

股权质押与会计稳健性^{*}

于李胜 郑天宇 余阳洋 庄 婕

【摘要】本文采用我国沪深两市 A 股上市公司 2009—2016 年的数据检验了股权质押和会计稳健性的关系。研究发现，存在股权质押的上市公司会计稳健性会降低，股权质押与会计稳健性的负相关关系在非国有企业与经营业绩较差的企业中更显著。研究结果表明，在股权质押后上市公司会通过提前释放“好消息”和隐藏“坏消息”的方式进行市值管理。本文认为财务报告使用者应该重视股权质押后上市公司会计信息质量下降的风险，同时监管机构应做好应对股权质押带来的系统性金融风险的防范工作。

【关键词】股权质押；会计稳健性；产权性质；经营业绩

一、引言

股权质押作为新型融资手段，为上市公司股东提供了便捷、迅速的融资渠道。

收稿日期：2019-01-25

作者简介：于李胜，男，博士，厦门大学管理学院会计系教授；郑天宇（通讯作者），男，厦门大学管理学院会计系硕士生，17520161151091@stu.xmu.edu.cn；余阳洋，男，厦门大学管理学院 MPACC 中心硕士生；庄婕，女，厦门大学管理学院会计系硕士生。

* 作者感谢审稿人对本文的宝贵意见，但文责自负。

2017年我国A股上市公司已有超过3300家公司存在股权质押情况,且平均上市公司股票质押率达到15%^①。随着近年来我国股市的剧烈波动,股权质押的上市公司面临的强制平仓风险受到了广泛的关注。股权质押的股票一旦价格下跌至平仓价格,质权人有权要求出质人补充担保或者提前偿还借款,如果出质人无法满足质权人的上述需求,质权人有权出售其质押股票,这可能会进一步加剧股票价格下跌,形成系统性金融风险。因此,存在股权质押的上市公司有较强的市值管理动机(郑国坚等,2014),其往往会通过会计政策的选择进行正向盈余管理以达到稳定股票价格的目的(蒋秋菊等,2017;谢德仁等,2017),这增加了上市公司信息不对称程度,降低了会计稳健性水平。另外,股权质押后控股股东也有可能促使上市公司提高经营业绩来降低股价下跌的风险(谢德仁等,2016),而质权人也会促使上市公司提高公司治理水平以保证质押品质量(谭燕和吴静,2013)。来自控股股东的“监督作用”和质权人的“激励作用”均有可能对公司会计稳健性水平发挥积极作用。本文主要研究上市公司股东股权质押对公司会计稳健性究竟会产生怎样的影响。

本文的贡献主要有以下两个方面:第一,本文丰富了股权质押经济后果相关研究。与韩琳等(2019)的研究结果有所不同,本文发现股权质押与会计稳健性呈负相关关系,并检验了产权性质与经营业绩对二者负相关关系的调节作用。研究结果表明上市公司股权质押后,会通过提前公布“好消息”和隐藏“坏消息”的手段,降低会计稳健性以达到市值管理的目的。因此股权质押的上市公司股价存在较大风险,随着“坏消息”的累计,在质押结束后面临着的股价崩盘风险显著提高(谢德仁等,2016)。第二,本文为财务报告使用者应对股权质押带来的风险提供了一定理论基础。股权质押后,上市公司的市值管理行为损害了公司会计信息质量,不利于财务报告使用者做出合理的投资决策,应当受到监管者、投资者与债权人的高度关注。

本文后续部分结构安排如下:第二部分是文献回顾与假设提出,第三部分是样本选择与模型设计,第四部分是实证结果,第五部分是内生性和稳健性检验,最后是全文的结论。

二、文献回顾与假设提出

会计稳健性,又称为会计谨慎性,是会计信息质量的基本要求之一。会计稳健性强调公司在处理不确定的经济业务时,应持谨慎的态度。Basu(1997)认为会计人员在财务报表处理过程中存在一种倾向,即在确认收益之类“好消息”所需要的可验证程度要显著高于损失之类的“坏消息”。会计稳健性对于减轻债券持有人和股东之间

^① 作者根据万得(WIND)统计数据整理计算得到。

的代理冲突及降低企业的债务成本有重要作用 (Ahmed 和 Duellman, 2007), 会计稳健性和抵押是债务契约当中缓解借贷双方由于信息不对称引起的代理问题的有效工具。与传统的担保融资相比, 采用股票进行质押融资的方式更加便捷, 面临相对较少的监管, 在办理质押登记的当日即可获得融资, 这使其倍受上市公司股东的青睐。

尽管上市公司股东在进行股权质押后带来的股东“监督作用”能够改善其经营管理水平 (王斌和宋春霞, 2015), 质权人也会发挥其对于质押品的“激励作用”促使上市公司提高公司治理水平 (谭燕和吴静, 2013)。然而, 由于在股权质押的时机把握上, 控股股东倾向于在股价被高估时进行股权质押 (徐寿福和陈晶萍, 2016), 以获得更高的融资额。被高估的股票作为质押品具有较高的风险, 一旦出现“熊市”或者上市公司基本面信息恶化, 股价下跌, 控股股东就会面临提前偿还借款、追加保证金甚至股票被强制平仓丧失控制权的局面, 因此控股股东有着较强的市值管理动机 (郑国坚等, 2014)。常见的市值管理方式包括通过会计政策选择进行正向盈余管理和干预上市公司临时公告等 (李常青和幸伟, 2017; 谢德仁等, 2017)。上述行为均表现为上市公司倾向于提前披露“好消息”并隐藏“坏消息”, 损害了上市公司会计稳健性。在此基础上, 本文提出假设 H1:

H1: 在其他条件相同的情况下, 上市公司股权质押与会计稳健性水平负相关。

从中国制度环境安排的角度来看, 国有控股上市公司有着天然的“优势”。一方面, 国有控股上市公司能够通过较低的成本获得银行贷款等资金支持, 所以其股权质押之后的追加担保和还款的资金约束都较低。另一方面, 在现有的法律制度下, 不允许国有股权被强制平仓, 这也给了国有控股股东较大的余地。Chen 等 (2010) 的研究表明, 国有企业的会计稳健性低于非国有企业, 债权人及控股股东对会计稳健性的需求较低。相对于国有控股上市公司, 非国有控股上市公司股权质押控股股东往往要承受更大的股价崩盘风险, 而债权人也面临着更大的资金偿还及追加担保的风险, 因此倾向采用更加激进的会计政策, 在这里提出假设 H2:

H2: 在其他条件相同的情况下, 相对于国有控股上市公司, 非国有控股上市公司的会计稳健性与股权质押的负相关关系更显著。

从公司层面而言, 经营业绩较好的公司股票的价格风险较低, 因此市值管理的动机也较低, 而经营业绩较差企业很可能会通过会计政策选择进行收入操纵以满足其盈余管理及缓解业绩压力的目的 (Francis 等, 2004), 这加剧了企业与投资者之间信息不对称程度, 损害了企业收入信息质量, 增加了企业信息不对称风险。基于上述分析提出假设 H3:

H3: 在其他条件相同的情况下, 相对于经营业绩较差的上市公司, 经营业绩较好的上市公司的会计稳健性与股权质押的负相关性更弱。

三、样本选择与模型设计

(一) 数据与样本

本文以2009—2016年我国A股上市公司为样本,研究股权质押对于会计稳健性的影响。本文根据国泰安(CSMAR)股权质押数据库并手工整理后得到股权质押的数据,其他财务数据均来自万得(Wind)和国泰安(CSMAR)数据库金融数据库,并进行了交叉核对。样本筛选情况如下:(1)剔除金融类企业;(2)剔除ST和*ST的观测值;(3)剔除数据缺失的观测值。最终获得16379个观测值。本文所有数据的整理、计算和回归过程所使用的软件为STATA 14。为了避免极值的影响,本文对主要连续变量进行了上下1%水平的缩尾处理。

(二) 会计稳健性度量

对于会计稳健性的度量,Basu(1997)提出了盈余报酬反向回归方法。他认为,在有效市场假说下,资本市场对“坏消息”的反应与公司会计盈余是同步的,而对“好消息”的反应却是不同步的。他采用股票收益率作为“好消息”与“坏消息”的代理变量,建立了Basu模型。Khan和Watts(2009)的研究发现,公司规模、市账比和资本结构是影响会计稳健性的三个重要因素,他们发展了Basu模型,提出了衡量公司-年度信息确认及时性不对称模型(K-W模型),用C-Score代表公司的会计稳健性水平。本文采用Khan和Watts(2009)的会计稳健性计算方法,得到每个公司样本年度的会计稳健性C-Score1。同时,本文采取Ball和Shivakumar(2005)的盈余应计计量方法计算C-Score2进行稳健性检验。

(三) 模型设计

为检验会计稳健性与股权质押之间关系,建立回归模型(1),见公式(1)所示:

$$Con_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PLD_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

公式(1)中的 $Con_{i,t}$ 为被解释变量,即公司的会计稳健性水平。解释变量为控股股东年末股权质押变量 $PLD_{i,t}$,分别采用 $PDO_{i,t}$ (上市公司期末是否存在股权质押哑变量,存在取0,否则取1)、 $Ratio_{i,t}$ (上市公司期末被质押股权占全部流通股的比例)作为股权质押代理变量。根据以往研究,本文控制了公司规模(Size)、公司成长水平(Growth)、杠杆水平(Lev)、盈利能力(ROA)、经营活动现金流量(CFO)以及市账比(MTB)对会计稳健性的影响,同时对公司所处行业和年度的固定效应加以控制。

为了验证假设H2,在模型(1)的基础之上加入产权性质变量SOE以及SOE与股权质押代理变量的交乘项建立模型(2),如公式(2)所示:

$$Con_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PLD_{i,t} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 PLD_{i,t} \times SOE_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了验证假设 H3，在模型（1）的基础之上加入 ROA 与股权质押代理变量的交乘项建立模型（3），如公式（3）所示：

$$Con_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PLD_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 PLD_{i,t} \times ROA_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型中主要变量定义参见表 1。

表 1 变量定义

变量符号	变量定义
<i>C - Score1</i>	采用 K - W 模型结合 Basu 模型计算出的公司 - 年度会计稳健性
<i>C - Score2</i>	采用 K - W 模型结合 Ball 模型计算出的公司 - 年度会计稳健性
<i>PDO_{i,t}</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年控股股东是否存在股权质押（不包括在 <i>t</i> 年质押且在当年解除质押的样本），存在质押则为 1，否则为 0
<i>Ratio_{i,t}</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年年末控股股东质押股票占该公司全部流通股的比例
<i>ROA_{i,t}</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年总资产报酬率，等于净利润/年末总资产
<i>SOE_{i,t}</i>	公司产权性质哑变量，国有公司取 1，非国有公司取 0
<i>Size_{i,t}</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年末公司规模，等于公司总资产的自然对数
<i>Lev_{i,t}</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年末资产负债率，等于公司总负债/总资产
<i>CFO_{i,t}</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年净经营现金流，等于经营活动现金净流量/营业收入
<i>MTB_{i,t}</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年末股票市值/账面价值
<i>Growth</i>	<i>i</i> 公司 <i>t</i> 年末上市公司相对于上一年的主营业务增长率
<i>Year</i>	年度固定效应
<i>Indcd</i>	行业固定效应

四、实证结果

（一）描述性统计

各变量的统计性描述如表 2 所示。其中 A 股上市公司 *C - Score1* 的均值为 -0.010，方差为 0.051；*C - Score2* 的均值为 -0.257，方差为 0.251，说明我国上市企业会计稳健性普遍较差，且样本中存在较大差异。存在股权质押的企业年度样本为 27.0%，平均质押率为 5.4%，说明股权质押在我国上市企业中是较为普遍存在的情况。此外，国有企业样本占比 42.4%，资产报酬率平均值为 4.2%，杠杆率平均水平为 0.419。

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	方差	最小值	25分位	中位数	75分位	最大值
<i>C_Score1</i>	16379	-0.010	0.051	-0.729	-0.023	-0.007	0.009	0.249
<i>C_Score2</i>	16379	-0.257	0.251	-1.681	-0.341	-0.259	-0.174	3.801
<i>PDO</i>	16379	0.270	0.444	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>Ratio</i>	16379	0.054	0.115	0.000	0.000	0.000	0.035	1.000
<i>ROA</i>	16379	0.042	0.047	-0.115	0.015	0.037	0.065	0.187
<i>Lev</i>	16379	0.419	0.213	0.036	0.246	0.415	0.589	0.851
<i>Size</i>	16379	21.343	1.027	19.251	20.604	21.236	21.936	24.289
<i>MTB</i>	16379	2.704	1.720	0.968	1.511	2.148	3.285	9.472
<i>CFO</i>	16379	0.042	0.074	-0.191	0.002	0.042	0.086	0.246
<i>SOE</i>	16379	0.424	0.494	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

(二) 主回归结果

表3报告了股权质押对于会计稳健性的影响,控制了年度和行业,被解释变量分别采用Khan和Watts(2009)方法计算的*C-Score1*与Ball等(2005)的盈余应计计量方法计算*C-Score2*,对于全样本进行面板数据回归。

表3 股权质押对会计稳健性的影响

	<i>C-Score1</i>		<i>C-Score2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PDO</i>	-0.003 ^{***} (-3.56)		-0.025 ^{***} (-6.04)	
<i>Ratio</i>		-0.007 [*] (-1.75)		-0.049 ^{***} (-2.59)
<i>ROA</i>	0.044 ^{***} (4.56)	0.045 ^{***} (4.63)	-0.237 ^{***} (-3.32)	-0.232 ^{***} (-3.25)
<i>Growth</i>	-0.000 (-0.45)	-0.000 (-0.44)	0.001 (0.31)	0.001 (0.32)
<i>Lev</i>	-0.034 ^{***} (-12.43)	-0.035 ^{***} (-12.56)	0.437 ^{***} (30.93)	0.434 ^{***} (30.62)
<i>Size</i>	0.016 ^{***} (27.35)	0.016 ^{***} (27.34)	-0.014 ^{***} (-4.74)	-0.014 ^{***} (-4.80)

续表

	<i>C - Score1</i>		<i>C - Score2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MTB</i>	0.002 ^{***} (8.13)	0.002 ^{***} (8.05)	0.037 ^{***} (12.28)	0.037 ^{***} (12.23)
<i>CFO</i>	-0.011 ^{**} (-2.12)	-0.011 ^{**} (-2.13)	-0.043 (-1.31)	-0.043 (-1.30)
<i>SOE</i>	-0.001 (-1.62)	-0.001 (-1.17)	-0.020 ^{***} (-4.64)	-0.017 ^{***} (-3.84)
常数	-0.341 ^{***} (-25.71)	-0.341 ^{***} (-25.70)	-0.399 ^{***} (-5.91)	-0.398 ^{***} (-5.91)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本数	16379	16379	16379	16379
调整 R ²	0.286	0.286	0.164	0.164

说明: *** 表示 1% 的显著性水平, ** 表示 5% 的显著性水平, * 表示 10% 的显著性水平。下文同。

表 3 中列 (1) 和列 (2) 显示了用 *C - Score1* 度量会计稳健性的回归结果, 本文分别采用是否存在股权质押的哑变量 (*PD0*) 以及股权质押比例 (*Ratio*) 作为股权质押的代理变量。回归结果表明存在股权质押的上市公司会计稳健性随之降低, 在 1% 的水平上显著; 而质押比例与会计稳健性在 10% 水平上负相关。此回归结果证明了本文假设 H1, 上市公司股权质押情况与会计稳健性呈负相关关系。此外公司经营业绩、公司规模与市账比与会计稳健性显著正相关, 公司杠杆率与会计稳健性显著负相关, 我国国有企业稳健性更低, 与现有研究结果相同。列 (3) 和列 (4) 显示了用 *C - Score2* 度量会计稳健性的回归结果。回归结果表明是否存在股权质押与会计稳健性水平在 1% 的水平上负相关, 而质押比例与会计稳健性水平在 1% 水平上负相关。此回归结果进一步证明了本文假设 H1, 上市公司股权质押情况与会计稳健性呈负相关关系。

(三) 产权性质与经营业绩的调节作用

为进一步验证产权差异与公司业绩对于会计稳健性和股权质押关系的调节作用, 本文分别加入交互项 *SOE × PLD* 与 *ROA × PLD* 检验 H2 和 H3。

表 4 采用 *C - Score1* 作为会计稳健性代理变量, 采用是否存在股权质押哑变量 (*PD0*) 与股权质押比例 (*Ratio*) 作为股权质押情况代理变量, 控制行业与年度固定效应, 采用面板回归检验了产权性质与经营业绩对于二者关系的调节作用。

表4 产权差异的调节作用

	<i>C - Score1</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PDO</i>	-0.007 ^{***} (-6.71)	-0.005 ^{***} (-5.81)		
<i>SOE × PDO</i>	0.007 ^{***} (3.15)	0.009 ^{***} (4.38)		
<i>Ratio</i>			-0.014 ^{***} (-3.41)	-0.010 ^{**} (-2.54)
<i>SOE × Ratio</i>			0.021 (1.51)	0.039 ^{***} (2.93)
<i>SOE</i>	-0.001 (-1.30)	-0.003 ^{***} (-3.53)	0.000 (0.04)	-0.002 ^{**} (-2.16)
控制变量	不控制	控制	不控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本数	16379	16379	16379	16379
调整 R ²	0.195	0.287	0.194	0.286

表4回归结果表明,采用股权质押哑变量(*PDO*)作为股权质押(*PLD*)的代理变量时,无论是否加入控制变量,*SOE × PLD*系数均在1%水平上显著为正。采用股权质押比例(*Ratio*)作为股权质押(*PLD*)代理变量时,在加入控制变量后,*SOE × PLD*系数在1%水平上显著为正。结合股权质押与会计稳健性负相关关系我们得出结论,国有企业在股权质押后,会计稳健性下降水平低于非国有企业,即非国有控股上市公司的会计稳健性与股权质押的负相关关系更显著,验证了假设H2。

表5采用*C - Score1*作为会计稳健性代理变量,采用是否存在股权质押哑变量(*PDO*)与股权质押比例(*Ratio*)作为股权质押情况(*PLD*)的代理变量,控制行业与年度固定效应,采用面板回归检验了产权性质与经营业绩对于二者关系的调节作用。

表5 经营业绩的调节作用

	<i>C - Score1</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PDO</i>	-0.001 (-1.18)	-0.000 (-0.33)		
<i>ROA × PDO</i>	-0.078 ^{***} (-4.73)	-0.070 ^{***} (-4.50)		

续表

	C - Score1			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Ratio</i>			0.000 (0.09)	0.002 (0.34)
<i>ROA × Ratio</i>			-0.318*** (-5.16)	-0.233*** (-4.15)
<i>ROA</i>	0.185*** (18.31)	0.06*** (5.48)	0.181*** (19.45)	0.057*** (5.32)
控制变量	不控制	控制	不控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本数	16379	16379	16379	16379
调整 R ²	0.217	0.287	0.216	0.286

表 5 回归结果表明，采用股权质押哑变量 (*PD0*) 与股权质押比例 (*Ratio*) 作为代理变量，无论是否加入控制变量，*ROA × PLD* 系数均在 1% 水平上显著为负。结合股权质押与会计稳健性负相关关系我们得出结论，在其他条件相同的情况下，公司经营业绩较好的公司在股权质押后会计稳健性下降水平低于经营业绩较差的企业，验证了假设 H3。

五、稳健性检验

(一) 内生性问题

为缓解样本选择偏差导致的内生性问题，本文采用倾向得分匹配 (PSM) 的方法进行处理。表 6 中采用 PSM 匹配法，将进行股权质押的上市公司样本作为处理组，选择资产报酬率 (*ROA*)、资产负债率 (*Lev*)、销售增长率 (*Growth*)、公司规模 (*Size*)、市值账面比 (*MTB*) 以及公司的净经营性现金流 (*CFO*) 等作为上市公司是否存在股权质押 Logit 回归的控制指标，进行 1:1 的最邻近匹配后得到控制组样本，将处理组样本和控制组样本合并后进行回归分析。具体结果如表 6 所示。

表6

PSM 检验

	匹配前		匹配后	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>C_Score1</i>	<i>C_Score2</i>	<i>C_Score1</i>	<i>C_Score2</i>
<i>PDO</i>	-0.003 ^{***} (-3.56)	-0.025 ^{***} (-6.04)	-0.005 ^{***} (-3.61)	-0.017 ^{***} (-2.93)
<i>ROA</i>	0.044 ^{***} (4.56)	-0.237 ^{***} (-3.32)	0.044 ^{***} (2.87)	-0.247 ^{**} (-2.03)
<i>Growth</i>	-0.000 (-0.45)	0.001 (0.31)	-0.001 (-1.22)	-0.001 (-0.30)
<i>Lev</i>	-0.034 ^{***} (-12.43)	0.437 ^{***} (30.93)	-0.015 ^{***} (-3.48)	0.409 ^{***} (20.26)
<i>Size</i>	0.016 ^{***} (27.35)	-0.014 ^{***} (-4.74)	0.017 ^{***} (18.70)	0.001 (0.21)
<i>MTB</i>	0.002 ^{***} (8.13)	0.037 ^{***} (12.28)	0.004 ^{***} (8.65)	0.038 ^{***} (8.80)
<i>CFO</i>	-0.011 ^{**} (-2.12)	-0.043 (-1.31)	-0.012 (-1.43)	-0.091 [*] (-1.76)
<i>SOE</i>	-0.001 (-1.62)	-0.020 ^{***} (-4.64)	-0.001 (-0.83)	-0.013 [*] (-1.93)
常数	-0.341 ^{***} (-25.71)	-0.399 ^{***} (-5.91)	-0.374 ^{***} (-18.42)	-0.586 ^{***} (-5.62)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本数	16379	16379	6823	6823
调整 R ²	0.286	0.164	0.312	0.143

从表6匹配前的结果来看,上市公司进行股权质押(*PDO*)与会计稳健性(*C - Score1*和*C - Score2*)之间呈显著的负相关关系,且在1%的水平上显著。对PSM匹配后样本进行回归后,本文发现上市公司进行股权质押虚拟变量(*PDO*)与*C - Score1*、*C - Score2*仍在1%水平上显著负相关。进一步证明了本文研究结果,会计稳健性与股权质押情况负相关。

(二) 稳健性检验

1. 本文采用Basu模型对研究进行稳健性检验。表7显示了Basu回归模型的回归结果,本模型分别采用是否存在股权质押的哑变量(*PDO*)以及股权质押比例(*Ratio*)

作为股权质押的代理变量。在用 Basu 模型进行回归时，本文重点关注 $DR \times R \times PLD$ 交互项，它代表股权质押对于会计稳健性的影响。在采用股权质押哑变量作为股权质押代理变量时， $DR \times R \times P D 0$ 显著为负，达到了 5% 的显著性水平；在采用质押比例作为股权质押的代理变量时， $DR \times R \times Ratio$ 依然显著为负，同样达到 5% 的显著性水平。说明存在股权质押的企业会计稳健性显著降低，且会计稳健性水平与股权质押比例呈显著负相关关系，进一步验证了本文假设 H1。

表 7 Basu 模型

	(1)		(2)	
	EPS/Price	t 值	EPS/Price	t 值
R	0.001	0.95	0.001	1.60
DR	0.002***	3.64	0.002***	3.81
DR × R	0.010***	3.92	0.009***	3.67
P D 0	-0.001	-0.73		
R × P D 0	0.003**	2.25		
DR × P D 0	-0.001	-0.76		
DR × R × P D 0	-0.012**	-2.51		
Ratio			-0.000	-0.09
R × Ratio			0.009	1.64
DR × Ratio			-0.005	-0.90
DR × R × Ratio			-0.041**	-2.15
控制变量	控制		控制	
样本数	16379		16379	
调整 R ²	0.860		0.860	

2. 此外本文还采用了替换股权质押代理变量的方式进行稳健性检验。分别采用股权质押是否超过 5% 水平哑变量 (PD5) 和控股股东质押哑变量 (PLD_M) 作为股权质押代理变量进行检验。表 8 显示了替换变量后的回归结果，与前文结果仍然一致。

表 8 替换变量

	C - Score1		C - Score2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
PD5	-0.002*** (-2.72)		-0.025*** (-5.87)	
PLD_M		-0.000 (-0.12)		-0.017*** (-3.75)

续表

	C - Score1		C - Score2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本数	16379	16379	16379	16379
调整 R ²	0.286	0.286	0.164	0.164

六、结论与政策建议

本文采用沪深两市 A 股上市公司 2009—2016 年的数据检验了股权质押和会计稳健性的关系。研究表明: (1) 存在股权质押的上市公司会计稳健性会降低, 且股权质押比例越大, 会计稳健性水平降低越多, 说明存在股权质押的上市公司更倾向于采取较为激进的会计政策, 通过提前释放“好消息”和隐藏“坏消息”的方式以达到市值管理的目的; (2) 由于国有企业在融资以及股权处置问题上较非国有企业存在优势, 所以股权质押对国有企业的会计稳健性影响较弱; (3) 公司经营业绩较好的公司市值管理与股价风险管理动机较弱, 因此股权质押对经营业绩较好企业的会计稳健性影响较弱。

本文结果为利益相关者防范上市公司股权质押带来的会计信息风险提供了一定理论基础。一方面, 财务报告使用者应该关注股权质押对上市公司会计信息披露的影响, 在股权质押后上市公司会通过盈余管理、会计政策选择等方式进行市值管理, 这损害了其会计稳健性, 导致了会计信息质量的下降。财务报告使用者应该关注此类会计信息风险, 并做好对此类风险的应对, 监管机构也应该加强对此类风险的监管。另一方面, 上市公司会计稳健性的降低往往会导致股价崩盘风险的上升, 考虑到股权质押标的股票带来的强制平仓风险, 监管者应该高度重视股权质押演变为系统性金融风险的可能。对于股权质押融资行为应该制定更为严格的监管制度, 并要求更为详细的信息披露, 以应对股权质押可能导致的系统性风险。

主要参考文献

韩琳, 孙乾, 魏泊芦. 2019. 股票质押行为会增强会计稳健性吗? . 华东经济管理, 1: 1—10.

- 蒋秋菊, 陈少华, 强欣荣. 2017. 控股股东股权质押与管理层盈余管理预测策略选择——来自中国资本市场的经验证据. 当代会计评论, 2: 132—158。
- 李常青, 幸伟. 2017. 控股股东股权质押与上市公司信息披露. 统计研究, 2: 75—86。
- 谭燕, 吴静. 2013. 股权质押具有治理效用吗? ——来自中国上市公司的经验证据. 会计研究, 2: 45—53。
- 王斌, 宋春霞. 2015. 大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式. 华东经济管理, 8: 118—128。
- 谢德仁, 廖珂, 郑登津. 2017. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择. 会计研究, 3: 30—38。
- 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 2016. 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. 管理世界, 5: 128—140。
- 徐寿福, 陈晶萍. 2016. 股权质押与大股东双重择时动机. 财经研究, 6: 74—86。
- 郑国坚, 林东杰, 林斌. 2014. 大股东股权质押、占款与企业价值. 管理科学学报, 9: 72—87。
- Ahmed, A. S. , & S. Duellman. 2007. Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* , 43 (2 - 3) , 411 - 437.
- Ball, R. , & L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* , 24 (2) : 3 - 38.
- Basu. 1997. The conservatism and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* , 24 (1) : 3 - 37.
- Chen, H. , J. Z. Chen, G. J. Lobo , & Y. Wang. 2010. Association between borrower and lender state ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* , 48 (5) : 973 - 1014.
- Francis, J. , R. Lafond , & P. M. Olsson. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* , 9 (4) : 967 - 1010.
- Khan M , & R. L. Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm - year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics* , 48 (2) : 132 - 150.

Stock Pledge and the Accounting Conservatism

Lisheng Yu , Tianyu Zheng , Yangyang Yu , Jie Zhuang

Abstract: This paper uses the data of China's A-share listed companies from 2009 to 2016 to test the relationship between stock pledge and accounting conservatism. The empirical results show that the accounting conservatism of listed companies with stock pledge will decrease, and the negative relationship between stock pledge and accounting conservatism is stronger in non-state-owned companies and companies with poor business

performance. The research results show that after the stock pledge , the listed company will manage their market value by releasing “good news” and hiding “bad news” . This paper argues that users of financial reports should pay attention to the information risk after stock pledge , and the regulators should prevent systemic financial risks brought about by stock pledge in advance.

Keywords: Stock pledge; Accounting conservatism; Property rights; Performance