

# 控股股东股权质押与上市公司会计稳健性

王雷

(兰州大学 管理学院,甘肃 兰州 730000)

**摘要:**本文以2011~2017年我国沪深A股上市公司为研究对象,实证研究了控股股东股权质押对上市公司会计稳健性的影响,研究发现:控股股东的股权质押行为促进了上市公司会计稳健性的提升,且质押比例越高,会计稳健性的提升越明显;在财务风险较低的上市公司中,控股股东股权质押对会计稳健性的正向影响更加明显。进一步研究发现,由于债权人对会计稳健性有更高的要求,在长期债权比例较高的上市公司中,控股股东股权质押对会计稳健性的影响较小。本文从债权人视角考察了控股股东股权质押的经济后果,对深入认识股权质押和上市公司会计政策选择具有一定的参考价值。

**关键词:**股权质押;财务风险;会计稳健性;控股股东;债权人

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)01-0003-10

DOI:10.19639/j.cnki.issn1003-5230.2020.0001

## 一、引言

股权质押是指出质人将其持有的上市公司股权作为质押标的物向银行等金融机构申请贷款或为第三方贷款提供担保的行为。通过股权质押进行融资,不会直接影响控股股东的控制权、表决权和决策权<sup>[1]</sup>,因此,股权质押成为控股股东和金融机构较为青睐的业务模式。根据Wind数据库披露数据的统计结果显示,截至2017年底,我国A股市场共有3442只股票的5681.14亿股股票被股权质押,占股票总数的99.28%,累计质押金额达到6.15万亿元<sup>①</sup>。但从资本市场实际运行情况来看,股权质押是把“双刃剑”,在为控股股东带来融资便利的同时,也可能由于股价下跌加剧控股股东的控制权转移风险,甚至影响股票市场整体运行效率。为此,2018年监管部门发布了《股权质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》,被称为史上“最严”股权质押规定,国务院金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险专题会议时也专门评估了股权质押风险,并提出防范和化解的思路。因此,理清股权质押对上市公司不同利益主体的影响,对于在供给侧结构性改革背景下防范和化解股权质押风险具有重要的现实意义。

**收稿日期:**2019-05-11

**基金项目:**教育部人文社会科学基金资助项目“政策不确定性对企业投资升级影响研究”(19XJC63004);兰州大学“一带一路”专项项目“‘一带一路’沿线国家的环境管制对中国企业进入策略的影响研究”(2018ldbryb016);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“环保税改革、企业投资升级与高质量发展”(2019jbkyzx006)

**作者简介:**王雷(1981—),男,安徽宿州人,兰州大学管理学院讲师,博士。

根据已有研究,在上市公司的股份被控股股东质押后,控股股东为保持股价的稳定性和规避股价崩盘导致的控制权转移风险,会采取措施影响上市公司的财务和会计决策<sup>[2]</sup>,比如披露更多的好消息<sup>[3]</sup>,发布“高送转”消息<sup>[4]</sup>,更倾向于将研发支出资本化以进行向上的盈余管理<sup>[5]</sup>,并通过税收规避降低控制权转移风险<sup>[6]</sup>。然而,控股股东为了规避控制权转移风险采取的上述行为会损害公司债权人的利益,加剧控股股东与上市公司债权人之间的利益冲突。作为公司重要的利益相关者,债权人承担着企业的破产风险,却无法享受企业成长的收益,由此引发债权人和控股股东之间的利益冲突。会计稳健性要求会计人员在确认与计量时采取谨慎性原则,不高估资产和收益,不低估负债和费用,进而通过降低债权人承担的破产风险协调股东与债权人之间的利益关系<sup>[7][8]</sup>。同时,当上市公司股权被控股股东质押出去之后,会面临被“掏空”引发的公司价值和业绩下降风险,债权人会感知到此类风险,出于防范风险考虑,债权人会要求上市公司采取更加稳健的会计政策。因此,控股股东股权质押可能影响上市公司的会计政策选择,在面临不同的债权人监督和财务风险时,上述影响也会存在差异。

为检验上述假设,本文使用我国2011~2017年A股非金融类上市公司数据,实证考察控股股东股权质押与上市公司会计稳健性之间的关系,期望在以下方面做出贡献:首先,已有关于股权质押的研究多是从投资者和上市公司本身的视角展开,本文则是从债权人的视角考察控股股东股权质押对企业会计政策的影响,从而丰富和发展了股权质押经济后果的相关文献。其次,已有关于会计稳健性影响因素的研究集中于公司层面的特征和外部环境方面,本文则从上市公司控股股东视角展开研究,对于理解股东与债权人之间的利益冲突,拓展会计稳健性影响因素的研究具有增量贡献。最后,在当前供给侧结构性改革背景下,各界均重视并积极防范与化解金融风险,监管部门专门制定相关制度、召开专门会议评估股权质押风险,并提出防范和化解对策。本文的研究对于深入认识和理解股权质押后上市公司的会计政策选择、监督与规范控股股东股权质押行为具有一定的参考价值。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一) 控股股东股权质押与会计稳健性

本文从控股股东和债权人两个视角来分析股权质押与上市公司会计稳健性的关系。当控股股东把上市公司股权质押出去之后,可能会面临股价下跌导致质押股票价值下降,继而引发追加担保和强制平仓所带来的控制权转移风险。因此,控股股东会采取一系列措施降低股价的下跌风险,以规避追加担保或者控制权转移风险<sup>[2][4]</sup>。已有文献也从其他视角印证了这一观点,比如已有文献发现控股股东将股权质押之后,股权被质押的上市公司会披露更多的好消息<sup>[3]</sup>,发布“高送转”消息<sup>[4]</sup>,更倾向于将研发支出资本化以进行向上的盈余管理<sup>[5]</sup>,通过税收规避降低控制权转移风险<sup>[6]</sup>。现有研究证明,管理层隐瞒或者推迟披露“坏消息”是导致股价短期内急速下跌或者股价崩盘的原因之一。从管理层本身而言,处于自身薪酬激励和职业生涯的考虑,往往存在隐藏“坏消息”的动机<sup>[9]</sup>,随着“坏消息”在公司内部不断累积并突破某个阈值,最终由于“纸包不住火”而向市场瞬间释放,会对股价造成极大的负面冲击并引发崩盘<sup>[10][11]</sup>,这不利于保护将股权质押出去的股东的利益。会计稳健性作为一种重要的治理机制,使得“坏消息”更早进入资本市场<sup>[12]</sup>,有效缓解“坏消息”的累积,进而降低股价崩盘风险<sup>[13]</sup>。正是由于会计稳健性能够发挥上述治理作用,控股股东在股权质押后会要求上市公司采取更稳健的会计政策,规避股价崩盘和控制权转移的风险。

在稳健性产生原因的相关理论研究中,债权人的约束是重要的因素之一<sup>[7][8]</sup>,Beatty等认为,债权人不仅要求债务契约具有稳健性,还要求企业财务报告具有稳健性<sup>[14]</sup>。正如上文所指出的,当债务契约签订之后,债权人承担着企业由破产风险引发的无法还本付息的风险,却不能享受企业成长带来的收益<sup>[15]</sup>,因此,债权人会要求企业施行较为稳健的会计政策,及时披露“坏消息”,进而保护自身利益。众多研究证明,会计稳健性能够有效缓解和降低债权人承担的破产风险<sup>[7][8][16](P140-141)</sup>,及时提示企业的违约风险<sup>[17]</sup>。同时,由于债权人需要关注债务人收益和净资产的情况,在信息不对称的

情况下,这会增加契约的签订和执行成本。而会计稳健性的存在,能够降低债务人与债权人的契约成本<sup>[18]</sup>。在关于股权质押经济后果的研究中,诸多文献认为股权质押对上市公司有负面影响。高兰芬发现公司董事、监事和高管的股权质押比率越高,公司的盈余反应系数越低,对公司绩效产生的负面影响越严重<sup>[19]</sup>。Yeh 等发现控股股东股权质押比率与公司价值呈负相关关系<sup>[20]</sup>。郑国坚等发现当大股东进行股权质押后更容易对上市公司进行占款,并进一步对上市公司的业绩产生负面影响<sup>[21]</sup>。上述研究表明,控股股东股权质押引发的“掏空”行为会带来公司价值和业绩下降。由于预计到控股股东股权质押可能带来公司业绩和价值下降,相关利益主体会提前感知此类风险,并做出应对措施。如翟胜宝等发现审计师感知到上市公司股权被质押可能带来的风险后,会增加审计投入、收取更多的审计费用且出具更多的非标准审计意见<sup>[22]</sup>。作为企业重要利益相关者的债权人,在预计到控股股东股权质押可能带来的业绩和价值下降风险后,为了避免公司潜在的“技术性违约”,防范财务风险,会要求上市公司采取更加稳健的会计政策。

基于上述分析,当上市公司股票被质押之后,无论是控股股东还是债权人都会为了自身利益影响上市公司的会计政策选择,提升上市公司的会计稳健性。为此,本文提出如下假设:

H1a:发生控股股东股权质押的上市公司会计稳健性更高。

H1b:控股股东股权质押的比例越高,上市公司的会计稳健性越高。

## (二)股权质押、财务风险与会计稳健性

财务风险对于企业的经营活动具有重大意义。现实中,众多国内外的知名企业正是由于忽视了财务风险而纷纷陷入财务困境,最终不可避免地走向破产。2001年12月2日,美国安然公司向纽约法院申请破产,其破产的主要原因之一就是金融衍生产品带来的巨额负债。在已有研究中,向德伟指出,企业的财务风险主要包含筹资风险、投资风险、资金回收风险和收益分配风险四个方面<sup>[23]</sup>。于富生等从董事会特征、高管特征和股权结构方面研究了公司治理与财务风险的关系<sup>[24]</sup>。此外,国内外学者还构建了许多财务风险预测模型,如 Altman 提出的 Z 值模型<sup>[25]</sup>。

企业的高财务风险对债权人来说绝非一件好事,一旦公司资不抵债并宣告破产,债务人将没有足够的资金清偿债务,这将损害公司债权人的利益。仍以“安然事件”为例,在本案中安然公司的主要债权人德意志银行、中国银行、J.P 摩根公司和花旗集团都承受了巨额损失。因此,债权人为了保护自身利益,必然会对高财务风险的公司提出更高的稳健性要求,已有的理论研究也证实了这一点。当企业的债务比率和破产风险较高时,债权人的风险意识就会增强,更有动力去约束企业的行为,要求企业采取更为稳健的会计政策以保护自身利益<sup>[18][25][27]</sup>。相比于财务风险较低的公司,高财务风险的上市公司在债权人的约束下,其会计稳健性已经处于较高水平,因此控股股东股权质押对会计稳健性的提升效果会有所下降。基于以上分析,本文提出如下假设:

H2a:相对于财务风险较高的上市公司,财务风险较低的上市公司中控股股东股权质押与会计稳健性的正相关关系更加显著。

H2b:相对于财务风险较高的上市公司,财务风险较低的上市公司中控股股东股权质押的比例与会计稳健性的正相关关系更加显著。

## 三、研究设计

### (一)样本选择

本文选取了 2011~2017 年在沪深两市 A 股主板上市的公司为研究样本,并对样本进行如下筛选:(1)剔除金融业上市公司样本,因为这类公司的业务性质较特殊;(2)剔除 ST 和 \*ST 等被特殊处理的上市公司样本,因为这类公司的业务特征与正常公司存在较大差异;(3)剔除当年首次公开发行的公司,因为 IPO 当年公司的会计盈余等财务数据与其他年份差异较大;(4)剔除主要变量存在缺失值的样本。经过上述处理后,共得到 14783 个观测值。为了排除极端值的干扰,本文对所有连续型变量进行了上下各 1% 的 Winsorize 处理。本文股权质押数据来自 Wind 数据库,并经过手工整理得

到,其余财务数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。本文使用的统计软件为 Stata 14。

## (二)模型设定

为检验假设 1,本文在模型(1)中以 C-Score 度量会计稳健性,研究控股股东股权质押与会计稳健性的关系。具体如下文所示:PLD 为控股股东股权质押的代理变量,分别以是否发生控股股东股权质押(If\_Pledge)和股权质押比例(Ple\_Rate)衡量。如果假设 1 成立, $\alpha_1$  的系数应显著大于 0,表明控股股东股权质押提升了上市公司的会计稳健性。

$$C\text{-Score}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PLD}_{i,t} + \sum \alpha_k \text{Controls}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

为检验假设 2,我们在模型(2)中加入了股权质押与财务风险的交互项(PLD×Risk),以研究面临不同财务风险的公司,控股股东股权质押对会计稳健性的影响程度。

$$C\text{-Score}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PLD}_{i,t} + \alpha_2 \text{Risk}_{i,t} + \alpha_3 \text{PLD}_{i,t} \times \text{Risk}_{i,t} + \sum \alpha_k \text{Controls}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

如果假设 2 成立,模型(2)中  $\alpha_2$  的系数应该显著大于 0, $\alpha_3$  的系数应该显著小于 0,表明财务风险越高的公司,其会计稳健性越高,且控股股东股权质押对会计稳健性的提升作用有所减弱。同时,我们借鉴已有的研究<sup>[28]</sup>,控制了如下变量:公司规模(Size),为公司总资产的自然对数;财务杠杆(Lev),用资产负债率表示;产权性质(State),当公司实际控制人为国有时取值 1,否则为 0;盈利能力(ROA),用总资产收益率表示;经营活动现金流量(CFO),等于经营活动产生现金流/总资产;上市年龄(Age),用上市公司上市以来的存续时间表示;第一大股东持股比例(CR1),等于第一大股东持股数/发行在外的流通股股数。同时采用固定效应模型回归,并控制年度和行业效应。

## (三)主要变量界定

1.控股股东股权质押。借鉴已有文献,本文分别使用是否发生控股股东股权质押(If\_Pledge)和控股股东股权质押比例(Ple\_Rate)表示。是否发生控股股东股权质押为虚拟变量,当样本公司当年发生控股股东股权质押时取值 1,否则取值 0;控股股东股权质押比例等于控股股东质押股权数/当年末上市公司总股本。

2.会计稳健性。本文采用 Khan 和 Watts 提出的 C-Score 衡量会计稳健性<sup>[29]</sup>。Khan 和 Watts 用公司规模、市值账面价值比和资产负债率的线性组合表示公司对好消息的反应程度和会计稳健性<sup>[29]</sup>,具体如下:

$$G\text{-score}_i = \mu_0 + \mu_1 \text{Size}_i + \mu_2 \text{MTB}_i + \mu_3 \text{Lev}_i \quad (3)$$

$$C\text{-score}_i = \lambda_0 + \lambda_1 \text{Size}_i + \lambda_2 \text{MTB}_i + \lambda_3 \text{Lev}_i \quad (4)$$

将公式(3)和公式(4)带入 Basu 模型<sup>[30]</sup>,可得:

$$\frac{\text{EPS}_i}{P_i} = \beta_0 + \beta_1 D_i + (\mu_0 + \mu_1 \text{Size}_i + \mu_2 \text{MTB}_i + \mu_3 \text{Lev}_i) \times R_i + (\lambda_0 + \lambda_1 \text{Size}_i + \lambda_2 \text{MTB}_i + \lambda_3 \text{Lev}_i) \times D_i \times R_i + (\delta_1 \text{Size}_i + \delta_2 \text{MTB}_i + \delta_3 \text{Lev}_i + \delta_4 D_i \times \text{Size}_i + \delta_5 D_i \times \text{MTB}_i + \delta_6 D_i \times \text{Lev}_i) + \mu_i \quad (5)$$

对公式(5)分年回归,将得到的回归系数  $\lambda_0$ 、 $\lambda_1$ 、 $\lambda_2$  和  $\lambda_3$  代入公式(4)中,计算可得各公司各年度的会计稳健性 C-Score。

3.企业财务风险。该指标的度量方法主要有以市场数据为基础(股票收益率的标准差、贝塔系数等)和以会计数据(资产负债率)为基础两类。同理,考虑到我国证券市场噪音较大,投资者的投机动因较强,本文认为市场数据无法很好地反映财务风险。在以会计数据为基础度量财务风险的模型中,Altman 提出的 Z 指数模型得到了国内外学者的广泛应用。他考察了 22 个财务指标并利用数理统计的方法,最终选取了 5 个基本财务指标,构建了著名的 Z 指数模型<sup>[25]</sup>,本文借鉴该模型,通过如下公式计算 Z 指数:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5 \quad (6)$$

在公式(6)中, $X_1$  为营运资金/总资产, $X_2$  为留存收益/总资产, $X_3$  为息税前利润/总资产, $X_4$  为股票总市值/总负债, $X_5$  为销售收入/总资产。Z 指数越大,企业的财务风险越小。为便于解释,本文取 Z 指数的相反数以度量企业的财务风险(Risk)。

#### 四、实证分析

##### (一)描述性统计

表 1 对主要变量进行了描述性统计。Panel A 描述了控股股东股权质押总体状况和分年情况,整体而言,有 28.5%的样本公司在样本期间发生了控股股东股权质押,表明股权质押在我国 A 股市场普遍存在。从各年度分布情况看,2011 年这一比例为 18.70%,之后快速上升,至 2016 年达到 38.78%的峰值,2017 年略微下降至 32.83%。Panel B 报告了各变量的描述性统计结果,上市公司会计稳健性指数 C-Score 的平均值和中位数均为 0.024,标准差为 0.053,表明我国上市公司整体会计稳健性状况良好,且各上市公司间存在较明显差异。控股股东股权质押比例(Ple\_Rate)的均值为 0.043,标准差为 0.091,最大值为 0.432,表明样本公司间存在较大差异。Z 指数平均值为 7.057,中位数为 3.853,均大于 Altman 提出的安全值 2.90,说明我国上市公司整体财务风险处于较低水平。

表 1 变量的描述性统计

Panel A: 是否存在股权质押(If_Pledge)的时间分布								
年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	合计
样本量	1802	2077	2140	1988	2015	2269	2492	14783
If_Pledge=1 的样本比例(%)	18.70	20.90	24.53	27.67	33.40	38.78	32.83	28.53
Panel B: 主要变量的描述性特征								
变量	样本量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值		
C-Score	14783	0.024	0.024	0.053	-0.087	0.173		
If_Pledge	14783	0.285	0.000	0.452	0.000	1.000		
Ple_Rate	14783	0.043	0.000	0.091	0.000	0.432		
Size	14783	22.165	22.000	1.286	19.677	26.047		
Lev	14783	0.434	0.429	0.213	0.047	0.904		
MB	14783	0.941	0.630	0.919	0.087	5.056		
State	14783	0.408	0.000	0.492	0.000	1.000		
Age	14783	10.102	9.000	6.717	1.000	24.000		
CFO	14783	0.544	0.112	1.909	-2.523	14.366		
ROA	14783	0.040	0.035	0.049	-0.145	0.189		
CR1	14783	0.354	0.335	0.151	0.088	0.751		
Z	14750	7.057	3.853	9.567	0.279	64.817		

表 2 是按是否发生股权质押(If\_Pledge)进行分组的差异性检验,从中可以发现,控股股东不存在股权质押的公司和存在股权质押的公司相比,前者会计稳健性(C-Score)显著较低,其均值差异为-0.006,且在 1%的水平上显著,初步验证了 H1a。发生控股股东股权质押的公司中,Z 指数均值为 8.507,远远大于未发生股权质押公司的 6.477,说明发生股权质押的上市公司财务风险的平均水平更高。

##### (二)控股股东股权质押、财务风险与会计稳健性

本文首先检验控股股东的股权质押是否影响上市公司的会计稳健性,结果报告在表 3 中,其中的第(1)和(2)列分别报告了以是否发生股权质押(If\_Pledge)和股权质押比例(Ple\_Rate)作为解释变量的实证结果。是否发生股权质押(If\_Pledge)的系数为 0.002,且在 1%的水平上显著,说明发生控股股东股权质押的上市公司会计

表 2 变量的差异性检验

变量	If_Pledge = 0		If_Pledge = 1		均值差异
	样本量	平均值	样本量	平均值	
C-Score	10566	0.022	4217	0.028	-0.006***
Size	10566	22.279	4217	21.880	0.399***
Lev	10566	0.447	4217	0.402	0.045***
MB	10566	1.038	4217	0.696	0.342***
State	10566	0.529	4217	0.105	0.424***
Age	10566	11.125	4217	7.539	3.586***
CFO	10566	0.687	4217	0.186	0.501***
ROA	10566	0.039	4217	0.041	-0.002**
CR1	10566	0.366	4217	0.325	0.041***
Z	10537	6.477	4213	8.507	-2.030***

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

稳健性更高,验证了 H1a;股权质押比例(Ple\_Rate)的系数为 0.007,且在 5%的水平上显著,说明股权质押的比例越高,上市公司的会计稳健性越高,这验证了 H1b。上述结果表明,发生控股股东股权质押的上市公司,无论出自债权人带来的压力,还是出于控股股东稳定上市公司股价的动机,都会促使上市公司采用更稳健的会计政策,且股权被控股股东质押的比例越高,上市公司的会计稳健性程度越高。

进一步地,为了检验控股股东股权质押对会计稳健性的正向作用是否受财务风险的影响,本文在模型中加入控股股东股权质押与财务风险中心化后的交互项,回归结果报告在表 3 第(3)和(4)列。首先,在第(3)和(4)列的回归结果中,财务风险(Risk)的系数均为正且在 1%水平上显著,表明在债权人的约束下,财务风险较高的上市公司具有较高的会计稳健性,这与已有理论相吻合。其次,第(3)列中 If\_Pledge×Risk 的系数为-0.016,且在 1%水平上显著,表明相较于财务风险较低的样本公司,在财务风险较高的样本公司中,控股股东股权质押与会计稳健性的关系较弱,从而验证了 H2a。最后,以质押比例(Ple\_Rate)作为股权质押的代理变量进行回归,其结果与按是否有股权质押的虚拟变量进行回归的结果一致。第(4)列中 Ple\_Rate×Risk 的系数为-0.07且在 5%水平上显著,从整体上验证了 H2b。上述结果表明,样本公司控股股东股权质押与会计稳健性的关系受到上市公司本身财务风险的影响,这可能是因为当样本公司的财务风险较高时,债权人已经对其提出较高的会计稳健性要求,其控股股东股权质押对会计稳健性的提升作用被削弱。

表 3 控股股东股权质押、财务风险与会计稳健性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.181*** (-8.83)	-0.183*** (-8.91)	-0.171*** (-7.57)	-0.172*** (-7.64)
If_Pledge	0.002*** (2.84)		0.002*** (2.63)	
Ple_Rate		0.007** (2.27)		0.008** (2.45)
Risk			0.017*** (3.93)	0.013*** (3.37)
If_Pledge×Risk			-0.016*** (-3.25)	
Ple_Rate×Risk				-0.070** (-2.55)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Year & Ind	控制	控制	控制	控制
N	14783	14783	14750	14750
F	2712.56	2711.79	2550.56	2548.79
Adj-R <sup>2</sup>	0.8759	0.8759	0.8764	0.8763

注:括号内为 t 值,\*、\*\*和\*\*\* 分别代表在 10%、5%和 1%水平上显著,限于篇幅,控制变量的回归结果未在表中列示,下表同。

## 五、进一步研究

下文进一步分析控股股东股权质押与会计稳健性之间的关系是否受债权人监督作用的影响。正如理论分析中指出的,上市公司股权被控股股东质押出去之后,将会面临股价大幅下跌导致的控制权转移风险,为此,控股股东会通过多种方式影响上市公司的财务和会计决策,从而稳定股价。但上述财务和会计政策的选择也会影响其他利益相关者的权益,其中一个方面是加剧控股股东与债权人的利益冲突,表现在对会计稳健性的要求不同。为了缓解这一冲突,上市公司从自身利益出发,会选择更稳健的会计政策。当上市公司面临的来自债权人的压力越大,自身的会计稳健性会越强,此时股权质押的作用会减弱。同时,在上市公司的众多债权人中,只有大银行或者金融机构更可能对上市公司的政策施加影响,而且只有长期债权人会对企业决策产生影响。为此,本文使用长期债权占有债权的比例来定义债权人影响决策的程度,以考察长期债权对股权质押与会计稳健性之间关系的影响,其中,长期债权比例(Long\_Debt)=(长期借款+应付债券+长期应付款+专项应付款)/负债合计。

表 4 报告了控股股东股权质押、长期债权比例与会计稳健性关系的回归结果,在所有回归结果中,Long\_Debt 的系数均为正,且均在 1%水平上显著,说明长期债权比例越高,债权人会要求企业采取更加稳健的会计政策。第(2)列结果显示,If\_Pledge×Long\_Debt 的系数为负,且在 1%水平上显著,第(3)列结果显示,Ple\_Rate×Long\_Debt 的系数在 5%水平上显著为负,表明相较于长期债权比

例较低的上市公司,长期债权比例较高的公司控股股东股权质押(比例)对上市公司会计稳健性的影响更弱,这与上文的理论假设相一致。

## 六、稳健性检验

### (一)内生性检验

本文的研究结果可能受到内生性问题的干扰,使得上文发现的结果并非因果关系。首先,股权被质押的上市公司和未被质押的上市公司之间可能存在系统性差别,两组样本间会计稳健性的差异可能是由这些系统性差别所引起的。本文采用倾向得分匹配法(PSM)来缓解这一问题。依据 Probit 模型按公司规模(Size)、财务杠杆(Lev)、盈利能力(ROA)、产权性质(State)、董事会规模(Boardsize)、独立董事比例(Inddirpct)和所属行业,对股权质押样本和未质押样本进行一一配对,共获得 4213 个控制样本。对配对后的样本进行均衡性检验的结果显示,经过 PSM 匹配后处理组和控制组的各变量的均值并不存在显著差异,且匹配后各变量的标准化偏差均低于 5%,表明平行性假设得到有效满足。

使用 PSM 配对后的样本进行检验的回归结果报告在表 5 中,从中可以看出,控股股东是否发生股权质押(If\_Pledge)和质押比例(Ple\_Rate)与会计稳健性(C-Score)仍然在 5%水平上显著正相关,说明控股股东股权质押可以提升上市公司会计稳健性,且质押比例越高,稳健性提升越明显。控股股东股权质押变量与财务风险的交互项(If\_Pledge×Risk 和 Ple\_Rate×Risk)与会计稳健性(C-Score)

表 4 控股股东股权质押、长期债权比例与会计稳健性

变量	(1)	(2)	(3)
Constant	-0.222 *** (-12.64)	-0.222 *** (-12.60)	-0.223 *** (-12.76)
If_Pledge	0.0026 *** (3.98)	0.0023 *** (3.32)	
Long_Debt	0.0106 *** (6.10)	0.0143 *** (6.54)	0.0118 *** (5.95)
If_Pledge×Long_Debt		-0.0111 *** (-3.46)	
Ple_Rate			0.0123 *** (3.56)
Ple_Rate×Long_Debt			-0.0205 ** (-2.21)
控制变量	控制	控制	控制
Year & Ind	控制	控制	控制
N	14783	14783	14783
F	870.34	861.52	860.13
Adj-R <sup>2</sup>	0.8714	0.8715	0.8713

表 5 PSM 样本的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.136 *** (-6.30)	-0.137 *** (-6.34)	-0.130 *** (-5.29)	-0.131 *** (-5.33)
If_Pledge	0.0013 ** (2.11)		0.0012 ** (1.98)	
Ple_Rate		0.0063 ** (2.36)		0.0068 ** (2.54)
Risk			0.023 *** (4.98)	0.017 *** (4.27)
If_Pledge×Risk			-0.016 *** (-3.31)	
Ple_Rate×Risk				-0.053 ** (-2.21)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Year & Ind	控制	控制	控制	控制
N	8426	8426	8410	8410
F	2033.14	2033.55	1912.51	1910.66
Adj-R <sup>2</sup>	0.9088	0.9089	0.9094	0.9093

之间至少在 5%水平上显著负相关,说明控股股东股权质押与会计稳健性的正相关关系在财务风险较低公司中表现得更为明显。上述结果表明,在经过倾向得分匹配对样本进行配对以克服样本选择偏差后,本文的主要结论不变:控股股东股权质押及其比例显著提升了上市公司的会计稳健性,且在财务风险较低的样本公司中表现得更为明显。

其次,本文的研究结论还可能受到遗漏变量带来的内生性问题干扰,为此,进一步采用工具变量和两阶段回归(2SLS)加以解决。借鉴已有研究<sup>[2]</sup>,本文选取同年度同省份的股权质押均值(Prople)和同年度同行业的股权质押均值(Indple),作为是否发生股权质押(If\_Pledge)的工具变量,运行两阶段回归,结果报告在表 6 中。结果显示:在第一阶段回归中 Indple 和 Prople 与 If\_Pledge 在 1%的水平上显著正相关,F 值远大于 10,表明不存在弱工具变量的问题;在第二阶段回归中,工具变量(Instruple)与会计稳健性(C-Score)仍在 1%水平上显著正相关,交互项(Instruple×Risk)与会计稳健性(C-Score)仍在 1%水平上显著负相关。质押比例的回归结果与此一致,限于篇幅不再列出。这说明在使用工具变量和两阶段回归控制遗漏变量带来的内生性问题之后,本文主要的结论仍然不变,再次证实本文的主要结论是稳健的。

表 6 采种工具变量和 2SLS 回归的结果

变量	第一阶段:If_Pledge		第二阶段:C_Score	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-1.529*** (-5.38)	-0.141*** (-6.06)	-0.133*** (-5.22)	
Instruple		0.035*** (8.19)	0.031*** (6.84)	
Instruple×Risk			-0.095*** (-5.12)	
Prople	0.861*** (13.64)			
Indple	0.790*** (12.64)			
控制变量	控制	控制	控制	
Year & Ind	控制	控制	控制	
N	14783	14783	14750	
Adj-R <sup>2</sup>	0.1031	0.8495	0.8515	

## (二)其他稳健性检验

除了上述旨在缓解内生性问题的检验之外,本文还尝试了如下的稳健性检验,以验证本文结论的可靠性。(1)本文使用 Basu 模型对文中的主要结果进行分析,考察控股股东股权质押对会计稳健性的影响。具体而言,将 If\_Pledge 和 Ple\_Rate 与 Basu 模型中交乘项相乘,同时加入 Size、Lev 和 CFO 等控制变量,考察 3 个变量交乘项的系数显著性和符号。结果表明,If\_Pledge×D×R 和 Ple\_Rate×D×R 的系数均为正,且分别在 10%和 5%水平上显著,说明使用 Basu 模型分析的结果与上文一致,限于篇幅,回归结果未在文中列示。(2)由于数据不平衡和遗漏变量等原因,本文中的估计模型可能存在异方差,从而降低了回归的有效性。本文采用稳健标准误控制异方差后,重新对估计模型(1)和(2)进行固定效应回归。回归结果表明,股权质押变量(If\_Pledge 和 Ple\_Rate)、股权质押变量与财务风险的交互项(If\_Pledge×Risk 和 Ple\_Rate×Risk)对会计稳健性的影响与上文结果完全一致,这说明上文的估计结果是稳健的。此外,我们还进行了 Hausman 检验,结果显示本文选用的固定效应模型优于随机效应模型,因此结果是可信的。

## 七、研究结论与启示

已有文献大多从投资者的角度出发,考察控股股东股权质押的经济后果,而基于债权人视角的研



究较少。会计稳健性产生的原因之一正是债权人收益函数的非对称性,因此本文以 2011~2017 年我国沪深两市 A 股非金融业上市公司为样本,采用 Khan 和 Watts 模型计算会计稳健性指标<sup>[29]</sup>,实证检验了控股股东股权质押对上市公司会计政策选择的影响。实证结果表明:无论是以是否发生股权质押还是以股权质押比例为控股股东的股权质押的代理变量,控股股东股权质押都显著提升了上市公司的会计稳健性;相比财务风险较高的上市公司,财务风险较低的上市公司中控股股东股权质押对会计稳健性的影响更显著。在使用 PSM 和工具变量和两阶段回归等方法缓解内生性问题,以及实施稳健性检验之后,上述结论仍然成立。进一步地,本文结合长期债权比例考察债权人对控股股东股权质押和会计稳健性关系的影响,发现长期债权比例的增加减弱了股权质押对会计稳健性的提升作用。

本文研究具有重要的理论和实践意义。从理论层面来看,本文从缓解控股股东与债权人利益冲突视角考察了控股股东股权质押对上市公司会计稳健性的影响,有助于深入理解会计稳健性的形成原理和影响因素。同时,本文的研究还丰富和发展了控股股东股权质押经济后果的研究,目前此方向的文献忽略了债权人这一重要利益相关者对上市公司可能产生的影响。从现实视角来看,控股股东股权质押引发的潜在风险受到市场监管方和其他各类主体的关注,如何防范和缓解此类风险成为理论和实务界亟待解决的问题。因此,本文的研究具有如下的启示:

首先,在上市公司的股权被控股股东质押之后,控股股东出于预防追加担保和控制权转移风险的考虑,会影响上市公司以使其选择更加稳健的会计政策。同时,考虑到股权质押可能通过“掏空”和控制权转移等损害上市公司价值,并导致业绩下降,上市公司出于平衡股东与债权人利益冲突考虑,也会提升会计稳健性。

其次,控股股东股权质押是在特定市场环境下控股股东缓解债务融资约束的一种选择,与目前多数研究结论不同的是,本文认为股权质押会提升上市公司的会计稳健性,从而为股权质押经济后果提供了另一种解读。

再次,本文发现上市公司本身的财务风险和长期债务比例会影响股权质押与会计稳健性之间的关系,有关部门应加强对财务风险和长期债务比例较高公司的监督,对这些公司的控股股东实施股权质押给予更加严格的监管。

最后,上市公司会受到来自控股股东和债权人的双重影响,虽然很大程度上无法影响控股股东质押股权的行为,但可以通过实施更加稳健的会计政策来平衡控股股东和债权人之间的利益冲突,以降低自身的融资约束和市场风险。

注释:

①根据 Wind 数据库披露数据计算得到。

参考文献:

[1] Huang, Z., Xue, Q. Re-Examination of the Effect of Ownership Structure on Financial Reporting: Evidence from Share Pledges in China[J]. China Journal of Accounting Research, 2016, 9(2): 137-152.

[2] 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.

[3] 李常青, 幸伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]. 统计研究, 2017, (12): 75-86.

[4] 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): 176-193.

[5] 谢德仁, 廖珂, 郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J]. 会计研究, 2017, (3): 30-38.

[6] 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.

[7] Watts, R.L. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications[J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3): 207-221.

[8] Watts, R.L. Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities[J]. Accounting Horizons, 2003, 17(4): 287-301.

- [9] Jin, L., Myers, S.C.  $R^2$  around the World: New Theory and New Tests[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2): 257—292.
- [10] Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. Opaque Financial Reports,  $R^2$ , and Crash Risk[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67—86.
- [11] Xu, N., Li, X., Yuan, Q., Chan, K. Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25(2): 419—434.
- [12] LaFond, R., Watts, R.L. The Information Role of Conservatism[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(2): 447—478.
- [13] Kim, J.V., Zhang, L. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 33(1): 412—441.
- [14] Beatty, A., Weber, J., Yu, J.J. Conservatism and Debt[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2007, 45(2—3): 154—174.
- [15] 祝继高. 会计稳健性与债权人利益保护——基于银行与上市公司关于贷款的法律诉讼的研究[J]. *会计研究*, 2011, (5): 50—57.
- [16] Watts, R., Zimmerman, J. *Positive Accounting Theory*[M]. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1986.
- [17] Zhang, J. The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(1): 27—54.
- [18] Guay, W.R., Verrecchia, R.E. *Conservative Disclosure*[D]. Social Science Electronic Publishing, 2007.
- [19] 高兰芬. 董监事股权质押之代理问题对公司会计资讯与公司绩效之影响[D]. 台湾: 台湾成功大学, 2002: 51—53.
- [20] Yeh, Y., Ko, C., Su, Y. Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan[J]. *Academic Economic Papers*, 2003, 31(3): 263—299.
- [21] 郑国坚, 林东杰, 林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. *管理科学学报*, 2014, 17(9): 72—87.
- [22] 翟胜宝, 许浩然, 刘耀淞, 唐玮. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. *管理世界*, 2017, (10): 51—65.
- [23] 向德伟. 论财务风险[J]. *会计研究*, 1994, (4): 21—25.
- [24] 于富生, 张敏, 姜付秀, 任梦杰. 公司治理影响公司财务风险吗? [J]. *会计研究*, 2008, (10): 52—59.
- [25] Altman, E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. *The Journal of Finance*, 1968, 23(4): 589—609.
- [26] Ahmed, A.S., Billings, B.K., Morton, R.M., Stanford-Harris, M. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(4): 867—890.
- [27] 刘运国, 吴小蒙, 蒋涛. 产权性质、债务融资与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2010, (1): 43—50.
- [28] 孙光国, 赵健宇. 产权性质差异、管理层过度自信与会计稳健性[J]. *会计研究*, 2014, (5): 52—58.
- [29] Khan, M., Watts, L. Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2): 132—150.
- [30] Basu, S. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24(1): 3—37.

(责任编辑: 胡浩志)

# JOURNAL OF ZHONGNAN UNIVERSITY OF ECONOMICS AND LAW

No.1.Jan. 15,2020

## HIGHLIGHTS

### **Controlling Shareholder's Share Pledge and Accounting Conservatism of Listed Companies**

WANG Lei

• 3 •

*(School of Management, Lanzhou University, Lanzhou 730000, China)*

**Abstract:** Based on the sample data of Shanghai and Shenzhen A-Share listed companies from 2011 to 2017, this article investigates the impact of controlling shareholder's share pledge on accounting conservatism with K-W model. The empirical results indicate that controlling shareholder's share pledge can promote the accounting conservatism of listed companies. Then, this paper tests whether this relationship is different as financial risk varies. The results show that controlling shareholder's share pledge affects more in listed companies with lower financial risks, compared with those of higher financial risks. In addition, this paper finds that due to the creditor's demand for accounting conservatism, in the listed companies with high proportion of long-term creditor's rights, the impact of equity pledge on accounting conservatism is relatively small. The conclusions are still robust after controlling the endogeneity problems by PSM and 2SLS regression. This paper examines the political consequences of controlling shareholders' share pledge from the perspective of creditors and complements the literature of controlling shareholders' share pledge.

**Key words:** Share Pledge; Financial Risk; Accounting Conservatism; Controlling Shareholder; Creditor

### **Institutional Investors' Corporate Site Visits and the Effectiveness of Internal Control**

YANG Xia MA Zhong

• 13 •

*(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)*

**Abstract:** Based on the data of Listed Companies in Shenzhen Stock Exchange from 2013 to 2017, this paper explores the relationship between the institutional investors' corporate site visits and the effectiveness of internal control. The results show that institutional investors' corporate site visits can significantly improve the effectiveness of internal control; moreover, in manufacturing companies or companies with poor information environment, institutional investors' corporate site visits play a more significant role in improving the effectiveness of internal control. Further tests show that institutional investors' corporate site visits can promote companies to reduce irregularities, improve the quality of accounting information, and thus help them to achieve the internal control objectives of operational compliance and financial report. The conclusions of this study provide a reference for further promoting the investors' corporate site visit activities and encouraging institutional investors to participate more actively in corporate governance.

**Key words:** Institutional Investors' Corporate Site Visits; Effectiveness of Internal Control; Manufacturing Companies; Information Environment