

控股股东股权质押与企业短债长用

连玉君 徐想响*

【摘 要】 基于 2003—2020 年中国上市公司面板数据,本文发现控股股东股权质押显著加剧了企业的短债长用水平,其机理在于控股股东质押会导致企业风险水平上升,这促使银行通过缩短贷款期限来规避自身风险,但企业来自供应商的商业信用则没有发生明显变化。投融资期限的错配在银企关系更弱、信息透明度较低、股权制衡较差以及质押平仓风险较高的公司中更为明显。进一步研究发现,短债长用不仅加剧了股权质押对企业盈利能力的负向影响,与之相伴的流动性风险还提高了企业的违约风险。本文从一个新的角度检验了控股股东股权质押产生的经济后果,对规范股东质押行为、理解短债长用的微观形成机制,以及提高银行信贷决策质量具有重要的启示意义。

【关键词】 股权质押 短债长用 债务期限结构 流动性风险

一、引 言

控股股东股权质押是指控股股东将其持有的股票作为质押物向证券公司、银行等金融机构融入资金的行为。相比会削弱控制权的“大股东减持”和审批手续严苛且耗时的“银行贷款”,股权质押因便捷、快速的审批程序和市场化的资金价格而受到控股股东的青睐。根据东方财富 Choice 数据,股权质押规模在 2018 年 3 月达到了 6.49 万亿元的顶峰,超过 96% 的 A 股上市公司涉及股权质押。为了有效控制股权质押可能引致的金融风险,政府部门出台了一系列政策,涉及纾困基金、专项资管计划和新型质押股票冻结方式等。

股权质押对资本市场的影响也吸引了学术界的关注。现有文献从股价崩盘风

* 连玉君,中山大学岭南(大学)学院副教授;徐想响,中山大学岭南(大学)学院博士研究生。通讯作者及联系方式:徐想响,联系地址为广州市新港西路 135 号;E-mail 为 xuxx25@mail2.sysu.edu.cn。本文受国家自然科学基金面上项目(71672206),以及广东省基础与应用基础研究基金(2020A1515011291)的资助与支持。感谢匿名审稿人和编辑部的建设性意见。文责自负。

险(谢德仁等,2016)、会计信息质量(谢德仁等,2017)、信息披露(钱爱民和张晨宇,2018)、公司价值(Dou等,2019)等多角度探讨了股权质押产生的经济后果。然而,鲜有文献探讨控股股东的股权质押行为是否会影响上市公司的“短债长用”行为。短债长用是指企业使用短期融资支持长期投资的期限错配现象。中国企业的债务普遍以短期债务为主,长期债务比例明显低于长期资产比例(刘晓光和刘元春,2019)。Fan等(2012)考察了来自39个发达国家和发展中国家上市公司的债务期限结构,发现中国上市公司的长期债务比例在所有样本国家中最低。短债长用需要企业频繁地融资以支持长期投资,除了对企业绩效产生负面效应,其引发的流动性风险还可能通过债务违约传导至整个金融系统(白云霞等,2016)。因此,研究中国企业短债长用的形成机制不仅具有重要的学术价值,还具有很强的现实意义。

与本文最为相关的文献主要有两类:一类从上市公司的融资约束或是信贷约束的角度出发(Jiang等,2021;唐玮等,2019;翟胜宝等,2020),认为控股股东的质押行为会通过增加企业控制权转移风险、强化控股股东掏空动机、增加企业与债权人的信息不对称等渠道,加剧企业的融资和信贷约束。另一类则从董事高管责任保险、参股金融机构、同群效应等企业微观行为的角度解释了短债长用出现的原因(马红等,2018;赖黎等,2019;孙凤娥,2021)。那么,一个自然的问题是,控股股东的质押行为是否会通过影响债权人的预期和企业自身的行为,进而改变企业的短债长用水平?已有文献并没有探讨该问题。基于此,本文从控股股东股权质押的视角探讨企业短债长用的形成机制,并考察控股股东股权质押情形下短债长用会产生什么样的经济后果。

本文认为,控股股东的股权质押行为会提升企业的短债长用水平。虽然短债长用的变化同时涉及企业和债权人之间的借贷行为,以及企业获得借款后的投资行为,但在中国情境下,由于资本市场存在金融抑制及信贷资金供不应求的特征(纪洋等,2018),短债长用的变化将主要取决于债权人的借贷意愿。一方面,控股股东在质押后为保护自身控制权,市值管理动机和避险动机增强,企业可能通过缩减高风险、高不确定性的长期投资,以期通过提升短期业绩来维持股价,此时企业短债长用的现象将得到缓解。另一方面,控股股东质押增加了企业的风险,使作为债权人的银行通过缩短贷款期限来规避自身风险,导致企业短债长用水平上升。综合来看,信贷市场上资金的供不应求使后者占据了主导地位。因此,控股股东的股权质押行为将会提升企业的短债长用水平。

基于上述分析,本文利用上市公司2003—2020年的面板数据,从信息不对称、股权制衡、平仓风险等角度研究控股股东股权质押对企业短债长用的影响,并考察控股股东股权质押情形下短债长用的经济后果。研究发现,控股股东股权质押加剧了

企业的短债长用,这主要是由于债权人中的银行缩短了企业的贷款期限。在运用工具变量、倾向得分匹配缓解内生性问题后,本文的基本结论依然成立。同时,短债长用在银企关系更弱、信息透明度较低、股权制衡较差以及平仓风险较高的公司中更为明显。进一步研究表明,短债长用恶化了控股股东股权质押对企业盈利能力的负向影响,加剧了企业的债务违约风险。

相比已有文献,本文的研究贡献主要体现在三个方面:

第一,将控股股东股权质押这一个体行为与公司投融资期限错配纳入统一的分析框架,补充和丰富了有关企业短债长用微观形成机制的相关研究(马红等,2018;赖黎等,2019;孙凤娥,2021)。在此基础上,本文排除了供应商提供的商业信用对企业短债长用产生影响的可能,剥离出企业债权人中的银行通过控制信贷期限结构进而影响企业短债长用的影响机制,提供了银行调整信贷期限结构的直接证据。

第二,本文从股权质押和流动性风险的角度提示了短债长用引发的债务风险问题。现有文献主要从经营、破产风险或者风险融资特征等角度侧面考察短债长用对企业债务风险的影响(钟凯等,2016;赖黎等,2019;刘晓光和刘元春,2019)。本文则将股权质押和短债长用有机结合,直接考察两者对债务风险的影响。本文发现银行为了规避由贷款违约风险而导致的短债长用现象而采取缩短借款期限的行为反而提高了企业的债务违约概率,银行并不能按照其预期较好地规避贷款的违约风险,出现“按下葫芦浮起瓢”的现象。本文提示了银行现有信贷政策的不足之处,有助于提高银行的信贷决策质量。

第三,本文从企业投融资期限错配的角度进一步丰富了控股股东股权质押产生的经济后果。已有关于控股股东股权质押经济后果的文献从创新(李常青等,2018)、公司价值(Dou等,2019)、市值管理行为(马连福和张晓庆,2020)等角度进行研究。与本文最为接近的文献则从银行信贷发放(翟胜宝等,2020)和供应商提供的商业信用(Jiang等,2021)分析控股股东股权质押对企业信贷约束的影响,却少有文献分析控股股东股权质押对企业投融资期限错配的影响。本文将对控股股东股权质押的经济后果研究进行有益的补充。

二、文献回顾与理论分析

(一) 文献回顾

1. 债务期限结构与短债长用

针对我国企业债务以短期债务为主的客观事实,学者们对我国企业的债务期限

结构问题进行了丰富且深入的研究,主要从政府隐性担保和企业政治关联(李健和陈传明,2013;陈耿等,2015)、外部债权人和内部人之间的信息不对称及代理成本(肖作平和廖理,2008;顾小龙等,2018;刘海明和李明明,2020),以及不同期限结构债务融资的治理效应和经济后果(陈骏和徐玉德,2012;张杰等,2016;江轩宇等,2021)这三个角度进行研究。陈耿等(2015)从信贷歧视的角度对比了我国民营企业与国有企业银行借款期限结构的差异,发现缩短信用期限是银行控制信贷风险的重要手段,基于产权的信贷歧视使银行对民营企业执行更严格的风险控制,这使民营企业的银行借款期限明显短于国有企业。刘海明和李明明(2020)从贷款期限结构的角度检验了货币政策在微观企业的传导机制,他们发现在紧缩的货币政策条件下,企业短期借款占比越高,投资水平下降越快。并且,短期借款的增加能够强化紧缩型货币政策对银行所发挥的治理效应的影响,具体体现在对企业过度投资的约束上。江轩宇等(2021)发现债券融资能够通过优化企业整体债务期限结构,特别是银行贷款期限结构来支持企业的创新活动。

“去杠杆”是2016年中央经济工作的五大任务之一,伴随着一系列去杠杆举措,资本市场杠杆结构呈现优化态势,供给侧结构性改革取得明显成效。中央在降杠杆这一“量”的基础上,进一步提出优化融资结构和信贷结构这一“质”的更高要求。基于此,深入对债务期限结构的研究,把债务的期限结构问题与企业投资行为相结合,研究短债长用或短贷长投等问题,近年来才逐渐为学者们所重视。

一些文献从短债长投的影响因素出发,认为短债长投是一种受银行把控的、企业应对金融抑制而产生的被动行为。货币政策的适度水平和产融结合都可以直接抑制企业的短贷长投,并减轻投融资期限错配对公司业绩的负面影响(钟凯等,2016;马红等,2018)。放松利率上限管制有助于银行通过提高贷款利率以补偿长期借款风险,使企业获得更多长期借款并抑制企业短贷长投的行为(王红建等,2018)。白云霞等(2016)则通过对比中美企业,发现中国企业投融资期限错配的程度不受长短期资金利差的影响,期限错配现象在很大程度上可以归咎于金融市场的不完备。也有学者在不同的情景下给出了不同的结论。何娜等(2020)以“一带一路”倡议为契机构建基于双重差分模型的识别策略,发现受政策影响的公司会主动采取短债长用的方式来降低融资成本。刘晓光和刘元春(2019)则对短债长用产生的经济后果进行了讨论,他们综合考虑了企业高杠杆和短债长用这两大核心债务问题对企业绩效和风险的影响,发现短债长用弱化了财务杠杆的积极作用,提高了企业融资和破产风险。

与本文较为相关的是赖黎等(2019)从企业个体行为和银行风控角度探索短贷长投形成机制的研究,作者以2008—2016年我国上市公司为研究对象,发现董事高

管责任保险提高了企业短贷长投的水平。董事高管责任保险通过诱发管理者的高风险决策行为和向银行传递企业高风险信号这两个渠道提高了企业短贷长投的水平。

2. 股权质押相关文献

近年来,随着股权质押业务快速发展,质押业务风险凸显,由于质押数据的可得性和完备性,学者们针对股权质押展开了广泛而细致的研究。在众多大股东中,对公司拥有控制权,进而能从中获得极大私利(Jiang 等,2010),有动机也有能力操纵公司行为的控股股东自然成为关注的重点。

已有文献对股权质押的研究主要从以下两个方面开展:

其一是控制权与现金流权分离带来的控股股东侵占动机强化(郝项超和梁琪,2009)。由于股权质押弱化了控股股东的实际现金流权,弱化了“激励效应”。而控制权保持不变,增大了控制权的杠杆效应,从而强化了“侵占效应”。这两种效应使实施质押股权的控股股东更有可能对上市公司进行占款(郑国坚等,2014),损害公司价值(Dou 等,2019)。在控股股东侵占动机强化的情境下,控股股东名下的公司更容易表现出短视的倾向,体现为创新投入减少(李常青等,2018),创新效率下滑(姜军等,2020),创新产出下降(Pang 和 Wang,2020)。控股股东通过股权质押进行的一系列损害公司价值的行为不仅能反映在股价中(谢德仁等,2016;夏常源和贾凡胜,2019),同样也能被债权人感知,继而使上市公司面临更强的信贷约束。唐玮等(2019)采用文本分析方法,提取公司年报中关于融资约束语句进行分析以构建融资约束指标,发现控股股东质押会提高公司的融资约束水平。翟胜宝等(2020)发现控股股东股权质押水平越高,企业在向银行贷款时需要支付的贷款利率越高,获得的贷款金额越小、期限更短,并且更有可能被银行要求对贷款进行抵押担保。Jiang 等(2021)使用 IV 估计和 DID 方法后发现,控股股东股权质押比例的增加会显著减少公司获得的商业信用额度,而控制权转移风险水平、公司治理完善程度以及市场支配能力都会显著地调节这一影响关系。

其二是控股股东出于规避控制权转移风险而采取的市值管理行为(Chan 等,2018;谢德仁等,2016)。在控股股东质押股权后,如果股票价格跌破平仓线且无法及时补救,质权方便会强制卖出股票进行违约处置,给控股股东带来巨大损失。为了避免失去控制权,控股股东有强烈的动机干预公司决策以维持股价,因此,这类文献重点研究控股股东股权质押后的市值管理行为。市值管理行为可分为信息管理行为和盈余管理行为两类,前者包括择时和选择性信息披露(李常青和幸伟,2017),有选择的股利政策(Chan 等,2018;廖珂等,2018)等方式,后者主要包括应计盈余管理(谢德仁等,2017)和向上真实盈余管理(谢德仁和廖珂,2018)。上述市值管理行

为的存在说明控股股东能够充分利用公司内部人与外部投资者的信息不对称、把握投资者非理性的自利行为,这些研究进一步丰富了控股股东的人物形象。

3. 文献评述

现有文献分别对短债长用和股权质押进行了较为全面的研究,为本文的进一步研究提供了良好的理论基础和方法。然而,可以看到,已有文献尚不清楚控股股东侵占动机和短视行为同时加剧对企业短债长用的影响机制,特别是没有区分不同债权人面对企业风险加剧可能采取不同的应对措施,这必将为化解企业债务风险问题留下阻碍,股权质押为我们了解这一机理提供了可能。在当前我国股票市场表现出“无股不质押”的特征,同时企业普遍存在短债长用的情况下,我们有必要对股权质押和短债长投进行更为深入的研究。

(二) 研究假设推演与分析

本节解析控股股东股权质押对企业短债长用的影响机理。短债长用同时涉及企业的融资和投资行为,因此,我们分别从控股股东股权质押后企业的长期投资行为,以及债权人的放贷行为这两方面进行解析。我们预期控股股东股权质押后会因短视和规避控制权转移风险而缩减企业的长期投资,这将降低企业短债长用的水平;同时,以银行为主的债权人在识别企业的风险后会缩短长期借款的供给^①,而这将加剧企业短债长用的水平。企业短债长用的实际变动将取决于两者相对力量的强弱。

股权质押后,控股股东可能面临失去控制权的巨大风险。为此,存在控股股东股权质押的公司风险承担意愿会降低、表现出一定的短视行为(谢德仁等,2016),其长期投资意愿会下降。李常青等(2018)从创新投入的视角,发现控股股东的股权质押行为将降低企业的研发投入。柯艳蓉等(2019)则发现当控股股东质押比例较高时,加剧的控制权转移风险以及实业投资难以快速作用于股价,难以给现金流权转移后的控股股东带来收益等特点会使企业缩减实业投资。

从长期投资的风险角度看,虽然长期投资拥有能帮助企业进行技术升级改造、扩大生产规模、保持内生增长动力,从而实现价值最大化和可持续发展等诸多优点(罗知等,2015),但是长期投资的回收期长、投入资金多,降低了企业投资策略的灵活性,必然会增加企业的投资风险。从长期投资的收益期限角度看,企业的长期投资主要指企业对内的、具有经营性质的、创造经济收益的期间超过一个会计年度的

^① 鉴于中国的金融体系以银行为主导,并且在风险收益方面债权人的行为具有一致性,因此,本文在后文的分析中以银行代表债权人,以便更加简洁地分析股东股权质押对短债长用的作用机理。

投资(胡楠等,2021),其较长的投资回收期与股权质押 1~2 年的质押冻结期存在天然的矛盾。控股股东在股权质押后,更愿意促使上市公司持有能够及时处置、变现的短期金融资产(杜勇和陆鑫,2021),以防范可能出现的控制权转移风险。因此,控股股东在股权质押后,削减企业的长期投资、减少当期费用是企业增加短期业绩、达到或超过市场预期以维护股票价格乃至自身控制权的重要手段,这将使企业短债长投的水平下降。

对于银行来说,控股股东股权质押后企业的风险上升。虽然在短期内企业可以通过削减研发(李常青等,2018),操纵销售、费用以及生产进行真实盈余管理(谢德仁和廖珂,2018)来达到在短时期内粉饰业绩的目的,但从长期来看控股股东的质押行为往往会损害企业价值(Dou 等,2019)。控股股东在股权质押后进行的利益侵占行为(郑国坚等,2014;姜付秀等,2020)也会向银行传递高风险的信号。此外,控股股东股权质押后企业选择性地披露信息将进一步加剧银企之间的信息不对称程度,加剧银行对企业还款能力的担忧。贷款企业的风险信号与贷款风险紧密相关(赖黎等,2019)。相比短期借款,除非企业出现实质性违反贷款契约条款要求的情况,银行很难针对超过 1 年才到期的长期贷款进行任意地断贷或抽贷。因此,调整贷款期限结构是银行控制贷款风险、参与公司治理的重要手段(Datta 等,2005;刘海明和李明明,2020)。当控股股东股权质押引发企业风险上升后,银行将调整对其贷款的期限结构,减少长期借款的供给,这将使企业短债长投的水平上升。

综合以上分析,控股股东股权质押对企业短债长用的影响具体取决于企业债务期限结构变短和长期投资变动这两者的相对力量。为此,我们提出两个对立性的研究假设 1:

假设 1a:控股股东股权质押后,企业短债长用的水平上升。

假设 1b:控股股东股权质押后,企业短债长用的水平下降。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本筛选

本文以 2003—2020 年 A 股上市公司作为初始样本。我们从国泰安经济金融研究数据库(CSMAR)获得上市公司大股东质押、银行借款与其他财务数据,并从锐思金融研究数据库(RESET)获得机构投资者持股的数据。由于本文重点关注控股股东股权质押行为的影响,为此,我们将大股东股权质押数据与基于上市公司年报中披露的股权控制链计算得到的控股股东相匹配,最终获得控股股东的质押行为数

据。此外,本文按照以往文献中通常的处理方式,对初始样本进行如下处理:①剔除金融行业;②剔除被特殊处理(ST)的样本;③剔除资不抵债的样本;④根据基准回归剔除存在数据缺失的样本;⑤为避免极端值的影响,我们在第1和99百分位上对所有连续变量进行缩尾处理(分组变量在缩尾后生成)。最终,样本中包含3 156家公司共计26 145个观测值。

(二) 模型设定

本文研究控股股东股权质押对企业短债长用的影响,并考察短债长用是如何影响控股股东股权质押产生的经济后果的。为此,构建如下模型:

$$SDLA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Pledge_{it} + \alpha_2 Ctrl_{it} + \theta_i + \gamma_t + u_{it} \quad (1)$$

$$Y_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{it} + \beta_2 Ctrl_{it} + \theta_i + \gamma_t + u_{it} \quad (2)$$

$$Y_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 Pledge_{it} + \delta_2 Pledge_{it} \times SDLA_{it} + \delta_3 SDLA_{it} + \delta_4 Ctrl_{it} + \theta_i + \gamma_t + u_{it} \quad (3)$$

其中,下标*i*代表企业;*t*代表时期。被解释变量*SDLA*指企业短债长用的水平。核心解释变量*Pledge*代表控股股东的股权质押行为。*Y*代表企业银行借款等经济后果变量。*Ctrl*包含一系列控制变量。将解释变量相对被解释变量滞后一期可以缓解互为因果的内生性问题。 θ 代表企业的个体固定效应; γ 代表年份固定效应。此外,为纠正干扰项可能存在的序列相关和异方差对统计推断的影响,我们在企业层面上对系数的标准误进行了聚类调整。

(三) 变量说明

1. 核心被解释变量:短债长用(*SDLA*)

参照刘晓光和刘元春(2019)的研究,利用短期负债比例(短期负债/总负债)与短期资产比例(短期资产与总资产)之差衡量企业短债长用水平,该指标值越大,代表企业投融资期限的错配程度越大。同时,该指标与本文的核心解释变量*Pledge*均属于存量特征指标,适合同时进行分析。

2. 核心解释变量:控股股东股权质押(*Pledge*)

与现有股权质押相关文献一致(姜付秀等,2020),本文中控股股东股权质押分别由年末控股股东是否存在股权质押*Pldg*以及年末控股股东质押股份数占所持股份数比例*PldgRt*表示。

3. 经济后果(*Y*)

本文使用一系列变量考察控股股东股权质押产生的经济后果。首先,为了检验

推演研究假设 1 的思路、验证控股股东股权质押对企业短债长用的影响机制，Y 取企业银行短期借款水平 $SLoan$ 与长期借款水平 $LLoan$ ，分别等于期末短期借款余额和 1 年内到期的长期借款余额与上期总资产之比。其次，为了考察股权质押下短债长用会产生怎样的经济后果，Y 取资产净利率 ROA 和信贷违约风险 $Violate$ （孙铮等，2006）。由于违约风险 $Violate$ 是虚拟变量，此时使用面板 Logit 模型对公式（2）和公式（3）进行回归估计。

4. 控制变量 (Ctrls)

在控制变量选取方面，参照赖黎等（2019）和翟胜宝等（2020）的研究，包括企业规模 $Size$ 、负债水平 Lev 、销售增长 $GSales$ 、固定资产占比 $Tang$ 、经营性现金流 CFO 、总资产净利率 ROA 、非债务税盾 $Ndts$ 、成长性托宾 Q $TobinQ$ 、企业年龄 Age 、盈利波动 $ROAVol$ 、股权集中度 $Top1$ 以及股权性质 SOE 。

具体变量说明参见表 1。

表 1 变 量 定 义

变量符号	变量名称	度量方法
$SDLA$	短债长用	$(\text{短期负债}/\text{总负债})-(\text{短期资产}/\text{总资产})$
$SLoan$	短期借款水平	$(\text{短期借款}+\text{1 年内到期的长期借款})/\text{上期总资产}$
$LLoan$	长期借款水平	$\text{长期借款}/\text{上期总资产}$
$Violate$	信贷违约	企业上年度短期借款与当期偿还借款额度差额大于 0 时取 1，否则为 0
$Pldg$	是否质押	年末控股股东是否存在质押股份
$PldgRt$	质押比例	$\text{年末控股股东质押股份}/\text{控股股东持有股份数}$
$Size$	企业规模	总资产的对数
Lev	负债水平	$\text{总负债}/\text{总资产}$
$GSales$	销售增长	$(\text{当期营业收入}-\text{上期营业收入})/\text{上期营业收入}$
$Tang$	固定资产占比	$\text{固定资产}/\text{总资产}$
CFO	经营性现金流	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{总资产}$
ROA	总资产净利率	$\text{净利润}/\text{总资产}$
$Ndts$	非债务税盾	$\text{折旧摊销}/\text{总资产}$
$TobinQ$	成长性托宾 Q	$\text{市场价值}/\text{总资产}$
Age	企业年龄	企业成立年份的对数
$ROAVol$	盈利波动	上市公司 5 年内净利率波动的标准差
$Top1$	股权集中度	第一大股东持股比例
SOE	股权性质	股权性质为国企取 1，否则为 0
TC	商业信用	$(\text{应付票据}+\text{应付账款}+\text{预收款项})/\text{上期总资产}$

(续表)

变量符号	变量名称	度量方法
<i>LLoan_{it}</i>	长期借款占比	长期借款/总负债
<i>BankNum</i>	银企关系规模	与企业存在借贷关系的银行数量
<i>BankBack</i>	高管银行背景	高管或董事有银行任职背景时取 1, 否则为 0
<i>AnaAttn</i>	分析师跟踪	企业的分析师关注度
<i>Accuracy</i>	盈余预测准确度	分析师对企业当期进行的最后一次每股收益预测值, 减去实际每股收益, 再除以上期期末股价, 最后取绝对值并乘以 -1
<i>Big4</i>	是否四大审计	上市公司当年的财务报表是四大审计的则取 1, 否则为 0
<i>Balance</i>	股权制衡度	第二至第十大股东持股数量/总股数
<i>Multi</i>	是否存在多个大股东	当年年末含第一大股东在内, 如果公司存在 2 个及以上持股比例超过 10% 的大股东, 取值为 1; 反之, 为 0
<i>InsHold</i>	机构投资者持股比例	机构投资者持有限售流通 A 股比例
<i>Margin1</i>	低于平仓线	年末股价低于根据李常青等(2018)计算的平仓线时取 1, 否则为 0
<i>Margin2</i>	低于预警线	年末股价低于根据李常青等(2018)计算的预警线时取 1, 否则为 0

(四) 描述性统计

表 2 报告了本文所有变量的描述性统计。为了提高回归系数的可读性, 我们将短债长用和银行借款变量乘以 100。可以看到, 企业短债长用的平均值为 26.92, 与刘晓光和刘元春(2019)的研究基本一致。短债长用的方差为 20.54, 说明不同企业的短债长用水平存在较大的差异。

表 2 变量描述性统计

变量	<i>N</i> (观测值)	<i>Mean</i> (平均数)	<i>S.D.</i> (方差)	<i>Min.</i> (最小值)	<i>Median</i> (中位数)	<i>Max.</i> (最大值)
<i>Dependent Variables</i> (被解释变量)						
<i>SDLA</i>	26 145	26.92	20.54	-31.79	27.52	74.70
<i>SLoan</i>	20 045	16.91	13.03	0.00	14.57	61.44
<i>LLoan</i>	20 045	7.39	10.97	0.00	2.73	54.35
<i>Violate</i>	21 865	0.08	0.27	0.00	0.00	1.00

(续表)

变量	N (观测值)	Mean (平均数)	S.D. (方差)	Min. (最小值)	Median (中位数)	Max. (最大值)
Key Independent Variables (核心解释变量)						
Pldg	26 145	0.38	0.49	0.00	0.00	1.00
PldgRt	26 145	0.23	0.34	0.00	0.00	1.00
Control Variables (控制变量)						
Size	26 145	22.06	1.27	19.56	21.89	25.99
Lev	26 145	0.45	0.20	0.05	0.45	0.88
GSales	26 145	0.19	0.41	−0.59	0.12	2.60
Tang	26 145	0.24	0.17	0.00	0.20	0.73
CFO	26 145	0.05	0.07	−0.19	0.05	0.26
ROA	26 145	0.04	0.05	−0.25	0.03	0.20
Ndts	26 145	0.02	0.02	0.00	0.02	0.08
TobinQ	26 145	2.32	1.63	0.83	1.80	10.89
Age	26 145	2.66	0.43	1.10	2.71	3.43
ROAVol	26 145	0.03	0.03	0.00	0.02	0.22
Top1	26 145	37.46	14.78	11.19	35.88	76.22
SOE	26 145	0.48	0.50	0.00	0.00	1.00
Firm Characteristics (公司层面变量)						
TC	26 144	0.19	0.15	0.01	0.15	0.77
LLoan _{<i>a</i>}	21 647	0.12	0.15	0.00	0.06	0.65
BankNum	26 145	4.74	6.45	0.00	2.00	30.00
BankBack	20 716	0.37	0.48	0.00	0.00	1.00
AnaAttn	26 145	6.75	9.15	0.00	3.00	41.00
Accuracy	20 612	−0.02	0.04	−0.25	−0.01	−0.00
Big4	26 144	0.06	0.24	0.00	0.00	1.00
Balance	26 143	21.42	13.56	1.68	19.57	78.58
Multi	26 144	0.38	0.48	0.00	0.00	1.00
InsHold	24 182	33.65	23.02	0.31	33.71	83.64
Margin1	26 145	0.07	0.25	0.00	0.00	1.00
Margin2	26 145	0.06	0.24	0.00	0.00	1.00

注：被解释变量 SDLA、SLOAN 和 LLOAN 为百分数。

在核心解释变量方面,控股股东股权质押虚拟变量的均值为 0.38,意味着样本中有 38%的控股股东在年末存在股权质押的股份。0.38 的均值与和本文样本期相对一致的廖珂等(2020)的研究中的 0.36 均值接近,股权质押虚拟变量取值处于合理范围。控股股东平均股权质押比例达到 0.23,存在部分控股股东质押自身所有股份的样本。

在借款方面,上市公司的短期借款占总资产的 16.91%,长期借款占总资产的 7.39%。为了进一步加深对上市公司负债期限结构的了解,我们统计了样本公司不同种类负债的组成情况:首先,以 1 年期为界,上市公司流动负债占总负债的 81.63%,非流动负债仅占 18.49%。该事实也从侧面反映了我国上市公司负债以短期负债为主,可能存在一定的投融资期限错配。其次,在流动负债中,来自银行的短期借款占总负债的 23.96%,供应商提供的商业信用占比高达 40.32%,其他应付款占 8.78%。这一发现与相关研究发现的商业信用成为我国企业应对金融抑制、银根紧缩的重要手段相契合(陆正飞和杨德明,2011;饶品贵和姜国华,2013)。最后,在非流动负债中,长期借款占总负债的 11.61%,应付债券占 4.42%。因此,根据以上典型事实,为了识别控股股东股权质押后引起企业短债长用水平变动的根源,本文重点考虑来自银行的长、短期借款以及来自供应商提供的商业信用在其中发挥的影响机制。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归

表 3 报告了式(1)控股股东股权质押对企业短债长用影响的回归结果。被解释变量为企业短债长用的水平。在解释变量中,我们重点关注是否质押虚拟变量 $Pldg$ 和质押比例 $PldgRt$ 的回归结果。第(1)、第(3)列给出了不加任何个体控制变量的结果, $Pldg$ 和 $PldgRt$ 分别在 5%和 10%的水平上显著为正,在加入包括规模等个体控制变量后,第(2)、第(4)列中质押变量的显著性有所上升,同时系数大小有所增加。以上结果说明,控股股东股权质押会显著加剧企业短债长用的水平,验证了本文假说 1a 的成立。表 3 的结果也说明在控股股东质押影响企业短债长用水平的过程中,银行等债权人发挥了主要的作用,这与现有文献发现的“短债长用并不是企业主动选择,而是企业应对金融抑制的被动行为”相一致(钟凯等,2016;马红等,2018)。

表 3 基 准 回 归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Pldg</i>	0.983 **	1.261 ***		
	(0.420)	(0.401)		
<i>PldgRt</i>			1.199 *	1.444 **
			(0.625)	(0.594)
<i>Size</i>		-1.054 **		-1.011 **
		(0.424)		(0.423)
<i>Lev</i>		-10.991 ***		-11.004 ***
		(1.573)		(1.579)
<i>GSales</i>		-0.400		-0.398
		(0.266)		(0.266)
<i>Tang</i>		29.273 ***		29.329 ***
		(2.444)		(2.445)
<i>CFO</i>		12.292 ***		12.270 ***
		(1.673)		(1.673)
<i>ROA</i>		-20.659 ***		-20.467 ***
		(3.272)		(3.265)
<i>Ndts</i>		75.334 ***		75.138 ***
		(22.748)		(22.749)
<i>TobinQ</i>		0.186		0.196
		(0.130)		(0.130)
<i>Age</i>		0.822		0.997
		(1.521)		(1.520)
<i>ROAVol</i>		-6.366		-6.370
		(6.081)		(6.081)
<i>Top1</i>		-0.107 ***		-0.106 ***
		(0.024)		(0.024)
<i>SOE</i>		-0.360		-0.309
		(1.191)		(1.199)
<i>Year F. E.</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm F. E.</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	26 005	26 005	26 005	26 005
<i>R²</i>	0.62	0.65	0.62	0.65

注：(1)*Year F. E.*表示年度固定效应，*Firm F. E.*表示个体固定效应；(2)括号中数值为聚集到企业层面的标准误，*，**，*** 分别表示在 10%，5%和 1%水平上显著；下同。

(二) 基于银企关系的机制检验

在本文的描述性统计中,我们确认了中国企业以短期负债为主的客观事实,同时也发现企业供应商提供的商业信用是企业负债中最重要的组成部分,其所占比例甚至超过了长短期借款之和。有研究表明控股股东股权质押会减少企业商业信用中的应付账款(Jiang 等,2021),这可能是质押影响企业短债长用的渠道之一。因此,我们将企业的长期借款 $LLoan$ 、短期借款 $SLoan$ 、商业信用 TC 分别和质押变量 $Pldg$ 构成交互项,考察在控股股东股权质押的条件下,企业负债结构对短债长用的影响,结果如表 4 所示。

表 4 负债结构与短债长用

变量	(1)	(2)	(3)
$Pldg$	0.316	2.006 ***	1.000
	(0.473)	(0.613)	(0.674)
$Pldg \times LLoan$	0.068 **		
	(0.031)		
$Pldg \times SLoan$		-0.059 ***	
		(0.022)	
$Pldg \times TC$			-0.390
			(2.233)
$LLoan$	-0.366 ***		
	(0.025)		
$SLoan$		0.263 ***	
		(0.019)	
TC			1.311
			(1.775)
$Size$	-0.387	-1.297 ***	-1.244 ***
	(0.434)	(0.440)	(0.460)
Lev	-6.709 ***	-22.400 ***	-13.278 ***
	(1.665)	(1.867)	(1.797)
$GSales$	0.229	-1.530 ***	-0.711 **
	(0.301)	(0.305)	(0.314)

(续表)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Tang</i>	31.629 ***	28.278 ***	29.109 ***
	(2.290)	(2.405)	(2.531)
<i>CFO</i>	7.545 ***	18.133 ***	11.326 ***
	(1.788)	(1.874)	(1.838)
<i>ROA</i>	-17.646 ***	-19.147 ***	-18.946 ***
	(3.460)	(3.490)	(3.587)
<i>Ndts</i>	48.137 **	88.143 ***	81.732 ***
	(22.892)	(23.103)	(24.491)
<i>TobinQ</i>	0.073	0.070	0.052
	(0.158)	(0.157)	(0.163)
<i>Age</i>	0.568	-0.026	0.456
	(1.639)	(1.650)	(1.734)
<i>ROAVol</i>	-0.906	2.000	-0.823
	(6.395)	(6.530)	(6.626)
<i>Top1</i>	-0.092 ***	-0.104 ***	-0.106 ***
	(0.024)	(0.025)	(0.026)
<i>SOE</i>	-2.084 *	-1.512	-2.009 *
	(1.162)	(1.144)	(1.208)
<i>Year F. E.</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm F. E.</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	20 306	20 306	20 306
<i>R²</i>	0.69	0.69	0.68

表 4 第(1)列中 *Pldg* 和 *LLoan* 的交互项显著为正,这说明控股股东股权质押后,在企业风险上升的情况下,为避免停贷后无法收回贷款以及贷款契约期限的限制,对于存在较多长期存量借款的企业,银行将通过逐渐缩减长期借贷这一调整贷款期限结构的方式进行风险规避,而持有较多长期借款的企业面临银行缩减贷款期限的可能性也就越高,这将强化控股股东股权质押对企业短债长用的正向影响。第(2)列中 *Pldg* 和 *SLoan* 的交互项显著为负,这是因为对于存在较多短期存量借款的企业,银行缩减贷款期限的余地并不多,且更倾向于选择直接停贷,这弱化了股权质

押对短债长用的正向影响。

第(3)列中 *Pldg* 和 *TC* 的交互项不显著,这一结果初步排除了股权质押通过商业信用影响短债长用的可能,这可能是多种原因导致的:虽然商业信用在企业负债中的占比较大,但控股股东股权质押对其影响的经济意义可能相对较小,进而对短债长用的影响有限。更重要的是,相关研究表明在货币政策紧缩时期,商业信用与银行信贷之间的关系符合替代性融资理论(陆正飞和杨德明,2011;饶品贵和姜国华,2013),商业信用作为一种非正式的融资方式被企业运用于长期投资的可能性较低。

既然银行在股权质押影响短债长用的机制中扮演了重要角色,那我们应该能预期到银企关系在其中发挥了一定作用。在关系型借贷中,银行在与企业的接触中将逐渐积累关于企业的软信息,这有助于缓解借贷双方之间的信息不对称,并且银行能利用该信息,针对企业的日常经营和融资需求的变化及时调整信贷策略,更好地规避风险。相对于银企关系较差的企业,银企关系较好的企业在发生控股股东股权质押后,因银行对企业的经营风险、控股股东股权质押目的有着更好的了解,短债长用的水平可能并不会加剧。为检验该猜想,同时考虑数据可得性,参照已有文献(何韧等,2012;胡宁等,2020;黄贤环等,2021),我们以长期借款占比 $LLoan_d$ 的中位数、银企关系规模 *BankNum*,以及高管银行背景 *BankBack* 来衡量银企关系的强弱。表5的结果验证了我们的猜想,即股权质押对短债长用的正向影响仅在银企关系较弱的一组出现。此外,表5中第(3)、第(4)列存在两种解读:一方面,企业与较少的银行建立关系,表明银企关系更为密切,密切的银企关系削减了银行调整企业贷款期限结构的可能;另一方面,银企关系规模的扩大会增加企业获得金融服务的机会,这可能使企业在控股股东股权质押后主动地选择短期借款来减少融资成本。

表5 银企关系

变量	<i>LLoan_d</i>		<i>BankNum</i>		<i>BankBack</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Strong</i>	<i>Weak</i>	<i>Strong</i>	<i>Weak</i>	<i>Strong</i>	<i>Weak</i>
<i>Pldg</i>	0.148	1.354 **	0.789	1.214 **	0.309	1.358 **
	(0.552)	(0.570)	(0.585)	(0.541)	(0.760)	(0.564)
<i>Size</i>	-0.129	-1.785 ***	-0.609	-1.150 *	-1.129	-0.242
	(0.604)	(0.677)	(0.656)	(0.632)	(0.829)	(0.651)
<i>Lev</i>	-5.066 **	-8.413 ***	-9.222 ***	-12.724 ***	-6.363 **	-11.250 ***
	(2.239)	(2.267)	(2.484)	(2.163)	(3.075)	(2.153)

(续表)

变量	<i>LLoan_d</i>		<i>BankNum</i>		<i>BankBack</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Strong</i>	<i>Weak</i>	<i>Strong</i>	<i>Weak</i>	<i>Strong</i>	<i>Weak</i>
<i>GSales</i>	-0.695 *	-0.222	-0.152	-0.012	-0.127	0.045
	(0.378)	(0.380)	(0.393)	(0.352)	(0.436)	(0.380)
<i>Tang</i>	23.994 ***	32.482 ***	28.899 ***	25.284 ***	18.202 ***	24.894 ***
	(2.946)	(4.330)	(3.315)	(3.405)	(4.570)	(3.297)
<i>CFO</i>	14.572 ***	8.052 ***	12.107 ***	11.905 ***	10.712 ***	9.034 ***
	(2.384)	(2.325)	(2.381)	(2.354)	(3.164)	(2.398)
<i>ROA</i>	-22.723 ***	-24.048 ***	-24.586 ***	-15.469 ***	-15.599 **	-19.726 ***
	(5.228)	(4.845)	(4.934)	(4.358)	(6.440)	(4.549)
<i>Ndts</i>	35.605	43.962	41.247	104.996 ***	21.983	116.878 ***
	(29.010)	(36.439)	(30.018)	(33.933)	(39.314)	(29.979)
<i>TobinQ</i>	0.212	0.073	0.133	0.173	0.298	0.080
	(0.235)	(0.217)	(0.180)	(0.197)	(0.269)	(0.168)
<i>Age</i>	1.695	2.809	1.109	-0.638	1.952	1.128
	(2.377)	(2.194)	(2.221)	(2.438)	(3.040)	(2.483)
<i>ROAVol</i>	-22.608 **	-11.646	-5.463	-11.710	-12.685	-14.599
	(9.363)	(9.091)	(9.859)	(7.819)	(12.067)	(9.271)
<i>Top1</i>	-0.105 ***	-0.081 **	-0.072 *	-0.132 ***	-0.113 **	-0.108 ***
	(0.035)	(0.035)	(0.038)	(0.032)	(0.044)	(0.040)
<i>SOE</i>	-0.935	-1.275	0.332	-1.062	-1.321	-0.647
	(1.745)	(1.808)	(2.067)	(1.299)	(1.951)	(2.237)
<i>Year F. E.</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm F. E.</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10 365	10 539	13 407	12 187	7 275	12 647
<i>R²</i>	0.74	0.73	0.68	0.69	0.75	0.70

注：*Strong* 代表根据相应指标判断的强银企关系，*Weak* 代表弱银企关系。

我们进一步考察银行在面对企业控股股东股权质押后是如何调整其贷款期限结构的。表 6 给出了以长、短期借款作为被解释变量，式(2)的回归结果。表 6 第(1)、第(2)列的结果显示，在控股股东进行股权质押后，银行反而会增加对企业的短期借款，长期借款的回归系数则不显著，这似乎有些令人费解。为了进一步了解银

行增加对企业短期借款的原因,同时考虑到银行对质押风险的快速反馈以及质押存在存续期这一客观事实,我们设定一个新增质押变量 *PldgNew*,该变量仅在当期 *Pldg* 取1且上期 *Pldg* 为0时取1,否则为0。*PldgNew* 的系数能够捕捉银行对企业新增质押的信贷调整策略。表6中第(3)、第(4)列的结果显示,减少长期借款、同时补偿短期借款以缩短贷款期限是银行应对企业控股股东股权质押风险的重要手段。我们以长期借款占负债总额比重来衡量银企关系后发现,减小长期贷款期限仅在弱银企关系的分样本中成立,进一步证实了表5中有关银企关系的分析。此外,我们也将被解释变量替换为商业信用 *TC*,并没有发现控股股东股权质押对商业信用存在显著影响,从而排除了商业信用是股权质押影响短债长用的机制。

表6 银行贷款期限结构的变动

变量	Full				BankRel	
					Strong	Weak
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SLoan</i>	<i>LLoan</i>	<i>SLoan</i>	<i>LLoan</i>	<i>LLoan</i>	<i>LLoan</i>
<i>Pldg</i>	0.591**	0.127				
	(0.280)	(0.243)				
<i>PldgNew</i>			0.584**	−0.350*	−0.427	−0.259**
			(0.277)	(0.193)	(0.360)	(0.126)
<i>Size</i>	−2.445***	0.247	−2.391***	0.251	−1.656***	0.660***
	(0.320)	(0.285)	(0.320)	(0.280)	(0.529)	(0.194)
<i>Lev</i>	26.096***	10.782***	26.132***	10.798***	11.987***	3.943***
	(1.140)	(1.008)	(1.140)	(1.009)	(1.742)	(0.608)
<i>GSales</i>	0.201	0.156	0.204	0.157	0.245	0.151
	(0.196)	(0.159)	(0.196)	(0.159)	(0.279)	(0.129)
<i>Tang</i>	5.324***	0.513	5.267***	0.533	−4.626**	0.877
	(1.473)	(1.588)	(1.477)	(1.587)	(2.248)	(0.971)
<i>CFO</i>	−20.162***	−6.648***	−20.138***	−6.645***	−9.637***	−2.348***
	(1.433)	(1.269)	(1.434)	(1.268)	(2.136)	(0.693)
<i>ROA</i>	−1.192	4.618**	−1.187	4.631**	3.531	1.543
	(2.281)	(1.985)	(2.281)	(1.985)	(3.717)	(1.037)
<i>Ndts</i>	11.368	−67.807***	12.249	−68.187***	−88.036***	−14.069
	(15.405)	(13.884)	(15.413)	(13.889)	(21.095)	(9.228)

(续表)

变量	Full				BankRel	
					Strong	Weak
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SLoan	LLoan	SLoan	LLoan	LLoan	LLoan
TobinQ	0.392*** (0.115)	0.277*** (0.085)	0.393*** (0.115)	0.281*** (0.085)	0.587*** (0.194)	0.225*** (0.054)
Age	1.265 (1.195)	0.644 (1.001)	1.462 (1.187)	0.691 (1.000)	0.610 (1.789)	-0.505 (0.619)
ROAVol	-20.958*** (4.449)	-6.522* (3.643)	-20.704*** (4.440)	-6.484* (3.640)	2.285 (6.996)	-0.542 (2.099)
Top1	-0.024 (0.016)	0.020 (0.015)	-0.025 (0.016)	0.021 (0.015)	0.025 (0.025)	0.007 (0.010)
SOE	-0.845 (0.751)	0.436 (0.567)	-1.015 (0.749)	0.384 (0.557)	-0.580 (0.992)	0.425 (0.312)
Year F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19 734	19 734	19 734	19 734	9 353	7 646
R ²	0.62	0.64	0.62	0.64	0.68	0.68

注: Full 代表全样本回归, BankRel 表示根据强银企关系强弱进行分样本回归。

(三) 基于信息不对称的机制检验

信息不对称是导致企业融资约束和引发信贷风险的重要原因之一,具体表现为交易之前的逆向选择和交易之后的道德风险,企业与银行之间的信息不对称会造成信贷配给。正如在市场信息不透明时,控股股东股权质押会通过引发投资者猜测和恐慌,导致公司股价崩盘(夏常源和贾凡胜,2019),当银企信息不对称与控股股东股权质押后开展的策略性市值管理行为叠加后,银行的预期和判断也会发生改变,导致企业融资约束的恶化。

当银企之间信息不对称程度较高时,银行很难看清控股股东股权质押的目的以及质押后加剧的侵占动机,银行的“自我保险”动机增强,可能通过提高借贷门槛以及延长贷款审批时间等方式来直接控制或缩减信贷供给(Alessandri 和 Bottero, 2020;纪洋等,2018),也可以通过提高贷款利率来补偿风险,以减缓其与借款人之间

的信息不对称(宋全云等,2019)。然而,上述风控手段更适用于银行与企业签订贷款合同之前。当银行和企业已经发生借贷行为时,我国资本市场无股不押的客观事实使银行很难持续性地监督贷款企业,简单地调整贷款期限结构是银行控制自身风险和应对信贷考核压力的优先选择。因此,除了银企关系的维持外,我们预期较高的信息透明度也可以减缓企业与银行之间的信息不对称,进而影响企业短债长用的水平。

为了检验信息透明度对短债长用的影响,参照辛清泉等(2014)的研究,我们使用分析师跟踪 *AnaAttn*、盈余预测准确度 *Accuracy*、是否国际四大审计 *Big4* 来度量上市公司对公众的信息透明度。表 7 中奇数列代表高信息透明度的分样本回归,偶数列代表低信息透明度的分样本回归。可以看到,股权质押对短债长用的正向影响均一致稳健地存在于低信息透明度的分样本中。这是因为控股股东股权质押后增加了企业的风险,导致银行的预期发生改变。及时、充分的信息披露能打消银行作为资金提供者的疑虑,缓解企业与银行之间的信息不对称,削弱银行调整企业贷款期限结构的可能。

表 7 信息透明度、股权质押与短债长用

变量	<i>AnaAttn</i>		<i>Accuracy</i>		<i>Big4</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>
<i>Pldg</i>	0.797	1.602***	0.886	1.544**	0.258	1.277***
	(0.571)	(0.548)	(0.559)	(0.624)	(1.868)	(0.411)
<i>Size</i>	-0.635	-1.220*	-0.586	-0.996	-0.874	-0.875**
	(0.578)	(0.624)	(0.597)	(0.676)	(1.525)	(0.440)
<i>Lev</i>	-14.400***	-7.665***	-12.389***	-7.269***	-10.867	-10.970***
	(2.154)	(2.198)	(2.402)	(2.399)	(8.007)	(1.615)
<i>GSales</i>	-0.320	-0.449	-0.156	-0.199	0.422	-0.346
	(0.360)	(0.371)	(0.411)	(0.414)	(0.854)	(0.276)
<i>Tang</i>	25.814***	28.162***	24.632***	19.643***	30.911***	28.507***
	(3.401)	(3.338)	(3.331)	(3.384)	(9.989)	(2.537)
<i>CFO</i>	10.889***	11.500***	10.208***	13.453***	17.424**	12.314***
	(2.612)	(2.200)	(2.954)	(2.611)	(7.747)	(1.724)
<i>ROA</i>	-33.329***	-12.575***	-28.987***	-14.325***	-32.117**	-20.443***
	(5.313)	(4.054)	(6.689)	(4.486)	(14.866)	(3.356)

(续表)

变量	AnaAttn		Accuracy		Big4	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	High	Low	High	Low	Yes	No
Ndt	71,121 **	69,412 **	92,561 ***	108,124 ***	-130,245	90,831 ***
	(30,426)	(29,578)	(32,507)	(31,419)	(100,177)	(23,432)
TobinQ	0,258	0,337 *	0,070	0,160	-0,887	0,257 *
	(0,179)	(0,203)	(0,184)	(0,218)	(0,722)	(0,131)
Age	0,449	-0,374	1,887	-3,851	2,372	0,171
	(1,955)	(2,186)	(2,235)	(2,403)	(4,497)	(1,613)
ROAVol	-10,764	0,320	1,680	-18,765 **	-2,681	-6,318
	(10,125)	(7,904)	(11,425)	(8,598)	(24,393)	(6,275)
Top1	-0,036	-0,130 ***	-0,115 ***	-0,107 ***	-0,222 **	-0,107 ***
	(0,033)	(0,033)	(0,034)	(0,040)	(0,086)	(0,025)
SOE	0,374	-1,305	-1,668	-2,419	-1,832	-0,543
	(1,789)	(1,431)	(2,014)	(1,482)	(5,815)	(1,219)
Year F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11 378	13 943	9 534	10 074	1 502	24 451
R ²	0,72	0,65	0,72	0,72	0,79	0,64

注: High 代表分析师跟踪 AnaAttn 和盈余预测准确度 Accuracy 大于同年度同行业中位数, Low 代表小于相应中位数。Yes 代表是四大审计 Big4, No 则为非四大审计。

(四) 掏空动机与平仓风险

除了债务与资产期限结构不匹配外,我国上市公司与英美国家公司另一重要差别是高度集中的股权,因此,我国公司治理的主要问题体现为大股东与小股东之间的利益冲突,具体表现为控股股东凭借控制权进行的掏空行为(Jiang 等,2010;郑国坚等,2014)。在控股股东股权质押的背景下,控股股东掏空的动机被进一步强化,完善的公司治理机制则能对控股股东股权质押后的私利行为进行监督和抑制,从而缓解银行对企业风险的担忧。为此,参照杜勇和陆鑫(2021)以及姜付秀等(2020)的研究,我们以股权制衡度 Balance 和是否存在多个大股东 Multi 来度量公司内部其他大股东对控股股东的制约能力。同时,由于机构投资者的资金规模较大,奉行价值投资理念,他们有动机也有能力对控股股东的掏空行为进行监督(王化成等,

2015;胡楠等,2021),我们以机构投资者持股比例 *InsHold* 衡量其对控股股东的监督能力。表 8 的结果显示股权质押对短债长用的正向影响集中在中小股东监督和制衡能力较弱的一方,说明银行对控股股东股权质押后掏空的担忧是其调整贷款期限结构的原因之一。

表 8 股权制衡下的掏空动机

变量	<i>Balance</i>		<i>Multi</i>		<i>InsHold</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>
<i>Pldg</i>	1.146	2.737***	0.864	1.211**	0.212	1.922***
	(1.011)	(0.738)	(0.608)	(0.529)	(0.529)	(0.624)
<i>Size</i>	0.099	-3.244***	-0.527	-1.305**	-1.108**	-0.426
	(0.907)	(0.849)	(0.712)	(0.553)	(0.563)	(0.655)
<i>Lev</i>	-3.918	-5.577*	-8.514***	-10.318***	-11.778***	-10.815***
	(3.491)	(2.874)	(2.586)	(2.110)	(2.073)	(2.514)
<i>GSales</i>	0.222	-0.340	-0.073	-0.278	-0.488	-0.330
	(0.552)	(0.503)	(0.381)	(0.347)	(0.353)	(0.440)
<i>Tang</i>	27.780***	28.509***	27.736***	27.639***	25.850***	27.142***
	(5.546)	(4.481)	(3.755)	(3.313)	(2.913)	(3.656)
<i>CFO</i>	8.833**	12.087***	5.948**	13.506***	9.141***	15.922***
	(4.153)	(2.825)	(2.676)	(2.065)	(2.217)	(2.694)
<i>ROA</i>	-28.530***	-16.519***	-17.968***	-20.443***	-18.223***	-21.285***
	(8.163)	(5.599)	(5.244)	(4.230)	(4.593)	(4.764)
<i>Ndts</i>	0.961	9.787	30.724	72.351***	90.214***	70.575**
	(52.905)	(37.278)	(33.683)	(26.749)	(29.356)	(35.014)
<i>TobinQ</i>	0.845***	-0.057	0.213	0.067	0.123	0.008
	(0.283)	(0.246)	(0.192)	(0.167)	(0.181)	(0.203)
<i>Age</i>	-8.101**	3.416	-0.091	2.176	0.046	0.123
	(3.952)	(3.439)	(2.268)	(2.294)	(2.140)	(2.625)
<i>ROAVol</i>	-28.885*	7.388	-1.976	-3.655	-1.842	-22.137**
	(14.997)	(9.143)	(9.680)	(7.657)	(8.240)	(8.987)
<i>Top1</i>	-0.137***	-0.076*	-0.114***	-0.111***	-0.074**	-0.139***
	(0.053)	(0.046)	(0.039)	(0.031)	(0.032)	(0.040)

(续表)

变量	Balance		Multi		InsHold	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	High	Low	Yes	No	High	Low
SOE	0.659	-0.205	-1.725	0.514	-0.286	-1.171
	(1.964)	(2.255)	(1.572)	(1.759)	(1.661)	(1.759)
Year F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4 276	7 944	9 496	16 077	13 355	9 757
R ²	0.75	0.71	0.71	0.69	0.71	0.68

注: High 代表股权制衡度 Balance 和机构投资者持股比例 InsHold 分别处于同年度同行业上四分位数和中位数之上, Low 则处于下四分位数和中位数之下。Yes 代表存在多个大股东 Multi , No 代表不存在多个大股东。

在控股股东进行股权质押后,企业的风险上升,具体包括控制权转移风险和股价崩盘风险的上升、公司价值的损害和可能加剧的掏空行为等。当上市公司股票价格距离平仓线较远时,控股股东不必担心质押的股票被强行平仓,此时控股股东干预上市公司行为以维持股价的动机较小;而当上市公司股票下跌至平仓线时,控股股东有很强的动机通过干预公司信息披露、调用公司资源来维持股价,这将进一步提高企业与银行之间的信息不对称程度,提高银行评估的企业风险水平。那么,银行是否会关注股价下跌导致的平仓风险,从而调整对企业的贷款期限结构,最终使企业的短债长用水平发生改变呢?

为了回答这一问题,本文参照李常青等(2018)的做法,以股票价格是否逼近质押的平仓线来衡量。首先,假定主板、中小板、创业板的质押率分别为 60%、50%、40%,基准质押价格为质押公告前一交易日的收盘价,设定平仓线为 130%,计算股权质押平仓价。然后,用年末股价/平仓价来度量控股股东股权质押后股价接近平仓线的风险程度:当该比值小于或等于 1 时,说明年末股价已经低于平仓线,Margin1 取 1,否则为 0;当该比值大于 1 小于 1.2 时,说明年末股价已经低于预警线,Margin2 取 1,否则为 0。表 9 中第(1)、第(2)列的结果显示股价接近平仓线或预警线会加剧股权质押对短债长用的正向影响,并且第(1)列中系数的大小和显著性比第(2)列中的系数更高^①,说明股价低于平仓线比低于预警线会使银行对企业施加更严格的贷款期限约束,银行不仅会关注企业控股股东质押本身这一行为,也会关注质押后的风险波动。

① 由于只有存在控股股东股权质押时,Margin1 和 Margin2 才有可能取 1,为避免共线性问题,表 9 使用 PldgRt 呈现。

表 9 质押平仓风险下的企业短债长用

变量	Baseline		PledgeRate		CloseLine	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PldgRt	1.078 [*]	1.320 ^{**}	1.190 ^{**}	1.360 ^{**}	0.951	1.198 ^{**}
	(0.600)	(0.605)	(0.598)	(0.598)	(0.603)	(0.610)
PldgRt× Margin1	2.856 ^{**}		4.742 ^{**}		3.299 ^{***}	
	(1.353)		(1.870)		(1.251)	
PldgRt× Margin2		2.295 [*]		0.603		0.581
		(1.368)		(1.952)		(1.262)
Margin1	-0.766		-2.027 [*]		-1.131	
	(0.857)		(1.212)		(0.783)	
Margin2		-1.458		0.483		0.522
		(0.968)		(1.171)		(0.832)
Size	-1.010 ^{**}	-1.004 ^{**}	-1.004 ^{**}	-1.012 ^{**}	-1.006 ^{**}	-1.017 ^{**}
	(0.422)	(0.423)	(0.422)	(0.422)	(0.422)	(0.423)
Lev	-10.940 ^{***}	-11.015 ^{***}	-10.959 ^{***}	-10.992 ^{***}	-10.945 ^{***}	-10.970 ^{***}
	(1.577)	(1.579)	(1.577)	(1.578)	(1.577)	(1.580)
GSales	-0.391	-0.399	-0.399	-0.394	-0.388	-0.396
	(0.266)	(0.266)	(0.266)	(0.266)	(0.266)	(0.266)
Tang	29.331 ^{***}	29.336 ^{***}	29.308 ^{***}	29.330 ^{***}	29.338 ^{***}	29.326 ^{***}
	(2.446)	(2.445)	(2.444)	(2.445)	(2.445)	(2.445)
CFO	12.280 ^{***}	12.275 ^{***}	12.257 ^{***}	12.281 ^{***}	12.310 ^{***}	12.254 ^{***}
	(1.673)	(1.672)	(1.674)	(1.673)	(1.672)	(1.672)
ROA	-20.251 ^{***}	-20.448 ^{***}	-20.238 ^{***}	-20.477 ^{***}	-20.237 ^{***}	-20.443 ^{***}
	(3.255)	(3.263)	(3.253)	(3.264)	(3.253)	(3.264)
NdtS	75.138 ^{***}	74.976 ^{***}	75.455 ^{***}	75.199 ^{***}	74.737 ^{***}	75.563 ^{***}
	(22.763)	(22.739)	(22.757)	(22.749)	(22.754)	(22.756)
TobinQ	0.202	0.196	0.200	0.198	0.204	0.202
	(0.130)	(0.130)	(0.130)	(0.130)	(0.130)	(0.130)
Age	1.058	1.039	1.077	1.009	1.108	1.014
	(1.519)	(1.519)	(1.520)	(1.519)	(1.518)	(1.519)
ROAVol	-6.625	-6.382	-6.511	-6.406	-6.710	-6.297
	(6.077)	(6.080)	(6.075)	(6.082)	(6.077)	(6.080)

(续表)

变量	Baseline		PledgeRate		CloseLine	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Top1	-0.106 ***	-0.106 ***	-0.106 ***	-0.106 ***	-0.106 ***	-0.106 ***
	(0.024)	(0.024)	(0.024)	(0.024)	(0.024)	(0.024)
SOE	-0.294	-0.282	-0.274	-0.312	-0.249	-0.279
	(1.200)	(1.197)	(1.200)	(1.199)	(1.200)	(1.197)
Year F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	26 005	26 005	26 005	26 005	26 005	26 005
R ²	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65

注:Baseline 代表质押率为 60%(主板)、50%(中小板)、40%(创业板),平仓线为 130%的基准设定。PledgeRate 表示统一将质押率下调 10%的情形。CloseLine 表示将平仓线提高到 140%的情形。

为了进一步确认这两个指标的稳健性,本文参照 Guo 等(2020)的研究将主板、中小板和创业板的质押率分别降低为 50%、40%和 30%,并重新计算 Margin1 和 Margin2,结果列于表 9 的第(3)、第(4)列两列。此外,我们也将平仓线提高到 140%,重新计算后的结果列于表 9 第(5)、第(6)列两列。该处理方式降低了计算的质押平仓价格,能够更加宽松地度量股权质押的平仓风险。结果显示,Margin1 仍至少在 5%的水平上显著为正,而 Margin2 则变得不显著,这说明银行的确更关心能对控股股东控制权造成实质威胁的平仓风险。当平仓风险加剧时,银行会进一步加强对企业贷款期限的约束。

(五) 经济后果检验

这一小节我们关注的问题是股权质押和短债长用的互动会给企业带来什么样的经济后果^①。考虑到企业的盈利能力是企业发展的根本,是投资者关注的重点,我们在表 10 第(1)、第(2)列中考察股权质押下短债长用对企业 ROA 的影响。Pldg 和 Pldg 与 SDLA 的交互项均在 10%的水平上显著为负,说明控股股东股权质押损害了企业的盈利能力,并且随着短债长用水平的上升,这一负向影响会被加剧。第(3)、第(4)列考察短债长用对企业信贷违约概率的影响,结果显示控股股东股权质押后企业的违约概率会上升,存在控股股东股权质押企业信贷违约的概率比是不存在控股股东股权质押企业的 1.25 倍(即上升 25.3%),并且企业短债长用现象越严

① 为了提高系数可读性,在表 10 中我们将 SDLA 恢复为无单位(即除以 100),并将 ROA 和 ROAVol 乘以 100。

重,质押后企业信贷违约的概率越高^①。表 10 的结果说明不仅股权质押下的短债长用对企业的盈利能力有明显的损害,并且银行为了应对企业控股股东股权质押风险而采取的缩减贷款期限结构的措施并没有发挥应有的作用,贷款期限的减少加剧了企业的短债长用,使企业面临更高的流动性风险,最终导致了更高的违约风险。

表 10 股权质押下短债长用的经济后果检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	Violate	Violate
Pldg	-0.209 *	0.029	1.253 **	0.976
	(0.111)	(0.155)	(0.122)	(0.134)
Pldg×SDLA		-0.795 *		2.484 **
		(0.448)		(0.881)
SDLA		-1.220 ***		0.739
		(0.337)		(0.212)
Size	-0.601 ***	-0.618 ***	1.096	1.099
	(0.110)	(0.109)	(0.082)	(0.082)
Lev	-0.448	-0.634	3.098 ***	3.073 ***
	(0.418)	(0.417)	(0.958)	(0.954)
GSales	0.847 ***	0.841 ***	0.886 *	0.893
	(0.105)	(0.105)	(0.063)	(0.064)
Tang	-0.905 *	-0.468	1.155	1.108
	(0.544)	(0.544)	(0.502)	(0.493)
CFO	7.503 ***	7.687 ***	1.722	1.762
	(0.609)	(0.611)	(0.862)	(0.885)
ROA	0.257 ***	0.254 ***	0.965 ***	0.965 ***
	(0.016)	(0.016)	(0.007)	(0.007)
ROAVol	0.115 ***	0.114 ***	1.024 **	1.024 **
	(0.021)	(0.021)	(0.012)	(0.012)

① 值得注意的是,我们是根据企业上一年度短期借款与当期偿还借款差额是否大于 0 来判断企业是否出现信贷违约的。然而该差额小于 0,并不代表企业一定按期偿还了贷款,因为“偿还债务所支付的现金”可能包含本期借入并在本期偿还的短期借款,这导致该指标衡量的信贷违约概率被低估(孙铮等,2006)。然而,除非质押企业和无质押企业在本期借入并在本期偿还的短期借款存在系统性差异,该偏差不会改变本文的研究结论。为了排除存在系统性差异这一可能,我们利用后文使用的 3 种 PSM 方法进行匹配,结果依然稳健,留存备索。

(续表)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	Violate	Violate
Ndtst	-2.811	-1.776	0.032	0.037
	(6.090)	(6.074)	(0.140)	(0.164)
TobinQ	0.546 ***	0.550 ***	1.010	1.007
	(0.045)	(0.045)	(0.034)	(0.034)
Age	-1.345 ***	-1.330 ***	0.740	0.748
	(0.389)	(0.387)	(0.238)	(0.241)
Top1	0.046 ***	0.044 ***	0.992 *	0.992 *
	(0.006)	(0.006)	(0.004)	(0.004)
SOE	-0.834 **	-0.835 **	0.918	0.911
	(0.348)	(0.347)	(0.157)	(0.156)
Year F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm F. E.	Yes	Yes	Yes	Yes
N	26 005	26 005	8 402	8 402
R ²	0.50	0.50	0.05	0.05

注：第(3)、第(4)列内系数为概率比，括号中数值为 OIM 法计算的标准误，且报告 *pseudo R²*。

五、稳健性检验

本文的结果可能存在由反向因果、遗漏变量以及自选择引起的内生性问题。短债长用本质上是一种带有流动性风险的融资约束，现有文献(Cheng 等，2020；王斌等，2013；李晓霞等，2020)指出公司的融资约束是控股股东股权质押的诱因，这可能导致反向因果问题。此外，我们可能遗漏了一些与控股股东股权质押相关，并且同时会影响企业短债长用的因素。为此本文采用工具变量来缓解由反向因果和遗漏变量导致的内生性问题。为了克服股权质押可能存在的自选择问题，本文还采用倾向得分匹配方法来缓解存在质押和不存在质押公司之间系统性的差别。

(一) 工具变量回归

为了缓解由反向因果和遗漏变量导致的内生性问题，参照已有文献选择同年份同省份大股东平均股权质押比例 *PldgProv* 作为工具变量，同时利用 2013 年上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合颁布的《股票质押式回购交易及登

记结算业务办法(试行)》,构造了第二个工具变量 $Post13$ 。在该制度推出后,券商利用标准化业务的优势极大地拓宽了民企控股股东的融资渠道^①,因此,当且仅当2013年后股权性质为民营的企业 $Post13$ 取1,否则为0。控制变量中已经包含了企业的股权性质,因此,该工具变量较好地满足了相关性和外生性的要求。

表11中奇数列是以是否质押为因变量的第一阶段回归, $PldgProv$ 和 $Post13$ 均在1%的水平上显著为正,说明同地区的质押氛围和制度的放开显著地影响着控股股东的质押行为。偶数列是以短债长用为因变量的第二阶段回归, $Pldg$ 也均在1%的水平上显著为正,与表3的基准回归一致。同时,3个二阶段回归LM统计量的 p 值均为0.00,强烈拒绝不可识别的原假设,Kleibergen-Paaprk 统计量均大于相应的临界值16.38,拒绝弱工具变量的原假设。第(6)列中接受了过度识别的原假设,说明两个工具变量估计量都收敛到了相同的参数。以上两个工具变量检验的通过提高了工具变量回归的可靠性,工具变量的回归结果证明了本文研究结论的稳健性。

表 11 工具变量回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Pldg$	$SDLA$	$Pldg$	$SDLA$	$Pldg$	$SDLA$
$Pldg$		8.793***		5.861***		6.490***
		(3.277)		(2.068)		(1.803)
$PldgProv$	0.980***				0.881***	
	(0.078)				(0.075)	
$Post13$			0.320***		0.312***	
			(0.017)		(0.016)	
$Size$	0.078***	-1.652***	0.055***	-1.420***	0.055***	-1.470***
	(0.010)	(0.497)	(0.010)	(0.453)	(0.010)	(0.446)
Lev	0.129***	-11.916***	0.126***	-11.556***	0.131***	-11.633***
	(0.038)	(1.623)	(0.036)	(1.589)	(0.036)	(1.584)
$GSales$	0.004	-0.426	-0.001	-0.416	0.000	-0.418
	(0.006)	(0.268)	(0.006)	(0.266)	(0.006)	(0.266)
$Tang$	-0.011	29.412***	0.011	29.358***	0.016	29.370***
	(0.051)	(2.422)	(0.049)	(2.423)	(0.048)	(2.422)

① 受限于政府对上市公司的国有股质押的监管规定(财企〔2001〕651号),国有企业的质押仍然存在一些显性或隐性的约束。

(续表)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Pldg</i>	<i>SDLA</i>	<i>Pldg</i>	<i>SDLA</i>	<i>Pldg</i>	<i>SDLA</i>
<i>CFO</i>	0.048	11.924 ***	0.021	12.067 ***	0.021	12.037 ***
	(0.039)	(1.714)	(0.038)	(1.692)	(0.037)	(1.695)
<i>ROA</i>	0.035	−20.786 ***	0.054	−20.737 ***	0.069	−20.747 ***
	(0.075)	(3.320)	(0.072)	(3.291)	(0.072)	(3.296)
<i>ROAVol</i>	0.406 ***	−9.422	0.313 **	−8.232	0.315 **	−8.488
	(0.136)	(6.405)	(0.130)	(6.150)	(0.128)	(6.171)
<i>Ndts</i>	0.683	69.622 ***	0.024	71.846 ***	−0.023	71.368 ***
	(0.492)	(23.014)	(0.482)	(22.797)	(0.477)	(22.805)
<i>TobinQ</i>	0.007 **	0.137	−0.001	0.156	−0.001	0.152
	(0.003)	(0.134)	(0.003)	(0.131)	(0.003)	(0.131)
<i>Age</i>	0.309 ***	−1.763	0.281 ***	−0.757	0.252 ***	−0.973
	(0.040)	(1.918)	(0.037)	(1.729)	(0.037)	(1.689)
<i>Top1</i>	−0.001 *	−0.099 ***	−0.000	−0.102 ***	−0.000	−0.101 ***
	(0.001)	(0.024)	(0.001)	(0.024)	(0.001)	(0.024)
<i>SOE</i>	−0.285 ***	1.845	−0.136 ***	0.987	−0.133 ***	1.171
	(0.028)	(1.576)	(0.029)	(1.343)	(0.029)	(1.319)
<i>Year F. E.</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm F. E.</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	26 005	26 005	26 005	26 005	26 005	26 005
<i>R²</i>	0.63	0.04	0.64	0.06	0.65	0.06
<i>UnderID</i>		0.00		0.00		0.00
<i>WeakID</i>		159		375		271
<i>OverID</i>						0.44

注:*UnderID* 表示 LM 统计量的 *p* 值,*WeakID* 表示 Kleibergen-Paaprk 统计量,*OverID* 表示 Hansen J 统计量的 *p* 值。

(二) 倾向得分匹配

为了排除进行质押的公司“本身短债长用水平较高”这一自选择偏误,参照翟胜宝等(2020)的研究,选取股权质押发生前 1 年的所有控制变量 *Ctrls* 作为协变量,构建 Logit 模型对样本进行 1 : 1 的无放回最近邻匹配,结果如表 12 第(1)列所示。此

外,为了进一步平衡处理组和控制组之间可能存在的系统性差异,增加两者之间的同质性,我们对匹配样本提出了进一步的约束,匹配的控制组限定为没有发生过质押的公司或是与实验组同年度同行业的公司(马连福和张晓庆,2020),结果如第(2)、第(3)列所示。可以看到,样本数随匹配条件有所波动,但核心解释变量 *Pldg* 均在 5%的水平上显著为正,基本结论保持不变。

表 12 倾向得分匹配

变量	<i>Baseline</i>	<i>NoPldg</i>	<i>IndYear</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Pldg</i>	0.962 ** (0.425)	0.962 ** (0.489)	0.909 ** (0.439)
<i>Size</i>	-1.085 ** (0.483)	-1.356 *** (0.497)	-0.479 (0.539)
<i>Lev</i>	-10.856 *** (1.785)	-10.965 *** (1.775)	-11.177 *** (2.102)
<i>GSales</i>	-0.146 (0.299)	-0.096 (0.303)	-0.219 (0.428)
<i>Tang</i>	26.379 *** (2.692)	26.788 *** (2.854)	28.817 *** (2.991)
<i>CFO</i>	13.434 *** (1.990)	12.448 *** (1.967)	11.129 *** (2.392)
<i>ROA</i>	-25.030 *** (4.033)	-22.719 *** (4.146)	-25.300 *** (4.603)
<i>ROAVol</i>	-11.893 (7.878)	-1.889 (7.838)	5.793 (8.672)
<i>Ndts</i>	71.390 *** (25.566)	72.466 *** (25.887)	37.663 (29.838)
<i>TobinQ</i>	0.154 (0.147)	0.255 * (0.147)	0.148 (0.156)
<i>Age</i>	0.998 (1.832)	0.742 (1.801)	2.026 (2.213)
<i>Top1</i>	-0.118 *** (0.027)	-0.116 *** (0.028)	-0.104 *** (0.031)

(续表)

变量	<i>Baseline</i>	<i>NoPldg</i>	<i>IndYear</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>SOE</i>	-0.676	0.463	-0.773
	(1.505)	(1.478)	(1.432)
<i>Year F. E.</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm F. E.</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	18 744	18 708	13 531
<i>R</i> ²	0.68	0.68	0.69

注：*Baseline* 代表基准的 PSM 匹配，*NoPldg* 表示控制组为从未质押公司的 PSM 匹配，*IndYear* 表示控制组与实验组来自同行业同年份的 PSM 匹配。

六、结 论

本文利用 2003—2020 年上市公司数据研究了控股股东股权质押对企业短债长用的影响。结果表明：第一，控股股东股权质押会显著提升企业短债长用的水平，其机理在于控股股东股权质押提高了企业的风险，银行在接收到这一信号后会通过减少长期借款、增加短期借款来调整信贷供给的期限结构，这提升了企业短债长用的水平。第二，异质性分析表明，质押对短债长用的正向影响在银企关系更弱、信息透明度较低、股权制衡较差以及平仓风险较高的公司中更为明显，信息不对称是质押影响短债长用的重要渠道，较低的信息不对称程度可以减少银行因规避控股股东股权质押风险进而调整信贷政策的可能，减少企业的短债长用。第三，就控股股东股权质押下短债长用的经济后果而言，短债长用进一步恶化了股权质押对企业盈利能力和偿债能力的消极影响，证实了由股权质押风险诱发的流动性风险的存在。上述结论在使用工具变量和倾向得分匹配方法缓解内生性问题后依然稳健。本文从一个新的视角丰富了控股股东股权质押产生的经济后果，对于解开企业短债长用之谜、促进企业健全内部治理机制以及提高银行信贷决策质量有着积极的意义。

参 考 文 献

白云霞,邱穆青,李伟,2016.投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较[J].中国工业经济,(7):23-39.

陈耿,刘星,辛清泉,2015.信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构[J].会计研究,(4):40-46,95.

- 陈骏,徐玉德,2012.高管薪酬激励会关注债权人利益吗?——基于我国上市公司债务期限约束视角的经验证据[J].会计研究,(9):73-81,97.
- 杜勇,陆鑫,2021.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,(2):102-119.
- 顾小龙,徐莉萍,施燕平,等,2018.崩盘风险预期与公司银行债务结构[J].会计研究,(8):35-41.
- 郝项超,梁琪,2009.最终控制人股权质押损害公司价值么?[J].会计研究,(7):57-63,96.
- 何娜,余海宗,朱慧娟,2020.“一带一路”倡议与企业信贷选择——基于中国上市公司的实证检验[J].国际金融研究,(9):88-96.
- 何韧,刘兵勇,王婧婧,2012.银企关系、制度环境与中小微企业信贷可得性[J].金融研究,(11):103-115.
- 胡楠,薛付婧,王昊楠,2021.管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J].管理世界,37(5):139-156,11,19-21.
- 胡宁,曹雅楠,周楠,等,2020.监管信息披露与债权人定价决策——基于沪深交易所年报问询函的证据[J].会计研究,(3):54-65.
- 黄贤环,吴秋生,王瑶,2021.影子银行发展与企业投资行为选择:实业投资还是金融投资?[J].会计研究,(1):100-111.
- 纪洋,王旭,谭语嫣,等,2018.经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J].经济学(季刊),117(02):449-470.
- 江轩宇,贾婧,刘琪,2021.债务结构优化与企业创新——基于企业债券融资视角的研究[J].金融研究,(4):131-149.
- 姜付秀,申艳艳,蔡欣妮,等,2020.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,143(2):74-98.
- 姜军,江轩宇,伊志宏,2020.企业创新效率研究——来自股权质押的影响[J].金融研究,(2):128-146.
- 柯艳蓉,李玉敏,吴晓晖,2019.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,40(4):50-66.
- 赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等,2019.董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J].管理世界,35(10):160-171.
- 李常青,李宇坤,李茂良,2018.控股股东股权质押与企业创新投入[J].金融研究,(7):143-157.
- 李常青,幸伟,2017.控股股东股权质押与上市公司信息披露[J].统计研究,34(12):75-86.
- 李健,陈传明,2013.企业家政治关联、所有制与企业债务期限结构——基于转型经济制度背景的实证研究[J].金融研究,(3):157-169.
- 李晓霞,罗党论,陈畅,等,2020.融资约束与大股东股权质押——来自A股民营上市公司的实证证据[J].金融学季刊,14(1):1-24.
- 廖珂,崔宸瑜,谢德仁,2018.控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J].金融研究,(4):172-189.
- 廖珂,谢德仁,张新一,2020.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,(10):97-111.
- 刘海明,李明明,2020.货币政策对微观企业的经济效应再检验——基于贷款期限结构视角的研究[J].经济研究,55(2):117-132.
- 刘晓光,刘元春,2019.杠杆率、短债长用与企业表现[J].经济研究,154(7):127-141.

- 陆正飞,杨德明,2011.商业信用:替代性融资,还是买方市场[J]. 管理世界,(4):6-14,45.
- 罗知,赵奇伟,严兵,2015.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,(10):69-84.
- 马红,侯贵生,王元月,2018.产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究[J]. 南开管理评论,21(3):46-53.
- 马连福,张晓庆,2020.控股股东股权质押与投资者关系管理[J]. 中国工业经济,(11):156-173.
- 钱爱民,张晨宇,2018.股权质押与信息披露策略[J]. 会计研究,(12):34-40.
- 饶品贵,姜国华,2013.货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J]. 经济研究,48(01):68-82,150.
- 宋全云,李晓,钱龙,2019.经济政策不确定性与企业贷款成本[J]. 金融研究,(7):57-75.
- 孙凤娥,2021.“短贷长投”缘何传染?——基于行业同群效应的视角[J]. 南京审计大学学报,18(3):81-91.
- 孙铮,李增泉,王景斌,2006.所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界,(10):100-107,149.
- 唐玮,夏晓雪,姜付秀,2019.控股股东股权质押与公司融资约束[J]. 会计研究,(6):51-57.
- 王斌,蔡安辉,冯洋,2013.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,33(7):1762-1773.
- 王红军,杨笋,阮刚铭,等,2018.放松利率管制、过度负债与债务期限结构[J]. 金融研究,(2):100-117.
- 王化成,曹丰,叶康涛,2015.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,(2):45-57,187.
- 夏常源,贾凡胜,2019.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,22(5):165-177.
- 肖作平,廖理,2008.公司治理影响债务期限水平吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界,(11):143-156,188.
- 谢德仁,廖珂,2018.控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究,(8):21-27.
- 谢德仁,廖珂,郑登津,2017.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,(3):30-38,94.
- 谢德仁,郑登津,崔宸瑜,2016.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,(5):128-140,188.
- 辛清泉,孔东民,郝颖,2014.公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究,(10):193-206.
- 翟胜宝,童丽静,伍彬,2020.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,(6):75-92.
- 张杰,杨连星,新夫,2016.房地产阻碍了中国创新么?——基于金融体系贷款期限结构的解释[J]. 管理世界,(5):64-80.
- 郑国坚,林东杰,林斌,2014.大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报,17(9):72-87.
- 钟凯,程小可,张伟华,2016.货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界,(3):87-98,114,188.
- ALESSANDRI P, BOTTERO M, 2020. Bank lending in uncertain times[J]. European Economic Review, 128:103503.
- CHAN K, CHEN H-K, HU S-Y, LIU Y-J, 2018. Share pledges and margin call pressure[J]. Journal of Corporate Finance, 52:96-117.
- CHENG Z, LIU Z (Frank), SUN Y, 2020. Share pledging and financial constraints in China[J]. Accounting & Finance, acfi.12729.
- DATTA S, ISKANDAR-DATTA M, RAMAN K, 2005. Managerial stock ownership and the maturity

- structure of corporate debt[J]. *Journal of Finance*,60(5):2333-2350.
- DOU Y, MASULIS R W, ZEIN J, 2019. Shareholder wealth consequences of insider pledging of company stock as collateral for personal loans[J]. *Review of Financial Studies*,32(12):4810-4854.
- FAN J P H, TITMAN S, TWITE G, 2012. An international comparison of capital structure and debt maturity choices[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,47(1):23-56.
- GUO K, KE B, TANG S, 2020. The spillover of privately held firms'financial constraints: Evidence from publicly listed firms'share pledging behavior[J]. Available at SSRN 3642515.
- JIANG F, XIA X, ZHENG X, 2021. Does controlling shareholders'share pledging raise suppliers'eyebrows? [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*,66:101-115.
- JIANG G, LEE C M C, YUE H, 2010. Tunneling through intercorporate loans: the China experience[J]. *Journal of Financial Economics*,98(1):1-20.
- PANG C, WANG Y, 2020. Stock pledge, risk of losing control and corporate innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*,60:222-241.

Controlling Shareholder's Shares Pledge and Short-term Debt for Long-term Use

Lian Yujun Xu Xiangxiang

Abstract By using a panel data which includes Chinese listed companies from 2003 to 2020, this paper finds that controlling shareholder's shares pledge significantly intensifies the level of short-term debt for long-term use. The potential mechanism is that shares pledge increases firm's risk, and bank will choose to cut loan term in order to tackle with the risk. However, the change of trade credit provided by suppliers is insignificant. The maturity mismatch of debt and investment is more prominent in the subsample that has weak bank-firm relationship, low information transparency, fragile power balance and high risk of closeout. This paper also finds that short-term debt for long-term strengthens pledge's negative impact on firm's profitability, and concomitant liquidity risk further intensifies default risk. This paper examines the economic consequence of shares pledge from a new angle and is beneficial to standardize controlling shareholder's shares pledge, understand the micro mechanism of short-term debt for long-term use and improve the quality of credit policy.

Key words shares pledge short-term debt for long-term use debt maturity structure liquidity risk