

不同发审机制下的承销商声誉与债券融资成本

朱玉杰¹ 张上冉²

摘要 全面推行、分步实施注册制是我国资本市场深化改革的重要一环。在以信息披露为核心的注册制中,承销商对净化资产市场环境、维护资本市场秩序具有重要作用。2008年,银行间债券市场推出采用注册制发行的非金融企业债务融资工具,经过10余年发展,已成为我国最重要的直接融资工具之一。与此同时,我国交易所债券市场一直采用审批制发行债券。基于我国债券双市场格局,本文对不同发审机制下承销商的作用展开研究。研究发现,高声誉的承销商能够降低债券融资成本,但在债券市场存在“刚性兑付”,市场化程度不足时,承销商的声誉对债券融资成本并不具有显著的影响。此外,在注册制下,承销商的内部治理水平能够显著提高其履职能力,但在核准制下,承销商的内部治理水平并未得到市场认可。

关键词 注册制;承销商;债券融资成本

0 引言

2020年新《证券法》的实施,为全面推行注册制改革奠定了法理基础。注册发行制度下,企业的外部直接融资不再需要得到监管部门的审批,监管部门仅对申报资料的完备性进行审核。企业和金融中介机构对申报资料的真实性、准确性负责,金融中介机构在企业融资过程中的作用愈发重要。金融中介理论认为,金融中介机构拥有专业知识和信息优势,通过事前发送信号和事后尽职监督能够缓解信息不对称,节省交易成本。企业进行外部融资需要得到承销商、会计事务所、律师事务所等专业机构的辅导,不同于其他中介机构,承销商贯穿债券融资始终,起到“总管家”的作用。例如,在银行间债券市场,监管部门规定,承销商需要定期对存续期债券开展跟踪调查,建立风险测试池子;至少提前一个月掌握企业到期债券的还本付息的能力(NAFMII指引0006);债券持

1 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。

2 张上冉(通讯作者),清华大学经济管理学院博士研究生,E-mail: zhangshr.16@sem.tsinghua.edu.cn。

有人会议的召集人原则上为本期债务融资工具的主承销商,当发行人或增信机构出现重大事项或信息披露变更事项时可主动发起持有人会议(NAFMII指引[2013]12号,[2019]25号)。在这样的背景下,研究承销商对债券融资成本的影响不仅具有学术价值同时兼具现实价值。

Booth and Smith (1986)的研究指出,作为重要的信息发掘者和提供者,承销商对新发证券起到了初步认证的作用,有助于降低资本市场的信息不对称程度。公司上市后,来自承销商或者其他机构的监督能够提升公司绩效和内在价值。但我国债券市场风险事件趋多、承销恶性竞争事件屡次发生,越来越多的学者对债券承销商的作用产生了质疑。承销商自身声誉差异会导致其在降低信息不对称问题时存在程度差异(Dong et al., 2011)。Fang (2005)研究指出,在美国债券市场中,高声誉承销商对垃圾债券的认证作用更加明显。那么在我国债券市场中,承销商的声誉机制能否得到充分的发挥呢?本文将对这一问题展开探讨。

相较于非首次发债企业,首次进入债券市场的发债主体与投资者之间的信息不对称程度更高。如果承销商的信息发掘作用能够得到充分发挥,那么承销商应能够显著降低首次发债企业的票面利率。如果承销的作用不能得到全面的发挥,那么在我国债券市场不断改革的背景下,哪些因素能够影响承销商信息挖掘和认证作用的发挥呢?

本文选取2009年—2019年中国银行间债券市场中期票据和交易所市场公司债作为主要研究对象,通过构建多元回归模型,研究承销商对债券融资成本的影响。中国已成为世界第二大债券市场,与其他主要国家的债券市场相比,中国债券市场具有市场分割的独特特征。银行间债券市场和交易所债券市场在交易机制、债券品种等方面既有重叠又有差异。从债券承销角度来说,最重要的两个差异是:(1)银行间债券市场非金融企业融资工具采用注册发行制度而交易所债券市场采用审批制发行;(2)银行间债券市场以商业银行为主承销商,近年来逐步放宽证券公司的承销资格,但其只能从辅助承销做起;而交易所债券市场承销商以证券公司为主,商业银行不具有承销资格。随着新《证券法》的实施,在监管体系逐渐趋向统一的背景下,两市场对承销商准入资格略有放宽。此外,两个债券市场也具有一定的相同之处:(1)整体市场环境来看,以2014年的“超日债”违约事件为标志,中国债券市场经历了从“无违约风险”到“打破刚兑”的转变,债券违约趋向常态化。(2)从债券品种来看,针对中长期公司信用类债券融资需求,两个市场均推出了相应的融资工具。上述种种特点使得我国债券市场具备较强的独特性,两个分割市场既有相同又有不同,是研究承销商声誉在不同发审机制下对债券发行定价影响作用的理想样本。我国公司信用类中长期债务融资工具以中期票据、公司债、企业债为主,其中由发改委审核发行的企业债可跨市场交易。为排除双市场影响,本文聚焦于中期票据

和公司债券,以期理清不同发审机制下承销商的作用。

本文研究发现,在我国债券市场中,承销商能够在一定程度上降低债券成本;当市场化不足或信息不对称情况较严重时,承销商的作用难以发挥。我们以2014年债券市场首次出现违约事件为界线,2014年之前债券市场化程度要弱于打破“刚性兑付”之后,2014年之后承销商声誉机制逐渐发挥作用。进一步,本文对首次发债企业进行分析发现,当信息不对称程度较高的时候,承销商的认证功能较弱,对债券发行定价的影响不具有统计显著性,我国债券市场中承销商功能并不完备。通过对比承销商在实行注册制的银行间债券市场与实行审核制的交易所债券市场中的不同表现,本文发现,在以信息披露为核心、注重中介机构职责的注册制下,承销商声誉作用较为显著。注册制下,承销商通过降低发债企业与债券市场间的信息不对称程度降低债券成本。

本文从承销商是否具有企业社会责任报告以及违规被处罚次数两个维度对承销商内部治理水平与其声誉机制完备性展开进一步研究。在市场化程度较高的注册制下,承销商内部治理较好时,承销商的信息挖掘和认证功能得以较好的发挥,能够显著地降低首次发行上市的债券成本。而在采用核准制发行的交易所债券市场中,承销商的内部治理并不具有上述作用。

本文的边际贡献一方面在于将债券融资成本的研究重心从发债主体角度转向承销商角度;另一方面,针对承销商内部治理的探讨进一步丰富了现有研究框架。建立高质、高效的证券市场不仅要注重对融资主体的教育和监督,同时要加强对中介机构的引导和监管,提升服务质量,压实中介机构责任,充分发挥中介机构作用;尤其是在全面推行注册制改革的当下,承销商的“管家”作用得到进一步的加强,关注承销商在融资过程中的作用,有助于打破市场信息堰塞,帮助企业降低融资成本,提升金融服务实体经济的能力。本文对两种不同发行制度下承销商作用机制的分析研究,为注册制改革提供了宝贵的经验。

本文剩余部分按照如下方式组织:第1部分为相关文献与研究假设;第2部分为研究设计,介绍实证模型、样本数据来源、变量定义以及描述性统计;第3部分中展示了主要实证结果及分析;第4部分为影响机制分析;第5部分为稳健性与内生性分析;第6部分对本文进行总结。

1 相关文献与研究假设

承销商作为发行主体与投资者之间的桥梁,在市场具有重要的作用。承销商能够通过专业的信息生产和认证筛选功能向外部投资者传递证券发行企业的内部信息,缓解发行人与投资者之间的信息不对称问题(Booth and Smith, 1986)。承销商作为证券市场的多次参与者,在其多次、重复参与证券承销的过

程中建立起自身声誉,良好的承销商声誉是承销商实现认证功能的重要前提(Busaba and Chang, 2010)。承销商声誉是对其执业质量的担保,是对该承销商过去承销行为的综合衡量(Michaely and Shaw, 1994)。因此高声誉的承销商能够增强投资者对发债企业信息真实性的认可程度,缓解由信息不对称带来的逆向选择问题,从而帮助企业降低融资成本,承销商声誉的上述作用在股权融资还是债券市场普遍存在。

Chemmanur and Fulghieri (1994)通过考察承销商声誉的形成过程发现,声誉较高的承销商能够显著降低新股发行时发行人与投资者之间的信息不对称程度。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,从而降低了信息不对称程度(Erhemjants and Raman 2012)。Carter and Manaster (1990)通过构建同时考虑了发行人、承销商和投资者的模型指出,由高声誉承销商所承销的证券,其发行人公司价值的不确定性较低,从而IPO抑价的程度较低。当企业使用传统IPO发行上市方式时,承销商的声誉也是一个重要的考量因素(Humphery-Jenner et al., 2018)。关于债券市场的研究指出,使用高声誉承销商能向市场传递企业质量高的信号(Fang, 2005),投资者可通过承销商声誉间接评判发债企业质量。Livingston and Miller (2000)的研究指出,投资者认为由高声誉承销商承销的债券风险较低,因而相比同类债券索取的利率较低,从而降低了发债企业的发行成本。

国内现有以公司为切入点的研究多关注于股票市场,对债券市场的关注较少(刘洪林和卢瑞昌,2020)。关于债券成本的研究主要集中于发债主体角度对交易所债券的展开研究。基于我国债券市场分割的特点,高强和邹恒甫(2015)认为企业债与公司债由于发行主体不同,管理部门不同等原因,两者具有不同的定价机制。市场更重视企业债的流动性风险,对公司债则更重视信用风险,不同品种的债券不能混为一谈。方红星等(2013)提出上市公司自愿披露正面内部控制鉴证报告能够向外界释放高信息质量的积极信号,降低投资者面临的信息风险,从而使公司债券获得较低的信用利差,但这种作用在国有上市公司中却不显著。周宏等(2012)针对非上市公司债券的研究发现信息不对称程度与企业债券信用利差之间存在显著的正相关性。王雄元和高开娟(2017)研究指出,承销商能够降低由大客户风险造成的债券发行溢价。但目前鲜有文献从承销商主体角度对债券定价展开探讨。

2014年之前中国债券市场具有“刚性兑付”的独有特色。对于固定收益类证券来说,投资者最关注的是其按期还本付息的能力,当“刚性兑付”存在时,市场可能并不关注承销商对发债企业的信息挖掘和认证作用。类似地,姚红宇(2019)指出,在我国信用评级机构声誉机制的作用在市场出现违约现象后才得

以体现。此外,按照 Myers and Majluf (1984) 优序融资理论,企业一般按照内部融资、债权融资,最后股权融资的顺序进行融资。对于首次发行债券的企业来说,市场对其经营状况、财务数据、偿还能力较为陌生,进行信息挖掘的成本较高。而承销商作为债券市场的重复参与者,通过过往业务积累了声誉。如果承销商的声誉能够充分发挥,其对债券成本的降低作用应在首次发债中更为显著。但我国债券市场起步晚,市场发展程度相对较低,市场分割等问题客观存在,承销商的信息挖掘、降低交易成本的功能的完备性可能受到损害。因此,本文提出假设 1。

假设 1: 我国债券市场中,承销商能够降低债券成本,但其作用不能得到充分的发挥,对首次发债企业不具有显著影响。

进一步地,基于国外研究成果,如果承销商能够帮助企业降低债券成本,这意味着承销商通过专业能力帮助企业向市场提供了更多信息,降低信息不对称程度,降低了债券的风险。由于我国银行间债券市场采用注册发行制度,承销商的尽职与否对债券能否以较低成本成功发行具有重要作用。而公司债的发行上市需要获得证监会的审批,承销商的作用和功能相对弱化。因此,本文提出假设 2。

假设 2: 注册制下承销商能够通过降低信息不对称程度降低债券成本。

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

本文选取 2009 年至 2019 年银行间债券市场的中期票据以及交易所债券市场的公司债为主要研究对象。本文选取这一时期是由于交易所于 2007 年 8 月开展公司债试点工作,中期票据自 2008 年 4 月首次推出后,经历短暂暂停,于 2008 年 10 月再次启动,2009—2019 年样本期间较为全面的覆盖了我国公司信用类债券的发展全貌。在本文的研究中,债券发行信息、承销商信息以及企业财务信息均来自 Wind 数据库、RESSET 数据库以及中国货币网。对于由债券承销团进行承销的债券,本文以其簿记建档人为唯一主承销商。在剔除了缺失数据的样本后,我们得到银行间债券市场有效研究样本 5397 个,交易所债券市场有效研究样本 3074 个。为排除极端值影响,对所有连续变量在两侧 1% 处进行缩尾处理。

2.2 变量定义

1. 发行定价的衡量

我国市场的债券发行一般采用招标票面利率的方式进行定价,故发行时的

票面利率不仅直观地反映出投资者对该债券的风险预期以及所要求的回报,也是企业债券存续期内的固定支出。因此,本文以债券发行时的票面利率 *Coupon_rate* 衡量融资成本。此外,在稳健性检验中,本文还以债券的发行利差作为被解释变量。我们分别以同期且相同到期期限的国债收益率、银行隔夜拆借利率为基准,计算债券的发行利差,分别记为 *CS1* 和 *CS2*。

2. 承销商声誉的衡量

目前,我国关于承销商声誉的度量以市场份额排名为主。但鉴于我国承销商资质是逐步放松准入以及承销商的企业性质存在较大差异,单独使用市场份额不足以全面反映承销商的真实声誉(徐浩萍和罗炜,2007)。郭海星等(2011)采用最近三年承销商的总承销金额作为其声誉的代理变量,余峰燕和梁琪(2017)采用承销 IPO 次数作为代理变量,何志刚等(2018)以承销商的承销支数 and 市场份额加以权重计算,得到承销商声誉的计分排名。承销商可以通过接单笔大额业务的形式占据市场,维护声誉;也可以通过增加业务次数,增加其在承销市场的活跃度,建立良好声誉。鉴于银行间债券市场承销商以商业银行为主,交易所债券市场中以证券公司为承销商的情况,本文通过对承销金额以及承销只数进行因子分析,提取公因子作为双市场中统一可比的承销商声誉的代理变量 *f1*。同时,按照市场份额法的思想,本文对上一年度承销金额进行排序,选取前三名生成高声誉组($UR1=1$)哑变量。

此外,本文采用上一年度的证券公司分类评级结果,建立承销商声誉指标 *urrating*,对交易所债券市场承销商研究进行有益补充。证监会自 2009 年出台《证券公司分类监管规定》后,每年定期发布《证券公司分类评级结果》。根据《证券公司分类监管规定》,证券公司的风险管理能力、市场竞争力、持续合规状况等方面被纳入考察范围,最终形成 A(AAA、AA、A)、B(BBB、BB、B)、C(CCC、CC、C)、D、E 共计 5 大类的 11 个级别,历年来最低评级为 CC 级。本文按照子级进行赋值,最低级别 E 级为 1,依次递增,最高级别 AAA 级为 11,对应生成指标 *urrating*。

2.3 模型设计

为了检验承销商声誉对债券成本的影响,本文建立以下模型进行研究:

$$\text{Coupon_rate} = \beta_0 + \beta_1 \text{UR} + \varphi \text{Controls} + \text{FE} + \varepsilon \quad (1)$$

式(1)中,*Coupon_rate* 表示债券发行时招标定价的票面利率。我们主要关心解释变量承销商声誉 *UR* 对企业债券成本的影响,如前所述,本文将 *f1* 作为衡量声誉的主要变量,以 *UR1*、*urrating* 作为辅助变量来进行考察。基于过往研究揭示出其他影响债券成本的因素,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 Controls。为缓解内生性问题,本文采用滞后一期的企业财务数据。FE 表示回归模型加入年份固定效应、行业固定效应,以控制行业内不随时间变化的以及特定年份的影响因素。

为检验承销商降低债券成本的影响机制,本文建立以下模型进行研究:

$$\text{Coupon}_{\text{rate}} = \beta_0 + \beta_1 \text{UR} \times \text{Intan} + \beta_2 \text{UR} + \beta_3 \text{Intan} + \varphi \text{Controls} + \text{FE} + \varepsilon \quad (2)$$

式(2)中,Intan 表示无形资产占总资产的比重。本文参考 de Miguel and Pindado (2001)做法,以无形资产占总资产的比例衡量发债主体和投资者之间的信息不对称程度。周宏等(2012)采用该指标考察了信息不对称程度对债券价格波动的影响。相比于固定资产,每个企业的无形资产是其较为独特的资源,未来能给企业带来回报,这也导致外部投资者难以准确的评估企业无形资产价值,增加了企业信息不对称程度。因此更需要中介机构发挥其应有的作用,来降低信息不对称程度。我们重点考察承销商声誉与信息不对称程度的交叉项 UR×Intan,预期交叉项系数 β_1 为负。承销商信息披露的作用在推行注册制发行的银行间债券市场应比审核制的交易所债券市场具有更加显著的作用。其他主要变量的定义如表1所示。

表1 主要变量定义

	变量名称	变量符号	变量描述
	主体评级	f_Rating	评级为 AAA 类时,取值为 4;评级为 AA+类,取值为 3;评级为 AA 类时,取值为 2;评级为 AA-类及以下时取值为 1
债券特征	债券期限	Duration	债券的到期期限
	债券发行规模	B_Size	债券发行金额的自然对数
	是否有赎回权	Option	哑变量,企业有权提前赎回时取 1,无权提前赎回时取 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
公司特征	上市与否	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	F_Size	债券发行前一年总资产的自然对数
	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
	杠杠率	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
	流动比率	CR	债券发行前一年企业的流动比率

2.4 描述性统计

表2中是对本章主要变量的描述性统计,左侧为银行间债券市场相关指标,右侧为交易所债券市场相关指标。银行间债券市场中债券成本指标 Coupon_Rate 均值为 5.423,高于交易所市场的 5.079。银行间市场的承销商声誉指标 $f1$ 均值为 1.99,高于交易所市场。对比发债主体信用评级指标 f_Rating 可发现,在两个市场中均存在信用评级整体较高的情况,在交易所债券市场中更加严重,市场中 AAA 级债券占比超过一半。债券市场的发行主体以国有企业为主,在银行间债券市场上,国企债券发行数量达到 85% 以上;交易所债券市场中国企的比例也高达 67%。银行间上市公司指标均值为 0.149,远低于交易所债券市场的 0.408,说明银行间债券市场中非上市企业占据了相当高比例。在本文接下来的部分中,本文将通过多元回归等方法进行研究,以揭示出承销商作为金融中介服务机构对债券成本的影响。

表2 描述性统计

变量符号	银行间债券市场			交易所债券市场		
	<i>N</i>	Mean	Std. Dve	<i>N</i>	Mean	Std. Dve
Coupon_Rate	5397	5.423	1.152	3074	5.079	1.309
$f1$	5397	1.990	1.001	3074	1.398	0.963
f_Rating	5397	2.982	0.889	3074	3.203	0.911
List	5397	0.149	0.356	3074	0.408	0.492
Duration	5397	4.064	1.330	3074	4.867	1.821
Option	5397	0.364	0.481	3074	0.689	0.463
B_Size	5397	2.194	0.778	3074	2.302	0.775
BIG4	5397	0.071	0.257	3074	0.185	0.388
SOE	5397	0.854	0.354	3074	0.673	0.469
Age	5397	16.58	7.758	3074	17.90	7.337
F_Size	5397	10.85	1.280	3074	6.444	1.581
ROA	5397	3.998	3.216	3074	5.392	3.923
Growth	5397	0.193	0.364	3074	2.751	1.135
Leverage	5397	62.27	13.37	3074	62.59	15.26
CR	5397	1.813	1.699	3074	0.777	0.940

3 实证结果分析

首先,本文两个债券市场中承销商对债券成本的影响,回归结果见表3。从第1列和第4列可以看出,承销商综合声誉指标 $f1$ 系数显著为负,两者均在 1%

的水平显著。承销商声誉能够显著的降低债券成本,声誉越高,对债券成本的降低作用更强。我们使用市场份额指标(UR1)以及证监会券商分类结果指标(urrating)对声誉进行衡量得到同样的结果(列(2)和列(5))。同时引入两个维度的指标后,UR1和urrating的显著性下降,说明我们对承销商声誉建立的综合指标 $f1$ 能够较好的揭示承销商在市场上的表现。

表3 主回归结果

	银行间债券市场 Coupon_Rate			交易所债券市场 Coupon_Rate		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$f1$	-0.054*** (-4.53)		-0.038** (-2.22)	-0.099*** (-5.62)		-0.083*** (-4.22)
UR1		-0.096*** (-4.17)	-0.049 (-1.48)			
urrating					-0.070*** (-5.40)	-0.029* (-1.83)
f_Rating	-0.515*** (-25.46)	-0.520*** (-27.75)	-0.514*** (-25.43)	-0.640*** (-19.19)	-0.645*** (-19.29)	-0.639*** (-19.10)
Duration	0.036*** (4.14)	0.042*** (5.21)	0.036*** (4.16)	0.002 (0.27)	0.004 (0.52)	0.003 (0.41)
Option	0.446*** (17.50)	0.439*** (17.34)	0.446*** (17.50)	0.095*** (3.09)	0.107*** (3.48)	0.095*** (3.07)
B_Size	-0.065*** (-3.35)	-0.062*** (-3.36)	-0.065*** (-3.33)	-0.098*** (-4.14)	-0.096*** (-3.98)	-0.097*** (-4.07)
List	-0.079** (-2.46)	-0.064** (-2.15)	-0.079** (-2.44)	-0.037 (-0.93)	-0.028 (-0.71)	-0.035 (-0.88)
SOE	-0.662*** (-16.55)	-0.634*** (-17.04)	-0.663*** (-16.58)	-0.999*** (-22.56)	-1.000*** (-22.53)	-0.998*** (-22.54)
Age	-0.004*** (-2.95)	-0.004*** (-2.91)	-0.004*** (-2.92)	-0.013*** (-6.34)	-0.012*** (-6.02)	-0.013*** (-6.24)
BIG4	-0.200*** (-5.21)	-0.187*** (-5.22)	-0.200*** (-5.19)	-0.236*** (-5.42)	-0.212*** (-4.82)	-0.236*** (-5.41)
F_Size	0.027* (1.77)	0.026* (1.79)	0.028* (1.82)	0.048*** (2.68)	0.045** (2.49)	0.048*** (2.70)
ROA	-0.010** (-2.46)	-0.013*** (-3.81)	-0.010** (-2.43)	-0.002 (-0.29)	-0.000 (-0.02)	-0.001 (-0.25)
Growth	-0.087*** (-2.99)	-0.087*** (-3.13)	-0.087*** (-2.99)	0.000 (0.42)	0.000 (0.60)	0.000 (0.42)
Leverage	0.008*** (7.81)	0.007*** (8.04)	0.008*** (7.80)	0.010*** (7.46)	0.010*** (7.31)	0.010*** (7.35)

续表

	银行间债券市场 Coupon_Rate			交易所债券市场 Coupon_Rate		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CR	0.009 (1.05)	0.005 (0.63)	0.009 (1.00)	-0.008 (-0.47)	-0.014 (-0.74)	-0.009 (-0.49)
Constant	6.228*** (39.93)	6.303*** (42.79)	6.253*** (39.81)	8.414*** (38.10)	8.981*** (39.62)	8.592*** (34.42)
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	5397	5397	5397	3074	3074	3074
R-squared	0.580	0.576	0.580	0.655	0.650	0.655

注: Robust *t*-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

从控制变量来看,在两个不同的市场中,各个指标的作用并不完全一致,支持了本文开头提出的两个市场既有相同点,又有不同点的特征,两个市场需要分类讨论。具体来说,在银行间债券市场,债券期限越长,债券的票面利率显著升高;发行主体为上市公司的票面利率显著低于非上市公司。而在交易所债券市场中,发行主体是否为上市公司以及债券的期限并没有导致债券票面利率的显著差异。这里存在一个可能的解释是交易所作为场内市场,债券二级市场相对活跃,债券流动性较高,发行主体是否为上市公司以及债券的期限对票面利率的影响相对较小。在两个不同的债券市场中,国有企业(SOE=1)的融资成本均显著的低于非国有企业,国企“信仰”现象存在。

本文进一步考察了承销商在中国债券市场能否发挥全部的作用。如前文所述,我们首先考察整体市场环境的影响。2014年“超日债”违约打破了我国债券市场特有的“刚性兑付”,对市场参与者的投资理念产生巨大影响,该事件后我国债券市场违约逐渐常态化,违约这一市场行为逐渐被债市投资者接受。因此我们以2014年为界线区分债券市场的市场化程度。从表4前两列可以看出,在债券市场存在“刚性兑付”这一独特现象时,不论是银行间债券市场亦或交易所市场中,承销商声誉对债券成本均不具有显著的影响。当债券市场趋向市场化后,承销商的功能得以显现(列(3)、(4))。

对控制变量进行分析发现,2014年债券市场打破“刚性兑付”使得债券市场的认知发生了较大的变化。在2014年之前,不论是银行间债券市场还是交易所债券市场,债券的期限都对票面利率具有显著的正向作用,债券期限越长,票面利率越高。但2014年打破“刚性兑付”之后,债券能否存续至到期存在不确定性,债券期限对票面利率的影响下降。我国债券发行市场中附有条件的债券,赋予了债务人较多权益,例如提前偿还、债券存续期调整等,从债权人利益

出发的附加条件较少或没有。换句话说,附权债券增加了债权人的不确定性。在打破刚性兑付之前,附有条件的债券可作为一个信号,从侧面说明企业对持续经营发展的信心,部分彰显了企业的议价能力,从而降低债券票面利率。但在打破“刚性兑付”之后,附有条件的债券进一步增加了债权人的风险,其融资成本要显著地高于无附加条件债券。对比两个市场中企业性质对票面利率的影响可以发现,国有企业的融资成本一直以来显著的低于非国有企业。在2014年之后,国有企业虽有违约,但整体违约比例远远小于民企,市场避险情绪严重,这使得不同企业性质间的融资成本差异进一步加大。以上种种变化均揭示了以2014年为分割点对债券市场分阶段研究的必要性。此外,本文以2013年、2015年为界进行动态分析(列(5)~(8)),结论再次验证了债券市场整体市场化程度对承销商功能发挥的影响,在中国债券市场中,承销商声誉并不是一贯有效的,在市场化转变后才得以发挥作用。

表4 市场化程度分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	市场化程度低		市场化程度高		2013年之前		2015年之后	
	银行间	交易所	银行间	交易所	银行间	交易所	银行间	交易所
<i>f1</i>	0.005 (0.12)	0.017 (0.35)	-0.061 *** (-5.00)	-0.111 *** (-5.88)	0.007 (0.15)	0.067 (1.08)	-0.061 *** (-4.82)	-0.112 *** (-5.88)
<i>f_Rating</i>	-0.439 *** (-12.25)	-0.646 *** (-8.04)	-0.592 *** (-25.33)	-0.671 *** (-18.38)	-0.381 *** (-9.45)	-0.685 *** (-7.35)	-0.595 *** (-22.57)	-0.671 *** (-18.12)
<i>Duration</i>	0.155 *** (7.80)	0.080 *** (4.32)	0.028 *** (2.96)	-0.001 (-0.11)	0.157 *** (7.79)	0.101 *** (4.34)	0.016 (1.44)	0.001 (0.07)
<i>Option</i>	-0.230 *** (-2.64)	-0.135 (-1.26)	0.462 *** (17.60)	0.096 *** (2.95)	-0.359 *** (-4.50)	-0.169 (-1.26)	0.479 *** (17.37)	0.107 *** (3.26)
<i>B_Size</i>	-0.055 (-1.44)	0.099 (1.36)	-0.072 *** (-3.26)	-0.114 *** (-4.46)	-0.143 *** (-3.62)	0.017 (0.19)	-0.072 *** (-2.93)	-0.119 *** (-4.62)
<i>SOE</i>	-0.174 ** (-2.50)	-0.328 ** (-2.57)	-0.808 *** (-18.12)	-1.127 *** (-23.49)	-0.138 (-1.42)	-0.301 * (-1.95)	-0.831 *** (-16.77)	-1.131 *** (-23.14)
<i>other controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	1076	320	4321	2754	605	194	3636	2608
<i>R-squared</i>	0.617	0.590	0.599	0.650	0.774	0.671	0.563	0.640

注:Robust *t*-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

按照本文前述,若承销商能够全面发挥作用,则应该对信息不对称程度较高的首次发行债券具有更显著的影响。本文以是否为企业首支债券为准,将样

本分为首次发行债券组以及非首次发债组,进一步考察承销商的作用。从表5中前两列可以看出,在两个分割的债券市场中,承销商的声誉对首次发行债券的成本均不具有显著的影响。承销商声誉仅能对非首次发行的债券产生负向影响(列(3)、(4)),承销商声誉越高,对债券成本的降低作用越强。

表5 承销商作用完备性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	首次发债		非首次发债	
	银行间	交易所	银行间	交易所
<i>f</i> ₁	-0.013 (-0.46)	-0.022 (-0.64)	-0.070 *** (-5.32)	-0.139 *** (-6.51)
<i>f</i> _{Rating}	-0.569 *** (-14.81)	-0.764 *** (-15.44)	-0.510 *** (-20.88)	-0.632 *** (-13.43)
Duration	0.084 *** (4.60)	-0.007 (-0.40)	0.024 ** (2.44)	0.013 (1.60)
Option	0.343 *** (5.74)	0.068 (1.10)	0.443 *** (15.72)	0.100 *** (2.74)
B_Size	-0.059 (-1.64)	-0.090 ** (-2.05)	-0.061 *** (-2.61)	-0.105 *** (-3.60)
SOE	-0.527 *** (-7.64)	-0.888 *** (-12.20)	-0.750 *** (-15.09)	-1.132 *** (-19.98)
other controls	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Observations	1640	1111	3757	1963
R-squared	0.582	0.644	0.571	0.657

注:Robust *t*-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

至此,假设1得到验证,承销商能够降低债券成本,但其作用的并不能充分发挥。进一步我们将探讨承销商如何能够降低债券成本以及哪些因素限制了承销商功能的发挥。

4 影响机制分析

4.1 承销商降低债券成本的作用渠道

在前文,本文通过一系列检验揭示了承销商声誉能够部分降低债券成本。本节将进一步的对承销商降低债券成本的作用机制进行分析。如前文所述,承

销商作为金融中介服务机构通过其专业能力对企业内部信息进行调研分析,并通过规模效应低成本地向市场披露更多的企业信息,从而降低企业融资成本。当无形资产占总资产的比重较高时,外部投资者挖掘企业内部信息的难度高,投资风险大。本文定义在各自债券市场中,无形资产占比前 25% 的为高 Intan 组,信息不对称程度较高。从表 6 前两列可以看出,在银行间债券市场,承销商声誉对不同信息不对称程度的债券成本均具有显著的降低作用。进一步引入承销商声誉与信息不对称程度交叉项,交叉项系数显著为负(列(3)),承销商在信息不对称较高的债券中对债券成本的降低作用要显著的强于低信息不对称债券。在交易所债券市场中,承销商能够显著的降低两类信息不对称程度的债券票面利率,但组间差异并不显著。也就是说,在审批发行制度下,债券能否发行上市取决于监管部门的审批,承销商并不是通过降低信息不对称程度来降低债券的发行成本。审批制下承销商声誉的作用机制不在本文的关注范围内,故未作进一步探讨。

表 6 承销商声誉作用机制分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	银行间			交易所		
	高 Intan 组	低 Intan 组	ALL	高 Intan 组	低 Intan 组	ALL
Intan1_f1			-0.074 *** (-3.46)			
Intan2_f1						-0.049 (-1.38)
f1	-0.074 *** (-3.80)	-0.042 *** (-2.86)	-0.033 ** (-2.31)	-0.114 *** (-5.32)	-0.089 *** (-2.69)	-0.071 ** (-2.28)
Intan1			0.130 *** (4.43)			
Intan2						0.052 (1.36)
controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	1473	3924	5397	2018	1056	3074
R-squared	0.585	0.588	0.580	0.629	0.672	0.645

注: Robust *t*-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

4.2 承销商内部治理与其作用完备性

前文,我们的研究指出,承销商声誉能够降低债券成本,但其功能的完备性

受到限制,对首次发行债券的企业融资成本不具有显著的降低作用。本文从承销商角度进一步研究哪些因素限制了承销商声誉作用的完全发挥。金融机构虽具有不同于非金融企业的性质,但其本质依然是社会中企业的一种。承销商作为金融中介机构,其声誉的发挥是否受到承销商自身治理水平的影响值得我们进一步的探讨。

本文选用企业社会责任和违规处罚次数两个维度对承销商内部治理情况进行衡量。(1)企业社会责任(CSR)。Brammer et al. (2006)发现企业社会责任表现是影响企业声誉的因素之一。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,其作为一个信号,传递了企业经营绩效良好,关注员工、环境等利益相关者的利益,关注社会问题。具有企业社会责任报告的承销商能够展示其较好的内部治理水平。我们按照承销商是否具有企业社会责任报告,将样本分为无CSR组和有CSR组。(2)承销商违规次数。承销商被处罚的次数多,违规行为多,则其执业水平、企业内部治理相对薄弱;违规处罚次数少,则合规程度高,内部治理相对良好。由于两个债券市场中的承销商分别为商业银行和证券公司,分属银行间交易商协会银保监会以及证监会进行监管,本文手动收集承销商被监管部门处罚的违规次数,将各自市场中,被处罚次数居于前25%的样本定义为高违规组,其余定义为低违规组。对首次发债样本的回归结果见表7。

表7 承销商内部治理调节效应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	无 CSR		有 CSR		高违规		低违规	
	银行间	交易所	银行间	交易所	银行间	交易所	银行间	交易所
β_1	-0.025 (-0.38)	0.003 (0.07)	-0.118*** (-3.29)	-0.077 (-1.27)	0.030 (0.39)	0.049 (0.28)	-0.065*** (-2.92)	0.023 (0.53)
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
Observations	512	673	1128	438	267	76	1373	1035
R-squared	0.690	0.659	0.581	0.654	0.313	0.753	0.584	0.429

注: Robust t -statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

从表7前两列可以看到,当承销商不具有企业社会责任报告时,不论是银行间市场还是交易所市场,承销商的声誉对首次发债的债券成本不具有显著的影响。当承销商具有社会责任报告、承销商内部治理水平较好时,在实行注册制的银行间债券市场中,承销商能够显著的降低首次发债企业的债券成本(列(3))。

而在推行审核制的交易所债券市场中,承销商的内部治理并没有得到市场的认可,即使是内部治理较好的承销商,也未能显著的降低首次发债企业的成本(列(4))。此外,本文采用违规次数衡量承销商的内部治理水平,得到同样的结论,结果列示在列(5)~列(8)。

本节从承销商的内部治理角度对承销商声誉功能的作用机制进行研究。对比承销商在不同债券市场的表现可以发现,在市场化程度更高、中介机构尽职与否更为关键的注册制下,承销商的内部治理水平对承销商声誉机制的发挥具有重要的影响作用,而这一作用在审核制下并不显著。在注册制发行的银行间债券市场中,承销商的内部治理水平受到市场关注,内部治理水平的高低显著地影响了承销商声誉机制能否得以充分的发挥。当承销商内部治理较好时,承销商声誉能够显著的降低首次发行债券主体的发行成本。而在审核制发行债券的交易所债券市场中,债券能否发行取决于能否拿到监管部门的批文,承销商的内部治理水平并没有被市场关注。

5 稳健性检验与内生性分析

为了检验结果的稳健性,本节采用多种方式衡量债券成本变量。本文分别以同期国债以及隔夜银行间拆借利率为基准来计算债券发行利差作为债券融资成本代理变量,分别记为CS1,CS2。按照式1进行回归后发行,承销商声誉能够显著的降低债券融资成本(表8列(1)、(2))。以市场份额法衡量的承销商声誉UR1变量进行市场化程度和承销商作用完备性检验,结果与前文一致(列(3)~(6))。此外,本文同样使用承销商证监会分类结果指标 *urrating* 以及按照综合声誉指标哑变量进行稳健性检验,结果一致,由于篇幅限制,略去回归结果。

前文,本文初步验证了承销商声誉对债券成本的降低作用,但这两者之间也可能存在内生性问题。其一,高声誉的承销商为了维护声誉可能主动选择本身经营状况良好,还款能力较强的企业来进行承销;其二,承销商可能会选择经营能力良好的企业或者基于对合作承销商专业能力的认可从而选择成为联席主承销商,这均将带来反向因果问题。另外一方面,虽然本文通过引入行业固定效应和年份固定效应来缓解遗漏变量问题,但在更加宏观的层面上可能仍有遗漏变量问题。参照林晚发和刘苏琳(2018)的研究,我们选择行业平均承销商声誉作为工具变量,通过Heckman两阶段模型来缓解内生性问题。在Heckman两阶段模型中,本文构建承销商综合声誉指标的虚拟变量(*fl_dum*),定义综合声誉值位于前25%的,*fl_dum*=1。如果与该公司处于同一行业的企业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。同时,该行业均值变量并不会直接影响到公司的债券融资成本。因此承销商声誉行业均值变量同时满足了工具变量的相关性和排他性要求。控制内生性问题之后,本文探讨的承销商对债券成本的降低作用依然存在(列(7))。受限于篇幅,略去交易所市场回归结果。

表8 稳健性检验与内生性分析(银行间债券市场)

	债券利差		Coupon_Rate				两阶段
	CS1	CS2	2014 前	2014 后	IPO=1	IPO=0	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
$f1$	-0.052*** (-4.17)	-0.052*** (-4.28)					
UR1			0.027 -0.42	-0.102*** (-2.95)	-0.034 (-0.59)	-0.086*** (-2.64)	
f1_dum							-0.068*** (-2.67)
IMR1							-0.186*** (-2.73)
Observations	5397	5397	1076	4321	1640	3757	5397
R-squared	0.457	0.45	0.251	0.51	0.438	0.464	0.537
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

注:Robust t -statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

6 总结

在全面推行注册制改革的大背景下,本文首先关注在两种不同发审机制中,承销商对企业债券融资成本的影响。整体上来说,不论是在银行间债券市场还是交易所债券市场,声誉较高的承销商均能够显著地降低债券成本。但我国债券市场中承销商声誉功能并不完备,在2014年债券市场打破“刚性兑付”后才逐渐发挥作用。虽然我国债券违约逐步常态化,但所谓投资“信仰”依然存在,以2020年华晨和永煤债券违约事件为例,风险事件依然对市场造成较大影响,债券市场整体市场化程度还存在提升空间。

其次,本文对承销商声誉机制的发挥途径进行了分析。研究发现,在推行注册制的银行间债券市场中,承销商发挥了信息挖掘的功能,降低了企业与债券市场投资者间的信息不对称程度,从而降低债券的融资成本。但在审核发行制度的交易所债券市场中,承销商并不具有相应的功能。

最后,针对承销商对首次发债企业并不具有显著作用这一问题进行了深入研究。本文从承销商内部治理角度展开分析,研究指出,在采用注册制的银行间债券市场中,承销商内部治理水平的高低制约了承销商声誉能否充分的发挥。对于内部治理水平较高的承销商,其声誉得到市场的认可。内部治理水平高的承销商能够显著地降低首次发行债券企业的发债成本。而在交易所债券市场中,即使是内部治理水平较高的承销商,依然无法对首次发债企业融资成本产生显著影响。

在市场化程度更高的注册制下,承销商能够较好的发挥信息挖掘的作用。承销商的内部治理水平越高,承销商的声誉越可靠,形成一个好的信号,其对债券成本的降低作用更强。因此,在推行注册制改革时,需压实承销商责任,注重提高承销商的内部治理水平,引导承销行业更加健康、良性的发展。加强对承销商的监管也有助于打破证券融资市场信息壁垒,降低企业融资成本,切实提升金融服务实体经济能力。

参考文献

- 方红星,施继坤,张广宝. 2013. 产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据[J]. 金融研究,(4): 170-182.
- Fang H X, Shi J K, Zhang G B. 2013. Ownership type, information quality, and corporate bond pricing: The empirical evidence from capital market in China[J]. *Journal of Financial Research*, (4): 170-182. (in Chinese)
- 高强,邹恒甫. 2015. 企业债与公司债二级市场定价比较研究[J]. 金融研究,(1): 84-100.
- Gao Q, Zou H F. 2015. A comparative study on the secondary market pricing of China's enterprise bonds and corporate bonds[J]. *Journal of Financial Research*, (1): 84-100. (in Chinese)
- 郭海星,万迪昉,吴祖光. 2011. 承销商值得信任吗——来自创业板的证据[J]. 南开管理评论, 14(3): 101-109.
- Guo H X, Wan D F, Wu Z G. 2011. Do underwriters deserve trust: The evidence from China growth enterprise market[J]. *Nankai Business Review*, 14(3): 101-109. (in Chinese)
- 何志刚,刘畅,周泉. 2018. 承销认证机制能缓解信用债的信息不对称吗? [J]. 会计与经济研究, 32(6): 83-97.
- He Z G, Liu C, Zhou Q. 2018. Can underwriter certification mechanism alleviate information asymmetry of the corporate debenture market? [J]. *Accounting and Economics Research*, 32(6): 83-97. (in Chinese)

- 林晚发, 刘苏琳. 2018. 技术员工高比例的反噬效应: 来自债券市场的证据[J]. 珞珈管理评论, (1): 151-169.
- Lin W F, Liu S L. 2018. The Counterbite effect of the high proportion of technical employees: Evidence from the bond market[J]. *Luojia Management Review*, (1): 151-169. (in Chinese)
- 刘洪林, 卢瑞昌. 2020. 中国公司债的事件研究方法 with 模型选择[J]. 经济学报, 7(1): 127-171.
- Liu H L, Lu R C. 2020. Event study methodology and model selection for Chinese corporate bonds[J]. *China Journal of Economics*, 7(1): 127-171. (in Chinese)
- 王雄元, 高开娟. 2017. 如虎添翼抑或燕巢危幕: 承销商、大客户与公司债发行定价[J]. 管理世界, (9): 42-59.
- Wang X Y, Gao K J. 2017. A tiger with wings or a swan's nesting: Underwriters, key clients and corporate bond issuance pricing[J]. *Management World*, (9): 42-59. (in Chinese)
- 徐浩萍, 罗炜. 2007. 投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究[J]. 经济研究, 42(2): 124-136.
- Xu H P, Luo W. 2007. Reputation effect of investment banks: Research from aspects of market share and service quality[J]. *Economic Research Journal*, 42(2): 124-136. (in Chinese)
- 姚红宇. 2019. 评级机构声誉机制与评级上调——来自中国信用评级的证据[J]. 经济学报, 6(2): 125-154.
- Yao H Y. 2019. Credit rating agency reputation and rating inflation: Evidence from the Chinese credit ratings[J]. *China Journal of Economics*, 6(2): 125-154. (in Chinese)
- 余峰燕, 梁琪. 2017. 地方关系承销与市场定价有效性研究——基于承销商独立性视角[J]. 金融研究, (5): 143-159.
- Yu F Y, Liang Q. 2017. Local relationship underwriting and market pricing efficiency[J]. *Journal of Financial Research*, (5): 143-159. (in Chinese)
- 周宏, 林晚发, 李国平, 等. 2012. 信息不对称与企业债券信用风险估价——基于2008—2011年中国企业债券数据[J]. 会计研究, (12): 36-42.
- Zhou H, Lin W F, Li G P, et al. 2012. Information asymmetry and credit risk valuation of corporate bonds: Based on the data of Chinese corporate bonds from 2008 to 2011[J]. *Accounting Research*, (12): 36-42. (in Chinese)
- Booth J R, Smith II R L. 1986. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis[J]. *Journal of Financial Economics*, 15(1/2): 261-281.
- Brammer S, Brooks C, Pavelin S. 2006. Corporate social performance and stock returns:

- UK evidence from disaggregate measures [J]. *Financial Management*, 35(3): 97-116.
- 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, Manaster S. 1990. Initial public offerings and underwriter reputation[J]. *The Journal of Finance*, 45(4): 1045-1067.
- Chemmanur T J, Fulghieri P. 1994. Investment bank reputation, information production, and financial intermediation[J]. *The Journal of Finance*, 49(1): 57-79.
- de Miguel A, Pindado J. 2001. Determinants of capital structure: New evidence from spanish panel data[J]. *Journal of Corporate Finance*, 7(1): 77-99.
- Dong M, Michel J S, Pandes J A. 2011. Underwriter quality and long-run IPO performance[J]. *Financial Management*, 40(1): 219-251.
- Erhemjants O, Raman K. 2012. The role of investment bank reputation and relationships in equity private placements [J]. *The 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.
- Humphery-Jenner M, Karpavicius S, Suchard J A. 2018. Underwriter relationships and shelf offerings[J]. *Journal of Corporate Finance*, 49: 283-307.
- Livingston M, Miller R E. 2000. Investment bank reputation and the underwriting of nonconvertible debt[J]. *Financial Management*, 29(2): 21-34.
- Michael R, Shaw W H. 1994. The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories [J]. *The Review of Financial Studies*, 7(2): 279-319.
- Myers S C, Majluf N S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.

Underwriter's Reputation and Bond Financing Cost under Different Issuing Mechanisms

Yujie Zhu Shangran Zhang

(Tsinghua University, School of Economics and Management)

Abstract The comprehensive implementation of the reform of the registration system is a key point of deepening the reform of China's capital market. In the registration system

centered on information disclosure, underwriters play important roles in purifying the asset market environment and maintaining the order of the capital market. Due to the approval-based system used in the stock exchange bond market and the registration system used in the inter-bank bond market, this paper takes China's bond market as an example to study the role of underwriters under different issuing mechanisms. It is found that the reputable underwriters can reduce the financing cost of bonds, but the reputation of underwriters do not have a significant effect on the financing cost of bonds in the case of "rigid payment", which means insufficient marketization in the bond market. In addition, under the registration system, the underwriters' internal governance level can significantly improve their ability to perform duties, but under the approval system, the underwriters' internal governance level has not been recognized by the market.

JEL Classification G24, G34, D22