

# 大股东股权质押、外部审计监督与真实盈余管理

张咏梅,刘 雪,赵 桐

(山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

**摘要:**在股权质押爆仓事件频频出现的背景下,以 2014—2019 年我国深沪两市 A 股上市公司的数据为样本,实证检验了股权质押对真实盈余管理的影响并揭示了外部审计监督对该影响的调节机制。研究发现:大股东的股权质押行为显著提升了企业的真实盈余管理程度,且质押比例越高,真实盈余管理程度越高。外部审计监督可以明显抑制股权质押企业的真实盈余管理行为。进一步研究发现:股权质押企业通过销售操纵、生产操纵和费用操纵来进行真实盈余管理,而外部审计监督主要通过抑制生产操纵行为和费用操纵行为来抑制股权质押企业的真实盈余管理行为。上述结果在真实盈余管理滞后一期、增加控制变量以及替换外部审计监督衡量方式等稳健性检验后仍然成立。未来管理中应在股权质押融资前严格审核,融资后密切关注企业的经营活动和投资行为;警惕高比例股权质押企业;进一步加强外部审计监督的力度,提高审计师的专业知识和业务能力,更好地识别并抑制企业通过销售操纵来进行真实盈余管理这一路径,进一步降低企业的真实盈余管理程度。

**关键词:**股权质押;真实盈余管理;外部审计监督

中图分类号:F832.51

文献标识码:A

文章编号:1008-7699(2023)01-0072-12

## 一、引言

随着市场经济的快速发展,证券市场金融化水平不断提高,股权质押这一新兴的融资方式开始兴起,越来越多的企业通过频繁的、大规模的股权质押来募集资金。根据 Wind 数据库的统计,2019 年末,有 1 480 家上市公司的大股东进行了股权质押,其中 50.95% 的大股东质押比例超过其所持股份的一半。然而,在股权质押融资一片繁荣的背后,质押人也面临股价下跌带来的股价崩盘<sup>[1,2]</sup>和控制权转移<sup>[3]</sup>等风险。为了规避这些风险,大股东有动机通过盈余管理等机会主义行为对财务报表进行调整,<sup>[4,5]</sup>其中真实盈余管理因其自身的迷惑性和隐蔽性而更容易为大股东所采用。目前,已有许多学者对股权质押与真实盈余管理之间的关系进行了研究。王斌和宋春霞发现,存在大股东股权质押的公司其应计盈余管理更低、真实盈余管理更高,原因是质权人这一外部治理角色的引入强化了外部的监督力量,增加了应计盈余管理行为被发现的风险并提高了应计盈余管理的成本,最终导致股权质押企业的盈余管理行为从应计盈余管理向真实盈余管理转移。<sup>[6]</sup>谢德仁和廖珂认为,真实盈余管理行为可以由控股股东及其控制的管理层完全掌控,因此大股东在股权质押后更倾向于通过真实盈余管理手段来向上操纵盈余,而且这种关系在非国有企业和股权制衡度较弱的企业中更显著。<sup>[7]</sup><sup>[21]</sup> Deren 和 Ke 发现控股股东在股权质押后,对控制权发生转移的担心以及对股票波动风险的厌恶,使得公司进行更多的真实盈余管理,且这种关系在非国有企业和股权制衡度较弱的企业中更显著。<sup>[8]</sup><sup>[109]</sup>此外,徐宗宇等、南星恒和孙雪霞的研究也发现,股权质押与真实盈余管理之间存在正相关关系。<sup>[9]</sup><sup>[29]</sup>,<sup>[10]</sup><sup>[76]</sup>

虽有许多学者对股权质押与真实盈余管理之间的关系进行了研究,但仍存在亟待深入探讨的问题。第一,现有研究多用大股东年末是否存在股权质押行为这一虚拟变量来衡量股权质押,少有研究考虑股

收稿日期:2021-12-14

作者简介:张咏梅(1969—),女,山东莱阳人,山东科技大学经济管理学院教授,博士;赵 桐(1989—),女,内蒙古呼伦贝尔人,山东科技大学经济管理学院讲师,博士,本文通讯作者。

股权质押程度对真实盈余管理的影响,因此本文采用大股东年末是否存在股权质押和大股东年末股票质押数量占其所持股份总数的比例,这两种方式来衡量股权质押。第二,现有研究多从股权性质、<sup>[7]21, [8]109</sup> 股权制衡度、<sup>[7]22</sup> 企业生命周期<sup>[9]29</sup> 以及企业社会责任<sup>[10]64</sup> 等视角出发,强调企业内部各影响因素对股权质押与真实盈余管理关系的调节效应,鲜有学者关注外部审计监督对股权质押企业真实盈余管理行为的调节作用。外部审计作为一种有效的监督机制,能够在一定程度上对公司起到外部治理作用,<sup>[11]</sup> Francis 和 Wang、El Ghoul 等发现外部审计监督可以明显抑制股权质押企业的应计盈余管理行为,<sup>[12,13]</sup> 那么,外部审计监督能否抑制股权质押企业的真实盈余管理行为,保证企业以及中小股东等利益相关者的合法权益不受侵害呢?基于以上分析,本文首先研究了股权质押对企业真实盈余管理的影响;其次,从外部审计监督的视角出发,考察高质量的外部审计监督能否发挥好其对股权质押企业真实盈余管理行为的调节作用;最后,就外部审计监督调节作用的具体路径做更加深入的探讨。

## 二、理论分析和研究假设

### (一)股权质押与真实盈余管理

股权质押是以股东的股权作为标的物的质押,是权利质权的一种,与传统的以实物资产作为标的质押不同,股东在股权质押后受股票价格波动的影响较大。由于盈余信息是对股价进行估值时最重要的影响因素,因此,大股东为了规避质押后股价变化带来的不确定性风险,会对盈余信息进行操纵,这时股权质押就不再仅仅是大股东个人的融资行为,也会对上市公司的活动产生影响,<sup>[14]</sup> 会激发大股东的盈余管理行为。但由于应计盈余管理行为很容易引起审计师和监察机构的关注,而且存在反转效应,在短期内容易引起股票价格下跌。相比之下,真实盈余管理虽然操纵难度大、成本高但具有很强的迷惑性和隐蔽性,不容易被发现,<sup>[15,16]</sup> 即使被利益相关者发现也难以界定其合理性。因此,大股东股权质押后会倾向于通过真实盈余管理手段对盈余信息进行操纵。

大股东股权质押后有三个动机进行真实盈余管理。第一,为了获得更高的融资额度。质权人会对股权质押前企业的财务状况和经营风险进行审核,并根据股票的市场价格、回购期限、股票市场运行状况和企业的信用状况等因素来确定股权融资的额度。<sup>[17]84</sup> 大股东为了获得更多的融资额度,也为了尽可能地降低融资成本,会在质押前通过盈余管理等市值管理手段来虚增利润,提高股价。<sup>[18]</sup> 第二,降低质押过程中出现补仓的风险。由于融资额度是根据股价等因素确定的,因此股票价格一旦下降至警戒线,质权人会要求出质人补仓、提交现金保证金或者提前赎回质押股权,但是股东进行股权质押一般就是因为企业出现资金困难,因此很难满足质权人的要求,为此大股东更可能通过真实盈余管理来稳定股价,防止出现补仓的风险。第三,降低股价崩盘和控制权发生转移的风险。若股票价格下降到警戒线而股东无力补仓时,将会传递出公司经营业绩不好的信号,引起股东以较低的价格抛售股票,导致股价进一步下跌。<sup>[19]</sup> 当股价下跌至平仓线时,若股东还没办法追加质押股权或者没有能力赎回股权,将会面临被强制平仓的风险,<sup>[10]62, [20]</sup> 这可能会引起股价崩盘和控制权发生转移,因此股东有动机通过真实盈余管理手段来稳定甚至提高股价<sup>[21,22]</sup>。且股权质押的比例越高,大股东承担的风险越大,其通过真实盈余管理来稳定股价的动机也越来越强烈。基于以上分析,本文提出以下假设:

H1a:与未进行股权质押的企业相比,进行股权质押的企业真实盈余管理程度越大。

H1b:其他条件不变的情况下,大股东股权质押的比例越高真实盈余管理程度越大。

### (二)外部审计监督的调节作用

外部审计作为一种有效的外部治理机制,在公司治理的过程中发挥着重要的作用,当大股东进股权质押时,高质量的外部审计监督可以有效地制约大股东的机会主义行为,提高盈余的信息含量。<sup>[17]74, [23]</sup> 高质量的外部审计可以加强对管理层的监督,降低管理人员的道德风险,进而降低其配合质押股东进行盈余管理的可能性,而且高素质的管理人员还能及时识别上市公司的真实盈余管理行为。因此,外部审

计监督质量越高,越能够抑制大股东的真实盈余管理行为。另外,会计师事务所的规模越大,其提供的外部审计监督质量也越高,进而能更容易发现上市公司的真实盈余管理行为。已有研究指出,会计师事务所尤其是规模大的会计师事务所为了避免声誉受损,能够提供高质量的审计服务,<sup>[24]</sup>可以识别和约束盈余管理等机会主义行为<sup>[25]295,[26,27]</sup>;而且事务所的规模越大,越不会向客户的无理要求妥协,因而审计独立性越强,外部审计监督能力也越强<sup>[28]30</sup>。此外,规模大的会计师事务所更容易面临法律诉讼的风险,并且在诉讼失败时,赔偿的费用也越多,因此他们也愿意提供高质量的审计服务。<sup>[29,30]</sup>总之,会计师事务所的规模越大,其外部审计监督能力越强,越能够抑制上市公司的真实盈余管理行为。基于以上分析,本文提出假设 2。

H2:高质量的外部审计监督在股权质押对真实盈余管理的影响中起负向调节作用。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取与数据来源

本文选取 2014—2019 年中国沪深两市 A 股上市公司的数据为样本进行研究,为了保证研究结果的可靠性按照以下标准对样本进行筛选:(1)剔除金融行业的公司;(2)剔除 ST 类经营不善的公司;(3)为保证数据的可比性,剔除其他数据缺失的样本;(4)剔除分年度、分行业的样本数目小于 10 的样本;(5)为避免检验结果受极端值的影响,对所有连续变量在 1%水平上进行了 Winsorize 缩尾处理,最终本文共获得 13 124 个观察值。本文数据来源于 CSMAR 和 WIND 数据库,基本数据整理使用 EXCEL,统计分析软件为 STATA15.0。

#### (二)回归模型构建

为了验证假设 1 中股权质押与真实盈余管理的关系,构建模型(1):

$$RE = \alpha_0 + \alpha_1 Pledge + \alpha \sum Controls + \epsilon \quad (1)$$

为了验证假设 2 中审计监督在股权质押对真实盈余管理影响中的调节作用,在模型(1)的基础上构建模型(2):

$$RE = \alpha_0 + \alpha_1 Pledge + \alpha_2 Top10 + \alpha_3 Pledge * Top10 + \alpha \sum Controls + \epsilon \quad (2)$$

上式中, $\alpha_0$ 为截距项, $\alpha_j$ 为回归系数, $\epsilon$ 为模型随机误差项,Pledge表示股权质押,具体用大股东股权质押的虚拟变量(Ple)和大股东股权质押的比例(Ple\_ratio)衡量,Controls概括表示为资产负债率、企业成长率、股权集中度、股权制衡度、股权性质、企业规模、董事会人数、年度虚拟以及行业虚拟变量等 9 个控制变量。

#### (三)变量定义与衡量

##### 1.被解释变量

真实盈余管理(RE)。本文借鉴 Roychowdhury 构建的模型来衡量公司的真实盈余管理程度,Roychowdhury 认为企业通过销售操纵、生产操纵和费用操纵这三种方式来进行真实盈余管理。其中,销售操纵是通过价格折扣和宽松的信用政策来增加本期的销量,在短期内可以增加企业的利润。生产操纵是指增加本期产量,使其超过本期销量,可以降低产品的单位固定成本,进而降低主营业务成本,增加企业利润。费用操纵是指通过减少本期的研发支出、广告费和维修费等可自由支配的费用,来增加本期的利润。这三种操纵方式分别用异常经营活动现金流(RCFO)、异常产品成本(RPROD)、异常酌量性费用(RDISC)来衡量。

首先,构建模型(3)、(4)、(5)并分行业分年度回归,用实际值与模型预期数值之间的差额来估计异常经营活动现金流、异常产品成本、异常酌量性费用。<sup>[31]</sup>

$$\frac{CFO_{i,t}}{asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{rev_{i,t}}{asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{changerev_{i,t}}{asset_{i,t-1}} + \xi_{i,t} \quad (3)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{rev_{i,t}}{asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{changerev_{i,t}}{asset_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{changerev_{i,t-1}}{asset_{i,t-1}} + \xi_{i,t}, \quad (4)$$

$$\frac{DISC_{i,t}}{asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{rev_{i,t}}{asset_{i,t-1}} + \xi_{i,t}. \quad (5)$$

其中,  $CFO_{i,t}$  为本期正常经营活动产生的现金流;  $PROD_{i,t}$  为本期正常生产成本, 是营业成本和存货变动额的和;  $DISC_{i,t}$  为本期正常酌量性费用;  $asset_{i,t-1}$  为上期资产总额;  $rev_{i,t}$  为本期营业收入;  $changerev_{i,t}$  为本期营业收入变动额;  $changerev_{i,t-1}$  为上期营业收入变动额;  $\xi$  为残差, 也是所衡量的异常值。

其次, 借鉴周爱民和遥远、祁怀锦等的方法, 在上述三个变量的基础上构建一个综合指标来反映企业真实盈余管理程度。<sup>[32],[33]</sup> 其中, RE 越大, 向上操纵利润的幅度越大。

$$RE = RPROD - RCFO - RDISC. \quad (6)$$

## 2. 解释变量

股权质押(Pledge)。借鉴廖珂等、胡聪慧等的研究, 采用两种方式衡量企业的股权质押行为: 一是大股东股权质押的虚拟变量(Ple), 用年末第一大股东是否进行股权质押来衡量, 若存在股权质押行为, 则取值为 1, 否则为 0; 二是大股东股权质押的比例(Ple\_ratio), 用年末大股东股票质押的数量与其所持股份总数的比例来表示<sup>[34,35]</sup>。

## 3. 调节变量

外部审计监督(Top10)。独立性是外部审计监督最本质的特征, 王崇锋和柳润泽认为事务所的规模越大审计独立性越强, 外部审计监督能力也越强<sup>[25]294</sup>。同时, 事务所的规模越大, 内部控制越完善, 机会主义行为越少, 审计方面专业型人才越多。因此, 规模越大的会计师事务所对企业实施盈余管理等机会主义行为的容忍度越低, 外部审计监督能力越强。基于以上分析, 本文借鉴王丽娟和徐佳的研究, 选用国内排名前十的会计师事务所作为外部审计监督的代理变量,<sup>[36]</sup> 当公司聘请国内十大会计师事务所(简称“国内十大”)进行审计时取 1, 否则取 0。

## 4. 控制变量

根据以往的研究, 本文还对以下变量进行了控制: 资产负债率(Lev)、企业规模(Size)、企业成长率(Growth)、股权集中度(First)、股权制衡度(Z10)、所有权性质(Soe)、董事会人数(Board)。同时, 为了避免宏观经济环境和行业状况的潜在影响, 还在模型中还加入了年度和行业虚拟变量, 对年度和行业进行控制。具体变量定义与衡量方式见表 1。

# 四、实证结果分析

## (一) 描述性统计

表 2 为描述性统计的结果。据表 2 所示, 企业的真实盈余管理(RE)的最大值为 0.668, 最小值为 -0.846, 标准差为 0.24, 这说明我国上市公司的真实盈余管理程度存在差异。大股东股权质押虚拟变量(Ple)的均值为 0.473, 即样本中有 47.3% 的上市公司中的大股东进行了股权质押, 说明我国上市公司中大股东股权质押现象比较普遍。股权质押比例(Ple\_ratio)的均值为 0.273, 最大值为 1, 说明部分大股东质押了其持有的全部股份。外部审计监督(Top10)的均值为 0.535, 标准差为 0.499, 说明我国有 53.5% 的上市公司聘请国内前十大会计师事务所进行审计。其余控制变量的描述性统计结果与以往研究基本一致, 如资产负债率的均值为 0.429, 标准差为 0.203, 说明我国上市公司负债经营现象比较普遍; 第一大股东持股比例(First)为 34%, 说明我国企业第一大股东持股比例比较集中; 股权性质(Soe)的均值为 0.373, 表明样本中有 37.3% 的上市公司为国有企业。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	真实盈余管理	RE	参考 Roychowdhury 的相关研究
	异常经营活动产生的现金流	RCFO	
	异常生产成本	RPROD	
	异常酌量性费用	RDISC	
解释变量	股权质押	Ple	若公司大股东期末存在股权质押,取值为 1,否则取 0
		Ple_ratio	年末大股东股票质押的数量与其所持股份总数的比例
调节变量	外部审计监督	Top10	当公司所聘请的会计事务所为“国内十大”时取 1,否则取 0
控制变量	资产负债率	Lev	Lev = 负债总额/总资产
	企业成长率	Growth	Growth = (本期营业收入 - 前期营业收入) / 本期营业收入
	股权集中度	First	第一大股东持股比例
	股权制衡度	Z10	上市企业第二至第十位大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值
	股权性质	Soe	国有企业计为 1,否则为 0
	企业规模	Size	总资产的对数
	董事会人数	Board	董事会人数的自然对数
	年度虚拟变量	Year	年度虚拟变量
	行业虚拟变量	Ind	行业虚拟变量

表 2 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
RE	13 124	-0.046	0.240	-0.846	0.668
Ple	13 124	0.473	0.499	0.000	1.000
Ple_ratio	13 124	0.273	0.354	0.000	1.000
Top10	13 124	0.535	0.499	0.000	1.000
Lev	13 124	0.429	0.203	0.061	0.894
Growth	13 124	0.200	0.487	-0.558	3.261
First	13 124	33.957	14.552	8.448	73.829
Z10	13 124	0.941	0.800	0.049	3.999
Soe	13 124	0.373	0.484	0.000	1.000
Size	13 124	22.356	1.283	19.982	26.297
Board	13 124	7.524	1.688	4.000	14.000

(二)相关性分析

表 3 为 Pearson 相关性检验的结果。据表 3 所示,在没有控制其他变量的情况下,股权质押的虚拟变量与真实盈余管理之间的相关性系数为正,但并不显著;大股东股权质押比例与真实盈余管理之间的相关性系数显著为正,这说明股权质押行为会增加上市公司的真实盈余管理程度,初步验证了假设 1。外部审计监督与真实盈余管理的相关性系数为负,说明国内十大会计师事务所的审计可以抑制上市公司的真实盈余管理行为,初步验证了假设 2。此外,本文还检验了各变量之间的方差膨胀因子(VIF),发现各变量之间的平均值为 1.97,最大值为 3.21,均远小于 10,这说明各变量之间不存在多重共线性的问题。

表 3 各变量间的相关性系数

变量	RE	Pledge	Ple_ratio	Top10	Lev	Growth	First	Z10	Soe	Size	Board
RE	1										
Ple	0.005	1									
Ple_ratio	0.045***	0.817***	1								
Top10	-0.046***	-0.035***	-0.040***	1							
Lev	0.156***	-0.032***	0.028***	0.016*	1						
Growth	-0.135***	0.100***	0.096***	-0.011	0.029***	1					
First	-0.032***	-0.116***	-0.150***	0.052***	0.085***	-0.018**	1				
Z10	-0.048***	0.070***	0.084***	-0.002	-0.115***	0.095***	-0.714***	1			
Soe	0.086***	-0.493***	-0.453***	0.001	0.271***	-0.105***	0.257***	-0.277***	1		
Size	-0.091***	-0.133***	-0.104***	0.106***	0.522***	0.046***	0.229***	-0.094***	0.347***	1	
Board	-0.048***	-0.147***	-0.130***	0.030***	0.139***	-0.024***	0.035***	0.013	0.255***	0.277***	1

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的水平下显著，下同。

### (三) 回归结果分析

#### 1. 股权质押对真实盈余管理的影响

表 4 为模型(1)的回归结果,第 2 列为股权质押虚拟变量与真实盈余管理全样本回归的结果,Pledge 的系数为 0.022,且均通过了 1%的显著性检验,说明在控制了其他影响因素的情况下,股权质押与真实盈余管理之间呈正相关关系,这与王斌、谢德仁等人的研究一致,大股东在股权质押后会增加企业的真实盈余管理行为,以避免出现股价下跌带来的股价崩盘和控制权转移风险。该结果支持了假设 H1a,即与未进行股权质押的企业相比,进行股权质押的企业真实盈余管理程度更高。第 3 列为股权质押比例与真实盈余管理全样本回归的结果,Ple\_ratio 的系数为 0.054,且均通过了 1%的显著性检验,说明股权质押比例每提高 1%,企业真实盈余管理水平提升 0.054,即在控制了其他影响因素的情况下,股权质押的比例与真实盈余管理呈正相关关系。此外,本文以股权质押比例的值 0.273 为界限,分为高比例组(股权质押比例大于等于其均值 0.273 的样本)和低比例组(股权质押比例小于其均值 0.273 的样本)分别进行回归,第 4、5 列为分样本回归结果,高比例组中 Ple\_ratio 的系数为 0.057,且通过了 1%的显著性检验,低比例组中 Ple\_ratio 的系数并不显著,以上结果再次说明股权质押的比例越高,真实盈余管理程度越大。全样本和分样本回归的结果均支持了假设 H1b,即随着大股东股权质押的比例越来越高,其真实盈余管理的动机也越来越强烈,真实盈余管理的程度也越来越大。

#### 2. 外部审计监督调节作用的分析

为了检验外部审计监督对股权质押企业真实盈余管理行为的调节作用,在模型(1)的基础上加入外部审计监督(Top10)和外部审计监督与股权质押的交乘项(Pledge\_Top10、Ple\_ratio\_Top10)再次进行回归,结果如表 5 所示。Pledge\_Top10 和 Ple\_ratio\_Top10 的系数分别为-0.020 和-0.021,且分别通过 5%和 10%的显著性检验,说明了外部审计监督对股权质押与真实盈余管理之间关系的负向调节作用,且股权质押的比例越高,调节作用越明显。该结果证实了外部审计监督对股权质押与真实盈余管理之间关系的抑制作用,这与王崇峰等的研究一致。规模大的会计师事务所为了避免声誉受损和法律诉讼等审计风险,会提供高质量的审计服务,能够抑制股权质押企业的真实盈余管理行为。回归结果支持了假设 2,即高质量的外部审计监督在股权质押对真实盈余管理的影响中起着负向调节作用。

表4 股权质押对真实盈余管理的回归结果

变量	全样本	高比例组	低比例组	
	RE	RE	RE	RE
Pledge	0.022*** (4.46)			
Ple_ratio		0.054*** (7.94)	0.057*** (3.87)	-0.001 (-0.02)
Lev	0.309*** (25.79)	0.300*** (24.87)	0.317*** (15.76)	0.291*** (19.23)
Growth	-0.059*** (-8.13)	-0.060*** (-8.24)	-0.062*** (-6.20)	-0.059*** (-5.65)
First	-0.001*** (-4.07)	-0.001*** (-3.53)	0.000 (0.04)	-0.001*** (-4.48)
Z10	-0.010*** (-2.70)	-0.008** (-2.31)	0.007 (1.09)	-0.017*** (-3.63)
Soe	0.062*** (11.40)	0.069*** (12.90)	0.032*** (2.96)	0.075*** (11.63)
Size	-0.044*** (-22.26)	-0.044*** (-22.31)	-0.048*** (-13.07)	-0.043*** (-17.87)
Board	-0.006*** (-5.06)	-0.006*** (-5.01)	-0.007*** (-3.03)	-0.005*** (-3.71)
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
Constant	-2.076 (-0.82)	-2.121 (-0.84)	3.811 (0.87)	-4.773 (-1.55)
R <sup>2</sup>	13 124	13 124	4 976	8 148
N	0.095	0.098	0.089	0.105

注:括号中为 t 值,下同。

表5 股权质押、外部审计监督和真实盈余管理的回归结果

变量	RE	RE	变量	RE	RE
Pledge	0.031*** (4.84)		Z10	-0.010*** (-2.64)	-0.008** (-2.25)
Pledge_Top10	-0.020** (-2.42)		Soe	0.061*** (11.26)	0.069*** (12.80)
Ple_ratio		0.064*** (7.08)	Size	-0.044*** (-21.83)	-0.044*** (-21.88)
Ple_ratio_Top10		-0.021* (-1.88)	Board	-0.006*** (-5.02)	-0.006*** (-4.99)
Top10	-0.001 (-0.18)	-0.004 (-0.72)	Year	控制	控制
Lev	0.309*** (25.73)	0.300*** (24.80)	Ind	控制	控制
Growth	-0.059*** (-8.18)	-0.060*** (-8.30)	Constant	-2.288 (-0.90)	-2.285 (-0.91)
First	-0.001*** (-4.03)	-0.001*** (-3.47)	R <sup>2</sup>	13 124	13 124
			N	0.096	0.099

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 真实盈余管理滞后一期

南星恒和孙雪霞认为,企业的真实盈余管理行为相较于股权质押行为有一定的滞后性。<sup>[10]64</sup>为此,把真实盈余管理数据滞后一期作为被解释变量对模型(1)、(2)重新回归。结果(表6中2—5列)显示股权质押与真实盈余管理之间仍存在显著正相关关系;外部审计监督仍然对股权质押企业的真实盈余管理行为产生显著的负向调节作用,这与本文研究结果一致,说明结论是稳健的。

##### 2. 进一步控制其他潜在的影响因素

影响企业真实盈余管理的因素有很多,为了避免存在遗漏变量导致的误差,在模型(1)、(2)中加入总资产收益率(ROA)、固定资产比率(PPE)以及两职合一(DUAL:若董事长与总经理为同一人则取值为1,否则为0)这三个可能会对真实盈余管理产生影响的变量并进行回归,结果(表6中6—9列)与本文的结论一致,说明结论是稳健的。

表6 稳健性检验:滞后一期与因素控制

变量	滞后一期回归结果				增加控制变量后的回归结果			
	(1)LRE	(1)LRE	(2)L.RE	(2)L.RE	(1)RE	(1)RE	(2)RE	(2)RE
Ple	0.019*** (3.36)		0.031*** (4.08)		0.020*** (4.07)		0.030*** (4.58)	
Ple_Top10			-0.023** (-2.44)				-0.019** (-2.43)	
Ple_ratio		0.047*** (5.95)		0.058*** (5.55)		0.045*** (6.45)		0.056*** (6.01)
Ple_ratio_Top10				-0.022* (-1.65)				-0.021* (-1.89)
Top10			0.003 (0.51)	-0.001 (-0.17)			0.002 (0.35)	-0.001 (-0.21)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
PPE					-0.047*** (-3.32)	-0.046*** (-3.26)	-0.046*** (-3.30)	-0.045*** (-3.22)
DUAL					-0.013*** (-2.79)	-0.013*** (-2.70)	-0.013*** (-2.74)	-0.012*** (-2.66)
ROA					-0.375** (-1.99)	-0.370** (-1.98)	-0.375** (-1.99)	-0.370** (-1.98)
Constant	1.011*** (20.01)	0.999*** (19.81)	1.006*** (19.71)	0.994*** (19.52)	0.893*** (12.80)	0.885*** (12.88)	0.888*** (12.65)	0.880*** (12.73)
R <sup>2</sup>	0.104	0.106	0.104	0.107	0.131	0.133	0.132	0.133
N	10 133	10 133	10 133	10 133	13 124	13 124	13 124	13 124

##### 3. 替换外部审计监督衡量方式

曹国华等发现事务所收取的审计费用越高,承担的审计风险越大,这会促使审计师更加关注公司的盈余管理行为,而且高额的审计费用,会让审计师更加认真地对待审计工作,提供更高质量的审计服务,<sup>[28]34</sup>因此审计费用越高,其审计监督能力越强。基于此,本文选取审计费用(Fee)作为外部审计监督的替代变量进行稳健性检验,结果如表7所示。从2、3列可以看出,股权质押与审计费用交乘项(Pledge\_



Fee)的系数为-0.025,且通过1%的显著性检验,说明外部审计监督仍然对股权质押企业的真实盈余管理行为产生显著的负向调节作用,这与本文的结论一致,说明结论是稳健的。

**(五) 审计监督调节作用的具体路径分析**

通过以上研究发现,高质量的外部审计监督会对股权质押与真实盈余管理程度之间的关系产生负向调节作用,那么,审计监督调节作用的具体路径是什么呢?本部分对此进行了研究。

企业进行真实盈余管理的方式有三种,分别是销售操纵、生产操纵和费用操纵。企业若进行了销售操纵,则会降低本期经营活动产生的现金流,此时企业的异常经营活动产生的现金流(RCFO)表现为负;若进行了生产操纵,则会增加本期的生产成本,此时企业的异常生产成本(RPROD)表现为正;若企业进行了费用操纵,则会降低企业的酌量性费用,企业的异常酌量性费用(RDISC)表现为负。<sup>[37]</sup>因此,股权质押企业的真实盈余管理程度越高,异常经营活动产生的现金流和异常酌量性费用越低、异常生产成本越高。<sup>[33]63</sup>

本文假设股权质押企业可以同时通过销售操纵、生产操纵和费用操纵三种方式来进行真实盈余管理,而且外部审计监督也可以同时抑制这三种操纵行为,来抑制股权质押企业的真实盈余管理行为。对此,本文以异常经营活动现金流、异常生产成本、异常酌量性费用分别作为模型(1)、(2)的被解释变量来对上述假设进行检验,回归结果如表8所示。

在表8中,从第2-4列可以看出,Pledge与RCFO的回归系数为-0.006,与RPROD的回归系数为0.011,与RDISC的回归系数为-0.007,且分别通过了1%、1%、5%的显著性检验,说明股权质押与异常经营活动产生的现金流呈显著负相关关系,与异常生产成本呈显著正相关关系,与异常酌量性费用呈显著负相关关系,即股权质押企业同时通过销售操纵、生产操纵和费用操纵三种方式来进行真实盈余管理。在加入外部审计监督的调节作用后,第5列中股权质押与外部审计监督的交乘项Pledge\_Top10与RCFO的回归系数并不显著,说明外部审计监督不能对股权质押企业的销售操纵行为产生明显抑制作用,这可能是因为价格折扣和宽松的信用政策也是企业常用的营销策略,因此审计师无法区分企业的销售操纵行为和营销行为,故对此不能产生抑制作用。第6列中Pledge\_Top10与RPROD的回归系数为-0.012,通过了5%的显著性检验,说明外部审计监督能够对股权质押与异常生产成本间的正相关关系产生负向调节作用,即外部审计监督可以抑制股权质押企业的生产操纵行为进而降低企业的真实盈余管理水平。第7列中Pledge\_Top10与RDISC的回归系数为0.014,通过了1%的显著性检验,说明外部审计监督能够对股权质押与异常酌量性费用之间的负相关关系产生缓解作用,即外部审计监督也可以抑制股权质押企业的费用操纵行为进而降低企业的真实盈余管理水平。综上所述,研究发现股权质押企业通过销售操纵、生产操纵和费用操纵来进行真实盈余管理,而外部审计监督主要通过抑制股权质押企业的生产操纵行为和费用操纵行为来抑制企业的真实盈余管理水平。

**表 7 稳健性检验:替换外部审计监督**

变量	RE	RE
Pledge	0.367***	
	-4.2	
Pledge_Fee	-0.025***	
	(-3.95)	
Ple_ratio		0.431***
		-3.17
Ple_ratio_Fee		-0.028***
		(-2.78)
Fee	-0.004	-0.008
	(-0.84)	(-1.64)
Controls	控制	控制
Constant	-3.607	-3.463
	(-1.39)	(-1.34)
R2	12 669	12 669
N	0.095	0.098

表 8 审计监督调节作用的具体路径分析结果

变量	模型(1)			模型(2)		
	RCFO	RPROD	RDISC	RCFO	RPROD	RDISC
Pledge	-0.006*** (-3.09)	0.011*** (3.26)	-0.007** (-2.48)	-0.006* (-1.89)	0.017*** (3.79)	-0.014*** (-4.51)
Pledge_Top10				-0.001 (-0.18)	-0.012** (-2.06)	0.014*** (2.92)
Top10				0.006** (2.48)	0.000 (0.03)	-0.001 (-0.26)
Lev	-0.096*** (-16.71)	0.167*** (19.43)	-0.054*** (-8.99)	-0.096*** (-16.65)	0.167*** (19.39)	-0.054*** (-8.93)
Growth	0.002 (0.28)	-0.013 (-1.27)	0.078*** (6.73)	0.002 (0.30)	-0.013 (-1.28)	0.078*** (6.73)
First	0.001*** (6.89)	-0.000* (-1.86)	0.000 (0.26)	0.001*** (6.72)	-0.000* (-1.81)	0.000 (0.25)
Z10	0.004** (2.07)	-0.003 (-1.41)	0.004* (1.79)	0.003** (1.99)	-0.003 (-1.36)	0.004* (1.73)
Soe	-0.011*** (-4.47)	0.033*** (8.78)	-0.019*** (-6.22)	-0.010*** (-4.29)	0.032*** (8.65)	-0.019*** (-6.12)
Size	0.011*** (12.05)	-0.018*** (-12.46)	0.017*** (13.76)	0.011*** (11.47)	-0.018*** (-12.13)	0.017*** (13.57)
Board	0.001** (2.00)	-0.003*** (-3.53)	0.003** (2.57)	0.001** (1.98)	-0.003*** (-3.50)	0.003** (2.54)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-1.565 (-1.39)	-1.368 (-0.81)	2.240* (1.66)	-1.453 (-1.30)	-1.482 (-0.88)	2.360* (1.75)
R <sup>2</sup>	13 124	13 124	13 124	13 124	13 124	13 124
N	0.036	0.045	0.095	0.036	0.046	0.096

## 五、研究结论和对策建议

鉴于股权质押可能会诱发更多的真实盈余操纵行为,本文以 2014—2019 年我国沪深两市 A 股上市公司为研究对象,研究大股东股权质押后,企业真实盈余管理行为的变化,并分析外部审计监督作为一种外部治理机制,能否抑制股权质押对真实盈余管理的影响。研究结果表明:股权质押虚拟变量和股权质押的比例均与真实盈余管理存在正相关关系,说明相比于其他企业,进行股权质押的企业其真实盈余管理程度更高,而且股权质押的比例越高,真实盈余管理程度越大。外部审计监督作为一种有效的外部治理机制,能够对股权质押与真实盈余管理之间的正相关关系产生抑制作用,即高质量的外部审计监督可以明显抑制股权质押企业的真实盈余管理行为。此外,进一步研究发现,销售操纵、生产操纵和费用操纵作为企业实施真实盈余管理的三种途径,高质量审计监督主要是通过抑制生产操纵和费用操纵两种途径来抑制股权质押企业的真实盈余管理行为。

基于以上研究结果,本文提出以下建议。

1. 股权质押融资前严格审核,融资后密切关注企业的经营活动和投资行为。企业为获得低成本、高额度的融资会在股权质押前进行盈余管理等机会主义操纵行为,这加大了质权人不能收回融资本息的风险。对此,质权人应在融资前严格审核被质押企业,将风险降到最低。同时,企业股权质押后,为了防止

控制权发生转移,也会进行真实盈余管理。因此,质权人应该密切关注股权质押企业的经营活动和投资行为,避免出现大股东为了私利而损害质权人的行为。

2.警惕高比例股权质押企业。对于高比例股权质押的大股东来说,一旦股价下跌至平仓线,便会丧失对企业的控制权,所以其进行真实盈余管理的动机更强烈。因此,对于大股东股权质押比例高的企业,融资前要进行更加严格的审核,融资后也要保持警惕,定期分析评估质押股票的真实价值,防止出现大股东通过真实盈余管理来稳定股价的行为。

3.进一步加强外部审计监督的力度。由于高质量的外部审计监督确实能够对股权质押企业的真实盈余管理行为产生抑制作用,因此加强股权质押企业的外部审计监督力度,更好地发挥会计师事务所第三方审计作用,可以抑制企业的机会主义行为,降低真实盈余管理程度。

4.提高审计师的专业知识和业务能力,更好地识别并抑制企业通过销售操纵来进行真实盈余管理这一路径,进一步降低企业的真实盈余管理程度。

#### 参考文献:

- [1]夏常源,贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].南开管理评论,2019(5):165-177.
- [2]邵剑兵,费宝莹.控股股东股权质押与股价崩盘风险——基于公司控制权转移视角[J].商业研究,2020(12):110-123.
- [3]胡珺,彭远怀,宋献中,等.控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角[J].中国工业经济,2020(2):174-198.
- [4]李常青,李宇坤,李茂良.控股股东股权质押与企业创新投入[J].金融研究,2018(7):143-157.
- [5]谢德仁,郑登津,崔宸瑜.控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J].管理世界,2016(5):128-140+188.
- [6]王斌,宋春霞.大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式[J].华东经济管理,2015(8):118-128.
- [7]谢德仁,廖珂.控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J].会计研究,2018(8).
- [8]XIE D R, LIAO K. Share pledging by controlling shareholders and real earnings management of listed firms[J]. China journal of accounting studies, 2018(2).
- [9]徐宗宇,金舒婷.大股东股权质押对上市公司盈余管理的影响——基于企业生命周期视角[J].南方金融,2019(7).
- [10]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).
- [11]王宇峰,刘颖.控股股东股权质押、审计师行业专长与财务报告可比性[J].南京审计大学学报,2019(6):39-49.
- [12]FRANCIS J R, WANG D C. The joint effect of investor protection and big 4 audits on earnings quality around the world[J]. Contemporary accounting research, 2008(1):157-191.
- [13]GHOUL S E, GUEDHAMI O, PITTMAN J. Cross-country evidence on the importance of big four auditors to equity pricing: The mediating role of legal institutions[J]. Accounting, organizations and society, 2016, 54: 60-81.
- [14]高燕燕,毕云霞.控股股东股权质押、媒体关注度与企业价值[J].财会月刊,2021(6):26-34.
- [15]GRAHAM J R, HARVEY C R, RAJGOPAL S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. Journal of accounting and economics, 2005(1-3):3-73.
- [16]KIM J B, SOHN B C. Real earnings management and cost of capital[J]. Journal of accounting and public policy, 2013(6):518-543.
- [17]徐寿福,贺学会,陈晶萍.股权质押与大股东双重择时动机[J].财经研究,2016(6).
- [18]徐莉萍,关月琴,辛宇.控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J].中国工业经济,2021(1):136-154.
- [19]ANDERSON R, PULEO M. Insider share-pledging and equity risk[J]. Journal of financial services research, 2020(1):1-25.
- [20]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.
- [21]王雄元,欧阳才越,史震阳.股权质押、控制权转移风险与税收规避[J].经济研究,2018(1):138-152.
- [22]LI W L, ZHOU J T, YAN Z Q, et al. Controlling shareholder share pledging and firm cash dividends[J]. Emerging markets

- review, 2020, 42.
- [23]董莉.经济周期、外部审计监督与盈余管理[J].统计与决策, 2020(23):151-154.
- [24]TENDELOO B V, VANSTRAELEN A. Earnings management and audit quality in Europe: Evidence from the private client segment market[J]. European accounting review, 2008(3): 447-469.
- [25]王崇锋,柳润泽.审计师和客户私人关系对审计质量的影响——基于两家内资事务所的跨案例研究[J].管理案例研究与评论, 2019(3).
- [26]李万福,王宇,杜静,等.监督者声誉提升机制的治理效应研究——来自签字审计师声誉提升的经验证据[J].经济学(季刊), 2020(5):213-234.
- [27]古朴,翟士运.监管不确定性与企业盈余质量——基于证监会换届的准自然实验[J].管理世界, 2020(12):186-202.
- [28]曹国华,鲍学欣,王鹏.审计行为能够抑制真实盈余管理吗? [J].审计与经济研究, 2014(1).
- [29]CHOI A, SOHN B C, YUEN D. Do auditors care about real earnings management in their audit fee decisions? [J]. Asia-pacific journal of accounting and economics, 2018(1-2): 21-41.
- [30]李万福,田二霞,赵青扬,等.诉讼风险如何影响事务所低价揽客经济后果? ——来自公司盈余管理的经验证据[J].审计与经济研究, 2020(6):29-40.
- [31]ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of accounting and economics, 2006(3): 335-370.
- [32]周爱民,遥远.真实盈余管理、监督压力与股价崩盘风险[J].上海金融, 2018(7):1-6.
- [33]祁怀锦,于瑶,刘艳霞.混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J].审计与经济研究, 2020(5).
- [34]廖珂,崔宸瑜,谢德仁.控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J].金融研究, 2018(4):172-189.
- [35]胡聪慧,朱菲菲,邱卉敏.股权质押、风险管理与大股东增持[J].金融研究, 2020(9):190-206.
- [36]王丽娟,徐佳.业绩预期差距、外部审计监督与非效率投资[J].工业技术经济, 2019(6):152-160.
- [37]顾鸣润,田存志. IPO 后业绩变脸与真实盈余管理分析[J].统计与决策, 2012(1):164-167.

## Equity Pledging of Major Shareholders, External Audit Supervision and Real Earnings Management

ZHANG Yongmei, LIU Xue, ZHAO Tong

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

**Abstract:** In view of frequent occurrence of equity pledging forced liquidation events, this paper empirically tests the impact of equity pledging on real earnings management based on the data of A-share listed companies in Shenzhen and Shanghai stock exchanges from 2014 to 2019, and reveals the regulatory mechanism of external audit supervision on the impact. The results show that: The pledging of major shareholders significantly improves the degree of real earnings management, and the higher the proportion of pledging, the higher the degree of real earnings management; meanwhile, external audit supervision can significantly restrain real earnings management of the enterprises that pledge the equity. Further research finds that the enterprises that pledge the equity conduct real earnings management through sales manipulation, production manipulation and cost manipulation while external audit supervision mainly restrains real earnings management through restraining production manipulation and cost manipulation. The above results still remain valid after the robustness tests when the real earnings management lags behind a period, or the control variables increase, or the alternative external audit supervision is used. In the future management, strict audit should be conducted before financing, and close attention should be paid to the business activities and investment behaviors of the enterprises after financing. Additionally, it is advisable to keep a close watch on the enterprises with high proportion of equity pledging, to improve the auditors' professional knowledge and capacity, and to better identify and restrain the enterprises from managing real earnings through sales manipulation, in order to further reduce the degree of real earnings management of the enterprises.

**Key words:** equity pledging; real earnings management; external audit supervision

(责任编辑:魏 霄)