

# 控股股东股权质押与投资者关系管理

马连福, 张晓庆

**[摘要]** 由于中国资本市场信息透明度不高,控股股东股权质押事件本身以及质押期间发生的负面事件都可能导致投资者情绪恐慌和股价下跌,从而诱发控股股东控制权转移风险。本文以中国A股上市公司为样本,研究控股股东在股权质押情境下是否会提高投资者关系管理水平以缓解控制权转移风险。研究结果表明,控股股东股权质押后,公司投资者关系管理水平显著提高,当企业财务困境风险较低、公司治理水平较高时,该现象更加明显。通过进一步分析发现,控股股东股权质押后主要采取优化沟通保障、网络沟通、电话沟通和现场沟通四个沟通策略提高投资者关系管理水平,但对沟通反馈重视不足;股权质押情境下,加强投资者关系管理的行为降低了股价崩盘风险,减小了股价收益率的波动。这说明投资者关系管理是一种既有利于控股股东缓解控制权转移风险又有利于促进资本市场稳定的市值管理方式。

**[关键词]** 控股东股权质押; 投资者关系管理; 市值管理; 稳定股价

**[中图分类号]**F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)11-0156-18

## 一、问题提出

近年来,中国资本市场的控股股东股权质押现象较为普遍,并且存在一定的“爆仓”风险,成为资本市场的不稳定因素。2020年10月,国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》,将股权质押风险列为上市公司亟待解决的突出问题。根据国泰安数据库的数据统计,截至2018年底,A股市场有1586家公司存在控股股东股权质押行为,占比高达41.78%,平均质押比例达63.61%。其中,1041家控股股东质押的股份超过其持股数量的50%,1138家控股股东质押的股份超过上市公司总股份数量的10%。如此高的质押比例虽然有助于缓解融资约束,但是一旦股价触及警戒线甚至平仓线,控股股东若不能及时解除质押或者补充保证金,由于质权人有权利处置质押的股票,就可能会引发控制权转移风险。中国资本市场尚未全面推行注册制,上市资格仍然受到较多的管制,导致企业上市成本较高,因而上市公司具有较高的“壳价值”(王雄元等,2018)。控股股东依靠控制权可以获得较多控制权收益(廖珂等,2018),因此控制权是控股股东非常看重的一项权力。

---

**[收稿日期]** 2020-05-10

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“股东网络特征与投资决策权配置研究”(批准号 71772094);教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“多元利益主体参与的公司治理决策机制研究”(批准号 18JJD630002)。

**[作者简介]** 马连福,南开大学中国公司治理研究院、商学院教授,博士生导师,管理学博士;张晓庆,南开大学中国公司治理研究院博士研究生。通讯作者:张晓庆,电子邮箱:xqing\_zhang@foxmail.com。感谢南开大学王晗博士、陈晓辉博士、原东良博士在论文修改过程中提出的意见和建议,感谢匿名评审专家和编辑部的建设性意见,当然文责自负。

为了缓解控制权转移风险,股权质押后控股股东会采取慈善捐赠、操纵信息披露、盈余管理、实施“高送转”股利政策等多种方式稳定或抬高股价。但现有研究表明,慈善捐赠是一种“伪善”营销,可能被用来掩饰企业“坏”的动机(胡珺等,2020);操纵信息披露会加剧股价收益率的波动(李常青和幸伟,2017);股权质押期间的盈余管理会降低信息透明度且导致解押后股价崩盘风险上升(谢德仁等,2016);“高送转”股利政策实质上只是将股份拆细,不能增加股东收益(廖珂等,2018),有时还被用来掩护减持套现等行为。这显然与监管部门希望通过建立市值管理制度提高上市公司质量、保护全体股东的共同利益、促进资本市场长期协调稳定发展的初衷背道而驰。那么,是否还存在一种既可以使控股股东缓解控制权转移风险、又有利于保护中小投资者的知情权、同时促进资本市场稳定的市值管理方式呢?

股权质押是一种正常的低成本融资行为,但在中国资本市场总体信息透明度不高、散户投资者众多的情况下,非理性的投资者难以真正理解其背后的战略意图(夏常源和贾凡胜,2019),容易情绪化地将其归类为控股股东的机会主义行为,加之“爆仓”以及其他负面事件时有发生,有时会引起股价下跌。因此,采取措施疏导投资者情绪进而缓解股价暴跌是防止控制权转移、促进资本市场稳定的关键。权小锋等(2016)、Choi and Mobbs(2019)研究发现,良好的投资者关系管理有利于缓解信息不对称,使投资者更多地了解公司基本面信息,避免由于投资者情绪恐慌而导致股价下跌。本文基于市值管理的分析框架,研究控股股东在股权质押情境下是否会提高投资者关系管理水平从而化解控股股东的控制权转移风险,并进一步探讨财务困境风险、公司治理水平对二者关系的影响。

本文可能的研究贡献在于:①丰富了控股股东股权质押后的市值管理行为的相关研究。现有文献已发现的股权质押情境下的市值管理行为更多适用于财务困境风险较高、公司治理水平较低的情况,而本文发现控股股东在企业财务困境风险较低、公司治理水平较高时倾向于提高投资者关系管理水平。此外,现有文献发现的市值管理方式多数具有阻碍投资者获取信息、蒙蔽投资者的负面影响(王雄元等,2018),而投资者关系管理通过缓解信息不对称减少投资者的恐慌性抛售,有利于保障投资者的知情权。与股权质押情境下的信息披露操纵加剧股价收益率的波动不同(李常青和幸伟,2017),本文发现此情境下的投资者关系管理行为可以缓解股价崩盘风险和股价收益率的波动,有利于资本市场的健康稳定发展。②拓展了上市公司提高投资者关系管理水平的动机和影响因素的相关研究。现有文献发现企业在财务经营状况良好、公司治理水平较高、公司治理环境较好、具有降低融资成本动机时更愿意丰富投资者关系管理活动。本文则发现了加强投资者关系管理的另一个动机,即在控股股东股权质押情境下稳定股价,进而缓解控制权转移风险。

## 二、理论分析

### 1. 文献回顾

(1)股权质押行为的经济后果。部分学者认为,股权质押相当于变相收回投资,会导致两权分离程度加大(郝项超和梁琪,2009),因此,控股股东更容易通过掏空等方式侵占上市公司利益进而损害公司价值(郑国坚等,2014)。然而,王斌等(2013)对此提出了质疑,认为股权质押对两权分离度的影响不成立且不必然导致掏空,股权质押后控股股东为了增强还本付息的能力,会积极改善经营管理,支持上市公司的的发展。例如,为了获得债权人的信赖、降低融资成本,股权质押后控股股东的掏空程度和盈余管理水平反而有所降低(谭燕和吴静,2013)。此外,股权质押缓解了融资约束,有利于提高创新效率和公司价值(Meng et al.,2018)。虽然还有一部分文献通过对宏磊股份、明星电力、阳光集团等公司的案例分析发现,控股股东利用股权质押实施资金占用、关联交易、资产买卖等利益

侵占行为,并且为此实施伪造财务报表等蒙蔽投资者的行为(吕长江和肖成民,2006;李永伟和李若山,2007;孙佳珍,2018),但仔细观察不难发现,这些公司大多存在较为严重的财务困境或者公司治理机制不完善抑或二者兼而有之。此外,相关实证研究也发现,当公司机构投资者持股比例较低、股权制衡度较低、财务经营状况较差时,股权质押加剧掏空并损害公司业绩的行为更严重(郑国坚等,2014;夏一丹等,2019)。以上文献发现,控股股东在股权质押情境下并不总会实施利益侵占、伪造信息等机会主义行为进而损害公司价值,股权质押的负面后果大多发生在财务经营状况较差、公司治理机制不完善的情况下。

(2)控股股东股权质押后的市值管理行为。一是信息管理行为。控股股东一方面会通过实施慈善捐赠(胡珺等,2020)、“高送转”的利润分配方案(廖珂等,2018)等方式向资本市场释放“好消息”以抬高股价;另一方面,为了规避外部监督、降低信息透明度,其还会通过降低年报信息可读性(逮东等,2020)、选择低质量的审计师(Xu et al.,2020)等方式掩饰“坏消息”。尤其是当公司财务经营状况较差时,其隐瞒“坏消息”的动机更强(逮东等,2020)。但机构投资者持股、卖空机制等内外部监督机制会抑制该行为(钱爱民和张晨宇,2018)。二是盈余管理行为。控股股东在股权质押期间会通过研发支出资本化、平滑会计盈余等方式进行应计盈余管理(谢德仁等,2016;谢德仁等,2017),从而导致会计盈余信息含量降低(姜付秀等,2020)。另外,其还会通过减少创新投入等方式进行向上真实盈余管理,且公司财务困境风险较高、债务期限较长时该行为会加重(Meng et al.,2018),但其他大股东(姜付秀等,2020)、股权制衡(谢德仁和廖珂,2018)等公司治理机制会抑制该行为。以上文献发现,股权质押情境下控股股东采取的多种市值管理手段已被证实在公司内外治理机制完善时会受到抑制,因为这些行为大多是控股股东的利己行为,可能损害中小投资者的利益;此外,当公司财务经营状况较差时,控股股东更容易操纵盈余并掩盖信息,防止“坏消息”传播到资本市场导致股价下跌。

(3)投资者关系管理的影响因素。公司财务经营状况方面,资产规模、公司业绩、盈利能力、负债程度(林斌等,2005;赵颖,2009)等因素影响投资者关系管理。其中,前三个因素都与投资者关系管理正相关,但负债程度与投资者关系管理负相关。公司治理水平方面,独立董事比例(张慧敏和陈德球,2009)、董事会审计委员会设置(赵颖,2009)、股权集中度(马连福等,2008)、机构投资者股权、外部股权、董事长/CEO 两职分离(肖斌卿等,2007)等因素影响投资者关系管理。其中,股权集中度与投资者关系管理水平负相关,其他因素均与投资者关系管理正相关。综上发现,上市公司在财务经营状况较好、公司治理机制较为完善时更倾向于与投资者积极沟通,向资本市场传播“好消息”(林斌等,2005),有利于建立资本市场品牌,积累声誉资本。公司治理环境方面,上市公司所在地区的政府干预程度、市场化进程以及法治水平等治理环境越好,投资者关系管理水平越高(马连福等,2008;张慧敏和陈德球,2009)。融资动机方面,当公司有股权再融资计划时,其会通过提高投资者关系管理水平来降低股权融资成本(林斌等,2005;辛清泉等,2006)。

控股股东股权质押实际上是以股权为抵押物的一种债权融资行为,该融资行为会使控股股东面临控制权转移的风险,因此,控股股东有强烈动机去稳定股价,防止被债权人强制平仓。现有文献尚未针对控股股东股权质押这一融资行为如何影响投资者关系管理水平予以探讨。

## 2. 研究假说

中国作为新兴市场国家,资本市场信息环境尚未完全成熟,且投资者以散户为主,股价更容易受投资者情绪等因素影响。在这种情况下,无论是股权质押本身还是股权质押期间发生的其他负面事件,都可能导致投资者恐慌性“用脚投票”,从而带来股价下跌。投资者关系管理具有稳定资本市

场、防止股价暴跌的作用(权小锋等,2016;Choi and Mobbs,2019),有助于缓解控制权转移风险。根据权小锋等(2017)的研究,公司面临负面事件时,事后增加投资者关系管理活动可以起到“危机公关”的作用,事前已经开展的投资者关系活动可以发挥类“保险效应”。

一方面,对于已经发生的股权质押事件本身来说,非理性的投资者容易将其解读为负面事件,因为投资者通常认为该行为反映了控股股东的财务约束(郑国坚等,2014),且会导致掏空、盈余管理等机会主义行为,从而带来股价下跌。但这种下跌主要是由信息不对称给投资者带来的紧张情绪导致的,控股股东并非真的实施了机会主义行为(夏常源和贾凡胜,2019)。此时,加强投资者关系管理可以建立一种事后补救机制,挽回投资者的信心,发挥“危机公关”作用。Santalova (2018)认为,危机时期的投资者关系管理至关重要,否则公司股票将持续被低估,且发现危机时期公司的路演活动增多。Choi and Mobbs(2019)发现,高管团队中存在投资者关系主管的企业通过加强与投资者的互动沟通,可以更好地管理投资者反应,危机时期股票收益波动率和特质波动率较小。定期与投资者保持良好的互动沟通,通常会吸引更多机构投资者、分析师、新闻媒体等资本市场中介的关注。通过举办现场调研、电话会议、网上路演等活动,向资本市场传播更多信息,不仅可以使投资者更加全面地了解控股股东进行股权质押的真实目的与动机以及公司实际的经营状况、发展前景等信息,有利于澄清事实、安抚投资者的恐慌情绪,还有利于提高公司的知名度,提高投资者对公司股票的需求量(Agarwal et al.,2016),从而缓解股价下跌。另一方面,除了股权质押事件本身之外,股权质押期间如果发生其他负面事件,也可能导致股价下跌,加大控制权转移风险。对此类事件来说,加强投资者关系管理可以建立一种事前预防机制,发挥类“保险效应”(权小锋等,2017)。有效的投资者关系管理可以给投资者一种熟悉的感觉,有利于获得投资者的信任。此外,通过互动沟通,还可以向投资者充分展示本公司股票的优越性,提升上市公司对投资者的吸引力(Chandler,2014),从而降低投资者认为公司危险的程度(Gregory,1997;马连福和赵颖,2006)。这都有助于增加投资者对公司的好感,为公司积累声誉资本(Dolphin,2004)。Deephouse(1997)也认同此观点,认为投资者关系管理可以通过媒体和广告提高公司的财务声誉,财务声誉较高的公司通常被认为具有良好的业绩前景。当未来发生负面事件时,由于前期对公司建立的良好印象,投资者可能倾向于认为其不会导致企业业绩大幅下滑,从而维持对公司发展的信心。此外,事前积累的声誉资本可以产生“归因效应”,使投资者倾向于相信该事件是客观原因导致的,减少对控股股东主观恶意的过度揣测,从而减轻对公司的过度惩罚(抛售股票)(Godfrey et al.,2009)。基于以上原因,股权质押后加强投资者关系管理可以预防未来负面事件对股价的冲击。综合以上两点,控股股东在股权质押情境下会基于稳定股价的动机提高投资者关系管理水平。基于此,本文提出:

H1:在其他条件相同的情况下,控股股东股权质押对投资者关系管理存在正向影响。

投资者关系管理与信息披露不同,后者主要是单向的信息发布,发布的内容、时间和程度相对可控,可以选择性地披露(李常青和幸伟,2017;钱爱民和张晨宇,2018);而前者注重双向互动沟通,沟通的内容和程度更加不可控,沟通过程中既可以传播公司的正面消息,也可能不慎导致公司负面消息暴露(马连福等,2007)。根据前文的逻辑,股权质押情境下丰富投资者关系管理活动可以缓解信息不对称,使投资者更有效地了解公司的实际情况。这就意味着,如果公司负面消息过多,为了防止对股价产生负面冲击,控股股东更倾向于隐藏信息(逮东等,2020),开展投资者关系管理活动的意愿会降低。林斌等(2005)、赵颖(2009)研究发现,上市公司更愿意付出努力将“好消息”传播出去,“坏消息”多时与投资者互动沟通的动机减弱。根据文献回顾得出的结论可知,股权质押导致的掏空等损害公司价值的负面后果以及盈余管理、操纵信息披露等蒙蔽投资者的行为更多地发生在财务

困境风险较高、公司治理较差的公司。此类公司的负面消息相对更多,为了隐瞒负面消息,控股股东更倾向于回避沟通,不愿意开展投资者关系活动。反之,财务困境风险较低、公司治理较好的公司负面消息相对较少,为了避免被投资者误解,将自身与其他“坏”的公司区分开来,控股股东更愿意积极沟通。综上所述,本文认为财务困境风险和公司治理水平对控股股东股权质押与投资者关系管理之间的关系存在影响。

财务困境风险可以反映公司的财务经营状况,股权质押后陷入财务困境的企业,通常存在经营困难等诸多问题,股权质押情境下的业绩下滑有较大可能来源于控股股东的资金占用、非公允关联交易、违规担保甚至套现出逃等利益侵占行为(李永伟和李若山,2007;孙佳珍,2018)。此外,为了防止较差的财务经营状况以及利益侵占等行为被资本市场知晓导致股价下跌,控股股东还可能采用虚增毛利(孙佳珍,2018)、伪造财务报表(李永伟和李若山,2007)、降低信息披露质量(吕长江和肖成民,2006)等方式粉饰业绩,制造公司经营良好的假象。这些行为都会损害中小投资者的利益,如果丰富投资者关系管理活动,分析师、机构投资者等资本市场参与者更容易发现这些“坏”的行为,不仅难以起到“危机公关”作用,反而可能会加剧投资者的恐慌。此外,企业负面消息较多时,即使开展投资者关系活动,也难以以为公司积累声誉资本,反而容易降低投资者的好感度、损害公司形象,类“保险效应”也就无从谈起。因此,本文预期企业财务困境风险较高时控股股东加强投资者关系管理的意愿会减弱,倾向于回避沟通。基于此,本文提出:

H2:在其他条件相同的情况下,控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响在企业财务困境风险较高时会减弱。

当公司治理机制不完善时,质押股权的控股股东权力受到的制衡较少,便于实施利益侵占(郑国坚等,2014)、操纵盈余管理、操纵信息披露等损害中小投资者利益的行为(谢德仁和廖珂,2018;钱爱民和张晨宇,2018)。此时控股股东为了掩饰这些“坏”的行为,防止负面消息传播到资本市场进一步加剧股价下跌,更倾向于回避与投资者进行积极沟通。反之,公司治理水平较高时,如果质押股权的控股股东实施机会主义行为,其他大股东、机构投资者等内外部监督者可能采取“用手投票”“用脚投票”等方式抗议。由此公司的负面消息减少,隐藏“坏消息”的动机相应地减弱,控股股东更愿意丰富投资者关系管理活动,这既有利于稳定股价(权小锋等,2016),又有利于保障外部投资者的知情权,具有“利他”的作用。前者可以缓解控制权转移风险,能够满足股权质押情境下控股股东的需求;后者符合中小投资者的利益,在公司治理机制较为完善的情况下,容易获得内外部监督者的支持。基于以上分析,本文提出:

H3:在其他条件相同的情况下,控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响在公司治理水平较高时会加强。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文的样本主要包括2011—2017年的A股上市公司。选择该样本期间的原因主要在于:作为被解释变量的投资者关系管理测量指标来自南开大学投资者关系互动指数数据库,该数据库创建于2012年,目前更新至2017年。为了缓解内生性的影响,主要解释变量采用滞后一期,因此以2011年为起始年。根据研究需要,本文对初始样本进行如下处理:<sup>①</sup>①剔除金融行业,以及样本期间被ST、\*ST、PT的公司样本;②剔除主要变量数据缺失的公司样本;③为减少极端值的影响,对主要连续变量在1%分位数和99%分位数上进行Winsorize缩尾处理,最终得到12765个观测值。其中,股权质押

数据、公司治理数据、公司财务数据等信息来源于国泰安(CSMAR)数据库、CCER中国经济金融数据库、RESSET金融研究数据库。

## 2. 变量定义和说明

(1) 投资者关系管理水平。本文以南开大学中国公司治理研究院投资者关系管理研究团队设计的投资者关系互动指数测量投资者关系管理水平(*IRII*)，该指数包括沟通保障、网络沟通、电话沟通、现场沟通、沟通反馈五个二级指标。指标详细计算方式参考马连福等(2014)，本文将总指数和五个分指数都除以100。

(2) 控股股东股权质押。参考谢德仁等(2016)、夏常源和贾凡胜(2019)、胡珺等(2020)的定义，本文采用控股股东年末是否存在股权质押哑变量(*Pld*)和股权质押比例(*Plr*)来衡量控股股东股权质押情况，具体计算方式见表1。

(3) 控制变量。现有文献表明，公司投资者关系管理水平受到控股股东持股比例(*Top1*)、前十大股东持股比例(*Cr\_10*)、董事会独立性(*Inde*)、两权分离度(*Sepa*)、高管持股水平(*Equity*)、机构投资者持股比例(*Ins*)、董事会专业委员会数量(*Committee*)、产权性质(*Soe*)、资产负债率(*Lev*)、企业规模(*Insize*)、资产回报率(*Roa*)、主营业务收入增长率(*Growth*)等因素的影响(肖斌卿等,2007;马连福等,2008;张慧敏和陈德球,2009;赵颖,2009;林斌等,2005)。为了控制这些因素对实证结果的干扰，本文在计量模型中加入以上控制变量。除此之外，本文还控制了行业固定效应(*Industry*)、年度固定效应(*Year*)以及企业固定效应。变量具体定义及计算过程见表1。

## 3. 模型设计

为了检验控股股东股权质押对投资者关系管理的影响即H1，本文设置基本回归模型如下：

$$IRII_u = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{u-1} + Controls_{u-1} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_u \quad (1)$$

其中，*IRII* 表示投资者关系管理水平，*Controls* 表示所有控制变量，*Year*、*Industry* 分别表示年份、行业固定效应；*Pledge* 表示股权质押，具体用控股股东股权质押倾向变量(*Pld*)和控股股东股权质押比例变量(*Plr*)衡量。H1 预期  $\beta_1$  显著为正，即控股股东存在股权质押、质押比例越高，公司未来一年的投资者关系管理水平越高。

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计<sup>①</sup>

表1 中包括主要变量的描述性统计结果。其中，投资者关系管理均值为0.3321，平均水平较低；标准差为0.1111，最小值为0.0919，最大值为0.5839，极差为0.4920，说明样本期间不同年度—公司之间的投资者关系管理水平存在较明显的差异。从整体样本看，27.76%的上市公司控股股东进行了股权质押，平均股权质押比例为55.83%；分年度看，存在控股股东股权质押的上市公司比例从2011年的13.18%增长到2016年的41.43%。这说明样本期间内控股股东股权质押现象增长迅速，且质押比例较高。其他变量均不存在异常情况。

### 2. 主要实证结果分析<sup>②</sup>

表2列示了采用固定效应模型的估计方法对研究假设的检验结果。第(1)、(2)列是不加入控制变量的结果，*Pld* 和 *Plr* 的系数分别为0.0204和0.0202，均在1%水平上显著为正。第(3)、(4)列是加

<sup>①</sup> 各变量更加详细的描述性统计结果、存在控股股东股权质押的上市公司比例分年度统计结果、相关性检验、分组差异性检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

<sup>②</sup> 包含控制变量和常数项的检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

表 1 变量定义、描述性统计

变量	变量计算方式	描述性统计		
		平均数	中位数	标准差
<i>IRII</i>	使用南开大学投资者关系互动指数,由沟通保障、网络沟通、电话沟通、现场沟通、沟通反馈五个二级指标构成,采用百分制计算,本文将该指数除以 100	0.3321	0.3392	0.1111
<i>Pld</i>	虚拟变量,年末存在控股股东股权质押设为 1,否则设为 0	0.2776	0.0000	0.4478
<i>Plr</i>	(控股股东年末股权质押数量/持股数量)×100%	0.5583	0.5299	0.2941
<i>Top1</i>	控股股东持股比例	0.3592	0.3411	0.1504
<i>Cr_10</i>	公司前十大股东持股比例之和	0.5904	0.6039	0.1551
<i>Ins</i>	机构投资者持股数量/公司股本总数	6.5739	4.2261	6.9066
<i>Inde</i>	独立董事人数/董事会总人数	0.3734	0.3333	0.0534
<i>Sepa</i>	实际控制人控制权与所有权之间的差值	4.6956	0.0000	7.5615
<i>Equity</i>	董事、监事、高级管理人员持股数	7.0480	0.0235	14.0790
<i>Committee</i>	董事会中专业委员会数量	3.9328	4.0000	0.4466
<i>Soe</i>	虚拟变量,国有设为 1,非国有设为 0	0.3960	0.0000	0.4891
<i>Lev</i>	公司年末负债总额/年末资产总额	0.4153	0.4031	0.2126
<i>Insize</i>	公司年末总资产的自然对数	22.0335	21.8472	1.2633
<i>Roa</i>	税后净利润/总资产	0.0408	0.0380	0.0487
<i>Growth</i>	(营业收入本期金额-营业收入上年同期金额)/营业收入上年同期金额	0.1666	0.0916	0.5420

注:*Plr* 仅针对在样本期间控股股东进行过股权质押的上市公司进行描述性统计。

入控制变量的结果,*Pld* 的系数为 0.0150,在 1% 水平上显著,表明在其他条件相同的情况下,存在控股股东股权质押的公司的投资者关系水平显著高于不存在控股股东股权质押的公司。*Plr* 的系数为 0.0124,在 1% 水平上显著,表明在其他条件相同的情况下,控股股东股权质押比例对投资者关系管理水平存在显著的正向影响。实证结果支持了 H1。

表 2 控股股东股权质押对投资者关系管理水平的影响

	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>
<i>Pld</i>	0.0204*** (8.1759)		0.0150*** (5.9596)	
<i>Plr</i>		0.0202*** (5.0784)		0.0124*** (3.1027)
<i>Controls</i>	否	否	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是
N	12765	12765	12765	12765
R <sup>2</sup>	0.0769	0.0730	0.0971	0.0948

注:\*, \*\*, \*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 水平上显著。以下各表同。

### 3. 财务困境风险、公司治理水平对控股股东股权质押与投资者关系管理之间关系的影响

根据 H2 可知,财务困境风险越高,控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响越弱。本文参考 Meng et al.(2018),以 Altman Z 指数、资产负债率衡量财务困境风险,Altman Z 指数越低、资产负债率越高,财务困境风险越高。本文设置 *Altmanz\_d* 和 *Lev\_d* 两个虚拟变量。Altman Z 指数

高于行业年度中位数时,  $Altmanz\_d$  设为 1, 否则设为 0; 当资产负债率高于行业年度中位数时,  $Lev\_d$  设为 1, 否则设为 0。表 3 的结果显示, 交互项  $Pld \times Altmanz\_d$  和  $Plr \times Altmanz\_d$  的系数都在 1% 水平上显著为正,  $Pld \times Lev\_d$  和  $Plr \times Lev\_d$  的系数至少在 5% 水平上显著为负, 二者都说明财务困境风险较低时控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响更大, H2 得到验证。

表 3

财务困境风险的影响

	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>
$Pld \times Altmanz\_d$	0.0157*** (3.8800)			
$Plr \times Altmanz\_d$		0.0220*** (3.4585)		
$Pld \times Lev\_d$			-0.0138*** (-3.4008)	
$Plr \times Lev\_d$				-0.0152** (-2.4007)
$Pld$	0.0067** (2.0307)		0.0216*** (6.8017)	
$Plr$		0.0021 (0.4150)		0.0206*** (3.9232)
$Altmanz\_d$	-0.0023 (-0.7414)	-0.0010 (-0.3198)		
$lev\_d$			0.0019 (0.5356)	0.0001 (0.0150)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是
N	12765	12765	12765	12765
R <sup>2</sup>	0.0986	0.0960	0.0983	0.0954

根据 H3 可知, 公司治理水平越高, 控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响越强。参考王化成等(2015), 以股权制衡度和机构投资者持股比例作为公司治理水平的代理变量, 二者分别反映内部治理和外部治理水平, 股权制衡度(机构投资者持股比例)越高, 公司治理水平越高。股权制衡度高, 意味着其他大股东相对于控股股东的持股比例较高, 其他大股东通过委派董事、高管等方式监督或影响控股股东, 有利于减少股权质押后的资金占用(郑国坚等, 2014)、盈余管理等机会主义行为(谢德仁和廖珂, 2018; 姜秀付等, 2020); 机构投资者是较为专业的投资者, 通常持股比例相对较高, 其可能采取“用脚投票”、退出威胁等方式约束公司的行为, 有利于减少控股股东损害公司业绩的行为(夏一丹等, 2019), 抑制控股股东隐藏“坏消息”的行为(钱爱民和张晨宇, 2018), 迫使上市公司加强投资者关系管理(肖斌卿等, 2007), 提高信息透明度。由此看来, 二者都有利于抑制控股股东的机会主义行为, 促进中小投资者利益保护, 这相当于减少了公司的“坏消息”, 增加了“好消息”, 减少控股股东对投资者关系管理泄露“坏消息”的担忧, 加强控股股东通过投资者关系活动传播“好消息”的动机。

本文将股权制衡度变量定义为“第二至十位大股东持股比例之和/第一大股东持股比例”。本文设置  $Balance\_d$  虚拟变量, 当股权制衡度高于行业年度中位数时,  $Balance\_d$  设为 1, 否则设为 0; 设置  $Ins\_d$  虚拟变量, 当机构投资者持股比例高于行业年度中位数时,  $Ins\_d$  设为 1, 否则设为 0。表 4 的结果显示, 交互项  $Pld \times Balance\_d$  和  $Plr \times Balance\_d$ ,  $Pld \times Ins\_d$  和  $Plr \times Ins\_d$  的系数都至少在 10%

水平上显著为正,说明股权制衡度(机构投资者持股比例)较高时,即公司治理水平较高时,控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响更大,该结果支持了H3。

表 4 公司治理的影响

	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>
<i>Pld</i> × <i>Balance_d</i>	0.0073* (1.7942)			
<i>Plr</i> × <i>Balance_d</i>		0.0170*** (2.6967)		
<i>Pld</i> × <i>Ins_d</i>			0.0092** (2.4595)	
<i>Plr</i> × <i>Ins_d</i>				0.0096* (1.6561)
<i>Pld</i>	0.0108*** (3.2205)		0.0103*** (3.2791)	
<i>Plr</i>		0.0028 (0.5310)		0.0075 (1.5177)
<i>Balance_d</i>	0.0036 (1.0335)	0.0030 (0.8826)		
<i>Ins_d</i>			0.0039 (1.5065)	0.0049* (1.9006)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是
N	12765	12765	12765	12765
R <sup>2</sup>	0.0978	0.0958	0.0983	0.0956

#### 4. 稳健性检验

根据本文的模型设定,要想获得控股股东股权质押对投资者关系管理水平的因果识别效应,需要排除潜在的内生性问题对研究结论的干扰,本文采用面板工具变量估计和 PSM-DID 模型对研究假设做再一次的检验。<sup>①</sup>

(1)面板工具变量估计。本文在现有文献的基础上控制了一系列公司治理结构变量、公司治理环境变量以及公司财务指标,但仍然可能存在一些未观测的遗漏变量,同时影响着控股股东股权质押和投资者关系管理水平。为了避免潜在遗漏变量的影响,本文采用两阶段回归(2SLS)解决该内生性问题。参考谢德仁等(2016)、胡珺等(2020)、王雄元等(2018),选取企业所在行业的平均质押水平(*Pledge\_i*)和企业所在省份的平均质押水平(*Pledge\_p*)作为控股股东股权质押倾向(比例)的工具变量。回归结果显示,在第一阶段的回归中,工具变量 *Pledge\_i* 和 *Pledge\_p* 都在 1% 的水平上显著为正;在第二阶段的回归中,*Pld* 和 *Plr* 的系数均在 1% 水平上显著为正,说明采用工具变量缓解内生性后,控股股东股权质押仍然与投资者关系管理水平显著正相关,与前文的研究结论保持一致。

(2)PSM-DID 模型。本文可能存在一定的反向因果问题,例如,较高的股价可以使控股股东获得更多的质押贷款,因此,投资者关系管理水平较高时,公司股价可能较高,控股股东也就更容易进行股权质押;此外,市值管理较好的公司,债权人更容易接受控股股东抵押股份进行借款(李旎和郑

<sup>①</sup> 面板工具变量、PSM-DID 模型、平行趋势检验、其他稳健性检验的具体估计结果详见《中国工业经济》网站 (<http://www.ciejournal.org>)附件。

国坚,2015)。本文以发生控股股东股权质押的企业为处理组,没有发生过的企业为控制组。为了减少噪音的影响,本文仅选取样本区间内控股股东股权质押情况发生一次变更以及2011—2016年内不存在缺失的样本。由于质押情况发生变更之前处理组和控制组之间的公司特征可能存在差异,本文进行双重差分检验之前先采用倾向得分匹配的方法为处理组匹配特征相近的控制组样本。借鉴谢德仁等(2016),选取股权质押发生前一年的控股股东持股比例、前十大股东持股比例、机构投资者持股比例、企业规模、董事会独立性、资产回报率、高管持股水平、资产负债率、营业收入增长率变量构建logit模型对样本公司进行1:1无放回匹配。匹配完成后,需要设置双重差分模型。由于企业发生控股股东股权质押的年份存在先后差异,是逐渐发生的,传统的DID模型无法适用。因此,本文借鉴王海成等(2019)、罗知等(2015)的做法,设置连续时间DID模型:

$$IRII_u = \alpha + \beta X_{it-1} + \lambda_i + \varphi_{t-1} + \gamma Z_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,虚拟变量 $X$ 反映企业的控股股东在第 $t-1$ 年是否进行了股权质押,在实施当年以及之后各年度均设为1,否则设为0,该变量反映了处理组和对照组、“实施前”和“实施后”的双重差异。 $\beta>0$ 表明控股股东股权质押对投资者关系管理有正向影响, $\beta<0$ 表示控股股东股权质押对投资者关系管理有负向影响。 $\lambda$ 表示个体固定效应, $\varphi$ 表示时间固定效应。传统DID模型需要控制 $treat$ (取1表示处理组,取0表示控制组)和 $post$ 变量(取1表示政策实施后,取0表示政策实施前)。但对于连续时间DID模型来说,由于不同企业发生股权质押的时间不同,无法统一定义相同的政策发生时间,且个体固定效应比 $treat$ 包含更多信息( $treat$ 是 $\lambda$ 的子集),因此,连续时间DID模型不再控制 $treat$ 和 $post$ 变量,改为控制时间固定效应 $\varphi$ 和个体固定效应 $\lambda$ 。 $Z$ 表示控制变量, $\varepsilon$ 表示误差项。为了避免控制变量与被解释变量之间的反向因果关系,本文采用滞后一期的控制变量进行回归。检验结果显示, $X$ 的系数在5%水平上显著为正,说明控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响显著,与前文的研究结论保持一致。

本文设置的双重差分模型有效的一个前提条件是,如果不存在控股股东股权质押的冲击,处理组和对照组的投资者关系管理的变化趋势应该是平行的。如果该假设成立,那么股权质押发生之前,进行了股权质押的企业与未进行股权质押的企业的变动趋势应该不存在显著差异。由于各企业发生股权质押的时间不同,因此,本文采用事件研究法验证平行趋势假设,参考王海成等(2019),设定模型如下:

$$IRII_u = \beta + \alpha_5 D^{-5} + \alpha_4 D^{-4} + \cdots + \alpha_1 D^4 + \lambda_i + \varphi_{t-1} + \gamma Z_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $D^{\pm j}$ 为一系列虚拟变量,当处理组处于控股股东股权质押发生前第 $j$ 年时, $D^j$ 取1;当处于控股股东股权质押发生后的第 $j$ 年时, $D^{+j}$ 取1;除此之外的 $D^{\pm j}$ 都取0。参考罗知等(2015)的研究,为了防止完全共线性问题,本文令股权质押发生前的第1期为基期。检验结果显示,在控股股东股权质押发生之前的年份, $\alpha^{-5}$ 至 $\alpha^{-2}$ 的系数不显著,说明股权质押之前处理组与对照组的投资者关系管理变化趋势不存在显著差异,因此无法拒绝平行趋势假设成立的可能。这在一定程度上可以说明,在本文的样本区间内,投资者关系管理不是决定控股股东是否股权质押的关键因素。当 $j=1$ 时, $D$ 系数虽然为正,但不显著;当 $j=2,3$ 时, $D$ 的系数逐渐变大,且至少在10%水平上显著为正;但当 $j=4$ 时, $D$ 的系数不再显著。该结果说明控股股东股权质押对投资者关系管理的影响存在1年左右滞后期,影响先增后减。本文认为存在滞后的原因在于,投资者关系管理建设活动包含沟通保障(包含IR团队建设等)、网络沟通(包含公司网站建设等)等多个方面,这些活动难以在短期内完成。

(3)其他稳健性检验。为了进一步验证结论的可靠性,本文还进行了如下稳健性测试:①变更解

释变量计算方式。以控股股东年末股权质押数量占上市公司总股份的百分比( $Plr_2$ )衡量控股股东股权质押。<sup>②</sup>减少样本数量。2015年后的投资者关系互动指数个别指标发生调整,为了避免该影响,仅选取2011—2015年的样本重新进行检验。<sup>③</sup>变更估计方法。用最小二乘法(OLS)重新检验模型。<sup>④</sup>加入控制变量。股权质押对投资者关系管理的影响可能受到其他公司治理结构和公司治理环境因素的影响(张慧敏和陈德球,2009)。为此,本文将以下可能的影响因素作为控制变量引入实证模型:公司注册地人均GDP( $Gdp$ ),该变量一定程度上可以反映上市公司的治理环境;董事会会议次数( $Meeting_d$ )、股东大会次数( $Meeting_s$ )变量,二者可以反映公司治理效率。以上四种检验结果都支持本文结论。

## 五、进一步讨论

### 1. 控股股东股权质押影响投资者关系管理的具体路径

$IRII$ 包含沟通保障( $IRII_1$ )、网络沟通( $IRII_2$ )、电话沟通( $IRII_3$ )、现场沟通( $IRII_4$ )、沟通反馈( $IRII_5$ )五个二级指标。其中,沟通保障指的是与投资者沟通的组织保障,包含是否设置投资者关系部门、董秘专业背景等与投资者关系团队建设相关的指标;中间三个指标都属于沟通渠道范畴,网络沟通、电话沟通分别指以网络、电话为媒介进行网上路演、电话会议等活动,现场沟通指以当面沟通的方式开展业绩说明会、媒体见面会等活动;沟通反馈包含邮件反馈等内容。为了进一步分析控股股东股权质押影响投资者关系管理水平的具体路径,本文将 $IRII$ 的五个分指数分别作为被解释变量进行检验。

表5报告了检验结果。第(1)、(6)列以沟通保障( $IRII_1$ )为被解释变量。 $Pld$ 的系数在10%水平上显著为正, $Plr$ 系数不显著。这说明相对于不存在控股股东股权质押的企业,存在控股股东股权质押的企业沟通保障指数更高,但股权质押比例对沟通保障指数不存在显著影响。第(2)、(7)列以网络沟通( $IRII_2$ )为被解释变量。 $Pld$ 系数和 $Plr$ 系数分别在1%和10%水平上显著为正。这说明相对于不存在控股股东股权质押的企业,存在控股股东股权质押的企业网络沟通指数更高,而且质押比例越高,网络沟通指数越高。第(3)、(8)列以电话沟通( $IRII_3$ )为被解释变量。回归结果显示, $Pld$ 系数不显著,但 $Plr$ 的系数在10%水平上显著为正。这说明是否存在控股股东股权质押对电话沟通指数不存在显著影响,但质押比例越高,电话沟通指数越高。第(4)、(9)列以现场沟通( $IRII_4$ )为被解释变量。 $Pld$ 系数和 $Plr$ 系数分别在1%和10%水平上显著为正。这说明相对于不存在控股股东股权质押的企业,存在控股股东股权质押的企业现场沟通指数更高,且质押比例越高,现场沟通指数越高。第(5)、(10)列以沟通反馈( $IRII_5$ )为被解释变量。 $Pld$ 系数和 $Plr$ 系数都不显著。这说明二者对沟通反馈指数都不存在显著影响。

综上所述,控股股东股权质押倾向主要通过强化沟通保障、网络沟通和现场沟通提高了投资者关系管理水平,控股股东股权质押比例主要通过强化网络沟通、电话沟通、现场沟通提高了投资者关系管理水平,但二者都对沟通反馈指数没有显著影响。投资者关系管理虽然可以使控股股东获得好处,但也需要花费一定的成本,控股股东在选择沟通策略时需要权衡成本和收益。完善沟通保障可以建立起专业的投资者关系团队,是进行高效沟通的组织基础,经验丰富的团队可以更高效地主持投资者关系活动;沟通渠道在传递信息中发挥着最直接的作用(马连福等,2014),具有见效较快、成本较低的特点。但沟通反馈可能由于涉及邮件反馈、接听电话频率等方面,大多需要一对一有针对性地沟通,复杂程度较高,需要耗费更多时间和精力,成本相对较高、见效相对较慢,因此控股股东加强沟通反馈的积极性较低。

表5 控股股东股权质押对投资者关系管理各分指标的影响

	股权质押倾向与投资者关系管理					股权质押比例与投资者关系管理				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	<i>IRII_1</i>	<i>IRII_2</i>	<i>IRII_3</i>	<i>IRII_4</i>	<i>IRII_5</i>	<i>IRII_1</i>	<i>IRII_2</i>	<i>IRII_3</i>	<i>IRII_4</i>	<i>IRII_5</i>
<i>Pld</i>	0.0112*	0.0131***	0.0090	0.0156***	-0.0005 (-0.1382)					
<i>Plr</i>						0.0081 (0.8560)	0.0119* (1.8315)	0.0160* (1.6769)	0.0091* (1.7320)	-0.0027 (-0.4977)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
N	12765	12765	12765	12765	12765	12765	12765	12765	12765	12765
R <sup>2</sup>	0.2410	0.0984	0.5634	0.1251	0.1512	0.2407	0.0977	0.5635	0.1234	0.1512

## 2. 控股股东连续股权质押与投资者关系管理

根据前文的逻辑,控股股东股权质押期间提高投资者关系管理水平是为了稳定股价,但从根本上说,股价难以脱离公司基本面的影响。连续质押期过长意味着控股股东的资金需求较为强烈,其通过资金占用、关联担保等方式掏空上市公司以满足自身资金需求的动机增强(吕长江和肖成民,2006;孙佳珍,2018),公司的负面消息增多。如果该局面长期得不到改善,投资者关系管理起到的稳定股价作用会减弱,甚至可能暴露“坏消息”,导致股价下跌,控股股东互动沟通的意愿下降。因此,本文预期控股股东在连续质押期处于中短期时具有加强投资者关系的意愿,连续质押期过长时该意愿减弱。本文参考胡珺等(2020)的研究,构建六个表示连续股权质押期的变量:*Pledge\_y1*,如果控股股东第一年进行股权质押设为1,否则设为0;*Pledge\_y2*,如果控股股东连续第二年进行股权质押设为1,否则设为0;以同样的方式设置*Pledge\_y3*、*Pledge\_y4*、*Pledge\_y5*、*Pledge\_y6*,将六个变量分别加入模型(1)进行检验。表6的结果显示,*Pledge\_y1*、*Pledge\_y2*和*Pledge\_y3*的系数都显著为正,*Pledge\_y4*和*Pledge\_y6*不显著,*Pledge\_y5*显著为负。这说明,在连续质押期为1—3年时,控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响存在;第4年二者关系开始转变为不显著,第5年甚至转变为负向影响,第6年依然不显著,符合本文的预期。该结论与前文的逻辑相符,公司负面消息较多时,控股股东加强投资者关系的意愿较弱。

## 3. 控股股东股权质押、股权激励、盈余管理与投资者关系管理

股权质押情境下,控股股东还可能通过股权激励(宋岩和宋爽,2019)、应计盈余管理(谢德仁等,2017)、真实盈余管理(谢德仁和廖珂,2018)等方式进行市值管理。投资者关系管理有利于改善公司外部信息环境,积累声誉资本,但这需要在公司治理良好、机会主义行为较少的前提下才会有效,否则反而容易暴露“坏消息”。股权激励是一种长期激励机制,有利于降低代理成本,激励管理层改善业绩,对资本市场来说是“好消息”。而应计盈余管理和向上真实盈余管理通常是一种粉饰业绩、蒙蔽投资者的行为,长期看可能损害公司价值(王雄元等,2018),对资本市场来说是“坏消息”。此外,现有研究表明投资者关系管理更容易在公司治理水平较高时采用,而盈余管理更多在公司治理水平较低时采用。因此,本文预期,股权质押情境下,股权激励程度越高时,控股股东越倾向于提

表 6 连续股权质押期的影响

	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>
<i>Pledge_y1</i>	0.0048* (1.8723)					
<i>Pledge_y2</i>		0.0105*** (3.3477)				
<i>Pledge_y3</i>			0.0099** (2.6063)			
<i>Pledge_y4</i>				0.0050 (1.0650)		
<i>Pledge_y5</i>					-0.0130** (-2.1819)	
<i>Pledge_y6</i>						0.0064 (0.8681)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是	是	是
N	12765	12765	12765	12765	12765	12765
R <sup>2</sup>	0.0942	0.0949	0.0945	0.0940	0.0943	0.0939

高投资者关系管理水平,应计盈余管理和真实盈余管理水平越高时,控股股东越不倾向于提高投资者关系管理水平。本文以高管持股比例衡量股权激励强度(*Equity*);参考胡珺等(2020)、谢德仁和廖珂(2018)的研究估计应计盈余管理(*Aem*)和真实盈余管理指标(*Rem*)。表 7 的结果显示,交互项 *PldxAem* 和 *PlrxAem* 系数都在 5% 水平上显著为负,符合预期; *PldxRem* 和 *PlrxRem* 系数不显著,不符合预期,可能是因为真实盈余管理相对来说较为隐蔽(谢德仁和廖珂,2018),即使提高投资者关系管理水平也不容易被投资者发现; 交互项 *PldxEquity* 和 *PlrxEquity* 都在 1% 水平上显著为正,符合本文的预期。该结论亦与前文逻辑相符,控股股东更愿意在公司有“好消息”时与投资者沟通。

#### 4. 控股股东股权质押情境下投资者关系管理行为的效果

前文的分析表明,股权质押情境下控股股东提高投资者关系管理水平主要是为了稳定股价,减小控制权转移风险。那么,投资者关系管理是否使其实现了这样的目的,以及是否有利于资本市场稳定? 现有研究表明,控股股东股权质押会导致股价崩盘风险增大,主要是由于市场信息透明度较低诱发了投资者情绪恐慌(夏常源和贾凡胜,2019)。现有文献已经分别证实了常规情况下、金融危机时期的投资者关系管理可以改善公司外部信息环境,缓解股价下跌(权小锋等,2016)以及股价收益率的波动(Choi and Mobbs,2019),有利于稳定资本市场。那么,股权质押情境下的投资者关系管理是否依然具有这样的作用? 本文从股价崩盘风险、股价收益率波动性两个方面进行检验。为了缓解内生性的影响,这两个变量均采用 *t+1* 期的数据。其中,股价崩盘风险采用负收益的偏态系数(*Ncskew*)衡量;参考李常青和幸伟(2017),年度收益率的波动率(*Volatility*)以年度周持有收益的标准差衡量。为了避免多重共线性问题,本文对构成交互项的变量进行了中心化处理。表 8 前两列的结果显示,交互项 *IRIIxPld* 和 *IRIIxPlr* 的系数都在 5% 水平上显著为负,说明控股股东股权质押后提高投资者关系管理水平的行为确实可以减小股价崩盘风险,实现缓解股价下跌的目的;后两列的结果显示, *IRIIxPld* 和 *IRIIxPlr* 的系数都至少在 10% 水平上显著为负,说明控股股东提高投资者关系管理水平的行为还有利于减小股价收益率的波动。以上结果说明投资者关系管理与信息披露管

表 7

盈余管理、股权激励的影响

	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>
<i>PldxAem</i>	-0.0564** (-2.0917)					
<i>PlrxAem</i>		-0.0946** (-2.4963)				
<i>PldxRem</i>			0.0081 (0.4389)			
<i>PlrxRem</i>				0.0025 (0.0907)		
<i>PldxEquity</i>					0.0005*** (3.3907)	
<i>PlrxEquity</i>						0.0009*** (3.5398)
<i>Pld</i>	0.0189*** (6.0919)		0.0145*** (4.9765)		0.0103*** (3.6070)	
<i>Plr</i>		0.0194*** (3.9991)		0.0122*** (2.6670)		0.0055 (1.2288)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是	是	是
N	12690	12690	12640	12640	12765	12765
R <sup>2</sup>	0.0978	0.0955	0.0969	0.0944	0.0982	0.0959

注:*Aem*、*Rem*、*Equity* 的回归系数见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

理等其他市值管理方式产生的后果不同，信息披露管理虽然可以抬高股价但会加剧股价收益率的波动(李常青和幸伟,2017)；盈余管理降低了信息透明度且可能导致质押解除后股价崩盘风险升高(谢德仁等,2016)。因此，投资者关系管理既可以使控股股东实现稳定股价的目的，又有利于资本市场稳定，是值得企业采用和监管部门提倡的市值管理方式。

### 5. 排除“降低融资成本”的竞争性解释

本文从融资约束、银行借款两个角度分析，排除“降低融资成本”的竞争性解释。①为了拓宽融资渠道，缓解资金紧张状况，面临较强融资约束的控股股东更倾向于质押股权(郑国坚等,2014)，股权质押后控股股东可能侵占上市公司资产，加剧上市公司的融资约束。投资者关系管理有利于降低融资成本，因此公司的融资约束越强，越可能提高投资者管理水平(林斌等,2005；辛清泉等,2006)。那么，本文观察到的控股股东股权质押与投资者关系管理之间的关系可能是基于降低融资成本的动机。为了排除该影响，参考王雄元等(2018)的研究，采用KZ指数度量融资约束，并将样本公司KZ指数从小到大分成十组，最大的三组定义为融资约束较高组，其他七组为融资约束较低组。设置KZ\_d虚拟变量，融资约束较高组设为1，其他设为0。表9的结果显示，交互项PldxKZ\_d、PlrxKZ\_d的系数都在1%水平上显著为负，这说明相对于融资约束较高组，融资约束较低组控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响更大，据此排除了融资约束的影响。②现有文献表明，市值管理较好的公司，债权人更容易接受控股股东抵押股份进行借款(李旎和郑国坚,2015)。因此，控股股东提高投资者关系管理的行为可能是为了获得更多银行借款，从而降低融资成本。为了排除该影响，本文设置Loan\_d变量，企业银行借款总额高于行业年度中位数时设为1，否则设为0。表9的结果显示，交互项PldxLoan\_d、PlrxLoan\_d的系数都至少在5%水平上显著为负，说明相对于银行借款较多

表 8 控股股东股权质押情境下投资者关系管理的效果

	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Volatility</i>	<i>Volatility</i>
<i>IRII</i> × <i>Pld</i>	-0.4844** (-2.5194)		-0.0102** (-2.5605)	
<i>IRII</i> × <i>Plr</i>		-0.6419** (-2.1432)		-0.0119* (-1.9124)
<i>Pld</i>	0.0223 (0.8261)		0.0011** (1.9714)	
<i>Plr</i>		0.1109** (2.5568)		0.0032*** (3.5439)
<i>IRII</i>	0.1735 (1.6367)	0.1701 (1.6062)	-0.0013 (-0.5838)	-0.0013 (-0.5780)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是
N	11716	11716	11716	11716
R <sup>2</sup>	0.0496	0.0501	0.6773	0.6776

的公司,银行借款较少的公司控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响更大,银行借款的影响可以排除。综上所述,控股股东股权质押后提高投资者关系管理水平不是为了降低融资成本。

## 六、结论与建议

随着注册制的逐步实施以及中国上市公司的股权日趋分散,投资者保护程度越来越高,投资者关系管理将成为越来越重要的市值管理方式。本文研究控股股东股权质押是否会导致企业提高投资者关系管理水平,发现控股股东股权质押对投资者关系管理存在正向影响,且财务困境风险较低、公司治理水平较高时二者的关系更强。进一步研究发现,股权质押后沟通保障、网络沟通和现场沟通三个指数得分显著提高;控股股东质押比例越高,网络沟通、电话沟通和现场沟通得分越高,控股股东股权质押对沟通反馈不存在显著影响;连续质押期小于等于3年时,控股股东股权质押对投资者关系管理的正向影响依然显著,连续质押期超过3年时,该影响不显著甚至转变为负向影响;公司应计盈余管理水平更低、股权激励水平更高时,控股股东提高投资者关系管理水平的意愿更强;控股股东股权质押情境下提高投资者关系管理水平的行为不仅可以稳定股价,实现缓解控制权转移风险的目的,还有利于保护中小投资者的利益、促进资本市场健康稳定发展;此外,本文排除了“降低融资成本”的竞争性解释,说明控股股东股权质押与投资者关系管理之间的关系不是由于降低融资成本的需要。

作为融资行为的股权质押是一把“双刃剑”,在缓解融资约束的同时,也为资本市场带来较大风险。根据研究结论以及2020年国务院印发的《关于进一步提高上市公司质量的意见》中提到“积极稳妥化解上市公司股票质押风险”的政策背景,本文提出几点建议。

对监管部门和企业而言,建议:①化解股权质押风险可以坚持强制性治理和自主性治理相结合。存在控股股东股权质押的企业,以优化投资者关系管理的方式进行市值管理。同时,监管部门在注册制改革的契机下,提倡并积极推动投资者关系管理水平的提升。投资者关系管理有利于控股股东缓解控制权转移风险,并促进资本市场稳定健康发展。其作为一种自主性治理机制,可以保障投资者的知情权,充分发挥投资者的监督作用,使股权质押行为在外部投资者的监督下运行,有利于减少控股股东的机会主义行为,可以作为法律、法规等强制性治理机制的补充。②财务困境风险较

表9

融资约束、银行借款的影响

	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>	<i>IRII</i>
<i>Pld</i> $\times$ <i>KZ_d</i>	-0.0170*** (-4.0592)			
<i>Plr</i> $\times$ <i>KZ_d</i>		-0.0213*** (-3.1308)		
<i>Pld</i> $\times$ <i>Loan_d</i>			-0.0117*** (-2.8496)	
<i>PLr</i> $\times$ <i>Loan_d</i>				-0.0156** (-2.4396)
<i>Pld</i>	0.0259*** (6.7259)		0.0206*** (6.4458)	
<i>Plr</i>		0.0273*** (4.2124)		0.0206*** (3.9436)
<i>KZ_d</i>	0.0174*** (6.7657)	0.0162*** (6.5118)		
<i>Loan_d</i>			0.0009 (0.2852)	0.0000 (0.0066)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是
N	12765	12765	12765	12765
R <sup>2</sup>	0.1014	0.0987	0.0980	0.0954

高、公司治理较差或者连续质押期过长的公司,提高投资者关系管理水平的积极性相对较差,这可能反映了控股股东隐瞒“坏消息”的动机,建议监管部门对此类公司予以关注。③沟通反馈这一环节尚未得到足够的重视,可能导致与投资者沟通的针对性不强,股权质押公司可以加强此环节,以提高总体投资者关系管理水平。④股权质押公司可以将投资者关系管理和股权激励等有利于公司长远发展的政策结合运用,后者有利于产生“好消息”,前者有利于向资本市场传播“好消息”,二者结合有利于建立良好的资本市场品牌。

对于投资者而言,上市公司的投资者关系管理水平可以作为投资决策的重要参考指标。具体来说,对于存在控股股东股权质押的上市公司,良好的投资者关系管理可以反映出控股股东愿意与中小投资者互动沟通且愿意接受其监督,通常财务经营状况、公司治理状况较好,实施利益侵占、盈余管理等机会主义行为的可能性较小,这样的公司更加值得投资者信任并支付溢价。反之,如果公司改善投资者关系管理的积极性较低,在股权质押情境下发生机会主义行为的可能性相对更大,投资者应加以警惕。

#### [参考文献]

- [1]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.
- [2]胡珺,彭远怀,宋献中,周林子.控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角[J].中国工业经济,2020,(2):174-198.
- [3]姜付秀,申艳艳,蔡欣妮,姜禄彦.多个大股东的公司治理效应:基于控股股东股权质押视角[J].世界经济,2020,(2):74-98.
- [4]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.
- [5]李旎,郑国坚.市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J].会计研究,2015,(5):42-49.

- [6]李永伟,李若山.上市公司股权质押下的“隧道挖掘”——明星电力资金黑洞案例分析[J].财务与会计,2007,(2):39–42.
- [7]廖珂,崔宸瑜,谢德仁.控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J].金融研究,2018,(4):172–189.
- [8]林斌,辛清泉,杨德明,陈念.投资者关系管理及其影响因素分析——基于深圳上市公司的实证检验[J].会计研究,2005,(9):32–38.
- [9]逯东,宋昕倍,龚祎.控股股东股权质押与年报文本信息可读性[J].财贸研究,2020,(5):77–96.
- [10]罗知,赵奇伟,严兵.约束机制和激励机制对国有企业长期投资的影响[J].中国工业经济,2015,(10):69–84.
- [11]吕长江,肖成民.民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究[J].管理世界,2006,(10):128–138.
- [12]马连福,陈德球,高丽.投资者关系管理、现金流权与公司价值——基于中国家族上市公司的实证研究[J].山西财经大学学报,2007,(12):72–79.
- [13]马连福,陈德球,胡艳.治理环境、股权结构与投资者关系管理[J].当代经济科学,2008,(3):101–109.
- [14]马连福,沈小秀,王元芳.中国上市公司投资者关系互动指数及其应用研究[J].预测,2014,(1):39–44.
- [15]马连福,赵颖.基于公司治理的投资者关系文献评述与研究展望[J].南开管理评论,2006,(1):21–27.
- [16]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.
- [17]权小锋,肖斌卿,吴世农.投资者关系管理能够稳定市场吗?——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查[J].管理世界,2016,(1):139–152.
- [18]权小锋,张欣哲,尹洪英.负面事件中投资者关系管理的价值效应考察[J].财贸经济,2017,(6):80–97.
- [19]宋岩,宋爽.股权质押与市值管理:基于中国沪深股市A股上市公司的实证检验[J].中国管理科学,2019,(6):10–20.
- [20]孙佳珍.控股股东股权质押下的掏空行为研究——来自宏磊股份的案例[J].国际商务财会,2018,(3):90–96.
- [21]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.
- [22]王斌,蔡安辉,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,(7):1762–1773.
- [23]王海成,许和连,邵小快.国有企业改制是否会提升出口产品质量[J].世界经济,2019,(3):96–119.
- [24]王化成,曹丰,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,(2):45–57.
- [25]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,(1):138–152.
- [26]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.
- [27]夏一丹,肖思瑶,夏云峰.大股东股权质押影响了公司业绩吗——来自沪深A股上市公司的经验证据[J].财经科学,2019,(10):59–70.
- [28]肖斌卿,李心丹,顾妍等.中国上市公司投资者关系与公司治理——来自A股公司投资者关系调查的证据[J].南开管理评论,2007,(3):51–60.
- [29]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.
- [30]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,(8):21–27.
- [31]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.
- [32]辛清泉,杨德明,陈念.融资动机与上市公司投资者关系管理——来自公司网站投资者关系管理的实证发现[J].管理科学,2006,(2):90–97.
- [33]张慧敏,陈德球.治理环境、董事会效率与投资者关系管理[J].山西财经大学学报,2009,(9):71–79.
- [34]赵颖.我国上市公司投资者关系水平影响因素实证研究[J].经济管理,2009,(2):70–77.
- [35]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.
- [36]Agarwal, V., R. J. Taffler, X. Bellotti, and E. A. Nash. Investor Relations, Information Asymmetry and

- Market Value[J]. Accounting and Business Research, 2016,46(1):31–50.
- [37]Chandler, C. S. Investor Relations from the Perspective of CEOs [J]. International Journal of Strategic Communication, 2014,8(3):160–176.
- [38]Choi, D., and S. Mobbs. Investor Relations Executives in the Top Management Team [R]. SSRN Working Paper, 2019.
- [39]Dolphin, R. R. The Strategic Role of Investor Relations [J]. Corporate Communications: An International Journal, 2004,9(1):25–42.
- [40]Deephouse, D. L. The Effect of Financial and Media Reputations on Performance [J]. Corporate Reputation Review, 1997,1(1/2):68–71.
- [41]Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen. The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis [J]. Strategic Management Journal, 2009,30(4):425–445.
- [42]Gregory, J. R. ROI: Calculating Advertising's Impact on Stock Price[J]. Corporate Reputation Review, 1997,1 (1/2):47–60.
- [43]Meng, Q., X. Ni, and J. Zhang. Share Pledging and Corporate Risk-Taking: Insights from the Chinese Stock Market[R]. SSRN Working Paper, 2018.
- [44]Santalova, M. Investor Relations Management under Economic Sanctions [J]. World Economy and International Relations, 2018,62(4):84–90.
- [45]Xu, J., Y. Zhang, and Y. Xie. Controlling Shareholder's Share Pledging and Firm's Auditor Choice [J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2020,56(4):750–770.

## Controlling Shareholder's Shares Pledge and Investor Relations Management

MA Lian-fu<sup>1,2</sup>, ZHANG Xiao-qing<sup>1,2</sup>

(1. China Academy of Corporate Governance of Nankai University, Tianjin 300110, China;  
 2. Business School of Nankai University, Tianjin 300110, China)

**Abstract:** The information opacity of Chinese capital market is not high, so the controlling shareholder's shares pledge itself and negative events during this period may lead to investors' panic and then cause stock price to fall, which will increase the risk of losing control rights the controlling shareholder faces. With the A-share listed companies as samples, the study analyzes if controlling shareholder will improve investor relations management to mitigate the risk of losing control rights after pledging its shares. The results show that the level of investor relations management increases significantly after controlling shareholder pledges its shares; this relationship is much stronger in firms with lower financial distress risk and higher corporate governance level. The further study suggests that the main paths that shares pledge of controlling shareholder impact the investor relations management are four communication strategies, including communication guarantee, network communication, telephone communication and on-the-spot communication, but communication feedback receives little attention; it also shows that improving investor relations management under shares pledging can reduce crash risk and stock price volatility, which is not only beneficial to mitigate risk of losing control rights, but also helps to promote the stability of the capital market.

**Key Words:** controlling shareholder's shares pledge; investor relations management; market value management; stabilize the stock price

**JEL Classification:** G14 G32 M40

[责任编辑:覃毅]