



控股股东股权质押与业绩预告的策略性披露

张军华

河南财经政法大学 会计学院, 郑州 450046

摘要: 业绩预告是重要的会计信息之一, 影响资本市场投资者的价值判断, 逐渐成为管理层谋求个人利益最大化的工具。中国股权集中程度较高, 第二类代理问题更为突出, 控股股东在利益驱动下有能力与管理层合谋, 影响业绩预告的披露。但控股股东的利益侵占动机及其行为难以直接识别, 近几年流行的控股股东股权质押业务为此提供了研究视角。

基于第二类代理问题, 以2005年至2019年中国沪深A股上市公司为研究样本, 采用Logit、有序Logit和OLS等多元回归分析方法, 实证检验控股股东股权质押与业绩预告策略性披露之间的关系, 并分析产权性质、董事会结构、股市周期和控制权转移风险对上述关系的调节作用, 在此基础上从股票收益率和股权资本成本两个方面进一步分析业绩预告策略性披露的长短期效应。

研究表明, 控股股东股权质押前, 积极业绩预告的披露概率更高, 但股权质押降低了积极业绩预告的精确度和准确性, 提高了乐观偏差; 控股股东股权质押当年, 积极业绩预告的披露频率更高。在控制内生性问题和政策变化后, 基本结果依然稳健。进一步研究发现, 非国有公司的控股股东在股权质押前更有可能披露积极的业绩预告; 董事会结构和股市周期对质押前积极业绩预告的披露概率没有影响; 质押后控制权转移风险越大, 上市公司披露积极业绩预告的概率越大。短期内, 积极业绩预告可助推股价上升, 有利于控股股东高位质押, 但长期看质押削弱了积极业绩预告对股权资本成本的降低作用。

研究结果为控股股东利用信息披露进行市值管理提供了进一步证据, 丰富了业绩预告披露的影响因素研究, 拓展了交易驱动信息管理的研究成果。实践意义上, 对上市公司优化治理结构、中小投资者全面理解业绩预告、监管部门加强信息披露监管具有一定的启示意义。

关键词: 控股股东股权质押; 业绩预告; 策略性披露; 精确度; 准确性

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2022.03.008

文章编号: 1672-0334(2022)03-0101-15

引言

业绩预告提前向市场释放盈余信息, 是对累计超额收益影响最大的会计信息之一^[1], 管理层对业绩预告的披露内容、时间和方式等有较大的自由裁量权。已有研究探讨了股权激励^[2]和法律风险^[3]等因素对业绩预告披露的影响, 但这些研究主要以第一类代理冲突为切入点。中国法制环境和治理体系相对薄弱, 国有股权比重较高, 民营企业股权集中现象也十

分明显^[4]。控股股东有能力通过董事会席位、薪酬契约、人事任免等权利和亲缘关系、信任等社会资本影响公司信息披露, 这种影响是出于公心, 体现了股权集中的激励效应, 还是为了私利, 对中小股东的利益侵占, 控股股东对上市公司的影响动机和行为难以直接观察, 股权质押业务为此提供了研究视角。

近几年股权质押以其融资便捷、不改变控股地位的优势受到控股股东的青睐, 但股价的大幅度波

收稿日期: 2019-05-16 **修返日期:** 2021-01-03

基金项目: 国家社会科学基金(19AGL011); 河南省哲学社会科学规划项目(2018BJJ009); 河南省软科学研究计划项目(222400410616)

作者简介: 张军华, 管理学博士, 河南财经政法大学会计学院教授, 研究方向为公司财务理论和财务政策等, 代表性学术成果为“权益资本成本的行业特征研究”, 发表在2014年第3期《财经理论与实践》, E-mail: zjh200915@126.com

动会加剧控制权转移风险,由此可能引发控股股东的市值管理行为,已有研究从投资^[5]、股利政策^[6]、现金持有^[7]和信息披露^[8]等方面进行深入考察。这些研究主要关注股权质押后上市公司的财务政策,忽视了质押前控股股东的干预行为。股权质押在年度内多次发生,业绩预告披露也是个动态过程而不是静止状态,披露策略不仅包括信息特征,还包括披露时机、披露形式和披露内容的选择。

鉴于此,本研究在第二类代理问题基础上,进一步分析控股股东股权质押前和质押后的业绩预告披露策略,进而延伸至探讨其产生的长短期经济后果,并分析产权性质、董事会结构、股市行情和控制权转移风险的调节作用。在以信息披露为核心的注册制改革和上市公司控制权较为集中的背景下,深入探讨控股股东信息管理行为对构建多层次资本市场、保护中小投资者利益具有重要意义,也是理论界和实务界共同关注的重要课题。

1 相关研究评述

业绩预告披露策略主要包括披露时机、信息特征、披露形式的精确度和披露内容的准确性选择。拥有期权的管理层通过披露坏消息、隐瞒好消息降低期权授予日的股价^[2],并倾向于在市场行情下行时发布更多好消息^[9]。严格审查和诉讼风险促使管理层减持前发布高质量的业绩预告,但增持前的低风险促使管理层发布低质量的业绩预告^[10]。随着法律风险的提高,管理层择时披露减少^[3]。业绩预告形式包括点预测、区间预测和定性预测,点预测的精确度最高,更有信息含量,比区间预测更能引起股价反应^[11],因此减持股票前,好消息比坏消息更精确,增持股票时相反^[12]。机构投资者的频繁调研带来了盈利压力,降低了业绩预告的精确度^[13],真心履行社会责任的上市公司业绩预告的精确度和准确性较高^[14]。

以上关于业绩预告披露策略的研究大多以管理层谋求私利的第一类代理问题为基础,忽视了第二类代理问题的影响。中国股权集中度较高,控股股东与中小股东的代理冲突是影响中国资本市场有序健康发展的关键问题。已有研究表明,控股股东通过资金占用^[15]、现金股利^[16]和关联交易^[17]等方式实现对上市公司资源的隧道挖掘,降低了公司价值。由于控股股东的掏空动机及其行为难以直接观察,已有研究主要基于代理理论推断控股股东的掏空动机,用上市公司财务指标表征掏空行为存在一定的局限性,控股股东股权质押为此提供了进一步的研究空间。

控制权是控股股东极其重视的权利^[18],股权质押后控股股东面临着控制权转移的风险,进而可能丧失控制权私利。某种程度上股权质押是控股股东的无奈之举,说明其融资能力有限、资金链紧张。规避控制权转移风险的有效途径是稳定股价,因此可能会引起股价大幅度波动的财务行为受到抑制,如降

低研发投入^[19]、减少风险更大的实质性创新等^[20]。为了留存充足的现金,投资“脱实向虚”^[5],股利政策倾向于高送转^[6],采用向上操控的真实盈余管理^[21]等。

与短视的财务政策相比,策略性信息披露对稳定股价的作用更直接。李常青等^[8]发现存在控股股东股权质押的上市公司披露了更多临时公告好消息。但临时公告信息多样,消息好坏没有统一标准,业绩预告分类明确,业绩预告好消息的股价反应积极,是稳定甚至提升股价的有力工具。钱爱民等^[22]以年度为检验区间考察控股股东股权质押期间上市公司的信息披露行为,发现上市公司倾向于披露业绩预告好消息。但上市公司在年度内会多次发布业绩预告,控股股东也可能多次质押股权,并在质押前后披露业绩预告。本研究在第二类代理问题基础上,将股权质押前获取高额融资和股权质押后规避控制权转移风险作为控股股东利益侵占的动机,将业绩预告策略性披露作为利益侵占的行为,从业绩预告的披露时机、信息性质、形式上的精确度和内容上的准确性等方面重点分析质押前和质押后控股股东的披露策略,并进一步分析其长短期的经济后果。

2 理论分析和研究假设

英美经济体股权分散,但公司管理层为个人债务而质押股权的现象较为普遍,在2016年美国罗素3000指数的公司股东年会上,内部人股权质押成为机构投资者服务公司反对管理层连任的第5大理由^[23],说明管理层股权质押被视为负面业务。《担保法》规定,被质押的股权仍由原持股人所有,控股股东股权质押不改变其控股地位,增强了金融机构对股权这一标的物价值的信心^[24],助推了股权质押的热潮。由于上市公司股价波动风险大,为保护质权人,质押合同规定了预警线和平仓线。当股价下行触及预警线或平仓线时,控股股东必须追加担保或提前赎回质押股权,否则质权人有权强制平仓或拍卖质押股权,质押股权的处置意味着控股股东丧失控制权。因此,股价是股权质押融资的关键所在,高股价可以获得高额融资,规避控制权转移风险。

业绩预告向市场披露盈余信息,具有显著的信息含量,影响投资者对公司价值的判断。没有披露业绩预告的公司买卖价差大,但业绩预告披露后,买卖价差不再明显^[25],分析师预测误差减小^[26],表明业绩预告降低了信息不对称程度。业绩预告的性质影响了股价变化的方向,坏消息导致未预期盈余回报显著为负^[27],好消息提升了股价^[28],让减持的大股东获得了超额收益^[29]。

内部人有动机扭曲业绩预告,但投资者可以从事后的财务报告、审计报告或其他信息中识别管理层的盈余偏见。若管理层隐藏信息或发布有偏见的业绩预告,投资者可以起诉管理层,管理层声誉受损,当涉及到内部交易时,这种诉讼风险更高。声誉风险和法律风险限制了管理层信息披露的自由裁量权,

诉讼风险高的管理层发布的业绩预告乐观程度低^[30],对减持的严格监管使管理层不大可能掩藏坏消息、发布好消息^[31]。但中国监管部门对业绩预告违规的处罚并没有降低后续违规的概率^[32],虽然最高人民法院分别于2002年发布的《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》和2003年发布的《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》为投资者通过司法途径获得补偿创造了条件,但由于法律执行过程中的诸多限制,其对投资者利益保护的效果并不理想^[33]。资本市场发达的国家存在成熟的经理人市场,声誉机制可以减少代理冲突。中国国有公司经理人市场受到一定程度的管制,民营企业经理人市场还不成熟,管理层面临的声誉风险也较低。在中国的制度背景下,法律和声誉的低风险难以有效约束管理层,即使被认定为虚假陈述,上市公司和责任人受到的处罚也较轻。例如,飞乐音响因2017年虚构利润导致业绩预增预告不准确,被上海证监局于2019年10月处以60万元人民币顶格罚款,时任主要责任人被处以10万元~30万元人民币罚款。处罚延迟且力度小,相比较而言,违规披露能提高管理层期权薪酬和增加减持收益等,违规的低成本和高收益是管理层策略性披露业绩预告的合理解释。

中国股权集中程度较高,第二类代理矛盾更为突出,控股股东拥有管理层的人事任免权,有能力影响公司战略管理、经营决策、信息生成和披露政策等。股权质押下,一旦控制权发生转移,控股股东的个人财务问题可能会演变为公司的财务危机,产生股价波动、生产经营中断等负面影响,管理层也面临着更换的可能。为了享受平静生活,管理层有动机配合控股股东的策略选择。此外,股权结构安排并不是掌握控制权的唯一途径,控股股东还可以通过信任和亲缘关系等社会资本影响管理层,强化控制权,双重控制链促成了管理层与控股股东的合谋。作为内部人,控股股东和管理层拥有更多的私人信息,对业绩预告发布的时间、特征、形式和内容有较大的自由裁量权,可能会在私利驱动下策略性披露。质押前发布积极的业绩预告以激发投资者的乐观情绪,在短期内拉升股价,控股股东在高位质押以获得更多融资;质押后为防范股价下跌,控股股东仍然有动机继续发布积极的业绩预告来维持股价。已有研究表明,由于资本市场的非完全有效性,即使是积极的旧消息,投资者的高度关注也能推动股价持续上涨^[34]。若出现业绩变脸等负面事件,上市公司可以发布经营方面的其他利好消息以缓解负面信息引起的股价下跌冲击^[35]。当市场出现剧烈波动时,上市公司还可以申请股票停牌,这是避免追加担保和控制权转移的最直接有效方法。存在控股股东股权质押的上市公司申请停牌的概率更高,停牌的时间更长,复牌后停牌公司的股价普遍上涨^[36]。

综上,股价反应显著、违规成本低、管理层配合、

多种手段维持股价等各种因素叠加,在获取高额质押融资、规避控制权转移风险的利益驱动下,业绩预告成为控股股东股权质押前和质押后的保价工具。因此,本研究提出假设。

H₁ 控股股东股权质押前,上市公司发布积极业绩预告的概率更高。

H₂ 控股股东股权质押当年,上市公司发布积极业绩预告的频率更高。

根据股票上市规则,当会计年度净利润为负、净利润比上年同期上升或下降50%以上、扭亏为盈时,除了可以豁免的少数情况外,上市公司应当及时进行业绩预告。虽然股票上市规则对业绩预告披露做了强制规定,但对披露的形式没有硬性约束,因此与是否披露相比,管理层对披露的精确度具有更大的裁量权。精确度是资本市场对业绩预告反应程度的重要影响因素,呈正比关系,市场对模糊的预告的反应弱于精确的预告^[37],且积极业绩预告往往会引起股价上涨,因而管理层减持前的业绩预告中,越积极的预告越精确,越消极的预告越模糊^[12],表明管理层选择不同的预告精确度以达到股价反应的不同效果。但业绩预告越精确,管理层面临的误报概率就越高,投资者可能会认为管理层经营不善或者有意高估,反而会引起负面的市场反应,股权质押下这种披露风险更大,可能会引起股价下跌。积极的、精确的业绩预告会引起股价的不利反应,因此股权质押会促使公司发布模糊的积极业绩预告。同时,模糊的业绩预告可以维持内部人与外部投资者的信息不对称,掩盖控股股东的攫取行为,代理成本越高,业绩预告精确度越低^[38]。除了业绩预告形式上的精确度外,内容上的准确性也是业绩预告质量的重要体现。当业绩预测值与实际值之间的偏离程度越小时,业绩预告越符合公司实际,业绩预告准确性越高,越有利于信息使用者作出合理决策。业绩预测值大于实际值意味着管理层对未来业绩的乐观估计,反之则意味着管理层的保守估计。控股股东防御动机占优时,业绩预告偏差增大,准确性降低^[39]。根据前文的分析,为了提高市场预期,积极的业绩预告可能乐观偏差更大、准确性更差。因此,本研究提出假设。

H₃ 控股股东股权质押前,上市公司积极业绩预告的精确度显著降低。

H₄ 控股股东股权质押前,上市公司积极业绩预告的乐观偏差显著提高,准确性显著降低。

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本研究以2005年至2019年中国A股上市公司为初始样本,共有74 270个基于公司一季度的业绩预告样本,78 302个基于公司一股东某次质押的股权质押样本,其中控股股东股权质押样本为48 624个。业绩预告数据和股权质押数据来自万德数据库,财务数据和公司治理数据来自国泰安数据库。数据合并后剔除金融保险类公司、ST和PT类公司、数据缺失

的观测值,最终得到季度样本观测值 65 192 个,年度样本观测值 20 476 个。用季度样本检验 H_1 、 H_3 和 H_4 ,用年度样本检验 H_2 。为了减轻极端异常值的影响,对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行缩尾处理。

3.2 变量定义

3.2.1 因变量

本研究的因变量为管理层业绩预告披露,分别从业绩预告性质、积极业绩预告频率、业绩预告的精确度和准确性 4 个方面考察。

(1) 业绩预告性质。将业绩预告类型为续盈、预增、略增、扭亏定义为积极业绩预告,将业绩预告类型为首亏、续亏、略减、预减定义为消极业绩预告。

(2) 积极业绩预告频率。参考李常青等^[8]的研究,采用相对值测量积极业绩预告频率。具体采用两种测量方法,第一种方法是年度内积极业绩预告次数减去消极业绩预告次数,第二种方法是年度内积极业绩预告次数减去年度内行业积极业绩预告次数的均值。

(3) 业绩预告的精确度。净利润是点预测时业绩预告精确度取值为 4,净利润是闭区间预测时取值为 3,净利润仅有上限值或下限值预测时取值为 2,没有明确的预测数值时取值为 1。

(4) 业绩预告的准确性。分别以业绩预告乐观偏差和业绩预告准确性进行测量。参考高敬忠等^[39]的研究,业绩预告乐观偏差等于净利润预测值与实际值的差额除以实际值的绝对值,该值越大乐观偏差越大;业绩预告准确性等于净利润预测值与实际值的差额除以实际值后将得到的值取绝对值,该值越大准确性越差。若业绩预告为点预测,则该点值为净利润预测值;若业绩预告为闭区间值,则中值为净利润预测值;若业绩预告为上限值或下限值,则该上限值或下限值为净利润预测值。

3.2.2 自变量和控制变量

自变量包括控股股东是否质押 (Pey 和 Peq) 和质押规模 (Pry 和 Prq)。

根据已有研究,本研究控制控股股东持股比例、股权集中度、机构投资者持股比例、董事会规模、独董比例、董事长与总经理是否两职合一、公司性质、公司规模、财务杠杆、盈利能力、上期是否亏损等变量,同时控制行业和时间(季度或年度)固定效应。

各变量的定义见表 1。

3.3 模型设计

本研究构建 3 个模型检验假设。用 (1) 式和 (3) 式检验 H_1 、 H_3 和 H_4 ,采用季度样本回归;用 (2) 式检验 H_2 ,采用年度样本回归。

$$\begin{aligned} Pos_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Pleq_{i,t} + \alpha_2 Top_{i,t} + \alpha_3 Her_{i,t} + \alpha_4 Ins_{i,t} + \\ & \alpha_5 Boa_{i,t} + \alpha_6 Ind_{i,t} + \alpha_7 Dua_{i,t} + \alpha_8 Sta_{i,t} + \\ & \alpha_9 Siz_{i,t-1} + \alpha_{10} Lev_{i,t-1} + \alpha_{11} Roe_{i,t-1} + \\ & \alpha_{12} Los_{i,t-1} + \sum In_{i,t} + \sum Qua_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Fr_{i,y} = & \beta_0 + \beta_1 Pley_{i,y} + \beta_2 Top_{i,y} + \beta_3 Her_{i,y} + \beta_4 Ins_{i,y} + \\ & \beta_5 Boa_{i,y} + \beta_6 Ind_{i,y} + \beta_7 Dua_{i,y} + \beta_8 Sta_{i,y} + \\ & \beta_9 Siz_{i,y-1} + \beta_{10} Lev_{i,y-1} + \beta_{11} Roe_{i,y-1} + \\ & \beta_{12} Los_{i,y-1} + \sum In_{i,y} + \sum Yr_{i,y} + \mu_{i,y} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} Pre_{i,t}/Ac_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 Pleq_{i,t} + \gamma_2 Pos_{i,t} + \gamma_3 Pleq_{i,t} \cdot Pos_{i,t} + \\ & \gamma_4 Top_{i,t} + \gamma_5 Her_{i,t} + \gamma_6 Ins_{i,t} + \gamma_7 Boa_{i,t} + \\ & \gamma_8 Ind_{i,t} + \gamma_9 Dua_{i,t} + \gamma_{10} Sta_{i,t} + \gamma_{11} Siz_{i,t-1} + \\ & \gamma_{12} Lev_{i,t-1} + \gamma_{13} Roe_{i,t-1} + \gamma_{14} Los_{i,t-1} + \\ & \sum In_{i,t} + \sum Qua_{i,t} + \omega_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

其中, i 为企业, t 为季度, y 为年度, $Pleq$ 分别为 Peq 和 Prq , Fr 分别为 $Fr1$ 和 $Fr2$, $Pley$ 分别为 Pey 和 Pry , Ac 分别为 $Ac1$ 和 $Ac2$, α_0 、 β_0 和 γ_0 为常数项, $\alpha_1 \sim \alpha_{12}$ 、 $\beta_1 \sim \beta_{12}$ 和 $\gamma_1 \sim \gamma_{14}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}$ 、 $\mu_{i,y}$ 和 $\omega_{i,t}$ 为残差项。

4 实证结果和分析

4.1 描述性统计分析

表 2 给出主要变量的描述性统计结果。由季度样本可知, Pos 的均值为 0.644, 中位数为 1, 表明样本本公司发布了更多的积极业绩预告; Pre 的均值为 3.121, 中位数为 3, 表明业绩预告中闭区间预测值和点预测值更多; Top 的均值为 0.341, 中位数为 0.318, 表明样本本公司控股股东持股比例普遍较高, 达到 30% 以上。由年度样本可知, $Fr1$ 的均值为 0.864, 中位数为 1, 表明样本本公司年度内发布的积极业绩预告次数更多; Pry 的最大值为 1.308, 说明个别样本公司的控股股东反复质押了全部股权; Top 的均值为 0.343, 中位数为 0.322, 说明样本本公司股权集中度较高。 Ins 和 Ind 的均值分别为 0.326 和 0.373, 说明样本本公司机构投资者平均持股比例为 32.600%, 样本本公司聘用独立董事的平均比例符合监管要求; Roe 的均值为 0.073, 标准差为 0.154, 说明样本公司的盈利能力差别较大。

4.2 相关性分析

表 3 给出主要变量的 Pearson 相关分析结果。由季度样本可知, Peq 和 Prq 与 Pos 均在 1% 水平上显著正相关, 与 Pre 均在 1% 水平上显著负相关, H_1 和 H_3 初步得到验证。由年度样本可知, Pey 和 Pry 与 $Fr1$ 和 $Fr2$ 均在 1% 水平上显著正相关, H_2 初步得到验证。各个变量之间的相关系数基本都在 0.500 以下, VIF 值小于 10, 说明模型可能不存在严重的共线性问题。

4.3 回归分析

4.3.1 控股股东股权质押对积极业绩预告的披露概率及频率的影响

利用 (1) 式对季度样本进行 Logit 回归, 表 4 的 A 栏给出股权质押影响上市公司业绩预告性质的回归结果。 Peq 和 Prq 的回归系数均在 1% 水平上显著为正, 表明控股股东股权质押前 45 日内上市公司发布积极业绩预告的概率显著更高, 而且质押规模越大, 发布积极业绩预告的可能性越大, H_1 得到验证。利

表1 变量定义
Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	业绩预告性质	<i>Pos</i>	将续盈、预增、略增、扭亏定义为积极业绩预告,取值为1;将首亏、续亏、略减、预减定义为消极业绩预告,取值为0
	积极业绩预告频率	<i>Fr1</i>	年度内积极业绩预告次数减去消极业绩预告次数
		<i>Fr2</i>	年度内积极业绩预告次数减去年度内行业积极业绩预告次数的均值
	业绩预告精确度	<i>Pre</i>	净利润是点预测时取值为4,净利润是闭区间预测时取值为3,净利润仅有上限值或下限值预测时取值为2,没有明确的预测数值时取值为1
	业绩预告乐观偏差	<i>Ac1</i>	净利润预测值与实际值的差额除以实际值的绝对值
	业绩预告准确性	<i>Ac2</i>	净利润预测值与实际值的差额除以实际值后将得到的值取绝对值
自变量	控股股东是否质押	<i>Pey</i>	年度内控股股东进行过股权质押取值为1,否则取值为0
		<i>Peq</i>	季度样本中,发布业绩预告后45日内(含45日)发生股权质押取值为1,否则取值为0
	控股股东质押规模	<i>Pry</i>	年度内控股股东累计质押股数与年末持股总数的比值
		<i>Prq</i>	季度内控股股东累计质押股数与季度末持股总数的比值
控制变量	控股股东持股比例	<i>Top</i>	控股股东持股数量与总股本的比值
	股权集中度	<i>Her</i>	前五大股东持股比例的平方和
	机构投资者持股比例	<i>Ins</i>	季度末(或年末)机构投资者持股数量与总股本的比值
	董事会规模	<i>Boa</i>	董事会人数的自然对数
	独董比例	<i>Ind</i>	独立董事人数与董事会总人数的比值
	是否两职合一	<i>Dua</i>	董事长与总经理是同一人时取值为1,否则取值为0
	公司性质	<i>Sta</i>	国有公司取值为1,否则取值为0
	公司规模	<i>Siz</i>	总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	负债与资产的比值
	盈利能力	<i>Roe</i>	净资产收益率
	上期是否亏损	<i>Los</i>	净利润小于0取值为1,否则取值为0
	行业虚拟变量	<i>In</i>	以证监会《上市公司行业分类指引》为分类标准,制造业按二级子行业划分
	年度虚拟变量	<i>Yr</i>	按年度取虚拟变量
季度虚拟变量	<i>Qua</i>	按季度取虚拟变量	

用(2)式对年度样本进行OLS回归,表4的B栏给出股权质押影响上市公司积极业绩预告披露频率的回归结果。*Pey*和*Pry*的回归系数均在1%水平上显著为正,表明控股股东股权质押当年上市公司发布积极业绩预告的次数增多,而且质押规模越大,频率越高, H_2 得到验证。两栏的控制变量中,*Top*和*Dua*的

回归系数显著为正,表明控股股东持股比例越大,越倾向于多次发布积极业绩预告,董事长与总经理两职合一更便于控股股东与管理层的合谋。*Sta*的回归系数显著为负,表明国有公司发布积极业绩预告的概率和频率低,意味着国有公司控股股东通过业绩预告的策略性披露影响股价的动机不强。

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
季度样本						年度样本					
<i>Pos</i>	0.644	0.479	0	1	1	<i>Fr1</i>	0.864	2.610	-4	1	4
<i>Pre</i>	3.121	0.651	1	3	4	<i>Fr2</i>	0.026	1.391	-2.420	-0.013	2.544
<i>Ac1</i>	0.045	0.247	-0.485	0.004	1.684	<i>Pey</i>	0.195	0.397	0	0	1
<i>Ac2</i>	0.119	0.255	0	0.047	1.913	<i>Pry</i>	0.109	0.269	0	0	1.308
<i>Peq</i>	0.130	0.336	0	0	1	<i>Top</i>	0.343	0.146	0.088	0.322	0.730
<i>Prq</i>	0.033	0.111	0	0	0.683	<i>Her</i>	0.160	0.111	0.015	0.132	0.534
<i>Top</i>	0.341	0.142	0.099	0.318	0.720	<i>Ins</i>	0.326	0.235	0	0.307	0.854
<i>Her</i>	0.157	0.108	0.018	0.129	0.524	<i>Boa</i>	2.133	0.199	1.609	2.197	2.708
<i>Ins</i>	0.309	0.228	0	0.283	0.827	<i>Ind</i>	0.373	0.052	0.300	0.333	0.571
<i>Boa</i>	2.122	0.195	1.609	2.197	2.639	<i>Dua</i>	0.278	0.448	0	0	1
<i>Ind</i>	0.374	0.053	0.308	0.333	0.571	<i>Sta</i>	0.335	0.472	0	0	1
<i>Dua</i>	0.299	0.458	0	0	1	<i>Siz</i>	21.620	1.224	19.230	21.480	25.360
<i>Sta</i>	0.295	0.456	0	0	1	<i>Lev</i>	0.421	0.212	0.046	0.415	0.903
<i>Siz</i>	21.680	1.174	19.150	21.540	25.140	<i>Roe</i>	0.073	0.154	-0.728	0.074	0.477
<i>Lev</i>	0.414	0.225	0.040	0.397	1.093	<i>Los</i>	0.129	0.336	0	0	1
<i>Roe</i>	0.041	0.078	-0.302	0.031	0.321						
<i>Los</i>	0.148	0.355	0	0	1						

注：季度样本中，由于部分样本的业绩预告没有明确的预测值，*Ac1*和*Ac2*的样本量为64 790，其他变量的样本量为65 192，年度样本量为20 476，下同。

表3 Pearson 相关系数分析结果
Table 3 Results for Pearson Correlation Coefficients Analysis

季度样本	<i>Pos</i>	<i>Pre</i>	<i>Ac1</i>	<i>Ac2</i>	<i>Peq</i>	<i>Prq</i>
<i>Pos</i>	1					
<i>Pre</i>	0.102***	1				
<i>Ac1</i>	-0.089***	0.015***	1			
<i>Ac2</i>	-0.188***	0.106***	0.630***	1		
<i>Peq</i>	0.048***	-0.042***	-0.003	-0.005	1	
<i>Prq</i>	0.035***	-0.030***	-0.002	-0.004	0.777***	1
年度样本	<i>Fr1</i>	<i>Fr2</i>	<i>Pey</i>	<i>Pry</i>		
<i>Fr1</i>	1					
<i>Fr2</i>	0.895***	1				
<i>Pey</i>	0.077***	0.081***	1			
<i>Pry</i>	0.059***	0.070***	0.824***	1		

注：***为在1%水平上显著，双尾检验，下同。

表4 控股股东股权质押与积极业绩预告概率和频率

Table 4 Controlling Shareholders' Stock Pledge and the Probability and the Frequency of the Positive Earnings Forecast

变量	Pos		变量	Fr1		Fr2	
A 栏: 股权质押与积极业绩预告概率			B 栏: 股权质押与积极业绩预告频率				
<i>Peq</i>	0.136*** (3.614)		<i>Pey</i>	0.189*** (3.695)		0.175*** (6.151)	
<i>Prq</i>		0.544*** (5.235)	<i>Pry</i>		0.218*** (2.882)		0.206*** (4.927)
<i>Top</i>	0.901** (2.494)	0.926** (2.565)	<i>Top</i>	0.010** (2.025)	0.011** (2.178)	0.005* (1.677)	0.006* (1.916)
<i>Her</i>	-1.383*** (-2.890)	-1.402*** (-2.933)	<i>Her</i>	-1.091* (-1.680)	-1.170* (-1.804)	-0.782** (-2.090)	-0.853** (-2.279)
<i>Ins</i>	0.662*** (9.056)	0.664*** (9.087)	<i>Ins</i>	0.012*** (12.392)	0.012*** (12.351)	0.007*** (12.123)	0.007*** (12.050)
<i>Boa</i>	0.075 (0.812)	0.075 (0.817)	<i>Boa</i>	0.340*** (2.696)	0.341*** (2.698)	0.103 (1.462)	0.104 (1.470)
<i>Ind</i>	-0.306 (-0.947)	-0.305 (-0.943)	<i>Ind</i>	-0.409 (-0.906)	-0.400 (-0.885)	-0.213 (-0.831)	-0.205 (-0.796)
<i>Dua</i>	0.050* (1.718)	0.051* (1.733)	<i>Dua</i>	0.127*** (2.661)	0.129*** (2.702)	0.081*** (2.977)	0.083*** (3.043)
<i>Sta</i>	-0.302*** (-7.732)	-0.301*** (-7.743)	<i>Sta</i>	-0.593*** (-10.913)	-0.605*** (-11.181)	-0.452*** (-13.821)	-0.462*** (-14.210)
<i>Siz</i>	0.145*** (7.809)	0.146*** (7.869)	<i>Siz</i>	0.020 (0.962)	0.023 (1.072)	0.008 (0.636)	0.010 (0.805)
<i>Lev</i>	-0.776*** (-7.744)	-0.779*** (-7.785)	<i>Lev</i>	-0.564*** (-4.886)	-0.562*** (-4.870)	-0.615*** (-9.098)	-0.614*** (-9.071)
<i>Roe</i>	12.093*** (25.202)	12.110*** (25.217)	<i>Roe</i>	0.010*** (7.661)	0.010*** (7.654)	0.002*** (2.817)	0.002*** (2.822)
<i>Los</i>	0.199*** (4.642)	0.198*** (4.610)	<i>Los</i>	0.377*** (5.274)	0.380*** (5.323)	0.132*** (3.440)	0.135*** (3.522)
常数项	-3.926*** (-7.143)	-3.961*** (-7.206)	常数项	-1.606*** (-3.157)	-1.663*** (-3.271)	0.288 (1.043)	0.236 (0.854)
行业效应	控制	控制	行业效应	控制	控制	控制	控制
季度效应	控制	控制	年份效应	控制	控制	控制	控制
准 R ²	0.127	0.127	调整的 R ²	0.074	0.074	0.044	0.043
卡方值	2 691.497	2 690.163	F 值	35.138	35.008	20.588	20.252
样本观测值	65 192	65 192	样本观测值	20 476	20 476	20 476	20 476

注: A 栏括号内数据为经公司层面聚类调整的z值, B 栏括号内数据为经公司层面聚类调整的t值; **为在5%水平上显著, *为在10%水平上显著, 双尾检验, 下同。

4.3.2 控股股东股权质押对积极业绩预告精确度和准确性的影响

表5 给出股权质押影响业绩预告精确度和准确性的回归结果。(1)列中 *Peq* 的回归系数在1%水平

上显著为负,(4)列中 *Prq* 的回归系数在5%水平上显著为负,表明控股股东股权质押前45日内上市公司披露的业绩预告精确度低,质押规模越大,精确度越差,意味着机会主义动机影响业绩预告的形式。(2)

表5 控股股东股权质押与积极业绩预告精确度、准确性

Table 5 Controlling Shareholders' Stock Pledge and the Precision and the Accuracy of the Positive Earnings Forecast

变量	Pre					Ac1		Ac2	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Peq</i>	-0.118*** (-4.201)		-0.111*** (-3.900)			-0.038 (-0.626)		-0.069 (-1.140)	
<i>Pos</i>		0.242*** (8.379)	0.241*** (8.377)		0.242*** (8.379)	-0.319** (-2.388)	-0.316** (-2.401)	-0.355*** (-2.655)	-0.351*** (-2.668)
<i>Peq</i> · <i>Pos</i>			-0.274*** (-5.305)			0.275* (1.906)		0.305** (2.116)	
<i>Prq</i>				-0.203** (-2.567)	-0.207*** (-2.581)		-0.041 (-0.610)		-0.089 (-1.323)
<i>Prq</i> · <i>Pos</i>					-0.633*** (-3.818)		0.473** (2.051)		0.525** (2.281)
常数项						-3.380 (-1.319)	-3.372 (-1.329)	-3.140 (-1.226)	-3.117 (-1.229)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
季度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
准 R^2	0.172	0.173	0.173	0.172	0.173				
卡方值	2 897.333	2 867.894	2 936.609	2 854.875	2 889.528				
调整的 R^2						0.016	0.016	0.016	0.016
F 值						2.765	2.723	3.511	3.492
样本观测值	65 192	65 192	65 192	65 192	65 192	64 790	64 790	64 790	64 790

注：因变量为 *Pre* 时采用有序Logit回归；(1)列~(5)列括号内数据为经公司层面聚类调整的 z 值，(6)列~(9)列括号内数据为经公司层面聚类调整的 t 值。

列中 *Pos* 的回归系数在 1% 水平上显著为正，表明积极业绩预告的精确度高，业绩预告的性质是精确度的影响因素之一。(3)列和(5)列中 *Peq* · *Pos* 和 *Prq* · *Pos* 的回归系数均在 1% 水平上显著为负，表明控股股东股权质押降低了积极业绩预告的精确度，质押规模越大，积极业绩预告的精确度降低得越多， H_3 得到验证。(6)列~(9)列中，*Pos* 的回归系数均显著为负，表明积极业绩预告的乐观偏差更小，准确性更高；*Peq* · *Pos* 和 *Prq* · *Pos* 的回归系数均显著为正，表明股权质押提高了积极业绩预告的乐观偏差，降低了积极业绩预告的准确性， H_4 得到验证。以上检验结果说明，机会主义动机不仅影响业绩预告的性质，还会降低精确度和准确性，影响业绩预告的质量。

4.4 稳健性检验

4.4.1 内生性问题检验

理性的市值管理可能使股价持续平稳增长，降低大跌风险，有助于股权质押^[40]，因而控股股东股权质押与积极业绩预告之间可能存在内生性，本研究采

用工具变量法和倾向得分匹配法进行检验。

(1) 工具变量法

借鉴谢德仁等^[41]的做法，季度样本选取同年度同季度同行业的平均质押率 (*Prqm*) 作为 *Peq* 和 *Prq* 的工具变量，年度样本选取同年度同行业的平均质押率 (*Prym*) 作为 *Pey* 和 *Pry* 的工具变量，表 6 给出 H_1 、 H_3 和 H_4 的稳健性检验结果。(1)列和(5)列采用 Iv-probit 模型，弱工具变量检验中 Wald 统计量的 p 值在 1% 水平上显著，说明工具变量有效。这两列中 *Peq* 和 *Prq* 的回归系数均显著为正， H_1 得到验证。(2)列和(6)列的因变量 *Pre* 是有序离散变量，采用有序 Probit 工具变量模型，反正切值 atanhrho_{12} 在 1% 水平上显著为负，拒绝了股权质押是外生变量的原假设，采用 CMP 估计进行工具变量回归。这两列中 *Peq* · *Pos* 和 *Prq* · *Pos* 的回归系数均显著为负， H_3 得到验证。(3)列和(4)列弱工具变量检验中 Cragg-Donald 统计量为 170.598，(7)列和(8)列 Cragg-Donald 统计量为 260.901，大于 Stock-Yogo 弱工具变量 10% 水平的临界值 7.031，

表6 控股股东股权质押与积极业绩预告概率及其精确度、准确性的内生性检验结果(2SLS)

Table 6 Endogenous Test Results for Controlling Shareholders' Stock Pledge and the Probability, Precision and Accuracy of the Positive Earnings Forecast (2SLS)

变量	Pos (1)	Pre (2)	Ac1 (3)	Ac2 (4)	Pos (5)	Pre (6)	Ac1 (7)	Ac2 (8)
<i>Peq</i>	0.821*** (2.849)	-0.051*** (-3.152)	0.358 (0.713)	0.249 (0.496)				
<i>Pos</i>		0.621*** (29.687)	-0.340** (-2.299)	-0.376** (-2.541)		0.622*** (29.758)	-0.321** (-2.380)	-0.356*** (-2.641)
<i>Peq·Pos</i>		-14.281*** (-26.561)	2.653** (2.070)	2.615** (2.040)				
<i>Prq</i>					2.345*** (2.856)	-0.007 (-1.624)	0.355 (0.380)	0.171 (0.183)
<i>Prq·Pos</i>						-14.325*** (-26.652)	7.987** (2.076)	7.866** (2.045)
常数项	-2.723*** (-9.231)		-3.063 (-1.147)	-2.876 (-1.077)	-2.454*** (-9.382)		-3.465 (-1.321)	-3.213 (-1.225)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
季度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Wald 统计量	8.112***				8.163***			
atanrho_12		-0.246*** (-3.025)				-0.338*** (-2.993)		
Cragg-Donald 统计量			170.598				260.901	
样本观测值	65 192	65 192	64 790	64 790	65 192	65 192	64 790	64 790

注:表中只列出第2阶段的回归结果;(1)列、(2)列、(5)列、(6)列括号内数据为经公司层面聚类调整的z值,(3)列、(4)列、(7)列、(8)列括号内数据为经公司层面聚类调整的t值。

意味着在10%水平上可以认定工具变量是合理的。(3)列、(4)列、(7)列和(8)列中*Peq·Pos*和*Prq·Pos*的回归系数均显著为正, H_4 得到验证。

对 H_2 的稳健性检验结果表明,第1阶段回归结果中*Prym*与*Pey*和*Pry*均在1%水平上显著正相关,第2阶段回归结果中Cragg-Donald统计量分别为150.530和187.255,大于Stock-Yogo弱工具变量10%水平的临界值16.380,通过了弱工具变量检验。*Pey*和*Pry*的回归系数均显著为正, H_2 得到验证。

(2) 倾向得分匹配法

考虑企业规模、市值账面比、财务杠杆、公司性质、盈利水平、控股股东持股比例因素,采用最近邻匹配方法对是否存在控股股东股权质押在季度样本和年度样本中分别进行1:1配对,最终季度样本和年度样本中配对成功的样本观测值分别为14 527个和7 730个。检验结果表明,*Peq*、*Prq*、*Pey*、*Pry*的回归系数均在1%或5%水平上显著为正,说明控股股东股权质押的上市公司发布积极业绩预告的可能性和频率更高,本研究的主要结果不变。

4.4.2 其他稳健性检验

① 2013年5月24日开始实施的《股票质押式回

购交易及登记结算业务办法(试行)》促进了股权质押业务的发展,但质押规模的迅速扩大影响了资本市场的稳定。2018年3月开始实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》对融入方、资金用途与管理、交易金额和质押率等做出了限制规定。考虑到股权质押政策的变化,本研究设置政策改革哑变量,纳入模型分析。②改变测量方法,分别用年度内积极业绩预告次数取自然对数、年度内积极业绩预告次数与业绩预告总次数的比值测量积极业绩预告频率。以上稳健性检验结果与主研究结果一致。

5 进一步分析

5.1 产权性质的调节作用

国有公司天然的政治优势使其更容易从银行获得低成本贷款,融资约束小,控股股东可以采用资金占用等其他更隐蔽、更直接的方式融资,通过影响信息披露进而获取更多质押融资的动机小。非国有公司获得银行贷款具有一定的难度,面临资金链紧张的困境,质押股权的非国有公司控股股东更有动机在质押前披露积极业绩预告以提升股价,进而获取

表7 基于产权性质的进一步分析结果
Table 7 Further Analysis Results Based on Property Rights

变量	Pos			
	非国有公司	国有公司	非国有公司	国有公司
<i>Peq</i>	0.104*** (2.712)	0.283 (1.570)		
<i>Prq</i>			0.483*** (4.520)	0.669 (1.284)
常数项	-5.667*** (-6.559)	-2.848*** (-3.810)	-5.694*** (-6.601)	-2.871*** (-3.837)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
季度效应	控制	控制	控制	控制
准 R^2	0.112	0.163	0.112	0.163
卡方值	1 704.456	1 271.454	1 701.990	1 264.935
样本观测值	45 931	19 261	45 931	19 261

注:括号内数据为经公司层面聚类调整的 t 值。

更多质押资金。将季度样本划分为国有公司和非国有公司两组,采用(1)式进行分组回归。表7给出回归结果,*Peq*和*Prq*的回归系数只在非国有公司样本中显著为正,说明非国有公司控股股东股权质押前更有可能披露积极的业绩预告。

5.2 董事会的调节作用

董事会是公司内部治理的核心,中国上市公司的董事会很大程度上受控于控股股东,董事有动机与控股股东合谋,独立董事难以发挥监督职能,控股股东可以通过董事会掏空上市公司^[42]。本研究按照董事会人数和独立董事比例的年度行业中位数分组,采用(1)式进行分组回归。回归结果表明,无论董事会规模大小和独立董事在董事会中所占比例的高低,*Peq*和*Prq*的回归系数均显著为正,说明董事会结构并不能影响控股股东的信息管理行为,在某种程度上成为控股股东机会主义行为的合谋者。

5.3 股市周期的调节作用

资本市场股价涨跌趋势呈现为牛市和熊市两种股市周期。牛市时股价整体呈上涨趋势,控股股东获得的质押资金更多,熊市时则相反。但股权质押是其他融资渠道受阻后控股股东的无奈选择,股市周期是否会影响到业绩预告的披露有待进一步实证检验。借鉴肖峻^[43]的做法,本研究根据流通市值加权平均市场季度收益率和上证综合指数涨跌幅度两类指标定义牛市和熊市,并进行分组回归。当市场季度收益率大于0时定义该季度为牛市1,小于0时定义该季度为熊市1;当股指涨幅大于或等于20%时定义该季度为牛市2,跌幅大于或等于20%时

定义该季度为熊市2。由于大部分季度的股指变化幅度较为平稳,涨跌幅大于等于20%的季度较少,因而牛市2和熊市2的样本观测值有所减少。回归结果表明,*Peq*和*Prq*的回归系数均显著为正,表明无论是牛市还是熊市,控股股东都倾向于质押前披露积极业绩预告以提升股价获得更多质押资金,股市周期并不影响控股股东业绩预告的披露策略。

5.4 控制权转移风险的调节作用

业绩预告的策略性披露并不是没有成本,业绩预告的历史准确性越差,市场对当前预测的反应越弱^[44],业绩变脸也可能会收到监管部门的关注函、问询函甚至警示函,影响上市公司声誉和控制权私利。成本和收益是控股股东需要权衡的重要因素,质押后控股股东对业绩预告的策略性披露可能受到控制权转移风险的影响。当股价下跌离平仓线距离越近时,质押的股票可能被平仓的风险越大,控制权转移风险也随之增大,此时控股股东影响业绩预告披露的动机越强。当股价离平仓线距离较远时,控制权转移风险也较小,此时控股股东信息管理的动机越弱。本研究以 t 季末存在控股股东股权质押的公司为样本,构建模型(4)式,研究股权质押后控制权转移风险对控股股东业绩预告披露的影响,即

$$\begin{aligned}
 Pos_{i,t+1} = & \delta_0 + \delta_1 Cal_{i,t+1} + \delta_2 Top_{i,t+1} + \delta_3 Her_{i,t+1} + \\
 & \delta_4 Ins_{i,t+1} + \delta_5 Boa_{i,t+1} + \delta_6 Ind_{i,t+1} + \delta_7 Dua_{i,t+1} + \\
 & \delta_8 Sta_{i,t} + \delta_9 Siz_{i,t} + \delta_{10} Lev_{i,t} + \delta_{11} Roe_{i,t} + \\
 & \delta_{12} Los_{i,t} + \sum In_{i,t} + \sum Qua_{i,t} + v_{i,t} \quad (4)
 \end{aligned}$$

其中,*Cal*为控制权转移风险,分别为 *Cal*1、*Cal*2、

$Cal3$ 、 $Cal4$ 、 $Cal5$; δ_0 为常数项, $\delta_1 \sim \delta_{12}$ 为回归系数, $v_{i,t}$ 为残差项。借鉴李常青等^[8]的做法, 假定主板质押率为55%, 中小板为50%, 创业板为45%, 采用前20个交易日均价作为基准质押价格, 平仓线为130%。当 $(t+1)$ 季度最低股价小于平仓线时, $Cal1$ 取值为1, 否则取值为0; 当 $(t+1)$ 季度最低股价离平仓线5%之内时, $Cal2$ 取值为1, 否则取值为0; 在平仓线5%~10%之内时, $Cal3$ 取值为1, 否则取值为0; 在平仓线10%~15%之内时, $Cal4$ 取值为1, 否则取值为0; 在平仓线15%以上时, $Cal5$ 取值为1, 否则取值为0。由于仅包含质押样本并使用提前期数据, 样本观测值减少为10 243。采用(4)式的回归结果表明, $Cal1 \sim Cal3$ 的回归系数均显著为正, 但回归系数大小和显著性整体而言有下降趋势; $Cal4$ 和 $Cal5$ 的回归系数均不再显著, 说明当股价下跌越临近平仓线时, 为规避控制权转移风险, 质押后控股股东披露积极业绩预告的可能性有所提高。

5.5 控股股东股权质押下业绩预告的经济效应

披露策略是成本与收益的均衡, 在法律和声誉风险较低的情况下, 控股股东更多考虑披露的收益。股权质押前积极的业绩预告是否得到了预期回报, 会产生怎样的长期效应, 这关系到控股股东管理信息披露的激励和动机问题。已有研究估算了业绩预告性质对收益的影响程度, 积极的业绩预告产生了3.2%的未预期收益, 消极预告为-14%^[45]; 业绩预告好消息的股价反应是1.96%, 坏消息则是-9.96%^[46]。ERTIMUR et al.^[47]计算披露策略对私利的影响, 认为坏消息的延时披露避免了股价下跌, 帮助IPO减持的股东获得11%的超额收益。综上, 从短期看, 积极业绩预告对股票收益有显著的正向影响。

除了股价的短期反应外, 投资者对业绩预告的反应还体现在风险判断上。业绩预告是投资者了解公司价值的重要信息, 积极的业绩预告意味着公司未来的现金流风险和财务风险低, 修正了投资者的预期, 促使投资者增持股票, 降低股权资本成本^[48]。但该结论有一个前提假设, 即披露的信息是能够调整市场预期的高质量的信息。积极业绩预告可能是公司盈利预测的真实描述, 也可能是内部人利益驱动下的机会主义行为, 反而会加重中小股东与内部人的信息不对称。难以消除的逆向选择可能使投资者对积极乐观消息存在怀疑, 认为内部人会从高股价中获取私利, 进而提高风险预期。实证研究证实了这一点, 业绩预告的坏消息提高了股权资本成本, 但业绩预告的好消息并没有显著降低股权资本成本^[49]。HINSON^[50]将管理层业绩预告的动机分为迎合准则要求、管理层私利、管理层与股东合谋3种, 研究发现这3种机会主义动机下的业绩预告都导致更高的股权资本成本。控股股东股权质押情景下策略性披露业绩预告就属于管理层与控股股东的合谋, 已有研究普遍证实, 质押后控股股东的道德风险增大, 与中小股东的代理冲突加重, 短视的财务政策损害了公司价值。从长期看, 中小股东能够识别出控股股

东策略性影响业绩预告的动机, 将股权质押视为消极信号, 可能会要求更高的溢价补偿。

本研究从股票收益率和股权资本成本两个角度对长短期效应做进一步检验, 即

$$Ret_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 Pos_{i,t} + \rho_2 Top_{i,t} + \rho_3 Her_{i,t} + \rho_4 Ins_{i,t} + \rho_5 Boa_{i,t} + \rho_6 Ind_{i,t} + \rho_7 Dua_{i,t} + \rho_8 Sta_{i,t} + \rho_9 Siz_{i,t} + \rho_{10} Lev_{i,t} + \rho_{11} Roe_{i,t} + \rho_{12} Los_{i,t} + \sum In_{i,t} + \sum Qua_{i,t} + \sigma_{i,t} \quad (5)$$

$$R_{i,y} = \eta_0 + \eta_1 Pley_{i,y} + \eta_2 Pos_{i,y} + \eta_3 Pley_{i,y} \cdot Pos_{i,y} + \eta_4 Ins_{i,y} + \eta_5 Dua_{i,y} + \eta_6 Sta_{i,y} + \eta_7 Siz_{i,y} + \eta_8 Lev_{i,y} + \sum In_{i,y} + \sum Yr_{i,y} + \psi_{i,y} \quad (6)$$

其中, Ret 为股票收益率, R 为股权资本成本, ρ_0 和 η_0 为常数项, $\rho_1 \sim \rho_{12}$ 和 $\eta_1 \sim \eta_8$ 为回归系数, $\sigma_{i,t}$ 和 $\psi_{i,y}$ 为残差项。借鉴易志高等^[51]的做法, 质押样本为业绩预告日至股权质押日期期间的日均收盘价减去业绩预告日前第45日(和第30日)至业绩预告日期期间的日均收盘价(即基准价)再除以基准价, 非质押样本为业绩预告日至其后45日(和30日)的日均收盘价减去业绩预告日前第45日(或第30日)至业绩预告日期期间的日均收盘价(即基准价)再除以基准价。(6)式采

用PEG模型估算 R , $R = \sqrt{\frac{eps_{y+2} - eps_{y+1}}{P_y}}$, P_y 为第 y 年末收盘价, eps_{y+1} 为第 $y+1$ 年的期望每股收益, eps_{y+2} 为第 $y+2$ 年的期望每股收益。考虑到中国盈余预测数据缺失会影响到样本量, 采用LI et al.^[52]提出的RI模型回归预测未来第一年和第二年的每股收益。(5)式用季度样本回归, (6)式用年度样本回归。

由于部分样本日收盘价缺失, 业绩预告后45日内质押和非质押全样本量减少为54 122。(5)式的回归结果表明, Pos 的回归系数显著为正, 说明积极业绩预告提高了股票收益率, 业绩预告后30日质押和非质押全样本得出相同的结果。这意味着业绩预告好消息向市场传递了积极信号, 市场对积极业绩预告给予正面反应, 并在股价中得到体现, 给控股股东带来了显著的收益, 因此控股股东股权质押前有强烈的动机披露积极业绩预告, 与 H_1 相呼应。

由于股权资本成本存在缺失值, 样本量减少为10 013。(6)式的回归结果表明, Pos 的回归系数在1%水平上显著为负, $Pey \cdot Pos$ 和 $Pry \cdot Pos$ 的回归系数显著为正, 说明积极的业绩预告传递了公司价值高的信号, 降低了投资者要求的风险溢价, 但质押削弱了积极业绩预告对股权资本成本的降低作用, 且质押比例越高, 这种削弱程度越强。从长期看, 股权质押提高了积极业绩预告的信息风险, 中小股东要求更高的风险溢价来补偿承担的代理成本。

6 结论

本研究重点关注股权质押前控股股东的市值管理行为, 研究股权质押业务驱动下控股股东对上市公司业绩预告披露的策略性影响, 进一步检验产权性质、董事会治理、股市周期和控制权转移风险对

这一影响的调节作用以及业绩预告策略性披露的长短期资本市场效应。研究表明,①控股股东股权质押前,上市公司发布积极业绩预告的概率更大;控股股东股权质押当年,上市公司发布积极业绩预告的频率更高;质押规模提高了积极业绩预告发布的概率和频率。②积极业绩预告的精确度和准确性较高,但控股股东股权质押前,积极业绩预告的精确度和准确性显著降低,乐观偏差增大;质押规模越大,积极业绩预告的精确度和准确性越低,乐观偏差越大。③非国有公司的控股股东在股权质押前更有可能披露积极的业绩预告,董事会结构和股市周期对质押前积极业绩预告的披露概率没有影响;质押后股价下跌离平仓线越近,上市公司发布积极业绩预告的概率越大。④短期看,积极业绩预告提升了股价,激励了控股股东股权质押前业绩预告的策略性披露行为;但长期看,中小股东能够识别出控股股东股权质押的机会主义动机和策略性信息披露行为,质押削弱了积极业绩预告对股权资本成本的降低作用,质押比例越大,这种削弱程度越强。

本研究的贡献在于:①已有研究从交易驱动信息管理视角探讨大股东与高管的信息管理行为^[29,50],本研究以股权质押业务为切入点,研究控股股东业绩预告的策略性披露,是对控股股东交易驱动信息管理研究的补充。②目前对控股股东股权质押的研究集中在经济后果方面,本研究重点探讨股权质押前控股股东的市值管理行为,从业绩预告的披露时机、披露性质、精确度和准确性等较为全面地探讨披露策略,从短期效应角度为事前市值管理的动机提供了经验证据。

本研究对上市公司、投资者和监管层都有重要的启示。①对上市公司而言,虽然质押前的业绩预告披露管理拉升了股价,但长期看,控股股东股权质押降低了业绩预告信息质量,资本市场能够识别这种代理风险和信​​息风险,将控股股东的股权质押行为视作消极信号。因此,上市公司有必要加强股权质押信息的披露,如充分披露质押资金的用途、后续使用情况等,避免资本市场过度解读质押风险和控股股东的机会主义而引起股权融资困难。同时,为了缓解第二类代理问题,上市公司可以借助员工持股计划等推进混合所有制改革,增强其他大股东对控股股东权利的监督制衡,强化董事的责任和义务。②业绩预告策略性披露很可能成为控股股东利益输送的手段和工具,处于信息劣势的中小投资者大多根据股价波动做出买卖决策,管理层配合控股股东的信息管理行为违背了资本市场公平、公开、公正的原则,很可能导致中小投资者的利益受损,因此中小投资者应谨慎分析和解读业绩预告。③鉴于业绩预告对资本市场的重要影响及股权质押的负面效应,在证券发行全面实施注册制的背景下,监管部门需规范控股股东股权质押行为,识别并加强对信息披露违规行为的监管和处罚力度,加强中小投资者教育。

本研究存在一定的局限性,业绩预告披露策略重点考察了披露时点、披露性质和披露质量,披露意愿是否也会受到控股股东股权质押的影响有待进一步考察;内外部公司治理和宏观经济政策都会影响上市公司的信息披露行为,本研究主要从内部公司治理和股市周期角度进行调节作用的分析,未来可以从产品市场竞争、产业政策等角度进行全面考察。

参考文献:

- [1] BEYER A, COHEN D A, LYS T Z, et al. The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(2/3): 296-343.
- [2] ABOODY D, KASZNIK R. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 2000, 29(1): 73-100.
- [3] JACKSON A B, GALLERY G, BALATBAT M C A. The impact of litigation risk on the strategic timing of management earnings forecasts. *Accounting & Finance*, 2015, 55(2): 467-495.
- [4] 赵国宇. 大股东控股、报酬契约与合谋掏空: 来自民营上市公司的经验证据. *外国经济与管理*, 2017, 39(7): 105-117.
ZHAO Guoyu. Controlling shareholders, compensation contracts and tunneling in collusion: evidence from private listed companies. *Foreign Economics & Management*, 2017, 39(7): 105-117.
- [5] 柯艳蓉, 李玉敏, 吴晓晖. 控股股东股权质押与企业投资行为: 基于金融投资和实业投资的视角. *财贸经济*, 2019, 40(4): 50-66.
KE Yanrong, LI Yumin, WU Xiaohui. Controlling shareholder's equity pledge and corporate investment: from the perspective of financial investment and real investment. *Finance & Trade Economics*, 2019, 40(4): 50-66.
- [6] 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. *金融研究*, 2018(4): 172-189.
LIAO Ke, CUI Chenyu, XIE Deren. Controlling shareholders' share pledging and dividends policy choice of listed companies. *Journal of Financial Research*, 2018(4): 172-189.
- [7] 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”. *财贸经济*, 2018, 39(4): 82-98.
LI Changqing, XING Wei, LI Maoliang. Controlling shareholder equity pledge and cash holding: tunneling or takeover avoidance. *Finance & Trade Economics*, 2018, 39(4): 82-98.
- [8] 李常青, 幸伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露. *统计研究*, 2017, 34(12): 75-86.
LI Changqing, XING Wei. The controlling shareholders share pledges and the information disclosure of listed companies. *Statistical Research*, 2017, 34(12): 75-86.
- [9] 徐高彦, 曹俊颖, 徐汇丰, 等. 上市公司盈余预告择时披露策略及市场反应研究: 基于股票市场波动的视角. *会计研究*, 2017(2): 35-41.
XU Gaoyan, CAO Junying, XU Hui Feng, et al. The study on timing strategy of listed corporation earnings preannouncement disclosure: based on the perspective of stock market volatility. *Accounting Research*, 2017(2): 35-41.
- [10] ROGERS J L. Disclosure quality and management trading incentives. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(5): 1265-1296.

- [11] BAGINSKI S P, CONRAD E J, HASSELL J M. The effects of management forecast precision on equity pricing and on the assessment of earnings uncertainty. *The Accounting Review*, 1993, 68(4): 913-927.
- [12] CHENG Q, LUO T, YUE H. Managerial incentives and management forecast precision. *The Accounting Review*, 2013, 88(5): 1575-1602.
- [13] 程小可, 李昊洋, 高升好. 机构投资者调研与管理层盈余预测方式. *管理科学*, 2017, 30(1): 131-145.
CHENG Xiaoke, LI Haoyang, GAO Shenghao. Institutional investors' site visit and the method of management earnings forecasts. *Journal of Management Science*, 2017, 30(1): 131-145.
- [14] 刘柏, 卢家锐. “好公民”还是“好演员”: 企业社会责任行为异象研究: 基于企业业绩预告视角. *财经研究*, 2018, 44(5): 97-108.
LIU Bai, LU Jiarui. “Good citizen” or “good actor”: a study on corporate social responsibility behavior anomalies: from the perspective of corporate earnings forecasts. *Journal of Finance and Economics*, 2018, 44(5): 97-108.
- [15] 姜国华, 岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究. *管理世界*, 2005, 21(9): 119-126, 157.
JIANG Guohua, YUE Heng. A study of the relationship between big shareholders' diverting listed companies' capital and the stock returns of these companies. *Journal of Management World*, 2005, 21(9): 119-126, 157.
- [16] 罗琦, 吴哲栋. 控股股东代理问题与公司现金股利. *管理科学*, 2016, 29(3): 112-122.
LUO Qi, WU Zhedong. Agency problem between controlling and minority shareholders and corporate cash dividend. *Journal of Management Science*, 2016, 29(3): 112-122.
- [17] 吴先聪, 张健, 胡志颖. 机构投资者特征、终极控制人性质与大股东掏空: 基于关联交易视角的研究. *外国经济与管理*, 2016, 38(6): 3-20.
WU Xiancong, ZHANG Jian, HU Zhiying. Heterogeneity of institutional investors, features of ultimate controllers and large shareholders' tunneling: a study based on the related-party transactions. *Foreign Economics & Management*, 2016, 38(6): 3-20.
- [18] 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. *经济研究*, 2018, 53(1): 138-152.
WANG Xiongyuan, OUYANG Caiyue, SHI Zhenyang. Controlling shareholder's shares pledge, the risk of losing control rights and tax avoidance. *Economic Research Journal*, 2018, 53(1): 138-152.
- [19] 李常青, 李宇坤, 李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入. *金融研究*, 2018(7): 143-157.
LI Changqing, LI Yukun, LI Maoliang. Control shareholder's share pledge and firms' innovation investment. *Journal of Financial Research*, 2018(7): 143-157.
- [20] 杨鸣京, 程小可, 钟凯. 股权质押对企业创新的影响研究: 基于货币政策不确定性调节效应的分析. *财经研究*, 2019, 45(2): 139-152.
YANG Mingjing, CHENG Xiaoke, ZHONG Kai. The effect of stock pledge on enterprise innovation: based on the adjustment effect of monetary policy uncertainty. *Journal of Finance and Economics*, 2019, 45(2): 139-152.
- [21] 谢德仁, 廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理. *会计研究*, 2018(8): 21-27.
XIE Deren, LIAO Ke. Share pledging by controlling shareholders and real earnings management of listed firms. *Accounting Research*, 2018(8): 21-27.
- [22] 钱爱民, 张晨宇. 股权质押与信息披露策略. *会计研究*, 2018(12): 34-40.
QIAN Aimin, ZHANG Chenyu. Share pledge and firms' voluntary disclosure. *Accounting Research*, 2018(12): 34-40.
- [23] DOU Y, MASULIS R W, ZEIN J. Shareholder wealth consequences of insider pledging of company stock as collateral for personal loans. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(12): 4810-4854.
- [24] 艾大力, 王斌. 论大股东股权质押与上市公司财务: 影响机理与市场反应. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2012, 27(4): 72-76.
AI Dali, WANG Bin. Blockholders' pledge of stock right and corporate finance in public-listed companies: influence mechanism and market reaction. *Journal of Beijing Technology and Business University (Social Science)*, 2012, 27(4): 72-76.
- [25] COLLER M, YOHN T L. Management forecasts and information asymmetry: an examination of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research*, 1997, 35(2): 181-191.
- [26] 李馨子, 肖土盛. 管理层业绩预告有助于分析师盈余预测修正吗. *南开管理评论*, 2015, 18(2): 30-38.
LI Xinzi, XIAO Tusheng. Are management earnings forecasts useful for analyst forecast revisions. *Nankai Business Review*, 2015, 18(2): 30-38.
- [27] KASZNIK R, LEV B. To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise. *The Accounting Review*, 1995, 70(1): 113-134.
- [28] LEV B, PENMAN S H. Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 1990, 28(1): 49-76.
- [29] 鲁桂华, 张静, 刘保良. 中国上市公司自愿性积极业绩预告: 利公还是利私: 基于大股东减持的经验证据. *南开管理评论*, 2017, 20(2): 133-143.
LU Guihua, ZHANG Jing, LIU Baoliang. Do voluntary positive earnings forecasts of Chinese listed companies benefit public or private interests? Empirical evidence based on the major shareholders' selling of non-tradable shares. *Nankai Business Review*, 2017, 20(2): 133-143.
- [30] ROGERS J L, STOCKEN P C. Credibility of management forecasts. *The Accounting Review*, 2005, 80(4): 1233-1260.
- [31] CHENG Q, LO K. Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(5): 815-848.
- [32] 宋云玲, 李志文, 纪新伟. 从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果. *金融研究*, 2011(6): 136-149.
SONG Yunling, LI Zhiwen, JI Xinwei. On the regulatory effects of the Chinese securities regulation in view of the management forecasts frauds. *Journal of Financial Research*, 2011(6): 136-149.
- [33] 张晓东. IPO 保荐机构主动担责与投资者利益保护. *中国工业经济*, 2017(2): 79-97.
ZHANG Xiaodong. Indemnity offer of IPO sponsor and investor's interest protection. *China Industrial Economics*, 2017(2): 79-97.
- [34] HUBERMAN G, REGEV T. Contagious speculation and a cure for cancer: a nonevent that made stock prices soar. *The Journal of*

- Finance*, 2001, 56(1): 387–396.
- [35] 史青春, 徐露莹. 负面舆情对上市公司股价波动影响的实证研究. *中央财经大学学报*, 2014(10): 54–62.
SHI Qingchun, XU Luying. Empirical research on the listed companies' stock prices affected by negative public opinion. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2014(10): 54–62.
- [36] 罗进辉, 向元高, 金思静. 大股东股权质押与股票停牌操纵: 基于“千股停牌”事件的研究. *财经研究*, 2020, 46(7): 122–137.
LUO Jinhui, XIANG Yuangao, JIN Sijing. Stock pledge of block shareholders and manipulation of stock trading halt: evidence from a wave event of stock trading halt. *Journal of Finance and Economics*, 2020, 46(7): 122–137.
- [37] SUBRAMANYAM K R. Uncertain precision and price reactions to information. *The Accounting Review*, 1996, 71(2): 207–219.
- [38] 袁振超, 岳衡, 谈文峰. 代理成本、所有权性质与业绩预告精确度. *南开管理评论*, 2014, 17(3): 49–61.
YUAN Zhenchao, YUE Heng, TAN Wenfeng. Agency cost, ownership nature and management forecast precision. *Nankai Business Review*, 2014, 17(3): 49–61.
- [39] 高敬忠, 韩传模, 王英允. 控股股东行为与管理层业绩预告披露策略: 以我国A股上市公司为例. *审计与经济研究*, 2013, 28(4): 75–83.
GAO Jingzhong, HAN Chuanmo, WANG Yingyun. Action of control shareholders and the information disclosure strategy of management: an empirical study of China A share listed companies. *Journal of Audit & Economics*, 2013, 28(4): 75–83.
- [40] 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. *会计研究*, 2015(5): 42–49.
LI Ni, ZHENG Guojian. Stock pledge and expropriations of controlling shareholders motivating by market capitalization management. *Accounting Research*, 2015(5): 42–49.
- [41] 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. *管理世界*, 2016, 32(5): 128–140.
XIE Deren, ZHENG Dengjin, CUI Chenyu. Is controlling shareholder's share pledge a potential “mine”? *Journal of Management World*, 2016, 32(5): 128–140.
- [42] 焦健, 刘银国, 刘想. 股权制衡、董事会异质性与大股东掏空. *经济学动态*, 2017(8): 62–73.
JIAO Jian, LIU Yinguo, LIU Xiang. Equity restriction, board heterogeneity and tunneling. *Economic Perspectives*, 2017(8): 62–73.
- [43] 肖峻. 股市周期与基金投资者的选择. *经济学(季刊)*, 2013, 12(4): 1299–1320.
XIAO Jun. Stock market cycle and fund investors' choices. *China Economic Quarterly*, 2013, 12(4): 1299–1320.
- [44] 李馨子, 罗婷. 业绩预测历史准确度的声誉效应. *金融研究*, 2014(1): 152–166.
LI Xinzi, LUO Ting. The reputation effect of prior management forecast accuracy. *Journal of Financial Research*, 2014(1): 152–166.
- [45] SKINNER D J. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 1994, 32(1): 38–60.
- [46] HUTTON A P, MILLER G S, SKINNER D J. The role of supplementary statements with management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(5): 867–890.
- [47] ERTIMUR Y, SLETTEN E, SUNDER J. Large shareholders and disclosure strategies: evidence from IPO lockup expirations. *Journal of Accounting and Economics*, 2014, 58(1): 79–95.
- [48] EVANS J H, III, SRIDHAR S S. Disclosure-disciplining mechanisms: capital markets, product markets, and shareholder litigation. *The Accounting Review*, 2002, 77(3): 595–626.
- [49] KIM J W, SHI Y Q. Voluntary disclosure and the cost of equity capital: evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2011, 30(4): 348–366.
- [50] HINSON L A. *Management earnings forecast policies and the cost of equity capital: do motives matter?*. Gainesville, Florida: The University of Florida, 2018.
- [51] 易志高, 潘子成, 茅宁, 等. 策略性媒体披露与财富转移: 来自公司高管减持期间的证据. *经济研究*, 2017, 52(4): 166–180.
YI Zhigao, PAN Zicheng, MAO Ning, et al. Strategic media disclosure and wealth transfer: evidence from managers' stock selling. *Economic Research Journal*, 2017, 52(4): 166–180.
- [52] LI K K, MOHANRAM P. Evaluating cross-sectional forecasting models for implied cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 2014, 19(3): 1152–1185.

Controlling Shareholders' Stock Pledge and Strategic Disclosure of Earnings Forecast

ZHANG Junhua

Accounting School, Henan University of Economics and Law, Zhengzhou 450046, China

Abstract: Earnings forecast is one of the important accounting information, which affects the value judgment of investors in the capital market and has gradually become a tool for management to maximize personal interests. In China, the degree of equity concentration is relatively high, and the type II agency problem is more prominent. Driven by interests, controlling shareholders have the ability to collude with the management to influence earnings forecast disclosure. However, it is difficult

to directly identify the motives and behaviors of controlling shareholders' expropriation. Therefore, the popular pledge business of controlling shareholders in recent years provides a research perspective.

Based on the type II agency problem, this study takes Chinese A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2005 to 2019 as research samples and uses multiple regression analysis methods such as logit, ordered logit, and OLS, etc. to empirically test the relationship between controlling shareholders' stock pledge and strategic disclosure of earnings forecast. Furthermore, this study analyzes the moderating effects on the above relationship from property rights, board structure, stock market cycle, and the risk of control transfer. On this basis, the long-term and short-term effects of earnings forecast' strategic disclosure are also explored from the perspectives of stock return and the cost of equity capital.

The results show that listed companies are prone to releasing positive earnings forecast before controlling shareholders' stock pledge, yet the precision and accuracy of positive earnings forecast are less, and optimistic bias is more; the frequency of this disclosure is higher during the stock pledge year. The basic results remain robust after endogenous problems and policy change are controlled. Further research indicates that non-state-owned enterprises' controlling shareholders are more likely to disclose positive earnings forecast before the stock pledge; the board structure and stock market cycle have no effect on the disclosure probability of positive earnings forecast before the pledge; the greater the risk of control right transfer after the pledge, the greater the probability of positive earnings forecast disclosure by listed companies. In the short term, the positive earnings forecast can boost the stock price, which is beneficial to a high-price stock pledge of the controlling shareholders, but in the long run, the pledge weakens the effect of the positive earnings forecast on reducing the cost of equity capital.

The research results provide further evidence for controlling shareholders to use information disclosure for market value management, to enrich the research on the influencing factors of earnings forecast disclosure, and extend the results of trading-driven information management. In practice, it has certain enlightenment significant for listed companies to optimize the governance structure, small and medium-sized investors to fully understand the earnings forecast, and the regulatory authorities to strengthen the supervision of information disclosure.

Keywords: controlling shareholders' stock pledge; earnings forecast; strategic disclosure; precision; accuracy

Received Date: May 16th, 2019 **Accepted Date:** January 3rd, 2021

Funded Project: Supported by the National Social Science Foundation of China(19AGL011), the Henan Philosophy and Social Sciences Planning Project(2018BJJ009), and the Henan Soft Science Research Planning Project(222400410616)

Biography: ZHANG Junhua, doctor in management, is a professor in the Accounting School at Henan University of Economics and Law. Her research interests include corporate financial theory and financial policy. Her representative paper titled "Industrial features of firms' cost of equity capital" was published in the *Theory and Practice of Finance and Economics* (Issue 3, 2014). E-mail: zhjh200915@126.com □

(责任编辑: 李祎博)