

一致行动人股权质押视角下的控股股东股票增持研究

刘德溯¹ 李陈鸿² 郑 烁¹

(1. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093; 2. 中国农业发展银行 福建省分行, 福建 福州 350003)

[摘 要] 股权质押背景下, 股票增持是控股股东应对控制权转移风险的重要方式。研究发现, 一致行动人存在股权质押时, 控股股东更容易进行股票增持, 且一致行动人质押比例越高控股股东增持比例越大; 当控股股东也存在股权质押时, 该正向影响依然显著; 此外, 一致行动人净质押比例越高控股股东增持比例越大。进一步研究发现, 国有产权在控股股东股票增持与一致行动人股权质押之间发挥了正向调节作用。研究结论为有关部门加强对控股股东及一致行动人的协同监管提供了参考依据, 有助于投资者理性看待控股股东的股票增持行为。

[关键词] 一致行动人 股权质押 控股股东 股票增持 净质押

一、引言

自 2013 年中国 A 股市场开放场内质押以来, 股权质押规模迅速扩大, 对资本市场的稳定运行、上市公司的规范治理以及投资者权益保护都产生了重要影响。尽管股权质押为便捷的融资方式, 但质押之后的股价大幅度下跌可能导致股权转移风险, 进而涉及上市公司控制权的转移。

控制权对于控股股东至关重要。控制权的削弱或丧失, 不仅可能导致自身利益的巨大损失, 还可能严重影响上市公司的正常经营, 甚至可能引发外部“野蛮人”干预。2015 年万科宝能事件之后, 上市公司控股股东的平均持股比例持续下降, 由 2017 年末的 33.75% 下降至 2021 年末的 32.5%, 低于具备一票否决权的 33.3%。这标志着中国资本市场进入了分散股权的时代^[1]。在此背景下, 许多控股股东与相关经济体签订了一致行动人协议。根据协议, 一致行动人的持股表决权由控股股东行使, 这种安排有助于巩固或扩大控股股东的实际控制权。

为了保持实际控制权, 控股股东可能采取各种措施应对一致行动人面临的股权转移风险。在信息不对称的情况下, 控股股东常常选择通过增持股票来维护其地位。这种在二级市场购入股票的行为传递了积极信号, 可以吸引处于信息劣势地位的投资者跟进买入, 从而提振股价、缓解一致行动人股权转移风险。相较于上市公司层面的股票回购、盈余管理等应对措施, 股票增持属于控股股东的私人行为, 操作更为灵活, 对股价的影响也更为迅速。2015 年股市剧烈振荡后, 中国证监会出台了一系列鼓励措施, 为控股股东增持股票提供了便利。面临质押预警压力的控股股东更有可能采取增持股票的举措, 这也让上市公司股价表现更为出色^[2]。值得注意的是, 股票增持所带来的股价提振效应通常是短期的, 长期来看上市公司的股价和经营绩效却变得更差。这表明, 控股股东的增持行为主要是利用投资者的惯性反应, 并不能反映公司乐观的长期前景^[3]。然而, 相关文献却未考虑一致行动人的股权质押问题。据此, 本文以 2017—2021 年 A 股上市公司半年度数据为研究样本, 考察了一致行动人股权质押对控股股东股票增持的影响。

本文可能的边际贡献有以下三方面: 首先, 从一致行动人的视角出发, 通过检验控股股东股票增持与一致行动人股权质押之间的关系, 丰富控股股东增持股票动机的相关文献。其次, 不仅关注股

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目“上市民企大股东股权质押动机的经济学分析及风险预警研究”(19BJL060) 成果之一。

[作者简介] 刘德溯(1977—), 福建泉州人, 经济学博士, 南京大学商学院副教授, 研究方向: 公司金融、风险管理。

权质押对股票增持的存量影响,还研究股权净质押对股票增持的增量效应,从而扩展有关股权质押经济影响的研究。最后,通过考察产权性质的调节效应,揭示国有控股股东股票增持与其一致行动人股权质押之间的独特关系。

二、文献回顾与研究假设

(一)股权质押

已有研究主要聚焦股权质押产生的代理问题及其对上市公司的影响。股权质押降低了控股股东的现金流权,容易引发代理问题。控股股东现金流权与公司利益一致性越高,越难出现公司资源转移的现象^[4-6]。不过,若现金流权弱于控制权,控股股东则有可能滥用表决权来转移公司资源,甚至“掏空”上市公司^[7],这种不一致性的增加会加大中小股东的风险^[8-9]。综上,股权质押对上市公司价值存在负面影响^[10-12]。

为缓解控股股东实际控制权转移风险,上市公司可能采取多种措施,包括盈余管理^[13]、税收规避^[14]、提供前瞻性信息^[15]、杠杆操纵^[16]等。上市公司也更愿意采取“高送转”而非现金股利^[17-18]、积极进行并购或资本运作^[19-20]、签署并购业绩承诺^[21]、改善投资者关系^[22]、增加金融化投资^[23]、配置短期金融资产^[24]、推出员工持股计划^[25-27]、进行慈善捐赠、实施股份回购^[28-30]等。然而,股权质押也带来融资不确定性,导致银行贷款评估更保守^[31],上市公司面临更强的贷款约束^[32],需要提供更高质量的质押品^[33],这加大了债券持有人的信用风险^[34],使得上市公司短贷长投现象更严重^[35]。并且,股权质押也影响了创新投入^[36-37]、业务审计^[38]、信息披露^[39]等其他公司指标。

股权质押的动机方面,同行业或同地区公司的股权质押行为^[40]、超额商誉^[41]和地区投机文化^[42]等都会影响控股股东的质押行为。

(二)股票增持

已有文献提出了三种关于控股股东增持股票动机的研究假说:信号传递假说、择时假设和政治动机假设。信号传递假说认为,内部人员的股票增持行为向信息不足的投资者发出信号,暗示公司股价低于内在价值,这种增持可能在长期内获得正向的超额收益^[43]。内部人员倾向于通过增持股票来传递关于公司运营状况和未来前景的积极信号,以稳定和提升投资者的预期^[44]。择时假说认为,内部人员具有更好的市场择时能力,他们的交易行为能更准确地预测公司未来的股票回报^[45]。控股股东的增持更多发生在股价下跌期间^[46],因此,他们可以采取逆市交易策略以获得收益^[47-49]。政治动机假说则认为,国有控股股东的增持可能是为了响应政府的号召或满足政策需求,而不是纯粹出于财务动机^[50]。

然而,控股股东的增持研究较少关注股东的股权质押背景。自身面临股权质押的预警压力时,控股股东更有动机进行增持^[2]。尽管控股股东股权质押对其增持行为有正向影响,但增持仅在短期内产生正向市场反应,说明股权质押下的增持释放的并不是公司价值信号,而是企图利用投资者惯性反应提振股价的行为信号^[3]。

(三)一致行动人

《上市公司收购管理办法》(2022年修订)第八十三条规定,一致行动人是指通过协议、其他安排等途径扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量,或者巩固其对上市公司的控制地位,在行使表决权时采取相同意思表示的两个以上的投资者。通过签订一致行动人协议,控股股东可以扩大控制权或巩固控制地位。信息披露方面,一致行动人持有股份发生变动,上市公司应及时进行公告;一致行动人成员发生变化,上市公司应在两个工作日内对该事实进行公告;持股5%以上的一致行动人有披露其股权质押情况的义务。

截至2021年上半年,58.5%的A股上市公司控股股东的持股比例低于33.3%。根据《中华人民共和国公司法》第103条,这意味着超过半数的控股股东不再具有一票否决权。在分散股权的背景下,通过签订一致行动人协议巩固控制权,已成为资本市场上常见的行为^[51]。2007—2017年上市的

非国有公司中,263家在招股说明书中披露实际控制人签订了一致行动人协议,其中高科技企业占比近五成^[1]。此外,部分国有上市公司的控股股东也签订了一致行动人协议,如本文统计的泸州老窖、凯龙股份、航天发展等。

目前,国内外文献主要从法学角度研究一致行动人,包括一致行动人在并购方案中的优势^[52],在欧盟国家之间面临的法制差异^[53],以及在并购资管计划中的特殊风险^[54]等。公司治理领域的文献则主要关注由亲属关系构成的一致行动人,研究发现家族企业的控股股东及其一致行动人对上市公司价值产生了“侵害—协同—掘壕”的影响^[55]。另外,将拥有一致行动关系的股东分为不同利益阵营后发现,第一大股东利益阵营之间的股权制衡显著提高了关联应计项目的可靠性^[56]。

综上所述,虽然对股权质押和股票增持的研究较为丰富,但将二者联系起来的文献非常有限,且未见一致行动人视角下股权质押对股票增持影响的研究。事实上,一致行动人所持股份可能是控股股东对上市公司实施控制权的重要组成部分。因此,一致行动人较高比例质押股份可能会引发控股股东的增持行为。

(四) 研究假设

当一致行动人较高比例质押其持有股份时,控股股东面临实际控制权削弱甚至转移的风险。这是因为,股权质押意味着将股份作为融资贷款的抵押品。如果一致行动人无法满足还款或维持质押比例的要求,贷款机构可能会强行出售这些股份,进而出现以下情况:一致行动人失去部分或全部股份的所有权,新的股东增加持股份额,最终导致控股股东失去控制地位。为了维护实际控制权,控股股东可能采取诸如增持公司股票的行动,以确保其在公司中的权力和地位。相较于公司层面采取的应对措施,控股股东实施股票增持不受其他大股东制衡,也无需上市公司董事会或股东大会获准,且能较为灵活地把握增持的时机。由于控股股东受到较多市场关注,其股票增持行为往往被视为包含短期股价上涨的信息或长期发展积极的信号,容易得到其他投资者的跟随,因此,控股股东可能通过实施股票增持应对一致行动人股权质押带来的控制权转移风险。据此,本文提出第一个假设:

假设 1a:一致行动人存在股权质押情况下更容易出现控股股东股票增持。

假设 1b:一致行动人股权质押比例越高,控股股东股票增持比例越大。

已有研究表明,控股股东增持的动机是缓解自身股权质押带来的控制权转移风险^[2-3]。本文认为,从维护实际控制权的角度考虑,控股股东的股票增持既能缓解自身股权转让的风险,也能缓解一致行动人股权转让的风险。虽然一致行动人和控股股东在公司治理结构中扮演不同的角色,但一致行动人和控股股东都拥有对公司一定程度的控制权,相同的目标也使得一致行动人股权质押与控股股东股权质押之间存在互补关系。如果一致行动人和控股股东都持有较大比例的公司股份,他们就面临相似的风险,特别是股权质押方面的风险。显然,一致行动人的股权质押可能导致公司控制权的潜在风险,控股股东会因此感到担忧。为了共同应对这种风险,控股股东可能会采取股票增持行动,以稳定市场信心、减轻投资者担忧,并维护公司股价稳定、保持实际控制权。考虑控股股东的股权质押状态后,控股股东股票增持与一致行动人股权质押之间的正向关系仍应显著,从而验证一致行动人股权质押是控股股东增持研究中被遗漏的动机。据此,本文提出第二个假设:

假设 2:控制控股股东股权质押状态后,一致行动人股权质押对控股股东股票增持的正向影响依然显著。

进一步,控股股东的股票增持还可能是基于一致行动人股权质押状况近期的变化做出的决策,即一致行动人股权质押比例的增量也会影响控股股东的股票增持行为。当一致行动人的股权质押比例增加时,意味着他们的现金流更加紧张,未来可能需要更多的资金来偿还债务,这种财务风险的增加可能会导致实际控制权转移风险的上升。控股股东能感知风险的加剧,进而采取增持股票的行动来防止实际控制权的转移,以确保对公司的实际控制权不受影响。因此,一致行动人股权质押比例的增量在一定程度上反映了控股股东对于风险增加的敏感度。本文用一致行动人股权净质押比例(即当期质押比例减去前期质押比例)代表其股权转让风险近期的变化。若一致行动人股权净

质押比例为正,意味着近期其股权转移的风险增大,控股股东有动机及时实施股票增持以应对实际控制权可能发生转移的风险。据此,本文提出第三个假设:

假设 3:一致行动人股权净质押比例越高,控股股东股票增持比例越大。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文以 2017—2021 年 A 股上市公司为初始研究样本。数据来源为国泰安(CSMAR)数据库,并利用东方财富(Choice)数据库对一致行动人的股权质押数据进行手工整理。本文对初始样本进行了如下处理:(1)剔除金融业上市公司;(2)剔除 ST、PT 类公司;(3)剔除资不抵债的公司;(4)剔除主要变量值缺失的样本;(5)剔除当期更换控股股东的样本;(6)针对第一大股东为中国香港中央结算公司的样本,选择第二大股东及其一致行动人的相关数据进行替换;(7)剔除 2021 年上半年度 IPO 的公司样本。最终样本包含 3918 家上市公司的 28002 个半年度观测值。为避免极端值的影响,对所有连续型控制变量进行上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理。

使用频率较高的半年度数据主要是为了更精确地捕捉控股股东的增持或减持行为。这些行为较为隐蔽,难以在频率较低的数据中被捕捉到。特别是,考虑到本文关注的被解释变量为可能在较短时间内发生控股股东净增持,使用半年度数据有助于更深刻地理解股权质押与股票增持之间的复杂关系。类似地,本文主要参考的关于股权质押与股票增持的两篇文章,分别采用了半年度数据和季度数据^[2-3]。

(二) 变量选取

1. 被解释变量

本文定义股票净增持股数为 t 期(半年)内控股股东的增持股数与减持股数之差。被解释变量为控股股东股票增持(ZC),包括 ZC_dum 和 ZC_rate 。其中, ZC_dum 为虚拟变量,衡量控股股东在 t 期内是否存在净增持,若净增持股数为正赋值为 1,否则赋值为 0; ZC_rate 衡量控股股东在 t 期内的股票净增持比例,即 t 期内净增持股数除以上市公司当期总股本。

2. 解释变量

解释变量为一致行动人股权质押(PLE),包括 PLE_dum 和 PLE_rate 。其中, PLE_dum 为虚拟变量,衡量一致行动人是否存在股权质押,若 t 期末一致行动人存在股权质押赋值为 1,否则赋值为 0; PLE_rate 衡量一致行动人的股权质押比例,计算方法是将 t 期末一致行动人存在质押的股票数量之和除以其持股数量之和。在探讨一致行动人股权净质押的影响时,使用的解释变量为一致行动人股权质押比例的增量(ΔPLE),即一致行动人 t 期末质押比例减去 $t-1$ 期末质押比例。

3. 控制变量

本文使用控股股东是否存在股权质押($PLEBIG_dum$)作为主要控制变量,衡量控股股东在 t 期末是否存在股权质押行为,若存在赋值为 1,否则赋值为 0。本文还控制了以下变量:产权性质(Soe)、资产负债率(Lev)、净资产收益率(Roe)、公司规模($Size$)、权益账面市值比(BM)、无限售人民币普通股比例(Cir)、控股股东持股比例(Hld)、股权集中度($Shrs$)、分析师关注度($Analyst$)、独董比例($Outdir$)、现金比率($Cash$)、营业收入增长率($Growth$)、股价涨跌幅($Price$)以及行业虚拟变量($Industry$)和半年度虚拟变量($Half_Year$)。变量定义详见表 1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量注释
被解释变量	控股股东股票增持虚拟变量	ZC_dum	若 t 期内控股股东增持数量大于减持数量,取值为 1,否则取值为 0
	控股股东股票增持比例	ZC_rate	t 期内控股股东增持股票数量与减持股票数量之差与上市公司总股本之比
解释变量	一致行动人股权质押虚拟变量	PLE_dum	若 t 期末控股股东的一致行动人存在股权质押,取值为 1,否则取值为 0
	一致行动人股权质押比例	PLE_rate	t 期末控股股东的一致行动人累计质押股票数量与其持股数量之比
控制变量	一致行动人质押比例变化	ΔPLE	t 期末一致行动人累计质押比例减去 $(t-1)$ 期末一致行动人累计质押比例
	控股股东股权质押虚拟变量	$PLEBIG_dum$	若 t 期末控股股东存在股权质押,取值为 1,否则取值为 0
	产权性质	Soe	控股股东为国有性质,取值为 1,否则取值为 0
	资产负债率	Lev	t 期末上市公司负债与总资产比率
	净资产收益率	Roe	t 期末上市公司净利润与净资产比率
	公司规模	$Size$	t 期末上市公司总资产取自然对数
	权益账面市值比	BM	t 期末上市公司权益与总市值比率
	无限售人民币普通股比例	Cir	t 期末上市公司无限售人民币普通股占总股本之比
	第一大股东持股比例	Hld	t 期末第一大股东持股数量占总股本之比
	股权集中度	$Shrs$	t 期末第二到第十大股东持股比例之和
	分析师关注度	$Analyst$	年末对该公司进行跟踪分析的分析师团队数量
	独董比例	$Outdir$	年末在职独立董事占董事会总人数之比
	现金比率	$Cash$	t 期末现金及现金等价物期末余额与流动负债之比
	营业收入增长率	$Growth$	t 期末营业收入较上年同期的增长率
	股价涨跌幅	$Price$	$(t$ 期末最后一个交易日收盘价/ $(t-1)$ 期末最后一个交易日收盘价) $\times 100\%-1$
	半年度	$Half_Year$	半年度虚拟变量
	行业	$Industry$	证监会对上市公司的行业分类

(三) 模型设定

为验证假设 1,本文构建 Logit 模型(1a)和 OLS 模型(1b)。所有变量的下角标 i 代表公司,下角标 t 代表半年度。因此, $PLE_dum_{i,t}$ 代表控股股东的一致行动人 t 期末是否存在股权质押, $PLE_rate_{i,t}$ 代表控股股东的一致行动人 t 期末的股权质押比例。 $ZC_dum_{i,t}$ 代表上市公司控股股东在 t 期内是否存在股票净增持, $ZC_rate_{i,t}$ 代表上市公司控股股东在 t 期内的股票净增持比例。若 $PLE_dum_{i,t}$ 的系数显著为正,说明一致行动人存在股权质押的情况下更容易出现控股股东股票增持,从而验证本文假设 1a。若 $PLE_rate_{i,t}$ 的系数显著为正,说明一致行动人股权质押比例越高,控股股东股票增持比例越高,从而验证本文假设 1b。

$$ZC_dum_{i,t}^* = \alpha_0 + \alpha_1 PLE_dum_{i,t} + \alpha_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

$$ZC_dum_{i,t} = 1 [if ZC_dum_{i,t}^* > 0] \quad (1a)$$

$$ZC_rate_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PLE_rate_{i,t} + \alpha_2 Controls + \sum Half_Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1b)$$

为验证假设 2,在模型(1b)的基础上,加入控制变量 $PLEBIG_dum_{i,t}$,构建模型 2。 $PLEBIG_dum_{i,t}$ 为控股股东是否存在股权质押的虚拟变量。如果 $PLE_rate_{i,t}$ 的系数 β_1 显著为正,说明在控制控股股东股权质押状态的情况下,一致行动人股权质押对控股股东股票增持的正向影响依然存在,从而验证了本文假设 2。

$$ZC_rate_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PLE_rate_{i,t} + \beta_2 PLEBIG_dum_{i,t} + \beta_3 Controls + \sum Half_Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为验证假设 3,在模型 2 的基础上,以 $\Delta PLE_{i,t}$ 作为解释变量。 $\Delta PLE_{i,t}$ 是一致行动人本期期末股权质押比例较上期期末股权质押比例的增量,代表其质押比例的变化程度。如果 $\Delta PLE_{i,t}$ 的

系数 γ_1 显著为正,说明一致行动人股权净质押比例越大,控股股东股票增持比例越高,从而验证了本文假设 3。

$$ZC_rate_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta PLE_{i,t} + \gamma_2 PLEBIG_dum_{i,t} + \gamma_3 Controls + \sum Half_Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

四、实证结果分析

(一) 样本描述性统计

表 2 报告了全样本的描述性统计。主要变量方面, ZC_dum 的均值为 0.111,表明样本中 11.1% 的上市公司控股股东存在股票净增持行为。 ZC_rate 的均值为 0.131,标准差为 1.218,说明样本中上市公司控股股东的平均股票净增持比例为 0.131%,且净增持程度差异较大。 PLE_dum 的均值为 0.095,意味着样本中 9.5% 的控股股东的一致行动人存在股权质押。 PLE_rate 的均值为 2.784,标准差为 12.015,说明样本中控股股东的一致行动人平均股权质押比例为 2.784%,且差异较大。 ΔPLE 的均值为 0.116,标准差为 9.769,说明样本中控股股东的一致行动人股权质押比例增量的差异较大。 $PLEBIG_dum$ 的均值为 0.363,意味着样本中 36.3% 的上市公司控股股东存在股权质押。

控制变量方面,产权性质的均值为 0.295,说明样本中近三成的上市公司为国有控股。第二至第十大股东合计持股比例的均值为 25.78%,标准差 12.731%,表明其他大股东对控股股东的制衡能力参差不齐。分析师关注度的均值为 6.885,即上市公司半年度平均有 6.885 个分析师团队进行跟踪分析。独董比例的均值为 37.819%,标准差为 5.341%,表明上市公司的外部监督程度差距不大。这些变量的取值均在合理范围。

表 2 全样本描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	25 分位	50 分位	75 分位
ZC_rate	28,002	0.131	1.218	0	0	0
ZC_dum	28,002	0.111	0.314	0	0	0
PLE_rate	28,002	2.784	12.015	0	0	0
PLE_dum	28,002	0.095	0.293	0	0	0
$PLEBIG_dum$	28,002	0.363	0.481	0	0	1
ΔPLE	23,085	0.116	9.769	0	0	0
Soe	28,002	0.295	0.456	0	0	1
Lev	28,002	41.049	19.760	25.101	40.173	55.289
Roe	28,002	6.331	12.953	2.363	6.924	12.114
$Size$	28,002	22.282	1.304	21.334	22.1	23.022
Cir	28,002	75.718	26.159	24.759	34.637	46.355
Hld	28,002	33.490	14.369	58.112	84.309	99.891
BM	28,002	36.234	15.926	22.34	31.21	42.89
$Shrs$	28,002	25.783	12.731	15.746	25.185	34.918
$Analyst$	28,002	6.885	10.821	0	2	9
$Outdir$	28,002	37.819	5.341	33.333	36.364	42.857
$Cash$	28,002	0.721	1.025	0.188	0.371	0.779
$Growth$	28,002	0.187	0.439	-0.027	0.114	0.3
$Price$	28,002	-1.359	30.832	-19.951	-6.53	10.488

根据 t 期末一致行动人是否存在股权质押,本文将样本分成质押组和未质押组,分别包括 2,663 个和 25,339 个观测值。表 3 报告了组间差异的检验结果。其中,一致行动人质押组中,13.3% 的上市公司控股股东实施了股票增持;一致行动人未质押组中,10.9% 的上市公司控股股东实施了股票增持。一致行动人质押组发生控股股东股票增持的比例显著高于一致行动人未质押组,初步验证了本文的基本假设。

表 3 控股股东是否实施股票增持的组间差异

变量名称	一致行动人质押组		一致行动人未质押组		均值差异	T 值
	观测值	均值	观测值	均值		
ZC_dum	2,663	0.133	25,339	0.109	0.024	3.750***

注：***表示 1%统计水平上显著

(二)主要回归结果

表 4 报告了一致行动人股权质押对控股股东股票增持行为的影响。列 1 报告了未加入控制变量的模型(1a)的回归结果,列 2 报告了加入控制变量后模型 1a 的回归结果;被解释变量为控股股东股票增持的虚拟变量,解释变量为一致行动人股权质押的虚拟变量。一致行动人存在股权质押的情况下,控股股东更容易进行股票增持。本文假设 1a 成立。列 3 报告了未加入控制变量的模型 1b 的回归结果,列 4 报告了加入控制变量后的模型 1b 的回归结果;被解释变量为控股股东股票增持比例,解释变量为一致行动人股权质押比例。列 4 中,一致行动人股权质押比例的系数为 0.001,在 5%统计水平上显著,这表明一致行动人股权质押比例越高,控股股东股票增持比例越大。本文假设 1b 成立。

此外,列 4 控制变量中,Shrs 的系数为-0.004,在 1%统计水平上显著,表明其他大股东的制衡能力越强,控股股东股票增持的比例越小。Analyst 和 Outdir 也与控股股东股票增持比例显著负相关,这表明上市公司受到的外部和内部监督越少,控股股东越会实施更大比例的股票增持。Hld 与控股股东股票增持比例显著正相关,这表明控股股东股权越集中,其股票增持比例越大。Growth 系数在 1%水平上显著,这表明在发展速度更快的上市公司,其控股股东进行了更大比例的股票增持。这些结果与已有文献结论保持一致。

表 5 报告了控制控股股东质押状态的情况下一致行动人股权质押对控股股东股票增持的影响。除了新增的控股股东是否存在股权质押的虚拟变量以外,其余变量与表 4 完全相同。列 1 报告了未加入控制变量的模型 2 的回归结果,列 2 报告了加入控制变量后的回归结果。控制控股股东股权质押状态后,一致行动人股权质押比例的系数为 0.001,仍在 5%统计水平上显著。本文假设 2 成立。此外,控股股东是否存在股权质押的系数为 0.033,在 5%统计水平上显著,表明控股股东股权质押状态对其股票增持同样具有正向影响。这意味着控

表 4 控股股东股票增持与一致行动人股权质押的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ZC_dum	ZC_dum	ZC_rate	ZC_rate
PLE_dum	0.198*** (3.250)	0.135** (2.142)		
PLE_rate			0.001 (1.065)	0.001** (2.160)
Soe		-0.492*** (-9.529)		0.087*** (4.672)
Lev		0.005*** (2.810)		0.001 (1.342)
Roe		0.005*** (2.939)		-0.001 (-1.390)
Size		0.101*** (3.978)		0.033*** (3.363)
BM		0.006*** (3.028)		-0.001 (-1.014)
Cir		0.005*** (5.383)		-0.002*** (-4.840)
Hld		0.000 (0.277)		0.003*** (5.037)
Shrs		-0.006*** (-2.803)		-0.004*** (-5.210)
Analyst		0.003 (1.194)		-0.004*** (-3.908)
Outdir		-0.002 (-0.433)		-0.004*** (-2.673)
Cash		-0.013 (-0.527)		0.005 (0.515)
Growth		0.072 (1.505)		0.254*** (14.240)
Price		-0.004*** (-5.087)		-0.000 (-0.153)
Constant	-3.457*** (-10.998)	-6.284*** (-10.775)	-0.001 (-0.020)	-0.587*** (-2.947)
Year FE	控制	控制	控制	控制
Industry FE	控制	控制	控制	控制
Observations	28,002	28,002	28,002	28,002
Pseudo/Adj R ²	0.010	0.023	0.002	0.018

注:列 1 和列 2 括号内为 z 值,列 3 和列 4 括号内为 t 值;***、**、*、分别表示 1%、5%、10%统计水平上显著(下同)

股股东实施股票增持或可实现“一石二鸟”,即同时缓解自身和一致行动人的股权转移风险。因此,以上回归结果表明一致行动人的股权质押是控股股东股票增持研究中被忽视的重要动机之一。

表 6 报告了一致行动人股权净质押对控股股东股票增持的影响。其中,解释变量为一致行动人股权质押比例的增量,用来衡量一致行动人质押比例上升可能引发的股权转移风险。列 1 的结果显示,未加入控制变量时,*DeltaPLE* 系数为 0.003,在 1%统计水平上显著;列 2 的结果显示,加入控制变量后,*DeltaPLE* 的系数仍为 0.003,在 1%统计水平上显著。以上结果表明,一致行动人股权净质押比例越高,控股股东股票增持的比例越大,即控股股东通过增持股票的方式帮助一致行动人应对潜在的股权转移风险。本文假设 3 成立。

表 5 控股股东股票增持与一致行动人股权质押的 回归结果(控制控股股东的质押状态)			表 6 控股股东股票增持与一致行动人 股权净质押的回归结果		
	(1)	(2)		(1)	(2)
	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>		<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>
<i>PLE_rate</i>	0.001 (0.986)	0.001** (1.962)	<i>DeltaPLE</i>	0.003*** (3.302)	0.003*** (3.323)
<i>PLEBIG_dum</i>	0.009 (0.561)	0.033** (2.038)	<i>PLEBIG_dum</i>	-0.004 (-0.260)	0.022 (1.219)
Other Controls	不控制	控制	Other Controls	不控制	控制
Year/Industry FE	控制	控制	Year/Industry FE	控制	控制
Observations	28,002	28,002	Observations	23,085	23,085
Adj R ²	0.002	0.018	Adj R ²	0.003	0.023

(三)稳健性检验

1. 倾向得分匹配

对于一致行动人股权质押公司与未股权质押公司之间可能存在的系统性差异,本部分采用了倾向得分匹配的解决办法。首先,将控制变量作为协变量。然后,使用分位数方法,以上三分位为临界值,将连续型解释变量一致行动人质押比例(*PLE_rate*)和一致行动人净质押比例(*DeltaPLE*)分别转换为虚拟变量 *ple_dum* 和 *delta_dum*。最后,采用最近邻匹配法对 *PLE_dum*、*ple_dum* 和 *delta_dum* 进行 1:3 配对,其中,*PLE_dum* 匹配到 8,769 个数据,*ple_dum* 匹配到 8,798 个数据,*delta_dum* 匹配到 3,762 个数据。表 7 报告了匹配后的回归结果。解释变量 *PLE_dum*、*ple_dum* 和 *delta_dum* 的系数分别为 0.145、0.042 和 0.124,均在 5%统计水平上显著。本文的三个假设依然成立。

2. 工具变量

为缓解遗漏变量导致的内生性问题,本部分考虑两阶段最小二乘法(2SLS)。采用半年末同行业一致行动人是否存在股权质押的均值(*IND_ple*)和半年末同省份一致行动人是否存在股权质押的均值(*PRO_ple*)为工具变量^[57],并生成第二阶段的一致行动人股权质押解释变量 *PLED*。*IND_ple* 反映了行业内股权质押的普遍水平。在同一行业内,控股股东可能面临相似的控制权转移风险,即同行业其他控股股东的一致行动人是否倾向于进行股权质押可能影响研究对象的股权质押行为。类似地,在同一省份内,一致行动人可能受到相似的地方政策、法规和市场环境的影响,倾向于利用股权质押获取融资贷款,即 *PRO_ple* 捕捉了地理因素对一致行动人股权质押的影响。表 8 展示了回归结果。在第一阶段回归中,*IND_ple* 和 *PRO_ple* 均与一致行动人是否存在股权质押(*PLE_dum*)正相关,且均在 1%统计水平上显著。在第二阶段回归中,一致行动人股权质押(*PLED*)与控股股东股票增持的虚拟变量(*ZC_dum*)仍显著正相关。此外,在工具变量不可识别的检验中,Kleibergen-Paap rk 的 LM 统计量 p 值均为 0.000,显著拒绝原假设;在工具变量弱识别的检验中,Kleibergen-Paap rk 的 Wald F 统计量大于 Stock-Yogo 弱识别检验 10%水平上的临界值。总体而言,以上检验说明了选取

“同行业一致行动人是否存在股权质押与同省份一致行动人是否存在股权质押”作为工具变量的合理性。这些结果表明,控制遗漏变量后本文结论仍然成立。

表 7 倾向得分匹配的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ZC_dum</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>
<i>PLE_dum</i>	0.145** (2.058)			
<i>ple_dum</i>		0.046** (2.148)	0.042** (1.957)	
<i>delta_dum</i>				0.124*** (2.859)
<i>PLEBIG_dum</i>			0.021 (1.052)	0.003 (0.076)
Other Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Industry FE	控制	控制	控制	控制
Observations	8,769	8,798	8,798	3,762
Pseudo/Adj R ²	0.023	0.011	0.011	0.022

注:第一列括号内为 z 值,其他三列括号内为 t 值

表 8 工具变量的回归结果

	第一阶段 <i>PLE_dum</i>	第二阶段 <i>ZC_dum</i>	第一阶段 <i>PLE_dum</i>	第二阶段 <i>ZC_dum</i>
<i>PLED</i>		0.475*** (5.027)		0.203*** (2.696)
<i>IND_ple</i>	0.765*** (12.584)			
<i>PRO_ple</i>			0.753*** (14.829)	
Kleibergen – Paap rk	134.255		164.444	
LM 统计量	[0.000]		[0.000]	
Kleibergen–Paap rk	157.397		166.353	
Wald F 统计量	{16.38}		{16.38}	
Other Controls	控制	控制	控制	控制
Observations	28,002	28,002	28,002	28,002
Pseudo/Adj R ²	0.056	NA	0.058	NA

注:第一列和第三列括号内为 t 值,第二列和第四列括号内为 z 值,工具变量回归不报告 R²;[]数值为 P 值,{ }数值为 Stock–Yogo 弱识别检验 10%水平上的临界值

3. 剔除控股股东超高比例质押的样本

股票增持会耗费控股股东大量现金。因此,当一致行动人因股权质押面临股权转移风险时,已经高比例质押股权的控股股东将无法承受股票增持所带来的流动性压力。为排除这种可能性,本部分剔除控股股东股权质押比例大于 80%的观测值。根据表 9 报告的回归结果,解释变量 *PLE_dum*、*PLE_rate* 和 *DeltaPLE* 的系数仍显著为正。本文的主要结论依旧成立。

表 9 剔除控股股东超高比例质押样本的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ZC_dum</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>
<i>PLE_dum</i>	0.145** (2.291)			
<i>PLE_rate</i>		0.001** (2.112)	0.001* (1.922)	
<i>DeltaPLE</i>				0.003*** (3.256)
<i>PLEBIG_dum</i>			0.034** (2.082)	0.022 (1.213)
Other Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Industry FE	控制	控制	控制	控制
Observations	27,697	27,697	27,697	22,843
Pseudo/Adj R ²	0.022	0.018	0.018	0.023

4. 剔除质押新规当期的样本

2018 年 3 月,中国证监会发布了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》,加强了对上市公司大股东股权质押行为的规范和监管,实质上也对一致行动人股权质押行为施加了一定限制。为排除政策调整因素,本部分剔除 2018 年上半年政策调整期的样本,并对模型 1 至模型 3 重新进行回归。根据表 10 报告的回归结果,解释变量 *PLE_dum*、*PLE_rate* 和 *DeltaPLE* 的系数均显著为正。本文的研究结果保持稳健。

表 10 剔除质押新规当期样本的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ZC_dum</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>
<i>PLE_dum</i>	0.139** (2.051)			
<i>PLE_rate</i>		0.001** (2.331)	0.001** (2.124)	
<i>DeltaPLE</i>				0.003*** (3.491)
<i>PLEBIG_dum</i>			0.035** (2.086)	0.027 (1.431)
Other Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Industry FE	控制	控制	控制	控制
Observations	25,064	25,064	25,064	20,552
Pseudo/Adj R ²	0.021	0.020	0.020	0.026

5. 替换主要控制变量

本部分将前文使用的主要控制变量进行替换,即由虚拟变量(*PLEBIG_dum*)替换为连续型变量(*PLEBIG_rate*)。表 11 报告了相关回归结果。在控制控股股东股权质押比例后,一致行动人股权质押对控股股东股票增持的正向影响依然显著,一致行动人股权净质押对控股股东股票增持的正向影响也依然显著。本文主要结论不变。

表 11 控制控股股东股权质押比例的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ZC_dum</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>
<i>PLE_dum</i>	0.136** (2.156)			
<i>PLE_rate</i>		0.001** (2.160)	0.001** (2.021)	
<i>DeltaPLE</i>				0.003*** (3.327)
<i>PLEBIG_rate</i>			0.001* (1.742)	0.001 (1.380)
Other Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Industry FE	控制	控制	控制	控制
Observations	28,002	28,002	28,002	23,085
Pseudo/Adj R ²	0.022	0.018	0.018	0.023

6. 地区间监管差异

由于各地经济发展水平的差异,上市公司面临不同的监管环境^[3]。例如,在经济较不发达的省份,当一致行动人因股权质押面临股权转让风险时,控股股东的应对措施较少引起媒体关注,监管也较为宽松。在这种情况下,一致行动人股权质押对控股股东股票增持的影响可能更为显著。为排除地区性差异对研究结果的潜在影响,本部分在模型 1 至模型 3 的基础上加入省份固定效应,重新进行回归。根据表 12 报告的结果,加入省份固定效应后,本文的结论保持不变。

表 12 加入省份固定效应的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ZC_dum</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>	<i>ZC_rate</i>
<i>PLE_dum</i>	0.134** (2.12)			
<i>PLE_rate</i>		0.001** (2.08)	0.001* (1.89)	
<i>DeltaPLE</i>				0.003*** (3.34)
<i>PLEBIG_dum</i>			0.032** (2.00)	0.021 (1.16)
Other Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Industry/Province FE	控制	控制	控制	控制
Observations	28,001	28,002	28,002	23,085
Pseudo/Adj R ²	0.025	0.019	0.019	0.024

五、进一步分析

在中国特色社会主义市场经济中,国有产权可能使得控股股东具有更强的风险应对能力。一方面,由于国有股权的处置成本较高,国有一致行动人高比例质押股权未必导致实际控制权转移的风险,即国有控股股东可能并不需要通过股票增持来应对实际控制权转移的风险。另一方面,由于实际控制人为各级国资委,国有控股股东不仅享有隐性信用背书,而且可以获得来自同一国资委旗下其他国有企业的资金支持,这使国有控股股东可以更及时地通过股票增持来应对实际控制权转移的潜在风险。为此,本部分考察控股股东产权性质对一致行动人股权质押与控股股东股票增持之间关

系的调节效应。

首先,本文在模型 2 的基础上加入交互项 $Interact1_{i,t} = PLE_rate_{i,t} * Soe_i$ 。若 $Interact1_{i,t}$ 的系数为负,说明国有产权抑制了一致行动人股权质押引发的控股股东股票增持;若 $Interact1_{i,t}$ 的系数为正,则说明国有产权促进了一致行动人股权质押引发的控股股东股票增持。被解释变量为代表控股股东股票增持的连续型变量 $ZC_rate_{i,t}$ 。表 13 的列 1 报告了回归结果。 $Interact1_{i,t}$ 的系数在 1% 水平上显著且为正,表明一致行动人股权质押比例越高,国有控股股东股票增持比例越大,即国有产权发挥了主要的促进作用。

然后,本文在模型 3 的基础上加入交互项 $Interact2_{i,t} = DeltaPLE_{i,t} * Soe_i$,并将一致行动人按照 20% 的股权质押比例分成两组^①。表 13 的列 2 报告了低比例质押组的回归结果,列 3 报告了高比例质押组的回归结果。当一致行动人质押比例较低时,国有产权不存在调节效应;当一致行动人质押比例较高时,国有产权发挥正向调节效应。这些结果表明,当一致行动人股权转移的风险较低时,其质押比例的上升不会引发国有控股股东的股票增持;但当一致行动人股权转移的风险较高时,其质押比例的上升将引发国有控股股东进行股票增持。

表 13 控股股东股票增持、产权性质与一致行动人股权质押

	(1) <i>ZC_rate</i>	(2) <i>ZC_rate</i>	(3) <i>ZC_rate</i>
<i>PLE_rate</i>	0.002*** (3.500)		
<i>DeltaPLE</i>		0.003 (1.041)	0.018*** (5.339)
<i>Interact1</i>	0.316*** (3.660)		
<i>Interact2</i>		0.010 (1.201)	0.049*** (4.597)
<i>PLEBIG_dum</i>	0.033** (2.079)	0.025 (1.367)	-0.167 (-1.565)
Other Controls	控制	控制	控制
Year/Industry FE	控制	控制	控制
Observations	28,002	21,936	1,149
Pseudo/Adj R ²	0.018	0.022	0.100

六、结论与启示

自 2015 年中国资本市场进入股权相对分散的阶段后,一致行动人所持股份对控股股东维护上市公司实际控制权的作用越发重要。当一致行动人股权质押比例较高时,控股股东可能采取措施,向市场释放积极信号,力求帮助一致行动人渡过难关。本文以 2017—2021 年 A 股上市公司的半年度数据为研究样本,考察了一致行动人股权质押对控股股东股票增持的影响。研究发现,一致行动人的股权质押及净质押均能引发控股股东的股票增持,是控股股东增持行为研究中被遗漏的动机。此外,国有产权在控股股东股票增持与一致行动人股权质押之间发挥了正向调节作用。

基于以上研究结论,本文得到以下三点启示:首先,为维护资本市场的健康发展,有关部门应推动对上市公司不同股东的协同监管,强化一致行动人股权质押信息披露制度,同时密切监控控股股东的股票增减持行为,进一步提高股票市场的透明度。其次,市场参与者在评估投资机会时,不仅要关注一致行动人的股权质押比例,也要密切追踪该比例的近期变化,因为后者更能反映风险的动态

① 本文还采用 15% 和 25% 的股权质押比例对一致行动人进行分组,回归结果与表 13 报告的基本一致。

变化。采取这种策略可以更合理地管理投资组合收益,助力防范和化解金融风险的攻坚战。最后,投资者要牢固树立价值投资理念,谨慎对待控股股东的股票增持行为。当市场波动时,有效识别控股股东增持动机,避免盲目追随市场热点,切实维护自身的经济利益。

[参 考 文 献]

- [1] 郑志刚.分散股权时代公司控制权加强的实现方式[J].清华金融评论,2019(9):39-42.
- [2] 胡聪慧,朱菲菲,邱卉敏.股权质押、风险管理与大股东增持[J].金融研究,2020(9):190-206.
- [3] 徐龙炳,汪斌.股权质押下的控股股东增持:“价值信号”还是“行为信号”?[J].金融研究,2021(1):188-206.
- [4] CLAESSENS S, DJANKOV S, LANG L H. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2): 81-112.
- [5] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate Ownership around the World[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517.
- [6] LEMMON M L, LINS K V. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(4): 1445-1468.
- [7] SHLEIFER A, VISHNY R W. A Survey of Corporate Governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [8] CHEUNG Y L, RAU P R, STOURAITIS A. Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(2): 343-386.
- [9] JOHNSON S, LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22-27.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] DOU Y, MASULIS R W, ZEIN J. Shareholder Wealth Consequences of Insider Pledging of Company Stock as Collateral for Personal Loans[J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(12): 4810-4854.
- [13] 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.
- [14] 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.
- [15] 王秀丽,齐荻,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.
- [16] 许晓芳,汤泰劼,陆正飞.控股股东股权质押与高杠杆公司杠杆操纵——基于我国A股上市公司的经验证据[J].金融研究,2021(10):153-170.
- [17] 何平林,辛立柱,潘哲煜,等.上市公司股票送转行为动机研究——基于股权质押融资视角的证据[J].会计研究,2018(3):57-63.
- [18] 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.
- [19] 廖珂,谢德仁,张新一.控股股东股权质押与上市公司并购——基于市值管理的视角[J].会计研究,2020(10):97-111.
- [20] 陆蓉,兰袁.大股东股权质押与上市公司资本运作[J].金融研究,2021(4):169-186.
- [21] 徐莉萍,关月琴,辛宇.控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J].中国工业经济,2021(1):136-154.
- [22] 马连福,张晓庆.控股股东股权质押与投资者关系管理[J].中国工业经济,2020(11):156-173.
- [23] 王海芳,张笑恩.控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业“脱实向虚”——基于迎合理论视角[J].经济管理,2021,43(8):157-176.
- [24] 杜勇,陆鑫.控股股东股权质押与实体企业金融化——基于“掏空”与控制权转移的视角[J].会计研究,2021(2):102-119.
- [25] 陈运佳,吕长江,黄海杰,等.上市公司为什么选择员工持股计划?——基于市值管理的证据[J].会计研究,2020(5):91-103.
- [26] 邱杨茜,黄娟娟.控股股东股权质押与员工持股计划“工具化”——基于A股上市公司的实证研究[J].金融研究,2021(11):170-188.
- [27] 孙晓燕,刘亦舒.股权质押、员工持股计划与大股东自利行为[J].会计研究,2021(4):117-129.
- [28] 胡珺,彭远怀,宋献中,等.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.
- [29] 李蒙,李秉祥,张涛.非控股大股东退出威胁对“自利性”捐赠的治理作用——基于控股股东股权质押视角[J].南开管理评论,2021:1-25.
- [30] 秦帅,谭劲松,谭燕.控股股东股权质押:上市公司股份回购动因[J].会计研究,2021(12):95-106.
- [31] 翟胜宝,童丽静,伍彬.控股股东股权质押与企业银行贷款——基于我国上市公司的实证研究[J].会计研究,2020(6):75-92.
- [32] 唐玮,夏晓雪,姜付秀.控股股东股权质押与公司融资约束[J].会计研究,2019(6):51-57.
- [33] 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.

- [34] 史永东,宋明勇,李凤羽,等.控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J].经济研究,2021,56(8):109-126.
- [35] 王百强,鲍睿,李馨子,等.控股股东股权质押压力与企业短贷长投:基于质押价格的经验研究[J].会计研究,2021(7):85-98.
- [36] 姜军,江轩宇,伊志宏.企业创新效率研究——来自股权质押的影响[J].金融研究,2020(2):128-146.
- [37] 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.
- [38] 翟胜宝,许浩然,刘耀淞,等.控股股东股权质押与审计师风险应对[J].管理世界,2017(10):51-65.
- [39] 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.
- [40] 杨松令,张秋月,刘梦伟,等.控股股东股权质押“同群效应”与股价崩盘风险[J].经济管理,2020,42(12):94-112.
- [41] 何苏燕,任力.超额商誉对控股股东股权质押行为的影响[J].经济管理,2021,43(7):177-192.
- [42] 罗党论,刘聪聪,谭衍俊.投机文化与控股股东股权质押行为[J].会计研究,2021(10):69-83.
- [43] IKENBERRY D, LAKONISHOK J, VERMAELEN T. Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(5): 2373-2397.
- [44] CONNELLY B L, CERTO S T, IRELAND R D, et al. Signaling Theory: A Review and Assessment[J]. Journal of Management, 2011, 37(1): 39-67.
- [45] LAKONISHOK J, LEE I. Are Insider Trades Informative? [J]. The Review of Financial Studies, 2001, 14(1): 79-111.
- [46] COOK D O, KRIGMAN L, LEACH J C. On the Timing and Execution of Open Market Repurchases[J]. The Review of Financial Studies, 2004, 17(2): 463-498.
- [47] BOLTON P, CHEN H, WANG N. Market Timing, Investment, and Risk Management[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(1): 40-62.
- [48] HILLERT A, MAUG E, OBERNBERGER S. Stock Repurchases and Liquidity[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 119(1): 186-209.
- [49] 姜英兵,张晓丽.上市公司大股东增持的市场时机选择能力及其影响因素研究[J].经济管理,2013,35(12):88-99.
- [50] 沈艺峰,醋卫华,李培功.增持股份:财务动机还是政治动机? [J].会计研究,2011(1):52-59.
- [51] 章琳一,张洪辉.一致行动人与高管薪酬差距:监督还是激励[J].经济管理,2021,43(8):91-106.
- [52] MATHEW S J. Hostile Takeovers in India: New Prospects, Challenges, and Regulatory Opportunities[J]. Columbia Business Law Review, 2007: 800.
- [53] GHETTI R. Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours Can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights[J]. European Company and Financial Law Review, 2015, 11(4): 594-632.
- [54] 刘燕,楼建波.企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架[J].清华法学,2016,10(6):63-83.
- [55] 许永斌,郑金芳.中国民营上市公司家族控制权特征与公司绩效实证研究[J].会计研究,2007(11):50-57+96.
- [56] 洪剑峭,薛皓.股权制衡对关联交易和关联销售的持续性影响[J].南开管理评论,2008(1):24-30.
- [57] 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.

(责任编辑 余 敏)