

第14卷 第1期
(总第43期)
Vol. 14 No. 1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会
(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京理工大学
北京师范大学
重庆大学
东北财经大学
对外经济贸易大学
复旦大学
国泰安CSMAR
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
山西大学
上海财经大学
上海交通大学
苏州大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
西南交通大学
厦门大学
云南财经大学
浙江大学
浙江工商大学
郑州航空工业管理学院
中国人民大学
中南财经政法大学
中山大学
中央财经大学
《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2016 · 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁尤能/清华大学

主 编

王立彦 陈 晓 吕长江 刘 星 刘志远

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

特邀编委

靳庆鲁/上海财经大学	吴 溪/中央财经大学
夏立军/上海交通大学	祝继高/对外经济贸易大学

编辑部

罗 炜/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

主编助理

许骞/中国农业大学

编辑部 IT 事务

曾建光/西南财经大学

地 址

北京大学光华管理学院

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室

(邮编:100871 电话:010-62750037)

图书在版编目(CIP)数据

中国会计评论. 第14卷. 第1期/王立彦等主编. —北京:北京大学出版社, 2016. 3

ISBN 978-7-301-27587-0

I. ①中… II. ①王… III. ①会计—中国—丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 229483 号

书 名 中国会计评论(第14卷第1期)
ZHONGGUO KUAIJI PINGLUN

著作责任者 王立彦等 主编

责任编辑 黄炜婷 李 娟

标准书号 ISBN 978-7-301-27587-0

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印 刷 者 北京大学印刷厂

经 销 者 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 9.25 印张 156 千字

2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

定 价 38.00 元

International Price: \$38.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
北京师范大学	崔学刚
重庆大学	刘 星
东北财经大学	方红星
对外经济贸易大学	陈德球
复旦大学	洪剑峭
国泰安 CSMAR	高 宁
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	刘启亮
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	肖 星
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	叶建文
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中南财经政法大学	王雄元
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

中国会计评论

第 14 卷 第 1 期

(总第 43 期)

2016 年 3 月

目 录

文 章

财务报表重述、所有权性质与债务融资	于剑乔 王 琨	(1)
保荐代表人频繁离职是“荐而不保”的体现吗		
——基于中国 IPO 市场的证据	易 阳 宋顺林 谭劲松	(23)
求偿保护、终极控制与债务融资决策		
——基于《物权法》实施的自然实验	刘 星 李 宁	(45)
产业倾向性政策与会计稳健性		
—— 基于国家规划布局内重点软件企业的经验证据		
.....	连立帅 陈 超	(63)
产权性质、高管背景特征与衍生品使用		
——基于 A 股上市公司的实证研究		
.....	孟庆斌 孙 寅 汪昌云 张永冀	(83)
内部控制规范的强制实施与财务信息可靠性	许 骞 曾建光	(105)

会议综述

中国会计研究中的本土化意识与国际化质量		
——第十四届中国实证会计国际研讨会综述		
.....	崔学刚 方 芳 杨 丹	(127)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 14 No. 1

March, 2016

CONTENTS

Articles

- Accounting Restatements, Ownership Property and Debt Financing
..... Jianqiao Yu Kun Wang (1)
- Do Sponsor Representatives Market “Lemons” and Take Money Away?
Evidence from Chinese IPOs
..... Yang Yi Shunlin Song Jingsong Tan (23)
- Claims to Protect, the Ultimate Controller and Debt Financing Decision:
Based on a Natural Experiment on the Implementation of the Property Law
..... Xing Liu Ning Li (45)
- The Association between Government Industrial Policies and Accounting
Conservatism: Evidence from Key Software Enterprises with
National Programming Layout
..... Lishuai Lian Chao Chen (63)
- Ownership, Executive Background Characteristics and Derivatives Usage:
Evidence from China Listed Companies
..... Qingbin Meng Yin Sun Changyun Wang Yongji Zhang (83)
- Mandatory Adoption of China SOX and Financial Reporting Reliability
..... Qian Xu Jianguang Zeng (105)

财务报表重述、所有权性质与债务融资

于剑乔 王 琨*

摘 要 本文以2001—2009年发生财务报表重述的上市公司作为研究样本,实证检验了财务报表重述对企业债务融资的影响,以及所有权性质对该影响产生的作用。与国外已有的研究结果不同,我们发现中国上市公司发生财务报表重述后,其债务融资水平与前期相比不会发生明显的变化,这说明债权人并不重视由财务报表重述带来的违约风险与信息风险。区分企业所有权性质的分组检验结果显示,财务报表重述后,民营企业的债务融资水平显著地下降,但不会影响国有企业债务融资,体现了银行等金融机构对不同所有权性质企业的差别对待。本文的研究成果为我国政策制定者进行合理的资源配置提供了经验证据和借鉴意义。

关键词 财务报表重述 债务融资 所有权性质

Accounting Restatements, Ownership Property and Debt Financing

JIANQIAO YU KUN WANG

Abstract Using the firms that disclose accounting restatements during 2001—2009, this paper examines the effect of accounting restatements on corporate debt financing and the role of ownership property on this effect. In contrast to the existing evidence in western countries, we find that in China the listed firms' level of debt financing does not change significantly after accounting restatements, which indicates that creditors don't pay attention to the default risk and information risk raised by accounting restatements. After distinguishing the ownership property, we find that the debt financing of privately owned enterprises decreases significantly after accounting restatements, but state-owned enterprises are not affected, indicating

* 清华大学经济管理学院。通信作者:王琨;地址:北京市海淀区清华大学经济管理学院;邮编:100084; E-mail: wangk@sem.tsinghua.edu.cn。感谢国家自然科学基金项目(71372048)的资助。当然,文责自负。

that financial institutions such as banks show a lending discrimination among firms with different ownership property. The results of this paper have important implications to regulators on better allocation of financial resources.

Key words Accounting Restatements; Debt Financing; Ownership Property

一、引言

上市公司披露的年度财务报告是公司外部投资者和债权人获取公司信息的重要途径,可用于公司价值评估及未来盈利预测(Ball and Brown,1968),降低公司与外部人之间的信息不对称程度(Leuz and Verrecchia,2000),因而财务报告质量长期以来备受关注。然而,近些年来,上市公司因先前发布的报告中存在错误或误导性信息而对财务报表进行重述的现象(以下简称“财务报表重述”)却越发普遍。已有的国际文献表明,财务报表重述后公司承担了严重的经济后果,包括股价下跌(Palmrose et al.,2004)、融资成本上升(Hribar and Jenkins,2004)、盈余信息的市场反应系数下降(Wilson,2008),加剧了企业与投资者之间的信息不对称程度(Anderson and Yohn,2002)。在大量文献研究了财务报表重述的股票市场反应后,学者们开始从债权市场的角度研究财务报表重述的经济后果。研究发现,总体来讲,银行对发生财务报表重述的企业将要求更高的利率、更多的抵押品,提出更严格的限制性条款,并倾向于提供短期信贷,致使债券融资成本上升、债务融资比重提高(Graham et al.,2008;Shi and Zhang,2008;Chen et al.,2013)。

在现有文献的基础上,本文以中国上市公司为研究对象,为财务报表重述在债务融资领域的经济后果提供了来自发展中国家的实证证据。我国资本市场发展的不平衡以及近些年来 IPO(首次公开募股)的暂停,导致债务融资(尤其是银行借款)长期以来成为我国企业融资的主要渠道。Allen et al.(2005)研究发现,我国银行的信贷规模是资本市场融资总额的 3 倍以上。¹因此,研究财务报表重述后银行等债权人是否会调整其提供的债务融资水平,对我国有效配置资源及债权人保护具有重要的意义。已有的国际文献主要以西方发达市场经济为背景,其研究发现对于中国这样的发展中国家未必适用。一方面,我国以国有银行垄断经营为特征的信贷体系与西方存在着很大差异,卢峰和姚洋

¹ Allen et al.(2005)在研究中发现,我国银行信贷规模占 GDP 的比重(bank credit/GDP)为 1.11,而资本市场融资总额占 GDP 的比重(market capitalization/GDP)仅为 0.32。

(2004)、林毅夫和李永军(2001)、白重恩等(2005)研究均指出,金融压抑和国有银行垄断造成了我国银行等金融机构根深蒂固的信贷歧视,它们更倾向于为国有企业提供贷款,忽视财务报表信息的质量问题;另一方面,近年来我国金融行业进行了大量改革,不断提高市场化程度,财务报表重述所反映的严重的财务信息质量问题也被纳入决策机制,从而影响银行的贷款决策(姚立杰和夏冬林,2009)。汇总而言,当前的文献对于财务信息质量是否影响我国企业的债务融资没有统一的结论。

本文以2001—2009年我国资本市场发生财务报表重述的上市公司作为研究样本,实证检验了财务报表重述对企业债务融资的影响,以及所有权性质对该影响产生的作用。与国外已有的研究结果不同,我们发现我国上市公司发生财务报表重述后,其债务融资水平与前期相比不会发生明显的变化,这说明总体而言债权人并不重视由财务报表重述带来的违约风险与信息风险。区分所有权性质后发现,财务报表重述降低了民营企业可获得债务的融资水平,对国有企业则没有显著影响,表明政府关系可以帮助国有企业降低由财务报表重述带来的风险,使其更容易获得借款;并且由于我国上市公司大部分为国有企业,导致总体来看财务报表重述后的债务融资水平没有明显的变化。进一步的研究还发现,虚增利润的财务报表重述及重述金额较大时,将引起债权人缩减信贷规模,而其他一般错误则不会降低债务融资水平;并且,由于银行借款在企业债务融资中占有绝对比重,财务报表重述对企业债务融资水平的影响主要体现为银行借款规模的变动。

本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,我国研究财务报表重述的文献多集中于探讨财务报表重述的动机及影响因素,分别从盈余管理动机、股权结构与治理机制、高管特征等角度分析不同公司特征及治理结构对财务报表重述的影响(张为国和王霞,2004;于鹏,2007;杨忠莲和杨振慧,2006;何威风和刘启亮,2010),研究财务报表重述经济后果的文献则相对较少,尤其是从债权人角度出发的研究更是匮乏,本文对该领域的研究进行了重要补充。第二,从银行的角度,现有研究指出会计信息影响了银行信贷决策,银行能够识别借款企业的盈余质量并调整其债务融资成本(廖秀梅,2007;孙铮等,2006)。但以往的研究多采用财务指标或由琼斯模型计算得到的操纵应计项来衡量财务信息质量的高低;相比而言,财务报表重述表明前期财务报告的质量较差并缺乏可信度,更加直接地衡量了企业的盈余质量,对信息使用者的影响更大(Lev,2003;张为国和王霞,2004)。第三,本文的研究对政策制定者具有一定的借鉴价值和

现实意义,研究结论表明我国银行等债权人对企业财务报表重述后的风险未予以足够的重视,体现了较弱的债务监督治理作用;并且,尽管非国有部门对我国GDP的贡献已超过70%(卢峰和姚洋,2004),但民营企业在信贷方面仍然无法享有与国有企业一样的平等地位,这些都向我国优化资源配置提出了挑战。

本文其他部分的安排如下:第二部分回顾了相关文献并提出研究假设;第三部分说明研究模型、变量定义及样本数据;第四部分介绍实证分析结果;第五部分得出主要结论及相关政策建议。

二、文献回顾与研究假设

财务报表重述是公司对前期会计年度财务报告中存在的差错进行修正的过程(Palmrose and Scholz,2004;何威风和刘启亮,2010)。财务报告作为外部投资者和债权人获取公司信息的重要来源,是进行公司估值及签订各项契约的信息基础。大量研究发现,财务报表重述将导致严重的经济后果。Palmrose et al. (2004)等研究发现,财务报表重述将使公司价值下跌,为投资者带来负的市场回报率及巨额的经济损失。此外,财务报表重述还将导致盈余反应系数下降(Wilson,2008)、加剧企业与投资者之间的信息不对称程度(Anderson and Yohn,2002)、提高股权资本成本(Hribar and Jenkins,2004)、招致集体诉讼(Palmrose and Scholz,2004)并引致企业高管的更替(Desai et al.,2006)。然而,学术界对于财务报表重述经济后果的研究主要集中于财务报表重述对股权投资者的影响,而对于财务报表重述如何影响企业债务融资,已有文献的探索还相对有限。

债务融资是企业外部融资的重要组成部分,对于支持企业的经营发展与社会资源的合理配置都具有重要的意义。那么,财务报表重述是否影响银行等金融机构的决策呢?西方学者率先对此进行了探讨,Graham et al. (2008)发现财务报表重述将迫使企业面临更为严格的契约条款,如承担更高的利率成本、更短的还款期限、提供更多的抵押品担保,以及受到更多的限制性条款约束;同样,Shi and Zhang(2008)对债券市场的研究也发现,财务报表重述将显著提升企业的债券市场利率,使债权人承受负的市场回报。除了债务融资成本外,Chen et al. (2013)还研究了美国市场上企业发生财务报表重述之后的融资渠道选择,并发现重述后企业能够获得的外部融资总额下降,但债务融资占企业融资总额的比重显著上升;进一步地,Bharath et al. (2008)发现当会计信息质量

较差时,企业在债务融资选择上将更加依赖于从银行借款以获得外部融资。

我国上市公司发生财务报表重述后是否面临同样的经济后果?一方面,近年来我国金融行业进行了大量的改革,不断提高市场化程度,财务报表重述所反映的严重的财务信息质量问题也被纳入决策机制,从而影响银行的贷款决策(姚立杰和夏冬林,2009);另一方面,与西方资本市场不同,我国政府对经济活动和资源配置的干预仍然广泛存在,包括干预国有商业银行的信贷决策、为政府支持的企业提供债务融资,这会大大降低财务信息的使用程度,从而导致不同于发达国家的经济后果。

具体而言,不同所有权性质企业的融资差别,是研究我国企业债务融资水平时不容忽视的重要因素。由于四大国有商业银行占我国70%以上的市场份额(于良春和鞠源,1999),长期以来处于垄断地位,政策导向造成了我国整体信贷市场上严重的歧视现象,不同所有权性质的企业所面临的融资约束程度迥然不同,民营企业相比于国有企业获得贷款的难度要大很多(Allen et al., 2005)。国内外诸多学者的研究为此提供了大量的经验证据。Brandt and Li(2003)利用1994—1997年对江苏、浙江两省私营企业和乡镇企业的调研数据,研究发现私营企业和已经实施私有化的乡镇企业更难获得国有银行的贷款,而且获得贷款的规模较小并面临着更高的贷款标准;江伟和李斌(2006)则从银行对不同所有权性质的企业发放长期贷款的情况来研究,表明相对于民营上市公司,国有上市公司能够获得更多的长期债务融资。此外,许多民营企业通过政治关系来争取“类似国有企业”的政策优待,以此寻求自我保护并缓解融资困境。罗党论和甄丽明(2008)研究发现,有政治关系的民营企业进行外部融资时所受的融资约束更少,表明具有良好政治关系的企业更容易获得银行(尤其是国有银行)的贷款(Khwaja and Mian, 2005; Cull and Xu, 2005)。总的来说,银行市场化改革虽然已历经十几年,但银行等金融机构在为不同所有制企业提供贷款时仍存在根深蒂固的歧视现象,由此我们认为,国有企业与民营企业发生财务报表重述后,银行等金融机构的应对态度会有所区别。

第一,财务报表重述后债权人对不同所有权性质企业的违约风险评估不同。银行等金融机构依据前期的财务报告评价企业偿还负债的能力,而大多数企业在重述后都调低了前期报告的盈利水平,因此一般认为财务报表重述使企业盈利前景看上去更加黯淡并提高了它未来违约的可能性。国有企业由于与政府关系密切,面临着预算软约束,当企业陷入财务困境时,政府很可能会为其提供财政补贴等各种政策支持(Faccio et al., 2006; 林毅夫和李志赞, 2004),而

政府为这些企业提供的特殊优惠实际上是为银行贷款提供了一种隐性担保。由此,相比于民营企业,国有企业降低了由财务报表重述引起的债务违约的可能性。

第二,信息不对称和道德风险是银行信贷中十分重要的问题。Stiglitz and Weiss(1981)、Myers and Majluf(1984)指出,金融市场上普遍存在信息不对称问题,并且已有文献发现财务报表重述导致企业面临的信息不对称程度上升,未来业绩的不确定性也相应提高(Anderson and Yohn, 2002; Palmrose et al., 2004),银行等债权人可能拒绝向具有信息风险和盈利不确定性的企业提供信贷支持,Sufi(2007)和 Graham et al. (2008)均发现财务信息风险较高的企业具有更少的借款者。在这种情境下,政治关系作为一种重要的声誉机制,可以使国有企业与银行之间的信息不对称程度相对较低;而我国民营企业则通常面临着规模较小、公司治理不规范、财务信息不透明等问题,与银行等金融机构的信息不对称问题原本就更加严重(白重恩等, 2005),财务报表重述后进一步加剧了信息不对称和银行面临的信息风险,因而更容易受到银行信贷配给的约束。

第三,国有商业银行可能出于政治目的而非盈利目标为国有企业提供贷款。国有企业在一定程度上承担了鼓励就业等政府职能,因而政府有动机扶持自己辖区内国有企业的发展。在这种情形下,银行管理者出于自己政治晋升的考虑,为国有企业提供贷款不仅风险更小,还能够获得政府官员更多的支持,因此银行管理者在为国有企业提供贷款时通常不注重业绩指标与信用风险控制(Brandt and Li, 2003),自然也就降低了财务报表重述在风险评估中的作用。

因此,我们预期财务报表重述对国有企业债务融资可能不存在显著影响,但是会提高民营企业的债务融资难度,财务报表重述对上市公司的总体经济后果取决于两个样本的分布状况,由此我们提出两个相反的预测,并根据实证结果做进一步的判断。现有研究发现,银行对会计信息的依赖程度会随着企业政治关联程度的提高而下降(潘克勤, 2009; 廖秀梅, 2007; 孙铮等, 2006),从侧面表明了所有权性质对会计信息债务契约有用性的影响。但是现有研究对会计信息的衡量主要采用了财务指标,如由琼斯模型计算得到的操纵应计项,因此对于财务信息质量高低的判断本身就依赖于其建立的模型,存在一定的主观性。与之相比,财务报表重述更直接地揭示了企业盈余质量较差的状况,同时对企业会计信息的可靠性与信用风险提出了挑战,能够更加全面地反映企业会计信息质量的优劣。综上所述,我们提出本文的两个研究假设如下:

假设 1a 发生财务报表重述后,企业债务融资水平更高。

假设 1b 发生财务报表重述后,企业债务融资水平更低。

假设 2 发生财务报表重述后,民营企业的债务融资水平会显著下降,而国有企业的债务融资水平不会发生显著变化。

三、样本选择与研究设计

(一) 数据来源与样本选择

与我国研究财务报表重述的已有文献(于鹏,2007;何威风和刘启亮,2010;王霞和薛爽,2010)相一致,本文选择了在年报附注“重大会计差错更正”项目中披露前期会计年度错报的 A 股公司作为财务报表重述的样本,并通过人工阅读、手工整理,最终收集了 2001—2012 年全部财务报表重述样本 1 627 个。本文的债务融资数据来自 CSMAR 数据库,其他变量数据来自 CSMAR 数据库及 RESSET 金融研究数据库。

为了满足研究需要,本文对原始样本进行了如下筛选:(1)为使 $T+3$ 年度的债务融资数据是可获得的,我们剔除了 2009 年之后发生的财务报表重述;(2)若一家公司在多个年度内发生财务报表重述,则仅保留第一次披露财务报表重述的年度,这是因为对于多次重述的公司,再次重述前债务融资水平可能已经受到了此前重述的影响,故研究的最佳策略应该也是比较公司完全没有发生财务报表重述之前与重述之后的融资水平变化;(3)剔除金融行业样本,因为我国对金融行业有着较为特殊的披露要求;(4)剔除在财务报表重述前三年内及财务报表重述后三年中都没有债务融资的样本公司;(5)如果样本所需的控制变量数据存在缺失值,则予以剔除;(6)剔除找不到配对公司的样本。通过上述筛选后,我们共获得财务报表重述的上市公司样本 230 家,样本选择过程如表 1 所示。

表 1 样本选择过程

样本选择过程	样本数量	样本(%)
2001—2012 年全部财务报表重述	1 627	100.00
减:2009 年之后的财务报表重述	(139)	8.54
减:重复的财务报表重述	(726)	44.62
减:金融行业样本	(9)	0.55
减: $T-3$ 至 $T+3$ 期间没有债务融资的样本	(143)	8.79

(续表)		
样本选择过程	样本数量	样本(%)
减:控制变量缺失的样本	(280)	17.21
减:找不到配对公司的样本	(100)	6.15
最终样本	230	14.14

表 2 报告了财务报表重述前三年至财务报表重述后三年($T-3$ 至 $T+3$ 期)中,财务报表重述公司的平均外部融资总额及其银行借款、债券融资和股权融资的分布情况;由于有的财务报表重述公司在某一年度可能没有进行外部融资,故每一统计年度的公司数量少于 230 家。由表中可见,我国上市公司债务融资(尤其是银行借款)在外部融资中占有绝对比重,样本公司债务融资总额平均为股权融资总额的 10 倍以上;且总体来看,财务报表重述之后年度($T+1$ 至 $T+3$ 期)相比于之前年度($T-3$ 至 $T-1$ 期),债务融资能力不但未见下降,反而呈现上升的趋势。这可能是由于公司融资受到多种复杂因素的影响,而且随着我国银行金融改革的深化及宏观经济的发展,银行等金融机构支配的信贷资源越来越充裕,银行信贷规模整体呈上升态势。因此,为了控制宏观信贷市场发展及遗失变量对本文结论的影响,我们在研究中为每一家财务报表重述公司选择了没有发生过财务报表重述的上市公司作为配对样本。

表 2 财务报表重述公司外部融资情况

项目	$T-3$	$T-2$	$T-1$	T	$T+1$	$T+2$	$T+3$
公司数量	227	226	226	222	217	223	222
样本公司平均外部融资水平(百万元)							
融资总额	528.65	643.93	753.02	819.30	1024.86	978.72	1306.09
负债融资总额	484.61	590.21	687.15	799.26	978.36	946.48	1207.58
银行借款	482.99	588.79	686.77	790.94	969.14	944.24	1173.05
发行债券融资	1.62	1.42	0.38	8.32	9.22	2.24	34.53
股权融资总额	44.04	53.72	65.87	20.04	46.50	32.24	98.51

与 Chen et al. (2013)等已有文献的配对标准相一致,本文选择配对样本的匹配标准为:(1) 配对样本与财务报表重述公司属于同一行业;(2) 配对公司与财务报表重述公司的总资产规模之差不超过财务报表重述公司总资产的 10%;(3) 对财务报表重述年度全部上市公司的股票收益率、资产负债率与市账率分别进行排序,选取平均排序最为接近的公司作为配对样本;(4) 配对公司必须在 $T-3$ 至 $T+3$ 年度内进行过债务融资,且不存在控制变量缺失的情况;(5) 两家财务报表重述的公司必须选择不同的配对样本,以满足“一对一”的配对要求。最终,我们为 230 家财务报表重述公司选择了 230 家配对公司,构成了本文的全部研究样本。

(二) 变量定义

1. 债务融资

借鉴潘克勤(2009)等已有文献,本文选用现金流量表中“企业取得借款收到的现金”与“企业发行债券取得的现金”之和作为企业债务融资总额,并除以上一年度末企业的总资产,以消除规模的影响,该衡量债务融资水平的主要变量记为 $Debt/TA$ 。此外,为突出银行借款在企业债务融资中的重要作用,我们在后续检验中去除了企业公开发行债券获得的融资,仅用“企业取得借款收到的现金”除以上一年度末总资产,构建了变量 $PrvDebt/TA$ 。

2. 财务报表重述

为了衡量财务报表重述对企业债务融资水平的影响,我们在研究中采用了 Restatement 虚拟变量。若公司在该年度发生财务报表重述,则 Restatement 取 1;否则取 0。此外,Chen et al. (2013)研究发现,财务报表重述对企业融资渠道选择的影响主要体现在披露了严重错报的公司上;而对于错报程度较轻的公司,企业融资与财务报表重述并没有显著的相关性。我国学者张为国和王霞(2004)指出,高报盈余的会计差错体现了明显的盈余管理动机,更有可能是故意误导投资者的行为,因此错报性质更为严重;而非高报盈余的会计差错则有可能是会计师判断失误造成的,样本量相对较少,且错误金额通常也更小。据此,为探讨错报程度对企业债务融资水平的影响,本文进一步将财务报表重述样本划分为重大错报与其他错报。若该年度发生的财务报表重述金额之和为负,表明前期的会计年度存在利润虚高,则 Material 取 1, Other 取 0,该样本被视为存在重大错报;否则 Material 取 0, Other 取 1,该样本属于其他一般错报。

3. 所有权性质

与孙铮等(2006)、廖秀梅(2007)等已有文献相一致,本文按照最终控制人性质将上市公司区分为国有企业与民营企业。若上市公司的最终控制人为政府,则 SOE 取 1;否则取 0。

4. 控制变量

本文还控制了其他可能决定债务融资水平的影响因素:(1) 公司规模(Size),已有文献指出以大银行为主的高度集中的金融体制造成了中小企业融资困难,中小企业获得贷款的难度远高于大企业(林毅夫和李永军,2001),且大企业一般具有更好的公司治理结构和信息透明度,也更容易受到银行等金融机构的信赖;(2) 资产负债率(Leverage)表征财务杠杆,高财务杠杆的企业如果继

续进行负债融资,就将使得资产负债率进一步提高,迫使企业面对更多的来自债权人的限制性条款,并加大了违约风险和企业陷入财务危机的可能性,因此一般来讲财务杠杆较高的企业进行债务融资的意愿更低;(3) 固定资产比例(PPE/TA),固定资产可以作为抵押物,降低银行面临的违约风险,并帮助借款公司在债务契约中获得更低的融资成本,因此固定资产密集型企业可能更愿意也更容易获得债务融资;(4) 实际税率(Taxrate),债务融资相比于股权融资的优势之一就是可以起到税盾的作用,为企业减少应纳税额,因此实际税率较高的企业将更愿意采用债务融资渠道获得资金;(5) 已有文献还发现公司成长性(MB)、股票收益率(RET)或资产回报率(ROA)对企业债务融资具有显著的影响(Fama and French,2002;Rauh and Sufi,2008),我们在研究中也控制了这些因素。本文所有变量定义及说明如表 3 所示。

表 3 变量定义及说明

变量名称	含义	度量方法
Debt/TA	债务融资	(企业发行债券收到的现金+企业取得借款收到的现金)/上一年度末总资产
PrvDebt/TA	银行借款	企业取得借款收到的现金/上一年度末总资产
Restatement	财务报表重述	若公司该年度发生财务报表重述,则取 1;否则取 0
Post	重述之后	若该年度在财务报表重述年度之后,则取 1;否则取 0
SOE	国有企业	若公司的实际控制人为政府,则取 1;否则取 0
Material	重大错报	若该年度发生的财务报表重述金额之和为负,则取 1;否则取 0
Other	其他错报	若该年度发生的财务报表重述金额之和为非负数,则取 1;否则取 0
Material2	重大错报	以该年度财务报表重述金额之和的绝对值(除以总资产以消除规模差异)的中位数分组。若大于中位数,则取 1;否则取 0
Other2	其他错报	以该年度重述金额之和的绝对值(除以总资产以消除规模差异)的中位数分组。若小于等于中位数,则取 1;否则取 0
Size	公司规模	上一年度末企业总资产的自然对数
Leverage	资产负债率	上一年度末总负债/上一年度末总资产
PPE/TA	固定资产比例	上一年度末固定资产总额/上一年度末总资产
Taxrate	实际税率	上一年度所得税费用/上一年度税前利润
MB	公司成长性	上一年度末企业总市值/上一年度末企业权益总额
RET	股票收益率	上一年度企业股票回报率-上一年度市场回报率
ROA	资产回报率	上一年度营业利润/上一年度末总资产

(三) 研究模型

为了研究财务报表重述对企业债务融资水平的影响,本文借鉴 Chen et al. (2013)等研究,采用多元线性回归模型(1)进行了检验,其中被解释变量为 Debt/TA,主要解释变量包括是否发生财务报表重述 Restatement、是否为财务报表重述之后年度 Post 以及 Restatement×Post 交乘项。考虑到财务报表重

述的影响可能不止一年,并可能对后续多个会计期间的融资造成影响,我们在研究中比较了财务报表重述后三年($T+1$ 至 $T+3$ 期)的融资水平与重述前三年($T-3$ 至 $T-1$ 期)的融资水平;为了避免重述当年数据带来的噪音干扰,我们并未将重述当年的融资水平包括在内。模型(1)中, α_3 为本文主要考察的系数,表示相比于配对样本公司,财务报表重述公司发生重述之后债务融资规模的增量变动。若该系数显著为负,则表示财务报表重述降低了公司的债务融资水平;反之亦然。假设1对 α_3 的方向并未给出明确的预测;根据假设2可知,区分所有权性质的分组样本中, α_3 的回归系数应当不同。由于民营企业发生财务报表重述后对债务融资水平的影响更大,我们预测在民营企业样本中 α_3 将显著为负,而在国有企业样本中 α_3 不显著。

$$\begin{aligned} \text{Debt/TA} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Restatement} + \alpha_2 \text{Post} + \alpha_3 \text{Restatement} \times \text{Post} + \\ & \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Leverage} + \alpha_6 \text{PPE/TA} + \alpha_7 \text{Taxrate} + \\ & \alpha_8 \text{MB} + \alpha_9 \text{RET} + \alpha_{10} \text{ROA} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

四、实证分析结果

(一) 描述性统计

表4列示了主要变量的描述性统计结果。为了控制极端值的影响,我们对所有连续型变量进行了1%Winsorize处理。由表4可知,上市公司由债务融资获得的现金流入平均占前一年度总资产(Debt/TA)的26.4%;其中绝大多数债务融资来自银行借款(PrvDebt/TA),占前一年度总资产的26.3%。由于本文的样本由财务报表重述公司与非重述公司进行“一对一”配对而成,故财务报表重述(Restatement)均值为0.5;进一步地,重大错报(Material)与其他错报(Other)均值分别为0.35和0.15,可知70%的财务报表重述调低了留存收益,表明大多数财务报表重述公司在前期会计年度虚增了利润,这与已有文献一致(张为国和王霞,2004)。从所有权性质来看,SOE均值为0.625,表明大多数上市公司的实际控制人是中央政府或地方政府。在控制变量方面,资产负债率(Leverage)平均为48.6%,负债水平整体上处于较为合理的状态;固定资产占总资产的比例(PPE/TA)平均为29.1%,大多数样本公司并不是固定资产密集型企业;公司面临的实际税率(Taxrate)为18.6%;衡量公司成长性的市账率(MB)平均为3.422倍;样本公司的超额股票收益率(RET)与资产回报率(ROA)均值分别为1.0%和3.6%,上市公司的市场表现与盈利能力相对良好。