

股权质押对上市公司 信息披露质量的影响研究^{*}

李宛泽

(诺丁汉大学商学院, 英国诺丁汉市 NG73LB)

摘 要: 本文基于 2015—2018 年深交所 A 股主板上市公司样本, 实证检验股权质押对上市公司信息披露质量的影响。研究发现: 股权质押对上市公司信息披露质量具有负面影响。在股权质押背景下, 国有企业相比于非国有企业的信息披露质量更高, 同时规模大的公司比规模小的公司信息披露质量更高。针对以上研究结论, 提出相关政策建议: 一是加强外部监管, 降低公司与投资者之间的信息不对称性; 二是优化股权结构, 加强公司内部中小股东对大股东的制衡作用; 三是完善公司治理, 公司控股股东在加强内控的同时有效激励公司管理层; 四是保护非国有企业, 制定有效政策以降低非国有企业融资困难的风险。

关键词: 股权质押; 上市公司信息披露质量; 控制权

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 2096-4153(2021)05-0030-10

一、引 言

股权质押又称股权质押权, 是指出质人以其拥有的股权作为质押标的物而设立的质押。近年来, 股权质押凭借控制权不分散、手续简单、融资快捷的优势, 逐渐成为热门的融资渠道。根据中登公司对深沪 A 股上市公司的统计数据(如表 1), 上市公司质押总比率从 2015 年的 6.90% 增长到 2018 年的 10.82%, 四年间增加了近 4 个百分点。但是, 单独研究 2016—2018 年的数据就会发现, 自 2016 年起上市公司质押总比率无剧烈增幅, 2017 年后质押总比率的变化趋于平稳。根据相关文献描述: 上市公司股东股权质押在 2014 与 2015 年的杠杆牛市机遇中疯狂增长(黎来芳等, 2018)。趁此机会, 国内外做空势力开始行动, 导致股市崩溃、金融系统的流动性危机, 国家展开大规模的救市行动(李香君, 2019)。可以推断, 在这次爆发式增长之后, 股权质押的比率接近上线, 由此可以印证 2016 年以后上市公司质押总比率增速放缓。

表 1 我国 2015—2018 年深沪 A 股市场股权质押比率变动表

年度	A 股质押总比率(%)
2015	6.90
2016	9.11
2017	10.63
2018	10.82

注: 数据来源于东方财富网中登公司数据库

^{*} 收稿日期: 2021-07-09

作者简介: 李宛泽, 硕士研究生, 研究方向: 风险管理。

在这一情况下,随着股价的剧烈波动,上市大公司股东面临因所持股份被强制平仓,控制权被迫转移的风险。为了缓解这一风险,上市公司纷纷采取信息选择性披露的方法,粉饰信息披露。钱爱民和张晨宇(2018)研究指出,在股权质押期间,公司会披露好消息而隐藏坏消息。基于此,本文研究股权质押行为对信息披露质量的影响,探索两者之间的相关关系。

二、文献综述与理论基础

(一)文献综述

股权质押作为一个热门课题,一直受到学术界的广泛关注,根据国内外学者的研究成果可以归纳得出,股权质押的研究主要集中在代理问题和市值管理两个方面。国外学者最先通过研究发现,股权质押导致两权分离,最终引发代理问题。随着上市公司股权质押比例的不断加大,代理问题不断加重(Yeh,2003)。此后,国内学者通过研究表明,股权质押会降低公司价值,产生委托代理问题,孕育了潜在的风险(郝项超等,2009)。谢德仁等(2016)研究发现,正向的盈余管理在短期内对稳定股价有一定的作用,但随着时间的延长,股权质押解押,反而会加大股价崩盘的风险。在此后第二年,谢德仁等(2017)对盈余管理进入更加深入的研究后发现,在股权质押过程中,大股东会以资本化开发支出的方式用市值管理稳定股价。

上市公司信息披露质量的影响因素主要包括公司特征、股权集中度和独立董事占比。第一,公司特征。Ahmed和Courtis(1999)指出公司规模与上市公司信息披露质量呈正向相关关系。方红星等(2009)研究发现,当上市公司规模越大、盈利率越高时,企业自愿披露信息意愿越强,信息披露透明度越高。第二,股权集中度。大多数学者认为股权高度集中对上市公司信息披露质量具有正向意义。Jensen和Meckling(1976)研究表明,控股股东持股比例越高,管理层因为股东监管力度的加强,其行为越规范,信息披露透明度越高。黄珺和周春娜(2012)研究指出,控股股东持股比例越高,公司信息披露质量越高。但是,也有学者对股权高度集中持否定态度。Schadewitz和Blevins(1998)指出,较高的股权集中度加大了控股股东对于公司的控制权,使得他们有能力操控信息披露,而为了私利,他们通常有动机降低信息披露质量。第三,独立董事占比。不可否认,独立董事的独立性对加强公司内部控制人的监督,提高信息披露的透明度、真实性、完整性和客观性具有重要作用,因此独立董事的存在与否及占比的高低对于上市公司的长期发展有着重要作用。Beasley(1999)指出,独立董事对提高独立董事监督管理层的有效性有重要作用。黎来芳和陈占燎(2018)也指出,独立董事独立性越强,公司信息披露质量越高。

关于股权质押对信息披露质量的影响的相关研究,大部分学者证实控股股东股权质押对信息披露质量具有负面影响。李常青和幸伟(2017)研究发现,股东会通过干预信息披露以达到提升股价、维护自身控制权的目的。黎来芳和陈占燎(2018)通过实证研究表明,在股权质押过程中,股东与投资者之间的信息不对称程度加剧,公司信息选择性披露动机加强,导致信息披露质量下降。钱爱民和张晨宇(2018)通过考察大股东在股权质押期间的业绩预告,指出公司为避免因股价下跌导致控制权转移的风险,会隐藏坏消息,公布好消息。

综上所述,国内外学者对股权质押和信息披露都做了深入性研究。对于股权质押,学者们的切入点主要是股权质押产生的代理问题和市值管理,而信息披露则是以公司特征、股权集中度和独立董事这三个影响因素为出发点,研究其与信息披露之间的关系,关于股权质押和信息披露之间的关系的研究较少。

(二)理论基础

作为金融创新工具,股权质押的大幅增长会给上市公司带来两方面好处:一方面,股权质押

作为一种新的担保方式,相较于传统且手续繁杂的融资手段,拓宽了公司融资渠道,能够更快、更有效地促进企业的发展;另一方面,股权质押也缓解了企业的资金压力,帮助企业持续经营。但是股权质押也存在不可避免的风险,当股价下跌时,股东不得不面临强制平仓的后果,控制权转移的风险加剧。为了缓解这一风险,部分企业通过盈余管理进行市价管理,维持股价稳定。然而,现有文献表明盈余管理有限的使用次数以及有限的利用空间(即仅仅能利用会计数据进行盈利操纵)制约了这一方法的效用。因而,更多企业倾向于通过信息选择性披露的方式粉饰上市公司信息披露,从而稳定股价。最终会降低上市公司信息披露的质量,置投资者于不利的投资环境中。

三、研究假设

信息披露作为上市公司面向社会公众体现其信息的公开性、公正性、透明性、真实性的重要渠道,存在被有心人利用,通过粉饰信息披露误导投资者以满足私利的风险。而这些有心人通常是公司的控股股东,根据 Grossman 和 Hart 提出的控制权私利理论,控股股东利用自身对公司的控制力谋取私利,通过操纵信息披露以掩盖他们的行为。此外,控股股东在掌握公司的信息上具有优势地位,这一优势也让信息贫乏的投资者更加容易处于被动地位,当股权质押行为发生后,他们只能通过公示的信息披露对质押股权价值的变动进行估计。

股权质押作为一种热门的融资渠道,一方面对于缓解股东融资约束、促进经济增长具有重要意义,另一方面却加剧代理问题、影响市值管理。而导致这些问题的主要原因在于控股股东为了谋取私利(即降低自身控制权的转移风险),维持股价稳定,有意图地进行市值管理并选择性进行信息披露。

由此看来,在上市公司的背景下,股权质押与信息披露质量之间存在因果关系。控股股东进行股权质押,为了以权谋私,通过操纵信息披露,影响信息披露质量,置质权人于不利的地位。

综合以上分析,提出 H_1 :上市公司股东股权质押的行为对信息披露质量造成负面影响。

在我国制度背景下,国有企业相比于非国有企业受到政府更多的偏爱。为了保护国有企业的资产,避免由于国有企业资产的流失而对国有企业的发展带来巨大打击,政府往往会加强对于国有企业股权质押行为的监管。因此,国有企业控股股东的股权质押行为都更加规范。此外,国有企业比非国有企业得到银行更多的支持,主要体现在两点:一是在股价下跌至警戒线时,国有企业在银行提供的贷款帮助下依然能够及时追加担保;二是在股价下降至平仓线时,国有企业不用担心被强制平仓,而国有企业的资产在处置时也会经过严格审核。由此可见,国有企业面临的股票控制权转移风险更小,信息披露质量更高,而非国有企业在股权质押过程中应对风险更为被动。

综合以上分析,提出 H_2 :股权质押背景下,国有企业比非国有企业的信息披露质量高。

上市公司的规模对上市公司信息披露质量有重要影响。方红星等(2009)研究表明,不同公司规模下,公司规模越大,信息披露质量越高。彭启发和李彬彬(2010)提出,上市公司规模越大,行业地位越高,为了树立正向企业形象,会提高信息披露质量。由此可见,公司规模与信息披露质量呈正相关关系。

综合以上分析,提出 H_3 :股权质押背景下,公司规模越大,信息披露质量越高。

四、研究设计

(一)研究样本与数据来源

根据实证研究法,本文包括三种变量:被解释变量,解释变量和控制变量。信息披露质量是

被解释变量,数据来源于深交所 2015—2018 年 A 股主板上市公司“信息披露考评”;股权质押是解释变量,数据来源于人大经济论坛;控制变量共计 7 个,通过参考中外学者文献得出,数据来源于国泰安 CSMAR 数据库。本文删除了带 ST 和*ST 类企业、金融保险类行业及数据缺失的企业样本,最终得到 410 家企业,共计 1 540 个样本,这些样本通过 Stata 15 进行回归分析。

(二)变量说明

1. 被解释变量

信息披露质量(*Quality*)。本文采用权威机构评级来衡量信息披露质量,使其更具有可靠性、公允性、准时性、真实性、充分性。此外,本文的被解释变量引入 *Q1* 和 *Q2* 两个代理变量。*Q1* 是虚拟变量,上市公司考评结果为 A 或 B 时,信息披露质量为高质量,赋值为 1,上市公司考评结果为 C 或 D 时,信息披露质量为低质量,赋值为 0。*Q2* 是序列变量,对信息披露质量 A、B、C、D 四个等级分别赋值为 4、3、2、1。

2. 解释变量

股权质押(*Pledge*)。本文将持股 5%以上的股东发生股权质押的行为视为需要被披露的重大事项,采用两个变量来定义股权质押:一是股权质押行为(*Pledge1*),如果上市公司控股股东存在股权质押行为,取值为 1,反之为 0;二是控股股东股权质押率(*Pledge-rate*),即控股股东股权质押占其持股比例。

3. 控制变量

参考中外学者的文献,本文选取七个控制变量,分别是:两职合一(*Duality*)、产权性质(*State*)、财务杠杆(*Leverage*)、公司规模(*Lsize*)、股权集中度(*Top1*)、独立董事比例(*Indboard*)和盈利能力(*ROE*)。控制变量的说明如表 2 所示。

表 2 控制变量说明表

变量名称	符号	变量定义
两职合一	<i>Duality</i>	董事长与总经理是同一人时为 1,否则为 0
产权性质	<i>State</i>	国有上市公司为 1,非国有上市公司为 0
财务杠杆	<i>Leverage</i>	年末总负债/年末总资产
公司规模	<i>Lsize</i>	公司年度末总资产自然对数
股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
独立董事比例	<i>Indboard</i>	独立董事人数/董事会总人数
盈利能力	<i>ROE</i>	期末净利润/所有者权益

(三)模型设定

为了检验本文假设,构建如下回归模型:

$$Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 * Pledge1 + \sum \beta * Controlvariable + \epsilon \quad (1)$$

$$Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 * Pledge - Rate + \sum \beta * Controlvariable + \epsilon \quad (2)$$

$$Y_2 = \alpha_0 + \alpha_1 * Pledge1 + \sum \beta * Controlvariable + \epsilon \quad (3)$$

$$Y_2 = \alpha_0 + \alpha_1 * Pledge - Rate + \sum \beta * Controlvariable + \epsilon \quad (4)$$

式(3)和式(4)中用 Y_2 代表信息披露质量的序列变量 Q_2 。

式(1)一(4)中, Y_1 代表信息披露质量的虚拟变量 Q_1 , Y_2 代表信息披露质量的序列变量 Q_2 ,*Pledge1* 表示股权质押行为,*Pledge-Rate* 表示控股股东股权质押率,*Controlvariable* 表示控制变量, α_0 表示截距, α_1 表示解释系数, ϵ 表示误差项。当 α_1 显著为负时,表明股权质押与信息披露之间呈负相关关系,支持本文假设 1。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 3 为全样本描述性统计结果。从信息披露质量来看, Q_1 的平均值为 0.840, 中位数为 1.000, Q_2 的平均值为 2.992, 中位数为 3.000, 这些数据表明我国上市公司信息披露质量较高, 意味着我国重视对于上市公司信息披露质量的监管。控股股东股权质押与否 ($Pledge1$) 及质押比例 ($Pledge-rate$) 的平均值分别为 0.361 和 24.045%, 表明深交所 A 股主板上市公司中股权质押现象比较常见。两职合一 ($Duality$) 的平均值为 0.168, 表明绝大部分上市公司都做到有效的两权分离。产权性质 ($State$) 的平均值为 0.627, 表明国有企业占比较高。第一大股东持股比例 ($Top1$) 的平均值为 33.688%, 表明我国上市公司的股权集中度较高。

表 3 全样本描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$Q1$	1 540	0.840	0.366	1.000	0.000	1.000
$Q2$	1 540	2.992	0.622	3.000	1.000	4.000
$Pledge1$	1 540	0.361	0.480	0.000	0.000	1.000
$Pledge-rate$	1 540	24.045%	36.255%	0.000%	0.000%	100.000%
$Duality$	1 540	0.168	0.374	0.000	0.000	1.000
$State$	1 540	0.627	0.484	1.000	0.000	1.000
$Leverage$	1 540	0.493	0.204	0.503	0.031	1.136
$Lnsiz$	1 540	22.646	1.332	22.565	17.641	27.784
$Top1$	1 540	33.688%	14.899%	30.590%	7.140%	89.990%
$Indboard$	1 540	0.375	0.060	0.357	0.000	0.667
ROE	1 540	0.014	0.668	0.058	-18.569	0.847

表 4 为根据产权性质分组的样本描述性统计结果。从信息披露质量来看, 国企的平均值均高于非国企平均值, 而非国企组的标准差相对较高, 国企的数据整体相对集中, 这表明国企的信息披露质量高于非国企的信息披露质量。从控股股东股权质押与否 ($Pledge1$) 及质押比例 ($Pledge-rate$) 来看, 国企的平均值明显低于非国企的平均值, 且在质押比例上相差极大, 这表明非国有企业股东股权质押行为更为普遍。从其他控制变量的均值来看, 国企的平均值普遍优于非国企的平均值。

(二)股权质押与上市公司信息披露质量

表 5 为股权质押与上市公司信息披露质量的回归结果。其中, $Q1$ 与 $Q2$ 为信息披露这一被解释变量的两个代理变量, $Pledge1$ 和 $Pledge-rate$ 表示股权质押, 其余皆为控制变量。在控制变量方面, 考虑将产权性质 ($State$) 和公司规模 ($Lnsiz$) 这两个重要变量用于进一步研究, 因此本次回归只考虑 5 个控制变量: 两职合一 ($Duality$)、公司财务杠杆 ($Leverage$)、股权集中度 ($Top1$)、独立董事比例 ($Indboard$) 和盈利能力 (ROE)。

表 5 中的回归结果显示: 不论以 $Q1$ 还是以 $Q2$ 为被解释变量, 股权质押的两个代理变量 $Pledge1$ 和 $Pledge-rate$ 均在 1% 的水平上显著为负, 具有较强的解释力。公司财务杠杆在 1% 的显著性水平上反向影响信息披露质量, 表明公司债务负担越小, 经营状况越好, 信息披露质量越高。公司盈利能力在 1% 的显著性水平上正向影响信息披露质量, 表明公司盈利能力越强, 信息披露质量越高。当被解释变量为 $Q1$ 时, 股权集中度在 10% 的显著性水平上正向影响信息披露质量; 当被解释变量为 $Q2$ 时, 股权集中度在 1% 的显著性水平上正向影响信息披露质量。从该结果可以得出, 不论以 $Q1$ 还是以 $Q2$ 为被解释变量, 股权高度集中对信息披露质量具有正向

影响。两职合一和独立董事比例对信息披露质量没有显著影响,该回归结果与专家学者的研究相悖,原因可能是,本文没有考虑使用其他中小板和创业板企业的样本数据。

表 4 分组描述性统计

变量	非国企组(N=575)				
	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Q1	0.737	0.440	1.000	0.000	1.000
Q2	2.760	0.628	3.000	1.000	4.000
Pledge1	0.659	0.474	1.000	0.000	1.000
Pledge-rate	51.234	41.722	61.442	0.000	100.000
Duality	0.285	0.452	0.000	0.000	1.000
State	0.485	0.212	0.494	0.044	0.961
Leverage	22.284	1.397	22.243	17.641	26.428
Lsize	30.393	14.149	28.420	7.190	89.990
Top1	0.376	0.056	0.364	0.250	0.667
Indboard	0.012	0.630	0.066	-13.417	0.847
ROE	0.737	0.440	1.000	0.000	1.000
变量	国企组(N=965)				
	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Q1	0.902	0.298	1.000	0.000	1.000
Q2	3.130	0.575	3.000	1.000	4.000
Pledge1	0.183	0.387	0.000	0.000	1.000
Pledge-rate	7.844	18.907	0.000	0.000	100.000
Duality	0.098	0.298	0.000	0.000	1.000
State	0.499	0.199	0.512	0.031	1.136
Leverage	22.861	1.243	22.740	19.631	27.784
Lsize	35.652	14.987	32.990	7.140	84.110
Top1	0.374	0.062	0.333	0.000	0.667
Indboard	0.016	0.691	0.054	-18.569	0.620
ROE	0.902	0.298	1.000	0.000	1.000

表 5 回归结果

Variable	Q1(信息披露 1)		Q2(信息披露 2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Pledge1	-0.105*** (-5.41)		-0.278*** (-8.63)	
Pledge-rate		-0.002*** (-7.68)		-0.004*** (-10.54)
Duality	-0.021 (-0.84)	-0.009 (-0.37)	-0.004 (-0.09)	0.018 (0.43)
Leverage	-0.186*** (-4.05)	-0.180*** (-3.95)	-0.277*** (-3.63)	-0.265*** (-3.52)
Top1	0.001* (-1.93)	0.001* (-1.67)	0.005*** (-4.94)	0.005*** (-4.72)
Indboard	0.020 (-0.13)	0.030 (-0.20)	0.177 (-0.69)	0.174 (-0.69)
ROE	0.039*** (-2.79)	0.037*** (-2.67)	0.076*** (-3.30)	0.072*** (-3.14)
Constant	0.925*** (-14.32)	0.931*** (-14.56)	2.989*** (-27.89)	2.997*** (-28.28)
chi2	138.180***	156.080***	32.330***	33.370***
N	1 540	1 540	1 540	1 540

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1%的显著性水平,括号内为 t 值。下同

综上所述,上市公司股东股权质押的行为对信息披露质量造成负面影响,假设 1 成立。此外,公司盈利能力和股权集中度与信息披露质量之间正向相关,公司财务杠杆则与信息披露质量之间负向相关。

(三)产权性质的影响

国有企业由于得到政府更多偏爱,政府加强监管,股权质押行为更加规范。因此,本文将产权性质(*State*)设置为虚拟变量,用于检验不同产权性质的公司中股权质押对信息披露质量的影响差异。如果上市公司为国有,*State* 取值为 1,反之为 0。被解释变量为信息披露质量的两个代理变量 *Q1* 和 *Q2*,解释变量为股权质押的两个代理变量 *Pledge1* 和 *Pledge-rate*。除此以外,表 6 加入了产权性质与股权质押的两个代理变量的交乘项 $State * pledge1$ 和 $State * Pledge-rate$ 。

表 6 中的回归结果显示:交乘项中,除了 *Q1* 中的 $State * pledge1$ 在 10%的水平上显著,其余的交乘项 $State * pledge1$ 和 $State * Pledge-rate$ 均不显著。表明国有企业与非国有企业之间的信息披露质量存在显著差异,结合前文中的分组描述性分析发现国有企业的信息披露质量更优,验证了假设 2。

表 6 产权性质差异的检验结果

Variable	Q1(信息披露 1)		Q2(信息披露 2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Pledge1</i>	-0.078** (-2.50)		-0.169*** (-3.27)	
$State * pledge1$	0.077* (1.79)		0.049 (0.69)	
<i>Pledge-rate</i>		-0.001*** (-3.66)		-0.003*** (-4.36)
$State * Pledge-rate$		0.001 (1.17)		-0.000 (-0.22)
<i>State</i>	0.114*** (3.92)	0.103*** (3.79)	0.274*** (5.73)	0.256*** (5.73)
<i>Duality</i>	0.014 (0.55)	0.015 (0.59)	0.066 (1.59)	0.067 (1.63)
<i>Leverage</i>	-0.200*** (-4.43)	-0.195*** (-4.32)	-0.310*** (-4.15)	-0.300*** (-4.03)
<i>Top1</i>	0.001 (1.32)	0.001 (1.24)	0.004*** (4.12)	0.004*** (4.05)
<i>Indboard</i>	-0.039 (-0.25)	-0.019 (-0.12)	0.075 (0.30)	0.097 (0.39)
<i>ROE</i>	0.037*** (2.72)	0.036*** (2.65)	0.074*** (3.27)	0.072*** (3.20)
<i>Constant</i>	0.871*** (13.12)	0.878*** (13.37)	2.845*** (25.97)	2.853*** (26.35)
<i>chi2</i>	173.600***	184.960***	52.290***	51.960***
N	1540	1540	1540	1540

(四)公司规模的影响

根据国内外文献的研究表明,公司规模在影响信息披露质量上发挥重要作用。因此,本文将公司规模(*Lnsiz*e)设置为虚拟变量,以该指数的中位数 22.565 为标准,低于这一标准的取值为 0,反之为 1。被解释变量为信息披露质量的两个代理变量 *Q1* 和 *Q2*,解释变量为股权质押的两

个代理变量 *Pledge1* 和 *Pledge-rate*。除此以外,表 7 加入公司规模与股权质押的两个代理变量的交乘项 *Lsize * pledge1* 和 *Lsize * Pledge-rate*。

表 7 中的回归结果显示:当被解释变量为 Q1 时,*Lsize * pledge1* 和 *Lsize * Pledge-rate* 均不显著,当被解释变量为 Q2 时,*Lsize * pledge1* 在 10%的水平上显著,*Lsize * Pledge-rate* 在 1%的水平上显著。采用 Q2 为被解释变量得到的回归结果,表明公司规模越大,信息披露质量越高,验证了假设 3。

表 7 公司规模差异的检验结果

Variable	Q1(信息披露 1)		Q2(信息披露 2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Pledge1</i>	-0.084*** (-3.35)		-0.210*** (-5.23)	
<i>Lsize * pledge1</i>	-0.027 (-0.81)		-0.099* (-1.82)	
<i>Pledge-rate</i>		-0.002*** (-4.92)	-0.003*** (-5.88)	
<i>Lsize * Pledge-rate</i>		-0.000 (-0.96)	-0.002*** (-2.92)	
<i>Lsize</i>	0.067*** (8.02)	0.064*** (7.74)	0.175*** (13.09)	0.174*** (13.13)
<i>Duality</i>	-0.019 (-0.76)	-0.008 (-0.34)	0.001 (0.04)	0.019 (0.50)
<i>Leverage</i>	-0.349*** (-7.09)	-0.335*** (-6.86)	-0.694*** (-8.79)	-0.664*** (-8.48)
<i>Top1</i>	-0.000 (-0.27)	-0.000 (-0.39)	0.002 (1.53)	0.001 (1.46)
<i>Indboard</i>	-0.033 (-0.22)	-0.020 (-0.14)	0.049 (0.20)	0.064 (0.27)
<i>ROE</i>	0.024* (1.73)	0.023* (1.68)	0.038* (1.71)	0.037* (1.69)
<i>Constant</i>	-0.448** (-2.41)	-0.383** (-2.08)	-0.617** (-2.07)	-0.597** (-2.03)
<i>chi2</i>	171.400***	193.360***	63.650***	67.640***
<i>N</i>	1 540	1 540	1 540	1 540

六、研究结论及政策建议

为了维护自身的控制权,控股股东在利用股权质押进行融资时,粉饰信息的动机更加强烈。本文运用实证研究,验证了已有学者的研究成果:上市公司股东股权质押的行为对信息披露质量造成负面影响。此外,本文利用产权性质和公司规模两个变量,通过与股权质押的两个代理变量做交乘项,进一步研究得到以下结论:在股权质押背景下,相对非国有企业,国有企业的信息披露质量更高,相对小规模上市公司,大规模上市公司的信息披露质量更高。

上市公司信息披露对于投资者决策有着直接影响,需要用高质量、高透明度的信息披露保护投资者,提高投资决策的有效性。因此,结合本文研究和我国信息披露的现状,提出以下建议:

第一,加强外部监管。在股东进行股权质押时,公司倾向于选择性披露信息,通过粉饰信息达到稳定股价的目的,但也加大了公司与投资者之间的信息不对称。监管层应该通过制定强有

力的信息披露指引,强制要求参与股权质押的公司全面披露消息来规范这一行为。此外,监管层在这一过程中尤其需要关注非国有企业以及公司规模较小的企业。

第二,优化股权结构。在中国市场上,上市公司普遍存在因大股东控制而弱化小股东存在感的情况。因此股权结构的优化有助于发挥中小股东的制衡作用,减少隧道挖掘现象,同时也有效地遏制信息选择性披露行为,提高信息披露质量。

第三,完善公司治理。控股股东通过完善公司治理,加强内部控制,同时运用适当的激励政策,促使管理层努力提高经营业绩以加强公司核心竞争力,达到稳定甚至提升股价的目的,而不是通过刻意隐瞒低质量信息来欺骗投资者以达到暂时维持股价稳定的目的。

第四,保护非国有企业。非国有企业由于缺少政府的支持而在股权质押过程中面临更多的风险,因此,政府应该为非国有企业制定有效的政策,为先进的、具有创造力的、优秀的非国有企业降低融资难度。

参考文献:

- 陈德萍,陆星廷. 2017. 股权质押与盈余管理的关系研究——基于创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究(5):47-52.
- 陈君兰,谢赤. 2013. 上市公司信息披露质量测度与评价[J]. 证券市场导报(3):25-30,35.
- 陈依彦. 2017. 獐子岛控股股东的股权质押对公司价值的影响研究[D]. 湘潭:湘潭大学.
- 方红星,孙嵩,金韵韵. 2009. 公司特征、外部审计与内部控制信息的自愿披露——基于沪市上市公司 2003—2005 年年报的经验研究[J]. 会计研究(10):44-52.
- 黄琨,周春娜. 2012. 股权结构、管理层行为对环境信息披露影响的实证研究——来自沪市重污染行业的经验证据[J]. 中国软科学(1):133-143.
- 郝项超,梁琪. 2009. 最终控制人股权质押损害公司价值么? [J]. 会计研究(7):57-63.
- 蒋燕燕. 2018. 控股股东股权质押、信息披露质量对股价同步性的影响研究[D]. 南宁:广西大学.
- 柯剑,谢易颖. 2014. 机构投资者持股对上市公司信息披露质量的影响[J]. 北京工商大学学报(社会科学版)(2):77-86.
- 李常青,幸伟. 2017. 控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]. 统计研究(12):12-18.
- 黎来芳. 2005. 商业伦理诚信义务与不道德控制——鸿仪系“掏空”上市公司的案例研究[J]. 会计研究(11):8-14.
- 黎来芳,陈占燎. 2018. 控股股东股权质押降低信息披露质量吗? [J]. 科学决策(8):1-20.
- 李香君. 2019. 控股股东股权质押与会计信息披露质量的关系研究[D]. 兰州:兰州大学.
- 马晓斐. 2013. 股权质押制度研究[D]. 烟台:烟台大学.
- 钱爱民,张晨宇. 2018. 股权质押与信息披露政策[J]. 会计研究(12):34-40.
- 谢德仁,廖珂,郑登津. 2017. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J]. 会计研究(3):30-38.
- 谢德仁,郑登津,崔宸. 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[J]. 管理世界(5):128-140.
- 张虹虹. 2006. 中国上市公司隧道挖掘行为研究——基于终极所有者的检验[D]. 北京:北京工商大学.
- Ahmed, K., Curtis, J. K. 1999. Associations between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis[J]. British Accounting Review(1):35-61.
- Beasley, M. S. 1996. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement[J]. Accounting Review(4):443-465.
- Schadewitz, H. J., Blevins, D. R. 1998. Major Determinants of Interim Disclosures in an Emerging Market[J]. American Business Review(1):41.
- Yeh, Y. H., Ko, C. C., Su, Y. H. 2003. Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan[J]. Academic Economic Review(3):263-299.

Research on the Impact of Equity Pledge on the Quality of Information Disclosure of Listed Companies

LI Wan-ze

(Business School, University of Nottingham)

Abstract: Based on the sample of A-share listed companies on the main board of Shenzhen Stock Exchange from 2015 to 2018, this paper empirically tests the impact of equity pledge on the quality of information disclosure of listed companies. The results show that: equity pledge has a negative impact on the quality of information disclosure of listed companies. Further research finds that under the background of equity pledge, the quality of information disclosure of state-owned enterprises is higher than that of non-state-owned enterprises, and the quality of information disclosure of large-scale companies is higher than that of small-scale companies. In view of the above research conclusions, this paper puts forward relevant policy suggestions: The first is to strengthen external regulation to reduce information asymmetry between companies and investors; The second is to optimise the shareholding structure and strengthen the checks and balances of small and medium shareholders on major shareholders within the company; The third is to improve corporate governance, and the controlling shareholder of the company can effectively motivate the management of the company while strengthening internal control; The fourth is to protect non-state-owned enterprises, the government should formulate effective policies to reduce the risk of financing difficulties for non-state enterprises.

Key words: Equity Pledge; Quality of Information Disclosure of Listed Companies; Control Rights

责任编辑 王丽纳