

新冠疫情冲击与企业杠杆操纵

汪书婷

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年5月23日; 录用日期: 2023年7月27日; 发布日期: 2023年8月2日

摘要

本文以2017~2022年A股非金融业上市公司为研究对象, 探究新冠疫情冲击对企业杠杆操纵会产生何种影响。经过回归分析发现, 新冠疫情冲击对企业杠杆操纵具有抑制效应, 在替换因变量后, 这种抑制效应依然显著。然而新冠疫情冲击对企业杠杆操纵的抑制效应只是短期的, 我们仍需考虑今后长期应该采取的措施, 据此本文也提出了一些建议。企业应当意识到杠杆操纵会引发一系列风险, 要不断优化资产负债结构和债务期限结构。除此之外, 还需要机构投资者的关注、相关部门的监督、政策法规的约束等, 才能有效抑制企业杠杆操纵, 达到实质性去杠杆的目的。

关键词

新冠疫情冲击, 企业杠杆操纵, 去杠杆

COVID-19 Impact and Corporate Leverage Manipulation

Shuting Wang

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: May 23rd, 2023; accepted: Jul. 27th, 2023; published: Aug. 2nd, 2023

Abstract

This paper takes A-share non-financial listed companies from 2017 to 2022 as the research object to explore the impact of COVID-19 on corporate leverage manipulation. Through regression analysis, it is found that the COVID-19 impact has an inhibitory effect on corporate leverage manipulation, and this inhibitory effect is still significant after replacing the dependent variable. However, the damping effect of the COVID-19 impact on corporate leverage manipulation is only short-term, and we still need to consider long-term measures to be taken in the future. Based on this, this paper also puts forward some suggestions. Enterprises should realize that leverage manipulation

will lead to a series of risks, and constantly optimize the structure of assets and liabilities and debt maturity structure. In addition, it also needs the attention of institutional investors, the supervision of relevant departments, and the constraints of policies and regulations, so as to effectively restrain corporate leverage manipulation and achieve the purpose of substantive deleveraging.

Keywords

COVID-19 Impact, Enterprise Leverage Manipulation, Deleveraging

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

世卫组织于 2023 年 5 月宣布, 新冠疫情不再构成“国际关注的突发公共卫生事件”, 这意味着全球新冠疫情基本结束。自疫情发生以来, 全球经济受到冲击, 我国经济环境也面临巨大挑战, 企业盈利能力、流动性、融资渠道、财务杠杆等方面也受到很大影响。疫情冲击首先体现在对实体经济的影响上, 它降低了企业盈利能力和流动性水平。病毒的传染性减少了人群聚集和人员流动, 交通运输业、旅游业受到严重影响。线下消费低迷, 线上购物也受区域疫情封控程度的约束。随着企业盈利能力下降, 偿债能力也随之降低, 一些企业开始出现债务积压问题, 债务违约风险上升, 银行风险随之推升, 由此疫情冲击影响又从实体业蔓延到金融业[1]。不同于 2008 年金融危机时, 金融风险主要是在金融体系之内进行传导, 新冠疫情冲击下, 金融风险先影响实体经济, 再通过企业传导至银行等金融机构。

自 2015 年 12 月以来, 政府就开始不断强调去杠杆并推出了一系列方针政策, 2022 年党的二十大报告指出要坚持以推动高质量发展为主题。实质性去杠杆有利于防范债务风险, 促进经济高质量发展。实质性去杠杆, 无非是减少负债或增加权益资本两种方式[2], 现实中企业往往很难做到实质性去杠杆, 而是通过杠杆操纵来实现形式上的去杠杆。这种方法只能达到短期去杠杆的目的, 长期的杠杆操纵会增加企业和银行的风险, 不利于经济健康稳定发展。新冠疫情冲击是否会对企业杠杆操纵有促进或抑制的作用, 目前尚无文献对这一问题进行研究, 因此本文选取了 2017~2022 年 A 股非金融业上市公司的数据来探究这一问题。

2. 文献回顾与研究假设

企业杠杆操纵有狭义和广义两种概念之分, 狭义的杠杆操纵是指企业通过表外负债和名股实债来降低账面杠杆率的行为。广义的杠杆操纵是指企业除了通过表外负债和名股实债之外, 还通过其他手段提升账面资产或降低账面负债来操纵杠杆的行为[3]。企业杠杆操纵具有以下特点: 一是动机明确性, 企业这么做的目的就是为降低账面杠杆率, 掩盖财务风险, 迎合监管需要。二是手段多样性, 企业实现杠杆操纵的手段越来越多样化, 有时并不容易被投资者和监管部门所识别。三是程度累加性, 如果企业连续多年进行杠杆操纵, 那么它累积的杠杆操纵程度将会越来越高。一些文献也指出, 有些企业确实通过一些手段进行了杠杆操纵行为, 比如将租赁业务设为经营租赁, 从而使相关负债表外化[4], 或者通过可转债、混合性债务等增加企业股权[5]。还有些企业通过少计提资产折旧和减值准备、不合规的研发支出资本化、公允价值计量等手段隐藏企业真实的杠杆水平。

已有文献对影响企业杠杆操纵的因素进行了分析,其中,数字化转型对企业杠杆操纵具有抑制效应,且对于弱银企关联型企业的抑制效应更显著[6],因为数字化转型提高了企业相关信息透明度,缓解了信息不对称的问题。机构投资者持股对企业杠杆操纵也具有抑制效应[7],这是由于机构投资者能够提高企业信息透明度,帮助企业解决融资困难的问题,约束大股东的利益侵占行为,政府应当对机构投资者的发展予以支持,完善相关政策方针。当机构投资者“分心”时,也就是当他们对上市公司监督弱化时,公司股价的信息含量会降低,公司会进行更多的杠杆操纵,导致财务风险的增加[8]。此外,国家审计是抑制企业杠杆操纵的重要手段[9],应当充分发挥它在规范企业财务活动上的积极作用,尤其是在信息环境质量较差和公司治理结构存在严重问题的企业,这一抑制效应将会更加明显。

有研究表明,新冠疫情冲击具有去杠杆的效应[10],上市公司杠杆率在疫情后有所下降,债务期限也延长了。既然疫情冲击有去杠杆的效应,那么企业杠杆操纵是否会因此而减少,目前尚无文献探究这一问题,基于此,本文提出假设:新冠疫情冲击会抑制企业进行杠杆操纵。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

为了排除新冠疫情冲击以外的其他宏观经济冲击对实证分析的干扰,参考郭晔等(2022)的做法,本文并没有采用 2017 年之前的数据。因此,本文选取了 2017~2022 年 A 股非金融业上市公司的财务数据为样本,并剔除了 ST 等异常数据,最后对连续型变量分别进行了上下 1% 水平的缩尾处理。本文数据主要来自 CSMAR 数据库。

3.2. 变量定义

3.2.1. 被解释变量

本文采用许晓芳(2020)研究的测度方法来计算企业杠杆操纵,数值为正数,意思是企业向下操纵杠杆的程度,数值越大,企业杠杆操纵程度越大。

3.2.2. 解释变量

新冠疫情冲击为虚拟变量,2019 年及之前为 0,2019 年之后为 1。财务杠杆用总负债与总资产之比来表示。

3.2.3. 控制变量

通过阅读相关研究者的文献,选取成长性、企业规模、总资产周转率、长期负债比、存货占比、非债务税盾作为控制变量,同时控制了行业和年份虚拟变量(表 1)。

Table 1. Variable definition

表 1. 变量定义

类型	变量名称	符号	说明
被解释变量	企业杠杆操纵	LEV_M	根据 lev_m 法计算得出
解释变量	疫情冲击	POST	新冠疫情发生前后虚拟变量
	财务杠杆	Lev	总负债/总资产
控制变量	企业规模	Size	年末总资产自然对数
	成长性	Growth	营业收入增长率

Continued

控制变量	总资产周转率	Ato	营业收入/平均总资产
	长期负债比	Ldebt	长期负债/总负债
	存货占比	Inv	存货/总资产
	非债务护盾	Ndts	折旧费用/总资产
	行业	ind	行业虚拟变量
	年份	year	年份虚拟变量

3.3. 模型构建

为验证以上假设，构建如下模型：

$$\text{LEV}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_2 \text{POST}_t \times \text{Lev}_{i,t} + \alpha_3 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{Ato}_{i,t} \\ + \alpha_6 \text{Ldebt}_{i,t} + \alpha_7 \text{Inv}_{i,t} + \alpha_8 \text{Ndts}_{i,t} + \sum \text{ind} + \sum \text{year} + \varepsilon$$

根据本文的假设，若疫情冲击会促进企业进行杠杆操纵，则 α_2 为正数，若疫情冲击会抑制企业杠杆操纵，则 α_3 为负数。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

表2为变量的描述性统计结果。由表中可知，企业杠杆操纵最大值为1.511，最小值为0，均值为0.124，这说明许多企业都存在杠杆操纵行为，以降低账面杠杆的一些指标。企业财务杠杆最大值为0.902，最小值为0.048，均值为0.465，可见各企业的财务杠杆相互差异比较大。其他控制变量中，最大值与最小值也存在较大差异。

Table 2. Descriptive statistics of major variables

表 2. 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
LEV _M	11,193	0.124	0.054	1.511	0.000	0.238
Lev	11,193	0.465	0.466	0.902	0.084	0.184
Growth	11,193	0.161	0.103	2.140	-0.570	0.372
Size	11,193	22.847	22.657	28.636	19.446	1.350
Ato	11,193	0.602	0.517	2.442	0.087	0.400
Ldebt	11,193	0.179	0.131	0.703	0.000	0.168
Inv	11,193	0.131	0.105	0.668	0.000	0.122
Ndts	11,193	0.019	0.016	0.066	0.000	0.014

4.2. 主回归分析

表3列示了新冠疫情冲击与企业杠杆操纵的回归结果。可以看出，无论是否控制了行业和年份固定效应，交乘项的系数均为负数，且都至少在5%的水平上显著。这与我们的假设一致，可见新冠疫情冲击

抑制了企业杠杆操纵，企业财务杠杆的系数显著为正数，说明企业财务杠杆越高，杠杆操纵程度就越高，这与已有的研究结论相符合。控制变量中，企业成长性、规模、总资产周转率、存货占比的回归系数显著为负，与企业杠杆操纵呈负相关关系，长期负债比、非债务护盾的回归系数显著为正，与企业杠杆操纵呈正相关关系。

Table 3. COVID-19 impact and corporate leverage manipulation
表 3. 新冠疫情冲击与企业杠杆操纵

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	LEV M	LEV M	LEV M	LEV M
Lev	0.358***	0.350***	0.386***	0.378***
	-13.14	-10.16	-13.23	-10.49
Lev × POST	-0.079***	-0.082**	-0.079***	-0.081**
	(-5.25)	(-2.25)	(-5.23)	(-2.23)
Growth	-0.031***	-0.028***	-0.032***	-0.029***
	(-3.70)	(-3.41)	(-3.82)	(-3.54)
size	-0.039***	-0.038***	-0.036***	-0.036***
	(-13.01)	(-12.90)	(-12.12)	(-11.98)
Ato	-0.072***	-0.071***	-0.082***	-0.081***
	(-7.45)	(-7.33)	(-8.05)	(-7.95)
Ldebt	0.066***	0.067***	0.045**	0.046**
	-3.27	-3.33	-2.07	-2.15
Inv	-0.144***	-0.143***	-0.165***	-0.163***
	(-5.37)	(-5.30)	(-4.79)	(-4.73)
Ndts	0.764**	0.737**	0.273	0.248
	-3.13	-3.01	-1.01	-0.91
Constant	0.972***	0.962***	0.959***	0.946***
	-16.32	-16.05	-13.78	-13.64
ind	NO	NO	YES	YES
year	NO	YES	NO	YES
N	11,193	11,193	11,193	11,193
R ²	0.046	0.048	0.052	0.054

注：*P < 0.1，**P < 0.05，***P < 0.01。

4.3. 稳健性检验

为了验证主回归结果的可靠性，本文采用替换被解释变量的方法来进行稳健性检验。在 LEVM 法出现之前，比较常用的衡量企业杠杆操纵的方法是行业中位数法。表 4 结果显示，在替换被解释变量后，新冠疫情冲击仍然对企业杠杆操纵具有显著的抑制效应，说明主回归得出的结论是可靠的。

Table 4. Robustness test
表 4. 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	LEV	LEV	LEV	LEV
Lev	0.252*** (-11.53)	0.238*** (-8.65)	0.289*** (-12.39)	0.275*** (-9.55)
Lev × POST	-0.066*** (-5.50)	-0.057* (-1.93)	-0.068*** (-5.61)	-0.057* (-1.94)
Growth	-0.024*** (-3.48)	-0.021*** (-3.12)	-0.026*** (-3.82)	-0.024*** (-3.49)
size	-0.032*** (-13.20)	-0.031*** (-13.07)	-0.029*** (-12.08)	-0.029*** (-11.92)
Ato	-0.075*** (-9.49)	-0.074*** (-9.38)	-0.079*** (-9.49)	-0.078*** (-9.39)
Ldebt	0.058*** (-3.5)	0.058*** (-3.55)	0.043** (-2.46)	0.045** (-2.53)
Inv	-0.104*** (-4.70)	-0.102*** (-4.62)	-0.134*** (-4.74)	-0.132*** (-4.66)
Ndts	0.778*** (-3.92)	0.750*** (-3.77)	0.261 (-1.18)	0.235 (-1.06)
Constant	0.833*** (-17.27)	0.826*** (-16.97)	0.815*** (-14.34)	0.805*** (-14.19)
ind	NO	NO	YES	YES
year	NO	YES	NO	YES
N	11,193	11,193	11,193	11,193
R ²	0.048	0.05	0.057	0.06

注：*P < 0.1, **P < 0.05, ***P < 0.01。

5. 结论与建议

5.1. 结论

本文选取了 2017~2022 年 A 股非金融行业上市公司相关财务指标,使用 LEVM 法计算得出企业杠杆操纵程度,再通过实证研究方法分析疫情冲击是否对企业杠杆操纵产生影响,实证研究结果表明:新冠疫情冲击对企业杠杆操纵具有抑制效应。如今,各企业几乎已不再受疫情冲击的影响,国民生活恢复正常,整个社会重新开始有序运转。因此,新冠疫情冲击对企业杠杆操纵的抑制效应只是短期的,长期来看,应当实现企业实质上的去杠杆而不是形式上的去杠杆,由此提出以下建议。

5.2. 建议

5.2.1. 强化企业杠杆操纵风险意识

企业应该充分认识到杠杆操纵只能达到一定的短期目的，长期的杠杆操纵会增大风险，带来不利影响。企业杠杆操纵掩盖了高杠杆率的事实，这会增加会计信息风险，使相关信息使用者根据粉饰过的信息而做出错误的决策。债权人会以更宽松的条款和更低的利率将资金出借给企业，这会导致债权人的利益遭受损失。管理层在制定决策时，有时也很难掌握企业准确的财务状况和潜在的财务风险，据此做出的经营和财务决策很可能对公司的发展不利，甚至会加剧财务风险。一些信用评级机构也很难准确识别出企业存在哪些杠杆操纵，进而影响信用评级。比如安然公司就是利用表外负债高估利润、隐瞒亏损，直到它在申请破产保护前仍保持着良好信用等级，这一事件严重损害了投资者的信心。因此，在抑制企业杠杆操纵中，企业必须认清这样做的后果，一旦风险发生，债权人、股东、管理者、投资者等都将受到严重影响。

5.2.2. 优化企业资产负债结构和债务期限结构

合理的资产负债结构是良好的财务状况和偿债能力的体现，它是投资者和债权人都比较重视的信息[11]。优化企业资产负债结构，一是要提升企业盈利能力，这有利于降低资产负债率。盈利能力是企业长期可持续发展的关键，企业在制定发展战略时，要用长远眼光看待问题，注意国内国际趋势走向、国家大政方针以及外部环境中潜在的机遇和挑战。二是要重视内部融资。根据优序融资理论，企业在筹措资金时，应当优先考虑内部融资，再考虑债券和股权融资，但大量的内部融资仍要求企业具有较高的盈利能力。

优化企业债务期限结构，将资产和债务期限相匹配，合理分配长期债务与短期债务，降低企业债务违约风险。短贷长投是许多企业都存在的行为，它可能会引发企业债务危机。当长期投资还未产生利润来偿还债务，而企业又没有多余的资金来偿还，此时企业就面临着巨大的债务压力，一些企业会选择再继续借入新的短期债务，导致企业融资成本不断上升，还面临着资金链断裂的风险[12]。企业应该通过合理规划来避免投融资期限错配行为，同时企业还应当与银行建立良好合作关系，强化信息沟通[13]。

5.2.3. 加大对企业杠杆操纵的监管和处罚力度

首先，相关部门应当完善针对企业杠杆操纵的制度和法规，加大处罚力度，一些企业正是利用法规的不完善性，来进行一系列杠杆操纵行为。其次，由于杠杆操纵行为有许多实现的手段，所以监管部门应当加强对杠杆操纵行为的识别能力，规范企业信息披露，尤其要重点监督企业“表外负债”、“名股实债”有关的信息披露。最后，政府应当进一步完善相关配套政策和措施来支持企业进行实质性去杠杆，减少企业杠杆操纵行为。政府应当建立和完善企业融资平台，解决一些企业股权融资较难的问题。同时，政府可以为企业提供一些指导，提升企业财会人员在“去杠杆”方面的知识和专业能力，以及提升会计师事务所审计人员识别杠杆操纵的能力。

参考文献

- [1] 郭晔, 渠宇轩, 陈凌凌. 宏观经济冲击、企业杠杆与银行风险[J]. 系统工程理论与实践, 2022, 42(6): 1463-1480.
- [2] 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.
- [3] 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, 23(7): 1-26.
- [4] 黄维娜, 张敦力, 李四海. 租赁方式操控对企业信用风险的影响研究——以《国际财务报告准则第16号——租赁》为视角[J]. 宏观经济研究, 2017(6): 65-72.
- [5] 余德厚, 程进飞. “去杠杆”背景下的金融创新——“名股实债”的性质认定及法律风险分析[J]. 湖南工程学院学报(社会科学版), 2017, 27(3): 86-91.

- [6] 罗宏, 郭一铭, 乔慧颖, 吴丹. 企业数字化转型与杠杆操纵[J]. 当代财经, 2023(5): 65-78.
- [7] 魏文君, 李黎. 机构投资者持股与企业杠杆操纵[J]. 财会月刊, 2023, 44(5): 21-30.
- [8] 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, 44(1): 159-175.
- [9] 马勇, 徐晨阳, 吴兴宇. 国家审计能抑制国有企业杠杆操纵吗? [J]. 审计与经济研究, 2023, 38(2): 24-33.
- [10] 徐金球. 新冠肺炎疫情冲击下的企业资本结构与最优杠杆率研究——基于中国上市公司的经验证据[J]. 云南财经大学学报, 2022, 38(6): 60-70.
- [11] 李佳澳. SHGF 公司杠杆优化研究[D]: [硕士学位论文]. 徐州: 中国矿业大学, 2022.
- [12] 刘垣钰, 郭淑娟. 短贷长投、银企关联与企业债务违约风险[J]. 金融与经济, 2022(10): 69-78.
- [13] Gao, W.L., Zhu, F.F. and Chen, K. (2022) The Role of Bank Lenders in Firm Leverage Adjustments. *The Journal of Financial Research*, **46**, 63-97. <https://doi.org/10.1111/jfir.12307>