

融资需求、盈余管理与公司资本配置效率

王积田 闫婷婷

(东北农业大学经济管理学院, 哈尔滨 150030)

〔摘要〕 本文以我国2011~2015年的A股上市公司为考察对象, 实证检验了融资需求与盈余管理的关系, 及在融资需求驱动下, 不同盈余管理方式对资本配置效率的影响。研究发现: 融资需求与盈余管理呈显著正相关, 即企业融资需求越强烈, 发生盈余管理活动的可能性越大, 盈余管理程度也越高; 盈余管理行为会影响会计信息质量, 提高信息不对称程度, 进而容易引发非效率投资问题, 但盈余管理并不总是会降低资本投资效率, 基于融资需求的盈余管理对缓解非效率投资有一定的积极作用。

〔关键词〕 融资需求 应计盈余管理 真实盈余管理 资本配置效率 回归分析 内部控制

DOI: 10.3969/j.issn.1004-910X.2017.09.014

〔中图分类号〕 F234.4 〔文献标识码〕 A

引言

投资、融资和利润分配是企业最重要的3项财务决策。伴随资本市场发展, 我国企业尤其是民营企业的融资需求日渐提高, 但融资难、融资贵依旧是最普遍和突出的问题。再加之多层次的资本市场体系未全面建成, 制约了“倒三角”形式的资本市场投融资效用的发挥。随着融资需求的提高, 为争取融资, 企业纷纷选择盈余管理来美化财务报告。管理层对盈余管理行为“情有独钟”, 大多考虑到会计信息具有经济后果, 能体现公司财务状况、经营成果和现金流量情况, 从而影响资源配置。但盈余操纵活动改变报告盈余分布, 影响会计信息的真实性和可靠度。低质量的会计信息会提高信息不对称程度, 产生信息风险, 增加代理冲突, 影响资源配置效率。

基于此, 本文探讨了融资需求对真实盈余管理和应计盈余管理的影响, 及融资需求和盈余管理的交互作用对公司投资效率的影响。本文的贡献表现在: 站在微观层面上, 分析了融资需求、盈余管理与企业资本配置效率的关系, 探讨了基于融资需求的盈余管理对投资效率的影响; 进一步证实了盈余管理对投资效率的作用并不总是消

极的; 拓宽了现有文献对融资需求、盈余管理与资本配置效率的认识, 为企业规范盈余管理行为、推进投融资体制改革、提高资本配置效率提供了新思路。

1 文献综述与研究假设

1.1 融资需求与盈余管理

盈余管理是指利用会计手段和方法, 或操控企业真实交易, 进而调整公司真实报告盈余, 主要包括应计盈余管理和真实盈余管理, 其中, 应计盈余管理借助会计政策、应用会计手段等对盈余做调整; 真实盈余管理通过操纵企业真实交易活动来调整, 又包括销售操控、生产操控及酌量性费用操控(马永强等, 2014)^[1]。盈余管理的动机主要有资本市场动机、政治成本动机、契约动机以及税收规避动机等, 其中, 融资需求是主要动机之一(卢太平等, 2014)^[2], 公司会利用盈余管理争取到有利的议价能力(Rodríguez-Pérez et, 2010)^[3]。但现阶段, 关于融资是怎样促使企业实施盈余管理活动的并未形成一致的结论(徐朝辉等, 2016)^[4]。虽然融资需求促使企业产生操控盈余以获取融资的动机, 但该行为随时都有被债权人识别的可能性, 公司会谨慎做出决策

收稿日期: 2017-05-17

基金项目: 黑龙江省自然科学基金面上项目(项目编号: G201218)。

作者简介: 王积田, 东北农业大学经济管理学院副教授, 博士研究生, 硕士生导师。研究方向: 财务管理、项目投资管理。闫婷婷, 东北农业大学经济管理学院硕士研究生。研究方向: 财务管理。

(Alsharairi et, 2012)^[5]。

当企业面临融资需求时,不管采取何种融资方式,通常都会或多或少的实施盈余操控,且应计盈余管理和真实盈余管理一般同时出现(Nopphon, 2013)^[6]。其中,应计盈余管理操纵简单、方便易行,得到了多数企业的青睐,成为盈余操控的首选方式。但伴随各国会计准则、企业内部控制及IFRS的协同,盈余操控活动受到极大制约。Masahiro等(2015)^[7]、Geert等(2015)^[8]、Aikaterini等(2016)^[9]认为,与应计盈余管理相比,对真实交易活动进行盈余操纵给企业带来更严重的负面后果,但越来越多的高管倾向于真实盈余管理这种隐蔽的方式。

基于此,本文提出以下假设:

假设1a:在其他因素一致的条件下,公司融资需求和应计盈余管理呈正相关。

假设1b:在其他因素一致的条件下,公司融资需求和真实盈余管理呈正相关。

1.2 融资需求、盈余管理与资本配置效率

在现实的资本市场中,信息不对称问题广泛存在,企业内部经营活动现金流对企业融资需求、融资成本及融资能力产生重大影响,从而引发逆向选择、融资约束等问题(陈艳等,2015)^[10]。若面临较好的投资项目,但现有资金不能满足时,企业需要从外部进行资金筹集,而影响投资决策的关键因素是财务报告反映的经营成果、财务状况等。通常情况下,高质量的盈余信息有助于管理层把握投资机会,降低信息不对称程度,缩减代理成本,进而提高资本配置效率(刘慧龙等,2014)^[11]。为尽可能获取融资,企业甘愿冒着被识别的风险进行盈余管理以吸引投资者投资,但所谓的“盈余”并不真正存在,该行为严重影响资本配置效率。黄俊和李挺(2016)^[12]研究了拟上市公司的盈余管理对资本配置效率的作用机理,结果表明,发行审核过关且盈余操控力度大的公司在入市后,其盈利状况并不理想,有效地论证了拟上市公司的盈余操控活动会影响投资效率。通常这种情况主要表现在无融资需求或需求不强烈的企业通过操控盈余进行融资,使内部自由现金流过多,引发投资过度。如若企业存在较

高的融资需求,就意味着极易遭受融资约束,面临投资不足的可能性也越大。此时企业进行盈余管理来吸收投资,若该盈余操纵行为未被识破,就能缓解由融资约束引起的投资不足。

综上,本文提出以下基本假设:

假设2a:若其他条件均一致时,公司盈余管理和投资效率呈负相关。

假设2b:若其他条件均一致时,基于融资需求程度较高的盈余管理可以缓解融资约束引发的投资不足。

假设2c:若其他条件均一致时,基于无融资需求或融资需求程度较低的盈余管理可以加大自由现金流过多引发的过度投资。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文以2011~2015年A股上市公司为考察样本,并进行以下剔除:金融保险类公司;ST、*ST公司;行业年度观测值不足10个的行业;相关数据缺失的公司。其中,真实盈余管理的计算用滞后两年的资料,合计8105个样本。全部数据资料来自Wind数据库,利用EXCEL2003及SPSS21.0软件进行整理和分析。

2.2 变量计量

2.2.1 融资需求的计量

本文借鉴Demirguc — kunt等(1998)^[13]的方法,将融资需求(FN)表示为公司成长性与可实现的内生增长的差,即将企业外部融资需求用投资项目外部资金需求来替代,并用总资产实际增长率扣除可持续增长率后的值计量。若FN大于行业年度均值,则记为1,否则记为0。

2.2.2 盈余管理的计量

(1) 应计盈余管理

借鉴刘行健等(2014)^[14]的研究,用修正的Jones模型测算企业应计盈余管理(AEM),在销售收入的基础上减去应收款项变动额,将回归的残差值表示为可操纵性应计利润,并以其绝对值来度量应计盈余管理,该值越大,盈余操控行为越活跃。

(2) 真实盈余管理

参考Roychowhury(2006)^[15]从销售操控、

成本操控和费用操控三方面分析真实盈余管理的方法,且为避免各种真实盈余管理活动间的相抵消作用,构建综合真实盈余管理指标。

①销售操控(EMC)模型

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

$CFO_{i,t}$ 为经营活动净现金流量, $REV_{i,t}$ 为营业收入, $\Delta REV_{i,t}$ 为营业收入变动额, $A_{i,t-1}$ 为资产规模情况。

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta REV_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

$PROD_{i,t}$ 为总生产成本,由销售成本和存货变动额构成。

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

$DISEXP_{i,t}$ 为所有酌量性费用,包括销售费用、广告支出及研发支出,但我国上市公司的广告费用和研发费用包含在销售费用和管理费用中,未单独披露(袁知柱等,2014)^[16]。因此,本文的 $DISEXP$ 用销售费用与管理费用来代替。

④综合真实盈余管理(REM)

综合真实盈余管理的计算公式如下:

$$REM_{i,t} = |EMP_{i,t} - (EMC_{i,t} + EMD_{i,t})| \quad (4)$$

$$\begin{aligned} Inv_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 Inv_{i,t-1} + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} \\ & + \beta_5 Ret_{i,t-1} + \beta_6 Age_{i,t-1} + \beta_7 Size_{i,t-1} + \beta_j \sum YearDummy \\ & + \beta_k \sum IndDummy + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

根据模型回归残差来测度投资效率,如果残差是负值,说明企业投资不足(Underinv);相反,则表示企业投资过度(Overinv)。

$$\begin{aligned} EM_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FN_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Share1_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} \\ & + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_j \sum YearDummy + \beta_k \sum IndDummy + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

若回归系数 β_1 显著为正,那么假设1a和1b成立,即盈余管理与融资需求呈正相关。

$$\begin{aligned} Underinv_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FN_{i,t} + \beta_2 EM_{i,t} + \beta_3 FN_{i,t} EM_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} \\ & + \beta_6 Soe_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \beta_j \sum YearDummy + \beta_k \sum IndDummy + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} Overinv_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FN_{i,t} + \beta_2 EM_{i,t} + \beta_3 FN_{i,t} EM_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} \\ & + \beta_6 Soe_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \beta_j \sum YearDummy + \beta_k \sum IndDummy + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (8)$$

销售操控是指利用商业信用、销售折扣等真实销售行为进行盈余管理,最终使销售活动所形成的现金净流量大大减少。公式如下:

②成本操控(EMP)模型

成本操控是大力提高总产量而使产品单位成本下降,以改善当期利润水平。公式如下:

③费用操控(EMD)模型

费用操控是指利用减少酌量性费用来提升同期收益。公式如下:

$EMP_{i,t}$ 、 $EMC_{i,t}$ 和 $EMD_{i,t}$ 分别为异常生产成本、异常经营现金净流量和异常经营现金净流量的绝对值。

2.2.3 公司资本配置效率的计量

参照Richardson(2006)^[17]的计量模型,为避免解释变量和被解释变量间可能具有的同期性偏见,选取了解释变量滞后一期的数据,模型如下:

2.3 实证模型设定

为验证假设1a与1b,建立以下回归模型:

为验证假设2a、2b和2c,本文构建如下的实证模型:

若回归系数 β_2 均显著为正,表示盈余管理和非效率投资呈正向关系,则假设2a成立;若模型(7)的回归系数 β_3 显著为负,则假设成立2b,即基于融资需求的盈余管理可以缓解投资不

足;若模型(8)的回归系数 β_3 显著为正,则假设成立2b,即基于融资需求的盈余管理可以加重投资过度。

模型中各变量的定义如下表:

表1 变量的定义

变量符号	变量名称	变量定义
FN	融资需求	总资产实际增长率扣除可持续增长率
AEM	应计盈余管理	可操控性应计利润的绝对值
REM	真实盈余管理	包含销售操控、成本操控和费用操控,由模型(4)得到
EMC	真实盈余管理之销售操控	异常现金流的绝对值
EMP	真实盈余管理之成本操控	异常生产成本的绝对值
EMD	真实盈余管理之费用操控	异常费用的绝对值
Inv	新增资本投资	(购建固定资产、无形资产及其它长期资产支付的现金—处置固定资产、无形资产及其它长期资产而收回的现金)/资产总额
Cash	货币资金持有量	(现金+现金等价物)/资产总额
Q	托宾Q值	(流通股市值+非流通股账面价值+负债账面价值)/资产总额
Lev	财务杠杆	负债总额/资产总额*100%
ROA	总资产净利润率	公司净利润/(期初总资产+期末总资产)*2*100%
Ret	股票收益率	进行股票投资所实现的收益总额/原始投资额*100%
Growth	公司成长性	(期末销售收入-期初销售收入)/期初销售收入*100%
Soe	产权属性	国有上市公司属性为1,否则为0
Share1	第一大股东持股比例	第一大股东所持股数占总股本比重
Age	上市年限	Ln(公司上市年限)
Size	公司规模	Ln(公司总资产)
Year	年度哑变量	按年度构建4个哑变量
Ind	行业哑变量	按行业构建14个哑变量
Underinv	投资不足	模型(5)回归得到的负残差的绝对值
Overinv	投资过度	模型(5)回归得到的正残差的绝对值

表2 主要变量的描述性统计

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
FN	0.235	0.000	0.000	1.000	0.424
AEM	0.060	0.041	0.000	2.544	0.085
EMC	0.074	0.055	0.000	4.211	0.095
EMP	0.068	0.062	0.000	5.153	0.165
EMD	0.055	0.041	0.000	3.485	0.084
REM	0.068	0.049	0.000	2.287	0.085
Growth	0.091	0.078	-0.959	0.998	0.240
LEV	0.458	0.457	0.007	0.978	0.210
Soe	0.458	0.000	0.000	1.000	0.498
Age	2.196	2.415	0.695	3.222	0.687
Size	22.167	21.971	17.757	28.509	1.296
Underinv	0.041	0.035	0.000	0.450	0.034
Overinv	0.048	0.034	0.000	0.834	0.049

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计

主要变量的描述性统计见表2。

在表2中, FN的均值是0.235, 融资需求越来越强烈。AEM和REM的均值分别是0.060和0.068, 由此认定, 公司倾向于真实盈余管理。REM由EMC、EMP和EMD构成, 其均值分别是0.074、0.068和0.055, 表明上市公司热衷销售操

控, 其次是生产成本操控, 最后是酌量性费用操控, 导致这一现象的主要原因是酌量性费用涉及的金额比销售和生产活动少。这种差别也使其对投资效率的作用程度不同。在观测样本中, 面临投资不足问题的公司占60.01%, 意味着上市公司的投资不足问题较严重。

3.2 相关性分析

主要变量的person相关系数矩阵见表3。

表3 皮尔森相关系数矩阵

变量	AEM	REM	EMC	EMP	EMD	FN	AEM*FN	REM*FN	Absinvest
AEM	1								
REM	0.555***	1							
EMC	0.541***	0.607***	1						
EMP	0.284***	0.460***	0.589***	1					
EMD	0.093***	0.233***	0.384***	0.721**	1				
FN	0.171***	0.135**	0.112***	0.105***	0.034**	1			
AEM*FN	0.815***	0.504**	0.460**	0.462**	0.092*	0.462***	1		
REM*FN	0.528**	0.780***	0.525***	0.477***	0.202**	0.475***	0.697**	1	
Absinvest	0.093***	0.058***	-0.099***	-0.009**	-0.078*	-0.011**	-0.001***	-0.094***	1

注: **、*和*分别代表的是在1%、5%和10%的水平上显著。

在表3中, AEM与EMC、EMP、EMD及REM均在1%的水平上显著, 相关关系较强。FN与AEM、EMC、EMP、EMD及REM呈正相关, 且都在5%的水平上具有显著性。FN与AEM的交叉项及FN与REM的交叉项与其他变量均在10%的水平上显著相关。此外, 投资效率的绝对值与其他变量均在10%的水平上存在显著相关性。但酌量性费用操控

涉及金额少, 与其他变量的相关性也相对较差。

3.3 回归结果分析

3.3.1 融资需求与应计盈余管理、真实盈余管理的回归结果

融资需求与应计盈余管理、真实盈余管理的回归结果如下:

表4 融资需求与盈余管理的回归结果

变量	AEM	EMC	EMP	EMD	REM
常数项	0.202*** (5.949)	0.083*** (3.091)	-0.280* (-1.077)	0.066* (2.546)	0.133*** (3.718)
FN	0.037*** (6.774)	0.033*** (9.409)	0.121*** (5.381)	0.010*** (4.356)	0.043*** (11.018)
Lev	0.088*** (1.265)	0.031*** (5.021)	0.039* (0.958)	0.012*** (2.883)	0.049*** (6.129)
ROA	0.231*** (11.269)	0.402*** (4.992)	0.170*** (2.660)	0.052*** (8.215)	0.239*** (11.283)
Share1	0.010 (1.145)	0.043*** (6.485)	0.117* (1.798)	0.032*** (5.013)	0.030*** (3.454)
Age	0.003* (1.437)	0.006** (3.955)	0.010 (0.647)	0.007*** (4.060)	0.013** (3.001)

续 表

变量	AEM	EMC	EMP	EMD	REM
Size	-0.017*** (-8.007)	-0.004*** (-4.604)	-0.013 (-1.497)	-0.002** (-2.040)	-0.006*** (-4.755)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.125	0.106	0.098	0.153	0.139
D.W. 的值	1.841	1.973	2.007	1.965	2.043
F 值	27.158	14.114	5.475	20.642	20.220
样本量	8105	8105	8105	8105	8105

注: ***, ** 和 * 分别表示的是在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

FN 与各类盈余管理的回归系数都在 1% 的水平上显著且为正值, 说明在面临融资需求压力的情况下, 公司实施盈余管理的可能性越大、程度越深, 验证了假设 1a 和 1b。其中, FN 与 AEM、REM 的回归系数分别是 0.037 和 0.043, 表明上市公司对真实盈余管理的偏好越来越强烈, 主要是由于会计法律法规的健全使得外部监管环境日渐完善, 导致应计盈余操控空间的压缩。事实上, 很多上市公司采取应计盈余管理与真实盈余管理“两手抓”的策略。在真实盈余管理中, EMD 的回归系数仅为 0.010, 这是由酌量性费用操控的特征决定。酌量性费用操控是操纵研发支

出、广告费用等, 从而增加企业当期现金流和利润, 且这些支出多以现金形式偿付, 往往不能立即带来收益。然而, 酌量性费用通常在期初列示, 操纵空间小, 且极易对企业价值造成损害。因此, 整体来看, 上市公司进行酌量性费用操控的力度并不大。

3.3.2 融资需求、盈余管理与公司资本配置效率的回归结果

(1) 融资需求、盈余管理与公司投资不足的回归结果

融资需求、盈余管理和投资不足的回归结果见下表:

表 5 融资需求、盈余管理与公司投资不足的回归结果

变量	AEM	EMC	EMP	EMD	REM
常数项	-0.024* (-1.768)	-0.031** (-2.263)	-0.032** (-2.351)	-0.027** (-2.087)	-0.019** (-1.034)
FN	0.005*** (3.939)	0.001** (0.907)	0.002** (1.729)	0.003** (1.831)	0.011*** (5.162)
EM	0.057*** (5.816)	0.027*** (3.160)	0.020*** (3.052)	0.025*** (3.112)	0.063*** (3.251)
FN*EM	-0.039*** (-3.549)	-0.030*** (-2.878)	-0.011** (-1.641)	-0.026*** (-2.783)	-0.026*** (-2.477)
Growth	-0.003** (-2.287)	-0.006* (-3.655)	-0.002 (-1.349)	-0.005 (-4.512)	-0.001* (-0.112)
Lev	-0.098*** (-30.426)	-0.101*** (23.982)	-0.105*** (-32.178)	-0.103*** (-25.988)	-0.083*** (-10.122)
Soe	-0.001 (-0.313)	-0.001 (-0.707)	-0.002* (-0.858)	-0.001* (-0.702)	-0.003* (-0.097)

续 表

变量	AEM	EMC	EMP	EMD	REM
Age	0.007*** (8.684)	0.009*** (10.416)	0.008*** (9.720)	0.007*** (9.525)	0.005** (3.241)
Size	0.004*** (9.034)	0.004*** (9.843)	0.006*** (10.930)	0.002*** (3.788)	0.005*** (3.548)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.210	0.158	0.135	0.202	0.237
D.W. 的值	2.029	1.992	1.988	1.976	1.990
F 值	47.324	38.725	35.390	46.946	47.484
样本量	4868	4868	4868	4868	4868

注: ***, ** 和 * 分别表示的是在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

FN 与 Underinv 的回归系数都为正, 且在 5% 的水平上显著, 表明融资需求程度与投资不足呈正相关, 即融资需求越高代表企业所面临的投资不足越严重。通常, 企业的融资行为取决于投资需求, 在投资严重不足的情况下, 其融资需求也越强烈。AEM 和 REM 与 Underinv 在 1% 的水平上显著且呈正向关系, 表明盈余管理活动加剧交易双方的信息不对称, 提高融资成本, 进而产生由融资约束引发的投资不足问题, 印证了假设 2a。其中, AEM 与 REM 对 Underinv 的作用程度不同, 主要表现在真实盈余管理活动的操纵空间和实施力度越来越大, 对非效率投资的作用也日渐明显。FN 和 EM 交叉项的系数均在 5% 的显著

性水平上呈负相关, 说明基于融资需求的盈余管理有助于缓解投资不足。一般情况下, 投资不足的企业大都受到融资约束, 从而存在较高的融资需求, 而融资需求与盈余管理呈正相关, 意味着盈余管理的力度会相应提升以期获得融资。虽然进行盈余管理具有操纵成本, 但在融资需求程度较高时, 盈余管理产生的效益可以有效补充成本。这种基于较高融资需求的盈余管理可以减轻融资约束, 缓解投资不足, 此结果与假设 2b 吻合。

(2) 融资需求、盈余管理与公司投资过度的回归结果

融资需求、盈余管理和过度投资的回归结果见下表:

表 6 融资需求、盈余管理与公司投资过度的回归结果

变量	AEM	EMC	EMP	EMD	REM
常数项	0.147*** (6.746)	0.172*** (8.110)	0.169*** (7.953)	0.171** (8.064)	0.166*** (7.831)
FN	0.021*** (9.859)	0.022*** (10.115)	0.019*** (9.424)	0.017** (8.832)	0.022*** (10.522)
EM	0.086*** (4.756)	0.088*** (5.668)	0.028** (3.251)	0.025** (1.820)	0.079*** (4.952)
FN*EM	-0.059*** (-3.077)	-0.066*** (-3.842)	-0.016* (-1.702)	-0.004* (-0.222)	-0.069*** (-4.102)
Growth	0.004* (1.765)	0.006** (2.201)	0.006** (2.435)	0.008* (3.451)	0.007*** (2.662)
Lev	0.025*** (6.566)	0.043*** (8.729)	0.042*** (8.467)	0.039*** (7.260)	0.039*** (8.027)
Soe	0.001 (0.127)	-0.001 (-0.082)	0.002 (0.011)	-0.001* (-0.134)	-0.001 (-0.045)

续 表

变量	AEM	EMC	EMP	EMD	REM
Age	-0.002* (-0.513)	-0.002* (-1.725)	-0.003* (-1.753)	-0.005 (-2.301)	-0.002 (-1.529)
Size	-0.006*** (-7.926)	-0.007*** (-9.855)	-0.007*** (-9.457)	-0.009*** (-10.505)	-0.007*** (-9.374)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.095	0.102	0.113	0.153	0.125
D.W. 的值	2.022	2.131	2.019	2.305	1.972
F 值	13.618	14.386	13.562	15.254	13.848
样本量	3237	3237	3237	3237	3237

注: **、* 和 * 分别表示的是在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

表 6 的回归结果显示, FN 与 Overinv 的回归系数均在 5% 的显著性水平上呈现正向关系, 说明公司过高的融资需求会加剧过度投资。事实上, 企业代理关系、信息不对称及投资者和管理层的非理性行为都会引发过度投资。特别是管理层出于自身利益考虑, 盲目进行投资, 一味扩大资产规模, 会产生较高的融资需求。在融资需求驱动下, 企业进行股权或债务融资获得所需资金, 反过来又加剧过度投资的程度。各类盈余管理手段对过度投资具有正向作用, 且均在 5% 的水平上显著, 表明盈余操控力度越大越加重过度投资的程度, 使假设 2a 得到印证。这是因为盈余管理会降低盈余信息的质量, 加剧股东与管理层的代理冲突, 引发道德风险, 从而导致过度投资。FN 和 EM 交叉项的系数都是负值, 同时在 10% 的水平上具有显著性, 说明基于融资需求的盈余管理在某种程度上缓解过度投资。综上, 融资需求会引发盈余管理行为, 也会加剧过度投资, 那么对存在过度投资的企业来说, 如果自由现金流足够, 就不存在融资需求, 也没有进行盈余管理的必要, 进而抑制盈余管理对过度投资的加强作用, 避免过度投资程度的加深。此结果与假设 2c 相违背, 原因在于假设未考虑融资需求与盈余管理的正向关系。

3.4 稳健性检验

运用 DD 模型对应计盈余管理进行重新测度, 将公司未来现金流量设定为应计利润, 采集时间序列指标进行回归, 并用得到的残差绝对值来重新测度盈余质量。另外, 借鉴吴超鹏等(2012)^[19]

通过计量自由现金流量与内部现金缺口测度外部融资需求的方法。在重新验证后, 结果未发生实质改变, 从而认为本研究结论的稳健性较强。

4 结论与启示

本文立足于融资需求、盈余管理与公司资本配置效率的关系, 测度了上市公司融资需求、不同类型的盈余管理水平和投资效率, 检验了融资需求与应计盈余管理和真实盈余管理的关系, 并探究了基于融资需求的盈余管理对公司投资效率的影响。结果显示: 融资需求与盈余管理呈正相关, 具有融资需求的上市公司, 其需求越强烈, 进行应计盈余管理和真实盈余管理的可能性与力度越大; 盈余管理与投资效率呈负相关, 即盈余管理会加大投资不足或过度投资风险; 然而, 在融资需求驱动下进行的盈余管理则可以在一定程度上缓解非效率投资。本文也证实真实盈余管理越来越受到经营管理层的青睐, 其中, 销售操控和生产操控的真实盈余管理比酌量性费用操控的真实盈余管理效果更加显著。

综上, 本文得到以下启示: 经营管理层应积极强化公司内部控制体系的建设, 避免过度的盈余操控活动对资本配置效率的消极影响; 投资者和银行等贷款机构应加大对上市公司盈余操控行为的识别和监管力度, 系统了解和掌握其真实盈余水平; 政府部门应积极完善相关法律法规建设, 健全外部监管体系, 压缩企业盈余管理空间, 优化资本市场融资环境, 与市场机制相联合, 尽可能拓宽融资渠道, 解决融资困难问题。

参 考 文 献

- [1] 马永强, 赖黎, 曾建光. 盈余管理方式与信贷资源配置 [J]. 会计研究, 2014, (12): 39~45.
- [2] 卢太平, 张东旭. 融资需求、融资约束与盈余管理 [J]. 会计研究, 2014, (1): 35~42.
- [3] Rodríguez-Pérez G., Hemmen S. Debt, Diversification and Earnings Management [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2010, 29 (2): 138~159.
- [4] 徐朝辉, 周宗放. 融资需求驱动下的盈余管理对公司信用风险的影响研究 [J]. 管理评论, 2016, 28 (7): 12~21.
- [5] Alsharairi M., Salama A. Does High Leverage Impact Earnings Management? Evidence from Non-cash Mergers and Acquisitions [J]. Journal of Financial and Economic Practice, 2012, 12(1): 17~33.
- [6] Nopphon T. The Role of Corporate Governance in Reducing the Negative Effect of Earnings Management [J]. International Journal of Economics and Finance, 2013, 5 (3): 213~220.
- [7] Masahiro Enomoto, Fumihiko Kimura, Tomoyasu Yamaguchi. Accrual-Based and Real Earnings Management: An International Comparison for Investor Protection [J]. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 2015, 11: 183~198.
- [8] Geert Braam, Monomita Nandy, Utz Weitzel, et al. Accrual-Based and Real Earnings Management and Political Connections [J]. The International Journal of Accounting, 2015, 50: 111~141.
- [9] Aikaterini C Ferentinou, Seraina C Anagnostopoulou. Accrual-Based and Real Earnings Management before and after IFRS Adoption: The Case of Greece [J]. Journal of Applied Accounting Research, 2016, 17 (1): 2~23.
- [10] 陈艳, 李鑫, 李孟顺. 现金股利迎合、再融资需求与企业投资——投资效率视角下的半强制分红政策有效性研究 [J]. 会计研究, 2015, (11): 69~75.
- [11] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率 [J]. 经济研究, 2014, (08): 93~106.
- [12] 黄俊, 李挺. 盈余管理、IPO审核与资源配置效率 [J]. 会计研究, 2016, (07): 10~18.
- [13] Demircug-kunt, A., and V. Maksimovic. Law, Finance, and Firm Growth [J]. Journal of Finance, 1998, 53 (6): 2107~2137.
- [14] 刘行健, 刘昭. 内部控制对公允价值与盈余管理的影响研究 [J]. 审计研究, 2014, (02): 59~66.
- [15] Roychowdhury S. Earnings Management Through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42 (3): 335~370.
- [16] 袁知柱, 宝乌云塔娜, 王书光. 股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择 [J]. 南开管理评论, 2014, 17 (5): 136~150.
- [17] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11 (2-3): 159~189.
- [18] 刘素荣, 刘玉洁. 融资约束对企业成长的影响——基于创业板科技型企业数据 [J]. 工业技术经济, 2015, (4): 13~19.
- [19] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 等. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究 [J]. 经济研究, 2012, (01): 105~119.

Financing Demand, Earnings Management and Corporate Capital Allocation Efficiency

Wang Jitian Yan Tingting

(College of Economics Management, Northeast Agricultural University, Harbin 150030, China)

[Abstract] Taking A share listed companies in 2011~2015 as the research object, this paper examines the relationship of financing demand and earnings management, the impact of different earnings management on capital allocation efficiency driven by the demand for financing. The results indicate there is a significant positive relationship between financing demand and earnings management. That means the demand for corporate finance is stronger, and the possibility of earnings management activities is greater, and the degree of earnings management is higher. The behavior of earnings management will affect the quality of accounting information and improve the degree of information asymmetry, which lead to the problem of inefficient investment. But the earnings management does not always reduce the efficiency of capital investment. The earnings management based on the financing demand has a positive effect on the inefficient investment.

[Key words] financing demand; accrual earnings management; real earnings management; capital allocation efficiency; regression analysis; internal control

(责任编辑: 史琳)