

收稿日期:2025-07-01

# 股权质押风险管理研究

## ——基于2013—2022年A股上市公司数据

李紫涵,乐菲菲

(济南大学 商学院,山东 济南 250002)

**摘要:**频繁且高比例的股权质押给企业带来了诸多风险,股权质押风险管理至关重要。选取2013—2022年A股上市公司数据,从企业整体层面切入,聚焦控股股东股权质押所引发的股价崩盘风险,以股权质押风险管理措施为调节变量,采用回归分析法研究股权质押风险规避措施对股权质押风险的影响。研究发现,提高内部控制质量和优化融资结构都可以抑制企业股权质押行为带来的股价崩盘风险。

**关键词:**股权质押风险;股价崩盘风险;内部控制质量;融资优化程度

**中图分类号:**F832.51;F275

**文献标识码:**A

**文章编号:**1003-6873(2026)02-0048-17

**基金项目:**山东省社科规划项目“独立董事政治关联断损对企业创新的影响研究”(20CGLJ02)。

**作者简介:**李紫涵(2000—),女,山东济宁人,济南大学商学院硕士研究生,主要从事公司治理研究;乐菲菲(1970—),女,江西泰和人,济南大学商学院教授,博士,硕士生导师,主要从事公司治理研究。

**DOI:**10.16401/j.cnki.ysxb.1003-6873.2026.02.006

由于股权质押融资成本低、门槛低、方式灵活、操作程序简单,且不影响公司股东在公司表决权、经营权,上市公司控股股东更倾向于将其所持有的企业股份质押给商业银行或其他金融机构来融资。然而,股权质押为上市公司带来融资便利的同时,也易引发相应的风险。CSMAR数据显示,2013—2018年我国A股上市公司股权质押规模持续攀升,2018年更是达到顶峰,股权质押融资余额高达2.69万亿元,进入“全面质押”阶段,此后呈下降趋势。在当下资本市场环境下,上市公司频繁股权质押会向市场传递上市公司资金短缺信号,尤其是当股价下跌至临界值时更易引发投资者对上市公司信心动摇。上市公司信息不透明状况也会进一步加剧投资者对企业的信任,导致大量高质押率上市公司股票遭到抛售,触发“羊群效应”,进而大幅加剧股价崩盘风险,严重影响金融市场稳定与健康发展<sup>[1]</sup>。由此可见,规范控股股东股权质押行为,有助于降低股价崩盘风险,增强投资者对上市公司信任,从而维护良好的市场秩序。因此,如何有效管控控股股东股权质押行为所引发的股价崩盘风险,是当前我国亟待解决的重大问题。

目前,股权质押风险管理方法主要分为外部治理与内部治理两类。部分学者坚持需通过外部治理路径进行股权质押风险管理。李红权等<sup>[2]</sup>指出,针对控股股东股权质押的股价崩盘风险,采取重点发展独立型机构投资者和引入第三方核查机制等外部监管手段。叶莹莹等<sup>[3]</sup>认

为,针对股权质押的股价崩盘风险,外部监管机构在推行股权质押时,应提高股权质押规范性,因此企业应提升信息透明度来进行企业内部治理。而部分学者则认为股权质押风险管理应侧重于内部治理路径。王博等<sup>[4]</sup>认为,可以通过设定股权质押比例和规模来建立跨周期风险控制机制与数据监测,以降低股权质押预警及平仓风险,进而降低股权质押股价崩盘风险。周少甫等<sup>[5]</sup>提出,上市公司在控股股东股权质押时,通过限制控股股东股权质押上限、披露质押资金用途、减少代理问题建立有效风控机制。

由此可见,在股权质押股价引发崩盘风险方面,已有研究大多认为信息透明度和风险控制是关键,大多聚焦于单一措施进行股权质押风险管理,缺乏同时考察内部治理质量与融资结构优化这两条路径的综合效应。基于上述分析,本研究以 2013—2022 年我国 A 股上市公司为研究样本进行实证分析,以股权质押引发股价崩盘风险管理措施为调节变量,采用回归分析法系统研究股权质押风险规避对股权质押风险的影响。

## 一、理论分析与研究假设

### (一) 控股股东股权质押与股价崩盘风险关系

由于股权质押为控股股东带来极大便利,且依旧能够维持控股股东在企业持有重大事项相应决策权<sup>[6]</sup>。因此,我国上市公司控股股东普遍青睐于通过股权质押进行融资。然而,当上市公司缺乏资金时,若控股股东过度依赖股权质押融资,则会引发市场对上市公司发展前景的担忧,这种消极市场反应往往体现在股价波动上<sup>[7]</sup>。基于代理冲突,控股股东股权质押行为加大了控制权与现金流权分离程度,从而控股股东“掏空”动机增强<sup>[8-9]</sup>。控股股东为了攫取更多利益可能选择隐瞒或操纵上市公司财务信息,通过关联交易、资金占用等方式转移上市公司资源<sup>[10]</sup>,而隐匿上市公司负面信息和操纵上市公司财务信息行为则会导致股价崩盘风险增加<sup>[11]</sup>。随着上市公司负面信息不断在市场中积累,一旦达到临界点则会在市场中爆发,导致投资者预期变得更悲观。这种预期悲观往往直接体现在股价上,当悲观情绪积累到一定程度时往往导致上市公司股价急剧下跌<sup>[12]</sup>。基于预期理论,当股价下跌至接近平仓线时,如果发生强制平仓将进一步引发投资者的恐慌情绪,导致投资者纷纷抛售股票,进而引发“踩踏”现象,此时股价崩盘风险将急剧加剧,严重影响金融市场秩序<sup>[13]</sup>。基于以上分析,提出假设 1。

H<sub>1</sub>:在其他条件相同的情况下,股权质押与股价崩盘风险呈正相关。

### (二) 内部控制质量与股价崩盘风险关系

股权质押虽能缓解资金紧缺,保证公司现金流,维持公司基本运营,且股权质押时控股股东可以保留公司控制权<sup>[14]</sup>,但控股股东过度依赖股权质押的融资方式则会削减企业价值。当股价跌至警戒线甚至跌破平仓线时,股权质押被投资者视作负面信息,这种负面信息在企业内部集聚到临界点后便会集中爆发,从而引发股价进一步下跌<sup>[15]</sup>。尤其是信息不透明的企业则更易引发投资者对企业行为与战略意图不信任,歪曲正常交易与业务往来<sup>[16]</sup>,出于恐慌抛售手中股票,从而易触发羊群效应,导致市场流动性紧缩<sup>[3]</sup>。此时,高质量内部控制至关重要,它能约束真实盈余管理<sup>[17]</sup>,也能有效抑制企业信息披露负向影响<sup>[18-19]</sup>,从而提高股权质押企业会计信息质量,增强股权质押信息透明度,在一定程度上降低了上市公司管理层与投资者之间信息不对称程度<sup>[20]</sup>,也在一定程度上解决了因股权质押而导致的投资者对上市公司行为与战略企图不信任问题,减轻股权质押对上市公司财务报告可靠性的负面影响,降低了股价崩盘风险。

此外,由于股权质押加大了控制权与现金流权分离程度,从而加大了控股股东对上市公司

的“掏空”动机,因此公司价值下降<sup>[21]</sup>。公司价值下降会使上市公司股票价格持续下跌,加剧了股票价格低于预警线与平仓线的可能性,从而加大了控制权转移风险<sup>[22]</sup>。控股股东为了规避控制权转移风险,维护手中所拥有的自身控制权<sup>[4]</sup>,会选择利用信息不对称来披露好消息或隐藏坏消息,以期避免上市公司股票价格进一步下跌<sup>[23]</sup>。选择性披露好消息和隐藏坏消息都降低了企业信息透明度,使企业信息披露质量下降,加大了上市公司股价偏离其内在价值程度,促使投资者更加看好上市公司表现,从而加大了上市公司隐藏坏消息的难度<sup>[24]</sup>。一旦其看好程度超过一定界限后坏消息便会爆发,投资者则会更加恐慌,大规模抛售股票不可避免,从而引发更大程度股价崩盘。因此,高质量内部控制能够加大对控股股东行为监督程度<sup>[25]</sup>,在一定程度上避免控股股东选择性披露好消息和隐藏坏消息行为的发生,提高企业信息披露质量,从而在一定程度上抑制上市公司股价崩盘风险。基于以上分析,提出假设2。

H<sub>2</sub>:在其他条件相同的情况下,内部控制质量与股价崩盘风险呈负相关。

### (三) 融资结构优化程度与股权质押风险关系

股权质押因能够保证控股股东控制权不变,上市公司控股股东普遍运用高比例股权质押进行融资<sup>[26]</sup>,因此控股股东倾向于高比例股权质押。然而,股权质押会使现金流权与控制权相分离,从而激发了其对上市公司“掏空”动机<sup>[8]</sup>,此时控股股东不会将股权质押融资所获得资金用于提升公司价值<sup>[27]</sup>。同时,为维护控制权安全,当上市公司控股股东进行高比例股权质押时,更倾向于通过盈余管理等手段操纵市值以维护自身控制权<sup>[11,28]</sup>,导致负面信息在上市公司内部不断积累,股价被人为推到高位,形成巨大估值泡沫<sup>[29]</sup>。一旦遭遇市场股价整体大幅波动,这些被隐藏的上市公司经营困境与真实风险会被强制公之于众,加剧了投资者恐慌,促使其抛售股票,此时股价急剧下跌至警戒线甚至平仓线,不仅迫使股东抛售股票以弥补还款缺口,更可能引发强制平仓,加剧了上市公司股价崩盘风险<sup>[12]</sup>。反之,合理的融资结构能对防止股价崩盘风险作出突出贡献。如果上市公司根据其所处宏观经济环境、行业周期特征、企业财务状况及战略发展需求,审慎设计债务融资与股权融资的配比结构,上市公司将股权质押比例控制在合理阈值内,从而能够避免过高股权质押比例。当股票价格大幅波动时,合理的融资结构不仅能够保证企业具有多元化融资渠道和充足偿债能力,避免股票价格持续下跌至警戒线及预警线后被强行平仓,导致股票价格进一步下跌,因此合理的融资结构可以有效规避股价崩盘风险,保障企业现金流,避免资金链断裂<sup>[30]</sup>。基于此,提出假设3。

H<sub>3</sub>:在其他条件相同的情况下,融资结构优化程度与股价崩盘风险呈负相关。

## 二、 研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

自2013年起,我国上市公司控股股东股权质押行为日益频繁,推动了股权质押业务飞速发展,2017—2018年我国股权质押规模急剧扩张并达到峰值。2018年,我国股市行情急转直下,高频率、高比例股权质押加剧了上市公司“爆仓”风险,截至2022年,市场经历了数轮剧烈波动。这一完整周期恰恰为观察不同市场环境下股权质押风险特征提供了绝佳视角。本文将研究对象聚焦于A股上市公司,主要基于以下两方面考虑:一方面,我国A股上市公司股权质押比例普遍处于较高水平;另一方面,我国A股上市公司控股股东股权质押在整体股权质押规模中高达68%的显著比例,凸显了研究的针对性与重要性。为有效管理股权质押风险,以2013—2022年我国A股上市公司为研究样本,为此进行严格数据处理以确保研究准确性:(1)剔除ST、\*ST上

上市公司;(2)鉴于金融行业运营模式有别于其他行业,剔除金融行业上市公司;(3)剔除缺失数据的上市公司;(4)为消除极端异常值干扰,对连续变量实施了 1% 和 99% 缩尾处理。最终获得 24 949 个样本,涉及 4 814 家企业。控股股东股权质押数据、股价崩盘风险数据均源于 CSMAR 数据库,而内部控制质量数据源自迪博数据库,采用 Stata 17.0 进行数据处理与分析。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

股价崩盘风险。借鉴许年行等<sup>[31]</sup>、罗进辉等<sup>[32]</sup>、谢德仁等<sup>[11]</sup>对股价崩盘风险的衡量方法,为避免内生性问题,采用滞后一期负收益偏态系数( $NCSKEW_{t+1}$ )衡量股市崩盘风险:

首先,通过股票周持有回报率  $W_t$  对第  $t$  周考虑现金红利再投资的股票收益率进行回归:

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

$R_{i,t}$  代表股票  $i$  在第  $t$  周考虑现金红利再投资时的股票收益率,  $R_{m,t}$  则代表通过市值进行加权计算的股票  $i$  在第  $t$  周股票收益率,  $\epsilon_{i,t}$  为残差项。

表 1 变量定义

变量名称	变量代码	说明
股价崩盘风险	$NCSKEW_{t+1}$	滞后一期负收益偏态系数,数值越大,股票崩盘风险越高
股权质押	$PLD\_DUM$	年末控股股东是否存在股权质押,存在为 1,反之为 0
内部控制质量	$ICI$	$\ln(\text{迪博数据库内部控制指数} + 1)$
融资优化程度	$PO$	$SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$ $PO = 1/ SA $
公司规模	$Size$	期末总资产取自然对数
总资产收益率	$ROA$	$(\text{净利润}/\text{平均总资产}) \times 100\%$
资产负债率	$LEV$	期末总资产/期末总负债
是否亏损	$Loss$	如果公司当年净利润为负,则为 1,否则为 0
月度收益率	$RET$	股票平均月度收益率
股票收益波动	$Sigma$	经市场调整收益率的月内标准差
机构投资者持股比例	$Inst$	$(\text{机构持股数量}/\text{公司总股本}) \times 100\%$
企业年龄	$Firmage$	$\ln(\text{当年年份} - \text{公司成立年份} + 1)$
年度	$Year$	时间虚拟变量
行业	$Ind$	行业虚拟变量
产权性质	$Soe$	若为国有企业取 1,若非则取 0

此外,股票  $i$  在第  $t$  周公司持有收益率为

$$W_{i,t} = \ln(1 + \epsilon_{i,t}) \quad (2)$$

在此基础上计算负收益偏态系数  $NCSKEW_{i,t}$

$$NCSKEW_{i,t} = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3}{(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}} \quad (3)$$

$n$  为一年中股票交易周数,  $W_{i,t}$  为股票  $i$  在第  $t$  周公司持有收益率,即股票周持有回报。

2. 解释变量

控股股东股权质押。借鉴并采用谢德仁等<sup>[11]</sup>、李常青等<sup>[33]</sup>对股权质押的研究方法。即采

用年末是否存在股权质押行为,以变量  $PLD\_DUM$  表示,存在为1,否则为0。

### 3. 调节变量

(1)内部控制质量。参考陈晓珊等<sup>[34]</sup>的研究方法,以内部控制指数为基础,取内部控制指数加1后的自然对数(变量代码  $ICI$ )评估内部控制质量。该指数依据内部控制五大目标构建,揭示上市公司内部控制实际执行状况,衡量企业内部控制质量优劣。

(2)融资优化程度。借鉴 Hadlock 等<sup>[35]</sup>、鞠晓生等<sup>[36]</sup>对融资约束程度的研究方法,运用  $SA$  指数衡量融资约束程度,具体而言, $SA$  指数绝对值越大,意味着上市公司融资约束程度越高;相反, $SA$  指数绝对值越小,则表明企业的融资约束程度越低。为了更便于分析融资优化程度,本文采用  $SA$  指数绝对值的倒数来衡量融资优化程度,记作  $PO$ 。即  $PO$  越大,表明融资优化程度越高。

$$SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age \quad (4)$$

### 4. 控制变量

为控制企业规模、产权性质、营运能力、偿债能力及外界估值对股权质押风险的影响,选取  $Size$ (公司规模)、 $LEV$ (资产负债率)、 $ROA$ (总资产收益率)、 $RET$ (月度收益率)、 $Sigma$ (股票收益波动)、 $Inst$ (机构投资者持股比例)、 $Firmage$ (企业年龄)为控制变量,加入  $Year$ (年度)、 $Ind$ (行业)、 $Soe$ (产权性质)及  $Loss$ (是否亏损)虚拟变量。所涉及变量详见表1。

### (三) 模型构建

为检验  $H_1$ “股权质押与股价崩盘风险关系”,构建模型(5)(6):

$$NCSKEW_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$NCSKEW_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

参照谢德仁等<sup>[11]</sup>股价崩盘风险衡量方法,考虑内生性问题,选用  $t+1$  年的负收益偏态系数 ( $NCSKEW$ ) 为指标,以验证股权质押行为与股价崩盘风险之间的关系。

为检验  $H_2$ “内部控制质量与股价崩盘风险关系”,构建模型(7):

$$NCSKEW_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t} + \beta_2 ICI_{i,t} + \beta_3 Pledge_{i,t} \times ICI_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

在模型(6)基础上加入内部控制质量与控股股东股权质押交互项,以验证内部控制质量能否削弱股权质押企业股价崩盘风险。

为检验  $H_3$ “融资结构优化程度与股权质押风险关系”,构建模型(8):

$$NCSKEW_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t} + \beta_2 PO_{i,t} + \beta_3 Pledge_{i,t} \times PO_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

在模型(6)基础上加入融资优化程度与控股股东股权质押交互项,以验证融资优化程度能否削弱股权质押企业股价崩盘风险。

## 三、实证分析

### (一) 描述性统计

表2为文中所涉及变量的描述性统计结果。被解释变量股价崩盘风险  $NCSKEW$  平均值为  $-0.306$ , 标准差为  $0.706$ , 最大值为  $1.636$ , 最小值为  $-2.453$ , 可以看出A股上市公司股价崩盘风险较大且企业间存在显著差异。此外,解释变量股权质押  $PLD\_DUM$  均值为  $43.9\%$ , 反映A股

上市公司股权质押现象较常见,股权质押已成为我国 A 股上市公司的一种普遍融资方式且常伴较大风险。调节变量内部控制质量 *ICI* 标准差为 0.496,最大值与最小值分别为 6.965、0.000,表明各公司内部控制质量参差不齐,但内部控制水平相对较高。另一调节变量融资优化程度 *PO* 平均值为 3.867,标准差为 0.251,最小值和最大值分别为 3.181、4.525,说明我国 A 股上市公司整体融资优化水平较高,但最大值与平均值之间仍存在一定差距,说明部分企业仍有进一步提升融资优化程度的空间。

表 2 描述性统计结果

变量	样本量	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>NCSKEW</i>	26 460	-0.306	0.706	-0.258	-2.453	1.636
<i>PLD_DUM</i>	26 460	0.439	0.496	0.000	0.000	1.000
<i>ICI</i>	26 460	6.465	0.496	6.495	0.000	6.965
<i>PO</i>	26 460	3.867	0.251	3.867	3.181	4.525
<i>Size</i>	26 460	22.335	1.290	22.129	20.140	26.407
<i>LEV</i>	26 460	0.414	0.195	0.407	0.060	0.860
<i>ROA</i>	26 460	0.039	0.058	0.037	-0.213	0.195
<i>Loss</i>	26 460	0.081	0.273	0.000	0.000	1.000
<i>RET</i>	26 460	0.028	0.009	0.002	-0.014	0.032
<i>Sigma</i>	26 460	0.064	0.024	0.059	0.025	0.145
<i>Inst</i>	26 460	0.428	0.250	0.445	0.002	0.908
<i>Firmage</i>	26 460	2.979	0.295	3.000	2.197	3.611
<i>Soe</i>	26 460	0.330	0.470	0.000	0.000	1.000

## (二) 相关性分析

表 3 为主要变量 Pearson 相关性分析。解释变量 *PLD\_DUM* 与被解释变量  $NCSKEW_{t+1}$  的相关系数为 0.028 且在 1% 水平下显著。即股权质押同股价崩盘风险呈正相关,股权质押规模越大、频率越高,股价崩盘风险可能越明显,由此可初步判断提升股权质押行为会提高股价崩盘风险,初步验证  $H_1$  成立。在控制变量与被解释变量、调节变量的相关性分析中,除调节变量 *PO* 与控制变量 *Firmage* 的相关系数为 -0.875 外,其余变量间相关系数的绝对值均未超过 0.5。虽然调节变量 *PO* 与控制变量 *Firmage* 呈较强负相关,但其 *VIF* 未超过 2,说明各个变量间未被严重多重共线性问题困扰。此外,采用方差膨胀因子 *VIF* 进一步对文中其他各个变量进行多重共线性检验,各个变量 *VIF* 值均小于 2,远低于临界值 10,进一步证明其没有严重多重共线性问题。

## (三) 实证结果与分析

表 4 为验证  $H_1$  对模型(5)(6)进行回归分析的结果。表 4 的第(1)列为未加入控制变量控股股东的股权质押与股价崩盘风险回归结果,股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押行为(*PLD\_DUM*)之间的回归系数为 0.040,且在 1% 水平下显著。而在表 4 的第(2)列加入控制变量后,股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押行为(*PLD\_DUM*)之间的回归系数为 0.020,且在 5% 水平下显著。可以看出股权质押行为(*PLD\_DUM*)与股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )呈正相关,即控股股东存在股权质押行为的上市公司股价短期内存在崩盘风险,即上市公司控股股

东进行股权质押后企业股价崩盘风险显著增加。结果与H<sub>1</sub>吻合。

表3 主要变量相关性分析

变量	<i>NCSKEW</i> <sub><i>t</i>+1</sub>	<i>PLD_DUM</i>	<i>ICI</i>	<i>PO</i>
<i>NCSKEW</i> <sub><i>t</i>+1</sub>	1			
<i>PLD_DUM</i>	0.028***	1		
<i>ICI</i>	-0.031***	-0.075***	1	0.089***
<i>PO</i>	-0.027***	-0.025***	0.089***	1
<i>Size</i>	-0.057***	-0.107***	0.131***	0.034***
<i>LEV</i>	-0.056***	0.047***	-0.029***	-0.059***
<i>Loss</i>	-0.009	0.047***	-0.158***	-0.054***
<i>RET</i>	-0.173***	0.011*	0.064***	0.068***
<i>Sigma</i>	-0.184***	0.080***	-0.043***	-0.065***
<i>Inst</i>	-0.030***	-0.223***	0.120***	0.039***
<i>Firmage</i>	-0.038***	-0.062***	-0.041***	-0.875***
<i>Soe</i>	-0.069***	-0.394***	0.060***	0.119***

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表明在10%、5%和1%水平上显著。以下同。

表4 控股股东股权质押与企业股价崩盘风险基准回归分析

	(1)	(2)
	<i>NCSKEW</i> <sub><i>t</i>+1</sub>	<i>NCSKEW</i> <sub><i>t</i>+1</sub>
<i>PLD_DUM</i>	0.040***(4.58)	0.020**(2.24)
<i>Size</i>		-0.044***(-9.83)
<i>LEV</i>		0.009(0.32)
<i>ROA</i>		0.311*** (3.71)
<i>RET</i>		-7.964***(-13.85)
<i>Sigma</i>		-4.694***(-21.57)
<i>Inst</i>		0.050**(2.48)
<i>Firmage</i>		-0.087***(-5.83)
<i>Loss</i>		0.032**(1.98)
<i>Soe</i>		-0.085***(-7.62)
<i>Constant</i>	-0.323***(-55.74)	1.236*** (12.26)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	26 460	26 460
调整后R <sup>2</sup>	0.001	0.057

注:括号内代表*t*值。以下同。

表5第(1)列为在模型(6)的基础上加入调节变量内部控制质量(*ICI*)后的回归结果,股权质押(*PLD\_DUM*)的回归系数为0.697并在1%水平下显著。引入股权质押(*PLD\_DUM*)与内部控制(*ICI*)交互项(*PLD\_DUM\*ICI*)后,结果显示交互项(*PLD\_DUM\*ICI*)的回归系数为

-0.105, 于 1% 水平下显著, 表明内部控制质量的提高缓解了企业股价崩盘风险。换言之, 随着内部控制质量提升, 控股股东股权质押引发的企业股价崩盘风险会降低, 结果与  $H_2$  吻合。说明当上市公司控股股东进行股权质押时, 相较于内部控制质量低的上市公司, 内部控制质量高的上市公司控股股东股权质押行为所带来的企业股价崩盘风险显著降低, 因此提高内部控制质量可以有效缓解上市公司控股股东股权质押带来的负面影响, 验证  $H_2$  成立。

表 5 第(2)列为在模型(6)基础上加入融资优化程度( $PO$ )后的基准回归分析结果。股权质押( $PLD\_DUM$ )回归系数为 0.323 且在 1% 水平下显著为正, 加入调节变量融资优化程度后, 即引入股权质押( $PLD\_DUM$ )与融资优化程度( $PO$ )交互项( $PLD\_DUM*PO$ )后, 股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与交互项( $PLD\_DUM*PO$ )回归系数为-0.083, 且在 1% 水平下显著为负, 表明融资优化程度提高显著缓解了上市公司股价崩盘风险。即随着上市公司融资优化程度提高, 上市公司股价崩盘风险随之降低。说明当上市公司控股股东进行股权质押时, 相较于融资优化程度低的上市公司, 融资优化程度高的上市公司控股股东股权质押行为所引发的上市公司股价崩盘风险显著降低, 因此高水平融资优化能够有效削弱上市公司控股股东股权质押行为对上市公司股价稳定性的负面影响, 该回归分析结果验证  $H_3$  成立。

表 5 内部控制质量、融资优化程度、控股股东股权质押与企业股价崩盘风险基准回归分析

	(1)	(2)
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$
$PLD\_DUM$	0.697*** (3.05)	0.323*** (3.80)
$PLD\_DUM*ICI$	-0.105*** (-2.97)	
$PLD\_DUM*PO$		-0.083*** (-3.79)
$Size$	-0.044*** (-9.79)	-0.044*** (-14.99)
$LEV$	0.009 (0.33)	0.023 (1.22)
$ROA$	0.356*** (4.18)	0.123** (2.23)
$RET$	-7.934*** (-13.80)	-6.567*** (-17.39)
$Sigma$	-4.701*** (-21.60)	-2.804*** (-19.61)
$Inst$	0.050** (2.45)	0.019 (1.43)
$Firmage$	-0.088*** (-7.52)	-0.037*** (-3.06)
$Loss$	0.029* (1.78)	0.014 (1.28)
$Soe$	-0.084*** (-7.52)	-0.050*** (-6.81)
$Constant$	1.234*** (12.24)	1.087*** (15.77)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	26 460	26 460
调整后 $R^2$	0.057	0.065

#### (四) 异质性分析

为进一步探究上市公司股权质押行为对股价崩盘风险影响, 表 6 为基于产权性质与经营状况对  $H_1$  进行异质性分析的结果。

基于产权性质, 将全样本分为国有企业与非国有企业, 表 6 的列(1)和列(2)分别为国有企业

和非国有企业回归分析结果。当上市公司为国有企业时,股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押行为( $PLD\_DUM$ )之间的回归系数为0.014但不显著;而当上市公司为非国有企业时,股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押行为( $PLD\_DUM$ )之间的回归系数为0.021且在10%水平下呈显著正相关,表明相比于国有企业,非国有企业上市公司控股股东股权质押行为显著加剧企业股价崩盘风险。说明产权性质影响股权质押行为引发的股价崩盘风险,国有企业因享有政府隐性担保与政策支持,形成制度性保障,使其在面临股权质押平仓风险时,更能通过外部资源协调来缓解流动性危机,从而抑制股价的极端波动。而非国有企业相较于国有企业缺乏制度保护,其融资渠道更加依赖市场信心,导致控股股东在股权质押比例攀升时为维持股价而更容易通过盈余操纵、信息遮掩等市值管理手段铤而走险,加剧了信息不对称,引发投资者对上市公司潜在风险的集中担忧,且投资者对非国有企业股权质押行为敏感度较高,因此非国有企业股权质押行为更易引发市场信任危机,导致上市公司股价崩盘风险。

表6 控股股东股权质押与企业股价崩盘风险异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{t+1}$ 国有企业	$NCSKEW_{t+1}$ 非国有企业	$NCSKEW_{t+1}$ 盈利企业	$NCSKEW_{t+1}$ 亏损企业
$PLD\_DUM$	0.014(0.67)	0.021*(2.24)	0.003(0.10)	0.022**(2.19)
$Size$	-0.061***(-8.36)	-0.034***(-5.76)	-0.042***(-2.63)	-0.044***(-9.33)
$LEV$	0.050(1.02)	-0.011(-0.32)	0.010(0.12)	0.008(0.27)
$ROA$	0.316*(1.72)	0.263*** (2.78)	0.104(0.45)	0.336*** (3.72)
$RET$	-10.24***(-8.78)	-7.195***(-10.91)	-9.257***(-4.18)	-7.825***(-13.15)
$Sigma$	-4.66***(-11.82)	-4.706***(-17.99)	-6.135***(-7.70)	-4.558***(-20.13)
$Inst$	0.207*** (4.00)	0.026(1.18)	0.134*(1.66)	0.045** (2.14)
$Firmage$	0.024(0.89)	-0.132***(-7.37)	-0.047(-1.01)	-0.088***(-5.73)
$Loss$	0.090*** (3.22)	0.004(0.19)		
$Soe$			-0.044(-1.12)	-0.089***(-7.63)
$Constant$	1.084*** (6.44)	1.174*** (9.04)	1.169*** (3.20)	1.225*** (11.66)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	8 730	17 730	24 319	2 141
调整后 $R^2$	0.057	0.052	0.080	0.055

基于经营状况,将全样本分为盈利企业与亏损企业,表6的列(3)与列(4)分别为盈利企业与亏损企业回归分析结果。当上市公司经营状况为盈利时,股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押行为( $PLD\_DUM$ )之间的回归系数为0.003,但不显著;而当上市公司经营状况为亏损时,股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押行为( $PLD\_DUM$ )之间的回归系数为0.022且在5%水平下显著,说明当上市公司经营状况为亏损时,其控股股东股权质押行为对企业股价崩盘风险加剧效应更明显。由此可知,当上市公司经营状况为盈利时,上市公司健康现金流与良好前景为股价提供稳定支撑,具备较强的风险吸收能力,能够稀释股权质押所引致的市场疑虑;但当上市公司经营状况为亏损时,其自身已陷入现金流紧张、偿债能力弱化的脆弱状态,上市公司控

股股东股权质押行为与经营困境产生“共振效应”,此时市场通常因控股股东股权质押行为对上市公司前景持悲观态度,因此显著加剧股价崩盘风险。

为进一步探究内部控制质量对上市公司股权质押行为所引发的股价崩盘风险的削减作用,表 7 为基于产权性质对  $H_2$  进行异质性分析结果。国有企业样本中股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押( $PLD\_DUM$ )之间系数为 0.010 但不显著;而引入股权质押( $PLD\_DUM$ )与内部控制( $ICI$ )交互项( $PLD\_DUM*ICI$ )后,交互项( $PLD\_DUM*ICI$ )的回归系数为-0.048 且于 10% 水平下显著为负。说明国有企业内部控制虽能部分抑制控股股东股权质押行为引发的股价崩盘风险,但作用相对有限;相比之下,非国有企业样本中股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押( $PLD\_DUM$ )之间的回归系数为 0.775 且在 1% 水平下显著,而交互项( $PLD\_DUM*ICI$ )的回归系数为-0.117 且于 1% 水平下显著,说明国有企业因享有政府隐性担保与体制内资源支持,形成了一种外部化的风险缓释通道,使其在面临质押平仓等流动性危机时可通过政策性纾困、资产注入等“外部化救济”渠道缓解危机,从而降低了对内部控制质量的依赖;而非国有企业缺乏风险外部化的制度通道,面临更强的融资约束与更高的信用成本,因而需要通过强化监督制衡、提升信息透明度以提高内部控制质量,有效约束控股股东的“掏空”动机,降低信息不对称,向市场传递治理良好的稳健信号,以此削弱上市公司控股股东股权质押行为引发的股价崩盘风险。因此,在缺乏外部风险分担制度的非国有企业中,内部控制的信号功能与风险对冲作用被显著放大,从而对股权质押相关的崩盘风险表现出更强的治理效力。

表 7 内部控制质量、控股股东股权质押与企业股价崩盘风险异质性分析

	(1)	(2)
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$
	国有企业	非国有企业
$PLD\_DUM$	0.010(0.47)	0.775*** (3.20)
$PLD\_DUM*ICI$	-0.048* (-1.73)	-0.117*** (-3.11)
$Size$	-0.062*** (-8.17)	-0.034*** (-5.71)
$LEV$	0.062(1.20)	-0.011(0.31)
$ROA$	0.362* (1.87)	0.321*** (3.33)
$RET$	-11.093*** (-9.05)	-7.159*** (-10.85)
$Sigma$	-4.725*** (-11.41)	-4.719*** (-18.05)
$Inst$	0.202*** (3.71)	0.026(1.16)
$Firmage$	0.018(0.63)	-0.135*** (-7.51)
$Loss$	0.088*** (2.98)	-0.001(-0.05)
$Constant$	1.142*** (6.46)	1.174*** (9.04)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	8 730	17 730
调整后 $R^2$	0.056	0.053

为进一步探究融资优化程度对上市公司股权质押行为所引发的股价崩盘风险的削减作用,表 8 为基于经营状况对  $H_3$  进行异质性分析的结果。盈利企业样本中股价崩盘风险

( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押( $PLD\_DUM$ )之间的回归系数为0.674且于5%水平显著,引入股权质押( $PLD\_DUM$ )与融资优化程度( $PO$ )交互项( $PLD\_DUM*PO$ )后,交互项( $PLD\_DUM*PO$ )的回归系数为-0.181且同样于5%水平下显著,表明高融资优化水平虽能部分缓解股价崩盘风险,但受限于企业自身经营的稳健性,其调节效应相对有限。而亏损企业样本中股价崩盘风险( $NCSKEW_{t+1}$ )与股权质押( $PLD\_DUM$ )之间系数为0.285且于1%水平显著,而引入股权质押( $PLD\_DUM$ )与融资优化程度( $PO$ )交互项( $PLD\_DUM*PO$ )后,交互项( $PLD\_DUM*PO$ )的回归系数为-0.072且同样于1%水平下显著,尽管系数绝对值小于盈利企业,但其统计显著性更强且风险抑制作用更突出,说明高融资优化水平对上市公司控股股东股权质押行为引发的股价崩盘风险在亏损企业中的削弱作用更显著。对于盈利企业而言,其本身具备稳健的经营现金流和良好的偿债能力,融资优化是对其原有财务优势的一种补充,因而对市场预期边际改善作用有限。对于亏损企业,因其正陷入财务困境自我强化循环,市场陷入对其持续经营能力与股东掏空动机的深切担忧。而积极的融资优化则是一个强有力的可信承诺信号,市场将其融资优化行为视为上市公司具备打破困境循环、获取外部融资的关键恢复能力,从而缓解投资者恐慌心理。因此,融资优化在亏损企业中的治理效果更为显著。

表8 融资优化程度、控股股东股权质押与企业股价崩盘风险异质性分析

	(1)	(2)
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$
	盈利企业	亏损企业
$PLD\_DUM$	0.674** (2.37)	0.285*** (3.19)
$PLD\_DUM*PO$	-0.181** (-2.50)	-0.072*** (-3.13)
$Size$	-0.038*** (-3.74)	-0.044*** (-14.31)
$LEV$	0.051 (0.92)	0.019 (0.95)
$ROA$	0.009 (0.06)	0.136** (2.28)
$RET$	-7.625*** (-5.43)	-6.463*** (-16.47)
$Sigma$	-3.312*** (-6.56)	-2.753*** (-18.44)
$Inst$	0.040 (0.78)	0.018 (1.31)
$Firmage$	0.027 (0.58)	-0.041*** (-3.30)
$Soe$	-0.036 (-1.45)	-0.052*** (-6.65)
$Constant$	0.799*** (3.18)	1.097*** (15.28)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	24 319	2 141
调整后 $R^2$	0.087	0.064

## (五) 稳健性检验

### 1. 被解释变量替换

为验证结果的稳定性与可靠性,检测其对模型变化敏感度,本文通过变更被解释变量进行稳健性检验。针对  $H_1$ 、 $H_2$  与  $H_3$ ,参考谢德仁等<sup>[11]</sup>、许年行等<sup>[31]</sup>对股价崩盘风险研究方法,将

NCSKEW 替换为与其高度相关的收益上下波动比率  $DUVOL$ 。为避免内生性问题,同样采用滞后一期收益上下波动比率  $DUVOL$  进行替换,计算方法如下:

$$DUVOL_{i,t+1} = \ln \left\{ \left[ (n_d - 1) \sum_{\text{down}} W_{i,t}^2 \right] / \left[ (n_u - 1) \sum_{\text{up}} W_{i,t}^2 \right] \right\} \quad (9)$$

其中,  $n_u$  代表股票  $i$  周持有收益率  $W_{i,t}$  大于所在年份平均收益率  $W_i$  周数,  $n_d$  代表股票  $i$  周持有收益率  $W_{i,t}$  持有收益率小于所在年份平均收益率  $W_i$  周数。模型(9)反映了股票收益分布左偏程度,即股票收益分布左偏程度越高企业股价崩盘风险越大,数值表现为  $DUVOL$  为负数且绝对值越大,则企业股价崩盘风险越大。

替换被解释变量为  $DUVOL$  后的检验结果如表 9 所示,表 9 的第(1)列为未加控制变量的结果,  $PLD\_DUM$  的回归系数为 0.023 且在 1% 水平下显著;第(2)列为加入控制变量后的结果,股权质押( $PLD\_DUM$ )的系数为 0.003,以上结果同样验证了  $H_1$  成立。因此,由上述检验结果可得上市公司控股股东股权质押行为使企业股价崩盘风险增加,故稳健性检验通过。

表 9 替换企业股价崩盘风险  $H_1$  的检验结果

	(1)	(2)
	$DUVOL_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$
$PLD\_DUM$	0.023*** (3.78)	0.003 (0.53)
$Size$		-0.043*** (-14.67)
$LEV$		0.019 (1.04)
$ROA$		0.082* (1.83)
$RET$		-6.830*** (-18.10)
$Sigma$		-2.620*** (-18.29)
$Inst$		0.021 (1.53)
$Firmage$		-0.062*** (-6.35)
$Loss$		0.011 (1.00)
$Soe$		-0.051*** (-6.78)
$Constant$	-0.205*** (-51.99)	1.136*** (17.04)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	26 460	26 460
调整后 $R^2$	0.001	0.064

替换被解释变量为  $DUVOL$  后,  $H_2$ 、 $H_3$  的稳健性检验结果如表 10 所示。表 10 的第(1)列为在  $H_1$  基础上加入调节变量内部控制质量( $ICI$ )后的检验结果,股权质押( $PLD\_DUM$ )的回归系数为 0.324 且于 5% 水平下显著正相关。引入股权质押( $PLD\_DUM$ )与内部控制( $ICI$ )交互项( $PLD\_DUM*ICI$ )后,结果显示交互项( $PLD\_DUM*ICI$ )的回归系数为 -0.050 且于 5% 水平下显著。第(2)列为在  $H_1$  基础上加入调节变量融资优化程度( $PO$ )后的检验结果,股权质押( $PLD\_DUM$ )的系数为 0.313 且在 5% 水平下显著;引入股权质押( $PLD\_DUM$ )与融资优化程度( $PO$ )交互项( $PLD\_DUM*PO$ )后,结果显示交互项( $PLD\_DUM*PO$ )的回归系数为 -0.076 且于 5% 水平下显著,以上结果同样验证了  $H_2$ 、 $H_3$  成立。因此,由上述检验结果得出提高内部控制质量与融资优化程度可以调节股权质押行为带来的企业股价崩盘风险,故稳健性检验通过。

表10 替换企业股价崩盘风险H<sub>2</sub>和H<sub>3</sub>的检验结果

	(1)	(2)
	$DUVOL_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$
<i>PLD_DUM</i>	0.324** (2.16)	0.313** (2.42)
<i>PLD_DUM*ICI</i>	-0.050** (-2.15)	
<i>PLD_DUM*PO</i>		-0.076** (-2.27)
<i>Size</i>	-0.044*** (-14.85)	-0.044*** (-9.89)
<i>LEV</i>	0.024 (1.28)	0.008 (0.29)
<i>ROA</i>	0.147*** (2.62)	0.309*** (3.68)
<i>RET</i>	-6.552*** (-17.34)	-7.965*** (-13.86)
<i>Sigma</i>	-2.801*** (-19.58)	-4.700*** (-21.59)
<i>Inst</i>	0.017 (1.26)	0.052** (2.57)
<i>Firmage</i>	-0.064*** (-6.57)	-0.062*** (-3.40)
<i>Loss</i>	0.011 (1.07)	0.033** (2.02)
<i>Soe</i>	-0.048*** (-6.48)	-0.087*** (-7.77)
<i>Constant</i>	1.158*** (17.47)	1.170*** (11.16)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	26 460	26 460
调整后R <sup>2</sup>	0.065	0.057

## 2. 解释变量替换

为进一步检验上述结果可靠性,本文参考谢德仁等<sup>[11]</sup>、李常青等<sup>[33]</sup>对控股股东股权质押的研究方法,将衡量解释变量*PLD\_DUM*替换为年末控股股东股权质押数量占上市公司总股份的百分比*PLD\_RATE*,重做上述回归分析,对H<sub>1</sub>、H<sub>2</sub>与H<sub>3</sub>进行稳健性检验。

替换解释变量控股股东股权质押后,H<sub>1</sub>的稳健性检验结果如表11所示。表11的第(1)列为未包含控制变量的检验结果,*NCSKEW<sub>t+1</sub>*与*PLD\_RATE*的回归系数为0.182且在1%水平下显著;第(2)列为加入控制变量后的结果,*NCSKEW<sub>t+1</sub>*与股权质押(*PLD\_RATE*)之间回归系数为0.323且于1%水平下显著为正,以上结果均同样验证了H<sub>1</sub>成立。因此,由上述检验结果可得上市公司控股股东股权质押行为使企业股价崩盘风险增加,故稳健性检验通过。

表12的第(1)列为在H<sub>1</sub>基础上引入调节变量内部控制质量(*ICI*)后的回归结果,股价崩盘风险(*NCSKEW<sub>t+1</sub>*)与股权质押(*PLD\_RATE*)之间回归系数为0.209;进一步引入股权质押(*PLD\_RATE*)与内部控制(*ICI*)交互项(*PLD\_RATE\*ICI*)后,该交互项(*PLD\_RATE\*ICI*)的回归系数为-0.043且于10%水平下显著。第(2)列为在H<sub>1</sub>基础上加入调节变量融资优化程度(*PO*)后的回归检验结果,股价崩盘风险(*NCSKEW<sub>t+1</sub>*)与股权质押(*PLD\_RATE*)的系数为0.659且在1%水平下显著为正;当引入股权质押(*PLD\_RATE*)与融资优化程度(*PO*)交互项(*PLD\_RATE\*PO*)后,交互项(*PLD\_DUM\*PO*)的回归系数为-0.177且于1%水平下显著为负。以上检验均验证H<sub>2</sub>、H<sub>3</sub>仍成立。因此,由上述检验结果可得,提高内部控制质量与融资优化程度能够对上市公司控股股东股权质押行为带来的企业股价崩盘风险起调节作用,故稳健性检验通过。

表 11 替换企业股权质押  $H_1$  的检验结果

	(1)	(2)
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$
<i>PLD_RATE</i>	0.182*** (4.06)	0.323*** (0.11)
<i>Size</i>		-0.043*** (-14.14)
<i>LEV</i>		0.023 (1.19)
<i>ROA</i>		0.168*** (2.84)
<i>RET</i>		-6.842*** (-17.54)
<i>Sigma</i>		-2.852*** (-19.27)
<i>Inst</i>		0.019 (1.39)
<i>Firmage</i>		-0.058*** (-5.76)
<i>Loss</i>		0.019* (1.66)
<i>Soe</i>		-0.051*** (-6.79)
<i>Constant</i>	-0.316*** (-57.56)	1.124*** (16.42)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	26 460	26 460
调整后 $R^2$	0.001	0.067

表 12 替换企业股权质押  $H_2$  和  $H_3$  的检验结果

	(1)	(2)
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$
<i>PLD_RATE</i>	0.209 (1.22)	0.659*** (2.85)
<i>PLD_RATE*ICI</i>	-0.043* (-1.65)	
<i>PLD_RATE*PO</i>		-0.177*** (-2.89)
<i>Size</i>	-0.051*** (-5.35)	-0.044*** (-14.94)
<i>LEV</i>	0.008 (0.21)	0.025 (1.35)
<i>ROA</i>	0.158** (2.22)	0.122** (2.21)
<i>RET</i>	-9.835*** (-19.56)	-6.570*** (-17.39)
<i>Sigma</i>	-4.519*** (-22.66)	-2.800*** (-19.58)
<i>Inst</i>	0.270*** (7.22)	0.016 (1.20)
<i>Firmage</i>	-0.530*** (-6.64)	-0.055*** (-5.36)
<i>Loss</i>	0.024** (2.11)	0.014 (1.27)
<i>Soe</i>	-0.092*** (-4.16)	-0.051*** (-6.94)
<i>Constant</i>	1.160*** (17.49)	1.142*** (17.13)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
观测值	26 460	26 460
调整后 $R^2$	0.253	0.065

## 四、 研究结论与建议

### (一) 结论

基于我国股权质押现状,本文选择2013—2022年A股上市公司数据为样本,探究我国A股上市公司如何管理股权质押风险,以企业股价崩盘风险为切入点,对股权质押风险管理进行实证研究后发现:

(1)控股股东股权质押与股价崩盘风险正相关。当控股股东通过股权质押手段筹集资金时,上市公司股价崩盘风险随之增加。从产权性质来看,国有企业享有政府隐性担保与政策支持,在融资等方面拥有一定优势;而非国有企业缺乏类似制度保护,其融资渠道更加依赖市场机制,这种差异导致非国有企业控股股东股权质押行为更易引发上市公司股价崩盘风险。此外,从上市公司经营状况来看,当上市公司处于盈利状态时,具备健康现金流与良好发展前景,能够为股价提供稳定支撑;而当上市公司亏损时,市场通常会将控股股东股权质押行为视为上市公司前景不佳的信号并持悲观态度,其股价崩盘风险会显著加剧。

(2)内部控制质量与股价崩盘风险负相关。虽然A股上市公司控股股东股权质押会增加企业股价崩盘风险,但是高质量内部控制会使上市公司控股股东股权质押行为所带来的企业股价崩盘风险显著降低,说明高质量内部控制缓解了控股股东股权质押所引发的股价崩盘风险。进一步从产权性质分析,相比于国有企业,非国有企业因缺乏政府隐性担保与政策支持,更依赖提高内部控制质量约束控股股东通过股权质押“掏空”上市公司的动机,从而削弱股权质押行为引发的股价崩盘风险。

(3)融资结构优化与股价崩盘风险负相关。对于A股上市公司而言,其控股股东股权质押行为会导致企业股价崩盘风险上升,但当上市公司具备高融资优化水平时,能够显著降低上市公司控股股东股权质押行为引发的股价崩盘风险,说明高融资优化水平能够缓解控股股东股权质押所引发的股价崩盘风险。进一步从企业经营状况来看,相比于盈利企业,亏损企业若能实现高融资优化水平,则能够为投资者传递强有力的可信承诺信号,投资者将其融资优化行为视为上市公司具备打破困境循环、获取外部融资的关键恢复能力,能够缓解投资者的恐慌心理,从而对上市公司控股股东股权质押行为引发的股价崩盘风险抑制作用更强。

### (二) 建议

(1)为降低股权质押股价崩盘风险,上市公司应提高内部控制质量。非国有企业上市公司应借鉴国有企业上市公司的某些治理经验,构建并完善股权质押信息全面披露体系,及时、完整披露如控股股东股权质押比例、大股东持股比例、股权质押资金来源以及资金用途与去向等股权质押信息,以便市场投资者准确评估股权结构稳定性,清晰了解上市公司现状,避免因信息不对称导致市场投资者的误解与恐慌。同时,在信息披露时,上市公司应诚实守信,真实全面披露上市公司经营情况与财务状况,避免只披露好消息而隐藏坏消息的选择性披露行为,增强企业财务信息的可靠程度,从而增强市场投资者对上市公司信任程度,赢得市场投资者的信任与支持。此外,企业应加强对股权质押的内部审计力度,建立健全内部审计机制,对股权质押的各个环节进行严密监控与审查,确保所有操作均符合法律法规与内部规章制度的要求,提高上市公司信息披露质量。

(2)为降低股权质押股价崩盘风险,上市公司应提高融资优化程度,优化融资结构,调整股权质押比例以确保风险可控。上市公司应根据企业财务状况,结合目前市场环境评估融资结

构,全面细致地评估企业现状,充分运用财务杠杆效应,合理配比股权融资与债权融资,既满足企业发展资金需求,又避免因过度融资带来财务风险。此外,上市公司应积极寻求多元化融资渠道,降低对股权质押单一融资方式的过度依赖。例如上市公司可以通过银行贷款、债券发行、融资租赁等方式,丰富上市公司资金来源,分散融资风险。

### 参考文献

- [1] 陈海强,赵潇洋,李东旭. 股权质押渠道与金融市场稳定:基于股价崩盘风险的视角[J]. 管理科学学报,2023,26(6):81-95.
- [2] 李红权,曹佩文. 大股东股权质押、机构投资者与股价崩盘风险[J]. 湖南师范大学社会科学学报,2022,51(6):68-78.
- [3] 叶莹莹,杨青,胡洋. 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[J]. 会计研究,2022(2):146-163.
- [4] 王博,高惺惟. 特质波动率视角下控股股东股权质押对股价崩盘风险的影响研究[J]. 上海金融,2023(2):42-56.
- [5] 周少甫,叶宁. 控股股东股权质押、控制权转移与信用利差[J]. 经济与管理,2023,37(4):61-71.
- [6] YERMACK D. Good timing: CEO Stock option awards and company news announcements [J]. Journal of Finance,1997,52(2):449-476.
- [7] 姚祎. 控股股东股权质押频率对股价崩盘的倒U型影响:基于我国上市企业2012—2022的证据[J]. 投资研究,2024,43(11):99-120.
- [8] 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(7):57-63.
- [9] 杨海燕,陈琳琳.“神雾系”控股股东股权质押:“支持”亦或“掏空”?[J]. 科学决策,2023(10):161-180.
- [10] 杜勇,睦鑫. 控股股东股权质押与实体经济金融化:基于“掏空”与控制权转移的视角[J]. 会计研究,2021(2):102-119.
- [11] 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.
- [12] 刘艳霞,曹修琴,祁怀锦. 控股股东掏空与股权质押风险[J]. 投资研究,2022,41(4):19-41.
- [13] 陈海强,赵潇洋,李东旭. 股权质押渠道与金融市场稳定:基于股价崩盘风险的视角[J]. 管理科学学报,2023,26(6):81-95.
- [14] 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.
- [15] HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque Financial Reports, R2 and Crash Risk [J]. Journal of Financial Economics,2009,94(1):67-86.
- [16] 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(5):165-177.
- [17] 刘斌,李延喜,迟健心. 内部控制意愿、内部控制水平与盈余管理方式:基于文本分析与机器学习的计量方法[J]. 科研管理,2021,42(9):166-174.
- [18] 姚祎,陈婕. 控股股东股权质押与信息披露质量:基于内部控制与外部监督双重视角[J]. 财会通讯,2022(14):40-44.
- [19] MENG X, CHEN L, GOU D. The impact of corporate environmental disclosure quality on financing constraints: the moderating role of internal control [J]. Environmental Science and Pollution Research, 2023,30(12):33455-33474.
- [20] DOYLE J, GE W, MCVAY S. Accruals Quality and Internal Control Over Financial Reporting [J] The Accounting Review,2007,82(5):1141-1170.
- [21] 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,2014,17(9):72-87.

- [22] 李常青,幸伟,李茂良. 控股股东股权质押与现金持有水平:“掏空”还是“规避控制权转移风险”[J]. 财贸经济, 2018,39(4):82-98.
- [23] 李常青,幸伟. 控股股东股权质押影响高管薪酬:业绩敏感性吗?[J]. 经济管理,2018,40(5):157-174.
- [24] 夏常源,王靖懿,傅代国. 保险资金持股与股价崩盘风险:市场“稳定器”还是崩盘“加速器”?[J]. 经济管理, 2020,42(4):158-174.
- [25] 朱新蓉,熊礼慧. 股权质押、内部控制与非效率投资[J]. 中南财经政法大学学报,2020(3):97-106.
- [26] 张文婷,王晨曦,谭劲松. 控股股东股权质押与公司利好传闻:市场操纵的视角[J]. 会计与经济研究,2024,38(4):3-22.
- [27] 陆艺升,罗荣华,朱菲菲. 机构投资者相机抉择与控股股东股权质押及其公司治理效应[J]. 经济研究,2024,59(7):111-129.
- [28] 汪先珍,马成虎. 股权质押与公司估值:理论与实证[J]. 金融研究,2022(12):187-206.
- [29] 王雄元,欧阳才越,史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究,2018,53(1):138-152.
- [30] FERNANDES N, FERREIRA M A. Insider trading laws and stock price informativeness[J]. The Review of Financial Studies, 2009,22(5):1845-1887.
- [31] 许年行,江轩宇,伊志宏,等. 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(7):127-140.
- [32] 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(9):53-59.
- [33] 李常青,李宇坤,李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入[J]. 金融研究,2018(7):143-157.
- [34] 陈晓珊,刘洪铎. 内部控制质量与公司ESG表现[J]. 统计与决策,2025,41(9):169-173.
- [35] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index [J]. The review of financial studies, 2010,23(5):1909-1940.
- [36] 鞠晓生,卢荻,虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究,2013,48(1):4-16.

## Research on Equity Pledge Risk Management: Based on the Data of A-Share Listed Companies 2013-2022

LI Zihan, YUE Feifei

(Business School, University of Jinan, Jinan, Shandong, 250002, China)

**Abstract:** Frequent and high-proportion equity pledges bring numerous risks to enterprises, making it crucial to manage the equity pledge risks. By selecting data of A-share listed companies from 2013 to 2022, this study focuses on the stock price crash risk triggered by the equity pledges of controlling shareholders from the perspective of the entire company. With equity pledge risk management measures as moderators, the researcher adopted regression analysis to explore the impact of avoidance methods on equity pledge risks. The research findings reveal that improving the internal control and the financing structure can curb the stock price crash risk brought about by the equity pledge of enterprises.

**Key words:** equity pledge risk; stock price crash risk; internal control quality; degree of financing optimization

[责任编辑:陈济平]