

控股股东股权质押能帮助公司扭亏吗?

——来自中国亏损上市公司的证据

杜勇¹, 张欢¹, 杜军², 韩佳丽³

(1. 西南大学 经济管理学院, 重庆 400715; 2. 广东海洋大学 管理学院, 广东 湛江 524088;
3. 西南政法大学 经济学院, 重庆 401120)

摘要:近年来,控股股东为获得资金频繁地质押其股权,尽管股权质押有诸多好处,但也可能导致控股股东失去对上市公司的控制权。文章以2009-2014年发生亏损的中国A股上市公司为研究对象,结合亏损公司的财务特征,分析和检验了控股股东股权质押对公司扭亏的影响。实证结果表明:控股股东股权质押对亏损公司扭亏具有显著的正向影响,上述关系在非连续亏损公司、高管持股公司更加明显。此外,文章发现控股股东股权质押提高了亏损公司的异常非经常性损益以及报告微利的概率,并且增加了亏损公司扭亏后再次发生亏损的概率。这意味着对于存在控股股东股权质押的亏损公司,为避免控制权转移风险,控股股东很可能通过粉饰报表的方式帮助公司在短期内实现扭亏为盈,但对公司扭亏持续性未起到明显的积极作用。这一研究结果对政府部门改进金融监管、防范系统性金融风险具有一定的参考价值。

关键词: 亏损公司; 控股股东; 股权质押; 扭亏

中图分类号: F253.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2018)06-0077-17

一、引言

在经济转型、产能过剩的背景下,实体经济增长明显放缓,资本市场中陷入亏损的公司数量逐渐增多。一般而言,在公司发生亏损后,控股股东面临两种策略的选择:其一,由于中国上市公司股权高度集中,且内部治理机制尚不健全,法律对中小投资者的保护力度较弱,控股股东可以利用其控制权很容易通过关联交易、资金侵占的方式掏空(tunneling)上市公司的资源(Jiang等, 2010),特别是对于亏损较为严重、扭亏前景不明朗的亏损公司而言,逐利的大股东则可能会采取“掠夺之手”掏空上市公司,以达到变相收回投资的目的。例如,王霞等(2013)的案

收稿日期: 2018-01-31

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“社会资本视域下的中国上市公司亏损逆转质量: 结构特征、驱动机理与经济后果”(71572153); 重庆市社会科学规划项目“跨境电子商务企业经营风险预警与防范机制研究”(2017YBGL159); 中央高校基本科研业务费专项资金项目重大培育项目“新常态下管理者亏损风险感知对公司金融化行为偏差的影响机理及经济后果研究”(SWU1709201); 西南大学人文社会科学重大培育项目“社会资本视域下的中国上市公司亏损逆转质量研究”(15XDSKZD005)。

作者简介: 杜勇(1977—),男,湖北麻城人,西南大学经济管理学院教授,博士生导师;
张欢(1994—),男,四川安岳人,西南大学经济管理学院硕士研究生;
杜军(1977—),男,湖北麻城人,广东海洋大学管理学院教授,硕士生导师;
韩佳丽(1990—),女,重庆铜梁人,西南政法大学经济学院讲师。

例研究表明,当企业陷入经营困境、未来盈利预期较差时,控股股东可能会通过减持的方式来实现套现“脱身”。其二,根据相关监管制度规定,当上市公司连续亏损达到一定条件,将可能面临退市处理,由于上市资格仍然是一种稀缺资源,控股股东有强烈的动机提高业绩以维持上市资格(许荣等,2015)。因此,当公司处于连续亏损状态时,控股股东很可能会伸出“支持之手”(propping)帮助亏损公司扭亏而不是对其进行掏空,Friedman等(2003)和Peng等(2011)的研究表明大股东能够利用资源帮助处于财务困境的公司渡过难关。李增泉等(2005)认为当上市公司存在“扭亏”动机时,控股股东则会向上市公司输送利益。雷光勇和刘慧龙(2007)也指出,当公司出现困境时,大股东可能会向上市公司进行利益输送,以便后期攫取更多的利益。近年来,股权质押业务得到迅速发展,控股股东股权质押现象成为资本市场中常见的现象,本文尝试探讨在股权质押的状态下,控股股东究竟对亏损公司采取“支持之手”还是“掠夺之手”。

《中华人民共和国担保法》第七十五条第二款规定“依法可以转让的股份、股票”可以作为质押物,由此股权质押在法律层面上得以确立。股权质押是指在不改变大股东对上市公司控股地位的前提下,利用股权进行质押的方式来满足资金需求。统计数据显示,仅在2015年1月至7月间,沪深两市就有973家上市公司总计完成2 974次股权质押,质押股本842亿股,按照30%–50%的折算率,上市公司约获得资金4 643亿–7 738亿元^①。从理论上讲,股权质押尽管在一定程度上能满足融资需求,但也可能由于股价下跌而引发控股股东的控制权转移风险。一般而言,控股股东不会轻易放弃自身的控股地位,控制权转移形成的巨大成本足以抵消股权质押带来的融资便利(李旒和郑国坚,2015),因此,在质押股权后,控股股东通常会积极采取措施稳定股价,现有研究也证实了这一论断。例如,谢德仁等(2016)的研究结果表明,控股股东会通过信息披露来降低股价崩盘的风险;谢德仁等(2017)还发现存在控股股东股权质押的公司更倾向于将开发支出资本化进行正向盈余管理。李常青和幸伟(2017)则从信息披露角度证实控股股东股权质押的上市公司将披露更多的好消息。

特别地,当公司处于亏损状态时,股价下跌压力更为明显。若公司不能及时扭亏为盈,很可能造成股价暴跌,因此,控股股东有足够的动机去帮助所控制的亏损公司实现扭亏为盈,从而降低控制权转移风险。然而,已有的文献停留在研究股权质押后控股股东为规避控制权转移风险而采取的措施上,并未结合亏损公司的特征分析股权质押融资行为是否会对公司扭亏产生影响,这为本文提供了研究契机。对于经营业绩差、现金流量不足的亏损公司而言,一方面急需资金来支撑日益下滑的业绩,另一方面较差的业绩表现使得他们很难直接通过银行等金融机构获得贷款,在这种情况下,控股股东更可能将其持有的上市公司股权质押给金融机构以获取资金(黄志忠和韩湘云,2014)。那么,控股股东的股权质押能否帮助亏损公司改善经营业绩,从而实现扭亏为盈呢?这是本文要检验的基本问题。

本文以2009–2014年亏损上市公司为研究样本,检验了控股股东股权质押对公司扭亏的影响。实证结果显示,控股股东股权质押对亏损公司扭亏具有显著的正向促进作用,该结论在采用倾向得分匹配法以及改变关键变量测度方式等稳健性检验后依然成立。本文进一步考虑了亏损状态以及高管持股对股权质押作用的调节效应,研究发现控股股东股权质押对亏损公司扭亏的影响在非连续亏损、高管持股的公司更为明显。此外,本文发现股权质押提高了亏损公司的异常非经常性损益水平以及报告微利的概率,说明股权质押会促使控股股东粉饰财务报表。进一步地,我们考察了股权质押对扭亏持续性的影响,结果表明控股股东股权质押增加了

^①参见《股权质押风险料引发连锁反应》,证券时报网,<http://www.stcn.com/2015/0827/12428642.shtml>。

扭亏公司在随后年度再次亏损的概率。总而言之,本文的实证结果表明亏损公司控股股东为避免由股权质押造成的控制权转移风险,尽管在短期内能帮助亏损公司实现扭亏为盈,但实际上对亏损公司的持续发展并没有起到明显的促进作用。

本文可能的研究贡献体现在以下几个方面:第一,不同于以往笼统地考虑股权质押对公司业绩的影响(王斌等,2013),本文则结合亏损公司的特征,探讨亏损公司控股股东股权质押对扭亏的影响,为股权质押行为所产生的经济后果提供了新的证据。第二,现有研究影响公司扭亏因素的文献主要集中于公司层面(蒋义宏和王丽琨,2003;魏涛等,2007;薛爽等,2010),而对于大股东尤其是控股股东是否会影响扭亏的探讨较少,本文则从股权质押角度研究了控股股东对亏损公司扭亏的影响,对该类文献作了有益的补充。第三,本文的研究对于监管部门和投资者具有启示意义,为避免股价下跌导致的控制权转移风险,存在股权质押的控股股东会竭力帮助亏损公司扭亏为盈,但这一经济后果可能并不是源于真实业绩的提高,而很可能是对财务报表的粉饰,造成随后年度再次发生亏损的概率变大,因此,监管部门和投资者应重点关注存在股权质押的亏损公司是否存在财务报表的粉饰行为。

余文结构安排如下:第二部分是文献回顾;第三部分是理论分析与研究假设;第四部分是研究设计;第五部分是实证结果;第六部分是进一步的检验;最后是研究结论与启示。

二、文献回顾

(一)关于股权质押经济后果的相关文献

近年来,资本市场中大股东股权质押现象逐渐引起学者的关注。一部分文献在代理问题的框架下,探讨了股权质押对企业业绩或者价值的负面影响,他们认为大股东股权质押行为将导致严重的代理问题(Yeh等,2003;黎来芳,2005;李永伟和李若山,2007),从而对公司经营业绩或公司价值带来负面影响。郝项超和梁琪(2009)的研究表明最终控制人的股权质押行为存在明显的弱化激励效应和强化侵占效应,进而影响公司价值;郑国坚等(2014)的研究发现,当大股东面临严重财务约束(股权被质押、冻结)时,更容易对上市公司进行占款,并且此时的占款行为对公司的业绩产生了负面影响。

另一部分文献则聚焦于控股股东如何避免股权质押带来控制权转移风险,对于进行了股权质押的控股股东而言,一旦股价大幅下跌,则面临着控制权转移的风险,因此,控股股东有很强的动机采取措施维持或提升公司股价。例如,王斌等(2013)指出大股东股权质押后因担心控制权转移风险,从而有更强激励来改善上市公司经营业绩,该结论与“掏空”的观点相反。但谢德仁等(2016)则认为控股股东并不是通过努力提高经营业绩来降低股权质押期间的股价崩盘风险,而是通过盈余管理等方式来进行市值管理,以达到维持股价的目的。谢德仁等(2017)以开发支出会计政策隐性选择为切入点,他们发现存在控股股东股权质押的公司,更倾向于将开发支出资本化,以进行正向盈余管理。Huang和Xue(2016)的研究表明存在股权质押的公司盈余平滑程度更高,并且这一现象主要体现在股权分置改革后。王雄元等(2018)研究发现,控股股东有动机利用税收规避抑制控制权转移风险,控股股东进行了股权质押的公司税收规避程度更高。李常青和幸伟(2017)则认为控股股东存在股权质押的公司披露了更多的好消息,表明控股股东可能干预上市公司的信息披露行为来提升股价。进一步地,李常青等(2018)的实证研究发现,当控股股东质押比例高于临界值时,出于“规避控制权转移风险”的动机,控股股东可能利用其控制权使上市公司持有更多的现金。廖珂等(2018)认为,控股股东股权质押的上市公司,更可能推出“高送转”的利润分配方案,回避或降低现金股利的倾向更高。

(二)关于公司扭亏的相关文献

在我国,监管机构对亏损上市公司的管制主要有特别处理、暂停上市和退市(齐祥芹和沈永建,2015)。1998年沪深证券交易所规定对连续出现两年亏损的上市公司股票交易进行特别处理(Special Treatment, ST),2001年11月30日证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》(证监发[2001]147号),规定“公司出现最近三年连续亏损的情形,证券交易所应自公司公布年度报告之日起十个工作日内作出暂停其股票上市的决定”。因此,对于亏损上市公司而言,为维持稀缺的上市资格,及时摆脱财务困境、实现扭亏为盈显得尤为重要。总结已有文献,亏损公司扭亏策略可以大致归为两类:其一是通过改善内部经营管理,增强产品的市场竞争力,提升真实盈利能力而实现扭亏为盈。例如,薛爽等(2010)探讨了管理层讨论与分析(MD&A)和亏损公司扭亏可能性之间的关系,他们发现战略性改进措施越多,下年扭亏的可能性越大。其二是通过非经常性损益粉饰报表,陈晓和戴翠玉(2004)发现关联交易和重组活动是亏损上市公司扭亏的主要手段,蒋义宏和王丽琨(2003)、魏涛等(2007)的研究也发现非经常性损益有助于帮助亏损公司扭亏为盈。另外,部分亏损公司可能运用会计手段进行盈余管理以改变亏损状况,例如陆建桥(1999)的研究结果表明,亏损公司在扭亏为盈的年份作出了能显著调增收益的操纵性应计会计处理,张昕(2008)也发现亏损公司的确会在第四季度进行盈余管理来实现扭亏为盈。相对于第一类扭亏策略,第二类扭亏策略并不能实际上帮助亏损公司长远发展,例如,魏涛等(2007)的研究就发现扭亏年度的非经常性损益越大,下一年度亏损的可能性越大。

综合来看,学者们在股权质押与亏损公司扭亏研究这两个领域都取得了较丰富的研究成果,但尚无文献结合亏损公司特征,探究控股股东股权质押对亏损公司扭亏的影响。本文尝试对这一问题进行研究,以期为现有研究提供增量的贡献。

三、理论分析与研究假设

股权分置改革后,控股股东股权质押逐渐受到国内学术界的关注(李永伟和李若山,2007;郝项超和梁琪,2009;Huang和Xue,2016)。“掏空”的观点认为,股权质押降低了控股股东掏空上市公司的成本,从而加剧了控股股东与中小股东之间的代理问题(Yeh等,2003)。根据我国《担保法》第六十八条规定:质权人有权收取质物所生的孳息。在股权质押期间,被质押股权产生的现金流权从本质上不属于控股股东,而属于拥有质押股权的债权人,发生股权质押的控股股东与上市公司的利益联合效应被弱化,而利益冲突可能被强化,并且可能催生控股股东侵占上市公司资金的行为(郝项超和梁琪,2009)。郑国坚等(2014)的研究也表明,当大股东股权被质押时,更容易对上市公司进行占款,从而对上市公司的业绩产生负面影响。但这一论点并未考虑到上市公司本身的财务状况,控股股东会权衡掏空的收益和成本,一般而言,控股股东掏空可以获得控制权私有收益,掏空的成本则是股权价值降低带来的损失,当收益大于成本时,控股股东则可能实施掏空策略,但对于存在控股股东股权质押的亏损公司而言,由于需要遵循严格的退市制度,上市公司连续亏损两年将作退市风险警示处理,连续亏损三年将暂停上市,连续亏损四年将终止上市,若控股股东继续掏空所带来业绩的下滑可能导致上市公司继续亏损,这就意味着控股股东实施掏空策略将使得上市公司处于警示处理、暂停上市甚至终止上市的境地,这势必对公司股价造成重挫。当股权价值下降时,控股股东也无法仅仅通过变卖价值小于主债务金额的质物而实现债务清偿,控股股东仍对未足额清偿的债务负有清偿责任(廖珂等,2018)。这种情况下,控股股东掏空上市公司的成本很可能是控制权的丧失,并且仍需要偿

还未足额清偿的债务, 控股股东的最优策略应当是(至少在短期内)选择“支持”亏损上市公司, 增加公司利润。Friedman等(2003)也指出, 在投资者保护较弱的市场中, 当公司面临困境时, 控股股东可能会采取“支持”的策略, 本文认为当存在股权质押时, 控股股东更有动机且有能力帮助亏损公司扭亏为盈。

就扭亏动机而言, 在股权质押后, 如果控股股东仍采取“攫取”策略加大对上市公司的掏空, 这种情况下亏损公司无疑将雪上加霜, 很可能陷入持续亏损的境地。持续亏损对于上市公司显然是一个“坏消息”, 一方面, 意味着一旦亏损公司未能成功扭亏, 股价很可能会大幅下跌。一般而言, 在股权质押过程中, 质权人一般会按照质押基准股价的一定比例设定预警线和平仓线^①, 一旦质押的股票跌至警戒线, 质权方就会要求追加质押股票或者现金补仓, 如果追加的股份或资金不足, 且股票价格跌破平仓线, 质押股票将存在被强制平仓的风险, 平仓则可能导致公司实际控制权发生变更。此外, 《物权法》第二百二十一条规定“质押财产折价或者拍卖、变卖后, 其价款超过债权数额的部分归出质人所有, 不足部分由债务人清偿”。显而易见, 控股股东会积极采取措施避免被平仓的风险。因此, 亏损公司控股股东在股权质押后为避免股价跌至平仓线, 有动机帮助亏损公司摆脱困境, 实现扭亏为盈。另一方面, 如果亏损公司成功实现扭亏为盈, 这无疑向市场释放了“利好”消息, 在短期内能起到提振股票价格的效果, 也有利于继续通过质押股权的方式融资。

就控股股东的扭亏能力而言, 控股股东在进行股权质押后, 在没有被平仓的情况下, 控股股东的控制权保持不变, 仍然能够依据其所持股份的投票权来参与上市公司的经营活动和管理公司事务。具体来讲, 控股股东可能会通过以下两种方式来提高亏损上市公司业绩, 以防止股价大幅下跌。

其一, 中国资本市场并不发达, 公司可选择的融资工具并不多, 尤其对于亏损上市公司而言, 较差的业绩表现使得它们很难直接通过银行等金融机构获得贷款, 也很难通过配股、增发等权益融资方式获取资金, 这种情况下, 股权质押融资的优势得到了凸显。首先, 在不被平仓的情况下, 股权质押融资不会改变控股股东对上市公司的控制权; 其次, 股权质押具有限制条件少、融资便捷的特点。控股股东愿意并且能够较容易地通过质押股权的方式融入资金, 对其控制的亏损公司提供支持, 从而有利于缓解亏损公司资金不足问题, 增强把握投资机会的能力, 改善运营状况。

其二, 已有文献表明控股股东可能会通过操纵盈余的方式影响股价(蔡宁和魏明海, 2009), 在股权质押后, 控股股东可以利用其控制力干预管理层盈余信息披露, 进而影响股价。Huang和Xue(2016)研究发现股权质押显著增加了公司的盈余平滑程度; 谢德仁等(2017)发现开发支出资本化可以帮助质押了股权的控股股东进行市值管理。特别地, 对于亏损公司, 盈余管理常作为扭亏的手段(张昕, 2008), 存在控股股东股权质押的亏损公司, 为避免控制权转移风险, 更可能通过盈余管理的方式达到扭亏的目的, 高兰芬(2002)的研究也认为当公司处于亏损状态时, 公司股价较容易出现下跌压力, 股权质押可能会促使管理层进行盈余管理, 从而降低财务报告的可信度。

综上所述, 本文认为亏损公司控股股东在股权质押后, 为避免持续亏损造成的股价下跌, 以及进而可能引发的控制权转移风险, 一方面, 控股股东可能通过对上市公司提供支持以真实地改善经营业绩, 帮助其摆脱财务困境; 另一方面, 控股股东也可能通过干预管理层粉饰报表

^①不同于其他质押物, 股权质押高度依赖于股价, 由于股票价格波动较大, 质权人为控制风险会在股权质押业务合同中设定预警线和平仓线。一般而言, 主板的预警线是150%, 平仓线为130%。

的方式短期内实现扭亏。基于以上分析,本文提出假设H1:

假设H1: 存在控股股东股权质押的亏损公司扭亏为盈的概率更大。

一般而言,存在股权质押的控股股东更多的是通过为公司提供资金支持和干预管理层决策两种方式来帮助亏损公司扭亏。从扭亏的及时性和效果来看,前者主要是寄希望于通过资金的注入能够弥补亏损上市公司现金流的不足,从而恢复正常的业务经营,以实现扭亏为盈;后者主要是通过盈余操纵的方式达到扭亏的目的。这两种方式都需要亏损公司通过自身的经营或盈余管理才能实现扭亏,但最终能否顺利实现扭亏还依赖于公司对控股股东通过股权质押注入资金的使用情况以及盈余管理的程度。而结合中国特殊制度背景,根据退市制度的规定,公司出现最近三年连续亏损的情形,证券交易所应自公司公布年度报告之日起十个工作日内作出暂停其股票上市的决定。因此,如果公司处于连续亏损状态(样本当期至少是连续两年亏损),若下期仍未能扭亏为盈则可能被暂停上市,甚至强制退市,而现阶段公司IPO需要经过严格的审核程序,“壳”资源仍是宝贵的资源。对于政府而言,上市公司往往是一个地区经济发展的支柱,它们承担着地区就业、财政税收以及提供公共产品等社会责任,一旦这些公司出现连续亏损甚至退市,会给当地的社会经济造成巨大的负面影响,同时也会影响到地方官员自身的政绩及晋升。因此,对于连续亏损的上市公司,地方政府通常会主动给予财政补助,从而帮助其及时扭亏保壳。此时,与非连续亏损公司相比,连续亏损的公司更加依赖于政府补助等外部力量扭亏,控股股东股权质押的扭亏效应将被政府补助扭亏部分替代,使得控股股东股权质押对亏损公司扭亏的边际影响被削弱。由此,本文提出假设H2:

假设H2: 与非连续亏损公司相比,控股股东股权质押对连续亏损公司扭亏的影响更弱。

公司所有权与经营权的分离,导致作为所有者的股东和经营者的高管都有自身的目标函数,并追求各自效用的最大化(李维安和李汉军,2006)。Jensen和Meckling(1976)也指出,由于经理人与股东之间存在信息不对称,经理人可能并不按照股东财富最大化的原则经营公司,而是努力谋取自身私有收益,例如增加在职消费、构建经理帝国等,导致股东利益受损。股权激励作为现代公司治理机制的重要内容,是解决管理者与股东利益冲突的最直接方式,它能促进管理者与股东利益趋于一致,并产生协同效应(Ang等,2000;Morck等,2005)。在高管持有公司股份的情况下,若亏损上市公司不能及时扭亏,资本市场将对此作出负面反应,股价很可能持续下跌,高管自身财富也将缩水,因此,持股的高管和质押了股权的控股股东有着共同的动机扭亏,大股东与管理层之间的信息不对称问题也会得到缓解,公司高管会更加遵从控股股东的意愿进行决策。反之,当公司高管与控股股东存在不同的利益诉求甚至产生利益冲突时,由于管理者掌握着公司经营的私有信息,因此,这种情况下控股股东的意志将很难得到有效执行。鉴于此,本文推断控股股东股权质押对扭亏的影响在高管持股的亏损公司会更明显。基于以上分析,本文提出假设H3:

假设H3: 在高管持股的亏损公司中,控股股东股权质押对公司扭亏的影响将增强。

根据以上研究假设,本文的分析框架如图1所示。首先,对于亏损公司而言,存在股权质押的控股股东为避免持续亏损带来的股价下跌压力,有动机使公司扭亏为盈。其次,在不被平仓的情况下,股权质押不会削弱控股股东的控制权,其仍有能力参与到公司的经营以及各项决策中。一方面,控股股东可能为上市公司提供支持,通过改善真实业绩的方式实现扭亏(路径1);另一方面,控股股东也可能通过干预管理层粉饰财务报表的方式来实现扭亏(路径2)。最后,我们还考察了亏损状态、高管持股对股权质押与扭亏之间关系的调节效应。

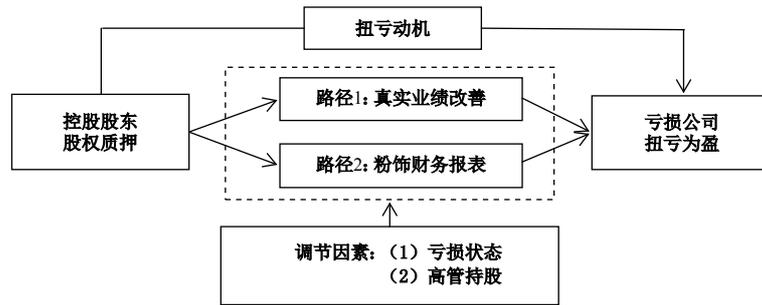


图1 分析框架

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到2008年金融危机的影响,本文选择2009–2014年沪深A股亏损上市公司为研究样本,检验在亏损后的t+1期控股股东股权质押对公司扭亏的影响,在剔除金融、保险类以及相关数据缺失的样本后,最终共得到797个亏损公司—年度观测值。本文所使用的数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,对于控股股东股权质押数据,本文根据CSMAR数据库提供的控股股东名称匹配得到。此外,为减弱极端值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%的缩尾(winsorize)处理。

(二) 变量定义与模型设计

1. 变量定义

(1)被解释变量。本文的被解释变量为亏损公司扭亏(*Reverse*),该变量是虚拟变量,当亏损下期净利润大于0时,则*Reverse*=1,表示该亏损公司成功实现扭亏为盈,若净利润小于0,则*Reverse*=0,表示该公司在亏损下期未能扭亏。

(2)解释变量。本文的主要解释变量为股权质押,参考郑国坚等(2014)的研究,采用控股股东在亏损下期是否发生股权质押(*Pledge*)和质押股权占控股股东持股数量之比(*Pledgeratio*)来衡量。

(3)调节变量。根据研究假设H2和H3,本文设置了两个调节变量。其一,是否连亏(*Lk*),若公司在亏损上一期净利润小于0,则*Lk*=1,否则*Lk*=0;其二,高管持股(*Msh*),若公司高管持有公司股份,则*Msh*=1,否则*Msh*=0。

(4)控制变量。为控制其他因素的影响,参考现有文献(Joos和Plesko, 2005; 薛爽等, 2010),本文在模型中还纳入了如下的控制变量:总资产周转率(*Assetturn*)、公司规模(*Size*)、资产负债率(*Debt*)、盈利能力(*Roa*)、现金流量(*Cfo*)、成长性(*Growth*)、产权性质(*Soe*)、审计意见(*Aq*)、董事会规模(*Board*)、独董比例(*Indep*)、股权集中度(*Topshare*),以及年度(*Year*)、行业(*Industry*)虚拟变量。各变量的具体定义如表1所示。

表1 变量定义

类型	变量代码	变量定义
被解释变量	<i>Reverse</i>	虚拟变量,若公司在亏损下一期净利润大于0,则赋值为1,否则为0
解释变量	<i>Pledge</i>	虚拟变量,若公司亏损下一期期末控股股东存在股权质押,则赋值为1,否则为0 公司亏损下一期期末控股股东累计质押股数占该股东持有股数的比值
	<i>Pledgeratio</i>	

续表 1 变量定义

类型	变量代码	变量定义
调节变量	<i>Lk</i>	虚拟变量,若公司在亏损上一期净利润小于0,则赋值为1,否则为0
	<i>Msh</i>	虚拟变量,若公司高管持有公司股份则赋值为1,否则为0
控制变量	<i>Assetturn</i>	资产周转率,营业收入与资产总额期末余额的比值
	<i>Size</i>	公司规模,公司总资产的自然对数
	<i>Debt</i>	资产负债率,公司总负债与总资产的比值
	<i>Roa</i>	盈利能力,公司净利润与总资产的比值
	<i>Cfo</i>	现金流量,经营活动所产生的现金流量净额与总资产的比值
	<i>Growth</i>	成长性,采用公司主营业务收入增长率表示
	<i>Soe</i>	产权性质,为虚拟变量,若是国有公司赋值为1,否则为0
	<i>Aq</i>	审计意见,为虚拟变量,若亏损当年的审计报告是非标准无保留意见,则赋值为1,否则为0
	<i>Board</i>	董事会规模,采用董事会人数的自然对数表示
	<i>Indep</i>	独董比例,公司独立董事人数占董事会人数的比值
	<i>Topshare</i>	股权集中度,控股股东持股数量与公司总股数的比值

2. 模型设计

为检验控股股东股权质押对亏损公司扭亏的影响(H1),本文构建了如下的Logit模型:

$$\begin{aligned} Reverse = & \alpha_0 + \alpha_1 Pledge(Pledgeratio) + \alpha_2 Assetturn + \alpha_3 Size + \alpha_4 Debt + \alpha_5 Roa \\ & + \alpha_6 Cfo + \alpha_7 Growth + \alpha_8 Soe + \alpha_9 Aq + \alpha_{10} Board + \alpha_{11} Indep \\ & + \alpha_{12} Topshare + \sum \alpha_i Year + \sum \alpha_j Industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

根据前文的研究假设H1,本文预期 $\alpha_1 > 0$,且通过统计检验。

为检验研究假设H2,本文构建了模型(2),在模型中,我们加入了股权质押与是否连亏的交互项($Pledge \times Lk$, $Pledgeratio \times Lk$),预期 $\beta_2 < 0$ 且通过检验。

$$\begin{aligned} Reverse = & \beta_0 + \beta_1 Pledge(Pledgeratio) + \beta_2 Pledge(Pledgeratio) \times Lk + \beta_3 Lk \\ & + \beta_4 Assetturn + \beta_5 Size + \beta_6 Debt + \beta_7 Roa + \beta_8 Cfo + \beta_9 Growth \\ & + \beta_{10} Soe + \beta_{11} Aq + \beta_{12} Board + \beta_{13} Indep + \beta_{14} Topshare \\ & + \sum \beta_i Year + \sum \beta_j Industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

为检验假设H3,在模型(3)中,本文纳入了股权质押与高管持股的交互项($Pledge \times Msh$, $Pledgeratio \times Msh$),预期 $\gamma_2 > 0$ 且通过检验。

$$\begin{aligned} Reverse = & \gamma_0 + \gamma_1 Pledge(Pledgeratio) + \gamma_2 Pledge(Pledgeratio) \times Msh + \gamma_3 Msh \\ & + \gamma_4 Assetturn + \gamma_5 Size + \gamma_6 Debt + \gamma_7 Roa + \gamma_8 Cfo + \gamma_9 Growth \\ & + \gamma_{10} Soe + \gamma_{11} Aq + \gamma_{12} Board + \gamma_{13} Indep + \gamma_{14} Topshare \\ & + \sum \gamma_i Year + \sum \gamma_j Industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

五、实证结果

(一) 描述性统计和组间差异检验

表2的描述性统计结果显示Reverse的均值为0.715,即71.5%的亏损公司在下期成功实现扭亏为盈。就平均值而言,存在控股股东股权质押的观测值占到样本总量的45.5%,质押股数占其持有股数的比值为31.1%,这两个值远大于郑国坚等(2014)统计的31.2%和19.8%,表明控股股东股权质押对于亏损公司而言是一个较为普遍的现象,也说明本文以亏损公司为研究对象具有重要的现实意义。表3报告了组间差异检验的结果,按照是否进行股权质押将全样本分为质

押组和非质押组,可以发现在非质押组, *Reverse*的均值为0.680,比质押组小了0.078 (*Reverse*的均值为0.758),并且通过5%水平的统计检验。

表2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Reverse</i>	797	0.715	0.452	0.000	1.000	1.000
<i>Pledge</i>	797	0.455	0.498	0.000	0.000	1.000
<i>Pledgeratio</i>	797	0.311	0.397	0.000	0.000	1.000
<i>Lk</i>	797	0.270	0.444	0.000	0.000	1.000
<i>Msh</i>	797	0.243	0.429	0.000	0.000	1.000
<i>Assetturn</i>	797	0.579	0.481	0.016	0.455	2.778
<i>Size</i>	797	21.443	1.403	17.749	21.347	25.400
<i>Debt</i>	797	0.691	0.466	0.086	0.645	3.930
<i>Roa</i>	797	-0.098	0.156	-1.094	-0.052	-0.001
<i>Cfo</i>	797	0.002	0.077	-0.262	0.006	0.214
<i>Growth</i>	797	0.423	1.592	-1.245	0.090	11.408
<i>Soe</i>	797	0.565	0.496	0.000	1.000	1.000
<i>Aq</i>	797	0.230	0.421	0.000	0.000	1.000
<i>Board</i>	797	2.164	0.192	1.609	2.197	2.708
<i>Indep</i>	797	0.369	0.051	0.333	0.333	0.556
<i>Topshare</i>	797	0.320	0.144	0.081	0.298	0.700

表3 组间差异检验

变量	非质押组	均值	质押组	均值	差异
<i>Reverse</i>	434	0.680	363	0.758	-0.078**
<i>Assetturn</i>	434	0.620	363	0.531	0.088***
<i>Size</i>	434	21.515	363	21.357	0.158
<i>Debt</i>	434	0.728	363	0.646	0.083**
<i>Roa</i>	434	-0.111	363	-0.084	-0.027**
<i>Cfo</i>	434	0.002	363	0.001	0.002
<i>Growth</i>	434	0.410	363	0.439	-0.029
<i>Soe</i>	434	0.744	363	0.350	0.394***
<i>Aq</i>	434	0.270	363	0.182	0.088***
<i>Board</i>	434	2.185	363	2.140	0.045***
<i>Indep</i>	434	0.365	363	0.374	-0.009**
<i>Topshare</i>	434	0.335	363	0.303	0.032***

(二) 回归结果

本文首先采用模型(1)检验了控股股东股权质押对亏损公司扭亏的影响,回归结果报告于表4中,第(1)列和第(3)列只控制了行业和年度效应, *Pledge*、*Pledgeratio*的估计系数分别为0.476和0.692,且均在1%的水平上显著。进一步地,纳入其他公司特征控制变量,第(2)列和第(4)列的结果显示, *Pledge*的估计系数为0.423,在5%的水平上显著,通过计算得到边际效应为0.080,说明相对于不存在控股股东股权质押的公司,存在控股股东股权质押的公司扭亏概率高了8%;股权质押比率*Pledgeratio*的估计系数为0.717,且在1%的水平上显著,通过计算得到边际效应为0.136,说明*Pledgeratio*每增加一个单位,扭亏概率将增加13.6%。以上结果支持了假设

H1的预期,即控股股东的股权质押提高了亏损公司扭亏为盈的概率,其原因在于股权质押可能带来控制权转移风险,为避免持续亏损带来的股价下跌压力,进行了股权质押的控股股东既可以通过为上市公司提供帮助,真实地改善其经营业绩而扭亏,也可以通过干预管理层以报表粉饰的方式来实现扭亏为盈。

表 4 控股股东股权质押与亏损公司扭亏概率

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Reverse</i>	<i>Reverse</i>	<i>Reverse</i>	<i>Reverse</i>
<i>Pledge</i>	0.476*** (0.169)	0.423** (0.190)	0.692*** (0.219)	0.717*** (0.251)
<i>Pledgeratio</i>				0.372* (0.190)
<i>Assetturn</i>		0.369* (0.192)		-0.196** (0.080)
<i>Size</i>		-0.187** (0.080)		-0.378* (0.196)
<i>Debt</i>		-0.384** (0.195)		-1.041 (0.746)
<i>Roa</i>		-1.038 (0.745)		1.592 (1.075)
<i>Cfo</i>		1.510 (1.074)		-0.057 (0.052)
<i>Growth</i>		-0.050 (0.050)		-0.081 (0.207)
<i>Soe</i>		-0.189 (0.201)		-0.288 (0.226)
<i>Aq</i>		-0.275 (0.225)		1.286** (0.543)
<i>Board</i>		1.269** (0.541)		2.922 (1.876)
<i>Indep</i>		3.171* (1.869)		0.883 (0.637)
<i>Topshare</i>		0.784 (0.636)		1.264 (1.977)
_cons	1.267*** (0.443)	1.108 (1.971)	1.300*** (0.440)	
Year fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Chi2	28.536	48.075	30.230	52.080
Pseudo R ²	0.032	0.057	0.034	0.060
Obs.	797	797	797	797

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;括号中为稳健标准误差。下同。

在控制变量方面,资产周转率(*Assetturn*)的估计系数分别为0.369、0.372,均在10%的水平上显著,说明资产质量越好,公司扭亏概率越大,这和薛爽等(2010)的研究结论一致;公司规模(*Size*)的估计系数分别为-0.187、-0.196,均在5%的水平上显著,说明规模较大公司扭亏概率更小;资产负债率(*Debt*)的估计系数分别为-0.384、-0.378,分别在5%和10%的水平上通过统计检验,表明债务比率越高,公司扭亏概率越小。此外,在公司治理方面,董事会规模(*Board*)的估计系数分别为1.269、1.286,均在5%的水平上显著,说明董事会规模越大,公司扭亏概率越大。

为考察控股股东股权质押对公司扭亏的影响是否会因亏损状态而有所差异,本文采用模型(2)对这一问题进行了检验,结果如表5的第(1)列和第(2)列所示,*Pledge*×*Lk*的估计系数为-0.677,在10%的水平上显著,*Pledgeratio*×*Lk*估计系数为-1.176,在5%的水平上显著,表明相对于连续亏损公司,控股股东股权质押对非连续亏损公司扭亏的作用更大,原因在于连续亏损的公司为避免退市危机,可能更加依赖于政府补助等外部力量扭亏,使得控股股东股权质押对亏损公司扭亏的边际影响被削弱,这支持了假设H2的预期。本文采用模型(3)检验了高管持股对控股股东股权质押与公司扭亏之间关系的影响,由表5第(3)列和第(4)列可以发现,*Pledge*×*Msh*的估计系数为0.836,在5%的水平上通过统计检验,*Pledgeratio*×*Msh*的估计系数为1.397,在1%的

水平上显著,说明高管持股增强了控股股东股权质押对亏损公司扭亏的作用,原因在于持股的高管和质押了股权的控股股东一样,也有避免持续亏损带来的股价下跌压力的动机,因此,持股的高管会更加遵从控股股东的意愿进行决策,这种情况下控股股东的意志会更容易得到有效执行,这支持了研究假设H3的预期。

表5 是否连亏、高管持股对控股股东股权质押与扭亏之间关系的影响

	(1) <i>Reverse</i>	(2) <i>Reverse</i>	(3) <i>Reverse</i>	(4) <i>Reverse</i>
<i>Pledge</i>	0.420 ^{**} (0.189)		0.455 ^{**} (0.192)	
<i>Pledgeratio</i>		0.718 ^{***} (0.250)		0.738 ^{***} (0.252)
<i>Pledge</i> × <i>Lk</i>	-0.677 [*] (0.379)			
<i>Pledgeratio</i> × <i>Lk</i>		-1.176 ^{**} (0.481)		
<i>Pledge</i> × <i>Msh</i>			0.836 ^{**} (0.421)	
<i>Pledgeratio</i> × <i>Msh</i>				1.397 ^{***} (0.541)
<i>Lk</i>	0.296(0.204)	0.281(0.204)		
<i>Msh</i>			-0.149(0.215)	-0.120(0.209)
<i>Assetturn</i>	0.357 [*] (0.191)	0.359 [*] (0.189)	0.378 [*] (0.193)	0.384 ^{**} (0.190)
<i>Size</i>	-0.185 ^{**} (0.081)	-0.192 ^{**} (0.081)	-0.175 ^{**} (0.079)	-0.184 ^{**} (0.079)
<i>Debt</i>	-0.421 ^{**} (0.193)	-0.403 ^{**} (0.193)	-0.374 [*] (0.196)	-0.367 [*] (0.196)
<i>Roa</i>	-0.888(0.765)	-0.837(0.765)	-1.036(0.748)	-1.025(0.751)
<i>Cfo</i>	1.452(1.086)	1.526(1.091)	1.597(1.069)	1.740(1.080)
<i>Growth</i>	-0.048(0.050)	-0.054(0.051)	-0.048(0.050)	-0.050(0.051)
<i>Soe</i>	-0.204(0.204)	-0.090(0.209)	-0.181(0.202)	-0.072(0.207)
<i>Aq</i>	-0.358(0.230)	-0.365(0.231)	-0.271(0.227)	-0.292(0.229)
<i>Board</i>	1.323 ^{**} (0.549)	1.330 ^{**} (0.553)	1.214 ^{**} (0.539)	1.196 ^{**} (0.540)
<i>Indep</i>	3.030(1.897)	2.735(1.899)	2.933(1.877)	2.585(1.874)
<i>Topshare</i>	0.853(0.645)	0.950(0.648)	0.734(0.639)	0.803(0.642)
<i>_cons</i>	1.230(2.000)	1.424(2.006)	1.243(1.968)	1.563(1.969)
Year fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Chi2	53.552	59.396	51.761	57.021
Pseudo R ²	0.063	0.069	0.061	0.067
Obs.	797	797	797	797

(三)稳健性检验

为保证研究结论的可靠性,本文进行了如下的稳健性测试:(1)倾向得分匹配方法(PSM)。为减弱样本选择偏误对研究结论造成的影响,本文采用PSM配对方法来缓解此问题。参考谢德仁等(2016)的研究,将盈利能力、年度股票回报率、公司规模、资产负债率、成长性、产权性质以及行业和年度作为特征变量,采用最近邻匹配并按照1:1的比例为质押样本选择非质押样本作为对照组,总共获得了526个有效样本。PSM配对后的检验结果列示于表6的第(1)列和第(2)列,*Pledge*和*Pledgeratio*的估计系数分别为0.628、0.941,且均在1%的水平上显著,本文的主要结论未发生改变。(2)替换变量。本文采用控股股东股权质押股数占上市公司总股数的比例(*Pledgeratio1*)来衡量股权质押,表6第(3)列的结果显示,*Pledgeratio1*的估计系数为2.759,且在1%的水平上显著,前文结论未发生实质性改变。(3)双重聚类调整。为控制异方差和序列相关

问题,本文按照Petersen(2009)的方法,在公司和年度层面对标准误进行双重聚类调整, *Pledge*的估计系数为0.423, *Pledgeratio*的估计系数为0.717,均在1%的水平上显著,研究结论依然稳健。

表6 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Reverse</i>	<i>Reverse</i>	<i>Reverse</i>	<i>Reverse</i>	<i>Reverse</i>
	PSM配对样本		替换变量	双重聚类调整	
<i>Pledge</i>	0.628*** (0.230)			0.423*** (0.031)	
<i>Pledgeratio</i>		0.941*** (0.284)			0.717*** (0.116)
<i>Pledgeratio1</i>			2.759*** (0.865)		
<i>Assetturn</i>	0.723** (0.287)	0.725*** (0.281)	0.391** (0.191)	0.369** (0.169)	0.372** (0.167)
<i>Size</i>	-0.143 (0.112)	-0.159 (0.113)	-0.195** (0.081)	-0.187* (0.099)	-0.196** (0.098)
<i>Debt</i>	-0.334 (0.284)	-0.338 (0.285)	-0.396** (0.195)	-0.384 (0.296)	-0.378 (0.301)
<i>Roa</i>	-0.778 (0.839)	-0.783 (0.847)	-1.058 (0.752)	-1.038* (0.599)	-1.041* (0.626)
<i>Cfo</i>	1.148 (1.341)	1.328 (1.340)	1.528 (1.075)	1.510** (0.749)	1.592** (0.720)
<i>Growth</i>	-0.099 (0.063)	-0.110* (0.064)	-0.057 (0.051)	-0.050* (0.026)	-0.057** (0.027)
<i>Soe</i>	-0.261 (0.245)	-0.086 (0.255)	-0.062 (0.207)	-0.189** (0.087)	-0.081 (0.093)
<i>Aq</i>	-0.016 (0.287)	-0.054 (0.289)	-0.301 (0.227)	-0.275* (0.143)	-0.288* (0.148)
<i>Board</i>	0.412 (0.721)	0.395 (0.724)	1.291** (0.542)	1.269** (0.496)	1.286*** (0.487)
<i>Indep</i>	2.375 (2.362)	1.885 (2.376)	2.988 (1.887)	3.171*** (0.941)	2.922*** (0.917)
<i>Topshare</i>	0.612 (0.800)	0.804 (0.804)	0.342 (0.643)	0.784 (0.585)	0.883 (0.572)
<i>_cons</i>	2.497 (2.736)	2.953 (2.763)	1.379 (1.980)	1.108 (1.844)	1.264 (1.899)
Year fe	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fe	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Chi2	43.249	48.093	54.059	48.080	52.080
Pseudo R ²	0.079	0.084	0.062	0.056 8	0.059 8
Obs.	526	526	797	797	797

六、进一步的检验

(一) 控股股东股权质押与财务报表粉饰

亏损公司控股股东在股权质押后,为避免持续亏损造成的股价下跌,因此,他们会积极帮助亏损公司实现扭亏为盈。一方面,控股股东可能通过对上市公司提供支持以真实地改善经营业绩;另一方面,控股股东也可能干预管理层通过粉饰报表的方式短期内实现扭亏。在这一部分,我们将检验存在控股股东股权质押的亏损公司是否会通过粉饰财务报表的方式达到扭亏为盈的目的。具体而言,本文从以下两个角度进行检验:其一,借鉴蒋大富和熊剑(2012)的研究,采用异常非经常性损益比重(*Adj_fer*)来衡量报表粉饰程度(非经常性损益比重=非经常性损益/(|非经常性损益|+扣除非经常性损益的净利润)),异常非经常性损益采用行业中位数进行调整;其二,我们采用企业报告微利(*Small_profit*)的概率来表示企业是否进行粉饰报表的行为,借鉴张子余和张天西(2012)的定义方式,如果亏损企业在亏损下期的资产收益率(ROA)大于0且小于1%,则*Small_profit*=1,否则*Small_profit*=0。

检验结果如表7所示,第(1)列和第(2)列中被解释变量是异常非经常性损益比重(*Adj_fer*),*Pledge*和*Pledgeratio*的估计系数分别为0.050、0.078,且均在5%的水平上显著,说明存在控股股东股权质押以及质押比例越高的亏损公司,通过非经常性损益将净利润向正方向调整的幅度越

大;第(3)列和第(4)列中被解释变量是 $Small_profit$,由于该变量是虚拟变量,因此采用的是Logit模型,结果显示, $Pledge$ 的估计系数为0.386,在5%的水平上显著,边际效应为0.072,表明相对于控股股东不存在股权质押的亏损公司,存在质押的公司报告微利的概率高了7.2%, $Pledgetatio$ 的估计系数为0.515,同样也在5%的水平上显著,边际效应为0.097,表明控股股东股权质押比例每增加一个单位,公司在亏损下期报告微利的概率将增加9.7%。总体上,我们发现股权质押可能会促使控股股东采取粉饰报表的方式实现扭亏为盈。

表7 控股股东股权质押与财务报表粉饰

	(1) Adj_fer	(2) Adj_fer	(3) $Small_profit$	(4) $Small_profit$
$Pledge$	0.050**(0.025)		0.386**(0.185)	
$Pledgeratio$		0.078**(0.034)		0.515**(0.253)
$Assetturn$	-0.012(0.025)	-0.012(0.025)	-0.268(0.193)	-0.269(0.194)
$Size$	0.017(0.011)	0.016(0.011)	0.319*** (0.082)	0.314*** (0.082)
$Debt$	0.050(0.033)	0.051(0.033)	-0.576*(0.298)	-0.573*(0.297)
Roa	-0.190*(0.097)	-0.189*(0.098)	-0.022(0.786)	0.030(0.795)
Cfo	-0.190(0.152)	-0.182(0.151)	-1.870(1.141)	-1.820(1.141)
$Growth$	-0.006(0.008)	-0.007(0.008)	-0.102(0.086)	-0.108(0.087)
Soe	0.051*(0.027)	0.062**(0.028)	0.253(0.208)	0.313(0.222)
Aq	-0.040(0.034)	-0.041(0.034)	-0.526**(0.250)	-0.545**(0.249)
$Board$	0.080(0.069)	0.082(0.069)	0.309(0.535)	0.323(0.535)
$Indep$	0.604**(0.240)	0.581**(0.243)	2.018(1.804)	1.882(1.805)
$Topshare$	-0.222**(0.090)	-0.210**(0.091)	0.592(0.654)	0.665(0.658)
$_cons$	-0.861*** (0.270)	-0.845*** (0.270)	-9.319*** (2.078)	-9.196*** (2.074)
Year fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fe	Yes	Yes	Yes	Yes
F	3.919	3.950		
Pseudo R ²			0.102	0.101
Adj R ²	0.092	0.094		
Chi2			90.213	89.140
Obs.	797	797	796	796

注:由于t+1期的ROA存在缺失值,故在第(3)列和第(4)列中的样本量为796个。

(二) 控股股东股权质押与扭亏持续性

根据前文的结论,存在股权质押的控股股东很可能通过粉饰财务报表的方式来帮助亏损公司实现扭亏为盈,那么,这对于亏损公司的长远发展是否具有影响呢?鉴于此,本文尝试从亏损上市公司的扭亏持续性这个角度加以检验,以正确认识控股股东股权质押对亏损公司的影响。在这一部分,我们构建了模型(4):

$$\begin{aligned}
 Conloss = & \eta_0 + \eta_1 Pledge(Pledgeratio) + \eta_2 Assetturn + \eta_3 Size + \eta_4 Debt + \eta_5 Roa \\
 & + \eta_6 Cfo + \eta_7 Growth + \eta_8 Soe + \eta_9 Aq + \eta_{10} Board + \eta_{11} Indep \\
 & + \eta_{12} Topshare + \sum \eta_i Year + \sum \eta_j Industry + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (4)$$

模型(4)为Logit模型(样本区间为2009–2013,观测范围为2011–2015),我们着重关注扭亏公司在扭亏下期是否再次发生亏损,被解释变量为 $Conloss$,若扭亏公司在扭亏下期净利润小于0,则取值为1,否则为0。检验结果如表8所示, $Pledge$ 的估计系数为0.833,在1%的水平上显著,通过

计算其边际效应为0.169,说明相对于控股股东不存在股权质押的扭亏公司,存在质押的扭亏公司再次亏损的概率提高了16.9%; *Pledgeratio*的估计系数为1.482,在1%的水平上显著,通过计算其边际效应为0.295,说明随着控股股东股权质押比例每增加一个单位,扭亏公司再次亏损的概率将增加29.5%。以上检验结果表明,控股股东股权质押降低了扭亏公司的扭亏持续性,这主要是因为存在控股股东股权质押的亏损公司更可能是通过粉饰报表的方式实现短期扭亏,而不是真实业绩的改善,使得其扭亏持续性较低。

表8 控股股东股权质押与扭亏公司是否再亏

	(1) <i>Conloss</i>	(2) <i>Conloss</i>
<i>Pledge</i>	0.833 ^{***} (0.247)	
<i>Pledgeratio</i>		1.482 ^{***} (0.352)
<i>Assetturn</i>	-0.480 [*] (0.270)	-0.460 [*] (0.275)
<i>Size</i>	0.029(0.104)	0.008(0.104)
<i>Debt</i>	0.095(0.244)	0.112(0.235)
<i>Roa</i>	0.019(0.859)	0.101(0.858)
<i>Cfo</i>	-2.828 ^{**} (1.428)	-2.863 ^{**} (1.440)
<i>Growth</i>	-0.011(0.081)	-0.026(0.088)
<i>Soe</i>	0.863 ^{***} (0.272)	1.156 ^{***} (0.309)
<i>Aq</i>	0.632 ^{**} (0.296)	0.635 ^{**} (0.300)
<i>Board</i>	0.825(0.731)	0.971(0.726)
<i>Indep</i>	2.545(2.479)	2.523(2.527)
<i>Topshare</i>	-1.320(0.860)	-0.969(0.855)
<i>_cons</i>	-3.438(2.515)	-3.591(2.475)
Year fe	Yes	Yes
Industry fe	Yes	Yes
Chi2	51.209	52.961
Pseudo R ²	0.098	0.114
Obs.	459	459

七、研究结论与启示

控股股东股权质押成为资本市场的普遍现象,其所带来的经济后果也得到了广泛关注,而鲜有研究探讨亏损公司控股股东的股权质押行为。本文以2009-2014年发生亏损的A股上市公司为研究对象,结合亏损上市公司的特征,分析和检验了控股股东股权质押对上市公司在亏损以后扭亏概率的影响。结果表明:存在控股股东股权质押或股权质押比例越高的亏损公司,扭亏为盈的概率越大。考虑到亏损状态与高管持股的调节效应,本文发现股权质押对扭亏概率的影响主要体现在非连续亏损公司以及高管持有股份的公司。此外,本文还发现控股股东股权质押提高了亏损公司下期的异常非经常性损益水平以及报告微利的概率。最后,针对已扭亏公司的检验表明,控股股东股权质押增加了扭亏公司再次亏损的概率。

相对于其他融资方式,股权质押由于其诸多的便利性,有利于解决企业融资难的问题,对资本市场发展具有重要意义,但其带来的经济后果也不容忽视。本文的研究结果意味着,为避免持续亏损导致股价大幅下跌而将风险传导至被质押的股权,最终导致控股股东控制权发生

转移,存在股权质押的控股股东会竭力帮助亏损上市公司扭亏为盈,但本文也发现股权质押提高了亏损公司的异常非经常性损益以及报告微利的概率,说明控股股东很可能是通过报表粉饰的方式帮助亏损企业短期内实现扭亏为盈,而不是真实地改善亏损企业的经营状况,实质上并没有促进亏损企业长远发展。因此,本文相应的启示意义是:对于监管者而言,应加强金融监管,做好股权质押业务的风险管理,当股权质押的上市公司股价突破预警线甚至触及平仓线时,鼓励对有发展前景但暂时陷入经营困境的公司进行支援,以缓解控制权转移压力,从而避免控股股东采取短期主义的策略而有损公司的长远发展;对于控股股东而言,应当合理使用由股权质押所获得的资金,将资金用于帮助亏损公司改善经营状况,提高其核心竞争力,真正帮助其实现扭亏为盈;对于投资者而言,应重点关注存在控股股东股权质押的亏损公司粉饰财务报表的行为,识别出亏损公司扭亏是源于真实业绩的改善,还是对财务报表的粉饰,综合评估亏损公司的基本面信息,从而作出合理的投资决策。

主要参考文献:

- [1] 蔡宁,魏明海. “大小非”减持中的盈余管理[J]. 审计研究, 2009, (2).
- [2] 陈晓,戴翠玉. A股亏损公司的盈余管理行为与手段研究[J]. 中国会计评论, 2004, (2).
- [3] 高兰芬. 董监事股权质押之代理问题对会计资讯与公司绩效之影响[D]. 中国台南: 国立成功大学, 2002.
- [4] 郝项超,梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么?[J]. 会计研究, 2009, (7).
- [5] 黄志忠,韩湘云. 大股东股权质押、资金侵占与盈余管理[J]. 当代会计评论, 2014, (2).
- [6] 蒋大富,熊剑. 非经常性损益、会计准则变更与ST公司盈余管理[J]. 南开管理评论, 2012, (4).
- [7] 蒋义宏,王丽琨. 非经常性损益缘何经常发生——来自亏损上市公司年报的证据[J]. 证券市场导报, 2003, (6).
- [8] 雷光勇,刘慧龙. 控股股东性质、利益输送与盈余管理幅度——来自中国A股公司首次亏损年度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2007, (8).
- [9] 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).
- [10] 李常青,幸伟,李茂良. 控股股东股权质押与现金持有水平: “掏空”还是“规避控制权转移风险”[J]. 财贸经济, 2018, (4).
- [11] 黎来芳. 商业伦理诚信义务与不道德控制——鸿仪系“掏空”上市公司的案例研究[J]. 会计研究, 2005, (11).
- [12] 李旒,郑国坚. 市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J]. 会计研究, 2015, (5).
- [13] 李维安,李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2006, (5).
- [14] 李永伟,李若山. 上市公司股权质押下的“隧道挖掘”——明星电力资金黑洞案例分析[J]. 财务与会计, 2007, (2).
- [15] 李增泉,余谦,王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (1).
- [16] 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).
- [17] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1999, (9).
- [18] 齐祥芹,沈永建. 市场态势、公司扭亏与盈余管理[J]. 山西财经大学学报, 2015, (1).
- [19] 王斌,蔡安辉,冯洋. 大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J]. 系统工程理论与实践, 2013, (7).
- [20] 王霞,薛跃,王宸. ST梅雁缘何成为大股东的“弃子”?——全流通时代大股东减持与中小投资者利益保护的案例研究[J]. 中大管理研究, 2013, (1).
- [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).
- [22] 魏涛,陆正飞,单宏伟. 非经常性损益盈余管理的动机、手段和作用研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2007, (1).
- [23] 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).

- [24] 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).
- [25] 许荣,徐星美,权小锋. 中国企业集团关联交易: 掏空支持还是相互保险[J]. *经济理论与经济管理*, 2015, (12).
- [26] 薛爽,肖泽忠,潘妙丽. 管理层讨论与分析是否提供了有用信息?——基于亏损上市公司的实证探索[J]. 管理世界, 2010, (5).
- [27] 张昕. 中国亏损上市公司第四季度盈余管理的实证研究[J]. *会计研究*, 2008, (4).
- [28] 张子余,张天西. “特殊损失项目”与“核心费用”之间的归类变更盈余管理研究[J]. 财经研究, 2012, (3).
- [29] 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, (9).
- [30] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81–106.
- [31] Friedman E, Johnson S, Mitton T. Propping and tunneling[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(4): 732–750.
- [32] Huang Z Z, Xue Q M. 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.
- [33] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [34] Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1–20.
- [35] Joos P, Plesko G A. Valuing loss firms[J]. *The Accounting Review*, 2005, 80(3): 847–870.
- [36] Morck R, Wolfenzon D, Yeung B. Corporate governance, economic entrenchment, and growth[J]. *Journal of Economic Literature*, 2005, 43(3): 655–720.
- [37] Peng W Q, Wei K C J, Yang Z S. Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(2): 306–325.
- [38] Petersen M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 435–480.
- [39] Yeh Y H, Ko C, Su Y H. Ultimate control and expropriation of minority shareholders: New evidence from Taiwan[J]. *Academia Economic Papers*, 2003, 31(3): 263–299.

Will Controlling Shareholders' Share Pledging Help Loss Firms? Evidence from Chinese Loss Listed Firms

Du Yong¹, Zhang Huan¹, Du Jun², Han Jiali³

(1. College of Economics and Management, Southwest University, Chongqing 400715, China;

2. School of Management, Guangdong Ocean University, Guangdong Zhanjiang 524088, China;

3. School of Economics, Southwest University of Political Science & Law, Chongqing 401120, China)

Summary: In recent years, controlling shareholders frequently pledge their shares seeking for loans, and this phenomenon has attracted much attention in Chinese capital market. Although share pledging has many advantages, it may lead to losing the controlling right of firms for controlling shareholders. There are two reasons why controlling shareholders' share pledging of loss firms is worthy of research. First, many Chinese industrial enterprises face serious problems such as overcapacity and high costs of labor, resulting in lower performance. Therefore, there are

increasing loss firms in Chinese capital market. Second, due to poor performance, it is difficult to finance directly from banks for the loss firms. Thus, share pledging becomes an alternative financing method. Based on the data, we find that loss firms' controlling shareholders are more likely than high performing firms' controlling shareholders to pledge their shares. However, share pledging of loss firms' controlling shareholders remains largely unexplored.

Using a dataset of Chinese loss listed firms from 2009 to 2014, we investigate the effect of controlling shareholders' share pledging on the likelihood of loss reversal. We document that loss firms estimate to be more likely to reverse if controlling shareholders pledge their shares, that is to say, share pledging increases the probability of firms' return to profitability, and the above relation is more obvious among inconsecutive loss firms and firms with executive shareholdings. However, we find that controlling shareholders' share pledging is positively related to the percentage of abnormal non-recurring gains and losses, and also increases the probability of reporting small profits. The results further show that controlling shareholders' share pledging increases the probability of another loss after loss reversal, and this means that controlling shareholders of loss firms may whitewash accounting statement to avoid the risk of controlling right transfer.

This study has several contributions as follows. First, we complement prior literature that investigates the consequences of controlling shareholders' share pledging. There is growing evidence showing that controlling shareholders' share pledging could affect firm behavior, such as earnings management, information disclosure, tax avoidance, and performance. We extend this literature by studying the effect of share pledging on loss reversal. Second, this study contributes to the research on loss firms. A stream of literature investigates how to reverse the loss for firms, we focus on the role of controlling shareholders, and find that share pledging of controlling shareholders influences the probability of reversing loss. Our findings complement this body of research. Third, this study also provides some implications for the government and investors. We find that controlling shareholders with share pledging can help loss firms struggle to be profitable for avoiding the transfer of controlling right, but this effect is unsustainable which indicates that controlling shareholders with share pledging may whitewash accounting statement to realize profits, rather than improve loss firms' operation situation. Thus, regulators and investors should pay more attention to financial reporting quality of loss firms that shares are pledged by controlling shareholders.

Key words: loss firms; controlling shareholders; share pledging; loss reversal

(责任编辑: 王西民)