摘 要

股票质押式回购业务作为一种手续简单、变现能力强、融资用途不受限的融资方式，为企业融资偿债等经营活动提供新方法，各行业相继通过股权质押进行资金融通。房地产业由于面临银行信贷紧缩的政策，受到了融资渠道受限的压力，加上行业本身具有高资产负债率的特征，使得股权质押越来越受到房地产企业的欢迎。

截止于2023年2月，A股存在质押的公司达2485家，质押总比率为4.39%，质押总市值为 3.44 万亿元，其中房地产业的股权质押比例近年来一直保持最高的水平，质押公司总家数达 60 家，质押总股本为 352.8 亿。与此同时，大股东的质押行为很容易对企业产生影响，大股东为防止控制权转移和股票被强制平仓的风险，往往采用一系列盈余管理的手段，目前国内全行业中房地产业股权质押平均比例最高、盈余管理水平也较高。现有研究发现，随着大股东股权质押比例与盈余管理程度显著正相关。大股东为了应对强制平仓进行的盈余管理活动会增加其他股东的投资风险，但通过不同股东之间的股权制衡可以一定程度上抑制这种盈余管理，从而降低风险。

新华联和万科都是房地产业的著名企业，都曾发生过大股东高比例的股权质押交易，但二者质押前后的盈余管理程度有很大差距，本文注意到两家案例公司在股权制衡度上尤其不同。因此本文选择新华联和万科作为案例公司，以案例研究的形式探究大股东股权质押对盈余管理的影响，并对比分析出股权制衡度的高低对质押后盈余管理程度的大小产生的抑制作用效果。

本文从委托代理理论和不完全契约理论等理论基础出发，结合以往的相关研究，统计了新华联和万科股权质押的过程，定性和定量分析了新华联和万科应计盈余管理和真实盈余管理的程度，对比股权结构的差异，进而对比出股权制衡对大股东股权质押下盈余管理的影响。

本文根据相关理论分析和案例数据得出结论：第一，大股东股权质押前

后会对公司实施一定程度的盈余管理，可以扩大融资规模以及防范控制权风险；第二，大股东股权质押前倾向于应计盈余管理，而质押后倾向于真实盈余管理；第三，股权制衡度对大股东股权质押下的向上盈余管理有抑制作用。基于此本文也提出了一些相关建议，包括对股权结构进行改进、对盈余管理实施控制和对内部监管完善机制。

关键词：股权质押、应计盈余管理、真实盈余管理、股权制衡

Abstract

As a financing method with simple procedures, strong realisation ability and unrestricted use of financing, equity pledge provides a new method for enterprises to finance their business activities such as debt repayment, and various industries have successively financed themselves through equity pledges. The real estate industry is under pressure from restricted financing channels due to the tightening of bank credit, and the industry itself is characterised by a high gearing ratio, making equity pledges increasingly popular among real estate companies.

As at February 2023, there were 2,485 companies with pledges in A-shares, with a total pledge ratio of 4.39% and a total pledge market value of 3.44 trillion yuan, of which the proportion of equity pledges in the real estate industry has remained at the highest level in recent years, with a total of 60 pledging companies and a total pledged share capital of 35.28 billion yuan. At the same time, the pledging behaviour of major shareholders can easily have an impact on enterprises. Major shareholders often use a series of surplus management tools to prevent the transfer of control and the risk of forced liquidation of their shares, and the real estate industry currently has the highest average ratio of equity pledges and a high level of surplus management among all sectors in China. Existing research has found that with the proportion of equity pledged by major shareholders is significantly and positively correlated with the degree of surplus management. The surplus management activities carried out by major shareholders in response to forced liquidation will increase the investment risk of other shareholders, but such surplus management can be curbed to a certain extent through equity checks and balances between different shareholders, thereby reducing the risk.

Both Macrolink and Vanke are well-known companies in the real estate industry and both have experienced high percentage of equity pledge transactions by major shareholders, but there is a significant difference in the degree of surplus management before and after the pledge between the two, and this paper notes that

the two case companies are particularly different in terms of the degree of equity checks and balances. Therefore, this paper selects Macrolink and Vanke as case companies to investigate the impact of pledging of majority shareholders' equity on surplus management in the form of a case study, and to compare and analyse the effect of the degree of equity checks and balances on the degree of surplus management after pledging.

This paper draws on theoretical foundations such as principal-agent theory and incomplete contract theory, incorporates relevant previous research, statistics on the process of equity pledges of Macrolink and Vanke, qualitatively and quantitatively analyses the extent of accrued and real surplus management of Macrolink and Vanke, compares the differences in equity structure, and then compares the impact of equity checks and balances on surplus management under pledges of major shareholders' equity.

This paper concludes, based on relevant theoretical analysis and case data, that: firstly, a degree of surplus management will be implemented to the company before and after the pledge of the equity of the majority shareholder, which can expand the scale of financing as well as prevent control risk; secondly, the equity of the majority shareholder tends to accrue surplus management before the pledge, while it tends to real surplus management after the pledge; thirdly, the degree of equity checks and balances has a suppressive effect on upward surplus management under the pledge of the equity of the majority shareholder . Based on this, this paper also proposes some related proposals, including the improvement of the shareholding structure, the implementation of controls on surplus management and the improvement of internal control mechanisms.

Keywords: Equity pledge, Accrued surplus management, Real surplus management, Equity checks and balances

目 录

摘 要 **1**

ABSTRACT **1**

目 录 **1**

1.绪 论 **1**

1.1 研究背景和意义 1
1.1.1 研究背景 1
1.1.2 研究意义 3
1.2 研究思路和方法 4
1.3 研究内容和框架 4
1.4 创新点 6

2.文献综述 **8**

2.1 股权质押研究综述 8
2.1.1 股权质押的动机 8
2.1.2 股权质押与利益侵占 9
2.1.3 股权质押与企业绩效 9
2.2 盈余管理研究综述 10
2.2.1 盈余管理的方式 10
2.2.2 盈余管理的动因 11
2.2.3 盈余管理的风险 12
2.3 股权质押与盈余管理 12
2.3.1 股权质押下盈余管理的动机 12
2.3.2 股权质押与盈余管理的关系 13
2.4 股权制衡研究综述 14
2.4.1 股权制衡与大股东掏空行为 14
2.4.2 股权制衡对盈余管理的影响 15
2.5 文献评述 16

3.理论基础 **17**

3.1 基本概念 17
3.1.1 股权质押 17

3.1.2 盈余管理 17
3.1.3 股权制衡 18
3.2 大股东股权质押与盈余管理 19
3.2.1 不完全契约与盈余管理的动机 19
3.2.2 股权质押下盈余管理方式的选择 20
3.3 股权制衡对大股东股权质押下盈余管理的作用机理分析 21
4.房地产行业股权质押、盈余管理和股权结构现状 23
4.1 房地产行业特点 23
4.1.1 建造周期长及业务复杂 23
4.1.2 资产负债率较高 23
4.1.3 持续受到宏观政策调控 24
4.2 房地产股权质押现状 25
4.3 房地产行业盈余管理现状 28
4.3.1 盈余管理的水平 28
4.3.2 盈余管理的手段 30
4.4 房地产股权结构现状 31
4.4.1 股权集中度较高 31
4.4.2 股权制衡度偏低 32
5.案例介绍 33
5.1 新华联公司介绍 33
5.1.1 新华联简介 33
5.1.2 新华联股权质押情况 33
5.1.3 新华联股权结构 36
5.2 万科公司介绍 37
5.2.1 万科公司简介 37
5.2.2 万科股权质押情况 38
5.2.3 万科股权结构 38
5.3 新华联和万科股权结构对比 40
6.案例分析 41
6.1 新华联和万科盈余管理程度模型测算 41
6.1.1 使用修正的 Jones 模型测算股权质押前后应计盈余管理程度 41
6.1.2 使用 Roychowdhury 模型测算股权质押前后真实盈余管理的程度 42
6.1.3 新华联和万科应计盈余管理程度对比 43
6.1.4 新华联和万科真实盈余管理程度对比 45
6.1.5 新华联和万科股权质押下盈余管理总体水平对比 46
6.2 新华联和万科盈余管理识别及对比 48
6.2.1 应收帐款坏账准备对比 48

6.2.2 固定资产折旧率对比 49
6.2.3 借款费用资本化率对比 50
6.2.4 放宽信用政策增加应收帐款对比 51
6.2.5 非经常性损益对比 52
6.2.6 关联方交易对比 56
6.3 万科股权制衡的实现路径 57
6.4 本章小结 57
7.结论与建议 58
7.1 研究结论 58
7.2 相关建议 59
7.3 局限性 60
参考文献 61
后记 67
致 谢 68

1.绪　论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

中国的股权质押业务始于 1995 年，业务内容为资金需求方将所持股权质押给资金提供方作为抵押品以获得资金。在 2013 年上海证券交易所和深圳证券交易所推出金融机构股票质押式回购前，股权质押大部分在股票市场外交易，因为手续多的同时对质押标的要求高，交易规模没有得到发展。2013 年以后，股权质押业务突破了原有的约定式回购在资金来源、标的证券种类、交易期限等多个环节的局限，推动了股权质押交易规模的迅速扩大。根据中国证券登记结算有限公司的数据库统计，截止于 2023 年 2 月，A 股存在质押的公司达 2485 家，质押总比率为 4.39%，质押总市值为 3.44 万亿元。

从上述数据统计来看，A 股市场的股票交易已经形成“无股不压”的局面。股票抵押交易之所以发展如此迅速，得益于对质押双方需求的满足。对质权方来说，质押期间拥有被质押股权对应的现金流权，加上上市公司的股票具有流动性，易于估价和变现，即使质押的股票跌至平仓线，通常也可以通过在二级市场上出售股票来偿还本金。相应地，上市公司须遵守相关法律，不能自由决定，例如增发股票、举债或减持股份，许多规模较小的上市公司难以获得低利率的银行贷款。质押回购协议可以在短时间内达成，质押率灵活，融资成本低，对质押资产的使用没有限制，况且质押期间质押股东的投票权或控制权一般不受影响。

股权质押也并非是毫无风险的资金融通手段。首先，郝项超和梁琪（2009）研究发现由于大股东在公司中处于特殊地位，相较于中小股东，高持股比例决定了大股东在股权质押后会对公司产生更大的影响并引入更多的不确定性

因素。而且陈泽艺等（2018）通过实证研究发现股权质押后，当大股东获得控制权但现金流权利较少时，就会出现“两权分离”。当大股东的分权程度很高时，第二类代理问题会随之加深。熊礼慧等（2022）通过研究 A 股市场 2010-2020 年数据得到结论，控股股东股权质押会掏空上市公司和侵占中小股东利益。廖珂（2018）研究发现股票价格的波动会对股权质押产生很大的影响，特别是股价下跌的情形中。质权人往往会对出质人提出追加担保的要求来应对股价大幅下跌。如果出质人无法追加担保，出质人所持的质押股票将会被强制抛售，从而失去这部分的控制权。毫无疑问，公司内部控制权的变动将会给企业经营带来一定程度的影响。还有许多学者研究后都认为大股东质押后会侵占公司和中小股东的利益，但也有少数学者持反对态度，例如张陶勇和陈焰华（2014）认为如果大股东股权质押获得的资金用于公司发展，则会对管理层产生激励效果。

关于大股东股权质押如何最终影响到公司价值和经营，质押前后大股东对公司业绩管理盈余就是方式之一。李秉祥和简冠群（2017）研究发现在股权质押前，大股东会通过盈余管理的方式人为提高公司股价。质押前的盈余管理是为了通过金融机构对被质押股票的审查，或者是为了降低质押后股价大幅下跌被追索担保的风险（李旎等，2015）。周丹和刘星（2019）认为股权质押后，大股东也会选择盈余管理以操纵利润和影响股价，否则将承担股价下跌和控制权转移的风险。无论是事前还是事后，大股东出于自身利益考虑借由自身控制权进行的盈余管理总会对公司价值产生负面影响，甚至会侵害中小投资者的利益，因此如何在合理利用股权质押融入资金利于日常经营的同时，又能尽可能公允地反映出质押期间公司会计信息具有一定的研究意义。现有文献已经说明股权制衡可以抑制股权质押下的盈余管理程度，张栓兴等（2019）进一步论证了这种抑制效果，具体表现为在股权质押率增长的情况下，应计盈余管理和真实盈余管理的增减幅度都会被股权制衡抑制。

根据 WIND 数据库统计，房地产业的行业平均股权质押比例远高于其他行业，也就是说房地产业的杠杆率比较高，相应地，房地产企业的大股东质押后因股价波动造成的强制平仓风险也会增加。本文的案例研究对象——新华联和万科同为房地产开发行业的企业，在大股东股权质押的方面都具有质押次数多、质押比例高等特点，但二者在质押下的盈余管理程度上表现出较

大的差距。本文特别注意到二者在公司股权制衡度上相差甚远，因此，本文选取新华联和万科作为案例公司，通过分析二者大股东股权质押的情况、股权结构的差异、盈余管理的程度和方式对比研究股权制衡是否对大股东股权质押下的盈余管理存在抑制作用，进而得到一系列有关股权质押、盈余管理和股权制衡的研究结论，最后提出相关建议以期为房地产公司治理提供思路。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

在股权质押成为普遍融资方式的市场背景下，现有的股权质押文献研究也日益全面，有关股权质押以及股权质押和盈余管理的文章不在少数，但涉及第三要素股权制衡的研究相较而言有所欠缺，即股权制衡对于大股东盈余管理产生抑制作用的研究相对较少。因此本文在研究内容上引入与公司治理息息相关的股权制衡存在一定理论意义，不仅可以加深现有的文献对股票质押与盈余管理的研究深度，而且可以进一步扩展股权质押与盈余管理研究范围。同时，现有的涉及股权质押、盈余管理和股权制衡三个方面的研究都是实证研究，本文通过对具体案例的分析，可以进一步证明股权制衡对股权质押下盈余管理确实存在抑制效果。

（2）现实意义

本文首先分析各自股权质押率和盈余管理的关系以及定量定性分析盈余管理程度，其次对比新华联和万科不同的股权制衡度和盈余管理程度的大小，本文的实践意义主要包括下面几个方面：为房地产企业的中小股东投资提供另一维度的指标，即股权制衡度，有助于提示股权结构过于集中的公司可能存在的投资风险，进一步行使自身的监督权和加强对大股东的制衡作用；提出相应的公司治理对策，可以根据研究结论优化公司内部股权结构，进而帮助股权质押的公司可以正确安排质押获得的资金流向，为公司实现长期健康发展；为监管机构提供监管新思路，可以对高质押比例和低股权制衡度的上市公司加强监管力度，使得股权质押发挥本身资金流通的作用，提升股票市场活跃度。

1.2 研究思路和方法

（1）规范研究法

首先对国内外最新发表的文献和股权质押、盈余管理和股权制衡相关的权威文献进行阅读、整理和总结，分析目前国内外学者对大股东股权质押、股权制衡与盈余管理的研究方向和研究重点，整理出本文的研究框架；其次梳理经济学和管理学方面的相关理论，以委托代理理论、不完全契约理论、信息不对称理论等作为本文的理论基础，在此基础上深入分析大股东股权质押、股权制衡和盈余管理的关系和作用机理；最后在规范研究法的指导下，分析两家案例公司的真实财务数据，进一步验证理论部分的推论，然后总结出本文的研究结论，阐述股权制衡对大股东股权质押下盈余管理的作用机理，提出对内部案例公司和外部市场监管的政策建议。

（2）案例研究法

首先对案例公司所处房地产业搜集股权质押、盈余管理和股权结构相关的数据，论述展开研究的可行性；其次在各类统计网站和财经网站收集案例公司新华联和万科的相关介绍和数据；接着，分别对两个公司的股权制衡度、股权质押情况与特点以及盈余管理情况进行分析；最后，基于文章前半部分的现有文献综述和相关理论基础，分别对两个公司大股东股权质押下盈余管理的水平和方式进行具体分析，并对比二者的股权制衡效果差异，以期反映整个房地产开发行业的股权制衡对于大股东股权质押下盈余管理影响机制，并对现存的相关理论进行验证和补充。

1.3 研究内容和框架

第一部分，绪论。介绍本文有关股权质押和盈余管理的研究背景，说明本文引入股权制衡度和案例研究的意义，并确定将规范研究法和案例研究法作为本文的研究方法，最后论述本文可能存在的创新点。

第二部分，文献综述。查阅相关文献，包括大股东股权质押与盈余管理的关系，股权制衡与股权质押下盈余管理等研究，归纳和总结相关相关文献的发展情况和研究现状，明确本文的研究思路。

第三部分，理论基础。应用委托代理理论、不完全契约理论和信息不对称理论，与股权制衡、股权质押和盈余管理及其相互的影响关系结合，阐述股权制衡对大股东股权质押下盈余管理的作用机理。

第四部分，行业特征。通过统计数据分析房地产开发业的发展现状，包括行业股权质押现状和盈余管理程度，反映房地产开发业的特征。

第五部分，案例介绍。分别介绍了新华联和万科两个案例公司的基本情况，包括股权结构和股权质押的概况，使用相关模型对两家案例公司的盈余管理进行计量分析和对比。

第六部分，案例分析。根据对新华联和万科大股东股权质押下盈余管理程度和手段分析，将两家公司股权制衡的效果差异进行对比。

第七部分，结论与建议。结合前文的理论基础和案例分析得出相关结论，最后针对股权过于集中的公司、中小投资者和市场监管部门分别提出建议。

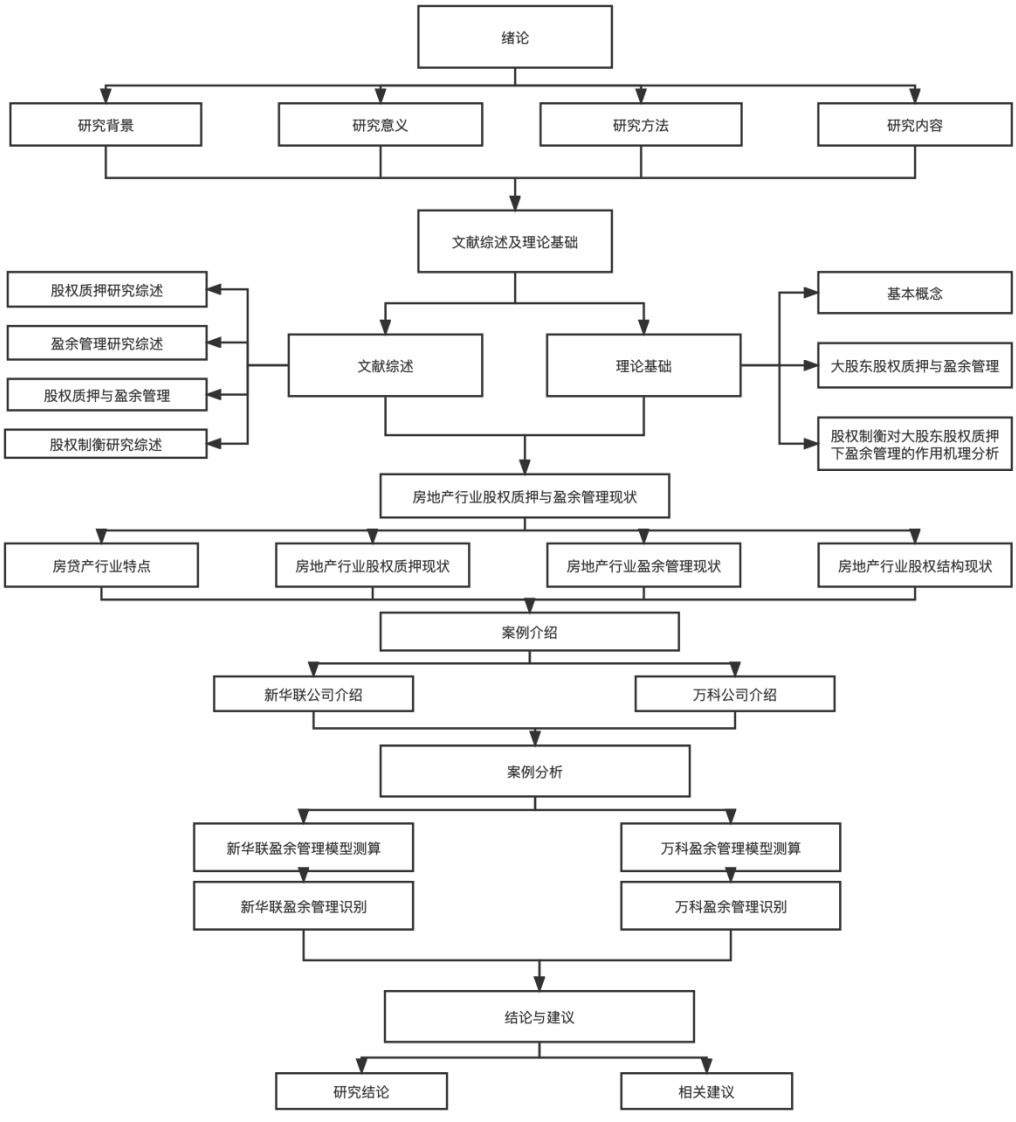

图 1-1 研究框架图

1.4 创新点

虽然现有文献对于股权质押和盈余管理的研究较为透彻，但是多为实证分析，而且大多不涉及股权制衡对于大股东盈余管理的抑制作用，因此本文的创新点在于：（1）从股权质押的过程和股权结构的特点出发，概括新华联和万科的股权质押特点并计算出二者股权制衡度大小，为后续的盈余管理程度对比构建数据基础；（2）结合修正后的 Jones 模型和 Roychowdury 模型分

别对两个公司的应计盈余管理程度和真实盈余管理程度进行检测，并通过分析财报判定两家公司进行盈余管理的手段；（3）对比两家公司股权制衡度对大股东盈余管理的抑制作用，为新华联公司治理提出建议，在股权结构上加以调整，以期规范大股东的不当行为，进而取得更好的公司绩效。

2.文献综述

2.1 股权质押研究综述

2.1.1 股权质押的动机

上市公司的股东股权质押的动机一般情况下可以分为以下三类：第一，股东利用股权质押来融入资金。在一般的债务融资等其他融资方式下，企业往往会以无效率的投入、倒闭或其他形式对出资方的利益产生侵害（Jensen and Meckling，1976），此时大股东会转而利用股份质押满足资金需求。李永伟（2007）的研究表示股权质押具备多重优势，例如手续简单、监管不严等。相较之下，常见的融资方式诸如股票增发、债券融资等成本更高、手续更为繁复。王斌和宋春霞（2015）发现了股权质押对质权方也有特定优势，上市公司股票作为担保品衡量其价值更为方便、流通更为快速以及观测更为透明，质权人一旦注意到股价异常波动，可以要求追加担保或强制平仓。郑国坚等（2014）指出，股票抵押是大股东遭遇融资困难的信号。第二，股东利用股权质押来巩固自身控制权。Kao *et al.*（2004）通过对台湾上市公司股权质押后的资金流向追踪发现，许多大股东往往会在股权质押后增持所在公司的股票，来加强对公司的控制。第三，股东利用股权质押掏空公司。许多案例研究表明大股东股权质押是出于侵占中小投资者利益和掏空公司的目的（黎来芳，2005；李永伟等，2007）。郝项超等（2009）和黄志忠等（2014）分别研究了不同时期 A 股上市公司的相关财务数据和市场反应，发现了股东们通过质押所持股权的手段套取资金，使得公司股价下跌，阻碍公司长期发展。

2.1.2 股权质押与利益侵占

Anderson *et al.*（2020）对标普全球 1500 家公司进行了数据分析，实证表明股权质押允许内部人士以牺牲外部股东的利益为代价，来获取控制权的私人利益。Yeh *et al.* (2003) 指出控股股东由于股权质押后质押部分实际上的现金分红流失，尽管保留了控制权，但控制权与现金流权的不匹配加剧了其与中小股东之间的代理问题。这种代理矛盾的升级会危害到中小股东的利益，最终对公司的市场价值产生不利。李洪涛（2017）通过对华映科技的案例分析得出结论，大股东的股权质押会包含掏空公司的私人动机，大股东质押后短时间内获得大量资金，这种行为向市场传达出消极信号，并不利好公司的长远经营。廖凯敏等（2014）实证研究发现，大股东股权质押比例越高，公司现金股利发放得越少，其中民营企业相对国营企业在这一变化上表现得更为显著。股利政策上，质押比例高的公司普遍选择高转送的方式，而非现金形式的股利发放。同样地，随着大股东股权质押比例上升，这种政策上的转变也会加强（廖珂等，2018）。

2.1.3 股权质押与企业绩效

Chen 和 Hu（2001）研究了公司绩效与大股东股权质押的关系。股权质押尽管会为公司带来资金流入但同时也会带来更为严重的代理问题。获得资金的大股东为了避免业绩下滑导致的股价下跌，这种情况最终可能会剥夺部分控制权，大股东会投资更高收益率的项目，当然也会承担更高的风险。研究最终发现，这些公司在远期的市场表现并不乐观。Chauhan *et al.*（2021）使用了印度地区的公司样本研究发现较大比例的股权质押会加剧股票波动，促进较低风险的资本投资，对公司价值产生不利影响，并阻碍长期业绩。Puleo *et al.*（2021）发现与高管股份质押相关的收益率差显著下降，同时会提高公司的债务融资成本。

谢金贤等（2003）运用实证研究方法分析了 2001 年台湾上市公司的相关数据后发现，大股东股票质押率与企业价值呈现显著负相关的关系。郝项超和梁琪（2009）研究后认为公司内部控制权和管理权分离的问题将会在大股

东股权质押后进一步加深，阻碍了公司利润的增长。与此同时，我国也有一部分学者持相反观点，他们认为大股东股权质押并不会对公司业绩产生负面作用，反而可以产生激励效果，提升企业价值。如王斌等（2013）发现与国有企业相比，民营企业由于融资成本高，并且受到更多的监管，更加青睐股票抵押。此外，民营企业对失去控制权更为畏惧，因此公司内部大股东股权质押会改善公司业绩，并且质押比例越高，业绩提升效果越明显。张陶勇和陈焰华（2014）在跟踪了上市公司股权质押资金利用途径后发现，如果这些资金是用于增持自身公司股份将会对市场释放出积极的信号，也会提振内部管理层的信心，使得公司业绩提升。吴风能（2019）通过分析看出，只要大股东进行股份抵押的比率保持在较高的水平，就可以对股东产生正面的激励效果，从而提高公司的业绩。廖珂等（2020）通过检验控股股东股权质押与企业并购之间的关系，发现由于考虑到市场对于企业并购的正面评价，发生质押的公司比未质押股权的公司会更加积极地促进企业并购，管理公司市值。

2.2 盈余管理研究综述

2.2.1 盈余管理的方式

盈余管理作为公司内部治理和外部监督的重要指标之一，在许多研究中均占有独特地位。目前学术界对于盈余管理做出了许多不同的解释，Healy and Wanhlen（1999）提出的定义得到了普遍的认同，他们认为，公司的管理者利用会计手段或者是通过实际的交易来改变公司的财务报告，从而使得会计信息利用者对公司的基本经济利益造成了错误的认识或者是对公司的基本经济利益造成了错误的影响，从而在所报道的会计信息的基础上，形成了一种契约效果，这就是公司的盈余管理。我国上市公司盈余管理的模式主要有应计盈余管理和真实盈余管理。应计盈余管理主要采用会计手段加以控制，而真实盈余管理主要建立在实际交易之上。真实盈余管理最早是由 Schipper（1989）提出，国外研究大部分认为其可以分为三个部分，分别为：销售操纵行为、生产成本操纵行为和酌量性费用操纵行为。Roychowdhury（2006）提到，真实盈余管理指的是，管理者的经营活动已经脱离了企业正常经营活动，或者

是对企业的长远发展来说，选择了对企业的长远发展的最佳经营活动，从而来提升企业的期末利润的一种管理方式。应计盈余管理和真实盈余管理并非相互割裂，而是存在密切地联系。Cohen and Zarowin（2010）研究了美国的上市公司的相关数据后认为，美国上市公司的利润管理模式并非单一，而是合并了应计盈余管理与真实盈余管理两种利润管理模式，二者之间存在着某种关联：随着应计盈余管理成本的增加，企业的真实盈余管理水平也随之增加；随着应计盈余管理成本的减少，企业的真实盈余管理水平也随之下降，二者之间存在着显著的正向变动关系。类似地，真实盈余管理的程度与应计盈余管理的费用正相关，而与真实盈余管理的费用负相关，美国企业的管理者通常会根据利润管理的费用来对这两种类型的利润管理方法进行选择（Zang，2012）。

李增福等（2011）进一步探讨了我国上市公司在融资期间其盈余管理变动的问题，研究发现，我国上市公司为了融入更多的资金在进行上市公司的利润管理过程中，既可以采用应计盈余管理的方式，也可以采用真实盈余管理的方式，但两种方式对上市公司产生的利润操纵效果存在较大差异。王良成（2014）指出，目前利用会计手段进行盈余管理与利用现实交易进行盈余管理之间有一种“二元关系”，这种“二元关系”的特征是：在国际上，因为以市场竞争为主，两者是以替代性的方式起到了一定的效果，而在外界监督与控制的压力下，应计盈余管理因为代价较大，使得真实盈余管理起到了补充的效果。

2.2.2 盈余管理的动因

Dechow *et al.*（1997） 研究了实施盈余管理的美国上市公司后发现，他们进行盈余管理是为了避免外部融资成本过高，以及逃避债务合同的约束。Sweeney C. (1994) 研究发现，公司在触发债务合约的违约条款时，存在显著的向上盈余管理的现象。Hoje Jo and Yongtae Kim（2007）认为，越高的披露频率会给公司盈余管理带来更多的困难，促使其减少盈余管理水平。Cohen *et al.*（2008）研究表明，在预期股权增发的情况下，为了利用股票增发获取更多的利益，上市公司常常通过盈余管理实现对公司绩效的夸大。

张玲和刘启亮（2009）着重探讨了中小企业与盈余管理的互动，他们发现，盈余管理程度在其它情形和条件下均可以维持稳定，只有当公司与负债合同的背离程度较大时，中小企业运用财务工具调整公司利润的机会和动力也较大，且两者呈正比。李增福（2011）指出，公司的资产质量与公司的利润操纵水平呈显著的正相关关系。

2.2.3 盈余管理的风险

Kim et al.（2011）认为，无论是应计还是真实盈余管理，都会在某种意义上加剧公司内外的信息不对称程度，并且真实盈余管理更为突出，从而使正当的投资人面对更多的不确定与风险。根据 Abarbanell （2003）的文献，企业高层如果出于提高绩效的目的进行了盈余管理，将会使得企业的股票价格被估值过高，进而误导外部投资者，阻碍市场资金分配。Mizik （2010）的理论表明，企业虽然可以利用盈余管理的手段提升股价，但资本市场最终会察觉企业对利润做出了短期调节，最后造成企业长期表现反而下降。Beneish（1997）认为，只要会计标准不变，对企业盈利进行控制，也可以引起企业股票价格的反常变化。Dechow *et al.*（1998）的实证结果表明，当投资者不能从收益角度对企业的应计利润进行准确的判断时，利润操控程度越高的企业，其股票价格越低。与控制会计科目带来的损害不同，它对企业带来的损害更大。

2.3 股权质押与盈余管理

2.3.1 股权质押下盈余管理的动机

（1）降低融资成本扩大融资规模

张雪梅和陈娇娇（2018）从分类转移盈余管理的角度出发，研究发现控股股东在质押前会向上盈余管理来应对质权人对核心盈余指标的审查从而筹集到更大规模的资金。李秉祥和简冠群（2017）的实证结果表明，控股股东股权质押后通过盈余管理暂时稳定或提升公司的股价，以便后续安排定向增发。李旎等（2015）认为，为了防止股权被抵押后出现更多的抵押资产，质

权人会选择主动控制其市值，避免被质权人要求更多的担保品。Beneish（2001）发现大股东会联合管理层管理盈余水平，形成公司经营状况好和股价稳定的形象，借此方法干预质押前金融机构对股票的评估，获取更高的贷款额度。南星恒和孙雪霞（2020）经过实证检验发现大股东存在强烈动机去改变公司利润水平，通过调整赊销信用政策、扩张业务等方式拿到更多融资，同时为质押后新一轮融资留有空间。

（2）避免控制权转移

上市公司大股东无论是出于认真治理公司获取超额报酬的目的，还是出于掏空公司、侵害外部投资人权益换取自身利益的目的，都需要以控制权作为载体，因此控制权对于大股东来说至关重要。廖珂（2018）的理论分析表明，当大股东股权被抵押融资时，其面临着控制权被转让的危险，此时企业将会采取利润操纵等手段来推动公司的股价上涨。艾大力等（2012）研究表明，上市公司中的大股东通过操纵利润来维持股价，从而规避公司的控制权转让。谢德仁等（2016）研究表明，大股东在股票被抵押后会对公司股票价格的波动更加关注，在公司业绩欠佳、没有积极信息披露的情况下，为了规避股票市场崩溃的危险，大股东往往会采取“修整”等手段来提高自己的业绩。

（3）掏空公司

大股东在进行股份质押后，侵占内部资产、获取个人利益的目标，可以采用各种方法来达到，具体包括了关联方出售和采购、关联方租赁、资金拆借等利润管理方法（李永伟，2007）。Jiang *et al.*（2010）把大股东对资本的占有作为对公司利润的占有的一种指示。郑国坚等（2014）发现，在大股东经营状况较差的情况下，股票质押式的筹资行为会大股东加强对公司资金的私有控制。

2.3.2 股权质押与盈余管理的关系

谢雪燕和朱晓阳（2020）在分析新三板企业时发现，大股东股权质押阻碍企业的研发创新，影响路径就包括大股东股权质押后为了达到盈余管理效果会更加规避风险，在技术创新上投入更少的资金。谢德仁等（2017）在研究大股东股权质押后的公司普遍存在股价崩盘风险更低的现象原因时发现，

并非是大股东积极治理公司产生了正向效果，相反是大股东对财务信息进行了人为操纵从而误导了市场投资决策。大股东对股票价格的敏感性随着质押比例的下降逐渐减弱。

徐宗宇和金舒婷（2019）在研究了 2009-2017 年沪深 A 股上市公司股权质押和盈余管理数据后，发现上市公司大股东股权质押比率和盈余管理显著正相关。王斌和宋春霞（2015）研究发现，大股东股权质押后，公司的应计盈余管理水平低于真实盈余管理水平。进一步的探究原因，他们发现质押后外部监督力度增强了，此时企业进行更易识别的应计盈余管理风险系数上升。此外，大股东和管理层之间关系也会发生变化。具体表现大股东对管理层利用真实交易进行盈余管理的行为更加容忍，以便提升公司业绩，稳定股价。股权质押对盈余管理的影响程度也会因产权性质产生差异。王斌和宋春霞（2015）发现，我国国有公司正面对着较高的资本约束和较高的应计性利润管理，但由于“所有权人”的缺失，对经营者缺乏有效的监督，为经营者进行真实交易上的利润管理提供了可能。在我国，大股东通过运用自身的权力地位来减轻企业的负债和资金压力，从而减弱了质权方对出质方的监管功能。曹志鹏和朱敏迪（2018）的研究结果表明，大股东持股比率愈高，其股份质押程度愈高，其真实盈余管理水平愈高。

2.4 股权制衡研究综述

2.4.1 股权制衡与大股东掏空行为

Bennedsen *et al.*（2000）的研究发现，不呈现高度集中化的股权结构阻碍了大股东利用自身控制权做出利己决策的行为，包括掏空公司的侵占行动。Henrik and Cronqvist（2012）的研究提出了相似的结论，企业内部各个大股东之间形成制衡结构时，这种结构可以抑制第一大股东对中小股东的利益侵占倾向。进一步地，谢露等（2017）发现如果公司股权结构可以形成健全的股权制衡机制，这种机制会减轻股权抵押引发的问题。陈晓和王琨（2005）的认为，股权集中程度与关联交易规模之间显著正相关，而对股权制约程度高的公司则没有显著影响。吕怀立等（2010）发现了大股东在股权制衡度高的

公司会进行更少的关联交易。刘星和刘伟（2007）通过研究发现，在上市公司中，当两个大股东拥有不同的产权属性时，通过这两个大股东之间的相互制约，可以更好地实现公司的管理效果，从而控制第一大股东的挖空行为。殷裕品（2017）的研究结果表明，如果公司中存在一个可以与第一大股东相互制约的第二大股东，那么大股东的激进投资将会被限制，并且，如果公司中有一个以上的大股东，那么其它的大股东将更有可能与大股东进行谈判，从而减轻委托代理矛盾。Boubaker 等（2016）通过实证分析得出结论，大量的上市公司中都有多个大股东，这些公司内部大股东之间可以实现相互约束，避免个人的私利和机会主义的影响，并对无效的投资进行约束，从而促进企业的增值。

2.4.2 股权制衡对盈余管理的影响

应计型盈余管理层面，俞静和徐霞（2016）经过实证分析发现，创业板上市公司股权结构表现得越集中，公司的应计盈余管理水平先下降再升高。真实型盈余管理层面，林芳和许慧（2012）发现，股权制衡可以减轻公司的真实盈余管理水平，制衡的效果一般体现在抑制了存货成本与费用上的人为操控。经过修正的 Jones 模型测算，当一个最终控制人拥有的股份的比重较高时，其管理盈余的程度就会加深，而在对公司进行正向的利润操纵时，股权的制衡对这种操纵具有抑制的作用（黄雷等，2012）。La Porta *et al.*（1999）发现，大约世界范围内 25%的上市公司，尤其是在东南亚等亚洲地区，多数企业都具备多个主要的股权持有人。持有 5%以上股权的那些股东通过披露信息，以“自行投票”的形式向投资人传递信息，借此影响公司决策，提示外部投资者公司存在的风险。简玉峰和刘长生（2013）以 A 股上市公司为对象，通过验证，得到了这样的结论：大股东对上市公司的控制程度越高，其利润管理的手段就会更多，而股权制衡将会抑制大股东对企业的利润操控。徐娇等（2016）选取长江经济区的我国上市公司为对象，通过对我国上市公司的实证分析发现，随着上市公司的持股高度集中化程度加深，盈余管理程度也会上升，流通股比率的提高会抑制这种结果。张栓兴等（2019）分析了大股东持股与公司利润调控之间的中介效应，研究发现股权制衡度的提升将会减

少股权质押比率上升引起的盈余管理程度波动。

2.5 文献评述

关于股份质押的相关文献，已经对质押动机和质押后果做出了充分的论述，相当一部分学者为股份质押所给公司造成的控制权转移风险、股价崩盘风险、大股东的挖空行为风险，还有侵犯中小股东利益的风险进行了深入的探讨。股权质押对企业价值的影响方面，学者探究后认为股权质押加重了大股东与其他股东之间的代理矛盾，强化了大股东的掏空动机，促使质押股东对股价下跌更为敏感，最终对公司市值采取短期政策。

关于盈余管理，现有文献已经全面列示并分析了盈余管理的方式、动因和风险。首先，学者明确了应计盈余管理和真实盈余管理实现的路径，以及二者根据公司经营环境的变化会产生互补或替代效应；其次，文献列举了一些上市公司进行盈余管理的动机，主要包括；避免债务违约风险、提升资产质量、提升预期股票增发收益、稳定或抬高股价等等；最后，盈余管理给公司制造的风险包括但不限于：加剧第二类代理问题、扰乱资本市场和市场远期表现不如预期。

关于股权质押与盈余管理的关系，现有文献发现了大股东股权质押价进行盈余管理的动机一般有以下三点：降低筹资成本扩大筹资规模，进一步巩固自身控制权和掏空公司。此外，股权质押率与盈余管理水平存在显著正相关的关系，质押前后可以观察到明显的应计盈余管理与真实盈余管理的替代效应。

最后是关于股权制衡的研究，现有文献发现两个以上的大股东形成股权制衡局面不仅对大股东掏空行为，而且也对盈余管理程度产生抑制作用。特别地，股权制衡度的提升将会减少股权质押比率上升引起的盈余管理程度波动。

综上，现有的相关文献在股权质押和盈余管理及前者对后者的影响上已经做出较为全面的论述，但同时涉及股权制衡这一要素的文献相较之下还不够成熟；尽管已经有论文将股权制衡与盈余管理的关系阐述明晰，但鲜少有文献进一步分析股权制衡对股权质押下盈余管理的影响。因此，本文不仅仅着眼于论述大股东股权质押对盈余管理的影响，还会关注股权制衡度的治理作用，重点探讨股权制衡对大股东股权质押下盈余管理的抑制作用效果。

3.理论基础

3.1 基本概念

3.1.1 股权质押

股权质押是指，出质方把持有的公司股权作为质押的标的质押给银行、证券、信托等金融机构。尽管商业银行或信托机构收到了被抵押的股权，但质押方仍将保持着对公司的控制权，依然享有着股东的权力，也就是还能够参与决策公司的运营管理，若质押方是公司大股东，则其在公司中的位置不会因为质押行为而受到影响。股份质押后，股票价格一定会产生一定程度的变动，其中股价下跌会给大股东带来巨大风险。因为如果股票价格出现了下降，出质方不能进行补充质押，或者是不能还款，那么，质权方可以考虑将所得到的股份进行冻结，或者是在第二个市场上进行转让，来实现自己的平仓需求。

3.1.2 盈余管理

对于学者们对盈余管理定义的看法，国内外的学者还没有对盈余管理给出一个统一明确的定义：国外学者认为，盈余管理被广泛地界定为：在此基础上，经理们可以根据既定的会计标准，以自己对其中的会计政策进行的独立选择来获取更多的收益，Healy and Wanhlen（1999）最早对盈余管理做出了界定，盈余管理是指管理者通过改变会计手段或以真实交易的方法，来对公司的经营状况进行选择后的公开，从而干预了市场上的投资者对公司的运营状况的评价；在我国，许多学者普遍认为，在不违背公司法和会计原则的情况下，盈利性管理指的是为了控制利润，而通过调整企业的运营或交易来

实现利润的控制，而且，管理层对利润的控制可以使企业的帐面价值和市场规模提高，或者至少不会使企业的帐面价值和市场规模下降。

应计型盈余管理是因为在公司内外，无法做到财务信息的完全共享，因此，公司的管理层就会有针对性地对公司的会计政策、会计估计变更做出一定的选择，从而隐瞒或歪曲公司的实际的财务情况，最终达到自己的利益需求（Healy and Wanhlen，1999）。真实型盈余管理是指，管理层可以改变公司的正常的经营或交易行为，来操控公司的会计利润，让投资方等利益相关方认为原来设定的利润目的已经达到，以一种更隐秘的方法来为自己谋求最大的利润（Schipper，1989）。

3.1.3 股权制衡

股权制衡是指上市公司内部不止有一个大股东，企业的控制权不仅仅被第一大股东所掌握，其他大股东也拥有相当的控制权，各大股东之间形成相互约束的局面，使得大股东无法做出独断决策。这种存在一定股权制衡度的股权结构阻碍了大股东利用自身控制权做出利己决策的行为，包括阻碍了掏空公司的侵占行动，有利于公司的日常经营（Bennedsen *et al.*，2000）。但股权制衡度并非越高越好，赵景文和于增彪（2005）发现，股权制衡度过高会对公司业绩产生负面影响，因为控股股东持股比例的减少会使得推行各种业绩激励政策的动机减弱，同时，股东们持股比例相当决定权也没有较大差距时，公司的经营活动难以达成共识，无法顺利进行各种投资或生产活动。

股权结构指的是上市公司股东所持股份的分布情况，通常分为三种类型：高度集中型，表现为第一大股东持股比率（CR1）超过 50%；高度分散型，表现为 CR1 低于 20%；相对集中型，表现为 CR1 为 20%-50%。本文选择上市公司第一大股东持股比例（CR1），来反映股权的集中程度。如果企业存在其他大股东，与第一大股东的持股比例相当，可以对其产生制约和监督作用，这也就是大股东们形成了股权制衡（CN），本文选择第二到第五大股东的持股比例之和（CR5）与第一大股东持股比例（CR1）的比值，体现其他股东对企业控制权的相对强弱。此外，本文为了衡量第一大股东的控制权程度，选取第一大和第二大股东持股比例的比值作为 Z 值，来进行相关分析。相关计

算公式如下所示：

股权集中度（CR1）=第一大股东持股比例

CR5=前五大股东持股比例之和

股权集中度（CN）= CR5/ CR1

第一大股东的控制权程度（Z）=第一大股东持股比例/第二大股东持股比例

3.2 大股东股权质押与盈余管理

3.2.1 不完全契约与盈余管理的动机

在中国的信用市场中，大股东如果采用的是股权抵押的方法来进行融资，这与市场的资金供求关系有很大的联系，而能否得到融资，与金融机构在对其进行了风险判断之后，对其能否予以承认和接纳有很大的联系，一般来说，品质比较好的股票更容易得到金融机构的青睐。所以，为了提升公司的财务效率，大股东们非常关注自己的担保物的品质，而这也成为了他们进行利润管理的一个重要动力。

大股东与金融机构签订股权质押合同由于存在信息不对称的问题，因此这种合同表现为不完全契约。Grossman and Hart（1988）首次提出交易费用的根源就是契约的不完全性。Hart and Moore（1994）通过构建 GHM 的分析框架进一步阐释了不完全契约的内容。不完全合约，是因为缔约各方的理智局限性，他们不能对签订了合约以后会出现的情况进行全面的思考，在最初的合约中，他们更不能在合约中对自己应该履行的责任和享受的权力进行充分的界定，所以，他们不能消除合约在执行的时候所带来的危险，就算他们拥有充分的理智，但是因为缔结一个完整的合约所需要的交易费用太高，所以，他们不可能在实际的经济生活中达成一个完美的合约。在实践层面，金融机构不能根据企业所提供的资料，对公司的股票价格在今后的一段时间内的变动进行准确的预报，所以股票价格会有下降的危险，虽然可以设置预警线和平仓线，避免了一些危险。但是，假如一家公司出现了业绩不理想的状况，就会强制退市，而大股东的个人的财务能力又不足以偿还这些债务，那么，就会给银行带来严重的资金亏损。同时也可以得出，大股东与中小股东之间

的股权之间的相关契约也是不完全契约。由于中小股东不能对其自身利益进行有效的预期，这就给了大股东利用公司利润影响公司价值，进而影响公司股票价格的可乘之机。Akerlof（1970）利用旧车市场模型提出交易双方在信息获取上存在差距，使得市场信息分布不对称，这就是信息不对称理论。股权质押期间企业的盈余信息可以向外反映企业经营状况，而外部相关利益者因为获取公司真实盈余信息的成本过高，大股东与外部利益者之间即存在信息不对称。信息不对称使得外部投资者无法判断公司提供的盈余信息是否存在操纵行为，因此大股东可能会借助合约不完整的特性，与公司的职业经理人串通起来，共谋对公司进行上行的利润管理，从而让公司的市值在公司的股权质押的期间可以维持不变，甚至是增加。

3.2.2 股权质押下盈余管理方式的选择

李晓东等（2020）的研究结果表明，大股东持股比例与应计利润管理水平呈明显的负向关系，而与实际利润管理水平呈明显的正向关系。由于股份价值的变动将会对质权方权益的保障水平产生直接的影响，而盈余管理又与与质押股份的价值高度相关，所以，质权方会更愿意选择一家利润水平更高更稳定的公司，来规避因市场信息不对称、质押品价值变化、追索权缺乏而带来的风险。

上市公司大股东对外质押前受到的外部监督相较于质押后更弱，采用应计盈余管理无需构建真实交易，此时应计盈余管理的成本更低。谢德仁等（2017）提出，存在大量股票抵押行为的企业大股东利用各种方式来经营公司收益进而提高自身市值，例如控制存在很多调整空间的研发费用资本化率。质押后尽管总体盈余管理程度会上升，但应计和真实盈余管理的成本会发生变化。由于引入质权人，应计盈余管理更为容易被察觉的特性使得质押后应计盈余管理成本上升，企业则会更加青睐隐蔽的真实盈余管理。对质权方来说，利用应计性利润质量管理的方法，可以对相应质押股权的品质进行高效地评估，这也让上市公司在采取应计利润管理的时候变得更加慎重，进而也就间接地提高了上市公司应计性利润管理行为所消耗的成本，并对此进行制约（Cohen and Zarowin，2010）。因为质权方更加重视的是股票的品质，这导

致了上市公司所面对的外部监管环境发生了改变，从而导致了上市公司对盈余管理隐蔽性的要求有了进一步的提升，进而更加偏向于选择真实性利润管理（Zang，2012）。此外，若大股东融资需求较强，大股东和管理层共谋的可能性大大提高，这也让上市公司的管理者更愿意用真实性利润管理的方法来削弱投资者对管理者的监管和考核。

3.3 股权制衡对大股东股权质押下盈余管理的作用机理分析

对于绝大多数的上市公司而言，普遍存在由 Berle and Means（1934）和 Jensen and Meckling（1976）提出的委托人与代理人之间的利益冲突。Villalonga and Amit（2006）提出了第一类代理问题，第一类代理问题指的是在所有权与管理权的逐渐分离的过程中，管理者往往以牺牲公司的权益来获取报酬与报酬的最优解。La Porta *et al.*（1999）提出了第二类代理问题即大股东和其它股东之间存在着一种隐形的委托代理关系，大股东出于自己的私利，会对公司的发展造成不利影响，对公司的发展产生不利影响，对公司的价值产生不利影响。股权集中会使得大股东与中小股东之间的第二类代理矛盾加深，反之股权制衡就可以缓解这类代理问题，从而利于公司经营决策。因此，结合委托代理理论提出的第二类代理问题，高的股份制衡度可以在某种意义上增加管理者操纵利润的风险及有关的费用，也就是说限制了大股东正向操纵利润的程度。

在企业的内部治理上，相较于“一股独大”的股权结构，几个大股东互相制衡的股权结构更加帮助企业发展。刘星和刘伟（2007）发现在监督情形下，其他大股东可能抑制控股股东的“私利行为”。陈德萍和陈永圣（2011）认为，通过建立大股东多元化的股权结构和相互制约的股权结构，可以有效地缓解与之有关的一些问题。黄雷等（2012）研究认为，在大股东之间的相互制约作用较大的情况下，企业的盈余管理活动较少。因此，公司的股权结构形成制衡模式，这种模式会赋予其他大股东权利和能力来监督第一大股东的行为，有效避免了大股东满足私利联合管理层进行利润操纵的风险。

更进一步地，在大股东股权质押的背景下，大股东为了防范股价大幅下跌，会对公司市值进行积极的管理，往往会联合管理层进行正向盈余管理，

来保持现有的控制权或者避免追加担保物。简玉峰和刘长生（2013）研究后发现，股权集中度会增强股权质押比率与向上盈余管理之间的正相关关系，反之股权制衡度可以减弱这种正向变动，这就是股权制衡对大股东股权质押下盈余管理的抑制作用。

4.房地产行业股权质押、盈余管理和股权结构现状

4.1 房地产行业特点

4.1.1 建造周期长及业务复杂

房地产企业开展一项房地产业务基本包括地区考察、购买土地使用权、建筑房屋和营销售卖等环节，往往项目周期长达数年，建造周期远远高于其他行业。一般房地产企业在规划阶段需要聘请专业机构对项目进行前期策划，设计出产品定位，然后根据市场需求确定产品功能和形式，设计方案通过后才能进行土地获取。然后经过各专业部门的详细审查，包括建筑、结构、水电暖通、给排水、电气等专业。再由企业相关人员进行审批后，开始正式的施工和建设。特别是在工程建设过程中，企业还要从客户角度出发，不断的加强与客户的沟通与交流，制定出良好的营销方案和销售方案，以满足客户需求为出发点；同时项目团队还要积极应对市场变化例如 2020-2022 年因新冠肺炎导致的停工问题。因此，房地产公司的业务建造周期长，业务种类多。

4.1.2 资产负债率较高

由于房地产建造的成本很高，对企业现金流的要求也相应提高，这一特征使得地产业的经营模式发展成为典型的举债经营模式，根据国家统计局数据，截至 2021 年底，非金融行业里房地产企业资产负债率最高达到了 80.3%，属于全行业的最高水平，因此目前中国房地产企业的平均资产负债率达到了很高的程度。如图 4-1 所示是我国 2012 年至 2021 年的房地产资产负债率变

化趋势图，整体呈现高速上升的变化态势，特别是 2017 年以前，资产负债率逐年大幅上升。究其原因主要有以下几点：第一，房地产行业的资金来源相对单一，外部资金来源的增多使其债务比率上升；二是由于最近几年，政府采取了一系列的宏观控制和约束措施，导致了开发商的资金来源受到阻碍，资金的使用和使用变得更加困难，从而导致开发商的债务负担加重；三是由于目前国内的地产用地供给日益紧张，地产公司想要拿到更多的地皮，势必要增加投资，导致公司的财务杠杆水平更高；四是许多开发商都通过预购来增加现金流量，然而预购的房子越来越多，他们的资产负债率越来越高，如果出现了一条现金流的问题，那么他们将会出现信用风险，严重的可能会出现倒闭的情况。可以看出，过高的资产比率对于房地产业来说是一个很大的问题。

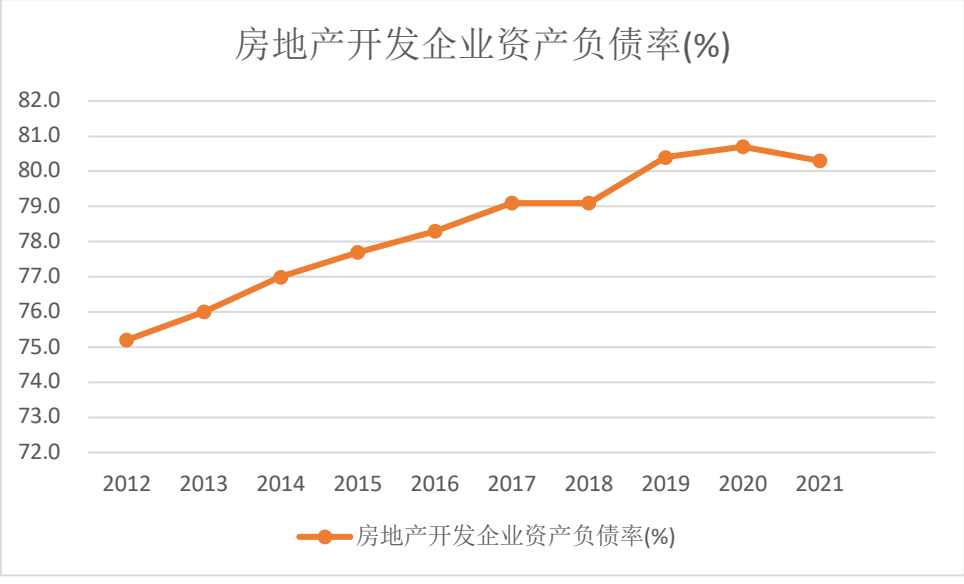

图 4-1 房地产企业 2012-2021 年资产负债率

数据来源：WIND 数据库

4.1.3 持续受到宏观政策调控

房地产作为我国经济支柱产业之一，国家为了确保房地产市场的可持续发展，在行业高速发展的背景下同步出台了一系列宏观政策。2010 年，我国陆续出台限购、提高贷款利率和首付比例等政策，对市场上的投机行为和炒房行为进行严厉打击，阻碍了部分房地产企业销售的业务，房地产企业开始

出现库存积压的情况。2014 年，国家逐渐推行去库存的宏观调控政策，如降低贷款利率、降低首付比例和放开购房等一系列供给侧改革政策，政策效果体现国内房地产库存量不断下降，但与此同时，这也导致了我国房价的上涨。鉴于此，我国从 2016 年开始实施比较严格的监管政策，持续坚持“房住不炒”的理念来限制房价上涨，2018 年继续坚持打击“炒房”现象，在相关措施的宏观调控之下，我国房价趋于稳定，但同时也导致地方政府财政压力加大，一些城市发展困难。因此，为了促进一些城市的发展，稳定当地的房价，我国出台了因城施策的调控政策，赋予地方政府一定的自主权。2019 年以来，市场环境复杂多变，经济下行压力仍然存在，导致房地产行业出现严重的经营危机，部分房企破产倒闭，2021-2022 年房地产项目相继出现大规模烂尾的现象。2022 年后半年，中央在经济工作中提出房地产“三保”方针，旨在使房地产行业重焕活力。

综上所述，房地产行业自身存在项目开发周期长、业务复杂程度高一级资金需求量大的特点，外部又受到国家宏观政策的严格调控，因此更加关注多样化的融资渠道，日常经营中也更加依赖便捷灵活的股权质押来满足自身资金需求。

4.2 房地产股权质押现状

我国 2015-2021 年上市公司质押情况如图 4-2 所示，质押市值先上升后下降逐渐趋于平稳。2017 年以前股权质押处于高速增长时期，2015 年质押市值较 2014 年增长率达到了 97.24%。随后增长率逐渐减慢，直至 2017 年年末股权质押市值达到了 6.15 万亿元，质押市值占比达到 10.91%，质押比例为 10.86%。而后其发展趋于稳定，近四年质押市值稳定在 4 万多亿元。我国上市公司股权质押待回购余量在 2018 年达到最高峰 6 千亿股，2018 年前高速增长，2016 年年末同比增长达到 49.65%，随后增速逐渐缓慢，2018 年后待回购余量缓慢下降趋于稳定，2021 年待回购余量为 4.20 千亿股。因此，2017 年和 2018 年为我国上市公司股权质押发展顶峰时期，2020 年以来股权质押已经发展到平稳时期。2021 年年末股权质押待回购余量 4.20 千亿，质押率大于 50%的家数 31 家，质押市值占比为 8.03%，质押比例 4.87%。

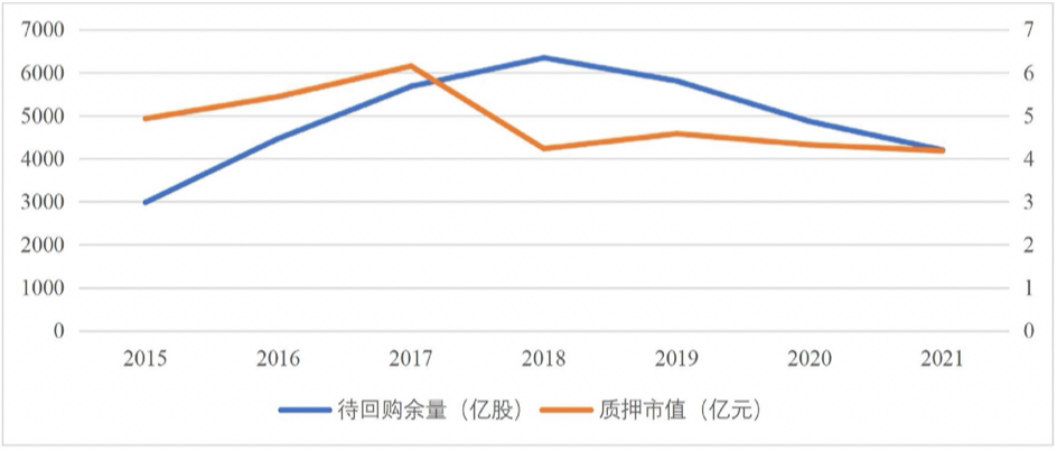

图 4-2 2015-2021 年上市公司质押情况

数据来源：WIND 数据库

如表 4-1 所示是截至 2022 年 9 月我国各行业的上市公司股权质押情况。从质押总股本的角度来看，房地产的质押总股本已经高达 352.8 亿元，位列第一；从平均质押比例的角度来看，房地产业的平均质押比例达到 22.35%，位列第一；从质押市值的角度来看，房地产业的质押总市值有 1382 亿之多，同样位列第一。因此不管是抵押的总股本、平均质押比例还是质押总市值，房地产产业都处于全部产业的前列。因为注意到我国的房地产行业在股权质押上存在这样的现象，因此，本论文选取了我国的房地产行业作为研究对象。

结合房地产开发业的行业特征来看，对于房地产公司的经营来说，需要有巨大的资本来进行支持，但是，由于其资金周转速度较慢，占用周期较长，除此之外，它是一个受到了国家宏观控制得较为严格的产业，因此，它的融资费用受到了政策的严重制约。有关的政策变动不但会对企业的筹资行为产生一定的影响，而且也会对企业的资金流动产生一定的冲击。因此，为了防止依靠单一渠道在进行政策调整时产生的效果，它的资金来源也变得比较多样化。所以，在这种特征的驱动下，为了能够让自己能够长期、稳定、稳定的发展，能够更好地应对监管与政策的改变，房地产公司一直都在主动地去寻找能够实现多元化的融资途径。而在这个过程中，股票质押给那些面对着优秀的投资机遇，但是却缺少资金的公司带来了机遇，从而帮助公司拓展了自己的市场份额，提高了公司的价值。以其便捷、高效和灵活等优点，在我国的房地产企业中越来越多的得到应用。从房地产业质押的总体规模也可以直观地发现，股权质押已经成为房地产业主流的融资方式之一，

表 4-1 各行业上市公司股权质押情况

行业	平均质押比例（%）	公司数	质押笔数	质押总股本（亿）	最新质押市值（亿）
房地产开发	22.35	60	732	352.8	1382
化学制药	14.44	79	619	116.2	1048
银行	7.56	38	1011	235.6	990.3
中药	13.74	46	368	64.05	934.5
专用设备	12.22	97	460	90.13	930.4
煤炭行业	19.85	19	125	80.98	919.1
消费电子	10.97	50	423	47.81	859.6
农牧饲渔	12.82	48	631	68.85	815.5
物流行业	14.28	28	210	48.31	804.6
汽车零部件	12.37	80	440	84.14	783.0
光伏设备	9.99	29	207	43.50	758.0
化学制品	10.03	72	356	57.24	744.3
汽车整车	11.62	8	139	28.09	731.3
有色金属	16.36	38	238	99.32	723.4
家电行业	10.39	45	179	41.42	708.6
证券	8.87	31	198	89.51	702.2
化肥行业	14.84	20	186	45.81	698.0
化学原料	12.10	37	249	87.41	670.3
食品饮料	12.09	59	454	51.52	667.3
软件开发	9.37	66	449	73.80	651.7

数据来源：东方财富网

从图 4-3 可以直观地看出，我国房地产开发业股权质押的总体情况呈现出质押公司数逐年上涨、质押公司占比近几年增速上涨的趋势。具体来看，2021 年已经有超过一半的公司将股权进行了抵押，相比于 2020 年有较大幅度的增长，这并非是由于房地产业总体企业数量减少，而是因为有更多的公司选择了股权质押的融资方式。因此选取房地产业的股权质押作为本文的案例分析所处行业，不仅具有历史参考性，而且存在未来研究的意义。

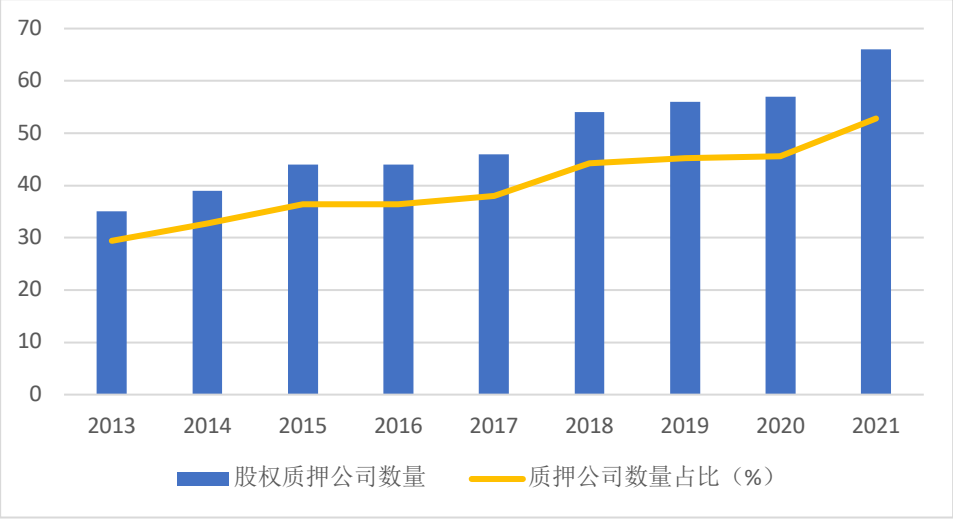

图 4-3 2013-2021 年房地产上市公司股权质押情况

数据来源：国家统计局

4.3 房地产行业盈余管理现状

4.3.1 盈余管理的水平

本文在研究房地产上市企业的总体盈余管理水平时，选取了 2012-2021 年 A 股房地产行业上市公司的相关数据，根据下面的几个标准对样本完成了初步筛选：

（1）“房地产行业”采用的是中国证券监督管理委员会的行业标准；（2）去除 ST 和*ST 的样本；（3）去除 2012-2021 年曾有过重大资产重组、股票增发的样本；（4）去除存在数据缺失情况的样本。最终，本文选取了 107 家房地产上市公司作为研究样本。本文数据来源于 CSMAR 数据库，统计分析软件是 Stata 16.0。

根据修正的 Jones 模型和 Roychowdury 模型可以测量应计盈余管理的程度和真实盈余管理的程度，其中 DA 表示操控性应计利润，REM 表示总体真实盈余管理水平。因盈余管理又分为向上盈余管理和向下盈余管理，导致 DA 和 REM 会呈现正值和负值，为了更直观的比较各行业盈余管理水平的高低，本文选用变量 ABSDA 和 ABSREM 来表示 DA 和 REM 的绝对值。如图 4-4 所示为 2021 年各行业 ABSDA 均值和 ABSREM 均值对比，可以发现：房地

产业的真实盈余管理水平远高于其他行业，表明房地产企业更倾向于选择真实盈余管理的手段。同时，房地产业的应计盈余管理水平也高于总体水平，因此，本文选择盈余管理水平普遍较高的房地产行业进行研究。

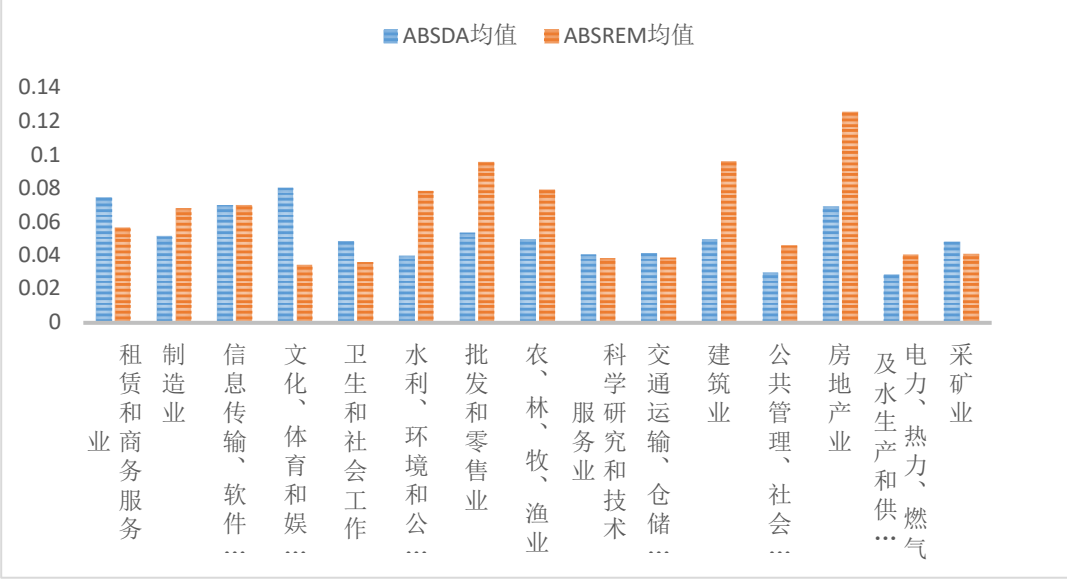

图 4-4 2021 年各行业 ABSDA 均值和 ABSREM 均值对比

数据来源：WIND 数据库

将房地产业各年的可操纵性应计利润均值进行纵向对比，如图 4-5 所示，可以更加清晰地发现，无论从行业内部还是从行业外部的层面来看，房地产业的应计盈余管理程度都是普遍较高的，而且在 2013 和 2016 年达到高点，尽管 2016 年之后有所下降，但考虑到全行业水平同步下降，2020 年以后而两者差距有更为显著的趋势，这表明房地产业的盈余管理水平未来可能保持居于高位的趋势。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/178106002102006030