

盈余管理方式与信贷资源配置*

马永强 赖黎 曾建光

(西南财经大学会计学院 611130)

【摘要】本文以2006—2013年我国A股上市公司为研究对象,从真实盈余管理和应计盈余管理双重视角,考察了盈余管理行为对信贷资源配置的影响。研究发现:企业通过盈余管理上调利润越多,获取了更多的信贷资源;国有企业通过应计盈余管理获取信贷资源的现象更明显,非国有企业通过真实盈余管理获取信贷资源的现象更明显。研究表明:一方面,企业通过盈余管理满足银行对自身盈利能力的要求,获取了更多的信贷资源;另一方面,我国银行无法识别贷款企业的盈余管理行为,盈余管理加大了银行的信贷风险。本文从贷款企业的盈余管理行为出发,为优化信贷资源配置提供了一个全新的视角,弥补了现有文献较为片面的认识。

【关键词】应计盈余管理 真实盈余管理 信贷资源配置 产权属性

一、引言

长期以来,不论学术界还是实务界,信贷资源配置都是被广泛关注的话题,它不仅是实体经济的重要支柱,而且与社会资源的公平分配息息相关。银行一旦发生信贷风险,将迅速传染到整个金融系统,甚至导致国家经济的瘫痪。我国银行业务主要集中在传统信贷业务,信贷风险构成了银行的主要风险。为降低国有商业银行的不良贷款率,我国前后对银行系统的不良贷款进行了两次大规模剥离^①。

学术界对影响信贷资源配置因素的研究已经相当深入,但集中讨论盈余管理如何影响信贷资源配置的文献却非常有限。财务信息是银行信贷审批过程中的主要信息来源,由于信息不对称的存在,企业利用虚假财务信息骗取贷款已成为常见的手段。与贷款欺诈相比,盈余管理的法律成本更低,企业通过盈余管理获取信贷资源的情况更为普遍。盈余管理不仅导致了信贷资源错配,也是银行发生不良贷款的重要原因。2009年至今,中国人民银行数次提高了商业银行存款准备金率,导致信贷资源竞争日趋白热化,诱发了企业的盈余管理动机。所以,研究盈余管理对信贷资源配置的影响不仅有重要的理论意义,也有很强的现实价值。

本文借助上市公司财务报表附注中的银行贷款数据,系统研究了不同盈余管理方式对信贷资源配置的影响。与已有文献不同,本文不仅检验了应计盈余管理对信贷资源配置的影响,同时把真实盈余管理纳入企业的盈余管理策略,全面检验了不同盈余管理方式对信贷资源配置的影响机制。本文的主要研究贡献是:第一,发现银行在信贷审

批过程中无法识别企业的盈余管理行为,存在潜在的信贷风险;第二,提供了企业通过不同盈余管理方式满足银行盈利要求以获取信贷资源的证据;第三,讨论了不同产权企业为获取信贷资源的盈余管理行为差异。本文不仅拓展了现有文献对盈余管理影响信贷资源配置的认识,而且为银行系统提高信贷配置效率提供了新的思路。

本文后面部分的安排是:第二部分是文献回顾、制度背景与假设提出;第三部分是研究设计;第四部分是实证分析;第五部分是稳健性测试;第六部分是研究结论与启示。

二、文献回顾、制度背景与假设提出

(一) 文献回顾

Berger and Udell (2006) 研究发现了银行通过会计信息估计借款企业未来的偿债能力,会计利润对未来现金流的预测越准确,银行更能准确估计企业未来的现金流,信贷风险更可控。会计信息质量越低的企业,权益和负债融资成本越高,与银行最终签订的合约更为苛刻,包括对利率、到期日、抵押物等条款更高要求 (Bharath et al., 2008)。然而,上述研究忽略了两个问题:第一,银行最关心的是企业是否通过盈余管理调高利润,而不是盈余管理程度的高低;第二,企业完整的盈余管理策略既包括应计盈余管理,也包括真实盈余管理,而后的隐蔽性更强、法律成本更低。

目前,关于盈余管理影响信贷配置的研究主要集中在应计盈余管理领域,对真实盈余管理的研究一直处于空白。

* 本文受到国家自然科学基金项目(71072168、71272245)和中央高校基本科研业务费专项资金(JBK1407052)的资助。

^① 1999年,成立的四家资产管理公司接手了“四人行”和国家开发银行13939亿元不良贷款;2004年中国银行、建设银行、工商银行和工商银行在股改之后再度剥离不良贷款,其中工商银行将7050亿元不良贷款转移给华融、信达、东方、长城等资产管理公司。

实际上,管理层通常把两种盈余管理方式作为完整策略以达到特定目的。Graham et al. (2005)通过对400个高管进行调查,发现其中80%的首席财务官承认为了达到利润目标减少企业的研发支出和广告费,其中55%承认会推迟公司的盈利项目,尽管这样会损害企业价值。真实盈余管理影响了企业正常生产经营活动,伴随更大的实施成本和代理成本(Zang, 2012),也会给企业带来更高的资本成本(Cohen et al., 2008)。对于外部利益相关者来说,真实盈余管理行为是高度信息不对称的,容易规避监管,诉讼风险更低(Gunny, 2005)。Zang (2012)以SOX法案后更严的监管环境为背景,发现上一年的应计盈余管理将导致下一年更有限的会计弹性和更短的操作周期,使得企业在下一年更偏好于真实盈余管理。SOX法案后,各国对企业会计信息质量的监管日趋严厉,客观上限制了企业应计盈余管理的操纵空间,使企业逐渐偏好于真实盈余管理活动(Cohen et al., 2008),然而以美国为研究背景发现的这一结论不一定适用我国,刘启亮等(2011)发现我国新法规的实施没有对公司的盈余管理行为产生类似SOX法案那样明显的治理效果。

通过对上述文献的梳理,可以发现应计盈余管理容易引起外部利益相关者关注,给企业带来了更高的监督成本,真实盈余管理具有较强的隐蔽性,但干扰了企业的正常经营活动,损害了公司长期价值。为了获取信贷资源,企业如何使用不同的盈余管理方式?以往的研究只关注应计盈余管理,对盈余管理影响信贷资源配置影响机制的理解是片面的。

(二) 制度背景

2000年以来,我国GDP一直保持8%左右的增速,经济规模于2010年超过日本,成为世界第二经济大国。作为经济发展的载体,实体企业的发展建立在充足的资金之上。而我国企业外部融资渠道发展不均衡,银行信贷渠道构成了企业外部资金来源的主体。Allen et al. (2005)的研究表明,中国企业通过发行证券融资仅占GNP的16%,相比La Porta et al. (1997)调查的全球49个国家抽样平均值49%,有巨大的差距。资本市场融资方面,2002—2008年,我国上市公司通过股票融资仅占银行新增贷款额的12.5%(朱凯等, 2010)。2013年,上证综合指数全年累计下跌了6.75%,全球排名倒数第三,过去四年上证综指已经累计下跌了36%。股票市场的萎靡和普遍存在的投机、内部交易行为使得资本市场在企业融资中所起的作用被大大削弱。

Claessens and Tzioumis (2006)研究发现,融资困难已成为制约我国企业发展的关键性障碍。我国金融市场未完全开放,信贷资源稀缺使得银行在信贷资金分配中起着决定性的作用(刘小玄和周晓艳, 2011)。信贷资源的供求存在严重的缺口,银行信贷渠道作为企业的主要融资渠道,不能提供足够企业发展所需的资金。银行希望通过信用风险评级筛选出风险更小、盈利能力更强的企业发放贷款。而国内银行普遍缺乏有效的约束机制和责任分工(周小川, 2005),国有商业银行所有者虚位和预算软约束等制度

上的缺陷,导致银行系统内部制衡问题严重(郑志刚和范建军, 2007):一方面,银行强调对不良贷款的监督管理,另一方面,客户经理与日俱增的考核压力和激励不足形成强烈反差。虽然银行基层机构熟悉借款企业的实际经营情况,但1998年以来的“垂直管理体制”改革上收了基层银行的贷款审批权限,随着银行上级审批部门与贷款企业间信息不对称程度加深,银行无法有效识别企业的实际经营情况和真实的财务状况。

(三) 假设提出

对盈余管理影响信贷资源配置的研究始于对信贷双方的信息不对称问题的分析:与其他债权人相比,银行与企业的关系更为密切,对借款企业的监管更高效(Fama, 1985),根据企业具体情况设计契约的能力更强(Bharath et al., 2008);另一方面,银行对企业的高效监管使企业所有者与管理者的利益趋于一致,限制了投资不足、低效投资等企业的道德风险问题(Myers, 1977)。事实上,银行对企业的高效监督建立在充分掌握贷款企业经营信息的优势之上,交易费用的存在使得银行获取企业信息需要付出相应的成本(弗鲁博顿和芮切特, 2006)。企业会计信息降低了银行的信息成本,成为银行了解企业实际经营状况的主要信息来源。会计利润作为会计信息的核心指标,反映了企业一定期间的经营成果,是利益相关方了解企业的首要资源。饶艳超和胡奕明(2005)通过问卷调查发现,信贷人员对企业利润的关注度仅次于银行借款和应收账款。然而,陆正飞等(2008)发现盈余管理程度高的企业和盈余管理程度低的企业,ROA和信贷贷款的相关性无显著差异,得出我国银行不能识别上市公司的盈余管理行为的结论。既然银行无法识别企业的盈余管理行为,企业为满足银行对自身利润指标的要求,会通过应计盈余管理调高利润,争取更多的信贷资源。据此,本文提出:

假设1:企业通过应计盈余管理调高利润后,获取更多信贷资源。

现实中,除了应计盈余管理,企业还会通过真实盈余管理来调整利润。近年来,真实盈余管理逐渐成为热门话题,为达到特定的利润目标,企业管理者总是把应计盈余管理和真实盈余管理作为完整的盈余管理策略(Zang, 2012)。给定企业的利润目标,当一种盈余管理方式受到限制时,管理者便会采用另一种盈余管理方式。管理层如何在应计盈余管理和真实盈余管理之间选择,取决于公司不同的经营情况和监管环境下实施盈余管理的成本差异。与应计盈余管理不同,企业的真实盈余管理行为更难被发现,法律成本更低。但真实盈余管理是以影响企业的实际生产经营活动为代价,损害企业的长期价值。在我国信贷资源稀缺的背景下,企业把符合银行要求的利润信号传递给银行,争取从众多申请贷款企业中脱颖而出,已成为不争的事实。为达到银行的利润要求,当应计盈余管理成本过高时,企业将使用真实盈余管理满足银行的利润要求。据此,本文提出:

假设2:企业通过真实盈余管理调高利润后,获取更多

更多信贷资源。

国有企业承担了更多的政策性负担，国有银行在配置信贷资源时，倾向于向国有企业发放贷款，挤出私人部门的信贷资源。Du et al. (2009) 研究发现，我国银行系统80%的信贷资源流向了国有企业，只有不到20%的贷款配置到民营企业。企业通过盈余管理上调利润后，获取了更多信贷资源。但不同盈余管理方式的成本不同，理性的企业总是选择成本更小的盈余管理方式获取信贷资源。应计盈余管理给企业带来更高的监督成本，但不会直接影响企业的正常经营活动。相反，真实盈余管理影响了企业的正常经营活动，伴随更高的实施成本 (Graham et al, 2005) 和资本成本 (Cohen et al, 2008)。国有企业与银行之间的特殊关系，为应计盈余管理提供了空间，不再需要过度使用损害企业价值的真实盈余管理方式来调高利润，真实盈余管理成为国有企业的次优选择。相对国有企业，银行对非国有企业的信贷审批更为严格，当应计盈余管理受到限制，非国有企业倾向于选择隐蔽性更强的真实盈余管理。据此，本文提出：

假设 3a：在国有企业中，应计盈余管理对信贷资源配置有显著影响；

假设 3b：在非国有企业中，真实盈余管理对信贷资源配置有显著影响。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

2006年，我国颁布的《企业会计准则第17号——借款费用》要求企业在财务报表附注中披露与借款费用有关的信息，为获取准确的贷款数据，本文以2006—2013年中国A股上市公司作为研究对象，根据CSMAR数据库中《中国上市公司财务报表附注数据库》中贷款的“具体项目”和“说明”，手工剔除借款费用中少数非银行贷款数据后得到。

本文的上市公司样本主要来源于CSMAR数据库，并进行如下筛选：(1) 剔除金融行业的数据；(2) 剔除B股、中小板及创业板的数据；(3) 剔除行业中当年公司数目不足10家的行业；(4) 剔除研究期间内，相关数据缺失的公司。(5) 为消除异常值的影响，本文对连续变量进行1%—99%水平的Winsorize处理，最终获得7766个有效观测值。本文使用的财务数据主要来源于CSMAR数据库，Altman-ZScore数据来源于WIND数据库，产权属性数据通过手工收集、分析上市公司各年年报中披露的实际控制

人信息得到。

(二) 模型设定与变量选择

1. 模型设定和说明

$$LOAN_{it} = \alpha + \beta_1 DA_{it-1} + \beta_2 RM_{it-1} + \beta_3 GROWP_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it-1} + \beta_6 FA_{it-1} + \beta_7 ROA_{it-1} + \beta_8 Altman_Z_{it-1} + \beta_9 LAGE_{it} + \beta_{10} CFOIND_{it-1} + \beta_{11} BIC4_{it} + \beta_{12} INDEP_{it} + \beta_{13} BSR_{it} + IndustryEffect + YearEffect + \epsilon_{it} \quad (1)$$

被解释变量：贷款总量代表了银行的信贷风险和企业的偿债能力，由于银行给企业贷款时更注重企业的贷款总量，所以本文根据陆正飞等(2009)的研究，选取贷款总量(LOAN)来衡量公司的银行贷款。

解释变量：包括应计盈余管理(DA)和真实盈余管理变量(RM)，为缓解内生性问题，解释变量均滞后一期。

控制变量：本文选择影响企业银行贷款的其他因素作为控制变量，具体包括GROWP代表公司发展速度，LEV代表公司资产负债率，SIZE代表公司规模，FA代表公司总资产中固定资产占比，ROA代表公司资产收益率，Altman-Z衡量公司的破产风险，LAGE代表公司存续时间，CFOIND代表公司的行业相对现金流，BIC4代表公司由国际“四大”会计师事务所审计，INDEP代表董事会中独立董事占比，BSR代表第一大股东持股比例。

2. 变量选择和说明

本文选用修正Jones模型计算的可操控性应计利润(DA)。真实活动盈余管理指标借鉴Roychowdhury(2006)模型，从四个方面衡量公司真实盈余管理活动：首先，计算公司真实活动盈余管理的第一个方面销售操控(CFO)，即企业通过销售折扣、商业信用等真实销售行为来进行盈余管理活动的程度。为增加本期利润的销售操控将会降低单位产品销售带来的经营现金净流量；然后，计算公司生产操控(PROD)，即通过大量生产降低单位产品生产成本，提高当期利润。虽然，大量生产能够提高当期利润，但同时也表现为企业总成本的提高；第三方面是费用操控(DISEXP)，即通过减少广告、研发等酌量性费用来提高当期利润；最后，综合考虑以上三个方面的符号涵义，通过生产操控减去销售操控和费用操控构建综合真实盈余管理指标(PROXY)。

最后，所有变量的具体定义及说明，详见表1的变量说明。

表1 变量说明

1. 被解释变量	
LOAN	银行贷款总量，等于(期末短期借款+期末长期借款+一年内到期长期借款)/期初资产总额
2. 解释变量	
DA	应计盈余管理变量，即可操控性应计利润总额，通过修正Jones模型计算得到
RM_PROXY	真实盈余管理变量，包括销售操控、生产操控、费用操控和综合真实盈余管理，根据Roychowdhury(2006)模型计算得到
RM_CFO	真实盈余管理变量之销售操控，根据Roychowdhury(2006)模型计算得到
RM_PROD	真实盈余管理变量之生产操控，根据Roychowdhury(2006)模型计算得到
RM_DISEXP	真实盈余管理变量之费用操控，根据Roychowdhury(2006)模型计算得到

续表

3. 控制变量	
GROWP	公司发展速度, 等于公司本年营业收入除以上一年营业收入
LEV	财务杠杆, 等于公司年初的资产负债率
SIZE	公司规模, 等于年初总资产加1取自然对数
FA	固定资产比率, 等于公司年初固定资产总额除以总资产
ROA	资产收益率, 等于年初息税前利润除以年初总资产
Altman - Z	破产风险, Altman - Z 值越低表示企业破产风险越大, 根据 WIND 数据库的区间划分, 当 Z 值大于 2.675 时 Altman - Z 等于 2, 当 Z 值介于 1.81 和 2.675 之间时 Altman - Z 等于 1, 当 Z 值小于 1.81 时 Altman - Z 等于 0
LAGE	公司存续时间, 等于公司成立时间加 1 取自然对数
INDEP	独立董事占比, 等于独立董事人数除以董事人数
BSR	第一大股东持股比例
CFOIND	行业相对现金流, 公司年末现金净流量大于公司所在行业公司现金净流量的中位数等于 1, 否则, 等于 0
BIG4	审计质量, 审计上市公司年度报告的会计师事务所为国际“四大”, 等于 1, 否则, 等于 0
SOE	产权属性, 上市公司的实际控制人为国有属性, 等于 1, 否则, 等于 0

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

表 2 为主要变量的描述性统计结果。从表 2 中可知。银行信贷 (LOAN) 的均值是 0.303, 标准差是 0.233; 应计盈余管理 (DA) 的均值为 0.006, 标准差为 0.099, 真实盈余管理 (RM) 的均值分别是 -0.004、0.006、-0.001 和 0.010, 标准差分别是 0.087、0.140、0.061 和 0.216, 说明了我国上市公司普遍通过应计盈余管理和真实

盈余管理调增利润, 并且盈余管理程度较高。公司发展速度 (GROWP) 的均值和中位数分别是 1.217 和 1.126, 说明我国上市公司发展速度快, 资金需求量大; 破产风险 (Altman - Z) 的均值和中位数是 1.133 和 1, 说明我国上市公司整体信用较好, 破产风险低; 审计质量 (BIG4) 的均值和中位数分别为 0.034 和 0, 说明多数上市公司聘请的会计师事务所为“非四大”, 审计质量较低; 产权属性 (SOE) 的均值为 0.681, 说明我国上市公司以国有企业为主。

表 2 描述性统计分析

变量	观测值	均值	标准差	MIN	P25	P50	P75	MAX
LOAN	7766	0.303	0.233	0.002	0.137	0.269	0.411	1.500
DA	7766	0.006	0.099	-0.551	-0.045	0.003	0.052	0.537
RM_CFO	7766	-0.004	0.087	-0.585	-0.047	-0.003	0.043	0.513
RM_PROD	7766	0.006	0.140	-0.961	-0.053	0.003	0.057	2.684
RM_DISEXP	7766	-0.001	0.061	-0.304	-0.030	-0.008	0.017	0.395
RM_PROXY	7766	0.010	0.216	-1.381	-0.092	0.011	0.114	3.070
GROWP	7766	1.217	0.598	0.222	0.976	1.126	1.299	5.226
LEV	7766	0.561	0.227	0.050	0.422	0.554	0.678	1.801
SIZE	7766	21.769	1.153	18.709	20.980	21.689	22.473	25.052
FA	7766	0.281	0.188	0.001	0.134	0.249	0.410	0.760
ROA	7766	0.049	0.072	-0.32	0.027	0.049	0.078	0.363
LAGE	7766	2.718	0.280	1.247	2.539	2.745	2.931	3.204
Altman - Z	7766	1.133	0.880	0	0	1	2	2
CFOIND	7766	0.532	0.499	0	0	1	1	1
INDEP	7766	0.363	0.051	0.091	0.333	0.333	0.375	0.556
BSR	7766	0.355	0.153	0.090	0.231	0.333	0.472	0.751
BIG4	7766	0.034	0.182	0	0	0	0	1
SOE	7766	0.681	0.466	0	0	1	1	1

(二) 盈余管理方式与信贷资源配置

表3对盈余管理方式与信贷资源配置进行了多元回归分析。回归(1) — 回归(4)应计盈余管理(DA)和真实盈余管理(RM)的组合来看:应计盈余管理(DA)的系数均显著为正,除回归(2)在10%的水平上显著,其余均在1%

水平上显著。说明企业通过应计盈余管理调高利润后,获取的信贷资源越多,银行无法识别企业的应计盈余管理行为,支持了本文的假设1;真实盈余管理(RM)分别在1% — 10%水平上显著,从符号上看,均表明了企业通过真实盈余管理调高利润,获取了更多的信贷资源,支持了本文的假设2。

表3 盈余管理方式与信贷资源配置

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
CONSTANT	0.187 *	(1.86)	0.174 *	(1.72)	0.175 *	(1.73)	0.146	(1.46)
DA	0.150 ***	(3.24)	0.131 *	(1.95)	0.199 ***	(4.67)	0.196 ***	(4.66)
RM_PROXY	0.066 ***	(3.79)						
RM_CFO			-0.125 *	(-1.87)				
RM_PROD					0.051 **	(2.24)		
RM_DISEXP							-0.268 ***	(-4.97)
GROWP	0.001	(0.11)	-0.001	(-0.20)	-0.000	(-0.09)	0.007	(1.40)
LEV	0.400 ***	(12.81)	0.398 ***	(12.64)	0.404 ***	(12.84)	0.407 ***	(13.04)
SIZE	-0.006	(-1.32)	-0.005	(-1.18)	-0.005	(-1.18)	-0.004	(-0.98)
FA	0.110 ***	(4.29)	0.108 ***	(4.21)	0.108 ***	(4.20)	0.105 ***	(4.08)
ROA	0.182 ***	(2.71)	0.179 **	(2.34)	0.146 **	(2.23)	0.122 *	(1.96)
ALTMAN - Z	-0.028 ***	(-5.17)	-0.030 ***	(-5.47)	-0.028 ***	(-5.24)	-0.028 ***	(-5.07)
LAGE	0.000	(0.01)	0.001	(0.08)	0.000	(0.02)	0.001	(0.05)
CFOIND	-0.001	(-0.10)	-0.001	(-0.13)	-0.004	(-0.57)	-0.005	(-0.65)
BIG4	-0.033 **	(-2.22)	-0.035 **	(-2.33)	-0.034 **	(-2.32)	-0.033 **	(-2.24)
INDEP	0.026	(0.44)	0.030	(0.49)	0.030	(0.49)	0.026	(0.44)
BSR	0.093 ***	(3.06)	0.097 ***	(3.21)	0.095 ***	(3.12)	0.093 ***	(3.05)
YEAR		YES		YES		YES		YES
INDUSTRY		YES		YES		YES		YES
Adj. R ²	0.287		0.285		0.285		0.289	
N	7766		7766		7766		7766	

注: (1) 括号中报告值是T统计量;
(2) “*”、“**”和“***”分别表示10%、5%和1%显著性水平;
(3) 标准误差按公司聚类(cluster)和异方差调整。

(三) 盈余管理方式与信贷资源配置: 基于产权属性的分析

从表4回归(1) — 回归(8)中应计盈余管理(DA)的结果来看: 国有企业通过应计盈余管理调高利润后, 获取的信贷资源越多, 而在非国有企业中, 应计盈余管理与

信贷资源获取没有明显关系, 支持了本文的假设3a; 真实盈余管理方面, 回归(3) — 回归(6)中发现, 非国有企业通过真实盈余管理调高利润后, 获取了更多的信贷资源, 国有企业的真实盈余管理行为对信贷资源获取无显著影响, 支持了本文的假设3b。

表4 盈余管理方式与信贷资源配置: 基于产权属性视角

变量	(1) 国有组	(2) 非国有组	(3) 国有组	(4) 非国有组	(5) 国有组	(6) 非国有组	(7) 国有组	(8) 非国有组
CONSTANT	0.216 * (1.70)	0.160 (0.88)	0.200 (1.57)	0.148 (0.80)	0.205 (1.61)	0.149 (0.81)	0.189 (1.49)	0.096 (0.53)
DA	0.228 *** (4.62)	0.004 (0.05)	0.254 *** (3.47)	-0.065 (-0.59)	0.266 *** (5.80)	0.070 (0.91)	0.260 *** (5.72)	0.069 (0.89)
RM_PROXY	0.047 ** (2.09)	0.096 *** (3.60)						
RM_CFO			-0.027 (-0.35)	-0.262 ** (-2.40)				

续表

变量	(1) 国有组	(2) 非国有组	(3) 国有组	(4) 非国有组	(5) 国有组	(6) 非国有组	(7) 国有组	(8) 非国有组
RM_PROD					0.026 (0.87)	0.084 ** (2.53)		
RM_DISEXP							-0.280 *** (-4.05)	-0.289 *** (-3.65)
GROWP	-0.001 (-0.25)	0.002 (0.28)	-0.002 (-0.33)	-0.001 (-0.08)	-0.002 (-0.36)	0.001 (0.14)	0.007 (1.18)	0.008 (0.91)
LEV	0.426 *** (11.67)	0.382 *** (7.94)	0.429 *** (11.64)	0.374 *** (7.70)	0.430 *** (11.80)	0.387 *** (7.94)	0.432 *** (11.84)	0.393 *** (8.11)
SIZE	-0.004 (-0.73)	-0.011 (-1.43)	-0.003 (-0.59)	-0.011 (-1.34)	-0.003 (-0.62)	-0.011 (-1.34)	-0.003 (-0.63)	-0.008 (-1.05)
FA	0.095 *** (3.09)	0.120 *** (2.67)	0.091 *** (2.98)	0.121 *** (2.69)	0.092 *** (3.00)	0.119 *** (2.63)	0.091 *** (2.98)	0.112 ** (2.46)
ROA	0.152 * (1.90)	0.190 * (1.70)	0.116 (1.37)	0.211 * (1.65)	0.115 (1.48)	0.152 (1.40)	0.106 (1.40)	0.114 (1.11)
ALTMAN - Z	-0.031 *** (-4.82)	-0.014 (-1.55)	-0.032 *** (-4.94)	-0.018 * (-1.90)	-0.032 *** (-4.86)	-0.015 (-1.64)	-0.030 *** (-4.68)	-0.015 (-1.60)
LAGE	0.008 (0.41)	-0.018 (-0.63)	0.008 (0.42)	-0.014 (-0.50)	0.008 (0.41)	-0.017 (-0.60)	0.011 (0.55)	-0.021 (-0.73)
CFOIND	0.005 (0.59)	-0.017 (-1.31)	0.003 (0.32)	-0.014 (-1.07)	0.003 (0.30)	-0.022 * (-1.70)	0.003 (0.39)	-0.026 ** (-1.97)
BIG4	-0.037 ** (-2.33)	0.020 (0.57)	-0.039 ** (-2.40)	0.016 (0.46)	-0.038 ** (-2.39)	0.016 (0.46)	-0.036 ** (-2.28)	0.018 (0.51)
INDEP	-0.043 (-0.62)	0.192 * (1.68)	-0.040 (-0.58)	0.193 * (1.67)	-0.041 (-0.59)	0.198 * (1.72)	-0.045 (-0.64)	0.199 * (1.74)
BSR	0.041 (1.19)	0.250 *** (4.47)	0.044 (1.27)	0.262 *** (4.59)	0.043 (1.24)	0.252 *** (4.48)	0.039 (1.12)	0.254 *** (4.45)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R ²	0.313	0.279	0.312	0.276	0.312	0.275	0.317	0.278
N	5288	2478	5288	2478	5288	2478	5288	2478

注：(1) 括号中报告值是 T 统计量；
(2) “*”、“**”和“***”分别表示 10%、5% 和 1% 显著性水平；
(3) 标准误差按公司聚类 (cluster) 和异方差调整。

五、稳健性测试

除选取可操控性应计利润总额 (DA)，本文还区分了应计盈余管理程度、向上盈余管理和向下盈余管理，实证结果都一致地支持了本文的结论。限于篇幅，正文未能报告该结果。

孙亮和柳建华 (2011) 和饶品贵和姜国华 (2013) 采用的现金流量表中“借款收到的现金”项目减去“偿还债务所支付的现金”项目和期末贷款总量减去期初贷款总量两个增量贷款指标来衡量贷款变量。鉴于此，本文分别选择这两个指标替代文中的贷款总量指标 (LOAN) 重复做上述检验，发现本文的主要研究结果不变。

此外，盈余管理与信贷资源配置之间可能存在一定内生性，尽管本文使用滞后一期的盈余管理变量对该问题有所缓解，但仍可能出现另一种解释：真实盈余管理上调利润越低的公司，可能是注重长远发展的较好的公司，那么这种公司也更可能关注长远的债务风险，因而更可能减少债务融资，导致获取的信贷资源越少。鉴于此，本文使用固定效应模型消除个体效应后，发现本文的主要研究结果不变。

六、研究结论与启示

在学术界和实务界，信贷资源配置都是一个重要的话题。信贷渠道是我国企业的主要外部融资渠道，但信贷资

金难以满足企业经营发展所需。为保证信贷配置效率,银行需要对众多企业进行有效筛选。会计信息作为银行了解企业经营状况的重要渠道,是银行信贷决策的重要依据,直接影响信贷配置效率和银行的信贷风险。从银行角度,在风险可控的前提下,总是倾向于向盈利能力更强的企业发放贷款;从企业角度,为了迎合债务契约条件,具有通过真实盈余管理调高利润的动机。企业能否通过盈余管理调高利润获取信贷资源,关键在于银行对企业盈余管理行为的识别能力。鉴于此,本文实证检验了盈余管理行为对信贷资源配置的作用机理。研究发现:申请贷款企业通过应计盈余管理和真实盈余管理调增利润后,获得了更多的信贷资源;进一步分析后发现,应计盈余管理对信贷资源配置的影响在国有企业中更明显,真实盈余管理对信贷资源配置影响在非国有企业中更为明显。

已有研究表明,高质量的会计信息能够缓解银行与企业的信息不对称程度,减少借款企业的逆向选择和道德风险(Francis et al., 2005)。但这类研究并非以中国为背景,结论不适合我国。其次,他们只关注了企业的应计盈余管理,忽略了真实盈余管理对信贷资源配置的影响。本文不仅从贷款企业的视角深化了人们对信贷配置影响因素的理解,丰富了已有文献对盈余管理行为的认识,也启示我们,银行在配置信贷资源时,除了应关注应计盈余管理,还应关注企业的真实盈余管理行为。

主要参考文献

埃里克·弗鲁博顿,鲁道夫·芮切特. 2006. 新制度经济学——一个交易费用分析范式. 第1版. 姜建强, 罗长远译. 上海: 上海三联书店, 上海人民出版社: 106~150

刘启亮, 何威风, 罗乐. 2011. IFRS的强制采用、新法律实施与应计及真实盈余管理. 中国会计与财务研究, 1: 57~121

刘小玄, 周晓艳. 2011. 金融资源与实体经济之间配置关系的检验——兼论经济结构失衡的原因. 金融研究, 2: 57~70

陆正飞, 祝继高, 樊铮. 2009. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失. 金融研究, 8: 124~136

陆正飞, 祝继高, 孙便霞. 2008. 盈余管理、会计信息与银行债务契约. 管理世界, 3: 152~158

饶品贵, 姜国华. 2013. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩. 管理世界, 3: 12~22

饶艳超, 胡奕明. 2005. 银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析. 会计研究, 4: 36~41

孙亮, 柳建华. 2011. 银行业改革、市场化与信贷资源的配置. 金融研究, 1: 94~109

郑志刚, 范建军. 2007. 国有商业银行公司治理机制的有效性评估. 金融研究, 6: 53~62

周小川. 2005. 完善法律制度, 改进金融生态. 北京: 中信出版社, 30~35

朱凯, 万华林, 陈信元. 2010. 控股权性质、IPO与银行信贷资源配置. 金融研究, 5: 179~190

Allen, F., J. Qian, and M. Qian. 2005. Law, Finance and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77 (1): 57~116

Berger, A. N., and G. F. Udell. 2006. A More Complete Conceptual Framework for SME Finance. *Journal of Banking and Finance*, 30 (11): 2945~2966

Bharath, S. T., J. Sunder, and S. V. Sunder. 2008. Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review*, 83 (1): 1~28

Claessens, S., and K. Tzioumis. 2006. Ownership and Financing Structures of Listed and Large Non-listed Corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 14 (4): 266~276

Cohen, D., A. Dey, and T. Lys. 2008. Real and Accrual-based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley Period. *The Accounting Review*, 83 (3): 757~787

Dechow, P. M., R. Sloan, and A. Sweeney. 1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13 (1): 1~36

Du, J. L., L. Yi, and Z. G. Tao. 2009. Bank Loans and Trade Credit under China's Financial Repression. Paper Presented at the China International Conference in Finance, 7~10 July, Guangzhou, China

Fama, E. 1985. What's Different about Banks. *Journal of Monetary Economics*, 15 (1): 29~39

Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2): 295~327

Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1): 3~73

Gunny, K. 2005. What Are the Consequences of Real Earnings Management. Working Paper, University of California

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52 (3): 1131~1150

Myers, S. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2): 147~175

Roychowdhury, S. 2006. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3): 335~370

Zang, A. Y. 2012. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 87 (2): 675~703