

控股股东股权质押与财务重述

齐鲁光 李曼曼¹

(山东理工大学 管理学院, 山东 淄博 255000)

【摘要】: 控股股东股权质押对会计信息质量的系统影响已引起学界和监管机构的广泛关注。文章以 2013—2019 年中国沪深 A 股上市公司为样本, 基于控制权保持的市值管理动机, 探讨了控股股东股权质押对财务重述的影响机理。结果表明: 控股股东股权质押的企业财务重述概率较大, 且股权质押比例越高财务重述概率越大; 高质量外部审计能有效缓解控股股东股权质押对财务重述的影响; 进一步研究发现, 盈余管理在控股股东股权质押对财务重述的影响中发挥部分中介效应; “质押新规”一定程度上抑制了股权质押带来的财务重述。文章揭示了财务重述是控股股东股权质押情境下盈余管理的一种买单行为, 对规范股权质押监管和会计信息披露具有重要启示意义。

【关键词】: 股权质押 财务重述 控股股东 盈余管理

【中图分类号】: F275; F832.51 **【文献标识码】:** A **【文章编号】:** 1007-5097 (2022) 07-0118-11

一、引言与文献综述

自 2013 年场内股权质押开闸以及随后的不断尝试和探索, 我国股权质押业务逐步规范化和常态化。股权质押兼具非实物性、流通性以及约束条件少等优势, 相比于银行贷款和减持套现等补充流动性的方式, 不需经过复杂的程序, 也不会影响其控股地位, 为众多上市公司控股股东所钟爱。然而, 盲目的高比例股权质押会导致公司层面的风险积累, 一旦股价跌破质押平仓线, 质权人有权将质押股份抛售或拍卖, 上市公司控制权发生转移, 股价随之波动进而引发资本市场动荡。例如, 2016 年同洲电子股价暴跌导致控制权转移、2017 年洲际油气质押股份被强制平仓, 此类事件引发资本市场恐慌和股价崩盘, 对中小投资者利益造成严重损害。为了稳定市场, 2018 年 3 月 12 日正式实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法 (2018 年修订)》(以下简称“质押新规”) 对股权质押比例进行了限制, 一定程度上降低了股权质押规模。但股权质押仍然如同悬在上市公司头顶的“达摩克利斯之剑”, 控股股东随时面临控制权转移风险。上市公司控制权是控股股东极为重视的权力, 是控股股东实现利益协同效应和隧道挖掘效应的资源基础。控股股东通过积极参与公司治理和生产经营以实现企业整体价值的提升和可持续发展^[1], 或者通过公司异常的股利分配政策^[2]、扭曲的投融资决策^[3,4]以及高额的现金储备^[5]等方式行使控制权, 实现资金占用和掏空行为。因此, 为了继续获取控制权带来的私有收益, 股权质押的控股股东有动机对上市公司会计政策和财务行为施加影响以保持其控股地位。

由于上市公司股票价格波动直接关系控股股东控制权转移风险, 因此, 学者们对股权质押引发的市值管理行为进行了广泛而深入的研究。从已有文献看, 控股股东的市值管理行为主要围绕三个方面: 盈余管理、信息披露管理以及其他策略性行为。盈余管理方面, 控股股东股权质押会促使企业选择开发支出资本化的会计政策向上管理盈余^[6], 或者通过削减研发投入^[7]和税收规避^[8]等真实盈余管理方式^[9]提升公司业绩; 信息披露管理方面, 股权质押情境下控股股东会通过隐藏负面消息、发布利好消息^[10,11], 择时和选择性信息披露^[12]以及“高送转”股利分配方案炒作信息^[13]等进行策略性信息披露, 传递利好消息提振股价; 其他策略性行为方面, 控股股东会通过慈善捐赠^[14]、股份回购^[15]、员工持股计划^[16]以及业绩并购承诺^[17]等市值管理活动向市场传递行为信

作者简介: 齐鲁光 (1974—), 男, 山东菏泽人, 副教授, 博士, 研究方向: 财务理论, 会计信息监管; 李曼曼 (1998—), 女, 山东菏泽人, 硕士研究生, 研究方向: 会计信息监管, 资本市场。

基金项目: 山东省社会科学规划项目“异质性企业高管变更影响经营绩效的财务机理与对策研究”(17CGLJ28)

号，化解控制权转移风险。不可否认，适当的市值管理有利于提高投资者信心，实现上市公司的价值。但在股权质押情境下，公司市值管理更多成为控股股东操纵股价借以谋求私利的工具，即伪市值管理^[1]，导致信息质量下降，加剧了上市公司与投资者以及控股股东与中小股东之间的信息不对称，不利于企业价值的提升。鉴于此，本文在已有文献基础上，基于控制权保持的市值管理动机，探讨控股股东股权质押对企业财务重述的影响，以期进一步揭示控股股东股权质押的微观经济后果。

财务重述是对前期财务报告中的差错、误导或缺失信息纠正调整和补充说明的行为，对于提高资本市场信息透明度、保证相关利益主体获得有效的决策依据具有重要意义。然而已有研究发现，上市公司面临较大资本市场压力时，会选择向上盈余管理粉饰业绩^[18]，而后通过财务重述更正会计信息以规避诉讼和处罚。这种盈余管理式的财务重述严重偏离制度设置的初衷，致使财务重述异化为企业粉饰业绩和操纵股价的外衣，造成严重的负面影响。企业发布财务重述公告会使投资者怀疑财务报告的真实性从而抛售股票，导致公司股价大幅度下跌的同时^[19]，还可能造成同一行业非重述公司股价的下降^[20]，给投资者带来巨额经济损失，威胁公众对企业管理者诚信、内部控制质量以及证券市场稳健发展的信心。此外，财务重述会降低企业会计信息质量，增加企业资本成本^[21]和融资约束^[22]。那么，考虑控制权保持动机下的盈余管理行为，控股股东股权质押是否会引发更多的财务重述？外部审计作为会计信息质量控制的关键环节，能否有效抑制控股股东股权质押情境下的盈余管理和财务重述现象？

本文可能的学术贡献：①基于会计信息质量视角，进一步揭示控股股东股权质押的微观经济后果。研究发现，财务重述更可能是控股股东股权质押情境下盈余管理后的买单行为，丰富了控股股东股权质押经济后果的相关文献。②将外部审计监管纳入研究框架，探究控股股东股权质押与财务重述之间的关系如何受审计质量的影响。研究发现，选择国际四大会计师事务所审计能够缓解控股股东股权质押公司的财务重述行为，从审计视角拓展控股股东股权质押经济后果的治理机制。③从盈余管理方面深入探讨控股股东股权质押对财务重述的内在影响机理。研究发现，控股股东股权质押引发的财务重述现象源于控制权保持动机下的向上盈余管理行为，使得针对控股股东为规避控制权转移风险如何引发财务重述的研究更加深入。④考察“质押新规”对股权质押经济后果的治理效应。研究发现，“质押新规”虽然有效抑制了股权质押带来的财务重述，但控股股东股权质押及相应的会计信息质量下降仍是未来重点监管的对象，为深入分析股权质押监管政策的相关研究提供借鉴。

二、理论分析与研究假设

（一）控股股东股权质押与财务重述

控制权是上市公司控股股东极为重视的权力。控股股东积极参与公司治理和生产经营以实现企业价值提升和可持续发展^[1]，或者利用控制权实施关联交易、资金占用等掏空行为获得私有收益^[23, 24]，因而控股股东会竭力避免控制权转移。然而，在股权质押情境下，公司股票价格的不确定性意味着控股股东随时面临控制权转移风险。当股价跌至预警线或平仓线时，出质人必须追加担保或者提前赎回质押股份，否则质权人有权在二级市场将股票抛售或者拍卖，控股股东对上市公司的控制权可能因此丧失。一旦发生控制权转移，控股股东会失去上市公司的控制权，实际控制人变更可能会造成公司内部的不稳定状态，由此引发的股价大幅度下跌给投资者造成惨重的经济损失。控制权转移带来的一系列负面影响往往引发资本市场系统性风险，这显然与监管部门希望资本市场长期稳健发展的意愿背道而驰，上市公司控股股东可能因此面临监管机构的调查或处罚。因此，预防控制权转移风险是控股股东顺利实现股权质押融资又不至给资本市场带来不良影响的关键。

股权质押的控股股东在股价下跌时，可通过提前还款或者补充保证金的方式抑制控制权转移风险，但由于存在流动性问题，提前赎回质押股份或追加担保将使其面临严重的资金缺口，因而难以实施^[4]。因此，规避控制权转移风险的根本措施是避免股价下跌或引导股价上涨^[25]。根据有效市场假说，企业业绩优良、成长性高以及未来现金流量丰富的利好消息将会引起股价攀升。基于这一逻辑，控股股东会通过盈余管理^[6, 7, 8, 9]、信息披露管理^[10, 11, 12, 13]以及其他策略性行为^[14, 15, 16, 17]等市值管理活动，向资本市场和投资者传递企业前景可期的利好消息，提高投资者对公司未来发展的预判，从而避免公司股价下跌以降低控制权转移风险。然而，众多的市值管理手段仅考虑企业眼前利益，意图通过短期内粉饰公司业绩而蒙蔽投资者，长期来看投机性市值管理活动会严重降低企业信息披露的可信度，信息不对称将加剧公司市场价值对内在价值的偏离程度。这种机会主义行为一旦被识破，投资者

可能采取“用脚投票”或者法律诉讼等方式维护自身利益，监管部门也会对控股股东股权质押的公司违规美化财务报告信息^[26]的行为进行严厉处罚，以维护相关政策的权威。

为了提高资本市场信息透明度，保证利益相关者得到有效的决策依据，我国实施财务重述制度对上市公司前期财务报告中的差错、误导或缺失信息进行纠正和补充。但众多的研究表明，企业财务重述更可能发生在严重的盈余管理之后^[27, 28]，沦为管理者机会主义行为的补救措施^[29]。控股股东股权质押内含的控制权转移风险与公司股价直接相关，而盈余管理作为影响股价的有效手段，必然为控股股东所青睐。因此，股权质押后控股股东会通过向上盈余管理稳定股价以保持控制权^[6]，而后通过财务重述更正会计信息规避诉讼和处罚风险。具体来说，在控股股东股权质押情境下，质押股票在未来可能被强制平仓或者抛售，控股股东控制权会随着股票的处置而丧失，因而企业未来经营存在极大的不确定性。这种未知的风险会促使投资者改变对公司未来前景的期望进而抛售股票，公司股价发生暴跌的可能性极大，此时控股股东控制权转移面临严重威胁。为了继续享有控制权带来的高额收益，控股股东不惜通过虚增公司盈利、操纵股票价格来维持控制权，但这种“以市值管理之名、行操纵市场之实”的违规披露行为会导致会计信息质量下降，企业不得不通过财务重述修正盈余信息。所以，在股权质押情境下，控股股东利用盈余管理的股价提升效应虽有助于规避控制权转移风险，但是盈余操纵降低了信息质量，导致企业财务重述。

控股股东有能力操纵公司业绩和盈余信息，管理层也有动机配合控股股东实施盈余管理。即使在股权质押之后，控股股东仍然控制着董事会以及高管的人事任命、日常经营决策和信息披露等公司行为，因而控股股东拥有绝对的权威要求管理层根据自己的意愿调整会计盈余。从管理层自身来看，盈余管理成为薪酬激励和股票期权制度设计下调整公司业绩、获得高额报酬的不二之选^[30, 31]，此时管理层与控股股东利益的一致性更催化了盈余管理的实施^[32]。另外，如果因为股价过低导致公司控制权发生转移，管理层将面临较高的离职风险，其薪酬福利和职业生涯声誉会严重受损^[14]，公司也会因实际控制人和管理层的变动承担大量的调整成本。因此，为了避免控制权转移给自身和公司带来不良影响，管理层有动机配合控股股东操纵会计信息、调整会计盈余甚至违规披露信息来维护控制权，由此加大了企业财务重述可能性。

综上，本文提出假设 1。

H1：控股股东存在股权质押或者股权质押比例越高，企业财务重述概率越大。

（二）控股股东股权质押、高质量外部审计与财务重述

在股权质押情境下，控股股东通过市值管理提振股价有助于抑制控制权转移风险，但盈余操纵易引发财务重述。这种会计信息的更正行为表明企业先前会计信息的低质量和不可信，会损害公众对企业盈余质量的信心，导致公司市场价值下降，给投资者带来严重的经济损失。外部审计作为会计信息质量的重要保障，能够提高会计信息质量，抑制管理层和控股股东盈余操控的机会主义行为，对缓解企业财务重述发挥着重要的治理作用。

众多研究表明，国际四大会计师事务所（以下简称“国际四大”）能提供高质量的审计报告^[33, 34, 35]，有效降低企业盈余操控和财务重述行为，为投资者决策提供科学有效的依据。首先，“国际四大”的规模化和专业化经营使审计流程和制度更加完善，审计师能够因规模效应获得更多专业知识和技能，并且从繁多的审计业务中积累丰富的审计经验，有助于发现企业的会计差错和盈余操纵行为。尤其考虑审计失败的严重后果，“国际四大”对盈余操控的容忍程度更低^[36]，有强烈的动机制止企业重大遗漏、虚假陈述等违规披露行为，降低财务重述概率。其次，规模大的会计师事务所为了维护业界口碑和商誉资本，更可能保持审计独立性，提供高质量审计^[33, 37]。当审计师发现客户的激进会计政策或者虚假陈述时，会极力要求他们更改，因为一旦审计失败或财务重述，将引起投资界对审计师独立性的质疑，导致事务所声誉受损，丧失大量潜在客户。而且企业财务重述实际上等于承认之前财务报表中存在错误陈述，审计师可能面临来自中小投资者的声讨和诉讼^[38]，甚至遭受行政处罚和监管制裁^[39]。因此，“国际四大”在审计过程中更可能保持独立性，识别并抑制企业的盈余信息操纵等违规披露行为，以降低审计风险，规避企业财务重述。最后，由于“国际四大”在全球审计市场的高知名度和优质品牌形象，通常更容易受到投资者关注、媒体监督和监管机

构审查^[35]，这种外部监督压力激励他们不断提供高质量审计以维持其高端品牌形象。

在股权质押情境下，控股股东为了降低控制权转移风险而进行的盈余信息操控，增加了审计工作难度，由于“国际四大”的专业胜任能力和审计独立性优于非“国际四大”，更能有效地识别和抑制股权质押的企业盈余操控和财务重述行为，因此，由“国际四大”审计的控股股东股权质押的公司财务重述概率较小。据此，本文提出假设 2。

H2：高质量外部审计能够缓解控股股东股权质押对财务重述的影响。

三、研究设计

（一）数据来源和样本选择

本文选取 2013—2019 年沪深 A 股上市公司为研究样本 2，剔除金融行业、ST 和*ST 以及数据缺失的公司年度数据，最终获得 17417 个样本。从股权质押样本占总样本的比例来看，2013—2017 年股权质押规模日益壮大，2018 年和 2019 年存在小幅度下降，这与 2018 年“质押新规”的颁布不无关系。从重述样本看，2018 年股权质押的公司财务重述现象相比于其他年度更加严重，可能的解释是，2018 年中美贸易摩擦下中国资本市场下行，企业风险承担能力普遍不足，致使对控制权转移风险的敏感性增加。为避免异常值的影响，对所有连续变量进行上下 1%缩尾处理。相关数据均来自 CSMAR 数据库，其中股权质押数据和财务重述数据经过人工处理和补充完成。

（二）模型设定与变量定义

为了检验前文所提假设，参照王守海等（2019）^[40]、刘柏和琚涛（2021）^[41]的研究，构建如下待检验模型：

$$\text{Restate}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pledge}_{i,t} + \sum \text{Control} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

考虑财务重述（Restate）为类别变量，对模型（1）采用 Logit 回归分析。

（1）被解释变量：财务重述（Restate）。将当年年度财务报告存在错误陈述并且在以后年度被修正的情况视为财务重述，若当年年度财务报告在以后年度一次或多次重述，均记为当年年度财务重述情况，Restate 赋值为 1，否则为 0。

（2）解释变量：股权质押（Pledge）。借鉴李常青等（2018）^[7]的研究，本文采用是否股权质押（PledgeD）和股权质押比例（PledgeR）衡量控股股东股权质押情况。具体来说，若年末控股股东存在股权质押，则 PledgeD 赋值为 1，否则为 0；股权质押比例（PledgeR）为控股股东年末质押股份占其持有上市公司总股份的比例。

（3）调节变量：高质量外部审计（BIG4）。众多研究表明，“国际四大”更能提供高质量的审计报告^[33, 34, 35]。因此，本文采用年报是否由“国际四大”审计作为高质量外部审计（BIG4）的衡量方式，若公司年报由“国际四大”审计，BIG4 为 1，否则为 0。

（4）控制变量（Controls）。参考王守海等（2019）^[40]、刘柏和琚涛（2021）^[41]的研究，选取的控制变量包括公司规模（Size）、总资产收益率（ROA）、资产负债率（Lev）、主营业务收入增长率（Growth）、第一大股东持股比例（Top1）、经营活动现金流（Cash）、营业利润持续性（Sincome）、股权制衡度（Sindex）、董事会规模（Dsize）、是否亏损（Loss）以及两职合一（Dual），同时模型

中还控制了年度效应（Year）和行业效应（Industry）。

四、实证分析

（一）描述性统计

根据 PanelA 的描述性统计结果可以看出，企业财务重述（Restate）的均值为 0.229，说明样本企业平均财务重述概率为 22.9%；控股股东是否股权质押（PledgeD）的均值为 0.474，说明样本中约 47.4%的上市公司控股股东存在股权质押；股权质押比例（PledgeR）的均值为 0.278，最大值为 1，说明控股股东平均将 27.8%的股权进行了质押，有些控股股东甚至将股权全部质押。若以存在控股股东股权质押的公司为观测样本，平均股权质押比例高达 58.7%，与胡珺等（2020）^[14]的研究结果相近。其余变量的分布与已有文献基本一致。PanelB 列示了未质押样本和质押样本的均值差异，结果表明，存在控股股东股权质押的公司财务重述概率（Restate）显著大于未质押公司，初步支持了 H1。

（二）回归结果与分析

1. 控股股东股权质押与财务重述

第（1）列的回归考察了控股股东是否股权质押与企业财务重述的关系，结果表明，PledgeD 的系数在 1%的水平上显著，说明相对于控股股东未进行股权质押的公司，存在控股股东股权质押的公司财务重述现象更为严重。第（2）列的回归考察了控股股东股权质押比例对企业财务重述概率的影响，结果显示，PledgeR 的系数为 0.361，且在 1%的水平上显著。从经济意义看，PledgeR 的系数意味着上市公司控股股东股权质押比例每增加 1%，企业财务重述概率约增加 5.7%。总的来讲，由于面临巨大的控制权转移风险，控股股东存在股权质押或者股权质押比例越高，联合管理层操控和违规披露盈余信息的动机越强，导致企业会计信息质量下降，增加了财务重述概率，这一结果支持了 H1。

从控制变量看，Size、ROA、Top1、Cash 以及 Sin-dex 的回归系数显著为负，说明规模越大，总资产收益率越高、第一大股东持股比例越高、经营现金流量越多以及股权制衡度越高，企业财务重述概率越低；Lev、Growth、Sincome 和 Loss 的回归系数显著为正，即资产负债率越高、发展能力越强、营业利润可持续以及净利润亏损的企业财务重述概率越高；Dsize 和 Dual 的回归系数不显著，说明董事会规模和两职合一对于财务重述不存在显著影响。控制变量的结果与已有文献的结论基本一致，说明模型的变量选择和估计结果较为可靠。

2. 控股股东股权质押、高质量外部审计与财务重述

为了检验高质量外部审计对股权质押情境下财务重述行为的治理作用，本文构建了股权质押（PledgeD/PledgeR）和高质量外部审计（BIG4）的交乘项，具体结果显示，PledgeD、PledgeR 和 BIG4 交乘项的回归系数分别为-0.384 和-0.363，且在 1%和 5%的水平上显著，说明年报由“国际四大”审计的控股股东股权质押的公司财务重述概率较小，高质量外部审计对股权质押与财务重述的正向关系具有显著的负向调节作用。这也证明“国际四大”由于具有更强的专业胜任能力和审计独立性抑制了企业财务重述行为，高质量外部审计能有效治理控股股东股权质押的企业财务重述现象。据此，H2 得以验证。

（三）稳健性检验

1. PSM 检验

控股股东面临融资约束时更倾向于选择股权质押融资，因此，为了缓解控股股东股权质押样本的自选择问题，本文采用倾向

得分匹配法对对照组样本匹配筛选。参照谢德仁等（2016）^[10]、王雄元等（2018）^[8]的做法，选择公司规模、总资产收益率、资产负债率、第一大股东持股比例、主营业务收入增长率以及年度和行业变量对控股股东股权质押样本和未质押样本进行无放回的1:1最近邻匹配，共获得6539个控制样本。配对后的检验结果显示，控股股东股权质押（PledgeD/PledgeR）的回归系数分别为0.179和0.356，均在1%的水平上显著，支持了本文的研究假说。

2. 工具变量法

借鉴谢德仁等（2016）^[10]的方法，选取同年度同行业平均质押水平/比例（Ind_PledgeD/Ind_PledgeR）和同年度同地区平均质押水平/比例（Pro_PledgeD/Pro_PledgeR）作为控股股东是否股权质押（PledgeD）和股权质押比例（PledgeR）的工具变量，利用IV-Probit模型进行两阶段回归。第一阶段回归结果显示，工具变量的系数均在1%的水平上显著为正， R^2 分别为0.132和0.125，说明回归模型具有较好的解释力度；第二阶段的回归结果表明，Wald外生性检验的卡方值通过显著性检验，说明工具变量满足外生性要求。此外，控股股东股权质押（PledgeD/PledgeR）的回归系数分别为0.340和0.721，均在1%的水平上显著，说明前文的结论具有稳健性。

3. 其他稳健性检验

为了进一步验证本文结论的可靠性，本文还进行了如下稳健性检验：①替换解释变量。采用年末控股股东股权质押股份占所在公司总股份的比例作为解释变量。②考虑2018年资本市场系统性风险较大，可能会对企业决策行为产生影响，因此，将2018年的样本剔除后重新对实证模型进行回归估计。以上稳健性检验结果均表明控股股东股权质押显著增加了企业财务重述的概率，研究假说依然成立。

五、进一步分析

（一）控股股东股权质押对财务重述的影响机理

根据前文理论逻辑，在股权质押情境下，由于控制权转移风险与公司股价直接相关，控股股东有强烈动机利用信息披露管理等手段对会计收益进行“印象整饰”³以稳定和提高股价，但过度的盈余操控行为降低了财务报告的有效性，会受到财务违规处罚，促使企业进行财务重述以纠正先前错误。基于此，本文采用逐步检验回归系数的方法，考察盈余管理在控股股东股权质押对财务重述的影响中是否存在中介作用，检验成果所列，其中盈余管理（ABSDA）为修正Jones模型估算的操控性应计利润绝对值。第一步，对模型（1）进行Logit回归估计，考察系数 α_1 的显著性，检验控股股东股权质押对财务重述的影响；第二步，对模型（2）进行OLS回归估计，考察系数 β_1 的显著性，检验控股股东股权质押对盈余管理的影响；第三步，对模型（3）进行Logit回归估计，考察系数 α_1' 和 ω 的显著性，检验控股股东股权质押和盈余管理对财务重述的影响。若系数 α_1 、 β_1 、 α_1' 和 ω 均显著，并且回归系数 α_1' 小于 α_1 ，则盈余管理具有部分中介效应；若系数 α_1 、 β_1 和 ω 显著， α_1' 不显著，则盈余管理发挥完全中介作用。

$$ABSDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t} + \sum Control + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Restate_{i,t} = \alpha_0' + \alpha_1' Pledge_{i,t} + \omega ABSDA_{i,t} + \sum Control + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

（1）和（3）列显示，PledgeD和PledgeR的回归系数为正，均在1%的水平上通过显著性检验，说明控股股东股权质押增加了企业盈余管理水平；（2）和（4）列显示，PledgeD、PledgeR与ABSDA在1%的水平上显著正相关，说明盈余管理导致财务重述

概率增加。同时，PledgeD 和 PledgeR 的回归系数仍在 1%的水平上显著为正，而且 α_1' 的绝对值小于 α_1 的绝对值，Z 值也在一定程度上减小。以上结果表明，盈余管理在控股股东股权质押对财务重述的影响中具有部分中介效应，即股权质押的控股股东为了降低控制权转移风险，通过向上盈余管理粉饰财务信息导致企业财务重述。这一结论印证了财务重述不再单纯地作为财务信息更正的手段，更充满了策略性和操纵性，已然异化为企业伪市值管理的外衣，成为控股股东股权质押情境下企业盈余操控的一种买单行为。

为了进一步证实盈余管理的中介效应，采用广义结构方程（gsem）方法进行检验并计算总效应和间接效应。

解释变量分别为 PledgeD 和 PledgeR 时，总效应为 0.055 和 0.109，均在 1%的水平上显著，间接效应为 0.003 和 0.004，虽然系数较小，但是 Z 值显著，中介效应成立，占比分别为 5.45%和 3.67%，说明控股股东股权质押显著增加了企业盈余管理程度，将两者共同引入模型发现，其均对财务重述存在正向影响，验证了前文结论。

（二）控股股东股权质押、高质量外部审计与盈余管理

前文的结果表明，控股股东股权质押的企业粉饰会计盈余导致信息质量下降，甚至财务信息披露违规从而引发财务重述，而高质量外部审计作为一项有效的公司治理机制能够降低财务重述概率。为了进一步考察外部审计监管的治理效果，本文检验了高质量外部审计对控股股东股权质押与盈余管理关系的影响，即上市公司年报是否由“国际四大”审计对两者关系的调节作用。

PledgeD 和 PledgeR 与 BIG4 交乘项的回归系数分别为-0.009 和-0.019，分别在 10%和 5%的水平上通过显著性检验，说明在控股股东股权质押情境下，年报由“国际四大”审计的上市公司比非“国际四大”审计的上市公司盈余管理程度更低，基于控制权保持的市值管理动机导致的财务重述也得以缓解，即高质量外部审计对盈余管理的治理效应有助于降低财务重述概率，进一步证实了 H2。

（三）“质押新规”的治理效果

前些年，我国控股股东股权质押爆仓和控制权转移事件频繁发生，引发了投资者和监管机构的担忧。为了稳定市场和投资者的信心，2018 年 3 月 12 日实施的“质押新规”对股权质押比率进行了限制，规定质押率不得超过 60%，单只股票的市场整体质押率不得超过 50%。那么，这一要求能否缓解基于控制权保持的市值管理动机带来的财务重述现象？本文以存在控股股东股权质押的公司为样本，检验“质押新规”实施前后企业财务重述概率差异，结果可以看出，“质押新规”实施前（Post=0），PledgeR 的系数为 0.684，在 1%的水平上显著，但是在“质押新规”实施之后（Post=1），PledgeR 的系数在 5%的水平上显著，为 0.387，低于“质押新规”实施之前的数值，而且两组系数差异通过了显著性检验（ $P=0.046$ ）。这一结果表明，虽然“质押新规”一定程度上缓解了控股股东股权质押的企业财务重述行为，但是两者之间仍然存在显著的正向关系。因此，监管机构仍需重点关注控股股东股权质押的上市公司，进一步完善股权质押制度，同时加大对财务重述的监管力度，对企业过度盈余管理和信息披露违规行为严格追责。

六、结论与启示

本文以 2013—2019 年沪深 A 股上市公司为样本，基于控制权保持的市值管理动机，探讨了控股股东股权质押对财务重述的影响机理。研究发现：控股股东股权质押的企业财务重述概率较大，且股权质押比例越高，企业财务重述的概率越大；高质量外部审计作为一项有效的公司治理机制，对缓解控股股东股权质押诱发的财务重述具有重要作用；进一步分析和检验发现，控股股东股权质押引发的财务重述源于控制权保持动机下的盈余管理行为，盈余管理在控股股东股权质押对财务重述的影响中发挥部分中介效应；高质量外部审计对盈余管理的治理效应有助于降低财务重述概率；“质押新规”一定程度上抑制了股权质押带来的财务重述，但控股股东股权质押及相应的会计信息质量下降仍是未来重点监管的对象。

本文进一步揭示了控股股东股权质押对企业会计行为的影响，同时深化了对企业财务重述内在动机的理解，对规范股权质押监管和会计信息披露具有重要启示意义：

(1) 警惕控股股东高比例质押现象及其可能的控制权转移风险。控股股东为了规避控制权转移风险而进行的内幕操作，会导致企业会计信息质量的下降和信息披露违规的行为产生，进而引发财务重述，损害中小投资者的利益。一旦控制权发生转移，不仅会破坏企业内部稳定性，而且造成股价下跌和企业价值下降，引发投资者恐慌和资本市场混乱。因此，监管机构要加强对存在控股股东股权质押和控制权转移风险较高公司的监管，完善股权质押信息披露和资金投向等制度，适当约束股权质押比例较高的控股股东的决策权力，以减少其对上市公司的干预。

(2) 加大对企业盈余管理和财务重述的监管力度，识别企业财务重述动机。财务重述引发投资者对企业管理者诚信和内部控制有效性的质疑，不利于企业价值的提升。研究表明，控股股东股权质押引发的财务重述源于控制权保持动机下的盈余操控行为，是企业伪市值管理操纵股价的买单行为。因此，监管机构要加强对股权质押情境下盈余操控和财务重述行为的监管，对意图通过盈余信息操控和财务重述实现自利目的行为进行严厉打击。

(3) 完善外部审计监管等公司治理机制。中小投资者通常仅能根据上市公司公开披露的财务信息进行投资决策，信息质量高低直接影响决策合理性。控股股东股权质押的公司往往存在盈余操控行为，个体投资者由于专业知识缺陷无法识别，但专业审计师能够发现并有效抑制，为公众提供高质量可信赖的会计信息。因此，监管机构要特别加大对股权质押企业所选会计师事务所的监督检查力度，对其违法违规行为严厉处罚，促使其向投资者提供高质量的审计报告。投资者要关注股权质押企业外部审计师的选择，对于那些选择小规模事务所审计的股权质押企业，需获取多方面的信息进行理性的评估和决策。

参考文献：

- [1] 郝云宏，汪茜. 混合所有制企业股权制衡机制研究：基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J]. 中国工业经济，2015(3):148-160.
- [2] 马鹏飞，董竹. 股利折价之谜：基于大股东掏空与监管迎合的探索[J]. 南开管理评论，2019, 22(3):159-172.
- [3] 倪中新，武凯文，周亚虹，等. 终极所有权视角下的上市公司股权融资偏好研究：控制权私利与融资需求分离[J]. 财经研究，2015, 41(1):132-144.
- [4] DOU Y, MASULIS R W, ZEIN J. Shareholder Wealth Consequences of Insider Pledging of Company Stock as Collateral for Personal Loans[J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(12):4810-4854.
- [5] JEBRAN K, CHEN S, TAUNI M Z. Principal-principal Conflicts and Corporate Cash Holdings:Evidence from China[J]. Research in International Business and Finance, 2019, 49:55-70.
- [6] 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, 94.
- [7] 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.
- [8] 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, 53(1):138-152.
- [9] 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, 29(8):118-128.

-
- [10]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.
- [11]钱爱民, 张晨宇. 股权质押与信息披露策略[J]. 会计研究, 2018(12):34-40.
- [12]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, 34(12):75-86.
- [13]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.
- [14]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.
- [15]何威风, 李思昊, 周子露. 控股股东股权质押与股份回购[J]. 中国软科学, 2021(7):106-119.
- [16]郑志刚, 张浩, 黄继承, 等. 员工持股计划的复杂动机研究: 基于控股股东股权质押的视角[J]. 财贸经济, 2021, 42(7):67-81.
- [17]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.
- [18]HASNAN S, RAZALI M H M, HUSSAIN A R M. The Effect of Corporate Governance and Firm-specific Characteristics on the Incidence of Financial Restatement[J]. Journal of Financial Crime, 2020, 28(1):244-267.
- [19]DU L. The CDS Market Reaction to Restatement Announcements[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2017, 44(7/8):1015-1035.
- [20]GLEASON C A, JOHNSON N. The Contagion Effects of Accounting Restatements[J]. Accounting Review, 2008, 83(1):83-110.
- [21]HRIBAR P, JENKINS N T. The Effect of Accounting Restatements on Earnings Revisions and the Estimated Cost of Capital[J]. Review of Accounting Studies, 2004, 9(2):337-356.
- [22]CHEN P C. Banks' Acquisition of Private Information About Financial Misreporting[J]. The Accounting Review, 2016, 91(3):835-857.
- [23]JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1):1-20.
- [24]JIAN M, WONG T J. Propping Through Related Party Transactions[J]. Review of Accounting Studies, 2010, 15(1):70-105.
- [25]廖珂, 谢德仁, 张新一. 控股股东股权质押与上市公司并购: 基于市值管理的视角[J]. 会计研究, 2020(10):97-111.

-
- [26]张晨宇, 武剑锋. 大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗? [J]. 外国经济与管理, 2020, 42(5):29-41.
- [27]BURNS N, KEDIA S. The Impact of Performance-based Compensation on Misreporting[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(1):35-67.
- [28]ETTREDGE M, SCHOLZ S, SMITH K R, et al. How Do Restatements Begin: Evidence of Earnings Management Preceding Restated Financial Reports[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2010, 37(3/4):332-355.
- [29]高芳. 公司治理、管理者代理问题与财务重述研究[J]. 南开管理评论, 2016, 19(3):168-177.
- [30]罗宏, 曾永良, 宛玲羽. 薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J]. 南开管理评论, 2016, 19(2):19-31, 74.
- [31]LEE M, HWANG I T. The Effect of the Compensation System on Earnings Management and Sustainability: Evidence from Korea Banks[J]. Sustainability, 2019, 11(11):1-24.
- [32]HEWITT M, HODGE F D, PRATT J H. Do Shareholders Assess Managers' Use of Accruals to Manage Earnings as a Negative Signal of Trustworthiness Even When Its Outcome Serves Shareholders' Interests? [J]. Contemporary Accounting Research, 2020, 37(4):2058-2086.
- [33]DEANGELO L E. Auditor Size and Audit Quality[J]. Journal of Accounting and Economics, 1981, 3(3):183-199.
- [34]郭照蕊, 黄俊. 高质量审计与上市公司商誉泡沫[J]. 审计研究, 2020(4):80-89.
- [35]KHURANA I K, LUNDSTROM N G, RAMAN K K. PCAOB Inspections and the Differential Audit Quality Effect for Big 4 and Non-big 4 US Auditors[J]. Contemporary Accounting Research, 2021, 38(1):376-411.
- [36]BECKER C L, DEFOND M L, JIAMBALVO J, et al. The Effect of Audit Quality on Earnings Management[J]. Contemporary Accounting Research, 1998, 15(1):1-24.
- [37]LIM C, TAN H. Non-audit Service Fees and Audit Quality: The Impact of Auditor Specialization[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(1):199-246.
- [38]PALMROSE Z V, SCHOLZ S. The Circumstances and Legal Consequences of Non-GAAP Reporting: Evidence from Restatements[J]. Contemporary Accounting Research, 2004, 21(1):139-180.
- [39]KARPOFF J M, LEE D S, MARTIN G S. The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2):193-215.
- [40]王守海, 许薇, 刘志强. 高管权力、审计委员会财务专长与财务重述[J]. 审计研究, 2019(3):101-110.
- [41]刘柏, 琚涛. “事前震慑”与“事后纠偏”: 分析师关注对财务错报和重述的跨期监管研究[J]. 南开管理评论, 2021, 24(1):50-61.

注释:

1 坚持稳中求进优化发展生态推动证券行业高质量发展新进步——易会满主席在中国证券业协会第七次会员大会上的讲话，
https://www.sac.net.cn/wzgn/zjt/dqchydh/xwg/202105/t20210525_146534.html。

2 自我国 2013 年发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》以来，股权质押业务呈现爆发式增长，考虑上市公司财务重述具有滞后性，因此，样本期间为 2013-2019 年。

3 在社会心理学中，印象整饰是指一个人通过一定的方式影响别人形成对自己印象的过程。控股股东通过对会计收益“印象整饰”提高投资者对上市公司未来预期，有助于化解控制权转移风险。