

去杠杆政策、政府审计与国有企业杠杆操纵

鲍树琛^{1a}, 许永斌², 刘小雨^{1b}

(1. 浙江理工大学 a. 经济管理学院 b. 启新学院, 浙江 杭州 310018; 2. 浙江工商大学 会计学院, 浙江 杭州 310018)

[摘要] 如何防范化解债务风险是国有企业管理中的一项重要工作, 是国有企业高质量发展的重要基础。以 2012—2018 年中央企业控股的 A 股上市公司为研究样本, 考察了在去杠杆政策实施过程中政府审计对国有企业杠杆操纵的影响。研究发现, 国有企业在 2016 年以后的杠杆操纵行为显著增多, 而政府审计的介入能够有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。机制检验发现, 约束机会主义行为和缓解信息不对称是政府审计治理国有企业杠杆操纵的两个路径。进一步讨论分析发现, 政府审计与注册会计师审计、非国有股东监督、分析师监督、媒体监督的良性互动增强了对国有企业杠杆操纵的“监督合力”。

[关键词] 去杠杆; 政府审计; 杠杆操纵; 机会主义行为; 信息不对称; 监督合力

[中图分类号] F239.44 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2023)04-0013-10

一、引言

加强国有企业债务风险管控是国家打好防范化解重大风险攻坚战的重要举措。国有企业是社会债务规模扩张的主要微观载体。据中国社科院“中国国家资产负债表研究”课题组的统计, 国民经济主要部门的杠杆率指标在 2012 年末已经飙涨至 215%, 达到了历史的峰值。然而, 国有企业杠杆率一直居高不下且杠杆约束力度不强直接放大了脆弱性风险, 进一步引发产能结构失衡、下游产业信贷被挤压等问题^[1], 甚至降低宏观经济增长目标, 并影响社会安全稳定^[2]。为了防范化解债务风险, 我国政府在 2015 年底明确提出了“去杠杆”任务, 高杠杆国有企业自此进入强制去杠杆阶段。最终在 2018 年下半年, 政策目标由“去杠杆”向“稳杠杆”方向转变。值得注意的是, 国有企业在执行去杠杆政策过程中出现了一系列杠杆操纵行为, 其资产负债表中所呈现的财务杠杆率通常低于真实水平^[3]。因此, 如何治理国有企业杠杆操纵行为, 已经成为国家治理层面亟待解决的问题。

现阶段, 国有企业内部交织并存着与政府相契合的行政型治理机制和与市场相契合的经济型治理机制^[4]。虽然国有企业改革的大方向是由行政型治理向经济型治理转型, 但是在国有企业经济型治理机制尚未完善的情况下, 盲目地削弱行政型治理机制极易降低政府股东对国有企业治理的有效性^[4]。此时, 对国有企业杠杆操纵行为的治理仍然依赖于强有力的行政型治理, 发挥政府股东的制度优势和有效监督职能。政府审计作为政府自上而下调控国有企业行为的治理工具, 具有很强的行政属性, 故属于行政型治理手段。具体而言, 政府审计机关不仅要发现和报告国有企业财务状况可能存在的违法违规行为, 而且有权对违法违规的责任单位和个人进行行政处分和处罚。政府审计机关还必须确保纠正所有违规行为, 但是政府审计如何治理国有企业杠杆操纵行为却不得而知。解答该问题能够深化研究者对杠杆操纵本质的理解, 并为政府股东如何施政提供启示。

基于此, 本文拟以 2012—2018 年中央企业控股的 A 股上市公司为研究样本, 考察政府审计在抑制国有企业杠杆操纵行为中所发挥的治理作用。本文的研究贡献可能有如下三点: 第一, 本文为国有企业杠杆操纵行为的治理研究补充了新的经验证据。现有文献主要从微观治理层面提出对杠杆操纵的治理可以采用党组织治理^[5]、注册会计师审计^[6]、非国有股东治理^[7]等手段, 而本文从国家治理层面出发, 将政府审计的治理效应拓展到国有企业杠杆操纵方面, 丰富了杠杆操纵的相关文献。同时, 本文基于杠杆操纵话题, 揭示了政府审计提升国有企业资产负债表信息质量的机理。现有关于政府审计的研究较多关注利润表信息, 如经营业绩^[8]、盈余管理^[9-10]、

[收稿日期] 2023-01-19

[基金项目] 浙江省教育厅科研项目(Y202148231); 浙江理工大学科研启动基金项目(20092340-Y); 浙江理工大学经济管理学院 2022 年度本科教学改革研究及课程建设项目项目(jgybjg202201); 2023 年浙江理工大学本科科技创新计划一般项目

[作者简介] 鲍树琛(1990—), 男, 浙江瑞安人, 浙江理工大学经济管理学院讲师, 从事公司治理与会计信息研究, E-mail: baoshuchen1234@sina.com; 许永斌(1962—), 男, 浙江诸暨人, 浙江工商大学会计学院教授, 博士生导师, 博士, 从事公司治理与会计信息研究; 刘小雨(2003—), 女, 浙江杭州人, 浙江理工大学启新学院本科生, 从事审计理论研究。

公款消费^[11]等。然而,自美国财务会计准则委员会将资产负债观全面替代收入费用观以来,资产负债表成了财务报表的主体与核心,其信息质量也应得到更多关注。本文考察了政府审计对国有企业资产负债表信息(如财务杠杆)的影响,在某种意义上打开了政府审计与资产负债表信息质量之间的“黑箱”。第二,本文在分析去杠杆与杠杆操纵关系的基础上,完善了现有文献对于杠杆操纵的定义。现有文献基本上引用许晓芳和陆正飞对于杠杆操纵的定义^[12],且主要关注杠杆操纵的动机、手段等,较少分析杠杆操纵的产生机理,而本文从事实与规范视角入手,提出国有企业杠杆操纵的本质是在信息不对称情况下,缓和政治服从与经济对抗之矛盾的产物。第三,本文进一步揭示了经济型治理与行政型治理的合力对国有企业杠杆操纵的作用机理,这表明实现两种治理机制的互补才是国有企业公司治理的最佳选择。因此,在供给侧结构性改革的背景下,监管部门应当思考如何设计合理的治理机制让国有企业主动降杠杆,以确保经济高质量发展。

二、文献综述

自MM理论提出以来,关于企业杠杆问题的研究一直是公司财务的热门话题。DeAngelo等研究发现,美国高杠杆企业会系统地采用偿还债务、发行股票、增加留存收益等方式降低杠杆率,以恢复财务柔性^[13]。Benigno等则指出,广泛地去杠杆化可能会导致严重的经济衰退。美国的文献通常假定企业是自发地去杠杆以应对潜在的危机,而我国企业的去杠杆是在政府推动下进行的,带有明显的行政指令特征^[14]。但是,人为设计并强加给市场的经济政策可能会导致实施结果与预期目标相悖。Qiu和Cheng研究发现,去杠杆运动降低了所有企业的杠杆率,导致企业减少了投资,持有更多的现金,并表现出更差的经营业绩^[15]。Chen等也研究发现,去杠杆政策通过减少市场信贷资金供给、增加债务融资成本影响了企业债务违约风险^[16]。而杨玉龙等研究发现,去杠杆只是减少了企业的金融负债比重,但增加了企业经营负债比重^[17]。周茜等研究发现,企业更偏好采用增权方式去杠杆,而非采用减债方式去杠杆^[18]。此外,国有企业与非国有企业的杠杆率呈现分化趋势,与非国有企业相比,国有企业去杠杆的周期更长^[19]。但是,去杠杆政策的实施并没有提高过度负债地方国有企业的去杠杆程度^[20]。

随着许晓芳和陆正飞开始关注“中国式杠杆”问题^[12],我国学术界形成了一批关于杠杆操纵话题的研究。杠杆操纵是指利用表外负债、明股实债等财务活动来降低账面负债率的行为^[12]。关于杠杆操纵影响因素的研究主要存在外部融资需求与外部监督压力两种假说。基于外部融资需求假说,许晓芳等认为,控股股东股权质押的高杠杆公司更倾向于操纵杠杆,以掩盖对股价不利的因素^[21]。饶平贵等研究发现,出于向银行融资的需求,企业会通过杠杆操纵手段来应对地方政府债务的挤出效应^[22]。李晓溪和杨国超研究发现,企业在发行债券前,为了应对监管部门设置的债券发行门槛,杠杆操纵行为会显著增强^[23]。彭方平等研究发现,融资难度更大的低垄断势力企业更容易操纵杠杆^[24]。基于外部监管压力假说,吴晓辉等研究发现,当投资者监督弱化时,公司会实施更多的杠杆操纵行为^[25]。卿小权等认为,机构投资者拥有丰富的专业知识和较强的监督能力,能够显著降低企业杠杆操纵的程度^[26]。胡国柳等认为,企业在应用加速折旧政策时,会因面临外部监督压力而导致杠杆操纵的实施成本上升^[27]。考虑到杠杆操纵对经济高质量发展的负面影响^[28],已有文献指出,党组织治理^[5]、注册会计师审计^[6]、非国有股东治理^[7]等对国有企业杠杆操纵行为具有治理作用。

政府审计是现代国家治理的重要制度安排,其根本目的是监督、保障和评价政府问责^[29]。通过监督公共权力的运作特别是公共资源的使用情况,政府审计可以加强问责制,减少权力和资源的滥用^[30]。许多国家的治理实践也表明,政府审计在遏制国有企业“灰色操作”方面可以发挥独特的作用^[31]。一方面,政府审计人员是发现国有企业财务收支问题的专家,能够有效地调查企业潜在的债务风险;另一方面,如果说国有企业债务问题是危害经济安全与社会和谐的“病毒”,那么政府审计制度就是预防、揭示和抵御病毒的“免疫系统”^[32]。大量文献认为,政府审计有足够的资源和胜任能力对国有企业的财务收支和经济活动进行监督,具有重要的外部治理作用,如政府审计可以提升国有企业经营业绩^[8]、抑制国有企业盈余管理^[9-10]、监督公款消费^[11]等。Yang等认为,政府审计制度的这些优点源于政府审计与政府经济控制的直接结合^[33]。

通过梳理以上文献可知:(1)现有文献已经注意到了去杠杆政策的负面效果,但尚未知如何治理;(2)现有文献主要从微观层面讨论了杠杆操纵的定义、手段、动机以及治理途径,然而鲜有文献从更为刚性的国家治理层面寻找抑制国有企业杠杆操纵行为的方法,这给本文提供了研究机会;(3)现有研究较多关注了利润表信息,忽视了政府审计对资产负债表信息的作用机理。本文考察一种能够反映企业资产负债表信息的财务活动,即杠杆

操纵。面对去杠杆政策压力,高杠杆国有企业可能会进行杠杆操纵,以降低资产负债表中所呈现的财务杠杆率,这就需要政府审计来保证政策的有效实施。因此,本文将深入分析政府审计对国有企业杠杆操纵的治理效应。

三、理论分析与研究假设

(一)去杠杆与国有企业杠杆操纵

哈耶克把规则分为“事实性规则”与“规范性规则”,前者宣称人的行为实际上会有规律地重复出现,后者则规定人的行为应当如何发生^[34]。他明确指出,人的行为效果会受到环境复杂性的影响,对于规范性规则的依赖是有益的,但是容易忽略复杂事实的部分细节。基于先验的心智构念,人们处理问题时的基本原则是遵循规范。然而,当事实与规范之间出现反差时,人们可能会抛弃规范,追求符合自身利益的结果^[35]。具体到杠杆操纵行为,国有企业不仅会考虑“规范性规则”,包括政府的去杠杆政策等,还可能会受到“事实性规则”的影响。

20世纪80年代,国有企业进行再生产和扩大再生产所需的支出由国家财政无偿拨款转变为通过银行贷款解决,从此面临债务问题。虽然国有企业高杠杆现象是“拨改贷”改革的直接产物,但真正的成因与国有企业承担的经营性任务和政治性任务相关^[36-37]。国家对经济增长有强烈的追求,并以此对国有企业及其主要负责人施加“稳增长”的压力,这使得国有企业不计债务负面后果地追求规模扩张^[37]。国有企业还要维持国家对资本密集型产业的控制与运作,解决市场中存在的外部性与协调性问题,所以其负担的资本成本也非常高^[38-39]。在不对等竞争条件普遍存在的情况下,国家不会任由国有企业破产倒闭、工人下岗,这种行为的政治成本将是巨大的^[40]。由此可见,国有企业的高杠杆现象在客观上受到特定制度因素的影响。

虽然国有企业在2016年以后面临去杠杆的政策压力,但在短期内难以实质性地去杠杆,付出的代价也较高。它们有动机采取表外负债、明股实债、会计操纵等手段操纵杠杆,尽可能隐蔽地减少自身利益受损^[12],主要原因有两点:第一,从信息层面上看,政府在收集、加工和解读国有企业传递过来的信息过程中,有形和隐性的信息成本是非常大的。去杠杆政策考核的过程伴随着信息的控制与反控制^[41]。一方面,政府的目的是搜集关于去杠杆政策执行情况的准确信息;另一方面,国有企业为了保护自身利益,软化和应对刚性考核,而策略性地释放信息^[42]。此外,还存在的一个事实是基层国有企业治理固有的“复杂性”使得政府无法追求去杠杆政策完全被执行,否则会出现各种非预期后果^[43]。因此,由于政府与国有企业之间存在信息不对称,政府只能默许国有企业灵活地执行去杠杆政策。第二,政府将权力下放到国有企业,代理成本就会突显出来,国有企业内部人有能力实施杠杆操纵。在国企治理机制改制过程中,一方面行政型治理得到削弱,另一方面移植西方的经济型治理未能完全与本土特殊制度环境相适应。于是,国企治理改制释放了治理风险,其中最突出的问题就是内部人的自由裁量权极易失控^[4]。当政府调控国有企业杠杆率时,这些行为可能会触及国有企业既得利益。考虑到政府在政治、思想、资源三个方面的高度控制,国有企业在解决杠杆问题时必须与政府在政治上保持高度一致,遵守“规范性规则”^[43]。但是,“事实性规则”可以在不挑战“规范性规则”的前提下,灵活应对复杂的实际问题^[44]。国有企业内部人为了避免因去杠杆而衍生出的其他财务问题,在经济上可能会产生对抗的冲动行为,有能力采取隐蔽的杠杆操纵方式缓和“规则铁牢”,造成名实分离。简而言之,杠杆操纵的本质是国有企业在信息不对称的情况下,缓和政治服从与经济对抗之矛盾的产物。

基于以上分析,本文提出假设1。

假设1:与去杠杆政策发布前相比,在去杠杆政策发布后,国有企业进行杠杆操纵的程度更大。

(二)政府审计与国有企业杠杆操纵

在典型的委托代理框架中,国有企业改革的重点是在现代企业制度下权衡“代理成本”与“信息成本”^[45]。政治上的规范与经济上的事实之反差导致了国有企业代理人的机会主义行为。代理人可能会片面地追求政绩,而变通性地执行去杠杆政策,扭曲了政策目标。同时,去杠杆政策的不完全契约性质会导致政策落地时面临严重的信息不对称问题,政府很难获取国有企业去杠杆政策的实际执行情况。事实上,政府在治理实践中从未放弃对国有企业的监督和控制,在迈向经济型治理改革中仍然保留了强有力的行政型治理手段。并且,在国有企业经济型治理机制尚未完善的情况下,行政型治理机制能发挥政府股东的制度优势和有效监督作用^[4]。若两种治理机制发生冲突,行政型治理机制大概率会优先于经济型治理机制^[46]。梳理历史的进程可以发现,为自上而下地调控国有企业行为,中央建立了多维度的行政型治理体系,从早期的经营行政化到如今的纪委监委、党组织

嵌入公司治理、政府审计等。其中,政府审计的合法性、独立性、强制性决定了其能在特定领域采取比常规监督机制更强的惩戒方式^[29]。对于政府审计的认识,权力制约论认为,政府审计监督的最终目的是实现对国有企业代理人权力的控制,防止机会主义行为;经济控制论认为,政府审计能够解决信息不对称带来的决策偏差问题^[30]。据此,本文认为,政府审计依法监督国有企业贯彻落实党和国家重大政策情况,能够通过强化监督有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。根据刘家义关于政府审计的“免疫系统”理论^[29],本文基于政府审计的预防、揭示和抵御三大功能对政府审计治理国有企业杠杆操纵行为的观点加以解释。

首先,政府审计的预防功能可以对国有企业的杠杆操纵行为增强威慑力。威慑作用源于政府审计制度作为社会共同信念的内在特征,即社会对政府审计活动的后果都是能够认知的。国有企业高管依靠对政府审计后果的认知形成自己的行动决策集。面对政府审计的威慑力,国有企业高管会更加谨慎地使用自由裁量权,更可能依照去杠杆政策的要求将企业杠杆率真正下降至合理水平。因此,忌惮于政府审计的预防功能,国有企业高管会出于避免政治风险的考虑而减少机会主义行为,从而抑制杠杆操纵行为。

其次,政府审计的揭示功能可以发现和揭露国有企业的杠杆操纵线索。当政府股东难以通过经济型治理机制准确地获得国有企业降杠杆的执行信息时,其必然会发挥行政制度优势,使偏离政策目标的问题充分暴露在监督视野里。政府审计是党和国家重大政策落实的“督查员”,注重从微观入手、宏观着眼,通过检查、评价和报告与财务收支活动相关的信息,揭示国有企业在政策落实中的“钻空子”、打“擦边球”现象^[47]。国有企业债务数字成谜,这就要求政府审计机关获取充分适当的审计证据,以判断国有企业在降杠杆的关键环节是否存在与既定标准不符的事项或程序。因此,政府审计通过揭示国有企业杠杆操纵问题并评价其公共受托责任履行情况,能够减轻政府股东与国有企业之间的信息不对称,进而加强债务管理。

最后,政府审计的抵御功能可以督促国有企业落实整改杠杆操纵问题。抵御功能是政府审计在揭示问题后,有针对性地提出整改建议并督促整改,从而抵御经济社会运行中的各种“病害”^[29]。当国有企业的杠杆操纵行为与相关政策相抵触时,审计机关应当就发现的相关问题提出切实的整改建议,并对相关责任人进行问责,这直接促进了国有企业相关制度的优化,从而形成抵御功能。由此可见,政府审计有助于督促国有企业落实整改杠杆操纵问题,从制度源头上抵御消极因素入侵国有企业。

基于上述分析,本文提出假设 2。

假设 2:政府审计依法监督国有企业贯彻落实去杠杆政策情况,能够有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为了应对 2008 年金融危机的冲击,我国银行过度放贷导致企业负债呈螺旋式上升趋势,并在 2012 年出现了杠杆率峰值。同时,始于 2016 年的去杠杆政策,在 2018 年下半年转向稳杠杆。因此,本文以我国 2012—2018 年中央企业控股的 A 股上市公司为研究样本。本文所需财务数据来自 CSMAR 数据库。其中,中央企业每年控股的上市公司以及政府审计相关数据是根据 CSMAR 数据库中的“政府审计”子库数据整理所得。此外,在横截面差异检验中,分析师跟踪数量和媒体负面报道数量的数据来自 CNRDS 数据库。根据研究需要,本文剔除了金融行业上市公司及数据缺失的样本,最终得到 1059 个样本观测值。为了控制离群值对结果产生的影响,本文对主要连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理。

(二) 模型设定与变量定义

借鉴徐亚琴和宋思淼等的研究^[6],本文分别构建模型(1)和模型(2)检验研究假设 1 和假设 2。

$$Levm_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Policy_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \beta_3 Levb_{i,t} + \alpha_4 Roa_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 Inv_{i,t} + \alpha_7 Rec_{i,t} + \alpha_8 Ocf_{i,t} + \alpha_9 Age_{i,t} + \alpha_{10} Top1_{i,t} + \alpha_{11} Balance_{i,t} + \alpha_{12} Board_{i,t} + \alpha_{13} Indep_{i,t} + \alpha_{14} Dual_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Levm_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_{i,t} + \beta_2 Audit_{i,t} + \beta_3 (Post_{i,t} \times Audit_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Levb_{i,t} + \beta_6 Roa_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Inv_{i,t} + \beta_9 Rec_{i,t} + \beta_{10} Ocf_{i,t} + \beta_{11} Age_{i,t} + \beta_{12} Top1_{i,t} + \beta_{13} Balance_{i,t} + \beta_{14} Board_{i,t} + \beta_{15} Indep_{i,t} + \beta_{16} Dual_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)中,被解释变量 *Levm* 用以衡量国有企业杠杆操纵程度。具体地,参照许晓芳等的做法^[4],本文采用

XTL-LEVM 法(预期模型法)计算杠杆操纵程度(*Levm*),该方法只考虑了表外负债和明股实债对杠杆操纵的影响。同时,为了保证研究结论的稳健性,本文使用扩展的 XLT-LEVM 法(直接法、间接法)分别产生度量杠杆操纵程度的变量 *Explevm*(直接法)和 *Explevmi*(间接法)进行稳健性检验。解释变量 *Post* 是衡量去杠杆政策实施前后的虚拟变量。因为自 2016 年起,政府出台了一系列关于强制去杠杆的政策文件,所以当样本观测值在 2016 年及以后时,*Post* 取值为 1,否则为 0。如果假设 1 成立,则我们可以预期模型(1)中变量 *Post* 的系数 α_1 显著为正。

在模型(2)中,解释变量 *Audit* 为政府审计,是虚拟变量,上市公司所属中央企业接受政府审计的审计介入当年及以后年度取值为 1,否则为 0。模型(2)主要关注交乘项 $Post_{i,t} \times Audit$ 的系数 β_3 是否显著为负。如果假设 2 成立,则我们可以预期系数 β_3 显著为负,表明在去杠杆政策实施后,政府审计的功能发挥有助于抑制国有企业的杠杆操纵行为。

借鉴翟淑萍等、徐亚琴和宋思淼、马新啸和窦笑晨的研究^[5-7],本文还控制了以下变量:公司规模(*Size*)、账面杠杆率(*Levb*)、盈利能力(*Roa*)、公司成长性(*Growth*)、存货占比(*Inv*)、应收账款占比(*Rec*)、现金流占比(*Ocf*)、公司年龄(*Age*)、股权集中度(*Top1*)、股权制衡度(*Balance*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Indep*)、两职合一(*Dual*)以及年度固定效应(*Year*)和行业固定效应(*Industry*)。

各变量的具体定义如表 1 所示。

五、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 报告了全样本主要变量的描述性统计结果。杠杆操纵 *Levm* 的平均值为 0.102,最小值为 0,最大值为 1.746,这与许晓芳等的统计^[3]大致相符,表明我国央企控股的上市公司确实存在一定规模的杠杆操纵行为。政府审计 *Audit* 的平均值为 0.582,表明 58.2% 的样本接受过政府审计。

(二)基本回归分析

表 3 报告了去杠杆政策与杠杆操纵的回归结果。其中,第(1)列至第(3)列报告了去杠杆政策对国有企业杠杆操纵的影响。检验结果显示,当变量 *Levm*、*Explevm*、*Explevmi* 作为企业杠杆操纵的度量指标时,变量 *Post* 的回归系数均在 10% 水平上显著,表明国有企业在 2016 年以后的杠杆操纵行为明显增多,假设 1 得到支持。此外,本文使用动态效应模型进行稳健性检验。本文将去杠杆政策实施的 2016 年设置为基准期,使用 *Before²⁺* 和 *Before¹* 分别表示去杠杆政策实施前 2 年或更长年份以及

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	具体定义
杠杆操纵	<i>Levm</i>	根据基本的 XTL-LEVM 法(预期模型法)计算的杠杆操纵程度
	<i>Explevm</i>	根据扩展的 XTL-LEVM 法(直接法)计算的杠杆操纵程度
	<i>Explevmi</i>	根据扩展的 XTL-LEVM 法(间接法)计算的杠杆操纵程度
去杠杆政策	<i>Post</i>	样本观测值在 2016 年及以后取值为 1,否则为 0
政府审计	<i>Audit</i>	上市公司所属中央企业接受政府审计的审计介入当年及以后年度取值为 1,否则为 0
公司规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
账面杠杆率	<i>Levb</i>	账面上期末总负债/期末总资产
盈利能力	<i>Roa</i>	净利润/期末总资产
公司成长性	<i>Growth</i>	(本年度营业收入 - 上年度营业收入)/上年度营业收入
存货占比	<i>Inv</i>	存货/期末总资产
应收账款占比	<i>Rec</i>	应收账款/期末总资产
现金流占比	<i>Ocf</i>	经营性活动现金净流量/期末总资产
公司年龄	<i>Age</i>	上市年限,ln(当年 - 上市年份 + 1)
股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
股权制衡度	<i>Balance</i>	第二大至第十大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数取自然对数
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会人数
两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理两职合一取值为 1,否则为 0
年度	<i>Year</i>	虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	虚拟变量

表 2 主要变量的描述性统计

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	样本量
<i>Levm</i>	0.102	0.033	0.191	0	1.746	1059
<i>Explevm</i>	0.105	0.037	0.191	0	1.748	1059
<i>Explevmi</i>	0.101	0.042	0.198	-0.111	1.788	1059
<i>Post</i>	0.426	0	0.495	0	1	1059
<i>Audit</i>	0.582	1	0.453	0	1	1059

表 3 去杠杆政策与杠杆操纵的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Levm</i>	<i>Explevm</i>	<i>Explevmi</i>	<i>Levm</i>	<i>Explevm</i>	<i>Explevmi</i>
<i>Post</i>	0.037*	0.038*	0.039*			
	(1.65)	(1.70)	(1.72)			
<i>Before²⁺</i>				0.035	0.035	0.037
				(1.41)	(1.42)	(1.58)
<i>Before¹</i>				0.017	0.017	0.014
				(0.77)	(0.76)	(0.63)
<i>After¹</i>				0.031*	0.031*	0.036**
				(1.90)	(1.91)	(1.98)
<i>After²⁺</i>				0.031*	0.031*	0.026*
				(1.89)	(1.80)	(1.84)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距	0.732***	0.741***	0.738***	0.617***	0.628***	0.618***
	(5.14)	(5.20)	(5.04)	(4.69)	(4.77)	(4.56)
年度/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.0753	0.0765	0.0917	0.0753	0.0765	0.0917
N	1059	1059	1059	1059	1059	1059

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,括号内为 *t* 值。下同。

去杠杆政策实施前1年,使用 $After^1$ 和 $After^{2+}$ 分别表示去杠杆政策实施后1年以及去杠杆政策实施后2年或更长年份。第(4)列至第(6)列的结果显示, $Before^1$ 和 $Before^{2+}$ 的系数不显著, $After^1$ 和 $After^{2+}$ 的系数仍然显著为正,这与主回归结果基本保持一致。

表4报告了在去杠杆政策下,政府审计对国有企业杠杆操纵的影响。结果显示,当变量 $Levm$ 、 $Explevm$ 、 $Explevmi$ 作为企业杠杆操纵的度量指标时,政府审计 $Audit$ 的回归系数均未显著异于零,表明在去杠杆政策实施前,政府审计的介入未能有效抑制国有企业的杠杆操纵行为;交乘项 $Post \times Audit$ 的系数均在5%的水平上为负,表明政府审计依法监督国有企业贯彻落实去杠杆政策情况能够有效抑制国有企业的杠杆操纵行为,假设2得到支持。

(三) 机制分析

前文的回归结果已经证实,在去杠杆政策实施后,政府审计的介入确实能够抑制国有企业的杠杆操纵行为。但是,是否如理论分析部分所讲,政府审计是通过约束内部人机会主义行为和缓解信息不对称来抑制国有企业杠杆操纵行为的呢?为了对这一机制进行检验,根据江艇对中介效应的分析^[48],本文在实证部分只考察政府审计对内部人机会主义行为和不对称程度的影响,从而克服原有中介效应模型的缺陷。首先,参考权小锋等、牟韶红等的研究^[49-50],本文采用高管超额在职消费 $Perks$ 来度量代理人机会主义行为。 $Perks$ 值越大,表明内部人的机会主义行为越多。其次,参考 Kothari 等的研究^[51],本文采用应计盈余管理幅度 DA 来衡量信息不对称程度。利用业绩调整后的酌定性应计模型计算得到残差,再对残差取绝对值得到 DA , DA 值越大,则信息不对称程度越高。检验模型的设定如下:

$$Perks_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Post_{i,t} + \gamma_2 Audit_{i,t} + \gamma_3 (Post_{i,t} \times Audit_{i,t}) + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DA_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Post_{i,t} + \delta_2 Audit_{i,t} + \delta_3 (Post_{i,t} \times Audit_{i,t}) + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(3)的估计结果如表5中的第(1)列所示,交乘项 $Post \times Audit$ 的回归系数为负,且在5%水平上显著,表明在去杠杆政策实施后,政府审计的介入可以通过减少内部人机会主义行为来抑制国有企业的杠杆操纵现象。模型(4)的估计结果如表5中的第(2)列所示,交乘项 $Post \times Audit$ 的回归系数为负,且在1%水平上显著,表明在去杠杆政策实施后,政府审计的介入可以通过降低信息不对称程度来抑制国有企业的杠杆操纵现象。

(四) 横截面差异检验

国有上市公司在执行政策时,除了涉及以政府审计为典型代表的行政型治理机制外,还要考虑经济型治理机制,如注册会计师审计、非国有股东监督、分析师监督、媒体监督等。实现两种治理机制的互补才是国有企业公司治理的最佳实践,既能够发挥行政型治理带来的制度优势,又能够利用经济型治理带来的科学决策和高效率^[4]。在监督国有企业去杠杆政策的落实情况时,虽然政府审计与其他监督主体的职责存在较大差异,但监督对象都是去杠杆政策的落实情况^[52]。因此,政府审计如何协同其他监督主体实现良性互动是增强监督合力的关键。

表4 去杠杆政策、政府审计与杠杆操纵的回归结果

变量	(1) <i>Levm</i>	(2) <i>Explevm</i>	(3) <i>Explevmi</i>
<i>Post</i>	0.081 *** (2.61)	0.082 *** (2.67)	0.081 ** (2.56)
<i>Audit</i>	0.028 (1.63)	0.028 (1.63)	0.028 (1.55)
<i>Post × Audit</i>	-0.063 ** (-2.16)	-0.064 ** (-2.19)	-0.061 ** (-2.03)
<i>Size</i>	-0.024 *** (-4.13)	-0.024 *** (-4.12)	-0.023 *** (-3.94)
<i>Levb</i>	0.175 *** (4.38)	0.183 *** (4.58)	0.195 *** (4.74)
<i>Roa</i>	0.274 * (1.94)	0.281 ** (2.00)	0.806 *** (5.56)
<i>Growth</i>	0.012 (1.04)	0.012 (1.05)	0.008 (0.71)
<i>Inv</i>	0.036 (0.58)	0.028 (0.45)	0.021 (0.33)
<i>Rec</i>	-0.099 (-1.52)	-0.108 * (-1.67)	-0.152 ** (-2.28)
<i>Ocf</i>	0.174 (1.57)	0.166 (1.49)	-0.336 *** (-2.94)
<i>Age</i>	-0.034 ** (-2.57)	-0.034 *** (-2.62)	-0.035 *** (-2.59)
<i>Top1</i>	-0.119 * (-1.96)	-0.122 ** (-2.02)	-0.111 * (-1.78)
<i>Balance</i>	-0.039 ** (-2.19)	-0.039 ** (-2.19)	-0.038 ** (-2.08)
<i>Board</i>	-0.022 (-0.58)	-0.024 (-0.65)	-0.026 (-0.67)
<i>Indep</i>	0.042 (0.38)	0.042 (0.38)	0.040 (0.35)
<i>Dual</i>	-0.015 (-0.63)	-0.015 (-0.66)	-0.009 (-0.36)
截距	0.735 *** (5.15)	0.743 *** (5.21)	0.741 *** (5.05)
年度/行业	Yes	Yes	Yes
R ²	0.0798	0.0811	0.0956
N	1059	1059	1059

表5 机制检验结果

变量	(1) <i>Experks</i>	(2) <i>DA</i>
<i>Post</i>	-0.004 (-1.27)	0.057 *** (3.26)
<i>Audit</i>	0.004 ** (2.26)	0.002 (0.23)
<i>Post × Audit</i>	-0.006 ** (-2.00)	-0.059 *** (-3.56)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
年度/行业	Yes	Yes
R ²	0.1652	0.3122
N	1057	1053

第一,检验政府审计与注册会计师审计的协同作用。因为“前十大”会计师事务所的审计质量相对更高,所以本文预期政府审计与“前十大”注册会计师审计的协同对国有企业杠杆操纵的抑制作用将比非“前十大”注册会计师审计更明显。本文选取执行国有上市公司注册会计师审计的会计师事务所每年度是否排名前十作为度量注册会计师审计质量的虚拟变量,并以此为依据将样本分为前十大组与非前十大组。表6的回归结果显示,在前十大组中,交乘项 $Post \times Audit$ 的回归系数均为负数,且在5%的水平上显著;而在非前十大组中,交乘项 $Post \times Audit$ 的回归系数均不显著。此外,借鉴连玉君等提出的 Bootstrap 法^[53],本文对交乘项 $Post \times Audit$ 进行组间系数差异检验。以上回归结果表明,在执行去杠杆政策后,政府审计协同高质量注册会计师审计可以有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。

第二,检验政府审计与非国有股东监督的协同作用。非国有股东参股可以在一定程度上实现“所有者到位”,对国企代理人产生较强的监督作用。因此,本文预期政府审计与非国有股东监督的协同能够对国有企业杠杆操纵产生更强的抑制作用。本文以非国有股东持股比例作为划分非国有股东监督强弱的标准,根据非国有股东持股比例的年度中位数将样本分为两组,回归结果如表7所示。在非国有股东持股比例高组中, $Post \times Audit$ 的回归系数均显著为负;在非国有股东持股比例低组中, $Post \times Audit$ 的回归系数均不显著。以上回归结果表明,在执行去杠杆政策后,政府审计协同非国有股东强监督可以有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。

第三,检验政府审计与分析师监督的协同作用。分析师通过对企业信息进行有效识别和分析,在一定程度上可以缓解信息不对称,因此,本文预期政府审计与分析师监督的协同能够对国有企业杠杆操纵产生更强的抑制作用。本文以分析师跟踪数量作为划分分析师监督强弱的标准,根据分析师跟踪数量的年度中位数将样本分为两组,回归结果如表8所示。在分析师跟踪数量多组中, $Post \times Audit$ 的回归系数均显著为负;在分析师跟踪数

表6 政府审计、注册会计师审计与杠杆操纵的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	前十大 <i>Levm</i>	非前十大 <i>Levm</i>	前十大 <i>Explevm</i>	非前十大 <i>Explevm</i>	前十大 <i>Explevmi</i>	非前十大 <i>Explevmi</i>
<i>Post</i>	0.130*** (3.30)	-0.010 (-0.25)	0.131*** (3.35)	-0.010 (-0.23)	0.133*** (3.29)	-0.017 (-0.40)
<i>Audit</i>	0.014 (0.64)	0.052** (2.14)	0.014 (0.65)	0.051** (2.13)	0.013 (0.58)	0.051** (2.05)
$Post \times Audit$	-0.079** (-2.15)	-0.010 (-0.25)	-0.080** (-2.18)	-0.010 (-0.25)	-0.077** (-2.02)	-0.007 (-0.16)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.0902	0.4531	0.0910	0.4575	0.1029	0.4611
N	753	306	753	306	753	306
经验 <i>p</i> 值	0.080*		0.079*		0.084*	

表7 政府审计、非国有股东监督与杠杆操纵的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	非国有股东 持股比例高 <i>Levm</i>	非国有股东 持股比例低 <i>Levm</i>	非国有股东 持股比例高 <i>Explevm</i>	非国有股东 持股比例低 <i>Explevm</i>	非国有股东 持股比例高 <i>Explevmi</i>	非国有股东 持股比例低 <i>Explevmi</i>
<i>Post</i>	0.077* (1.96)	0.051 (1.06)	0.079** (2.02)	0.051 (1.06)	0.074* (1.78)	0.051 (1.05)
<i>Audit</i>	0.023 (1.06)	0.034 (1.23)	0.023 (1.09)	0.034 (1.23)	0.016 (0.69)	0.040 (1.43)
$Post \times Audit$	-0.085** (-2.29)	-0.045 (-0.99)	-0.087** (-2.33)	-0.045 (-0.99)	-0.075* (-1.91)	-0.051 (-1.11)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.1133	0.1341	0.1143	0.1355	0.1248	0.1510
N	529	524	529	524	529	524
经验 <i>p</i> 值	0.045**		0.048**		0.077*	

表8 政府审计、分析师监督与杠杆操纵的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	分析师跟踪 数量多 <i>Levm</i>	分析师跟踪 数量少 <i>Levm</i>	分析师跟踪 数量多 <i>Explevm</i>	分析师跟踪 数量少 <i>Explevm</i>	分析师跟踪 数量多 <i>Explevmi</i>	分析师跟踪 数量少 <i>Explevmi</i>
<i>Post</i>	0.155*** (2.76)	0.039 (0.85)	0.158*** (2.83)	0.041 (0.89)	0.156*** (2.71)	0.042 (0.90)
<i>Audit</i>	0.031 (1.03)	0.056** (2.20)	0.032 (1.06)	0.057** (2.23)	0.026 (0.84)	0.056** (2.20)
$Post \times Audit$	-0.133** (-2.58)	-0.041 (-0.95)	-0.135*** (-2.62)	-0.042 (-0.98)	-0.133** (-2.50)	-0.036 (-0.84)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.1681	0.1384	0.1707	0.1420	0.2037	0.1488
N	428	398	428	398	428	398
经验 <i>p</i> 值	0.027**		0.031**		0.052*	

量少组中, $Post \times Audit$ 的回归系数均不显著。以上回归结果表明,在执行去杠杆政策后,政府审计协同分析师强监督可以有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。

第四,检验政府审计与媒体监督的协同作用。媒体报道提高了信息传递效率,它的揭露功能可以对企业管理层的机会主义行为起到约束作用,因此,本文预期政府审计与媒体监督的协同可以对国有企业杠杆操纵产生更强的抑制作用。本文用媒体负面报道数量作为划分媒体监督强弱的标准,根据媒体负面报道数量的年度中位数将样本分为两组,回归结果如表9所示。在媒体负面报道数量多组中, $Post \times Audit$ 的回归系数均显著为负;在媒体负面报道数量少组中, $Post \times Audit$ 的回归系数均不显著。以上回归结果表明,在执行去杠杆政策后,政府审计协同媒体强监督可以有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。

表9 政府审计、媒体监督与杠杆操纵的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	媒体负面报道数量多	媒体负面报道数量少	媒体负面报道数量多	媒体负面报道数量少	媒体负面报道数量多	媒体负面报道数量少
	<i>Levm</i>	<i>Levm</i>	<i>Explevm</i>	<i>Explevm</i>	<i>Explevmi</i>	<i>Explevmi</i>
<i>Post</i>	0.052 (1.34)	0.065* (1.67)	0.054 (1.38)	0.067* (1.72)	0.043 (1.11)	0.054 (1.36)
<i>Audit</i>	0.042** (2.48)	0.021 (1.39)	0.042** (2.47)	0.021 (1.37)	0.040** (2.40)	0.018 (1.16)
<i>Post × Audit</i>	-0.053* (-1.65)	-0.028 (-0.89)	-0.053* (-1.65)	-0.029 (-0.91)	-0.053* (-1.66)	-0.022 (-0.66)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.0954	0.1517	0.0975	0.1506	0.1161	0.1560
N	592	463	592	463	592	463
经验 <i>p</i> 值	0.071*		0.073*		0.081*	

(五) 稳健性检验

第一,更改样本区间。去杠杆政策从2016年开始实际执行,为了排除样本期间选择不当可能带来的影响,本文以2016—2018年作为样本期间进行回归。

第二,排除省份层面遗漏变量的影响。由于不同省份的金融环境不尽相同,本文在模型(1)中进一步加入省份固定效应,以排除地区异质性对结果的影响。

第三,安慰剂检验。本文通过虚构去杠杆政策发生时点,检验政府审计的介入对国有企业杠杆操纵的影响。具体而言,本文选取去杠杆政策还未公布或未实际执行的2012—2015年为研究期间,假设2014年去杠杆政策开始执行,重新进行回归。

第四,倾向得分匹配法。由于被政府审计的国有企业与未被政府审计的国有企业之间可能在杠杆操纵方面存在差异,本文使用倾向得分匹配法来缓解此问题。

第五,平行趋势检验。本文进一步采用事件分析框架进行平行趋势检验,以2016年作为事件分析的基准年,考察政策实施前后各2年处理组与对照组的杠杆操纵程度(*Levm*)是否存在显著差异。

第六,控制年度和公司个体固定效应。本文将模型(1)中的固定效应替换为年度和公司个体固定效应,重复相关检验。

第七,控制地区层面宏观经济因素的影响。参考Liu等的研究^[54],本文在回归模型中加入了地区人均GDP的自然对数(*GDP_Per*)、地区第一产业GDP增长率(*GDP1*)、地区第二产业GDP增长率(*GDP2*)、地区第三产业GDP增长率(*GDP3*)。

以上稳健性检验结果(未列示,备索)均证明本文结论是可靠的。

六、研究结论与启示

去杠杆是我国政府主动防范化解债务风险的重要政策,需要政府审计来保证政策的有效实施。本文以我国2012—2018年中央企业控股的A股上市公司作为研究样本,研究政府审计如何治理国有企业杠杆操纵行为。研究发现,国有企业在2016年以后的杠杆操纵行为显著增多,政府审计依法监督国有企业贯彻落实去杠杆政策情况能够有效抑制国有企业的杠杆操纵行为。机制检验发现,在去杠杆政策背景下,政府审计通过约束机会主义行为与缓解信息不对称两个路径抑制了国有企业的杠杆操纵行为。进一步分析发现,政府审计与注册会计师审计、非国有股东监督、分析师监督、媒体监督的良性互动增强了对国有企业杠杆操纵的监督合力。

据此,本文在实践中可以为政策制定部门、政府审计机关、国有企业决策提供一定的借鉴。对于政策制定部

门而言,政府在关乎国家系统性金融风险领域应当主动“有为”,充分了解国有企业杠杆操纵的动因与手段,制定符合经济发展大趋势的杠杆调控政策。对于政府审计机关而言,除了要履行国家赋予的对杠杆进行监督的职责外,还可以协同其他监督主体增强监督合力,识别和防范国有企业的杠杆操纵行为,以保证去杠杆政策的有效落实,提高国家资源配置的精准度。对于国有企业而言,要从政治与经济两个角度权衡杠杆操纵的风险与收益,根据实际情况选择合理的去杠杆路径,规避消极的杠杆操纵行为。

参考文献:

- [1] Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local crowding - out in China[J]. The Journal of Finance, 2020, 75(6): 2855 - 2898.
- [2] Ferrarini B, Hinojales M. State-owned enterprises and debt sustainability analysis: The case of the People's Republic of China[J]. The Journal of Asian Finance, Economics and Business, 2019, 6(1): 91 - 105.
- [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(7): 1 - 26.
- [4] 李维安, 侯文涛, 柳志南. 国有企业金字塔层级与并购绩效——基于行政经济型治理视角的研究[J]. 经济管理, 2021(9): 16 - 30.
- [5] 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.
- [6] 徐亚琴, 宋思淼. 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.
- [7] 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.
- [8] 蔡利, 马可哪呐. 政府审计与国企治理效率——基于央企控股上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2014(6): 48 - 56.
- [9] 郝素利, 李梦琪. 国家审计监督抑制国企盈余管理行为的演化博弈分析[J]. 审计与经济研究, 2019(6): 10 - 18.
- [10] 王海林, 张丁. 国家审计对企业真实盈余管理的治理效应——基于审计报告语调的分析[J]. 审计研究, 2019(5): 6 - 14.
- [11] 李佳, 罗正英, 权小锋. 政府审计、公款消费与费用操纵[J]. 审计与经济研究, 2021(5): 24 - 34.
- [12] 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.
- [13] DeAngelo H, Gonçalves A S, Stulz R M. Corporate deleveraging and financial flexibility[J]. The Review of Financial Studies, 2018, 31(8): 3122 - 3174.
- [14] Benigno P, Eggertsson G B, Romei F. Dynamic debt deleveraging and optimal monetary policy[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2020, 12(2): 310 - 350.
- [15] Qiu B, Cheng B. Is a deleveraging policy effective? Evidence from China[J]. International Review of Economics & Finance, 2022, 77: 471 - 480.
- [16] Chen K, Guo W, Kang Y, et al. Does the deleveraging policy increase the risk of corporate debt default? Evidence from China[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2022, 58(3): 601 - 613.
- [17] 杨玉龙, 王曼前, 许宇鹏. 去杠杆、银企关系与企业债务结构[J]. 财经研究, 2020(9): 138 - 152.
- [18] 周茜, 许晓芳, 陆正飞. 去杠杆, 究竟谁更积极与稳妥? [J]. 管理世界, 2020(8): 127 - 148.
- [19] Lai K, Prasad A, Wong G, et al. Corporate deleveraging and financial flexibility: A Chinese case-study [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2020, 61: 101299.
- [20] 许晓芳, 周茜, 陆正飞. 过度负债企业去杠杆: 程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2020(8): 89 - 104.
- [21] 许晓芳, 汤泰劼, 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.
- [22] 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.
- [23] 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.
- [24] 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.
- [25] 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.
- [26] 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.
- [27] 胡国柳, 严逸婧, 常启国. 税收优惠与企业杠杆操纵——基于固定资产加速折旧政策的准自然实验[J/OL]. 海南大学学报(人文社会科学版): 1 - 11 [2023 - 01 - 13]. <https://doi.org/10.15886/j.cnki.hnus.202208.0052>.
- [28] 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.
- [29] 刘家义. 论国家治理与国家审计[J]. 中国社会科学, 2012(6): 60 - 72.
- [30] Avis E, Ferraz C, Finan F. Do government audits reduce corruption? Estimating the impacts of exposing corrupt politicians[J]. Journal of Political Economy, 2018, 126(5): 1912 - 1964.
- [31] Blume L, Voigt S. Does organizational design of supreme audit institutions matter? A cross-country assessment[J]. European Journal of Political Economy, 2011, 27(2): 215 - 229.
- [32] Liu J, Lin B. Government auditing and corruption control: Evidence from China's provincial panel data[J]. China Journal of Accounting Research, 2012, 5(2): 163 - 186.
- [33] Yang S, Xiao J Z, Pendlebury M. Government auditing in China: Problems and reform[J]. Advances in Accounting, 2008, 24(1): 119 - 127.
- [34] 弗里德里希·冯·哈耶克. 法律、立法与自由(第一卷)[M]. 邓正来, 等, 译. 北京: 中国大百科全书出版社, 2000: 79.
- [35] 孙笑侠. 基于规则与事实的司法哲学范畴[J]. 中国社会科学, 2016(7): 126 - 144.
- [36] 林毅夫, 蔡昉, 李周. 充分信息与国有企业改革[M]. 上海: 格致出版社, 2014: 81 - 87.

- [37]陆正飞. 打开天窗说亮话:“去杠杆与杠杆操纵”研究之缘起及展望[J]. 当代会计评论,2020(2):1-10.
- [38]Lin K J,Lu X,Zhang J,et al. State-owned enterprises in China:A review of 40 years of research and practice[J]. China Journal of Accounting Research, 2020,13(1):31-55.
- [39]Jiang F,Jiang Z,Kim K A. Capital markets,financial institutions,and corporate finance in China[J]. Journal of Corporate Finance,2020,63:1-21.
- [40]Lin J Y,Cai F,Li Z. Competition,policy burdens,and state-owned enterprise reform[J]. The American Economic Review,1998,88(2):422-427.
- [41]周雪光. 基层政府间的“共谋现象”——一个政府行为的制度逻辑[J]. 社会学研究,2008(6):1-21.
- [42]周飞舟. 政府行为与中国社会发展——社会学的研究发现及范式演变[J]. 中国社会科学,2019(3):21-38.
- [43]周飞舟. 锦标赛体制[J]. 社会学研究,2009(3):54-77.
- [44]周雪光. 论中国官僚体制中的非正式制度[J]. 清华社会科学,2019(1):7-42.
- [45]Qian Y. Enterprise reform in China:Agency problems and political control[J]. Economics of Transition,1996,4(2):427-447.
- [46]刘春济,高静. 国有企业慈善捐赠的政府行为效应[J]. 经济管理,2022(3):89-107.
- [47]秦荣生. “十四五”时期国家审计的时代使命[J]. 审计观察,2021(4):25-29.
- [48]江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.
- [49]权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010(11):73-87.
- [50]牟韶红,李启航,陈汉文. 内部控制、产权性质与超额在职消费——基于2007—2014年非金融上市公司的经验研究[J]. 审计研究,2016(4):90-98.
- [51]Kothari S P,Leone A J,Wasley C E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. Journal of Accounting and Economics,2005,39(1):163-197.
- [52]王帆,谢志华. 政策跟踪审计理论框架研究[J]. 审计研究,2019(3):3-10.
- [53]连玉君,彭方平,苏治. 融资约束与流动性管理行为[J]. 金融研究,2010(10):158-171.
- [54]Liu J,Jiang Y,Gan S,et al. The impact of D&O insurance on excess corporate leverage[J]. China Journal of Accounting Research,2022:100271.

[责任编辑:王丽爱]

Deleveraging Policies, Government Audits and State-Owned Enterprises' Leverage Manipulation

BAO Shuchen^{1a}, XU Yongbin², LIU Xiaoyu^{1b}

(1a. School of Economics and Management, 1b. Qixin Honor School, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou 310018, China;
2. School of Accounting, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: How to prevent and resolve debt risks is an important task in the management of state-owned enterprises and an important foundation for the high-quality development of state-owned enterprises. Taking Chinese A-share listed companies controlled by central enterprises from 2012 to 2018 as a research sample, this paper examines the impact of government audits on the manipulation of SOEs' leverage during the implementation of deleveraging policies. The results show that SOEs' leverage manipulation rises significantly after 2016, and the intervention of government audit can effectively restrain the leverage manipulation of state-owned enterprises. The mechanism test finds that restraining opportunistic behavior and alleviating information asymmetry are two paths for government auditing to control the leverage manipulation of state-owned enterprises. Further discussion finds that the benign interaction between government auditing and CPA auditing, non-state-owned shareholder supervision, analyst supervision, and media supervision also enhanced the “joint force of supervision” on the leverage manipulation of state-owned enterprises.

Key Words: deleveraging; government auditing; leverage manipulation; opportunistic behavior; information asymmetry; supervisory synergy