

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 控股股东股权质押对股价崩盘风险
的影响——基于监管环境视角的分析

研究生姓名: 张亚洁

指导教师姓名、职称: 狄瑞鸿、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融硕士

研究方向: 投资理财

提交日期: 2023年6月14日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 张亚洁 签字日期： 2023.6.10

导师签名： 张希鸿 签字日期： 2023.6.10

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 张亚洁 签字日期： 2023.6.10

导师签名： 张希鸿 签字日期： 2023.6.10

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

The Influence Of Controlling Shareholders' Equity Pledge On Stock Price Crash Risk:An Analysis Based On The Perspective Of Regulatory Environment

Candidate : Zhang Yajie

Supervisor: Prof.Di Ruihong

摘 要

股权抵押是一种普遍存在的资金筹措手段，它不仅效率高、成本低，且对于控股股东而言，它可以在不转移控股股东对企业控制权的前提下帮助控股股东获得所需现金流，因此利用股权质押进行融资一度吸引了资本市场上诸多控股股东的目光，成为控股股东重要的融资渠道之一。然而自 2015 年开始，随着股权质押规模攀升的同时，股权质押“暴雷”、个股股价崩盘等现象层出不穷，对我国资本市场的稳定发展带来很大的冲击。在资本市场上，通过监管可以在很大程度上有效抑制由于道德风险、披露问题等原因带来的股价崩盘的风险。所以本文引入监管环境这一调节变量，分析不同的监管环境在控股股东股权质押和股价崩盘风险之间是如何发挥作用的。

根据本文所研究的主题，首先对相关文献进行了梳理，顺着相关理论基础提出本文的研究假设；紧接着分析 2013-2020 年沪深 A 股上市公司数据，研究控股股东股权质押和股价崩盘风险之间的关系，并在二者之间引入一个调节变量——监管环境，进一步研究监管环境的松紧程度会对控股股东股权质押导致的崩盘风险造成什么影响，最后分析和讨论研究结果，并针对所得结论提出了相应的建议。

根据实证结果可以得到，控股股东存在股权质押行为时，股价崩盘风险会随之提高，二者呈显著的正相关关系。控股股东通过信息操纵会对中小股东的利益造成侵害，外部监管可以有效地抑制这种道德风险，进而抑制股价崩盘的发生。然而过于审慎的监管态度也会使得外部投资者对当前市场持有悲观态度，进而产生投资者对市场信心不足的问题，从而诱发崩盘风险。本文对这二者关系的研究成果进行了补充，并从监管环境这一视角出发，为控股股东股权质押导致的股价崩盘风险提供新的研究依据。

关键词：股权质押 控股股东 监管环境 股价崩盘风险

Abstract

As a common financing method in the capital market, equity pledge not only has high efficiency and low cost, but also can help the controlling shareholder obtain the required cash flow without transferring the controlling shareholder's control over the enterprise. Therefore, financing through equity pledge once attracted the attention of many controlling shareholders in the capital market. Become one of the important financing channels for controlling shareholders. However, since 2015, with the increase of the scale of equity pledge, the "thunder" of equity pledge, stock price crash and other phenomena emerge one after another, which brings great impact on the stable development of Chinese capital market. In the capital market, the risk of stock price collapse caused by moral hazard and disclosure problems can be effectively restrained by regulation to a large extent. Therefore, from the perspective of the regulatory environment, this paper discusses whether the change of the regulatory environment will have an impact on the stock price crash caused by the equity pledge of the controlling shareholder.

According to the research topic of this paper, the relevant literature is firstly sorted out, and the research hypothesis of this paper is proposed along with the relevant theoretical basis. Then, by analyzing the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2013 to 2020,

This paper studies the relationship between the shareholding pledge of controlling shareholders and the risk of stock price crash, and introduces an intermediate variable between the two -- regulatory environment to further study the influence of the tightness of regulatory environment on the shareholding pledge of controlling shareholders, and finally analyzes and discusses the research results. Finally, corresponding measures and suggestions are put forward according to the conclusions, and the shortcomings of this paper are summarized.

The results show that the risk of stock price collapse will increase when the controlling shareholder carries out equity pledge financing. Controlling shareholders will infringe on the interests of minority shareholders through information manipulation. External supervision can effectively reduce this moral hazard and thus reduce the possibility of stock price crash risk. However, an overly cautious regulatory attitude will also convey a more negative sentiment to the market, making investors lack confidence in the market, thus leading to the risk of stock price collapse. This paper enriched the research results on the relationship between equity pledge and stock price crash risk, and from the perspective of regulatory environment, provided a new basis for research on equity pledge risk caused by controlling shareholders.

Keywords:Equity pledg;Controlling shareholde;Regulatory environment;

The risk of stock price collapse

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	3
1.2.1 理论意义	3
1.2.2 实践意义	4
1.3 研究内容与研究方法	4
1.3.1 研究内容	4
1.3.2 研究框架	6
1.3.3 研究方法	6
1.4 创新点与不足之处	7
1.4.1 创新点	7
1.4.2 不足之处	7
2 文献综述	8
2.1 股权质押的文献综述	8
2.1.1 股权质押的动因	8
2.1.2 股权质押的影响	9
2.2 股价崩盘风险文献综述	10
2.2.1 股价崩盘风险的影响因素	10
2.2.2 股价崩盘风险造成的经济后果	12
2.3 股权质押、监管环境和股价崩盘风险	13
2.4 文献评述	15
3 概念界定、理论基础与发展现状	16
3.1 概念界定	16
3.1.1 股权质押	16
3.1.2 股价崩盘风险	16
3.1.3 监管环境	17

3.2 理论基础	18
3.2.1 信息不对称理论	18
3.2.2 委托代理问题	18
3.2.3 控制权私利理论	19
3.3 国内股权质押的发展现状	20
3.3.1 股权质押业务的发展历程	20
3.3.2 股权质押业务的现状分析	21
4 理论分析与研究假设	25
4.1 控股股东股权质押与股价崩盘风险	25
4.2 监管环境与股价崩盘风险	26
4.3 监管环境对控股股东股权质押和股价崩盘风险关系的调节作用	27
5 实证分析	29
5.1 实证设计	29
5.1.1 数据来源与处理	29
5.1.2 变量界定	29
5.1.3 模型设计	33
5.2 描述性统计	34
5.3 相关性分析	35
5.4 多重共线性检验	36
5.5 多元回归分析	36
5.5.1 控股股东股权质押与股价崩盘风险	36
5.5.2 监管环境与股价崩盘风险	38
5.5.3 监管环境、股权质押与股价崩盘风险	39
5.6 稳健性检验	42
5.6.1 更换解释变量	42
5.6.2 减少控制变量	43
6 研究结论与对策建议	44
6.1 研究结论	44

6.2 对策建议	45
参考文献	48
后记	54

1 绪论

1.1 研究背景

随着金融改革不断深入，我国的金融市场不断发展完善，但是金融市场上直接融资与间接融资发展不平衡问题仍然存在，我国大部分企业还是通过银行贷款实现融资，融资约束成为企业普遍面临的问题，上市公司控股股东也不例外。上市公司控股股东为了突破融资约束和实现最优的融资策略，在市场上不断拓展新的融资途径。1995《中华人民共和国担保法》颁布以后，股权质押逐渐进入到上市公司控股股东视野中。股权质押是指控股股东以自身所持有的股权作为质押担保品而设立的质押协议。2013年之前，资本市场上主要是场外股权质押融资，商业银行和信托的股权融资占主导地位，证券公司参与极少。2013年之后沪深交易所联合推出以证券公司为融出方的新兴的股票质押式回购，也称场内股权质押，股权质押业务均在交易所内完成。

与其他融资手段相比，股权质押的优势是非常明显的。首先，股权质押的审批手续相较于银行的商业信贷更加简化，少了很多复杂的流程，而且审批速度也更快，更容易吸引融资人的目光。其次，股权质押不会影响控股股东对股票的控制权和对公司的经营决策权。再之，流通在市场上的股票可以进行股权质押，通过定向增发、IPO等方式获得的限制出售的股票也可以进行股权质押。因此，融资人可以在短时间内通过股权质押获取自身所需要的资金。此外，如果股票价格受到投资者羊群效应、信息不对称等因素的影响而使股票价格偏离投资价值时，此时控股股东付出等量的担保品，就可能在资本市场上融到更多的资金。综上所述，股权质押因为审批流程高效、融资方式简单、融资成本低等优势吸引了诸多上市公司控股股东的青睐。除此之外，金融机构更易于对股权质押实施风险监测，如果出现触及平仓线的情况，可以及时监控控股股东补充抵押品来控制风险。因此自2013年，股票质押规模不断扩张，质押金额与日俱增，2017年达到巅峰，股份存在质押的上市公司数量为3433家，占比99.01%，截至2020年12月31日，仍有2632家公司存在股权质押行为^①，通过股权质押进行融资在我国资本市

^① 数据来源于东方财富网

场上成为了一种常态化操作。

然而，随着股权质押的规模和金额高速增长，质押爆雷的风险也随之增加。根据 2015 年至 2018 年发生的四场大规模“股灾”，我们可以判断出监管环境的变化是导致变盘的原因之一。股权质押业务在我国早期发展还不够成熟，有效性较弱，整体规模也比较小。2013 年颁布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》后，股权质押业务在 2015 年已经颇为成熟，但是 2015 年后，大盘进入动荡状态，资本市场持续低迷，股票价格大幅度下跌，此次震荡迫使大部分控股股东所质押的股权被强行平仓，控股股东只能追加质押品来降低风险。市场监管者为了维持资本市场秩序，引导资金“脱虚向实”，2018 年颁布了股权质押新规定，监管政策进入收紧状态。当股权质押快到期时，控股股东为了满足“新规”要求需要降低股权质押比例，提高股权质押折扣率来延伸融资周期。然而控股股东在多次进行抵押品补充之后，自身所持有的股份已不足以进行质押担保，他们便会面临强行平仓，进而引起部分股票价格的下跌乃至出现跌停状况，并对整个的融资业务造成负面的冲击。

由此可见，当股权质押处于过于宽松监管环境下时，股权质押产生股价崩盘风险的可能性会增加。宽松的监管政策会导致金融机构放松对融资方资质的审核，对质押标的股票的交易状况以及需要融入资金的上市公司的经营状况放松警惕。这个时候如果上市公司以及控股股东隐瞒真实信息，只公布利好信息，从而使得在短期内控股股东可以获得更多的资金，但是从长远来看，股价崩盘会随着大量累积的负面信息爆发而产生，进而面临流动性风险，并给上市公司的经营发展带来较大冲击。同样，经济政策的收紧也会引发股价崩盘风险。当经济政策趋严时，整个资本市场上的资金会处于紧张状态，市场投资者面临投资抉择时会更加谨慎，金融机构为了控制风险会通过降低对上市公司的放款金额等途径来控制股权质押规模。但是此时紧缩的货币政策和市场情绪的转变会进一步引发投资者的恐慌情绪，投资者会将自己的部分或全部资金从股票市场转出，从而降低股票的流动性，对股票价格造成较大的冲击。当股票价格下跌至预警线时，控股股东会被金融机构要求追加抵押担保品，若控股股东无力追加质押担保品导致股票价格下跌至强制平仓线时，也会引发股价崩盘风险。因此当经济政策趋严时，金融机构和市场上投资者的行为都会对股价产生负面影响，从而增加股价崩盘发生的可能性。

综上所述,监管环境的变化是如何影响控股股东股权质押导致的股价崩盘风险这一问题吸引了整个资本市场的目光。股价崩盘风险在侵害外部投资者利益的同时,也给上市公司的经营及未来成长产生巨大的负面影响,同时也使资本市场的运行和发展面临很大的挑战。如何推动资本市场稳定发展,如何让市场更好地服务实体经济,逐渐成为监管部门和投资者的关注重点。当前市场上,引发股价崩盘风险的原因有很多,我们要更加全面地去发现和探索原因,才能更加有效地避免股价崩盘风险的发生。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

我国大多数上市公司控股股东都面临着融资约束的问题,而股权质押在其自身优势的基础上,又不断从质押数量、金额和比例等方面逐步提升,市场认可度越来越高,股权质押逐渐成为控股股东股东纾困的一种方式。但是在市场初期,股价崩盘现象时有发生,主要是因为质押比例过高、相关的法律法规不完善、相关机构监管力度不够。随着监管政策的不断完善,市场也逐步加强了对股权质押的监管力度,股权质押风险得到了有效地控制。然而过紧的监管环境也会产生不利影响,因为此时金融机构为了控制风险,进而会选择提升质押利息和折扣率,从而加大股价崩盘风险发生的可能性。从股价崩盘风险成因的角度出发,当前国内大多数学者的研究主要集中在公司股东、信息不对称、盈余管理等内在因素和披露制度、媒体关注度、证券分析师等外在因素。但是在2018年,随着股权质押业务新规的出台以及去杠杆的紧缩政策的实施,我们不难发现股权质押同样也会受到监管环境的影响。

本文通过整理国内外学者对股权质押的相关研究,先进行理论分析,再进行实证推导,二者相结合去研究股权质押对股价崩盘所造成的影响。并且在国内现有的对股权质押研究的基础上,整理最新的数据,引入监管环境这一变量,探讨不同的监管环境是如何在控股股东股权质押和股价崩盘风险之间发挥调节作用的,从而这二者关系的探讨研究起到一定的补充作用。

1.2.2 实践意义

随着《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》的颁布，股权质押业务在我国资本市场上得以快速发展。但在监管初期，监管环境是相对比较宽松的，金融机构对融资标的和融资人资质的了解并不具体全面。当上市公司经营发展较好且融资标的的状况也良好时，上市公司就可以以较低的成本和折扣率来获取融资金额。但是当上市公司经营状况较差或者陷入财务危机时，绝大多数金融机构则会拒绝融资方的融资要求。这样一来，融资方会为了保证自身利益从而会选择性地披露信息，降低了信息透明度，从而使投资者以及整个资本市场都面临着较大的风险。2017年和2018年这两年，监管部门完善了相关股权质押政策，对质押折扣率、质押资金用途、平仓线等要素都设置了限制要求。这些措施从侧面反映出了对股权质押进行风险控制是至关重要的。

本文从控股股东的视角入手，引入监管环境这一变量来研究股权质押和股价崩盘风险二者之间的关系，这样可以帮助相关的监管部门掌握对股权质押业务监管的松紧程度，可以给证券公司和银行等金融机构在开展股权质押业务时提出有利的建议，根据实际情况来对股权质押业务的风险做出适当的防范措施。同时也会使市场上的投资者在投资的时候更加地冷静和理性，保证资本市场可以健康持续稳定地运行和发展。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

现如今监管部门加大了对股权质押业务的监管和约束，我国上市公司控股股东股权质押所面临的风险也越来越大，完善有效的应对措施也成为理论界和实践领域关注的焦点。因此，监管环境的松紧程度对股权质押的暴雷风险有怎样的影响，也成为公众关心的焦点。本文从监管环境这一角度切入，分析这一变量是如何影响股权质押和股价崩盘风险之间的关系，从理论和实际两方面入手进行探讨。

本文将设置六个章节去探讨。

第一章：绪论部分。该章首先介绍了本文的研究背景，紧接着对理论意义和

实践意义做出阐述，并介绍研究方法，给出文章的整体框架图，最后论述本文的创新点与不足之处。

第二章：文献综述。该章将国内外相关文献梳理归纳成三个部分：第一部分是股权质押的文献整理，主要对其动因和经济后果做出阐述；第二部分是股价崩盘风险相关的国内外文献，主要集中在影响因素和经济后果两个方面；第三部分是继续梳理控股股东股权质押、监管环境和股价崩盘风险三者之间的关系。最后对已有的国内外文献进行概括性总结，提出本文所研究的问题。

第三章：概念、理论与现状。该章首先界定了股权质押、股价崩盘风险以及监管环境等核心概念；紧接着对本文研究的问题所涉及的基础理论进行详细阐述；最后将国内股权质押业务的发展现状主要分成两部分：一部分是梳理股权质押业务在我国的发展历程，另一部分是对股权质押业务的现状进行分析。深入了解我国资本市场控股股东股权质押所存在的问题，为后续假设的提出以及实证模型的构建打下基础。

第四章：研究假设。该章以所涉及的基础理论为依据，针对本文所要研究的问题进行分析，并提出本文的研究假设。

第五章：实证分析。该章首先阐述了本文数据的来源以及数据处理方法，且对处理方法做出详细说明；紧接着依据国内外相关文献，选取被解释变量、解释变量和控制变量，并对这些变量进行定义；最后建立回归模型，对各个变量进行描述性统计，对被解释变量和解释变量进行相关性分析，模型中的各个变量通过多重共线性检验之后，进行多元回归分析，并对回归结果通过更换解释变量法和减少控制变量法进行稳健性检验。

第六章：结论与建议。该章首先依据回归结果对本文的研究结论进行归纳和总结，紧接着在研究结论的基础上针对监管部门、上市公司及投资者提出对策建议。

1.3.2 研究框架



图 1.1 研究框架

1.3.3 研究方法

本文主要涉及以下研究方法：

(1) 文献研究法。本文以股权质押与股价崩盘风险为研究对象梳理归纳国内外相关文献，对国内外相关学者的基本观点和研究成果进行归纳总结，进而探寻需要进一步深入研究的问题，找到本文的研究方向和创新点。在进一步讨论分析的过程中，通过文献研究法为本文提供研究依据和视角。

(2) 理论分析法。依据本文所涉及的基础理论，为本文所研究的问题提供理论支撑。在此基础上，针对本文所探讨的问题提出相对应的研究假设，并在实证分析中利用理论分析法对研究结果进行分析讨论。

(3) 实证分析法。本文以基础理论为依据，针对本文的研究问题进行分析，在提出研究假设之后，首先选取了 2013-2020 年沪深 A 股上市公司的数据，其次

运用 Stata16 进行多元回归分析，验证回归结果与提出的假设是否符合，最后对回归结果进行稳健性检验，进而得出结论。

1.4 创新点与不足之处

1.4.1 创新点

现阶段，对股权质押的探讨分析主要集中在股权质押的动机和目的，以及对公司价值和公司的绩效影响上，并且研究成果已经相对比较成熟，但是从监管环境这一角度入手，去探讨股权质押经济后果的影响却比较少见。在之前的文献中，股价崩盘风险主要是考虑投资者羊群效应、盈余管理、证券分析师、媒体关注度等因素，并没有去探讨监管环境这一影响变量。

本文将监管环境、股权质押和股价崩盘风险放到一个研究框架内去讨论，探讨监管环境作为调节变量是如何对股权质押导致的股价崩盘产生影响。对股权质押的经济后果以及股价崩盘的影响因素进行了补充，并且也可以为监管层在后续开展股权质押业务的监管工作中提供参考，为引导股权质押的健康发展提供思路，在面对股权质押爆仓风险时可以提出更加完善的方案措施，从而使得资本市场能够更加稳定地发展。

1.4.2 不足之处

第一，完全有效市场认为，投资者是完全理性的，但是在现实生活中，控股股东会出于对自身利益最大化的考虑而选择性地对股权质押的相关事项进行披露。由于投资者相较于控股股东而言，所获取的信息较少，这种信息差异产生的羊群效应以及投资者情绪会影响研究结果。第二，在样本的选择上，本文只针对沪深两市的 A 股上市公司的股权质押状况进行分析，忽略了非上市公司的业务情况，覆盖的范围并不是十分全面，研究的深度和意义需要进一步加强。

2 文献综述

2.1 股权质押的文献综述

2.1.1 股权质押的动因

王化成等（2015）认为，控股股东通过股权质押融资可以突破当下所面临的融资困境，避免控股股东因面临流动性不足的问题而陷入财务困境。股权质押融资相较于传统的融资方式，不仅效率高，而且手续简便。控股股东通过股权质押融资可以解决暂时性的财务危机，打破融资约束。Chan（2013）等认为当面临经营事项或有投资需求需要资金时，在保证拥有公司控制权的基础上获得所需资金，控股股东将会考虑通过股权质押进行融资。

高兰芬（2002）认为控股股东在进行股权质押融资时，股权质押行为并不会对企业的控制权造成影响，故控股股东可以以股权质押的方式继续购买上市公司的股票，提高其对上市公司持股比例，进而加强对上市公司的控制权（龚俊琼，2015）。

当面临融资难题时，控股股东会选择通过股权质押的方式来解决。当企业间存在关联担保或互保的关系时，通过股权质押可以降低这两种情况所引发的风险。如果上市公司以股权质押的方式得到所需的资金，那么不需要进入担保网，也不需要进入担保链，可以避免债务纠纷。除此之外，股权质押可以将控股股东的风险转移出去。如果股票价格持续下跌，股权价值远低于其借款所获取的金额时，控股股东可以放弃赎回股权，将风险转移给相关的金融机构；如果股价值远远超过借款所获取的金额时，控股股东会选择还款以此来赎回抵押出去的股票（龚俊琼，2015；刘信兵，2016）。

控股股东在进行股权质押之后，会到出现控制权和现金权分离的状况。Fan and Wong（2002）认为，控制权和现金权的分离程度和大股东侵占中小股东利益程度正相关。控股股东在保证对企业的控制权不会被转移的情况下，选择股票价格位于高位状态时将股权进行质押，以此来获得更多的流动性，这无疑会加剧两权分离。但当企业的股价较低时，质押的股权价值会低于通过股权质押获得资金额度，此时控股股东会选择不再赎回这部分股权，从而导致金融机构和中小股东

承担了这部分风险，完成对企业的利益侵占。黎来芳（2005）认为当控股股东打算退出上市公司时，为了实现自身利益最大化，会选择以股权质押等方式实现对中小股东利益的侵占。

2.1.2 股权质押的影响

国内外学者对股权质押影响的研究主要侧重于股权质押对公司价值的影响及股权质押对公司行为的影响上。

（1）股权质押对公司价值的影响

国内外研究学者们在代理理论的基础上去探讨股权质押和公司价值之间的关系，研究得出二者之间呈负相关关系。控股股东的股权质押行为会加剧现金流权和公司控制权的分离程度，并引发控股股东和中小股东之间存在的利益冲突，进而对公司价值产生负面的影响。高兰芬（2002）、Yeh 等（2003）研究得出由于股权质押加剧了控股股东两权分离的程度，控股股东出于自身利益最大化的目的，会采取利益侵占的手段，进而削减了上市公司的价值。Ronald 等（2015）认为控股股东将其所持有的股权进行质押之后会诱发企业的控制权转移风险，财务杠杆风险也会随之而来，这两种风险会使得上市公司的稳定性降低，使得代理问题更加突出，进而对公司价值产生较大的不利影响。郑国坚等（2014）认为大股东在进行股权质押时所产生的的侵占行为会严重危害公司价值。柯艳荣等（2019）则从投资效率这一视角切入进行研究，认为控股股东股权质押比例与上市公司的期权价值呈反比。

但是还是有少部分学者认为，控股股东的股权质押行为不仅不会削减公司价值，反而会对公司价值起到提升作用。王斌等（2013）认为控股股东选择股权质押融资之后，担心控制权转移会对自己的利益带来不利影响，会更加积极地采取相应的措施来提升公司的价值，这种行为所产生的积极效应在我国的民营企业中更为突出。夏婷等（2018）主要分析了大股东进行股权质押对公司价值的影响，并通过实证证明了会通过哪些路径来提升上市公司的价值。

（2）股权质押对公司行为的影响

本文主要从信息披露、盈余管理和投资策略这三个视角梳理了股权质押对公司行为的影响。

从信息披露视角出发。钱爱民等（2018）认为控规股东进行股权质押之后，相较于中小股东和投资者会优先掌握到全部信息，但是出于个人利益最大化会进行选择披露，会选择在特定的时间公示一些利好信息，减少公示负面讯息。张晨宇等（2020）通过研究得到控股股东选择以股权质押的方式进行融资，为了达到控制权转移风险被降低的目的，会选择进行市值管理，从而导致上市公司的信息披露工作难以落实。王秀丽等（2020）搜集资本市场上的上市公司的财务数据，并对其展开详细的分析，发现控股股东将自身所持有的股权进行质押之后，为了自身利益最大化，会选择修饰美化年报的文本信息，进而降低股权质押融资风险。

从盈余管理视角出发。王斌等（2015）对上市公司的财务数据进行分析，认为控股股东将其所持有的股权进行质押之后，质权人会加入外部监管行列，由此更进一步地强化了对上市公司的监督力度，从而使得上市公司会更加倾向选择真实盈余管理。陈共荣等（2016）则在这一基础之上继续研究，依据产权特性划分，认为在民营企业中，真实盈余管理的作用会更加显著。谢德仁等（2018）以 2004 年至 2018 年的 A 股上市公司为样本，通过对这 14 年的数据进行研究，分析得出绝大部分上市公司的控股股东进行股权质押时，都会选择真实盈余管理而进行相关操纵行为，当企业的内部治理水平越高时，管理层选择用这种手段来提升企业盈余的可能性就越小，对股价产生的负面影响也就越小。

从投资策略角度出发。李常青等（2018）认为控股股东进行股权质押之后可能会在一定程度上削减企业的创新性投入，且紧缩性的货币政策、较高的股权质押率以及非国有控股会对创新性投入的抑制作用更加明显。柯艳荣等（2019）认为当控股股东股权质押比例较高时，控股股东为了规避控制权转移风险可能会更倾向将短期资金投向一些高风险项目，这种投资行为并没有考虑到长远的发展；当控股股东股权质押比例较低时，上市公司控股股东会考虑公司的长远发展，倾向于向公司的主营业务投入更多的资金。

2.2 股价崩盘风险文献综述

2.2.1 股价崩盘风险的影响因素

（1）股价崩盘风险的内在成因

影响股价崩盘的一个重要因素是信息不对称。许年行等（2013）认为管理层和股东、机构和散户之间由于信息不对称导致他们对企业真实信息的了解存在较大的差异性。由于企业的利益和管理层的利益息息相关，当公司出现负面新闻时，管理层大多会选择进行信息隐藏，以此来保障个人利益。但是坏消息不会凭空消失，当它们集中爆出时，会引起投资者恐慌，进而导致股价崩盘风险出现。

信息不对称会由盈余管理所引发。Hutton et al.（2009）认为信息不对称程度可以用盈余管理来衡量，且二者之间正相关，盈余管理程度越高，相应地信息不对称程度也会越高，公司的股票价格极不稳定，进而增加股价崩盘风险的可能性。

Kim et al.（2011）认为企业避税会提升企业盈余，进而导致上市公司的管理层在经营管理的过程中能够得到更多的资金，进而引发崩盘风险的发生，因而企业避税和股价崩盘二者之间正相关。江轩宇（2013）进一步支持了这个结论，他发现大股东为了让自己的利益侵占行为不被中小股东和投资者察觉，会以更加激进的方式进行避税，进而导致股价崩盘风险增加。

王化成等（2015）认为由于公司的利益与大股东的利益息息相关，故持股比例越高，大股东会更加积极地监督管理层，利益侵占等行为会随之下降，从而使得股价崩盘风险降低。姜付秀等（2018）认为如果有些企业控股股东的力量较为强大且治理机制不完善时，其他的股东可以通过监督大股东行为来降低股价崩盘风险。

黄建新（2015）认为管理层的过度盲目自信和过度投资这些非理性因素都会对股价崩盘造成影响，且管理层盲目自信程度和股价崩盘风险正相关。相关研究还发现管理层减持金额越高，发生股价崩盘风险就越大。除此之外，Hambrick and Mason（1984）认为公司的发展周期以及战略等因素也会导致股价崩盘。

（2）股价崩盘风险的外在成因

Knyazeva（2007）认为证券分析师在资本市场上扮演着重要的角色，主要通过发挥信息中介的作用来保证资本市场的健康稳定的运行，提高证券的定价效率。证券分析师在公司的运作过程中会着重对控股股东的行为进行监督管理，减少控股股东利用盈余管理对外部投资者以及中小股东的利益造成侵害，进而减少股价崩盘的发生。然而许年行等（2012）认为证券分析师在对上市公司进行评估时，会因为乐观偏差的存在导致企业的实际情况难以被外部投资者所掌握，这会

减少投资者所获取的信息量,强化外部的中小投资者和内部管理者之间存在的信息差异,进而提高崩盘风险发生的可能性。

罗进辉等(2014)认为媒体关注度会在监督上市公司行为的过程中发挥积极的监督作用。上市公司在经营运作的过程中,媒体会对其进行持续的追踪和密切的关注,进而对控股股东的信息操纵行为起到抑制作用,促使上市公司及时披露经营不善的坏消息,削弱控股股东隐藏消息进行操纵的能力,对降低个股崩盘风险发挥积极作用。

许年行等(2013)等认为资本市场上的“羊群效应”会加剧股市的波动,当有利好消息时,股市会因为投资者情绪从而不断吸引来新的投资者,从而导致股市陷入非理性繁荣;反之当有利空消息时,投资者的恐慌情绪会使得他们竞相抛售股票,从而引发股价崩盘风险。曹丰等(2015)则在此基础上进一步研究得出机构投资者的持股比例越高,上市公司未来发生股价崩盘的可能性越大,且信息不对称程度会加剧二者之间的正向关系。而高昊宇等(2017)得到了相反的结论,他们则认为机构投资者较高的持股比例可以有效地避免股价崩盘风险,在金融市场中发挥着“市场稳定器”的作用。

An and Zhang(2013)将机构投资者根据投资偏好分为长期型和短期型两种类型,并通过研究得出结论,长期型机构投资者持有股票周期较长并拥有较高的持股比例,因此有更加强烈的意愿对企业进行监督,进而降低股价崩盘风险发生的可能性。而短期型机构投资者则是为了在短期内获得收益,那么对上市公司的监督动机就会弱一些,进而导致上市公司面临更大的股价崩盘风险。

2.2.2 股价崩盘风险造成的经济后果

杨棉之等(2015)研究得出股价崩盘发生的可能性会随着公司的权益成本的提高而升高,而债务资本成本与股价崩盘风险并没有十分明显的关系。喻灵(2017)则从投资者的视角出发进行分析,投资者为了避免股价崩盘风险给自己造成的损失,会要求上市公司给予自己与风险相匹配的风险溢价,这就使得上市公司的权益成本提高。胡松明等(2019)则认为股价崩盘风险不仅与权益资本成本呈正相关关系,与债务资本成本之间也存在着明显的正相关关系,且破产风险的中介效应和企业价值会传递这种正相关关系。邹萍(2013)研究得出当上市公

司发生股价崩盘风险的可能性较高时,资本结构会调整地很快,且二者之间的正向关系在非国有企业中会更加更加突出。

褚剑等(2017)从审计收费入手分析,发现它与股价崩盘风险之间呈正相关关系,且在国有企业和市场化程度较高的地方这种正向关系会更加显著。谢盛纹等(2017)则发现非标准的审计意见往往给了股价崩盘风险高的企业,审计师在资本市场中担任了重要角色。

2.3 股权质押、监管环境和股价崩盘风险

在前文的基础上,对股权质押与股价崩盘风险之间的关系进行整理,对监管环境和股价崩盘风险之间的关系进行归纳。

(1) 股权质押和股价崩盘风险

Lee and Yeh(2004)认为股权质押发生时,控股股东仅将现金收益权让步出去,而将控制权保留下来,这会使得控股股东的现金流权和控制权分离,进而导致控股股东和中小股东之间的存在的代理成本大幅提高。郝项超等(2009)研究得出,控股股东的股权质押行为会使得上市公司对其的激励效应得到弱化,并会加强对中小股东的侵占效应。并且郑国坚(2014)认为股权质押会对上市公司造成很强的财务约束效应,在这种效应下,控股股东的掏空动机会更大,这会严重损害企业业绩。苏东蔚(2013)研究发现,大股东通过提升管理层的在职消费,为他们掏空上市公司提供更加便利的条件。这会使得企业业绩大幅下降,企业的未来发展遭受负面冲击,同时大股东的掏空行为会导致大股东和中小股东之间对信息的掌握存在差距,进而引发崩盘风险(王超恩等,2015)。

Grossman and Hart(1988)认为控股股东因为拥有对上市公司的控制权进而有取得现金收益的权利。但是控股股东进行股权质押时可能会失去对企业控制的权利,引发控制权转移风险。控股股东进行股权质押时会选择将自身所持有的股权作为抵押物,但股权的价值在很大程度上受到股票价格的影响,金融机构为了最大程度地降低质押风险的发生,会为上市公司设置警戒线和强制平仓线。如果股票价格持续下跌至强制平仓线以下,那么金融机构就会要求上市公司补充质押物或者提前赎回,如果上市公司无法满足要求,金融机构有权对所质押的股权进行强制平仓来避免对自己的利益造成损失。但是这一举措会使得控股股东丧失对

上市公司的控制权，为了自身利益免遭侵害，控股股东将不遗余力地规避控制权转移风险。王斌（2013）研究分析认为，大股东为了保证控制权不遭受损失，会竭力于公司的业绩指标。张陶勇（2014）则认为要想企业业绩得到显著的提升，必须保证所募集的资金应该用于股权被质押的上市公司。而谢德仁（2016）认为上市公司在短期内可以通过盈余管理或操纵信息披露来避免控制权转移风险，但是这仅仅在短期内可以提升公司的业绩，当股权质押业务解除之后，被粉饰的不利消息会集中爆发，崩盘风险发生的可能性随之提高。

夏常源等（2019）认为股权质押比例越高，发生股价崩盘风险的可能性就越大，二者之间呈正相关关系。媒体关注度，证券分析师等可以发挥中介效应，显著地削弱股权质押造成的崩盘风险，这也从侧面反映了信息不对称程度是造成股价崩盘风险发生的重要原因。

（2）监管环境和股价崩盘风险

监管部门可以通过改变对股权质押业务的态度，以及完善对股权质押业务的控制手段来影响股票价格。对现有文献进行梳理，主要将监管环境分为两部分：治理环境和政策环境，以此来对本文所研究的问题进行探讨分析。

第一，治理环境。徐小东和陈小悦（2001）认为当外部投资者缺乏公司治理的保障，企业绩效也很难得到提高。沈艺峰等（2009）认为通过立法和健全相关制度，在某种意义上可以减轻大股东侵害小投资者的行为。李科等（2009）认为加强外部治理可以让企业在市场竞争中具有优势。王化成等（2015）认为控股股东可以加强以此来抑制管理层和中小投资者之间的信息不对称，进而降低股价崩盘风险。潘越等（2011）认为外部环境也会对股价崩盘造成一定的影响。如果当前治理环境较差，市场上的投资者以及研究员可以在资本市场中发挥一定的监督作用，进而减少崩盘的风险。而市场上从众心理和投资人的心态也会增加股市崩盘的风险。提升法治水平可以约束管理层行为、加强对投资者保护力度，促进企业经营发展更加持续稳定。

第二，政策环境。股票价格主要受流动性和经济基本面影响，而相关政策会对流动性造成影响。当经济增长处于上升阶段时，货币政策相对来说是比较宽松的，市场环境整体运行较好，市场上流动性也较为宽裕，从而会减少股价崩盘发生的可能性。何斌等（2019）研究得出政策环境会在股权质押与股价崩盘二者之

间发挥作用。政策环境变化会使得上市公司控股股东在进行股权质押融资时承受一定风险。Matsuyama（2007）认为公司的融资规模、期限和成本会根据货币政策的不同而进行变化，控股股东会根据这些变化来改变自己的融资策略，进而导致产生不同的经济后果。魏博文（2018）认为股权质押风险和金融环境也息息相关，他从市场、政策、产品、股价四个维度出发进行分析阐述，股权质押业务风险会随着业务的逐步开放而进行积累。应尚军等（2019）认为政府制定股权质押相关规定时，灵活性越强且量化办法越完善，它的风险会随之下降。

2.4 文献评述

当前学者们对于股权质押的探讨已颇为成熟，主要侧重于讨论动因及所引发的经济后果，而对于所引发经济后果又重点关注其对公司价值及公司行为的影响。国内外大部分学者对股价崩盘风险的研究主要集中在以下两个方面：一方面是关注对影响因素的研究，另一方面侧重于对经济后果的探讨，在这两方面的研究成果都颇为丰富。现有的文献主要集中在通过研究盈余管理、企业避税、高管行为、证券分析师、媒体关注度等一系列的因素来分析股权质押和股价崩盘风险之间的关系。而从监管环境这一视角切入，去研究股权质押对崩盘风险的影响的相关文献是比较少见的。当监管环境发生变化时，控股股东股权质押对股价崩盘的影响也会随之发生变化，最终对整个金融市场造成影响。基于对现有文献的借鉴，本文选取监管环境作为调节变量，对二者关系的研究进一步深入和拓展。

3 概念界定、理论基础与研究假设

3.1 概念界定

3.1.1 股权质押

股权质押实质上是一种融资方式，指上市公司控股股东以其自身所持有的股权作为质押担保品从而换取融资金额而签订的质押协议。我国资本市场上股权质押主要包括场外股权质押和场内股权质押（也称股权质押式回购交易）。股权质押的主体主要有两个：质权人和出质人。质权人主要包括证券公司、商业银行等金融机构，出质人则是为了满足自己的融资需求，与证券公司、商业银行等金融机构签订股权质押协议，双方对融资金额、期限、利率以及质押股票数量做出约定，同时还设置股票价格的警戒线和强制平仓线。如果股票价格下跌至警戒线，控股股东需要按照股权质押协议补充质押担保品，若控股股东在协议约定的时间内无力追加质押担保品，那么证券公司、商业银行等金融机构有权处理控股股东所质押的股票。

本文还涉及了以下四个与之相关的概念：质押率是指通过质押协议所获取的借款金额占上市公司所质押的股票市值的比值；质押比例则是指某只上市公司的股票在某一时间被质押的股票数量占上市公司总的股票数量的比值；预警线是指质押率达到 160%；强行平仓线则是指质押率达到 140%。

3.1.2 股价崩盘风险

股价崩盘是指投资者由于资本市场上的某些原因选择大量抛售持有的股票，引起股票价格崩塌式下跌的现象。发生股价暴跌的频率要比股价暴涨高得多，且会产生更严重的经济后果。股价波动无法找出它的波动规律，在短期内不仅波动幅度大，而且波动频率高，因此股价波动是无法事先预估的，进而导致的股价崩盘具有较强的传染性。股价暴跌不仅会使投资者利益受到损害，也会损害公司整体的市值，更会直接威胁到整个资本市场的健康稳定发展，危害实体经济。学术界通常使用负收益偏态系数和收益上下波动比率来衡量股价崩盘风险。

3.1.3 监管环境

监管环境是指影响股票价格变动的一系列环境因素,本文主要分析治理环境和政策环境对股价的影响。控股股东在进行股权质押时,会由于道德风险而使得中小股东和投资者的利益受到损害,给资本市场的健康稳定运行带来风险。因此在进行股权质押时,对风险的管理控制是极其重要的。

在一个完善的治理环境背景下,控股股东在法律法规的监督下,会有效地削减他们利用资金侵占、内幕信息等手段来谋取个人利益的行为,这种行为不仅会被市场唾弃和淘汰,而且也会受到法律法规的严惩,会在更大程度上保护中小投资者的利益。这也说明了治理环境越完善,控股股东利用自身优势来谋取私利的边际成本也会越高,控股股东的掏空动机会得到削弱。

政策环境在资本市场中一般通过货币政策的宽松与否来体现。一个企业的融资计划在很大程度上受到政策环境变化的影响。如果当前货币政策处于紧缩状态时,中央银行的基准利率就会提高,投资者在进行投资决策时的机会成本也会相应提高。在紧缩时期,投资者会更加青睐固定收益类产品而放弃证券投资,投资者会选择将自己的资金转向投资国债市场或者存入银行。这个时候整个股票市场会出现资金紧缺情况,上市公司的融资成本会大幅提升,投资者对企业失去信心,整个企业会陷入流动性危机,股价极其容易受到影响。而且金融机构在对上市公司进行放款评估时,股价毫无疑问是一项重要的评估指标,当股价出现大幅度波动时,企业的还款能力会受到影响,此时金融机构对上市公司的信任程度也会降低,从而减少对上市公司的放款额度。此时的上市公司陷入了资金短缺的危机中,股价的波动幅度也会进一步加剧。反之,如果此时是宽松的货币政策,会同时提升了金融机构和投资者的信心,他们都愿意向上市企业投入资金,这会使得企业融资难度大大降低,融资成本也会相应下降,股价不会发生剧烈波动甚至会出现稳步回升的现象,企业可以更加持续稳定地经营发展。

3.2 理论基础

3.2.1 信息不对称理论

信息不对称在上市公司层面主要体现在三个方面：管理者和所有者之间、大股东和中小股东之间以及内部人和外部利益相关者之间。

上市公司的控股股东委托公司的管理层来代理他们的经营管理权，相比所有者而言，管理层可以利用自己的职务之便获取到更多有关企业经营管理的真实信息，这就会导致上市公司管理者和所有者之间发生信息不对称的问题。上市公司的管理者由于职务之便具有信息优势，为了实现自身利益最大化，他们可能会采取粉饰业绩、在职消费等行为来谋取利益，这种道德风险问题会严重损害上市公司股东的利益。

大股东和中小股东之间利益问题随着公司股权结构的日益集中化也越来越受到资本市场的关注，同样地在大股东和中小股东之间信息不对称的问题也格外明显。与中小股东相比，大股东掌握绝对的主导权，股东大会上可以通过其表决权对公司管理层进行任免工作，由于拥有经营决策权利用信息优势地位可以了解到更多公司内部的信息，这不仅为大股东侵害中小股东的利益提供了便捷之径，也加大了他们掏空公司价值的可能性。

信息不对称理论不仅需要考虑上市公司管理层、公司股东等内部利益相关者，同样需要涉及与公司经营活动相关联的外部利益相关者。外部利益相关者扩展了上市公司经营治理的边界，打破了上市公司传统经营管理的意义，将上市公司的社会责任问题也引入进来，导致企业在分配剩余管理权上出现纠纷。相较于外部利益相关者，上市公司管理层、公司股东等内部利益相关者会优先获得公司内部信息，由此产生信息不对称问题，而内部利益相关者会在此基础上为自己谋取更大的私利，这会使得外部利益相关者的利益遭受到严重的损害。

3.2.2 委托代理问题

委托代理理论是在信息不对称理论的基础之上发展形成的，主要解释了委托人和代理人之间存在的利益冲突，阐述了了两大类代理问题。

随着企业生产规模的日益壮大以及技能分工趋于专业化，第一类代理问题便随之产生了，它主要阐释了上市公司所有者和管理者之间存在的利益冲突。企业的专业化和生产规模化要求上市公司的经营管理者必须是具备极强的专业素养的人才，而企业所有者的专业知识水平以及自身能力很难满足市场的要求，这就使得他们必须以代理人的身份去委托专业人才去经营管理企业，这就产生了企业的所有权和控制权的现象。企业的委托者，也即企业的经营管理者由于拥有实际的控制权，相较于企业的所有者对企业的经营管理状况会更加了解。当企业的管理者和所有者存在利益冲突时，处于信息优势地位的管理者为了使得自身利益最大化，会选择牺牲股东的利益，从而产生了第一类代理问题。

第二类代理问题主要针对大股东和中小股东之间存在的利益冲突问题进行阐述。当公司的股权结构趋于相对集中化时，企业所有者会重新拥有公司的控制权。也就是说，当公司的股权结构高度集中化时，处于绝对控股地位的控股股东有权决定公司的管理者，为了降低代理成本，保全自身利益，他们往往会选择与他们目标一致的行动人作为公司的管理层。但是这种多层级的控股结构会使得企业大股东和中小股东之间出现利益不一致问题，因为此时企业的实际控制人的现金流权和控制权是处于分离状态的。此时，大股东为追求其利益最大化，将侵占中小股东的利益，进而产生第二类代理问题。

3.2.3 控制权私利理论

随着上市公司的股权结构越来越集中化，第二类代理问题也变得越来越突出。主要原因在于，股权结构集中化导致大股东可以利用其控股地位拥有对公司管理层人员的构成具有话语权，选择与他们利益一致代理人，进而拥有对公司经营管理的实际控制权。在此基础上，处于控股地位的大股东由于拥有对企业的实际控制权进而想实现私有利益最大化，这就会导致控制权私利问题的产生。

Grossman and Hart 于 1980 年首次提出控制权私利这个概念，他们认为控股股东利用其控股地位从中获得的收益主要分为两部分：控制权共享收益和控制权私人收益。控制权共享收益是指拥有控制权的控股股东在利益协同效应的驱使下，不断完善上市公司的治理水平，提升企业的经营管理水平，以此来达到提升上市公司价值的目的，而此时所带来的收益所有股东可以根据所持有的股权比例进

行共享。控制权私人收益则是指控股股东由于拥有控制权而处于绝对的信息优势地位，相较于中小股东他们对公司的经营情况、财务状况等会更加地了解，进而可以利用这种信息不对称采取操纵信息披露、资产转移及资金占用等行为，这不仅会侵占中小股东的利益，也会严重危害公司的价值。控股股东及其利益关联方可以独享通过这些行为所产生的利益，但是公司的利益损失却是由所有股东根据所持有的股权比例共同承担的。

基于多层级的控股结构，现金流权和控制权会发生分离，这就会导致控股股东及其利益关联方只需要承担上市公司的部分损失但却可以独享企业产生的全部收益。控股股东为了保证自身利益最大化会有强烈的动机驱使他们侵占中小股东的利益，损害公司价值，因此控制权私利理论是上市公司控股股东掏空企业的理论基础。

3.3 国内股权质押的发展现状

3.3.1 股权质押业务的发展历程

通过股权质押进行融资在 2013 年以前并未在场内进行开展，且对股权质押没有做出明确的法律规定，股权质押业务主要为场外交易，当时办理股权质押业务的手续是较为复杂的，在审核出质人信用资质时也十分严格，这就直接导致了在 2010-2013 这四年间股权质押业务的规模一直比较小。2013 年 5 月 24 日，中证登和上交所联合颁布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》，对资金融出方和资金融入方做出明确规定，股票质押业务均在交易所内完成，规范了国内股权质押业务，完善国内了股票质押制度，该业务办法的颁布试行意味着场内股票质押交易正式拉开序幕，标志着股权质押业务进入新的发展阶段。

相较于 2013 年前银行和信托提供的股权质押融资业务，券商提供的股权质押融资业务不仅融资成本低，而且限制条件少，融资效率高。除此之外，最吸引控股股东进行股权质押融资的是关于股票所有权的约定。控股股东在进行股权质押后，并不会变更股东名册，也不会转移控股股东所拥有的表决权、经营决策权和投票权等。加之证券公司本身的客户资源十分丰富，证券公司还可以提供简单高效的服务通道业务，因此证券公司迅速占据股权质押业务市场的主导地位。

2014 年 A 股市场进入飞速发展阶段，资本市场上上市公司的资产市值也得到了大幅提升，资本市场对于股权质押的追捧十分强烈，当年股权质押的规模迅速扩张，通过股权质押融得的资金更是超过万亿元。导致这种现象出现的原因主要有以下两个方面：首先，当时的市场处于牛市阶段，股价也处于较高位，随着场内股权质押业务逐步开放，上市公司通过股权质押业务不仅可以融入更多的资金，而且还能做好对该业务的风险监控工作；其次，上市公司对股权质押业务的认可度变得越来越高，进一步推动了股权质押业务在 A 股市场的发展。

然而，通过股权质押进行融资在给资本市场及上市公司带来红利的同时，其因金融市场的波动以及企业经营和发展状况的变动所引发的风险也在悄然滋长。2015 年上半年“股灾”的爆发，多家上市公司陷入爆仓风险中，股权质押的风险这才逐渐暴露在大众视野中，有相当一部分质押标的股的价格急速下跌，跌破警戒线甚至是强制平仓线以下，导致上市公司陷入强制平仓的风险中。因此 2016 年起股权质押业务的规模进入萎缩阶段，股权质押业务的增速急速下跌，甚至变为了负数。2017 年开始，国际经济形势动荡不安，进而导致我国上市公司出现流动性危机，且当时我国 A 股市场股权质押频频“暴雷”，沉重打击了上市公司的股价，引起了投资者的恐慌，对资本市场的平稳运行造成了强大冲击。且当时“去杠杆”政策的实施降低了资本市场上的流动性，通过股权质押进行融资会面临的更大的风险。

为了监控风险、规范股权质押业务的运行以及稳定资本市场，上交所、深交所与中登公司在 2018 年 3 月推出了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对股权质押率上限进行了规定，最多只能为 60%。股权质押新规的颁布在降低企业财务杠杆与缓解个股高风险等方面取得了明显成效。对股权质押业务进一步规范，该规定再次着重强调股权质押业务应为实体经济服务，以此来降低市场股权质押风险，维护投资者的利益。随后，证监会和财政部等相关部门相继推出了与股权质押业务相关的法律规定，推动股权质押业务制度逐步走向完善。

3.3.2 股权质押业务的现状分析

自 2013 年股票质押式回购在我国 A 股市场上推出之后，上市公司控股股东

非常热衷于以股权质押的方式筹集所需资金,将近 99%的股票都进行了股权质押,可以说当时市场上出现了“无股不押”的现象。

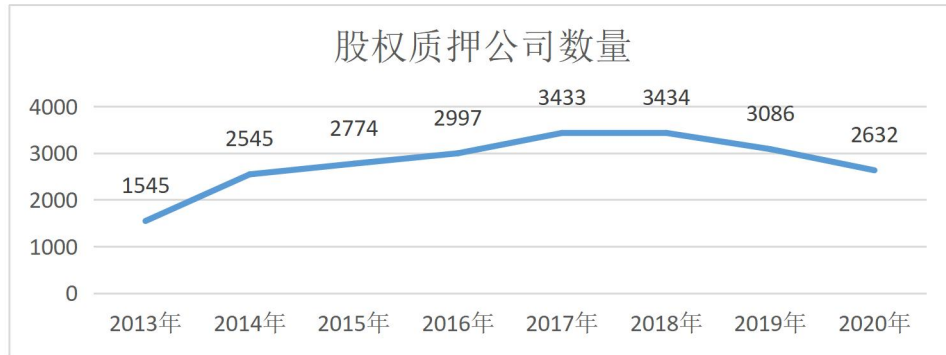


图 3.1 2013-2020 年 A 股市场上上市公司股权质押数量的分布图

资料来源：东方财富网

图 3.1 为 2013-2020 年 A 股市场上上市公司股权质押数量的分布图。从图我们可以得知,2013-2020 年上市公司股权质押数量整体呈先增加后减少趋势,在 2017 年和 2018 年上市公司股权质押数量达到了巅峰,上市公司质押数量首次超过 3000 家,分别有 3433 家和 3434 家上市公司进行了股权质押,也就是说当时 A 股市场分别有 99.01%和 96.27%的上市公司都选择了将其股权进行质押以此来筹集所需要的资金。

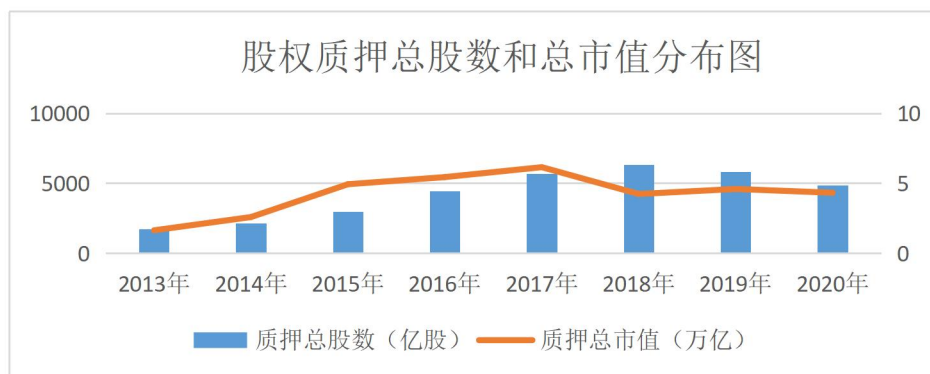


图 3.2 2013-2020 年 A 股市场股权质押总股数和股权质押总市值的分布图

资料来源：东方财富网

图 3.2 为 2013-2020 年 A 股市场股权质押总股数和股权质押总市值的分布图。

从图我们可以得知,2013年-2020年A股市场股权质押总股数和股权质押总市值整体呈“过山车”的形状。2013年A股市场股权质押总股数为1751亿股,在2018年就高达6345亿股,短短六年的时间里翻了近两番。主要是因为2013年《业务办法(试行)》的颁布,推动股权质押业务规模得到快速扩张,吸引了A股市场诸多上市公司的目光,2015年随着牛市的到来,股权质押规模在2017年达到了顶峰状态,质押市值为6.15万亿,与2013年的1.63万亿相比,增长了将近三倍。然而2018年随着股权质押新规的出台,上市公司股权质押“爆雷”事件频繁发生,且当时市场股价开始出现下跌趋势,股权质押总市值受到这些因素的影响开始下降,上市公司也开始逐渐缩减股权质押规模。虽然自2018年股权质押总股数和股权质押总市值都出现下降趋势,但是截至2020年12月31日,A股市场仍有26327家上市公司进行股权质押融资,质押市值仍然高达4.32万亿,仍处于一个较高的水平。

股权质押的主体有两个:质权人和出质人。传统的场外股权质押业务主要是银行的股权质押融资和信托公司的股权质押融资。股权质押业务在我国资本市场上—经推出便吸引了诸多上市公司控股股东青睐的目光。但是根据《业务办法(试行)》规定,股票质押式回购融出方为证券公司,因此以证券公司为主体开展股权质押融资业务迅速占据了市场的主体地位。在质权人中,证券公司比例高达70%,银行和信托公司分别以16%和8%紧跟其后。^①这也说明自股权质押业务在我国资本市场上开展以来,与传统的场外质押业务相比较,即银行和信托公司提供的股权质押融资服务,证券公司提供的股权质押业务操作简单快捷且成本适中,迅速成为上市公司控股股东进行股权融资的首选方式。

通过股权质押进行融资的上市公司,其质押比例与A股市场整体股权质押规模增速成正比。2018年底市场中仍存在3054家上市公司持有的股票处于未解押状态,是A股总体上市公司的85.59%。大多数的股权质押比例在40%之内。有1301家上市公司参与股权质押,其股权质押比例在20%以上,是A股总体上市公司数量的36.5%^②。由此可见,A股上市公司中参与股权质押的企业高比例股权质押的现象十分普遍。即使2018年推出的股权质押新规对单个上市公司整体股权质押比例做出明确规定,严格要求不得超过百分之六十,但是仍有部分上

^① 资料来源于东方财富网

^② 资料来源于东方财富网

市公司在的整体质押比例超过百分之六十,这说明了少数公司发生潜在风险的可能性较大。

4 理论分析与研究假设

由于控股股东与上市公司之间存在密切的利益关系，且所持股份比例较高，当发生股价崩盘风险时，控股股东的个人利益会遭受到严重损失，进而也会对企业的利益造成不利影响，且股权质押面临强制平仓时，控股股东的经营控制权会发生转移，因此控股股东在应对股价崩盘风险的过程中扮演了重要角色。综上所述，本文从控股股东的视角出发去分析股权质押是如何影响股价崩盘风险的，研究分析控股股东股权质押实际上是探究股权质押引发股价崩盘风险的一条有效路径。

4.1 控股股东股权质押与股价崩盘风险

本文主要从控股股东的视角分析股权质押对股价崩盘风险的作用机制。从控股股东视角出发，认为代理问题的存在使得控股股东在进行股权质押融资时会通过侵占效应和择机行为来增加股价崩盘风险发生的可能性。

当控股股东进行股权质押时，意味着控股股东可能面临资金短缺的问题，控股股东需要寻找渠道进行融资以此来保证所需资金充足。然而不同的融资方式会对资金链的稳定性、筹措资金的安全性以及融通资金所需的成本造成不同的影响。控股股东在融资时首先选择在企业内部进行融资、其次选择通过债务进行融资，最后选择通过股权进行获取资金。因此如果控股股东选择通过股权质押来获取所需要的资金，那么可以反映出控股股东很难通过债务和股权这两种融资方式融到所需资金，很可能陷入资金短缺的困境中。市场上的投资者通过分析解读与股权质押相关的公告，可以判断出此时的上市公司可能面临财务状况不佳的状况，进而导致资本市场对该上市公司的股票价格失去信心。其次，控股股东在进行股权质押融资之后，如果标的股票价格持续下跌，金融机构会进行强制平仓，进而导致控股股东的控制权存在被转移的风险。如果上市公司的实际控制人出现变更情形，企业的经营发展会受到强烈冲击，进而会面临许多不确定风险。当这些风险集中爆发时，市场上的投资者会对上市公司的经营状况持有悲观态度。此外，通过股权质押进行融资会引发两权分离的问题，因此控股股东进行股权质押融资时，股票价格会受到其影响。在股权质押期间标的股票被冻结，但此时控股股东

的控制权并没有发生转移，只是现金流权发生了变化，这无疑会加剧两权分离程度，使得激励效应弱化及侵占效应加强，中小股东利益被控股股东侵占的可能性加大，进而提高股价崩盘风险发生的可能性。

基于以上分析提出假设：

H1：当其他条件不变时，控股股东在开展股权质押业务时会提高上市公司发生股价崩盘风险的可能性。

4.2 监管环境与股价崩盘风险

资本市场初期，监管体系尚不完善，市场中存在严重的内幕交易现象，上市公司控股股东可以通过自己的职务来谋取私利。此时的上市公司虽然经营业绩较差，但是其股票价格却在不断地上涨。然而市场初期监管水平过松，上市公司控股股东并没有为上市公司更好的发展所服务，反而很可能出现转移资产等情况来损害上市公司和投资者的利益，这种坏消息一旦被揭露，资本市场了解到真实情况就会选择在二级市场抛售股票，进而导致股票价格下跌，股价崩盘风险发生的可能性随之提高。随着金融改革的不断深入，资本市场和治理环境逐步完善，市场化水平越来越高，对资本市场进行治理时，政府的手段也越来越多元化。上市公司的信息透明度不断加强，内幕交易现象越来越少，相关的法律法规也日趋完善，很好地保护了中小投资者的利益。上市公司的股票价格与公司的实际价值以及市盈率也合理匹配，市场上的投资者可以根据上市公司的经营财务状况来对企业进行合理分析进而进行后续的股票投资。这不仅约束了控股股东的行为，也减少了市场中存在的羊群效应，使中小投资者能够理性判断，正确地认识市场，推动资本市场健康稳定的发展。

陈胜蓝和刘晓玲（2018）认为政策环境的变化也会对股票价格造成影响。上市公司的现金流水平和融资成本受到经济政策的影响。当市场政策处于宽松状态时，市场上的投资者对上市公司以及整个 A 股市场持有乐观态度，由于受到市场的追捧，上市公司的股票价格稳步提升，控股股东也会增加自己的融资需求，而此时很容易滋生价格泡沫。当经济政策逐渐趋严时，经济增速放缓，股市面临下行压力，金融机构的放贷条件趋于严格，上市公司的融资成本将会提高，面临融资约束的问题，公司很可能出现资金链断裂的情况，发展增速下降。当市场投

投资者面临这种情况时，他们会由于市场流动性的下降开始出现恐慌情绪，进而选择在二级市场大量抛售股票，加大股价崩盘风险。程建伟和胡援成（2003）研究得出货币供应量对我国股票市场的影响程度要远大于利率的对其的影响程度，因此本文在选取货币供应量的紧缩程度来度量政策环境的变化，探讨分析政策环境对股价崩盘风险造成的影响。

基于以上分析提出假设：

H2：治理环境与股价崩盘风险之间呈负相关关系，即治理环境越完善，股价崩盘风险越低；

H3：政策环境与股价崩盘风险之间呈正相关关系，即政策环境越宽松，股价崩盘风险越低。

4.3 监管环境对控股股东股权质押和股价崩盘风险关系的调节作用

基于上文分析可以得出监管环境在一定程度上可以调节股价崩盘。合适的监管环境有助于建成健康稳定发展的资本市场，因此本文主要讨论监管环境在上市公司控股股东股权质押与股价崩盘风险之间是如何发挥调节作用的。当国内外的经济形势的发展前景都较为乐观时，资本市场的运行发展也较为稳定时，宽松的监管环境下，上市公司控股股东获得融资较为容易，且能为实体经济更好地发展所服务。然而监管环境较为宽松时，控股股东的道德风险也很容易在市场中滋生出来，因为市场上的参与者都会首先追逐个人利益最大化。此外，当国际政治经济形势动荡不安，国内经济增速面临下行压力时，宽松的监管环境会对资本市场的运行发展造成负面冲击。

随着国际贸易壁垒的设置，上市公司很难通过出口将其经营生产的商品卖出去获取收益，此时的控股股东更愿意将其融资所获得金额用于再投资而获取超额收益，并没有考虑上市公司未来的运营发展。资金仅仅在金融体系内部流转，而并没有为实体经济的发展产生价值，反而滋生了资本泡沫。此时严格的监管环境有助于金融去杠杆，但也会对市场上投资者的风险偏好产生负面影响，进而降低资本市场的整体流动性，加大股价崩盘发生的可能性。

因此，过松或过紧的监管环境都有可能引发股价崩盘风险，监管部门选择

适当的监管政策就显得至关重要。当市场中披露造假的风气盛行，投资者出现恐慌情绪时，相关监管部门可以强制要求上市公司披露，向上市公司发放询函，以此来增强市场上投资者的信心。而当国内经济增速下降，整个资本市场面临下行压力时，监管部门可以通过调节货币供应量来稳定资本市场的运行发展，这有助于向市场上的参与者传递积极地信号，改善投资者对市场的悲观态度。监管部门通过完善相关的监管措施可以改善监管环境，这不仅可以有效地抑制上市公司中所在的信息不对称问题和委托代理问题，也可以遏制股价崩盘的发生。

基于以上分析提出假设：

H4:在其他条件不变的情况下，治理环境会减弱控股股东股权质押与股价崩盘风险之间的正向关系；

H5:在其他条件不变的情况下，政策环境会加强控股股东股权质押与股价崩盘风险之间的正向关系。

5 实证分析

5.1 实证设计

5.1.1 数据来源与处理

本文以 2013 年—2020 年间沪深两市 A 股所有的上市公司为研究对象，其中，控股股东股权质押的数据从万得（Wind）金融数据库中获取，股价崩盘风险模型中所涉及市场组合收益率、个股收益率的数据以及相关控制变量的数据在国泰安数据库（CSMAR）中获取，万得（Wind）数据库提供补充。

在进行实证研究之前，参考之前学者们的数据处理方式对本文所采集的数据进行初步的处理。

（1）为了保证获取稳定及准确的研究结果，本文在实证研究过程中剔除了商业银行、保险公司等金融行业的上市公司。与其他行业的上市公司相比，金融类行业会计准则、会计处理方式以及经营管理模式存在较大差异，相关指标在金融行业和其他行业之间不具有对比性。

（2）由于 ST、ST*类公司的财务状况或经营状况往往存在异常，各年度的财务数据出现变动幅度较大的状况。因此，为了避免这类上市公司影响研究实证结果的精确性，应该对有财务数据异常的 ST、ST*类公司给予剔除。

（3）剔除有数据缺失的样本，同时排除当年的周度交易数据小于 30 个观测值的样本。

（4）为了避免极端值对实证结果造成不利影响，因此对所有变量做上下 1%的缩尾处理。

通过对样本数据进行以上步骤的处理，本文最终筛选，利用统计软件——stata16 对其进行回归分析。

5.1.2 变量界定

（1）股价崩盘风险

参考国内外大多数学者文献的研究方法，发现度量股价崩盘风险的方法已十

分成成熟,主要用负收益偏态系数 $NCSKEW$ 和收益上下波动比率 $DUVOL$ 来衡量。计算过程如下:

首先,将股票 i 的周收益率代入公式 5.1 进行回归以此来计算股票 i 的周持有回报率,并在公式中 5-1 中分别加入了市场收益的两期超前项和两期滞后项以此来避免非同步交易的现象。公式 5-1 如下:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (5.1)$$

公式 5.1 中, $R_{i,t}$ 是指股票 i 在第 t 周的再投资收益率,考虑现金红利再投资; $R_{m,t}$ 表示 A 股所有股票在第 t 周按照市场价值加权的再投资收益率,同样考虑了现金红利再投资。对公式 5.1 进行回归得到的残差项后计算公司股票 i 在 t 周的持有回报率 $W = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。

其次,利用公司股票 i 在 t 周的持有回报率 $W = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 来计算衡量股价崩盘风险的两个指标: $NCSKEW_{i,t}$ 和 $DUVOL_{i,t}$ 。

$NCSKEW_{i,t}$ 的计算方法如下所示:

$$NCSKEW_{i,t} = -[n(n-1)^2 \Sigma W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2)(\Sigma W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (5.2)$$

公式 5.2 中, n 表示股票 i 在一个年度内的交易周数。由公式运算可以得知, $NCSKEW_{i,t}$ 的值与股价崩盘风险呈正相关关系, $NCSKEW_{i,t}$ 的值越大,意味着股票崩盘风险越高。

$DUVOL_{i,t}$ 的计算方法如下所示:

$$DUVOL_{i,t} = \log\{[(n_u - 1)\Sigma_{DOWN} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1)\Sigma_{UP} W_{i,t}^2]\} \quad (5.3)$$

公式 5.3 中, n_u 表示一年内股票 i 周收益大于年度平均回报的周数, n_d 表示一年内股票 i 周收益小于年度平均回报的周数。 $DUVOL_{i,t}$ 的值与股价崩盘风险正相关,上下波动比例的左偏程度越大,股价崩盘风险也就越大。

(2) 控股股东股权质押

借鉴谢德仁(2016)的研究方法,本文用哑变量 PLD 来表示控股股东股权质押。当哑变量 PLD 取 1 时,则意味着控股股东自身所持有的股权在期末处于

质押状态；当哑变量 PLD 取 0 时，则意味着控股股东自身所持有的股权在期末未处于质押状态。

（3）监管环境

本文将监管环境分为治理环境和政策环境。在选取衡量治理环境的指标时，主要参考樊纲等（2018）撰写的《中国市场化指数》，选用政府监管水平来衡量治理环境，这一指数越高意味着当前的政府治理水平越完善。在选取衡量政策环境的指标时，根据段云和国瑶（2012）的研究方法，用货币政策的松紧程度来度量政策环境。其中货币政策松紧程度等于货币供给增速、GDP 增速与 CPI 增速差值的相反数，这一指数越高意味投资者在市场中越谨慎，股价崩盘发生的可能性就越大。

（4）控制变量

本文参考许年行等（2012）、谢德仁等（2016）的研究方法选取相关的控制变量，具体如下：

资产规模 SIZE。资产规模指上市公司年末资产总额，本文对其数据取自然对数。资产规模较大的公司意味着它的组织结构不仅较为完善，而且资金实力也颇为雄厚，在融资方面具有较大的优势。

资产负债率 LEV。资产负债率指上市公司年末总负债与总资产的比值。该指标不仅衡量了企业的偿债能力，也反映了企业的经营策略。

资产报酬率 ROA。资产报酬率指公司的税后净利润和公司总资产的比例，该指标用于衡量企业的价值创造能力。

净资产收益率 ROE。净资产收益率指净利润和股东权益平均余额的比例，该指标用于衡量上市公司运营其自有资本的效率。

托宾 Q 值 TobinQ。托宾 Q 值用来衡量一项资产的价值在市场上是否被低估或高估。

月均超额换手率 DTURN。月均超额换手率指公司股票当年月均换手率与去年月均换手率的差值，该指标用于衡量公司股票在二级市场上的活跃程度。

股票周收益率均值 RET。股票周收益率均值指市场上股票的平均周回报率，该指标用于衡量股票收益水平。

股票周收益标准差 SIGMA。股票周收益标准差指单只股票每期期末与期初

价格波动的标准差，该指标用于衡量股票价格的波动幅度。

年份哑变量 YEAR。每年宏观经济政策的变化会对股价崩盘风险产生影响，故应设置年份哑变量来保证回归结果的有效。

行业哑变量 IND。当面临相同的宏观经济政策，不同行业的上市公司将会面临不同的经营风险，因此应设置行业哑变量。

表 5.1 变量设置与定义说明

变量类别	变量符号	变量名称	计算方法
被解释变量	NCSKEW _{t+1}	负收益偏态系数	股价崩盘风险的衡量指标，具体见公式
	DUVOL _{t+1}	收益上下波动比率	股价崩盘风险的衡量指标，具体见公式
解释变量	PLD	控股股东 股权质押哑变量	取 1 代表存在控股股东股权质押， 取 0 代表不存在
	GOV	政府治理水平	用政府与市场的关系得分来衡量
	MP	货币紧缩程度	—（货币供给增速—GDP 增速— CPI 增速）
	NCSKEW _t	第 t 年公司股票的负收益 偏态系数	衡量股价崩盘风险的指标，具体 见公式
控制变量	SIZE	资产规模	上市公司年末总资产，做对数处 理
	LEV	资产负债率	年末总负债/年末总资产
	ROA	资产报酬率	税后净利润/公司总资产
	ROE	净资产收益率	净利润/股东权益平均余额
	TobinQ	托宾 Q 值	（流通股市值+非流通股股份数× 每股净资产+负债账面值）/总资产
	DTURN	月均超额手率	公司股票当年月均换手率—去年 月均换手率

续表 5.1 变量设置与定义说明

变量类别	变量符号	变量名称	计算方法
	RET	股票周收益率均值	市场上股票的平均周回报率
	SIGMA	股票周收益标准差	单只股票每期期末与期初价格波动的标准差
	YEAR	年份哑变量	样本属于某行业时取值为 1, 否则为 0
	IND	行业哑变量	样本属于某年度时取值为 1, 否则为 0

5.1.3 模型设计

本文主要探讨控股股东股权质押和股价崩盘风险之间的相关关系,以及监管环境对于二者相关关系的调节效应,且监管环境对二者相关关系的影响分别从治理环境和政策环境入手进行分析。因此基于上文提出的假设,本文主要设定以下检验模型:

$$\text{Crashrisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PLD}_{i,t} + \beta_2 \text{control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Crashrisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOV}_{i,t} + \beta_2 \text{control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Crashrisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MP}_{i,t} + \beta_2 \text{control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Crashrisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PLD}_{i,t} + \beta_2 \text{PLD} \times \text{GOV}_{i,t} + \beta_3 \text{control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Crashrisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PLD}_{i,t} + \beta_2 \text{PLD} \times \text{MP}_{i,t} + \beta_3 \text{control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

以上五个模型的被解释变量均为上市公司的股价崩盘风险,用以下两个指标来衡量:一个是 NCSKEW (负收益偏度系数),另一个是 DUVOL (上下波动比率)。PLD 则表示控股股东股权质押。此外由于考虑风险累积效应,加入全部控制变量 Control,控制变量具体如表所示。

由于本文分别从治理环境和政策环境入手分析控股股东股权质押和股价崩盘风险之间的关系,政府治理水平 GOV 作为治理环境的表示变量,货币政策紧

缩程度 MP 代表政策环境的表示变量,在模型四中加入上市公司控股股东股权质押和治理环境这一交互项,在模型五中加入上市公司控股股东股权质押和政策环境这一交互项。

5.2 描述性统计

本文对被模型中的各个变量进行了描述性统计,结果如下表所示:

表 5.2 变量描述性统计

VARIABLES	N	mean	sd	min	max
NCSKEW _{t+1}	11,867	-0.388	0.756	-2.661	1.719
DUVOL _{t+1}	11,867	-0.259	0.488	-1.483	1.036
PLD	11,867	0.344	0.475	0	1
GOV	11,867	7.389	1.506	2.230	10.84
MP	11,867	-2.073	2.310	-5.400	0.700
Ret	11,867	0.00309	0.0092	-0.0149	0.0341
Sigma	11,867	0.0621	0.0266	0.0237	0.156
Size	11,867	22.67	1.401	19.52	26.40
Lev	11,867	0.480	0.206	0.0463	0.925
ROA	11,867	0.0351	0.0617	-0.398	0.244
ROE	11,846	0.0594	0.139	-1.072	0.397
TobinQ	11,867	1.952	1.563	0.802	17.73
Dturn	11,867	-0.0682	0.458	-2.540	1.585

对于被解释变量而言,负收益偏态系数NCSKEW_{t+1}的最大值为 1.719,最小值为-2.661,标准差为 0.756,负收益偏态系数NCSKEW_{t+1}的最大值和最小值存在明显的跨度和差距,这说明沪深两市的上市公司普遍面临着较高的股价崩盘风险;收益上下波动比率DUVOL_{t+1}的最大值为 1.036,最小值为-1.483,标准差为 0.488,这进一步说明了 2013-2020 这八年的时间里,沪深两市的上市公司的股价崩盘风险存在较强的波动性,且崩盘风险在 A 股各家上市公司中的所呈现的差异性也是比较大的。

对于解释变量而言,控股股东股权质押的哑变量 PLD 的均值为 0.344,表明我国上市公司的控股股东的股权质押水平相对还是比较平和的,控股股东进行股权质押融资的上市公司仅占 34.4%,其余的 65.6%的上市公司的控股股东并没有进行股权质押融资业务;政府治理环境 GOV 的最大值为 10.84,最小值为 2.230,

标准差为 1.506，这说明政府治理水平在不同的地区表现出较大的差异性；货币紧缩程度 MP 的最大值为 0.700，最小值为-5.400，均值为-2.073，这说明国家在不同时期采取的货币政策存在区别，且国家对货币政策可以进行均衡调整。

5.3 相关性分析

本文主要对被解释变量（ $NCSKEW_{t+1}$ 、 $DUVOL_{t+1}$ ）和解释变量（PLD、GOV、MP）进行了相关性分析，皮尔森 Pearson 检验结果如下所示：

表 5.3 相关性分析

	NCSKEW	DUVOL	PLD	GOV	MP
NCSKEW _{t+1}	1				
DUVOL _{t+1}	0.878***	1			
PLD	0.048***	0.045***	1		
GOV	-0.015**	-0.018***	-0.102***	1	
MP	0.070***	0.100***	0.053***	-0.103***	1

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

(1) 股价崩盘风险的两个代理变量 $NCSKEW_{t+1}$ 和 $DUVOL_{t+1}$ 的相关系数为 0.878，且在 1%的统计水平下显著正相关，这说明这两个变量在衡量股价崩盘风险方面具有较高的一致性，且二者之间表现出较强的相关性，都可以用来衡量股价崩盘风险。

(2) 股价崩盘风险的代理变量 $NCSKEW_{t+1}$ 和控股股东股权质押 PLD 的相关系数为 0.048；股价崩盘风险的另一个代理变量 $DUVOL_{t+1}$ 与控股股东股权质押 PLD 的相关系数为 0.045，这两个相关系数均为正值，且都呈现出极强的显著性。这说明上市公司控股股东将自身所持有的股权进行质押之后确实会引起股价崩盘风险的提高，这与假设 H1 的预期是相符合的。

(3) 监管环境中政府治理水平 GOV 和负收益偏态系数 $NCSKEW_{t+1}$ 的相关系数为-0.015，在 5%的水平下显著负相关；和收益上下波动比率 $DUVOL_{t+1}$ 的相关系数为-0.018，显著性极强。这说明治理环境越完善，发生股价崩盘的可能性就越低，这对假设 H2 进行了初步的检验。

(4) 监管环境中货币政策紧缩程度 MP 和负收益偏度系数 $NCSKEW_{t+1}$ 的相

关系数为 0.070，和上下波动比率 $DUVOL_{t+1}$ 的系数为 0.100，在 1% 的置信水平下都呈现出显著的正相关关系，这说明货币政策紧缩程度越高，发生股价崩盘的可能性也就越高，这与提出的假设 H3 预期一致。

5.4 多重共线性检验

本文为了观察各变量之间是否存在多重共线性的问题，对各个变量的方差膨胀因子（VIF）进行计算，计算结果如下表所示：

通过观察表 5.4 可以得知，所有变量的方差膨胀因子（VIF 值）均小于 10，因此本文模型中所用的各个变量之间并不存在多重共线性的问题。

表 5.4 多重共线性检验

Variable	VIF	1/VIF
ROA	5.350	0.187
ROE	4.760	0.210
Ret	1.930	0.518
Size	1.830	0.546
Sigma	1.740	0.574
Lev	1.670	0.599
TobinQ	1.500	0.666
Dturn	1.360	0.737
MP	1.290	0.773
DUVOL	1.090	0.921
PLD	1.040	0.962
GOV	1.040	0.963
Mean VIF	2.050	

5.5 多元回归分析

5.5.1 控股股东股权质押与股价崩盘风险

对研究假设 H1 进行检验，结果如下表所示：

表 5.5 控股股东股权质押与股价崩盘风险的回归结果

VARIABLES	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) NCSKEW _{t+1}	(3) DUVOL _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
PLD	0.049*** (3.01)	0.051*** (3.09)	0.032*** (3.04)	0.032*** (2.93)
NCSKEW _t		0.042*** (3.94)		0.025*** (3.69)
Ret		-3.764*** (-3.13)		-2.412*** (-3.12)
Sigma		-1.388*** (-3.44)		-0.814*** (-3.14)
Size		-0.016** (-2.07)		-0.023*** (-4.58)
Lev		0.012 (0.22)		0.004 (0.12)
ROA		0.203 (0.60)		0.284 (1.34)
ROE		0.035 (0.25)		-0.090 (-1.01)
TobinQ		0.018*** (3.22)		0.006 (1.52)
Dturn		0.164*** (7.62)		0.115*** (8.00)
Constant	-0.383*** (-5.92)	0.018 (0.10)	-0.257*** (-6.53)	0.292** (2.47)
IND	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Observations	11867	11867	11867	11867
R-squared	0.012	0.024	0.015	0.028

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

用NCSKEW_{t+1}作为衡量股价崩盘风险的变量,在没有加入控制变量的前提下,上市公司控股股东股权质押 PLD 在 1%的水平下显著为正,且回归系数为 0.049;在加入控制变量的前提下,上市公司控股股东股权质押 PLD 在 1%的水平下显著为正,且回归系数为 0.051。用DUVOL_{t+1}作为衡量股价崩盘风险的变量,在没有加入控制变量的前提下,上市公司控股股东股权质押 PLD 在 1%的水平下显著为正,且回归系数为 0.032;在加入控制变量的前提下,上市公司控股股东股权质押 PLD 在 1%的水平下显著为正,回归系数仍为 0.032。根据实证结果可以得出,当控股股东的股权处于质押状态时,股价崩盘风险会显著增加,二者正相关,这

对研究假设 H1 进行了验证。

5.5.2 监管环境与股价崩盘风险

对研究假设 H2 和 H3 进行检验，结果如下表所示：

表 5.6 监管环境与股价崩盘风险的回归结果

VARIABLE	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) DUVOL _{t+1}	(3) NCSKEW _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
S				
GOV	-0.014** (-2.56)	-0.013*** (-3.66)		
MP			0.029*** (7.88)	0.020*** (8.83)
NCSKEW _t	0.044*** (4.15)	0.027*** (3.96)	0.045*** (4.25)	0.027*** (4.04)
Ret	-3.483*** (-2.88)	-2.126*** (-2.73)	-1.487 (-1.21)	-0.774 (-0.98)
Sigma	-1.307*** (-3.22)	-0.738*** (-2.84)	-0.672 (-1.62)	-0.291 (-1.10)
Size	-0.019** (-2.39)	-0.024*** (-4.65)	-0.013* (-1.67)	-0.020*** (-3.87)
Lev	0.020 (0.38)	0.007 (0.20)	0.008 (0.15)	-0.001 (-0.04)
ROA	0.198 (0.59)	0.282 (1.33)	0.098 (0.30)	0.209 (0.99)
ROE	0.047 (0.33)	-0.080 (-0.90)	0.047 (0.34)	-0.080 (-0.91)
TobinQ	0.018*** (3.10)	0.006 (1.41)	0.020*** (3.45)	0.007* (1.80)
Dturn	0.159*** (7.39)	0.111*** (7.72)	0.162*** (7.48)	0.113*** (7.87)
FORM	0.001 (0.45)	-0.001 (-0.28)	0.001 (0.47)	-0.000 (-0.25)
Constant	0.182 (0.98)	0.404*** (3.29)	-0.018 (-0.10)	0.241** (2.01)
IND	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Observations	11867	11867	11867	11867
R-squared	0.023	0.028	0.029	0.035

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

用 $NCSKEW_{t+1}$ 作为衡量股价崩盘风险的变量，政府治理环境 GOV 在 5%的水平下显著为负，且回归系数为-0.014；用 $DUVOL_{t+1}$ 作为衡量股价崩盘风险的变量，政府治理环境 GOV 在 1%的水平下显著为负，且回归系数为-0.013，验证了假设 H2。因为随着治理环境的愈加完善，控股股东的侵占效应及掏空效应会随之降低，进而降低发生股价崩盘风险发生的可能性。

用 $NCSKEW_{t+1}$ 作为衡量股价崩盘风险的变量，政策环境 MP 在 1%的水平下显著为正，且回归系数为 0.029；用 $DUVOL_{t+1}$ 作为衡量股价崩盘风险的变量，政策环境 MP 在 1%的水平下显著为正，且回归系数为 0.020，这与研究假设 H3 相符。政策环境越紧缩，股票的流动性会随之降低，外部投资者在投资活动中会持有更加谨慎的态度，进而卖出与预期不符的个股，进而加大股价崩盘风险发生的可能性。

5.5.3 监管环境、股权质押与股价崩盘风险

对研究假设 H4 进行检验，结果如下表所示：

表 5.7 治理环境、股权质押与股价崩盘风险的实证结果

VARIABLES	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) NCSKEW _{t+1}	(3) DUVOL _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
PLD	0.051*** (3.09)	0.123*** (1.44)	0.032*** (2.93)	0.078*** (1.45)
GOV		-0.021*** (-3.14)		-0.017*** (-3.99)
PLD*GOV		-0.023** (-2.03)		-0.015*** (-2.01)
NCSKEW _t	0.042*** (3.94)	0.043*** (4.04)	0.025*** (3.69)	0.026*** (3.84)
Ret	-3.764*** (-3.13)	-3.477*** (-2.88)	-2.412*** (-3.12)	-2.134*** (-2.74)
Sigma	-1.388*** (-3.44)	-1.338*** (-3.31)	-0.814*** (-3.14)	-0.775*** (-2.99)
Size	-0.016** (-2.07)	-0.015** (-2.03)	-0.023*** (-4.58)	-0.023*** (-4.55)
Lev	0.012 (0.22)	0.007 (0.14)	0.004 (0.12)	0.001 (0.02)
ROA	0.203 (0.60)	0.230 (0.68)	0.284 (1.34)	0.304 (1.43)

续表 5.7 治理环境、股权质押与股价崩盘风险的实证结果

VARIABLES	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) NCSKEW _{t+1}	(3) DUVOL _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
ROE	0.035 (0.25)	0.033 (0.24)	-0.090 (-1.01)	-0.090 (-1.01)
TobinQ	0.018*** (3.22)	0.018*** (3.19)	0.006 (1.52)	0.006 (1.46)
Dturn	0.164*** (7.62)	0.163*** (7.54)	0.115*** (8.00)	0.113*** (7.88)
Constant	0.018 (0.10)	0.151 (0.82)	0.292** (2.47)	0.405*** (3.36)
IND	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Observations	11867	11867	11867	11867
R-squared	0.024	0.025	0.028	0.029

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

在增加了上市公司控股股东股权质押与政府治理环境的交互项之后，当用 NCSKEW_{t+1} 作为衡量股价崩盘风险的变量，上市公司控股股东股权质押 PLD 与政府治理环境 GOV 的交互项在 5% 的水平下显著为负，回归系数为 -0.023；当用 DUVOL_{t+1} 来衡量股价崩盘风险时，上市公司控股股东股权质押 PLD 与治理环境 GOV 的交互项的回归系数为 -0.015，在 1% 的统计水平下显著为负，说明政府治理环境对股权质押与股价崩盘风险的正向关系具有反向的调节作用，与假设 H4 一致。

对研究假设 H5 进行检验，结果如下表所示：

表 5.8 政策环境、股权质押与股价崩盘风险的实证结果

VARIABLES	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) NCSKEW _{t+1}	(3) DUVOL _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
PLD	0.051*** (3.09)	0.053** (2.51)	0.032*** (2.93)	0.029** (2.10)
MP		0.026*** (6.28)		0.019*** (7.22)
PLD*MP		0.006*** (4.86)		0.002** (3.50)
NCSKEW _t	0.042*** (3.94)	0.044*** (4.16)	0.025*** (3.69)	0.027*** (3.93)

续表 5.8 政策环境、股权质押与股价崩盘风险的实证结果

VARIABLES	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) NCSKEW _{t+1}	(3) DUVOL _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
Ret	-3.764*** (-3.13)	-1.417 (-1.15)	-2.412*** (-3.12)	-0.758 (-0.96)
Sigma	-1.388*** (-3.44)	-0.731* (-1.76)	-0.814*** (-3.14)	-0.345 (-1.31)
Size	-0.016** (-2.07)	-0.011 (-1.44)	-0.023*** (-4.58)	-0.020*** (-3.90)
Lev	0.012 (0.22)	-0.002 (-0.03)	0.004 (0.12)	-0.006 (-0.17)
ROA	0.203 (0.60)	0.111 (0.33)	0.284 (1.34)	0.220 (1.05)
ROE	0.035 (0.25)	0.042 (0.30)	-0.090 (-1.01)	-0.085 (-0.97)
TobinQ	0.018*** (3.22)	0.020*** (3.50)	0.006 (1.52)	0.007* (1.81)
Dturn	0.164*** (7.62)	0.164*** (7.60)	0.115*** (8.00)	0.115*** (8.02)
Constant	0.018 (0.10)	-0.077 (-0.43)	0.292** (2.47)	0.226* (1.92)
IND	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Observations	11867	11867	11867	11867
R-squared	0.024	0.030	0.028	0.036

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

在增加了上市公司控股股东股权质押与政策环境的交互项之后，当用 NCSKEW_{t+1} 作为衡量股价崩盘风险的变量，上市公司控股股东股权质押 PLD 与监管环境 GOV 的交互项在 1% 的水平下显著为正，回归系数为 0.006；当用另一个代理变量 DUVOL_{t+1} 来衡量股价崩盘时，上市公司控股股东股权质押 PLD 与政策环境 GOV 的交互项对在 5% 的水平下显著，回归系数为 0.002 为正，说明政策环境对股权质押与股价崩盘风险的正向关系发挥着正向的调节作用，对研究假设 H5 进行了验证。

基于以上分析，监管环境对股权质押和股价崩盘风险的正向关系既有正向的调节作用，也有抑制作用，因此监管环境的松紧程度是股权质押导致的股价崩盘风险的重要因素之一。

5.6 稳健性检验

本文为了确保研究结果的可靠性和精准性,运用更换解释变量法和用替换变量法来进行稳健性检验。

5.6.1 更换解释变量

除去上市公司控股股东股权质押这一哑变量参与多元回归之外,本文还选择用控股股东股权质押比例 PLD_RATE 将其进行替换,使得 PLD_RATE 作为解释变量来对模型进行稳健性检验。根据下表的回归结果可以得到,上市公司控股股东股权质押比例越高,股价崩盘风险越大,二者正相关,且呈现出极强的显著性,与前文结果保持一致,保证了回归结果的稳健性。

表 5.9 稳健性检验 1: 更换解释变量

VARIABLES	(1) $NCSKEW_{t+1}$	(2) $NCSKEW_{t+1}$	(3) $DUVOL_{t+1}$	(4) $DUVOL_{t+1}$
PLD_RATE	0.065*** (2.74)	0.061** (2.52)	0.047*** (3.12)	0.041*** (2.61)
$NCSKEW_t$		0.042*** (3.98)		0.026*** (3.75)
Ret		-3.703*** (-3.12)		-2.302*** (-3.04)
Sigma		-1.309*** (-3.26)		-0.757*** (-2.96)
Size		-0.016** (-2.04)		-0.023*** (-4.52)
Lev		0.013 (0.25)		0.004 (0.12)
ROA		0.218 (0.65)		0.294 (1.39)
ROE		0.035 (0.25)		-0.090 (-1.02)
TobinQ		0.018*** (3.16)		0.006 (1.43)
Dturn		0.161*** (7.50)		0.112*** (7.86)
Constant	-0.378*** (-5.85)	0.015 (0.08)	-0.254*** (-6.47)	0.287** (2.43)

续表 5.9 稳健性检验 1: 更换解释变量

VARIABLES	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) NCSKEW _{t+1}	(3) DUVOL _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
IND	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Observations	11867	11867	11867	11867
R-squared	0.012	0.023	0.015	0.027

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.6.2 减少控制变量

本文在回归模型中剔除资产规模 SIZE、资产负债率 LEV、净资产收益率 ROE、托宾 Q 值 TobinQ 相关的控制变量，回归结果如下表所示，上市公司控股股东存在股权质押行为时，崩盘风险发生的可能性随之提高，二者显著正相关，表明回归结果通过了稳健性检验。

表 5.10 稳健性检验 2: 减少控制变量

VARIABLES	(1) NCSKEW _{t+1}	(2) NCSKEW _{t+1}	(3) DUVOL _{t+1}	(4) DUVOL _{t+1}
PLD	0.065*** (2.74)	0.076*** (3.21)	0.047*** (3.12)	0.053*** (3.44)
Ret		-3.775*** (-3.32)		-2.768*** (-3.79)
Sigma		-0.933** (-2.43)		-0.400 (-1.62)
ROA		0.313** (2.23)		0.127 (1.41)
Dturn		0.149*** (7.09)		0.099*** (7.12)
Constant	-0.378*** (-5.85)	-0.319*** (-4.68)	-0.254*** (-6.47)	-0.227*** (-5.49)
IND	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Observations	11876	11876	11876	11876
R-squared	0.012	0.018	0.015	0.021

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

6 研究结论与对策建议

6.1 研究结论

本文以 2013 年—2020 年间沪深两市 A 股所有的上市公司为研究对象,在相关理论的基础上进行分析并提出相应的研究假设,而后通过实证分析进行回归逐一验证了上述研究假设。本文用负收益偏态系数 NCSKEW 和收益上下波动比率 DUVOL 来衡量股价崩盘风险,根据实证结果发现,这两个被解释变量上市公司控股股东股权质押显著正相关,这意味着上市公司控股股东在进行股权质押时,股价崩盘风险会随之增加。在上市公司控股股东股权质押与股价崩盘风险二者之间,将监管环境作为调节变量引入进来,实证分析得出过于严格或者过于宽松的监管环境都会对股权质押导致的崩盘风险产生影响。

第一,控股股东的股权质押与股价崩盘风险之间存在显著的正相关关系。上市公司控股股东通过隐瞒公司的负面信息等手段以此来获取更多的流动性来抬高公司的股票价格,这样他们可以通过股权质押可以获取到更多的融资额。上市公司控股股东为了公司利益和个人利益最大化,会选择减少有关股权质押真实公告数量的披露,避免市场上的投资者因股权质押披露公告数量过多察觉企业财务状况较差及企业资金链紧张的状况,以此来缓解投资者的恐慌情绪,避免投资者在市场上大量抛售所持有的公司股票,进而造成公司股票价格大幅下跌。然而一旦企业的负面信息流传出去,被外部投资者所察觉,势必会对公司股价造成不良影响。由于控股股东自身所持有的股票数量和自身所拥有的资金有限,无力及时地补充质押担保品,这会导致爆仓的可能性增加,进而引发股价崩盘风险。

第二,本文将监管环境分为治理环境和政策环境来分析对股价崩盘风险的影响。治理环境方面,随着市场治理机制的逐步完善,信息透明度也在不断提高,投资者可以根据上市公司的股票价格和其所披露的信息了解到企业真实的经营状况,可以降低资本市场中所存在的羊群效应,减少投资者的非理性行为,进而有效地抑制股价崩盘风险,即治理环境越完善,发生股价崩盘的可能性就越低。政策环境方面,相关部门可以通过增加市场中的货币供给量来改善资本市场中的资金短缺状况,避免资本市场中流动性不足而导致上市公司融资成本上涨的问题,

抑制股价暴跌，即政策环境越宽松，股价崩盘风险越低。

第三，通过实证分析我们可以得出，过于严格或者过于宽松的监管环境都会提高股权质押导致崩盘风险发生的可能性。当实行紧缩的货币政策时，此时的市场环境较为谨慎，金融机构在融资业务的开展过程中也会对融资方的资质进行更加严格的审核，此时的监管环境对上市公司控股股东股权质押所导致的股价崩盘风险发挥着正向的调节作用。但是当市场环境较为完善，上市公司实行较为积极的信息披露制度时，宽松的货币政策对市场环境具有积极的支撑作用，即完善的监管环境会降低股价崩盘风险发生的可能性，此时的监管环境对上市公司控股股东股权质押导致的股价崩盘风险发挥着反向的调节作用。因此监管当局可以根据市场环境的不同把握监管环境的松紧程度，进而通过调节货币政策、法律法规、政府等手段调节监管环境，进而有效地调节股价崩盘风险。

6.2 对策建议

本文在研究上市公司控股股东股权质押和股价崩盘风险之间关系时，引入了监管环境这一中间变量，运用实证分析得到的研究结论可以为资本市场上的投资者，证券公司和银行等金融机构以及监管部门提供一些建设性的帮助，从而为规范股权质押制度、防范系统性风险以及完善资本市场等方面提供新思路。

(1) 对监管部门的建议

根据本文实证结果可知，控股股东在进行股权质押时，股价崩盘风险会随之增加，进而增加整个二级市场的脆弱性，使得二级市场的抗风险能力下降。由于我国的资本市场起步较晚，完全的、市场化在我国也尚未实现，股票市场缺乏有效性。根据前文可知监管环境对控股股东股权质押导致的股价崩盘风险具有调节作用。因此，除了市场要发挥自我调节作用之外，监管部门的调节作用也是不可或缺的。

首先，监管部门要完善监管政策，把握合理的监管力度，将股权质押的质押比例以及融资方的融资成本控制在一个合理的区间范围内，通过调整经济政策以此来达到对市场上的流动性进行调节的目的，从而避免资本市场出现剧烈波动。其次，监管部门不仅要致力于完善监管政策，而且还要密切关注市场上投资者的情绪，努力将市场上投资者的情绪引导至合理范围内。减少投资者的羊群效应以

及对他们资本市场持有悲观情绪进而引发股权质押爆仓的风险,从而减少股权质押风险发生的可能性。最后,监管部门要加强对上市公司的信息披露的监督,虽然当前市场机制愈加完善,但是利益输送、内幕交易等现象仍旧层出不穷。要从根本上解决这类问题,那就需要提高融资方的信息透明度,加强对他们的惩罚力度。赶在融资方通过股价操纵的手段来干预市场时,避免在股市中发生这种不良风气。因此建议监管部门出台相关的法律法规,应要求当上市公司控股股东进行股权质押时,应细致披露他们所涉及的每一笔股权质押业务的质押额、质押比例、警戒线以及平仓线等相关数据,除此之外,还需披露上市公司控股股东通过股权质押所获取的金额的去向和投向以及质权人对出质人信用审核。严格把控上市公司对股权质押业务的信息披露,尽可能减少控股股东对公司资产造成侵害的行为。

(2) 对上市公司的建议

首先,上市公司应积极响应政府的各项政策要求,树立正确的价值观,提高社会责任感,定期公开发布与股权质押业务相关的详细信息,尽量减少与中小股东之间的信息不对称,提高信息透明度,在控股股东股权质押业务的质量得到保证的前提下,给市场上的投资者传递积极地信号,促进双方利益最大化。其次,上市公司应尽力完善内部的治理水平,在优化决策机制和股本结构方面做出努力。上市公司应对控股股东的行为动机进行密切追踪以此来规避委托代理问题的出现,采用真实的盈余管理策略,让市值管理在公司内部治理过程中产生积极的影响,从而降低股票价格的波动性。最后,上市公司在进行股权质押时,应做好完备的融资计划和风险管理措施,认真配合质权人提出的与股权质押业务相关的要求,使得上市公司的信用保持在一个较高的水平上,上市公司在今后的运行发展过程中仍可以通过股权质押进行融通资金,这样不仅可以提升公司的经营状况,还可以降低控股股东股权质押引发的股价崩盘风险。

(3) 对投资者的建议

政府机构应通过多种渠道来引导投资者投资行为,采用线下和线上教育双结合的方式给投资者普及专业的投资理财知识,为投资者树立理性投资的理念,从而对其的投资行为进行规范,抑制投资者的投机动机,避免资本市场上出现盲目跟风和羊群效应,进而降低股价崩盘风险发生的可能性。除了政府机构要做出努力之外,投资者本身也应该注重培养自身的投资意识,能够在一众繁杂的市场信

息中过滤掉无效的信息，加强对资本市场的敏感度，提升专业能力，尤其是信息收集及数据分析的能力，通过对上市公司的信息披露公告进行观察和研究，结合当下的市场动态，做出理性的投资决策，从而降低投资中各种风险发生的概率。

参考文献

- [1]An H. & Zhang T. Stock Price Synchronicity, Crash Risk, and Institutional Investors [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, (21): 1-15
- [2]An Z., Li D. & H Yu J. Firm Crash Risk, Information Environment, and Speed of Leverage Adjustment [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, (31): 132-151
- [3]Chan K., Chen H. & Hu S. Shares pledged and corporate repurchase [R]. Working Paper, 2013
- [4]Chen J., H. Hong. & J. C. Stein. Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, (61): 345-381
- [5]Fan J. & Wong T. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, 33(03): 401-425
- [6]Grossman., Sanford J. & Hart Oliver D. One share-one vote and the market for corporate control [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20 (01): 175-202
- [7]Hutton A P., Marcus A J. & Tehranian H. Opaqua financial reports,R2,and crash risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(01): 67-86
- [8]Hambrick D. C. & P. A. Mason. “ Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers ” [J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(02): 193-206
- [9]Kim J B., Li Y. & Zhang L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk:Firm-level analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(03): 639-662
- [10]Kim J B. & Zhang L. Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 33(01): 412-441
- [11]Kim J B. & Zhang L. Does accounting conservatism reduce stock price crash risk firm level evidence. working Paper, 2010
- [12]KNYAZEVA D. Corporate governance, analyst following, and firm behavior [R].

New York University, Working Paper, 2007

- [13]Lee, T.S. & Yeh Y.H. Corporate governance and financial distress: evidence from taiwan [J] . Corporate Governance: An International Review, 2004, 12(03): 378-388.
- [14]Matsuyama K.Credit Traps Credit Cycles [J] . American Economic Review, 2007, 97(01): 503-516
- [15]Ronald A. & Michael P.Insider share-pledging and firm risk [R] Working Paper, 2015
- [16]Wang K. & Xiao X.Controlling shareholders tunneling and executive compensation: evidence from China [J] . Journal of Accounting and Public Policy, 2011, 30 (01): 89-100
- [17]Yeh Y H., Ko C E. & Su Y H.Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan [J] . Academia Economic Papers, 2003, 31(03): 263-299
- [18]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 [J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2012, 27(04): 72-76
- [19]陈共荣, 李靖怡和蔡树人. 大股东股权质押对盈余管理的影响研究[J]. 会计之友, 2016, (14): 12-17
- [20]陈小悦, 徐小东. 股权结构、企业绩效与投资者保护[J]. 经济研究, 2001, (11): 3-11
- [21]陈胜蓝, 刘晓玲. 经济政策不确定性和公司商业信用[J]. 金融研究, 2018, (5): 172-190
- [22]程建伟, 胡援成. 中国资本市场货币政策传导机制的实证研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2003, (05): 15-18
- [23]曹丰, 鲁冰, 李争光和徐凯. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗? [J]. 会计研究, 2015, (11): 55-61
- [24]段云, 国瑶. 政治关系、货币政策与债务结构研究[J]. 南开管理评论, 2012, 15(05): 84-94
- [25]樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数-各地区市场化相对进程报告[M]. 北京: 经

济科学出版社，2018

- [26]高兰芬. 董监事股权质押之代理问题对公司会计资讯与公司绩效之影响 [D]. 博士学位论文, 台湾: 成功大学会计学研究所, 2002: 10-25
- [27]高昊宇, 杨晓光和叶彦艺. 机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用: 基于中国市场的实证[J]. 金融研究, 2017, (02): 163-178
- [28]龚俊琼. 我国上市公司大股东股权质押的动机及后果 [J]. 当代经济, 2015 (20): 12-13
- [29]胡松明, 邓蕾, 江婕和郑飞虎. 股价崩盘风险与企业资本成本—基于公司价值和破产风险的中介效应检验[J]. 金融论坛, 2019, 24 (09): 69-80
- [30]郝项超, 梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么?[J]. 会计研究, 2009, (07) 57-63+96
- [31]何斌, 刘雯. 经济政策不确定性、股权质押与股价崩盘风险[J]. 南方金融, 2019, (01): 40-48
- [32]黄建新, 赵伟. 媒体关注是否降低了股价崩盘风险—来自中国股票市场的经验证据[J]. 财会月刊, 2015, (11): 112-118
- [33]江轩宇. 税收征管、税收激进与股价崩盘风险 [J]. 南开管理评论, 2013, 16 (5): 152-160
- [34]姜付秀, 蔡欣妮和朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2018, (01): 68-74
- [35]柯艳蓉, 李玉敏和吴晓晖. 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[J]. 财贸经济, 2019, 40 (04): 50-66
- [36]柯艳蓉, 李玉敏. 控股股东股权质押投资效率与公司期权价值[J]. 经济管理, 2019, 41 (12): 123-139
- [37]李科, 徐龙炳. 资本结构、行业竞争与外部治理环境[J]. 经济研究, 2009, (06): 116-128
- [38]李常青, 李宇坤和李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入[J]. 金融研究, 2018, (07): 143-157
- [39]李常青, 幸伟和李茂良. 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” [J]. 财贸经济, 2018, 39 (04): 82-98

- [40]刘信兵. 民营上市公司股权质押融资主要动因、风险隐患及政策建议[J]. 金融经济, 2016, (24): 155-156
- [41]黎来芳. 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, 2005, (11): 8-14
- [42]罗进辉, 杜兴强. 媒体报道、制度环境与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2014, (09): 53-59+97
- [43]潘越, 戴亦一和林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, 2011, (09): 138-151
- [44]钱爱民, 张晨宇. 股权质押与信息披露策略[J]. 会计研究, 2018, (12): 34-40
- [45]沈艺峰, 肖氓和林涛. 投资者保护与上市公司资本结构[J]. 经济研究, 2009, (07): 131-142
- [46]苏冬蔚, 熊家财. 大股东掏空与 CEO 薪酬契约[J]. 金融研究, 2013, (12): 167-180.
- [47]魏博文. 四维度下上市公司股票质押融资风险研究[J]. 浙江金融, 2018, (12): 67-74
- [48]王斌, 蔡安辉和冯洋. 大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J]. 系统工程理论与实践, 2013, 33 (07): 1762-1773
- [49]王斌, 宋春霞. 大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式[J]. 华东经济管理 2015, 29 (08): 118-128
- [50]王化成, 曹丰和叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015, (02): 45-57
- [51]王超恩, 张瑞君. 内部控制、大股东掏空与股价崩盘风险[J]. 山西财经大学学报, 2015, 37 (10): 79-90
- [52]王秀丽, 齐荻和吕文栋. 控股股东股权质押与年报前瞻性信息披露[J]. 会计研究, 2020, (12): 43-58
- [53]许年行, 江轩宇, 伊志宏和徐信忠. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险 [J]. 经济研究, 2012, 47 (07): 127-140
- [54]许年行, 于上尧和伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险 [J]. 管理

- 世界, 2013, (07): 31-43
- [55]许年行, 江轩宇, 伊志宏和徐信忠. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2020 (03): 51-59
- [56]谢盛纹, 陈黄悦. 股价崩盘风险、审计意见与审计师变更——来自中国上市公司的经验证据[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2017, 37 (12): 3-19
- [57]谢德仁, 廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究, 2018, (08): 21-27
- [58]谢德仁, 郑登津和崔袁瑜. 崩盘风险视角的研究控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价管理世界[J]. 2016, (05): 128-140+188
- [59]谢德仁, 廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理 [J]. 会计研究, 2018, (08): 21-27
- [60]夏婷, 闻岳春和袁鹏. 大股东股权质押影响公司价值的路径分析[J]. 山西财经大学学报, 2018, 40 (08): 93-108
- [61]夏常源, 贾凡胜. 控股股东股权质押与股价崩盘: “实际伤害”还是“情绪宣泄” [J]. 南开管理评论, 2019, 22 (05): 165-177
- [62]杨棉之, 谢婷婷和孙晓莉. 股价崩盘风险与公司资本成本——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2015, 35 (12): 41-51
- [63]应尚军, 潘晨和王红娟. 上市公司股票质押融资风险与政策建议[J]. 上海金融, 2019, (09): 39-43
- [64]喻灵. 股价崩盘风险与权益资本成本——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2017, (10): 78-85+97
- [65]邹萍. 股价崩盘风险与资本结构动态调整——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 投资研究, 2013, (12): 119-135
- [66]郑国坚, 林东杰和林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报, 2014, (09): 72-87
- [67]褚剑, 方军雄. 公司股价崩盘风险影响审计费用吗?[J]. 外国经济与管理, 2017, 39 (09): 83-97
- [68]张晨宇, 武剑锋. 大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗? [J]. 外国经济与管理, 2020, 42 (05): 29-41

- [69]张陶勇, 陈焰华. 股权质押、东股权质押的经验数据资金投向与公司绩效——基于我国上市公司控股股[J]. 南京审计学院学报, 2014, 11 (06): 63-70

后 记

凡为过去，皆为序章。总以为来日方长，却不知时光荏苒，岁月如歌，三年的研究生时光即将接近尾声。始于 2020 年金秋，终于 2023 年盛夏，点点滴滴皆是怀念，纵有千万种不舍，我们也要坚定地迈向一段崭新的道路，在未来的日子永怀赤诚之心，做最好的自己。

一朝沐杏雨，一生念师恩。感谢我的导师—狄瑞鸿老师，从最初选题到最终成文，感谢您的悉心指导。三年的求学之路，无论是传道授业还是生活琐事，感谢您的关怀和包容。同时您也是我学习的榜样，您科学严谨的治学态度和积极乐观的生活态度，也是我今后努力的目标，愿老师生活幸福，桃李满园。

春晖寸草心，山高如海深。感谢奶奶 26 载无微不至的关怀和疼爱，如今终于完成学业，却辞别已无再见，言之所向，皆是遗憾，希望在今后的生活中努力成为您的骄傲。感谢父母和妹妹一路的支持，给予我最持久的动力，无论何时，家人都是最坚实的后盾，永远在背后支持着我，鼓励我勇敢走下去，唯愿家人健康平安。

愿岁并谢，与长友兮。感谢一路与我同行的朋友，这一路的相互陪伴是我青春最好的记忆，感谢让我遇见你们，愿我的朋友年少有为，都能在各自的生活中闪闪发光。

至此，纵有疾风起，人生不言弃。愿我们所有人目有繁星，沐光而行！