

基于治理机制视角的控股股东 股权质押与真实盈余管理

张月玲,王玉婷,郝心怡

(山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

摘要:真实盈余管理作为上市公司调整会计盈余、粉饰财务报表的重要工具,会直接影响企业的长远发展,其影响因素和相关治理便成为本文研究重点。选取2013—2019年沪深A股上市公司数据,考察控股股东股权质押对真实盈余管理的影响。研究发现:控股股东股权质押与真实盈余管理显著正相关;内部控制和机构投资者持股能够有效抑制这一正相关关系。进一步分析发现,控股股东股权质押可以通过降低会计稳健性来提高真实盈余管理程度。未来管理中应完善股权质押信息披露机制和内部控制机制,上市公司要主动披露控股股东股权质押的情况,保证股东与相关利益者之间信息的透明度;同时,注重对控股股东以及管理层的监管和问责,减少委托代理问题,防止其合谋掏空公司的行为发生,并进一步鼓励机构投资者发展。

关键词:控股股东股权质押;真实盈余管理;内外部治理机制;机构投资者持股;会计稳健性

中图分类号:F275;F832.51

文献标识码:A

文章编号:1008-7699(2022)02-0075-11

一、引言

真实盈余管理可通过改变企业的日常经营活动操纵盈余信息,在现代所有权和经营权分离的背景下这一做法逐渐为上市公司所采用。委托代理关系以及信息不对称问题的客观存在,导致企业所有者与经营者之间出现利益不一致的冲突,控股股东掏空上市公司的意愿愈加强烈,从而更大程度地侵占其他股东的利益。与应计盈余管理相比,真实盈余管理的操作方式灵活且不易被外部利益相关者识别出来,上市公司控股股东更倾向采用隐蔽性强的真实盈余管理来实现掏空目的^[1,2]。因此,研究真实盈余管理的影响因素及相关治理更具理论和实践意义。股权质押是上市公司控股股东青睐的外部融资渠道,在资本市场上愈发常见。但与此同时,股权质押也可能引发控股股东侵占公司利益的风险。控股股东为得到融资资格有动机操纵利润,向外界传递良好信号;股权质押后若公司股价下跌,控股股东会通过盈余操控的方式进一步掏空上市公司资源,降低控制权转移风险,以满足自身经济利益^[3]。那么,真实盈余管理作为盈余操纵的一种手段,是否会受到控股股东股权质押的影响呢?目前国内外学者针对此问题并未进行深入研究。

内外部治理机制能够帮助上市公司解决委托代理问题和缓解信息不对称。高质量的内部控制可以提高信息披露水平,降低企业内部不同层级之间的信息不对称程度。^[4]此外,机构投资者也被认为是资本市场的重要监督力量。出于保障自身利益的目的,机构投资者会密切关注管理层的决策,发挥监督和治理作用,减少代理冲突,从而合理约束控股股东的投机和舞弊行为。^[5]上市公司发生股权质押后,控股股东掏空公司的动机更强,那么,内部控制和机构投资者持股是否可以抑制控股股东的盈余操纵行为呢?本文以2013—2019年沪深A股上市公司为样本,检验控股股东股权质押对真实盈余管理的影响,并从内

收稿日期:2021-05-25

作者简介:张月玲(1965—),女,山东济南人,山东科技大学经济管理学院教授,博士(后)。

外部治理机制的角度探究,内部控制质量和机构投资者持股是否会对控股股东股权质押与真实盈余管理之间的关系起到调节作用。本文的研究贡献在于:(1)现有研究对控股股东影响真实盈余管理的关注尚有不足,本文以股权质押为切入点发现控股股东会通过降低会计稳健性的方式影响真实盈余管理,丰富了真实盈余管理影响因素的研究;(2)以往的文献多集中于控股股东股权质押对企业投资、创新等行为的影响,但对真实盈余管理影响的研究较少,本文拓展了控股股东股权质押经济后果的研究;(3)内外部治理机制是否缓解了委托代理以及信息不对称等问题,备受实务界以及相关部门关注,本文从内部控制和机构投资者持股两个角度为此提供了依据,将有助于企业更加重视内部控制环境的建设以及机构投资者充分发挥监督作用,提供建设健康有序的资本市场的新方向。

二、理论分析与假设提出

(一) 控股股东股权质押与真实盈余管理

控股股东股权质押是指控股股东为从银行等第三方金融机构获得融资或者担保,而将其所持有上市公司的股权作为质押标的物的行为。股权作为质押标的物,其价值可以通过公司的股价来衡量,而公司会计盈余会很大程度上对股票价格产生影响。^[6]因此,控股股东可以通过及时确认“好消息”以及推迟披露“坏消息”的方式调整公司盈余信息,提高真实盈余管理水平。^[7]

对股权质押的出质人来说,融资额度与股票质量挂钩。股价越高,从银行等机构获得的融资金额就越大,融资难度也就越低。已有研究发现,在股权质押前,为了降低融资成本、提高融资规模,控股股东会通过降低会计稳健性、提高股价,进而向投资者传递正面信号。^[8]而在股权质押之后,控股股东面临着股价下跌的风险,因此为了规避控制权转移风险,控股股东会通过真实盈余管理的方式粉饰会计信息以稳定公司股价。可见,在股权质押期间,控股股东有较强动机采用真实盈余管理进行市值管理。

对股权质押的质权人来说,股权价值的变动会直接影响到其相应债权的保障程度。根据企业契约理论,质权人出于自身利益考虑,会对上市公司进行严格的监督,并且会要求目标公司提供更加真实有效的财务信息。^[9]质权人的监督降低了企业应计盈余管理水平,因此企业更倾向采用隐蔽性强的真实盈余管理。原因在于,真实盈余管理可通过操控生产费用、销售费用、构造真实交易等方式贯穿于企业运营的全过程,具有操作方式灵活、操纵空间更大、涉及金额更多等优势,所以不易被外部察觉和识别^[10]。可见,严格的外部监督制度和外部利益相关者虽然能减少控股股东的应计盈余管理行为,但同时也促进了真实盈余管理的发生。

根据上述分析,股权质押前后控股股东都有动机实施盈余管理,但应计盈余管理相比真实盈余管理更可能受到外部监管部门、审计师以及分析师的制约,因此真实盈余管理越来越被上市公司所采用。据此,本文提出假设1。

H1: 控股股东股权质押与真实盈余管理呈正相关关系。

(二) 控股股东股权质押、内部控制与真实盈余管理

内部控制是企业内部治理机制的一种,其首要目标即合理保障财务信息质量。作为企业会计信息准确性的保障,内部控制存在于企业日常活动决策、实行和监督的全过程。因此内部控制质量高的企业通过建立完善的财务报告披露规则,对管理层及控股股东行为进行监督,可以有效抑制控股股东的真实盈余管理行为。

控股股东股权质押导致其有更强的动机通过市值管理等手段掩盖掏空行为,降低控制权转移风险。而企业完善的内部控制环境可以降低不同部门间的信息不对称程度,^[11]减少不同股东间的代理冲突^[12]。同时,良好的内部控制能够提升公司内部信息传递速度和透明度,^[13]有助于提高公司不同部门之间的沟通效率,帮助管理层掌握真实有效的企业状况,从而防止控股股东舞弊和短视行为的发生。由此可知,良好的内部控制质量代表着公司内部健全的规章制度,有利于提高企业的信息透明度,降低控股股东掏空

公司的动机,进一步缓解因代理问题而出现的盈余操纵行为。

另外,高质量的内部控制可以改善企业经营环境,提升治理结构,有助于对控股股东的行为进行监督与制衡。国外学者认为,公司完善的内部控制制度能够一定程度上制衡控股股东的绝对权力,提高决策的科学性和可靠性,减少控股股东的投机主义行为;^[14]同样,国内学者指出企业内部高质量的内部控制环境,会推动管理层及股东更加敬业和重视企业长期的可持续发展,从而提高企业社会责任,保持会计信息的高质量,^[15]降低控股股东与高层合谋造假的可能性,进而避免损害企业长期价值的短视行为的发生。由此可知,当上市公司存在高质量的内部控制时,内外部利益相关者能够加强对控股股东的监督,抑制其盈余管理行为。

根据上述分析,内部控制作为内部治理机制,能够提高信息透明程度、缓解大小股东之间的代理冲突,也能够改善公司的治理环境,对公司管理层和控股股东的行为进行有效监督,即高质量的内部控制能够抑制控股股东股权质押后的真实盈余管理行为。据此,本文提出假设 2。

H2: 内部控制能够有效抑制控股股东股权质押对真实盈余管理的正向影响。

(三) 控股股东股权质押、机构投资者持股与真实盈余管理

机构投资者作为一种外部治理机制,出于维护自身以及受托人利益的意图,会积极参与上市公司治理,缓解企业的信息不对称问题,对控股股东形成良好的监督作用,有效减少代理冲突,从而降低真实盈余管理程度。^[16]

相比于普通的个人投资者,机构投资者同时具备了监督企业管理层及控股股东行为的动机与能力。一方面,根据股东积极主义论,随着持股比例的增加,机构投资者对被投资企业监督和激励的动机越来越强烈,在公司治理方面的积极性也随之增强。^[17]当持有较高股份比例时,机构投资者若随意抛售其所持股票将会承受股价下跌引起的巨大损失。因此机构投资者持股能够一定程度上减少代理冲突,约束控股股东的真实盈余管理行为。另一方面,机构投资者可以在治理和监督上市公司股东行为上发挥积极作用。机构投资者相较于其他投资者具有更强的专业知识、更广泛的信息资源、更专业的投资经验和更丰富的资金来源。现有文献从上述角度出发,证实了机构投资者能够抑制控股股东进行盈余管理的自利倾向。通过分析公司的财务报告和各项财务指标,机构投资者可以及时侦查出上市公司的盈余管理行为,^[18]阻止控股股东通过操控 R&D 支出的方式来获取收益的行为,^[19]使信息不对称性问题得到缓解,进而达到约束管理层操纵利润的效果。并且机构投资者具有专业优势和管理能力,能够通过完善公司高管薪酬制度来提升管理层对控股股东决策的监管强度,降低其与控股股东合谋损害公司利益的可能性,从而改善公司治理水平,最终提升企业绩效。^[20]由此可知,随着机构投资者持股比例的增高,其在上市公司中更能发挥监督作用,从而有效降低公司信息不对称程度,缓解企业中小股东监督不足等问题,进而降低真实盈余管理水平。

根据上述分析,机构投资者会为了维护自身利益直接参与到企业的经营管理中,并且其持股比例越高,他们对于企业运营决策等各方面的监督动机就会越强烈,从而帮助公司提高信息披露质量,完善公司的监督和治理制度,降低控股股东股权质押后采取真实盈余管理的可能性。据此,本文提出假设 3。

H3: 机构投资者持股能够显著抑制控股股东股权质押对真实盈余管理的正向影响。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文以 2013—2019 年沪深全部 A 股上市公司为样本,并对样本进行如下处理:(1)剔除金融行业公司;(2)剔除 ST、*ST 公司;(3)剔除数据缺失的公司;(4)剔除当年上市的公司;(5)对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理,最终得到 10 233 个研究样本。本文数据来源于 CSMAR、WIND、DIB 数据库,利用软件 Stata15.0 进行实证分析。

(二)变量设计

1.被解释变量

真实盈余管理(REM)的衡量采用 Roychowdhury 的研究方法, [21]对模型(1)(2)(3)分行业、分年度回归,得到的残差分别作为异常经营现金流量(ACFO)、异常生产成本(APROD)和异常操控性费用(ADISEXP)三个综合指标,来衡量企业的真实盈余管理水平,定义 REM= APROD- ACFO- ADISXEP。具体计算公式如下:

CFO_{i,t} / A_{i,t-1} = alpha_0 + alpha_1 * (1 / A_{i,t-1}) + alpha_2 * (SALES_{i,t} / A_{i,t-1}) + alpha_3 * (delta SALES_{i,t} / A_{i,t-1}) + epsilon_{i,t}, (1)

PROD_{i,t} / A_{i,t-1} = beta_0 + beta_1 * (1 / A_{i,t-1}) + beta_2 * (SALES_{i,t} / A_{i,t-1}) + beta_3 * (delta SALES_{i,t} / A_{i,t-1}) + beta_4 * (delta SALES_{i,t-1} / A_{i,t-1}) + epsilon_{i,t}, (2)

DISEXP_{i,t} / A_{i,t-1} = lambda_0 + lambda_1 * (1 / A_{i,t-1}) + lambda_2 * (SALES_{i,t-1} / A_{i,t-1}) + epsilon_{i,t}. (3)

其中,CFO_{i,t}表示本期经营活动现金净流量,PROD_{i,t}表示本期生产成本(产品销售成本与存货变动之和),DISEXP_{i,t}表示本期酌量性费用(销售费用与管理费用之和),A_{i,t-1}表示上期资产总额,SALES_{i,t}、delta SALES_{i,t}分别表示本期营业收入和营业收入变动额。

2.解释变量

控股股东股权质押(Pledge)的衡量采用股权质押的虚拟变量,即上市公司存在控股股东股权质押行为则赋值为 1,否则为 0。

3.调节变量

内部控制(Ic)的衡量采用 DIB 数据库中的内部控制指数。本文在该指数的基础上进行除以 100 处理。机构投资者持股比例(Ins)的衡量采用机构投资者持股数与总股数的比值。

4.控制变量

参考以往研究,本文选取以下控制变量:企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、营业收入增长率(Growth)、净资产收益率(Roe)、高管薪酬(Excu3)、高质量审计(Big)、上市年限(Age)、股权性质(Soe)、年度(Year)、行业(Industry)。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义

Table with 4 columns: Variable Type, Variable Symbol, Variable Name, Variable Description. Rows include REM, Pledge, Pledge_rd, Ic, Ins, Size, Lev, Growth, Roe, Excu3, Big, Age, Soe, Year, Industry.

(三)模型设计

为检验上述假设,本文构建以下模型。其中模型(4)用来检验控股股东股权质押与真实盈余管理之间的关系,模型(5)(6)分别用来检验内部控制质量和机构投资者持股比例对控股股东股权质押与真实盈余管理之间关系的影响。

$$\text{REM} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pledge} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Lev} + \alpha_4 \text{Growth} + \alpha_5 \text{Roe} + \alpha_6 \text{Excu}_3 + \alpha_7 \text{Big} + \alpha_8 \text{Age} + \alpha_9 \text{Soe} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon, \quad (4)$$

$$\text{REM} = \beta_0 + \beta_1 \text{Pledge} + \beta_2 \text{Ic} + \beta_3 \text{Pledge} * \text{Ic} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Growth} + \beta_7 \text{Roe} + \beta_8 \text{Excu}_3 + \beta_9 \text{Big} + \beta_{10} \text{Age} + \beta_{11} \text{Soe} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon, \quad (5)$$

$$\text{REM} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{Pledge} + \lambda_2 \text{Ins} + \lambda_3 \text{Pledge} * \text{Ins} + \lambda_4 \text{Size} + \lambda_5 \text{Lev} + \lambda_6 \text{Growth} + \lambda_7 \text{Roe} + \lambda_8 \text{Excu}_3 + \lambda_9 \text{Big} + \lambda_{10} \text{Age} + \lambda_{11} \text{Soe} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon. \quad (6)$$

四、实证结果与分析

(一)描述性分析

表2列示本文主要变量的描述性统计结果。结果显示:真实盈余管理的均值为-0.002,最大值与最小值分别为0.466和-0.440,表明样本公司间的真实盈余管理水平差距较大且存在正向与负向的真实盈余操控。控股股东股权质押的均值为0.399,表明目前资本市场上控股股东股权质押已成为普遍现象。内部控制质量均值为6.475,最大、最小值分别为8.113、0,表明样本公司间的内部控制质量存在较小差异。机构投资者持股比例在样本公司的均值为6.301%,最大、最小值分别是30.077、0,表明不同公司的机构投资者持股比例差距较大。其他控制变量均处于合理区间。

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
REM	10 233	-0.002	0.121	-0.440	0.446
Pledge	10 233	0.399	0.490	0.000	1.000
Ic	10 233	6.475	0.943	0.000	8.113
Ins	10 233	6.301	6.547	0.000	30.077
Size	10 233	22.325	1.265	20.069	26.369
Lev	10 233	0.425	0.197	0.061	0.866
Growth	10 233	0.169	0.355	-0.568	2.187
Roe	10 233	0.065	0.184	-7.220	1.026
Excu3	10 233	14.426	0.651	12.862	16.588
Big	10 233	0.055	0.227	0.000	1.000
Age	10 233	7.604	0.004	7.596	7.610
Soe	10 233	0.401	0.490	0.000	1.000

(二)相关性分析

表3为本文主要变量之间的相关性分析。可以看出,Pledge与REM的系数为0.055并且在1%水平上正相关,初步验证假设1。从表中的相关系数大小可知,除相似替代变量外,其他各变量间相关系数都小于0.6。同时运用方差膨胀因子检验,VIF值大部分处于1~2之间,即基本不存在多重共线性问题,可以进行统计回归。

表 3 相关性分析

	REM	Pledge	Ic	Ins	Size	Lev	Growth	Excu3	Big	Soe
REM	1									
Pledge	0.055***	1								
Ic	-0.135***	-0.024**	1							
Ins	-0.126***	0.032***	0.087***	1						
Size	-0.038***	-0.087***	0.186***	0.092***	1					
Lev	0.092***	-0.016	0.037***	-0.044***	0.549***	1				
Growth	-0.168***	0.101***	0.115***	0.163***	0.013	0.018*	1			
Excu3	-0.157***	0.001	0.152***	0.123***	0.427***	0.147***	0.040***	1		
Big	-0.041***	-0.114***	0.020**	0.095***	0.371***	0.143***	-0.030***	0.219***	1	
Soe	0.015	-0.471***	-0.035***	-0.002	0.370***	0.291***	-0.134***	0.044***	0.178***	1

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著

(三)多元回归分析

本文通过采用固定效应模型分别对提出的假设 1 至假设 3 进行了检验,其回归结果如表 4 所示。由第(1)列可知 Pledge 的回归系数 0.012 在 1%的水平下显著为正,这说明控股股东股权质押提高了企业真实盈余管理水平,即控股股东股权质押与真实盈余管理正相关,H1 成立。同时还发现在控制变量中,Size、Excu3 等均与真实盈余管理显著负相关,可见较大的企业规模、较高的高管薪酬会对真实盈余管理产生抑制作用,原因在于企业规模越大其治理机制建设的越完备,能够有效约束控股股东的投机行为。较高的高管薪酬能够降低委托代理问题,提升管理层治理公司的动机,进而降低公司真实盈余管理水平。Lev 则与真实盈余管理正相关,可见资产负债率高的企业,为了规避亏损、降低经营风险而进行真实盈余管理的动机会增强。

为了进一步研究,内外部治理机制的调节作用,在模型 5、6 中分别引入了 Ic、Pledge * Ic 以及 Ins、Pledge * Ins。从第(2)列可知,Ic 与 REM 系数为-0.003 且在 10%水平下显著,Pledge * Ic 系数为-0.014 且在 1%水平下显著,这说明内部控制能够提升企业治理水平,降低真实盈余管理水平,并且高质量的内部控制能削弱控股股东股权质押对真实盈余管理的正向影响,H2 得到验证。由第(3)列可知,Pledge、Ins 以及二者的交互项(Pledge * Ins)均通过了显著性检验。其中,交互项(Pledge * Ins)与真实盈余管理的系数为-0.001 并在 1%水平下显著负相关,表明上市公司存在较高持股比例的机构投资者时,机构投资者可以发挥良好的监督和制约作用,降低企业的信息不对称程度,缓解控股股东股权质押对真实盈余管理的促进作用,验证了 H3。

(四)稳健性检验

1. 内生性问题

本文为避免选择性偏误,采用倾向匹配得分法(PSM)对年末存在控股股东股权质押和年末不存在控股股东股权质押的两类公司进行匹配。本文选取 Size、Lev、Roe、Big、Age、Soe 作为匹配变量进行 Logit 回归,配对后获得 5 127 配对样本,其回归结果如表 5 列(1)所示,Pledge 系数在 5%水平下显著,且与主检验结果方向一致。

同时为避免遗漏变量产生的影响,本文采用工具变量法来缓解潜在变量造成的内生性问题。同年度同行业控股股东股权质押比例的均值(Ind_Pledge_rd)和控股股东股权质押的滞后项(PledgeD)作为控股股东股权质押(Pledge)的工具变量进行两阶段最小二乘法回归。表 5 中列(2)和列(3)报告了第一阶段的回归结

果,工具变量的系数都在1%的水平下显著为正,说明模型具有较好的解释力度。第二阶段结果显示,列(4)和列(5)中 Pledge 系数均显著且方向均与主检验结果一致。PSM 检验与工具变量法两阶段回归结果支持本文研究结论。

表 4 多元回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	REM	REM	REM
Pledge	0.012*** (4.36)	0.100*** (5.94)	0.021*** (5.86)
Ic		-0.003* (-1.77)	
Pledge * Ic		-0.014*** (-5.30)	
Ins			-0.001*** (-3.26)
Pledge * Ins			-0.001*** (-3.63)
Size	-0.003* (-2.00)	-0.002* (-1.81)	-0.001 (-0.78)
Lev	0.077*** (10.59)	0.075*** (10.35)	0.073*** (10.15)
Growth	-0.051*** (-15.32)	-0.049*** (-14.45)	-0.049*** (-14.73)
Roe	-0.070*** (-10.87)	-0.063*** (-9.54)	-0.066*** (-10.25)
Excu3	-0.029*** (-14.14)	-0.028*** (-13.83)	-0.028*** (-13.44)
Big	-0.005 (-0.93)	-0.004 (-0.080)	-0.007 (-1.29)
Age	0.466 (1.16)	0.652 (1.63)	0.399 (1.00)
Soe	0.002 (0.74)	0.003 (1.00)	0.001 (0.001)
Year/Ind	控制	控制	控制
Constant	-3.93 (-1.01)	-4.509 (-1.48)	-2.635 (-0.87)
Observations	10 233	10 233	10 233
R-squared	0.086	0.091	0.091

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

表5 内生性检验

变量	PSM 样本回归	工具变量第一阶段回归		工具变量第二阶段回归	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	REM	Pledge	Pledge	REM	REM
Pledge	0.010** (2.34)			0.042* (1.80)	0.026*** (5.86)
Ind_Pledge_rd		0.004*** (11.85)			
PledgeD			0.710*** (85.27)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Year/Ind	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.209 (0.05)	-20.639* (-1.87)	-4.063 (-0.42)	-6.341** (-2.08)	-3.520 (-0.97)
Observations	5 127	10 232	6 789	10 232	6 789
R-squared	0.096	0.254	0.656	0.076	0.101

2.其他稳健性检验

本文采用替代指标法进行检验,以保证回归结果的稳健性。(1)构建两个真实盈余管理的度量指标REM1与REM2替代被解释变量REM,其中REM1=APROD-ADISEXP,REM2=-ACFO-ADISEXP,回归结果如表6列(1)至列(4)所示;(2)控股股东股权质押率Pledge_rd替代解释变量Pledge代入模型中,结果如表6列(5)和列(6)所示。稳健性检验的回归结果皆与前述实证分析一致。

(五)拓展研究

会计稳健性作为会计信息质量要求之一,会受到所处环境和公司管理层意图与动机的影响。股权质押后控股股东的控制权和现金流权更加分离,会引发第二类代理问题,从而激化控股股东和中小股东的利益冲突。控股股东可能会利用其控制权,掠夺中小股东的权益,实现侵占公司资源的目的。^[22]因此控股股东为了掩盖其掏空行为会操控会计信息,会通过及时确认收益、推迟确认损失来提高公司绩效,提供低质量的会计信息,从而降低会计稳健性。

此外,控股股东股权质押可能会加大控股股东控制权转移和股价下跌等财务风险。会计信息与股价有着密切联系,因此控股股东有强烈动机通过粉饰会计信息进行市值管理。基于信息不对称理论,控股股东采用及时披露好消息、拖延或隐瞒坏消息并以此操纵股价、向市场传递正面信号的动机,会随着控股股东的股权质押行为增强。此类选择性披露行为会显著降低信息公布的透明度、真实性和及时性,降低会计稳健性,进而影响企业真实盈余管理水平。基于上述分析,本文将引入会计稳健性作为中介变量,探讨控股股东股权质押与真实盈余管理之间的传导机制。

会计稳健性(Cscore)的衡量采用Khan和Watts提出的模型,^[23]具体计算方式如下:

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \mu_0 + \mu_1 DR_{i,t} + \mu_2 R_{i,t} + \mu_3 R_{i,t} * DR_{i,t} + \epsilon_{i,t}, \tag{7}$$

$$Gscore = \mu_2 = \alpha_1 + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 MTB_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t}, \tag{8}$$

$$Cscore = \mu_3 = \beta_1 + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t}, \tag{9}$$

$$\begin{aligned} \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = & \mu_0 + \mu_1 DR_{i,t} + \alpha_1 * R_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_3 MTB_{i,t} * R_{i,t} + \\ & \alpha_4 Lev_{i,t} * R_{i,t} + \beta_1 DR_{i,t} * R_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} * DR_{i,t} * R_{i,t} + \\ & \beta_3 MTB_{i,t} * DR_{i,t} * R_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} * DR_{i,t} * R_{i,t} + \epsilon_{i,t}. \end{aligned} \tag{10}$$

其中, $EPS_{i,t}$ 为每股收益; $P_{i,t-1}$ 为股票收盘价; $R_{i,t}$ 为股票收益率; $DR_{i,t}$ 为虚拟变量, 当 $R_{i,t} < 0$ 时 $DR_{i,t}$ 取 1, 当 $R_{i,t} > 0$ 时取 0; $Gscore$ 为盈余对“好消息”的反应程度, $Cscore$ 为盈余对“坏消息”的反应增量; $Size_{i,t}$ 为企业规模; $MTB_{i,t}$ 为市账比; $Lev_{i,t}$ 为资产负债率。将模型(8)(9)代入(7)可以得到模型(10), 然后式(10)分年度回归计算出的系数代入式(9)中即可得到 $Cscore$ 值。

表 6 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	REM1	REM2	REM1	REM2	REM	REM
Pledge	0.036** (2.08)	0.085*** (4.00)	0.009** (2.48)	0.015*** (3.32)		
Ic	-0.003* (-1.75)	-0.001 (-0.33)			-0.004*** (-2.85)	
Pledge * Ic	-0.005* (-1.88)	-0.012*** (-3.67)				
Ins			-0.000 (-0.44)	-0.002*** (-6.69)		-0.001*** (-5.08)
Pledge * Ins			-0.001** (-2.10)	-0.001** (-1.99)		
Pledge_rd					0.001*** (4.76)	0.000*** (6.17)
Pledge_rd * Ic					-0.000*** (-3.61)	
Pledge_rd * Ins						-0.000* (-1.90)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year/Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-5.485* (-1.74)	5.719 (1.48)	-4.522 (-1.44)	7.361* (1.91)	-6.113** (-1.99)	-4.773 (-1.56)
Observations	10 233	10 233	10 233	10 233	10 233	10 233
R-squared	0.054	0.088	0.053	0.095	0.091	0.092

本文根据温忠麟的研究,^[24] 建立模型(11)(12)进行中介效应检验。控制变量同上, 具体模型设计如下:

$$Cscore = \alpha_0 + \alpha_1 Pledge + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Growth + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Excu3 + \alpha_7 Big + \alpha_8 Age + \alpha_9 Soe + \sum Year + \sum Ind + \epsilon, \quad (11)$$

$$REM = \beta_0 + \beta_1 Pledge + \beta_2 Cscore + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 Growth + \beta_6 Roe + \beta_7 Excu3 + \beta_8 Big + \beta_9 Age + \beta_{10} Soe + \sum Year + \sum Ind + \epsilon. \quad (12)$$

结果如表 7 所示。表 7 列(1)是采用模型(4)回归的结果, 可知控股股东股权质押与真实盈余管理程度显著正相关。在列(2)中, $Pledge$ 的系数 -0.007 且在 5% 水平下显著为负, 即控股股东股权质押与会计稳健性负相关, 与预期相符。列(3)控股股东股权质押的系数为 0.0119 并在 1% 的水平上显著, 但小于列(1)中控股股东股权质押的系数 0.012。可见加入会计稳健性后, 股权质押的系数依然为正向且保持原来的显著性水平, 只是系数有所下降, 说明会计稳健性是控股股东股权质押影响真实盈余管理的部分中介因子。由此可知, 会计稳健性发挥了部分中介作用, 即控股股东股权质押可以通过降低会计稳健性的方式, 及时确认收益而推迟确认损失从而提高企业真实盈余管理水平。

表7 会计稳健性的中介效应检验

变量	(1)	(2)	(4)
	REM	CScore	REM
Pledge	0.012*** (4.36)	-0.007** (-2.11)	0.0119*** (4.32)
CScore			-0.013 (-1.59)
控制变量	控制	控制	控制
Year/Ind	控制	控制	控制
Constant	-3.093 (-1.01)	3.093 (1.08)	-3.041 (-1.00)
Observations	10 233	10 233	10 233
R-squared	0.086	0.206	0.086

五、结论与建议

本文以2013—2019年沪深A股上市公司的数据为样本,从股权质押视角研究控股股东对真实盈余管理的影响,并分析了治理机制以及传导路径。主要结论如下:(1)控股股东股权质押促进了上市公司真实盈余管理程度,质押比例越高,真实盈余管理程度就越高;(2)内部控制和机构投资者持股能抑制控股股东股权质押对真实盈余管理的正向影响,原因在于内部控制与机构投资者作为公司内外部治理机制,可以对控股股东的行为进行监督,提高会计信息质量,能够有效缓解委托代理问题及信息不对称程度,进而抑制控股股东采取真实盈余管理的行为;(3)进一步研究发现,控股股东为获得质押资格或降低控制权转移风险有动机操纵盈余信息,降低会计稳健性,进而提高上市公司的真实盈余管理程度。在这个过程中会计稳健性发挥了显著的中介作用。

综上所述,本文提出如下建议。(1)完善股权质押信息披露机制。上市公司要主动披露控股股东股权质押的情况,保证股东与相关利益者之间信息的透明度,有效保障信息的及时性和真实性,防止控股股东出现一股独大的情况。政府可以进一步加强法制建设,明确要求控股股东定期披露质押资金的用途与目的,使资本市场能够得到长远发展。(2)完善内部控制机制。上市公司要重视公司内部控制机制的建设,一方面,内部控制制度的设计应注重企业不同层级间信息沟通的有效性和透明性,降低信息不对称程度,进而降低控股股东粉饰财务信息的可能性;另一方面,企业内部控制的建设还应该注重对控股股东以及管理层的监管和问责,减少委托代理问题,防止其合谋掏空公司的行为发生。政府等相关监管部门应该根据企业实际情况完善企业内部控制制度,根据我国国情健全相关法律法规,强化对上市公司的监管。(3)鼓励机构投资者的发展。机构投资者作为公司外部利益相关者具有较高的持股比例以及强大的专业知识,因此上市公司应重视机构投资者的治理作用,鼓励其参与到公司管理以及经营决策中来,进而有效提高公司治理水平,抑制控股股东侵占公司资源的行为。对于政府方面,应健全与机构投资者有关的法律法规,优化资本市场的投资者结构,充分发挥资本市场的监管作用。

参考文献:

- [1] COHEN D A, ZAROWIN P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of accounting and economics, 2010(1): 2-19.
- [2] LANDSMAN W R, MAYDEW E L, THORNOCK J R. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS[J]. Journal of accounting and economics, 2011(1-2): 34-54.
- [3] 许静静. 控股股东股权质押与企业策略性业绩预告[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(4): 27-36+45.
- [4] 张月玲, 周娜. 内部控制、审计监督与会计信息披露质量[J]. 财会通讯, 2020(9): 11-16.
- [5] 赵国宇, 翟秋玲. 机构投资者持股、高管激励与大股东掏空抑制[J]. 金融理论与实践, 2020(2): 88-96.
- [6] 孙海涛, 王可心, 侯月月. 大股东股权质押对真实盈余管理的影响——基于企业战略视角[J]. 会计之友, 2020(24): 67-74.
- [7] 蒋秋菊, 孙芳城, 蒋水全. 控股股东股权质押、股权结构与会计稳健性[J]. 财会月刊, 2019(20): 44-53.

- [8] 聂顺江,田训浩,子若飞.控股股东股权质押会导致上市公司隐藏内部控制缺陷吗[J].财会月刊,2020(16):45-52.
- [9] 南星恒,孙雪霞.控股股东股权质押、企业社会责任与真实盈余管理[J].投资研究,2020(1):60-76.
- [10] 王松,李萍,李芳.分析师盈余预测对企业盈余管理方式选择的影响研究——基于三种盈余管理替代的视角[J].山东科技大学学报(社会科学版),2018(4):100-109.
- [11] 郝东洋,史莹莹,张天西.CEO任职周期、内部控制与股价崩盘风险[J].中央财经大学学报,2020(8):45-60.
- [12] 蒋红芸,王雄元.内部控制信息披露与股价崩盘风险[J].中南财经政法大学学报,2018(3):23-32+158-159.
- [13] 王砚书,邢瑞欣.管理层权力对盈余管理的影响研究——基于内外部监督调节作用的视角[J].财会通讯,2020(1):70-74.
- [14] MITRA S, JAGGI B, HOSSAIN M. Internal control weaknesses and accounting conservatism: Evidence from the post-Sarbanes-Oxley period[J]. Journal of accounting, auditing and finance, 2013(2):152-191.
- [15] 阮姗,尹烁,袁明哲.大股东股权质押、内部控制与信息披露质量[J].财会通讯,2021(5):62-65.
- [16] BOROCHIN P, YANG J. The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance[J]. Journal of financial economics, 2017(1):171-199.
- [17] 黄国良,王立晴.机构持股、地方官员变更与企业真实盈余管理[J].财会通讯,2021(3):83-87.
- [18] HE X M, EDEN L, HITT M A. Shared governance: Institutional investors as a counterbalance to the state in state owned multinationals[J]. Journal of international management, 2016(2):115-130.
- [19] 李涛,陈晴.异质机构投资者、企业性质与科技创新[J].工业技术经济,2020(3):30-39.
- [20] 王晓艳,温东子.机构投资者异质性、创新投入与企业绩效——基于创业板的经验数据[J].审计与经济研究,2020(2):98-106.
- [21] ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of accounting and economics, 2006(3):335-370.
- [22] 刘义鹏,魏安盈.大股东股权质押、内部控制质量与会计稳健性[J].会计之友,2020(13):72-78.
- [23] KHAN M, WATTS R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. Journal of accounting and economics, 2009(2-3):132-150.
- [24] 温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014(5):731-745.

A Study on Equity Pledge of Controlling Shareholders and Real Earnings Management Based on the Perspective of Governance Mechanism

ZHANG Yueling, WANG Yuting, HAO Xinyi

(College of Economics and Management, Shandong University of Science and Technology, Qingdao, Shandong 266590, China)

Abstract: Real earnings management, as an important tool for listed companies to adjust accounting earnings and whitewash financial statements, will directly affect the long-term development of the company. The paper focuses on its influencing factors and related governance. The data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2013 to 2019 are selected to examine the impact of equity pledge of controlling shareholders on real earnings management. The results show that equity pledge of controlling shareholders is significantly positively correlated with real earnings management; internal control and institutional investor shareholding can effectively suppress this positive correlation. Further analysis finds that equity pledge of controlling shareholders can improve the degree of real earnings management by reducing the conservatism of accounting. Therefore, it is vital to improve equity pledge information disclosure mechanism and internal control mechanism in the future management. Meanwhile, listed companies are expected to voluntarily disclose the information of equity pledge of controlling shareholders, guarantee the transparency of information between shareholders and stakeholders, at the same time, listed companies should strengthen oversight and accountability on controlling shareholders, reduce the number of problems brought out by entrustment to prevent their embezzlement of company funds. Finally, institutional investors are further encouraged to invest.

Key words: equity pledge of controlling shareholders; real earnings management; internal and external governance mechanism; institutional investors' shareholding; accounting conservatism

(责任编辑:魏 霄)