

可操纵应计能否帮助企业缓解融资约束

张 川, 韩晓梅(博士生导师)

【摘要】 本文以2006~2013年我国A股上市公司为样本,探讨了上市公司能否通过可操纵应计缓解外部融资约束。研究表明:融资约束公司相对于非融资约束公司拥有更高的可操纵应计;在融资约束公司中,投资机会较多的公司比投资机会较少的公司有更高的可操纵应计;有融资约束且存在较高可操纵应计的公司能获得显著更多的外部融资。本文的研究结论为可操纵应计可能被用于融资决策提供了经验证据。

【关键词】 融资约束; 投资机会; 可操纵应计; 外部融资

【中图分类号】 F275.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)20-0008-6

一、引言

融资决策是公司最重要的决策行为之一,其中融资约束问题不仅是公司长期面临的问题,也是学术界近二十几年来相关研究的焦点。早期研究大部分是基于MM理论展开的。Modigliani和Miller(1958)的理论以完美市场为假设前提,认为企业投资行为只和资本成本有关,而与融资行为无关。新古典投资理论又以MM理论为基础提出投资只与资本成本和投资需求(机会)有关,而与融资决策无关的观点。在完美市场中,则不存在融资约束和操纵应计的问题,是因为:要素可以自由流动,企业可以同样的成本并在任意时点从市场筹集所需资金;不存在信息不对称,企业缺乏资金也可以立即获取外部资金以及资本市场响应。但无论是MM理论还是新古典投资理论的假设前提都非常严格,并且在现实市场中无法找到这样的市场条件。

委托代理问题、交易成本和信息不对称的存在都为市场的非完美提供了客观证据,这也是融资约束问题产生的根本原因。基于信息不对称理论,Myers和Majluf(1984)认为,信息不对称引发了逆向选择,导致了内外部融资成本差异,而这种差异造成了公司融资问题。1988年,FHP在此基础上提出了融资约束理论,并试图采用投资现金流敏感性来区分融资约束公司。由此,对融资约束的研究一直延续至今。综合而言,这些理论表明公司投资行为受未来投资收益的影响(即受未来有价值投资机会的影响),企业在投资之前可能受融资约束的制约。

信息不对称印证了市场的非完美,它不仅会导致企业的融资约束问题,也是盈余操纵行为产生的根源。而公司管理层也正是利用信息不对称的存在,通过操纵盈余来影响利益相关者决策以获取外部融资,因此获取外部融资往往是企业

进行盈余操纵的重要动机。当企业拥有投资需求或者投资机会但面临融资约束时,公司管理层就会利用可操纵应计(用“可操纵应计”更倾向于反映其积极的信息传递作用。本文的立场是检验存在投机机会的融资约束公司,利用战略收益报告或可操纵性应计的报告向市场传递具有积极前景的信号看是否能够缓解融资约束,并潜在地帮助融资约束公司为有价值的投资提供资金,因此采用了可操纵应计的说法,而非盈余管理)。由于投资者等利益相关者往往通过盈余报告获取企业的内部信息来做出投资决策,公司管理层就会通过可操纵应计来影响企业的盈余报告,以传递积极的盈余信息,以此来缓解企业融资问题。换言之,较高的操纵应计正是通过向市场传递积极的盈余信息来改善企业融资的,对于有投资机会的公司来说更是如此,存在投资机会的融资约束公司管理层清楚地知道企业是否存在有价值的投资项目,而外界投资者却并不知道,当管理层面临融资约束时,通常会提高可操纵应计以缓解融资问题。

上述理论的提出至今已经二十多年(从融资约束理论的提出开始算起),在此基础之上的研究汗牛充栋,如融资顺序理论、融资约束与投资现金流敏感性研究、融资约束衡量方法的争论、投资机会衡量偏误的探讨、最佳现金持有量的研究以及盈余管理和投资之间的研究等,但是将融资约束、可操纵应计(或者说盈余管理)与投资机会联系起来的研究相对较少。最近几年学者们才将目光转移到融资约束对可操纵应计的影响上来,对于国内也是如此,如大量学者认为权益融资是企业盈余管理行为的重要动因(Teoh等,1998;Rangan,1998;Darrough和Rangan,2005;Cohen和Zarowin,2010)。国内学者如魏明海(2000)、李增福等(2011)也提出类似的观点。对债务融资与盈余管理关系的研究则多是从债务

契约的公司治理效应展开的,即管理者会通过盈余管理行为提高业绩以满足债务条款的要求(Watts和Zimmerman,1990;Sweeney,1994;陆正飞等,2008;李增福等,2011)。但是相关研究还有进一步探讨的空间,比如融资约束公司虽然对可操纵应计有激励作用,然而却没有进一步区分有投资机会和缺乏投资机会的公司盈余操纵的动机是否不同,也没有进一步跟踪进行盈余操纵的融资约束公司以考察其是否真的能够缓解融资约束。

一方面,从现实角度来看,现金流如同企业的血脉,关系到企业的健康发展甚至生死存亡,而现金流的来源无非是企业内部积累和外部筹集。内部积累的资金虽然成本低、财务风险小,但是积累的过程缓慢,难以满足企业发展壮大的需求。所以,企业只能将对资金的渴望诉诸企业外部的资金市场和资本市场。内部融资成本和外部融资成本存在着明显的差异,使得企业普遍存在融资约束问题。国家相关部门一直致力于整治不合理的融资成本和复杂的融资环节,试图减轻企业外部融资成本负担。这从侧面反映了融资问题是困扰广大企业发展的普遍问题,我国金融市场相对来说还不够发达,融资约束问题是难以回避的长期问题。

另一方面,由于市场信息不对称、侵占中小投资者权益、“内幕交易”问题层出不穷,使得财务报告的可靠性、可依赖性受到质疑。盈余管理一直饱受监督管理层的非议,但是在学术界却褒多于贬,可操纵应计到底能不能向投资者提供更有价值的业绩信息从而增加企业的外部融资呢?这也正是本文将要探讨的问题。

二、理论分析及研究假设

(一)融资约束与可操纵应计

在Modigliani和Miller(1958)认为的完美资本市场中,公司的融资决策和投资行为无关。但随着George A. Akerlof、Joseph E. Stiglitz和Andrew Michael Spence信息不对称理论的提出,该理论被广泛引入资本市场和公司财务理论的研究中。具有代表性的是Mayers(1984)提出的啄食理论(也称为融资顺序理论),他将企业融资来源上分为内部融资和外部融资,并考虑不同融资来源的信息不对称程度,信息不对称程度越大,投资者承担的风险越高,企业融资成本越高,也就是说信息披露差异会影响企业的融资选择。

正是由于内外部存在的信息不对称程度有所不同,才导致了企业内外部融资成本的差别及随之产生的融资约束问题。1988年,FHP也基于信息不对称理论,首次提出融资约束的概念。在继承FHP研究的基础之上,后续研究认为融资约束公司有较强的动机提高可操纵应计,并把它作为一种信号。Chaney和Lewis(1995)研究表明,当投资者与经理人之间存在信息不对称时,有策略的管理报告盈余能够从侧面披露公司的信息,并且对价值被低估公司的股价产生积极的影响。Louis和Robinson(2005)以及Arya等(2003)也发现了有

足够充分的条件让经理人利用可操纵应计传递一些非公开信息。

从现实的角度来看,企业在资金需求方面难以得到满足时,对盈余进行操纵的动机会更强烈。根据信息不对称理论和信号传递理论,管理层通过提高可操纵应计来向资本市场释放的会计信息会传递到信息相对匮乏的股权投资者和债权投资者手中,并影响他们的投资决策,从而实现企业盈余操纵的特定目的。资金是资本市场的稀缺资源,业绩平庸、财务报告缺乏吸引力的公司相比于财务报告业绩较好的公司,在资本市场上较难取得充足的资金。企业披露较好的财务盈余信息时,这一利好消息会在资本市场上传递,从而吸引更多的投资者,给企业带来更多的现金流。因此,当面临融资约束时,企业可能会为了获得所需的资金和摆脱融资约束而进行正向的盈余管理,即提高可操纵应计以向外界传递较好的具有积极前景的信息,从而影响权益投资者与债务投资者的决策。

为此,本文提出假设1:

H1:融资约束公司比非融资约束公司拥有更多的可操纵应计。

(二)融资约束、投资机会与可操纵应计

在考虑融资约束对可操纵应计的影响时,必须考虑投资机会的因素。这不仅因为FHP(1988)研究融资约束问题时用Q值衡量投资机会并进行控制,还因为存在投资机会与不存在投资机会的融资约束公司进行盈余操纵的动机和意愿是不同的。Cleary(1999)用大样本检验了投资现金流敏感性和融资约束之间的关系,发现融资约束强的公司投资现金流敏感性反而会更强,投资现金流敏感性根本不是衡量融资约束的指标,同时还发现融资约束公司的Q值较高,即融资约束公司的投资机会也较多。

从成本效益角度来看,有学者认为,投资者对盈余操纵行为识别能力的不断提高(廖秀梅,2007)和市场透明度的提高(姚立杰和夏冬林,2009)增加了融资约束公司进行盈余操纵的成本。国外学者也认为,盈余管理是昂贵的,因为要承受过度的税收(Chaney和Lewis,1995)以及中断运营风险(Dye,1988)和诉讼费用(Du Charme等,2004)。但是,如果融资约束公司拥有有价值的项目即存在较多的投资机会时,公司能够用正向提高可操纵应计向外界发出积极前景的信号,提升公司股价或使得公司满足债权人债务契约要求,筹集到外部资金,进而进行投资获取的收益超过盈余操纵所承担的成本,即使信号的代价昂贵,也是必要的。从理性人假设的角度来看,企业作为理性的经济人在财务决策中会充分考虑成本效益原则,对于是否做出盈余操纵决策也应当如此。

综上,本文提出假设2:

H2:投资机会较多的融资约束公司比投资机会较少的融资约束公司拥有更多的可操纵应计。

□ 改革·发展

(三)可操纵应计与外部融资

如果上述两个假设成立,那么融资约束公司尤其是存在投资机会的融资约束公司具有强烈的盈余操纵动机,通过向市场发出积极前景信息并影响投资者决策,那么融资约束公司将筹集到满足投资机会所需要的资金。根据McNichols和Stubben(2008)的研究:融资约束公司提高可操纵应计及采取其他盈余管理行为,是为了取得像非融资约束公司那样的资本市场融资渠道。Chaney和Lewis(1995)、Subramanyam(1996)以及Louisand Robinson(2005)的研究也表明,可操纵应计可以被用来传递积极信号以缓和市场摩擦。融资约束公司尤其是拥有较多投资机会的融资约束公司为了获取外部融资而会提高可操纵应计。基于信号传递理论和机会主义行为理论,较多的操纵应计意味着企业披露较好的财务收益信息,这一利好消息会在资本市场上传递,成为投资者做出决策的依据,实现进行应计操纵的融资约束公司的决策目的,促进此类公司方便获取外部融资。Campello和Graham(2013)也认为较高的盈余信息会促进股价上升,高股价使得融资约束公司通过投资之前的权益证券筹集到更多资金。换言之,它能够缓解财务约束以及促进投资,产生福利递增效应。根据以上分析,本文提出假设3:

H3:拥有较多可操纵应计的融资约束公司可以筹集到更多的外部总融资。

三、研究设计

(一)数据来源及样本筛选

本文所有数据来源于国泰安CSMAR数据库,并从中选取了2006~2013年的上市公司作为初始样本。本文对所有样本的原始数据进行了如下预处理:①由于金融公司的资本结构和投资融资政策与其他企业显著不同,因此本文剔除了金融业上市公司;②删除了关键数据缺失的样本;③剔除了当年IPO的公司;④剔除了没有连续五年观察值的样本。同时,为了控制极端值的影响,本文对所有连续变量在前后1%分位数以上进行了winsorize处理。最后保留了462家样本公司的3474个观察值。

(二)模型设定及变量说明

1. 修正的琼斯模型。本文借鉴KLW(2005)研究中所采用的修正琼斯模型的残差来计算可操纵应计,该模型的具体表达式如下:

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha(1/A_{i,t-1}) + \lambda_1[(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \lambda_2(FA_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中: $A_{i,t-1}$ 是*i*公司*t-1*年度的总资产; $\Delta REV_{i,t}$ 是*i*公司*t*年度销售收入的一阶差分; $\Delta AR_{i,t}$ 是*i*公司*t*年度应收账款的一阶差分; $FA_{i,t}$ 是*i*公司*t*年度固定资产净额;回归模型的残差 ε 中包含可操纵应计,用以衡量可操纵应计。 $TA_{i,t}$ 是*i*公司*t*年度总应计,它的计算方法是用非现金资产的一阶差分减去流动负债的一阶差分加上“一年内到期的债务”的一

阶差分减去折旧摊销,用公式表示为:

$$TA_{i,t} = \Delta LCA_{i,t} - \Delta CHE_{i,t} - \Delta LCT_{i,t} + \Delta DLC_{i,t} - DEP_{i,t} \quad (2)$$

2. 融资约束的衡量。根据Hadlock和Pierce(2010)对不同融资约束衡量手段可信度的检验,本文采用Hadlock和Pierce(2010)提出的SA指数及其他四个指标来区分融资约束公司,并定义相关的虚拟变量。虚拟变量为1代表融资约束公司,0代表非融资约束公司。

表1 衡量融资约束虚拟变量定义

变量符号	变量名称	变量计算	相关文献	变量说明
FC_SA	SA指数	SAIndex = $-0.737 \times Size + 0.043 \times Size \times Size - 0.40 \times Age$	Hadlock和Pierce(2010)	后三分之一组FC_SA为1,前三分之一组FC_SA为0
FC_CH	现金及其等价物持有量	货币资金+短期投资或交易性金融资产/期初总资产	Almeida(2004);罗琦、胡志强(2011)	后三分之一组FC_CH为1,前三分之一组FC_CH为0
FC_D	支付现金股利的现金支出	支付现金股利的现金支出/期初固定资产	KZ及Hadlock和Pierce(2010)	后三分之一组FC_D为1,前三分之一组FC_D为0
FC_OpCF	营业现金流	(净利润+折旧摊销)/期初固定资产	FHP(1988);Dechow等(1996);Almeida(2004);Hadlock和Pierce(2010)	后三分之一组FC_OpCF为1,前三分之一组FC_OpCF为0
FC_Score	融资约束分数	Score = FC_SA + FC_CH + FC_D + FC_OpCF	James S.linck和Jeffry Netter(2013)	如果大于等于2,则FC_Score为1,否则为0

3. 投资机会的衡量。本文沿用KLW(1997)和James S. Linck以及Jeffry Netter(2013)所采用回归模型的估计值来衡量投资机会,具体的估计模型为:

$$Investment_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t} + \alpha_2 Q_{i,t} + \alpha_3 Leverage_{i,t} + \alpha_4 Div_{i,t} + \alpha_5 Cash_{i,t} + \alpha_6 Salesgrowth_{i,t} + \alpha_7 Ind_i \quad (3)$$

其中: $Investment_{i,t}$ 是*i*公司*t*期的投资; $CFO_{i,t}$ 是*i*公司*t*期现金流除以期初固定资产,即: $CFO_{i,t} = (IB_{i,t} + DEP_{i,t}) / FA_{i,t}$; $IB_{i,t}$ 是*i*公司*t*期异常项目目前的收益,本文用营业利润来代替; $DEP_{i,t}$ 是*i*公司*t*期折旧摊销本期发生额; $FA_{i,t}$ 是*i*公司*t*年度固定资产净额。 $Q_{i,t}$ 是*i*公司*t*期托宾Q值; $Leverage_{i,t}$ 是*i*公司*t*期总杠杆; $Cash_{i,t}$ 是*i*公司*t*期现金持有量除以滞后一期固定资产; $Salesgrowth_{i,t}$ 本文采用的是*i*公司过三期销售收入增长率的均值; $Div_{i,t}$ 是*i*公司*t*期支付现金股利除以滞后一期固定资产; Ind_i 是*i*公司的行业虚拟变量。

四、实证检验结果

(一) 描述统计

表2对本文模型中用到的主要变量进行描述性统计,包括公司规模Size(总资产的自然对数)、投资支出Investment、可操纵应计Ab_Accruls、现金流量Cash_Flow(经营活动现金流量净额除以期初固定资产)、托宾Q值、现金持有量Cash_Holding(企业持有现金及现金等价物总额除以期初固定资产)、总杠杆Leverage、销售增长率Salesgrowth(用过去三期的平均数)。另外,投资支出Investment用资本支出Capx除以期初固定资产来计算,本文按照KLW(1997)及James S. Linck和Jeffrey Netter(2013)的计算方法,资本支出Capx用现金流量表中“购建固定资产、无形资产及其他长期资产的现金流出”来计算。

表2 主要变量的描述性统计

变量	mean	sd	p10	p25	p50	p75	p90
Size	22.43	1.22	21.03	21.56	22.3	23.15	24.02
Investment	0.39	0.64	0.05	0.12	0.23	0.42	0.75
Ab_Accruls	0	0.11	-0.12	-0.06	-0.01	0.05	0.12
Leverage	0.49	0.18	0.25	0.37	0.5	0.63	0.72
Tobin_Q	1.77	1.07	1.01	1.12	1.41	1.97	2.98
Cash_Holding	0.22	0.21	0.06	0.1	0.17	0.28	0.42
Cash_Flow	0.08	0.1	-0.03	0.03	0.07	0.13	0.19
Salesgrowth	0.24	0.61	-0.09	0.03	0.16	0.31	0.54

表3列示了本文五个衡量融资约束的虚拟变量之间的Pearson相关系数及他们之间的显著性水平。融资约束的虚拟变量之间的相关系数基本都是显著正相关,这表明本文构建的虚拟变量在衡量融资约束方面具有一致性。

表3 衡量融资约束虚拟变量之间的Pearson相关系数矩阵

变量	FC_SA	FC_CH	FC_OpCF	FC_D	FC_Score
FC_SA	1				
FC_CH	0.114***	1			
FC_OpCF	0.001	0.564***	1		
FC_D	0.429***	0.486***	0.686***	1	
FC_Score	0.196***	0.292***	0.219***	0.453***	1

注:***表示在1%的统计水平上显著。

(二) 多元回归结果与分析

1. 融资约束与可操纵应计。为了检验H1中融资约束与可操纵应计之间的关系,根据KLW(1997)及James S. Linck和Jeffrey Netter(2013)的回归方法,本文采用融资约束虚拟变量,加入账面市值比、权益的市场价值、销售增长率等控制变量,并且采用固定效应模型进行回归分析。具体的回归模型如下:

$$Ab_Accruals_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FC_SA_{i,t} + \alpha_2 BM_A_{i,t} + \alpha_3 Salesgrowth_{ave(past3)} + \alpha_4 Equiry_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

回归方程(5)、(6)、(7)、(8)与回归方程(4)类似,就是将虚拟变量FC_SA依次替换为FC_CH、FC_D、FC_OpCF、FC_Score。

表4 融资约束与因变量可操纵应计回归结果

变量	(4) Ab_Accruls	(5) Ab_Accruls	(6) Ab_Accruls	(7) Ab_Accruls	(8) Ab_Accruls
FC_SA	0.066** (2.34)				
FC_CH		0.022** (2.22)			
FC_D			0.038** (2.32)		
FC_OpCF				0.0190 (1.35)	
FC_Score					0.027*** (3.62)
Salesgrowth	-0.018** (-2.09)	-0.016* (-1.69)	-0.017* (-1.82)	-0.031** (-2.54)	-0.013* (-1.82)
BM_A	0.0110 (0.53)	0.048** (2.17)	0.044** (2.03)	0.0380 (1.43)	0.035** (2.12)
Equiry	-0.00100 (-0.32)	0.00200 (0.78)	0.00300 (1.06)	0 (0.05)	0.00400 (1.47)
常数项	-0.0610 (-1.34)	-0.050*** (-2.69)	-0.059*** (-2.72)	-0.0180 (-0.81)	-0.053*** (-3.00)
样本量	2046	1790	1871	1717	2885
Adjusted R-squared	0.148	0.170	0.132	0.158	0.163

注:*、**、***分别表示在10%、5%、1%的统计水平上显著,括号内为t值。下同。

表4中变量Ab_Accruls是因变量可操纵应计,各个方程中的虚拟变量用来检验H1中融资约束与可操纵应计之间的关系。

从表4可以看出,除回归方程(7)中表示融资约束的虚拟变量FC_OpCF的系数为正但并不显著外,其余回归方程(4)、(5)、(6)、(8)中的虚拟变量FC_SA、FC_CH、FC_D、FC_Score的系数分别在5%、5%、5%、1%的统计水平上显著为正,这表明融资约束公司的可操纵应计显著高于非融资约束公司,这一结论支持了H1,说明融资约束公司拥有显著更多的可操纵应计。

2. 投资机会、融资约束与可操纵应计。为了检验投资机会与融资约束对可操纵应计的交互影响,同样根据KLW(1997)及James S. Linck和Jeffrey Netter(2013)的回归方法,用投资机会、融资约束虚拟变量以及投资机会和融资约束交乘项来检验。回归方程如下:

$$Ab_Accruals_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 InvOpp_{i,t} + \alpha_2 FC_SA_{i,t} + \alpha_3 InvOpp_{i,t} \times FC_SA_{i,t} + \alpha_4 BM_A_{i,t} + \alpha_5 Salesgrowth_{ave(past3)} +$$

□ 改革·发展

$$\alpha_6 \text{Equriy}_{i,t} + \varepsilon \quad (9)$$

其中: Ab_Accruls 是因变量可操纵应计; Equriy 是自变量权益的市场价值。回归方程(10)、(11)、(12)、(13)与回归方程(9)类似,就是将虚拟变量 FC_SA 依次替换为 FC_CH、FC_D、FC_OpCF、FC_Score。

表 5 投资机会、融资约束与可操纵应计回归结果

变量	(9) Ab_Accruls	(10) Ab_Accruls	(11) Ab_Accruls	(12) Ab_Accruls	(13) Ab_Accruls
InvOpp	0.0470** (1.99)	0.040** (2.28)	0.023* (1.79)	0.024* (1.88)	0.021** (2.06)
FC_SA	0.151** (2.53)				
InvOpp× FC_SA	0.132*** (3.10)				
FC_CH		0.047** (2.43)			
InvOpp× FC_CH		0.065* (1.79)			
FC_D			0.160*** (3.56)		
InvOpp× FC_D			0.347*** (3.00)		
FC_OpCF				0.036*** (3.48)	
InvOpp× FC_OpCF				0.051** (2.24)	
FC_Score					0.060*** (3.42)
InvOpp× FC_Score					0.058*** (2.85)
Salesgrowth	-0.026* (-1.90)	-0.00600 (-0.50)	-0.007* (-1.69)	-0.0170 (-1.17)	-0.009* (-1.90)
BM_A	0.006** (2.29)	0.053** (2.37)	0.0340 (1.55)	0.0410 (1.55)	0.038** (2.23)
Equriy	0.001** (2.30)	0.002* (1.83)	0.00200 (0.79)	0 (0.04)	0.005* (1.79)
常数项	-0.103** (-2.08)	-0.043** (-2.19)	-0.045** (-2.06)	-0.0130 (-0.58)	-0.066*** (-3.33)
样本量	2046	1790	1871	1717	2885
Adjusted R-squared	0.167	0.131	0.146	0.153	0.180

从表 5 中可以看出,五个回归方程中融资约束虚拟变量的系数都显著为正,这表明融资约束公司可操纵应计更高,这一结论支持 H1。

更重要的是,回归方程(9)、(10)、(11)、(12)、(13)中投资机会和融资约束的交乘项系数分别在 1%、10%、1%、5%、1% 统计水平上显著为正。实证检验的结果表明:存在高投资机会的融资约束公司拥有显著更多的可操纵应计,这个结论支

持了本文的 H2,说明投资机会较多的融资约束公司比投资机会较少的融资约束公司拥有更多的可操纵应计。

3. 可操纵应计与外部融资。本文按照 Frank 和 Goyal (2003)的方法计算总外部融资 Total_Financing,总外部融资等于权益融资 Equriy_issu 加上净负债 Net_Borrowing。其中,Equriy_issu 的计算来源于现金流量表,用“发行权益性证券收到的现金净额”减去“股票回购支付的现金”;Net_Borrowing 也来源于现金流量表,它是“发行长期债券收到的资金”减去“偿还到期债务或支付长期债务支付的资金净额”。

由于融资约束和投资机会双重影响可操纵应计,进而通过可操纵应计影响总外部融资,这一过程是一个间接影响的传递。所以,本文采用固定效应模型,以融资约束公司为样本检验了可操纵应计与总外部融资之间的关系,并且控制了经营现金流量 Cash_Flow、托宾 Q 值 Tobin_Q、总杠杆系数 Leverage、现金及其等价物持有量 CashHolding、销售增长率 Sale growth。

表 6 中的五个回归方程以总外部融资 Total_Financing 为因变量。从表中可以看出,所有回归模型中可操纵应计 Ab_Accruals 的系数分别在 1%、5%、5%、10%、1% 的统计水平上显著为正。这表明可操纵应计对外部总融资具有显著的正向影响,这一结论支持了本文的 H3,说明拥有较多可操纵应计的融资约束公司可以筹集到更多外部总融资。

表 6 可操纵应计与因变量总外部融资回归结果

总外部融资	FC_SA =1	FC_CH =1	FC_D =1	FC_OpCF =1	FC_Cscore =1
Ab_Accruals	0.118*** (3.41)	0.226** (2.04)	0.113** (2.32)	0.137* (1.96)	0.144*** (3.89)
Cash_Flow	0.0520 (1.25)	-0.241* (-1.90)	-0.107* (-1.84)	0.00100 (0.02)	-0.102** (-2.30)
Tobin_Q	0.007* (1.69)	0.0170 (1.49)	0.015** (2.52)	0.0100 (1.22)	0.00500 (1.60)
Leverage	0.071*** (3.34)	0.00700 (0.13)	0.014** (2.54)	0.0470 (1.43)	0.033* (1.65)
CashHolding	-0.012* (-1.83)	0.139 (0.53)	-0.094*** (-3.34)	-0.0750 (-1.48)	-0.103*** (-4.90)
Salesgrowth	0.027*** (3.27)	0.102*** (3.27)	0.052*** (4.53)	0.056*** (2.67)	0.041*** (4.59)
常数项	0.0230 (1.48)	0.00900 (0.20)	0.035* (1.90)	0.0140 (0.52)	0.053*** (3.81)
样本量	1745	772	1171	440	2661
Adjusted R-squared	0.1210	0.1390	0.1500	0.1480	0.136

五、稳健性检验与进一步讨论

为了使研究结论更加稳健,本文用现金流量表中的“筹资活动现金流量净额”作为总外部融资的代理变量,检验可操纵应计与总外部融资之间的相关关系。

从表 7 中可以看出,除了第 1 列的回归方程中可操纵应

表7 可操纵应计与因变量总外部融资(替代变量)回归结果

总外部融资	FC_SA =1	FC_CH =1	FC_D=1	FC_OpCF =1	FC_Cscore =1
Ab_Accruals	0.0340 (0.65)	0.162*** (3.83)	0.194*** (4.31)	0.144** (2.45)	0.132*** (4.20)
Cash_Flow	-0.526*** (-8.32)	-0.231*** (-4.64)	-0.159*** (-2.97)	-0.296*** (-3.97)	-0.250*** (-6.54)
Tobin_Q	-0.00600 (-1.06)	0.008* (1.71)	0.00200 (0.36)	0.00200 (0.24)	-0.00400 (-1.48)
Leverage	0.066** (2.09)	0.147*** (6.70)	0.128*** (5.74)	0.137*** (5.02)	0.133*** (7.75)
CashHolding	0.432*** (18.92)	-0.0930 (-0.89)	0.307*** (11.59)	0.335*** (7.84)	0.285*** (15.82)
Salesgrowth	0.054*** (4.42)	0.023* (1.91)	0.047*** (4.51)	0.070*** (4.07)	0.038*** (5.02)
常数项	0.00600 (0.26)	-0.0270 (-1.56)	-0.045*** (-2.67)	-0.052** (-2.29)	-0.034*** (-2.81)
样本量	2089	993	1444	596	3197
Adjusted R-squared	0.132	0.142	0.156	0.169	0.136

计Ab_Accruals的系数不显著,其余回归方程可操纵应计的系数均显著为正。该结论支持了本文的H3,说明融资约束公司的可操纵应计越多,则越能筹集到更多的总外部融资。

限于篇幅,本文还做了如下稳健性检验但未在文中列示:①对可操纵应计按照融资约束、投资机会五分位数双重分组进行同方差T检验,结论支持H1和H2;对总外部融资按照融资约束、可操纵应计五分位数进行双重分组与同方差T检验,结论支持H3;②在检验H3及进行其稳健性检验时,区分了权益融资和债务融资进行回归分析,结论支持H3;③为了检验本文的结果对投资机会衡量方法是否敏感,本文用替代的投资机会衡量变量,针对投资机会和融资约束对可操纵应计的联合影响进行稳健性检验,检验结果与前文结论基本一致。

六、研究结论

本文以2006~2013年上市公司为初始样本,将融资约束、投资机会、盈余操纵的问题直接联系起来,检验了融资约束公司(特别是存在投资机会的融资约束公司)能否通过提高可操纵应计来获取外部融资,使得融资约束问题得到缓解,最终本文得出了以下主要结论:融资约束公司相比于非融资约束公司拥有更多的可操纵应计;对于存在投资机会的融资约束公司,其可操纵应计显著高于机会较少的融资约束公司,融资约束和投资机会共同影响可操纵应计;最后,可操纵应计与总外部融资显著正相关。并且融资约束和投资机会双重影响可操纵应计,进而通过可操纵应计影响总外部融资,这一过程是一个间接影响的传递。

主要参考文献:

- Teoh S., I. Welch, T. Wong. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings [J]. Journal of Financial Economics, 1998a(1).
- Teoh S., I. Welch, T. Wong. Earnings management and the long-term market performance of initial public offerings [J]. Journal of Finance, 1998b(6).
- Daniel A. Cohen, Paul Zarowin. Accrual-based and real earning management activities around seasoned equity offerings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010(2).
- 魏明海. 盈余管理基本理论及其研究述评[J]. 会计研究, 2000(9).
- 李增福, 曾庆意, 魏下海. 债务契约、控制人性与盈余管理[J]. 经济评论, 2011(6).
- Watts R., J. Zimmerman. Positive accounting theory: A ten-year perspective [J]. The Accounting Review, 1990(1).
- 陆正飞, 祝继高, 孙便霞. 盈余管理、会计信息与银行债务契约[J]. 管理世界, 2008(3).
- Arya A., J. Glover, S. Sunder. Are unmanaged earnings always better for shareholders? [J]. Accounting Horizons, 2003(17).
- 廖秀梅. 会计信息的信贷决策有用性: 基于所有权制度制约的研究[J]. 会计研究, 2007(5).
- 姚立杰, 夏冬林. 我国银行能识别借款企业的盈余质量吗[J]. 审计研究, 2009(3).
- Mc Nichols M., S. Stubben. Does earnings management affect firms' investment decisions? [J]. The Accounting Review, 2008(6).
- Campello M., J. Graham. Do stock prices influence corporate decisions? Evidence from the technology bubble [J]. Journal of Financial Economics, 2013(1).
- Hadlock C., J. Pierce. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ Index [J]. Review of Financial Studies, 2010(5).
- 罗琦, 胡志强. 控股股东道德风险与公司现金策略[J]. 经济研究, 2011(2).
- James S. Linck, Jeffrey Netter. Can Managers Use Discretionary Accruals to Ease Financial Constraints? Evidence from Discretionary Accruals Prior to Investment [J]. The Accounting Review, 2013(6).
- Kothari, S., A. Leone, C. Wasley. Performance matched discretionary accrual measures [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(1).
- 作者单位: 南京理工大学经济管理学院, 南京210094