从信息不对称理论出发,以我国沪深两市 A 股非金融行业上市公司 2002-2016 年的数据,对分析师预测质量与债务融资成本的关系进行实证检验,并考察了在不同审计质量和机构投资者持股比例的公司中两者关系的差异。研究发现,高的分析师预测质量向外界传递了公司信息环境良好的信号,降低了债权人的风险感知,从而获得了更低的债务融资成本,但是在审计质量和机构投资者持股比例高的公司中,分析师预测质量对债务融资成本的降低作用减弱。

根据本文的结论,我们提出以下的政策建议:(1)分析师预测质量的信号传递作用有利于债权人贷款的定价决策,债权人应该重视分析师预测质量的作用并将其作为贷款决策的一项重要参考指标,尤其是当贷款公司的审计质量较差、机构投资者持股比例较低时;(2)证券监管部门可以根据分析师预测质量的高低了解公司的信息披露环境,对分析师预测质量低的公司加强监管,使其披露更多的、质量更高的信息,以此保护投资者的利益。

### 参考文献

- 白晓宇(2009):《上市公司信息披露政策对分析师预测的多重影响研究》,《金融研究》,第4期。
- 陈骏、徐玉德(2014):《信息环境、机会主义动机与不可验证性会计估计——来自长期资产减值准备的经验证据》,《中央财经大学学报》,第7期。
- 程书强(2006):《机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究》,《管理世界》,第9期。
- 范小云、方才、何青(2017):《谁在推高企业债务融资成本——兼对政府融资的“资产组合效应”的检验》,《财贸经济》,第1期。
- 方军雄(2007):《我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测》,《金融研究》,第6期。
- 高雷、张杰(2008):《公司治理、机构投资者与盈余管理》,《会计研究》,第9期。
- 郝东洋、张天西(2011):《股利政策冲突、稳健会计选择与公司债务成本》,《经济与管理研究》,第2期。
- 孔凡峰(2012):《内部控制缺陷与债务成本——基于财务信息质量视角》,《广东财经大学学报》,第3期。
- 李广子、刘力(2009):《债务融资成本与民营信贷歧视》,《金融研究》,第12期。
- 林斌、周美华、舒伟(2015):《内部控制、公司诉讼与债务契约——基于 A 股市场的经验研究》,《审计与经济研究》,第3期。
- 林乐、郑登津(2016):《退市监管与股价崩盘风险》,《中国工业经济》,第12期。
- 刘彬、张俊瑞、白雪莲(2017):《对外担保与债务成本关系研究——基于审计意见调节效应的视角》,《预测》,第2期。
- 马如静、蒋超、唐雪松(2015):《债务企业盈余质量与银行贷款决策》,《财经科学》,第10期。
- 钱雪松、方胜(2017):《担保物权制度改革影响了民营企业负债融资吗?——来自《中国物权法》自然实验的经验证据》,《经济研究》,第5期。
- 施先旺、李志刚、刘拯(2015):《分析师预测与上市公司审计收费研究——基于信息不对称理论的视角》,《审计与经济研究》,第3期。
- 王建玲、李玥婷、吴璇(2016):《企业社会责任报告与债务资本成本——来自中国 A 股市场的经验证据》,《山西财经大学学报》,第7期。
- 王彦超、姜国华、辛清泉(2016):《诉讼风险、法制环境与债务成本》,《会计研究》,第6期。
- 王玉涛、王彦超(2012):《业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗?》,《金融研究》,第6期。
- 魏志华、王贞洁、吴育辉、李常青(2012):《金融生态环境、审计意见与债务融资成本》,《审计研究》,第3期。
- 夏芸、徐欣(2011):《企业内部控制信息披露与债务契约——来自中国房地产上市公司的经验证据》,《经济管理》,第3期。
- 于富生、张敏(2007):《信息披露质量与债务融资成本——来自中国证券市场的经验证据》,《审计与经济研究》,第7期。
- 余冬根、张嘉兴(2017):《审计师声誉影响企业债务融资成本和融资能力吗?——基于 2010-2014 年 A 股上市公司的经验证据》,《中国经济问题》,第1期。
- 郑登津、闫天一(2016):《会计稳健性、审计质量和债务成本》,《审计研究》,第2期。
- Asian, H. and P. Kumar(2012): “Strategic Ownership Structure and the Cost of Debt”, *Review of Financial Studies*, 25, 2257-2299.
- Baldwin, B. (1984): “Segment Earnings Disclosure and the Ability of Security Analysts to Forecast Earnings per Share”, *Accounting Review*, 59, 376-389.
- Bhagat, S., B. Black and M. Blair(2004): “Relation Investing and Firm Performance”, *Journal of Financial Research*, 27, 1-30.
- Chen, T., L. Xie and Y. Zhang (2017): “How Does Analysts’ Forecast Quality Relate to Corporate Investment Efficiency?”, *Journal of*



*Corporate Finance*, 43, 217–240.

Chung, R., M. Firth and J. Kim (2002): “Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management”, *Journal of Corporate Finance*, 8, 29–48.

Clement, M. and S. Tse (2005): “Finance Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting”, *Journal of Finance*, 60, 307–341.

DeAngelo, L. (1981): “Auditor Independence, ‘Low Baling’, and Disclosure Regulation”, *Journal of Accounting and Economics*, 3, 113–127.

Derrien, F., A. Kecskes and S. Mansi (2012): “Information Asymmetry, the Cost of Debt, and Credit Events”, *Japanese Journal of Pharmacoeconomics*, 5, 626–640.

Easley, D. and M. O’Hara (2004): “Information and the Cost of Capital”, *Journal of Finance*, 59, 1553–1583.

Elton, E., M. Gruber and M. Gultekin (1984): “Professional Expectations: Accuracy and Diagnosis of Errors”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 351–363.

Elyasiani, E., J. Jia and C. Mao (2010): “Institution Ownership Stability and the Cost of Debt”, *Journal of Financial Markets*, 13, 475–500.

Ferreira, M. and P. Matos (2008): “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors Around the World”, *Journal of Financial Economics*, 88, 499–533.

Fields, L., D. Fraser and A. Subrahmanyam (2012): “Board Quality and the Cost of Debt Capital”, *Journal of Banking and Finance*, 36, 1536–1547.

Fisher, L. (1959): “Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds”, *Journal of Political Economy*, 67, 217–237.

Ge, W. and M. Liu (2015): “Corporate Social Responsibility and the Cost of Corporate Bonds”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 34, 597–624.

Gillan, S. and L. Starks (2000): “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, 57, 275–305.

Gleason, C. and C. Lee (2003): “Analyst Forecast Revision and Market Price Discovery”, *Accounting Review*, 78, 193–225.

Hodder, L., P. Hopkins and D. Wood (2008): “The Effect of Financial Statement and Information Complexity on Analysts’ Cash Flow Forecasts”, *Accounting Review*, 83, 915–956.

Karjalainen, J. (2011): “Audit Quality and Cost of Debt Capital for Private Firms: Evidence from Finland”, *International Journal of Auditing*, 15, 88–108.

Kim, J., D. Simunic and M. Stein (2009): “Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Evidence from Korean”, *Contemporary Accounting Research*, 28, 585–615.

Krishnaswami, S. and V. Subramaniam (1999): “Information Asymmetry, Valuation, the Corporate Spin – off Decision”, *Journal of Financial Economics*, 53, 73–112.

Lang, M. and R. Lundholm (1996): “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior”, *Accounting Review*, 71, 467–493.

Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta and Y. Xuan (2012): “Corporate Ownership Structure and Bank Loan Syndicate Structure”, *Journal of Financial Economics*, 104, 1–22.

Merton, R. (1974): “On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rate”, *Journal of Finance*, 29, 449–470.

Minnis, M. (2011): “The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U. S. Firms”, *Journal of Accounting Research*, 49, 457–506.

Mitra, S. and W. Cready (2005): “Institutional Stock Ownership, Accrual Management and Information Environment”, *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 20, 257–286.

Parkash, M., D. Dhaliwal and W. Salatka (1995): “How Certain Firm – Specific Characteristics Affect the Accuracy and Dispersion of Analyst’ Forecast: A Latent Variables Approach”, *Journal of Business Research*, 34, 161–169.

Roberts, G. and L. Yuan (2010): “Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing?”, *Journal of Economics and Business*, 62, 604–626.

Sengputa, P. (1998): “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt”, *Accounting Review*, 73, 459–474.

Shleifer, A. and R. Vishny (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737–783.

Simunic, D. (1980): “The Pricing of Audit Services: Theory and Evidence”, *Journal of Accounting Research*, 18, 161–190.

Wallace, W. (1987): “The Economic Role of the Audit in Free and Regulated Markets: A Review”, *Research in Accounting Regulation*, 1, 7–34.

(责任编辑:程 炼)