

现金资产也会产生“幻觉”吗？^{*}

——基于“存贷双高”异象的证据

刘 琪 武咏晶 蔡欣纳

【摘 要】 现金一直被认为是一种安全且流动性极高的资产，然而上市公司中爆发的“存贷双高”问题挑战了这一传统直觉。本文研究发现，存贷双高企业的股价崩盘风险显著更高，且当采用逐渐严格的标准来定义“存贷双高”时，上述现象更加显著。机制分析结果发现，存贷双高企业与关联方之间的资金交易发生额和关联担保金额均显著更高，但其关联资金交易余额并未更多，表明存贷双高企业通过现金操纵行为隐藏了大股东资金占用。进一步地，存贷双高企业还会刻意降低信息披露质量以隐藏坏消息，具体表现为存贷双高企业的盈余质量更差、更不愿意聘请高质量审计。综合本文发现可知，货币资金余额并非不可操纵，当企业账面货币资金和短期负债余额均较高时，其高额现金持有很可能只是企业现金操纵行为所形成的“现金幻觉”。

【关键词】 现金幻觉；存贷双高；股价崩盘风险；现金操纵；大股东资金占用

收稿日期：2024-04-22

基金项目：国家社科基金青年项目（23CJY035）；江苏高校哲学社会科学研究一般项目（2023SJYB0340）

作者简介：刘琪，女，南京审计大学会计学院讲师，中南财经政法大学会计学院博士；武咏晶（通讯作者），女，中南财经政法大学会计学院博士研究生，wuyongjing@stu.zuel.edu.cn；蔡欣纳，女，中南财经政法大学会计学院硕士研究生。

* 作者感谢中山大学岭南学院、武汉大学“珞珈会计博士论坛”学术研讨会以及华东师范大学会计系同仁，感谢匿名审稿人对本文的宝贵意见，但文责自负。

一、引言

我国上市公司财务造假事件屡禁不止，甚至愈演愈烈，不论是造假规模还是造假手段都在不断刷新投资者的认知。大量监管实践表明，伴随诸如虚增收入和利润、虚增资产隐瞒债务等财务造假手段的爆出，涉事公司基本面情况往往会急剧恶化，进而引发股价断崖式下跌，造成投资者巨额财富蒸发和资本市场剧烈波动，严重损害了投资者的信心，更对金融市场的稳定构成了极大威胁。

近年来，以康得新和康美药业为代表的财务造假案引发了巨大关注，不仅在于其令人瞠目结舌的造假金额，以及极其恶劣的造假手段，更在于其打破了广大投资者长期以来对于货币资金项目不可被操纵的传统认知。康得新账上 122 亿元银行存款“不翼而飞”，康美药业货币资金项目出现近 300 亿元的“会计差错”，这些匪夷所思的事实使得企业账面“高额现金持有”给投资者营造出的“现金幻觉”瞬间破灭，进而引发股价连续暴跌。事实上，这类企业除了账面呈现高额现金之外，往往还同时拥有高额短期负债，即呈现“存贷双高”的特征。这些“存贷双高”企业在拥有高额现金的同时还承担着高额的利息支出，这本身就违背了基本的财务逻辑，而可能预示着企业的账面现金“非同寻常”。杨国超、刘琪和王克敏（2025）即研究发现，存贷双高企业会通过会计造假或实际业务活动等方式操纵账面现金，目的是掩盖潜在的大股东掏空或者企业资金压力较大的事实，同时也迷惑了部分非专业投资者。而且，类似康得新和康美药业这样的“存贷双高”企业不在少数。据本文统计，当以同行业同年度现金和短期有息负债分别占总资产之比均大于上三分位数定义“存贷双高”企业时，2000~2023 年有 5.49% 的上市公司存在“存贷双高”问题^①。鉴于此，本文基于企业的“存贷双高”异象，关注这类特别地、极具迷惑性和隐蔽性的财务操纵行为——针对企业资产负债表“货币资金”项目的操纵（后文简称“现金操纵”）对股票市场稳定的影响，以期为维护金融市场稳定、保障国家金融安全提供理论依据和决策参考。

具体地，本文以 2000~2023 年中国 A 股上市公司为研究对象，研究“存贷双高”企业的股价崩盘风险是否更高，并探讨其内在作用机制。研究发现，存贷双高企业的股价崩盘风险更高，且当采用逐渐严格的标准来定义“存贷双高”时，上述现象显著更强。进一步地，机制检验发现，存贷双高企业与关联方之间的资金交易发生额和关联担保金额均显著更高，但其在期末时点的关联资金交易余额并未更多，表明存贷双高企业的资金被大股东侵占，并且企业在期末时点进行了现金操纵以对冲大股东在平

^① 当以现金和短期有息负债分别占总资产之比均超过 10%、15%、20% 定义“存贷双高”企业时，2000~2023 年有 32.6%、13.2%、4.7% 的上市公司存在“存贷双高”问题。

时对上市公司资金的占用；本文还发现，为了更好地隐藏大股东的资金占用行为，存贷双高企业还会刻意降低信息披露质量以隐藏坏消息，表现为存贷双高企业的盈余质量更差，更不愿意聘请高质量审计。结果表明，存贷双高企业的资金被大股东占用，企业通过在期末时点操纵账面现金余额以及刻意降低信息披露质量来隐藏这一坏消息，最终加剧了企业的股价崩盘风险。

本文可能的增量贡献在于以下方面。首先，本文为“财务造假—金融市场稳定”这一类研究提供了新的视角。本文基于企业“存贷双高”异象，关注一类现有文献鲜有关注到的财务造假行为——基于资产负债表“货币资金”项目的操纵，系统性探讨这类极具迷惑性和隐藏性的财务操纵行为对股票市场稳定性的影响，有助于拓展现有研究对企业账面现金余额真实性的认知，也能够对财务造假影响金融市场稳定的这支文献形成有益补充。其次，本文挖掘了账面“现金幻觉”影响股票市场稳定的潜在机制。现有研究认为，现金是一种安全且流动性极高的资产（Acharya, Davydenko and Strebulaev, 2012），且现金流信息可以提高盈余信息的可信度，即现金充裕的公司财务报告信息更为可信（Defond and Hung, 2003）。本文研究却发现，当企业同时持有高额现金和高额短期负债时，其“高额现金持有”实际上只是人为现金操纵所制造的“现金幻觉”，目的是隐藏大股东资金占用的坏消息，不仅不会提高企业盈余信息的可靠性，反而还会进一步刻意降低公司财务报告信息透明度，最终加剧企业的股价崩盘风险。第三，本文研究也丰富了大股东资金占用方式和后果的相关研究。已有文献发现其他应收款是大股东违规占用上市公司资金的主要方式（姜国华和岳衡，2005；叶康涛、陆正飞和张志华，2007；Jiang, Lee and Hu, 2010），但近年来监管机构不断加大针对大股东占款问题的监督和处罚力度，大股东占用上市公司资金的行为变得更加隐秘（窦欢和陆正飞，2016）。本文研究发现，大股东违规侵占上市公司的资金更少被计入其他应收款，而可能直接虚增银行存款，这对大股东资金占用方式和后果方面的文献形成了重要补充。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

由于制度建设不完善，我国资本市场股价崩盘问题频现，股价崩盘风险也成为近年来学术研究的热点，2015年更是出现“千股跌停”的“盛况”。股价崩盘极大损害了股东利益，动摇了投资者信心，不利于金融市场稳定，甚至可能引发系统性金融风险，危及实体经济发展（王化成、曹丰和叶康涛，2015；彭俞超、倪骁然和沈吉，2018）。究其本质，股价崩盘源于企业内部人的信息“捂盘”倾向（*bad news hoarding*）（Jin and Myers, 2006；Hutton, Marcus and Tehranian, 2009）。具体地，由于企业内部人和外部利益相关者之间存在利益冲突且内部人具有信息优势，出于追逐职业生涯前

景、薪酬激励计划或谋求控制权私利等动机，企业内部人有刻意向外界隐瞒坏消息的倾向，当这些坏消息无法继续隐藏而被集中释放时，便会引发股价崩盘（Graham, Harvey and Rajgopal, 2005; Jin and Myers, 2006; Kothari, Shu and Wysocki, 2009）。

已有研究表明，信息不对称是股价崩盘风险增加的重要前提条件，具体表现为企业的财务信息透明度，尤其是财务报表透明度是导致股价崩盘的关键因素（Jin and Myers, 2006; Hutton, Marcus and Tehranian, 2009; 李增泉、叶青和贺卉, 2011; 潘越、戴亦一和林超群, 2011; Kim and Zhang, 2014; Zhu, 2016）。在信息透明度较低时，外部投资者便难以察觉企业内部人藏匿坏消息的行为，使得坏消息得以逐渐累积，当累积的坏消息超过阈值而集中释放时，投资者便会大量抛售该上市公司的股票，导致股价崩盘（Jin and Myers, 2006; Hutton, Marcus and Tehranian, 2009; Kothari, Shu and Wysocki, 2009; Xu, Li and Yuan et al., 2014）。

现有关于信息透明度与股价崩盘风险关系的研究大多集中于会计盈余信息透明度层面。Hutton、Marcus 和 Tehranian（2009）认为，应计制的会计盈余反应了企业的价值创造，是公司业绩最主要的衡量指标，然而，会计应计制和会计准则的选择弹性为管理者操纵应计项目提供了空间和可能性，使之得以利用应计盈余管理来隐藏公司负面消息，因此，公司的应计盈余管理水平能够反映公司的信息不透明度。鉴于此，他们以应计盈余管理平衡公司财务报告不透明度，研究发现信息不透明度越高的公司，股价崩盘风险越大。Zhu（2016）进一步区分应计项目操纵的方向发现，相比于低应计利润，高应计利润更可能导致股价崩盘风险增加，表明企业内部人通过向上操纵应计利润来隐藏坏消息。换言之，现有文献认为操纵会计应计利润是降低公司财务报告信息透明度，增大企业与外界之间的信息不对称，进而引发企业股价崩盘的主要方式，但忽视了企业现金操纵这一更为激进却更加隐蔽的隐藏坏消息的手段。

相反，现有研究普遍认为现金流充裕的公司财务报告信息更可信。当现金流与净利润之比较大时，企业盈余质量更高，即现金流信息可以提高盈余信息的可靠性（Defond and Hung, 2003）。Mcinnis 和 Collins（2011）发现，分析师发布的现金流预测信息增加了企业应计操纵的透明度，提高了企业进行盈余管理的成本，从而抑制了盈余管理行为，提高了盈余质量。然而，当企业出现“现金幻觉”时，情况可能会有所不同。

已有部分文献关注到了企业“经营活动现金流”管理的问题。研究发现，与达到或超过分析师盈余预测动机而进行盈余管理相似，管理层也会为了实现分析师的现金流预测而向上管理经营活动现金流（Zhang, 2008）。但与应计部分可以通过有偏的会计估计进行操纵不同，现金流管理主要通过真实业务活动。比如，削减生产或减少酌量性支出（Zhang, 2008），推迟支付应付账款或加速收回应收账款以缩短现金周转周期（薛爽和叶飞腾, 2009; Lee, 2012），或者会计分类转移；比如，有意将投资或筹

资活动现金流计入经营活动现金流（Lee，2012）的方式实现。上市公司操控经营活动现金流的行为最终将损害公司价值（周冬华和赵玉洁，2014）。

进一步地，Dechow、Richardson 和 Sloan（2008）将会计盈余的现金流部分分解为现金余额的变化、债权资金的变化和权益资金的变化三类。研究发现，相对于会计应计部分，现金流部分更高的持续性完全源于权益资金现金流，而现金余额和债权资金部分的持续性则同应计部分一样较低，但是，投资者并未充分预期到现金余额部分较低的持续性而给出了过高的估价。该研究表明企业现金余额同应计利润一样可能被操纵，但市场投资者却忽视了企业的现金操纵问题。的确，现有针对现金持有经济后果的研究鲜有触及企业账面现金余额真实性问题，如上所述为数不多的关于企业现金流操纵的研究，也主要关注公司通过经营性应收或应付项目或现金流量表内部的重分类活动等相对“温和”的方式对企业经营活动现金流的操纵，并未直接涉及企业账面现金余额操纵问题，而大都隐含地假定企业的货币资金余额是真实的。

然而，近年来，由于金融去杠杆压力巨大，银行信贷政策不断收紧，企业大股东面临的融资压力陡升，其侵占上市公司资金的动机就更强（郑国坚、林东杰和张飞达，2013）。与此同时，大股东希望向外界释放企业财务状况良好信号的动机也更强。大股东及其关联方对上市公司资金的占用在过往更多被计入其他应收款（姜国华和岳衡，2005；叶康涛、陆正飞和张志华，2007；Jiang, Wang and Wang, 2010），近年来监管机构不断加大对大股东占款问题的监督和处罚力度，审计机构每年也需要在年报中对占款科目出具专项说明，控股股东占用上市公司资金的行为变得更加隐秘（窦欢和陆正飞，2016）。根据证监会于2019年12月23日发布的《会计监管风险提示第9号——上市公司控股股东资金占用及其审计》，上市公司控股股东资金占用形式主要包括发生额模式和余额模式。其中，发生额模式是指较为常见的主要利用应收与应付等项目实现的资金占用，而余额模式即指上市公司虚构财务报表中货币资金余额以隐瞒控股股东及其关联方的资金占用，或不披露货币资金受限情况以隐瞒违规担保。换言之，为规避监管，采用余额模式即进行“现金操纵”正成为大股东资金占用的新通道。

企业同时持有高额现金和高额短期负债的“存贷双高”异象是根植于我国内在制度环境和外部市场环境变化的畸形产物。戴璐和汤谷良（2007）曾以上海科技和东盛科技在2001~2004年的“存贷双高”问题为例，发现我国资本市场“双高”之谜的实质是上市公司长期借助债务再融资来满足大股东私有收益的恶果。窦超、原亚男和白学锦（2022）以及杨李娟、熊凌云和方远（2023）也认为“存贷双高”很可能是大股东资金侵占或企业财务造假的体现。但这些研究均未深入探讨“存贷双高”异象背后所可能潜藏的企业现金操纵行为。杨国超、刘琪和王克敏（2025）研究发现，存贷双高企业会通过会计造假或实际业务活动等方式操纵账面现金，目的是为了掩盖潜在的大股东掏空或者企业资金压力较大的事实，同时也迷惑了部分非专业投资者。进一步

地, 本文认为, 当“存贷双高”企业有意操纵账面现金余额以隐瞒大股东资金占用的坏消息时, 企业账面会呈现出一种虚假的“现金幻觉”, 从而显著降低企业的财务报告信息透明度, 增大上市公司与投资者之间的信息不对称。鉴于现金操纵极强的迷惑性和隐蔽性, 以及投资者长期以来形成的企业现金不可被操纵的传统认知, 处于信息劣势的投资者短时间内将难以识别出企业的现金操纵行为及其背后潜藏的大股东资金侵占, 这些坏消息便被暂时隐藏了起来, 未能实时反应到股价中。这不仅降低了投资者投资决策的有效性, 还进一步助长了控股股东的道德风险, 增加对上市公司的资金占用, 最终陷入“现金操纵——资金占用——现金操纵”的恶性循环, 坏消息逐步累积。并且, 相比于其他类型的财务造假, 现金操纵直接关乎企业资金链的安全, 可以说直接关乎着企业的生死存亡, 因而往往暗藏的风险更深更大。当“热辣”的坏消息不断累积至超过阈值时, 便会集中释放, 上市公司通过现金操纵营造的“现金幻觉”瞬间破灭, 股价崩盘便随之发生 (Jin and Myers, 2006; Hutton, Marcus and Tehranian, 2009)。鉴于此, 本文提出如下假设:

H1: 相比于其他企业, “存贷双高”企业的股价崩盘风险显著更高。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文以 2000~2023 年中国 A 股上市公司为研究对象, 获得初始样本观测 45842 个, 在此基础上, 本文剔除金融类企业样本观测 826 个, 剔除 ST 类企业样本观测 2474 个, 剔除资产为 0 或资不抵债的样本观测 126 个, 剔除数据缺失样本观测 3808 个, 最终得到公司-年度样本观测 38608 个。本文研究数据来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。为避免极端值影响, 本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

(二) 变量定义与模型设计

1. 变量定义

(1) 存贷双高定义。“存贷双高”是指报告期末公司账面货币资金余额和短期有息负债余额同时处于较高水平的一种财务异象。具体地, 本文采用如下方法定义“存贷双高”公司。首先, 计算“广义货币资金/总资产”和“短期有息负债/总资产”这两个比率, 分别表示“存”和“贷”, 其中, 广义货币资金包括货币资金和交易性金融资产, 短期有息负债包括短期借款、一年内到期的非流动负债和应付短期债券; 其次, 分别计算上述两个比率在同行业同年度内的上三分位数; 最后, 定义“存贷双高”公

司虚拟变量 *Double high*，即当“广义货币资金/总资产”和“短期有息负债/总资产”同时大于各自上三分位数时取 1，否则取 0。需要说明的是，本文在定义“存贷双高”企业时只考虑短期有息负债，原因在于：一方面，长期借款大都有明确的资金使用去向，主要用于长期投资，且其使用受到较多监管，而短期资金的使用限制和监管要求都相对更加宽松；另一方面，企业通过增加长期债务操纵账面现金的成本也远远高于通过增加短期债务进行操纵的成本。

(2) 股价崩盘风险定义。本文借鉴 Chen、Hong 和 Stein (2001)，Kim、Li 和 Zhang (2011a) 和 Kim、Li 和 Zhang (2011b) 的做法，分别采用负收益偏态系数 (*NCSKEW*) 和收益上下波动比率 (*DUVOL*) 度量股价崩盘风险，具体估算过程如下。

第一步，利用公司 *i* 的周收益数据，计算公司 *i* 第 *s* 周经过市场调整后的特质性收益率：

$$r_{i,s} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,s-2} + \beta_2 r_{m,s-1} + \beta_3 r_{m,s} + \beta_4 r_{m,s+1} + \beta_5 r_{m,s+2} + \varepsilon_{i,s} \quad (1)$$

$$W_{i,s} = \ln(1 + \varepsilon_{i,s}) \quad (2)$$

式中， $r_{i,s}$ 为每一年度公司 *i* 在第 *s* 周的个股收益率， $r_{m,s}$ 为第 *s* 周市场收益率；同时，为调整公司非同步性交易的影响 (Dimson, 1979)，还控制了市场收益的两期滞后项和两期超前项， $\varepsilon_{i,s}$ 为回归残差； $W_{i,s}$ 即公司 *i* 第 *s* 周经市场调整后的特质性收益率。

第二步，构建两个股价崩盘风险的度量指标。第一个指标为公司 *i* 经过市场调整后周收益率的负偏度 (*NCSKEW*)：

$$NCSKEW_{i,t} = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,s}^3}{(n-1)(n-2) \left(\sum W_{i,s}^2 \right)^{3/2}} \quad (3)$$

其中，*n* 为公司 *i* 在第 *t* 年的交易周数。*NCSKEW* 数值越大，表示偏态系数负的程度越严重，股票崩盘风险越大。

第二个指标为股价上升和下降阶段波动性的差异 (*DUVOL*)。首先，根据公司 *i* 经市场收益率调整后的周特质性收益率 ($W_{i,s}$) 是否大于年平均收益率 (W_i) 将股票收益数据分为上升阶段和下降阶段两个子样本，并分别计算两个子样本中股票收益的标准差，然后计算得到：

$$DUVOL_{i,t} = \ln \left[\frac{(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,s}^2}{(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,s}^2} \right] \quad (4)$$

其中， n_u (n_d) 是公司 *i* 的周特质性收益率 $W_{i,s}$ 高于 (低于) 年平均收益率 W_i 的周数。*DUVOL* 的数值越大，代表收益率分布更倾向于左偏，即股价崩盘风险越大。

其他变量定义见表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量定义
$NCSKEW_{i+1}$	负收益偏态系数,衡量股价崩盘风险的大小
$DUVOL_{i+1}$	收益上下波动比率,衡量股价崩盘风险的大小
<i>Double high</i>	存贷双高公司虚拟变量:在同行业同年度内分别计算“广义货币资金/总资产”和“短期有息负债/总资产”的上三分位数,当“广义货币资金/总资产”和“短期有息负债/总资产”同时大于各自上三分位数时取 1,否则取 0
<i>SOE</i>	是否国有企业:是取 1,否则取 0
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例(%)
<i>CEO duality</i>	董事长和总经理是否两职合一:是取 1,否则取 0
<i>Analysts coverage</i>	分析师跟踪人数
<i>EQ</i>	盈余质量:ROA 匹配的调整 Jones 模型(Kothari, Leone and Wasley, 2005)残差的绝对值,值越大,盈余质量越差
<i>RET</i>	平均周收益率:同年周个股回报率平均值
<i>Sigma</i>	收益波动:同年周个股回报率的标准差
<i>Oturnover</i>	月均超额换手率:当年月均换手率与上一年月均换手率之差
<i>Lev</i>	杠杆率:总负债除以总资产
<i>ROA</i>	盈利能力:净利润除以总资产
<i>MB</i>	市值账面比:公司市场价值与账面价值之比
<i>Size</i>	规模:公司资产总额(元)的自然对数
<i>Year</i>	年份虚拟变量
<i>Industry</i>	上市公司所处行业虚拟变量,其中制造业取两位行业代码

2. 模型设计

为检验“存贷双高”企业是否有更高的股价崩盘风险,本文参考 Chen、Hong 和 Stein (2001), Kim、Li 和 Zhang (2011a), Kim、Li 和 Zhang (2011b) 以及谢德仁、郑登津和崔宸瑜 (2016) 的研究,建立如下模型进行检验:

$$\begin{aligned}
 NCSKEW_{i+1}/DUVOL_{i+1} = & \beta_0 + \beta_1 Double\ high + \beta_2 NCSKEW_i/DUVOL_i + \beta_3 SOE + \beta_4 Top1 \\
 & + \beta_5 CEO\ duality + \beta_6 Analysts\ coverage + \beta_7 EQ + \beta_8 RET + \beta_9 Sigma \\
 & + \beta_{10} Oturnover + \beta_{11} Lev + \beta_{12} ROA + \beta_{13} MB + \beta_{14} Size + \Sigma Year + \Sigma Industry \\
 & + \mu_i + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (5)$$

其中,因变量为未来一期的股价崩盘风险 $NCSKEW$ 或 $DUVOL$,该模型采用 OLS 估计且用稳健的标准误计算参数显著性。本文关心的变量是存贷双高 *Double high*,本文预期模型 (5) 中 β_1 应显著为正,即存贷双高企业的股价崩盘风险更高。

模型 (5) 还控制了一系列影响股价崩盘风险的变量,包括:当期股价崩盘风险

($NCSKEW/DUVOL$)、是否国企 (SOE)，第一大股东持股比例 ($Top1$)，是否两职合一 ($CEO\ duality$)，分析师跟踪 ($Analysts\ coverage$)，盈余质量 (EQ)，平均周收益率 (RET)，收益波动 ($Sigma$)，月均超额换手率 ($Oturnover$)，杠杆率 (Lev)，盈利能力 (ROA)，市值账面比 (MB)，规模 ($Size$)。同时，本文还控制了年度 ($\Sigma Year$)、行业 ($\Sigma Industry$) 和公司固定效应 (μ_i)。详细变量定义见表 1。该模型采用公司层面聚类计算参数显著性水平。

(三) 变量描述性统计

根据表 2 可知，两种方式度量的股价崩盘风险 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ 的均值与标准差分别为 -0.2199 和 -0.1503、0.7729 和 0.3187，说明不同股票的股价崩盘风险差异较大；样本中 5.49% 的观测为存贷双高公司 ($Double\ high$)；国有企业样本占比为 48.16% (SOE)；第一大股东持股比例 ($Top1$) 的均值为 35.9752%；21.94% 的样本公司中董事长和总理由同一人担任 ($CEO\ duality$)；分析师跟踪人数 ($Analysts\ coverage$) 的均值为 5.5118，盈余质量 (EQ) 的均值为 5.19%，平均周收益率 (RET) 的均值为 0.28%，收益波动 ($Sigma$) 的均值为 6.12%，月均超额换手率 ($Oturnover$) 的均值为 -7.06%，杠杆率 (Lev) 均值为 45.89%，总资产回报率 (ROA) 均值为 3.22%，，市值账面比 (MB) 的均值为 1.8831，公司规模对数 ($Size$) 均值为 22.1047。

表 2 变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$NCSKEW_{t+1}$	38608	-0.2199	0.7729	-2.0155	-0.2738	1.8335
$DUVOL_{t+1}$	38608	-0.1503	0.3187	-0.8820	-0.1588	0.6670
$Double\ high$	38608	0.0549	0.2277	0.0000	0.0000	1.0000
SOE	38608	0.4816	0.4997	0.0000	0.0000	1.0000
$Top1$	38608	35.9752	15.5887	8.8600	33.5500	75.0500
$CEO\ duality$	38608	0.2194	0.4139	0.0000	0.0000	1.0000
$Analysts\ coverage$	38608	5.5118	8.5470	0.0000	1.0000	40.0000
EQ	38608	0.0519	0.0491	0.0007	0.0376	0.2528
RET	38608	0.0028	0.0103	-0.0186	0.0012	0.0352
$Sigma$	38608	0.0612	0.0233	0.0244	0.0563	0.1382
$Oturnover$	38608	-0.0706	0.4237	-1.8027	-0.0230	0.9804
Lev	38608	0.4589	0.1963	0.0689	0.4600	0.8923
ROA	38608	0.0322	0.0600	-0.2297	0.0324	0.1905
MB	38608	1.8831	1.1796	0.8393	1.4954	7.9696
$Size$	38608	22.1047	1.2479	19.6579	21.9648	25.7883

注：为避免异常值影响，本文对所有连续变量进行了上下各 1% 的 winsorize 处理。

四、实证结果与分析

(一)“存贷双高”与股价崩盘风险间关系的检验

1. “存贷双高”与股价崩盘风险的基本发现

为证明“存贷双高”公司的股价崩盘风险更高,本文采用模型(5)对此进行检验,回归结果见表3。可以看出,在列(1)~列(4)中,存贷双高变量 *Double high* 的系数均在10%及以上显著性水平显著为正,说明存贷双高企业的股价崩盘风险显著高于非存贷双高企业。控制变量的回归结果与已有研究结论基本一致(Kim, Li and Zhang, 2011a; Kim, Li and Zhang, 2011b; 王化成、曹丰和叶康涛, 2015; 谢德仁、郑登津和崔宸瑜, 2016)。综合表3结果可知,存贷双高企业的股价崩盘风险更高,假设 H1 得以证实。

表 3 存贷双高与股价崩盘风险间关系的回归分析

变量	(1) $NCSKEW_{i,t+1}$	(2) $DUVOL_{i,t+1}$	(3) $NCSKEW_{i,t+1}$	(4) $DUVOL_{i,t+1}$
<i>Double high</i>	0.0445 ** (2.56)	0.0165 ** (2.33)	0.0397 ** (2.11)	0.0149 * (1.91)
<i>NCSKEW</i>	-0.0270 *** (-5.02)		-0.0556 *** (-8.86)	
<i>DUVOL</i>		0.0471 *** (9.09)		-0.0347 *** (-6.44)
<i>SOE</i>	0.0023 (0.28)	-0.0013 (-0.37)	-0.0138 (-0.63)	-0.0174 * (-1.86)
<i>Top1</i>	0.0000 (0.11)	0.0001 (1.06)	-0.0013 ** (-2.28)	0.0002 (0.99)
<i>CEO duality</i>	-0.0065 (-0.66)	0.0002 (0.05)	0.0065 (0.47)	0.0075 (1.30)
<i>Analysts coverage</i>	0.0077 *** (14.41)	0.0024 *** (10.31)	0.0091 *** (10.94)	0.0028 *** (8.24)
<i>EQ</i>	0.0982 (1.25)	0.0336 (1.05)	0.0811 (0.98)	0.0203 (0.60)
<i>RET</i>	1.2508 *** (2.80)	3.8179 *** (21.13)	2.6061 *** (3.41)	2.6948 *** (9.65)
<i>Sigma</i>	-3.5062 *** (-19.07)	-2.1291 *** (-27.70)	1.6247 *** (5.75)	-0.6322 *** (-5.31)

续表

变量	(1) $NCSKEW_{t+1}$	(2) $DUVOL_{t+1}$	(3) $NCSKEW_{t+1}$	(4) $DUVOL_{t+1}$
<i>Oturnover</i>	-0.0467 *** (-4.42)	-0.0064 (-1.47)	-0.0954 *** (-8.49)	-0.0268 *** (-5.58)
<i>Lev</i>	0.0714 *** (2.97)	0.0508 *** (5.08)	-0.1928 *** (-4.82)	-0.0045 (-0.28)
<i>ROA</i>	-0.6156 *** (-7.96)	-0.1744 *** (-5.47)	-0.7450 *** (-8.36)	-0.1812 *** (-4.83)
<i>MB</i>	0.0378 *** (9.28)	-0.0050 *** (-2.84)	0.0996 *** (17.28)	0.0113 *** (4.56)
<i>Size</i>	-0.0697 *** (-17.22)	-0.0527 *** (-30.56)	0.1251 *** (13.17)	-0.0113 *** (-2.86)
<i>Firm</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Industry</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Year</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Cons</i>	1.3873 *** (15.37)	1.1127 *** (29.11)	-3.1943 *** (-15.27)	0.0909 (1.05)
N	38608	38608	38608	38608
Adj. R ²	0.024	0.051	0.129	0.116

注：表中圆括号内为在公司层面进行了聚类调整的 t 值，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平，下文同。

2. 采用逐渐严格的存贷双高公司定义

前文我们取同行业同年度内，广义货币资金/总资产 (*Cash*) 和短期有息负债/总资产 (*Short debt*) 各自的上三分位数定义存贷双高 (*Double high_3*)^①，这可能会导致一些“非存贷双高”公司也被错误地认定为“存贷双高”公司，从而影响本文实证结论的稳健性。为此，本文进一步采用逐渐严格的存贷双高公司定义，同时预期应该能观察到当标准越来越严格时，“存贷双高”现象对股价崩盘风险的影响也越来越强。为此，我们分别取同行业同年度内，广义货币资金/总资产 (*Cash*) 和短期有息负债/总资产 (*Short debt*) 各自的上二分位数或上四分位数定义存贷双高 (*Double high_2/Double high_4*)，检验 *DoubleHigh_2*、*Double high_3* 和 *Double high_4* 对企业股价崩盘风险的影响是否逐渐增强。回归结果见表 4。

可以看出，列 (1)、列 (3) 和列 (5) 中 *Double high_2*、*Double high_3* 和 *Double high_4* 的系数分别为 0.0236、0.0397 和 0.0691，在依次增大，且均在 10% 及以上的显

① 此处的 *Double high_3* 即前文的 *Double high*，列示于此是方便与 *Double high_2* 和 *Double high_4* 形成对比。

著性水平上显著为正；列（2）、列（4）和列（6）中 *Double high_2*、*Double high_3* 和 *Double high_4* 的回归系数分别为 0.0086、0.0149 和 0.0266，也依次增大，且均在 10% 及以上的显著性水平上显著为正。结果表明，当我们采用逐渐严格的方式定义存贷双高时，“存贷双高”对企业股价崩盘风险的负面影响也逐渐增强，从而进一步证明的确是“存贷双高”异象推升了公司的股价崩盘风险。

表 4 存贷双高与股价崩盘风险间关系的回归分析——采用逐渐严格的存贷双高定义

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
	二分位定义存贷双高		三分位定义存贷双高		四分位定义存贷双高	
<i>Double high_2</i>	0.0236 ** (2.06)	0.0086 * (1.79)				
<i>Double high_3</i>			0.0397 ** (2.11)	0.0149 * (1.91)		
<i>Double high_4</i>					0.0691 * (1.91)	0.0266 * (1.75)
<i>NCSKEW</i>	-0.0557 *** (-8.87)		-0.0556 *** (-8.86)		-0.0557 *** (-8.87)	
<i>DUVOL</i>		-0.0347 *** (-6.44)		-0.0347 *** (-6.44)		-0.0348 *** (-6.45)
<i>SOE</i>	-0.0137 (-0.62)	-0.0173 * (-1.85)	-0.0138 (-0.63)	-0.0174 * (-1.86)	-0.0136 (-0.62)	-0.0173 * (-1.85)
<i>Top1</i>	-0.0013 ** (-2.27)	0.0002 (1.00)	-0.0013 ** (-2.28)	0.0002 (0.99)	-0.0013 ** (-2.28)	0.0002 (0.99)
<i>CEO duality</i>	0.0064 (0.47)	0.0075 (1.29)	0.0065 (0.47)	0.0075 (1.30)	0.0065 (0.47)	0.0075 (1.30)
<i>Analysts coverage</i>	0.0091 *** (10.95)	0.0028 *** (8.25)	0.0091 *** (10.94)	0.0028 *** (8.24)	0.0091 *** (10.95)	0.0028 *** (8.25)
<i>EQ</i>	0.0793 (0.96)	0.0197 (0.58)	0.0811 (0.98)	0.0203 (0.60)	0.0805 (0.97)	0.0201 (0.59)
<i>RET</i>	2.5985 *** (3.39)	2.6932 *** (9.64)	2.6061 *** (3.41)	2.6948 *** (9.65)	2.6209 *** (3.43)	2.7012 *** (9.67)
<i>Sigma</i>	1.6277 *** (5.76)	-0.6312 *** (-5.30)	1.6247 *** (5.75)	-0.6322 *** (-5.31)	1.6307 *** (5.77)	-0.6301 *** (-5.29)
<i>Overturn</i>	-0.0956 *** (-8.50)	-0.0268 *** (-5.59)	-0.0954 *** (-8.49)	-0.0268 *** (-5.58)	-0.0958 *** (-8.53)	-0.0269 *** (-5.61)
<i>Lev</i>	-0.1943 *** (-4.84)	-0.0050 (-0.30)	-0.1928 *** (-4.82)	-0.0045 (-0.28)	-0.1899 *** (-4.73)	-0.0034 (-0.21)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
	二分位定义存贷双高		三分位定义存贷双高		四分位定义存贷双高	
<i>ROA</i>	-0.7470 *** (-8.39)	-0.1819 *** (-4.85)	-0.7450 *** (-8.36)	-0.1812 *** (-4.83)	-0.7431 *** (-8.35)	-0.1805 *** (-4.81)
<i>MB</i>	0.0998 *** (17.28)	0.0114 *** (4.57)	0.0996 *** (17.28)	0.0113 *** (4.56)	0.0994 *** (17.25)	0.0112 *** (4.53)
<i>Size</i>	0.1248 *** (13.13)	-0.0114 *** (-2.89)	0.1251 *** (13.17)	-0.0113 *** (-2.86)	0.1253 *** (13.18)	-0.0112 *** (-2.84)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	-3.1898 *** (-15.24)	0.0927 (1.07)	-3.1943 *** (-15.27)	0.0911 (1.05)	-3.1987 *** (-15.29)	0.0894 (1.03)
<i>N</i>	38608	38608	38608	38608	38608	38608
<i>Adj. R²</i>	0.129	0.116	0.129	0.116	0.129	0.116

(二)“存贷双高”导致股价崩盘风险增加的内在作用机制检验

前文分析可知，“存贷双高”异象推升了公司股价崩盘风险。本文进一步检验“存贷双高”导致股价崩盘风险增加的内在作用机制。具体地，首先，本节基于关联交易资金流量和存量的证据，检验企业如何通过现金操纵虚增账面现金，并隐瞒大股东资金占用；其次，本节进一步检验企业如何通过降低信息披露质量隐藏坏消息。

1. 如何隐藏坏消息？——通过现金操纵隐藏大股东资金占用

杨国超、刘琪和王克敏（2025）研究发现，存贷双高企业会通过会计造假或实际业务活动等方式操纵账面现金，目的是掩盖潜在的大股东掏空或者企业资金压力较大的事实，同时也迷惑了部分非专业投资者。进一步地，关于大股东占款，本文认为，“存贷双高”企业的大股东因面临严重的融资约束而有较强的侵占上市公司资金的动机，但同时大股东又格外希望向外界传递自身信用状况良好的信号，于是可能在银行的配合下，通过现金操纵手段实现既占用上市公司资金，又虚增企业期末账面现金余额以隐瞒违规占款行为的目标。具体地，一方面，大股东利用与上市公司之间的资金关联交易或将上市公司作为其贷款担保工具来侵占上市公司资金。由于上市公司的融资便利性更高，通过上市公司名义对外借款，然后再通过真实或虚构的关联交易转入控股股东账户是大股东侵占上市公司资金的常见方式。而且，由于上市公司拥有更高的声誉，加之我国公司治理存在制度缺陷，上市公司极易异化为大股东的担保工具，使得大股东可以轻易通过上市公司的关联担保获取贷款资金（高雷和宋顺林，2007）。

另一方面,由于监管机构不断加大对大股东资金占用问题的监督和处罚力度,审计机构每年也需要在年报中对占款科目出具专项说明,这使得控股股东在占用上市公司资金的同时,还有强烈的动机利用现金操纵手段掩盖其资金占用行为,典型表现为企业可能在报告期末通过操纵现金余额平滑企业与大股东日常的资金关联交易。综合上述分析,本文预期,相比于正常企业,存贷双高企业与关联方之间的资金交易发生额和关联担保金额均显著更高,但期末与关联方之间的资金交易余额并不会更多。为验证上述推断,本文分别建立如下模型进行回归分析:

$$\begin{aligned} FundAmounttoRP/FundAmountfromRP = & \beta_0 + \beta_1 Double\ high + \beta_2 SOE + \beta_3 Top1 + \beta_4 CEO\ duality \\ & + \beta_5 Analysts\ coverage + \beta_6 EQ + \beta_7 RET + \beta_8 Sigma \\ & + \beta_9 Oturnover + \beta_{10} Lev + \beta_{11} ROA + \beta_{12} MB + \beta_{13} Size \\ & + \Sigma Year + \Sigma Industry + \mu_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} RPTGuarBalance/SubGuarAmount = & \beta_0 + \beta_1 Double\ high + \beta_2 SOE + \beta_3 Top1 + \beta_4 CEO\ duality \\ & + \beta_5 Analysts\ coverage + \beta_6 EQ + \beta_7 RET + \beta_8 Sigma \\ & + \beta_9 Oturnover + \beta_{10} Lev + \beta_{11} ROA + \beta_{12} MB + \beta_{13} Size \\ & + \Sigma Year + \Sigma Industry + \mu_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} FundBalancetoRP/FundBalancefromRP = & \beta_0 + \beta_1 Double\ high + \beta_2 SOE + \beta_3 Top1 + \beta_4 CEO\ duality \\ & + \beta_5 Analysts\ coverage + \beta_6 EQ + \beta_7 RET + \beta_8 Sigma \\ & + \beta_9 Oturnover + \beta_{10} Lev + \beta_{11} ROA + \beta_{12} MB + \beta_{13} Size \\ & + \Sigma Year + \Sigma Industry + \mu_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (8)$$

其中,因变量上市公司向关联方提供资金发生额 $FundAmounttoRP$ 和关联方向上市公司提供资金发生额 $FundAmountfromRP$, 关联担保余额 $RPTGuarBalance$ 和对控股子公司担保发生额 $SubGuarAmount$, 上市公司向关联方提供资金余额 $FundBalancetoRP$ 和关联方向上市公司提供资金余额 $FundBalancefromRP$ ^①, 均用上期总资产平滑。其他变量定义同前。我们关心的变量均为存贷双高 $Double\ high$, 预期模型 (6) 和模型 (7) 中 β_1 均显著为正, 模型 (8) 中 β_1 不显著, 即相比于正常企业, 存贷双高企业与关联方之间的资金交易发生额和关联担保金额均显著更高, 但期末与关联方之间的资金交易余额并不显著更多。

如表 5 所示, 列 (1) 中 $Double\ high$ 的系数在 10% 的显著性水平上显著为正, 列 (2) 中 $Double\ high$ 的系数不显著, 总体表明, 相比正常企业, 存贷双高企业日常与关联方之间的资金交易发生额显著更多; 列 (3) 中 $Double\ high$ 的系数不显著, 列 (4) 中 $Double\ high$ 的系数在 5% 的显著性水平上显著为正, 总体表明, 与正常企业相比, 存贷双高企业与关联方之间的关联担保金额也显著更多; 列 (5) 和列 (6) 中 $Double$

① 上市公司向关联方提供资金发生额、关联方向上市公司提供资金发生额、关联担保余额、对控股子公司担保发生额、上市公司向关联方提供资金余额以及关联方向上市公司提供资金余额数据均来源于 Wind 数据库。

high 的系数不显著或显著为负，表明相比于正常企业，存贷双高企业期末与关联方之间的资金交易余额并未显著更多。综合表 5 结果表明，大股东平时存在占用上市公司资金或利用上市公司进行担保借款的行为，但期末会转回占用的资金以规避审计和监管部门的审查。

表 5 存贷双高与资金关联交易发生额和余额及关联担保金额间关系的回归分析

变量	(1) <i>FundAmount toRP</i>	(2) <i>FundAmount fromRP</i>	(3) <i>RPTGuar Balance</i>	(4) <i>SubGuar Amount</i>	(5) <i>FundBalance toRP</i>	(6) <i>FundBalance fromRP</i>
<i>Double high</i>	0.0031 * (1.75)	0.0003 (0.18)	-0.0003 (-0.08)	0.0080 ** (2.09)	-0.0011 (-1.06)	-0.0048 *** (-4.26)
<i>SOE</i>	0.0032 (0.91)	0.0019 (0.61)	-0.0257 *** (-3.56)	-0.0240 *** (-4.46)	0.0051 ** (2.25)	0.0046 ** (2.11)
<i>Top1</i>	0.0001 (1.48)	0.0001 (0.96)	-0.0002 (-0.94)	-0.0001 (-0.55)	0.0000 (0.65)	0.0000 (0.47)
<i>CEO duality</i>	-0.0022 ** (-2.28)	0.0006 (0.50)	0.0007 (0.20)	0.0036 (1.20)	-0.0007 (-0.93)	0.0021 ** (2.18)
<i>Analysts coverage</i>	0.0000 (0.65)	-0.0000 (-0.14)	0.0004 ** (2.11)	0.0004 *** (2.59)	0.0000 (1.19)	-0.0001 ** (-2.40)
<i>EQ</i>	0.0310 *** (3.70)	0.0294 *** (3.09)	0.1443 *** (7.49)	0.1249 *** (6.82)	0.0096 * (1.92)	0.0246 *** (3.68)
<i>RET</i>	0.0555 (1.19)	0.0342 (0.71)	0.3073 *** (2.63)	0.2602 ** (2.23)	-0.0214 (-0.75)	-0.0318 (-0.92)
<i>Sigma</i>	0.0388 * (1.85)	0.0283 (1.32)	0.0934 * (1.76)	0.0532 (1.08)	0.0287 ** (2.21)	0.0169 (1.11)
<i>Oturnover</i>	0.0000 (0.04)	0.0011 * (1.68)	-0.0027 (-1.52)	-0.0027 (-1.43)	0.0008 ** (2.11)	0.0004 (0.88)
<i>Lev</i>	0.0054 (1.17)	0.0307 *** (6.69)	0.1694 *** (14.50)	0.1090 *** (10.17)	0.0066 ** (2.02)	0.0450 *** (10.71)
<i>ROA</i>	-0.0121 (-1.46)	0.0047 (0.58)	0.0496 ** (2.46)	0.0962 *** (5.52)	-0.0278 *** (-4.95)	0.0181 *** (2.95)
<i>MB</i>	-0.0004 (-0.72)	0.0000 (0.04)	-0.0016 (-1.02)	-0.0023 * (-1.77)	-0.0001 (-0.18)	0.0010 ** (2.15)
<i>Size</i>	0.0000 (0.02)	-0.0021 * (-1.68)	0.0262 *** (7.55)	0.0162 *** (5.01)	-0.0006 (-0.72)	-0.0034 *** (-3.42)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表

变量	(1) <i>FundAmount toRP</i>	(2) <i>FundAmount fromRP</i>	(3) <i>RPTGuar Balance</i>	(4) <i>SubGuar Amount</i>	(5) <i>FundBalance toRP</i>	(6) <i>FundBalance fromRP</i>
<i>Cons</i>	-0.0035 (-0.12)	0.0349 (1.25)	-0.5693 *** (-7.32)	-0.3409 *** (-4.75)	0.0124 (0.69)	0.0562 *** (2.58)
N	23409	23452	20481	20417	23414	23459
Adj. R ²	0.250	0.201	0.522	0.496	0.358	0.326

2. 如何隐藏坏消息？——通过降低信息披露质量隐藏坏消息

前文研究证实存贷双高企业会通过现金操纵手段以隐藏大股东资金占用行为，进一步地，本文认为，“存贷双高”公司还可能会刻意降低信息披露质量，以增加上市公司与投资者之间的信息不对称，从而提高外部投资者看穿大股东资金占用行为的难度和成本，更好地掩盖大股东资金占用的坏消息。鉴于此，本文进一步检验相比于正常企业，“存贷双高”企业的信息披露质量是否更差。

具体地，首先，参考 Hutton、Marcus 和 Tehranian (2009) 以及 Kim 和 Zhang (2014) 的研究，本文用盈余管理水衡量企业信息披露质量，盈余管理程度越高，企业财务报告透明度越低，信息披露质量越差。因此，本文预期，相比于正常企业，存贷双高企业的盈余管理程度更高。其次，已有研究表明，出于维护自身声誉、降低诉讼风险的目的，相比于规模较小的事务所，大所提供了更高质量的审计服务 (Khurana and Raman, 2004; Jiang, Wang and Wang, 2019)。然而，为了获得更好的审计意见，公司往往有动机选择规模较小的审计师 (Defond, Wong and Shuhua, 2000; Chan, Lin and Mo, 2006)。鉴于此，本文预期，“存贷双高”企业更倾向于聘请低质量的审计师。为验证上述推断，本文分别建立如下模型进行回归分析：

$$EQ1/EQ2 = \beta_0 + \beta_1 Double\ high + \beta_2 SOE + \beta_3 Top1 + \beta_4 CEO\ duality + \beta_5 Analysts\ coverage + \beta_6 RET + \beta_7 Sigma + \beta_8 Oturnover + \beta_9 Lev + \beta_{10} ROA + \beta_{11} MB + \beta_{12} Size + \Sigma Year + \Sigma Industry + \mu_i + \varepsilon \quad (9)$$

$$Big10 = \beta_0 + \beta_1 Double\ high + \beta_2 SOE + \beta_3 Top1 + \beta_4 CEO\ duality + \beta_5 Analysts\ coverage + \beta_6 EQ + \beta_7 RET + \beta_8 Sigma + \beta_9 Oturnover + \beta_{10} Lev + \beta_{11} ROA + \beta_{12} MB + \beta_{13} Size + \Sigma Year + \Sigma Industry + \mu_i + \varepsilon \quad (10)$$

其中，因变量企业盈余质量 *EQ*，分别用 *ROA* 匹配的调整 *Jones* 模型 (Kothari, Leone and Wasley, 2005) 计算的应计盈余管理 (*EQ1*) 和 *Roychowdhury* 模型 (Roychowdhury, 2006) 计算的真实盈余管理 (*EQ2*) 衡量，该值越大，企业盈余质量越差；因变量虚拟变量 *Big10*，为企业当年度财务报告是否被本土十大会计师事务所审

计哑变量，是取 1，否则取 0，用以衡量审计质量高低。其他变量定义同前。模型（9）和（10）中，我们关心的变量均为存贷双高 *Double high*，预期模型（9）中的 β_1 显著为正，模型（10）中的 β_1 显著为负，即存贷双高企业的盈余质量更差、更不愿意聘请高质量审计。

从表 6 列（1）和列（2）可以看出，*Double high* 的系数均在 5% 的显著性水平上显著为正，说明相比于正常企业，存贷双高企业的盈余质量显著更差；列（3）显示，*Double high* 的系数在 5% 的显著性水平上显著为负，说明相比于正常企业，存贷双高企业更不愿意被本土十大审计。表 6 中的结果表明，“存贷双高”企业的信息披露质量显著更差。综合表 5 和表 6 结果证实，存贷双高企业的股价崩盘风险更高的确是因企业的现金操纵行为以及较低的信息披露质量所致。

表 6 存贷双高与企业信息披露质量间关系的回归分析

变量	(1) <i>EQ1</i>	(2) <i>EQ2</i>	(3) <i>Big10</i>
<i>Double high</i>	0.0033 ** (2.51)	0.0121 ** (2.46)	-0.0224 ** (-2.21)
<i>SOE</i>	-0.0053 *** (-6.27)	0.0021 (0.28)	-0.0141 *** (-2.61)
<i>Top1</i>	0.0001 *** (2.87)	0.0001 (0.62)	0.0019 *** (11.87)
<i>CEO duality</i>	0.0008 (1.08)	0.0014 (0.36)	0.0252 *** (4.36)
<i>Analysts coverage</i>	0.0001 ** (2.39)	0.0019 *** (7.86)	0.0022 *** (6.28)
<i>RET</i>	0.0717 (1.57)	0.0179 (0.11)	0.2064 (0.50)
<i>Sigma</i>	0.1509 *** (8.07)	-0.0157 (-0.23)	0.1333 (0.84)
<i>Oturnover</i>	-0.0021 *** (-3.01)	0.0055 * (1.92)	-0.0347 *** (-5.30)
<i>Lev</i>	0.0311 *** (13.39)	-0.0383 *** (-2.81)	-0.0553 *** (-3.61)
<i>ROA</i>	0.0257 *** (3.79)	0.5682 *** (18.24)	0.2701 *** (5.79)
<i>MB</i>	0.0022 *** (5.86)	0.0108 *** (5.73)	-0.0016 (-0.61)
<i>Size</i>	-0.0027 *** (-5.80)	-0.0173 *** (-4.92)	0.0258 *** (8.29)

续表

变量	(1) <i>EQ1</i>	(2) <i>EQ2</i>	(3) <i>Big10</i>
<i>EQ</i>			-0.1494 *** (-3.12)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	0.0813 *** (8.07)	0.3443 *** (4.52)	-0.1904 *** (-2.75)
N	38608	31621	38608
Adj. R ²	0.060	0.538	0.188

(三) 稳健性检验

1. 改变存贷双高变量的衡量方式

本文采用的存贷双高度量指标可能存在统计口径和尺度大小问题。为解决这些问题,本文使用其他多种衡量方式进行替代。第一,考虑到应收票据和应付票据也具有较强的流动性,我们将它们也分别纳入广义货币资金和短期有息负债中,再依据与主检验相同的定义方法,得到加入票据后的存贷双高变量 *Double high_Including Notes*,回归结果见表 7 的列 (1) 和列 (2)。第二,鉴于交易性金融资产具备一定的交易和投机属性,为了更干净地考察现金的作用,我们用货币资金替代广义现金,即在“现金”中剔除交易性金融资产,再依据与主检验相同的定义方法,得到剔除交易性金融资产的存贷双高变量 *Double high_NonTFA*,回归结果见表 7 的列 (3) 和列 (4)。第三、考虑到“存贷双高”异象是企业持有超过正常需求之外的超额现金带来的财务异象,为此,我们进一步以超额现金持有和高额短期负债的交乘项来定义企业“存贷双高”异象,并据此得到存贷双高变量 $Excess\ cash \times Hshort\ debt$ ^①,回归结果见表 7 的列 (5) 和列 (6)。可以看出,不论采用何种替代方法衡量存贷双高,存贷双高对股价崩盘风险的影响基本与前文保持一致,表明本文的实证结果是稳健的。

① 其中, *Excess CASH* 为企业超额现金持有,本文借鉴 Opler、Pinkowitz 和 Stulz 等 (1999), Dittmar 和 Mahrt-Smith (2007) 和杨兴全等 (2010) 的方法,构建企业现金持有水平影响因素模型,通过计算该模型的回归残差得到 *Excess cash*; *Hshort debt* 为企业高额短期负债,当“短期有息负债/总资产”大于同行业同年度上三分位数时取 1,否则取 0。

表 7 存贷双高与股价崩盘风险间关系的回归分析——改变变量定义方式

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
	加入应收应付票据 $X = Including\ Notes$		去掉“存”中交易性 金融资产 $X = NonTFA$		用超额现金持有乘以高额 短期负债衡量现金操纵	
<i>Double high_X</i>	0.0381 ** (2.15)	0.0105 (1.40)	0.0412 ** (2.33)	0.0175 ** (2.35)		
<i>Excess cash</i> $\times Hshort\ debt$					0.1545 ** (2.23)	0.0579 ** (1.98)
<i>Excess cash</i>					0.1316 *** (3.59)	0.0216 (1.40)
<i>Hshort debt</i>					0.0683 *** (5.52)	0.0246 *** (4.85)
<i>NCSKEW</i>	-0.0556 *** (-8.86)		-0.0556 *** (-8.86)		-0.0557 *** (-8.89)	
<i>DUVOL</i>		-0.0347 *** (-6.43)		-0.0347 *** (-6.44)		-0.0347 *** (-6.45)
<i>SOE</i>	-0.0141 (-0.64)	-0.0175 * (-1.87)	-0.0137 (-0.62)	-0.0173 * (-1.85)	-0.0105 (-0.48)	-0.0164 * (-1.75)
<i>Top1</i>	-0.0013 ** (-2.27)	0.0002 (1.00)	-0.0013 ** (-2.27)	0.0002 (1.00)	-0.0011 ** (-2.06)	0.0003 (1.18)
<i>CEO duality</i>	0.0068 (0.50)	0.0076 (1.32)	0.0065 (0.48)	0.0075 (1.30)	0.0064 (0.47)	0.0075 (1.29)
<i>Analysts coverage</i>	0.0091 *** (10.94)	0.0028 *** (8.24)	0.0091 *** (10.95)	0.0028 *** (8.25)	0.0093 *** (11.15)	0.0028 *** (8.36)
<i>EQ</i>	0.0798 (0.96)	0.0200 (0.59)	0.0812 (0.98)	0.0203 (0.60)	0.1028 (1.24)	0.0237 (0.70)
<i>RET</i>	2.6147 *** (3.42)	2.6988 *** (9.66)	2.5999 *** (3.40)	2.6925 *** (9.64)	2.7401 *** (3.58)	2.7286 *** (9.77)
<i>Sigma</i>	1.6272 *** (5.76)	-0.6312 *** (-5.30)	1.6244 *** (5.75)	-0.6326 *** (-5.31)	1.5781 *** (5.58)	-0.6470 *** (-5.42)
<i>Oturnover</i>	-0.0956 *** (-8.50)	-0.0268 *** (-5.59)	-0.0953 *** (-8.49)	-0.0267 *** (-5.56)	-0.0941 *** (-8.36)	-0.0263 *** (-5.47)
<i>Lev</i>	-0.1939 *** (-4.84)	-0.0041 (-0.25)	-0.1942 *** (-4.85)	-0.0054 (-0.33)	-0.2188 *** (-6.69)	-0.0224 * (-1.68)
<i>ROA</i>	-0.7476 *** (-8.39)	-0.1816 *** (-4.84)	-0.7470 *** (-8.38)	-0.1822 *** (-4.86)	-0.6623 *** (-7.61)	-0.1623 *** (-4.41)
<i>MB</i>	0.0997 *** (17.29)	0.0113 *** (4.55)	0.0997 *** (17.30)	0.0114 *** (4.58)	0.1000 *** (17.25)	0.0116 *** (4.66)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
	加入应收应付票据 $X = Including\ Notes$		去掉“存”中交易性 金融资产 $X = NonTFA$		用超额现金持有乘以高额 短期负债衡量现金操纵	
<i>Size</i>	0.1252 *** (13.17)	-0.0113 *** (-2.85)	0.1252 *** (13.18)	-0.0113 *** (-2.85)	0.1196 *** (12.69)	-0.0125 *** (-3.22)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	-3.1961 *** (-15.28)	0.0906 (1.04)	-3.1956 *** (-15.28)	0.0905 (1.04)	-3.0627 *** (-14.70)	0.1194 (1.39)
N	38608	38608	38608	38608	38583	38583
Adj. R ²	0.129	0.116	0.129	0.116	0.130	0.116

2. 考虑存贷双高企业的内生性问题

(1) 利用外生事件解决内生性问题。2015 年银监会修订了《中国银监会行政处罚办法》^① (后称《处罚办法》), 完善了执法程序, 建立了行政裁量权基准制度, 也全面落实了行政执法责任制, 大幅增加了执法效率。据统计, 2008~2014 年, 我国商业银行及各级分支机构因违规而被银保监会处罚的案件数 (罚款总金额) 年均仅 227 个 (3700 万元), 2015~2020 年, 该数字快速攀升至年均 2099 个 (12.2 亿元)^②。这一外生事件为我们解决企业“存贷双高”异象的内生性问题提供了绝佳的研究场景。鉴于此, 本文利用该事件构建如下双重差分模型, 研究强化对银行的监管能否抑制企业的“存贷双高”问题, 进而能否降低企业的股价崩盘风险。

$$\begin{aligned} Double\ high = & \beta_0 + \beta_1 Treat \times Post + \beta_2 SOE + \beta_3 Top1 + \beta_4 CEO\ duality + \beta_5 Analysts\ coverage \\ & + \beta_6 EQ + \beta_7 RET + \beta_8 Sigma + \beta_9 Oturnover + \beta_{10} Lev + \beta_{11} ROA + \beta_{12} MB + \beta_{13} Size \quad (11) \\ & + \Sigma Year + \Sigma Industry + \Sigma Province + \mu_i + \varepsilon \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} NCSKEW_{t+1}/DUVOL_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Treat \times Post + \beta_2 NCSKEW_t/DUVOL_t + \beta_3 SOE + \beta_4 Top1 \\ & + \beta_5 CEO\ duality + \beta_6 Analysts\ coverage + \beta_7 EQ + \beta_8 RET + \beta_9 Sigma \quad (12) \\ & + \beta_{10} Oturnover + \beta_{11} Lev + \beta_{12} ROA + \beta_{13} MB + \beta_{14} Size + \Sigma Year + \Sigma Industry \\ & + \Sigma Province + \mu_i + \varepsilon \end{aligned}$$

其中, 核心自变量均为 $Treat \times Post$ 。其中, $Treat$ 为受《处罚办法》影响的处理组

① 《中国银监会行政处罚办法》经中国银监会 2015 年第 7 次主席会议修订通过, 自 2015 年 9 月 9 日起施行。

② 我们利用 Python 从国家金融监督管理总局网站抓取相关处罚信息, 并经计算获得。

和控制组哑变量，具体地，本文依据《处罚办法》实施之前五年（即 2010~2014 年）各省份银行机构因违规而被银保监会处罚总次数的均值高低取中位数，大于中位数 $Treat$ 取 1，为处理组，反之 $Treat$ 取 0，为控制组；相应地，在此截取 2010~2019 年为样本期间^①； $Post$ 为《处罚办法》实施前后哑变量，当财务报告年份位于 2015 年及之后时， $Post$ 取 1，否则取 0。本文预期，《处罚办法》出台强化了对银行的监管，能够抑制银企合谋行为，从而有助于抑制企业的“存贷双高”问题，进而有助于降低企业股价崩盘风险，即 β_1 均应显著为负。回归结果见表 8，可以看出， $Treat \times Post$ 的系数在列（1）~列（3）中均在 5% 及以上的显著性水平上为负，与预期一致。可见，在考虑了可能的内生性问题后，本文研究结论并未发生变化。

表 8 存贷双高与股价崩盘风险间关系的回归分析——DID 检验

变量	(1) <i>Double high</i>	(2) <i>NCSKEW_{t+1}</i>	(3) <i>DUVOL_{t+1}</i>
$Treat \times Post$	-0.0181 ** (-2.03)	-0.0732 *** (-2.58)	-0.0328 *** (-2.90)
<i>NCSKEW</i>		-0.0958 *** (-10.18)	
<i>DUVOL</i>			-0.0791 *** (-10.03)
<i>SOE</i>	-0.0104 (-0.62)	-0.0554 (-0.96)	-0.0534 ** (-2.45)
<i>Top1</i>	-0.0005 (-1.48)	-0.0014 (-1.25)	0.0003 (0.67)
<i>CEO duality</i>	0.0054 (0.78)	0.0212 (0.89)	0.0084 (0.85)
<i>Analysts coverage</i>	0.0005 * (1.73)	0.0080 *** (6.46)	0.0033 *** (6.78)
<i>EQ</i>	0.0249 (0.63)	0.3233 ** (2.53)	0.1407 *** (2.71)
<i>RET</i>	0.2175 (0.78)	3.6045 *** (3.20)	3.0776 *** (7.54)
<i>Sigma</i>	0.0258 (0.20)	2.1104 *** (4.75)	-0.1584 (-0.86)
<i>Oturnover</i>	-0.0100 ** (-2.22)	-0.0808 *** (-4.92)	-0.0218 *** (-3.20)

① 即截取该事件前后 5 年期间。

续表

变量	(1) <i>Double high</i>	(2) <i>NCSKEW_{t+1}</i>	(3) <i>DUVOL_{t+1}</i>
<i>Lev</i>	0.1494 *** (5.87)	-0.3657 *** (-4.92)	-0.0593 ** (-2.01)
<i>ROA</i>	0.0493 (1.20)	-1.1334 *** (-7.59)	-0.4281 *** (-6.91)
<i>MB</i>	-0.0030 (-1.30)	0.1211 *** (12.55)	0.0179 *** (4.60)
<i>Size</i>	-0.0026 (-0.40)	0.1738 *** (9.23)	-0.0014 (-0.18)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Province</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	0.0671 (0.48)	-4.3047 *** (-10.37)	-0.1726 (-1.03)
N	18429	18429	18429
Adj. R ²	0.238	0.120	0.117

(2) 利用 PSM 和熵平衡方法解决样本选择偏误问题。考虑到“存贷双高”企业与“非存贷双高”企业的公司特征可能存在一些差异,从而导致这两类企业的股价崩盘风险本身就不同,进而引起内生性问题。为此,本文分别采用两种方法进行解决。其一,参考褚剑和方军雄(2016)以及 Francis、Hunter 和 Robinson 等(2017)的思路,本文采用倾向性得分匹配(PSM)方法,从事前的非存贷双高组中寻找一组与事前的存贷双高组最为接近的样本作为新的非存贷双高组。具体地,我们按照 Shipman、Swanquist 和 Whited(2017)的方法进行匹配:首先,我们以是否是“存贷双高”企业为因变量,以滞后一期的股权质押比例(*Pledge*,大股东持有上市公司总股份中质押股份占比)、模型(5)中所有公司层面的变量以及年度和行业虚拟变量为自变量,进行 Logit 回归,并获得每个观测值的倾向性得分;然后,我们分别采用半径匹配(半径=0.005)和核匹配法确定新的非存贷双高组样本,并将其和存贷双高组样本合并在一起,组成新的采用 PSM 方法的样本。基于 PSM 方法样本的回归结果见表 9 的列(1)~列(4)。可以看出,不论采用半径匹配或核匹配方法,存贷双高变量 *Double high* 均与企业股价崩盘风险显著正相关,与前文结果保持一致。

其二,与 PSM 方法相比,熵平衡法(Entropy Balancing)具有诸多优点,它可以在更高维度上实现平衡、保留所有样本的有用信息,且适用性更强、算法更优化。因此,

参考 Hainmueller (2012) 以及唐为和王媛 (2015) 的研究, 本文进一步采用熵平衡法解决选择偏误问题。具体地, 首先, 我们对模型 (5) 中所有公司层面的变量以及年度、行业虚拟变量设定一阶矩、二阶矩和三阶矩条件, 即寻找一组权重, 使得存贷双高组和非存贷双高组样本在上述每一个变量上的均值、方差和偏度均相等; 然后, 基于获取的权重为那些与存贷双高组样本更为接近的非存贷双高组样本赋予更高的权重, 并通过加权回归的方法重新估计模型 (5), 结果见表 9 的列 (5) 和列 (6)。可以看出, 存贷双高变量 *Double high* 与股价崩盘风险显著正相关。综合表 9 可见, 当采用不同的方法解决选择性偏误后, 本文研究结论保持不变。

表 9 存贷双高与股价崩盘风险间关系的回归分析——PSM 和熵平衡检验

变量	(1) <i>NCSKEW</i> _{<i>t</i>+1}	(2) <i>DUVOL</i> _{<i>t</i>+1}	(3) <i>NCSKEW</i> _{<i>t</i>+1}	(4) <i>DUVOL</i> _{<i>t</i>+1}	(5) <i>NCSKEW</i> _{<i>t</i>+1}	(6) <i>DUVOL</i> _{<i>t</i>+1}
<i>Double high</i>	0.0523 ** (2.52)	0.0185 ** (2.15)	0.0523 ** (2.52)	0.0185 ** (2.15)	0.0567 *** (2.73)	0.0217 ** (2.46)
<i>NCSKEW</i>	-0.0683 *** (-9.77)		-0.0683 *** (-9.77)		-0.0831 *** (-6.39)	
<i>DUVOL</i>		-0.0473 *** (-7.88)		-0.0473 *** (-7.88)		-0.0628 *** (-5.39)
<i>SOE</i>	-0.0439 * (-1.67)	-0.0317 *** (-2.81)	-0.0428 (-1.63)	-0.0311 *** (-2.75)	-0.0477 (-1.30)	-0.0286 * (-1.69)
<i>Top1</i>	-0.0009 (-1.34)	0.0004 (1.56)	-0.0009 (-1.30)	0.0005 (1.61)	-0.0028 ** (-2.55)	0.0001 (0.11)
<i>CEO duality</i>	0.0200 (1.31)	0.0116 * (1.81)	0.0208 (1.36)	0.0119 * (1.85)	-0.0044 (-0.17)	0.0083 (0.75)
<i>Analysts coverage</i>	0.0078 *** (8.74)	0.0022 *** (6.04)	0.0078 *** (8.77)	0.0022 *** (6.06)	0.0106 *** (6.42)	0.0035 *** (4.89)
<i>EQ</i>	0.1010 (1.09)	0.0363 (0.95)	0.0974 (1.06)	0.0347 (0.91)	0.0028 (0.02)	-0.0623 (-0.91)
<i>RET</i>	1.3546 (1.63)	2.4219 *** (7.95)	1.3958 * (1.68)	2.4425 *** (8.01)	1.4723 (0.94)	1.8352 *** (3.40)
<i>Sigma</i>	2.0337 *** (6.37)	-0.5694 *** (-4.24)	2.0382 *** (6.38)	-0.5686 *** (-4.24)	1.7484 *** (3.31)	-0.4894 ** (-2.21)
<i>Oturnover</i>	-0.1104 *** (-7.33)	-0.0257 *** (-4.03)	-0.1106 *** (-7.35)	-0.0258 *** (-4.05)	-0.0633 *** (-2.77)	-0.0138 (-1.42)
<i>Lev</i>	-0.2424 *** (-5.20)	-0.0120 (-0.63)	-0.2442 *** (-5.23)	-0.0131 (-0.68)	-0.2972 *** (-3.32)	-0.0454 (-1.27)
<i>ROA</i>	-0.6861 *** (-6.82)	-0.1762 *** (-4.08)	-0.6941 *** (-6.91)	-0.1791 *** (-4.15)	-0.9846 *** (-5.41)	-0.2619 *** (-3.42)

续表

变量	(1) $NCSKEW_{t+1}$	(2) $DUVOL_{t+1}$	(3) $NCSKEW_{t+1}$	(4) $DUVOL_{t+1}$	(5) $NCSKEW_{t+1}$	(6) $DUVOL_{t+1}$
<i>MB</i>	0.1131 *** (17.73)	0.0146 *** (5.40)	0.1127 *** (17.74)	0.0144 *** (5.33)	0.1526 *** (11.19)	0.0222 *** (3.74)
<i>Size</i>	0.1488 *** (13.49)	-0.0091 ** (-1.98)	0.1484 *** (13.46)	-0.0091 ** (-1.98)	0.1594 *** (8.64)	-0.0052 (-0.64)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	-3.8026 *** (-15.61)	0.0226 (0.22)	-3.7952 *** (-15.59)	0.0226 (0.22)	-3.9109 *** (-9.51)	-0.0346 (-0.19)
N	32036	32036	32057	32057	38608	38608
Adj. R ²	0.121	0.109	0.121	0.109	0.254	0.238

五、结论

白马股“康得新”的陨落引发了投资者对于“存贷双高”企业“高额现金持有”现象的质疑和反思。本文从现金操纵视角出发，基于企业“存贷双高”异象，研究企业账面这种虚假的“现金幻觉”对其股价崩盘风险的影响。结果发现，存贷双高企业的股价崩盘风险显著更高，而导致这一现象的根本原因在于企业通过现金操纵手段虚增了账面现金余额，并通过刻意降低信息披露质量隐藏了大股东占款的坏消息。本文研究有助于拓展现有文献对企业账面现金余额真实性的认知，也从“现金操纵”的视角丰富了有关财务造假影响金融市场稳定的研究。

本文研究结论还蕴含着重要的政策含义。首先，本文研究结论启示我们企业账面呈现的货币资金数字并不一定真实，要警惕可能出现的“现金幻觉”。特别是对于账面呈现高额现金的公司，有必要综合考虑其现金持有存量和短期负债存量，并密切关注控股股东的行为和银企关系，以客观评价其高额现金的真实性和可靠性，避免因“踩雷”而遭受重大投资失败。其次，本文研究结论还启示证监会和交易所等监管部门从企业“现金操纵”的角度加强对大股东资金占用问题的监管和处罚力度，必要时还应提请国家金融监督管理总局配合，以切实保障广大中小股东利益。

参考文献

- 褚剑, 方军雄. 2016. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化. 经济研究, 5: 143-158.
- 戴璐, 汤谷良. 2007. 长期“双高”现象之谜: 债务融资、制度环境与大股东特征的影响——基于上海科技与东盛科技的案例分析. 管理世界, 8: 129-139.
- 窦超, 原亚男, 白学锦. 2022. 上市公司“存贷双高”异象与股价崩盘风险. 中国工业经济, 4: 174-192.
- 窦欢, 陆正飞. 2016. 大股东控制、关联存款与现金持有价值. 管理世界, 5: 141-150+167.
- 高雷, 宋顺林. 2007. 掏空、财富效应与投资者保护——基于上市公司关联担保的经验证据. 中国会计评论, 1: 21-42.
- 姜国华, 岳衡. 2005. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究. 管理世界, 9: 119-126+157+171-172.
- 李增泉, 叶青, 贺卉. 2001. 企业关联、信息透明度与股价特征. 会计研究, 1: 44-51+95.
- 潘越, 戴亦一, 林超群. 2011. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险. 金融研究, 9: 138-151.
- 彭俞超, 倪骁然, 沈吉. 2018. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角. 经济研究, 10: 50-66.
- 唐为, 王媛. 2015. 行政区划调整与人口城市化: 来自撤县设区的经验证据. 经济研究, 9: 72-85.
- 王化成, 曹丰, 叶康涛. 2015. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险. 管理世界, 2: 45-57+187.
- 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 2016. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究. 管理世界, 5: 128-140+188.
- 薛爽, 叶飞腾. 2009. 财务操纵新视角: 经营现金流量操纵的动机和手段. 中国会计与财务研究, 2: 1-43.
- 杨国超, 刘琪, 王克敏. “存贷双高企业”的高现金持有之谜: 基于现金操纵视角的分析与证据. 工作论文.
- 杨李娟, 熊凌云, 方远. 2023. “存贷双高”异象的审计监督——基于审计意见的实证检验. 审计研究, 4: 67-80.
- 杨兴全, 张照南, 吴昊旻. 2010. 治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析. 南开管理评论, 5: 61-69.
- 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 2007. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? . 经济研究, 4: 101-111.
- 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 2013. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据. 管理世界, 5: 157-168.
- 周冬华, 赵玉洁. 2014. 半强制性分红政策与经营活动现金流操控. 会计研究, 9: 37-44+96.
- Acharya, V., S. A. Davydenko, & I. A. Strebulaev. 2012. Cash holdings and credit risk. *Review of Financial Studies*, 25: 3572-3609.

- Chan, K. H. , K. Z. Lin, & L. L. Mo. 2006. A political-economic analysis of auditor reporting and auditor switches. *Review of Accounting Studies*, 11: 21–48.
- Chen, J. , H. Hong, & J. C. Stein. 2001. Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61: 345–381.
- Dechow, P. M. , S. A. Richardson, & R. G. Sloan. 2008. The persistence and pricing of the cash component of earnings. *Journal of Accounting Research*, 46: 537–566.
- Defond, M. L. , & M. Hung. 2003. An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 35: 73–100.
- Defond, M. L. , T. J. Wong, & L. Shuhua. 2000. The impact of improved auditor independence on audit market concentration in China. *Journal of Accounting & Economics*, 28: 269–305.
- Dimson, E. 1979. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 7: 197–226.
- Dittmar, A. , & J. Mahrt-Smith. 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83: 599–634.
- Francis, B. B. , D. M. Hunter, & D. M. Robinson, et al. 2017. Auditor changes and the cost of bank debt. *The Accounting Review*, 92: 1–30.
- Graham, J. R. , C. R. Harvey, & S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40: 3–73.
- Hainmueller, J. 2012. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies. *Political Analysis*, 20: 25–46.
- Hutton, A. P. , A. J. Marcus, & H. Tehranian. 2009. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94: 67–86.
- Jiang, G. , C. M. C. Lee, & H. Yue. 2010. Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of Financial Economics*, 98: 1–20.
- Jiang, J. X. , I. Y. Wang, & K. P. Wang. 2019. Big N auditors and audit quality: New evidence from quasi-experiments. *Accounting Review*, 94: 205–227.
- Jin, L. , & S. C. Myers. 2006. R^2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79: 257–292.
- Khurana, I. K. , & K. K. Raman. 2004. Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus non-Big 4 audits: Evidence from Anglo-American countries. *Accounting Review*, 79: 473–495.
- Kim, J. & L. Zhang. 2014. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31: 851–875.
- Kim, J. , Y. Li, & L. Zhang. 2011a. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100: 639–662.
- Kim, J. , Y. Li, & L. Zhang. 2011b. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics*, 101: 713–730.
- Kothari, S. P. , A. J. Leone, & C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual

- measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39: 163–197.
- Kothari, S. P., S. Shu, & P. D. Wysocki. 2009. Do managers withhold bad news? . *Journal of Accounting Research*, 47: 241–276.
- Lee, L. F. 2012. Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. *The Accounting Review*, 87: 1–33.
- Mcinnis, J., & D. W. Collins. 2011. The effect of cash flow forecasts on accrual quality and benchmark beating. *Journal of Accounting and Economics*, 51: 219–239.
- Opler, T., L. Pinkowitz, & R. Stulz, et al. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52: 3–46.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42: 335–370.
- Shipman, J. E., Q. T. Swanquist, & R. L. Whited. 2017. Propensity score matching in accounting research. *The Accounting Review*, 92: 213–244.
- Xu, N., X. Li, & Q. Yuan, et al. 2014. Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 25: 419–434.
- Zhang, W. 2008. Real activities manipulation to meet analysts' cash flow forecasts. *SSRN Electronic Journal*.
- Zhu, W. 2016. Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21: 349–399.

Can Cash Assets Also Create “Illusions”?

Evidence Based on the “High Deposit and Loan” Anomaly

Qi Liu, Yongjing Wu, Xinna Cai

Abstract: Cash has always been considered a safe and highly liquid asset; however, the problem of “high cash and high debt” emerging in listed companies challenges this conventional intuition. This study finds that companies with both high cash and high debt face significantly higher stock price crash risk, and this phenomenon becomes even more pronounced when progressively stricter criteria are used to define “high cash and high debt.” Mechanism analysis reveals that such companies have significantly higher amounts of fund transactions and guarantee amounts with related parties, though the balance of related-party fund transactions is not higher, indicating that high cash and high debt companies use cash manipulation to conceal the misappropriation of funds by major shareholders. Furthermore, these companies deliberately lower the quality of information disclosure to hide bad news, manifested by poorer earnings quality and a reluctance to hire high-quality auditors. Overall,

these findings suggest that cash balances are not immune to manipulation, and when a company's cash on hand and short-term debt are both high, its large cash holdings may very likely be a "cash illusion" resulting from corporate cash manipulation.

Keywords: Cash Illusion; High Cash and High Debt; Stock Price Crash Risk; Cash Manipulation; Misappropriation of Major Shareholder Funds