

# 大股东股权质押、公司成长性与真实盈余管理——基于非国有上市公司的实证分析

王劭逸

中航融富基金管理有限公司，北京 100000

**[摘要]** 基于 2013-2021 年中国非国有 A 股上市公司数据，通过研究发现，大股东股权质押比例越高，公司的真实盈余管理水平相应越高，此外，公司成长性会加强这二者之间的正相关关系。研究结果有助于利益相关者深入分析股权质押的风险来源，避免其权益受到侵害，帮助完善外部监管机构对于股权质押行为的监管措施，帮助中国资本市场健康、稳定地发展。

**[关键词]** 大股东股权质押；真实盈余管理；公司成长性

DOI: 10.33142/mem.v4i4.10617

中图分类号: F276.6

文献标识码: A

## Pledge of Major Shareholders' Equity, Corporate Growth and Real Earnings Management: An Empirical Analysis Based on Non State-owned Listed Companies

WANG Shaoyi

AVIC Rongfu Fund Management Co., Ltd., Beijing, 100000, China

**Abstract:** Based on the data of non state-owned A-share listed companies in China from 2013 to 2021, this study found that the higher the proportion of equity pledge by major shareholders, the higher the company's true earnings management level. In addition, the company's growth will strengthen the positive correlation between them. The research results help stakeholders to analyze the risk sources of equity pledge in depth, avoid infringement of their rights, help improve external regulatory measures for equity pledge behavior, and help the healthy and stable development of Chinese capital market.

**Keywords:** pledge of equity of major shareholders; real earnings management; company growth potential

### 引言

与其他融资方式相比，股权质押融资成本低、速度快，且保证了股东的控制权，因此成为大多数上市公司股东首选的融资方式之一。然而这一融资方式本身存在风险隐患，一旦公司股价下跌至预警线，则质押方面面临补充提供担保品的压力，而如果质押方无力提供担保品，那么其所质押的股权则极有可能会被金融机构向资本市场抛售。所以，为了避免公司股价下跌至平仓价所带来的控制权转移风险，公司股东会产生较强烈的意愿进行向上的盈余管理以稳定股价。公司成长性则会通过从资金约束、内外部信息差等方面影响大股东实施盈余管理的动机，这是因为通常情况下，高成长性上市公司需要大量的资金支持来快速扩张以及抢占市场份额，但其自有资金往往难以支撑企业的快速成长，所以公司管理层会通过盈余管理的方式粉饰报表盈余，从而吸引外部投资者的青睐。基于上述分析，本文将研究重心放在大股东股权质押与真实盈余管理之间的相关性上，此外，引入公司成长性这一调节变量，进一步研究在考虑公司成长性的调节作用下，大股东股权质押与真实盈余管理之间的关系会受到何种以及何种程度的影响。

### 1 文献综述与假设提出

#### 1.1 大股东股权质押与盈余管理

股权质押业务通常会引发公司的盈余管理活动。Begley 认为，在上市公司进行股权质押业务之后，上市公司股东们为了公司能够得到持续的贷款资金流入，往往

会采取操纵盈余的手段对公司当期业绩进行调节<sup>[1]</sup>。陈政的研究表明，盈余管理已经成为上市公司控股股东获取私利的最常用手段<sup>[2]</sup>。谢德仁与廖珂对发生了控股股东股权质押业务的公司与未发生该项业务的公司进行了对比，发现了相较于不存在股权质押的公司，进行了股权质押的公司的真实盈余管理程度更高<sup>[3]</sup>。根据融资规模公式“融资规模=质押数量×基准价格×质押折扣率”可知，在质押数量不断上升且处于高位时，公司股东仅能通过提高股价或提高质押折扣率这两种方式来融得更多资金，这就为公司股东进行盈余管理以抬升股价提供了第一层动机。其次，当股价下降时，股东所欠借款与质押股票价值之间的差额就越大，因此股东的所需偿还金额越大，此外，如果公司股价进一步下跌至平仓价，质权方则有可能选择出售股权以保障自身利益，由此可见，清偿债务差额和防止控制权转移成为上市公司股东操控盈余以转移股价下跌风险的第二层动机。根据以上分析提出 H1：在非国有上市公司中，公司真实盈余管理程度会随着大股东股权质押率的提升而提升。

#### 1.2 大股东股权质押、公司成长性和真实盈余管理

国外学者较早开始了公司成长性与盈余管理之间关系的研究。Collins 认为因为上市公司研发支出、广告费等费用支出主要作用于公司未来的价值，无法较好地当期盈余中体现出来，因此为了将这些相关信息反馈给外部利益相关者，公司管理层有很大的动机进行盈余操控<sup>[4]</sup>。Jones 通过实证研究发现预期在未来期间成长性越好的

上市公司中,管理层进行应计项盈余管理的动机越强,这是因为成长性越好,管理层就能掌握更多的公司发展信息,从而造成与投资者之间的信息不对称,所以管理层往往选择操纵性应计项目以维持公司快速发展的态势<sup>[5]</sup>。国内学者近年来逐渐开始了这方面的研究。石军在研究中指出,高成长性上市公司资产增长速度、公司扩张速度较快,在市场上的占有份额上升较快,但公司自有资金往往难以支撑企业的快速成长,所以公司管理层会采取盈余管理的手段调整报表盈余,从而吸引外部资金的流入<sup>[6]</sup>。罗琦、王悦歌将真实盈余管理视作一种高成本信号,认为其具备信息传递功能,通常情况下,高成长性难以在当期财务报表中得以全面反映,而上市公司为了将成长性这一有利因素传达给资本市场,会有强烈的动机提高真实盈余管理程度,依靠额外获得的投融资资金弥补真实盈余管理的高昂成本<sup>[7]</sup>。综上所述提出 H2: 在非国有上市公司中,高成长性会增强大股东股权质押和真实盈余管理之间的正相关性。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择与数据来源

本文选取 2013 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日中国非国有 A 股上市公司为样本(因计算真实盈余管理时需要前两期的营业收入、存货等相关数据,所以实际样本期间为 2013-2021 年),为了保证数据的准确性及可靠性,本文对原始数据做了如下处理:(1)剔除金融业及保险业上市公司;(2)剔除当年为 ST、\*ST 的公司;(3)剔除数据缺失的公司。

### 2.2 变量定义

(1) 大股东股权质押率(PR): 本文中大股东指上市公司控股股东和公司实际控制人,计算公式为大股东股权质押率=(控股股东股权质押数量+公司实际控制人股权质押数量)/(控股股东持股总数+公司实际控制人持股总数)。

(2) 真实盈余管理程度(REM): 本文借鉴李增福(2011)[39]的方法,即  $REM = AbPROD - AbCFO - AbDISEXP$  对真实盈余管理程度进行计量,该指标数值越大,说明企业的真实盈余管理程度越高。其中, AbPROD、AbCFO、AbDISEXP 分别由以下公式计算得出:

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALE_{it}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta SALE_{it}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta SALE_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\frac{CFO_{it}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta SALE_{it}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{SALE_{it}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{DISEXP_{it}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALE_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(3) 公司成长性(GRO): 本文使用主营业务收入增长率作为上市公司成长性的衡量指标,该项指标数值越大,代表公司成长性越好,其计算公式为: 主营业务收入增长率=(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营

业务收入\*100%。

(4) 控制变量: 公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、资产报酬率(ROA)、总资产周转率(TO)、高质量审计(Big4)。

### 2.3 模型设计

针对假设 1 与假设 2,分别设计如下两行模型进行检验。

$$REM = \beta_0 + \beta_1 PR + \beta_2 Z + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$REM = \beta_0 + \beta_1 PR + \beta_2 GRO + \beta_3 PR \times GRO + \beta_4 Z + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_i \quad (5)$$

## 3 实证结果与分析

### 3.1 描述性统计

运用 Stata16 对真实盈余管理、大股东股权质押率、公司成长性以及除虚拟变量之外的所有控制变量进行描述性统计分析,数据结果如下表所示:

表 1 描述性统计结果

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
REM	6541	0.023	3.007	-26.064	223.138
PR	6541	0.306	0.401	0	1
GRO	6541	3.423	196.398	-0.981	14883.06
Size	6541	21.572	1.027	15.577	26.428
Lev	6541	0.398	0.551	0.007	30.175
ROA	6541	0.058	0.334	-5.361	22.003
TO	6541	0.634	0.589	0.001	12.67
Big4	6541	0.028	0.146	0	1

### 3.2 基准回归

#### (1) 大股东股权质押基准回归

真实盈余管理与大股东股权质押基准回归结果如表 2 所示。数据显示,大股东股权质押的回归系数为 0.0297,且在 1% 的显著性水平下显著,这说明在非国有上市公司中,大股东股权质押率与真实盈余管理程度呈正相关关系,假设一得到验证。

表 2 真实盈余管理和大股东股权质押率的回归结果

	REM
PR	0.0297*** (3.99)
Size	-0.0225*** (-5.51)
Lev	0.0721*** (4.02)
Big4	-0.0806*** (-4.79)
ROA	-1.1849*** (-26.83)
TO	-0.0067 (-0.81)
_cons	0.5498*** (6.13)
年份	控制
行业	控制
N	6541
adj. R2	0.2234

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下表同此注。

## (2) 公司成长性基准回归及稳健性检验

真实盈余管理与大股东股权质押基准回归结果如表 3 所示。数据显示, 公司成长性的回归系数为 0.0372, 且在 1%水平上显著, 这表明在非国有上市公司中, 真实盈余管理程度与上市公司成长性呈正相关关系。而大股东股权质押与公司成长性的交互项系数为 0.0851, 远大于大股东股权质押的系数 0.0301 以及公司成长性的系数 0.0372, 说明公司成长性会加强真实盈余管理和大股东股权质押之间的正相关关系, 假设二得以验证。

本文选取以下两种方式进行稳健性检验: (1) 将解释变量由大股东股权质押率替换为大股东是否进行股权质押; (2) 构建两个新的真实盈余管理度量指标替换原有被解释变量, 其中  $REM1=AbPROD-AbDISX$ ,  $REM2=AbCFO-AbDISX$ 。在两种不同的稳健性检验中, 解释变量、调节变量以及各控制变量的符号方向均未发生改变, 且显著性水平均为发生明显改变, 因此本文中多元回归分析所得结果较为可靠。

表 3 公司成长性基准回归及稳健性检验结果

	REM	IFPLE	REM1	REM2
PR	0.0301*** (3.74)	0.0211** (2.87)	0.0306*** (2.96)	0.0315*** (2.99)
GRO	0.0372*** (2.96)	0.0285*** (3.01)	0.0383*** (3.18)	0.0542*** (5.86)
PR*GRO	0.0851*** (3.97)	0.0679*** (3.14)	0.0872*** (3.52)	0.0712*** (7.27)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
N	6541	6541	6541	6541
adj. R2	0.2164	0.2731	0.1837	0.0805

## 4 启示与建议

基于以上研究分析, 本文提出以下建议: 首先, 优化股权结构, 加大公司内部监管力度。非国有上市公司存在大股东股权质押行为, 究其根本原因, 是“一股独大”所

导致, 即大股东拥有过高的权力, 其可以通过行使对公司的绝对控制权侵犯中小股东利益从而为自身牟取利益, 所以在企业内部优化股权结构, 强化各股东之间的制衡关系从而遏制大股东“谋私权”的行为则显得尤为重要。其次, 完善风险评级体系, 加大外部关注力度。在进行股权受押业务之后, 质权方一方面应加大对公司的关注力度, 对出质方的补仓能力时刻进行动态评析, 另一方面, 质权方还可以将公司成长性纳入计量指标, 结合公司的未来发展前景对不同的公司给出不同的评价结果。最后, 完善相关法律法规, 强化外部监管作用。我国《股票上市规则》文件中明确规定, 持股 5%以上的公司股东在办理股权质押业务时, 必须向外进行披露公告, 这项规定有利于将股东行为透明化以及保护外部投资者的相关利益。

## [参考文献]

- [1] Begley J. Debt covenants and accounting choice[J]. Journal of Accounting and Economics, 1990, 12(1): 125-139.
  - [2] 陈政. 大股东控制权私利与盈余管理研究[D]. 厦门: 厦门大学, 2009.
  - [3] 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): 21-27.
  - [4] Collins J H, Shackelford D A, Wahlen J M. Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings, and Taxes[J]. Journal of accounting research, 1995, 33(2): 263-291.
  - [5] Jones J J. Earnings Management During Import Relief Investigations[J]. Journal of Accounting Research, 1991, 29(2): 193.
  - [6] 石军. 公司成长性与盈余管理[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2011, 31(1): 48-50.
  - [7] 罗琦, 王悦歌. 真实盈余管理与权益资本成本——基于公司成长性差异的分析[J]. 金融研究, 2015(5): 178-191.
- 作者简介: 王劭逸(1995—), 男, 汉, 内蒙古自治区巴彦淖尔市, 硕士研究生, 从事工作: 金融业, 私募基金。