

# 股东身份与企业杠杆操纵

## ——基于机构投资者视角的分析

卿小权,董启琛,武 瑛

(首都经济贸易大学 会计学院,北京 100070)

**摘要:**面对杠杆监管要求,企业管理层有可能通过杠杆操纵来降低账面杠杆率,导致报表使用者对其财务状况做出误判。而机构投资者拥有丰富的专业知识和较强的监督能力,很可能识别出企业的杠杆操纵并加以治理。文章基于 2007—2020 年非金融类 A 股上市公司数据,发现机构投资者持股能够显著降低企业的杠杆操纵程度。机制分析表明,机构投资者主要通过发挥“注资效应”和“监督效应”,抑制企业杠杆操纵行为。异质性分析发现,在去杠杆政策实施后、拥有稳定型机构投资者以及国有控股样本中,机构投资者对企业杠杆操纵的抑制作用更加显著。拓展性分析发现,机构投资者可能通过派驻董事来约束企业的杠杆操纵;此外,机构投资者持股主要抑制了企业的“名股实债”式操纵行为。文章的研究拓宽了机构投资者参与公司治理的研究视野,对企业杠杆操纵的约束机制进行了有益探索,也为政府部门引导机构投资者发挥监督治理作用并促进经济稳定发展提供了重要启示。

**关键词:** 杠杆操纵;机构投资者;派驻董事;名股实债

**中图分类号:** F23; F27 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2023)02-0138-16

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20221014.101

### 一、引言

我国经济在经历了高速发展期后逐渐趋于平稳,现阶段强调以高质量发展为导向的稳经济战略目标。<sup>①</sup>反观粗放式发展阶段,由于资本无序扩张引起不少企业过度负债,高杠杆已成为影响经济稳定、加剧金融市场系统性风险的重要原因之一。过高的杠杆率会增加企业资本成本和降低企业盈利能力,甚至加剧破产风险(DeAngelo 等,2018)。为了防范系统性金融风险和控制企业债务风险,中央政府 2015 年明确提出“去杠杆”任务,我国企业尤其是高杠杆国有企业自此进入强制去杠杆阶段。但现实中,高杠杆企业同样具有投资增长动机,但盈利能力并不突出,很难通过减少负债和增加权益实质性去杠杆,而可能通过杠杆操纵实现形式上去杠杆。由于杠杆操纵行为广泛存在,<sup>②</sup>企业资产负债表所显示的杠杆率通常会低于真实杠杆水平,导致高杠杆企业

收稿日期:2022-04-25

基金项目:国家社会科学基金项目(20BGL072)

作者简介:卿小权(1982—)(通讯作者),男,湖南新化人,首都经济贸易大学会计学院副教授;

董启琛(1993—),男,河南新乡人,首都经济贸易大学会计学院博士研究生;

武 瑛(1996—),女,山西晋中人,首都经济贸易大学会计学院博士研究生。

<sup>①</sup> 2021 年底召开的中央经济工作会议明确指出,2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进,要正确认识和把握防范化解重大风险,完善金融风险处置机制。

<sup>②</sup> 许晓芳等(2021)以及吴晓晖等(2022)的统计结果表明,半数以上的非金融类 A 股上市公司利用名股实债或(和)表外负债进行杠杆操纵;若考虑会计手段,则九成以上的公司都存在杠杆操纵行为。

的财务风险可能被掩盖。这在微观上将误导股东、债权人以及企业管理层的投融资决策,宏观上则可能使监管机构对高风险企业疏于监督,导致政府部门做出不当的资源配置决策(许晓芳和陆正飞,2020)。为此,2018年和2019年发改委等六部委两度发布《降低企业杠杆率工作要点》,强调规范国有企业资本管理,防止其虚假降杠杆。那么,如何抑制企业的杠杆操纵行为,使其账面杠杆率能够反映真实的杠杆水平与债务风险,从而提高企业会计信息的决策有用性,以降低资本市场风险和维护经济稳定发展?

企业的杠杆操纵源于负债,但与股东利益息息相关,且不同类型的股东对企业杠杆操纵行为的看法及影响也不尽相同。从股东身份来看,上市公司股东可以分为控股股东、机构投资者以及散户投资者等。随着我国证券市场的不断发展,机构投资者持股比例在过去的十几年里大幅上升。<sup>①</sup>机构投资者的身份较为特殊,其对上市公司和资本市场的影响引起了国内外学者的持续关注。从现实影响来看,机构投资者不仅能够缓解企业融资约束(张纯和吕伟,2007;甄红线和王谨乐,2016),而且在股票交易中容易表现出羊群行为(Wermers,1999;许年行等,2013),其一致行动能够决定证券价格走势(李艳丽等,2012),从而对资本市场的稳定产生重要影响。从公司治理角度看,机构投资者群体逐渐壮大,在我国资本市场中发挥的治理作用越来越突出(Helwege等,2012;薄仙慧和吴联生,2009;梅洁和张明泽,2016)。2018年修订的《上市公司治理准则》鼓励机构投资者依法合规参与公司治理,并呼吁中介机构在为上市公司提供服务时应积极关注其治理状况。相应地,外部审计师尽管在一定程度上能够识别企业的杠杆操纵行为(徐亚琴和宋思淼,2021),但是主要通过事后监督发挥作用。而机构投资者能够直接参与公司治理(Shleifer和Vishny,1986;李维安和李滨,2008),改善企业绩效(徐龙炳和张大方,2017)。特别地,从会计信息质量来看,作为资本市场的重要参与者,机构投资者能够凭借其专业的分析团队挖掘更多的信息,通过降低市场噪音和信息不对称程度来稳定市场(史永东和王谨乐,2014)。大量研究认为,随着持股比例的提高,机构投资者的监督收益将超过监督成本(Shleifer和Vishny,1986)。这将增强机构投资者的监督动机(罗付岩,2015),提高企业会计信息质量。而在当前“利润表观”向“资产负债表观”转变的背景下,现有文献主要聚焦于机构投资者对企业盈余操纵的影响,个别研究考察了机构投资者在其投资组合中的注意力分配差异对企业杠杆操纵的影响(吴晓晖等,2022),但并未对杠杆操纵方式进行细分,从而无法探明机构投资者对企业杠杆操纵的作用方向,也未考虑杠杆操纵的中性性质。同时,机构投资者作为股东势必会参与公司治理,但其如何参与并抑制企业杠杆操纵却不得而知。解答这些问题能够深化我们对杠杆操纵含义的理解,并将为“稳杠杆”背景下监管部门如何施政提供启示。

本文从杠杆操纵的动机、手段和性质出发,考察了机构投资者在抑制企业杠杆操纵中所发挥的治理作用,并参考许晓芳等(2020)的方法构建杠杆操纵程度指标,检验了机构投资者持股对企业杠杆操纵的影响。本文基于2007—2020年过度负债的A股上市公司数据,发现机构投资者持股比例与企业的杠杆操纵程度显著负相关。机制分析表明,机构投资者持股能够发挥“注资效应”,从根源上减弱企业的杠杆操纵动机,而且其“监督效应”能够改善外部监管环境,最终抑制企业的杠杆操纵行为。异质性分析显示,在去杠杆政策实施后、拥有稳定型机构投资者以及国有控股样本中,机构投资者对企业杠杆操纵的抑制作用更加显著。拓展性分析发现,机构投资者可能向被投资企业派驻董事,直接参与其公司治理;此外,机构投资者持股主要抑制了企业的“名股实债”式操纵行为。

<sup>①</sup> Wind数据库的统计结果显示,2007年末A股上市公司的机构投资者平均持股比例为23.67%,2020年末该比例为40.02%。

本文的研究贡献体现在:第一,在分析降杠杆与杠杆操纵关系的基础上,补充并完善了现有文献所采用的杠杆操纵定义,深化了对杠杆操纵内涵的认知。国内有关杠杆操纵的研究文献基本上都沿用许晓芳和陆正飞(2020)给出的定义,且主要关注杠杆操纵行为的消极影响。本文则从去杠杆手段入手,剖析了企业降低资产负债率的财务行为及会计选择的经济实质,并借助信号传递理论、委托代理理论和政府规制理论,完善了杠杆操纵的定义,据此明确指出企业的降杠杆手段并非都是消极的“杠杆操纵”,从而深化了对企业杠杆操纵内涵的认知。在此基础上,本文聚焦于机构投资者对过度负债企业消极杠杆操纵的治理作用。第二,为企业杠杆操纵影响因素的研究补充了新的经验证据,并探明了机构投资者提升企业资产负债表信息质量的机理。在国内外有关企业杠杆操纵影响因素的文献中,从公司治理入手的研究涉及大股东代理、党组织治理、审计师监督以及机构投资者“分心”。与吴晓晖等(2022)及同类文献不同,本文在探究机构投资者的监督作用时并非停留在注意力分配层面,而是从机构投资者发挥监督作用的公司治理架构入手,考察了机构投资者持股通过改变公司治理水平而影响企业杠杆操纵,而后聚焦于机构投资者向上市公司派驻董事这一治理手段,在某种意义上打开了机构投资者与企业杠杆操纵之间的“黑箱”。同时,与杠杆操纵影响因素的多数研究不同,本文区分了杠杆操纵手段,发现机构投资者主要抑制了企业的“名股实债”式操纵行为。第三,本文的研究对于推动企业实质性降杠杆和防范化解系统性金融风险具有一定的借鉴意义。本文全面揭示了企业杠杆操纵的内涵以及机构投资者持股对企业杠杆操纵的作用机理。这为债权人和中小投资者有效识别企业的杠杆操纵及潜在财务风险提供了方法指导,有助于发挥其对企业虚假降杠杆的监督治理作用。同时,本文为政府部门客观评价企业的杠杆水平与财务风险,进而出台相应的监管政策提供了思路。这有助于政府部门适时控制企业的虚假降杠杆行为,真正实现杠杆监管和风险控制目标,确保金融市场健康运行和经济稳定发展。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 杠杆操纵的内涵与影响因素

许晓芳和陆正飞(2020)从杠杆操纵的手段和后果入手,首次给出了狭义和广义的杠杆操纵概念。其中,狭义的杠杆操纵是指利用表外负债和名股实债等财务活动安排,掩盖公司杠杆风险的行为;而广义的杠杆操纵是指利用表外负债和名股实债等财务活动安排,以及其他向上操纵资产或向下操纵负债或两者兼而有之的会计手段,降低账面杠杆水平的行为。许晓芳和陆正飞(2020)还比较系统地分析了企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响,为我们理解企业杠杆操纵的逻辑奠定了基础。本文认为,需要进一步丰富杠杆操纵的内涵,并补充相应的理论基础。从行为动机及其对会计信息质量的影响来看,杠杆操纵与盈余管理密切相关却又各有侧重。一方面,盈余管理和杠杆操纵都以信息不对称为前提,实施主体均为管理层或控股股东,行为动机都包括满足企业内部考核与外部监管要求。另一方面,杠杆操纵手段包括但不限于盈余管理。为了隐藏负债的杠杆操纵会降低资产负债表信息质量,而为了调节利润的盈余管理会同时降低利润表和资产负债表的信息质量。

结合盈余管理的定义与企业杠杆操纵的实践特点,本文以信号传递理论、政府规制理论和委托代理理论为基础,对杠杆操纵的概念重新进行了界定。本文认为,杠杆操纵是指在信息不对称情况下,管理层为满足内外部监管要求,利用投融资创新实践和(或)会计政策选择等手段,降低企业账面杠杆率的行为。其中,企业管理层面临的内部监管主要是指国资委对中央企业或地方国企负责人进行业绩考核时,不仅将资产负债率设为约束性指标,而且根据该指标调整 EVA

计算参数,从而推动高杠杆企业降杠杆;外部监管既包括将 IPO 资格、可转债发行规模以及股票退市风险警示与资产负债率挂钩等硬性监管,也包括交易所问询、媒体报道等软性监管。投资创新实践包括结构化主体投资(如 PPP 项目)、衍生金融工具投资等,利用会计准则赋予的选择空间使负债出表;融资创新实践包括发行永续债、与投资人私下签订附有“保本付息”承诺的股权融资或债转股协议(又称“抽屉协议”),将负债确认为股东权益。会计政策选择涵盖投融资创新实践中的会计选择和向上盈余管理,通过减少负债和增加股东权益来降低资产负债率。

与盈余管理类似,本文定义的“杠杆操纵”属于中性词。承前所述,企业的投融资创新实践和会计政策选择有助于降低账面杠杆率,但开展这类活动并不意味着企业就是在操纵杠杆,或者说只是为了隐藏负债。相反,有些投融资业务不仅在会计确认和报告上合法合规,还能提高企业的财务能力(饶品贵等,2022)。因此,需要客观审视现有文献所描述的杠杆操纵手段的经济实质,并全面考察这类财务活动可能产生的消极影响和积极作用。

以永续债融资为例,与银行借款及普通债券不同,发行永续债在短期内可以帮助企业降杠杆。不可否认,部分公司可能会参照权益工具的确认条件来设置永续债契约条款,将本质上为负债的永续债划为权益工具,从而降低账面杠杆率。而随着永续债的快速发展,财政部于 2014 年和 2019 年先后发布《金融负债和权益工具的区分及相关会计处理规定》和《永续债相关会计处理的规定》,逐步明确了发行方在确定永续债会计分类时应考虑的因素,在一定程度上压缩了发行方利用永续债的会计分类进行杠杆操纵的空间。同时,永续债发行方的年报需经 CPA 审计;若发行方为上市公司,其年报披露还将受到证监会、证券交易所以及其他利益相关者的监督,这同样会增加发行方利用会计选择进行杠杆操纵的难度。此外,由于永续债的本金可以永久使用(理论上只要不赎回就不用还本),利息可以递延支付,这将大大缓解发行方在中短期内的偿付压力,增强其财务弹性。因此,永续债在过去的几年里发展迅猛,成为不少绩优公司的重要融资工具。可见,不能仅凭发行方把永续债确认为“其他权益工具”就推断其在操纵杠杆,而应结合企业发行永续债的意图、契约条款的规定以及发行后企业的实际偿付行为等因素进行综合判断。

与永续债融资类似,设立结构化主体进行 PPP 项目投资也是高杠杆公司曾广泛使用的投资创新实践。一方面,PPP 项目投资所需资金主要通过举债获得,所以项目公司的杠杆率较高。若企业将项目公司纳入合并报表,无疑会提高企业总体的资产负债率,这对高杠杆企业尤其是存在降杠杆任务的国企而言是很难承受的。因此,多数企业都有动机不让 PPP 项目公司并表,即利用“表外负债”来降低杠杆率。另一方面,现实中企业是否应将项目公司纳入合并报表,关键是看企业对其是否形成控制,而控制与否需遵循实质重于形式的判定原则。据观测,不少建筑类企业对其投资的 PPP 项目公司持股比例远超 50%,但并未将其纳入合并报表,甚至不确认长期股权投资,而是在“其他非流动资产”中予以披露。<sup>①</sup>究其原因,尽管企业对项目公司的持股比例较高,但是由于项目合作方的背景比较特殊,使得企业(尤其是民营企业)在重大决策上可能并不掌握话语权,即对被投资方不形成控制,因此不符合会计准则规定的并表要求。可见,不将结构化主体纳入合并报表,并不意味着企业在利用“表外负债”进行杠杆操纵。同时,设立结构化主体既能拓宽融资渠道和降低投资风险,又能发挥财务杠杆对投资收益的放大作用。

<sup>①</sup> 鉴于深交所对东方园林 2017 年和 2019 年年报中未将持股比例较高的 PPP 项目公司纳入合并报表出具问询函,本文对东方园林、岭南园林等多家涉及 PPP 项目的建筑业上市公司的年报进行了追踪,发现不将 PPP 项目公司并表,甚至不确认长期股权投资是业内的常见做法。为此,我们对中国交建和岭南园林负责 PPP 项目融资的管理人员进行了专访。他们不否认企业的做法存在降杠杆意图,但同时认为从会计准则角度看,不将 PPP 项目公司并表并非毫无道理。由于不少项目合作方具有地方政府背景(如城投公司),他们对项目实施过程中的重大决策往往具有“一票否决权”,从而形成了事实上的控制。

有关杠杆操纵影响因素的现有研究发现,党组织治理有助于抑制国有上市公司的杠杆操纵行为(翟淑萍等,2021),而去杠杆任务(许晓芳等,2020)、控股股东股权质押(许晓芳等,2021)、机构投资者的注意力分配差异(吴晓晖等,2022)、地方政府债务扩张(饶品贵等,2022)以及满足新债发行要求(李晓溪和杨国超,2022)等则会加剧企业的杠杆操纵。现有研究主要关注企业杠杆操纵的诱因,而对于抑制杠杆操纵的探索则较少;同时,有关企业杠杆操纵动因及后果的大多数文献对杠杆操纵内涵的认识并不全面,未考虑与杠杆操纵相关的企业投融资创新实践的积极作用。事实上,从会计角度看,部分“表外负债”和“名股实债”的会计处理本身具有一定的合理性;从杠杆操纵的动因看,企业的财务活动和会计选择并非只是为了隐藏负债,也能增强企业的财务弹性。基于此,本文试图从公司治理相关理论出发,在重新界定杠杆操纵概念的基础上,从机构投资者的监督方式入手,考察机构投资者对企业消极杠杆操纵的影响及其机制。

## (二)机构投资者与企业杠杆操纵

承前所述,公司管理层进行杠杆操纵的主要动机在于满足内部考核和外部融资相关监管要求,而杠杆操纵涉及公司投融资活动和会计政策选择。就其特征而言,杠杆操纵的手段具有多样性,操纵过程较为复杂和隐蔽,且同时使用多种手段会使操纵结果难以预料。与控股股东和散户投资者相比,机构投资者的身份背景比较特殊,且具备一定的专业素养,他们有动机和能力对公司管理层进行监督,从而抑制企业消极的杠杆操纵行为。

### 1. 机构投资者对企业杠杆操纵的治理动机

具有逐利天性是机构投资者的一个重要特征(Kim, 1993; Strickland 等, 1996; 徐龙炳和张大方, 2017)。与中介机构和散户投资者的获利方式不同,随着持股比例的提高,机构投资者的投资收益与企业绩效及股票价值息息相关(Strickland 等, 1996; 徐龙炳和张大方, 2017)。而鉴于杠杆操纵的双重属性,机构投资者对企业杠杆操纵的态度及治理动机将视情况而定。对于为了“隐藏债务风险”的杠杆操纵,其潜在影响往往是负面的。从企业外部看,杠杆操纵会影响报表信息使用者对公司财务风险的评估(许晓芳和陆正飞, 2020),资本市场的系统性风险也不因企业杠杆操纵而减小,这将违背中央推行去杠杆政策的初衷(翟淑萍等, 2021)。从企业内部看,管理层利用多种手段人为调整资产负债率,会使其名义杠杆率低于真实杠杆率。<sup>①</sup>一旦债权人洞悉两者之间的差异,可能会调整企业的信用评级,甚至减少对企业的信贷规模,由此将增加企业的财务风险,甚至使其陷入财务困境。机构投资者的逐利天性会使其产生风险回避动机和监督动机,其持股比例与公司财务杠杆负相关(Grier 和 Zychowicz, 1994)。可见,机构投资者厌恶以隐藏真实财务状况为目的的杠杆操纵行为。对于“投融资创新实践”所伴随的杠杆操纵,其可能符合股东权益确认或不纳入合并报表的条件,只是报表分析者因信息不对称或认知水平受限而误认为企业在恶意操纵杠杆。同时,投融资创新实践通常具有明显的商业价值,能为企业创造更多的投融资机会,有助于企业长远发展。当然,不能排除管理层利用信息优势,通过巧妙设计契约条款或者曲解有关会计准则规定,借助投融资活动来隐藏债务风险的可能。因此,对于投融资创新实践所伴随的“杠杆操纵”,机构投资者的态度及治理动机难以判断。下文的分析和检验将聚焦于意在“隐藏债务风险”的消极杠杆操纵。

### 2. 机构投资者的“注资效应”与企业杠杆操纵动机

满足企业融资需求是机构投资者的另一个重要特征(张纯和吕伟, 2007; 甄红线和王谨乐, 2016)。与个人投资者资金有限及非理性的特征不同,机构投资者作为资本市场的专业投资主

<sup>①</sup> 根据许晓芳等(2020)对杠杆操纵的假设,企业只存在掩盖风险、向下操纵杠杆,而不存在故意夸大风险、向上操纵杠杆的动机。

体,具有雄厚的资金实力和比较理性的专业分析团队。一方面,资金实力决定了机构投资者能够带资入股。在企业上市之前,机构投资者能以天使投资、风险投资或私募股权等形式,向企业注入资金;在企业IPO融资时,机构投资者可以通过“打新”,增加企业股权资本;在企业上市之后,机构投资者还能以战略投资者身份,参与企业定向增发新股,向其提供资金。此外,机构投资者还可能参与企业的债券融资。这些都将成为企业获取所需资金提供重要保障。另一方面,从市场情绪来看,由于机构投资者行为具有“羊群效应”(Wermers, 1999; 许年行等, 2013),某个或某几个机构投资者持股可能会引起其他机构跟随投资。类似地,对个人投资者而言,机构投资者的选股行为具有一定的导向作用,被机构持股的公司可能会吸引更多的社会闲散资金(如散户资金),这将间接为企业融资创造机会。不难分析,机构投资者持股所发挥的“注资效应”有助于解决企业所面临的融资需求问题,使其不必通过杠杆操纵来满足外部融资相关监管要求。这将从根源上抑制企业的杠杆操纵动机,达到对杠杆操纵行为标本兼治的效果。

### 3. 机构投资者的“监督效应”与企业杠杆操纵手段

大量研究表明,机构投资者在公司治理中能够发挥外部监督作用(Edmans 和 Holderness, 2017; 薄仙慧和吴联生, 2009; 李春涛等, 2018)。众所周知,企业可以借助表外负债、名股实债以及其他会计手段,人为降低账面杠杆率。而杠杆操纵的手段具有多样性,过程比较隐蔽,且结果具有不确定性,使得信息收集和分析能力较弱的散户投资者难以有效识别。相比而言,机构投资者的信息来源较广,解读信息的能力较强,以券商和基金公司为代表的机构投资者通常拥有专业的分析师团队,通过派出分析师进入公司调研,可以实时了解公司的基本面情况、管理层的行为动向等重要信息,据此形成调研报告。而这类报告不仅能用于机构投资者自身的股票交易决策,还能出售给其他机构投资者,从而影响其股票交易行为。如果调研报告中涉及隐藏债务风险的杠杆操纵行为(包括投融资行为、会计政策选择等),具有逐利天性的机构投资者为规避投资风险,很可能会选择卖出股票(即“用脚投票”)。特别地,关注调研报告的机构投资者及其持股数量越多,减持股票对公司股价造成的冲击就越大,这将对管理层和控股股东构成威胁。可见,机构投资者通过自主调研或者购买调研报告,能够增强对上市公司的监督,从而抑制管理层消极的杠杆操纵行为。

本文进一步认为,机构投资者的监督作用主要体现在限制名股实债形式的杠杆操纵行为。从资本市场的实践来看,名股实债主要依托发行永续债、设立结构化主体进行融资、实施非实质性债转股等财务活动而实现。就永续债而言,企业通过巧妙设置发行条款,可以将债务性永续债确认为权益工具。而机构投资者作为专业投资主体,可以凭借其信息优势和专业知识,对企业的债务和股权进行准确界定,从而及时有效识别名股实债形式的杠杆操纵,<sup>①</sup>并借助内外部治理机制加以限制。相比而言,对于避免并表、创新衍生金融工具以及隐瞒或有负债等形式的表外负债手段,由于相关业务的交易结构复杂且结果不易确定,会计判断本身就比较复杂(许晓芳和陆正飞, 2020),加之管理层有可能利用信息优势曲解会计准则,因此外部审计和证券监管比较困难。不难推测,对于表外负债形式的杠杆操纵,机构投资者的监督力度可能较弱。换言之,与表外负债形式的杠杆操纵相比,机构投资者更有可能抑制企业名股实债形式的杠杆操纵行为。

<sup>①</sup> 2021年5月30日至6月3日,作者先后对来自中国工商银行总行、华夏银行总行以及招商银行北京分行的三名信贷主管进行了非结构化电话访谈,访谈问题主要包括:银行在分析企业资信状况时是否关注其杠杆操纵行为?银行如何测度企业的杠杆操纵程度?企业杠杆操纵在多大程度上影响银行贷款决策?访谈结果显示,银行有能力识别非实质性的债转股、永续债的会计确认以及结构化主体融资等名股实债形式的杠杆操纵行为,而且会利用自有评估模型“还原”企业的实际杠杆水平,并将其纳入贷款决策模型中。

综上所述,机构投资者的逐利天性将使其对以“隐藏债务风险”为目的的杠杆操纵产生强烈的治理动机。机构投资者持股所带来的“注资效应”有助于满足企业的融资需求,从根源上减弱其杠杆操纵动机。此外,机构投资者具备信息优势和专业能力,且在资本市场具有较大的影响力。这有助于发挥“监督效应”,降低企业的杠杆操纵程度,并对名股实债形式的杠杆操纵实施有效管控。机构投资者对企业杠杆操纵具有治理动机与治理能力,能够遏制企业的虚假降杠杆行为,避免其资产负债表中的债务信息失真。根据上述分析,本文提出以下假设:

假设 1: 机构投资者持股比例越高,上市公司的杠杆操纵程度越低。

股权结构和董事会是公司治理最为关键的制度安排(李维安,2016)。现有研究发现,在股权制衡状态下,为了维护自身利益,非控股股东会向公司派驻董事,从而对控股股东和管理者进行有效监督(Cheng 等,2020;祝继高等,2021)。因此,具有股东身份的机构投资者除了利用股权制衡参与公司治理外(如股东大会投票表决),还可能以派驻董事的形式直接参与公司管理,从而抑制企业的杠杆操纵行为。具体而言,机构投资者向公司派驻董事,可以凭借其信息优势、专业分析和治理能力,对管理层提交的有损其利益的议案(如涉及重大投资与筹资、重要会计政策选择等事项)投出非赞成票,及时遏制管理层的机会主义动机与道德风险,从而对管理层消极的杠杆操纵行为进行事前或事中控制。从事后来看,对于干预力度有限且已经发生的杠杆操纵行为,为了维护自身职业声誉与委托人利益,机构投资者派驻的董事能够在相关信息对外披露之前,凭借其专业分析能力和职权,揭露有关会计信息风险。比如,针对年报信息的真实性、准确性和完整性发表非赞成意见,通过事后声明来警示其他利益相关者,使其参与到公司治理中,以便对管理层消极的杠杆操纵行为进行事后纠偏。可见,从内部治理角度看,机构投资者派驻董事可能通过事前和事中控制以及事后纠偏来完善公司治理,加强对管理层决策与信息披露的监督,从而减少企业消极的杠杆操纵行为。根据上述分析,本文提出以下假设:

假设 2: 机构投资者通过派驻董事参与公司治理,可以降低上市公司的杠杆操纵程度。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以 2007—2020 年沪深 A 股上市公司为初始研究样本,剔除金融类、上市当年、ST 和 PT、总资产或营业收入不大于 0 以及变量数据缺失的样本。由于杠杆操纵的中性性质,本文重点考察以“隐藏债务风险”为目的的企业杠杆操纵行为,因此需对样本进行区分。过度负债企业的资产负债率过高,在权益市场上,企业负债率与未来股票市场回报及成长性之间可能呈负相关关系(Caskey 等,2012);在信贷市场上,较高的负债水平可能会使银行等借款单位索要更高的利息费用。因此,过度负债企业的杠杆操纵更可能以隐藏债务风险为主要目的。本文以过度负债企业作为样本,参考 Chang 等(2014)以及陆正飞等(2015)的研究,将实际观测的负债率(即账面杠杆率)高于目标负债率的公司定义为过度负债企业。经过上述筛选,本文最终得到 12 295 个公司一年份观测值。上市公司的机构投资者持股数据来自 WIND 数据库,其他数据来自 CSMAR 数据库。为了减轻极端值的影响,本文对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

#### (二)模型设定与变量定义

为了检验假设 1,本文构建了模型(1),使用双向固定效应模型进行回归,并采用稳健标准误来修正异方差问题。

$$LEVM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 InsHold_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \mu_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,  $i$  表示企业,  $t$  表示年份。  $LEVM_{it}$  为被解释变量,  $InsHold_{it}$  为主要解释变量,  $Controls$  为控制变量。  $\mu_i$  表示个体固定效应,  $\eta_t$  表示时间固定效应,  $\varepsilon_{it}$  表示随机扰动项。

#### 1. 被解释变量: 杠杆操纵 ( $LEVM$ )

本文参考许晓芳等(2020)的研究,使用杠杆操纵程度进行衡量。此外,由于企业的杠杆操纵手段包括但不限于表外负债和名股实债,本文还使用扩展的  $XLT-LEVM$  法下的直接法,计算新的杠杆操纵程度指标  $ExpLEVM$ 。

#### 2. 解释变量: 机构投资者持股 ( $InsHold$ )

机构投资者包括基金、券商、券商理财产品、QFII、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司、财务公司、银行、阳光私募、一般法人以及非金融类上市公司。本文将上述机构投资者持股比例之和记为  $InsHold$ , 作为机构投资者持股的代理变量。

#### 3. 控制变量

参照许晓芳等(2021)以及翟淑萍等(2021)的研究,本文控制了以下变量: 公司规模  $SIZE$ 、资产负债率  $LEV$ 、上市年限  $AGE$ 、盈利能力  $ROA$ 、代理成本  $AGENCOST$ 、董事会独立性  $INDP$ 、股权集中度  $TOP$ 、产权性质  $SOE$ 、市账比  $MB$ 、有形资产比例  $PPE$ 、成长能力  $GROWTH$ 、管理层规模  $MNUM$  以及管理层持股比例  $MH$ 。

#### (三)描述性统计

描述性统计结果见表 1。被解释变量杠杆操纵程度  $LEVM$  和  $ExpLEVM$  的均值分别为 0.172 和 0.175, 表明企业的杠杆操纵行为使其名义杠杆率要比真实杠杆率低约 17 个百分点。  $LEVM$  和  $ExpLEVM$  的标准差分别为 0.370 和 0.371, 表明不同企业的杠杆操纵程度存在较大差异。上述结果与许晓芳等(2021)计算的杠杆操纵程度差异较大, 主要原因在于本文样本是过度负债企业, 这类企业的杠杆操纵动机更强、程度更深。主要解释变量机构投资者持股比例  $InsHold$  的均值为 0.408, 标准差为 0.219, 与杠杆操纵程度相比波动性较小。上述结果表明, 多数企业均有机机构投资者参与, 且持股比例维持在一定范围内。<sup>①</sup>

表 1 描述性统计

| 变量        | 观测值    | 均值    | 标准差   | 最小值   | 25%分位数 | 中位数   | 75%分位数 | 最大值   |
|-----------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| $LEVM$    | 12 295 | 0.172 | 0.370 | 0.000 | 0.000  | 0.076 | 0.183  | 2.820 |
| $ExpLEVM$ | 12 295 | 0.175 | 0.371 | 0.000 | 0.007  | 0.078 | 0.185  | 2.829 |
| $InsHold$ | 12 295 | 0.408 | 0.219 | 0.004 | 0.232  | 0.415 | 0.577  | 0.862 |

## 四、实证结果分析

### (一)基准回归分析

表 2 报告了基准回归结果。在未加入控制变量时, 列(1)和列(2)中机构投资者持股  $InsHold$  的回归系数在 1% 的水平上显著为负。在加入控制变量后, 列(3)和列(4)中  $InsHold$  的系数仍在 1% 的水平上显著为负。以列(3)为例,  $InsHold$  的系数为 -0.084, 这意味着当其他条件不变时, 机构投资者持股比例每增加一个标准差, 企业杠杆操纵程度平均下降 3.06%, 其统计意义和经济意义均比较显著。上述结果表明, 尽管杠杆操纵程度指标涵盖了企业投融资创新实践等积极成分, 但是总体上会降低企业的会计信息质量, 导致资产负债率无法反映企业真实的杠杆水平。而机

<sup>①</sup> 控制变量的描述性统计结果与现有文献差异不大, 受篇幅限制未报告, 如有需要可向作者索取。



构投资者在一定程度上能够抑制企业消极的杠杆操纵行为,防止其虚假降杠杆。本文的假设 1 初步得到验证。

表 2 基准回归

|                            | (1)<br><i>LEV</i>    | (2)<br><i>ExpLEV</i> | (3)<br><i>LEV</i>    | (4)<br><i>ExpLEV</i> |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>InsHold</i>             | -0.085***<br>(-2.94) | -0.086***<br>(-2.96) | -0.084***<br>(-2.81) | -0.085***<br>(-2.82) |
| <i>Controls</i>            | 未控制                  | 未控制                  | 控制                   | 控制                   |
| 个体与时间固定效应                  | 控制                   | 控制                   | 控制                   | 控制                   |
| <i>adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.109                | 0.109                | 0.115                | 0.116                |
| <i>N</i>                   | 12 295               | 12 295               | 12 295               | 12 295               |

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号内为*t*值,回归结果经过稳健标准误处理。下表同。

## (二)内生性处理<sup>①</sup>

### 1. 安慰剂检验

为了排除不可观测因素可能产生的干扰,本文将机构投资者的持股比例随机赋予样本企业,构造“伪”机构投资企业,并重复了 1 000 次。在安慰剂检验后,*t* 值的核密度函数曲线符合正态分布,且峰值集中在 *x* 轴 0 点附近,距离基准回归结果中的 *t* 值较远。这说明不可观测因素对本文估计结果产生的干扰较弱,验证了基准回归结果的稳健性。

### 2. 倾向得分匹配

为了排除样本企业固有的条件差异可能产生的干扰,本文根据机构投资者持股比例的中位数进行分组构造虚拟变量,将所有控制变量作为协变量进行混合倾向得分匹配。随着机构投资者持股比例的提高,企业杠杆操纵程度呈显著下降趋势,这验证了基准回归结果的稳健性。

### 3. 构造双重差分

为了排除反向因果及自选择问题的影响,本文构建多期双重差分模型,使用 *PSM-DID* 重新进行回归。具体步骤如下:首先确定样本期内每家企业的机构投资者持股比例的中位数,然后将各企业的机构投资者持股比例首次超过中位数的年份定义为冲击年份,并将这类企业定义为实验组,其他视为对照组。<sup>②</sup>回归结果依然支持机构投资者持股能够抑制企业杠杆操纵。

## (三)稳健性检验

### 1. 替换解释变量

本文根据机构投资者持股比例的中位数进行分组,构造虚拟变量重新进行了回归。结果显示,机构投资者高比例持股抑制了企业的杠杆操纵行为。本文还对主要解释变量进行了 *Logistic* 转换,上文结论依然成立。这验证了基准回归结果的稳健性。

### 2. 替换被解释变量

本文使用许晓芳等(2020)的行业中位数法,重新计算杠杆操纵程度,回归结果依然支持上文结论。此外,为了避免连续变量观测误差的影响,本文还使用中位数区分杠杆操纵程度高低不同的企业,使用 *Logit* 模型进行了回归,基准回归结果依然稳健。

① 受篇幅限制,文中未报告内生性处理与稳健性检验结果,如有需要可向作者索取。

② 机构投资者持股比例大多为非零值,使用从无到有的外生冲击存在一定困难,而机构投资者持股比例存在波动。因此,本文将部分单调递减的企业以及样本区间过少的企业视为对照组。

3. 变换回归模型

为了避免面板数据双向固定效应所造成的“过度约束”问题,本文使用行业与城市交乘项的固定效应重新进行了回归。放松约束后,机构投资者持股依然能够抑制企业的杠杆操纵行为。此外, *Tobit* 回归结果表明,考虑被解释变量的截尾分布情况后,机构投资者持股仍能抑制企业的杠杆操纵行为。这再次验证了基准回归结果的稳健性。

(四) 机制分析

1. 机构投资者的“注资效应”

现实中大多数企业都有外部融资需求,不论是债务融资还是股权融资,对企业的杠杆率都有一定限制。为了满足融资需求,企业可能会通过杠杆操纵来降低对外披露的资产负债率。而机构投资者不仅具有带资入股功能,还能向外界传递有关企业价值的信息,从而降低内部人与外部投资者之间的信息不对称程度,这有助于企业从信贷机构和证券市场获取资金。因此,本文认为机构投资者持股能够发挥“注资效应”,满足企业的融资需求,从根源上减弱企业的杠杆操纵动机。为了检验这一推测,本文使用常用的 *KZ* 指数来衡量企业的融资约束程度, *KZ* 指数越大,企业面临的融资约束越严重,融资需求就越大。中介模型的三步回归结果见表 3。第一步是基准回归,结果见列(1)和列(2)。第二步以融资约束程度为被解释变量,列(3)中 *InsHold* 的系数在 1% 的水平上显著为负。这表明机构投资者持股缓解了企业所面临的融资约束问题。第三步加入中介变量进行回归,结果见列(4)和列(5),其中 *KZ* 的系数显著,表明存在中介效应; *InsHold* 的系数仍显著为负,表明融资约束发挥了部分中介作用。上述结果表明,机构投资者持股能够发挥“注资效应”,缓解企业面临的融资约束,满足企业的融资需求,从而降低其杠杆操纵程度。可见,机构投资者持股能从根源上解决部分企业的杠杆操纵问题。

表 3 机构投资者的“注资效应”

|                            | (1)                  | (2)                  | (3)                  | (4)                 | (5)                 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
|                            | <i>LEV</i>           | <i>ExpLEV</i>        | <i>KZ</i>            | <i>LEV</i>          | <i>ExpLEV</i>       |
| <i>InsHold</i>             | -0.084***<br>(-2.81) | -0.085***<br>(-2.82) | -0.323***<br>(-3.75) | -0.076**<br>(-2.53) | -0.077**<br>(-2.55) |
| <i>KZ</i>                  |                      |                      |                      | 0.025***<br>(6.36)  | 0.025***<br>(6.39)  |
| <i>Controls</i>            | 控制                   | 控制                   | 控制                   | 控制                  | 控制                  |
| 个体与时间固定效应                  | 控制                   | 控制                   | 控制                   | 控制                  | 控制                  |
| <i>adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.115                | 0.116                | 0.676                | 0.119               | 0.120               |
| <i>N</i>                   | 12 295               | 12 295               | 12 295               | 12 295              | 12 295              |

2. 机构投资者的“监督效应”

机构投资者拥有专业的分析师团队,能够通过实地调研或购买调研报告等方式,监测企业整体经营状况。如果调研报告中涉及隐藏债务风险的杠杆操纵行为,为了规避投资风险,具有逐利天性的机构投资者很可能会选择卖出股票,从而减弱管理层的机会主义动机,降低企业的杠杆操纵程度。为此,本文使用研报关注度(*ResearchRep*)作为机构投资者“监督效应”的代理变量,回归结果见表 4。列(1)和列(2)报告了机构投资者持股对企业杠杆操纵的回归结果,与基准回归结果保持一致。列(3)以研报关注度为被解释变量, *InsHold* 的系数在 1% 的水平上显著为正。这表明机构投资者持股增加了企业被调研报告的关注程度,发挥了其专业分析能力。列(4)和列(5)中 *ResearchRep* 的系数虽不显著,但 *Sobel* 检验 *Z* 值在 5% 的水平上显著,表明存在中介

效应; *InsHold* 的系数与基准回归结果相比显著性有所降低,表明研报关注度发挥了部分中介作用。上述结果表明,机构投资者持股能够加强外部监督力度,降低企业的杠杆操纵程度。这说明由于具备专业素养和监督动机,机构投资者善于发现企业的杠杆操纵行为,并通过调研报告等信息披露载体发挥“监督效应”,从而抑制企业管理层的杠杆操纵行为。

表 4 机构投资者的“监督效应”

|                            | (1)<br><i>LEV</i> M                         | (2)<br><i>ExpLEV</i> M | (3)<br><i>ResearchRep</i> | (4)<br><i>LEV</i> M  | (5)<br><i>ExpLEV</i> M |
|----------------------------|---|------------------------|---------------------------|----------------------|------------------------|
| <i>InsHold</i>             | -0.084***<br>(-2.81)                        | -0.085***<br>(-2.82)   | 7.699***<br>(7.34)        | -0.083***<br>(-2.76) | -0.084***<br>(-2.78)   |
| <i>ResearchRep</i>         |   |                        |                           | -0.000<br>(-0.48)    | -0.000<br>(-0.47)      |
| <i>Controls</i>            | 控制  | 控制                     | 控制                        | 控制                   | 控制                     |
| 个体与时间固定效应                  | 控制  | 控制                     | 控制                        | 控制                   | 控制                     |
| <i>adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.115                                       | 0.116                  | 0.684                     | 0.115                | 0.116                  |
| <i>N</i>                   | 12 295                                      | 12 295                 | 12 295                    | 12 295               | 12 295                 |
| <i>Sobel</i> 检验Z值          | <i>LEV</i> M(-1.98), <i>ExpLEV</i> M(-2.00) |                        |                           |                      |                        |

(五)异质性分析

1. 去杠杆政策实施前后对比

2015 年中央提出“去杠杆”任务,降杠杆成为此后一段时期内经济发展的重要任务。许晓芳等(2020)认为,企业杠杆操纵的动机之一是迎合监管要求,形式上完成去杠杆任务。据此,本文推测在去杠杆政策实施后,企业的杠杆操纵行为更加明显,机构投资者的治理效果更加突出。本文定义 2014 年及之前为去杠杆政策实施前,2015 年及之后为去杠杆政策实施后,回归结果见表 5 中列(1)和列(2)。在去杠杆政策实施前,机构投资者并不能有效抑制企业的杠杆操纵行为,可能的原因在于:在去杠杆政策实施前,企业的降杠杆压力较小,平均杠杆操纵程度较低。而在去杠杆政策实施后,为了迎合去杠杆政策或迫于降杠杆压力,企业加剧了杠杆操纵,名义杠杆率降低。此时,机构投资者能够显著抑制企业的杠杆操纵行为。

表 5 异质性分析

|                            | (1)<br><i>LEV</i> M | (2)<br><i>LEV</i> M | (3)<br><i>LEV</i> M | (4)<br><i>LEV</i> M | (5)<br><i>LEV</i> M  | (6)<br><i>LEV</i> M |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
|                            | 去杠杆政策实施前            | 去杠杆政策实施后            | 稳定型机构投资者            | 交易型机构投资者            | 国有企业                 | 非国有企业               |
| <i>InsHold</i>             | -0.012<br>(-0.16)   | -0.108**<br>(-2.36) | -0.108**<br>(-2.56) | -0.039<br>(-0.67)   | -0.113***<br>(-2.71) | -0.064<br>(-1.48)   |
| <i>Controls</i>            | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                   | 控制                  |
| 个体与时间固定效应                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                   | 控制                  |
| <i>adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.148               | 0.083               | 0.189               | 0.123               | 0.126                | 0.106               |
| <i>N</i>                   | 6 860               | 5 435               | 7 837               | 4 458               | 5 960                | 6 335               |
| 组间系数差异检验P值                 | 0.021               |                     | 0.090               |                     | 0.087                |                     |

注:组间系数差异检验采用抽样1 000次的费舍尔组合检验。被解释变量替换为*ExpLEV*M后,结果无实质变化。

2. 机构投资者异质性

现有研究基于不同方式对机构投资者进行类型划分,并得到异质性结论(Chen 等, 2007; 伊志宏等, 2011; 梁上坤, 2018; 杨棉之等, 2020)。目前,我国资本市场中的机构投资者可以分为短期

逐利为目的的交易型机构投资者和长期持股的稳定型机构投资者。不难推断,稳定型机构投资者的持股比例较高,为了规避投资风险,他们有更强烈的动机抑制企业的杠杆操纵行为。本文借鉴杨棉之等(2020)的研究,首先计算出公司*i*第*t*年的机构投资者持股比例,然后除以过去三年持股比例的标准差得到比值*SD*。如果公司的*SD*大于同年同行业的中位数,则定义其机构投资者为稳定型机构投资者,否则为交易型机构投资者。回归结果见表5中列(3)和列(4)。*InsHold*的系数在稳定型机构投资者样本中显著为负,在交易型机构投资者样本中则不显著,这说明稳定型机构投资者抑制企业杠杆操纵行为的作用更强。

### 3. 产权性质异质性

发展混合所有制是现阶段我国国有企业改革的重要内容和关键突破口,引入非公有制股东对于提升国有企业财务绩效并改善公司治理大有裨益(蔡好东等,2017;沈昊和杨梅英,2019)。近年来,随着国有企业混合所有制改革的分批启动和加速推进,机构投资者以非公有制股东身份入股,有可能在抑制国有企业的杠杆操纵行为和改善其会计信息质量方面发挥监督治理作用。因此,机构投资者持股对国有企业杠杆操纵的影响可能更加显著。本文根据产权性质划分样本进行分组回归,结果见表5中列(5)和列(6)。*InsHold*的系数在国有企业样本中显著为负,在非国有企业样本中则不显著,这说明机构投资者对国有企业杠杆操纵行为的抑制作用更强。可见,机构投资者以非公有制股东身份入股,对国有企业改革能够起到一定的助推作用。

## 五、拓展性分析

上文研究表明,机构投资者持股对企业杠杆操纵行为具有显著的抑制作用。除了利用股权制衡进行治理外,具有股东身份的机构投资者也可能通过派驻董事的形式参与公司治理。那么,机构投资者委派董事能否对企业杠杆操纵发挥治理作用?此外,上文理论分析指出,机构投资者在资本市场上具有丰富的行业经验,其监督作用可能主要表现为抑制名股实债形式的杠杆操纵。那么,机构投资者持股是否对名股实债形式的杠杆操纵具有更强的抑制作用?这部分将解答以上两个问题。

### (一)机构投资者派驻董事

机构投资者可能向上市公司派驻董事或高管,直接参与公司治理,从而抑制企业的杠杆操纵行为。<sup>①</sup>为了检验假设2,本文定义机构投资者派驻董事的变量如下:第一步,剔除上市公司前十大股东中的控股股东,保留上文所定义的机构投资者单位。第二步,将有兼职单位的高管与其上市公司中的职位对应,<sup>②</sup>确定在上市公司中担任董事职位的高管。第三步,将第一步中确定的机构投资者单位与第二步中高管的兼任单位进行匹配,定义在机构投资者单位任职并担任上市公司董事的个人为机构投资者向上市公司派驻的董事。第四步,根据机构投资者是否派驻董事,构造企业层面的虚拟变量*JGCGR\_director*,机构投资者派驻董事时取值为1,否则为0。将各年份机构投资者派驻董事的人数进行加总,构造企业层面的连续变量。为了减轻异方差问题,“机构投资者派驻董事规模”变量*LogJGCGR\_director*等于机构投资者派驻董事人数加1后取自然对数。表6中列(1)和列(2)显示,机构投资者是否派驻董事虚拟变量*JGCGR\_director*的系数在

<sup>①</sup>《公司法》规定,“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案(包括提名董事)并书面提交董事会”,“单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东发出请求时,公司应当在两个月内召开临时股东大会”。可见,当机构投资者持股数量较大时,依法可以向上市公司派驻董事,通过“用手投票”来抑制管理层消极的杠杆操纵行为,从而发挥监督和治理作用。

<sup>②</sup>在CSMAR数据库的高管兼任信息子库中,所披露的上市公司具有兼任职务的高管不含本公司的具体职位,因而需与上市公司高管职位进行匹配。

5% 的水平上显著为负, 这表明机构投资者派驻董事能够降低企业的杠杆操纵程度。列(3)和列(4)显示, *LogJGCGR\_director* 的系数在 10% 的水平上显著为负。这表明随着机构投资者派驻董事人数的增加, 企业的杠杆操纵程度会显著下降。可见, 机构投资者以派驻董事的形式参与公司治理, 在一定程度上能够有效抑制企业的杠杆操纵行为, 提高其资产负债表的信息质量。

表 6 拓展性分析

|                           | 机构投资者派驻董事           |                       |                    |                       | 区分杠杆操纵手段                |                       |
|---------------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
|                           | (1)<br><i>LEVM</i>  | (2)<br><i>ExpLEVM</i> | (3)<br><i>LEVM</i> | (4)<br><i>ExpLEVM</i> | (5)<br><i>DEBT_NSRD</i> | (6)<br><i>DEBT_OB</i> |
| <i>JGCGR_director</i>     | -0.018**<br>(-2.44) | -0.018**<br>(-2.44)   |                    |                       |                         |                       |
| <i>LogJGCGR_director</i>  |                     |                       | -0.013*<br>(-1.85) | -0.013*<br>(-1.84)    |                         |                       |
| <i>InsHold</i>            |                     |                       |                    |                       | -0.076***<br>(-2.96)    | -0.017<br>(-0.85)     |
| <i>Controls</i>           | 控制                  | 控制                    | 控制                 | 控制                    | 控制                      | 控制                    |
| 个体与时间固定效应                 | 控制                  | 控制                    | 控制                 | 控制                    | 控制                      | 控制                    |
| <i>adj. R<sup>2</sup></i> | 0.151               | 0.152                 | 0.151              | 0.152                 | 0.136                   | 0.626                 |
| <i>N</i>                  | 12 295              | 12 295                | 12 295             | 12 295                | 12 295                  | 12 295                |

(二)区分名股实债与表外负债

本文认为, 作为资本市场中的专业投资主体, 机构投资者的投资团队通常包含财会背景人员, 且可能在持股期间对被投资企业进行实地调研, 从而对企业股权和债务的界定更加准确, 也更容易识别名股实债形式的杠杆操纵行为。为了检验上述推测, 本文区分名股实债和表外负债, 采用许晓芳等(2020)的回归法测算名股实债和表外负债总额再除以总资产, 然后以名股实债 *DEBT\_NSRD* 和表外负债 *DEBT\_OB* 这两个变量作为被解释变量进行回归。表 6 中列(5)反映机构投资者对名股实债的影响, 其中 *InsHold* 的系数在 1% 的水平上显著为负; 列(6)反映机构投资者对表外负债的影响, *InsHold* 的系数不显著。上述结果表明, 从杠杆操纵的手段来看, 机构投资者对名股实债产生了比较显著的抑制作用, 对表外负债的影响则不明显。这可能是因为: 机构投资者对被投资企业的财务信息比较敏感, 在识别出企业的名股实债行为后, 会有针对性地抑制企业的杠杆操纵行为; 相比而言, 表外负债形式的杠杆操纵更多表现为投融资策略的选择, 其隐匿性较强, 会计政策选择的空間较大, 机构投资者往往难以对其实施有效控制。

六、结论与启示

随着利润表观向资产负债表观的逐渐转变, 资产负债表信息质量的重要性日益凸显。本文从杠杆操纵行为的动机、手段及其性质出发, 考察了机构投资者在企业信息披露中发挥的监督治理作用。研究发现, 机构投资者持股能够显著降低企业的杠杆操纵程度, 且主要通过发挥“注资效应”和“监督效应”, 抑制企业的杠杆操纵行为。异质性分析发现, 机构投资者持股对企业杠杆操纵的抑制作用在去杠杆政策实施后更加明显; 与交易型机构投资者相比, 稳定型机构投资者对企业杠杆操纵行为的抑制作用更强; 与非国有企业相比, 机构投资者持股对国有企业杠杆操纵行为的抑制作用更加明显。拓展性分析发现, 机构投资者可能以派驻董事的形式参与公司治理, 从而抑制企业的杠杆操纵行为。特别地, 由于在资本市场上具有丰富的行业经验, 机构投资者对企业“名股实债”式杠杆操纵的抑制作用更强。

本文的研究结论具有以下政策启示: 第一, 作为资本市场的重要参与主体, 机构投资者能够凭借其雄厚的资金实力和专业分析团队, 积极参与公司治理, 特别是能够识别企业具体的杠杆操纵手段及其隐藏的债务风险, 并通过向公司派驻董事来抑制企业消极的杠杆操纵行为。因此, 政府部门可通过完善《公司法》《证券法》等, 赋予机构投资者参与公司治理的权力。同时, 还需培育稳定型机构投资者, 充分发挥其抑制企业杠杆操纵行为的作用, 切实提升保护中小投资者利益的效果。第二, 深化对机构投资者治理作用的认知, 切实增强其参与公司治理的积极性。对于符合条件的机构投资者, 应注重委派董事或高管参与公司治理, 进一步深入企业内部进行监督管理。这有助于机构投资者掌握更多的内部信息, 适时调整投资策略。就杠杆操纵手段而言, 与“名股实债”相比, “表外负债”更加隐匿。机构投资者应充分发挥自身的专业优势, 加强对企业“表外负债”的识别, 全方位治理上市公司的杠杆操纵行为, 从而降低投资风险。第三, 加强企业内部监管主体对杠杆操纵及其潜在影响的关注, 减少管理层消极的杠杆操纵行为。由于杠杆操纵具有双重属性, 对于本质上偏向于投融资创新实践的杠杆操纵行为, 作为内部人的控股股东应加强与业务负责人及相关财会人员的沟通, 确保有关事项的会计处理合法合规, 切实提升企业的会计信息质量。而对于借助信息优势曲解会计准则规定(如是否并表的“控制”条件), 或者利用会计准则赋予的选择空间而恶意操纵杠杆, 尽管其短期内能使管理层通过业绩考核并帮助企业获得外部资金, 但是长期来看可能会增加企业的财务风险和经营风险, 甚至危及企业的可持续发展。因此, 控股股东及中介机构等利益相关者应加强对公司业务的了解和关注, 及时抑制管理层的短视行为。

#### 主要参考文献:

- [1]薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009, (2): 81-91.
- [2]李春涛, 刘贝贝, 周鹏, 等. 它山之石: QFII 与上市公司信息披露[J]. 金融研究, 2018, (12): 138-156.
- [3]李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI<sup>NK</sup> 的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008, (1): 4-14.
- [4]李维安. 深化公司治理改革的关键: 配套治理改革[J]. 南开管理评论, 2016, (4): 1.
- [5]李晓溪, 杨国超. 为发新债而降杠杆: 一个杠杆操纵现象的新证据[J]. 世界经济, 2022, (10): 212-236.
- [6]李艳丽, 孙剑非, 伊志宏. 公司异质性、在职消费与机构投资者治理[J]. 财经研究, 2012, (6): 27-37.
- [7]梁上坤. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J]. 管理世界, 2018, (12): 133-148.
- [8]陆正飞, 何捷, 窦欢. 谁更过度负债: 国有还是非国有企业?[J]. 经济研究, 2015, (12): 54-67.
- [9]罗付岩. 机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理[J]. 管理评论, 2015, (3): 174-184.
- [10]綦好东, 郭骏超, 朱炜. 国有企业混合所有制改革: 动力、阻力与实现路径[J]. 管理世界, 2017, (10): 8-19.
- [11]饶品贵, 汤晟, 李晓溪. 地方政府债务的挤出效应: 基于企业杠杆操纵的证据[J]. 中国工业经济, 2022, (1): 151-169.
- [12]沈昊, 杨梅英. 国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析[J]. 管理世界, 2019, (4): 171-182.
- [13]史永东, 王谨乐. 中国机构投资者真的稳定市场了吗?[J]. 经济研究, 2014, (12): 100-112.
- [14]吴晓晖, 王攀, 郭晓冬. 机构投资者“分心”与公司杠杆操纵[J]. 经济管理, 2022, (1): 159-175.
- [15]徐龙炳, 张大方. 中国股票市场“聪明投资者”行为研究[J]. 财经研究, 2017, (4): 96-108.
- [16]徐亚琴, 宋思森. 审计师能识别企业的杠杆操纵吗?——基于审计意见视角的实证检验[J]. 审计研究, 2021, (6): 102-115.

- [17]许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013,(7):31-43.
- [18]许晓芳,陈素云,陆正飞.杠杆操纵:不为盈余的盈余管理动机[J].会计研究,2021,(5):55-66.
- [19]许晓芳,陆正飞,汤泰劼.我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究[J].管理科学学报,2020,(7):1-26.
- [20]许晓芳,陆正飞.我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响[J].会计研究,2020,(1):92-99.
- [21]杨棉之,赵鑫,张伟华.机构投资者异质性、卖空机制与股价崩盘风险——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2020,(7):167-180.
- [22]伊志宏,李艳丽,高伟.市场化进程、机构投资者与薪酬激励[J].经济理论与经济管理,2011,(10):75-84.
- [23]翟淑萍,毛文霞,白梦诗.国有上市公司杠杆操纵治理研究——基于党组织治理视角[J].证券市场导报,2021,(11):12-23.
- [24]张纯,吕伟.机构投资者、终极产权与融资约束[J].管理世界,2007,(11):119-126.
- [25]甄红线,王谨乐.机构投资者能够缓解融资约束吗?——基于现金价值的视角[J].会计研究,2016,(12):51-57.
- [26]祝继高,李天时, Yang T X. 董事会中的不同声音:非控股股东董事的监督动机与监督效果[J].经济研究,2021,(5):180-198.
- [27]Caskey J, Hughes J, Liu J. Leverage, excess leverage, and future returns[J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(2): 443-471.
- [28]Chang A, Chen X, Liao G M. What are the reliably important determinants of capital structure in China?[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014, 30: 87-113.
- [29]Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter?[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2): 279-305.
- [30]Cheng M Y, Lin B X, Lu R, et al. Non-controlling large shareholders in emerging markets: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2020, 63: 101259.
- [31]DeAngelo H, Gonçalves A S, Stulz R M. Corporate deleveraging and financial flexibility[J]. The Review of Financial Studies, 2018, 31(8): 3122-3174.
- [32]Edmans A, Holderness C G. Blockholders: A survey of theory and evidence[J]. The Handbook of the Economics of Corporate Governance, 2017, 1: 541-636.
- [33]Grier P, Zychowicz E J. Institutional investors, corporate discipline, and the role of debt[J]. Journal of Economics and Business, 1994, 46(1): 1-11.
- [34]Helwege J, Intintoli V J, Zhang A. Voting with their feet or activism? Institutional investors' impact on CEO turnover[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(1): 22-37.
- [35]Kim O. Disagreements among shareholders over a firm's disclosure policy[J]. The Journal of Finance, 1993, 48(2): 747-760.
- [36]Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3): 461-488.
- [37]Strickland D, Wiles K W, Zenner M. A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective?[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40(2): 319-338.
- [38]Wermers R. Mutual fund herding and the impact on stock prices[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2): 581-622.

# Shareholder Identity and Corporate Leverage Manipulation: An Analysis from the Perspective of Institutional Investors

Qing Xiaoquan, Dong Qichen, Wu Ying

(School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

**Summary:** At present, China is emphasizing the strategic goal of stabilizing the economy with high-quality development as the guide. High leverage has become an important factor affecting economic stability and exacerbating systemic risk. For this reason, the central government clearly put forward the task of “deleveraging” at the end of 2015. In the face of the regulatory requirements of internal and external leverage of enterprises, managers may reduce the book leverage ratio by manipulating leverage, which will cause users of the statements to make a misjudgment of the risks such as liabilities of enterprises. However, due to their profit-seeking nature, capital advantage and rich professional knowledge, institutional investors have the motivation and ability to govern corporate leverage manipulation, which is likely to identify and govern corporate leverage manipulation.

Based on the data of A-share non-financial listed companies from 2007 to 2020, this paper finds that the shareholdings of institutional investors can significantly reduce the degree of leverage manipulation of enterprises. The mechanism test shows that institutional investors restrain corporate leverage manipulation mainly by exerting the “capital injection effect” and the “supervision effect”. The heterogeneity test shows that after the deleveraging policy is implemented, in the sample group with stable institutional investors and state-owned shareholdings, institutional investors have a more significant inhibitory effect on corporate leverage manipulation. The expansibility test shows that institutional investors may restrict corporate leverage manipulation by appointing directors. At the same time, the shareholdings of institutional investors mainly inhibit the manipulation behavior of “nominal equity but actual debt” of enterprises.

This paper not only supplements and improves the definition of leverage manipulation used in the existing literature, but also deepens the cognition of the connotation of leverage manipulation and clarifies its neutral nature. Under the background of the current change from “apparent profit” to “apparent asset liability”, this paper broadens the research field of institutional investors’ participation in corporate governance and improving the quality of balance sheet accounting information, and verifies its mechanism. At the same time, different from the manipulative motivation concerned in the existing literature, this paper mainly explores the constraint mechanism of negative leverage manipulation. This will not only deepen the cognition of the management and investors on leverage manipulation, but also provide enlightenment for the government to guide institutional investors to play the role of supervision and governance, so as to serve the high-quality economic development.

**Key words:** leverage manipulation; institutional investors; appointment of directors; nominal equity but actual debt

(责任编辑 康 健)