

控股股东股权质押与企业违规行为

——基于内部控制与外部监督视角

郑维伟 瞿茜 安玲林 刘耀彬

[摘要] 本文以2013–2021年A股上市公司为样本,探讨了控股股东股权质押对企业违规行为的影响。研究发现,控股股东股权质押显著增强了企业违规倾向,且对信息披露违规的影响更大;对于融资约束较高和股权制衡度较低的企业,这种影响更为明显。此外,内部控制和外部监督能够有效缓解控股股东股权质押引发的企业违规风险,且内部控制的作用效果更大。

[关键词] 股权质押;企业违规;内部控制;外部监督

[文章编号] 2097-5481(2024)12-0036-11 [JEL分类号] G32 [文献标志码] A

DOI:10.16529/j.cnki.11-4613/f.2024.12.005

Equity Pledge by Controlling Shareholders and Corporate Misconduct

——From the Perspective of Internal Control and External Supervision

ZHENG Wei-wei QU Xi AN Ling-lin LIU Yao-bin

[Abstract] Taking Chinese A-share listed companies from 2013 to 2021 as samples, this paper explores the impact of equity pledge by controlling shareholders on corporate misconduct. The results show that equity pledge by controlling shareholders significantly increases the tendency of enterprises to violate regulations and has a greater impact on information disclosure violations. For enterprises with high financing constraints and equity concentration, this impact is more pronounced. In addition, internal control and external supervision can effectively alleviate the risk of corporate misconduct caused by controlling shareholder equity pledge, and the impact of internal control is more effective.

[Key words] equity pledge; corporate misconduct; internal control; external supervision

一、引言

2013年5月,上海证券交易所发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》,正式建立标准化的场内股权质押交易机制。此后,股权质押凭借操作简便、使用效率高、可变现性强、资金用途不受限制等诸多优势,受到上市公司股东的广泛关注,并逐渐成为控股股东获取现金流的常见手段。

尽管股权质押在一定程度上可以缓解企业的融资约束,但潜在风险同样不容小觑。这主要是因为,当控股股东^①向银行或券商质押所拥有的股份时,作为资金融出方的金融机构通常会设置合同警戒线以保证资金安全,要求当质押股票价格下跌时,控股股东需及时追加保证金或提升股价至稳定范围。现实情况通常更

[作者简介] 郑维伟,上海交通大学安泰经济与管理学院,博士生;瞿茜(通讯作者),上海交通大学安泰经济与管理学院,副院长、教授(上海,200030),E-mail:xiq@sjtu.edu.cn;安玲林,中国工商银行恩施分行;刘耀彬,江西财经大学应用经济学院、南昌大学经济管理学院,教授。

[基金项目] 本研究得到国家自然科学基金优秀青年项目“空间计量经济学建模与分析”(72222007)、国家自然科学基金面上项目“基于时变空间系数和内生权重空间面板模型的地方政府策略互动研究”(71973097)、国家社会科学基金重大项目“中国式现代化进程中的区域协调发展路径优化研究”(23&ZD034)的资助。

① 指对企业重大经营决策拥有实际控制权的股东。

为复杂。一方面,股价跌幅越大,控股股东追加保证金的压力也越大,且选择股权质押的控股股东本身普遍存在融资约束难题;另一方面,当股价持续暴跌直至平仓线,而控股股东仍无法提供足够资金或质押物时,便存在被强制平仓的风险,意味着控股股东面临控制权的潜在丧失。因此,当控股股东股权质押后,具有强烈的动机通过隐藏“坏消息”、正向盈余管理、操作经营数据以及避税等一系列信息披露(钱爱民、张晨宇,2018;王秀丽等,2020;于连超等,2022;张军华,2022)和经营违规(王敏、何杰,2020)手段进行市值管理,以达到稳定乃至刺激股价、避免控制权丧失的目的。然而,控股股东采取上述一系列操作也会更大几率地诱发所属上市公司的违规行为(谢德仁等,2016;李常青、幸伟,2017;于连超等,2022)。对此,多个监管部门于2018年共同发布“最严”股票质押新规《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》,以期加强对股权质押的规范和信息披露要求,但近年来控股股东股权质押可能引发的企业违规行为仍不容忽视。

本文重点探讨的问题包括:控股股东股权质押是否会加剧上市公司违规行为?其对信息披露违规和经营违规两种不同类型的违规行为的影响是否存在明显差异?为缓解控股股东股权质押下的企业违规行为,企业内部控制和外部监督哪一个更有效?本文可能的边际贡献包括:第一,传统研究大多聚焦公司股权结构(王敏、何杰,2020)、董事会治理(逯东等,2017)及外部监督(周开国等,2016;汪昌云等,2023)对企业违规行为的影响,本文不仅探讨了控股股东股权质押对企业总体违规行为的影响,还厘清了其对企业信息披露与经营违规的影响机制差异,拓展了该领域的理论研究视角。第二,本文发现,控股股东股权质押后更倾向于发生信息披露违规,这一发现有助于提升监管部门违规稽查效率,促进上市公司规范其信息披露行为。第三,本文系统探讨了内部控制和外部监督对控股股东股权质押引发的企业违规行为的缓解效应,为上市公司提升内部控制质量、避免控股股东股权质押后引发企业违规行为提供实践参考。

二、文献回顾与理论假说

(一)控股股东股权质押与企业违规行为

当企业面临财务困境时,其股东可在不失去公司控制权情况下抵押所持股权,从而快速获取资金,缓解融资约束。少许研究认为,控股股东股权质押会增加企业违规行为被稽查的可能,从而降低企业的违规倾向(吕晓亮,2017);大部分研究认为控股股东股权质押会增强企业的违规倾向。这是因为,一旦股价持续暴跌至平仓线,控股股东便面临控制权丧失的风险。因此,控股股东股权质押通常会诱导所属公司向上操纵真实盈余管理程度(Huang and Xue, 2016)、改变公司股利政策(廖珂等,2018)、引发股价操纵(Chan, et al., 2018)和崩盘风险(谢德仁等,2016)等经济后果。

根据违规成本与收益分析理论,企业是否发生违规行为,主要取决于控股股东股权质押后违规可得收益与违规成本的差额。违规收益包括:掩饰企业困境,从而通过金融机构风险评估而达到融资目的;掩盖负面信息或美化会计业绩;维持甚至抬升股价以获得更大融资规模和保护控股股东控制权等。违规成本由违规后被监督机构发现的可能性与因违规行为而面临的罚款、声誉损失、行政和刑事处罚等的乘积所决定(李瑞涛、酒莉莉,2018)。一旦违规可得收益大于违规成本,上市公司便具有较强的违规动机。并且,惩罚的对象通常为上市公司,对控股股东的惩罚较轻,加之违规行为具有隐蔽性,导致监管部门稽查企业违规的成本和难度较大。在面对极高的违规收益和较低的违规成本时,控制股东更有可能通过侵占、欺诈等行为引发企业违规。

根据“双重委托代理理论”^①,在大股东和中小股东的第二类委托代理关系中,控股股东拥有更多话语权,控股股东股权质押极有可能为其利用控制权操纵上市公司进行市值管理等创造机会,以刺激股价和增强流动性,避免因股价波动而被强制平仓后失去控制权,最终形成侵吞企业财富和掠夺中小股东权益的侵占效应。特别地,当上市公司控股股东股权质押比例较高时,控股股东面临的公司控制权与现金流权发生偏离的风险较大,其更具有强烈动机利用控股权操纵公司从事更多违规行为(Huang and Xue, 2016;许晓

^① 上市公司的股权结构高度集中时,在内部存在企业管理层、控股股东和中小股东三个利益主体。“双重委托代理理论”主要探讨股东和经理层、控股股东和中小股东层之间两种类型的委托关系。

芳等,2021)。基于上述理论分析,本文提出假说1。

H1a:控股股东存在股权质押行为时,更容易引发上市企业违规行为。

H1b:控股股东股权质押比例越高,上市公司产生违规行为越多。

(二)控股股东股权质押与企业违规类型

一般地,企业违规行为可分为信息披露违规与经营违规两种类型。信息披露违规通常指企业违反相关信息披露的法律法规和监管要求,未能及时、准确、完整地向市场和投资者披露相关信息的行为;经营违规主要包括企业在日常运营、管理决策、财务管理、市场竞争等活动中违反国家法律、法规、行业规范、道德准则的行为(吕晓亮,2017)。股权质押作为一种向市场发出公司现金流受限、资金不足信号的融资方式,通常会使市场投资者不看好该公司的经营状况和发展前景,引发股价崩盘风险,进而引发公司控制权转移(张晨宇、武剑锋,2020)。此时,拥有公司实际控制权的控股股东极有可能产生机会主义倾向,出现操纵财务数据和干扰公司董事会相关决策等违规行为。

不同违规行为在调查程序、处罚力度和对市场的影响程度等方面均存在较大差异,控股股东在发生股权质押行为并试图进行违规操纵时,会尽可能规避过大的违规风险。从经济后果看,监管对企业经营违规的处罚力度远高于信息披露违规。信息披露违规主要涉及证券市场和财务报告透明度问题,通常由证券监管机构负责调查,违规后果一般以企业声誉受损和被处以罚金为主,情况特别严重时才面临刑拘处罚,违规成本较低(李常青、幸伟,2017)。经营违规行为涵盖财务违规、市场操纵、反竞争行为、环境保护违规、劳动法违规等较广范围,其调查、起诉和执行程序涉及工商、税务、环保等多个监管部门,处罚手段包括巨额罚款、行政处分、责令改正、停产整顿等,情节严重者甚至构成刑事犯罪。理论上,相较于经营违规,控股股东股权质押的企业更有可能将信息披露作为市值管理的主要手段(张晨宇、武剑锋,2020)。综上,本文提出假说2。

H2:相较于经营违规,控股股东股权质押的公司发生信息披露违规的概率更高。

(三)内部控制质量缓解控股股东股权质押下企业违规行为的作用机理

公司经营管理者与公司股东之间存在典型的信息不对称,前者在缺乏监督的情况下极有可能出现经营懈怠、滋生机会主义并引发道德风险,进而侵占公司利益。特别是存在控股股东股权质押时,这一现象往往更加突出。在股权相对集中的情况下,控股股东掌握着企业实际控制权,这为其利用自身优势地位加大信息不对称性、侵犯中小股东权益和侵吞公司财产等创造了有利条件。为维护公司利益,确保管理层做出最优决策,由股东大会、董事会和管理层构成的内部治理机制应运而生。

当企业内部控制制度存在严重漏洞时,管理者更易出现投机行为,使企业更易发生违规行为(Järvinen and Myllymäki,2016)。内部治理通过避免控股股东个人目标与企业利益出现较大偏差,既能有效减轻企业内部治理结构失衡引起的利益冲突,又可对公司潜在违规行为进行事前识别、事后补救,进而降低违规行为发生的概率(宫义飞、谢元芳,2018)。总体而言,科学、高效的内部控制可以有效监督并限制上市公司控股股东投机主义行为,减轻由信息不对称导致的第二类委托代理问题(王敏、何杰,2020)。由此,本文提出假说3。

H3:高质量的内部控制机制可有效降低控股股东股权质押对企业违规行为的诱发效应。

(四)外部监督程度遏制控股股东股权质押下企业违规行为的作用机理

公司管理者与资本市场信息使用者之间同样存在信息不对称,公司管理者具有较强的动机利用信息差向外部投资者传递失真信息。不同于企业内部控制,外部监督机制更倾向于运用市场机制对企业进行监督和约束,扮演着“最后把关人”的角色。

理论上,外部监督可有效降低信息不对称,缓解控股股东股权质押导致的企业违规行为。首先,作为专业的信息收集者与传播者,证监会能够较好地通过法律和政府力量弥补企业治理的不足。其次,投资者等市场参与主体同样可对上市公司起到外部监督作用(Aggarwal, et al., 2015)。更为重要地,分析师盈余预测对企业信息披露情况非常敏感(刘瑶瑶、路军伟,2023),分析师及其团队可通过长期跟踪、走访及调研搜集和分析特定上市公司信息,对企业经营管理进行直接监督(谭松涛、崔小勇,2015),并通过分析师报告进一步提高公司信息透明度,形成上市公司一旦出现违规就容易被发现的“威慑效应”。此外,出于对个人声誉和职业

前景的考虑,分析师有较强的动机揭发所关注企业的违规行为(汪弘等,2013)。综上,企业外部监督程度越高,越能规范其控股股东行为和提高信息披露质量,减少违规行为(李志辉等,2023)。对此,本文提出假说4。

H4:提高外部监督程度可以有效遏制控股股东股权质押引发的企业违规行为。

三、研究设计与样本说明

(一) 面板 Probit 模型

为检验控股股东股权质押行为和程度是否对企业违规产生重要影响,本文参考相关研究(钱爱民、张晨宇,2018;汪先珍、马成虎,2022;于连超等,2022),建立如下面板 Probit 模型:

$$Y_{it}^* = \alpha_0 + \alpha_1 Pled_{it} + \sum_{j=1}^m \alpha_j X_{ijt} + \sum_{j=1}^n \gamma_j Z_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Y_{it} = \begin{cases} 0 & \text{if } Y_{it}^* \leq 0 \\ 1 & \text{if } Y_{it}^* > 0 \end{cases} \quad (2)$$

$$P(Y_{it}=1 | Pled_{it}, X, Z) = \Phi(\alpha_0 + \alpha_1 Pled_{it} + \sum_{j=1}^m \alpha_j X_{ijt} + \sum_{j=1}^n \gamma_j Z_{ijt}) \quad (3)$$

其中, Y^* 为不可观测的企业违规潜变量, Y 代表公司存在违规且被稽查的情况,分别以公司是否存在总体违规、信息披露违规和经营违规来衡量; $Pled$ 为核心解释变量,包括控股股东股权质押行为和股权质押比例; X 为其他潜在影响因素; Z 为反映个体和时间层面异质性的控制变量; $\Phi(\cdot)$ 为标准正态分布的累积概率密度函数; i 为公司, t 为年份, ε 为误差。

(二) 变量说明

被解释变量:企业是否存在违规行为。借鉴已有研究(孟庆斌等,2019;汪先珍、马成虎,2022),采用上市公司当年是否发生违规行为这一虚拟变量来衡量,并进一步将违规行为划分为信息披露违规和经营违规两种类型^①。后文替换为公司当年累计被披露的违规行为次数进行稳健性检验。

核心解释变量:参考已有文献(陆蓉、兰袁,2021;叶莹莹等,2022),分别采用控股股东是否存在股权质押以及累计质押比例来衡量上市公司控股股东股权质押的意愿和程度。具体而言,若上市公司控股股东在当年内存在股权质押行为,则 $Pled_dum$ 赋值为 1,否则为 0。 $Pled_ratio$ 为上市公司当年控股股东累计质押股数与控股股东年末所持股份数量之比。一般而言,该比值越大,说明控股股东累计参与股权质押的规模越大,意味着所面临的违规风险越高。

控制变量:参考相关文献(许晓芳等,2021;汪先珍、马成虎,2022),本文对资产负债率、资产收益率、市账率、产权性质、两职合一、资本密集度、托宾 Q 值、董事会规模以及独立董事比例进行了控制,以消除潜在遗漏变量的影响。

个体和时间层面控制变量:当被解释变量为二值分类变量时,面板 Probit 模型由于伴生参数问题(Incidental Parameters Problem)而无法采用固定效应消除个体和时间特征。因此,本文并不直接控制固定效应,而是控制公司规模($Size$)和上市年限(Age)等表征企业个体和时间异质性的特征变量。

(三) 数据来源与处理

2013年5月上海证券交易所发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》后,股权质押才由场外交易逐步转向标准化的场内股权质押交易机制,结合数据可得性,本文以2013-2021年A股上市公司为样本。其中,企业违规数据来源于CSMAR数据库,股权质押及其他财务数据来源于Wind资讯。对数据进行以下处理:(1)剔除金融和保险类公司样本;(2)剔除有退市风险或已退市的样本;(3)剔除数据缺失严重的样本;(4)剔除当年进行IPO上市的样本;(5)剔除资产负债率大于100%以及股权性质不确定的样本;(6)对非比例数据的各控制变量均取对数处理。最终样本量为24648,选取的各变量定义及描述性统计见表1。

^① 本文按如下标准划分两种违规类型:信息披露违规包括虚构利润(P2501)、虚列资产(P2502)、虚假记载(误导性陈述)(P2503)、推迟披露(P2504)、重大遗漏(P2505)、披露不实(其它)(P2506)以及一般会计处理不当(P2515)等类别;经营违规包括欺诈上市(P2507)、出资违规(P2508)、擅自改变资金用途(P2509)、占用公司资产(P2510)、内幕交易(P2511)、违规买卖股票(P2512)、操纵股价(P2513)、违规担保(P2514)等类别。

表 1 变量定义与描述性统计

变量	指标含义	经济含义	均值	标准差	最小值	最大值
Total_dum	是否存在违规	若公司当年存在违规取 1, 否则为 0	0.108	0.310	0.000	1.000
Infor_dum	是否存在信息披露违规	若公司当年存在信息披露违规行为取 1, 否则为 0	0.104	0.306	0.000	1.000
Oper_dum	是否存在经营违规	若公司当年存在经营违规行为取 1, 否则为 0	0.017	0.128	0.000	1.000
Total_times	总体违规次数	公司当年出现总体违规次数	0.192	0.640	0.000	7.000
Infor_times	信息披露违规次数	公司当年出现信息披露违规次数	0.173	0.576	0.000	6.000
Oper_times	经营违规次数	公司当年出现经营违规次数	0.019	0.149	0.000	3.000
Pled_dum	控股股东股权质押行为	若当年控股股东存在股权质押行为取 1, 否则为 0	0.363	0.481	0.000	1.000
Pled_ratio	控股股东股权质押比例	年末控股股东股权质押数量/控股股东所持总量	0.184	0.303	0.000	1.000
Lev	资产负债率	公司期末总负债/期末总资产	0.427	0.202	0.046	0.949
Roa	资产收益率	公司期末净利润率/期末净资产	0.035	0.069	-0.581	0.233
MB_ratio	市账率	每股市场价格/每股账面价值	0.649	0.515	0.000	25.772
SOE	产权性质	若最终控制人为政府或国有企业取值为 1, 否则为 0	0.357	0.479	0.000	1.000
Dual	两职合一	若当年公司董事长兼任总经理取值为 1, 否则为 0	0.277	0.447	0.000	1.000
TobinQ	托宾 Q 值	行业总固定资产/职工人数	2.121	1.460	0.809	15.550
Capint	资本密集度	企业市价/企业的重置成本	2.551	2.169	0.378	19.504
Board	董事会规模	董事会人数取对数	2.118	0.199	1.099	2.890
InD_ratio	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数	0.377	0.056	0.143	0.800
Age	上市年限	公司上市年数取对数	2.229	0.763	0.000	3.466
Size	公司规模	总资产取对数	22.306	1.304	19.013	26.430

四、实证结果分析^①

(一) 控股股东股权质押对企业总体违规行为的影响

表 2 第(1)(4)列分别报告了控股股东股权质押行为和比例对企业总体违规行为的影响效应。表 2 列(1)中, 控股股东股权质押行为对企业总体是否产生违规行为的影响为正(系数为 0.139), 且通过了 1%显著性水平检验, 即上市公司控股股东股权质押行为的确会诱导企业产生违规行为。当控股股东进行股权质押时, 控股股东往往倾向于利用控制权采取多种手段缓解股价下跌压力, 从而在一定程度上显著增加企业违规行为的概率。假说 H1a 得证。表 2 列(4)中, 控股股东股权质押比例对企业总体违规行为发生概率的影响为正(系数为 0.2946), 并通过了 1%显著性水平检验, 即上市公司控股股东股权质押比例越高, 企业产生违规行为的概率越大。这主要是由于股权质押比例越高, 控股股东所面临的潜在风险越大, 因此越有动机影响公司决策而导致企业发生违规行为。假说 H1b 得证。

(二) 控股股东股权质押对企业不同类型违规行为的影响差异分析

进一步考察控股股东股权质押对企业信息披露和经营违规的影响后发现, 其对两种违规行为均存在显著正向诱导效应, 且对信息披露违规的影响更大。首先, 表 2 列(2)(3)显示, 控股股东股权质押对信息披露违规和经营违规的影响系数均为正, 且分别通过 1%和 5%的显著性水平检验。这意味着上市公司控股股东一旦出现股权质押行为, 将会综合采用违规信息披露和违规经营的方式进行市值管理, 以确保股价稳定, 避免丧失企业控制权。其次, 对比影响系数发现, 控股股东股权质押使企业信息披露违规行为的概率增加 0.1517, 经营违规的概率仅增加 0.0972。再次, 从表 2 列(5)(6)控股股东股权质押比例结果看, 控股股东股权质押比例对企业信息披露违规和经营违规均存在显著正向影响, 说明控股股东股权质押比例越高, 后续能够及时补充的质押物就越少, 其操控企业综合采取信息披露违规和经营违规行为以提升股价至稳定范围的动机便越强。最后, 从影响系数看, 平均而言, 控股股东股权质押比例每增加 1%, 企业发生信息披露违规的

^① 篇幅所限, 完整回归结果未展示, 留存备案。下同。

概率增加 0.317, 发生经营违规的概率增加 0.1718, 这意味着控股股东股权质押比例越高, 其操控企业进行信息披露违规的动机就越强。背后的原因在于: 一方面, 违规披露信息可以在较短期内快速稳定股价, 帮助企业避免股价崩盘风险, 维护控股股东自身控制权稳定; 另一方面, 相较涉嫌严重违法违纪的经营违规行为, 企业更倾向于采取违法情节较轻、造成损害较小、处罚力度较弱的信息披露违规行为。假说 H2 得证。

表 2 控股股东股权质押对企业不同类型违规行为的影响效应

	(1) <i>Total_dum</i>	(2) <i>Infor_dum</i>	(3) <i>Oper_dum</i>	(4) <i>Total_dum</i>	(5) <i>Infor_dum</i>	(6) <i>Oper_dum</i>
<i>Pled_dum</i>	0.1390*** (0.025)	0.1517*** (0.025)	0.0972** (0.047)			
<i>Pled_ratio</i>				0.2946*** (0.037)	0.3170*** (0.037)	0.1718** (0.068)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	24648	24648	24648	24648	24648	24648
LR Chi2	857.56	856.85	205.26	900.38	904.20	211.34
Prob > Chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注: 括号内为稳健标准误; *, ** 和 *** 分别代表通过 10%、5% 和 1% 的显著性水平检验。下同。

(三) 内生性探讨

1. 控制潜在序列相关性

为缓解潜在序列相关引起的内生性问题, 本文进一步纳入被解释变量的一阶滞后项, 构建动态面板 Probit 模型进行实证检验。表 3 结果显示, 在控制了潜在的序列相关问题后, 控股股东股权质押行为和质押比例均对上市公司总体、信息披露以及经营违规存在显著的正向诱导效应。从影响系数大小看, 以控股股东股权质押行为为例, 平均意义上将分别导致企业信息披露和经营违规的概率增加 0.1582 和 0.1003, 且分别通过 1% 和 10% 的显著性水平检验, 再次证实了研究发现的合理性。

表 3 动态面板 Probit 模型回归结果

	(1) <i>Total_dum</i>	(2) <i>Infor_dum</i>	(3) <i>Oper_dum</i>	(4) <i>Total_dum</i>	(5) <i>Infor_dum</i>	(6) <i>Oper_dum</i>
<i>L.Total_dum</i>	0.5249*** (0.041)			0.5285*** (0.041)		
<i>L.Infor_dum</i>		0.5308*** (0.042)			0.5338*** (0.042)	
<i>L.Oper_dum</i>			0.8337*** (0.114)			0.8473*** (0.114)
<i>Pled_dum</i>	0.1402*** (0.028)	0.1582*** (0.028)	0.1003* (0.053)			
<i>Pled_ratio</i>				0.2990*** (0.042)	0.3282*** (0.042)	0.2247*** (0.074)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21262	21262	21262	21262	21262	21262
Wald Chi2	976.29	981.63	290.98	1031.43	1039.70	298.97
Prob > Chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

2. 避免反向因果关系

理论上, 控股股东“首次股权质押”只会影响企业未来短期内的违规行为决策, 且违规行为不太可能反过来影响控股股东是否进行首次股权质押, 故这是一个相对外生的准自然实验。表 4 结果表明, 控股股东“首次股权质押”事件显著提高了企业后续总体、信息披露和经营违规的概率, 且对信息披露违规的影响明显更大。这意味着在排除潜在的反向因果后, 控股股东股权质押的确会显著加剧企业违规行为, 再次说明研究结论的合理性。

3. 缓解遗漏变量偏误

为缓解因遗漏变量导致的内生性问题, 本文进一步控制了控股股东性质、是否存在一控多情况、实际控制人拥有上市公司所有权比例、实际控制人拥有上市公司控制权比例、实际控制人两权分离率、管理层持股比例、机构投资者持股比例、董监高是否具有金融背景, 相关结果如表 5 所示。可见, 在排除了可能存在的遗漏变量问题后, 上市公司控股股东股权质押对企业违规行为仍然具有显著诱导效应, 且对信息披露违规的

影响效应更大,说明研究结论稳健。

4. Oster 系数稳定性检验

参考 Oster(2019)提出的检验方法,本文进一步探讨既有控制变量情况下不可观测因素影响关键系数的可能性。其中, δ 和 R_{max} 是两个核心参数:前者刻画可观测变量与不可观测变量对核心变量影响程度的比例选择关系(Proportional

Selection Relationship),后者为假定模型纳入不可观测遗漏变量后的最大拟合优度。 R_{max} 通常设定为基准模型拟合优度的 1.3 倍。在确定 R_{max} 后,该方法主要有两种检验方式:其一,假定核心解释变量的系数 $\beta=0$,检验 δ 是否大于 1;其二,假定 $\delta=1$,检验 β 取值范围是否包含 0。鉴于 Oster 检验只适用于线性回归模型,表 6 报告了基于面板年份和行业双固定效应回归模型的检验结果。结果表明,只有不可观测因素的影响超过已控制变量的 1 倍以上时,本文面临的遗漏变量问题才值得担忧; β 取值范围均未包括 0,再次说明本文受不可观测因素影响的可能性较小,结论稳健。

表 4 控股股东首次股权质押对企业违规行为的影响效应

	(1)Total_dum	(2)Infor_dum	(3)Oper_dum
Pled_First	0.1901***(0.031)	0.1899***(0.031)	0.0972**(0.047)
控制变量	Yes	Yes	Yes
N	24648	24648	24648
Wald Chi2	642.66	640.40	205.26
Prob>Chi2	0.000	0.000	0.000

表 5 引入更多控制变量的回归结果

	(1)Total_dum	(2)Infor_dum	(3)Oper_dum	(4)Total_dum	(5)Infor_dum	(6)Oper_dum
Pled_dum	0.1172*** (0.031)	0.1328*** (0.031)	0.1258** (0.061)			
Pled_ratio				0.2939*** (0.047)	0.3230*** (0.048)	0.2322*** (0.085)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	22008	22008	22008	22008	22008	22008
Wald Chi2	552.076	551.108	134.554	594.161	596.242	140.499
Prob>Chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

表 6 Oster 检验结果

δ	1.3332	1.4811	1.8135	1.7052	1.7816	2.3401
β 取值范围	[0.010,0.035]	[0.012,0.038]	[0.007,0.012]	[0.022,0.044]	[0.024,0.047]	[0.001,0.027]

(四)稳健性检验

1. 采用面板 Logit 模型估计

表 7 采用面板 Logit 模型的回归结果同样表明,控股股东股权质押行为和比例对企业总体违规、信息披露违规和经营违规均具有显著的诱导效应。并且,相较于经营违规,其导致企业信息披露违规的概率更大,再次证实了本文研究结论稳健。

表 7 面板 Logit 模型回归结果

	(1)Total_dum	(2)Infor_dum	(3)Oper_dum	(4)Total_dum	(5)Infor_dum	(6)Oper_dum
Pled_dum	0.2735*** (0.047)	0.2998*** (0.048)	0.2249* (0.118)			
Pled_ratio				0.5470*** (0.068)	0.5914*** (0.069)	0.3837** (0.169)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	24648	24648	24648	24648	24648	24648
Wald Chi2	863.266	861.749	252.628	904.673	908.165	260.112
Prob>Chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

2. 采用面板负二项回归模型估计

表 8 报告了以上市公司违规次数作为被解释变量的面板负二项模型回归结果。以控股股东股权质押比例为例,其对企业经营违规行为次数的系数为 0.2935,而对企业信息披露违规行为次数的增加更加明显(0.4882)。意味着控股股东股权质押比例越高,控股股东所面临的企业控制权丧失风险越大,越会频繁影响企业决策,进而显著增加企业违规(尤其是信息披露违规)次数,研究结论稳健。

表 8 面板负二项回归模型回归结果

	(1) <i>Total_times</i>	(2) <i>Infor_times</i>	(3) <i>Oper_times</i>	(4) <i>Total_times</i>	(5) <i>Infor_times</i>	(6) <i>Oper_times</i>
<i>Pled_dum</i>	0.2306*** (0.044)	0.2501*** (0.045)	0.1934* (0.115)			
<i>Pled_ratio</i>				0.4538*** (0.063)	0.4882*** (0.064)	0.2935* (0.158)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	24648	24648	24648	24648	24648	24648
Wald Chi2	1013.056	960.163	211.398	1066.090	1013.525	213.860
Prob>Chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

五、控股股东股权质押诱发企业违规的机制探讨

(一) 融资约束

为考察融资约束是否会影响上市公司控股股东股权质押后的企业违规行为,与舒长江和罗梦婷(2022)类似,本文采用 SA 指数进行检验。一般地,该指数值越大,说明企业面临的融资约束越大。表 9 结果表明,融资约束越高,上市公司控股股东股权质押后引发总体和信息披露违规的概率和次数均显著更高,但对经营违规的调节效应并不明显。总体而言,受融资约束影响,存在控股股东股权质押的企业更容易发生违规行为。

表 9 融资约束的调节效应回归结果

	(1) <i>Total_dum</i>	(2) <i>Infor_dum</i>	(3) <i>Oper_dum</i>	(4) <i>Total_times</i>	(5) <i>Infor_times</i>	(6) <i>Oper_times</i>
<i>Pled_dum</i>	0.0751** (0.035)	0.0860** (0.035)	0.1174* (0.066)	0.1657*** (0.054)	0.1763*** (0.055)	0.2617* (0.140)
<i>Pled_dum</i> ·SA	0.1092** (0.055)	0.1235** (0.056)	-0.0784 (0.102)	0.1804** (0.084)	0.2077** (0.086)	-0.1858 (0.216)
SA	-0.0259 (0.052)	-0.0374 (0.053)	0.0814 (0.094)	-0.0584 (0.082)	-0.0751 (0.084)	0.1721 (0.213)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	24648	24648	24648	24648	24648	24648
Wald Chi2	624.13	625.57	171.65	1016.55	964.55	212.13
Prob>Chi2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

(二) 股权制衡度

为检验股权制衡度是否影响控股股东股权质押后企业违规行为决策,本文采用“第二到五位大股东持股比例之和除以第一大股东持股比例”的方式定义股权制衡度 (*Balance*)。表 10 结果显示,当股权制衡度更高时,上市公司控股股东股权质押后引发总体和信息披露违规行为的概率和次数均显著更低,但对经营违规的调节作用并不明显。总体而言,企业股权制衡度越低,其控股股东股权质押后更容易引发违规行为。

表 10 股权制衡度的调节效应回归结果

	(1) <i>Total_dum</i>	(2) <i>Infor_dum</i>	(3) <i>Oper_dum</i>	(4) <i>Total_times</i>	(5) <i>Infor_times</i>	(6) <i>Oper_times</i>
<i>Pled_dum</i>	0.1957*** (0.038)	0.2104*** (0.038)	0.1503** (0.072)	0.3534*** (0.069)	0.3785*** (0.071)	0.3367* (0.180)
<i>Pled_dum</i> · <i>Balance</i>	-0.0621* (0.035)	-0.0641* (0.035)	-0.0513 (0.061)	-0.1314** (0.062)	-0.1380** (0.063)	-0.1298 (0.152)
<i>Balance</i>	0.1047*** (0.022)	0.1081*** (0.022)	0.1337*** (0.041)	0.2197*** (0.042)	0.2275*** (0.043)	0.3378*** (0.104)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	24648	24648	24648	24648	24648	24648
Wald Chi2	871.19	872.29	209.00	1036.65	983.77	222.17
Prob>Chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

(三) 进一步讨论:内部控制与外部监督缓解控股股东股权质押引发企业违规的机制

1. 内部控制质量

为考察企业内部控制质量提高是否有助于减少控股股东股权质押后的企业违规行为,本文选取“迪博·

中国上市公司内部控制指数”^①作为企业内部控制的代理变量,并按高、低组别进行实证检验^②。以表 11 中 *Pled_dum* 对企业是否产生违规行为的结果为例,处于低内部控制质量组的样本,其控股股东股权质押引发企业各类违规行为的概率均显著更高。并且,即使企业内部控制质量较高,仍无法避免控股股东股权质押后操控企业发生信息披露违规行为(系数为 0.141,且在 1%显著性水平显著),而对于杜绝企业经营违规行为则起到了较好的规避效应(系数为 0.0925,但并不显著)。上述结果表明,企业内部控制质量越高,各部门相互制约、相互监督的作用机制越强,越能有效抑制控股股东和经理层的利己行为;控股股东出现股权质押行为后,企业内部控制机制可以对异常行为进行快速识别,并及时采取相应措施显著降低企业发生违规行为的概率和次数。假说 H3 得证。

表 11 内部控制质量的影响差异回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	低内部控制	高内部控制	低内部控制	高内部控制	低内部控制	高内部控制
	<i>Total_dum</i>	<i>Total_dum</i>	<i>Infor_dum</i>	<i>Infor_dum</i>	<i>Oper_dum</i>	<i>Oper_dum</i>
<i>Pled_dum</i>	0.1698*** (0.035)	0.1276*** (0.034)	0.1822*** (0.036)	0.1410*** (0.035)	0.1143* (0.065)	0.0925 (0.066)
<i>Pled_ratio</i>	0.3705*** (0.054)	0.2756*** (0.051)	0.3925*** (0.055)	0.2999*** (0.051)	0.2528*** (0.097)	0.1152 (0.096)
	<i>Total_times</i>	<i>Total_times</i>	<i>Infor_times</i>	<i>Infor_times</i>	<i>Oper_times</i>	<i>Oper_times</i>
<i>Pled_dum</i>	0.2833*** (0.058)	0.2545*** (0.065)	0.3005*** (0.060)	0.2792*** (0.066)	0.2539 (0.155)	0.2118 (0.170)
<i>Pled_ratio</i>	0.5839*** (0.084)	0.4822*** (0.089)	0.6087*** (0.085)	0.5260*** (0.091)	0.4606** (0.212)	0.2248 (0.237)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10247	14401	10247	14401	10247	14401

2. 外部监督程度

为考察外部监督程度是否有助于缓解控股股东股权质押后引发的企业违规行为,参考廖佳和苏冬蔚 (2021),本文采用分析师关注度^③衡量企业被外部监督程度,并按高、低组别进行回归分析。以表 12 中 *Pled_dum* 对企业是否产生违规行为的结果为例,相较受到更多分析师关注的样本,低外部监督程度的上市公司控股股东股权质押后引发不同类型企业违规行为的概率均明显更高。并且,即使面临着较高分析师关注度,上市公司控股股东股权质押后采取信息披露违规的概率仍然显著为正(系数为 0.0857,在 5%显著性水平显著),但对经营违规的影响不显著。可能的原因在于:出于提升个人声誉和职业发展前景的需要,分析师有较强的动机披露企业违规行为,并且,分析师通过长期跟踪、走访和调研,相较普通市场参与者能更加

表 12 分析师关注度的影响差异回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	低关注度	高关注度	低关注度	高关注度	低关注度	高关注度
	<i>Total_dum</i>	<i>Total_dum</i>	<i>Infor_dum</i>	<i>Infor_dum</i>	<i>Oper_dum</i>	<i>Oper_dum</i>
<i>Pled_dum</i>	0.1943*** (0.034)	0.0751** (0.035)	0.2088*** (0.034)	0.0857** (0.036)	0.1327** (0.062)	0.0468 (0.072)
<i>Pled_ratio</i>	0.3769*** (0.051)	0.1961*** (0.054)	0.3997*** (0.051)	0.2185*** (0.054)	0.2532*** (0.090)	0.0424 (0.106)
	<i>Total_times</i>	<i>Total_times</i>	<i>Infor_times</i>	<i>Infor_times</i>	<i>Oper_times</i>	<i>Oper_times</i>
<i>Pled_dum</i>	0.3273*** (0.059)	0.1482** (0.065)	0.3511*** (0.060)	0.1624** (0.067)	0.2766* (0.146)	0.1127 (0.181)
<i>Pled_ratio</i>	0.5913*** (0.082)	0.3470*** (0.094)	0.6228*** (0.083)	0.3803*** (0.096)	0.4787** (0.195)	0.0890 (0.264)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11805	12843	11805	12843	11805	12843

① 由迪博风险管理技术有限公司发布,收录于 DIB 内部控制与风险管理数据库。该数值越大,表明上市公司内部治理制度越完善,能较客观地反映内部控制水平与风险管理能力。

② 相较调节效应,分组回归放松了各控制变量在两个组别间无显著差异的假定。

③ 数据来源于 Wind 资讯。由于对某上市公司进行盈余预测的同一家券商的分析师大多属于同一团队,本文采取各上市公司每年被分析师(或团队)跟踪分析的数量加 1 并取对数,衡量被外部监督程度。

全面地了解企业实际经营情况,通过出具专业研究报告等途径,可对企业领导层施加“无形”的外部监督压力,最终抑制控股股东股权质押后企业产生违规行为。假说 H4 得验。

3. 基于二分四象限法缓解企业违规行为的机制再分析

表 13 基于二分四象限法的结果显示,相较其他组别样本,“低内部控制—低外部监

督”的上市公司控股股东股权质押引发企业各类型违规行为的概率均明显更高。对比列(2)(3)结果发现,相较“低内部控制—高外部监督”组别样本,“高内部控制—低外部监督”情形对于缓解控股股东股权质押下企业违规行为的作用效果更加明显。并且,“高内部控制—高外部监督”与“高内部控制—低外部监督”两个组别下,控股股东股权质押对企业违规行为的影响差异不大。上述结果说明,尽管外部监督机制能够有效降低信息不对称,但不及企业内部控制质量提升对控股股东股权质押所引发的企业违规行为的缓解作用。可见,作为一种间接、补充的外部治理手段,外部监督仅能对控股股东行为形成一定的约束力。

表 13 二分四象限法的影响差异回归结果

	(1) 低内部控制— 低外部监督	(2) 高内部控制— 低外部监督	(3) 低内部控制— 高外部监督	(4) 高内部控制— 高外部监督
	<i>Total_dum</i>	<i>Total_dum</i>	<i>Total_dum</i>	<i>Total_dum</i>
<i>Pled_dum</i>	0.4710*** (0.071)	0.2084** (0.086)	0.3195*** (0.073)	0.2316*** (0.071)
	<i>Infor_dum</i>	<i>Infor_dum</i>	<i>Infor_dum</i>	<i>Infor_dum</i>
<i>Pled_ratio</i>	0.4878*** (0.071)	0.2382*** (0.086)	0.3521*** (0.073)	0.2479*** (0.071)
	<i>Oper_dum</i>	<i>Oper_dum</i>	<i>Oper_dum</i>	<i>Oper_dum</i>
<i>Pled_ratio</i>	0.4225*** (0.120)	-0.0675 (0.173)	0.0672 (0.137)	0.1852 (0.134)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5511	4736	6294	8107

六、基本结论与启示

本文以 2013–2021 年中国 A 股上市公司为样本,深入分析了控股股东股权质押对企业违规行为的影响及其作用机制,主要结论如下:第一,控股股东股权质押行为和比例均会显著诱导上市公司发生违规行为。在控股股东股权质押后,为避免股价崩盘导致自身股权被稀释等风险,控股股东倾向于利用控股权,采取一系列违规行为操纵和稳定股价。第二,控股股东股权质押行为和比例均会显著增加企业信息披露违规和经营违规行为,且对于信息披露违规行为的诱导效应更加明显。相较于通过操纵企业经营业绩来提升股价,采取信息披露操纵能在短时间内更快速地提升股价,故控股股东进行股权质押后,更倾向于进行信息披露违规操纵。第三,融资约束和股权制衡度均是上市公司控股股东股权质押诱发企业违规行为的重要影响因素。企业面临的融资约束越高,控股股东股权质押后引发总体违规和信息披露违规的可能性和次数也越高;股权制衡度越高,控股股东对企业运营决策的决定权越低,当控股股东发生股权质押后,其引发总体违规和信息披露违规行为的概率和次数均显著更低。第四,内部和外部双重监督机制均能有效缓解控股股东股权质押所导致的企业违规行为,但企业内部控制质量的作用效果更加明显。主要原因在于,外部监督仍然存在较大的信息不对称性,仅能对控股股东行为形成一定的约束作用,而企业内部审查机制可对控股股东异常行为进行快速识别,并及时采取相应措施进行控制。

基于上述研究结论,文章提出以下建议:第一,进一步加强对上市公司控股股东股权质押行为的监管与规范。证监会等证券监管机构应进一步细化控股股东股权质押的信息披露要求,确保其充分、准确、及时披露股权质押的目的、比例、风险等关键信息,以增强市场透明度。同时,建立健全股权质押风险动态监测和预警系统,重点监控质押比例较高、财务状况不佳的上市公司,及时发现潜在风险。一旦出现企业违规行为,监管机构应依法依规严厉处罚,提高企业违规成本,形成有效的震慑作用。第二,上市公司应进一步强化内部控制机制的有效性。一方面,企业需要进一步提高内部治理质量、优化股权结构,避免控股股东对公司的过度控制,增强董事会和监事会的独立性和监督职能,形成有效的权力制衡机制;另一方面,还应建立健全内部控制制度,在财务、信息披露等关键环节加大内部控制力度,确保企业合规运营。第三,进一步加强外部审计独立性,提高多元化市场主体的外部监督效能。监管机构应加强对会计师事务所的监管,确保其在对上市公司进行审计时保持独立性和公正性,提高审计报告的质量和可信度。同时,积极鼓励个人投资者、金融机

构、分析师团队等市场主体主动监督,通过发布研究报告、揭示风险等方式,提高市场监督的有效性。第四,加强对企业的金融政策支持,优化融资环境,缓解上市公司的融资约束。政府和相关金融机构应积极推动多层次资本市场建设,拓宽上市公司融资渠道,降低融资成本,缓解资金压力,以减少因融资约束引发控股股东股权质押的潜在风险。□

[参考文献]

- 宫义飞、谢元芳,2018. 内部控制缺陷及整改对盈余持续性的影响研究——来自A股上市公司的经验证据. 会计研究,(5):75-82.
- 李常青、幸伟,2017. 控股股东股权质押与上市公司信息披露. 统计研究,(12):75-86.
- 李瑞涛、酒莉莉,2018. 控股股东股权质押会“诱发”上市公司违规吗?. 产业经济评论,(1):95-116.
- 李志辉、陈海龙、魏斌、刘英特,2023. 内部控制能抑制股票市场操纵吗. 证券市场导报,(5):49-59.
- 廖佳、苏冬蔚,2021. 上市公司负面声誉与分析师关注:“趋之若鹜”抑或“避之若浼”. 会计研究,(8):38-53.
- 廖珂、崔宸瑜、谢德仁,2018. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择. 金融研究,(4):172-189.
- 刘瑶瑶、路军伟,2023. 前瞻性信息披露与分析师盈余预测——基于文本分析和机器学习的证据. 外国经济与管理,(10):101-115.
- 逯东、谢璇、杨丹,2017. 独立董事官员背景类型与上市公司违规研究. 会计研究,(8):55-61.
- 陆蓉、兰袁,2021. 大股东股权质押与上市公司资本运作. 金融研究,(4):169-186.
- 吕晓亮,2017. 控股股东股权质押与公司违规. 山西财经大学学报,(11):84-96.
- 孟庆斌、邹洋、侯德帅,2019. 卖空机制能抑制上市公司违规吗?. 经济研究,(6):89-105.
- 钱爱民、张晨宇,2018. 股权质押与信息披露策略. 会计研究,(12):34-40.
- 舒长江、罗梦婷,2022. MLF对小微企业融资约束的靶向调控效果. 金融论坛,(9):50-59.
- 谭松涛、崔小勇,2015. 上市公司调研能否提高分析师预测精度. 世界经济,(4):126-145.
- 汪昌云、李运鸿、王行健、田睿,2023. 监管强度预期与上市公司盈余管理——基于证监会随机抽查威慑作用的研究. 审计研究,(3):123-135.
- 汪弘、罗党论、林东杰,2013. 行业分析师的研究报告对投资决策有用吗?——来自中国A股上市公司的经验证据. 证券市场导报,(7):36-43.
- 王敏、何杰,2020. 大股东控制权与上市公司违规行为研究. 管理学报,(3):447-455.
- 汪先珍、马成虎,2022. 股权质押与公司估值:理论与实证. 金融研究,(12):187-206.
- 王秀丽、齐荻、吕文栋,2020. 控股股东股权质押与年报前瞻性信息披露. 会计研究,(12):43-58.
- 谢德仁、郑登津、崔宸瑜,2016. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究. 管理世界,(5):128-140.
- 许晓芳、汤泰劫、陆正飞,2021. 控股股东股权质押与高杠杆公司杠杆操纵——基于我国A股上市公司的经验证据. 金融研究,(10):153-170.
- 叶莹莹、杨青、胡洋,2022. 股权质押引发机构投资者羊群行为吗——基于信息质量的中介效应. 会计研究,(2):146-163.
- 于连超、董晋亭、毕茜,2022. 控股股东股权质押与企业策略性环境信息披露——基于控制权转移风险的防范视角. 会计研究,(12):60-76.
- 张晨宇、武剑锋,2020. 大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗?. 外国经济与管理,(5):29-41.
- 张军华,2022. 控股股东股权质押与业绩预告的策略性披露. 管理科学,(3):101-115.
- 周开国、应千伟、钟畅,2016. 媒体监督能够起到外部治理的作用吗?——来自中国上市公司违规的证据. 金融研究,(6):193-206.
- Aggarwal, R., Hu, M., and Yang, J., 2015. Fraud, market reaction, and role of institutional investors in Chinese listed firms. *Journal of Portfolio Management*, 41(2):92-109.
- Chan, K., Chen, H., Hu, S., and Liu, Y., 2018. Share pledges and margin call pressure. *Journal of Corporate Finance*, (52):96-117.
- Huang, Z., and Xue, Q., 2016. Re-examination of the effect of ownership structure on financial reporting: evidence from share pledges in China. *China Journal of Accounting Research*, 9(2):137-152.
- Järvinen, T., and Myllymäki, E., 2016. Real earnings management before and after reporting SOX 404 material weaknesses. *Accounting Horizons*, 30(1):119-141.
- Oster, E., 2019. Unobservable selection and coefficient stability: theory and evidence. *Journal of Business and Economic Statistics*, 37(2):187-204.

(责任编辑:皓 玥 校对:MY)