

“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

杨国超 刘 琪 王克敏

摘要:“存贷双高”企业宁愿持有大量现金,也不愿先行偿付需要承担大量利息成本的短期有息负债的怪象,与经典的优序融资理论相悖。对此,本文研究“存贷双高”企业的高现金持有之谜。首先,本文采用问卷调查法对会计师事务所和银行的相关从业人员进行调研,初步确认了现实中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。进一步地,通过大样本检验发现,“存贷双高”企业更可能在未来年度被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚,表明“存贷双高”企业会通过会计造假方式操纵账面现金;同时,“存贷双高”企业以报告期末账面现金为基础计算的资金收益率显著更低,且受限资金占比也显著更高,表明“存贷双高”企业还会通过期末临时拆借资金或“以贷转存”并反复质押借款等实际业务活动方式虚增账面现金。此外,本文还发现,“存贷双高”企业操纵账面现金的目的是掩盖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。本文研究挑战了企业账面现金难以被操纵的传统认知,拓宽了企业财务报表操纵领域的研究边界。

关键词: 存贷双高 现金 现金操纵 会计造假 实际业务活动

一、引言

长期以来,业界和学界都很少怀疑上市公司披露的账面现金的真实性。这是因为在实践中,上市公司账面现金余额是其日常实际现金流入扣除现金流出后的余额,其资金的流入或流出大都有相应的银行流水对应,加之上市公司报告期末的货币资金还需要经注册会计师审计,且注册会计师在审计时会针对上市公司的所有资金账户向银行发询证函并要求银行必须回函,以鉴证上市公司账面现金的真实性和可靠性,换言之,上市公司现金账户的形成和复核机制决定了其被造假的概率相对较低。在理论上,不同于应计制的会计盈余赋予企业管理者较大的自由裁量空间(戴伊、韦雷基亚,1995;霍兹豪森等,1995),基于收付实现制的现金流受会计方法选择和会计估计的影响较小,因而也更加真实可靠(德丰、弘,2003;薛爽等,2008)^①。斯隆(1996)也发现,公司盈余中的现金流部分持续性更好,而应计部分的持续性则相对较低,这进一步支持了相对于权责发生制的会计盈余,基于收付实现制的现金流量可操纵空间更小的理论预期。可见,根植于实务与理论两方面的一致认知,投资者、分析师甚至监管机构都很少怀疑上市公司披露的账面现金的真实性。

然而,坐拥高额现金却发生债券违约的“康得新事件”似乎挑战了这一经济直觉。具体地,根据康得新复合材料集团股份有限公司(后文简称“康得新”)2018年三季报,其账面货币资金余额高达150亿元,远高于全部短期有息负债余额64.8亿元,但2019年1月15日,18康得新SCP001^②却无法足额偿付本息10.41亿元,构成实质性违约,引起市场一片哗然。康得新这种账面上同时呈现出高额现金持有和高额短期有息负债的“存贷

收稿时间:2023-6-8;反馈外审意见时间:2023-7-25、2024-3-7;拟录用时间:2025-9-3。

*本研究得到国家社会科学基金重点项目(基金号:22AGL013)、国家社会科学基金青年项目(基金号:23CJY035)、中国博士后科学基金面上资助(基金号:2024M750560)、国家自然科学基金面上项目(基金号:72372029、72432001)、国家社会科学基金重大项目(基金号:22&ZD115)的支持。作者感谢首届“中国青年管理学者论坛·工商管理论坛”、香港中文大学会计系学术讨论班、复旦大学经济学院“发挥债券市场功能,进一步提高金融市场效率”专题研讨会、中南财经政法大学会计学院学术午餐会与与会者以及匿名审稿专家的宝贵建议,文责自负。刘琪为本文通讯作者。

“存贷双高”企业,宁愿持有大量现金,也不愿先行偿付需要承担大量利息成本的短期有息负债的行为,使我们不得不怀疑“存贷双高”企业账面上的现金是否真实存在。此后类似事件接连爆出^③,市场参与者逐渐意识到“存贷双高”企业的背后可能隐藏着资金紧张的流动性危机,且该现象并不少见。根据本文研究的统计口径(以“存”和“贷”在同行业同年度内按百分位数由低到高等分为3组,并同时取最高组为准),约7%的上市公司都存在“存贷双高”问题。为此,本文探究“存贷双高”企业的高现金持有之谜。

具体地,为探究“存贷双高”企业账面上的现金余额是否真实存在,本文采用问卷调查法对会计师事务所和银行这两个与“存贷双高”异象密切相关的利益主体进行调研。结果发现,企业会通过会计造假方式操纵账面现金,比如34.31%的会计师事务所从业人员认为“存贷双高”企业的高额现金是通过会计造假方式虚增而来的,15.69%的银行从业人员认为“存贷双高”企业是通过明显违法违规的会计造假手段虚增账面现金的。除此以外,企业还会通过实际业务活动操纵账面现金,比如,分别有75.49%的会计师事务所从业人员和64.71%的银行从业人员认为“存贷双高”企业的账面现金余额中有较高比例的受限资金,48.04%的会计师事务所从业人员和34.31%的银行从业人员认为企业会通过期末临时性资金拆借活动虚增账面现金,而这些操纵方式都会使得企业账面上呈现出短期负债奇高但同时现金也奇高的怪象。

进一步地,本文以2007~2022年我国A股上市公司为研究对象,通过大样本实证检验验证“存贷双高”企业的账面现金余额的确可能是被虚增的。具体地,第一,如果“存贷双高”企业期末账面上呈现出的高额现金持有的确是因会计造假所致,则我们应该可以观察到“存贷双高”企业更有可能在未来年度被中国证券监督管理委员会(后文简称“证监会”)以“现金科目相关的会计违规”问题处罚,实证发现肯定了这一预期。第二,如果“存贷双高”企业的账面高额现金是通过期末临时“摆账”实现的,则相比于正常企业,“存贷双高”企业以报告期末账面现金为基础计算的资金收益率应显著更低,实证发现也验证了这一预期;如果“存贷双高”企业的账面高额现金是“以贷转存”并反复质押借款实现的,则相比于正常企业,“存贷双高”企业期末时点的受限资金占比也应显著更高,实证发现与上述预期也保持一致。进一步地,当剔除那些因“现金科目相关的会计违规”而被证监会处罚的公司样本时,“存贷双高”企业的资金收益率也显著更低,受限资金占比也显著更高,这些发现均支持了“存贷双高”企业的确会通过期末临时“摆账”或“以贷转存”并反复质押借款等实际业务活动方式实施现金操纵。总之,来自问卷调查和大样本实证检验的证据均证明“存贷双高”企业的期末账面现金余额是人为操纵的结果。

紧接着,本文考察“存贷双高”企业操纵账面现金余额的目的。我们关注两个方面的问题:一是“存贷双高”企业操纵账面现金余额是为了隐藏什么;二是其现金操纵行为是否真的达到了迷惑投资者的目的。一方面,“存贷双高”企业的资金流实际上可能十分短缺,其虚增账面现金余额的根本目的在于制造账面现金繁荣的假象,以影响财务报表使用者对企业货币资金项目真实性和流动性的判断,从而隐藏企业资金流紧张的事实。为了尽可能地维持这种假象,资金紧张的“存贷双高”企业往往不得不通过“借新还旧”的方式实现持续性的短期债务再融资。为此,我们检验“存贷双高”企业是否有更多的“借新还旧”行为,我们的实证发现验证了上述预期。另一方面,倘若“存贷双高”企业的现金操纵行为不能迷惑市场参与者,则现金操纵的目的也无法达到,为此本文检验股票投资者能否识别“存贷双高”企业的超额现金持有行为,并区分机构投资者和个人投资者考察其市场反应的差异。结果发现,总体上股票市场投资者并未有效识别出企业的现金操纵行为;具体到不同类型的投资者,我们发现只有更聪明的机构投资者识别出了企业的现金操纵行为,不甚专业的个人投资者则被企业虚增的账面高额现金所迷惑,换言之,“存贷双高”企业的现金操纵行为可以迷惑部分非专业投资者。综合上述发现,“存贷双高”企业虚增账面现金的目的是向外部利益相关者传递自身现金流充裕的虚假信号,以掩盖企业实际资金压力较大的事实,同时也迷惑了部分非专业投资者。

本文研究的潜在理论贡献包括以下两点。第一,现有针对企业财务报表操纵的文献主要集中于利润表的会计盈余项目,近年来也有少量文献关注到了企业研发操纵(杨国超等,2017;杨国超、芮萌,2020)和基于资产负债表的杠杆操纵(许晓芳、陆正飞,2020;许晓芳等,2020;李晓溪、杨国超,2022),而为数不多的涉及现金项

目操纵的研究,则更多的是针对现金流量表经营活动现金流项目的操纵(薛爽等,2008;薛爽、叶飞腾,2009;李,2012)。与经营活动现金流操纵有真实的业务活动支撑或来源于会计分类转移不同,本文关注一类更加激进且更为隐蔽的、基于资产负债表货币资金项目的操纵(简称“现金操纵”)。研究发现,当企业账面呈现出“存贷双高”异象时,其报告时点的账面高额现金可能是通过会计造假或实际业务活动等方式人为虚增的结果。该发现挑战了企业账面现金难以被操纵的传统认知,进一步拓宽了企业财务报表操纵领域的研究边界。

第二,现有针对“存贷双高”异象研究的文献并未深入探讨该异象背后可能暗藏的现金操纵行为,本文研究则首次发现并证实了“存贷双高”企业的高额账面现金的确是现金操纵行为所致。现有研究更多关注于“存贷双高”异象的原因和经济后果,如戴璐和汤谷良(2007)通过分析上海科技和东盛科技的案例曾指出,“存贷双高”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结果。窦超等(2022,2023)发现,“存贷双高”企业的股价崩盘风险更高,债务违约风险也更高。本文则通过问卷调查发现“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,同时还通过大样本实证检验,进一步从具体实现机制的角度验证了“存贷双高”企业的期末账面现金的确经过了人为操纵。识别“存贷双高”背后“现金操纵”的经济实质,有助于未来开展更多关于如何抑制企业“存贷双高”异象的研究。

本文研究还蕴含着重要的政策价值。通过揭示“存贷双高”异象背后的真正原因,本文研究有助于从源头遏制这一财务异象的发生,同时还为投资者和监管机构识别“存贷双高”企业的潜在风险,包括财务风险、流动性风险和违约风险等,提供了理论指导。

二、已有文献回顾

关于企业财务报表操纵的文献分别从利润表操纵、现金流量表操纵以及资产负债表操纵展开,其中以利润表操纵的文献为最多。利润表操纵主要通过应计盈余管理和真实活动盈余管理进行(琼斯,1991;罗伊乔杜里,2006),部分文献也研究了在利润表内部不同科目间进行的“分类转移式”盈余管理(范等,2010;叶康涛、臧文佼,2016;谢德仁等,2019)。针对企业资产负债表项目操纵的文献,主要关注于企业的杠杆操纵(许晓芳、陆正飞,2020;许晓芳等,2020;李晓溪、杨国超,2022)。

基于企业账面现金余额难以被操纵的一贯认知,现有文献很少探讨资产负债表的货币资金余额操纵问题。与之较为相关的是针对现金流量表中“经营活动现金流”管理的相关文献。既往文献重点探讨了企业进行经营活动现金流操纵的动机。具体地,当公司陷入财务困境、公司信用评级在投资级与投机级临界点、现金流对公司股价作用更大时,以及为了避免出现负的或低于前期的经营活动现金流或为了避免经营活动现金流净额低于净利润时,公司也有较强的动机向上调整经营活动现金流(薛爽等,2008;薛爽、叶飞腾,2009;李,2012)。

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或会计分类转移的方式实现。对于前者,常见的手段包括:削减生产或减少酌量性支出,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、叶飞腾,2009;李,2012);后者则通常有意将投资或筹资活动现金流计入经营活动现金流(李,2012)。总体而言,经营活动现金流管理较为温和,通过真实活动进行的现金流管理尽管可能会改变企业账面现金余额,但其每一笔现金增减都有真实的业务活动可循;通过分类转移方式实现的现金流管理可能会违背《企业会计准则》,但这并不会改变企业账面现金余额总数。可见,这些相对“温和”的经营活动现金流管理活动并不能解释近年来频繁出现的现金违法违规行为。

鉴于此,与现有文献所关注的现金流量表中“经营活动现金流”项目的操纵不同,本文研究企业针对资产负债表中“货币资金”项目的操纵,这是一种极易被忽视的资产负债表操纵方式,其操纵行为更加激进且更为隐蔽。现有文献关注到了企业的“存贷双高”异象,并认为企业持有高额现金的同时还背负高额短期负债的行为违背了优序融资理论,不符合企业价值最大化目标,其资金的真实性存疑,很可能是大股东资金侵占或企业财务造假的体现(窦超等,2022,2023),但并未深入探讨“存贷双高”异象背后可能暗藏的企业现金操纵行为。

事实上,现实中不少企业会在临界财报节点活跃借款,通过临时性的“过桥资金”实现披露时点的虚假账面繁荣,而银行为了冲存款时点,通常也相当配合^④。随着金融创新的深化,如同前述康得新案例中利用资金池业务实时归集集团资金,从而操纵上市公司账面现金的所谓“金融创新手段”也愈发常见。更有甚者,也不乏直接通过采用不恰当的会计处理、伪造银行单据或凭证以及隐瞒资金受限情况等会计造假行为虚增账面现金水平的实例。

综上所述,与经营活动现金流操纵有真实的业务活动支撑或来源于会计分类转移不同,企业针对资产负债表货币资金项目的操纵更加激进且更为隐蔽。一方面,从操纵结果来看,现金操纵行为会直接改变企业的账面现金余额或改变账面现金的流动性水平,并往往使企业账面呈现出现金余额奇高同时短期负债余额也奇高的怪象;另一方面,从操纵方式来看,现金操纵行为不一定有真实的业务活动支撑,比如通过期末临时性的资金拆借行为、违规借贷、违规担保或违规使用金融创新工具等方式,甚至直接通过会计造假方式实现。企业进行现金操纵的根本目的是向资本市场释放其流动性充裕的虚假信号,但事实上现金操纵企业的期末账面现金余额要么是被临时增加的,要么是纯粹被虚构出来的,实际根本不存在,即本质上企业面临着较大的资金压力。因此,本文认为有必要专门针对资产负债表“货币资金”项目的操纵展开研究,从而有助于进一步拓宽企业财务报表操纵领域的研究边界。

三、理论分析

(一)“存贷双高”异象形成的理论逻辑

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,发现中国资本市场的“双高”之谜实质上是低效益企业长期借助债务再融资来维系自身的低效率扩张以及满足大股东私有收益的结果。尽管导致“存贷双高”异象产生的环境并未发生根本改变,但随着外部市场环境的不断变化,诱使“存贷双高”异象产生的理论诱因也已经发生了质的转变。

具体地,本文认为,“存贷双高”异象的产生根源于公司自身的利益驱动。第一,“存贷双高”企业背后可能存在潜在的大股东掏空问题(戴璐、汤谷良,2007;窦超等,2022)。大股东资金占用问题一直是资本市场的顽疾,尤其当大股东陷入融资困境时,其侵占上市公司资金的动机就更强(郑国坚等,2013)。近年来,随着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,控股股东占用上市公司资金的行为变得更加隐秘(窦欢、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。为规避监管,采用余额模式进行“现金操纵”就成为大股东资金占用的新通道。第二,面临严重资金压力的企业,可能存在较强的现金操纵动机。无论是大股东通过掏空上市公司导致公司资金紧张,还是民营企业本身面临的“信贷歧视”问题导致公司资金紧张,公司都可能产生现金操纵动机。为了尽可能地维持自身现金流充裕的假象,资金紧张的企业往往不得不通过“借新还旧”的方式持续进行短期债务再融资,从而导致企业账面长期呈现出现金余额和短期负债同时较高的“存贷双高”异象。

除公司自身的操纵动机外,公司流于形式的内部治理也为“存贷双高”异象的形成提供了内部环境。良好的公司治理水平是孕育高质量会计信息的基石,而一旦公司治理机制或内部控制制度存在重大漏洞或缺陷时,企业就丧失了天然的保护屏障。迪博公司发布的《中国上市公司内部控制白皮书(2023年)》显示,我国上市公司实施的内部控制评价过程中,普遍存在重流程而轻效果的问题,评价结果也与公司内部控制真实水平相脱节。比如,康得新早已制定了《内部控制制度》《资金及费用管理制度》《银行存款管理制度》《防范控股股东及关联方占用公司资金专项制度》《关联方资金往来制度》等制度来规范公司的资金运营活动,但其控股股

东康得投资集团依然在未经董事会和股东大会批准的情况下,与北京银行西单支行签订了《现金管理合作协议》,违规占用公司资金,这一违规事实便是在内部控制存在严重缺陷时公司操纵资金带来的后果。

此外,长期以来,相关法制环境较为宽松,对财务舞弊行为的惩戒力度不足、违规成本较低,这也助长了企业进行高风险行为的侥幸心理。2019年修订的《中华人民共和国证券法》(后文简称“新《证券法》”)颁布实施之前,我国资本市场长期沿用2005年修订的《中华人民共和国证券法》,这显著滞后于我国的经济发展和资本市场的现实需要,突出表现为违法违规成本远低于相应的收益。具体地,一方面,针对违法违规行为的行政处罚极低。例如,在新《证券法》实施之前,即便上市公司的信息披露存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,也仅仅处以30万元以上60万元以下罚款,直接责任人则处以3万元以上30万元以下罚款。过低的违法违规成本非但难以起到惩治造假者的目的,反而可能扭曲市场信号,助长造假收益远高于成本的心理预期。另一方面,长期以来证券民事责任在我国证券法律体系中严重缺位,民事赔偿在实践中难以操作。新《证券法》实施之前,关于证券民事诉讼的法律依据,我国长期依照最高法《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(2002年1月15日发布)和《关于审理证券市场虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003年1月9日发布)执行。尽管这些法律法规正式启动了我国证券民事诉讼制度,但却在案件受理类型、前置程序、诉讼形式和诉讼时效等方面设置了极为严苛的限制条件(夏立军,2014;杨国超,2020),使得中小投资者面临诉讼成本高、证据获取难、索赔效率低等现实困难,因而通过诉讼维权的积极性很低,这在客观上大大减轻了责任主体的违法违规成本。可见,极低的行政处罚成本、不甚通畅的民事诉讼环境导致市场利益主体有恃无恐。预期收益与潜在成本之间存在巨大差异,这反而增加了“不操纵”的机会成本,滋生了企业及其相关利益主体的机会主义行为^⑤。

(二)“存贷双高”企业现金操纵行为可能的实现机制及操纵结果的验证逻辑

“存贷双高”企业的现金操纵行为可能通过会计造假或实际业务活动等方式实现,这与现有研究中总结的利润表盈余操纵的实现机制有些许相似,但具体的操纵手段却完全不同。表1总结了两种现金操纵实现机制的相关特征,后文我们以具体的实践案例为依据,对此展开详细的论述,并从这些具体的实现机制出发去推断可能的现金操纵后果,为后续章节从大样本实证检验角度进一步验证“存贷双高”企业的现金操纵事实提供理论逻辑。

第一,通过会计造假方式操纵账面现金,该操纵手段又可以细化为两类。一是公司可能会通过采用不恰当的会计处理、伪造银行单据或凭证的方式直接虚增账面现金余额。比如,2019年8月,康美药业被证监会查明在过去3年中通过财务不记账、虚假记载,伪造、变造大额定期存单或银行对账单,配合营业收入造假、伪造销售回款等方式虚增现金共计887亿元。2022年6月30日,中审亚太会计师事务所在对未来股份出具补充内部控制审计报告时也明确表示,事务所在对未来股份子公司深圳宏达医疗管理有限公司的货币资金行使审计程序时,发现部分银行账户存在虚假银行对账单及银行回函,表明公司货币资金出现重大舞弊。在此种情形下,企业财报时点的账面货币资金余额就是虚构的,实际根本不存在。二是公司还可能会通过隐瞒资金被大股东占用或被用作借款质押物的事实,以虚增账面现金的流动性水平。2022年3月,恒大物业134亿元存款被银行强制执行,后经查明,该笔资金以存单质押的形式为第三方公司贷款提供了担保,并最终流入恒大集团,后因恒大集团资金链断裂而被相关银行强制执行,但直至事件被曝光之前,恒大物业均未披露该存款被质押的事项。在此种情形下,企业财报时点的货币资金已经被挪用,无法为公司提供流动性支持。

总的来说,企业通过会计造假方式

表1 两种现金操纵实现机制对比

	会计造假	实际业务活动
手段	(1)采用不恰当的会计处理、伪造银行单据或凭证 (2)隐瞒资金被大股东占用或被用作借款质押物的事实	(1)报告期末临时拆借短期高息“过桥”资金进行摆账 (2)报告期末“以贷转存”,并反复质押获取新贷款
是否违法	违法	通常合法
是否符合《企业会计准则》	不符合	基本符合
操纵方式是否激进	更为激进	相对温和
操纵的成本	长期成本相对更高 短期成本相对更低	长期成本相对更低 短期成本相对更高
可能的操纵后果	事后更可能因“现金科目相关的会计违规”问题而被证监会处罚	(1)以报告期末账面现金为基础计算的资金收益率显著更低 (2)受限资金占比显著更高

操纵账面现金,仅仅需要会计师在会计账务处理和是否披露方面做出调整,因而在短期内成本极低且较难被外部投资者所发现,但这种操纵行为本质上是违法的且不符合《企业会计准则》的要求,十分激进。随着时间累积,因为虚增现金余额或挪用资金导致的亏空越来越大,最终必然会因“纸包不住火”导致现金造假行为被投资者、媒体或监管机构发现而受到惩处。换言之,如果“存贷双高”企业期末账面上呈现出的高额现金持有的确是因会计造假所致,则我们应该可以观察到企业更可能在未来年度因“现金科目相关的会计违规”问题而被证监会处罚。基于上述分析,本文提出研究假说1。

假说H1(现金操纵的会计造假操纵渠道):相比于正常企业,“存贷双高”企业更可能在未来年度被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚。

第二,通过实际业务活动操纵账面现金,该操纵手段也可以细分为两类。一是公司可能在报告期末向银行或其他金融机构临时拆借短期高息“过桥”资金以虚增账面现金余额。比如,多位与康美药业打过交道的银行人士指出,康美药业经常在财报披露的前几日活跃借款,银行为了冲存款时点,也相当配合甚至违规操作,通过“以贷拉存”的方式实现信息披露时点的虚假账面繁荣^⑥。等财报时点一过,这些用于“冲时点”数的“过桥”资金便会被转出。在这种情况下,企业财报时点显示的货币资金余额仅短暂存在,公司日常实际经营中并未有这些高额现金。二是公司在报告期末将贷款转为存款,并将存款作为质押物反复质押借款或贴现,从而虚增账面现金。这种通过“以贷转存”并反复质押借款的方式操纵账面现金的手段同样离不开银行的配合。事实上,为争夺客户并满足监管和银行内部的考核,不少银行从业人员会参与关键时点(如季末和年末)的“揽储和放贷大战”^⑦,甚至不惜铤而走险使用各种违规手段。比如,为了完成存款指标,除了传统的高息揽存之外,有的银行还想出了“增存”的法子,即将客户的一笔贷款转成存款后作为保证金反复开票贴现,空转多次,最终使得存款被虚增若干倍;等考核时点一过,再通过各种方式将虚增的存款“悄然归位”,这也正是银行存款余额总在季末季初如同“过山车”般大起大落的真相所在^⑧。这种情况下,企业财报时点显示的货币资金余额是被虚增的,并且仅仅存在于财报时点的账面上。

综上,企业通过实际业务活动方式操纵账面现金,通常是在法律允许的范围内进行的,也遵守了《企业会计准则》的基本要求,相比通过会计造假方式操纵账面现金显得更加温和。但这些诉诸实际活动的操纵行为仍不免会留下特定的“财务痕迹”,因此我们可以通过这些实际业务活动操纵对公司财报产生的影响入手,探寻更多企业实施现金操纵行为的经验证据。具体地,如果企业在报告期末的高额账面现金是通过临时拆借“过桥”资金所得,则由于所拆借的资金仅仅在报告期末短暂停留于企业账面,几乎不会产生任何利息收入,反而还需要企业承担大额的利息支出,因此这些企业以报告期末账面现金余额为基础所计算的资金收益率会显著低于正常企业;如果企业的高额账面现金是通过反复质押现金、定期存单等存款以获得借款或将之作为保证金反复开票贴现所得,则企业账面现金中受限资金占比将会显著提高。基于此,本文提出研究假说2和假说3。

假说H2(现金操纵的实际业务活动操纵之“摆账”渠道):相比于正常企业,“存贷双高”企业的资金收益率显著更低。

假说H3(现金操纵的实际业务活动操纵之反复质押渠道):相比于正常企业,“存贷双高”企业的受限资金占比显著更高。

四、样本选择与变量定义

(一)样本选择

本文选择2007~2022年我国A股上市公司为研究对象,考虑到自2007年1月1日起在上市公司范围内施行新《企业会计准则》,因此本文将样本起始期定为2007年。根据研究惯例,本文剔除金融类企业样本996个,剔除其他数据缺失样本2063个,最终得到公司年度样本观测值42140个。研究数据来自CSMAR数据库、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

“存贷双高”企业是本文研究的关键解释变量。本文定义“存贷双高”企业(*Double High*)为那些期末账面上持有高额现金的同时还背负高额短期有息负债的企业。具体地,本文在同行业同年度内,分别将“现金/上年末总资产”和“短期有息负债/上年末总资产”变量按百分位数由低到高等分为2组、3组和4组,当企业的“现金/上年末总资产”和“短期有息负债/上年末总资产”变量值同时位于相应分组的最高组时,*Double High_2*、*Double High_3*和*Double High_4*变量分别取1,否则取0。其中,现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。

需要解释的是,本文在定义“存贷双高”企业时只考虑短期有息负债。这是因为,一方面,长期借款大都用于长期投资,有明确的资金使用去向,且其用途受到较多监管,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。

后文在验证“存贷双高”企业的现金操纵事实、检验“存贷双高”企业操纵账面现金余额的目的时,会涉及到不同的模型和变量,具体变量定义如表2所示。

五、实证结果与分析

(一)通过问卷调查分析“存贷双高”企业是否进行账面现金操纵

前文结合实践案例和理论推演指出“存贷双高”企业可能会通过会计造假或实际业务活动等方式操纵账面现金余额,但由于前人研究较少,我们无法确认相关研究假说是否与实践相符。为此,我们参考陈等(2022)

表2 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Double High_2</i> 、 <i>Double High_3</i> 、 <i>Double High_4</i>	“存贷双高”企业	在同行业同年度内,分别将“现金/上年末总资产”和“短期有息负债/上年末总资产”变量按百分位数由低到高等分为2组、3组和4组,当企业的“现金/上年末总资产”和“短期有息负债/上年末总资产”变量值同时位于相应分组的最高组时, <i>Double High_2</i> 、 <i>Double High_3</i> 和 <i>Double High_4</i> 变量分别取1,否则取0
<i>Violate</i>	现金违规处罚	公司当年是否被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚,是则取1,否则取0
<i>T</i>	企业保持未被证监会以现金违规问题处罚状态的时间长度	若企业在本文样本区间内被处罚,则 <i>T</i> 等于最早被处罚年份减去当前年份,若企业在样本区间内一直未被处罚,则 <i>T</i> 等于样本截止年份即2022年减去当前年份,取值为1,2,3……(单位为年)
<i>ROC</i>	资金收益率	利息收入与平均货币资金余额之比
<i>LimitedFunds</i>	受限资金占比	扣除库存现金和银行存款明细项后的其他货币资金明细项目金额之和与上年末货币资金的比值
<i>Rollover</i>	企业借新还旧水平	取得借款收到的现金减去长期有息负债净增加再减去短期有息负债净增加的差,与短期有息负债净增加的比值
<i>CAR</i>	累计超额回报率	上市公司盈余公告的累计超额回报率
<i>ExcessCASH</i>	超额现金持有水平	参考迪特玛尔和卡特-史密斯(2007)与杨兴全等(2010),构建现金持有水平影响因素模型,然后取该模型的回归残差
<i>UE</i>	未预期盈余	参考杨德明等(2007)的研究,我们采用当期未预期 <i>EPS</i> 与其标准差之比来衡量,其中 <i>EPS</i> 表示每股收益,当期未预期 <i>EPS</i> 等于当期经总股本调整后 <i>EPS</i> 与前两期经总股本调整后 <i>EPS</i> 之差,标准差为前5期末预期 <i>EPS</i> 的标准差
<i>SOE</i>	是否国有企业	股权性质为国企时赋值为1,否则为0
<i>AUD</i>	是否被“四大”审计	财务报告被国际“四大”会计师事务所审计时赋值为1,否则为0
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例(%)
<i>Duality</i>	两职合一	董事长与总经理两职合一则取1,否则取0
<i>CASH</i>	现金持有水平	货币资金和交易性金融资产占上年末总资产之比
<i>PPE</i>	固定资产占比	固定资产占上年末总资产之比
<i>LEV</i>	资产负债率	短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款以及长期应付债券之和占上年末总资产之比
<i>AT</i>	总资产周转率	营业收入除以平均总资产
<i>SG</i>	营业收入增长率	当期营业收入减去上期营业收入,再除以上期营业收入
<i>Ocf</i>	经营活动现金流	经营活动产生的现金流量净额占净利润之比
<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润除以平均总资产
<i>ASSETS</i>	企业规模	公司资产总额(元)的自然对数
<i>Year</i>	会计年度	年度虚拟变量
<i>Industry</i>	上市公司所处行业	上市公司所处行业虚拟变量,根据《上市公司行业分类指引》(2012年修订),其中,制造业取两位行业代码,其他行业取一位行业代码
<i>Province</i>	上市公司所处省份	上市公司所处省份虚拟变量
μ	公司固定效应	公司层面固定效应

关于高铁开通对分析师实地调研及其信息获取质量影响的问卷设计,分别针对会计师事务所和银行设计了关于企业“存贷双高”异象的调查问卷^⑨,并利用“问卷星”发放并回收问卷,以期对“存贷双高”企业是否真的进行了现金操纵以及相应的操纵手段提供直观证据。

1. 针对会计师事务所从业人员的问卷调查

在正式发放问卷之前,我们先对10名注册会计师进行访谈,以验证问卷设计的合理性及措辞的适当性。最终版本的问卷共发放给了360位注册会计师,收回有效问卷306份。《管理世界》网络发行版附录附表1展示了针对会计师事务所从业人员问卷调查的结果。可以看出,大部分的受访者来自国内“十大”会计师事务所,占比达到54.46%,其次为国际“四大”会计师事务所,占比为23.76%。

针对会计师事务所从业人员,我们的问题主要聚焦于受访者对于“存贷双高”企业账面现金真实性的看法,以及“存贷双高”企业操纵账面现金的手段。关于“存贷双高”企业账面现金是否真实,仅有16.67%的受访者认为“存贷双高”企业的账面存款是真实的且可随时用于支付,而绝大多数受访者认为“存贷双高”企业的账面现金余额或其流动性是被虚增的。具体地,75.49%的受访者认为“存贷双高”企业的高额现金中有较高比例的受限资金,48.04%的受访者认为“存贷双高”企业的高额现金是通过期末临时性资金拆借活动虚增而来的,34.31%的受访者认为“存贷双高”企业的高额现金是通过会计造假方式虚增而来的。可见,在会计师事务所从业人员看来,相比于明显违法的会计造假手段,通过实际业务活动虚增账面现金余额或账面流动性水平的现象更为普遍。

2. 针对银行从业人员的问卷调查

同样地,在正式发放问卷之前,我们先对10名银行从业人员进行访谈,以验证问卷设计的合理性及措辞的适当性。最终版本的问卷共发放给了380位银行从业人员,收回有效问卷357份。《管理世界》网络发行版附录附表2展示了针对银行从业人员问卷调查的结果。可以看出,受访者所属的银行类型较为全面,涵盖了大型国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行以及农村商业银行和村镇银行等。其中,大部分受访者来自大型国有银行,占比达到64.71%,来自股份制银行、城商行、农商行或村镇银行的受访者分别占比7.84%、13.73%、13.73%。具体到受访者的职位或所属部门,有接近半数的受访者(48.04%)为对公客户经理,这在较大程度上保证了本轮问卷调查对象的专业性。其他受访者则分属于零售客户经理(8.82%)、理财经理(2.94%)、风险合规部(0.98%)、网点柜员(2.94%)以及其他相关的职位或部门(36.27%)。

针对银行从业人员,我们的调查同样聚焦于他们对“存贷双高”企业账面现金真实性的看法,以及“存贷双高”企业账面现金的操纵手段。关于“存贷双高”企业是否真的拥有其账面呈现的高额现金,大约1/4(26.47%)的受访者给出了肯定的回答,认为“存贷双高”企业的账面存款是真实的且可随时用于支付的,而接近3/4的受访者则认为“存贷双高”企业的账面现金余额或其现金流动性水平是被虚增的。并且,与会计师事务所从业人员的看法一致,在银行从业人员看来,企业也会更多地通过实际业务活动的方式虚增账面现金余额或账面现金流动性(选择企业有较高比例的受限资金或通过期末临时性资金拆借活动虚增现金的受访者占比分别为64.71%和34.31%),而相对较少地通过明显违法违规的会计造假手段虚增账面现金(选择企业通过会计造假方式虚增现金的受访者占比仅为15.69%)。

(二) 基于大样本实证检验验证“存贷双高”企业的确进行了账面现金操纵

前文我们采用问卷调查法确认了实践中“存贷双高”企业进行现金操纵的普遍性,这里我们进一步通过大样本实证检验提供更多经验证据以确认上市公司中的“存贷双高”企业的确进行了账面现金操纵。

1. 从会计造假角度验证“存贷双高”企业的确进行了账面现金操纵

现实中,“存贷双高”企业可能会通过会计造假方式对报告期末账面现金进行操纵,通过前文的理论分析可知,这种操纵行为本质上是违法违规的,最终必然会因“纸包不住火”导致现金造假行为被投资者、媒体或监管机构发现而受到惩处。换言之,如果“存贷双高”企业期末账面上呈现出的高额现金持有的确是因会计造假所致,则我们应该可以观察到“存贷双高”企业更有可能在未来年度被证监会以现金违规问题予以处罚。为验

证这一操纵事实,本文检验“存贷双高”企业在未来年度是否更可能因“现金科目相关的会计违规”问题而被证监会处罚,以从会计造假的角度验证“存贷双高”企业的账面现金是否经过了人为操纵。

本文采用Cox比例风险回归模型构建“存贷双高”企业在未来年度被证监会以现金违规问题处罚的生存分析模型,具体地,以企业在未来年度被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚为风险事件,若企业在未来年度被处罚,则认为风险事件发生,否则为未发生; T 为企业保持未被处罚状态的时间长度,若企业在本文样本区间范围内被处罚,则 T 等于最早被处罚年份减去当前年份,若企业在样本区间范围内一直未被处罚,则 T 等于样本截止年份即2022年减去当前年份,取值为1,2,3……(单位为年)^⑩。具体模型参见如下模型(1),其中,因变量 $h(t,X)$ 表示在时刻 t 、协变量为 X 的个体的风险函数;等式右边 $h_0(t)$ 为基线风险函数,表示协变量 X 全为零时的风险;进一步将模型(1)等式两边取对数,则变换为模型(2),该模型类似于线性回归,此时因变量变换为 $\ln(h(t,X)/h_0(t))$,则等式右边 $Double\ High$ 的系数 β_1 表示“存贷双高”企业和“非存贷双高”企业被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚的风险比的对数值,控制变量定义详见前文表2。该模型采用公司层面的聚类稳健标准误计算参数显著性水平,若 β_1 显著为正,则表示“存贷双高”企业被证监会以现金违规问题处罚的风险更高。回归结果见表3。可以看出,表3第(1)~

表3 “存贷双高”与企业未来年度被证监会以现金违规问题处罚间关系的生存分析结果

变量	(1)	(2)	(3)
	$\ln(h(t,X)/h_0(t))$	$\ln(h(t,X)/h_0(t))$	$\ln(h(t,X)/h_0(t))$
<i>Double_High_2</i>	0.2612*** (4.87)		
<i>Double_High_3</i>		0.3664*** (5.23)	
<i>Double_High_4</i>			0.3211*** (3.76)
<i>SOE</i>	-0.6039*** (-6.50)	-0.6075*** (-6.53)	-0.6094*** (-6.54)
<i>AUD</i>	-0.6088*** (-2.60)	-0.6177*** (-2.64)	-0.6164*** (-2.63)
<i>Top1</i>	-0.0090*** (-3.39)	-0.0092*** (-3.44)	-0.0091*** (-3.43)
<i>Duality</i>	0.0130 (0.20)	0.0110 (0.17)	0.0115 (0.17)
<i>CASH</i>	-0.3166** (-2.41)	-0.3465** (-2.55)	-0.2776** (-2.06)
<i>PPE</i>	-0.7347*** (-3.60)	-0.7492*** (-3.70)	-0.7634*** (-3.76)
<i>LEV</i>	0.8175*** (5.03)	0.8188*** (5.04)	0.8871*** (5.52)
<i>AT</i>	-0.2256*** (-2.64)	-0.2219*** (-2.62)	-0.2157** (-2.54)
<i>SG</i>	0.0230 (1.54)	0.0206 (1.38)	0.0204 (1.37)
<i>Ocf</i>	0.0029 (0.98)	0.0030 (1.02)	0.0032 (1.08)
<i>ROA</i>	-2.8914*** (-9.01)	-2.8478*** (-8.92)	-2.8383*** (-8.89)
<i>ASSETS</i>	-0.0905** (-2.52)	-0.0863** (-2.40)	-0.0859** (-2.39)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制
N	32337	32337	32337
Pseudo R ²	0.022	0.022	0.022

(3)列中 $Double_High_2$ 、 $Double_High_3$ 、 $Double_High_4$ 的系数均在1%的显著性水平上显著为正,表明无论采用几分位数来定义“存贷双高”企业,其在未来年度被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚的“风险率”都显著更高,同时“存贷双高”问题也显著加速了企业被证监会以现金违规问题处罚的进度,从而验证了假说H1,一定程度上从会计造假的角度支持了“存贷双高”企业的账面现金的确经过了人为操纵。

$$h(t,X)=h_0(t)\times\exp(\beta_1 Double\ High^{\textcircled{1}}+\beta_2 SOE+\beta_3 AUD+\beta_4 Top1+\beta_5 Duality+\beta_6 CASH+\beta_7 PPE+\beta_8 LEV+\beta_9 AT+\beta_{10} SG+\beta_{11} Ocf+\beta_{12} ROA+\beta_{13} ASSETS+\sum Year+\sum Industry+\sum Province)$$

(1)

$$\ln(h(t,X)/h_0(t))=\beta_1 Double\ High+\beta_2 SOE+\beta_3 AUD+\beta_4 Top1+\beta_5 Duality+\beta_6 CASH+\beta_7 PPE+\beta_8 LEV+\beta_9 AT+\beta_{10} SG+\beta_{11} Ocf+\beta_{12} ROA+\beta_{13} ASSETS+\sum Year+\sum Industry+\sum Province$$

(2)

2. 从实际业务活动角度验证“存贷双高”企业的确进行了账面现金操纵

除了通过会计造假方式操纵账面现金外,企业还可能会诉诸于实际业务活动。相比较而言,通过实际业务活动方式操纵账面现金,基本上在法律法规允许的范围内,相比会计造假方式更为温和,但其操纵活动不免会在财务报告上留下些许痕迹。具体地,本文从以下两种可能的实际业务活动操纵方式入手,通过分析并检验这些操纵行为对公司财报的潜在影响,为“存贷双高”企业可能存在的现金操纵行为提供进一步的经验证据支持。

第一,报告期末临时拆借短期高息“过桥”资金。企业可能会在报告期末通过临时向金融机构拆借短期高息“过桥”资金以增加账面现金持有,这会导致企业账面呈现出“存贷双高”异象,但由于所拆借的资金仅仅在

报告期末短暂虚增了账面现金余额,几乎不会产生任何利息收入,因此,这些企业以报告期末账面现金为基础计算的资金收益率会显著低于正常企业。

第二,“以贷转存”并反复质押借款。企业可能会在报告期末将贷款转为存款,并将存款(活期存款、定期存单等)作为质押物反复质押借款或作为保证金反复开票贴现,这会导致企业存款被虚增若干倍,并使企业账面呈现出货币资金余额和短期负债余额同时高企——即“存贷双高”的异象。在此种情形下,企业账面现金中受限资金的占比会显著更高。为验证上述两个推断,本文建立模型(3)进行回归分析:

$$ROC/LimitedFunds = \beta_0 + \beta_1 Double\ High + \beta_2 SOE + \beta_3 AUD + \beta_4 Top1 + \beta_5 Duality + \beta_6 CASH + \beta_7 PPE + \beta_8 LEV + \beta_9 AT + \beta_{10} SG + \beta_{11} Ocf + \beta_{12} ROA + \beta_{13} ASSETS + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \mu_i + \varepsilon \quad (3)$$

模型(3)中因变量分别为企业资金收益率 ROC 以及企业受限资金占比 $LimitedFunds$ 。具体地,一是资金收益率,等于利息收入与上年末和本年末平均货币资金余额之比,其中利息收入为财务报表附注中财务费用明细项下的“利息收入”^⑩。二是受限资金占比,我们从CSMAR数据库获取上市公司货币资金明细项目,将扣除库存现金和银行存款明细项目之后的其他货币资金明细项目金额之和定义为受限资金,并用上年末货币资金余额平滑得到受限资金占比($LimitedFunds$)。模型(3)中自变量为“存贷双高”企业 $Double\ High$,控制变量定义同前, $\sum Year$ 、 $\sum Industry$ 和 $\sum Province$ 分别为年度、行业和省份虚拟变量,同时还控制了公司固定效应 μ_i 。该模型采用公司层面的聚类稳健标准误计算参数显著性水平。若因变量为 ROC 时 β_i 显著为负、因变量为 $LimitedFunds$ 时 β_i 显著为正,则表示“存贷双高”企业的确有更低的资金收益率和更高的受限资金占比。

以 ROC 为因变量模型(3)的回归结果见表4第(1)~(3)列。可以看出, $Double\ High_2$ 、 $Double\ High_3$ 、 $Double\ High_4$ 的系数均为负,除第(3)列外均在5%及以上的显著性水平上显著,说明相比正常企业,“存贷双高”企业的资金收益率的确更低,从而证实了假说H2,一定程度上为“存贷双高”企业通过临时性资金拆借活动虚增期末账面现金的行为提供了经验支撑。就经济意义而言,相对于“非存贷双高”企业,“存贷双高”企业的资金收益率低0.36%、0.33%,占 ROC 变量均值之比为11.32%、10.38%。

以 $LimitedFunds$ 为因变量的回归结果见表4第(4)~(6)列。可以看到, $Double\ High_2$ 、 $Double\ High_3$ 、 $Double\ High_4$ 的系数均在1%的显著性水平上显著为正,这说明相比正常企业,“存贷双高”企业的受限资金占比的确更高,从而证实了假说H3,一定程度上为“存贷双高”企业通过反复质押现金存款获取新贷款的方式虚增期末账面现金的行为提供了经验支撑。就经济意义而言,相对于“非存贷双高”企业,“存贷双高”企业的受限资金占上年末货币资金余额之比高3.26%、4.95%和7.96%,占 $LimitedFunds$ 变量均值之比为21.66%、32.89%和52.89%。综合表4的结果,一定程度上支持了“存贷双高”企业的确会通过实际业务活动操

表4 “存贷双高”与企业资金收益率、受限资金占比间关系的回归分析

变量	(1) ROC	(2) ROC	(3) ROC	(4) LimitedFunds	(5) LimitedFunds	(6) LimitedFunds
$Double\ High_2$	-0.0036*** (-3.37)			0.0326*** (7.22)		
$Double\ High_3$		-0.0033** (-2.05)			0.0495*** (6.48)	
$Double\ High_4$			-0.0014 (-0.73)			0.0796*** (7.15)
SOE	0.0028 (0.61)	0.0028 (0.62)	0.0028 (0.62)	0.0094 (0.85)	0.0095 (0.85)	0.0096 (0.86)
AUD	0.0120* (1.67)	0.0120* (1.67)	0.0120* (1.67)	-0.0136 (-1.02)	-0.0128 (-0.95)	-0.0120 (-0.89)
$Top1$	-0.0005*** (-4.28)	-0.0005*** (-4.27)	-0.0005*** (-4.27)	-0.0011*** (-4.19)	-0.0011*** (-4.20)	-0.0012*** (-4.22)
$Duality$	-0.0018 (-1.03)	-0.0018 (-1.04)	-0.0019 (-1.06)	0.0004 (0.08)	0.0004 (0.08)	0.0008 (0.16)
$CASH$	-0.0668*** (-14.53)	-0.0676*** (-14.45)	-0.0688*** (-14.64)	0.1820*** (13.53)	0.1784*** (13.55)	0.1715*** (13.31)
PPE	0.0384*** (5.42)	0.0388*** (5.47)	0.0388*** (5.47)	0.1479*** (7.51)	0.1441*** (7.33)	0.1395*** (7.11)
LEV	0.0526*** (8.45)	0.0518*** (8.18)	0.0506*** (7.93)	0.2402*** (14.23)	0.2380*** (14.23)	0.2325*** (14.07)
AT	-0.0059* (-1.89)	-0.0059* (-1.91)	-0.0060* (-1.92)	0.0639*** (7.34)	0.0638*** (7.35)	0.0631*** (7.27)
SG	0.0009** (2.19)	0.0009** (2.22)	0.0009** (2.21)	0.0009 (0.58)	0.0007 (0.46)	0.0005 (0.37)
Ocf	0.0001* (1.68)	0.0001* (1.66)	0.0001* (1.66)	0.0016*** (5.34)	0.0016*** (5.34)	0.0016*** (5.40)
ROA	0.0294*** (3.36)	0.0289*** (3.31)	0.0288*** (3.30)	-0.1473*** (-5.67)	-0.1428*** (-5.50)	-0.1405*** (-5.40)
$ASSETS$	-0.0512*** (-18.77)	-0.0513*** (-18.80)	-0.0513*** (-18.79)	0.0395*** (9.69)	0.0402*** (9.87)	0.0406*** (9.94)
截距	1.2218*** (18.42)	1.2235*** (18.45)	1.2237*** (18.45)	-0.8941*** (-8.75)	-0.9042*** (-8.85)	-0.9093*** (-8.87)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	36933	36933	36933	42140	42140	42140
Adj.R ²	0.378	0.378	0.377	0.098	0.098	0.099

纵账面现金余额。

进一步地,不仅当企业通过实际业务活动操纵时会导致资金收益率显著更低、受限资金占比显著更高,当企业通过会计造假方式操纵账面现金时也可能出现上述结果。为避免该因素影响,本文进一步剔除那些因“现金科目相关的会计违规”而被证监会处罚的公司样本,重新对模型(3)进行回归分析,结果如《管理世界》网络发行版附录附表5所示。该结果与表4没有实质性差异,从而更好地支持了“存贷双高”企业的确通过期末临时“摆账”或“以贷转存”并反复质押借款等实际业务活动方式实施了现金操纵。

(三)“存贷双高”企业操纵账面现金余额的目的

“存贷双高”企业之所以操纵账面现金,其主要目的是向外部利益相关者传递自身现金流充裕的虚假信号。究其原因,“存贷双高”企业的资金流实际上可能十分紧张。戴璐和汤谷良(2007)曾通过分析上海科技和东盛科技的案例指出,我国资本市场“存贷双高”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。为验证“存贷双高”企业操纵账面现金余额的目的,本部分拟探讨以下两方面问题:第一,从公司视角出发,分析“存贷双高”企业操纵账面现金余额究竟是为了隐藏什么?第二,从投资者视角出发,分析“存贷双高”企业的现金操纵行为是否真的达到了迷惑投资者的目的?

1.“存贷双高”企业操纵账面现金余额是为了隐藏什么?

“存贷双高”企业的资金流实际上可能十分短缺,其操纵账面现金的根本目的在于制造账面现金繁荣的假象,以影响财务报表使用者对企业货币资金项目真实性和流动性的判断,从而隐藏企业资金流紧张的事实。为了尽可能地维持这种假象,资金紧张的“存贷双高”企业往往不得不通过“借新还旧”的方式实现持续性的短期债务再融资,导致债务规模不断堆积,企业账面长期呈现出“货币资金”和“短期负债”同时奇高的怪象。鉴于此,我们认为,“存贷双高”企业的高额短期负债可能源于持续性的“借新还旧”,本质上是為了隐藏企业资金流短缺的事实。为验证上述推断,本文建立模型(4)进行回归分析:

$$\begin{aligned} Rollover = & \beta_0 + \beta_1 Double\ High + \beta_2 SOE + \beta_3 AUD + \beta_4 Top1 + \beta_5 Duality \\ & + \beta_6 CASH + \beta_7 PPE + \beta_8 LEV + \beta_9 AT + \beta_{10} SG + \beta_{11} Ocf + \beta_{12} ROA \\ & + \beta_{13} ASSETS + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \mu_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

模型(4)中因变量 *Rollover* 为企业借新还旧水平,借鉴戴璐和汤谷良(2007),本文采用“取得借款收到的现金”减去“长期有息负债净增加”再减去“短期有息负债净增加”的差,与“短期有息负债净增加”的比值来衡量。*Rollover* 越大,表示企业借新还旧越多。其他变量定义同前。该模型还控制了公司固定效应,且采用公司层面的聚类稳健标准误计算参数显著性水平。本文认为,“存贷双高”企业更可能进行“借新还旧”,因此我们预期模型(4)中的 β_1 显著为正,回归结果见表5^③。

可以看出,表5中 *Double High_2* 的系数为正但不显著, *Double High_3*、*Double High_4* 的系数分别在10%、5%的显著性水平上显著为正,证实相比于正常企业,“存贷双高”企业的确有更多的“借新还旧”行为。结果表明,“存贷双高”企业实际上面临着较大的资金压力,这也再次说明“存贷双高”企业虚增账面现金的目的就是为了向外部利益相关者传递自身现金流充裕的虚假信号,从而迷惑外部投资者,掩盖企业资金压力较大的事实。

2.“存贷双高”企业的现金操纵行为成功迷惑了投资者吗?

对于进行了现金操纵的企业而言,由于其账面呈现的“高额现金”是通过会计造假或实际业务活动等方式临时虚增而来的,这些虚增的账面“数

表5 “存贷双高”与“借新还旧”行为间关系的回归分析

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Rollover</i>	<i>Rollover</i>	<i>Rollover</i>
<i>Double High_2</i>	0.4881 (1.06)		
<i>Double High_3</i>		1.2657* (1.86)	
<i>Double High_4</i>			1.8369** (2.35)
<i>SOE</i>	-1.6487* (-1.72)	-1.6375* (-1.71)	-1.6379* (-1.71)
<i>AUD</i>	0.5086 (0.32)	0.5319 (0.33)	0.5506 (0.35)
<i>Top1</i>	0.0315 (1.44)	0.0317 (1.44)	0.0315 (1.43)
<i>Duality</i>	1.2473** (2.46)	1.2443** (2.45)	1.2573** (2.47)
<i>CASH</i>	-2.0700** (-2.01)	-2.4812** (-2.34)	-2.6001** (-2.44)
<i>PPE</i>	-0.7116 (-0.51)	-0.7818 (-0.56)	-0.9011 (-0.64)
<i>LEV</i>	5.2084*** (4.23)	4.8785*** (3.89)	4.8163*** (3.86)
<i>AT</i>	1.7082*** (2.58)	1.6836** (2.54)	1.6670** (2.51)
<i>SG</i>	-0.0117 (-0.10)	-0.0159 (-0.14)	-0.0192 (-0.17)
<i>Ocf</i>	-0.1284*** (-4.18)	-0.1286*** (-4.19)	-0.1282*** (-4.18)
<i>ROA</i>	1.2419 (0.50)	1.3222 (0.53)	1.3986 (0.56)
<i>ASSETS</i>	0.3538 (1.07)	0.3693 (1.12)	0.3776 (1.14)
截距	-10.0448 (-1.28)	-10.1353 (-1.29)	-10.2752 (-1.31)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制
N	35456	35456	35456
Adj.R ²	0.002	0.002	0.002

字”所代表的流动性水平或偿债能力并非企业的真实状况,其目的在于迷惑资本市场的参与者。然而,倘若“存贷双高”企业的现金操纵行为并不能迷惑市场参与者,则现金操纵的目的也就无法达到。为此,我们探究市场参与主体是否会被企业的现金操纵行为所迷惑。

根据鲍尔和布朗(1968)的研究,公司盈余公告发布后,未预期盈余的市场反应(即盈余反应系数)反映了会计信息与股票价格之间的相关性,当未预期盈余与股票市场累计超额回报率之间呈现显著的正相关关系时,则说明会计信息对于投资者决策是有用的;反之,当会计信息质量较低时,若聪明的投资者识别出了这一较低的信息质量,则会降低对会计信息的依赖,从而削弱会计信息与股票价格之间的相关性,但若投资者未能识别出较低的盈余信息质量,则盈余反应系数可能不会有明显变化。借鉴上述利用盈余反应系数衡量盈余信息质量的这一思路,我们构建“超额现金反应系数”来衡量“现金项目的信息质量”。具体地,我们构造超额现金持有变量(即“未预期现金持有”变量),并用之代替传统的盈余反应系数衡量模型中的“未预期盈余”变量,构建如下模型(5)进行回归分析:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 ExcessCASH + \beta_2 Double\ High_3 + \beta_3 ExcessCASH \times Double\ High_3 + \beta_4 UE + \beta_5 UE \times Double\ High_3 + \beta_6 CASH + \beta_7 ROA + \beta_8 LEV + \beta_9 MB + \beta_{10} ASSETS + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \mu_i + \varepsilon \quad (5)$$

模型(5)中因变量为上市公司盈余公告的累计超额回报率 CAR 。具体地,本文以上市公司盈余公告发布日为事件日期,若发布日为非交易日,则递延至下一个最近的交易日期。参考多德和沃纳(1983),本文采用市场模型计算事件的超额回报率,其中,个股回报率用考虑现金红利再投资的日个股回报率衡量,市场回报率用综合A股、创业板和科创板的基于总市值加权平均的考虑现金红利再投资的综合日市场回报率衡量,估计窗口期选择事件前210日至事件前21日,事件窗口期分别选择事件当日至事件后第1或第3个交易日。自变量为 $ExcessCASH$ 、 $Double\ High_3$ 以及二者的交乘项 $ExcessCASH \times Double\ High_3$ 。其中, $ExcessCASH$ 为超额现金持有水平,参考迪特玛尔和马特-史密斯(2007)与杨兴全等(2010),构建现金持有水平影响因素模型,然后取该模型的回归残差即为超额现金持有水平 $ExcessCASH$ 。控制变量包括未预期盈余 UE 、未预期盈余与“存贷双高”企业的交乘项 $UE \times Double\ High_3$ 、当期实际现金持有水平 $CASH$ 、总资产收益率 ROA 、资产负债率 LEV 、市值账面比 MB 、企业规模 $ASSETS$,以及年度、行业和省份虚拟变量。对于未预期盈余 UE ,参考杨德明等(2007)的研究,我们采用当期末预期 EPS 与其标准差之比来衡量。其中, EPS 表示每股收益,当期末预期 EPS 等于当期经总股本调整后 EPS 与前两期经总股本调整后 EPS 之差,标准差为前5期末预期 EPS 的标准差,变量 UE 的回归系数 β_4 为盈余反应系数。变量 $ExcessCASH$ 的回归系数 β_1 为“超额现金反应系数”,由于“存贷双高”企业的高额现金持有可能是虚增的,若股票市场投资者识别出了“存贷双高”异象,我们预期投资者会对企业的超额现金持有给予更高折价,即交乘项 $ExcessCASH \times Double\ High_3$ 的回归系数 β_3 应显著为负;反之,若投资者被企业的现金操纵行为所迷惑,则超额现金持有与股票价格之间的相关性不会受到影响,即 β_3 应不显著。该模型还控制了公司固定效应,且采用公司层面的聚类稳健标准误计算参数显著性水平。回归结果见表6第(1)列和第(4)列。

此外,不同类型的投资者对信息的判断与处理能力不同。与债券市场中以机构投资者为主的投资者结构不同,长期以来,我国股票市场上个人投资者占据着重要地位(史永东、王谨乐,2014)。相比较而言,不甚专业的个人投资者更可能被企业的现金操纵行为所迷惑,从而使得企业的“超额现金反应系数”不会有显著改变;而专业的机构投资者则更可能识别出企业的现金操纵行为,从而使得“超额现金反应系数”显著降低。为深入探究不同类型的投资者对“存贷双高”异象的识别能力,我们进一步区分机构投资者持股比例高低来考察“存贷双高”企业“超额现金反应系数”的异质性。具体地,我们根据股票的基金持股比例中位数将样本分为机构持股比例较低组和机构持股比例较高组,分别对模型(5)进行回归分析,结果见表6第(2)~(3)列、第(5)~(6)列。

可以看出,表6第(1)列、第(4)列中, $ExcessCASH \times Double\ High_3$ 的系数不显著,说明总体上股票市场投资者并未识别出企业的现金操纵行为。进一步地,第(2)列、第(5)列中 $ExcessCASH \times Double\ High_3$ 的系数均不显著,第(3)列、第(6)列中 $ExcessCASH \times Double\ High_3$ 的系数均在1%的显著性水平上显著为负,这说明更聪明的机构投资者识别出了企业的现金操纵行为,并反映在其投资决策过程中,而不甚专业的个人投资者则更可能

被企业虚增的账面高额现金所迷惑。

(四)排他性检验

1. 排除现金用于企业运营和投资活动

前文研究认为,“存贷双高”企业的高额账面现金是企业通过现金操纵手段虚增后的结果,但企业高额账面现金也可能是企业用于运营和投资活动的必要储备,为排除这一可能,本文分别建立模型(6)和模型(7)进行回归分析:

$$Trade\ Credit = \beta_0 + \beta_1 Double\ High_3 + \beta_2 SOE + \beta_3 AUD + \beta_4 Top1 + \beta_5 Duality + \beta_6 CASH + \beta_7 PPE + \beta_8 LEV + \beta_9 AT + \beta_{10} SG + \beta_{11} Ocf + \beta_{12} ROA + \beta_{13} ASSETS + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \mu_i + \varepsilon \quad (6)$$

$$CapitalExpend_{i+1/i+2} / Inventory_{i+1/i+2} = \beta_0 + \beta_1 Double\ High_3 + \beta_2 SOE + \beta_3 AUD + \beta_4 Top1 + \beta_5 Duality + \beta_6 CASH + \beta_7 PPE + \beta_8 LEV + \beta_9 AT + \beta_{10} SG + \beta_{11} Ocf + \beta_{12} ROA + \beta_{13} ASSETS + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \mu_i + \varepsilon \quad (7)$$

模型(6)中因变量是商业信用 *Trade Credit*,用以衡量企业日常运营活动的资金占用,包括企业应收账款与营业总收入之比(*Accounts Receivable*)和预付账款与营业总收入之比(*Prepayments*)。模型(7)中因变量分别是企业未来1期和未来2期的资本投资支出 *CapitalExpend_{i+1}* 和 *CapitalExpend_{i+2}*,存货投资支出 *Inventory_{i+1}* 和 *Inventory_{i+2}*。其中,资本投资支出用现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”与货币资金之比衡量,存货投资支出用存货占营业总收入之比衡量。其他变量定义同前。模型(6)和模型(7)中还控制了公司固定效应,且采用公司层面的聚类稳健标准误计算参数显著性水平。相关回归结果见《管理世界》网络发行版附录附表6。

《管理世界》网络发行版附录附表6第(1)~(2)列报告了“存贷双高”与企业运营活动的回归结果,可以看出, *Double High_3* 的系数为正但不显著,表明“存贷双高”企业日常的运营活动资金占用并未更多;第(3)~(4)列显示了“存贷双高”与企业资本投资的回归结果,可以看出, *Double High_3* 的系数均在1%的显著性水平上显著为负,表明“存贷双高”企业未来的资本投资并未更多反而显著更少;第(5)~(6)列报告了“存贷双高”与企业存货投资的回归结果,可以看出, *Double High_3* 的系数为负但不显著,表明“存贷双高”企业未来的存货投资也并未更多。综合附表6结果可知,“存贷双高”企业日常的运营和投资活动支出均并未更多,说明这类企业的“账面高额现金”并未用于企业自身的运营或投资活动,甚至反而挤出了自身的运营或投资活动,进一步支持“存贷双高”异象更可能是企业现金操纵的结果,表明本文研究结论是可靠的。

2. 排除集团资金使用效率低下的替代性假说

企业账面呈现出的“存贷双高”异象也可能是由于企业集团资金使用效率低下所致。比如,企业可能存在多个子公司,有的子公司现金流充裕,而有的子公司则现金流紧张,其需要借入较多的短期借款,这种情况下也可能导致企业账面呈现出“存贷双高”现

表6 “存贷双高”对企业超额现金反应系数的影响——区分机构持股比例高低

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR[0, 1]	CAR[0, 1]	CAR[0, 1]	CAR[0, 3]	CAR[0, 3]	CAR[0, 3]
	全样本	机构持股低	机构持股高	全样本	机构持股低	机构持股高
<i>ExcessCASH</i>	-0.0011 (-0.69)	0.0014 (0.56)	-0.0037 (-1.38)	-0.0027 (-1.23)	-0.0041 (-1.19)	-0.0047 (-1.25)
<i>Double High_3</i>	0.0052 (0.83)	0.0037 (0.41)	0.0260*** (2.86)	0.0018 (0.25)	-0.0047 (-0.44)	0.0322*** (2.96)
<i>ExcessCASH×Double High_3</i>	-0.0112 (-1.52)	-0.0154 (-1.44)	-0.0352*** (-3.31)	-0.0063 (-0.72)	-0.0047 (-0.35)	-0.0439*** (-3.53)
<i>UE</i>	0.0020*** (3.73)	0.0029*** (3.15)	0.0022*** (2.77)	0.0022*** (3.16)	0.0033*** (2.65)	0.0022*** (2.24)
<i>UE×Double High_3</i>	-0.0003 (-0.11)	-0.0009 (-0.23)	-0.0111** (-2.42)	-0.0002 (-0.05)	-0.0018 (-0.41)	-0.0124** (-2.12)
<i>CASH</i>	-0.0006 (-0.07)	-0.0192 (-1.26)	0.0102 (0.90)	-0.0008 (-0.07)	-0.0109 (-0.54)	0.0153 (0.88)
<i>ROA</i>	-0.0738*** (-3.65)	-0.0669** (-2.42)	-0.0620* (-1.68)	-0.0854*** (-3.20)	-0.0471 (-1.18)	-0.1019** (-2.18)
<i>LEV</i>	0.0063 (0.89)	0.0075 (0.68)	-0.0113 (-0.88)	0.0096 (1.04)	0.0131 (0.94)	-0.0175 (-1.06)
<i>MB</i>	0.0024*** (2.59)	0.0053*** (2.89)	0.0006 (0.38)	0.0021 (1.64)	0.0056** (2.26)	0.0009 (0.43)
<i>ASSETS</i>	-0.0003 (-0.14)	0.0070* (1.77)	-0.0053 (-1.39)	-0.0011 (-0.41)	0.0038 (0.74)	-0.0069 (-1.43)
截距	-0.0012 (-0.02)	-0.2083** (-2.33)	0.0956 (1.12)	0.0197 (0.30)	-0.1053 (-0.91)	0.0684 (0.60)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5058	2533	2525	5058	2533	2525
Adj.R ²	0.019	0.056	0.032	0.012	0.054	0.023

象。若的确如此,那么企业现金在母子公司之间的分布应较为分散;相反,若企业现金在母子公司之间的分布较为集中,则可以排除这一替代性解释。为检验上述推断,本文分别建立模型(8)和模型(9)进行回归分析:

$$\begin{aligned} CASH_Decentralized = & \beta_0 + \beta_1 Double_High_3 + \beta_2 ASSETS_Decentralized + \beta_3 Sales_Decentralized \\ & + \beta_4 SOE + \beta_5 AUD + \beta_6 Top1 + \beta_7 Duality + \beta_8 PPE + \beta_9 LEV + \beta_{10} AT + \beta_{11} SG + \beta_{12} Ocf \\ & + \beta_{13} ROA + \beta_{14} ASSETS + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \mu_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} ShortDebt_Decentralized = & \beta_0 + \beta_1 Double_High_3 + \beta_2 ASSETS_Decentralized + \beta_3 Sales_Decentralized \\ & + \beta_4 SOE + \beta_5 AUD + \beta_6 Top1 + \beta_7 Duality + \beta_8 CASH + \beta_9 PPE + \beta_{10} LEV + \beta_{11} AT + \beta_{12} SG \\ & + \beta_{13} Ocf + \beta_{14} ROA + \beta_{15} ASSETS + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \mu_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (9)$$

模型(8)、模型(9)中因变量分别为子公司持现比率 $CASH_Decentralized$ 和子公司短期负债占比 $ShortDebt_Decentralized$ 。参考陆正飞和张会丽(2010),本文用子公司持现比率作为现金分布的代理变量,子公司持现比率越高,表示现金在母子公司之间的分布越分散,母公司对现金的控制力越弱。具体地, $CASH_Decentralized$ 等于1减去母公司货币资金与交易性金融资产之和与合并报表货币资金与交易性金融资产之和的比值。类似地,子公司短期负债占比表示短期负债在母子公司之间的分布情况,该值越大,表示短期负债在母子公司之间的分布越分散。具体地, $ShortDebt_Decentralized$ 等于1减去母公司短期借款、一年内到期的非流动负债和应付短期债券之和与合并报表短期借款、一年内到期的非流动负债和应付短期债券之和的比值^⑨。模型(8)、模型(9)的解释变量均为企业“存贷双高”变量 $Double_High_3$,且模型中都还控制了子公司资产规模占比 $ASSETS_Decentralized$ (等于1减去母公司总资产与合并报表总资产的比值)和子公司营业规模占比 $Sales_Decentralized$ (等于1减去母公司主营业务收入与合并报表主营业务收入的比值)。其他变量定义同前。模型(8)和模型(9)均控制了公司固定效应,且均采用公司层面的聚类稳健标准误计算参数显著性水平。回归结果分别见《管理世界》网络发行版附录附表7第(1)列和第(2)列。可以看出,附表7第(1)列和第(2)列中, $Double_High_3$ 的系数均在1%的显著性水平上显著为负,表明“存贷双高”企业的现金和短期负债在母子公司之间的分布并没有更加分散,反而更为集中,结果进一步支持“存贷双高”现象是企业现金操纵的结果,而非企业集团资金使用效率低下所致。

六、结论与启示

账面拥有大量现金却无法按期偿还债务的“康得新”一时间成为“明星”企业,引发投资者广泛关注。令人惊讶的是,类似康得新这种同时拥有高额现金和高额短期有息负债且陷入流动性危机的“存贷双高”企业不在少数。“存贷双高”企业宁愿持有大量现金,也不愿先行偿付需要承担大量利息成本的短期负债本就显得尤为怪异。因此,本文研究“存贷双高”企业的高现金持有之谜。研究发现,“存贷双高”企业可能通过会计造假或实际业务活动等方式操纵账面现金,且其操纵账面现金的目的是掩盖企业资金实际很紧张的事实,同时也迷惑了部分非专业投资者。

本文的学术贡献主要体现在以下两个方面。第一,以往针对企业财务报表操纵的研究主要集中于利润表的会计盈余项目,部分研究也关注到了资产负债表的杠杆操纵和现金流量表的经营活动现金流操纵,但尚未关注到资产负债表的货币资金项目也可能被操纵,本文研究发现进一步拓宽了企业财务报表操纵领域的研究边界。第二,本文深入分析并验证了“存贷双高”异象的本质,即“存贷双高”企业的高额现金持有是企业通过会计造假或实际业务活动等方式操纵账面现金余额的结果,该发现挑战了企业账面现金难以被操纵的传统认知。

本文研究发现具有一定的现实意义和政策价值。第一,本文提出企业现金操纵的“会计造假—实际业务活动”二元实现机制,全面识别了企业进行现金操纵的手段和方法。具体地,“会计造假”现金操纵主要包括采用不恰当的会计处理、伪造银行单据或凭证,隐瞒资金被大股东占用或被用作借款质押物的事实等手段,“实际业务活动”现金操纵主要包括在报告期末临时拆借短期高息“过桥”资金进行摆账,在报告期末“以贷转存”并反复质押获取新贷款等手段,这些发现有助于监管机构从企业会计账面造假和实际业务活动两大角度出发,开发出一套现实可行且具有前瞻性的全方位指标体系对企业的现金操纵行为实施有效监管。第二,本文

指出,“存贷双高”企业进行现金操纵既与公司自身动机有关,也与监管机构较弱的惩罚力度密切相关。一方面,这启示监管机构应提高监管效率。比如,可在事前建立跨市场的风险预警平台,整合银行信贷流向信息、债券发行信息以及企业财务信息,通过大数据分析识别“存贷双高”等财务异常信号;在事中强化银行信贷市场和债券市场的协同监管,重点监测“以贷转存”和“摆账”等异常交易,切断现金操纵的灰色链条,防止过桥资金、空转资金和受限资金大量存在;在事后建立跨部门的联合惩戒机制,对参与现金操纵的企业、银行、审计机构及其从业人员实施“一案多查”,纳入金融诚信黑名单。另一方面,还启示监管机构要加强针对现金项目的会计信息披露要求,并强化证券市场监管。具体地,可以要求企业细化披露受限资金比例及短期负债用途,确保融资与真实经营需求相匹配,强化对货币资金真实性的动态跟踪;进一步简化中小投资者集体诉讼程序,降低维权门槛,形成市场化的监督压力。第三,本文研究结论还启示投资者应审慎对待企业账面现金,同时结合短期负债水平以及财务报表附注中披露的货币资金和关联交易明细项目等信息综合判断公司期末时点账面现金的真实性,从而更为客观和全面地评估企业的流动性风险^⑧。

(作者单位:杨国超,复旦大学保险应用创新研究院、复旦大学创新与数字经济研究院;刘琪,南京审计大学会计学院、复旦大学管理学院;王克敏,复旦大学管理学院)

注释

①如德肖(1994)中所引用的:“许多证券分析师认为,经营性现金流比净利润更能反映公司财务业绩,因为它不太容易受到不同会计实务的扭曲。”(Chemical Week, May 8, 1991, p.28)

②“18康得新SCP001”表示康得新公司2018年发行的第一期超短期融资券。

③典型的还有康美药业、东旭光电、辅仁药业、宜华生活、三安光电、海南海药、科迪乳业和金亚科技等。

④⑥见《财新周刊》2019年第19期:《康美药业300亿“失踪”之谜》。<https://weekly.caixin.com/2019-05-18/101417110.html>。

⑤需要说明的是,新《证券法》显著提高了市场参与主体的违法违规成本,可能对上述违法违规行为产生较大的威慑。但鉴于新《证券法》实施时间较短,本文绝大部分样本处于新《证券法》实施之前,所以对本文研究结论没有产生显著影响。

⑦“从2008年开始,存款指标一年比一年难以完成,尤其是增量。”(见东方财富网:《揽储压力大 银行挖脚基金》。https://finance.eastmoney.com/news/1355_20120625212618036.html)。除了“揽储”之外,银行还面临“放贷”压力,“一手存款一手贷款,压力不是一般的大。”(见新浪财经:《银行年底揽储成主题 存贷夹攻百计为增收》。https://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/20121114/013613664451.shtml?from=wap)。

⑧见腾讯财经:《银行业存款揽存压力加大 季末季初大起大落》。https://www.cs.com.cn/xwzx/jr/201205/t20120528_3347956.html。

⑨问卷调查结果见《管理世界》网络发行版附录一。

⑩公司是否被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚,我们通过手工识别CSMAR违规处理数据库“违规信息总表”中的“违规类型”和“违规行为”等字段予以识别,并据此设定变量Violate,若公司当年被证监会以“现金科目相关的会计违规”问题处罚则取1,否则取0。另基于生存分析的模型设定要求,我们删除了 $T \leq 0$ 的样本,导致表3的回归样本有所减少。

⑪具体包括以等分为2组、3组和4组并同时取相应分组的最高组定义的“存贷双高”变量:Double High_2、Double High_3和Double High_4变量,下同。

⑫由于在计算资金收益率(ROC)时,分母为上年末和本年末货币资金余额的平均值,导致ROC存在缺失值,表4第(1)~(3)列的回归样本也因此有所减少。

⑬由于在企业借新还旧变量(Rollover)的计算过程中,“取得借款收到的现金”变量存在缺失,且分母变量“短期有息负债净增加”存在零值,导致变量Rollover存在缺失值,表5的回归样本也因此有所减少。

⑭由于计算ShortDebt_Decimalized时,分母项“合并报表短期借款、一年内到期的非流动负债和应付短期债券之和”存在零值,导致ShortDebt_Decimalized存在缺失值,《管理世界》网络发行版附录附表7第(2)列的回归样本也因此有所减少。

⑮中外文人名(机构名)对照:戴伊(Dye);韦雷基亚(Verrecchia);霍兹豪森(Holthausen);德丰(Defond);弘(Hung);德肖(Dechow);斯隆(Sloan);李(Lee);琼斯(Jones);罗伊乔杜里(Roychowdhury);范(Fan);迪特玛尔(Dittmar);马特-史密斯(Mahrt-Smith);陈(Chen);鲍尔(Ball);布朗(Brown);多德(Dodd);沃纳(Warner)。

参考文献

(1)戴璐、汤谷良:《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》,2007年第8期。

(2)窦超、李峥、白学锦:《上市公司“存贷双高”异象与债务违约风险》,《会计研究》,2023年第11期。

(3)窦超、原亚男、白学锦:《上市公司“存贷双高”异象与股价崩盘风险》,《中国工业经济》,2022年第4期。

(4)窦欢、陆正飞:《大股东控制、关联存款与现金持有价值》,《管理世界》,2016年第5期。

(5)李晓溪、杨国超:《为新发债而降杠杆:一个杠杆操纵现象的新证据》,《世界经济》,2022年第10期。

(6)陆正飞、张会丽:《所有权安排、寻租空间与现金分布——来自中国A股市场的经验证据》,《管理世界》,2010年第5期。

(7)史永东、王谨乐:《中国机构投资者真的稳定市场了吗?》,《经济研究》,2014年第12期。

(8)夏立军:《司法改革与股市发展——中国股市能够无“法”而治吗?》,《会计与经济研究》,2014年第5期。

(9)谢德仁、张新一、崔宸瑜:《经常性与非经常性损益分类操纵——来自业绩型股权激励“踩线”达标的证据》,《管理世界》,2019年第7期。

- (10) 许晓芳、陆正飞、汤泰劫:《我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究》,《管理科学学报》,2020年第7期。
- (11) 许晓芳、陆正飞:《我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响》,《会计研究》,2020年第1期。
- (12) 薛爽、蔡祥、郭虹:《上市公司在操纵经营性现金流吗?——基于季度报告的实证分析》,《中国会计与财务研究》,2008年第1期。
- (13) 薛爽、叶飞腾:《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》,2009年第2期。
- (14) 杨德明、林斌、辛清泉:《盈利质量、投资者非理性行为与盈余惯性》,《金融研究》,2007年第2期。
- (15) 杨国超、刘静、廉鹏、芮萌:《减税激励、研发操纵与研发绩效》,《经济研究》,2017年第8期。
- (16) 杨国超、芮萌:《高新技术企业税收减免政策的激励效应与迎合效应》,《经济研究》,2020年第9期。
- (17) 杨国超:《外部治理机制缺失下制度创新的代价——基于阿里巴巴“合伙人制度”的案例研究》,《会计研究》,2020年第1期。
- (18) 杨兴全、张照南、吴昊旻:《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》,2010年第5期。
- (19) 叶康涛、臧文佼:《外部监督与企业费用归类操纵》,《管理世界》,2016年第1期。
- (20) 郑国坚、林东杰、张飞达:《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》,2013年第5期。
- (21) Ball, R. and Brown, P., 1968, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, *Journal of Accounting Research*, vol.6 (2), pp.159~178.
- (22) Chen, D. Q., Ma, Y. J., Martin, X. M. and Michaely, R., 2022, “On the Fast Track: Information Acquisition Costs and Information Production”, *Journal of Financial Economics*, vol.143 (2), pp.794~823.
- (23) Dechow, P. M., 1994, “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.18 (1), pp.3~42.
- (24) Defond, M. L. and Hung, M. Y., 2003, “An Empirical Analysis of Analysts’ Cash Flow Forecasts”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.35 (1), pp.73~100.
- (25) Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J., 2007, “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, vol.83 (3), pp.599~634.
- (26) Dodd, P. and Warner, J. B., 1983, “On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests”, *Journal of Financial Economics*, vol.11 (1), pp.401~438.
- (27) Dye, R. A. and Verrecchia, R. E., 1995, “Discretion Vs. Uniformity: Choices among GAAP”, *The Accounting Review*, vol.70 (3), pp.389~415.
- (28) Fan, Y., Barua, A., Cready, W. M. and Thomas, W. B., 2010, “Managing Earnings Using Classification Shifting: Evidence from Quarterly Special Items”, *The Accounting Review*, vol.85 (4), pp.1303~1323.
- (29) Holthausen, R. W., Larcker, D. F. and Sloan, R. G., 1995, “Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.19 (1), pp.29~74.
- (30) Jones, J. J., 1991, “Earnings Management During Import Relief Investigations”, *Journal of Accounting Research*, vol.29 (2), pp.193~228.
- (31) Lee, L. F., 2012, “Incentives to Inflate Reported Cash from Operations Using Classification and Timing”, *The Accounting Review*, vol.87 (1), pp.1~33.
- (32) Roychowdhury, S., 2006, “Earnings Management through Real Activities Manipulation”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.42 (3), pp.335~370.
- (33) Sloan, R. G., 1996, “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?”, *The Accounting Review*, vol.71 (3), pp.289~315.

The Mystery of High Cash Holdings in "Firms with High Deposits and High Debt": Analysis and Evidence from the Perspective of Cash Manipulation

Yang Guochao^{a,b}, Liu Qi^{c,d} and Wang Kemin^d

(a. Institute of Insurance Application and Innovation, Fudan University; b. Institute of Innovation and Digital Economy, Fudan University; c. School of Accounting, Nanjing Audit University; d. School of Management, Fudan University)

Abstract: The puzzling phenomenon of "firms with High Deposits and High Debt" (HDHD firms) holding substantial cash rather than first repaying short-term interest-bearing debt that incurs significant costs contradicts the classic pecking order theory. This paper investigates the mystery behind the excessive cash holdings of HDHD firms. First, using a survey targeting relevant practitioners in accounting firms and banks, we preliminarily confirm that firms in practice manipulate their book cash through accounting falsification or real-activities manipulation. Second, large-sample tests reveal that HDHD firms are more likely to be penalized by the CSRC in future years for accounting violations related to cash items, indicating that such firms manipulate their book cash through accounting fraud. Simultaneously, these companies exhibit significantly lower returns on funds and significantly more restricted funds, suggesting they also inflate book cash through practical business activities such as obtaining temporary loans at period-end or converting loans into deposits and engaging in repeated pledging to secure new loans. Furthermore, we find that the purpose of this cash manipulation by HDHD firms is to conceal the fact that HDHD firms are under significant financial pressure, while also misleading some less-sophisticated investors. Our study challenges the traditional wisdom that firms' book cash is difficult to manipulate and extends the research on financial statement manipulation.

Keywords: high deposits and high debt; cash; cash manipulation; accounting falsification; real-activities

The Mystery of High Cash Holdings in "Firms with High Deposits and High Debt": Analysis and Evidence from the Perspective of Cash Manipulation

Yang Guochao^{a,b}, Liu Qi^{c,d} and Wang Kemin^d

(a. Institute of Insurance Application and Innovation, Fudan University; b. Institute of Innovation and Digital Economy, Fudan University; c. School of Accounting, Nanjing Audit University; d. School of Management, Fudan University)

Summary: For a long time, the authenticity of cash balances disclosed by listed companies was rarely questioned by practitioners or academics. However, the bond default of Kangde Xin, which occurred despite its ostensibly substantial cash holdings, fundamentally challenges this long-held economic intuition. The paradoxical behavior of "Firms with High Deposits and High Debt" (HDHD firms)—exemplified by Kangde Xin, which simultaneously holds high amounts of cash and high short-term interest-bearing debt, yet chooses to retain large, low-yielding cash balances rather than repaying costly short-term liabilities—compels a re-examination of whether the reported cash in such firms genuinely exists. This paper investigates the mystery behind the high cash holdings of HDHD firms.

Utilizing a multi-method approach that combines questionnaire surveys and large-sample empirical tests, this study uncovers widespread cash manipulation among HDHD firms and delineates its mechanisms and purposes. A survey of professionals from accounting firms and banks confirms that firms employ two primary manipulation paths: accounting falsification and real-activities manipulation. Large-sample empirical evidence robustly supports that HDHD firms are significantly more likely to face future penalties from the China Securities Regulatory Commission (CSRC) for accounting violations related to cash items. They also exhibit a significantly lower rate of return calculated based on the cash held at the end of the period, suggesting that these funds are temporary and generate no income. Furthermore, they hold a significantly higher proportion of restricted cash, indicating potential circular transactions. This evidence collectively points to their high book cash being a result of artificial manipulation.

This paper further examines the purposes behind HDHD firms' manipulation of their book cash balances. The evidence indicates that a primary purpose is to conceal the fact that they are under significant financial pressure, as evidenced by the fact that HDHD firms engage in more "borrowing new to repay old" behaviors. Another purpose is to mislead some investors. While the stock market, on aggregate, fails to effectively identify this manipulation, further analysis reveals that sophisticated institutional investors can discern it, whereas less-professional individual investors are systematically misled by the inflated cash figures. This suggests that cash manipulation aims to send a false signal of financial abundance to the outside world, masking the fact of significant financial strain on the company, while also serving to mislead some non-professional investors.

Our findings challenge the traditional wisdom that a firm's book cash is inherently difficult to manipulate, thereby significantly broadening the research frontier on financial statement manipulation. While extant literature has extensively focused on earnings management (income statement) and, more recently, R&D manipulation and leverage manipulation (balance sheet), research on cash items has primarily addressed operating cash flow manipulation (cash flow statement), which often involves real activities or classification shifts. This study identifies a more radical and concealed form of balance sheet manipulation targeting the monetary capital item itself (cash manipulation).

Keywords: high deposits and high debt; cash; cash manipulation; accounting falsification; real-activities

JEL Classification: G32, G38, M41

附录一 关于企业“存贷双高”现象的问卷调查

附表1 关于企业“存贷双高”现象的问卷结果——针对会计师事务所

1. 受访者所在的事务所类型	比例
(1) 国际“四大”会计师事务所	23.76%
(2) 国内“十大”会计师事务所	54.46%
(3) 国内其他会计师事务所	21.78%
2. 对于账面呈现出“存贷双高”现象的企业, 您认为其账面存款是否是真的?(多选)	比例
存款是真实的	(1) 存款是真的, 且可随时用于支付 16.67%
存款余额或其流动性是被虚增的	(2) 存款是真的, 但有较高比例的资金受限了, 实际并不可用 75.49%
	(3) 存款是真的, 但是通过期末时点的临时性资金拆借方式虚增而来, 日常并不存在 48.04%
	(4) 存款是假的, 通过会计造假方式虚增而来, 实际根本不存在 34.31%

附表2 关于企业“存贷双高”现象的问卷结果——针对银行

1. 受访者所在的银行类型	比例
(1) 大型国有商业银行	64.71%
(2) 股份制商业银行	7.84%
(3) 城市商业银行	13.73%
(4) 农村商业银行、村镇银行	13.73%
2. 受访者的职位或所属部门	比例
(1) 对公客户经理	48.04%
(2) 零售客户经理	8.82%
(3) 理财经理	2.94%
(4) 风险合规部	0.98%
(5) 网点柜员	2.94%
(6) 其他	36.27%
3. 对于账面呈现出“存贷双高”现象的企业, 您认为其账面存款是否是真的?(多选)	比例
存款是真实的	(1) 存款是真的, 且可随时用于支付 26.47%
存款余额或其流动性是被虚增的	(2) 存款是真的, 但有较高比例的资金受限了, 实际并不可用 64.71%
	(3) 存款是真的, 但是通过期末时点的临时性资金拆借方式虚增而来, 日常并不存在 34.31%
	(4) 存款是假的, 通过会计造假方式虚增而来, 实际根本不存在 15.69%

附录二 变量描述性统计

附表3列示了相关变量的描述性统计。样本中以二分位定义的“存贷双高”企业(*Double High_2*)占比19.07%,以三分位定义的“存贷双高”企业(*Double High_3*)占比7.03%,以四分位定义的“存贷双高”企业(*Double High_4*)占比3.88%。此外,3.11%的样本受到现金违规处罚(*Violate*),资金收益率(*ROC*)均值为3.18%,受限资金占比*LimitedFunds*的均值为15.05%,企业借新还旧水平*Rollover*的均值为-24.27%,上市公司盈余公告的累计超额回报率*CAR*[0, 1]、*CAR*[0, 3]的均值分别为-0.30%和-0.18%,超额现金持有水平(*Excess-CASH*)的均值为-1.07%,未预期盈余(*UE*)的均值为13.32%。37.92%的样本企业是国有企业(*SOE*),5.71%的样本企业由国际“四大”会计师事务所审计(*AUD*);第一大股东持股比例(*Top1*)的均值为33.9546%,27.23%的样本公司董事长兼任总经理(*Duality*),样本公司现金持有水平(*CASH*)的均值为23.40%,固定资产占比(*PPE*)均值为24.53%,资产负债率(*LEV*)均值为20.72%,总资产周转率(*AT*)均值为65%,营业收入增长率(*SG*)均值为41.81%,经营活动现金流(*Ocf*)均值为131.37%,总资产收益率(*ROA*)均值为3.61%,企业规模(*ASSETS*)均值为22.1111。

附表3 变量描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Double High_2</i>	42140	0.1907	0	0.3928	0	1
<i>Double High_3</i>	42140	0.0703	0	0.2557	0	1
<i>Double High_4</i>	42140	0.0388	0	0.1930	0	1
<i>Violate</i>	42140	0.0311	0	0.1736	0	1
<i>ROC</i>	36933	0.0318	0.0131	0.0724	-0.0277	0.5476
<i>LimitedFunds</i>	42140	0.1505	0.0377	0.2605	0	1.5109
<i>Rollover</i>	35456	-0.2427	0.4143	26.8401	-147.8639	132.0291
<i>CAR</i> [0, 1]	5058	-0.0030	-0.0040	0.0359	-0.1034	0.1025
<i>CAR</i> [0, 3]	5058	-0.0018	-0.0031	0.0454	-0.1351	0.1312
<i>ExcessCASH</i>	5058	-0.0107	0.0115	0.7612	-2.2289	1.8795
<i>UE</i>	5058	0.1332	0.0830	1.2076	-2.5347	3.1840
<i>SOE</i>	42140	0.3792	0	0.4852	0	1
<i>AUD</i>	42140	0.0571	0	0.2320	0	1
<i>Top1</i>	42140	33.9546	31.5700	14.8566	8.4800	74.0200
<i>Duality</i>	42140	0.2723	0	0.4452	0	1
<i>CASH</i>	42140	0.2340	0.1779	0.1942	0.0101	1.1042

<i>PPE</i>	42140	0.2453	0.2064	0.1877	0.0019	0.8507
<i>LEV</i>	42140	0.2072	0.1666	0.1951	0	0.9004
<i>AT</i>	42140	0.6500	0.5463	0.4595	0.0533	2.6915
<i>SG</i>	42140	0.4181	0.1241	1.2708	-0.7960	9.6012
<i>Ocf</i>	42140	1.3137	0.9386	4.9329	-17.7807	28.0984
<i>ROA</i>	42140	0.0361	0.0369	0.0738	-0.2979	0.2359
<i>ASSETS</i>	42140	22.1111	21.9416	1.3197	19.3733	26.1381

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。

附录三 “存贷双高”企业样本的年度分布

附表4 “存贷双高”企业样本的年度分布

会计年度	样本量	以等分为3组并同时取最高组定义的“存贷双高”企业的样本量	以等分为3组并同时取最高组定义的“存贷双高”企业的样本占比
2007	1328	127	9.56%
2008	1450	139	9.59%
2009	1509	138	9.15%
2010	1666	120	7.20%
2011	2022	121	5.98%
2012	2270	120	5.29%
2013	2396	165	6.89%
2014	2429	186	7.66%
2015	2530	237	9.37%
2016	2704	261	9.65%
2017	2974	268	9.01%
2018	3322	271	8.16%
2019	3402	179	5.26%
2020	3551	176	4.96%
2021	4057	207	5.10%
2022	4530	249	5.50%
合计	42140	2964	7.03%

附录四 “存贷双高”与企业资金收益率、受限资金占比间关系的回归分析——剔除因“现金科目相关的会计违规”而被处罚的公司样本

附表5 “存贷双高”与企业资金收益率、受限资金占比间关系的回归分析——剔除因“现金科目相关的会计违规”而被处罚的公司样本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ROC</i>	<i>ROC</i>	<i>ROC</i>	<i>LimitedFunds</i>	<i>LimitedFunds</i>	<i>LimitedFunds</i>
<i>Double_High_2</i>	-0.0041*** (-3.37)			0.0268*** (5.27)		
<i>Double_High_3</i>		-0.0056*** (-2.84)			0.0497*** (5.81)	
<i>Double_High_4</i>			-0.0048** (-2.09)			0.0794*** (6.32)
<i>SOE</i>	0.0105* (1.81)	0.0104* (1.81)	0.0104* (1.81)	0.0071 (0.55)	0.0075 (0.58)	0.0076 (0.58)
<i>AUD</i>	0.0103 (1.39)	0.0103 (1.38)	0.0102 (1.38)	-0.0092 (-0.76)	-0.0084 (-0.71)	-0.0077 (-0.64)
<i>Top1</i>	-0.0007*** (-4.72)	-0.0007*** (-4.72)	-0.0007*** (-4.70)	-0.0009*** (-2.71)	-0.0009*** (-2.69)	-0.0009*** (-2.76)
<i>Duality</i>	-0.0031 (-1.49)	-0.0032 (-1.51)	-0.0032 (-1.53)	-0.0010 (-0.18)	-0.0007 (-0.13)	-0.0005 (-0.09)
<i>CASH</i>	-0.0624*** (-11.36)	-0.0624*** (-11.33)	-0.0634*** (-11.39)	0.1633*** (10.71)	0.1569*** (10.63)	0.1512*** (10.50)
<i>PPE</i>	0.0315*** (3.67)	0.0319*** (3.71)	0.0321*** (3.74)	0.1534*** (6.67)	0.1509*** (6.58)	0.1463*** (6.39)
<i>LEV</i>	0.0602*** (8.11)	0.0601*** (8.00)	0.0590*** (7.79)	0.2128*** (10.60)	0.2066*** (10.46)	0.2011*** (10.53)
<i>AT</i>	-0.0088** (-2.31)	-0.0089** (-2.31)	-0.0089** (-2.32)	0.0630*** (5.97)	0.0626*** (5.95)	0.0617*** (5.89)
<i>SG</i>	0.0006 (1.25)	0.0006 (1.29)	0.0006 (1.28)	0.0036* (1.91)	0.0034* (1.83)	0.0033* (1.76)
<i>Ocf</i>	0.0001* (1.93)	0.0001* (1.95)	0.0001* (1.95)	0.0013*** (3.70)	0.0013*** (3.67)	0.0013*** (3.68)

<i>ROA</i>	0.0414*** (3.67)	0.0409*** (3.63)	0.0407*** (3.62)	-0.1982*** (-6.05)	-0.1947*** (-5.96)	-0.1924*** (-5.88)
<i>ASSETS</i>	-0.0513*** (-14.99)	-0.0514*** (-15.02)	-0.0514*** (-15.00)	0.0342*** (6.85)	0.0348*** (6.99)	0.0354*** (7.11)
截距	1.1955*** (14.29)	1.1970*** (14.31)	1.1980*** (14.31)	-0.8368*** (-6.17)	-0.8424*** (-6.25)	-0.8549*** (-6.33)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	26634	26634	26634	30820	30820	30820
Adj.R ²	0.384	0.383	0.383	0.087	0.088	0.089

附录五 排他性检验

附表6 “存贷双高”与企业运营和投资活动间关系的检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Accounts Receivable</i>	<i>Prepayments</i>	<i>CapitalExpend_{it-1}</i>	<i>CapitalExpend_{it-2}</i>	<i>Inventory_{it-1}</i>	<i>Inventory_{it-2}</i>
<i>Double High_3</i>	0.0038 (1.04)	0.0005 (0.26)	-0.0644*** (-4.07)	-0.0639*** (-2.73)	-0.0134 (-0.99)	-0.0113 (-0.59)
<i>SOE</i>	0.0021 (0.23)	-0.0055 (-1.10)	-0.0611 (-1.60)	0.0025 (0.04)	0.0025 (0.07)	-0.0016 (-0.03)
<i>AUD</i>	-0.0080 (-0.84)	-0.0072** (-2.06)	0.0555 (1.08)	0.0848 (1.31)	0.0706* (1.87)	0.1130* (1.95)
<i>Top1</i>	-0.0002 (-0.72)	0.0000 (0.45)	0.0000 (0.01)	-0.0018 (-1.19)	0.0013 (1.50)	-0.0008 (-0.61)
<i>Duality</i>	0.0012 (0.31)	0.0011 (0.66)	0.0076 (0.47)	0.0315 (1.26)	0.0012 (0.10)	0.0144 (0.72)
<i>CASH</i>	-0.0518*** (-7.08)	0.0071* (1.86)	-0.9000*** (-25.44)	-1.1771*** (-23.14)	-0.0466* (-1.68)	0.0824* (1.84)
<i>PPE</i>	-0.0491*** (-3.35)	-0.0556*** (-8.29)	0.3896*** (5.62)	0.5783*** (5.25)	-0.2559*** (-5.10)	-0.1726** (-2.45)
<i>LEV</i>	0.0496*** (3.83)	0.0489*** (7.60)	0.4378*** (7.41)	0.3740*** (4.24)	0.2815*** (5.42)	0.3354*** (4.75)
<i>AT</i>	-0.1227*** (-19.67)	-0.0371*** (-14.16)	0.0085 (0.36)	0.0731* (1.88)	-0.3768*** (-14.44)	-0.5107*** (-14.22)
<i>SG</i>	0.0078*** (6.07)	0.0011 (1.49)	0.0062 (1.44)	0.0077 (1.10)	0.0231*** (3.12)	0.0183** (2.01)
<i>Ocf</i>	-0.0008*** (-4.75)	-0.0006*** (-6.49)	-0.0019** (-2.15)	-0.0022* (-1.68)	-0.0043*** (-5.37)	-0.0058*** (-5.45)
<i>ROA</i>	-0.1468*** (-6.48)	-0.0224** (-2.33)	0.9611*** (9.16)	1.0147*** (6.03)	-0.0462 (-0.66)	-0.1332 (-1.19)
<i>ASSETS</i>	0.0061 (1.53)	0.0030* (1.72)	-0.1281*** (-8.83)	-0.4189*** (-16.21)	-0.0683*** (-4.21)	-0.2466*** (-10.32)
截距	0.1003 (1.07)	0.0392 (0.95)	3.4778*** (9.63)	9.2133*** (14.25)	2.6270*** (6.74)	6.9544*** (11.20)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	42140	42140	36933	32680	36933	32680
Adj.R ²	0.136	0.094	0.071	0.101	0.081	0.080

附表7 “存贷双高”与企业子公司持现比率和短期负债占比间关系的检验

变量	(1)	(2)
	<i>CASH_Decimalized</i>	<i>ShortDebt_Decimalized</i>
<i>Double High_3</i>	-0.0434*** (-8.40)	-0.0166*** (-2.79)
<i>ASSETS_Decimalized</i>	0.4316*** (26.13)	0.5025*** (23.96)
<i>Sales_Decimalized</i>	0.3894*** (31.65)	0.3033*** (18.49)
<i>SOE</i>	-0.0111 (-1.05)	-0.0268* (-1.80)
<i>AUD</i>	-0.0242* (-1.79)	-0.0148 (-0.80)

<i>Top1</i>	-0.0001 (-0.23)	0.0005 (1.44)
<i>Duality</i>	-0.0017 (-0.38)	0.0053 (0.84)
<i>CASH</i>		0.1946*** (12.33)
<i>PPE</i>	0.0674*** (4.50)	0.1181*** (5.52)
<i>LEV</i>	0.0473*** (3.41)	-0.2523*** (-13.41)
<i>AT</i>	0.0205*** (2.92)	-0.0022 (-0.22)
<i>SG</i>	0.0015 (1.23)	0.0020 (1.26)
<i>Ocf</i>	-0.0001 (-0.50)	-0.0007*** (-2.75)
<i>ROA</i>	-0.2430*** (-9.35)	0.0168 (0.51)
<i>ASSETS</i>	-0.0019 (-0.46)	0.0069 (1.23)
截距	0.1565 (1.62)	-0.1714 (-1.27)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
省份	控制	控制
公司	控制	控制
N	42140	36655
Adj.R ²	0.392	0.230