

# 大股东股权质押与企业内部控制

富钰媛, 苑泽明, 李 田

(天津财经大学商学院, 天津 300222)

**摘 要:** 本文以2009~2016年中国A股上市公司为研究对象, 运用倾向匹配得分法研究了大股东股权质押对公司内部控制的影响, 结果显示: 大股东股权质押对内部控制产生负面影响, 且程度随质押比重与频次的增加而愈发严重; 相较于投资者保护程度较高的样本组, 大股东股权质押对内部控制的负向影响只存在于投资者保护程度较低组。本文丰富了大股东股权质押的经济后果及内控影响因素的理论研究, 并从加强投资者保护的角度对如何降低其对内部控制的影响进行了深入讨论。

**关键词:** 大股东股权质押; 内部控制; 倾向匹配得分法

中图分类号: F276 文献标识码: A 文章编号: 1004-4892(2019)01-0071-10

## 一、引 言

股权质押, 即上市公司股东将其所持有的股权作为质押物向银行、证券公司等金融机构申请贷款或信用的经济行为(谢德仁等, 2016)<sup>[1]</sup>。近几年, 股权质押在我国资本市场受到热捧, 据Wind数据库统计, 2017年A股上市公司中共有1986家企业进行了股权质押, 交易次数达13709次, 较2016年增幅17.08%。然而, 频繁交易的背后, 以乐视网股权质押为典型代表的数家上市公司陆续被曝出面临强制平仓。可见, 大股东股权质押已经成A股市场的局部风险点。

已有研究表明, 股权质押引发的经济后果具有两面性。正面效应包括: 进行股权质押的控股股东存在压力与动力对上市公司进行市值管理, 从而弱化上市公司股价崩盘风险(谢德仁, 2016)<sup>[1]</sup>; 股权质押引入债权金融机构(银行、信托公司等)这一角色, 有效降低企业债务代理成本(谭燕和吴静, 2013)<sup>[2]</sup>。负面效应包括: 代理理论框架下, 股权质押激化代理问题(chen and hu, 2007)<sup>[3]</sup>, 引发大股东掏空行为(Tunneling)(郑国坚等, 2014)<sup>[4]</sup>, 损害会计信息可靠性(谢德仁等, 2017)<sup>[5]</sup>; 信号传递理论框架下, 股权质押对市场释放大股东财务约束的消极信号(张俊瑞等, 2017)<sup>[6]</sup>, 引发大股东干预上市公司信息披露(李常青和幸伟, 2017)<sup>[7]</sup>, 吸引监管者注意造成上市公司违规被稽查风险增强(吕晓亮, 2017)<sup>[8]</sup>。基于大股东股权质押对上市公司经营产生双重经济后果, 由此得到一个值得探索的问题: 内部控制作为保障公司经营的重要举措, 大股东股权质押对其是积极的优化治理效果还是消极的凌驾破坏效果?

现有研究对内部控制的影响因素展开了较为丰富的探讨, 可分为内外两部分。内部因素主要体现在治理情况与经营状况。前者主要指高管团队异质性(Chen et al., 2016;)<sup>[9]</sup>以及董事会特征

收稿日期: 2018-06-11

基金项目: 国家社会科学基金重点项目(14AJY004)

作者简介: 富钰媛(1988-), 女, 河北承德人, 天津财经大学商学院博士生; 苑泽明(1964-), 女, 天津市人, 天津财经大学商学院教授, 博士生导师; 李田(1989-), 女, 天津市人, 天津财经大学商学院博士生。

(Anderson et al., 2014)<sup>[10]</sup>; 后者包括上市公司年限、规模、财务状况(Doyle et al., 2007; Ge and McVay, 2005)<sup>[11][12]</sup>。外部因素主要体现为: 第一, 上市公司所处制度环境的地缘性差异(Doyle et al., 2007; 赵渊贤和吴伟荣, 2014)<sup>[11][13]</sup>; 第二, 媒体关注作用(赵渊贤和吴伟荣, 2014)<sup>[13]</sup>; 第三, 机构投资者监督作用(Tang and Xu, 2010)<sup>[14]</sup>。可以看出, 现有研究较为全面地揭示了影响企业内部控制的因素, 但鲜有文献基于大股东行为视角探索影响上市公司内控质量的因素, 这为本文的研究提供了机遇。

本文基于中国 A 股上市公司 2009 ~ 2016 年数据, 运用倾向得分匹配法(PSM), 以第一大股东进行股权质押的上市公司为研究样本, 实证研究大股东股权质押与企业内部控制关系, 结果发现: 大股东股权质押会对内部控制产生负面影响。进一步研究发现: 大股东股权质押比例越高、交易越频繁, 对企业内部控制质量的损害越严重。相对于高水平投资者保护样本组, 大股东股权质押对于内部控制的负向影响只存在于低水平投资者保护样本组。本文的贡献体现在: 第一, 本文从全新的大股东行为视角对企业内部控制的影响展开深入的研究, 丰富和发展了股权质押理论; 第二, 本文将大股东股权质押作为影响企业内部控制的重要因素与已有的影响企业内控因素的研究比较, 拓展了内部控制的要素理论; 第三, 通过对区域投资者保护水平异质性分组展开进一步研究, 并详细考察外部监管程度对于大股东股权质押对内控的影响, 为政府监管机构制定政策提供理论依据。

## 二、理论分析与研究假设

基于大股东股权质押行为对上市公司产生的对立效应, 本文在推演其与企业内部控制质量之间的关系时提出以下竞争性假设。

### (一) 正向影响

就外部压力视角, 出质人(大股东)基于质权人(金融机构)选择压力与处罚压力双重考虑, 将致力于提升上市公司内部控制质量。在签订股权质押契约的事前与事后, 质权人将调查与追踪上市公司经济活动, 评估其财务状况与经营成果。高质量内控通过提升企业会计盈余质量(Brown et al., 2006)<sup>[15]</sup>, 保障质权人的监控优势(Burkart M. & Ellingsen T., 2004)<sup>[16]</sup>。质权人在弱化逆向选择与道德风险的风险防御视角下, 将会倾向于选择具有高质量内控的企业缔约合同。出质人基于质权人选择压力, 有意愿提升企业内部控制质量。此外, 质权人在企业存在盈余操纵动机时将因失去监控优势而做出信贷政策调整, 增加企业融资成本(Burkart M. & Ellingsen T., 2004)<sup>[16]</sup>。通过抑制企业会计信息操纵, 保障质权人监控优势, 优良的内部控制质量有效降低融资成本(Beng et al., 2011)<sup>[17]</sup>。另一方面, 大股东股权质押增加上市公司在违规后被稽查的概率(吕晓亮, 2017)<sup>[8]</sup>, 上市公司基于交易成本考虑将会提升内部控制质量(张子余和李常安, 2015)<sup>[18]</sup>。出质人基于质权人与监管部门的双重处罚压力, 将着力建设优良企业内控。

就内部动力视角, 出质人自身存在动机与能力促进上市公司内部控制建设。大股东股权质押侧面向市场释放其资金短缺的信号, 通过具有“信贷”特征的股权质押缓解其融资约束, 表明大股东期望保有对上市公司的控制权。然而, 一旦当质押品——上市公司股票出现大幅贬值时, 大股东除个人损失外, 还会面临控制权转移风险。有效的内部控制将降低股价崩盘风险(Zhou et al., 2013)<sup>[19]</sup>, 以维持股价在资本市场上的稳定, 从而降低大股东控制权转移风险。基于此, 大股东有较强意愿提升公司内控质量。另一方面, 管理层在上市公司内控制度的建立与执行中发挥核心作用(池国华等, 2014)<sup>[20]</sup>。大股东通过向上市公司派驻董事、高管等人员以发挥其监督治理作用, 被派驻的管理层在一定程度上实现大股东意愿的执行, 因此, 大股东有能力提升上市公司内控质量。

COSO 在 2013 年公布的《企业内部控制整体框架》中将控制环境、风险评估、控制活动、信

息与沟通以及监督作为内部控制五大要素。控制环境角度,质权人通过发挥债务治理效应对企业经营管理人员进行监督控制和激励约束(王满四,2006)<sup>[21]</sup>,提升其治理效率,从而有效优化控制环境。就风险评估而言,一方面,质权人所进行的风险评估有助于经营者认知企业所存在的风险;另一方面,激进的公司战略将增大企业的股价崩盘风险(佟孟华等,2017)<sup>[22]</sup>,大股东出于稳定股价的考虑,因此更加谨慎的识别与控制风险,风险评估活动的效能进而得到提升。控制活动角度,良好的内控需要企业财务资源的支撑(Ge and McVay, 2005)<sup>[12]</sup>,大股东股权质押在一定程度缓解了企业的融资约束,为企业内部控制建设提供资金支持。信息与沟通角度,如前文所述,股权质押提升了交易双方信息沟通的有效性。监督视角,内部控制书面报告作为监督的重要组成部分,其主动、定时的披露向质权人释放企业内部控制质量高的积极信号,因此大股东有倾向推动这一活动。综上,本文提出如下假设:

H<sub>a</sub>:在其他条件相同的情况下,相对于大股东未进行股权质押的上市公司,存在大股东股权质押的上市公司内部控制质量更高。

## (二)负向影响

当大股东因股权质押行为面临控制权转移风险时,除选择积极性策略——减轻信息不对称程度、优化盈余质量、提升业绩等行为外,也有可能采取消极性策略,包括操控管理层(沈仰斌和黄志仁,2001)<sup>[23]</sup>、对上市公司占款(郑国坚等,2014)<sup>[4]</sup>、操纵盈余(谢德仁等,2017)<sup>[5]</sup>以及干预信息披露(李常青和幸伟,2017)<sup>[7]</sup>,这将激化内控行为主体权利失衡、恶化经营状况、加深信息屏障以及增加企业风险,从而对企业内部控制造成损害。

基于终极控制人现金流权与控制权分离视角,可以对大股东选择消极策略应对控制权转移风险进行诠释。La Porta 等(1999)提出的终极控制人分析框架认为金字塔结构下终极控制人与大股东行为有密切关系,因此,结合终极控制人视角可更好地理解大股东股权质押行为及其经济后果。《中华人民共和国担保法》规定:“质权人有权收取质物所生的孳息”。也就是说,股权质押期间终极控制人的现金流权将受到限制,但仍保有控制权、终极控制人的现金流权与控制权由此出现偏离。两权分离情境下,大股东股权质押行为将损害企业内部控制质量。动机角度而言,大股东成本(Shleife and Vishny, 1997)<sup>[24]</sup>促使终极控制人在面对与中小股东的利益冲突中做出损人利己的利益最大化决策,二者的共享利益随两权分离程度增大而减小(La Porta et al., 2002)<sup>[25]</sup>,终极控制人因高溢价收益而选择对上市公司进行掏空的机会概率愈高(Lin and Ma, 2011)<sup>[26]</sup>,从而出现壕沟效应。此外,终极控制人具有主导上市公司经营活动的能力,因此有机会在其与中小股东发生冲突时依据利益最大化原则左右上市公司内控制度,实现掏空上市公司以及侵占中小股东利益的目的。

大股东股权质押行为引发的大股东消极性策略均会对内部控制五要素产生负面影响。首先,内控行为主体的权利失衡将会造成控制环境以及监督出现缺陷。控制环境角度,我国上市公司股权高度集中的现象滋生大股东与管理层合谋问题,利益冲突下将会导致管理层凌驾内控制度,降低内部控制制约效力。就监督而言,“一股独大”也使得大股东掌控了监事会与审计委员会投票权,造成监督活动失灵。风险评估角度,股权质押会加剧企业会计风险以及公司治理风险(张俊瑞等,2017)<sup>[6]</sup>,风险复杂性的增量将会加深风险识别难度,促使内控缺陷存在的可能性进一步提升。控制活动角度,由股权质押引发的大股东占款行为造成了上市公司应收款的拖欠(Jiang et al., 2010)<sup>[27]</sup>、债权融资成本以及股权融资成本增加(Cheung et al., 2006)<sup>[28]</sup>,诱发企业财务困境。基于注意力基础观理论,高管团队对于内部控制建设的注意力或将发生转移,企业内部控制活动有效性将下降。信息角度,由大股东股权质押引起的盈余操纵与信息披露操纵增强了企业内外部信息不对称情况,阻碍信息有效沟通的进行。综上,本文提出如下假设:

H<sub>b</sub>:在其他条件相同的情况下,相对于大股东未进行股权质押的上市公司,存在大股东股权

质押的上市公司内部控制质量更低。

### 三、研究设计

#### (一) 模型介绍与构建

由于是否进行股权质押的上市公司存在初始条件不完全一致的情况,会导致样本选择偏差,本文选择 Rosenbaum 和 Rubin 提出的倾向得分匹配法(PSM)对大股东股权质押与企业内控的因果效应进行评价,一定程度上解决了样本选择偏差问题,具体操作步骤如下:

1. 倾向得分的计算。倾向得分为上市公司进入实施大股东股权质押这一事件的条件概率,即为式(1):

$$P(X) = P(PLEDGE = 1 | X) \quad (1)$$

其中, $P(X)$  为观测样本实施股权质押的概率,即倾向得分值;PLEDGE 表示股权质押,如果上市公司进行了股权质押,则 PLEDGE = 1,否则为 0; $X$  为影响上市公司大股东股权质押的因素,被称为协变量。

2. 配对方法的选择。在获得观测样本的倾向匹配得分  $P(X)$  之后,需要为实验组(进行大股东股权质押组)公司匹配具有可比性的对照组(未进行大股东股权质押)公司。本文采用一对一近邻匹配法以及卡尺内一对二近邻匹配选择倾向匹配值相近的未进行大股东股权质押样本,进行大股东股权质押对于上市公司内控质量的效应检验。

3. 数据平衡性的检验。在报告实验组与对照组匹配结果之前,需对数据进行平衡性检验。进行配对的数据需满足共同支撑假设以及独立性假设,以期获得平衡性。

4. 平均处理效应的计算。最后计算大股东进行股权质押与未进行股权质押的上市公司的内控质量之间的差异,即股权质押对于内控质量的平均处理效应(ATT) 式(2):

$$ATT = \frac{1}{N} \sum_{i: D_i=1} (Y_i^T - Y_m^C) \quad (2)$$

其中, $Y_i^T$  为上市公司  $i$  在进行股权质押后内控质量水平, $Y_m^C$  为与进行股权质押的上市公司相匹配的非股权质押企业  $m$  在相同时期的内控质量水平。

5. 模型的构建。针对大股东股权质押对企业内部控制产生影响这一议题,本文将通过两个模型分阶段予以考察。第一阶段中,本文将利用 Logit 模型估测样本倾向匹配得分,并为实验组寻找相应的控制组,基于此,第一阶段倾向匹配得分模型如下:

$$Pld\_Dum = a_0 + a_1 * LEV + a_2 * Owner + a_3 * Bsize + a_4 * Zindex + a_5 * Ln\_asset + a_6 * State + a_7 * Ln\_ni + a_8 * ROA + \xi \quad (\text{模型 1})$$

第二阶段对研究假设构建 OLS 回归模型,以检验大股东股权质押与企业内部控制之间的相关性,模型如下:

$$IC = a_0 + a_1 * Pld\_Dum + a_2 * Controls + \xi \quad (\text{模型 2})$$

#### (二) 样本选择与数据来源

本文选择 2009~2016 年 A 股上市公司作为研究样本,并进行筛选:(1) 剔除金融行业上市公司观测值;(2) 剔除 ST、\*ST 等存在财务异常值的上市公司观测值;(3) 剔除数据残缺企业;(4) 剔除资不抵债上市公司观测值,最终共得 16754 观测值(公司-年)。为了消除极端值的影响,本文对所有连续变量进行了 1% 以及 99% 的 winsorize 缩尾处理。上市公司内控质量数据取自迪博中国上市公司内部控制指数库,大股东股权质押数据以及其他数据均来自 RESSET 数据库。

#### (三) 变量界定

1. 被解释变量。借鉴逯东(2013)<sup>[29]</sup>等人的研究,本文中被解释变量上市公司内控数据取自迪



博中国上市公司内部控制指数,该指数是基于内部控制战略、经营、报告、合规和资产安全等内部控制五大要素实现程度进行设计,在内控质量相关研究中具有较强的科学性、广泛性以及代表性。

2. 解释变量。本文用年末大股东是否进行股权质押这一哑变量作为解释变量。

3. 协变量。借鉴王新红和李妍艳(2014)<sup>[30]</sup>、谭燕和吴静(2013)<sup>[2]</sup>以及徐寿福(2016)<sup>[31]</sup>等人的研究,本文协变量的选取及其说明如表1所示。

4. 控制变量。借鉴 Li et al. (2010)<sup>[32]</sup>、王俊和吴溪(2017)<sup>[33]</sup>等人的研究,本文控制变量的选取及其说明如表1所示。

表1 变量界定表

| 类型  | 符号              | 说明                          | 类型   | 符号           | 说明                                 |
|-----|-----------------|-----------------------------|------|--------------|------------------------------------|
| 因变量 | IC              | 采用迪博中国上市公司内部控制指数,除以100予以标准化 | 自变量  | Pld_ Dum     | 第一大股东进行股权质押时取1,否则取0                |
| 协变量 | Owner           | 大股东性质,法人取1,自然人取0            |      | State        | 上市公司为国有企业则取1,否则为0                  |
|     | Bsize           | 董事会成员的总人数                   |      | BIG 4        | 上市公司为国际四大会计师事务所审计时取1,否则0           |
|     | Zindex          | 第一大股东持股比例/第二大股东持股比例         |      | Ln_ asset    | 年末上市公司总资产的自然对数                     |
|     | Ln_ asset       | 年末上市公司总资产的自然对数              | 控制变量 | ROA          | 净利润/年末总资产                          |
|     | State           | 上市公司为国有企业则取1,否则为0           |      | LEV          | 年末上市公司资产负债率                        |
|     | Ln_ ni( + / - ) | ( + / - )年末上市公司净利润的自然对数     |      | Inddirpct    | 年末上市公司独立董事人数/年末上市公司董事会人数           |
|     | ROA             | 净利润/年末总资产                   |      | Growth       | 营业收入增长率 = (本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入 |
|     | LEV             | 年末上市公司资产负债率                 |      | YEAR、IND、REG | 分别为年度、行业、区域虚拟变量                    |

## 四、实证结果分析

### (一)描述性统计

表2为主要变量的描述性统计。可以看出,约有26.2%的上市公司大股东进行了股权质押,这表明质押现象普遍。

表2 主要变量描述性统计

| 变量        | 样本量   | 极小值     | 极大值        | 均值     | 中位数    | 标准差      |
|-----------|-------|---------|------------|--------|--------|----------|
| Pld_ Dum  | 16754 | 0.000   | 1.000      | 0.262  | 0.000  | 0.440    |
| IC        | 16754 | 0.000   | 9.954      | 6.617  | 6.784  | 1.108    |
| State     | 16754 | 0.000   | 1.000      | 0.433  | 0.000  | 0.496    |
| Ln_ asset | 16754 | 15.577  | 28.509     | 22.042 | 21.863 | 1.304    |
| LEV       | 16754 | 0.007   | 0.996      | 0.444  | 0.442  | 0.212    |
| ROA       | 16754 | -0.723  | 2.935      | 0.052  | 0.046  | 0.061    |
| Owner     | 16754 | 0.000   | 1.000      | 0.788  | 1.000  | 0.409    |
| Bsize     | 16754 | 3.000   | 42.000     | 11.781 | 11.000 | 3.943    |
| Ln_ ni    | 16754 | -23.509 | 25.664     | 15.859 | 18.391 | 9.717    |
| Zindex    | 16754 | 0.000   | 1080.100   | 13.150 | 4.400  | 29.302   |
| Inddirpct | 16754 | 0.000   | 100.000    | 36.337 | 35.710 | 10.112   |
| BIG4      | 16535 | 0.000   | 1.000      | 0.057  | 0.000  | 0.232    |
| Growth    | 16754 | -0.986  | 134600.000 | 9.513  | 0.109  | 1046.401 |

(二) 倾向匹配得分

1. 协变量数据平衡性检验

在对平均处理效应结果进行汇报之前, 本文根据共同支撑假设以及独立性假设检验了匹配结果是否较好的平衡了数据。图 1 为匹配前后实验组与控制组的概率密度分布图。可知, 匹配前实验组与控制组概率重心分布差距较大, 表明利用两组数据进行的统计推断有偏; 但经过匹配后, 实验组与控制组概率重心趋同, 倾向匹配得分的概率偏差得以修正, 从而通过了共同支撑假设。

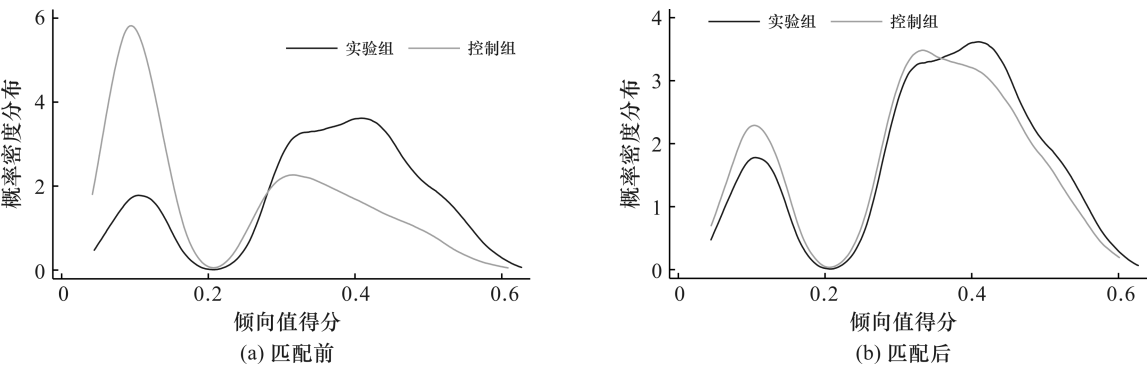


图 1 匹配前后实验组与控制组概率密度分布图

Smith & Todd (2005)<sup>[34]</sup> 提出, 匹配后标准偏差的绝对值与匹配效果成反比关系, 一般情况下应小于 5%。表 3 为协变量的平衡性检验结果, 可以看出经匹配后协变量的标准偏差的绝对值均小于 5%, 且 t 检验结果不拒绝实验组与控制组无系统差别原假设, 即实验组与控制组的协变量在统计上不存在显著差异, 独立性假设得以通过。

表 3 平衡性检验

| 变量        |     | 均值    |       | 标准偏差 (%) | 标准偏差减小幅度 (%) | T 检验   |        |
|-----------|-----|-------|-------|----------|--------------|--------|--------|
|           |     | 实验组   | 控制组   |          |              | t      | p >  t |
| State     | 匹配前 | 0.16  | 0.53  | -82.80   | 100.00       | -44.19 | 0.00   |
|           | 匹配后 | 0.17  | 0.17  | 0.00     |              | 0.00   | 1.00   |
| Ln_ asset | 匹配前 | 21.93 | 22.08 | -12.10   | 82.30        | -6.58  | 0.00   |
|           | 匹配后 | 21.93 | 21.90 | 2.20     |              | 1.04   | 0.30   |
| LEV       | 匹配前 | 0.45  | 0.44  | 6.00     | 97.70        | 3.42   | 0.00   |
|           | 匹配后 | 0.45  | 0.45  | 0.10     |              | 0.07   | 0.95   |
| ROA       | 匹配前 | 0.05  | 0.05  | 2.10     | 47.90        | 1.23   | 0.22   |
|           | 匹配后 | 0.05  | 0.05  | -1.10    |              | -0.51  | 0.61   |
| Owner     | 匹配前 | 0.72  | 0.81  | -20.60   | 87.10        | -12.12 | 0.00   |
|           | 匹配后 | 0.72  | 0.73  | -2.70    |              | -1.18  | 0.24   |
| Bsize     | 匹配前 | 11.22 | 11.98 | -19.80   | 93.10        | -11.03 | 0.00   |
|           | 匹配后 | 11.22 | 11.27 | -1.40    |              | -0.67  | 0.50   |
| Ln_ ni    | 匹配前 | 15.84 | 15.87 | -0.30    | -133.60      | -0.15  | 0.89   |
|           | 匹配后 | 15.84 | 15.90 | -0.60    |              | -0.29  | 0.77   |
| Zindex    | 匹配前 | 10.94 | 13.94 | -10.80   | 88.30        | -5.83  | 0.00   |
|           | 匹配后 | 10.91 | 10.56 | 1.30     |              | 0.67   | 0.50   |

2. 基于两种匹配方式 ATT 估计值结果

本文运用一对一近邻匹配以及卡尺内一对二近邻匹配两种方法, 进行了有放回匹配, 通过计算平均处理效应值 (ATT) 检验了大股东股权质押对于企业内控的影响, 结果如表 4 所示。就实证结果而言, 两种匹配方法下匹配后平均处理效应分别为 -0.120、-0.099, 且均在 1% 水平上显著, 这

表明股权质押为企业内部控制带来了负面效应。

表 4 倾向值匹配结果

|            |     | 实验组   | 控制组   | ATT    | 标准误   | T 值       |
|------------|-----|-------|-------|--------|-------|-----------|
| 一对一近邻匹配    |     |       |       |        |       |           |
| IC         | 匹配前 | 6.497 | 6.660 | -0.162 | 0.019 | -8.33 *** |
|            | 匹配后 | 6.497 | 6.617 | -0.120 | 0.028 | -4.28 *** |
| 卡尺内一对二近邻匹配 |     |       |       |        |       |           |
| IC         | 匹配前 | 6.498 | 6.660 | -0.162 | 0.019 | -8.33 *** |
|            | 匹配后 | 6.497 | 6.596 | -0.099 | 0.025 | -3.96 *** |

### (三) 多元回归分析

基于一对一近邻匹配法以及卡尺内一对二近邻匹配法倾向得分匹配结果,本文分别得到 6060 个以及 8760 个观测值,并分别对两组样本进行 OLS 多元线性回归检验,以进一步检验大股东股权质押对企业内部控制的影响。由表 5 第(1)、(3)列单变量回归结果可知,两组样本中大股东股权质押与内部控制均在 1% 水平负相关,从而验证大股东股权质押对企业内部控制的负向影响。表 5 中第(2)、(4)列将大股东股权质押与相关控制变量进行同时回归,两组样本结果均显示大股东股权质押与企业内部控制质量在 1% 水平负相关,再一次表明大股东股权质押对上市公司内部控制质量造成损害。

表 5 匹配后筛选样本回归结果

| 变量       | 一对一近邻匹配           |                   | 卡尺内一对二近邻匹配        |                   |
|----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|          | (1)               | (2)               | (3)               | (4)               |
| Pld_ Dum | -0.073 ***(-3.73) | -0.064 ***(-3.60) | -0.063 ***(-3.85) | -0.051 ***(-3.45) |
| 控制变量     |                   | 控制                |                   | 控制                |
| 样本数量     | 6060              | 6060              | 8760              | 8760              |
| 调整 R2    | 0.069             | 0.255             | 0.072             | 0.255             |

注:括号内为异方差检验的标准误,\*\*\*、\*\*和\*分别代表 1%、5%和 10%的显著性水平(双尾)。下同。

### (四) 稳健性检验

首先,本文运用未进行 PSM 匹配的全样本数据进行回归。其次,借鉴池国华等(2014)<sup>[20]</sup>的方法,本文将控制变量进行了更替,将净资产收益率替换为总资产收益率,同时将企业成长性替换为托宾 Q,重新进行回归。最后,借鉴廖义刚和邓贤琨(2017)<sup>[35]</sup>的方法,本文将内部控制变量按样本均值进行重新归类,将高于均值的样本定义为内控质量高组,并赋值为 1,反之则为内控质量低组,并赋值为 0,运用 logit 模型对重新划分之后的样本进行回归。以上三种稳健性检验结果均与初始实证结果相一致,本研究结果依然成立。篇幅限制,此处不报告回归结果。

## 五、进一步研究

### (一) 对大股东股权质押程度的检验

为进一步研究大股东股权质押与公司内部控制的关系,本文探究了大股东股权质押的比例与频次和企业内控的关系,以期衡量股权质押程度对内部控制产生的影响,并构建模型(3)、(4)进行检验。其中大股东股权质押比例( $Pld\_Per$ ) = 年报中大股东股权质押股数 / 上市公司总股本数,大股东股权质押频次( $Pld\_Fre$ ) = 年报中大股东股权质押次数。

$$IC = a_0 + a_1 * Pld\_Per + a_2 * Controls + \xi \quad (\text{模型 3})$$

$$IC = a_0 + a_1 * Pld\_Fre + a_2 * Controls + \xi \quad (\text{模型 4})$$

表 6 考虑大股东股权质押程度的检验

| 变量                | 一对一近邻匹配            |                    | 卡尺内一对二近邻匹配         |                    |
|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                   | (1)                | (2)                | (3)                | (4)                |
| Pld_ Per          | -0.182 *** (-3.19) |                    | -0.188 *** (-3.78) |                    |
| Pld_ Fre          |                    | -0.008 *** (-3.29) |                    | -0.008 *** (-3.86) |
| 控制变量              | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                 |
| 样本数量              | 6060               | 6060               | 8760               | 8760               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.266              | 0.266              | 0.270              | 0.270              |

表 6 结果显示, 两组样本中, 大股东股权质押的比例和频次均在 1% 水平与内部控制显著负相关。可以看出, 大股东对其持有股份所进行的质押比例越大, 频次越高, 企业内部控制质量越低。一方面, 伴随着股权质押比例的升高, 大股东所面临的控制权转移风险增强, 两权分离程度进一步深化, 导致大股东所主导的消极性行为被激化。另一方面, 大股东股权质押的频繁发生表明大股东财务状况不佳, 因此其将会出现强烈的掏空动机(郑国坚等, 2013)<sup>[36]</sup>。基于此, 大股东股权质押程度的加深将会恶化企业内部控制。

#### (二) 投资者保护减少损害了吗?

作为资本市场的局部风险点, 爆发式增长的大股东股权质押一方面损害了资本市场的平稳发展, 另一方面也增大了投资人利益受损的风险。因此, 如何降低其产生的危害成为资本市场亟待解决的问题。投资者保护作为重要的外部监管机制, 通过法律、行政、行业等手段对投资者展开保护, 对资本市场健康有序的发展起到关键作用。现有研究表明, 在投资者保护水平较高的情况下, 一方面, 上市公司内部治理机构会更加完善(La Porta, 2002)<sup>[25]</sup>, 为内部控制制定与执行提供基础保障; 另一方面, 公司基于违规处罚的交易成本考虑也会提升内部控制质量(张子余和李常安, 2015)<sup>[18]</sup>, 以缓解资本市场对上市公司的负面情绪, 并防御监管部门的未来处罚。那么, 在投资者保护程度较高的地区, 大股东股权质押给企业内部控制带来的损害是否会得到缓解呢? 基于此, 本文选取樊纲等编制的“中国市场化指数”中的“市场中介组织的发育和法律制度环境”来衡量地区的投资者保护水平, 将其按是否高于年度中位数来区分高投资者保护组和低投资者保护组, 并进行分组回归, 以此检验区域投资者保护存在差异的情况下大股东股权质押对企业内部控制产生的影响。

表 7 按投资者保护程度分组回归结果

| 变量                | 一对一近邻匹配               |                   |                       | 卡尺内一对二近邻匹配            |                   |                       |
|-------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|
|                   | 全样本(1)                | 高保护组(2)           | 低保护组(3)               | 全样本(4)                | 高保护组(5)           | 低保护组(6)               |
| Pld_ Dum          | -0.064 ***<br>(-3.60) | -0.040<br>(-1.40) | -0.070 ***<br>(-3.23) | -0.051 ***<br>(-3.45) | -0.037<br>(-1.53) | -0.056 ***<br>(-2.99) |
| 控制变量              | 控制                    | 控制                | 控制                    | 控制                    | 控制                | 控制                    |
| 样本数量              | 6060                  | 1970              | 4090                  | 8760                  | 2918              | 5842                  |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.255                 | 0.342             | 0.231                 | 0.255                 | 0.320             | 0.222                 |

表 7 结果所示, 大股东股权质押与企业内部控制仅于低投资者保护样本组中在 1% 水平显著负相关。这表明, 那些处在高投资者保护水平区域的上市公司在大股东进行股权质押后, 将不倾向于采取消极性策略应对控制权转移风险。这表明良好的投资者保护作为有效的外部治理机制, 对大股东股权质押后的消极行为起到了良好的抑制作用。



## 六、研究结论与意义

### (一) 研究结论

本文对大股东股权质押与企业内部控制质量进行了理论分析,并通过 A 股上市公司 2009 ~ 2016 年数据进行实证检验,研究表明:(1)大股东股权质押会对内部控制产生负面影响。(2)进一步研究发现,大股东股权质押的比例越高,频次越多,企业内部控制质量越低。(3)相对于高水平投资者保护样本组,大股东股权质押对于内部控制的负向影响只存在于低水平投资者保护样本组。本文对大股东股权质押的经济后果进行了丰富,并拓展了内部控制的影响因素。

### (二) 理论贡献与现实意义

本文从全新的视角探究大股东股权质押与企业内部控制的关系,一方面通过研究大股东行为的经济后果而拓展了股权质押和大股东治理的理论研究;另一方面也丰富了企业内部控制影响要素的研究。本文的研究对深化股权质押与内部控制关系,规范大股东行为与控制企业风险具有较好的理论贡献和研究价值。

本文的现实意义主要体现于:大股东股权质押作为一种信号机制,需引起相关利益者的高度重视,基于股权质押与企业内控的负向关系,股权质押的发生预示着企业风险识别、控制与应对的水平下降。从内部治理来看,尽管大股东股权质押能够缓解融资约束,但与之相伴的内部人机会主义行为会导致企业内部控制质量下降,进而增加上市公司的经营风险,因此如何平衡股权质押的利弊是公司治理应当关注的问题。从资本市场投资来看,当前大股东股权质押日趋频繁,由此导致的大股东掏空行以及对会计信息质量的损坏会降低企业内部控制的质量,外部投资者应当对由此导致的第二类委托代理问题给予充分关注,并及时调整自身投资策略以防范投资风险。从外部监管来看,因股权质押行为而引发的经营风险、投资风险以及委托代理问题均不利于资本市场的平稳发展,资本市场监管者应出台相关政策法规,在规范股权质押行为的同时,为保护中小股东利益提供法律保障。

### 参考文献:

- [1] 谢德仁,郑登津,崔宸瑜.控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J].管理世界,2016,(5):128-140.
- [2] 谭燕,吴静.股权质押具有治理效用吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2013,(2):45-53.
- [3] Chen, Y., Hu, S. The Controlling Shareholder's Personal Leverage and Firm Performance [J]. Applied Economics, 2007, 16(8): 1059-1075.
- [4] 郑国坚,林东杰,林斌.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014,(9),72-87.
- [5] 谢德仁,廖珂,郑登津.控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J].会计研究,2017,(3):30-38.
- [6] 张俊瑞,余思佳,程子健.大股东股权质押会影响审计师决策吗?——基于审计费用与审计意见的证据[J].审计研究,2017,(3):65-73.
- [7] 李常青,幸伟.控股股东股权质押与上市公司信息披露[J].统计研究,2017,(12):75-86.
- [8] 吕晓亮.控股股东股权质押与公司违规[J].山西财经大学学报,2017,(11):84-96.
- [9] Chen Y., Eshleman J. D., Soileau J. S. Board Gender Diversity and Internal Control Weaknesses [J]. Advances in Accounting Incorporating Advances in International Accounting, 2016, 33(5): 11-19.
- [10] Anderson, R. C., Mansi, S. A., Reeb, D. M. Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt [J]. Journal of Accounting & Economics, 2004, 37(3): 315-342.
- [11] Doyle J., Ge W., McVay S. Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 82(5): 1141-1170.
- [12] Ge W., McVay S. The Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control after the Sarbanes - Oxley Act [J]. Social Science Electronic Publishing, 2005, 19(3): 6439-52.
- [13] 赵渊贤,吴伟荣.企业外部规制影响内部控制有效性研究——来自中国上市公司的经验证据[J].中国软科学,2014,(4):126-137.

- [14] Tang P. A. , Xu L. Institutional Ownership and Internal Control Material Weakness [J]. Quarterly Journal of Finance and Accounting, 2010, 49(2): 93-117.
- [15] Brown, N. C. , Pott, C. , Wömpener, A. The Effect of Internal Control and Risk Management Regulation on Earnings Quality: Evidence from German [J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2006, 33(1): 1-31.
- [16] Burkart M. , Ellingsen T. In-kind Finance: A Theory of Trade Credit [J]. American Economic Review, 2004, 94(3): 569-590.
- [17] Beng, W. G. , Li, D. Internal Controls and Conditional Conservatism [J]. Accounting Review, 2011, 86(3): 975-1005.
- [18] 张子余, 李常安. 违规公司接受处罚后的内控有效性改善研究 [J]. 山西财经大学学报, 2015, 37(3): 82-90.
- [19] Zhou. J. , Kim, J. B. , Yeung I. Material Weakness in Internal Control and Stock Price Crash Risk: Evidence from SOX Section 404 Disclosure [J]. Social Science Electronic Publishing, 2013.
- [20] 池国华, 杨金, 邹威. 高管背景特征对内部控制质量的影响研究——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2014, (11): 67-74.
- [21] 王满四. 负债融资的公司治理效应及其机制研究(第 1 版) [M]. 北京: 中国金融出版社, 2006.
- [22] 佟孟华, 艾永芳, 孙光林. 公司战略、大股东持股以及股价崩盘风险 [J]. 当代经济管理, 2017, 39(10): 73-80.
- [23] 沈仰斌, 黄志仁. 子公司操作母公司股票: 资料特性与操作行为 [J]. 财务金融, 2001, 9(3): 53-70.
- [24] Shleifer, A. , Vishny, R. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [25] La Porta, R. , Andrei Shleifer, Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [26] Lin, C. , Ma, Y. , Malatesta, P. , Xuan Y. Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100(1): 1-23.
- [27] Jiang, G. , Lee, C. , Yue, H. Tunneling through Intercorporate Loads: The China Experience [J]. Journal of Financial Economics, 2010(1): 1-20.
- [28] Cheung Y. , Rau P. R. , Stouraitis A. Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(2): 343-386.
- [29] 逯东, 王运陈, 王春国. 政治关联与民营上市公司的内部控制执行 [J]. 中国工业经济, 2013, (11): 96-108.
- [30] 王新红, 李妍艳. 大股东股权特征与股权质押: 基于中小板上市公司的分析 [J]. 商业研究, 2016, 62(6): 116-121.
- [31] 徐寿福, 贺学会, 陈晶萍. 股权质押与大股东双重择时动机 [J]. 财经研究, 2016, 42(06): 74-86.
- [32] Li, C. , L. Sun, M. Ettredge. Financial Executive Qualifications, Financial Executive Turnover, and Adverse SOX 404 Opinions [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1): 93-110.
- [33] 王俊, 吴溪. 管理层变更伴随着更严格的内部控制缺陷认定标准吗? [J]. 会计研究, 2017, (4): 81-87.
- [34] Smith J. A. , Todd P. E. Does matching overcome LaLonde's critique of nonexperimental estimators? [J]. Journal of Econometrics, 2005, 125(1-2): 305-353.
- [35] 廖义刚, 邓贤琨. 环境不确定性、内部控制质量与投资效率 [J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(8): 90-101.
- [36] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据 [J]. 管理世界, 2013, (5): 157-168.

## Stockholders' Pledge of Stock Right and Internal Control Quality

FU Yuyuan, YUAN Zeming, LI Tian

(School of Business, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China)

**Abstract:** Based on the data of A-share listed companies from 2009 to 2016, this paper empirically examines the effect of shareholders' pledge of their shares on the internal control. The result are as follows: The share pledge is negatively correlated with the internal control; The higher the proportion of the share pledge and the more frequent the shares pledge, the lower the quality of the internal control. The negative impact of the share pledge on internal control exists only in the sample group with a low level of incestor protection. This paper enriches the study on the economic consequences of share pledge and expands the research on the influencing factors of internal control.

**Key words:** Stockholders' Pledge of Stock Right; Internal Control Quality; PSM

(责任编辑: 赵 婧)