

再融资新规的治理效应研究

——基于企业杠杆操纵的证据

卿小权¹, 赵雪晴¹, 赵文静¹, 董启琛²

(1. 首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070; 2. 北京物资学院 会计学院, 北京 101149)

摘要:再融资制度修订旨在通过金融供给侧改革来缓解企业融资约束和加强资本市场监管,但其实施效果如何却有待深入探究。文章以 2017—2022 年我国创业板上市公司为实验组样本,考察了再融资新规对企业杠杆操纵行为的治理效应。研究发现,再融资新规的实施能够降低创业板上市公司的杠杆操纵程度。机制检验发现,再融资新规主要通过缓解融资约束和强化外部监督来抑制企业的杠杆操纵行为。异质性分析表明,再融资新规对“名股实债”形式的杠杆操纵行为的抑制作用更强,且在法治化水平较高、金融市场化水平较低的地区以及媒体关注压力较大的企业中对杠杆操纵的治理效果更好。文章的研究补充了融资制度变革抑制企业机会主义行为的经验证据,这不仅有助于报表使用者直观理解股权再融资制度改革成效,也为政策制定者及监管部门提升企业信息披露质量进而构建有效资本市场提供了重要启示。

关键词:再融资; 杠杆操纵; 治理效应; 创业板; 融资约束

中图分类号: F23; F27; G32 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2024)07-0156-14

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20240220.101

一、引言

党的二十大报告提出,健全资本市场功能,提高直接融资比重。对中小企业而言,股权融资面临发行条件高、募资规模小、审核周期长等限制。为了满足严格的外部融资条件,^①企业可能会借助投融资创新实践,通过表外负债、名股实债及其他会计手段进行杠杆操纵。而这在实践中不仅会加剧企业的会计信息风险和隐性债务风险(李晓溪和杨国超, 2022; 李晓溪等, 2023),还可能误导财务报表信息使用者的决策行为,从而降低社会资本配置效率,不利于经济高质量发展(许晓芳和陆正飞, 2022)。为了深化金融供给侧结构性改革,提高直接融资比重,防止高杠杆可能引发的区域性和系统性金融风险,2020 年中国证监会修订了《创业板上市公司证券发

收稿日期: 2023-08-09

基金项目: 国家社会科学基金项目(20BGL072)

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

赵雪晴(1996—), 女, 河北保定人, 首都经济贸易大学会计学院博士研究生;

赵文静(1997—), 女, 山东泰安人, 首都经济贸易大学会计学院博士研究生;

董启琛(1993—)(通讯作者), 男, 河南新乡人, 北京物资学院会计学院讲师。

^① 比如, 证监会 2006 年发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》规定, 发行人应保证资产负债结构合理, 该规定在 2022 年新修订的“办法”中沿用; 证监会 2006 年发布的《上市公司证券发行管理办法》规定, 企业发行可转债后的累计债券余额不能超过最近一期末净资产的 40%, 该规定在 2020 年新修订的“办法”中沿用; 证监会 2014 年发布的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》规定, 上市公司发行证券需满足“最近两年盈利”, 该规定在 2020 年新修订的“办法”中仍然适用于公开增发。

行管理暂行办法》等系列规则(简称“再融资新规”),^①对上市公司发行证券的资格条件、发行规则、信息披露等做出了全面调整。^②此举有望优化企业融资环境,增强资本市场监管力度,从而对上市公司的杠杆操纵行为产生治理作用。

针对企业杠杆操纵的动因,现有研究从公司治理(翟淑萍等, 2021; 吴晓晖等, 2022; 马新啸和窦笑晨, 2022; 卿小权等, 2023)、企业融资需求(许晓芳等, 2021; 李晓溪和杨国超, 2022)、地方政府债务(饶品贵等, 2022)以及企业垄断势力(彭方平等, 2023)等角度展开分析。但上述研究总体上侧重从微观层面分析企业杠杆操纵的动因及后果,从宏观政策和资本市场改革层面来探讨杠杆操纵影响因素及治理机制的文献却较少。而再融资新规一方面明显放宽了上市公司增发新股的资格条件,降低了投资者的准入门槛与退出限制,即通过优化制度设计打通了资本市场与实体经济之间的资金纽带,以更好满足投资机会多但缺乏资金的中小企业的融资需求,使其“无需操纵”;另一方面,对于上市公司再融资过程中可能出现的欺诈发行、信息披露违法违规等行为,各级监管部门的监督力度可能加大,^③使企业“无心操纵”。那么,再融资新规的实施能否治理创业板上市公司的杠杆操纵行为?证券监管部门如何利用再融资新规来引导和规范企业行为,进而提升企业信息披露质量和资本市场资金配置效率?这些不仅是当前我国深化金融供给侧改革亟须回答的重要问题,也是评估再融资制度改革成效的关键。

本文以我国持续深化金融供给侧结构性改革为背景,以股权再融资市场监管制度改革为契机,选取2017—2022年创业板上市公司为实验组样本,考察了2020年股权再融资新规的实施对创业板上市公司杠杆操纵行为的治理效应。研究发现,再融资新规实施后,创业板上市公司的杠杆操纵程度显著降低。从作用机制来看,再融资新规主要通过缓解企业融资约束和增强外部监督来抑制企业的杠杆操纵行为。本文还发现,再融资新规更能抑制“名股实债”形式的杠杆操纵,且其杠杆操纵治理效应在法治化水平较高、金融市场化水平较低的地区以及媒体关注压力较大的企业中更加显著。

本文的研究贡献主要体现在:第一,基于我国深化金融供给侧结构性改革这一制度背景,探索了旨在优化融资环境的再融资新规对企业杠杆操纵行为的治理效应。自再融资新规正式落地以来,鲜有文献探讨其对企业会计信息披露行为尤其是资产负债表信息披露的影响。本文丰富了有关证券监管制度改革与企业信息披露质量关系的文献,为合理评估再融资新规的实施效果提供了新的经验证据。第二,本文以政策效果评估为切入点,拓展了有关企业杠杆操纵影响因素的研究。现有文献大多检验内部治理因素对企业杠杆操纵的影响(许晓芳等, 2021; 翟淑萍等, 2021; 马新啸和窦笑晨, 2022; 吴晓晖等, 2022; 卿小权等, 2023),本文则聚焦于再融资新规这一旨在推动资本市场服务实体经济的外部治理机制对企业杠杆操纵的影响。本文剖析了再融资新规抑制创业板上市公司杠杆操纵的机制,这不仅为投资者理解企业杠杆操纵的动因补充了直接证据,也为政府规范企业债务信息披露行为提供了新的洞见。第三,本文通过考察不同的

^① 2020年证监会对《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》进行修订,修订后的规则并称为“再融资新规”。再融资新规允许增加发行对象将使资金来源变广,设置多个定价基准便于降低公司融资成本,缩短限售期可减轻参与人的持股风险,放宽发行条件则能降低市场准入门槛。

^② 证监会2020年新修订的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》对第九条做出明确变更,对于上市公司非公开发行股票的,不再要求“最近两年盈利”;此外,对第十一条做出修改,取消了“前次募集资金基本使用完毕,且使用进度和效果与披露情况基本一致”的规定。上述修订仅适用于创业板上市公司。

^③ 2020年2月14日,证监会在发布“再融资新规”的立法说明时指出,本次再融资制度调整的总体思路之一是“切实提高公司治理和信息披露质量,建立更加严格、全面、深入、精准的信息披露要求,督促上市公司以投资者决策为导向,真实准确完整地披露信息”。

法治环境、金融环境和媒体环境下再融资新规实施效果的异质性,探明了更好发挥政策作用和改善上市公司会计信息披露的外在条件,从优化监管政策实施环境的视角为政策制定者及其他利益相关者提供了决策参考,从而为提升政策工具的实施效果和推动金融服务实体经济提供了实践启示。

二、制度背景、文献回顾与研究假说

(一)制度背景

我国的再融资制度变迁大致经历了起步期(2006—2013年)、快速发展期(2014—2016年)、收紧期(2017—2019年)和宽松期(2020年至今)四个阶段。由于监管政策松紧不一,股权再融资市场规模存在波动。随着股权分置改革取得重要的阶段性成果,证监会在2006年和2007年相继发布《上市公司证券发行管理办法》《上市公司非公开发行股票细则》,这标志着再融资制度初步成型。在此后的七年里,作为最具代表性的再融资方式,定向增发的实施数量和募资规模均实现稳步增长。^①2014年,在“国九条”构建多层次资本市场体系的指引下,^②证监会发布《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》,这为创业板上市公司通过增发、配股、发行可转债等方式进行再融资提供了法律依据,再融资市场由此进入快速发展期。然而,推出小额快速定增机制、上调融资配套比例等宽松的融资政策难免导致企业过度融资、募集资金“脱实向虚”等问题。为了引导和规范上市公司融资行为,监管政策开始收紧。2017年,证监会对定向增发实施细则进行了修订,包括明确定价基准日为发行期首日、设定再融资规模上限等,同时加强了对上市公司大股东及董监高在解禁期满后的减持行为的限制。在政策收紧后,再融资市场规模迅速回落,尤其是定向增发项目数量和筹资规模均大幅缩减。^③2020年2月,证监会修订《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》等系列规则,分别从股票发行条件、定价依据、发行对象、发行规模、限售期等方面对再融资限制全面松绑,旨在持续完善股权再融资市场化运作机制,增强资本市场服务实体经济的能力,再融资市场随之进入新一轮宽松期。图1展示了我国再融资市场融资规模的变化趋势。

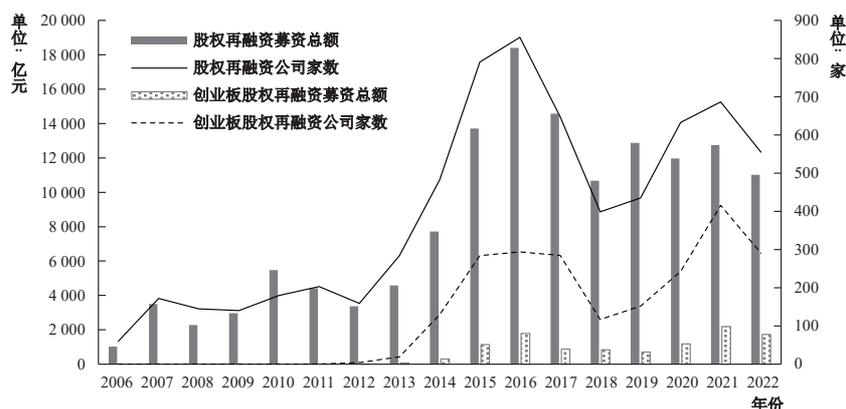


图1 2006—2022年我国上市公司股权再融资募资总额与募资家数

① Wind数据库的统计结果显示,2006年我国上市公司再融资总额为1023.15亿元,其中定向增发募资887.76亿元,占当年再融资总额的86.77%;2013年我国上市公司再融资总额为4580.45亿元,其中定向增发募资3470.42亿元,占当年再融资总额的75.77%。

② 国务院2014年发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》简称“国九条”。

③ Wind数据库的统计结果显示,2014年和2015年我国资本市场中定向增发融资总额的增长率分别为78.51%和84.71%;2016年再融资市场规模达到峰值,其中定向增发规模高达17864亿元;2017—2018年,定向增发融资规模连续两年同比下滑超过20%,2018年募资总额降至7855亿元,与2016年的峰值相比下降了55%。

2020年实施的再融资新规对资本市场具有多方面的影响。就发行人而言,增加发行对象可以拓宽融资渠道,有利于吸引各类投资者参与证券认购,增加资金供给量;设置多个定价基准日便于对新股灵活定价,增强控股股东、实际控制人及其关联方和战略投资者的认购意愿,确保发行成功;延长批文有效期既能保证再融资项目有充足的执行时间,提高发行成功率,又能使发行人选择有利的发行时机,降低股权融资成本。就投资者而言,提高定向增发新股的折价率能够降低投资成本,激发其认购新股的积极性,提高上市公司的融资效率;缩短禁售期能够降低投资者的持股风险,增强其认购意愿。就发行资格而言,简化盈利水平等发行条件能够降低再融资市场准入门槛,由此可能弱化创业板上市公司的盈余管理与杠杆操纵动机。^①因此,再融资新规的实施有望减少上市公司发行证券及证券交易的限制,有利于企业扩大融资规模,提升融资效率,从而在一定程度上缓解企业的“融资难”“融资贵”问题。同时,再融资新规加强了对“名股实债”形式杠杆操纵行为的监管,以期有效规范企业的债务信息披露。^②

(二)文献回顾

再融资政策如何影响企业行为及其股票市场表现,是公司股权再融资领域关注的热点问题。大量研究关注旨在强化监管的再融资政策的实施效果,一部分学者肯定了再融资监管趋严的必要性和有效性(王正位等, 2006; 魏志华等, 2014),而另一部分学者则认为发行门槛的设立与监管力度的加大会给市场带来负面影响(Chen和Yuan, 2004; 肖成民和吕长江, 2011; 王克敏和刘博, 2012; 王志强和张玮婷, 2012; 全恰等, 2016)。而直接考察旨在放宽融资监管的政策对企业行为影响的研究偏少。比如,宋玉臣等(2022)发现,2020年再融资新规出台后,实施股权再融资企业的创新水平得到显著提升。此外,也有学者评估了其他资本市场改革政策的效应,发现其会对企业信息披露质量产生重要影响。比如,融资融券制度改革通过发挥治理效应,可以抑制公司的违规披露行为,降低标的公司的盈余管理水平(陈晖丽和刘峰, 2014),提高其会计信息质量(杨慧辉和刘伟, 2018)。可见,对于监管政策“放松”所产生的影响,现有研究尚不充分,特别是鲜有文献探讨资本市场监管制度改革对上市公司机会主义行为的治理效果。同时,对于如何治理企业杠杆操纵,现有研究主要关注非国有股东(马新啸和窦笑晨, 2022)、机构投资者(吴晓晖等, 2022; 卿小权等, 2023)、党组织治理(翟淑萍等, 2021)以及控股股东股权质押(许晓芳等, 2021)的内部治理效应,而较少考虑外部治理环境变化对公司机会主义行为的影响。因此,再融资监管制度改革对企业杠杆操纵的治理效应有待进一步考证。

(三)理论分析与假说提出

为了满足再融资政策所规定的业绩条件,并对外展现良好的财务状况,企业有动机进行杠杆操纵。从再融资政策中的“刚性约束”来看,以创业板企业为例,在再融资新规出台之前,上市公司申请在境内发行证券需满足“最近两年盈利”等要求,而这可能造成企业通过操纵行为来临时性地满足政策要求(Chen和Yuan, 2004; 杨国超等, 2017),甚至企业可能以暂时增加财务风险来满足再融资资格条件。从信息披露的“弹性约束”来看,杠杆率既能反映企业的潜在财务

^①对于上市公司非公开发行股票,发行对象数量由不超过10名和5名,统一调整为不超过35名;提前确定全部发行对象且为控股股东、实际控制人及其控制的关联方、战略投资者的,增加了董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为定价基准日;再融资核准文件有效期从6个月延长至12个月;发行价格限制由不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%改为80%。对于上市公司发行证券,控股股东的锁定期从36个月缩短至18个月,机构投资者的锁定期从12个月缩短至6个月。对于创业板上市公司非公开发行股票,取消“最近两年盈利”。资料来源:《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等。

^②《上市公司非公开发行股票实施细则》第二十九条指出,上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺,不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿。

风险,也可揭示企业维护债权人与股东权益的能力。杠杆率过高不仅会限制企业的股权融资与投资,还会导致债权人对企业设置严苛的融资条件。这会增加债务融资成本,加剧企业财务风险(许晓芳和陆正飞,2020)。企业通过杠杆操纵来降低资产负债率,希望向投资者展现其良好的财务状况,从而获得更多资金以满足投资需求和实现业绩增长(汪德华和刘志彪,2004)。

1. 再融资新规提供的融资便利对企业杠杆操纵的影响。面临融资约束是企业杠杆操纵的重要诱因(许晓芳和陆正飞,2020),因而融资难度较大、融资成本较高的企业往往具有更强的杠杆操纵动机(彭方平等,2023)。实践中,出于风险与收益的权衡,投资者所提供的资金往往难以满足企业的融资需求。为了提高资金的使用效率和规避系统性金融风险,金融监管部门通常会针对企业的财务状况设置市场准入门槛,^①而这会限制拥有投资机会但杠杆率较高的企业进行融资。为了满足监管要求,企业很可能进行杠杆操纵。而再融资新规的出台在一定程度上可以缓解企业的融资约束,从而抑制其杠杆操纵行为。首先,取消定向增发的盈利条件直接降低了再融资市场的准入门槛,为财务状况不达标企业提供了更多的股权融资机会。其次,增加定向增发发行对象、提高定向增发新股的折价率可以扩大资金来源,增强投资者参与认购的意愿,从而缓解企业“融资难”问题。此外,缩短新股限售期可以减少投资者持股期间所面临的股价波动风险,降低投资者所要求的必要报酬率;增加定价基准日则有助于企业选择合适的市场时机发行股票,避免因股票估值过低而增加股权融资成本,从而缓解企业“融资贵”问题。进一步地,与主板上市公司相比,创业板公司的抵押贷款能力较弱(王立彦和刘应文,2013),面临的融资约束较强,因而取消盈利能力等要求更能提升其再融资能力,从而缓解融资约束。因此,实施再融资新规对创业板上市公司杠杆操纵的治理效应更加明显。

2. 再融资新规产生的监督效应对企业杠杆操纵的影响。在资本市场监管不严或内部控制薄弱的情况下,企业管理层实施杠杆操纵的可能性和程度更大。外部利益相关者的监督力量可以有效弥补内部监管的缺失,从而抑制企业的杠杆操纵行为(许晓芳和陆正飞,2020)。2020年新修订的《上市公司非公开发行股票实施细则》明确规定,上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象做出保底保收益或变相保底保收益承诺,不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿。不难理解,若企业发行债券或向银行借款筹资,不论其是否盈利或盈利多寡,都需按期还本付息;若企业发行普通股筹资,不仅股本无固定到期日,而且通常不需向投资者支付固定的股利。因此,若上市公司与股票投资者签订附有保底保收益条款的“抽屉协议”,或是以向投资者提供财务资助或补偿为代价而发行股票,则该股票本质上等同于债券,而将其确认为股东权益属于典型的“名股实债”形式的杠杆操纵行为。出台再融资新规可以压缩上市公司杠杆操纵的空间。此外,新规出台还会引起证券交易所等监管部门对上市公司可能存在的出资违规、虚构利润等行为进行问询(梅蓓蕾等,2021),而这会增加上市公司的外部监督压力和违法违规成本,减弱其杠杆操纵动机。进一步地,与主板上市公司相比,创业板公司因固有风险、信息不对称等原因(李后建和刘思亚,2015;朱磊等,2019)而更加依赖股权融资。因此,实施再融资新规对创业板上市公司杠杆操纵的抑制效果更加明显。

综上所述,再融资新规能够缓解企业融资约束和强化外部监督,从而抑制企业的杠杆操纵行为,且这种治理效应在创业板上市公司中更加突出。因此,本文提出以下假说:再融资新规的实施能够降低创业板上市公司的杠杆操纵程度。

^①除了IPO和股权再融资相关法规对发行人的财务状况做出规定外,证监会2015年发布的《公司债券发行与交易管理办法》规定,公开发行公司债券的发行人应及时披露“发行人当年累计新增借款或对外提供担保是否超过上年末净资产的20%”,该规定在2021年新修订的“办法”中沿用;2020年8月,住建部与央行召开12家重点房企座谈会,明确提出限制房企融资的“三道红线”,即剔除预收款后的资产负债率不得大于0.7,净负债率不得大于1倍,现金短债比不小于1倍。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选取

本文将创业板上市公司作为处理组,其他板块的上市公司作为对照组。究其原因,一是创业板上市公司面临的融资约束更强。与主板上市公司相比,创业板公司在抵押贷款能力(王立彦和刘应文,2013)、信息披露质量(李昊洋和程小可,2018)等方面存在劣势,较难获取间接融资,因而更有可能通过杠杆操纵来满足债务融资需求。而再融资新规的出台不仅降低了创业板上市公司的准入门槛,还优化了股票发行方式。这将直接减弱其对债务融资的依赖,从而抑制杠杆操纵行为。二是再融资新规对创业板上市公司的增量监督效应更强。发改委等六部委在2018年和2019年相继发布《降低企业杠杆率工作要点》,明确要求“国有企业应规范使用混合型权益融资工具,防止虚假降杠杆”。可见,以国有企业为主的主板上市公司的杠杆操纵行为一直备受国资委等监管部门的关注。而以民营企业为主的创业板公司在信息披露方面面临的监管比较宽松。因此,再融资新规增加的针对“名股实债”操纵手段(如股票发行人向投资者做出保底收益承诺)的条款更有可能对创业板上市公司发挥监督作用。

本文采用2017—2022年沪深A股上市公司作为初始研究样本。我国资本市场的再融资制度改革具有明显的阶段性特征,在再融资新规出台之前,证监会在2017年对《上市公司非公开发行股票细则》的部分条文进行了修订。为了排除更早期政策的干扰,本文的样本期间始于2017年。借鉴许晓芳等(2020)的研究,本文手工计算得到上市公司的杠杆操纵程度数据。此外,本文剔除了金融行业、财务数据缺失以及数据异常的上市公司,最终得到16405家公司一年度观测值。为了排除极端值的影响,本文对连续变量进行了上下1%的缩尾处理。主要财务数据来自国泰安数据库、CNRDS数据库和Wind数据库,其他数据来自中国统计年鉴及各省统计年鉴。

(二)模型构建与变量定义

参考宋玉臣等(2022)的研究,本文构建了如下双重差分模型来检验研究假设:

$$LEVM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat \times Post_{sect,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \sum Sector + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标*i*和*t*分别表示行业和年份。*LEVM*为企业杠杆操纵程度。*Treat*×*Post*为衡量创业板再融资新规的政策变量,*Treat*为政策实施对象变量,若企业为创业板上市公司则取值为1,否则为0;*Post*为政策实施时间变量,2020年及之后取值为1,否则为0。*Controls*为影响企业杠杆操纵程度的控制变量,包括公司特征与公司治理因素; α 为待估系数,*Industry*、*Year*和*Sector*分别为行业、年度和交易板块固定效应。^①参考许晓芳等(2020)的研究,本文使用基本的XLT-LEVM方法和扩展的XLT-LEVM方法来计算杠杆操纵程度。

参考许晓芳等(2021)以及卿小权等(2023)的研究,本文选取了以下三类控制变量:第一类是公司规模(*SIZE*)、上市年限(*AGE*)和产权性质(*SOE*)等公司基本特征变量;第二类是杠杆率(*LEV*)、盈利能力(*ROA*)和成长能力(*GROWTH*)等公司财务特征变量;第三类是股权集中度(*TOP*)、董事会规模(*BOARD*)、独立董事比例(*INDEP*)、两权分离度(*SEPE*)和代理成本(*AGENCOST*)等公司治理变量。主要变量定义见表1。

^①需要指出的是,模型(1)中未加入代表政策实施时间的*Post*分项是因为年份固定效应会将其吸收;类似地,未加入代表政策实施对象的*Treat*分项是因为板块固定效应会将其吸收。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>LEV</i>	杠杆操纵程度1	实际杠杆率与名义杠杆率之差,采用许晓芳等(2020)中基本的XLT-LEV方法计算 采用许晓芳等(2020)中扩展的XLT-LEV方法(直接法)计算
	<i>ExpLEV</i>	杠杆操纵程度2	
解释变量	<i>Treat</i>	政策实施对象	创业板公司取值为1, 否则为0
	<i>Post</i>	政策实施时间	2020年及之后取值为1, 否则为0
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模	企业总资产的自然对数
	<i>LEV</i>	杠杆率	企业总负债/总资产
	<i>AGE</i>	上市年限	企业上市年限的自然对数
	<i>SOE</i>	产权性质	国有控股取值为1, 否则为0
	<i>ROA</i>	盈利能力	净利润/总资产期末余额
	<i>GROWTH</i>	成长能力	企业营业收入增长率
	<i>TOP</i>	股权集中度	前三大流通股股东持股比例之和
	<i>BOARD</i>	董事会规模	董事总人数的自然对数
	<i>INDEP</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事总人数
	<i>SEPE</i>	两权分离率	实际控制人拥有的上市公司控制权与所有权之差
<i>AGENCOST</i>	代理成本	管理费用/营业收入	

(三)描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。*LEV*和*ExpLEV*的均值分别 0.128 和 0.130, 说明样本公司通过杠杆操纵将名义杠杆率降低了 13% 左右; 标准差分别为 0.257 和 0.258, 说明不同样本公司的杠杆操纵程度存在较大差异。*Treat*的均值为 0.217, 说明受到再融资新规影响的创业板上市公司占全样本的五分之一以上, 本文样本具有较好的代表性。

表 2 描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>LEV</i>	16 405	0.128	0.257	0.000	0.000	0.038	0.165	1.913
<i>ExpLEV</i>	16 405	0.130	0.258	0.000	0.002	0.040	0.167	1.919
<i>Treat</i>	16 405	0.217	0.412	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Post</i>	16 405	0.561	0.496	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

四、实证结果分析

(一)基准回归分析

为了检验研究假说, 本文对模型(1)进行了回归, 表 3 报告了基准回归结果。在未加入控制变量时, 列(1)和列(3)中 *Treat*×*Post* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负。这说明再融资新规实施后, 创业板上市公司的杠杆操纵程度有所下降, 初步验证了本文的研究假说。在加入控制变量后, 列(2)和列(4)中 *Treat*×*Post* 的系数仍在 1% 的水平上显著为负。上述结果表明, 在控制了影响杠杆操纵的其他因素后, 实施再融资新规对企业杠杆操纵的抑制作用依然显著。以列(4)为例, *Treat*×*Post* 的系数为-0.0391。这说明当其他条件不变时, 与对照组企业相比, 再融资新规的实施使处理组企业的杠杆操纵程度平均下降了 3.91%, 而且具有显著的统计意义与经济意义。可见, 再融资新规的实施能够抑制企业的杠杆操纵行为, 对人为调节杠杆率的行为具有治理效应, 本文研究假说得到验证。

表 3 基准回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LEV</i>	<i>LEV</i>	<i>ExpLEV</i>	<i>ExpLEV</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.0351*** (-3.52)	-0.0392*** (-3.95)	-0.0350*** (-3.50)	-0.0391*** (-3.93)
<i>Controls</i>	未控制	控制	未控制	控制
年度、行业与板块固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	16 405	16 405	16 405	16 405
<i>adj. R</i> ²	0.0383	0.0674	0.0385	0.0681

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号内为t值并经过个体层面的Cluster标准误处理。下同。

(二)稳健性检验与内生性分析^①

1. 平行趋势检验。如果处理组和对照组在政策实施之前具有不同的发展趋势,则两者的差异可能会混淆双重差分法对政策效应的评估结果,因而需要进行平行趋势检验。结果显示,新规实施之前,处理组和对照组不存在显著差异,因而满足双重差分法的先验条件;新规实施之后,抑制效果持续显著,从而说明再融资新规能够对企业杠杆操纵发挥治理作用。

2. 安慰剂检验。为了消除不可观测因素的影响,本文使用“反事实”框架下的安慰剂检验,通过随机生成受再融资新规影响的企业名单来尽可能消除观测偏误的影响。安慰剂检验结果显示,系数估计值的概率密度函数呈正态分布,且距离基准回归得到的系数值较远。这说明企业杠杆操纵程度的下降确实由再融资新规的实施所导致,受其他不可观测因素的影响较小。

3. 倾向得分匹配。为了减轻样本企业固有特征的影响,本文使用倾向得分匹配法,从未受到再融资新规影响的样本中寻找对照组企业,以全部控制变量作为匹配条件进行1:1无放回近邻匹配。在使用逐年PSM-DID方法来缓解样本选择偏误后,再融资新规的实施对创业板公司的杠杆操纵水平依然存在显著的负向影响,这进一步支持了本文结论。

4. 熵平衡匹配。为了使控制变量在处理组和对照组之间的分布达到均衡,本文采用熵平衡法进行稳健性检验。本文利用熵平衡产生的权重对样本进行加权,使得加权样本中控制变量的一阶矩在对照组与处理组之间达到平衡。在进行熵平衡匹配后,再融资新规的实施依然能够显著降低创业板公司的杠杆操纵程度。

5. 排除新《证券法》等制度因素的影响。2020年3月1日,修订后的《中华人民共和国证券法》(简称“新《证券法》”)正式实施。新《证券法》对信息披露的严格要求会增加上市公司的证券违法违规成本,从而可能对其杠杆操纵行为产生抑制作用。为了排除同年实施的新《证券法》的干扰,本文重新构建处理组与对照组,将具有潜在再融资需求的上市公司作为处理组公司。本文认为,过度负债企业具有更强的再融资需求,这是因为与非过度负债企业相比,过度负债企业的债务融资难度更大,其资本结构动态调整的动机更强,所以股权再融资需求更加迫切。借鉴Harford等(2009)以及陆正飞等(2015)的做法,本文首先计算上市公司的目标杠杆率,然后将其与账面杠杆率进行对比以判断是否过度负债,最后将过度负债的创业板上市公司作为处理组,其他公司作为对照组。在排除新《证券法》等制度因素的影响后,再融资新规对杠杆操纵依然具有抑制作用,这证明了本文结论的稳健性。

6. 其他稳健性检验。第一,一阶差分法。为了缓解可能存在的内生性问题,本文剔除再融资新规实施之前年度的样本,只检验处理组和对照组在政策实施之后的差异。同时,本文剔除

^① 受篇幅限制,文中未报告稳健性检验和内生性分析结果,如有需要可向作者索取。

了全样本中其他板块的上市公司，只检验创业板上市公司在政策实施前后的变化情况。第二，更换被解释变量的衡量方式。本文使用扩展的 XLT-LEVM 方法(间接法)来计算企业杠杆操纵水平(许晓芳等, 2020)。经过上述处理后，本文结论保持不变。

(三)机制分析

由上文分析可知，再融资新规的实施既有助于缓解企业面临的融资约束，为企业创造更多的融资机会，以弱化其盈余管理与杠杆操纵动机；又有助于外部主体明确监督方向，提高监管效率，从而抑制管理层的机会主义行为，降低企业杠杆操纵程度。为了检验上述机制，本文参考 Duong 等(2022)的研究，通过构建三重交乘项进行机制分析。

1. 缓解融资约束。为了检验缓解融资约束在再融资新规抑制上市公司杠杆操纵中所发挥的作用，本文采用 Hadlock 和 Pierce(2010)构建的 SA 指数(SA)来衡量上市公司面临的融资约束程度。样本中 SA 指数均为负值，其数值越大表明公司面临的融资约束越严重。此外，考虑到“融资难”是企业面临融资约束的重要表现之一，本文还使用新增外部融资额(NEF=本年筹资活动的现金流入量/期末资产总额)来衡量企业面临的融资约束程度(顾乃康和周艳利, 2017)，其数值越大表明企业面临的融资约束程度越小。表 4 中列(1)和列(2)显示，Treat、Post 与 SA 的三重交乘项系数均显著为负，与基准回归中解释变量系数同号，说明融资约束会强化再融资新规对企业杠杆操纵的抑制作用，即企业面临的融资约束越严重，再融资新规越能通过缓解企业融资约束来降低其杠杆操纵水平。列(3)和列(4)显示，Treat、Post 与 NEF 的三重交乘项系数均显著为正，与基准回归中解释变量系数异号，说明新增外部融资额的增加会弱化再融资新规对企业杠杆操纵的抑制作用，即企业可获取的外部融资额越低，再融资新规越能通过增加外部融资来减弱杠杆操纵动机。上述结果说明，再融资新规的实施有助于改善企业融资环境，帮助企业适时获取所需资金，从而抑制其为满足融资条件而进行杠杆操纵的行为。

表 4 机制分析:缓解融资约束

	(1)	(2)	(3)	(4)
	LEVM	ExpLEVM	LEVM	ExpLEVM
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>SA</i>	-0.0559** (-2.07)	-0.0582** (-2.14)		
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>NEF</i>			0.0960** (2.02)	0.0955** (2.00)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
年度、行业与板块固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	16 405	16 405	16 405	16 405
<i>adj. R</i> ²	0.0674	0.0680	0.0833	0.0839

2. 强化外部监督。为了检验强化外部监督在再融资新规抑制上市公司杠杆操纵中所发挥的作用，本文使用交易所年报发函监管来衡量企业受到的外部监督强度。向监管目标发出函件是证券交易所发挥一线监管作用的重要途径和载体，对上市公司行为具有风险甄别作用(陈运森等, 2019)。参考刘柏和卢家锐(2019)的研究，本文使用问询监管强度(INQU)和总体监管强度(SUPE)两个指标来衡量外部监督，定义如下：INQU=公司本年收到的与杠杆操纵相关的问询函数量/本年收到的全部类型问询函数量，SUPE=公司本年收到的与杠杆操纵相关的问询函和监管函数量/公司本年收到的全部类型问询函和监管函数量。这两个指标的数值越大，表明证券交易所对上市公司的外部监督越强。表 5 中列(1)和列(2)显示，

表 5 机制分析:强化外部监督

	(1)	(2)	(3)	(4)
	LEVM	ExpLEVM	LEVM	ExpLEVM
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>INQU</i>	0.0344* (1.72)	0.0346* (1.72)		
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>SUPE</i>			0.0283* (1.71)	0.0284* (1.70)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
年度、行业与板块固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	16 405	16 405	16 405	16 405
<i>adj. R</i> ²	0.0679	0.0685	0.0678	0.0685

Treat、*Post* 与 *INQU* 的三重交乘项系数均显著为正,与基准回归中解释变量系数异号,说明监管问询增加在一定程度上会弱化再融资新规对杠杆操纵的抑制作用,即企业受到的问询监管强度越低,再融资新规越能通过增加问询函的监督强度来达到治理企业杠杆操纵的效果。列(3)和列(4)显示, *Treat*、*Post* 与 *SUPE* 的三重交乘项系数均显著为正,与基准回归中解释变量系数异号,说明外部监管力度越弱,再融资新规越能通过加大外部监管力度来抑制企业杠杆操纵。上述结果表明,实施再融资新规有助于强化证券交易所对上市公司管理层行为的关注,从而发挥非处罚性监管的外部治理效应。

五、进一步分析

再融资新规对企业杠杆操纵的抑制作用有可能受到外部环境因素的影响。作为规范企业融资行为的制度安排,再融资新规的实施效果在很大程度上可能受到企业经营所在地法律环境的影响;再融资新规通过缓解企业融资约束来发挥治理杠杆操纵的作用,而企业融资与其所处金融环境息息相关;此外,大众媒体对上市公司的舆论监督也有助于提升再融资新规的实施效果。为此,本文从法律环境、金融环境与舆论环境着手,进一步考察不同情境下再融资新规对企业杠杆操纵的抑制作用。同时,再融资新规对不同形式的杠杆操纵的影响也可能存在差异。

(一)区分杠杆操纵手段

再融资制度改革旨在通过降低证券发行门槛,增加企业的股权融资规模。而股权资本的增加能直接降低企业的资产负债率,使其不必利用名股实债手段进行杠杆操纵。同时,再融资新规明令禁止发行人与投资者签订“抽屉协议”(如向股权投资者提供保底保收益承诺),以预防名股实债形式的杠杆操纵。不难推测,再融资新规的实施对企业名股实债形式杠杆操纵的抑制效果更加明显。本文借鉴许晓芳等(2020)的方法,测算名股

表 6 区分杠杆操纵手段

	名股实债	表外负债
	(1)	(2)
	<i>LEV_M_NSRD</i>	<i>LEV_M_OB</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.0299*** (-3.00)	-0.0033 (-1.02)
<i>Controls</i>	控制	控制
年度/行业/板块固定效应	控制	控制
<i>N</i>	16 405	16 405
<i>adj. R</i> ²	0.0643	0.196

实债形成的杠杆操纵水平(*LEV_M_NSRD*)和表外负债形成的杠杆操纵水平(*LEV_M_OB*),将两者作为被解释变量进行回归。表 6 显示,对于名股实债手段的杠杆操纵,列(1)中交乘项系数在 1% 的水平上显著为负;而对于表外负债手段的杠杆操纵,列(2)中交乘项系数在统计意义上不显著,系数绝对值也小于前者,这说明再融资新规对企业名股实债形式的杠杆操纵治理效果更佳。

(二)异质性分析

1. 地区法治化水平。作为保障经济契约有效实施的正式机制,法治环境是经济发展与金融创新的重要制度前提(万良勇, 2013)。加强法治可以有效保护市场参与各方的权益,建立健全信息披露制度和监管机制有助于再融资新规发挥对企业杠杆操纵的约束作用。本文推测,再融资新规对杠杆操纵的治理效应在法治水平较高的地区更加显著。本文借鉴余明桂和潘红波(2008)的研究,使用每万人中执业律师均数来构建地区法治化水平变量,按其行业年度中位数将样本分为法治化水平高低两组。分组回归结果见表 7 中列(1)和列(2),当法治化水平较高时,交乘项系数在 1% 的水平上显著为负;当法治化水平较低时,交乘项系数在 10% 的水平上显著为负,且系数绝对值显著小于前者。上述结果说明,在良好的法治环境下,再融资新规对企业杠杆操纵的治理效应更强。

表 7 异质性分析

	法治化水平低	法治化水平高	金融市场化水平低	金融市场化水平高	媒体关注压力小	媒体关注压力大
	(1) <i>LEV</i> M	(2) <i>LEV</i> M	(3) <i>LEV</i> M	(4) <i>LEV</i> M	(5) <i>LEV</i> M	(6) <i>LEV</i> M
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.0254* (-1.69)	-0.0526*** (-3.98)	-0.0585*** (-3.74)	-0.0208 (-1.63)	-0.0015 (-0.13)	-0.0778*** (-4.93)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度、行业与板块固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	8 032	8 373	8 181	8 224	8 057	8 348
<i>adj. R</i> ²	0.0663	0.0725	0.0648	0.0820	0.0768	0.0690
组间系数差异检验 <i>P</i> 值	0.000		0.000		0.000	

注：组间系数差异检验采用Fisher的1000次抽样检验。被解释变量替换为*ExpLEV*M后，结果无实质变化。

2. 金融市场化水平。市场化水平较高的金融市场通常具有较强的金融资本配置功能(Hsieh 和 Klenow, 2009)，更容易满足企业合理的融资需求；而在金融市场化水平较低的地区，资金供给相对有限，企业为满足融资条件而进行杠杆操纵的动机可能更强。本文推测，再融资新规的实施对杠杆操纵的治理效应在金融市场化水平较低的地区更加显著。本文使用《中国分省份市场化指数报告》(王小鲁等, 2021)中的金融市场化程度指数及其预测值来反映金融业的市场化水平，并按其行业年度中位数将样本分为金融市场化水平高低两组。分组回归结果见表 7 中列(3)和列(4)，交乘项系数在金融市场化水平较低时显著为负，而在金融市场化水平较高时不显著。这说明当企业所在地区的金融市场化水平较低时，再融资新规对企业杠杆操纵的治理效果更佳。

3. 媒体关注压力。媒体报道凭借其广泛传播性与信息互动性，通过施加舆论压力对上市公司行为发挥外部监督作用(Dyck 等, 2008; 罗进辉, 2018)。良好的信息环境会使上市公司的操纵行为更易被识别(曹伟等, 2022)，媒体关注压力较大的公司具有更大的舆情管理需求，从而更有可能通过隐藏负债来粉饰资产负债表。本文推测，再融资新规对上市公司杠杆操纵的治理效应在媒体关注压力较大的公司中更加显著。参考陈志锋和陈瑜阳(2022)的研究，本文使用媒体关注度(*Media*)来衡量媒体关注压力， $Media = \ln(1 + \text{网络与报刊财经新闻内容出现上市公司次数之和})$ ，并按其行业年度中位数将样本分为媒体关注度高低两组。分组回归结果见表 7 中列(5)和列(6)，交乘项系数在媒体关注压力较大时显著为负，而在媒体关注压力较小时不显著。可见，当企业面临较大的媒体关注压力时，再融资新规对杠杆操纵的治理效果更佳。

六、结论与启示

随着股权再融资制度改革的持续推进，我国资本市场服务实体经济的质量和效率如何是一个值得探究的问题。本文以 2017—2022 年沪深 A 股上市公司为研究样本，考察了股权再融资制度改革对创业板上市公司杠杆操纵的治理效应，为我国进一步优化资本市场环境和防范企业杠杆操纵行为提供了经验借鉴。研究发现：第一，再融资制度改革能够显著降低政策范围内创业板企业的杠杆操纵水平，且在实施初期就有显著的政策效果。第二，优化股权融资环境和加强外部监督力量是再融资制度改革治理企业杠杆操纵行为的重要作用渠道。第三，与表外负债相比，再融资新规的实施更能抑制名股实债手段的杠杆操纵；良好的法治环境更有利于为再融资项目提供法律保障，因而在法治化水平较高的地区，再融资新规的政策效果更加显著；在资本配置能力较弱的市场环境下，企业为获取融资而进行杠杆操纵的动机更强，因而在金融市场化水平较低的地区，再融资新规的政策效果更加显著；媒体压力可能会导致企业更有动力向外界传

递自身偿债能力较强的信号,因而对于媒体关注压力较大的企业,再融资新规的政策效果更加显著。

本文研究结论对于新时代防范化解金融风险 and 实现资本市场高质量发展具有重要启示。第一,政府应持续推进资本市场改革,优化股权再融资制度体系。股权再融资制度能够有效拓宽企业融资渠道,抑制企业因融资需求而产生的杠杆操纵行为,从供给侧发力来提升再融资效率。再融资新规通过增加发行对象数量、设置灵活定价基准、缩短限售期、放宽发行条件等,多措并举整体上拓宽了股权再融资渠道,切实为投资机会多、发展潜力大的创业板企业注入了资金。政府需要建立健全配套的法律法规与投资者保护制度,进一步优化与完善股权再融资制度细节,结合政策实施效果反馈,适时适度调整具体要求,完善各板块差异化制度安排,与各项资本市场基础制度形成功能互补、有机联系的制度体系。第二,企业应加快推进融资端战略调整,合理安排融资结构。长期以来,我国企业的发展主要依赖投资,而投资又过于依赖信贷资金。因此,企业应充分利用股权融资制度改革带来的红利,提高直接融资尤其是权益融资比重,优化金融结构和防范化解金融风险。一方面,企业通过实质性去杠杆,将高杠杆引致的财务风险控制 在合理范围内;另一方面,融资需求被满足可以进一步减少企业的杠杆操纵行为,缓解其与投资者之间的信息不对称,从而提高股票估值和降低融资成本。第三,优化制度实施环境,为股权再融资政策落地创造有利条件。加强对发行人信息披露的监管及对相关违规行为的处罚。监管制度的不断完善有利于发展直接融资,完善资本市场的融资功能,并引导社会资金向投资机会多、发展潜力大的成长型企业聚集,从而发挥市场在资源配置中的决定性作用,形成统一开放、竞争有序的市场体系。第四,完善公司治理机制,形成内外部互补的有效监督体系。加强内部监督主体对管理层机会主义行为的关注与控制,识别与应对资产负债表信息质量劣变,强化对信息披露过程的监管。同时,积极引导和合理利用新闻媒体所发挥的外部监督作用,避免再融资条件放宽可能引发的企业盲目融资,以使资本市场更好地服务于实体经济发展。

参考文献:

- [1]曹伟,赵璨,杨德明.夸大其词的“互联网+”信息披露能够影响银行信贷决策吗[J].财贸经济,2022,(2):83-97.
- [2]陈晖丽,刘峰.融资融券的治理效应研究——基于公司盈余管理的视角[J].会计研究,2014,(9):45-52.
- [3]陈运森,邓祎璐,李哲.证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据[J].管理世界,2019,(3):169-185.
- [4]陈志锋,陈瑜阳.媒体报道在供应链上的溢出效应研究——企业坏消息隐藏的视角[J].经济管理,2022,(8):170-189.
- [5]顾乃康,周艳利.卖空的事前威慑、公司治理与企业融资行为——基于融资融券制度的准自然实验检验[J].管理世界,2017,(2):120-134.
- [6]李昊洋,程小可.投资者调研与创业板公司研发资本化选择[J].财贸研究,2018,(3):90-99.
- [7]李后建,刘思亚.银行信贷、所有权性质与企业创新[J].科学学研究,2015,(7):1089-1099.
- [8]李晓溪,饶品贵,岳衡.银行竞争与企业杠杆操纵[J].经济研究,2023,(5):172-189.
- [9]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.
- [10]刘柏,卢家锐.交易所一线监管能甄别资本市场风险吗?——基于年报问询函的证据[J].财经研究,2019,(7):45-58.
- [11]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.
- [12]罗进辉.媒体报道与高管薪酬契约有效性[J].金融研究,2018,(3):190-206.

- [13]马新啸, 窦笑晨. 非国有股东治理与国有企业杠杆操纵[J]. 中南财经政法大学学报, 2022, (3): 45-59.
- [14]梅蓓蕾, 郭雪寒, 叶建芳. 问询函的溢出效应——基于盈余管理视角[J]. 会计研究, 2021, (6): 30-41.
- [15]彭方平, 廖敬贤, 何锦安. 企业垄断势力对财务杠杆操纵行为的影响研究[J]. 管理学报, 2023, (2): 297-307.
- [16]卿小权, 董启琛, 武瑛. 股东身份与企业杠杆操纵——基于机构投资者视角的分析[J]. 财经研究, 2023, (2): 138-153.
- [17]全怡, 梁上坤, 付宇翔. 货币政策、融资约束与现金股利[J]. 金融研究, 2016, (11): 63-79.
- [18]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.
- [19]宋玉臣, 任浩锋, 张炎炎. 股权再融资促进制造业企业创新了吗——基于竞争视角的解释[J]. 南开管理评论, 2022, (5): 41-55.
- [20]万良勇. 法治环境与企业投资效率——基于中国上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2013, (12): 154-166.
- [21]汪德华, 刘志彪. 再融资政策、上市公司增长冲动与业绩异常分布[J]. 世界经济, 2004, (7): 55-63.
- [22]王克敏, 刘博. 公开增发业绩门槛与盈余管理[J]. 管理世界, 2012, (8): 30-42.
- [23]王立彦, 刘应文. 创业板公司上市前的债务融资模式研究[J]. 证券市场导报, 2013, (5): 9-15.
- [24]王小鲁, 胡李鹏, 樊纲. 中国分省份市场化指数报告(2021)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2021.
- [25]王正位, 赵冬青, 朱武祥. 再融资门槛无效吗?[J]. 管理世界, 2006, (10): 108-113.
- [26]王志强, 张玮婷. 上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究[J]. 管理世界, 2012, (7): 151-163.
- [27]魏志华, 李茂良, 李常青. 半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J]. 经济研究, 2014, (6): 100-114.
- [28]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.
- [29]肖成民, 吕长江. 市场监管、盈余分布变化与盈余管理——退市监管与再融资监管的比较分析[J]. 南开管理评论, 2011, (1): 138-147.
- [30]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.
- [31]许晓芳, 陆正飞. 企业杠杆、杠杆操纵与经济高质量发展[J]. 会计研究, 2022, (6): 3-15.
- [32]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[J]. 管理科学学报, 2020, (7): 1-26.
- [33]许晓芳, 汤泰劫, 陆正飞. 控股股东股权质押与高杠杆公司杠杆操纵——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2021, (10): 153-170.
- [34]杨国超, 刘静, 廉鹏, 等. 减税激励、研发操纵与研发绩效[J]. 经济研究, 2017, (8): 110-124.
- [35]杨慧辉, 刘伟. 融券机制对上市公司信息披露违规行为存在治理效应吗[J]. 财贸研究, 2018, (9): 98-110.
- [36]余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008, (8): 9-21.
- [37]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.
- [38]朱磊, 陈曦, 王春燕. 国有企业混合所有制改革对企业创新的影响[J]. 经济管理, 2019, (11): 72-91.
- [39]Chen K C W, Yuan H Q. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(3): 645-665.
- [40]Duong H N, Goyal A, Kallinterakis V, et al. Democracy and the pricing of initial public offerings around the world[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 145(1): 322-341.
- [41]Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1093-1135.
- [42]Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ Index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.

- [43]Harford J, Klasa S, Walcott N. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(1): 1–14.
- [44]Hsieh C T, Klenow P J. Misallocation and manufacturing TFP in China and India[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124(4): 1403–1448.

The Governance Effect of New Refinancing Regulations: Based on the Evidence of Corporate Leverage Manipulation

Qing Xiaoquan¹, Zhao Xueqing¹, Zhao Wenjing¹, Dong Qichen²

(1. School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;
2. School of Accountancy, Beijing Wuzi University, Beijing 101149, China)

Summary: The refinancing system reform aims to alleviate financing constraints and improve the capital market supervision system through the financial supply-side reform, but its implementation effect needs to be further explored. Whether the implementation of new refinancing regulations can inhibit the leverage manipulation behavior of listed companies, so as to reduce the financial risks of micro enterprises and prevent the systemic financial risks at the macro level is not only an important question that needs to be answered in deepening the financial supply-side reform in China, but also the key to measuring the effectiveness of the refinancing system reform.

Taking GEM listed companies from 2017 to 2022 as the experimental group, this paper empirically examines the governance effect of new refinancing regulations on corporate leverage manipulation. It is found that new refinancing regulations can reduce the leverage manipulation degree of GEM listed companies. Mechanism testing finds that new refinancing regulations mainly restrain the leverage manipulation behavior of enterprises by easing financing constraints and strengthening external supervision. Heterogeneity analysis shows that new refinancing regulations have a stronger inhibition effect on corporate leverage manipulation in the form of “nominal equity but actual debt”, and the governance effect on corporate leverage manipulation is better in regions with a higher legalization level, a lower financial marketization level, and greater media attention pressure.

This paper has the following marginal contributions: First, it enriches the literature on the relationship between the securities regulation system reform and the quality of corporate information disclosure, and provides new empirical evidence for a reasonable evaluation of the implementation effect of new refinancing regulations. Second, it not only adds direct evidence for investors to understand the motivations of corporate leverage manipulation, but also provides new insights into how the government regulate corporate debt information disclosure. Third, it identifies the exogenous conditions that are conducive to better playing the role of policies, and provides decision-making references for policy-makers and other stakeholders.

Key words: refinancing; leverage manipulation; governance effect; GEM; financing constraints

(责任编辑 康健)