

公司会计舞弊与监管有效性研究¹ ——基于融资约束的视角

李楠¹ 林旭²

(1.上海对外经贸大学会计学院 201620 ; 2.上海财经大学 会计与财务研究院 200433)

摘要：本文探讨了上市公司会计信息舞弊及其监管对资本市场资源配置的影响，通过比较分析会计舞弊及其揭露前后的公司融资约束变化，我们发现（1）会计信息舞弊有助于降低公司的融资约束；（2）在证监会披露处罚公告后，舞弊公司的融资约束显著增加；（3）与其他投资者相比，银行在公司舞弊发生时就显著减少新增贷款，而当证监会披露处罚公告后，舞弊公司的新增贷款并没有出现显著变化。本文的研究结果表明，在我国当前的资本市场中，加强信息披露监管，可以有效提高信息劣势投资者对公司质量的识别效率，改善市场资源配置，促进资本市场的健康发展。

关键词： 会计舞弊 融资约束 监管有效性

中图分类号： F239.221 **文献标识码：** A

Fraud and efficiency of Screening: financial constraints perspective

Abstract

This paper investigates whether accounting fraud affect the resource allocation and effect of screening implemented by China Securities Regulatory Commission (CSRC). Comparing the degree of financing constraints before and after accounting fraud and before and after the announcement of CSRC, we show that (1)firms can reduce financing constraints by accounting fraud; (2) the degree of financing constraints of the fraud firms increases when CSRC announces; (3) banks can detect the firms' accounting fraud and reduce the new bank loans significantly. When CSRC announces, we fail to find the evidence of the new bank loans change. They indicate that strengthening the regulatory of information disclosure makes the uninformed investors detect the fraud firms more efficiently, and improves market efficiency in resource allocation, and promote the capital market development.

Key Words: accounting fraud, financing constraints, regulatory effectiveness

¹ 本文是国家自然科学基金重点项目“互联网时代企业的财务行为与治理特征”（71632006）的阶段性研究成果，并得到国家自然科学基金项目“国有企业绩效考核体系：改革及其经济后果”（71272008）教育部人文社会科学重点研究基地项目资助（11JJD790008 和 14JJD630005）、上海市教育委员会课题（2014111143）资助。作者感谢 2015 年“四校论坛”与会者提出的诸多建设性建议。

一、引言

2001 年以来，安然和银广夏等国内外重大会计舞弊事件，不仅在全球范围内重创了投资者的信心，而且促使证券监管机构加强了对会计舞弊和会计信息质量的关注与监管，采取了一系列提高会计信息质量的监管措施。如何有效识别公司会计舞弊行为、会计舞弊行为的影响因素和会计舞弊的经济后果，也是当前学术领域重点研究的对象。与国外文献相比，我国学术界对公司会计信息舞弊的研究尚处于起步的阶段，特别是对会计信息舞弊的经济后果及其监管有效性方面，缺少足够的经验证据。

本文分析了公司会计信息舞弊和监管披露过程中，舞弊公司融资约束的变化情况，以此考察会计信息舞弊的资源配置效应及其影响因素。无论是出于何种目的，当公司通过虚增收入或利润的方式进行会计舞弊时，如果投资者能够有效识别公司会计舞弊行为，在公司进行会计舞弊时，就能够将资源转移出舞弊公司，增加舞弊公司所面临的融资约束；证券监管机构对公司会计舞弊的事后监管与披露，并不会影响投资者决策和市场的资源配置效率。如果投资者不能有效识别公司会计舞弊行为，就会根据披露的会计信息进行资源配置，使舞弊公司得到更多的经济资源，降低舞弊公司的融资约束，形成资源误配；而证券监管机构对公司会计舞弊行为的披露，使投资者重新调整资源配置，增加舞弊公司的融资约束，提高资本市场资源配置效率。因此，公司会计舞弊对市场资源配置的影响，就取决于投资者识别舞弊行为的能力：投资者识别公司舞弊的能力越强，公司舞弊对资源误配的影响程度越低，事后监管的必要性越低；反之，投资者识别公司舞弊的能力越低，公司舞弊对资源误配的影响程度越高，事后监管的必要性也越高。

本文以 2000-2013 年被证监会处罚的会计信息舞弊的公司为样本，考察其会计舞弊和证监会披露这两个期间内公司融资约束的变化。我们发现：（1）会计舞弊有助于缓解公司的融资约束；（2）证监会披露公司会计舞弊行为以后，公司融资约束明显提高；（3）与其他投资者相比，银行更有可能提前识别公司会计舞弊行为，在公司舞弊时就减少了信贷规模；在证监会披露舞弊之后，银行并没有显著改变对公司的信贷决策。本文的实证结果显示，虽然银行更有可能识别公司会计舞弊行为，但是舞弊行为仍然可以误导信息劣势的投资者，缓解舞弊公司的融资约束情况，导致资本市场的资源错配；而证监会对舞弊行为的监管，尽管具有滞后性，但是仍然有助于保护信息劣势的投资者，促进资本市场效率的提高，本文的研究发现，为完善证监会职能由事前审批向事中事后监管转型，促进我国证券市场健康发展提供了经验证据。

本文其余部分的安排如下：第二部分是理论分析与研究假说；第三部分是研究设计说明，第四部分是实证检验与分析，第五部分是结论。

二、文献回顾、理论分析与研究假说

1、文献回顾

会计信息质量在资本市场资源配置中的作用，是会计研究的重要领域。而公司会计盈余

管理行为也存在“效率观”和“机会主义观”两种假说，其对公司价值的影响及其在市场资源配置中的作用，并没有得到一致的结论^[1]。而作为盈余管理的极端特例，公司会计信息舞弊实践上极大地危害了资本市场的发展，动摇了投资者对公司会计信息的信心。因此，探讨公司会计信息舞弊的经济后果及其监管效率，就成为学术界重点关注的对象。

目前，国际学术界对会计舞弊的经济后果方面，主要集中在审计决策领域^[2-7]，将会计舞弊视为审计失败的特例，探讨审计决策特征与会计舞弊行为的相关性。同时，会计舞弊对其他相关决策者的影响，包括信贷决策^[8,9]、内部人交易行为^[10,11]、产品市场竞争力^[12]和股东价值^[13]等各方面，都得到了充分的探讨。与之相比，我国学术界对公司会计舞弊经济后果的研究，尚处于起步阶段，如^[14-16]均发现独立董事比例和董事会规模对公司财务舞弊有重要影响。独立董事比例越高、董事会规模越小，公司财务舞弊几率越小。而会计舞弊是否以及如何影响资本市场资源配置这个根本问题，目前还缺少足够的经验证据。

在监管方面，几乎所有的学术研究都认为，监管可以有效弥补市场缺陷，保护弱势投资者，实现整个社会福利的增加^[17]。我国学术文献也从不同的角度探讨了证券监管在资本市场发展中的作用，如声誉机制^[18,19]、选择性执法^[20,21]、审计^[22]、公司治理^[15]等方面。但是，针对会计舞弊的证券监管有效性，特别是事后披露的会计信息披露监管，如何影响资本市场的资源配置效率，还没有得到深入的讨论。

2、理论分析与研究假说

会计信息质量影响资本市场资源配置的作用机制，长期以来是会计研究的重要领域^[1]。公司的盈余管理行为在一定程度上背离了公司的经济业务特征，却存在着“效率观”和“机会主义观”两种作用机制。与充分运用会计准则规定的盈余管理不同，会计舞弊则是违反了会计准则的规定，对收入和利润进行虚假报告，对报表使用者具有直接的误导作用，因此，作为公司会计信息质量的极端情况，会计舞弊对资本市场的影响只可能具有“机会主义观”的特征；相应地，对会计舞弊的监管和披露，就是一种纠正资源误配的必要手段。

我们认为，公司融资约束状况的变化，可以用于考察会计舞弊及其监管对市场资源配置状况的作用。在会计舞弊的情况下，公司内部人利用自身信息优势通过虚增收入及利润等方式，对财务报表的有关内容进行虚假陈述，以误导报表使用者做出错误的资源配置决策。如果报表使用者能够完全有效识别会计舞弊行为，显然，公司的会计舞弊行为就不会改变投资者的决策，也不会影响公司所面临的融资状况。但是，如果报表使用者不能完全有效识别会计信息舞弊行为，无论是部分投资者被会计舞弊所误导，还是所有投资者无法有效区分哪些公司进行会计舞弊，哪些公司没有进行会计舞弊，都会导致经济资源流入舞弊公司，改善了舞弊公司所面临的融资状况，表现为舞弊公司融资约束整体水平的下降。这虽然缓解了舞弊公司所面临的财务压力，但是却在整体上导致了市场资源的错配，使资源按照错误的价值信号流入产出效率低下的公司，降低了整体的经济产出效率。因此，舞弊公司财务融资状况的

缓解与否就可以用于检验舞弊行为对资源配置效率的影响。

如果市场中所有投资者能够在公司舞弊时完全识别公司的舞弊行为，不会因公司舞弊行为而改变资源分配决策。那么，证券监管部门事后披露的公司舞弊行为，并不会改变资本市场的资源配置决策，这样对公司舞弊行为的监管并没有任何经济后果。

但是，上述分析是以市场完全有效为前提的。只要有一部分投资者不能识别公司的舞弊行为，或者投资者不能有效区分哪些公司在进行会计舞弊，这两种情况都会造成资本市场的资源误配，而且投资者难以根据已有的信息进行及时的调整。在这种情况下，通过证券监管部门披露特定公司的舞弊行为，一方面有助于修正部分投资者因会计舞弊误导而产生的错误预期，另一方面可以让所有投资者完全识别出舞弊公司，降低了会计舞弊而产生的“逆向选择”问题，引发资源的重新配置，使更多资源流出会计舞弊公司，或者减少对会计舞弊公司的资源流入，两者共同的作用的结果，使会计舞弊公司的融资约束水平显著上升。

综上所述，对公司会计舞弊进行披露监管的有效性，取决于资本市场的有效性：当市场能够完全识别公司会计舞弊时，事后披露监管将不会改变舞弊公司的融资约束，也不会影响市场的整体资源配置；当市场不能完全有效地识别公司会计舞弊行为时，事后披露的监管方式将会增加会计舞弊公司的融资约束，有助于提高资本市场的信息效率和资源配置效率。由此，我们以竞争性假说的方式提出本文的假说 1 如下：

假说 1a（市场无力识别舞弊假说）：舞弊期间，舞弊公司的融资约束显著缓解；在证监会查处后，舞弊公司融资约束显著增加。

假说 1b（市场有效识别舞弊假说）：舞弊期间，舞弊公司的融资约束无显著变化；在证监会查处后融资约束也无显著变化。

从市场整体上看，即使公司会计舞弊行为能够误导部分投资者，可以改变公司的融资约束和市场资源配置，那么，公司会计舞弊行为是无差异地影响了所有投资者呢？还是不同投资者识别公司会计舞弊行为的能力存在差异呢？如果是前者，表明市场的整体效率是低下的，需要更为全面及时的监管披露；如果是后者，则表明监管的重点应该是保护那些不能有效识别会计舞弊的投资者。由此产生的问题是：是否存在部分投资者能够有效识别公司的会计舞弊行为呢？

与一般投资者相比，银行对公司会计舞弊行为更为敏感，由于银行贷款不存在活跃的交易市场，一旦银行向公司提供贷款，在贷款期限内很难提前收回或转让。而虚构收入或利润的公司，其实际经营状况比会计数字显示的结果更差，这就增加了银行贷款的违约风险。另一方面，银行可以要求公司提供更为具体的会计和财务信息，并通过和市场中其他公司的比较，提高了银行识别公司会计舞弊的可能性。因此，在银行能够有效识别公司会计舞弊的情况下，银行会在公司进行会计舞弊时就调整其信贷决策，而事后的监管披露并不会影响银行的信贷决策。

由于银行债务契约具有刚性，即使债权投资者发现公司的风险增加，若无事前约定，也

无法提前撤出投资。银行对舞弊公司的信贷调整，将主要表现为新增债务变化。虽然银行不能提前撤出投资，但是可以通过限制新增贷款等方式来规避风险。

综上所述，如果银行不能有效识别公司的会计舞弊行为，即在公司进行会计舞弊时，银行不会减少对舞弊公司的新增贷款；在证监会披露公司的会计舞弊行为后，银行将显著减少对舞弊公司的新增贷款。如果银行能够有效识别公司的会计舞弊行为，那么在公司进行会计舞弊时，银行将显著减少对舞弊公司的新增贷款，在证监会披露公司的会计舞弊行为后，银行不会显著减少对舞弊公司的新增贷款。因此，我们以竞争性假说的方式提出本文的假说 3 如下：

假说 2a(银行无力识别舞弊假说)：舞弊期间，舞弊公司的新增银行贷款没有显著减少；而在证监会查处后，舞弊公司新增债务显著下降。

假说 2b(银行有效识别舞弊假说)：舞弊期间，舞弊公司的新增贷款显著下降；而在证监会查处后新增债务无显著变化。

一、 样本选择与研究设计

1、样本选择

本文的研究样本为 2000 年到 2013 年全部 A 股上市舞弊公司，首先从 CSMAR 违规数据库选择出违规事项涉及虚增收入及利润的公司，将其定义为舞弊公司。并根据违规信息的公告，确定舞弊年度和证监会披露年度，并将舞弊年度与披露年度的差异定义为舞弊持续期。表 1、表 2 列示了上市公司舞弊的频率和平均的舞弊公司各期间的持续期。

如果公司涉及多次涉及舞弊，本文选择首次舞弊发生年度作为舞弊年度；如果证监会多次披露公司舞弊行为，则以最后一次披露时间作为披露年度²。

表 1 上市公司舞弊频率³

年份	舞弊公司数量	A 股上市公司数量	舞弊频率
2000	12	1062	1.13%
2001	8	1140	0.70%
2002	12	1204	1.00%
2003	7	1268	0.55%
2004	4	1356	0.29%
2005	2	1352	0.15%
2006	4	1435	0.28%
2007	3	1549	0.19%
2008	2	1603	0.12%
2011	1	2048	0.05%
总计	55	14017	0.39%

² 将公司所有的舞弊年度和披露年度的信息纳入样本，结论没有实质性变化。

³ 表 1 中样本数量大于下文实证检验中样本的原因是因为一部分样本本公司在相应检验期间的数据缺失。表 2 情况与表 1 相同。

表 2 舞弊公司各阶段持续时间

持续时间	舞弊开始到结束		舞弊结束到被查处		舞弊开始到被查处	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例
1 年及以下(含)	12	21.82%	7	12.73%	1	1.82%
1 年至 2 年(含)	14	25.45%	4	7.27%	3	5.45%
2 年至 3 年(含)	11	20.00%	19	34.55%	7	12.73%
3 年至 4 年(含)	7	12.73%	14	25.45%	10	18.18%
4 年至 5 年(含)	6	10.91%	5	9.09%	9	16.36%
5 年及以上(含)	5	9.09%	6	10.91%	25	45.45%
总计	55		55		55	

我们可以看到，表 1 中舞弊发生频率大体上呈现逐年递减的情况，可能的原因之一是我国的上市公司舞弊的情况因监管的逐步完善而减少⁴。表 2 中，我们可以看到，大多数的舞弊公司舞弊行为的持续时间都在三年以下，而公司结束舞弊行为之后，大多数公司需要在两年以后才会被查处披露，约有 10% 的舞弊公司在舞弊行为结束 5 年甚至更长时间才被查处并披露。这说明我国的证监会查处及时性有待改善，同时也说明事后监管存在较长时间的时滞，在此过程中，市场也有可能已经发现公司的舞弊行为，并相应地调整资源配置，从而削弱了证监会查处披露的作用。

本文在进行假说检验时，剔除具有以下特征的公司：1) 金融行业；2) 不能确定舞弊期间的舞弊公司；3) 相关财务数据缺失样本。由于不同假说检验模型存在差异，可用于假说 1 检验的样本有 96 个公司年度，假说 2 检验的样本有 92 个公司年度。

2、研究设计和指标说明

(1) 假说 1 模型设定

以张纯和吕伟（2007）^[24]研究设计为基础，本文对以下模型进行分年度分行业回归，检验公司发生舞弊行为之后融资约束变化情况和证监会监管有效性。

$$DCH =$$

$$\alpha_0 + \alpha_1 CF + \alpha_2 \text{Tobin's } Q + \alpha_3 \text{Size} + \alpha_4 dStd + \alpha_5 dNWC + \alpha_6 EXP + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon$$

(1) 其中，DCH 代表公司持有现金及现金等价物变化量，CF 为公司经营性现金流量。增长机会(Tobin's Q)、公司规模(Size)、短期流动负债变化(dStd)、非现金营运资本变化(dNWC)、固定资产净额变化(EXP)、行业与年度哑变量是模型 1 的控制变量。具体变量定义参加表 1。

为了控制不同时点之间解释变量回归系数的可能差异，本文采取分时分点回归的方法，以比较舞弊（披露）前后，公司融资约束的变化。其中，舞弊期间为财务舞弊前一年和财务舞弊当年（STAGE1），其中舞弊当年为证监会披露的舞弊最早开始年度。查处期间为证监会披

⁴ 也有可能是由于近几年的舞弊公司还未被查处。

露监管公告前一年和披露监管公告当年（STAGE2），其中舞弊年度（STAGE1）和披露年度（STAGE2）均取自证监会的违规处罚信息公告。

之所以选取舞弊前一年作为比较基础，是因为我们无法确定会计舞弊的公司此前面临的融资状况，有些公司在此前较长时间内就已经面临融资约束，而有些公司在此前较短时间内才面临融约束。但无论此前融资约束期间的长短，公司舞弊开始前一年均会存在较强的融资约束，所以本文取舞弊前一年作为比较基础；之所以选取舞弊当年作为研究对象，是因为舞弊之后年份部分投资者可能通过后续的信息判断公司会计舞弊行为，并调整资源配置行为。通过比较舞弊当年和舞弊前一年的融资约束变化，就可以避免样本期间过长其他因素的可能影响，更直接地考察会计舞弊行为对投资者决策的影响。同理，本方法也适用于舞弊披露分析模型和新增贷款投资行为的分析模型（假说 2）。

依据^[23]的观点，CF 的回归系数（ α_1 ）可以衡量公司面临融资约束程度。如果在财务舞弊当年（STAGE1=1）CF 的回归系数（ α_1 ），显著低于财务舞弊前一年（STAGE1=0）的 CF 回归系数（ α_1 ），则表明会计舞弊可以显著降低公司的融资约束。如果与披露舞弊前一年（STAGE2=0）的 CF 回归系数（ α_1 ）相比，披露舞弊当年（STAGE2=1）CF 的回归系数（ α_1 ）显著增加，则表明证监会披露舞弊增加舞弊公司的融资约束存在显著差异（假说 1a）。反之，则支持假说 1b。

（2）假说 2 的模型设定

本文用模型 2 和模型 3 来检验假说 2。

CHADEBT =

$$\alpha + \beta_1 \text{STAGE1} (\text{STAGE2}) + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{SLG} + \beta_4 \text{CF} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (2)$$

模型 2 中，CHADEBT 为公司新增负债的变化，STAGE1 为虚拟变量，即公司舞弊前一年为 0，舞弊当年为 1。STAGE2 为虚拟变量，即证监会披露公司舞弊信息前一年为 0，当年为 1。通过比较和分析模型 2 中 STAGE1（STAGE2）的回归系数（ β_1 ），可以区分银行无力识别舞弊假说（假说 2a）和银行有效识别舞弊假说（假说 2b）。

如果模型 2 中，STAGE1 的回归系数（ β_1 ）不显著的异于 0 或显著为正，说明在舞弊阶段，舞弊公司得到了更多的银行贷款；如果 STAGE2 的回归系数（ β_1 ）显著为负，说明在舞弊披露阶段，银行减少了对舞弊公司的新增信贷。这两个结果综合说明银行无力识别舞弊假说（假说 2a）。如果 STAGE1 的回归系数（ β_1 ）显著为负，表明在舞弊阶段，银行就减少了对舞弊公司的信贷规模；而 STAGE2 的回归系数（ β_1 ）不显著地异于 0，说明在舞弊披露阶段，银行没有改变对舞弊公司的信贷决策。这两个结果综合说明银行有效识别舞弊假说（假说 2b）。

如前所述，考虑到债务契约的刚性，债权投资者即使能够识别公司的舞弊行为，也可能无法通过提前收回债务来降低风险，所以本文考察公司新增债务(CHADEBT)作为被解释变量。上述模型中的所有连续变量（除 SLG、SIZE、TQ 以外）中，均除以上一年末总资产，目的是

为了控制规模效应的影响，并保证上述模型之间度量指标的可比性。为了控制极端值影响及考虑到本文样本总量较小，本文对所有的连续变量均按 2%进行修饰(winsorize)。

本文检验模型中用到的变量定义见表 3。

表 3 变量定义表

变量	变量解释
STAGE1	哑变量，1 表示舞弊当年，0 表示舞弊前一年。
STAGE2	哑变量，1 表示证监会披露舞弊当年，0 表示证监会披露前一年。
CHADEBT	现金流量表中“发行债券收到的现金”和“取得借款收到的现金”两项之和除以上一年总资产。
DCH	公司当年现金及现金等价物的变化量除以上一年度总资产
CF	经营活动现金流量除以上一年总资产
SIZE	公司规模，公司总资产取对数
SLG	公司营业收入的增长率，公司当年营业收入与上一年营业收入之差除以上一年营业收入
dSTD	公司当年短期流动负债的变化额除以上一年总资产
dNWC	公司当年非现金营运资本增加量除以上一年总资产
EXP	现金流量表中“构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额”除以上一年总资产
Tobin's Q	公司总市值除以资产账面价值 ⁵ 。

在验证本文的上述假说时，考虑到公司舞弊发生年份和证监会查处年份并不存在明显的行业或者年份的聚集特征（表 4 样本分布表），本文在比较样本公司事件前后融资约束情况的基础上，通过控制行业和年份因素缓解可能存在的特定行业或者特定年份的特征对于结果的干扰。

二、 实证检验与分析

1、描述性统计与相关性分析

表 4 列示了主要变量描述性统计结果。各个变量在样本期间内呈现出差异，其中衡量增长机会的指标（Tobin's Q，SLG）存在较大差异，有可能是因为舞弊公司虚增利润和收入，导致公司业绩增长率虚高。

表 4.1 假说 1 描述性统计结果

变量名称	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
DCH	96	0.029	0.009	-0.171	0.451	0.109
CF	96	0.025	0.037	-0.172	0.203	0.077
Tobin's Q	96	1.542	1.328	0.836	3.280	0.659
Size	96	20.860	20.860	18.450	22.560	0.895
dStd	96	0.087	0.078	-0.230	0.652	0.165
dNWC	96	-0.054	-0.024	-0.766	0.622	0.180

⁵ 对 2006 年的样本，采用流通股按照市值计算，非流通股按照账面价值计算该指标，结论是一致的。

Exp	96	0.056	0.028	-0.046	0.233	0.068
-----	----	-------	-------	--------	-------	-------

表 4.2 假说 2 描述性统计结果

变量名称	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
CHADEBT	92	0.054	0.035	-0.166	0.304	0.091
STAGE	92	0.505	1.000	0.000	1.000	0.091
SIZE	92	1.211	20.676	18.422	23.079	0.503
SLG	92	0.020	1.102	0.258	2.704	0.875
CF	92	20.785	0.036	-0.189	0.288	0.423

2、回归结果与分析

假说 1 主要检验公司的会计舞弊行为是否会使市场总体对于这类公司出现资源错配, 如果会计舞弊会引起市场总体的资源错配, 那么舞弊上市公司的融资约束会在会计舞弊后得到显著缓解。回归结果列示于表 6。

表 5 假说 1 检验结果 (因变量为 DCH)⁶

	舞弊前 (STAGE1=0)	舞弊后 (STAGE1=1)	查处前 (STAGE2=0)	查处后 (STAGE2=1)
CF	1.3396*** (5.29)	0.4042*** (2.87)	0.1014 (0.70)	0.4057*** (5.36)
Tobin's Q	-0.0695* (-1.91)	-0.0639 (-1.43)	0.1088*** (3.45)	-0.0586*** (-10.03)
Size	-0.0189 (-1.13)	-0.0620* (-1.65)	0.2174*** (4.74)	-0.0395*** (-5.60)
dStd	0.0296 (0.21)	0.3592* (2.02)	1.1208*** (5.53)	-0.2163*** (-13.71)
dNWC	-0.0476 (-0.46)	0.2992* (1.71)	0.6006*** (6.06)	0.0301 (1.61)
Exp	-0.0837 (-0.36)	-0.2050 (-0.56)	-1.8169*** (-3.71)	2.5371*** (11.55)
Constant	0.5586 (1.44)	1.4278* (1.82)	-4.8969*** (-4.62)	0.6252*** (4.79)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
样本量	48	48	35	35
Adj R ²	0.5073	0.7477	0.3763	0.7597
模型之间 CF	chi2= 10.41		chi2=3.46	

⁶ 舞弊样本数量超过查处样本数量的原因是一部分舞弊样本公司至少在查处前一年或查处当年中的一年的数据缺失。舞弊年度数据完整的 48 家样本公司中, 2 个样本公司缺少查处前一年的相应数据, 5 个样本公司缺失查处当年的相应数据, 6 个样本公司缺少这两年所需数据, 样本减少为 35 家。

系数的差异 显著性检验	Prob>chi2= 0.0013	Prob>chi2= 0.0628
----------------	-------------------	-------------------

注：（）内为t值，***，**，*分别表示1%，5%和10%的显著性水平

在表5中，依据^[24]扩展模型，我们检验了舞弊前一年和当年，公司融资约束是否发生显著变化。结果发现，在公司进行舞弊前一年CF系数在1%程度上显著为正，说明舞弊企业确实存在融资约束。通过比较舞弊前后CF对应的系数，表5的结果显示，舞弊当年系数小于舞弊前一年系数，且不同样本间CF系数存在显著差异，说明舞弊当年公司所面临的融资约束小于前一年，即公司通过舞弊行为缓解了自身的融资约束。控制变量中，size的系数为负，但不显著，可能的原因是舞弊公司账面总资产并不能反应真实情况。Tobin's Q系数为负，表明舞弊公司虚构利润仅是暂渡难关，并非出于公司未来增长而持有现金。dSTD系数均为正，且列2在10%程度上显著，说明短期负债增加越多的舞弊公司，其现金持有量越大^[23-25]。该结果支持了假说1a。即企业在舞弊之后由于市场总体不能及时识别其行为，在舞弊当年显著缓解融资约束。因此，虽然公司进行会计舞弊有利于缓解公司的融资约束，但是从整个资本市场角度来看，资源被错误地配置到了产出效率低的公司中，必然会降低资本市场的资源运用效率。

表6 假说2的检验结果

	舞弊前一年与舞弊当年比较 列(1)	查处前一年与查处当年比较 列(2)
STAGE1	-0.0394** (2.217)	
STAGE2		-0.0158 (1.094)
SIZE	0.0071 (0.524)	0.0027 (0.243)
SLG	0.0841*** (3.233)	0.0057 (1.089)
CF	-0.6129*** (-3.991)	-0.4024*** (-4.931)
Constant	-0.2192 (-0.779)	-0.0583 (-0.248)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
样本量	92	92
Adj R ²	0.406	0.463

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表6是对银行识别舞弊公司能力假说的检验结果。要区分假说2所包含的两种情况，需要同时考察舞弊阶段和披露阶段的银行信贷行为的变化。表6中的列（1）是舞弊阶段银行信贷规模变化的回归结果；列（2）是披露阶段银行信贷规模变化的回归模型。

在列（1）中，STAGE1 的系数显著为负，表明与舞弊前一年相比，舞弊当年公司的新增债务明显下降；在列（2）中，STAGE2 的系数虽然为负，但是并不显著，表明与披露前一年相比，披露当年公司的新增债务并没有显著下降。这两个结果综合说明，由于银行能够有效识别公司的舞弊行为，在公司进行舞弊之时就减少了对舞弊公司的信贷投入，因此证监会的披露舞弊行为并没有显著影响银行的信贷投资决策。这一结果支持了银行有效识别舞弊假说（假说 2b）。

作为替代性的解释，由于舞弊缓解了公司融资约束，公司主动减少银行贷款，降低了舞弊阶段新增信贷规模（STAGE1 为负）。如果替代性解释是成立的，这就意味着银行并没有识别公司的会计舞弊，那么当证监会披露公司舞弊时，银行也应该和其他投资者一样，减少对舞弊公司的新增投资（STAGE2 显著为负），即在表 6 中，STAGE1 和 STAGE2 的系数同时显著为负才支持上述的替代性解释，而本文发现的结果是 STAGE1 的系数显著为负，而 STAGE2 点的回归系数虽然为负数，但是并不显著，说明银行有效识别假说是主要的解释。

上述回归分析结果综合表明，在我国的资本市场中，公司可以通过会计舞弊缓解融资约束；证监会披露舞弊则增加舞弊公司的融资约束；而处于相对信息优势的银行能够有效识别公司舞弊，在公司舞弊阶段就减少对舞弊公司的新增债务。因此，可以认为，部分投资者能够有效识别公司的会计舞弊行为，但是公司会计舞弊会导致资本市场的整体资源误配；即使证监会披露舞弊的监管具有滞后性，仍然有助于改善资本市场的资源配置效率，因此，对信息披露的有效监管是促进资本市场健康发展的重要前提条件。

3、稳健性检验

虽然采用新增债务能够在很大程度上减少由于债务契约刚性引起的反应滞后问题，为增强结论的稳健性，本文进一步考察了披露舞弊后不同年度之间新增贷款的差异。在披露舞弊公告发布之后的两年，舞弊公司的新增债务并没有显著的变化。说明本文的结论并非债务契约刚性等原因所致。

五、结论

作为公司信息来源之一，高质量的会计信息在资本市场资源配置中扮演着重要角色。而公司所采取的会计舞弊行为，不仅降低了会计信息质量，而且降低了投资者对资本市场整体的信心，降低了资源配置效率。有效识别公司会计舞弊行为，评估会计舞弊行为对资本市场发展的负面影响，是资本市场投资者和监管者的关注对象，也是学术界重要的研究内容。

与国外的研究相比，我国学术界对公司会计舞弊的经济后果研究尚处于起步阶段，对公司会计舞弊中各类投资者行为变化和监管作用机制缺乏足够的分析。本文以 2000-2013 年证监会披露的会计舞弊公司为样本，考察了公司会计舞弊阶段和披露阶段，公司融资约束变化和新增债务的变化。我们发现（1）会计舞弊有助于缓解舞弊公司所面临的融资约束；（2）证监会的披露监管增加了舞弊公司的融资约束；（3）银行在公司进行会计舞弊阶段就减少了新增贷款，而且证监会的披露监管并没有进一步改变银行的信贷决策。

本文的研究结果表明，在我国现有的资本市场中，虽然一部分投资者具有信息优势和识别能力，但是并非所有的投资者都能够完全有效地识别公司的会计舞弊行为，公司进行会计舞弊行为可以误导资本市场的资源配置，降低资源配置效率，而且市场并不存在内在的自发机制以有效识别公司舞弊行为。在这种情况下，尽管证监会披露舞弊的监管措施具有滞后性，但是仍然能够帮助信息劣势投资者了解公司的内在质量，进行资源重新配置，提高资源配置效率。因此，对信息披露质量的监管对促进我国资本市场健康发展和资源配置效率具有重要意义。

本文研究的理论意义在于首次系统地检验了我国上市公司会计舞弊及其监管的经济后果。与国际的文献相比，我国的相关研究主要集中在公司会计舞弊的影响因素和股票市场反应方面，没有深入探讨会计舞弊及其监管的资源配置效应和作用机理。本文以公司融资约束和银行信贷变化为切入点，比较了舞弊阶段和披露阶段不同投资者的资源配置行为，发现尽管部分投资者可以识别公司会计舞弊行为，但是大多数投资者未能有效识别公司的会计舞弊行为，即使是滞后的披露监管，也可以促进信息劣势投资者识别公司质量，在整体上提高资源配置效率。

本文的实践意义则为当前的证券监管转型提供了重要的理论支持。随着证监会的监管重点从事前的资格审查转向事中事后的信息披露质量监管，本文的结果表明，由于我国资本资本市场的完善，投资者识别公司低质量会计信息的能力不足，对高质量和高效率的证券监管的需求更为迫切。通过提高事中事后的信息披露监管质量和效率，将更为有效地促进我国资本市场的健康发展。

参考文献

- [1] Dechow P, Ge W, Schrand C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences[J]. Journal of Accounting and Economics. 2010, 50(2): 344-401.
- [2] Asare S K, Wright A M. The Effectiveness of Alternative Risk Assessment and Program Planning Tools in a Fraud Setting*[J]. Contemporary Accounting Research. 2004, 21(2): 325-352.
- [3] Barron O, Pratt J, Stice J D. Misstatement direction, litigation risk, and planned audit investment[J]. Journal of Accounting Research. 2001, 39(3): 449-462.
- [4] Hope O, Langli J C. Auditor independence in a private firm and low litigation risk setting[J]. The Accounting Review. 2010, 85(2): 573-605.
- [5] Lennox C, Pittman J A. Big Five Audits and Accounting Fraud*[J]. Contemporary Accounting Research. 2010, 27(1): 209-247.
- [6] Markelevich A, Rosner R L. Auditor fees and fraud firms[J]. Contemporary Accounting Research. 2013, 30(4): 1590-1625.
- [7] Newman D P, Patterson E, Smith R. The influence of potentially fraudulent reports on audit risk assessment and planning[J]. The Accounting Review. 2001, 76(1): 59-80.
- [8] Garmaise M J. Borrower misreporting and loan performance[J]. The Journal of Finance. 2015, 70(1): 449-484.
- [9] Graham J R, Li S, Qiu J. Corporate misreporting and bank loan contracting[J]. Journal of Financial Economics. 2008, 89(1): 44-61.
- [10] Summers S L, Sweeney J T. Fraudulently misstated financial statements and insider trading: An empirical analysis[J]. Accounting Review. 1998: 131-146.
- [11] Thevenot M. The factors affecting illegal insider trading in firms with violations of GAAP[J]. Journal of Accounting and Economics. 2012, 53(1): 375-390.
- [12] Johnson W C, Xie W, Yi S. Corporate fraud and the value of reputations in the product market[J]. Journal of Corporate Finance. 2014, 25: 16-39.
- [13] Fich E M, Shivdasani A. Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics. 2007, 86(2): 306-336.
- [14] 蔡志岳, 吴世农. 董事会特征影响上市公司违规行为的实证研究[J]. 南开管理评论. 2007(06): 62-68.
- [15] 刘明辉, 韩小芳. “谴责” 能否促进财务舞弊的公司改善公司治理?[J]. 财经问题研究. 2009(2): 100-107.
- [16] 王跃堂, 赵子夜, 魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效?[J]. 经济研究. 2006(05): 62-73.
- [17] Pistor K, Xu C. Incomplete Law-A Conceptual and Analytical Framework: As Applied to the Evolution of Financial Market Regulation[J]. NBER working paper. 2002: 7-12.
- [18] Chung R, Firth M, Kim J. Institutional monitoring and opportunistic earnings management[J]. Journal of Corporate Finance. 2002, 8(1): 29-48.
- [19] 戴治勇, 杨晓维. 间接执法成本、间接损害与选择性执法[J]. 经济研究. 2006(09): 94-102.
- [20] 陈冬华, 蒋德权, 梁上坤. 监管者变更与执法力度[J]. 中国会计与财务研究. 2012, 14(2): 111-159.
- [21] 王成. 选择性执法研究[J]. 北京大学研究生学志. 2007, 3: 12.
- [22] 赵子夜. 监管保护下的审计业务量效应[J]. 中国会计与财务研究. 2009(3): 60-91.
- [23] Almeida H, Campello M, Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. The Journal of

Finance. 2004, 59(4): 1777-1804.

[24] 张纯, 吕伟. 机构投资者、终极产权与融资约束[J]. 管理世界. 2007(11): 119-126.

[25] 张纯, 吕伟. 信息环境、融资约束与现金股利[J]. 金融研究. 2009(07): 81-94.