

## 注册制的效用 ——基于承销商声誉与债券违约

张上冉<sup>1</sup> 朱玉杰<sup>2</sup> 罗玫<sup>3</sup>

**摘要** 2023年2月,我国资本市场全面实行注册制,更加开放的上市制度实质上对市场“看门人”金融中介提出了更高的要求。我国债券市场中银行间和交易所双市场、核准制和注册制双发行制度并行的市场结构为研究金融中介在不同发审制度中的作用机制提供了极具研究价值的准自然实验样本,为新发行制度下我国股票市场健康有序发展提供了可参考的经验。本文从承销商的角度出发,对债券违约展开研究。研究发现,承销商声誉越高,其所承销债券的违约概率越低,承销商发挥了应有的作用。在注册制中,承销商声誉机制能够发挥更为显著的作用,但其声誉功能的发挥也需要依赖于外部治理机制和内部治理机制的约束。

**关键词** 债券违约;金融中介;注册制;核准制

当前,我国资本市场注册制制度体系建设已基本完成,金融中介发挥主观能动性的空间将进一步扩大。在更为宽松的入市门槛下,如何维护市场秩序、构建良性循环、充分发挥资本市场对实体经济的支持作用是当前亟待研究的重大问题。金融中介作为资本市场“看门人”能否承担起相应职责呢?本文以融资过程中核心中介机构承销商为代表,从已实施注册发行制度十余年的我国银行间债券市场出发,对比研究同期采用核准制的交易所债券市场,探索制度安排、外部约束以及内部治理对承销商作用机制的影响。相关经验对未来我国股票市场注册制的顺利实施极具参考价值。

我国双债券市场格局初步形成于1997年,当时为解决场外交易市场不规范以及商业银行资产结构单一、银行资金流入股票市场导致股市波动性过大等问题,央行牵头成立银行间债券市场,要求商业银行全部退出交易所债券市场。此后,银行间债券市场蓬勃发展,其债券数量和债券余额均数倍于交易所债券

1 张上冉,清华大学经济管理学院助理研究员,E-mail:zhangshr@sem.tsinghua.edu.cn。

2 朱玉杰,清华大学经济管理学院金融系教授,E-mail:zhuyj@sem.tsinghua.edu.cn。

3 罗玫,清华大学经济管理学院会计系副教授,E-mail:luomei@sem.tsinghua.edu.cn。

市场,逐步形成银行间债券市场为主、交易所债券市场为辅的格局。两个债券市场施行不同的发审机制由来已久。交易所债券市场于2007年推出公司债,按照2020年《新证券法》实施之前的规定,公司债发行采用核准制,债券发行需要通过证监会的审批。央行于2005年在银行间债券市场试点注册制,2007年牵头成立银行间交易商协会,将债券发行审批权限一并下放至该协会。银行间交易商协会于2008年正式推出以注册制发行的非金融企业债券融资工具,其中包括了一揽子债券融资品种以满足企业不同期限、公开或非公开等不同模式的融资需求。

作为到期还本付息式融资工具,债券违约是其最大风险点。纵观国际各大债券市场的发展,违约事件从无到有是债券市场市场化运行的一个必然现象。“零违约”下隐藏的“刚性兑付”危害极大,它扭曲了金融产品的定价机制,造成企业经营风险向以银行为主的金融体系内部转移,增加系统性风险。在“刚性兑付”隐含承诺下,承销商、信用评级等金融中介的功能被弱化,其“看门人”角色屡被诟病。2014年“超日债”发生实质违约打破了我国债券市场中长期存在的“零违约”现象,在我国债券市场引入实质违约风险后的6年内,共发生信用风险事件564次,债券违约逐步常态化。

承销商作为发债企业付费聘用的中介机构,在债券发行及存续的全生命周期中发挥着统筹协调的核心作用,是企业 and 市场之间沟通的桥梁。根据现有发行规则,承销商承担着双重角色:在债券存续期,承销商需要站在投资者角度,提前了解兑付资金安排;若存在重大风险事件,应主动发起持有人会议;一旦发生实质违约,承销商还应代为追偿,投资人主动指定由第三方代为追偿的除外。也就是说,承销商既要维护企业利益,以较低的融资成本发债,又要维护债券持有人权益,不同角色之间存在一定的冲突。以公司债“五洋债”违约诉讼的一审判决为例,承销商德邦证券因为存在欺诈发行、虚假陈述等侵权行为被杭州中院判处对7.4亿元违约债务承担连带赔偿责任。因此,承销商是否尽职履行了其“管家”职责值得探究。

在审核发行制度下,债券能否发行、何时能够成功发行上市都受到监管部门的审核监管。事前监管比重大使得该体系下债券市场的市场化程度较弱。当市场出现违约风险后,为降低系统性风险,监管部门可能加强对债券发行的审批监管,承销商的作用可能并不能得到体现。相比于核准制,在注册制下,承销商可协助企业主动选择在较好的融资窗口期自主完成债券发行,承销商的作用和功能被进一步加强。不同发审机制下的金融中介机构可能具有不同的表现。因此,后文将在实施不同发审机制的两个债券市场中分别对假说进行检验。

本文研究发现,承销商声誉越高,其所承销债券的违约概率越低,承销商发挥了应有的作用。我国现行信用评级体系存在一定的不足,不能有效地揭示企

业的违约概率。当债券市场存在实质违约风险后,对于2014年以后的新发债券,注册制下的承销商声誉机制发挥更加重要的作用。本文进一步分析了承销商声誉降低债券违约的渠道。在实行注册制的银行间债券市场中,承销商在债券存续期对企业的偿债能力有显著的影响,高声誉的承销商所服务企业的短期偿债能力显著提高;而在市场化程度较低的交易所市场中,高声誉承销商对企业的偿债能力并没有显著的改善。也就是说,承销商并没有发挥较好的监督作用,这可能是交易所债券市场中债券违约率偏高的原因之一。不论是在注册发行制度或是核准发行制度下,承销商对企业的盈利能力以及企业的公司治理没有显著影响。

本文还对限制承销商声誉机制发挥的因素进行了分析。从外部治理角度分析,当外部治理水平较高时,能够对承销商形成较强约束,承销商声誉能够显著地降低债券违约概率。不同发审机制下承销商声誉作用存在一定的差异。具体来说,地区法制化程度受到地区行政水平的影响,交易所债券市场中的审核发行制度,已然具有一定程度的行政约束,地区法制化程度的不同对该市场中的承销商不具有显著的差异,但对市场化程度较高的银行间债券市场承销商具有显著差异。从地区金融市场化角度对不同发行制度下承销商进行分析发现,审批制度中的承销商在金融市场化程度较高的地区能够发挥更为显著的作用。在本身市场化程度较高的注册制中,承销商受地区金融市场化程度影响较弱。最后,针对承销商内部治理的研究发现,注册制下承销商的内部治理水平较高时,承销商的声誉机制能够显著发挥作用,约束承销商尽职履责,其所承销债券发生违约的概率较低,而审批制下承销商的内部治理水平不具有约束性。

本文的创新和主要贡献在于,第一,对比研究注册制和核准制,本文支持了注册制改革对我国资本市场的优化。第二,本文首次将国内对承销商声誉的研究拓展至债券违约角度。这不仅丰富了现有研究中对债券违约的认知,同时也完善了对承销商声誉机制的研究。第三,本文对比分析了不同发行制度下承销商对债券违约概率的作用机制。该研究有助于加深对注册制的理解,为我国资本市场注册制的全面推行提供经验。第四,本文从承销商的内外部治理角度对其声誉机制的调节作用展开研究。在我国证券市场中中介机构屡被诟病的背景下,该方向的研究丰富了理解承销商作用机制的维度,为深化金融市场改革提供方向。本文的研究指出,虽然在注册制中承销商声誉机制能够发挥更为显著的作用,但其声誉功能的发挥也需要依赖于外部治理机制和内部治理机制的约束,因此在推行注册制的同时,需要进一步完善相应的法律法规制度,加强对承销商的监管,引导其提升内部治理水平,充分激活承销商在企业融资环节的作用,使注册制发挥最大功效。

本文剩余内容安排如下:第1部分为相关文献与研究假说,第2部分为研

究设计;第3部分中展示了实证结果及稳健性检验;第4部分对主要结论展开进一步探讨;第5部分对本文研究进行总结。

## 1 相关文献与研究假说

承销商声誉是约束其尽职履责、实现认证功能的前提(Busaba and Chang, 2010)。其声誉的建立是一个长期过程,一旦承销商懈怠,发生重大风险事件后,其声誉受损,短期无法恢复(Booth and Smith, 1986)。Fang(2005)指出,承销商声誉会影响投资者对发债企业质量的判断。承销商声誉越高,对声誉资本会更加看重,因而对所承销债券项目进行更严格的筛选。Erhemjamts and Raman(2012)研究指出,高声誉的承销商专业性强,具备投入更多成本挖掘公司价值的私有信息的能力,并且会采用更为严格的标准来选择和评估将要发行新股的企业。高声誉的承销商成为企业高质量的信号,从而承销商得以帮助企业获得较低的融资成本。如果承销商存在不尽尽职履责,为短期收益而降低业务水准等不规范行为,其所承销的债券一旦发生实质违约,将会损害承销商的长期利益(Fang, 2005)。针对我国股票市场的研究发现承销商声誉受损后的影响是双重的,不仅降低了受处罚之后该承销商保荐上市的过会率,同样也影响其之前客户的市场表现(陈运森和宋顺林, 2018),因此高声誉的承销商应该更为尽职履责,谨慎选择企业进行承销业务。由此,本文提出假说 H1。

**H1:** 承销商声誉与其承销的债券违约概率负相关,承销商声誉越高,债券违约概率越低。

承销商通过前期尽职调研,成为企业和债券市场之间的桥梁,成为半个“内部人”。Hanson et al. (1992)指出承销商具有监管功能,可以利用自己的专业能力监督公司管理层行为,提升公司治理水平,降低企业代理成本。此外,公司的盈利能力以及偿债能力也与债券违约息息相关。高声誉也意味着该承销商有能力在证券发行后对企业持续监督(Carter et al., 1998)。

结合我国债券市场的发展历程来看,虽然我国从未出台“保证融资产品刚性兑付”的文件,但在债券市场初步发展阶段,市场的确存在“刚性兑付”这一客观事实。在这一背景下,承销商和企业之间更趋向于“一次性”的业务关系,后续管理名不副实。“刚性兑付”掩盖了企业真实经营状况(纪志宏和曹媛媛, 2017)。因此,承销商职责集中于协助企业完成债券发行,在发行过程中尽职履责的动机可能较弱。而2014年“超日债”打破刚性兑付之后,债券市场存在实质违约风险,债券持有人有一定的概率无法如期收回利息和本金。对承销商来说,一旦其所承销债券发生违约,将对声誉造成较大影响,因此债券市场存在违约风险后,承销商的尽职履责动机应得以提升。由此,本文提出假说 H2。



**H2:** 在市场发生系统性变化后,由高声誉承销商所承销债券的违约率要显著低于低声誉承销商。

我国债券市场处于不断革新发展之中,承销商的地位和作用也随之变化。我们进一步考察承销商的外部治理、内部治理对其声誉机制的调节作用。

在现行的后续管理制度下,承销商作为地位特殊的金融中介,它不仅代表企业发布信息,也须站在投资者的立场上对债券进行后续管理,是保护投资者利益的第一道防线。但这两个角色之间略有冲突。Mehran and Stulz(2007)指出金融机构中存在利益冲突时,需要依赖法律法规进行限制。监管政策会影响中介机构的风险程度水平(Chen et al., 2020)。李春涛等(2017)指出,较为完善的外部治理环境能够对企业起到约束作用,提高企业信息披露的质量。樊纲等(2011)的研究指出,当一地法制程度较高,也就是说公检法机关执法较为公正和高效时,对债券人的权益保护更为完善。法律制度的完善有助于降低企业恶意逃废债、中介机构懈职等违规行为,有助于降低违约风险。法制水平的高低也影响契约履约程度,整体来看,较高的法制水平意味着对债券持有人的保护力度较强(倪晓然, 2020)。因此,我们可以预期,承销商的声誉机制在法制程度较高的地区更为显著。

地区法制水平和金融业竞争程度是影响企业经营的重要外部因素(樊纲等, 2011)。金融市场化程度不同,金融机构的履职尽责程度也存在不同。La Porta et al. (1998)的研究认为,金融市场化程度可以提高对债券持有人权益的保护。当一地金融市场化程度较高时,金融中介一旦懈怠职,其原有市场极有可能被迅速抢占。在高金融市场竞争度下,金融中介机构更为审慎,注重业务风险防范(Wu et al., 2012)。因此,我们预期承销商的声誉机制在金融行业竞争程度较高的地区将发挥更为显著的作用。

最后,本文将研究视角切入承销商的内部治理水平。Aboody et al. (2000)指出企业内部治理水平越高,信息披露治理也越高。承销商的作用之一就是通过高质量的信息生产,降低信息不对称程度。Lonka et al. (1994)认为,企业社会责任的履行及社会责任信息的披露均具有战略目的,可以视为企业的一种战略行为。主动披露企业社会责任报告是企业内部治理水平较高的体现。De Quevedo-Puente et al. (2007)研究指出企业社会责任与企业声誉是通过一个长期的过程连接在一起的。企业社会责任报告能有效传递社会责任表现的信息,企业社会责任表现能提升企业声誉。综上,本文提出假说 H3a 和 H3b。

**H3a:** 外部治理机制对承销商形成约束,外部治理较强时,承销商的声誉作用更强。

**H3b:** 内部治理机制对承销商形成约束,内部治理较强时,承销商的声誉作用更强。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选取与数据来源

本文选取 2009 年至 2019 年银行间债券市场中存续中期票据以及交易所债券市场的存续公司债为主要研究对象,剔除了财务数据缺失的样本后,我们得到银行间债券市场有效研究样本 23316 个,交易所债券市场有效研究样本 12102 个。在本文的研究中,债券违约数据、承销商信息以及其余债券信息、企业财务信息均来自 Wind 数据库以及中国货币网。为排除极端值影响,对连续变量进行两侧 1%处 winsorize 处理。

### 2.2 变量定义

#### 1) 债券违约

2014 年至 2019 年共发生违约信用事件 564 次,涉及违约主体 153 家,涉及违约债券 447 支,其中交易所债券违约 230 支,占比 51.45%;银行间市场违约债券 192 支,占总违约债券的 42.95%。本文首先以该债券是否发生实质违约事件定义债券违约变量 Def1,如果该债券发生实质违约,除非违约债务得以解决,否则在违约发生当年以及之后的存续期均记为 1,否则取 0。一般来说,在同一个时期企业名下有多支债券存续,企业名下任何一支债券发生实质违约均是对它其余存续债券产生重大影响的风险事件,其余存续债券能否按期足额兑付本息存在极高的不确定性。因此,我们以债券发行企业名下是否有其他债券发生违约为标准,定义同企业债券违约变量 Def2。若该年同企业存在违约债券,则记为 1,否则取值为 0。

#### 2) 承销商声誉的衡量

本文基于平均单笔承销金额、承销市场份额以及承销支数构建承销商声誉的代理变量 Rep。在稳健性检验中,本文按照市场份额法的思想,对上一年度承销金额进行排序,选取前十名生成高声誉组(ur1=1)哑变量。

此外,针对交易所债券市场中承销商以证券公司为主的情况,本文采用证监会自 2009 年推出的“证券公司分类评级结果”作为承销商声誉的代理变量。该结果包含 A(AAA、AA、A)、B(BBB、BB、B)、C(CCC、CC、C)、D、E 共计 5 大类的 11 个级别。由于历年来最低评级为 CC 级,本文赋值 CC 级为 1,最高级别 AAA 级为 8,以上一年度的证券公司分类评级结果对应生成指标 urrating。

3) 市场化外生冲击

2014 年“超日债”打破我国债券市场“刚性兑付”现象,将实质违约风险引入债券市场,对市场造成较大冲击。此后债券违约逐步常态化,债券市场化程度提高。因此,我们引入这一外生冲击变量 Shock 来考察承销商声誉机制变化。定义 2014 年之后新发行的债券 Shock 取值为 1,对于 2014 年债券市场中已存续的债券 Shock 取值为 0。

4) 承销商的内部环境与外部环境

如前文所述,参考 Lonka(1994)、沈洪涛等(2011)的研究,本文选用承销商是否公布企业社会责任报告作为自我约束的代理变量 CSR。如果发布企业社会责任报告,则 CSR 取值为 1,否则取 0。

参照李春涛等(2017)的设定,我们按照王小鲁等(2020)“中国分省企业经营环境指数”设计方案,本文以金融服务水平和融资成本对地区金融行业市场化程度(FD)进行衡量。王小鲁等(2020)问卷调查中评分 3 表示中性程度,因此,当评分高于 3 时,本文定义金融市场化程度哑变量 FD 取值为 1,否则取 0。以当地司法效率、合同履行程度、利益相关方权益保障、知识产权保护角度对地区法制环境(LS)进行衡量,类似于 FD 指标的定义,当评分高于 3 分时,法制水平哑变量 LS 取值为 1,否则取 0。

5) 评级信息

本文对债券主体信用评级建立指标 F\_rating。参照何平和金梦(2010)、马榕和石晓军(2016)研究的做法,当评级为 AAA 类时,我们对信用评级变量 F\_rating 取值为 4;当评级为 AA+类,取值为 3;当评级为 AA 类时,取值为 2;当评级为 AA-类及以下时取值为 1。

6) 相关控制变量

在上述变量之外,参照前人研究,我们还在回归分析中加入了一系列反映债券特征、企业特征变量作为控制变量。相关控制变量的名称、表示符号和具体情况如表 1 所示。

表 1 控制变量定义

| 变量名称     | 变量符号     | 变量描述                                |
|----------|----------|-------------------------------------|
| 债券期限     | Duration | 债券的到期期限                             |
| 债券发行规模   | Bsize    | 债券发行金额的自然对数                         |
| 是否有赎回权   | Option   | 哑变量,企业有权提前赎回取 1,无权提前赎回取 0           |
| 是否国企     | SOE      | 哑变量,当发债企业为国有企业时取 1,否则取 0            |
| 会计师事务所类型 | BIG4     | 哑变量,当审计机构为国际四大会计师事务所 Big4 取 1,否则取 0 |

续表

| 变量名称   | 变量符号     | 变量描述                     |
|--------|----------|--------------------------|
| 企业上市特征 | List     | 哑变量,当发债企业为上市公司时取 1,否则取 0 |
| 企业规模   | Fsize    | 债券发行前一年总资产的自然对数          |
| 企业营收情况 | Growth   | 债券发行前一年企业营业收入的增长率        |
| 资产收益率  | ROA      | 债券发行前一年企业的总资产收益率         |
| 资产负债率  | Leverage | 债券发行前一年企业的资产负债率          |
| 企业寿命   | Age      | 债券发行年份与企业成立年份之差          |
| 企业流动比率 | CR       | 债券发行前一年企业的流动比率           |

### 2.3 模型设定

为检验假说 H1,本文设计了模型(1),其中被解释变量 $DEF_{it}$ 为债券违约哑变量 Def1 和 Def2,故采用 Logit 模型。 $Rep_{it}$ 为承销商声誉变量,考虑到过往研究揭示了其他影响因素,我们加入了债券自身特质、发债企业特质两个维度的若干控制变量,相关控制变量见表 1。模型中还控制了采用年度固定效应,在不同的回归模型中,我们也分别控制公司层面固定效应、行业固定效应。此外,我们在债券层面进行了聚类(cluster)处理。具体的回归模型如下:

$$\text{prob}(DEF_{it}) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 Rep_{it} + \varphi Controls_{it} + \text{fixedeffect} + \varepsilon_{it}) \quad (1)$$

为检验假说 H2,观察债券市场引入实质违约风险后承销商的作用变化,本文设计了模型(2)。结合前文分析,本文引入市场化程度变量 Shock。其余模型设定同模型(1)。本文重点关注  $\beta_3$  系数。具体回归模型如下:

$$\text{prob}(DEF_{it}) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 Rep_{it} + \beta_2 Shock_{it} + \beta_3 Rep_{it} * Shock_{it} + \varphi Controls_{it} + \text{fixedeffect} + \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

为检验假说 H3,本文设计了模型(3),其中 $CG_{it}$ 为承销商内外部环境指标:CSR 变量、法制水平 LS 和金融业市场化水平指标 FD。模型其余设定同模型(1)。具体的回归模型如下:

$$\text{prob}(DEF_{it}) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 Rep_{it} + \beta_3 Rep_{it} * CG_{it} + \varphi Controls_{it} + \text{fixedeffect} + \varepsilon_{it}) \quad (3)$$

表 2 中是对本文核心变量的描述性统计,Panel A 中展示了银行间债券市场的情况,Panel B 中展示了交易所债券市场的情况。银行间实质违约变量 Def1 的均值为 0.0037,低于交易所债券市场中的实质违约变量均值 35 个百分点。以同企业违约变量 Def2 来看,该结论同样成立。银行间债券市场中同企业违约均值为 0.000696,低于交易所债券市场中的 0.00826。承销商声誉指标贯穿本文各章节,在此不再赘述。从是否承担企业社会责任来看,银行间债券市场中主动承担企业社会责任的承销商要多于交易所债券市场的承销商。从



外部治理变量法制水平( LS)和金融市场化程度( FD)来看,银行间债券市场和交易所债券市场中的承销商面临的外部环境基本一致。在接下来的部分中,我们将通过逻辑回归方法展开研究,以探究承销商作为金融中介服务机构对债券违约的影响。

表 2 核心变量描述性统计

| 变量符号             | N     | Mean   | Median | Std. Dve | Min    | Max    |
|------------------|-------|--------|--------|----------|--------|--------|
| Panel A: 银行间债券市场 |       |        |        |          |        |        |
| Def1             | 23316 | 0. 004 | 0      | 0. 061   | 0      | 1      |
| Def2             | 23316 | 0. 007 | 0      | 0. 083   | 0      | 1      |
| Rep              | 23316 | 1. 990 | 1. 754 | 1. 001   | 0. 408 | 4. 549 |
| CSR              | 23316 | 0. 704 | 1      | 0. 457   | 0      | 1      |
| FD               | 23316 | 0. 489 | 0      | 0. 500   | 0      | 1      |
| LS               | 23316 | 0. 481 | 0      | 0. 500   | 0      | 1      |
| Panel B: 交易所债券市场 |       |        |        |          |        |        |
| Def1             | 12102 | 0. 006 | 0      | 0. 075   | 0      | 1      |
| Def2             | 12102 | 0. 008 | 0      | 0. 091   | 0      | 1      |
| Rep              | 12102 | 1. 398 | 1. 080 | 0. 963   | 0. 334 | 5. 267 |
| CSR              | 12102 | 0. 462 | 0      | 0. 499   | 0      | 1      |
| FD               | 12102 | 0. 484 | 0      | 0. 500   | 0      | 1      |
| LS               | 12102 | 0. 477 | 0      | 0. 499   | 0      | 1      |

3 实证结果分析

3.1 主要回归结果

本节首先验证假说 H1。根据模型(1)进行回归,采用注册制的银行间债券市场回归结果见表 3,采用核准制的交易所债券市场见表 4。按照模型设计,本文采用债券实质违约以及债券同企业违约两个维度作为债券违约的代理变量。从表 3 列(1)可以看到,在银行间债券市场中,承销商声誉越高,该债券发生实质违约的概率越低。列(2)中采用同企业违约情况衡量债券违约概率,我们发现结论依然成立。同企业的债券有可能由其他承销商来承销商,当一个高声誉的承销商选择承销某一支债券时,对企业现存债务、企业偿还能力的分析必不可少,因此,从同企业违约债券角度进行分析也是对承销商声誉的再次验证。考虑到公司层面的不可观测因素可能对债券违约具有重要影响,在列(3)和列(4)中,我们进一步控制企业层面固定效应。可以发现,在不同债券违约衡量方式下,Rep 系数均显著为负,高声誉商誉能够降低债券违约概率。

表 3 承销商声誉与债券违约(注册制银行间债券市场)

|                       | Def1                  | Def2                  | Def1                  | Def2                  |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                       | (1)                   | (2)                   | (3)                   | (4)                   |
| Rep                   | -0.429 ***<br>(-2.93) | -0.401 ***<br>(-3.51) | -0.428 ***<br>(-2.81) | -0.401 ***<br>(-2.51) |
| F_rating              | -0.303 *<br>(-1.65)   | -0.127<br>(-0.96)     | -0.273 *<br>(-1.71)   | -0.107<br>(-0.56)     |
| Duration              | -0.147 *<br>(-1.66)   | -0.116 *<br>(-1.79)   | -0.146<br>(-1.06)     | -0.115 *<br>(-1.81)   |
| Option                | 0.684 **<br>(-2.51)   | 0.810 ***<br>(-3.92)  | 0.673 **<br>(-2.81)   | 0.710 ***<br>(-3.72)  |
| Bsize                 | -0.148<br>(-0.76)     | 0.043<br>(-0.29)      | -0.136<br>(-0.56)     | 0.024<br>(-0.25)      |
| List                  | 0.057<br>(-0.20)      | 0.047<br>(-0.22)      | 0.057<br>(-0.22)      | 0.047<br>(-0.31)      |
| SOE                   | -0.353<br>(-1.19)     | -0.07<br>(-0.31)      | -0.331<br>(-1.07)     | -0.07<br>(-0.31)      |
| Age                   | -0.017<br>(-1.18)     | -0.030 ***<br>(-2.63) | -0.016<br>(-1.18)     | -0.026 ***<br>(-2.73) |
| Big4                  | 0.465<br>(-1.31)      | -0.111<br>(-0.37)     | 0.435<br>(-1.02)      | -0.109<br>(-0.47)     |
| Fsize                 | 0.278<br>(-1.63)      | 0.167<br>(-1.31)      | 0.258<br>(-1.43)      | 0.164<br>(-1.01)      |
| ROA                   | -0.02<br>(-0.56)      | 0.047 **<br>(-1.98)   | -0.02<br>(-0.57)      | 0.043 **<br>(-1.97)   |
| Growth                | 0.023<br>(-0.08)      | -0.079<br>(-0.36)     | 0.023<br>(-0.08)      | -0.076<br>(-0.36)     |
| Leverage              | -0.020 **<br>(-2.14)  | -0.011<br>(-1.51)     | -0.019 **<br>(-2.15)  | -0.011<br>(-1.51)     |
| CR                    | -0.183 *<br>(-1.86)   | 0.016<br>(-0.27)      | -0.142 *<br>(-1.86)   | 0.015<br>(-0.27)      |
| Constant              | -6.615 ***<br>(-4.33) | -7.710 ***<br>(-6.36) | -6.585 ***<br>(-5.33) | -7.624 ***<br>(-6.38) |
| N                     | 23316                 | 23316                 | 23316                 | 23316                 |
| Industry FE           | YES                   | YES                   | NO                    | NO                    |
| Year FE               | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| Firm FE               | NO                    | NO                    | YES                   | YES                   |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.051                 | 0.048                 | 0.047                 | 0.053                 |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为  $t$  值;\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平显著。

表 4 汇报了核准制交易所债券市场回归结果。从列(1)可以看到,在交易所债券市场中,承销商声誉越高,该债券发生实质违约的概率越低。此外,在以同企业违约情况衡量债券违约概率下,我们发现结果依然存在,见列(2)。考虑到公司层面的不可观测因素可能对债券违约具有重要影响,在列(3)和列(4)中,我们进一步控制企业层面固定效应。与银行间债券市场中结论类似,在企业 and 年份固定效应下,Rep 系数均显著为负,高声誉商誉能够降低债券违约概率。至此,假说 1 得到验证,承销商声誉机制能够发挥作用,降低了债券的违约概率。

表 4 承销商声誉与债券违约(核准制交易所债券市场)

|          | Def1<br>(1)           | Def2<br>(2)           | Def1<br>(3)           | Def2<br>(4)           |
|----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Rep      | -0.556 ***<br>(-2.59) | -0.241 *<br>(-1.71)   | -0.552 ***<br>(-2.64) | -0.239 *<br>(-1.71)   |
| F_rating | -0.166<br>(-0.80)     | -0.231<br>(-0.00)     | -0.166<br>(-0.78)     | -0.224<br>(-0.00)     |
| Duration | 0.148 **<br>(-2.57)   | 0.102 **<br>(-2.02)   | 0.138 **<br>(-2.57)   | 0.092 **<br>(-2.02)   |
| Option   | -0.297<br>(-1.19)     | -0.393 *<br>(-1.91)   | -0.254<br>(-1.04)     | -0.307 *<br>(-1.89)   |
| Bsize    | 0.576 ***<br>(-2.86)  | 0.649 ***<br>(-3.89)  | 0.546 ***<br>(-2.96)  | 0.603 ***<br>(-3.84)  |
| List     | 0.132<br>(-0.47)      | -0.078<br>(-0.34)     | 0.112<br>(-0.66)      | -0.098<br>(-0.63)     |
| SOE      | -0.181<br>(-0.67)     | -0.17<br>(-0.76)      | -0.141<br>(-0.57)     | -0.18<br>(-0.63)      |
| Age      | -0.006<br>(-0.32)     | 0.002<br>(-0.15)      | -0.013<br>(-0.38)     | 0.012<br>(-0.21)      |
| Big4     | -0.184<br>(-0.56)     | 0.047<br>(-0.18)      | -0.173<br>(-0.46)     | 0.037<br>(-0.21)      |
| Fsize    | -0.111<br>(-0.64)     | -0.401 ***<br>(-2.83) | -0.101<br>(-0.54)     | -0.351 ***<br>(-2.97) |
| ROA      | -0.046<br>(-1.50)     | -0.031<br>(-1.22)     | -0.046<br>(-1.45)     | -0.030<br>(-1.01)     |
| Growth   | -0.001<br>(-0.29)     | -0.000<br>(-0.24)     | -0.001<br>(-0.27)     | -0.000<br>(-0.23)     |
| Leverage | -0.020 **<br>(-2.21)  | -0.007<br>(-0.87)     | -0.026 **<br>(-2.22)  | -0.011<br>(-0.27)     |
| CR       | 0.094<br>(-1.49)      | 0.086 *<br>(-1.66)    | 0.083<br>(-1.34)      | 0.079 *<br>(-1.66)    |

续表

|                       | Def1                  | Def2                  | Def1                  | Def2                  |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                       | (1)                   | (2)                   | (3)                   | (4)                   |
| Constant              | -6.081 ***<br>(-5.43) | -4.748 ***<br>(-5.23) | -6.131 ***<br>(-5.12) | -4.648 ***<br>(-5.28) |
| N                     | 12102                 | 12102                 | 12102                 | 12102                 |
| Industry FE           | YES                   | YES                   | NO                    | NO                    |
| Year FE               | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| Firm FE               | NO                    | NO                    | YES                   | YES                   |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.087                 | 0.083                 | 0.093                 | 0.088                 |

注：表中数据为各自变量的回归系数，括号中为 *t* 值；\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平显著。

此外我们注意到，在本节针对债券实质违约的研究中(表 3 和表 4)，信用评级 F\_rating 仅在银行间债券市场中对实质违约 Def1 在 10% 的置信水平上有显著的降低作用。信用评级对债券实质违约的解释能力较弱，这也与我国债券市场中的实际情况相一致。自债券市场发生实质违约以来，我国债券市场中信用评级机构评级虚高，评级购买等问题广为诟病。以本文样本为例，债券评级绝大部分为 AAA 级和 AA+ 级。在债券存续期间，信用评级变化不大。往往是在债券发生实质违约后，评级机构将评级迅速调整至 B 级以下。此外，企业上市与否(List)以及企业产权性质(SOE)对债券违约不具有显著的影响。这与债券实际违约情况一致，在 2014 年发生实质违约后，2015 年即发生第一起央企违约事件。虽发生违约的企业以民营企业为主，但央企也出现了小部分的违约事实，也就是说，不论企业的产权性质是否为国企，均存在违约的可能。与之类似地，在实际违约事件中，上市公司与非上市公司之比约为 1：3，但基于整个市场中上市公司数量以及非上市公司数量来说，并不能简单地认为上市公司违约可能性较低。

为验证假说 H2，表 5 列示了模型(2)的回归结果。前两列为银行间债券市场回归结果，后两列为交易所债券市场回归结果。按照模型设计，本节对比债券市场发生实质违约事件后，承销商在新发债券中的作用是否有显著的提升。列(1)中 Rep 与 Shock 交互项 Rep×Shock 系数在 1% 的置信度下显著为负，说明在市场存在实质违约风险后，银行间债券市场中的承销商更加尽职履责，其声誉机制发挥了更加重要的作用。由于债券可能发生实质违约，承销商为了避免声誉损失，在以信息披露为核心的注册发行市场中，高声誉的承销商需要更加尽职履责，充分挖掘企业内部信息，才能降低自己涉及违约事件的可能。列(2)中显示了以同企业违约事件这一更广的维度衡量违约的回归结果。受到外生冲击后的交互影响效果略有下降，核心结论与实质违约代理变量保持一致。

表 5 承销商声誉、市场化程度与债券违约

|                       | Def1                  | Def2                  | Def1                  | Def2                  |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                       | (1)                   | (2)                   | (3)                   | (4)                   |
|                       | 银行间                   |                       | 交易所                   |                       |
| Rep×Shock             | -1.116 ***<br>(-2.79) | -0.665 **<br>(-2.36)  | 5.423<br>(1.33)       | 2.613<br>(1.48)       |
| Rep                   | -0.300 *<br>(-1.88)   | -0.350 ***<br>(-2.93) | -1.895 ***<br>(-2.86) | -0.833 ***<br>(-2.71) |
| Shock                 | -2.410 ***<br>(-4.02) | -2.978 ***<br>(-5.49) | 2.855<br>(1.49)       | 1.360<br>(1.49)       |
| Controls              | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| N                     | 23316                 | 23316                 | 12102                 | 12102                 |
| Firm FE               | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| Year FE               | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.073                 | 0.061                 | 0.041                 | 0.054                 |

注：表中数据为各自变量的回归系数，括号中为 *t* 值；\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平显著。

表 5 列(3)和列(4)中列示了在以核准制发行上市的交易所债券市场回归结果。列(3)和列(4)中结果均提示交互项 Rep×Shock 系数不具有统计意义上的显著性,也就是说,虽然债券市场整体环境发生转变,市场化程度提高、市场中风险因素增多,但在核准制下承销商的作用和功能依然没有得到体现。这也与前文的理论分析一致。在核准发行制度下,债券能否发行与上市需要得到证监会的批准。承销商在核准制下主要协助企业向证监会提供信息,对债券能否成功发行并不具有话语权。行政色彩弱化了承销商的主观能动性。在监管部门的绝对话语权下,承销商的尽职履责程度、专业能力被弱化。因此在该制度下,市场中实质违约风险的出现并没有促进承销商声誉机制发挥作用。相较于核准制,注册制使得金融中介能够发挥更积极的作用,降低市场风险,促进市场良性循环。至此,假说 2 得以验证。

3.2 内生性检验与稳健性分析

由于本文关心的核心变量为债券发行时所选承销商的声誉,被解释变量为债券存续期间实质违约事件,因此可以在一定程度上排除反向因果带来的内生性问题。高质量企业可以对承销商进行挑选以获得更专业的后续服务,高声誉的承销商也可能为了维护声誉、降低自身所承销商债券发生违约的可能性从而选择资质较好的发债企业。承销商与发债企业之间可能存在样本自选择问题。本节将采用 Heckman 结合 IV 法对上述问题进行处理。同时,以替换核心变量衡量方式进行稳健性检验。



3.2.1 Heckman 与工具变量两步法

参考 Daniels and Vijayakumar(2007)做法,本文使用 Heckman 两步法尝试控制潜在内生性问题。第一阶段对承销商声誉哑变量建立选择模型。第二阶段,以第一阶段因变量估计值的概率密度函数和累计分布函数的比值计算逆米尔斯比率(IMR),用于判断模型是否存在样本的选择性偏差。

对于第一阶段,本文以样本中承销商声誉 Rep 的中位数生成哑变量 RepD,高于中位数取值为 1,否则取值为 0。参照 Daniels and Vijayakumar(2007)、Fang(2005)的做法,债券层面的因素——债券规模、债券到期期限、信用评级、是否含权以及企业的规模、盈利能力将影响对承销商的选择,本文对此加以控制。此外,我国债券市场发育程度相对较低,可能存在其他不可观测影响承销商选择的因素,因此我们引入两个工具变量以控制该问题。其一,参照林晚发和刘颖斐(2019)的做法,本文选用当年同一行业内,除本债券外的其他债券承销商声誉均值作为工具变量 IV1。如果与某债券处于同一行业的其他发债方所选择的承销商声誉较高时,处于竞争环境中的该公司为了获得较低的融资成本或者作为显示企业所处市场竞争水平的信号,也会选择声誉较高的承销商来进行承销。但同时,该行业均值变量并不会直接影响到该债券的债券融资活动。其二,参照 Wang et al. (2019),我们选择承销商被处罚次数作为承销商声誉的工具变量。张学勇和张秋月(2018)指出承销商违规将造成其声誉受损,但承销商被官方处罚并不会直接影响到该债券的融资活动,因此这一变量同时满足相关性和排他性要求,是较为合适的工具变量。本文对历年承销商被监管部门处罚的次数进行处理,记为 IV2。在两个债券市场中分别进行回归后,得到银行间债券市场中逆米尔斯比率(IMR1)以及交易所债券市场中逆米尔斯比率(IMR2)。在第二阶段回归中,将逆米尔斯比率纳入控制变量。具体回归结果见表 6。

表 6 Heckman 工具变量两阶段回归结果

|     | RepD<br>(1)           | Defl<br>(2)           | RepD<br>(3)           | Defl<br>(4)           |
|-----|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|     | 银行间                   |                       | 交易所                   |                       |
|     | 1 <sup>st</sup>       | 2 <sup>nd</sup>       | 1 <sup>st</sup>       | 2 <sup>nd</sup>       |
| Rep |                       | -0.417 ***<br>(-5.72) |                       | -0.363 ***<br>(-4.81) |
| IV1 | 1.097 ***<br>(18.77)  |                       | 1.341 ***<br>(7.36)   |                       |
| IV2 | -0.081 ***<br>(-7.43) |                       | -0.061 ***<br>(-5.83) |                       |

| 续表                    |                 |                      |                 |                    |
|-----------------------|-----------------|----------------------|-----------------|--------------------|
|                       | RepD            | Def1                 | RepD            | Def1               |
|                       | (1)             | (2)                  | (3)             | (4)                |
|                       | 银行间             |                      | 交易所             |                    |
|                       | 1 <sup>st</sup> | 2 <sup>nd</sup>      | 1 <sup>st</sup> | 2 <sup>nd</sup>    |
| IMR1                  |                 | -0.097 **<br>(-1.99) |                 |                    |
| IMR2                  |                 |                      |                 | -0.102 *<br>(1.80) |
| Controls              | YES             | YES                  | YES             | YES                |
| N                     | 23316           | 23316                | 12060           | 12060              |
| Firm FE               | YES             | YES                  | YES             | YES                |
| Year FE               | YES             | YES                  | YES             | YES                |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.167           | 0.069                | 0.071           | 0.098              |

注：表中数据为各自变量的回归系数，括号中为 *t* 值；\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平显著。

表 6 中列(1)和列(2)为银行间债券市场回归结果。从列(1)一阶段回归模型中可以看出,工具变量的回归系数在 1%的置信度上显著,说明我们选用的工具变量满足了相关性要求。列(2)为银行间债券市场中的第二阶段回归结果。IMR1 的系数在 5%的置信水平上显著,说明存在一定的内生性问题。在控制了潜在的内生性问题后,我们的主要结论依然存在,高声誉承销商降低了债券违约概率。列(3)和列(4)为交易所债券市场回归结果。在第一阶段回归中,工具变量的回归系数在 1%的置信度上显著。列(4)结果显示 IMR2 的系数在 10%置信水平上显著,在控制了潜在的内生性问题后,采用核准制的交易所债券市场中高声誉承销商对债券违约概率的降低作用依然显著。此外,我们使用同企业违约度量指标 Def2 在银行间债券市场以及交易所债券市场再次分别进行上述 Heckman 两步工具变量回归,结论保持一致,限于篇幅,不再列出该回归结果。

3.2.2 其他稳健性检验

在之前小节的回归中,我们以同企业债券违约情况对债券实质违约变量进行了同步处理。因此,本节将着重于承销商声誉变量的替代。我们采用了市场份额法对承销商声誉进行衡量,定义市场份额排名前十的为高声誉组(ur1 = 1)。此外,利用证监会发布的承销商评级结果,对交易所承销商声誉进行度量(urrating)。回归结果见表 7。

从列(1)至(3)的回归结果可以看出,承销商声誉的衡量方法并不影响结果的稳健性,高声誉承销商所承销债券的违约概率较低。列(4)和列(5)中引入新的承销商声誉与市场化变革 Shock 的交叉项,结论同前文一致。当市场出现实质违约风险后,以信息披露为核心的注册发行制度下,承销商更加尽职履责,其声誉机制发挥更大的作用,债券违约概率进一步降低。而在核准制发行

的交易所债券市场中,债券能否顺利发行的决定权在监管部门,因此,当市场存在实质违约风险后,承销商的声誉机制并没有发生显著的变化。

表 7 其他稳健性检验

|                       | Defl                 |                       |                     |                       |                   |
|-----------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|-------------------|
|                       | (1)                  | (2)                   | (3)                 | (4)                   | (5)               |
|                       | 银行间                  | 交易所                   |                     | 银行间                   | 交易所               |
| url                   | -0.430 **<br>(-1.97) | -1.123 ***<br>(-2.59) |                     | -0.035 **<br>(-2.53)  |                   |
| urrating              |                      |                       | -0.145 *<br>(-1.83) |                       | -0.317<br>(-1.58) |
| url * Shock           |                      |                       |                     | -0.796 **<br>(-1.77)  |                   |
| urrating * Shock      |                      |                       |                     |                       | 0.181<br>(0.83)   |
| Shock                 |                      |                       |                     | -1.918 ***<br>(-3.03) | -0.143<br>(-0.10) |
| Controls              | YES                  | YES                   | YES                 | YES                   | YES               |
| N                     | 23316                | 12102                 | 12102               | 23316                 | 12102             |
| Industry FE           | YES                  | YES                   | YES                 | YES                   | YES               |
| Year FE               | YES                  | YES                   | YES                 | YES                   | YES               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.071                | 0.072                 | 0.062               | 0.064                 | 0.077             |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为  $t$  值;\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平显著。

4 进一步讨论

前文,我们的研究发现承销商声誉与债券违约概率负相关。那么,高声誉的承销商是通过哪种方式降低了债券的违约概率呢? 参照 Baron and Kenny (1986)提出的中介效应作用机制,本节对此展开进一步的探讨。按照相关规章制度,在债券存续期,我国承销商作为外部监管角色的基础工作之一就是对企业所募集资金使用情况进行持续监管,承销商需要对可能影响债权人权益的公司重大信息进行披露。Hanson et al. (1992)指出承销商具有监管功能,承销商可以利用自己的专业能力监督公司管理层行为,提升客户公司治理水平。因此,本文进一步从发债企业经营状态以及公司治理角度对承销商在债券存续期的作用机制展开研究。具体来说,我们考察与公司债务息息相关的企业盈利能力、资本结构以及偿债能力。我们以净利润  $Netprof$  作为企业盈利能力的代理变量,以资产负债率  $Leverage$  作为资本结构的代理变量。企业偿债能力本文选用现金流利息保障倍数  $CFI\_cover$  以及现金比率  $Current\_L$  衡量,现金流利息保

障倍数越高,企业的偿债能力越强;现金比率越高,企业筹措还款付息能力越强,按时付息保障程度越高。

由于非上市公司的公司治理数据缺失,我们对发债企业公司治理机制的研究将专注于两个债券市场中的上市公司债券。Bhojraj and Sengupta(2003)认为良好的公司治理能够降低该企业的违约风险,我们将进一步考察承销商是否通过改善企业公司治理发挥作用。我们选用以下三个指标考察公司治理情况。(1)董事会人数(BordNum)。如果董事会人数较多、规模较大,那么就公司具体事宜的讨论上较难达成一致意见,也会存在董事间“搭便车”的行为(Cheng, 2008),因此,董事会人数较多弱化了公司治理能力。(2)独立董事占比(Indrat)。独立董事是从企业外部聘任的具有较高专业能力的学者、专家担任,相对于在公司内部任职的董事来说,独立董事更能客观独立的监督企业经理人(Liu et al., 2015),因此,我们认为独立董事占比高,公司治理水平较高。(3)第一大股东占比(Fholder)。股权集中度高能够缓解股权分散带来的“搭便车”问题,股东更有动力监督公司运营状况(Shleifer and Vishny, 1997),因此,第一大股东占比高,公司治理水平较高。

参照(温忠麟等,2004)的研究方法,本文构建以下两个模型。模型(4)和(5)中 $Int_{it}$ 为上述Netprof、Leverage、CFI\_cover、Current\_L以及三个公司治理的代理变量,其余设定同模型(1)。

$$Int_{it} = \beta_0 + \beta_1 Rep_{it} + \varphi Control_{it} + fixedeffect + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$prob(DEF_{it}) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 Int_{it} + \beta_2 Rep_{it} + \varphi Control_{it} + fixedeffect + \varepsilon_{it}) \quad (5)$$

中介效应第一步关注模型(4)中承销商声誉Rep的系数是否显著,如果承销商声誉影响 $Int_{it}$ ,则第二步对模型(5)回归,检验承销商声誉是否通过上述渠道影响债券违约概率。如果存在中介效应,在控制了这些因素后,承销商声誉的回归系数应该有所下降。

#### 4.1 企业经营能力

表8列示了承销商声誉对企业盈利能力、资本结构以及偿债能力的影响。列(1)和列(2)所列示结果表明,承销商声誉对发债企业的盈利能力以及资本结构并无影响,因此不用再进行第二步回归检验。列(3)至列(6)从企业偿债能力角度分析。列(3)的结果表明,承销商声誉越高,企业现金流利息保障倍数越高,企业偿债能力增强。对比表3列(2)中承销商声誉系数在1%的置信水平上对债券违约概率具有显著的降低作用,表8列(4)结果表明,控制现金流利息保障倍数后,承销商声誉对违约概率的降低作用下降,且仅在10%的置信区间下显著。Sobel检验的Z值在5%的置信水平上显著,说明存在部分中介效应。也就是说,承销商声誉通过影响企业的现金流利息保障倍数从而降低了企业的违约概率。本文替换偿债能力衡量方法,列(5)中的结果表明,高声誉的承销商

所服务企业现金比率较高。较高的现金比率增加了企业能够按期偿付本息的可能性,降低了企业违约概率。从列(6)中可以看到,承销商声誉指标的系数在10%的置信水平下显著为负,这一部分中介效应通过了Sobel检验。综上所述,表8列(3)至列(6)中的结果表明,承销商声誉通过监督企业的短期偿债能力降低了企业违约的可能性。

表 8 承销商声誉作用机制——企业经营(银行间)

|                                       | Netprof         | Leverage        | CFI_cover          | Defl                 | Current_L          | Defl                  |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|
|                                       | (1)             | (2)             | (3)                | (4)                  | (5)                | (6)                   |
| CFI_cover                             |                 |                 |                    | -0.567***<br>(-5.31) |                    |                       |
| Current_L                             |                 |                 |                    |                      |                    | -0.402***<br>(-11.56) |
| Rep                                   | 0.008<br>(1.03) | 0.004<br>(0.32) | 0.026***<br>(2.93) | -0.341*<br>(-1.87)   | 0.022***<br>(3.84) | -0.359*<br>(-1.71)    |
| Controls                              | YES             | YES             | YES                | YES                  | YES                | YES                   |
| N                                     | 23316           | 23316           | 23316              | 23316                | 23316              | 23316                 |
| Firm FE                               | YES             | YES             | YES                | YES                  | YES                | YES                   |
| Year FE                               | YES             | YES             | YES                | YES                  | YES                | YES                   |
| R <sup>2</sup> /Pseudo R <sup>2</sup> | 0.007           | 0.004           | 0.312              | 0.045                | 0.429              | 0.062                 |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为t值;\*\*\*、\*分别表示在1%、10%的置信水平显著。

同样,表9列示了对交易所债券市场承销商声誉作用机制的分析结果。可以看到,在交易所债券市场中,承销商对所服务企业的盈利能力、资本结构以及偿债能力均无显著影响,也就是说,交易所债券市场中的承销商在债券存续期间并不通过上述机制发挥作用。

表 9 承销商声誉作用机制——企业经营(交易所)

|                | Netprof           | Leverage          | CFI_cover       | Current_L       |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
|                | (1)               | (2)               | (3)             | (4)             |
| Rep            | -0.005<br>(-0.56) | -0.017<br>(-0.93) | 0.004<br>(0.29) | 0.021<br>(1.16) |
| Controls       | YES               | YES               | YES             | YES             |
| N              | 12102             | 12102             | 12102           | 12102           |
| Firm FE        | YES               | YES               | YES             | YES             |
| Year FE        | YES               | YES               | YES             | YES             |
| R <sup>2</sup> | 0.022             | 0.010             | 0.021           | 0.022           |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为t值。

4.2 企业内部治理

按照前文分析,我们进一步考察承销商是否在债券存续期通过影响发债主

体公司治理水平发挥作用。如前所述,由于非上市公司的公司治理数据可获得性低,本文以上市公司样本进行分析。表 10 中列(1)至列(3)为银行间债券市场回归结果,列(4)至列(6)为交易所债券市场回归结果。可以看到承销商声誉系数对公司治理指标均不存在显著影响。也就是说,不论发审机制的市场化程度如何,承销商并不通过影响债务主体的公司治理水平来发挥作用。

表 10 承销商声誉作用机制——公司治理(上市公司债券)

|                | BordNum            | Indrat             | Fholder             | BordNum             | Indrat              | Fholder             |
|----------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                | (1)                | (2)                | (3)                 | (4)                 | (5)                 | (6)                 |
|                | 注册制银行间债券市场         |                    |                     | 核准制交易所债券市场          |                     |                     |
| Rep            | 0.167<br>(1.35)    | -0.005<br>(-1.57)  | 0.345<br>(0.45)     | 0.112<br>(1.11)     | 0.000<br>(0.11)     | -0.666<br>(-0.88)   |
| Controls       | YES                | YES                | YES                 | YES                 | YES                 | YES                 |
| Constant       | 9.364***<br>(6.70) | 0.414***<br>(8.07) | 72.724***<br>(5.71) | 9.323***<br>(10.08) | 0.396***<br>(17.19) | 64.977***<br>(4.54) |
| N              | 7828               | 7828               | 7828                | 6321                | 6321                | 6321                |
| R <sup>2</sup> | 0.067              | 0.071              | 0.092               | 0.143               | 0.101               | 0.127               |
| Firm FE        | YES                | YES                | YES                 | YES                 | YES                 | YES                 |
| Year FE        | YES                | YES                | YES                 | YES                 | YES                 | YES                 |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为 t 值;\*\*\* 表示在 1% 的置信水平显著。

本文关于承销商是否影响发债企业公司治理的研究与 Hanson et al. (1992) 等学者的结论并不一致。这有可能是两个原因导致的:其一,朱玉杰等 (2021) 指出在我国债券市场中,承销商声誉在非上市公司中的作用更为显著,可能存在高声誉承销商通过提高非上市公司的内部治理水平发挥降低债券违约概率的作用。但由于非上市公司公司治理数据的获得性较低,承销商能否改善非上市公司的公司治理暂时未能证实。其二,我国债券违约历史较短,对债券违约处理的指引、规范,对承销商责任进一步明晰划分起步于 2019 年年末。因此,承销商的后续管理工作可能暂未深入到所服务企业的公司治理层面。正如前文的分析中指出,银行间债券市场中要求承销商建立监管池,对其所承销债券进行压力压测,至少 20% 入池进行重点分析。但该测试报告暂未对外公布,暂未可得知承销商对发债企业的监督重点以及风险评价情况,尤其是在目前我国债券信用评级信息含量较低,难以有效揭示企业真实违约概率的情况下,未来,引导承销商作为债券存续期的外部监管方对企业进行全方位的指导和监督有助于维护债券市场秩序。

4.3 对承销商声誉的调节

在上文中,我们分析承销商声誉能够降低债券违约概率,尤其是债券市场



褪去部分行政色彩,向市场化转变后,注册制下的承销商能够发挥更加显著的作用。既然整体市场化环境转变能够提升承销商表现。那么,承销商面临的微观层面外部环境,如地区法制水平和金融业市场化水平,以及承销商的内部因素能否对其声誉机制的发挥形成约束呢?本文就此展开进一步的探讨。

我们首先引入法制水平(LS)展开讨论,按照模型(3)进行回归,回归结果见表 11。列(1)至列(4)为银行间债券市场回归结果,列(5)至列(8)为交易所债券市场回归结果。对比列(1)和列(3),对银行间债券市场的承销商来说,法制程度的高低将会影响其声誉功能的发挥。也就是说当法制程度较高的时候,能够对承销商形成外部约束。从列(2)和列(4)结果可以看出,利用同企业违约指标得到的结论一致。注册制度中的承销商需要更加尽职尽责对企业调研,及时披露相关信息,才能尽力避免自己涉事违约事件。在承销商足够尽职履责、行为规范的前提下,如果债券依然发生违约,承销商在诉讼中才能免于被处罚。正如前文提到的公司债“五洋债”承销商德邦证券对违约债务承担连带赔偿责任。

表 11 承销商外部治理——法制化程度

|                       | Def1                 | Def2                 | Def1              | Def2              | Def1               | Def2              | Def1               | Def2              |
|-----------------------|----------------------|----------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
|                       | (1)                  | (2)                  | (3)               | (4)               | (5)                | (6)               | (7)                | (8)               |
|                       | 注册制银行间债券市场           |                      |                   |                   | 核准制交易所债券市场         |                   |                    |                   |
|                       | 法制程度高                |                      | 法制程度低             |                   | 法制程度高              |                   | 法制程度低              |                   |
| Rep                   | -0.690***<br>(-3.17) | -0.551***<br>(-3.51) | -0.158<br>(-0.76) | -0.252<br>(-1.51) | -0.530*<br>(-1.88) | -0.257<br>(-1.40) | -0.588*<br>(-1.70) | -0.164<br>(-0.82) |
| Controls              | YES                  | YES                  | YES               | YES               | YES                | YES               | YES                | YES               |
| N                     | 10116                | 10116                | 10745             | 10745             | 5842               | 5842              | 6231               | 6231              |
| Industry FE           | YES                  | YES                  | YES               | YES               | YES                | YES               | YES                | YES               |
| Year FE               | YES                  | YES                  | YES               | YES               | YES                | YES               | YES                | YES               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.139                | 0.097                | 0.096             | 0.075             | 0.112              | 0.071             | 0.069              | 0.109             |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为 t 值;\*\*\*、\* 分别表示在 1%、10% 的置信水平显著。

在采用核准制的交易所债券市场中,由于债券的发行上市需要拿到监管部门的实质同意批文,监管部门实质上分担了部分风险。对比列(5)和列(7)结果可以看出,高法制化程度并未能提高核准制中承销商的尽职程度。换用同企业违约指标后[列(6)和列(8)]也同样指出,不论地区法制程度的高低,承销商对债券违约概率均不具有显著作用。可见,即使是加强了外部环境约束,但核准制度较强的行政色彩使得承销商并没有改变其行为方式,可能依然存在懒职行为。

此外,本文从金融市场化程度角度进行分析。表 12 列(1)至列(4)是银行间债券市场回归结果,列(5)至列(8)是交易所债券回归结果。对比列(1)和列(3),以及对列(2)和列(4)的结果可以看出,不论金融业市场化程度如何,

银行间债券承销商的声誉都能够显著的降低债券违约概率。对银行间债券市场的承销商来说,其本身的发行制度已经是最为市场化的一种方式,在该框架内,承销商的职责得以最大化。承销商通过尽职尽责挖掘信息,降低企业与投资者之间的信息不对称程度,市场对其声誉的认可,才能保障债券顺利发行。债券存续期,法律法规作为外部监管对承销商形成约束,承销商作为保护投资者的第一道防线需尽职履责以降低自身懈怠、违规风险。

表 12 承销商外部治理——金融市场化程度

|                       | Def1                 | Def2                 | Def1               | Def2                | Def1                 | Def2                | Def1              | Def2              |
|-----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|---------------------|----------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
|                       | (1)                  | (2)                  | (3)                | (4)                 | (5)                  | (6)                 | (7)               | (8)               |
|                       | 注册制银行间债券市场           |                      |                    |                     | 核准制交易所债券市场           |                     |                   |                   |
|                       | 金融市场化程度高             |                      | 金融市场化程度低           |                     | 金融市场化程度高             |                     | 金融市场化程度低          |                   |
| Rep                   | -0.657***<br>(-2.60) | -0.486***<br>(-2.77) | -0.287*<br>(-1.75) | -0.337**<br>(-2.22) | -1.027***<br>(-2.66) | -0.489**<br>(-2.16) | -0.246<br>(-0.91) | -0.062<br>(-0.34) |
| N                     | 10116                | 10116                | 10745              | 10745               | 5842                 | 5842                | 6231              | 6231              |
| Controls              | YES                  | YES                  | YES                | YES                 | YES                  | YES                 | YES               | YES               |
| Industry FE           | YES                  | YES                  | YES                | YES                 | YES                  | YES                 | YES               | YES               |
| Year FE               | YES                  | YES                  | YES                | YES                 | YES                  | YES                 | YES               | YES               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.095                | 0.132                | 0.073              | 0.135               | 0.095                | 0.065               | 0.076             | 0.094             |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为t值;\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的置信水平显著。

对采用核准制的交易所债券市场来说,其发审机制弱化了承销商在债券发行上市环节的功能。对比列(5)和列(7)可以看出,当地区金融市场化程度较高的时候,交易所债券承销商在债券存续期能够发挥更为显著的作用。也就是说,地区金融市场化程度较高有助于激发承销商尽职履责的程度,承销商的声誉机制能够发挥更为重要的作用,显著降低债券违约概率。对比两种不同发审机制来看,地区金融市场化程度对核准制下承销商的影响更强。

最后,我们从承销商企业社会责任报告角度展开分析。正如前文分析,企业社会责任与企业声誉是通过一个长期的过程连接在一起(De Quevedo-Puente et al., 2007)。企业社会责任报告可以有效传递其社会责任表现的相关信息,企业社会责任表现良好能够提升企业声誉(沈洪涛等, 2011)。主动出具企业责任报告是承销商内部自我约束的体现。良好的自我约束促使承销商尽职履行责任,充分挖掘所承销企业信息。表13列(1)至列(4)是银行间债券市场回归结果,列(5)至列(8)是交易所债券市场回归结果。对比列(1)和列(3),以及对比列(2)和列(4)的结果可以看出,对银行间债券市场的承销商来说,较高的内部自我约束水平能够约束着承销商更加尽职履责,其声誉机制得以更好地发挥作

用。而对交易所债券市场来说,承销商内部治理情况并没有起到约束作用,内部治理较好的承销商反而对债券违约不具有显著的降低作用。这也再次说明,交易所债券市场中的承销商噪音较多,存在一些不规范现象,有可能是强监管扭曲了承销商应尽的职责。

表 13 承销商内部治理——企业社会责任报告

|                       | Def1              | Def2              | Def1                | Def2                 | Def1                 | Def2                | Def1              | Def2              |
|-----------------------|-------------------|-------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
|                       | (1)               | (2)               | (3)                 | (4)                  | (5)                  | (6)                 | (7)               | (8)               |
|                       | 银行间               |                   |                     |                      | 交易所                  |                     |                   |                   |
|                       | 无 CSR             |                   | 有 CSR               |                      | 无 CSR                |                     | 有 CSR             |                   |
| Rep                   | -0.285<br>(-0.77) | -0.263<br>(-1.00) | -0.383**<br>(-2.13) | -0.411***<br>(-2.90) | -0.688***<br>(-2.76) | -0.377**<br>(-2.30) | -0.431<br>(-0.86) | -0.157<br>(-0.47) |
| N                     | 5448              | 5448              | 16176               | 16176                | 6756                 | 6756                | 4830              | 4830              |
| Controls              | YES               | YES               | YES                 | YES                  | YES                  | YES                 | YES               | YES               |
| Firm FE               | YES               | YES               | YES                 | YES                  | YES                  | YES                 | YES               | YES               |
| Year FE               | YES               | YES               | YES                 | YES                  | YES                  | YES                 | YES               | YES               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.076             | 0.087             | 0.124               | 0.145                | 0.087                | 0.103               | 0.112             | 0.134             |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中为t值;\*\*\*、\*\*分别表示在1%、5%的置信水平显著。

至此,本文的研究表明:对于本身已经在市场化程度较高的发行制度中的银行间债券市场承销商来说,外部较高的法制化水平和良好的内部治理都能对其形成约束,进一步提升声誉机制的发挥,而地区金融行业市场化程度,对其不再具有锦上添花的作用。与之相对地,交易所债券市场中采用市场化程度较低的核准制发行,法制水平和内部治理都不能改善承销商声誉机制的作用,而较高的地区金融行业市场化程度,能够激发其声誉机制的发挥。

5 小结

本文从承销商声誉角度出发,以债券违约概率检验承销商声誉机制是否得以发挥。首先,我们研究发现,高声誉的承销商所承销的债券违约概率较低,承销商的声誉机制发挥了相应的作用。其次,本文引入2014年“超日债”违约这一外生冲击,检验新增市场风险对承销商声誉机制的影响。本文研究发现,对采用较高市场化发行制度的银行间债券市场来说,2014年市场发生实质违约后,承销商尽职履责程度加强,其声誉机制发挥了更加显著的作用;而对采用核准制的交易所债券市场来说,整体市场环境的改变并未引起承销商承销质量的显著提升。

进一步,本文从承销商的外部治理和内部治理角度展开分析,注册制下的

承销商和核准制下的承销商表现出不同的模式。对于注册制度下的承销商,外部法制环境提升了其声誉机制的表现,当法制程度高的时候,承销商更加尽职尽责,高声誉的承销商所承销债券的违约概率显著降低;但在行政色彩浓厚的核准制中该作用并未能得以体现。从金融市场化程度来说,由于银行间债券市场中的债券发行已然具有较高的市场化水平,外部市场化程度差异并未显著的影响银行间债券市场中承销商作用的发挥。但外部的市场化程度对核准制下的承销商具有显著的影响,核准制下的承销商在地区市场化程度较高的环境中发挥了更为显著的作用。最后,我们将研究视角从外部转向承销商内部。企业社会责任报告作为企业自主披露的信息,能够体现出企业主动承担社会责任意识,是企业内部自我约束较高的体现。对注册制中的承销商来说,当承销商内部自我约束较强时,其声誉机制发挥了更为显著的作用。

本文的研究指出,在声誉机制的约束下,承销商能够通过尽职尽责降低债券的违约概率。外部环境和内部环境都对承销商声誉机制的发挥产生不同程度的影响。对比银行间债券市场和交易所债券市场可以发现,发行环节的制度安排对承销商声誉机制的发挥具有较大的影响,市场化的发行机制能够使承销商承担其相应职责,更为充分发挥其“管家”功能。承销商在整个债券生命周期的业务重点之一是承销债券,债券能够发行的前提下,对债券进行后续管理。高质量的承销离不开发行前的尽职调研,从而有助于减低债券违约概率,创造良好的融资环境,维护债券市场健康发展,因此,在未来全面推行注册制时,应注重对中介机构业务规范的监督,提高中介机构内部治理水平,促进中介机构尽职尽责,做好市场“管家”。此外,须注重法制建设,进一步压实中介机构的法律责任,加大处罚力度,对中介机构形成威慑,提升中介机构尽职程度,使得以信息披露为核心的注册制得以健康运行。

## 参考文献

- 陈运森,宋顺林. 2018. 美名胜过大财:承销商声誉受损冲击的经济后果[J]. 经济学(季刊), 17(1): 431-448.
- Chen Y S, Song S L. 2018. A good name is more desirable than great riches: The consequence of penalty shock on underwriter reputation [J]. *China Economic Quarterly*, 17(1): 431-448. (in Chinese)
- 樊纲,王小鲁,马光荣. 2011. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究, 46(9): 4-16.
- Fan G, Wang X L, Ma G R. 2011. Contribution of marketization to China's economic growth[J]. *Economic Research Journal*, 46(9): 4-16. (in Chinese)

- 何平, 金梦. 2010. 信用评级在中国债券市场的影响力[J]. 金融研究, (4): 15-28.
- He P, Jin M. 2010. On the impact of credit rating on bond market of China[J]. *Journal of Financial Research*, (4): 15-28. (in Chinese)
- 纪志宏, 曹媛媛. 2017. 信用风险溢价还是市场流动性溢价: 基于中国信用债定价的实证研究[J]. 金融研究, (2): 1-10.
- Ji Z H, Cao Y Y. 2017. Credit risk premium or market liquidity premium?: An empirical study on the pricing of credit bonds in China[J]. *Journal of Financial Research*, (2): 1-10. (in Chinese)
- 林晚发, 刘颖斐. 2019. 信用评级调整与企业杠杆——基于融资约束的视角[J]. 经济管理, 41(6): 176-193.
- Lin W F, Liu Y F. 2019. Credit rating adjustment and corporate leverage: Based on financing constraint perspective[J]. *Business Management Journal*, 41(6): 176-193. (in Chinese)
- 马榕, 石晓军. 2016. 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), 15(1): 197-216.
- Ma R, Shi Y J. 2016. Do the credit ratings in China's bond market have the riskiness-discrimination power: An earnings management perspective[J]. *China Economic Quarterly*, 15(1): 197-216. (in Chinese)
- 倪骁然. 2020. 卖空压力、风险防范与产品市场表现: 企业利益相关者的视角[J]. 经济研究, 55(5): 183-198.
- Ni X R. 2020. Short sale price pressure, risk aversion and product market performance: Insights from firm stakeholders[J]. *Economic Research Journal*, 55(5): 183-198. (in Chinese)
- 沈洪涛, 王立彦, 万拓. 2011. 社会责任报告及鉴证能否传递有效信号? ——基于企业声誉理论的分析[J]. 审计研究, (4): 87-93.
- Shen H T, Wang L, Wan T. 2011. Can corporate social report and assurance be effective signals—An analysis based on reputation theory[J]. *Auditing Research*, (4): 87-93. (in Chinese)
- 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 2004. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 36(5): 614-620.
- Wen Z L, Zhang L, Hou J T, et al. 2004. Testing and application of the mediating effects[J]. *Acta Psychologica Sinica*, 36(5): 614-620. (in Chinese)
- 张学勇, 张秋月. 2018. 券商声誉损失与公司 IPO 市场表现——来自中国上市公司 IPO 造假的新证据[J]. 金融研究, (10): 141-157.
- Zhang X Y, Zhang Q Y. 2018. Underwriter reputation damage and post-IPO performance: Evidence from IPO fraud of Chinese listed companies[J]. *Journal of*

- Financial Research*, (10): 141-157. (in Chinese)
- Aboudy D, Kasznik R, Williams M. 2000. Purchase versus pooling in stock-for-stock acquisitions: Why do firms care? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 29(3): 261-286.
- Baron R M, Kenny D A. 1986. The moderator - mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations [J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6): 1173-1182.
- Bhojraj S, Sengupta P. 2003. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors[J]. *The Journal of Business*, 76(3): 455-475.
- Booth J R, Smith R L. 1986. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis[J]. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2): 261-281.
- Busaba W Y, Chang C. 2010. Bookbuilding vs. fixed price revisited: The effect of aftermarket trading[J]. *Journal of Corporate Finance*, 16(3): 370-381.
- Carter R B, Dark F H, Singh A K. 1998. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks [J]. *The Journal of Finance*, 53(1): 285-311.
- Chen X J, Higgins E, Xia H, et al. 2020. Do financial regulations shape the functioning of financial institutions' risk management in asset-backed securities investment? [J]. *The Review of Financial Studies*, 33(6): 2506-2553.
- Cheng S J. 2008. Board size and the variability of corporate performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 87(1): 157-176.
- Daniels K N, Vijayakumar J. 2007. Does underwriter reputation matter in the municipal bond market? [J]. *Journal of Economics and Business*, 59(6): 500-519.
- De Quevedo-Puente E, De La Fuente-Sabaté J M, Delgado-García J B. 2007. Corporate social performance and corporate reputation: Two interwoven perspectives [J]. *Corporate Reputation Review*, 10(1): 60-72.
- Erhemjamts O, Raman K. 2012. The role of investment bank reputation and relationships in equity private placements[J]. *Journal of Financial Research*, 35(2): 183-210.
- Fang L H. 2005. Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services[J]. *The Journal of Finance*, 60(6): 2729-2761.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. 1998. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- Liu Y, Miletkov M K, Wei Z B, et al. 2015. Board independence and firm performance in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 30: 223-244.
- Lonka K, Lindblom-YlÄänne S, Maury S. 1994. The effect of study strategies on learning



- from text[J]. *Learning and Instruction*, 4(3): 253-271.
- Mehran H, Stulz R M. 2007. The economics of conflicts of interest in financial institutions[J]. *Journal of Financial Economics*, 85(2): 267-296.
- Rajan R G. 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt[J]. *The Journal of Finance*, 47(4): 1367-1400.
- Shleifer A, Vishny R W. 1997. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Wang X Y, Zhang L L, Chan K C, et al. 2019. Does underwriter rating matter? Evidence from seasoned equity offerings in an emerging market[J]. *International Review of Economics and Finance*, 61: 17-34.
- Wu W F, Rui O M, Wu C F. 2012. Trade credit, cash holdings, and financial deepening: Evidence from a transitional economy[J]. *Journal of Banking and Finance*, 36(11): 2868-2883.

## Bond Defaults and Reputation of Underwriters under Different Issuing Mechanisms

Shangran Zhang Yujie Zhu Mei Luo

(School of Economics and Management, Tsinghua University)

**Abstract** The registration issuing system has been implemented in China's capital market since February 2023. The lower the entrance thresholds to a market, the higher the due diligence requests for financial intermediaries serving as market gatekeepers. The unique bond market structure in China, the registration issuing system has been used in the inter-bank bond market versus the approval issuing system was used in the exchange bond market, provides a valuable quasi-natural experimental sample for studying the mechanism of financial intermediation, which can provide referential experiences for the healthy and orderly development of China's stock market under the registration issuing system. This paper studies bond defaults from the perspective of underwriters. Our study found that the higher the reputation of the underwriter, the lower the probability of default of the bond it underwrites, the underwriter has played its due role. The underwriter reputation mechanism can perform better in the registration issuing system, however, its functionality still relies on the external governance and the internal governance.

**JEL Classification** G24, G34, D22