

深入学习贯彻党的二十届四中全会精神

隐性债务风险控制与公司权益资本成本

——基于杠杆操纵视角

陈祎丽¹, 陆正飞¹, 许晓芳²

(1. 北京大学 光华管理学院, 北京 100871; 2. 北京工商大学 商学院/数字书院, 北京 100048)

[摘要] 隐性债务风险是影响资本市场稳定运行与高质量发展的严重隐患, 杠杆操纵作为企业规避监管要求或满足融资条件而调整账面杠杆水平以隐藏真实负债状况的常见手段, 是隐性债务风险形成与积聚的重要来源。本文以 2007—2022 年我国 A 股非金融类上市公司为研究样本, 基于杠杆操纵视角, 实证考察隐性债务风险对公司权益资本成本的影响及作用机制。研究发现, 公司杠杆操纵程度越高, 权益资本成本越高, 表明隐性债务风险的积聚会显著影响资本市场定价。进一步研究发现, 杠杆操纵对公司权益资本成本的作用机制主要为信息渠道, 即杠杆操纵会降低信息透明度和加剧信息不对称, 且该影响在违约风险较低、成长性较好以及被出具标准无保留审计意见的公司中更为显著。经济后果研究发现, 杠杆操纵所引致的公司权益资本成本上升会进一步降低企业投资效率和劳动收入份额。研究结论可以为强化上市公司会计监管、提升信息披露质量、推动中长期资金入市及促进经济高质量发展提供经验证据与决策参考。

[关键词] 隐性债务风险; 杠杆操纵; 权益资本成本; 信息披露质量

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2026)03-0001-11

一、引言

近年来, 企业利用表外负债、名股实债等手段进行杠杆操纵的现象屡见不鲜。这类行为将实质性债务隐匿于资产负债表之外, 在账面上虚假降低杠杆率, 却未能真实化解财务风险, 不仅严重扭曲了资产负债表信息, 还积累了大量隐性债务风险, 使企业真实偿债能力被系统性高估^[1]。2024 年, 中央金融办、中国证监会联合印发了《关于推动中长期资金入市的指导意见》, 强调需通过提高上市公司质量、严厉打击资本市场违法行为, 切实保护投资者合法权益; 党的二十届四中全会对“十五五”时期资本市场改革发展作出重要部署, 明确提出提高资本市场制度的包容性和适应性, 完善投资和融资相协调的功能, 建立健全功能完善的资本市场。然而, 杠杆操纵行为却隐匿了企业真实风险敞口, 加剧了资本市场的信息不对称, 对市场定价效率和资源配置功能构成严峻挑战。因此, 深入考察杠杆操纵所积聚的隐性债务风险的经济后果, 对于强化隐性债务风险识别与控制、完善资本市场信息环境及推动市场高质量发展具有重要的理论价值与现实意义。

既有文献已证实信息不对称与信息风险是影响权益资本成本的重要因素^[2-4], 但相关研究多聚焦利润表信息或外部信息披露质量, 对资产负债表所承载的信息风险关注相对不足。事实上, 资产负债表作为反映企业财务结构与风险承担状况的核心报表, 其信息质量直接关系到投资者对企业偿债能力与违约风险的判断^[5-6]。杠杆操纵正是一种典型的资产负债表层面的信息扭曲行为, 企业通过表外负债、名股实债等手段对债务进行表外化与权益化处理, 使账面杠杆严重偏离真实风险水平, 加剧了外部投资者对企业真实风险的误判。然而, 这一资产负债表信息扭曲究竟如何以及在多大程度上影响权益资本成本, 现有文献尚缺乏系统性的经验证据, 相关研究亟待深入。

从理论逻辑上看, 当企业存在杠杆操纵行为时, 隐性债务风险的持续积累使得外部投资者难以及时准确地识别企业真实的风险敞口, 面临更高的评估风险与决策不确定性, 从而不得不提高风险溢价要求, 最终推高企业

[收稿日期] 2025-11-27

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(70242001; 72272005); 国家自然科学基金青年项目(72202008)

[作者简介] 陈祎丽(1994—), 女, 北京人, 北京大学光华管理学院博士研究生, 从事公司金融等研究, E-mail: lilychen@stu.pku.edu.cn; 陆正飞(1963—), 男, 江苏海门人, 北京大学光华管理学院教授、博士生导师, 从事资本市场会计与公司财务等研究; 许晓芳(1986—), 女, 江西赣州人, 北京工商大学商学院/数字书院教授、博士生导师, 从事公司治理、资本市场财务与会计等研究。

的权益资本成本。换言之,杠杆操纵通过降低资产负债表信息透明度、加剧信息不对称,系统性地抬升了权益资本成本。基于此,本文以2007—2022年A股非金融类上市公司为样本,基于杠杆操纵视角,实证考察隐性债务风险对权益资本成本的影响及其传导机制。研究发现,杠杆操纵程度越高,权益资本成本越高,且这一效应主要通过信息渠道实现,即杠杆操纵降低了信息透明度,加剧了信息不对称,进而推高了投资者要求的风险溢价。

本文的研究贡献主要体现在三个方面:首先,本研究拓展了权益资本成本影响因素的研究视角。既有文献多从利润表层面的会计信息质量入手考察资本成本的决定机制,本文将研究视角延伸至资产负债表层面,系统考察杠杆操纵行为对权益资本成本的影响及其传导机制,揭示了隐性债务风险这一既有文献相对忽视的重要影响路径,为理解资本市场信息风险定价机制提供了来自资产负债表层面的新证据。其次,本文丰富了杠杆操纵经济后果的研究文献。有别于既有研究主要关注显性债务风险的经济影响,本文从信息渠道系统揭示杠杆操纵对权益资本成本的影响机制,表明企业风险的根源不仅在于利润表层面的业绩波动,还可能深植于资产负债表的结构性扭曲之中。最后,本研究具有重要的现实意义与监管启示。在推动资本市场高质量发展、引导“长钱长投”的政策背景下,本文系统剖析了杠杆操纵如何通过扭曲资产负债表信息积聚隐性债务风险,进而推高权益资本成本,为强化隐性债务风险识别与控制、完善财会监督机制提供了直接的经验依据。值得关注的是,上述效应在低违约风险、高成长性企业中更为显著,提示监管部门与投资者应重点关注那些相对更为优质公司的杠杆操纵行为,因为杠杆操纵对这类优质公司权益资本成本的负面影响更大,进而可能进一步增大公司融资风险、降低资源配置效率。因此,有必要通过加强穿透式监管提升对隐性债务的识别能力,以降低权益资本成本,优化资本市场投融资生态。

二、文献综述、理论分析与研究假设

(一)文献综述

1. 杠杆操纵的相关文献

自许晓芳等^[7]开创性地提出杠杆操纵的测度方法(XLT-LEVM法)以来,相关研究日益丰富,主要集中于影响因素与经济后果两个维度。在影响因素方面,现有研究可归纳为三类:其一,宏观政策压力会诱发企业杠杆操纵。地方政府债务扩张和环保税改革均被证实对企业杠杆操纵具有显著的正向驱动作用^[8-9]。其二,外部监管与治理机制能够有效抑制杠杆操纵。银行竞争加剧、税收征管独立性增强以及政府审计介入均能显著降低企业的杠杆操纵程度^[10-12]。其三,微观层面的融资动机是杠杆操纵的重要诱因。控股股东股权质押比例越高,企业杠杆操纵程度越高^[13];实施杠杆操纵的企业还会伴随策略性非财务信息披露行为,以掩盖真实财务风险^[14]。在经济后果方面,杠杆操纵程度越高的企业被出具非标准审计意见的概率越大^[15],过高的实际杠杆率通过加重债务负担显著抑制了企业技术创新^[16]。

2. 权益资本成本的影响因素

现有文献主要从信息风险、代理风险与经营风险三个维度考察了权益资本成本的影响因素,同时有少量研究从非正式制度视角切入。

基于信息风险视角的研究聚焦信息不对称对权益资本成本的影响,分别从信息披露水平与信息质量两个层面展开。在信息披露水平方面,更充分的信息披露一方面能够提升股票流动性、降低投资者交易成本,另一方面有助于投资者更准确地评估公司风险与内在价值,从而压缩其要求的风险溢价,降低权益资本成本^[2,17-19]。进一步地,自愿披露社会责任信息^[20]、披露知名非重要客户^[21]、增加年报风险披露篇幅^[4]、高铁开通带来的信息便利^[22]、互动平台上投资者与公司沟通程度的提升^[23]以及管理层净积极语调比例的上升^[24]等降低信息不对称程度的行为,均被证实有助于降低权益资本成本。在信息质量方面,收益透明度更高的公司权益资本成本更低^[25];会计准则国际趋同同样能降低权益资本成本,且在国有控股公司中更为显著^[26];购买董责险会削弱财务信息质量,进而推高权益资本成本^[27-28];内部控制质量与资产质量的改善能够通过提升信息质量有效降低权益资本成本^[29-30];会计重述会导致权益资本成本上升^[31],选择性披露规则对纳斯达克上市公司的资本成本具有显著影响^[32]。

基于代理风险视角的研究发现,投资者保护、股权结构与公司治理机制均对权益资本成本具有重要影响。中小投资者法律保护程度的提升能够降低上市公司权益资本成本^[33];多个大股东存在及其投票权配置有助

于降低权益资本成本^[34]；董事会治理机制能够抑制权益资本成本，而集中的控股股权结构则会推高融资成本^[35]；集团统一审计会提高资本成本^[36]；机构投资者通过强化监督与改善信息披露质量有助于降低资本成本^[37]；半强制股利政策亦被证实能够降低受影响公司的权益资本成本^[38]。

基于经营风险视角的研究关注企业运营层面的风险暴露对权益资本成本的传导。客户集中度的提升增加了供应商的经营风险，进而推高其权益资本成本，且这一效应在客户流失风险更高的供应商中更为突出^[39]；在我国特定市场环境下，大客户的存在有助于促进供应链整合、改善经营状况，进而能够降低企业权益资本成本，这一关系在环境不确定性较低时尤为显著^[40]；贸易摩擦显著推高了权益资本成本，而降低经营风险与提升会计信息质量均能有效缓解这一不利影响^[41]；企业腐败行为也被证实会显著增加权益资本成本^[42]。

基于非正式制度视角的研究结果表明，媒体报道^[43]、企业家社会资本^[44]、儒家传统文化^[45]均与公司权益资本成本显著负相关，且这些影响效应在法律保护较为薄弱的地区或制度环境中往往表现得更为突出。

3. 文献评述

综合以上文献可以发现，现有研究在两个层面存在明显不足：其一，在杠杆操纵的经济后果方面，现有文献主要聚焦杠杆操纵的影响因素及其对审计意见、技术创新等微观变量的影响，尚未系统考察杠杆操纵对资本市场定价效率尤其是权益资本成本的作用机制；其二，关于权益资本成本影响因素的研究虽已证实信息不对称与信息风险的重要性，但相关文献多立足于利润表维度的信息质量，对资产负债表信息扭曲所引发的信息风险关注严重不足。事实上，以表外负债、名股实债为核心的杠杆操纵行为从根本上破坏了资产负债表的信息完整性，是既有权益资本成本文献长期忽视的重要信息风险来源。鉴于此，本文从权益资本成本视角系统考察杠杆操纵的资本市场后果及其信息传导机制，以填补现有研究的空白。

(二) 理论分析与研究假设

已有文献证实，财务信息承载着关键的市场定价功能^[5-6,46]，信息不对称程度与信息质量风险是决定公司权益资本成本的重要因素^[2-3,47]。当信息披露质量较低或信息不确定性较高时，理性投资者将面临更大的评估风险，因而会要求更高的风险溢价以补偿潜在的权益受损^[17,19,27]。简而言之，高质量的信息披露有助于投资者更准确地评估公司特质风险与内在价值，缓解信息不对称，从而降低权益资本成本。

然而，杠杆操纵作为一种策略性的财务安排，扭曲了上述信息风险定价机制。杠杆操纵是指企业通过表外负债、名股实债及会计手段等结构性安排，有意识地降低资产负债表呈现的杠杆率，而并未真实降低企业财务风险的行为^[1]。杠杆操纵的独特性在于通过表外化和权益化手段，致使账面杠杆严重背离企业真实风险状况，人为制造了会计信息风险。与一般性会计差错不同，杠杆操纵具有显著的结构性与隐蔽性：一方面，通过设计复杂交易结构避免并表，将实质性债务移出表内；另一方面，借助名股实债等混合资本工具，在会计分类上呈现为权益，但在经济实质上附带刚性兑付义务。这种做法使得外部投资者难以穿透识别企业的真实受偿顺序与风险承担结构，显著增加了对企业未来现金流与违约概率的判断难度。

具体而言，杠杆操纵主要通过损害信息质量这一渠道推高权益资本成本，其核心手段——表外负债与名股实债从不同维度削弱了会计信息的决策有用性。一方面，管理层为掩盖隐性债务，倾向于借助表外负债进行选择性披露甚至不充分披露，导致资产负债表关键信息缺失，公司特质信息含量下降，外部投资者对企业真实风险敞口的判断难度显著上升，直接损害了会计信息的完整性^[48]；另一方面，名股实债等复杂结构安排虽在会计形式上确认为权益，实质上却附带刚性兑付义务，这种会计处理与经济实质的严重背离扭曲了企业真实的财务杠杆与风险承担状况，财务信息的可靠性受损，投资者对企业未来现金流与违约概率的预测误差随之增大^[7]。上述两条路径的共同作用加剧了市场的信息不对称，使外部投资者面临更高的评估风险与决策不确定性。依据信息风险定价理论，该类难以分散的信息风险将通过风险溢价机制被资本市场所定价，理性投资者因而会提高其必要报酬率以补偿潜在的信息风险损失，最终表现为权益资本成本的系统性上升^[2,19]。

综上所述，杠杆操纵通过损害会计信息的完整性与可靠性，降低了资产负债表的信息透明度，加剧了信息不对称，使投资者面临更高的评估风险与决策不确定性，进而要求更高的风险溢价，最终推高权益资本成本。反之，若企业能够有效管控隐性债务风险，提升资产负债表信息透明度，则有助于缓解信息不对称，降低投资者评估风险，从而压缩权益资本成本。因此，强化隐性债务风险的识别与控制，是优化企业融资条件、提升资本市场定价效率的重要路径。据此，本文提出研究假设 H。

H:杠杆操纵程度越高,企业权益资本成本越高。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2007—2022年我国A股上市公司为研究样本。以2007年作为研究样本的起始年份,一方面是为了避免新会计准则实施后财务数据前后计算口径不一致可能对本文研究结论的影响,另一方面是为了避免2005年我国股权分置改革对本文所使用的目标杠杆水平的影响。在剔除金融业、IPO当年、ST和PT等上市公司以及研究变量数据缺失的样本后,本文最终得到19089家公司-年度观测值。为消除异常值的影响,本文对连续变量在1%和99%分位进行了Winsorize处理。本文所用数据均来源于CSMAR数据库及Wind数据库。

(二)模型构建与变量定义

1.模型构建

为验证所提研究假设,本文构建模型(1)如下:

$$COC_{i,t} = \alpha_1 LEVM_{i,t} + \alpha_2 LEVB_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 BTM_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \alpha_7 BETA_{i,t} + \alpha_8 SOE_{i,t} + \alpha_9 FIRST_{i,t} + \alpha_{10} FIRMAGE_{i,t} + \alpha_{11} INSTITUTION_{i,t} + \alpha_{12} INDEP_{i,t} + \alpha_{13} BIGA_{i,t} + \alpha_{14} LIQUIDITY_{i,t} + FIRM + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量COC为公司权益资本成本;解释变量LEVM为公司的杠杆操纵程度,参考许晓芳等^[7]、饶品贵等^[8]的做法,LEVM值越小,则杠杆操纵程度越低;参考张修平等^[30]、蔡贵龙等^[23]的做法,本文从公司特征和股票特征两方面选取了13个控制变量,具体变量及定义如表1所示。此外,本文还控制了公司固定效应(Firm)和时间固定效应(Year)。

2.变量定义

借鉴Easton的研究^[49],本文采用PEG模型估算COC,该模型被认为更能捕捉各风险因素的影响^[4,50]。模型(2)中,EPS₁和EPS₂分别为分析师预测的公司未来一期(t+1)和未来两期(t+2)的每股盈余,代表市场对企业未来盈利能力的预期;P₀为公司t期期末的股票收盘价。

$$COC = \sqrt{(EPS_2 - EPS_1) / P_0} \quad (2)$$

本文的解释变量为杠杆操纵程度(LEVM),参考许晓芳等^[7]提出的XLT-LEVM测算方法,对中国上市公司杠杆操纵程度采用式(3)计算得到。其中,LEVM为公司杠杆操纵程度,DEBTB_TOTAL为公司账面负债总额,DEBT_OB为公司表外负债总额,DEBT_NSRD为公司名股实债总额,ASSETB_TOTAL为公司账面资产总额,LEVB为公司账面杠杆率。

$$LEVM_{i,t} = \frac{DEBTB_TOTAL_{i,t} + DEBT_OB_{i,t} + DEBT_NSRD_{i,t}}{ASSETB_TOTAL_{i,t} + DEBT_OB_{i,t}} - LEVB_{i,t} \quad (3)$$

四、实证结果与分析

(一)基准回归

表2报告了杠杆操纵程度与权益资本成本的回归结果。第(1)列和第(2)列分别为未加入控制变量和加入控制变量的回归结果,LEVM的回归系数分别在5%和1%的水平上显著为正,表明公司杠杆操纵程度越高,隐性债务风险越大,权益资本成本越高,支持了本文研究假设,也表明隐性债务风险的控制有助于降低公司权益资本成本。

表1 主要变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	COC	权益资本成本	采用PEG模型计算得到
解释变量	LEVM	杠杆操纵程度	参照许晓芳等 ^[7] 的研究,采用基于XLT-LEVM法(预期模型法)计算得到的数值来衡量杠杆操纵程度,该值越小,则杠杆操纵程度越低,隐性债务风险越小
控制变量	LEVB	账面杠杆率	期末总负债与期末总资产之比
	ROE	净资产收益率	期末净利润与期末净资产之比
	SOE	所有权性质	国有企业为1,否则为0
	BTM	账市比	公司账面价值与市场价值之比
	SIZE	公司规模	期末总资产的自然对数
	FIRST	股权集中度	第一大股东持股比例
	INDEP	独立董事	独立董事占比
	FIRMAGE	成立年限	公司成立年数的自然对数
	GROWTH	营业收入增长率	年度营业收入的增长率
	BETA	系统性风险	公司股票的系统性风险,使用个股的年度周回报率对综合A股市场周回报率进行回归,得到的回归系数即为所求的系统性风险
	BIGA	是否“四大”	审计师事务所为四大,取值为1,否则为0
	INSTITUTION	机构投资者持股比例	机构持股比例合计
	LIQUIDITY	股票流动性	年内日均换手率(按流通股数计算)

(二) 机制检验

前文理论分析认为,杠杆操纵会通过信息渠道对公司权益资本成本产生影响。为检验这一作用机制,本文参考相关文献^[30,51-53],从两个维度对信息渠道进行检验:一是直接衡量企业信息披露质量的透明度指标(*Opaque*);二是基于市场定价行为的股价同步性指标(*Syn*)。其中,股价同步性反映的是股价中的公司特有信息含量,是信息透明度在资本市场层面的映射,当企业信息披露质量提升时,市场能够更充分地挖掘和吸收公司层面的私有信息,从而降低股价的市场同步程度。为此,本文构建模型(4)如下:

$$Opaque_{i,t}/Syn_{i,t} = \sigma_0 + \sigma_1 LEVM_{i,t} + \sigma_i Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)中,当以信息披露透明度(*Opaque*)表示信息披露质量时,本文采用上海证券交易所和深圳证券交易所发布的上市公司信息披露评级进行衡量。为提高上市公司信息披露质量和增强监管透明度,上交所、深交所每年依据各自发布的信息披露工作评价办法对本所上市公司信息披露工作进行评价,重点关注公司信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性和公平性,并综合考虑上市公司及相关人员在信息披露事务管理工作中的勤勉尽责情况等。相较于依赖单一指标衡量信息披露质量,这一评分系统更为全面地衡量了上市公司信息披露情况。评级结果从高到低依次划分为 A(优秀)、B(良好)、C(合格)和 D(不合格)四个等级,我们将其依次赋值为 4、3、2、1,因此评级得分越高(*Opaque* 越大),说明信息披露透明度越高,公司信息披露质量越好。股价同步性(*Syn*)反映了公司股价的私有信息含量,即公司股价随市场同步变动的程度,其值越高代表股价中包含的私有信息越少,即信息不对称程度越高^[23,30,54-55]。因此,若公司杠杆操纵行为会通过信息渠道影响公司权益资本成本,即杠杆操纵程度的抑制会降低权益资本成本这一作用依赖于信息渠道,则公司杠杆操纵程度越小,说明公司信息披露质量越好(*Opaque* 越大),公司股价私有信息含量越高(*Syn* 越小)。鉴于此,我们预计杠杆操纵程度(*LEVM*)与信息透明度(*Opaque*)回归时系数 σ_1 的符号为负,与股价同步性(*Syn*)回归时系数 σ_1 的符号为正。

表 3 报告了杠杆操纵影响权益资本成本的机制检验结果。当被解释变量为信息披露透明度(*Opaque*)时,杠杆操纵程度(*LEVM*)的回归系数在 10% 的水平上显著为负^①,表明杠杆操纵程度越低,企业信息披露透明度越高;当被解释变量为股价同步性(*Syn*)时,杠杆操纵程度(*LEVM*)的回归系数在 5% 的水平上显著为正,表明杠杆操纵程度越高,股价特有信息含量越低。上述结果证明杠杆操纵显著降低了信息披露透明度和公司特有信息融入股价的效率,加剧了市场信息不对称,这为信息渠道提供了互补性证据,即信息渠道是杠杆操纵影响权益资本成本的核心传导路径,进一步支持了本文的研究假设。

(三) 截面效应检验

前文机制检验结果表明,杠杆操纵通过积聚隐性债务风险、加剧信息不对称,进而推高企业的权益资本成

表 2 杠杆操纵程度与权益资本成本的回归结果

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
	COC	COC		COC	COC
<i>LEVM</i>	0.004 ** (2.22)	0.005 *** (2.93)	<i>FIRMAGE</i>		-0.005 (-1.11)
<i>LEVB</i>		0.025 *** (6.81)	<i>INSTITUTION</i>		-0.000 (-0.16)
<i>ROE</i>		0.024 *** (4.58)	<i>INDEP</i>		0.017 * (1.88)
<i>BTM</i>		0.033 *** (12.41)	<i>BIG4</i>		-0.002 (-0.84)
<i>SIZE</i>		0.004 *** (3.40)	<i>LIQUIDITY</i>		-0.002 *** (-7.33)
<i>GROWTH</i>		-0.000 (-0.47)	截距	0.109 *** (586.88)	0.011 (0.42)
<i>BETA</i>		0.003 ** (2.23)	<i>Firm FE</i>	Yes	Yes
<i>SOE</i>		-0.004 (-1.38)	<i>Year FE</i>	Yes	Yes
<i>FIRST</i>		-0.015 ** (-2.48)	<i>Observations</i>	19089	19089
			Adj-R ²	0.453	0.472

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。下同。

表 3 机制检验结果

变量	(1)	(2)
	<i>Opaque</i>	<i>Syn</i>
<i>LEVM</i>	-0.048 * (-1.72)	0.099 ** (2.57)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
<i>Observations</i>	14786	19089
Adj-R ²	0.535	0.577

①需要说明的是,*Opaque* 指标的样本量少于基准回归,原因主要在于两方面:其一,上海证券交易所自 2016 年起才对上市公司信息披露质量实施系统性评级,因此 2016 年之前上交所上市公司的评级数据存在系统性缺失;其二,科创板 2019 年设立,部分公司在上市当年尚未完成完整评级周期,相关评级数据有所缺失。

本。在此基础上本文进一步推论,杠杆操纵对权益资本成本的影响在企业之间存在明显差异,且这种差异受既有信息环境差异的显著调节。具体而言,企业在信息透明度与市场定价敏感性方面存在结构性差异。对于信息透明度较高、会计质量较好的企业,其信息环境相对清晰,投资者的风险评估与定价机制更为有效。在此情形下,杠杆操纵所引发的资产负债表质量变化更易被市场捕捉,其所释放的风险信号也更为显著,投资者更有可能据此要求额外的风险补偿,从而推高权益资本成本。相反,对于信息环境本就较弱的企业,其对外披露噪声较大,财务信息整体可辨识度偏低,杠杆操纵所带来的边际风险变化更容易被既有信息噪声所掩盖,相关风险难以及时准确地传导至市场定价,因而其对权益资本成本的影响在统计上可能并不显著。

基于上述分析,本文预期杠杆操纵对权益资本成本的影响在信息环境更优、市场定价效率更高的企业中表现得更为突出。为此,本文进一步从违约风险、成长性及审计意见等维度展开截面异质性分析。

1. 基于违约风险的截面效应

违约风险是影响公司治理行为与信息环境的重要因素。相较于违约风险较低的公司,违约风险较高的公司治理水平通常较差,管理层与股东更易产生道德风险与逆向选择行为,具有更强烈动机向外部市场掩盖真实风险状况,从而导致更高程度的信息不对称。投资者往往会对违约风险较低的公司给予更多关注与信任,其信息环境相对清晰,市场定价机制也更为有效。因此,当违约风险较低的企业存在杠杆操纵问题时,其对会计信息透明度与特有信息含量的损害更容易被市场捕捉和定价,投资者据此要求的风险溢价更高,杠杆操纵对权益资本成本的推高效应更为显著。相反,对于违约风险较高的公司而言,即便隐性债务风险的控制一定程度上改善了信息质量,也难以从根本上修复市场对该类公司的信任缺失,投资者的风险溢价仍将在较大程度上受到违约风险本身的主导,故杠杆操纵对其权益资本成本的推高效应

相对有限。据此,本文预期杠杆操纵对权益资本成本的影响在违约风险较低的企业中更为显著。为此,本文采用 Altman Z-score 计算财务困境指数,Zscore 值越小,代表企业违约风险越高,并在主回归模型中加入公司杠杆操纵程度与违约风险的交乘项 ($LEVM \times Zscore$) 重新进行回归。具体回归结果如表 4 第(1)列所示,交乘项 $LEVM \times Zscore$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,与预期相符。以上结果表明,抑制杠杆操纵对权益资本成本的降低作用在违约风险更小的公司中更为显著,说明改善那些违约风险更小公司的会计信息质量的边际作用更大,从而能够更大幅度降低其权益资本成本,进一步支持了本文研究假设逻辑的合理性。

2. 基于公司成长性的截面效应

成长性是影响投资者信心与市场关注度的重要维度。相较于成长性较差的公司,成长性较好的公司通常更受投资者青睐,市场对其关注度更高,有助于公司特有信息的挖掘与公开信息的传播,信息不对称程度相对较低。在此基础上,抑制杠杆操纵所带来的会计信息质量提升,能够进一步强化投资者对成长性较好公司的信任,从而更有效地压缩风险溢价,降低权益资本成本。然而,对于成长性较差的公司而言,隐性债务风险的控制虽能在一定程度上缓解信息不对称,但难以改变投资者对其成长前景的悲观预期,投资者的风险溢价仍在较大程度上受制于成长性本身所隐含的投资风险,因而杠杆操纵对该类企业权益资本成本的影响相对有限。据此,本文预期杠杆操纵对权益资本成本的影响在成长性较好的企业中更为显著。为此,本文选用托宾 Q 值 ($TobinQ$) 衡量公司成长性^[56-57],即公司市场总值(权益市场总价值与账面总负债之和)与账面资产总值的比例,并在模型(1)中加入公司杠杆操纵程度与公司成长性的交乘项 ($LEVM \times TobinQ$) 重新进行回归。表 4 第(2)列报告了具体回归结果,交乘项 $LEVM \times TobinQ$ 的回归系数在 10% 的水平上显著为正,表明杠杆操纵对权益资本成本的影响在成长性较好的企业中更为显著,与预期一致。

3. 基于审计意见的截面效应

审计意见是投资者判断公司会计信息质量的重要依据。标准无保留审计意见代表独立审计机构对财务报表质量的认可,表明公司遵循了较高标准的财务报告规范,其信息透明度相对较高,市场对公司治理与财务健康

表 4 截面效应检验结果

变量	(1) COC	(2) COC	(3) COC
$LEVM$	0.001 (0.55)	-0.001 (-0.36)	-0.019* (-1.80)
$LEVM \times Zscore$	0.001*** (2.65)		
$LEVM \times TobinQ$		0.003* (1.86)	
$LEVM \times Opinion$			0.024** (2.27)
Controls	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Observations	19089	19089	19089
Adj-R ²	0.472	0.473	0.472

状况的信任度也更强。在此背景下,抑制杠杆操纵所带来的信息质量改善,能够在更大范围内增进市场信任、吸引更广泛的投资者关注,从而更大幅度地降低权益资本成本。相反,被出具非标准审计意见的公司本身已面临严重的市场信任危机,即便隐性债务风险有所降低,投资者对其财务报表质量的疑虑仍难以有效消除,抑制杠杆操纵对信息透明度的边际改善难以实质性地提振投资者信心,对权益资本成本的降低效果十分有限。据此,本文预期抑制杠杆操纵对权益资本成本的降低效应在被出具标准无保留审计意见的公司中更为显著。为此,本文参考 DeFond 等^[58-59]的研究,将 *Opinion* 设置为虚拟变量,当审计意见为标准无保留意见时取 1,否则取 0,然后在主回归模型中加入公司杠杆操纵程度与审计意见的交乘项 ($LEVM \times Opinion$) 重新进行回归。具体回归结果如表 4 第(3)列所示,交乘项 $LEVM \times Opinion$ 的回归系数在 5% 的水平上显著为正,表明杠杆操纵对权益资本成本的影响在被出具标准无保留审计意见的企业中更为显著,与预期一致。

五、内生性与稳健性检验

(一) 基于准自然实验的双重差分法(DID)

为进一步增强本文结论的因果关系识别效力,有效缓解潜在的内生性问题,本文利用 2018 年 9 月中共中央办公厅、国务院办公厅发布的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》(以下简称《指导意见》)作为外生政策冲击,采用双重差分模型(DID)进行检验。该政策仅针对国有企业,旨在遏制国有企业盲目铺摊子、非理性扩张,明确要求过度负债的国有企业需降低平均资产负债率,并设定了清晰的目标:到 2020 年年末,国有企业平均资产负债率要比 2017 年年末降低 2 个百分点左右。鉴于此,本文将样本限定于国有上市公司($SOE = 1$),以确保政策冲击对处理组的有效性。我们预期,面对明确的去杠杆压力和考核目标,过度负债的国有企业更有可能通过形式上的杠杆操纵来满足合规要求,而非实质上去杠杆,且这一行为将降低企业的会计信息质量,进而推高其权益资本成本。鉴于此,本文构建双重差分模型(DID)进行检验,具体见模型(5):

$$COC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(EXLEVB_{i,t} \times POST_{i,t}) + \beta_2 EXLEVB_{i,t} + \beta_3 POST_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

模型(5)中,本文参照曾国安等^[16]的研究方法,以企业是否处于高账面杠杆状态衡量高负债。具体而言,本文以资产负债率作为衡量指标,若企业在 2017 年的资产负债率高于 70%,则认定其为高账面杠杆率企业(高负债企业), $EXLEVB$ 取值为 1,否则为 0。该划分方式与既有文献保持一致,且 70% 的资产负债率通常被视为企业财务风险显著提升的临界水平。 $POST$ 是政策实施虚拟变量,考虑到《指导意见》于 2018 年 9 月正式发布,当年留给企业的实质性反应时间较短,因此本文将 2019 年设定为政策实施的起始年,观测年份在 2019 年及以后取值为 1,否则为 0。我们重点关注交乘项($EXLEVB \times POST$)的回归系数 β_1 ,表 5 中 $EXLEVB \times POST$ 的回归系数为 0.013,在 1% 的水平上显著为正,说明在杠杆约束政策的冲击下,强制去杠杆的过度负债国有企业的权益资本成本较非过度负债国企有了更大幅度的上升。

以上结果表明,政策压力使得过度负债的国有企业采取了更高层次的杠杆操纵行为,最终导致其权益资本成本的显著提升,验证了本文研究结论的稳健性。

本文进一步检验了实验组与对照组在政策实施前是否具有共同变化趋势。结果显示,政策实施前各期交乘项的系数均不显著,而政策实施后系数显著转正,满足平行趋势假设要求,具体检验结果留存备案。

(二) 工具变量法

本文的基准回归结果表明,杠杆操纵程度越高,企业权益资本成本越高。然而,两者之间可能存在反向因果关系:当企业权益资本成本较低时,其通过隐匿债务、积聚隐性债务风险来粉饰财务状况的动机可能会相应减弱,即较低的权益资本成本也可能反过来抑制杠杆操纵行为。为尽可能消除互为因果导致的内生性问题,本文采用两阶段最小二乘法(2SLS)重新估计回归结果。借鉴已有研究的做法,本文采用企业所在行业的杠杆操纵均值(剔除本公司)作为工具变量(IV)。由于同行业公司所面临的营商环境和财会监管环境往往较为相近,因此公司杠杆操纵特征与所在行业公司特征均值之间也会存在一定相关性,故满足相关性原则;而一个行业所有上市公司杠杆操纵程度的平均值可以视为行业层面的变量,不大可能对某一具体公司某一年的权益资本成本产生直接影响,故满足外生性原则。具体回归结果如表 6 所示,在第一阶段回归中, IV 的回归系数为 0.4275,且在

表 5 稳健性检验
——双重差分法

	(1) COC
$EXLEVB \times POST$	0.013 *** (3.40)
<i>Controls</i>	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes
<i>Year FE</i>	Yes
<i>Observations</i>	7302
Adj-R ²	0.476

1%的水平上显著,表明公司所在行业的平均杠杆操纵程度越高,其杠杆操纵程度也越高,与预期相符,满足了相关性要求;Cragg-Donald Wald F 值为 118.4,远远大于临界值 10,拒绝弱工具变量假设,表明工具变量合理有效。第二阶段结果显示,拟合后的杠杆操纵程度(LEV_{hat})的回归系数为 0.0494,且在 5%的水平上显著,表明在控制内生性问题后,杠杆操纵对权益资本成本的影响依然成立,与基准回归结论一致,本文的研究假设得到进一步支持。

(三) 配比法

为缓解样本选择偏差对估计结果的影响,本文采用熵平衡匹配法和倾向得分匹配(PSM)法进行补充分析。具体而言,本文选取基准回归中的控制变量作为协变量。熵平衡匹配后重新基于式(1)进行回归,杠杆操纵(LEV_{VM})的回归系数仍然显著为正,验证了本文基准研究结论的稳健性。此外,本文还采用倾向得分匹配(PSM)法进行检验,根据企业杠杆操纵程度是否高于行业年度均值划分处理组与对照组,采用逐年 1:2 最近邻匹配方法(卡尺为 0.05)构建匹配样本。重新回归后,杠杆操纵(LEV_{VM})的回归系数仍显著为正,与基准回归结果一致。

(四) 安慰剂检验

为排除不可观测因素的干扰,本文对杠杆操纵程度进行 1000 次随机化处理,结果显示虚假系数集中于 0 附近,基准回归系数 0.005 位于分布右侧尾部,虚假 P 值整体偏高,表明主要结论不受遗漏变量或随机因素驱动的影响。

(五) 更换被解释变量

为缓解被解释变量测量误差,本文利用 CAPM 和 MPEG 模型测算得到公司权益资本成本并重新进行回归,结果与主回归结论一致,进一步支持了本文的研究假设。

(六) 更换解释变量

为缓解解释变量度量误差,本文依据许晓芳等^[7]的 XLT- LEV_{VM} 直接法和间接法,重新测度杠杆操纵程度,替换主回归中的解释变量,结果与主回归保持一致,证明了本文研究结论的稳健性。

(七) 控制高维固定效应

为控制地区和行业层面的时变因素,本文分别加入省份×年度和行业×年度交互固定效应,结果与基准回归一致,排除了区域或行业时变因素的内生性干扰。

(八) 更换聚类层级

考虑到同行业企业杠杆操纵决策可能存在截面相关问题,本文将聚类层级由公司层面调整为行业层面,结果与基准回归一致,表明核心结论对聚类标准误选取方式不敏感。

以上稳健性检验结果未报告,留存备案。

表 6 稳健性检验——工具变量法

变量	(1)	(2)
	第一阶段 LEV_{VM}	第二阶段 COC
IV	0.4275 *** (6.9187)	
LEV_{VM_hat}		0.0494 ** (2.3185)
Controls	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Observations	19089	19089
Adj-R ²	0.375	0.038

六、经济后果检验

权益资本成本作为影响企业投资决策与要素配置的核心变量,其变动可能会产生广泛的微观经济后果。本文进一步从效率与公平两个维度,考察杠杆操纵通过推高权益资本成本对企业投资效率和劳动收入份额产生的影响。从效率维度看,信息摩擦会影响资源配置效率,财务信息不对称程度的降低有助于提升资源配置效率。权益资本成本是企业投资决策的重要参考依据,当投资收益不变时,资本成本的下降有助于增加投资净回报,从而提升投资效率。由此本文推测,杠杆操纵可能会通过推高权益资本成本进一步损害企业的投资效率。从公平维度看,杠杆操纵对劳动收入份额的影响可以从要素价格与要素替代的角度加以理解。权益资本成本本质上是资本要素的价格,当杠杆操纵推高权益资本成本时,股东要求的回报率上升,企业在既定的收入分配中需将更大比例用于满足资本回报要求,劳动要素在增加值分配中的份额因此被压缩。此外,较高的资本成本还有可能促使企业收紧整体支出,在边际上优先保障资本回报,而将调整压力传导至劳动报酬端。因此,杠杆操纵可能会通过推高权益资本成本对劳动收入份额产生负向影响。

鉴于此,本文借鉴已有文献^[60-61]的做法,构建杠杆操纵虚拟变量与权益资本成本的交乘项($COC \times LEV_{VM}$)

Dum), 检验杠杆操纵如何通过影响权益资本成本进一步作用于投资效率及劳动收入份额, 并构建模型(6)进行检验。

$$Inv_Efficiency_{i,t+1}/Labour_Share_{i,t+1} = \omega_0 + \omega_1 COC_{i,t} + \omega_2 (COC_{i,t} \times LEVM_Dum_{i,t}) + \omega_3 LEVM_Dum_{i,t} + \omega_4 Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型(6)中, 被解释变量为采用 Richardson^[62-63] 模型估算的投资效率(Inv_Efficiency), 具体而言, 该指标以企业实际投资与其基于基本面预测的最优投资之间的残差进行度量, 残差的绝对值越大, 表明企业投资偏离最优水平越严重, 即投资效率越低; 劳动收入份额根据孔东民等^[64] 的方法进行度量, 具体计算公式为: 劳动收入份额 = (支付给职工以及为职工支付的现金 - 管理层薪酬总额) / (营业收入 - 营业成本 + 支付给职工以及为职工支付的现金 + 固定资产折旧)。控制变量与模型(1)一致。

本文预期交乘项 $COC \times LEVM_Dum$ 在投资效率回归中的系数显著为正、在劳动收入份额回归中的系数显著为负。表 7 中, 第(1)列交乘项的系数为 0.057, 在 10% 水平上显著为正, 表明当权益资本成本下降时, 不存在杠杆操纵的企业其投资效率改善幅度大于存在杠杆操纵的企业; 第(2)列交乘项的系数为 -0.075, 在 10% 水平上显著为负, 表明相较于不存在杠杆操纵的企业, 存在杠杆操纵的企业中权益资本成本下降对劳动收入份额的提升效应被显著削弱。上述结果表明, 杠杆操纵不仅推高了权益资本成本, 还进一步降低了企业投资效率、压缩了劳动收入份额, 在微观层面对资源配置效率与收入分配格局产生了不利影响。

表 7 经济后果检验

变量	(1)	(2)
	Inv_Efficiency _{t+1}	Labour_Share _{t+1}
COC × LEVM_Dum	0.057 * (1.90)	-0.075 * (-1.73)
COC	-0.036 (-1.25)	0.057 (1.29)
LEVM_Dum	-0.009 *** (-2.61)	0.011 ** (2.29)
Controls	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
Observations	12651	11023
Adj-R ²	0.377	0.833

七、研究结论与政策启示

微观企业会计信息质量对资源配置效率与资本市场功能发挥具有重要影响, 提升会计信息质量是推动资本市场高质量发展、引导中长期资金入市的重要基础。权益资本成本作为投资者风险定价的核心指标, 直接关系到股权资本能否稳定助力资本市场功能发挥。鉴于此, 本文以 2007—2022 年我国 A 股非金融类上市公司为研究对象, 基于杠杆操纵视角, 实证考察了隐性债务风险对权益资本成本的影响及其作用机制, 发现杠杆操纵程度越高, 企业权益资本成本越高。机制检验结果表明, 杠杆操纵通过降低信息披露透明度、抑制股价特有信息含量, 加剧了信息不对称, 进而推高了投资者要求的风险溢价。异质性分析发现, 上述效应在违约风险较低、成长性较好以及被出具标准无保留审计意见的企业中更为显著。进一步分析发现, 杠杆操纵通过推高权益资本成本降低了企业投资效率, 压缩了劳动收入份额, 在微观层面对资源配置效率与收入分配格局产生了不利影响。

本文研究结论为强化隐性债务风险识别与控制、完善财会监督机制、提升会计信息质量、优化资本市场信息环境、引导中长期资金入市提供了经验证据与政策参考。具体而言: 第一, 应加大对杠杆操纵行为的监管力度, 防范和减少企业通过表外负债、名股实债等手段隐匿真实债务的行为, 切实提升资产负债表信息质量, 从而降低权益资本成本, 为企业获取稳定的股权融资提供有利条件, 也为促进资本市场股权资本的有序流动提供制度保障。第二, 应重点关注相对更为优质公司的杠杆操纵行为。本文研究发现, 杠杆操纵对权益资本成本的推高效应在违约风险较低、成长性较好以及被出具标准无保留审计意见的企业中更为显著。尽管这些企业在常规指标上表现较优、信息风险看似较小, 但其杠杆操纵行为对资本成本的负面影响反而更大, 这提示监管部门应加强穿透式监管, 提升对此类企业隐性债务的识别能力, 优化投资者决策所依赖的信息环境, 提振和维护投资者对资本市场的信心与信任。第三, 应充分认识杠杆操纵对资源配置效率和收入分配格局的深层影响。本文研究发现, 杠杆操纵程度越高的公司其权益资本成本越高, 这意味着抑制杠杆操纵有助于降低权益资本成本, 进而提升投资效率, 改善劳动收入份额, 表明抑制杠杆操纵不仅是优化资本市场定价效率的需要, 还是促进要素合理分配、夯实共同富裕微观基础的重要举措。正如《关于推动中长期资金入市的指导意见》所强调的, 提高上市公司质量、完善市场信息环境是引导长期资金入市的关键前提, 而抑制杠杆操纵、提升资产负债表信息质量正是实现这一目标的重要微观基础, 对于提高直接融资比重、优化金融结构、助力经济高质量发展具有积极意义。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] Easley D, O'Hara M. Information and the cost of capital[J]. The Journal of Finance,2004,59(4):1553-1583.
- [3] 曾颖,陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究,2006(2):69-79+91.
- [4] 王雄元,高曦. 年报风险披露与权益资本成本[J]. 金融研究,2018(1):174-190.
- [5] Lambert R, Leuz C, Verrecchia R E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital[J]. Journal of Accounting Research,2007,45(2):385-420.
- [6] Ohlson J A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation[J]. Contemporary Accounting Research,1995,11(2):661-687.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] 王洋洋,邓晨芳. 环保税改革的非预期效应——基于企业财务杠杆操纵视角[J]. 会计研究,2023(5):122-136.
- [10] 鲍树琛,许永斌,刘小雨. 去杠杆政策、政府审计与国有企业杠杆操纵[J]. 审计与经济研究,2023(4):13-22.
- [11] 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.
- [12] 孙泽宇,王改便,孙凡. 税收征管独立性与企业杠杆操纵——基于国地税合并的准自然实验[J]. 审计与经济研究,2025(2):85-95.
- [13] 许晓芳,汤泰劼,陆正飞. 控股股东股权质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.
- [14] 谭建华,李亦普,高天成,等. 杠杆操纵与策略性信息披露——基于机器学习年报非财务信息的经验证据[J]. 会计研究,2025(11):31-44.
- [15] 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.
- [16] 曾国安,苏诗琴,彭爽. 企业杠杆行为与技术创新[J]. 中国工业经济,2023(8):155-173.
- [17] Botosan C A, Plumlee M A. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital[J]. Journal of Accounting Research,2002,40(1):21-40.
- [18] 李慧云,刘颖. 市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. 会计研究,2016(1):71-78+96.
- [19] 汪炜,蒋高峰. 信息披露、透明度与资本成本[J]. 经济研究,2004(7):107-114.
- [20] Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting[J]. The Accounting Review,2011,86(1):59-100.
- [21] Jing J, Myers L A, Ng J, et al. Customer referencing and capital market benefits: Evidence from the cost of equity[J]. Contemporary Accounting Research,2023,40(2):1448-1486.
- [22] 郭照蕊,黄俊. 高铁时空压缩效应与公司权益资本成本——来自A股上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2021(7):190-206.
- [23] 蔡贵龙,张亚楠,徐悦,等. 投资者-上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J]. 管理世界,2022(8):199-217.
- [24] 甘丽凝,陈思,胡珉,等. 管理层语调与权益资本成本——基于创业板上市公司业绩说明会的经验证据[J]. 会计研究,2019(6):27-34.
- [25] Barth M E, Konchitchki Y, Landsman W R. Cost of capital and earnings transparency[J]. Journal of Accounting and Economics,2013,55(2):206-224.
- [26] 陈旻,曲晓辉,孙雪娇. 后趋同时代的权益资本成本异质性分析[J]. 会计研究,2018(2):11-18.
- [27] Chen Z, Li O Z, Zou H. Directors' and officers' liability insurance and the cost of equity[J]. Journal of Accounting and Economics,2016,61(1):100-120.
- [28] 冯来强,孔祥婷,曹慧娟. 董事高管责任保险与权益资本成本——来自信息质量渠道的实证研究证据[J]. 会计研究,2017(11):65-71+97.
- [29] Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Kinney Jr W R, et al. The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity[J]. Journal of Accounting Research,2009,47(1):1-43.
- [30] 张修平,李昕宇,卢闯,等. 资产质量影响企业权益资本成本吗? [J]. 会计研究,2020(2):43-59.
- [31] Hribar P, Jenkins N T. The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital[J]. Review of Accounting Studies,2004,9(2):337-356.
- [32] Duarte J, Han X, Harford J, et al. Information asymmetry, information dissemination and the effect of regulation FD on the cost of capital[J]. Journal of Financial Economics,2008,87(1):24-44.
- [33] 沈艺峰,肖珉,黄娟娟. 中小投资者法律保护与公司权益资本成本[J]. 经济研究,2005(6):115-124.
- [34] Attig N, Guedhami O, Mishra D. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity[J]. Journal of Corporate Finance,2008,14(5):721-737.
- [35] 蒋琰. 权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究[J]. 管理世界,2009(11):144-155.
- [36] 王春飞,陆正飞,伍利娜. 企业集团统一审计与权益资本成本[J]. 会计研究,2013(6):75-82+96.
- [37] 代昀昊. 机构投资者、所有权性质与权益资本成本[J]. 金融研究,2018(9):143-159.
- [38] 王春飞,郭云南. 半强制股利政策与股权融资成本[J]. 金融研究,2021(8):172-189.
- [39] Dhaliwal D, Judd J S, Serfling M, et al. Customer concentration risk and the cost of equity capital[J]. Journal of Accounting and Economics,2016,61(1):23-48.
- [40] 陈峻,王雄元,彭旋. 环境不确定性、客户集中度与权益资本成本[J]. 会计研究,2015(11):76-82+97.
- [41] 程小可,沈昊旻,高升好. 贸易摩擦与权益资本成本[J]. 会计研究,2021(2):61-71.
- [42] Banerjee R, Gupta K, Krishnamurti C. Does corrupt practice increase the implied cost of equity? [J]. Journal of Corporate Finance,2022,73:102191.
- [43] 卢文彬,官峰,张佩佩,等. 媒体曝光度、信息披露环境与权益资本成本[J]. 会计研究,2014(12):66-71+96.

- [44] 游家兴,刘淳. 嵌入性视角下的企业家社会资本与权益资本成本——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. 中国工业经济,2011(6):109-119.
- [45] 王治,谭欢. 儒家传统文化会降低企业权益资本成本吗[J]. 会计研究,2022(7):75-88.
- [46] 陈信元,陈冬华,朱红军. 净资产、剩余收益与市场定价:会计信息的价值相关性[J]. 金融研究,2002(4):59-70.
- [47] 庞家任,张鹤,张梦洁. 资本市场开放与股权资本成本——基于沪港通、深港通的实证研究[J]. 金融研究,2020(12):169-188.
- [48] 冯用富,董艳,袁泽波,等. 基于R²的中国股市私有信息套利分析[J]. 经济研究,2009(8):50-59+98.
- [49] Easton P D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital[J]. The Accounting Review, 2004, 79(1):73-95.
- [50] 毛新述,叶康涛,张岷. 上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J]. 会计研究,2012(11):12-22+94.
- [51] 卜君. 董秘变更与信息披露质量[J]. 会计研究,2022(1):9-28.
- [52] 李松楠,刘玉珍,胡聪慧. 价格笼子、流动性与价格发现效率——基于创业板注册制改革的证据[J]. 管理世界,2023(3):49-62.
- [53] 朱红军,何贤杰,陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究,2007(2):110-121.
- [54] 黄俊,郭照蕊. 新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J]. 管理世界,2014(5):121-130.
- [55] 王亚平,刘慧龙,吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 金融研究,2009(12):162-174.
- [56] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济,2019(3):100-118.
- [57] 毛捷,管星华. 地方政府纾困政策的效应研究:来自上市公司的证据[J]. 经济研究,2022(9):82-98.
- [58] Defond M L, Wong T J, Li S. The impact of improved auditor independence on audit market concentration in China[J]. Journal of Accounting and Economics, 1999, 28(3):269-305.
- [59] 刘耀娜,张焰朝. ESG评级分歧能影响审计师决策吗?——基于审计意见视角的证据[J]. 南京审计大学学报,2025(2):35-44.
- [60] 李增福,陈俊杰,连玉君,等. 经济政策不确定性与企业短债长用[J]. 管理世界,2022(1):77-89+143+90-101.
- [61] 刘行,赵健宇. 税收激励与企业创新——基于增值税转型改革的“准自然实验”[J]. 会计研究,2019(9):43-49.
- [62] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2):159-189.
- [63] 赵玉珍,付美琪. 短贷长投、代理成本与重资产企业投资效率[J]. 南京审计大学学报,2025(4):67-79.
- [64] 孔东民,徐裕丽,孔高文. 企业内部薪酬差距与创新[J]. 经济研究,2017(10):144-157.

[责任编辑:王丽爱]

Implicit Debt Risk Control and Cost of Equity Capital ——From the Perspective of Leverage Manipulation

CHEN Yili¹, LU Zhengfei¹, XU Xiaofang²

(1. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China;

2. School of Business/Digital College, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Abstract: Leverage manipulation is a common practice employed by firms to circumvent regulation and window-dress their financial conditions. The resultant accumulation of hidden debt risk has become a significant threat to the stable operation and high-quality development of capital markets. Using a sample of non-financial listed companies of A-share in China from 2007 to 2022, this paper empirically examines the impact of leverage manipulation on the cost of equity capital and its underlying mechanisms. The findings indicate that a higher degree of leverage manipulation is associated with a higher cost of equity. Mechanism analysis reveals that leverage manipulation drives up the risk premium demanded by investors by reducing information transparency and exacerbating information asymmetry. Heterogeneity analysis shows that this effect is more pronounced among firms with lower default risk, higher growth potential, and those receiving standard unqualified opinions. Further analysis demonstrates that greater leverage manipulation is associated with lower investment efficiency and a smaller labor income share, aggravating factor allocation imbalances and eroding the material foundation of common prosperity at the micro level. This study can provide empirical evidence and decision-making references for strengthening accounting supervision of listed companies, improving the quality of information disclosure, promoting the entry of medium-and long-term funds into the market, and facilitating high-quality economic development.

Key Words: implicit debt risk; leverage manipulation; cost of equity capital; information disclosure quality