

盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款^①

邓路¹, 刘瑞琪², 廖明情^{3*}

(1. 北京航空航天大学经济管理学院, 北京 100191; 2. 香港理工大学会计与金融学院, 中国香港 999077; 3. 华南理工大学工商管理学院, 广州 510640)

摘要: 公司在获取银行信贷的过程中会通过盈余管理以满足会计业绩审核要求的行为已得到学者们的关注, 但现有文献尚未研究公司在获得一定的银行借款后是否会继续进行盈余管理以获得超额银行借款。本文基于该问题, 以2003年~2016年中国A股上市公司为研究对象, 从应计盈余管理和真实盈余管理两个维度, 考察了盈余管理行为与公司超额银行借款之间的关系。研究结果表明, 应计盈余管理和真实盈余管理均与公司超额银行借款正相关; 进一步, 在考虑地区金融市场化程度之后, 发现金融市场化弱化了应计盈余管理与公司超额银行借款的正相关关系, 但增强了公司通过真实盈余管理获得更多超额银行借款的行为。本文从公司超额银行借款行为出发, 同时结合金融市场化程度, 拓展了会计信息质量与信贷资源配置的研究视角。

关键词: 应计盈余管理; 真实盈余管理; 金融市场化; 公司超额银行借款

中图分类号: F275.2; F832.42 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2019)02-0022-14

0 引言

已有研究表明, 信息不对称严重影响了信贷市场的资源分配效率, 而财务报告等信息披露可以在一定程度上解决该问题^[1]。对于商业银行等资金供给方而言, 财务报告是一个重要的信息来源, 商业银行通过会计信息估计公司未来现金流, 并判断公司未来的还款能力, 因此会计信息质量会影响公司的贷款利率和贷款期限等债务契约条款^[2-4]。国内学者研究发现, 商业银行在进行贷款决策时, 也会关注公司的盈利能力和偿债能力等会计信息^[5], 但同时发现商业银行在进行信贷决策时没有动机或没有能力对公司的财务状况进行深入调查和分析, 不能识别公司的盈余管理行为^[6,7]。因此, 管理层有动机通过盈余管理提高会计业绩, 获得银行信贷资金。

邓路等^[8,9]研究表明, 由于代理问题的存在, 管理层为了满足自身利益, 在公司的银行借款比例达到目标值后, 依然有可能继续增加公司信贷融资, 进而形成超额银行借款。那么, 公司是否会通过盈余管理行为增加公司的超额银行借款? 此外, 公司不仅会通过应计项目进行盈余管理, 也会通过操控真实经营活动进行盈余管理^[10,11]。真实盈余管理相对于应计盈余管理更隐蔽, 但会造成更严重的经济后果^[11,12], 公司在进行盈余管理决策时, 会综合考虑不同方式的成本和收益。因此, 本文在考察盈余管理行为时, 将分别从应计盈余管理和真实盈余管理两个维度进行分析。

在中国金融市场化改革的制度背景下, 商业银行的信贷资源分配不断从政府管制转变为市场力量决定^[13]。商业银行经营效率、信贷资金分配市场化程度以及银行之间的竞争程度都在不断提

① 收稿日期: 2017-11-12; 修订日期: 2018-06-08。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71772011; 71572007; 71402056)。

通讯作者: 廖明情(1981—), 男, 湖南永州人, 博士, 副教授。Email: bmmqliao@scut.edu.cn

高, 银行在做信贷决策时会逐渐关注会计信息质量及其他非财务信息^[14, 15], 公司盈余管理动机和方式会对其获取商业银行信贷资金产生影响。由于不同地区非平衡性发展, 地区间金融市场化程度也存在较大差异^[16]。因此, 本文将从金融市场化视角, 进一步对盈余管理和公司超额银行借款进行差异化检验。

相较于以往研究, 本文的贡献在于: 首先, 以往有关盈余管理对信贷资源配置影响的探讨, 多是从银行借款总额的角度进行分析。本文从公司超额银行借款的视角, 考虑了公司对信贷资源的正常需求, 并采用多种方法度量公司超额银行借款, 为优化信贷资源配置提供了更为直接有力的证据, 拓展了会计信息质量与公司资本结构领域的研究范畴。其次, 以往研究较多从公司特征等微观层面对会计信息与银行借款之间的关系进行差异性分析, 本文从宏观层面, 以金融市场化改革为切入点, 对不同地区盈余管理与公司超额银行借款之间的关系进行差异化检验, 为中国未来进一步的金融市场化改革提供有益的数据参考。

1 理论分析与研究假设

财务报告是商业银行了解公司经营状况的重要途径^[1]。商业银行在做信贷决策时, 主要关心公司的还款能力和经营风险, 会根据公司的会计信息估计未来现金流, 进而决定是否发放贷款以及贷款利率、期限等债务契约条款^[3, 4]。饶艳超和胡奕明^[17]通过问卷调查国内商业银行授信过程中的会计信息使用情况发现, 银行对公司主营业务收入、利润总额等信息的关注度较高。孙铮等^[5]实证研究发现公司经营业绩与商业银行借款之间存在正相关关系。但总体而言, 中国商业银行在贷款审批过程中还存在以下问题: 首先, 商业银行整体经营效率较低, 且贷款审批权较为集中, 贷款审批流程僵化^[6, 18]; 其次, 目前商业银行体系还是由四大国有商业银行为主导, 银行的国有产权性质使得政府对银行贷款决策存在较为严重的干预行为^[5, 19], 银行的信贷决策在一定程度上偏离了市场规则。以上问题将导致商业银行在做信贷决策时对公司真实的经营状况进行深入调查

和分析的能力或动机不足, 无法识别公司的会计业绩是否受到盈余管理行为的操控^[6]。因此, 公司管理层有动机通过盈余管理行为调整盈余来满足商业银行对于公司经营业绩的要求, 以获得银行信贷资金。马永强等^[7]通过实证数据发现公司盈余管理与银行借款显著正相关。

由于代理问题的存在, 一方面, 公司管理层希望增加自由现金流, 通过在职消费、提高薪酬、建立帝国等行为来为自身谋取私利^[20]; 另一方面, 债务融资也会诱使公司从事资产替代行为, 通过投资高风险项目或增加股利分配等行为增加股东财富^[21-22]。在中国投资者保护程度较弱、银行对公司监管效率较低背景下, 公司较容易通过获取更多的银行借款来为管理层或股东谋取私利。同时银行对公司盈余管理的识别程度较低, 在公司已有的银行借款能满足自身正常经营情况下, 公司会有动机进一步通过盈余管理行为调高公司业绩以便获取更多银行借款。基于以上分析, 本文提出以下假设:

假设 1 盈余管理与公司超额银行借款正相关。

公司进行盈余管理的方式有两种, 一种是通过改变会计核算方法或会计估计来调整账面盈余的应计盈余管理, 一种是通过操控经营生产、费用支出等实际经营活动来改变会计业绩的真实盈余管理。Graham 等^[10]、Roychowdhury^[11]、Zang^[12]等均证实公司管理层会同时通过应计盈余管理和真实盈余管理两种方式调整公司业绩。国内学者研究同样发现, 中国上市公司也会同时采取应计盈余管理和真实盈余管理两种方式调高利润, 以获得银行借款^[7]。

两种盈余管理方式的主要不同点在于: 应计盈余管理仅通过调整账面信息操控盈余, 较容易被审计师或监管机构发现; 真实盈余管理能够使经营活动与公司账面信息保持较高的一致性, 因此较为隐蔽, 不容易被发现^[11, 23]; 但真实盈余管理会对公司现金流造成影响, 对公司价值影响更严重^[25]。公司对于两种盈余管理方式选择是基于两种方式的相对成本所进行的权衡, 每种盈余管理方式都会随着自身成本的增加而减少, 随另一种方式成本的增加而增加, 两种方式存在一定程

度的替代性^[12, 24-25]。而两种盈余管理方式的成本会受公司所处的经营环境和监管环境影响。

伴随着中国金融市场化改革,商业银行的运行和信贷资源配置逐步由政府管制向市场化推动^[13, 26],但金融改革归根结底属于整体国民经济市场化改革的一部分,其改革进程和实行效果都以市场化进程为基础^[14],而中国不同地区之间的市场化进程存在着较大差异,因此不同地区的金融市场化程度也存在明显不同^[16]。在金融市场化程度较高的地区,一方面,传统商业银行系统的股份制和利率市场化改革使得整个银行管理体制有所改变,效率有所提升^[18, 27],商业银行自身在贷款审批过程中对于会计信息的审核和需求也随之改变。商业银行逐渐意识到由于基于历史成本计价、以权责发生制为确认原则等原因,会计信息具有一定的局限性,并不能作为银行进行贷款决策的充分信息,银行在制定债务契约时会关注有关债务人的其他信息,降低对会计信息的需求^[5]。对公司多维度信息的关注将提高商业银行对于公司盈余管理的识别能力。另一方面,政府对于商业银行的干预也随之减少,商业银行的实质更倾向于自负盈亏的商业化实体,同时银行间的竞争加剧,会更加关注贷款业务的违约风险和自身经营业绩回报^[14],因此银行有较强动机对于公司的真实经营状况和财务风险进行深入调查和分析,这在一定程度上增加了公司通过盈余管理满足银行贷款审核要求的难度。

此外,金融市场化改革减少了政府干预,使得银行自身的谈判权增加,在与公司签订债务契约合同时,会根据公司的资质制定更具弹性的债务条款^[2],限制公司选择有利于管理层和股东利益而损害债权人利益的行为,增加公司机会主义行为的成本^[4]。同时,随着金融市场的不断发展,财务分析师和信用评级机构等信息中介组织也会随之发展,信息中介通过深入了解和调查公司,向外界传达公司的私有信息,进一步减少公司和外部投资者之间的信息不对称程度^[1, 28]。李延喜和陈克兢^[29]也证实外部中介组织服务质量的提高可以减少公司应计盈余管理行为。即金融市场化会在一定程度上减弱公司通过应计项目调整利润的可操作空间,公司进行应计盈余管理的成本加大,

因此,公司会选择降低应计盈余管理,而通过更多的真实盈余管理来获得超额银行借款。基于以上分析,本文提出以下假设:

假设2 金融市场化会弱化应计盈余管理与公司超额银行借款之间的正相关关系,增强真实盈余管理与公司超额银行借款之间的正相关关系。

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

本文的研究样本选定为2003年~2016年中国资本市场A股上市公司。根据以往的研究惯例,本文按照以下条件进行筛选:1)剔除金融类上市公司;2)剔除财务数据缺失的上市公司;3)剔除总资产或所有者权益为负的上市公司;4)剔除ST类上市公司;5)剔除当年IPO上市公司。为了控制极端值的影响,本文在1%水平下对公司层面的所有连续变量进行缩尾处理。本文主要数据来源为CSMAR数据库。

2.2 变量选取与回归模型

2.2.1 公司超额银行借款的度量

本文的主要被解释变量为公司超额银行借款,参照邓路等^[8]的做法,以公司实际银行借款与目标银行借款的差值来度量,计算公式如下

$$ELoan_{i,t} = Loan_{i,t} - OLoan_{i,t} \quad (1)$$

其中目标银行借款 $OLoan$ 的度量方法如下:

1) 回归分析法

参考 Flannery 和 Rangan^[30]、陆正飞和杨德明^[31]等方法,通过估计目标资本结构进而测算目标负债,再根据目标负债计算公司目标银行借款。目标资本结构的基本回归模型如下

$$\begin{aligned} OCS_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t-1} + \alpha_2 Tang_{i,t-1} + \alpha_3 Nds_{i,t-1} + \\ & \alpha_4 Liquidity_{i,t-1} + \alpha_5 Unique_{i,t-1} + \\ & \alpha_6 Growth_{i,t-1} + \alpha_7 MB_{i,t-1} + \alpha_8 ROE_{i,t-1} + \\ & \alpha_9 Cashholding_{i,t-1} + \alpha_{10} Risk_{i,t-1} + \\ & \alpha_{11} Age_{i,t-1} + \alpha_{12} Dividend_{i,t-1} + \\ & \alpha_{13} Industry + \alpha_{14} Year + \varepsilon_{i,t-1} \end{aligned} \quad (2)$$

其中 OCS 表示公司目标资本结构,以总资产和总负债的比值来度量。参考已有研究文献,选取公司

规模 (*Size*, 总资产的自然对数)、资产结构 (*Tang*, (固定资产 + 存货) / 总资产)、非债务税盾 (*Ndts*, 累计折旧 / 总资产)、资产流动性 (*Liquidity*, 流动资产 / 流动负债)、产品独特性 (*Unique*, (销售费用 + 管理费用) / 营业收入)、营业收入增长率 (*Growth*, (*t* 年营业收入 - *t* - 1 年营业收入) / *t* - 1 年营业收入)、市值账面比 (*MB*, (总负债 + 总股本 × 年末收盘价) / 总资产)、净资产收益率 (*ROE*, 净利润 / 股东权益)、现金持有水平 (*Cash-holding*, 现金及现金等价物 / 总资产)、经营风险 (*Risk*, 样本期间内 (营业利润 / 营业总收入) 的标准差)、公司年限 (*Age*, 公司成立年限)、是否发放现金股利 (*Dividend*, 虚拟变量, 若发放, 取值为 1, 否则为 0) 以及行业 (*Industry*) 和年份 (*Year*) 等控制变量。

根据公司目标资本结构, 计算公司目标负债

$$ODebt_{i,t} = OCS_{i,t} \times Asset_{i,t} \quad (3)$$

其中 *ODebt* 表示公司目标负债, *Asset* 表示公司总资产。

根据公司目标负债, 计算公司目标银行借款

$$OLoan_{i,t} = \frac{ODebt_{i,t} - QDebt_{i,t}}{Asset_{i,t}} \quad (4)$$

其中 *QDebt* 表示剔除银行借款后的公司其他负债的目标值, 以公司所在行业其他负债类科目的中位数来估计。

2) 动态调整法

参考 Flannery 和 Rangan^[30] 等关于资本结构动态调整方法, 设定公司银行借款的动态调整模型

$$Loan_{i,t} - Loan_{i,t-1} = \lambda (OLoan_{i,t} - Loan_{i,t-1}) + \delta_{i,t-1} \quad (5)$$

其中 *Loan* 表示公司实际银行借款, *OLoan* 表示公司目标银行借款

$$OLoan_{i,t} = f(X_{i,t-1}) \quad (6)$$

其中 $X_{i,t-1} = \{x_{i1,t-1}, x_{i2,t-1}, \dots, x_{in,t-1}\}$, 即是由 *t* - 1 年影响公司银行借款因素值所组成的一组向量, 将式 (6) 代入式 (5) 并化简可以得到

$$Loan_{i,t} = \lambda f(X_{i,t-1}) + (1 - \lambda) Loan_{i,t-1} + \delta_{i,t-1} \quad (7)$$

$$= F(X_{i,t-1}) + \alpha Loan_{i,t-1} + \delta_{i,t-1}$$

其中 $\lambda = 1 - \alpha$; $\lambda f(X_{i,t-1}) = F(X_{i,t-1})$ 。

因此, 得到公司最优银行借款的计算公式

$$OLoan_{i,t} = f(X_{i,t-1}) = F(X_{i,t-1}) / (1 - \alpha) \quad (8)$$

选取公司规模 (*Size*)、资产结构 (*Tang*)、资产流动性 (*Liquidity*)、营业收入增长率 (*Growth*)、市值账面比 (*MB*)、净资产收益率 (*ROE*)、经营活动现金净流量 (*CFO*, 经营活动产生的现金流量净额 / 总资产)、资产负债率 (*Lev*, 总负债 / 总资产)、商业信用 (*TC*, (应付账款 + 应付票据 + 预收账款 - 应收账款 - 应收票据 - 预付账款) / 总资产)、经营风险 (*Risk*)、公司年限 (*Age*)、是否发放现金股利 (*Dividend*)、是否发行公司债券 (*Bond*, 虚拟变量, 若发行, 取值为 1, 否则为 0)、是否股权再融资 (*SEO*, 虚拟变量, 若发行, 取值为 1, 否则为 0) 以及行业 (*Industry*) 和年份 (*Year*) 等作为公司银行借款影响因素的控制变量。即式 (7) 的具体模型为

$$Loan_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 Tang_{i,t-1} + \beta_3 Liquidity_{i,t-1} + \beta_4 Growth_{i,t-1} + \beta_5 MB_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \beta_7 CFO_{i,t-1} + \beta_8 Lev_{i,t-1} + \beta_9 TC_{i,t-1} + \beta_{10} Risk_{i,t-1} + \beta_{11} Age_{i,t-1} + \beta_{12} Dividend_{i,t-1} + \beta_{13} Bond_{i,t-1} + \beta_{14} SEO_{i,t-1} + \beta_{15} Industry + \beta_{16} Year + \alpha Loan_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (9)$$

按照模型 (9) 根据公司 *t* 年及 *t* - 1 年的实际银行借款以及影响公司银行借款变量的值进行回归, 得到系数 α , 并将模型 (9) 中 $\sum \beta_n x_{in,t-1}$ 作为 $F(X_{i,t-1})$ 代入模型 (8) 计算公司的目标银行借款。

3) 行业均值法

行业均值法计算公司目标银行借款的核心思想是采用经资产加权平均后的行业平均银行借款确定为公司的目标银行借款。计算公式如下

$$OLoan_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n (Loan_{i,t} \times Asset_{i,t})}{\sum_{i=1}^n Asset_{i,t}} \quad (10)$$

2.2.2 盈余管理的度量

对于应计盈余管理, 本文使用修正后的 Jones 模型^[32] 计算出的操控性应计利润 (*DA*) 来衡量。对于真实盈余管理, 参考 Roychowdhury^[11], 分别

计算销售操控 (RM_cfo)、酌量费用操控 (RM_disexp)、生产操控 (RM_prod) 以及综合的真实盈余管理 (RM)。考虑到销售操控 (RM_cfo) 和酌量费用操控 (RM_disexp) 的符号含义, 本文对于回归计算出的差值取相反数。考虑到三种盈余管理方式之间存在一定的抵消, 因此综合真实盈余管理为

$$RM = RM_prod - RM_cfo - RM_disexp \quad (11)$$

2.2.3 金融市场发展程度的度量

选用目前被广泛使用的中国各地区市场化指数中的金融市场化程度指标来度量公司所在地区的金融市场发展程度 ($Finance$)。对于 2003 年~2007 年的样本, 使用樊纲等^[16] 中的金融市场化指数来度量地区金融市场化程度。对于 2008 年~2014 年的样本, 使用王小鲁等^[33] 中的金融业的市场化指数来度量地区金融市场化程度。对于 2015 年~2016 年的样本, 根据 2008 年~2014 年金融业的市场化指数变化趋势, 模拟出相关指数, 进行回归^②。

此外, 参考 Wu 等^[34]、陈德球等^[35], 以公司所在地区银行贷款总额与地区 GDP 的比值 ($BankGDP$) 作为金融市场化发展程度的度量指标进行稳健性检验。其中地区银行贷款总额数据来自于中国金融年鉴, 各地区 GDP 数据来自于 CSMAR 数据库。

2.2.4 回归模型

采用如下回归模型进行检验

$$\begin{aligned} Eloan_{i,j} = & \beta_0 + \beta_1 DA_{i,j-1} (RM_{i,j-1}) + \\ & \beta_2 Finance_{i,j-1} + \\ & \beta_3 DA_{i,j-1} (RM_{i,j-1}) \times Finance_{i,j-1} + \\ & \beta Control + \varepsilon \end{aligned} \quad (12)$$

其中 $ELoan$ 为公司超额银行借款代理变量 ($ELoan1$ 采用回归分析法估计, $ELoan2$ 采用动态调整法估计, $ELoan3$ 采用行业均值法估计); DA 为应计盈余管理代理变量; RM 为真实盈余管理

代理变量; $Finance$ 为公司所在地的金融市场发展程度。此外, 参考已有相关文献, 还设置若干个控制变量, 具体包括公司规模 ($Size$)、市值账面比 (MB)、资产结构 ($Tang$)、营业收入增长率 ($Growth$)、净资产收益率 (ROE)、资产负债率 (Lev)、股权集中度 ($Top1$, 第一大股东持股比例)、两职合一 ($Dual$, 虚拟变量, 若公司董事长与总经理两职合一, 则取值为 1, 否则为 0)、股权性质 ($State$, 虚拟变量, 若公司最终控制人为国有股东, 则取值为 1, 否则为 0) 以及年份 ($Year$) 和行业 ($Industry$) 等。

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计与差异性检验

表 1 为主要变量的描述性统计, 其中由回归分析法 ($Eloan1$) 和动态调整法 ($Eloan2$) 计算出的超额银行借款的平均值分别为 11.5% 和 7.2%, 表明超额银行借款的现象在上市公司中比较普遍。其次, 由最大值和最小值可以看出不同公司之间的超额银行借款水平差异较大。对于盈余管理程度, 考虑到在计算盈余管理使用的是全部上市公司数据, 而由于其他变量缺失等原因, 此处报告的为剔除掉部分公司后的回归样本的变量统计, 因此盈余管理各变量的均值不为 0。 DA 和 RM 的最小值均在 -50% 以下而最大值均超过了 60%, 表明不同公司之间会采取不同方向的盈余管理, 并且盈余管理程度也存在较大差异。此外, 公司所在地的金融市场化程度差异也较大。本文还进行了变量间的相关性分析, 相关性分析结果表明, 各控制变量之间的相关系数都在 0.3 以下, 因此回归中各控制变量的方差膨胀因子 (VIF , 考虑到篇幅没有在回归中报告) 没有超过 5, 不存在严重的多重共线性问题。由于篇幅原因, 相关性分析的结果没有报告。

② 此处 2003 年~2007 年的金融市场化指数与 2008 年~2014 年的金融市场化指数统计口径略有差异, 后段指数整体低于前一段。为了消除统计口径差异带来的影响, 我们在回归中控制了年度效应。控制年度效应后, 市场化指数回归系数更多地体现样本横截面之间的差异对于超额银行借款的影响, 缓解不同年度统计口径不一致的问题。此外, 本文在稳健性检验中选取了公司所在地区银行贷款总额与地区 GDP 的比值 ($BankGDP$) 作为金融市场化发展程度的度量指标再次进行回归, 结果并无差异。对于 2015 年~2016 年的指数, 根据 2008 年~2014 年的指数, 对各个省份回归得到指数与年度之间的线性变化关系, 然后根据回归得到的模型, 计算 2015 年~2016 年各省份的指数。

表 1 主要变量描述性统计

Table 1 Descriptive statistics of main variables

变量	观测数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Eloan1</i>	21 975	0.115	0.570	-0.568	-0.054	2.662
<i>Eloan2</i>	21 975	0.072	0.473	-1.534	-0.007	2.269
<i>Eloan3</i>	21 975	-0.033	0.152	-0.308	-0.049	0.362
<i>DA</i>	21 975	0.041	0.201	-0.629	0.024	0.665
<i>RM</i>	21 975	0.017	0.274	-0.893	0.007	0.860
<i>RM_cfo</i>	21 975	0.010	0.111	-0.302	0.001	0.372
<i>RM_disexp</i>	21 975	0.001	0.091	-0.373	0.011	0.226
<i>RM_prod</i>	21 975	0.011	0.182	-0.751	-0.002	0.634
<i>Finance</i>	21 975	8.053	2.035	-0.040	8.275	12.010
<i>MB</i>	21 975	3.943	3.845	0.689	2.799	26.803
<i>Size</i>	21 975	21.886	1.243	19.311	21.744	25.700
<i>Tang</i>	21 975	0.422	0.187	0.029	0.418	0.836
<i>Growth</i>	21 975	0.225	0.663	-0.698	0.115	4.971
<i>ROE</i>	21 975	0.047	0.166	-1.038	0.063	0.325
<i>Lev</i>	21 975	0.473	0.205	0.056	0.481	0.909
<i>Top1</i>	21 975	0.368	0.154	0.088	0.350	0.750
<i>Dual</i>	21 975	0.187	0.390	0.000	0.000	1.000
<i>State</i>	21 975	0.537	0.499	0.000	1.000	1.000

表 2 为盈余管理与公司超额银行借款的差异性检验,本文基于盈余管理指标的中位数进行分组,大于中位数的为盈余管理程度较高组,小于中位数的为盈余管理程度较低组,分别计算两组的超额银行借款并检验两组之间的超额银行借款水平是否存在显著差异。其中 Panel A 为按照

应计盈余管理(*DA*)进行分组的检验结果,Panel B 为按照真实盈余管理(*RM*)进行分组的检验结果。由均值和中位数的差异均在 1% 水平下显著为正可知,盈余管理程度较高组的公司超额银行借款水平显著多于盈余管理程度较低组的超额银行借款水平,初步验证了假设 1。

表 2 盈余管理与公司超额银行借款差异性检验

Table 2 Excess bank loan differences between High and Low earnings management samples

Panel A: 应计盈余管理与公司超额银行借款						
<i>DA</i>	High		Low		High-Low (Mean)	High-Low (Median)
	Mean	Median	Mean	Median		
<i>Eloan1</i>	0.141 6	-0.035 4	0.087 5	-0.071 6	0.05 *** (7.05)	0.04 *** (4.21)
<i>Eloan2</i>	0.084 5	-0.004 5	0.059 9	-0.009 9	0.02 *** (3.85)	0.01 *** (3.63)
<i>Eloan3</i>	-0.024 3	-0.044 5	-0.042 7	-0.053 8	0.02 *** (9.01)	0.01 *** (6.90)
Panel B: 真实盈余管理与公司超额银行借款						
<i>RM</i>	High		Low		High-Low (Mean)	High-Low (Median)
	Mean	Median	Mean	Median		
<i>Eloan1</i>	0.235 4	0.006 4	0.020 1	-0.111 4	0.22 *** (8.96)	0.12 *** (8.95)
<i>Eloan2</i>	0.158 4	0.021 9	0.014 0	-0.039 5	0.14 *** (7.46)	0.06 *** (7.72)
<i>Eloan3</i>	0.002 0	-0.004 0	-0.088 0	-0.088 2	0.07 *** (5.71)	0.08 *** (8.76)

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

3.2 回归结果分析

3.2.1 盈余管理与公司超额银行借款

表3为盈余管理与公司超额银行的回归结果。由盈余管理的系数均在1%水平下显著为正可以看出,商业银行对于公司的盈余管理

行为难以识别,公司出于管理层自利或为股东谋取私利的动机,在银行借款达到目标值后,依然会通过盈余管理行为调高公司业绩,以期获得更多超额银行借款,回归结果验证了假设1。

表3 盈余管理与公司超额银行借款

Table 3 Regression results of earnings management and excess bank loans

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>
<i>DA</i>	0.718*** (18.75)	0.223*** (11.47)	0.096*** (16.16)				0.510*** (17.01)	0.050*** (2.37)	0.069*** (11.39)
<i>RM</i>				0.629*** (21.57)	0.436*** (18.98)	0.081*** (17.92)	0.509*** (21.38)	0.424*** (17.47)	0.065*** (14.14)
<i>MB</i>	0.010*** (4.53)	-0.004*** (-2.92)	-0.004*** (-7.70)	0.015*** (7.20)	-0.001 (-0.49)	-0.003*** (-6.21)	0.013*** (6.33)	-0.001 (-0.68)	-0.004*** (-6.87)
<i>Size</i>	-0.186*** (-24.19)	-0.028*** (-5.75)	-0.002 (-1.13)	-0.151*** (-19.80)	-0.008 (-1.63)	0.002 (1.03)	-0.164*** (-21.93)	-0.009* (-1.88)	0.000 (0.20)
<i>Tang</i>	0.046 (1.28)	0.090*** (3.50)	0.056*** (5.32)	0.097*** (2.71)	0.081*** (3.27)	0.063*** (6.01)	0.027 (0.78)	0.074*** (2.97)	0.053*** (5.15)
<i>Growth</i>	0.011 (1.62)	0.003 (0.57)	-0.002 (-1.40)	0.014* (1.96)	0.007 (1.25)	-0.002 (-1.10)	0.016*** (2.26)	0.007 (1.29)	-0.001 (-0.87)
<i>ROE</i>	-0.284*** (-8.19)	-0.150*** (-5.55)	-0.086*** (-10.38)	-0.094*** (-2.62)	-0.010 (-0.33)	-0.062*** (-7.34)	-0.118*** (-3.49)	-0.012 (-0.42)	-0.065*** (-7.93)
<i>Lev</i>	0.819*** (21.84)	0.657*** (24.41)	0.468*** (44.86)	0.639*** (17.50)	0.543*** (21.09)	0.444*** (42.01)	0.688*** (19.18)	0.548*** (21.06)	0.451*** (42.90)
<i>Top1</i>	0.082*** (2.08)	-0.042 (-1.54)	-0.021* (-1.80)	0.058 (1.51)	-0.042 (-1.57)	-0.024*** (-2.08)	0.084*** (2.22)	-0.040 (-1.49)	-0.020* (-1.80)
<i>Dual</i>	0.021 (1.55)	0.008 (0.84)	0.003 (0.91)	0.019 (1.44)	0.007 (0.73)	0.003 (0.86)	0.020 (1.53)	0.007 (0.74)	0.003 (0.89)
<i>State</i>	-0.034*** (-2.53)	-0.016* (-1.75)	-0.026*** (-6.42)	-0.043*** (-3.17)	-0.020*** (-2.18)	-0.027*** (-6.75)	-0.038*** (-2.87)	-0.019*** (-2.13)	-0.026*** (-6.66)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	3.600*** (22.69)	0.264*** (2.69)	-0.177*** (-4.19)	2.915*** (18.62)	-0.108 (-1.10)	-0.267*** (-6.26)	3.185*** (20.71)	-0.081 (-0.82)	-0.230*** (-5.47)
调整 R^2	0.26	0.10	0.46	0.28	0.15	0.46	0.31	0.15	0.47
F 值	82.09	57.30	216.31	88.13	62.20	220.67	96.18	60.20	225.56
观测数	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975

注:表中所用到的连续变量都进行了极端值1%和99%的 Winsorize 处理,t 值在括号中标明,经横截面异方差和公司序列相关性调整 (Robust 和 Cluster 调整),*、**和*** 分别表示在10%、5%和1%水平下显著,下表同。

此外,除了综合的真实盈余管理,本文对于三个分项真实盈余管理也进行了回归检验,结果列于表4。无论是仅考虑分项真实盈余管理还是同时考虑真实盈余管理和应计盈余管理,各盈余管

理的回归系数均显著为正,意味着公司会分别通过销售操控、酌量费用操控和生产操控等行为来增加公司利润,进而获得更多超额银行借款,以上实证研究结果进一步验证了假设1。

表 4 真实盈余操控与公司超额银行借款

Table 4 Regression results of real earnings management and excess bank loans

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>
Panel A 销售操控与公司超额银行借款						
<i>RM_cfo</i>	1.511 ^{***} (22.01)	1.071 ^{***} (19.97)	0.178 ^{***} (17.73)	1.227 ^{***} (22.33)	1.043 ^{***} (18.39)	0.138 ^{***} (13.62)
<i>DA</i>				0.515 ^{***} (17.28)	0.050 ^{**} (2.40)	0.073 ^{***} (12.00)
Panel B 酌量费用操控与公司超额银行借款						
<i>RM_disexp</i>	1.667 ^{***} (19.21)	0.325 ^{***} (7.80)	0.226 ^{***} (14.52)	1.459 ^{***} (20.27)	0.257 ^{***} (6.49)	0.198 ^{***} (12.96)
<i>DA</i>				0.623 ^{***} (19.22)	0.206 ^{***} (10.92)	0.083 ^{***} (14.27)
Panel C 生产操控与公司超额银行借款						
<i>RM_prod</i>	0.909 ^{***} (18.15)	0.207 ^{***} (8.45)	0.109 ^{***} (14.90)	0.691 ^{***} (16.79)	0.125 ^{***} (5.51)	0.078 ^{***} (11.39)
<i>DA</i>				0.484 ^{***} (17.44)	0.180 ^{***} (10.08)	0.069 ^{***} (12.71)

3.2.2 盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款

表 5 为应计盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款的回归结果。由 $DA \times Finance$ 的系数显著为负可知,金融市场化弱化了应计盈余管理与公司超额银行借款之间的正相关关系,验证了假设 2。结合 DA 与 $DA \times Finance$ 的系数大小以及描述性统计中 $Finance$ 的中位数(8.275)可知,在

金融市场化较发达的地区,应计盈余管理与公司超额银行借款的正相关关系逐渐减弱,甚至变为负相关。金融市场的发展会逐渐消除公司通过应计盈余管理获得超额银行借款的行为,特别在金融市场化程度较高的地区,商业银行对于公司应计盈余管理行为具有较强的识别能力,应计盈余管理程度越大,公司获得的超额银行借款越少。

表 5 应计盈余管理、金融市场发展与公司超额银行借款

Table 5 Regression results of the effects of financial marketization on relationship between accrual-based earnings management and excess bank loans

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>
<i>DA</i>	1.664 ^{***} (26.49)	0.452 ^{***} (15.41)	0.217 ^{***} (26.86)	1.445 ^{***} (24.82)	0.207 ^{***} (6.26)	0.189 ^{***} (22.11)
<i>Finance</i>	-0.002 (-0.64)	-0.000 (-0.19)	-0.000 (-0.39)	-0.002 (-0.64)	-0.000 (-0.16)	-0.000 (-0.38)
$DA \times Finance$	-0.180 ^{***} (-22.24)	-0.044 ^{***} (-13.91)	-0.023 ^{***} (-25.52)	-0.166 ^{***} (-21.80)	-0.028 ^{***} (-8.58)	-0.021 ^{***} (-22.90)
<i>RM</i>				0.355 ^{***} (19.23)	0.398 ^{***} (16.03)	0.045 ^{***} (9.97)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.702 ^{***} (18.15)	0.046 (0.47)	-0.291 ^{***} (-7.37)	2.484 ^{***} (16.97)	-0.199 ^{**} (-2.03)	-0.319 ^{***} (-8.05)
调整 R^2	0.41	0.11	0.49	0.43	0.15	0.50
F 值	94.39	60.42	272.83	114.99	60.63	267.37
观测数	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975

表6为真实盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款的回归结果。其中, $RM \times Finance$ 的回归系数显著为正,表示随着金融市场化程度的提高,公司进行应计盈余管理的成本逐渐增大,公司会选择更多的真实盈余管理行为,真实盈余管理与公司超额银行借款之间的正相关关系显著增

强。回归结果验证了假设2。同样,本文还分别对三种真实盈余管理分指标进行了回归,回归结果见表7。各项真实盈余管理分指标与金融市场化程度的交乘项系数均显著为正,进一步验证了金融市场化会增强真实盈余管理与公司超额银行借款之间正相关关系的假设。

表6 真实盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款

Table 6 Regression results of the effects of financial marketization on relationship between real earnings management and excess bank loans

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>
<i>RM</i>	0.257 *** (6.10)	0.528 *** (11.08)	0.068 *** (10.88)	0.157 *** (3.98)	0.541 *** (11.33)	0.055 *** (8.76)
<i>Finance</i>	-0.006 * (-1.78)	-0.001 (-0.24)	-0.001 (-0.94)	-0.006 * (-1.90)	-0.000 (-0.23)	-0.001 (-0.98)
$RM \times Finance$	0.051 *** (10.57)	0.021 *** (3.67)	0.003 *** (4.57)	0.051 *** (10.56)	0.021 *** (3.70)	0.003 *** (4.36)
<i>DA</i>				0.504 *** (16.74)	0.063 *** (2.97)	0.064 *** (10.71)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.896 *** (18.83)	-0.300 *** (-3.13)	-0.270 *** (-6.31)	3.162 *** (20.84)	-0.333 *** (-3.42)	-0.236 *** (-5.59)
调整 R^2	0.30	0.25	0.47	0.33	0.25	0.48
<i>F</i> 值	89.72	70.41	213.95	98.57	67.01	218.33
观测数	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975	21 975

进一步,本文还对不同金融市场化程度地区公司的盈余管理行为进行了差异性检验。按照公司所在地的金融市场化程度分为市场化程度较高组和市场化程度较低组,分别考察两组公司的盈余管理程度以及两组之间是否存在显著差异。由表8的结果可知,金融市场化程度较高组的应计盈余管理程度显著小于金融市场化程度较低组;而真实盈余管理在金融市场化程度较高组更大。该差异性检验结果表明,随着市场化程度的提高,公司进行应计盈余管理的成本加大,动机减弱,因此应计盈余管理程度减弱,公司反而通过更多的真实盈余管理行为来调高公司业绩,该结果进一步支持了假设2。

此外,为了更直观的考察随着金融市场程度的提高,公司会选择更多的真实盈余管理来代替应计盈余管理行为。针对2008年~2016年

样本(考虑到新的樊纲指数统计是从2008年开始,并且2007年开始实施新的会计准则)根据金融市场化分成五组,来检验不同类型盈余管理之间的相互关系,结果见图1。横坐标表示金融市场化分组,1为金融市场化程度最低组,5为金融市场化程度最高组。应计盈余管理(*DA*)在金融市场化程度最高组为0.036,在最低组为0.053,差异为-0.02,对应T检验值为-3.26,在小于0.01水平上显著;真实盈余管理(*RM*)在金融市场化程度最高组为0.04,在最低组为0.01,差异为0.03,对应T检验值为4.51,在小于0.01水平上显著。以上检验说明,随着金融市场化程度的不断上升,应计盈余管理程度不断下降,而真实盈余管理程度不断上升,而且这种变化在统计上是显著的,二者具有显著的替代效应。

表 7 真实盈余操控、金融市场化与公司超额银行借款

Table 7 Regression results of the effects of financial marketization on relationship between real earnings manipulation and excess bank loans

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>	<i>Eloan1</i>	<i>Eloan2</i>	<i>Eloan3</i>
Panel A 销售操控、金融市场化与公司超额银行借款						
<i>RM_cfo</i>	0.024 (0.17)	0.799 *** (9.03)	-0.013 (-0.73)	0.368 *** (2.96)	0.866 *** (9.64)	0.068 *** (3.83)
<i>Finance</i>	-0.005 (-1.38)	0.001 (0.41)	-0.001 (-0.73)	-0.005 (-1.58)	0.001 (0.37)	-0.001 (-0.81)
<i>RM_cfo</i> × <i>Finance</i>	0.202 *** (14.23)	0.255 *** (12.33)	0.026 *** (13.05)	0.214 *** (15.91)	0.257 *** (12.55)	0.028 *** (14.05)
<i>DA</i>				0.551 *** (18.48)	0.093 *** (4.85)	0.077 *** (13.04)
Panel B 酌量费用操控、金融市场化与公司超额银行借款						
<i>RM_disexp</i>	-0.657 *** (-3.02)	-0.336 *** (-2.75)	0.082 ** (2.00)	-0.964 *** (-4.78)	-0.437 *** (-3.63)	0.041 (1.02)
<i>Finance</i>	-0.007 * (-1.96)	-0.001 (-0.62)	-0.001 (-1.14)	-0.007 ** (-2.00)	-0.001 (-0.62)	-0.001 (-1.15)
<i>RM_disexp</i> × <i>Finance</i>	0.298 *** (11.25)	0.085 *** (5.99)	0.018 *** (4.01)	0.310 *** (12.29)	0.089 *** (6.34)	0.020 *** (4.42)
<i>DA</i>				0.634 *** (19.54)	0.209 *** (11.09)	0.083 *** (14.40)
Panel C 生产操控、金融市场化与公司超额银行借款						
<i>RM_prod</i>	0.107 (1.34)	0.082 * (1.71)	0.089 *** (6.56)	-0.267 *** (-3.89)	-0.046 (-0.99)	0.042 *** (3.27)
<i>Finance</i>	-0.006 * (-1.68)	-0.001 (-0.61)	-0.001 (-0.97)	-0.006 * (-1.78)	-0.001 (-0.64)	-0.001 (-1.00)
<i>RM_prod</i> × <i>Finance</i>	0.126 *** (13.72)	0.020 *** (3.57)	0.003 ** (2.04)	0.144 *** (16.77)	0.026 *** (4.75)	0.005 *** (3.64)
<i>DA</i>				0.574 *** (20.07)	0.196 *** (10.79)	0.073 *** (13.33)

表 8 金融市场发展与公司盈余管理差异性检验

Table 8 Earnings management differences between High and Low financial marketization samples

<i>Finance</i>		<i>DA</i>	<i>RM</i>	<i>RM_cfo</i>	<i>RM_disexp</i>	<i>RM_prod</i>
High	Mean	0.038 4	0.023 4	0.013 1	0.001 1	0.016 6
	Median	0.020 3	0.009 6	0.003 4	0.011 7	0.000 1
Low	Mean	0.044 3	0.011 3	0.007 4	0.000 6	0.006 8
	Median	0.025 7	0.003 6	-0.001 1	0.010 5	-0.004 2
High-Low (Mean)		-0.005 9 ** (-2.35)	0.012 1 * (3.25)	0.005 7 *** (3.82)	0.000 5 * (1.83)	0.009 8 *** (3.95)
High-Low (Median)		-0.005 4 * (-1.92)	0.006 0 * (3.09)	0.004 5 *** (4.38)	0.001 2 ** (1.98)	0.004 3 *** (4.05)

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

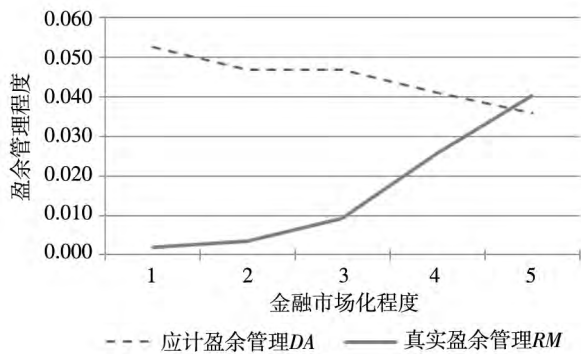


图1 真实盈余管理与应计盈余管理随金融市场化程度变化趋势
Fig. 1 The relation of earnings management and financial marketization

3.3 稳健性检验

首先, 盈余管理与公司超额银行借款之间可能存在一定的内生性问题, 即公司有可能因为获得了较多的超额银行借款, 为了避免碰触债务契约的红线而进行盈余管理. 本文在前述检验中使用了滞后一期的盈余管理, 在一定程度上减少了内生性问题. 进一步, 参考 Venet 和 Hurlin^[36], 本文还针对该问题对盈余管理与公司超额银行借款进行了 Granger 因果关系的补充检验. 检验结果表明盈余管理是公司超额银行借款的 Granger 原因, 但公司超额银行借款不是盈余管理的 Granger 原因. 由于篇幅限制, 具体的检验结果在此没有列示.

另一方面, 除了采用市场化指数外, 本文还以公司所在地区银行贷款总额与地区 GDP 的比值 (BankGDP) 作为金融市场化发展程度的度量指标, 对盈余管理、金融市场化和公司超额银行借款之间的关系进行了稳健性检验, 回归结果依然支持假设 2.

其次, 本文单独检验了超额银行借款为正 ($Eloan > 0$) 的样本盈余管理与超额银行借款的关系. 无论是盈余管理与公司超额银行借款差异性检验还是两者之间的回归检验, 结果均支持本文假设.

参考文献:

[1] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31(1): 405 - 440.

此外, 本文还区分了向上盈余管理和向下盈余管理, 实证结果也都支持本文结论.

最后, 2006 年财政部颁布了新的会计准则, 于 2007 年开始在上市公司中实施. 新会计准则的实施提高了上市公司会计信息质量, 缩小了会计收益调整的空间. 本文在稳健性检验中, 将样本区间改为 2007 年 ~ 2016 年, 对以上回归进行检验, 结果依然支持本文假设.

4 结束语

本文基于中国 A 股上市公司数据, 实证检验了公司在银行借款达到目标值之后, 盈余管理行为与公司超额银行借款的关系, 并进一步从金融市场化角度对二者关系进行了差异性分析. 研究结果显示, 公司在拥有能满足正常经营所需的银行借款后, 依然会通过盈余管理行为获得更多的超额银行借款. 随着金融市场化程度的提高, 公司进行应计盈余管理的难度加大, 应计盈余管理与公司超额银行借款之间的正相关关系减弱, 尤其在金融市场化达到一定程度之后, 二者之间成负相关关系; 同时, 公司会选择进行更多的真实盈余管理行为, 真实盈余管理与公司超额银行借款正相关关系逐渐增强. 本文的研究证实, 整体而言, 商业银行对于公司盈余管理的识别能力不足, 信贷资源分配效率较低; 金融市场化改革在一定程度上可以改善该问题, 但效果有限.

本文虽然发现公司会通过盈余管理行为获得更多的超额银行借款, 但对于公司获得超额银行借款之后是否会损害债权人利益进行过度投资, 以及公司通过盈余管理获得超额银行借款之后股价崩盘风险是否增加等问题尚未探讨. 我们认为, 对于公司获得超额银行借款后的经济后果的研究同样是一个有趣而重要的话题.

- [2]Dyreg S D , Vashishtha R , Weber J. Direct evidence on the informational properties of earnings in loan contracts [J]. *Journal of Accounting Research* , 2017 , 55(2) : 371 – 406.
- [3]Mafrolla E , D' Amico E. Borrowing capacity and earnings management: An analysis of private loans in private firms [J]. *Journal of Accounting and Public Policy* , 2017 , 36(4) : 284 – 301.
- [4]Bharath S T , Sunder J , Sunder S V. Accounting quality and debt contracting [J]. *Accounting Review* , 2008 , 83(1) : 1 – 28.
- [5]孙 铮 , 李增泉 , 王景斌. 所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据 [J]. *管理世界* , 2006 , (10) : 100 – 107.
Sun Zheng , Li Zengquan , Wang Jingbin. The ownership nature , the accounting information and debt contracts: Empirical evidence from China' s listed companies [J]. *Management World* , 2006 , (10) : 100 – 107. (in Chinese)
- [6]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) : 152 – 158.
Lu Zhengfei , Zhu Jigao , Sun Bianxia. Earnings management , accounting information and bank debt contracts [J]. *Management World* , 2008 , (3) : 152 – 158. (in Chinese)
- [7]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.
Ma Yongqiang , Lai Li , Zeng Jianguang. Earnings management and the credit allocation [J]. *Accounting Research* , 2014 , (12) : 39 – 45. (in Chinese)
- [8]邓 路 , 刘瑞琪 , 廖明情. 宏观环境、所有制与公司超额银行借款 [J]. *管理世界* , 2016 , (9) : 149 – 160.
Deng Lu , Liu Ruiqi , Liao Mingqing. Macro environments , property and excess bank loans [J]. *Management World* , 2016 , (9) : 149 – 160. (in Chinese)
- [9]邓 路 , 刘瑞琪 , 江 萍. 公司超额银行借款会导致过度投资吗 [J]. *金融研究* , 2017 , (10) : 115 – 129.
Deng Lu , Liu Ruiqi , Jiang Ping. Do corporate' s excess bank loans lead to over-investment? [J]. *Journal of Financial Research* , 2017 , (10) : 115 – 129. (in Chinese)
- [10]Graham J R , Harvey C R , Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting [J]. *Journal of Accounting and Economics* , 2005 , 40(1) : 3 – 73.
- [11]Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation [J]. *Journal of Accounting & Economics* , 2006 , 42(3) : 335 – 370.
- [12]Zang A Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management [J]. *Accounting Review* , 2012 , 87(2) : 675 – 703.
- [13]李 平 , 曾 勇 , 朱晓林. 中国银行业改革对合资银行效率变化的影响 [J]. *管理科学学报* , 2013 , 16(8) : 47 – 53.
Li Ping , Zeng Yong , Zhu Xiaolin. Impact of the reform of China' s banking sector on the changes in efficiency of Chinese banks [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2013 , 16(8) : 47 – 53. (in Chinese)
- [14]孙 亮 , 柳建华. 银行业改革、市场化与信贷资源的配置 [J]. *金融研究* , 2011 , (1) : 94 – 109.
Sun Liang , Liu Jianhua. Banking system reform , marketization and bank credit allocation [J]. *Journal of Financial Research* , 2011 , (1) : 94 – 109. (in Chinese)
- [15]孙会霞 , 陈金明 , 陈运森. 银行信贷配置、信用风险定价与企业融资效率 [J]. *金融研究* , 2013 , (11) : 55 – 67.
Sun Huixia , Chen Jinming , Chen Yunsen. Bank allocation behavior , credit pricing and firm financing efficiency [J]. *Journal of Financial Research* , 2013 , (11) : 55 – 67. (in Chinese)
- [16]樊 纲 , 王小鲁 , 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2010 年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社 , 2011.
Fan Gang , Wang Xiaolu , Zhu Hengpeng. NERI Index of Marketization of China' s Provinces 2011 Report [M]. Beijing: Economic Science Press , 2011. (in Chinese)
- [17]饶艳超 , 胡奕明. 银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析 [J]. *会计研究* , 2005 , (4) : 36 – 41.

- Rao Yanchao, Hu Yiming. A study on the survey of the accounting information used by the bank lenders [J]. *Accounting Research*, 2005, (4): 36–41. (in Chinese)
- [18] 姚树洁, 姜春霞, 冯根福. 中国银行业的改革与效率: 1995–2008 [J]. *经济研究*, 2011, (8): 4–14.
Yao Shujie, Jiang Chunxia, Feng Genfu. Banking reform and efficiency in China: 1995–2008 [J]. *Economic Research Journal*, 2011, (8): 4–14. (in Chinese)
- [19] 程六兵, 刘峰. 银行监管与信贷歧视——从会计稳健性的视角 [J]. *会计研究*, 2013, (1): 28–34.
Cheng Liubing, Liu Feng. Bank supervision and discrimination: From the perspective of accounting conservatism [J]. *Accounting Research*, 2013, (1): 28–34. (in Chinese)
- [20] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323–329.
- [21] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [22] Smith Jr C W, Warner J B. On financial contracting: An analysis of bond covenants [J]. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7(2): 117–161.
- [23] 胥朝阳, 刘睿智. 提高会计信息可比性能抑制盈余管理吗? [J]. *会计研究*, 2014, (7): 50–57.
Xu Chaoyang, Liu Ruizhi. Can accounting comparability reduce earnings management? [J]. *Accounting Research*, 2014, (7): 50–57. (in Chinese)
- [24] Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(1): 2–19.
- [25] 龚启辉, 吴联生, 王亚平. 两类盈余管理之间的部分替代 [J]. *经济研究*, 2015, (6): 175–188.
Gong Qihui, Wu Liansheng, Wang Yaping. The partial substitution effect of the two types of earnings management [J]. *Economic Research Journal*, 2015, (6): 175–188. (in Chinese)
- [26] Firth M, Lin C, Liu P, et al. Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2009, 33(6): 1144–1155.
- [27] 陈耿, 刘星, 辛清泉. 信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构 [J]. *会计研究*, 2015, (4): 40–46.
Chen Geng, Liu Xing, Xin Qingquan. Credit discrimination, financial development and private-owned enterprise' bank loan term structure [J]. *Accounting Research*, 2015, (4): 40–46. (in Chinese)
- [28] 王伟, 杨娇辉, 汪玲. 金融竞争力、信贷过度扩张与经济增长 [J]. *管理科学学报*, 2018, 21(1): 58–71.
Wang Wei, Yang Jiaohui, Wang Ling. Financial competitiveness, excessive credit and economic growth [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(1): 58–71. (in Chinese)
- [29] 李延喜, 陈克兢. 终极控制人、外部治理环境与盈余管理 [J]. *管理科学学报*, 2014, 17(9): 56–71.
Li Yanxi, Chen Kejing. Ultimate controller, external governance environment and earnings management: Analysis based on dynamic panel data with system GMM estimation [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(9): 56–71. (in Chinese)
- [30] Flannery M J, Rangan K P. Partial adjustment toward target capital structures [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(3): 469–506.
- [31] 陆正飞, 杨德明. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场? [J]. *管理世界*, 2011, (4): 6–14.
Lu Zhengfei, Yang Deming. The commercial credit: Alternative financing or buyers' markets? [J]. *Management World*, 2011, (4): 6–14. (in Chinese)
- [32] Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting earnings management [J]. *Accounting Review*, 1995, 70(2): 193–225.
- [33] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
Wang Xiaolu, Fan Gang, Yu Jingwen. Marketization Index of China's Provinces: NERI Report 2016 [M]. Beijing: Social

Science Academic Press ,2017. (in Chinese)

[34] Wu W , Rui O M , Wu C. Trade credit , cash holdings , and financial deepening: Evidence from a transitional economy [J]. *Journal of Banking and Finance* ,2012 ,36(11) : 2868 –2883.

[35] 陈德球 , 魏 刚 , 肖泽忠. 法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好 [J]. *经济研究* ,2013 ,(10) : 55 –68.
Chen Deqiu , Wei Gang , Xiao Zezhong. Law efficiency , financial deepening and family control preferences [J]. *Economic Research Journal* ,2013 ,(10) : 55 –68. (in Chinese)

[36] Venet B , Hurlin C. Granger causality tests in panel data models with fixed coefficients [J]. *Document De Recherche Leo* , 2001.

Earnings management , financial marketization and excess bank loans

*DENG Lu*¹ , *LIU Rui-qi*² , *LIAO Ming-qing*^{3*}

1. School of Economics and Management , Beihang University , Beijing 100191 , China;
2. School of Accounting and Finance , The Hong Kong Polytechnic University , Hong Kong 999077 , China;
3. School of Business Administration , South China University of Technology , Guangzhou 510640 , China

Abstract: Firms' managing earnings to get more bank loans have attracted academic attentions. While , when firms reach the bank loans targets , would they continue to manage earnings to get excess bank loans? This paper studies this question from the aspects of real and accrual-based earnings management using the data of Chinese A-share listed firms from 2003 to 2016. The results show that real and accrual-based earnings management both are positively related to the excess bank loans. In addition , when taking the financial marketization into account , the positive relation between accrual-based earnings management and excess bank loans is weakened , but the relation between real earnings management and excess bank loans is enhanced. This paper expands the study perspectives of earnings quality and credit resources allocation from excess bank loans and enriches the research of the macro environments' influences on firm behaviors.

Key words: accrual-based earnings management; real earnings management; financial marketization; excess bank loans