

摘要

中国 A 股上市公司存在股权质押的行为，会加大公司整体风险。中国证券监督管理委员会为维护 A 股市场的合理性、成长性，规避系统性、非系统性风险，也会督促企业去杠杆。但是，上市公司控股股东和高级管理人员一定会注意到此类问题带来的负面影响，在进行股权质押之后会采取一定手段化解企业财务风险，或是采取措施掩盖企业财务杠杆，如上市公司通过表外负债、明股实债等方式进行杠杆操作。

本文将杠杆操作定义为采取措施掩盖企业财务杠杆。借鉴 XLT-LEVM 法衡量杠杆操作程度，将被解释变量杠杆操作程度滞后一期，并对中国 A 股市场 2005 年至 2020 年共 15 年的所有上市公司的样本数据进行衡量，通过实证检验股权质押对杠杆操作的关系。为进一步探讨有哪一些因素影响上市公司控股股东和高级管理层的股权质押与杠杆操作的联系，本文在此基础之上研究了上市公司是否更换审计事务所、审计事务所是否出具非标意见、股利这个三维度的影响。最后，对模型进行异质性检验和稳健性检验，包括更换样本数据、DID 双重差分法、工具变量法。

研究发现，（1）中国的上市公司的杠杆操作普遍存在。（2）如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高，则该上市公司进行杠杆操作程度越大。（3）如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高，则该上市公司进行杠杆操作程度越大；且上市公司更换审计事务所对该作用程度具有正向调节作用，即会加强上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系。

（4）如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高，则该上市公司进行杠杆操作程度越大；且上市公司的审计事务所出具非标意见对该作用程度具有正向调节作用，即会加强上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系。

（5）如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高，则该上市公司进行杠杆操作程度越大；且上市公司分发股利对该作用程度具有负向调节作用，即会削弱上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系。

关键词：股权质押；杠杆操作；控股股东和高级管理层；审计事务所；非标意见；股利

Abstract

The equity pledge of China's A-share listed companies will increase the overall risk of the company. The China Securities Regulatory Commission will also urge enterprises to deleverage in order to maintain the rationality and growth of the A-share market and avoid systemic and non-systemic risks. However, the controlling shareholders and senior managers of listed companies will definitely notice the negative impact of such problems, and take certain measures to defuse the financial risks of enterprises after equity pledge, or take measures to cover up the financial leverage of enterprises, such as the leverage operation of listed companies through off-balance sheet liabilities, explicit shares and real debts.

In this paper, leverage operation is defined as taking measures to cover up the financial leverage of an enterprise. By using XLT-LEVM method to measure the degree of leverage operation, the degree of leverage operation of the explained variable will lag one stage, and the sample data of all listed companies in China's A-share market for 15 years from 2005 to 2020 will be measured, and the relationship between equity pledge and leverage operation will be empirically-tested. In order to further explore what factors affect the relationship between equity pledge and leverage of the controlling shareholders and senior management of listed companies, this paper studies the three dimensions of whether the listed company changes the audit firm, whether the audit firm issues non-standard opinions and dividends. Finally, the heterogeneity test and robustness test of the model were carried out, including sample data replacement, DID difference method and instrumental variable method.

It is found that (1) Leverage is widespread among listed companies in China. (2) If the proportion of equity pledge by the controlling shareholders and senior management of the listed company is higher, the degree of leverage operation of the listed company is greater. (3) If the proportion of equity pledge by the

controlling shareholders and senior management of the listed company is higher, the degree of leverage operation of the listed company is greater; And the change of audit firm has a positive moderating effect on the degree of this effect, that is, it will strengthen the positive correlation between equity pledge and leverage operation. (4) If the proportion of equity pledge by the controlling shareholders and senior management of the listed company is higher, the degree of leverage operation of the listed company is greater; Moreover, non-standard opinions issued by audit firms of listed companies have a positive moderating effect on the degree of this effect, that is, it will strengthen the positive correlation between equity pledge and leverage operation of listed companies. (5) If the proportion of equity pledge by the controlling shareholders and senior management of the listed company is higher, the degree of leverage operation of the listed company is greater; Dividend distribution of listed companies has a negative moderating effect on this effect, that is, it will weaken the positive correlation between equity pledge and leverage.

Key words: equity pledge; leverage; controlling shareholder and senior management; auditor firm; non-standard opinion; dividend

目录

摘要.....	1
Abstract.....	2
1.绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与意义.....	3
1.2.1 现实意义.....	3
1.2.2 理论意义.....	3
1.3 研究内容与框架.....	4
1.3.1 研究方法.....	4
1.3.2 研究框架.....	5
1.4 创新点与不足.....	6
1.4.1 研究创新与贡献.....	6
1.4.2 不足之处与展望方向.....	6
2.文献综述和理论基础.....	7
2.1 股权质押与杠杆操作的概念界定.....	7
2.2 股权质押与杠杆操作的影响机制.....	8
2.3 影响股权质押与杠杆操作的因素.....	9
2.4 相关学术理论.....	11
2.5 文献评述.....	12
3.中国 A 股上市公司的股权质押.....	13
3.1 中国股权质押历年进程.....	13
3.2 中国股权质押风险管理.....	17
3.3 中国上市公司控股股东和高级管理层的市值管理办法.....	19
4.中国 A 股上市公司的杠杆操作.....	23
4.1 杠杆操作的定义.....	23
4.2 表外负债.....	23
4.2.1 直接表外负债.....	24
4.2.2 间接表外负债.....	25
4.2.3 转移表外负债.....	26
4.3 明股实债.....	27
4.3.1 明股实债的五个判断标准.....	27
4.3.2 明股实债相关的法律法规.....	28
4.4 影响杠杆操作的其他因素.....	29
4.4.1 上市公司变更审计事务所.....	29

4.4.2 审计事务所给上市公司出具非标意见.....	30
4.4.3 股利.....	31
5 研究方法.....	32
5.1 假设.....	32
5.2 模型数据.....	34
5.3 模型设计与变量定义.....	34
5.3.1 被解释变量.....	35
5.3.2 解释变量.....	39
5.3.3 控制变量.....	40
5.4 描述性统计.....	41
6.实证结果与分析.....	43
6.1 主回归结果与分析.....	43
6.2 异质性分析.....	46
6.3 稳健性检验.....	56
6.3.1 更换模型样板数据.....	56
6.3.2 双重差分 DID 检验.....	59
6.3.3 工具变量法.....	62
7.结论与建议.....	69
7.1 结论.....	69
7.2 建议.....	70
参考文献.....	72
后记.....	78
致谢.....	79

1.绪论

1.1 研究背景

自 1978 年党的十一届三中全会确定改革开放的基本国策以来,伴随中国经济发展模式转变、宏观政策调整、企业经营方式优化,为适应现代化经济发展,我国也开始发展自己的资本市场。毫无疑问,资本市场一直以来是中国发展的重点、改革的重点、带动经济的重点。党和国家对于资本市场,尤其是中国股市发展格外重视,也出台系列政策、法规对其进行改革。如:1990 年的尝试性经济体制改革,正式成立上海证券交易所和深圳证券交易所两个交易所;1992 年规范证券交易体制,对部分国有企业进行股份制改革,允许这些国有企业在证券市场公开发行股票;1994 年出台《公司法》,其目的在于规范我国资本市场运行机制和基本逻辑,对上市公司的成立、上市辅导、股票公开发行、企业治理进行详细的规定与明确的限制,以此来弥补证券市场监管的部分不足;1998 年《证券法》出台,从法律层面上正式承认中国资本市场的合法性,明确中国资本市场的法律地位;2001 年实施“通道制”股票发行制度,2003 年采用“保荐制”,2005 年开始股权分置改革,2009 年打造创业板,2020 年实行注册制。的确,从“审批制”到“通道制”、“保荐制”,到“核准制”,最后到“注册制”,中国资本市场改革精彩纷呈。回顾我国资本市场的发展历程,资本市场已然是推动我国经济健康发展、解决企业融资困难、提供众多就业岗位、勇担税收责任的中坚力量。在此过程中,我国资本市场有关制度改革是推动经济、制度、市场发展和完善的活水源泉。

但是,我国的资本市场仍然有待完善,如需要完善信息披露制度、会计准则制度、法律监管制度、稽查执法工作等。因此,一些上市公司实际控制人在早期往往利用存在的制度缺陷和结构性矛盾,做出损害我国资本市场、

证券法规权威、中小投资者权益的有害行为。随着党和政府的高度重视和采取切实有效的系列行动，这样的不良行为已经得到卓有成效地遏制。

企业要发展，融资必不可少。中国企业融资方式多种多样，主要有以下几种：债权融资、股权融资、银行承兑汇票、第三方担保、不动产抵押、资产质押、股权转让、融资租赁、海外融资等方式。其中，股权质押是本文着重介绍的对象。

股权质押虽然能够帮助上市公司融通资金、缓解融资约束，但是也存在一定风险。在进行股权质押定价时是参考当时市场价值，上市公司一旦采取激进的经营政策、融资政策、杠杆政策，对公司整体公允价值造成冲击时，容易发生担保价值贬值的情况，进而导致股权价值会与股权质押时的价值不同，存在被强行平仓的股权安全风险和一系列道德风险隐患。因此，这些进行股权质押的上市公司整体风险较大，公司控股股东和高级管理层往往为了避免因这些负面财务消息导致股价下跌，进而引发跌破股权质押平仓线，触发危机，会有强烈意愿进行公司市值管理，如通过二级市场大宗股票交易拉升股价、以并购计划为基础进行长线交易维护股价稳定、与机构协同控制股价等等。当然，也会进行杠杆操作，如通过表外负债、明股实债等方式美化自己的财务报表。东方财富 Choice 数据统计显示，截至 2020 年 12 月，我国资本市场 A 股累计有 2632 家上市公司参与过股权质押，累计质押 4865 亿股，总市值 4.32 万亿元，占整个资本市场 A 股总股本 5.66%。截至 2022 年 3 月 8 日，共有 239 家 A 股上市公司控股股东累计质押自家上市公司数量占其持股比例超过 80%，共计质押 793.96 亿股，质押市值高达 4587.21 亿元。截至 2022 年 3 月 10 日，重要股东股权质押已达平仓的有 5897 笔，占比 26.21%；另有 1320 笔已经达到预警线但未达平仓线，占比 5.87%。

为积极推动上市公司经营扩张发展，上市公司的控股股东和高级管理层从公司战略规划和实际情况出发，采取的一种融资方式就是股权质押。由于传统融资模式，不论是抵押、质押、还是信用贷款，都需要长时间、高人工成本的系统性评估之后，才能发放贷款，企业才能获得融资。毫无疑问，这

1.绪论

个过程耗费大量时间、人力、金钱。然而，股权质押不需要长时间、漫周期地评估，只需要依据证券市场质押标的股票成交的公允价值、市场价值作为参考标准，价格公开、透明、有说服力。因此，股权质押可以充分提高上市公司的融资效率，还能够减轻让上市公司控股股东和高级管理层在此过程中失去企业控制权的风险。由此，现阶段的上市公司控股股东和高级管理层若要采用高效融资模式，往往会采用股权质押模式。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 现实意义

从实践角度发出，上市公司股权质押的确能够缓解企业融资困境、避免传统贷款的严苛、耗时手续过程。与此同时，股权质押还可以让上市公司控股股东和高级管理层减少失去对公司控制权的风险、融得资金量大、受监管较少约束。然而，不少上市公司的控股股东和高级管理层因股权质押操作也会给中国证券市场和行业造成众多不良影响。

不过，中国的 A 股市场是一个成熟、健康的证券市场，上市公司控股股东和高级管理层进行市值管理，能够操作股价一时，不能操纵股价一世。长期来看，上市公司的股价还是取决于公司整体战略发展、董事会和高级管理层的发展规划、财务治理能力、公司激励制度、员工努力程度等等。一个上市公司的股价在资本市场上的反映还是要由最终的经营状况，即财务报表中的数据来体现。为了降低上市公司整体风险，保障股权控制权不转移，上市公司控股股东和管理层是否会做出相应措施呢？答案是肯定的，上市公司控股股东和高级管理层会进行杠杆操作。

1.2.2 理论意义

本文在选取数据之后，对数据进行处理，删去缺失值之后，得到 30875

个观测值。通过实证研究，本文发现：中国的上市公司进行杠杆操作比较普遍。为避免上市公司已经在股权质押比例较大的高财务风险情况下，使得上市公司为了整体稳健发展，上市公司的控股股东和高级管理层往往会有动机进行杠杆操作，避免灰犀牛、黑天鹅等突发事件导致公司股价下跌，触碰股权质押的平仓红线，被质权方抛售股权，进而对上市公司整体造成系统性风险，甚至会造成上市公司控制权的转移，这是上市公司控股股东和高级管理层绝不愿意看到的。这为研究上市公司股权质押对杠杆操作之间的联系提供理论依据。同时更换上市公司审计事务所和审计事务所给出非标意见会对上市公司控股股东和高级管理层股权质押对杠杆操作联系，具有正向调节作用，即会加强上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系；而股利派发则会抑制对上市公司控股股东和高级管理层股权质押对杠杆操作联系，具有负向调节作用，即会削弱上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系。由此，丰富了学术对于中国 A 股上市公司股权质押对杠杆操作的关系研究。

1.3 研究方法 with 框架

1.3.1 研究方法

（1）定量分析与定性分析。本文寻找、整理、总结学术文献时，采用基本的 XLT-LEVM 法对上市公司杠杆操作程度进行人为量化，并在后续的实证方面中结合自己所学思考进行理论上的定性分析。

（2）比较分析法。在对模型进行异质性分析时，对不同的控制变量可能对模型形成的影响分别探讨，通过交互项来探究某一控制变量对模型影响程度的差异，形成对比。

（3）实证分析法。文章首先对模型数据进行 Winsorize 缩尾处理，再进行 Tobit 主回归。其次，对主回归结果进行异质性分析。最后，对主回归模型进行稳健性检验，方法包括更改样本数据、DID 双重差分法、工具变量法。将最后的实证结果进行整理总结，形成结论。

1.3.2 研究框架

主要内容分为以下七个部分：

第一个部分是绪论。介绍本篇论文的研究背景、研究目的与意义、研究内容与框架、创新点与不足。

第二个部分是文献综述和理论基础。对股权质押、杠杆操作的概念进行了界定，并分别从股权质押的影响机制、影响股权质押的因素、杠杆操作的影响机制、影响杠杆操作的因素、相关学术理论这五个层面进行文献综述，最后对整理的文献进行评述。通过梳理了相关文献，为研究中国 A 股上市公司股权质押对杠杆操作的关系提供参考。

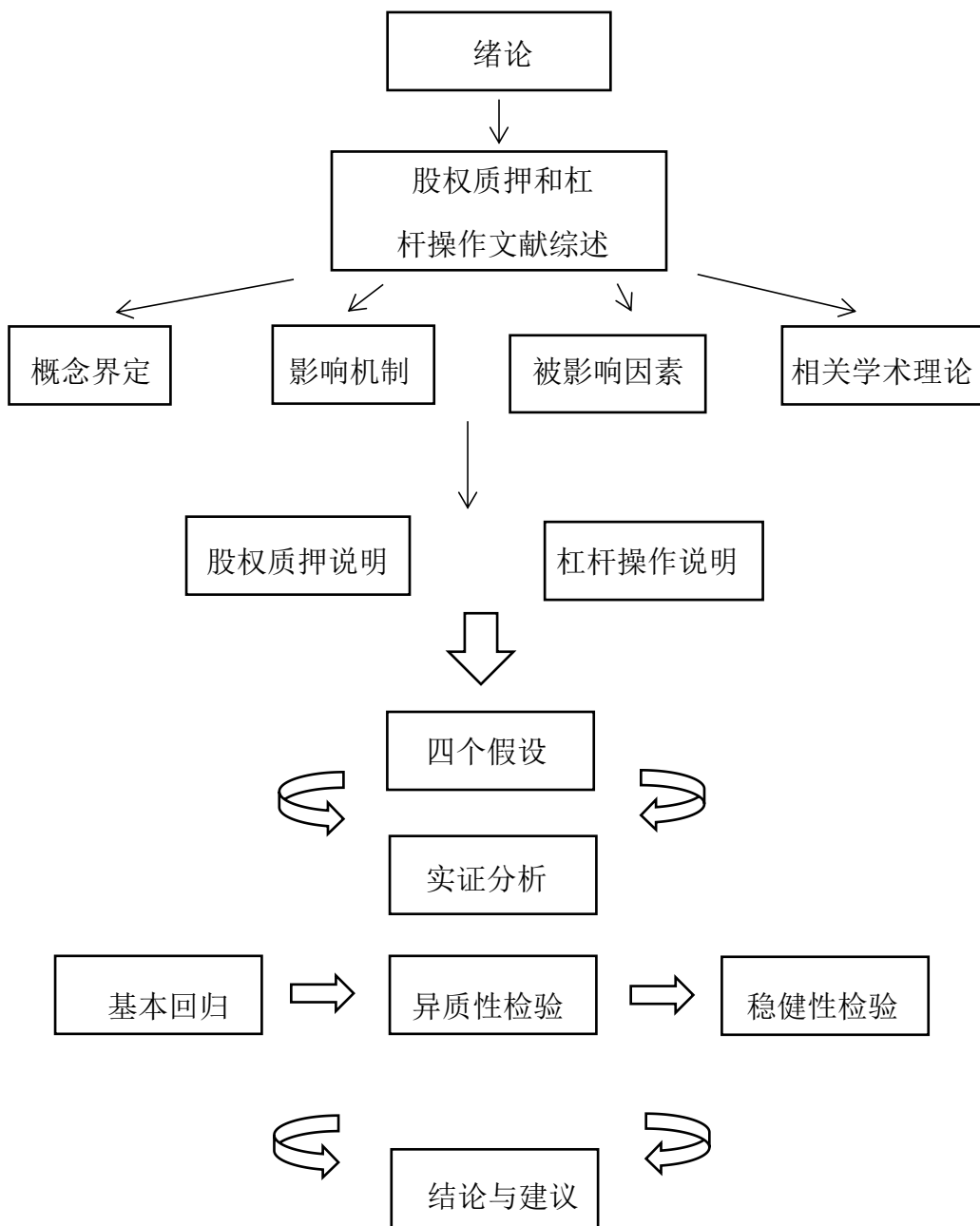
第三个部分是中国 A 股上市公司的股权质押。该部分梳理了中国股权质押历年进程、股权质押风险管理、中国上市公司控股股东和高级管理层的市值管理方法，分析了市值管理的不同情况，为本文研究提供理论依据。

第四个部分是中国 A 股上市公司的杠杆操作。该部分详细定义了杠杆操作，以及其定义计算过程中所需要的变量，包括但不限于表外负债、明股实债、审计实务所变更、审计事务所出具非标意见、股利等。也指出了这些变量的判断标准和相关的法律法规。

第五个部分是研究方法。该部分指出了本文模型的假设、数据来源、设计理念、变量定义、描述性统计。

第六个部分是实证结果与分析。该部分展示了回归模型的结果。先对模型结果进行异质性分析，包括探究上市公司资产收益率的异质性分析、经营活动所产生的现金流的异质性分析、杠杆率的异质性分析、长期有息负债率的异质性分析、上市年限的异质性分析。再进行稳健性检验，包括更换模型样本数据、双重差分法 DID 检验和工具变量法。

第七个部分是结论与建议。梳理整理模型得出的结论，并以此为据对监管部门、上市公司提出一定建议。



1.4 创新点与不足

1.4.1 研究创新与贡献

本文的创新之处在于：1. 针对于目前学术中研究的是中国 A 股上市公司股权质押对杠杆操作的联系，在此基础之上，可以对这一方面调节效应的细节进行进一步地拓展和深化。2. 本文在学术文献研究股权质押对杠杆操作范畴中，进一步地考虑上市公司控股股东和高级管理层在是否进行更换上市公司审计事务所、是否审计事务所出具非标意见、上市公司股利这三种不同情况下，对上市公司控股股东和高级管理层股权质押与杠杆操作的影响程度与联系进行了补充说明，丰富了股权质押对杠杆操作的研究，也从另外三个角度探究了股权质押对杠杆操作的调节效应影响机制。

1.4.2 不足之处与展望方向

本文不足之处在于：首先，文章模型主要探讨的是上市公司股权质押对杠杆操作的联系，同时探讨上市公司审计事务所出现变更、审计事务所给出非标建议、公司股利这三个维度，而其他因素并没有详细讨论。其次，在人为量化杠杆操作程度时，可能方法不够巧妙、精准，仍然有待优化。这些不足之处只能在后续实证研究中继续探讨。

2.文献综述和理论基础

本文主要探究中国 A 股上市公司股权质押对杠杆操作关系，因此在文献综述部分主要对股权质押对杠杆操作部分进行梳理，最后对所有整理的文献进行评述。在国内外早期学术研究中，已经有不少文章发表关于股权质押的度量方法、股权质押对杠杆操作的关系等。文章主要在金融研究、管理科学学报、管理世界等著名期刊进行文献收集工作，国内外文献对该课题项目的研究主要还是结合我国 A 股实际情况、政策方针出台、上市公司运行逻辑进行研究阐述。本文将收集的文献作出如下综述：

2.1 股权质押与杠杆操作的概念界定

股权质押（Pledge of Stock Rights），也称股权质押权，是指出质人将自己所拥有的股权作为质押标的物，从而设立的质押。郑国坚等（2014）对股权质押进行了定义：是指出质人以其拥有的股权作为标的物而设立质押。梁诗等（2021）认为股权质押是控股股东在保证股份控制权不发生转移的前提下获取资金的一种融资方式，相比于其他方式，股权质押具有时效快、成本低等优势。杨青等（2020）认为股权质押是一种担保物权，具有杠杆效应，在资本市场中充当着“金融加速器”的作用。

许晓芳（2020）对杠杆操作定义如下：杠杆操作包括狭义杠杆操作和广义杠杆操作两种概念。狭义层面的杠杆操作，是指上市公司的大股东和高级管理层利用明股实债和表外负债来掩盖上市公司本身的财务杠杆的行为。广义层面的杠杆操作，是指上市公司大股东和高级管理层不仅通过明股实债和表外负债等财务行为进行操作，还通过一些其他的向上操作资产或向下操作负债等会计手段达成目的。

2.2 股权质押与杠杆操作的影响机制

本节首先对关于股权质押会对企业产生何种影响进行梳理。谢德仁等（2016）发现上市公司公开财务报表数据的透明程度和股价下跌风险呈现负相关关系,并且上市公司的控股股东和高级管理层接触股权质押之后,反而公司股价暴跌风险加剧。上市公司控股股东和高级管理层很少通过改善经营业绩来避免股价下跌。相反,他们一般会选择通过运作上市公司的信息披露机制、私下协商化解、盈余市值管理,以降低股权质押期间股价崩盘的风险。王化成等（2015）选取 2003 至 2012 年的 A 股上市公司数据并结合已有研究,通过量化股价崩盘风险,在考虑股权质押的情况下,建立模型后发现上市公司的第一大股东持股数量占比和在未来股票价格过度下跌的概率存在明显的负相关关系。田利辉等（2004）参考西方金融理论中的债务融资优序理论,得出以下结论:通过债务融资的上市公司将会减少经理人的代理成本,激励上市公司控股股东和高级管理层提高公司质量,是典型的代理人问题。陈晶璞等（2021）研究了股权质押比例对企业研发投入的影响。通过实证表明一家企业的控股股东股权质押比例小于 37.6%,就可以对研发投入产生积极影响;反之,则产生消极影响。贾春香等（2021）研究发现企业控股股东在进行股权质押之后,会对企业创新有一定的负作用。袁显平等（2021）通过实证发现控股股东在进行股权质押之后,会对企业价值产生消极影响,且代理成本在企业进行股权质押过程中影响程度较大,会进一步抑制企业价值提升。

其次对关于杠杆操作会对企业产生何种影响进行梳理。谭小芬等（2019）得出金融结构市场化程度越高,则非金融企业杠杆率越低。在一般情况下,金融机构市场化程度每下降 1 个百分点,则上市公司杠杆率上升 0.44 个百分点。关于研究上市公司管理者对公司财务杠杆和最优杠杆调整速度的影响,Rostami Vahab 等（2022）研究了上市公司财务杠杆的调整速度表明了企业向最优资本结构进行不断调整,并清晰地展示了上市公司在不同场景下的融资决策。因此在管理者短视的公司中,财务杠杆的调整速度会随着向最优杠杆

不断靠近而逐步递减。徐静等（2020）研究发现中国 A 股上市公司在进行股权质押之后，往往会采用真实盈余管理，减少应计盈余管理来掩饰本公司的财务状况。Xiaobao Song 等（2009）通过分析上市公司大股东侵占其他投资者收益与外部投资者有效监督之间的博弈，并综合分析大股东侵占成本、外部投资者监督收益、中小股东起诉大股东所获得赔偿等各方面因素最终认为在上市公司中，大股东控制权和掌控现金流权分离容易导致大股东对上市公司企业价值的侵占。刘彦姗等（2020）通过研究发现企业去杠杆有两种较为有效的方式，一是可以积极拓宽融资渠道，增加资产负债率的分母；二是可以提高资金的运营效率。孙巍等（2021）认为去杠杆应该根据不同行业、不同时间节点、不同情况精准施策，以防止把控不准对企业造成伤害。

2.3 影响股权质押与杠杆操作的因素

通过对不同文献的收集整理，发现影响股权质押的因素有：

（1）上市公司股权性质和背景。祝继高等（2011）指出，如果上市公司是国营国资背景，则证券监督管理委员会和其他有关部门会在该类上市公司融资时更加优先照顾国有上市公司，并提供相应辅导支持。但如果是民营背景的上市公司，则会在外部融资过程中更加困难。在股权质押方面亦是如此。朱小云（2020）通过实证分析认为上市公司产权性质决定企业履行的社会责任使命。在履行更多的社会责任可以获得在各个方面包括企业融资的积极推动力。李旻等（2015）探究上市公司的资本结构和公司治理，将控股股东质押权作为研究起点，从市值管理的角度研究上市公司控股股东的外部融资和利益侵占等企业人行为，明确指出上市公司控股股东和高级管理层通过市值管理来进行杠杆操作。

（2）金融深化。刘贯春等（2019）在文章中提到我国经济已经开始出现增长下滑、趋势放缓的现象。以我国 A 股上市公司非金融类作为研究样本，通过资本结构偏离度方程，进行回归实证，最终得出结论并解释了中国金融化对上市公司的资本结构和债务杠杆的影响。纪敏等（2017）通过对 MM 定理

2.文献综述和理论基础

和微观角度和市场经济增长的宏观角度同步出发，解析中国企业的微观杠杆和市场的宏观杠杆，提出应当合理处理去杠杆、转型经济结构、信贷规模减少过快所导致的投资引发的流动性风险，也需要防范杠杆率上升可能导致的资产泡沫。

（3）代理人问题。郑国坚等（2014）从上市公司股东的财务约束，即股权质押、股权冻结的角度出发，研究发现中国 A 股上市公司控股股东和高级管理层在进行股权质押之后，即使上市公司存在财务约束的情况下，也依然会占用企业资金，不仅不利于上市公司自身发展，还会损害众多中小股东的所有者权益，存在典型的代理人问题。Heng An（2013）通过实证研究详尽地考察了不同的机构投资者对其控股公司股票价格的同步性和崩盘风险的影响。研究发现，一些企业或机构的所有权与公司股价存在负相关的关系。这些也是由代理人问题导致的。该结果与 Jin 和 Myers（2006）的理论基本一致。Yuhui Wu 等（2011）以中国 A 股上市公司的股权结构为出发点，探究影响大股东掏空上市公司行为的重要因素。

通过对不同文献的收集整理，发现影响杠杆操作的因素有：

（1）企业董事会和委员会与企业绩效。Huynh Quang Linh 等（2022）发现公司董事会规模与公司绩效有正向关系：随着公司董事会规模不断增加，企业的绩效也会在一定程度上随之增加。董事会的独立性与企业绩效呈现显著正相关，审计委员会规模也与企业绩效正相关，董事会中的女性董事也与积极的公司绩效相关。Kijkasiwat Ploypailin 等（2022）研究的是在发达国家的新兴经济体公司中企业治理、企业绩效和财务杠杆之间的联系。作者的研究基于 2002 到 2017 年之间共计 2568 家企业。研究表明，企业董事会有责任和动机去利用低财务杠杆来提高企业业绩。在新兴国家，拥有大型董事会的公司通常只会使用低杠杆，而在发达国家，反而是拥有小型董事会的公司使用低杠杆来提高公司绩效。从多个大股东与杠杆调整方面，Zhixiao Wang 等（2022）在中国上市公司寻找新证据：在进一步的分析中，作者发现当管理层薪酬与公司业绩联系越紧密时，多个大股东对杠杆调整速度的负面影响越小。

总之,这项研究提供了新的经验证据,强调了多个大股东的潜在价值破坏作用,并强调了公司股东改善公司治理机制的重要性,以减轻所有权分散的潜在负面影响。

(2) 企业经营状况。丁日佳等(2020)认为企业成长能力、营运能力均与经营绩效显著正相关,即成长能力、营运能力越强,企业的经营绩效越好。且去杠杆不能采取“一刀切”的处理方式,在控制好行业整体杠杆率的同时,进行适当的“转移杠杆”过程。赵华等(2020)根据企业财务状况,明确了去杠杆的本质是防止资源错配,去杠杆的目标是实现企业资本结构的优化,去杠杆的对象是杠杆过高、产能低效的企业。

(3) 国家政策。李志阳(2020)研究中国企业金融去杠杆操作,探究发现国家政策往往会以稳定经济发展而出台,但是金融去杠杆会对国内产出、消费品价格等基本产品造成一定的价格冲击,这也能解释杠杆操作。

2.4 相关学术理论

首先是信息不对称理论,由 G.Akerlof、M.Spence、J.E.Stiglitz 三位美国经济学家提出。在一个市场中,不同参与者对同一个事物的理解和掌握的信息不尽相同。凭借自身职位、人脉等不同条件,市场中会出现对某一事物有关信息掌握更多的人,自然也会出现对某一事物有关信息掌握更少的人。信息不对称理论认为能够对某一事物掌握更多信息的人在进行市场交易的时候会处于优势地位,而对某一事物掌握信息更少的人在进行市场交易的时候会处于劣势地位。在经济学中,信息不对称主要表现为逆向选择和道德风险。

其次是代理人问题理论。代理人问题是经济学中最基础的问题与理论。常见情况下,在一家公司中,股东和管理层往往会存在利益冲突。毕竟股东希望管理层能够节俭创收,以增加股东自己的收益。而管理层如果不能享受公司收益的分红权,则在治理公司的时候,往往会超额消费,以满足自己的物质享受需求。从学术的角度来谈,代理人问题存在的原因还是信息不对称造成的利益冲突。在经济行为中,代理人采取行为来满足委托人的需求,但

是由于信息不对称的存在，委托人难以对代理人的所有行为进行完全有效的监督，进而代理人就可能寻找机会损害委托人的利益来满足自己的利益。

2.5 文献评述

整体来看，学术界对上市公司股权质押对杠杆操作有许多研究，但是对这一领域的不同层面的研究还是有一定可以补充的空间。

从研究视角来看，学术界目前对于股权质押的研究包括上市公司股权性质和背景、金融深化改革、代理人问题；对于杠杆操作的研究包括企业董事会和委员会与企业绩效、企业经营状况、国家政策，对于其他方面的影响因素还能够继续扩展。因此，本文考虑了上市公司是否更换审计事务所、审计事务所是否出具非标意见、股利这三个层面对此进一步地补充探讨。

从研究数据来看，所采用数据年限不尽相同。而本文认为一般研究上市公司应该采用2005年或2007年之后上市公司会计准则开始更改之后的数据。这样对上市公司反映出来的状况能够更有效地把握。本文采取2005年之后的数据。

从研究方法来看，大部分文章都采用实证分析法。因此，本文也主要采用实证分析，对模型进行Tobit回归之后，也进行了异质性检验和稳健性检验，其中包括更换样本数据、DID双重差分法和工具变量法。

3.中国 A 股上市公司的股权质押

参考全球众多国家关于担保、抵押、质押的法律规定，质押的不同类型可以按照其标的物的不同，进而划分为动产质押和权利质押。股权不属于动产。因此，股权质押属于权利质押的一种。因设立以公司股权为标的物的质押而使债权人取得对质押股权的担保物权，称之为股权质押。按照我国相关法律规定，只有是股份公司股东的股票或有限责任公司股东的股票，才可以进行股权质押。在进行股权质押的过程中，还需要满足以下几点：1. 按照中国相关法律进行股权质押，出质人和质权人必须以书面形式签订合同，不能以口头方式进行协商并构成合同关系。2. 在证券登记机构进行股权质押，所质押的起始时间应当从出质人和质权人双方一同办理证券登记的时间开始算起。3. 通过以其他类型股权进行股权质押的，质权时间从工商登记部门办理登记股权质押的时间开始算起。4. 公司股东在进行股权质押之后，不得通过任何方式转让股权，出质人和质权人协商且达成一致的除外。5. 出质人转让股权所得的转让款项，应当向质权人提前清偿债务或者优先提存。要成为可以股权质押的标的物，按照中国《担保法》第 75 条第一项规定，只有相关法律规定的可转让的股份才可以设立质押。由此可以看出，可转让性是股权质押的一个标准。

股权质押的一般流程是：1. 确定申请出质股权股东所在企业的类型，是属于未上市的股份有限公司、上市股份有限公司、有限责任公司中的哪一种。2. 在有关部门填写表格、上交材料，包括但不限于营业执照、质权人身份证明、出质人身份证明、质押合同等。3. 在相关部门领取出质通知书。

3.1 中国股权质押历年进程

中国金融市场的整体市值极其庞大，股权质押的市场也很巨大，曾经的中国股权质押市场的市值一度突破万亿人民币规模级别。在 2019 年到 2021 年，中国股权质押市场总市值已经基本稳定在 4 万亿人民币以上，这还是近

3.中国 A 股上市公司的股权质押

几年股权质押市场增长趋势略有放缓的情况下。在金融市场中，股权质押一直以来都是企业重要的融资途径之一，尤其是在 2003 年股权质押的市场逐步扩大，在 2007 年中国证券市场的股权分置改革基本完成之时，上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押也开始了一轮增长。

（1）井喷式增长阶段：2013 年中到 2015 年中

2015 年是中国证券市场迅速扩张的一年，从 2013 年中到 2015 年中，证券市场的股权质押比例迅速增长。值得注意的是，在 A 股市场中，有着较好基本面、未来发展前景、流动性较高的上市公司的股权质押比率提升幅度最大。根据东方财富 Choice 数据显示，这些公司的股权质押比率从之前的 40% 一度提升到 60%，股权质押的规模也从 2014 年的 2.58 万亿增长到 2015 年 4.93 万亿元。

其中，场内交易市场的股权质押规模从 2014 年占比 10% 的 0.27 万亿元，上升到 15 年底占比 53% 的 2.6 万亿元。

股权质押市场能够井喷式增长原因：1. 当时中国 A 股股市过于火热。由于 2015 年年中以前几乎所有股票的股价都在不断上涨，不断上涨的股价远远超过股权质押的平仓线和警戒线，因此上市公司控股股东和高级管理层在进行股权质押的时候所面临的风险自然也就随之减少，无数金融机构诸如银行、信托、券商等都愿意接受股票质押。在一段短时间内，A 股上证指数从 2000 点一路高歌猛进到 5100 点。2. 证券场内交易市场过度开放。由于当时中国 A 股证券市场涨势过于良好，由此在当时的金融监管相对来说较为宽松，证券公司也以此为契机，在金融工具上进行大规模创新，在此时证券公司场内质押市场应运而生。3. 在 2013 年 5 月，上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券业协会联合发布了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》，在 2013 年 6 月 24 日，正式启动股票质押式回购业务。当这些政策规定落地生根以后，我国证券市场的股权质押业务开始高效、便捷地运行。

（2）暴跌震荡不断阶段：2015 年中到 2016 年初

2015 年的股灾突然袭来，A 股市场中的大多数上市公司市值一泻千里，

证券市场中的各类金融工具也开始频频暴雷，其中也包含股权质押。根据东方财富 Choice 的数据显示，没有限售流通股票的平均质押率经历快速上涨，最终却又快速下跌，即从 30%到 60%，再到最后的 30%。但是证券市场中的被限售的股票质押率却逐步从 25%上升到 35%。在这段过程中，证券市场中股权质押的规模确实逐步增加的，从 2015 年的 4.93 万亿增加至 2016 年的 5.44 万亿元。

股权质押市场经历猛跌震荡不断原因：1. 由于中国证券监督管理委员会出台相应规定，限制当时 A 股市场民间加杠杆程度，由此导致 A 股市场由短期热钱推高的证券市场瞬间下跌，由此引发股灾。在这次股灾发生时，由于之前不少上市公司控股股东和高级管理层进行过股权质押，且当时市场行情较好，股权质押的比例也非常大，此次股灾发生，对于这些高度质押股权的流通股票也开始触及到平仓线和警戒线，且出质人也没有资金追加保证金，因而被质权人强制平仓，并进一步不断地负反馈循环，最终在中国 A 股证券市场上造成了严重的后果。经过专业机构统计发现，股权质押比率也从 60%跌到了 30%。但是在经过一段时间自我调整和修复，从 5100 点跌至 3000 点，也就是在股灾结束之后，A 股市场也终于迎来了大众所盼的反弹，最终反弹到 3500 点。具有良好基本面和流动性的股票再次获得质权人的青睐，股权质押市场占比一度恢复到之前的 60%。2. 在 2016 年 1 月 1 日起开始实施的 A 股市场熔断机制规定：如果沪深 300 指数涨幅或跌幅超过 5%，则启动第一次熔断操作，且沪深两市场及其股指期货暂停交易 15 分钟；如果沪深 300 指数涨幅或跌幅超过 7%，则启动第二次熔断操作，且直接收市；在每一个交易日的 14:45 以后发生的任何熔断，都直接收市。因为熔断机制的存在，小规模股灾也瞬间会引发大规模的股灾。在 2015 年年中开始，股价经常出现暴跌，根据数据显示，A 股上市流通股的股权质押比率跌到了之前的 30%底部。而与此同时，上证指数也从之前的 3500 点跌到了 2700 点。将被限售的股票和没有限售的股票进行比对，可以发现限售流通股股票在股权质押市场中反而更加具有优势。因为不进行限售的流通股股票一旦它的股价跌破警戒线和平

3.中国 A 股上市公司的股权质押

仓线，就会被强制平仓，进而负反馈循环不断。但是被限售的股票就要比没有限售的股票好很多。在股价暴跌的过程中，被限售的股票即使已经跌到了警戒线和平仓线也不会对进一步强制平仓形成负反馈循环。不仅如此，还可以相比没有限售的股票在某一个价位给上市公司控股股东和高级管理层提供一个股价支撑位，让他们有更多的空间进行自身企业的市值管理。事实也的确表明，被限售股票的质押率在两次股灾期间反而得到了提升。

（3）市场冷静恢复理智阶段：2016 年 2 月至 2017 年底

随着时间的推移，A 股证券市场的各方参与者也开始逐渐冷静下来，不再像之前一样没有根据、缺少理智地进行抛售手中的股票。由此，中国 A 股股市迎来了短暂的“和平岁月期”，市场信心也随之开始恢复，股市的“慢牛”趋势又开始重现。基于此，证券市场中的股权质押业务又开始重新恢复。经过调查发现，良好的市场预期和参与者信心使得流通股参与股权质押的比率和限售股参与股权质押的比率都开始缓慢从 35%提高到 40%，股权质押市场的规模也从 5.44 万亿人民币提升到 6.15 万亿人民币。

市场冷静恢复理智原因：1. 经济触底。自股灾 2015 年发生以来，A 股市场就一直开始下跌，直到 2016 年一季度经济结束下行，A 股的沪深 300 指数也基本达到底部，此后开始稳步逐渐复苏。触底之后自然是市场和指数的反弹，A 股市场也刹住了一泻千里的下跌步伐。2. 信心恢复。市场参与者，不论是散户、游资，还是机构投资者，都重新开始看好中国 A 股市场，积极参与股市投资。在资本市场中，“信心比黄金更重要”。恢复信心的 A 股市场有了信心的支撑，充分展现了中国市场潜力大、韧性足、活力强的特点，吸引了无数投资者的目光，使得 A 股市场迎来了一波“小阳春”。3. 指数扭转。A 股市场受多方面积极因素综合影响，开始从 2700 点逐步上涨到 3300 点。市场获利的增强，股票流通性的恢复，为股权质押市场提供了良好的基础和环境，加速股权质押业务的恢复。

（4）股权质押比率逐年下降阶段：2018 年初至今

随着时间的推移，A 股市场不论是上证指数还是沪深 300 指数都开始有

所恢复，并开始上涨，股权质押比率也从 9.48% 上涨到 9.86%。但是市场的平均质押率却从 40% 不断下降到 30%，股权质押的市值也从 6.49 万亿元下降到了 4.91 万亿元。

股权质押比率逐年下降原因：1. 在 2015 年股灾中，A 股股市不断暴跌，各大金融工具也包括股权质押都积累了大量的风险。加之社会经济发展缺少经济引擎带动，经济的基本面呈现疲软状态，大机构投资者不太能看得到未来的投资增长点，因此上证指数从 2018 年 1 月底的高点 3500 点开启漫长的阴跌模式。2. 规范性政策频频出台。在 2018 年 1 月中国证券监督管理委员会和中国证券业协会对证券市场有序、平稳、健康的发展目标频繁出台相关政策和规定，其中也包括股权质押。规定要求公司股东在进行股权质押的过程中，需要做好防范股权质押交易风险的基础工作，并在 2018 年 3 月正式实施股票质押的新规定。与 2018 年 1 月相比较，2018 年 3 月的股权质押股比例有所上升，其原因是证券业监管把非标金融业务的开展以及其他企业融资渠道作出了严格限制，股票质押还能够成为银行的主要业务模式。其次，2018 年一整年的行情都不太好，各大公司的股票价值都处于低位。由于股票价值低估，进行股权质押的质权方所承担的风险自然显著下降。

3.2 中国股权质押风险管理

中国 A 股市场的股权质押业务虽然经历过迅猛扩张和飞速发展，但是其背后也潜藏着无数的风险和隐患。上市公司股东和高级管理层在进行股权质押以后，会进行一定的风险管理和市值管理，避免所质押股票的股价跌破警戒线和平仓线，从而被强制平仓，进而失去对公司的控制权。

为规范 A 股证券市场上的股权质押行为，中国证券监督管理委员会于 2015 年开始组织研究、起草发布了《风险管理指引（试行）》，从股权质押出质人的准入要求、股权质押流程的制度规定、股权质押出质人与质权人双方均同时出现违约的情况时，中国证券监督管理委员会应当如何执行、如何处罚的细则，其中也包括这些角度对证券公司的发展提出了更加全面的指导

3.中国 A 股上市公司的股权质押

和规范，并且对证券公司提出了在参与股权质押交易时内部控制与风险控制指标的要求。

为积极响应党和国家对金融市场的健康发展要求，同时也为了在我国上市公司和金融机构进行的股权质押交易业务能够更好地合理引导、有效规范、优化流程，中国证券监督管理委员会还于 2018 年对《风险管理指引（试行）》文件作出了进行进一步的修订，在之前已有的基础上对所有证券公司再进一步地提出了更完善的指导并作出了更高的规范要求。对于股权质押的新规定明确要求的股权质押融入方的门槛要求和出质方行为规范。2018 年，中国证券监督管理委员会进一步出台文件，对股权质押融资资金进行了对使用途径、使用方法、使用流程的详细规定，并要求需要进行股权质押的上市公司应当设立专门账户用以对通过股权质押所融到的资金必须用于上市公司的实体经营、生产、营销。该法案的不断修订意味着我国 A 股市场的股权质押业务的资金用途得到进一步地规定与限制，减少了股权质押流程中的逆向选择和道德风险，遏制了股权质押业务的非健康发展。同时，如果一家上市公司控股股东和高级管理层进行过高比例的股权质押，不仅会对自身上市公司的企业和广大投资者的利益造成损害，所质押股票的股市价格跌破警戒线和强制平仓线从而引发强制平仓进而丧失对上市公司的控制权，对于市场而言也会带来流动性风险。这样的问题也引起了其他金融监管部门的高度重视。2018 年，中国银行保险监督管理委员会对于所管辖的保险公司和资产管理公司所参与的股权质押活动也作出了限制条件，化解市场流动性风险和系统性金融风险。这些都标志着股权质押业务在我国不仅得到了飞速地发展、有良好的成长空间、监管部门日益增强地督察，也为股权质押的健康稳健发展提供了土壤。

3.3 中国上市公司控股股东和高级管理层的市值管理方法

上市公司控股股东和高级管理层在进行股权质押以后，上市公司整体风险会上升。为规避这样的不利因素，控股股东和高级管理层往往会对上市公

司进行市值管理。以银行为代表的金融体系的内部管理经历过多种变化。在 20 世纪 60 年代以前，采取的是资产风险管理模式；在 20 世纪 60 年代到 20 世纪 70 年代，采取的是负债风险管理模式；在 20 世纪 70 年代到 20 世纪 80 年代，采取的是资产负债风险管理模式；在 20 世纪 80 年代以后，采取的是全面风险管理模式。而银行体系也是早早地将 EVA 管理运用到自身管理体系中。

EVA 管理（Economic Value Added），也称经济增加值管理，是 1982 年美国 Stern Stewart&Co. 公司提出有关于以企业经济增加值为基础的财务管理系统。EVA 管理评价的是企业的业绩，也是企业业绩评价首选的指标。EVA 的计算公式是营业利润减去资本风险机会成本，其中风险机会成本包括机会成本和资本风险成本，反映的是企业在一定时间段以内所创造的实际价值。本文所研究的上市公司在进行 EVA 市值管理的时候，一般具有以下特点：

第一，转换理念，改变思路。人们常常认为，上市公司进行市值管理就是将该上市公司的股票价格维持在某一区间，从而稳定上市公司的市值。根据上市公司各组成成分的职能，如高级管理层负责上市公司经济利润的创造和上市公司日常运营的管理，董事会负责制定上市公司发展战略和将产生的营业利润转变为上市公司的市值增长。因此，EVA 市值管理是一个综合考虑各方面因素的系统工程，如上市公司的融资工具抉择、投资者利益关系、公司股权结构、高级管理层代理人和激励等等。

第二，有效市场，机制完备。市场的有效性和机制的完备性是企业进行 EVA 市值管理的重要基本因素，更是对某一金融产品或公司进行定价估值的基础。因此，建立有效市场和进一步完善机制对上市公司控股股东和高级管理层进行市值管理就显得格外重要。制度上的创新，不论是宏观还是微观的层面，审批制度的更新都需要格外注意。

市值管理的方法具体有：

（1）强调企业主营业务溢价

主营业务是一家企业的日常经济活动中的主要活动，是按照在工商部门

3.中国 A 股上市公司的股权质押

进行登记的企业营业执照上的规定来确定自己的主营业务。上市公司经营必须有一个主营业务成为营收利润的支柱。事实证明，上市公司“遍地开花”式的经营模式是一定行不通的。只有集合上市企业全部力量，专注于某一个领域，打造品牌核心竞争力，才能在市场上获得更多的份额，享受更高的产品溢价，获得广大消费者的青睐，最终在行业中成为翘楚，引导行业的发展。当上市公司有了主营业务优势，能够产生高溢价，此时的上市公司控股股东和高级管理层进行市值管理的操作空间自然也就更加广阔。

（2）优秀的企业治理和规范的溢价管理

企业治理在公司经营中扮演者十分重要的角色。完善健全法人治理结构，有效提升企业治理水平，推动企业健康稳健发展有着重要意义。市场中优秀的企业都是控股股东和高级管理层付诸心血，共同锻造的。在现实经营活动中，企业治理往往围绕经济效益增强、战略规划明晰、健康平稳发展来进行的。因此，上市公司控股股东和高级管理层也可以通过优化企业治理，以此向证券市场传递积极信号，提高市场参与者对上市企业的预期，从而将上市公司的溢价最大限度地在资本市场反映出来，最终体现在上市公司股票价格上。

（3）垄断性资产溢价

在西方经济学中，垄断资本又被定义为独占资本，是指一家公司对某一商品或行业进行全部的生产、加工、销售，最终获取高额的垄断利润的资本。相同的是，垄断性资产也正是凭借着自身的特殊性、稀缺性获得了垄断的属性。垄断性资产在现实生产运营过程中十分珍贵，是一家企业的核心重要资产。通常情况下，垄断性资产包括矿产资源、金融资源，或是水、电、气、石油等资源的经营权。如果一家上市公司能够掌握一种或几种垄断性资产，则在进行市值管理的时候，能够通过在中国证券监督管理委员会所要求披露的财报中进行体现，进而对上市公司市值进行更方便地管理。通常情况下，有垄断性资产的上市公司更加受到市场的追捧。

（4）合理利用市场周期提升溢价

西方经济学的金融周期理论已经有非常完备的框架体系。凯恩斯在提出边际消费倾向递减、投资效率低、流动偏好递减三个假设为基础的经济周期理论。不论是英国经济学家基钦提出的 3 到 4 年短周期或“存货”周期的经济理论，还是法国经济学家朱格拉提出的 10 年的工业结构的经济周期，或是俄国经济学家康德拉季耶夫提出的长经济周期理论，都充分展示了金融经济周期的重要性。把握经济周期规律，对企业经营无疑是一种积极因素。上市公司控股股东和高级管理层也能够充分认识到这一点，通过合理把控经济周期来对上市公司进行市值处理。控股股东和高级管理层综合分析我国证券市场的运行逻辑、市场规则、参与者心理，研究把握上市公司股票价格的周期性波动，采取不同的手段，如增发、并购、配股、质押、回购等方式，从而优化财务报表，实现市值管理。

（5）投资者偏好溢价

事实表明，我国 A 股市场的投资者往往都喜欢投资存在溢价的公司，即使是存在一定风险。上市公司控股股东和高级管理层充分意识到投资者偏好，因此会妥善处理好在上市公司与投资者、机构研究员、行业监管者、新闻媒体的关系，营造出该上市公司存在良好发展前景、经营状况平稳、财务状况清晰的形象，从而进行市值管理。

（6）企业文化溢价

企业文化是反映高级管理层和工作人员意识的集中体现，企业文化更是决定了该企业在市场中的形象、社会中的责任、行业中的担当。通过企业的文化溢价，也是能够很好地进行市值管理。

例如，阿里巴巴就是企业文化溢价极高的上市企业。阿里巴巴在打造企业文化的时候，擅长运用以下五种工具。文化工具、传承布道、制度文化协同、仪式、企业故事。这五大企业文化工具，讲述着阿里巴巴这家上市公司的成长历程，也成为该公司进行市值管理的推动力。

（7）市值管理的特殊情况

上市公司控股股东和高级管理层在进行市值管理的时候，也会存在以下

3.中国 A 股上市公司的股权质押

几种特殊情况：主营业务定位与资产整合、控股股东持股比例偏低、有生存危机的大股东、关联交易和分拆上市。

4. 中国 A 股上市公司的杠杆操作

4.1 杠杆操作的定义

上市公司大股东和高级管理层为避免因股权质押和高杠杆的财报披露导致自身失去对上市公司的控制，因此会采取杠杆操作。参考许晓芳等（2020）对杠杆操作所下的定义，可以从狭义和广义的两个层面来论述。首先，狭义层面的杠杆操作，是指上市公司的大股东和高级管理层利用明股实债和表外负债来掩盖上市公司本身的财务杠杆的行为。广义层面的杠杆操作，是指上市公司大股东和高级管理层不仅通过明股实债和表外负债等财务行为进行操作，还通过一些其他的向上操作资产或向下操作负债等会计手段达成目的。

本文的模型主要通过狭义层面的杠杆操作，即上市公司的控股股东和高级管理层利用明股实债和表外负债来掩盖上市公司本身的财务杠杆的行为，在账面上属于去杠杆。

4.2 表外负债

表外负债是指企业在某一会计期间末期时，没有在资产负债表上体现出来，但确实企业应当承担义务的负债。表外负债与资产负债表中的负债不完全相同，它具有以下特点：1. 表外负债是一种负债，表示未来将会有现金流或经济利润流出企业。2. 表外负债的确定、归类、计量等方面有重大难度，由此往往不统计在资产负债表内，而放在资产负债表外来反映企业的有关债务情况。3. 表外负债是企业已经存在或有可能存在，并成为企业的负债，是不确定性的负债。

表外负债可分为直接表外负债、间接表外负债和转移表外负债。

4.2.1 直接表外负债

直接表外负债，是指企业以不转移资产所有权的借款形式直接负债，具体有：

（1）长期租赁。租赁是指出租人和承租人双方在约定的时间内的借贷有形资产和无形资产的经济行为，出租人将资产的使用权让与承租人以获取租金，承租人通过向出租人支付租金的方式来获取相应资产在一定时期内的使用权，且在此期间资产的所有权仍保留在出租人手中。为节约税费、降低交易成本、运营成本、经营不确定性，租赁行为应运而生。长期的定义，在 2020 年 5 月 28 日颁布的《中华人民共和国民法典》第七百零五条中给出了充分解释：租赁期限不得超过二十年。超过二十年的，超过部分无效。租赁期限届满，当事人可以续订租赁合同。但是，约定的租赁期限自续订之日起不得超过二十年。因此，长期租赁最长不得超过 20 年。

（2）代销商品。代销商品是指销售商品的企业接受某企业或单位的委托，由销售商品的企业按照合同约定，代替委托方销售商品。委托方应该与接受委托方签订合同或协议，满足各方共同确定所需要销售商品的种类、数量、价格、手续费等相关委托细节。从会计层面上理解，代销商品的所有权仍然属于委托方。代替生产企业销售商品的一方在接收到代销商品时，只需要等级代销商品入簿，不用在资产或负债会计名目上登记。在商业上，为方便代销企业的会计核算，通常情况下在会计名目上，将代销商品列入“库存商品”中，并在对应的会计资金来源账户中进行核算。通常有视同买断方式和收取手续费方式。

（3）售后回租。售后回租企业将自己生产制作或将从外购买的资产进行出售给另一个企业，然后向这家企业租回该资产进行使用。售后回租的优点是能够减少企业回收现金流时间、加速资金周转、为更多的投资提供机会等。其特点是可以在售后回租期间，出售人即承租人可以长期、连贯使用该资产；资产的出售价格和所承租的租金是相互联系的，并且出售资产再进行回租的

收益往往不计入当期损益。这种方式往往是企业急需资金才会采取这样的措施。

(4) 来料加工。参与来料加工的双方分为外供应商和承接商，通过外供应商提供生产所需的原材料、零部件、设备等，再由承接商按照外供应商的生产要求进行相应的加工、生产、装配。这与商品代销如出一辙，生产企业不需要提前支付资金用以购买原材料、零部件、设备等，只需要垫付人力成本，最终收取加工费用。来料加工能够满足企业的生产经营，改善企业现金流量。

(5) 贸易补偿。贸易补偿是指在进出口贸易过程中，买方在信贷基础之上，从海外购置商品，如设备、原材料、技术、机器等。买卖双方签订合同，规定在一定的期限之内，买方通过生产出的商品或劳动服务形式进行偿还的贸易方式。技术不发达的国家和地区常常通过贸易补偿的方式，来增强进出口能力，推动国家和地区金融经济的发展。

4.2.2 间接表外负债

间接表外融资在资本市场中的理解是通过在不同企业之间，以负债转嫁或集团内部债务分摊等方式，使得该企业资产负债表中的负债始终保持在有效、合理、满足市场和投资者预期的区间，最终获得融资，具体有：

(1) 投资于子公司或附属公司进行债务转移。在市场中，母公司常常把应该由自己生产的产品，拨给自己的一个子公司或是附属公司，一定时间以后，子公司或是附属公司将生产出来的商品再转而销售给母公司。在这一过程当中，子公司和附属公司在生产、经营过程中肯定会产生相关费用，形成负债。但是这些负债在资产负债表中显示是子公司或是附属公司的负债，实际情况却是母公司的负债。因此，这一类负债并没有体现在财务报表中的资产负债表中。

(2) 构建秘密的附属公司。在现代财务体系和经营框架中，企业往往通过构建自己的秘密附属公司进行独立于资产负债表以外的融资。母公司通过某一秘密手段控制某一个附属公司，但是在法律的层面上，不论是股权结构，

4.中国 A 股上市公司的杠杆操作

还是法人治理，两家公司都没有任何关系。因此，母公司不能直接向附属公司进行借贷，否则将形成母公司的负债，进而出现在资产负债表以内，而不是属于表外负债。通常的情况下，附属公司会自己购买母公司需要的资产，如原材料、设备、机器等，再通过租赁的方式与母公司签订协议。为在法律、财务、税务层面合理化，需要象征性收取使用的租金。

（3）债务重组。在公司财务的会计中，存在两种存量债务重组。一种是集团制公司中，母公司与子公司、附属公司等成员公司之间的债务重组；另一种是母公司在集团中以领导者的身份，集中集团内中的资源处理成员公司的对外负债。两种方式都进一步优化了公司的资本结构和财务情况。

（4）相互抵押担保融资。子公司等成员公司的负债，由母公司或其他成员公司提供相应的抵押、质押、担保物品。如果在抵押、质押、担保等过程中，审核无法通过，进而导致融资过程中断，还可以通过不同成员公司的资产一同转移到需要进行融资的工资中，再进行筹集融资，即通过内部调节和输送的方式。

（5）合资经营。如果一家公司的股东持有其他某一家公司的股权，但是又没有达到控股的地步，被持有股权的公司就被称之为未合并企业。由于未合并企业没有被控股，在资产负债表上只用确定长期投资的资产，而不用反映在资产负债表中的负债上。通过合资经营的表外业务操作，可以不在完全控股的情况下进行融资。

4.2.3 转移表外负债

转移表外负债，是指将资产负债表中的项目转移到资产负债表以外进行负债，具体有：

（1）应收票据贴现。应收票据贴现是指企业为获得融资或充沛现金流，将还没有到期的应收票据向银行进行贴现，以获得资金。银行根据贴现票据的应收金额大小，再扣除从现在到贴现期之间的贴现利息后，将剩余的金额付给企业。是企业的融资行为。应收票据贴现可以分为两类，一种是带追索

权的贴现，指公司将应收账款转让出去之后，应收账款接收方，即票据接收者在向应付账款方索要款项时，遭遇到拒绝支付或延期支付，票据接收者可以向应收账款转让方支付。而根据实际情况判断偿债额度。另一种是不带追索权贴现，也就是不能再追索。

（2）产品融资协议。在融资协议中，投资方为保护自身利益不受损失，会与融资方协商，并签订系列条款，其中包括的方式有商业银行贷款、股权融资、债券融资、融资租赁、海外租赁、典当融资等。

（3）资产证券化。资产证券化是指公司将缺乏流动性的资产，通过一系列手段在金融市场上衍生为可自由买卖的证券。

4.3 明股实债

明股实债是一种特殊的负债模式，是指一家公司以股权的名义进行经济活动，但是其所承担的权利、责任、义务实际上和债务债权关系极为相似，由融资人、投资人、管理人集中商议、探讨，从而形成明股实债这样一种创新的负债形式。

4.3.1 明股实债的五个判断标准

（1）投资方的目的是获取定期的固定收益。

（2）投资方一般不具有公司运营的表决权和分红权，除非有重大事项需要征求意见或进行表决。

（3）投资方如果想要退出，一般采取股权远期回购的方式。

（4）通过明股实债的融资方式要获取回报，一般通过债券回款。

（5）公司与投资方提前约定，投资方通过股权投资形式向公司注入资金，但是需要在一定时间以后，由投资方安排目标公司或是关联公司将上述股权进行回购。

4.3.2 明股实债相关的法律法规

（1）最高人民法院颁布的《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》（法[经]发[1990]27 号）第四条第二项“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期收取固定利润的，是名为联营，实为借贷，违反了有关金融法规，应当确认合同无效。”

（2）根据《九民纪要》第 71 条和《最高人民法院关于适用中华人民共和国民法典有关担保制度的解释》第 68、69 条，法院对明股实债案件应遵循以下裁判规则：（1）明股实债协议有效；（2）明股实债属于股权转让与担保，名义股东有权就受让股权优先受偿；（3）目标公司的债权人以股东未（全面）履行出资义务或抽逃出资为由，请求名义股东承担连带责任的，法院不予支持。

（3）国家税务总局颁布的《关于企业混合性投资业务企业所得税处理问题的公告》（国税总局公告 2013 年第 41 号）“企业混合性投资业务，是指兼具权益和债权双重特性的投资业务。（一）被投资企业接受投资后，需要按投资合同或协议约定的利率定期支付利息（或定期支付保底利息、固定利润、固定股息，下同）；（二）有明确的投资期限或特定的投资条件，并在投资期满或者满足特定投资条件后，被投资企业需要赎回投资或偿还本金。

（4）中国银行保险监督管理委员会颁布的《G06 理财业务月度统计表》中认为“明股实债”实质上为一种带回购条款的股权性融资，其主要是指投资方在资金以股权方式进行投资之前，与资金需求方签署一个股权回购协议，双方约定在规定期间内，由资金的使用方承诺按照一定溢价比例，全额将权益投资者持有的股权全部回购的结构性股权融资安排。

（5）中国证券投资基金业协会颁布的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，对“明股实债”提出了定义：投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不

是根据企业的投资收益或亏损进行分配,而是向投资者提供保本保收益承诺,根据约定定期向投资者支付固定收益,并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或偿还本息,常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。各个监管机构或行业自律组织自行对“明股实债”进行了界定。

4.4 影响杠杆操作的其他因素

4.4.1 上市公司变更审计事务所

审计事务所是依据中华人民共和国相关法律、以社会审计组织形式成立的审计运营机构。在中国要开办审计事务所,需要获得省一级审计机关部门的认可与批准,在工商部门办理登记之后,开办审计业务。其中包括对财务收支、经济案件、企业注册资金等方方面面的审计工作。

资本市场的投资者普遍认为,对上市公司的财务、经营情况进行审计的审计事务所名气越大、规模越大,则所开展的审计工作专业性更强,得出的审计报告结果更准确。通常情况下,上市公司控股股东和高级管理层不会变更本企业的审计事务所,以防止被外界恶意解读、抛售股票,从而对公司权益人的利益造成损失。并且,审计事务所在开展审计工作中,所接触到的都是上市公司的核心数据,而这些数据往往都是商业机密,更换审计事务所对保密工作的开展会形成阻碍。

根据 Wind 数据显示,A 股证券交易市场的上市公司自 2021 年 12 月以来,上海证券交易所和深圳证券交易所中已经有 100 多家上市公司变更了审计事务所。自 2020 年 12 月以来,更是超过 400 家上市公司变更了审计事务所。资本市场变更审计事务所的原因众多,但其中包括上市公司和原有的审计事务所沟通障碍增加。加之 2020 年中国证券监督管理委员会新出台了关于上市公司退市的文件,将审计事务所无法出具的意见、否定意见视为不利因素。随着制度的不断规范,审计事务所与上市公司沟通、协商、共同参考来出具审计报告就显得越发困难,尤其是名誉高的审计事务所。由此,才有了不少

4.中国 A 股上市公司的杠杆操作

上市公司更换审计事务所，且从大审计事务所更换到小审计事务所。显而易见，小审计事务所的职业责任感和担当感不如大审计事务所，只要上市公司开出的利润足够诱人，他们便愿意与上市公司合作。

4.4.2 审计事务所给上市公司出具非标意见

审计事务所会根据上市公司财务情况的真实性进行出具意见。对财务报表的审计意见可以分为以下五种：

（1）标准的无保留意见：审计事务所认可被审计者按照《中华人民共和国会计法》等相关准则编制的财务报表，并在企业所有涉及的重大方面公正、公允地反映了所有真实情况，包括企业的财务、经营、现金流量等方面。

（2）带强调事项段的无保留意见：审计事务所认可被审计者按照《中华人民共和国会计法》等相关准则编制的财务报表，并在企业所有涉及的重大方面公正、公允地反映了所有真实情况，包括企业的财务、经营、现金流量等方面。但是还存在一些其他事项，诸如审计事务所对被审计者的经营存在一些不确定。

（3）保留意见：审计事务所认为被审计者的财务报表大致公允，但是存在重大影响。

（4）否定意见：审计事务所认为被审计者并没有按照中华人民共和国会计法》等相关准则编制的财务报表，或在重大问题上不公允。

（5）无法表达意见：审计事务所无法看到被审计者的全部真实数据，因此不能够对证据不充分的审计工作出具审计意见。

同时，审计事务所给出的意见也可分为标准意见和非标意见。其中，非标意见包括带强调事项段的无保留意见、保留意见、否定意见、无法表达意见。

在资本市场中，投资者通常认为若审计事务所出具的审计意见是标准意

见，则被审计者公布的财务状况真实；若审计事务所出具的审计意见是非标意见，则被审计者公布的财务状况真实性有待考证。因此，如果审计事务所出具非标意见，则上市公司的财报披露无疑向外界传达了本上市公司存在一定隐情，就会吸引市场投资者、竞争对手公司的注意，甚至是中国证券监督管理委员会的监管。此时进行经营上的不当操作，被市场或监管机构发现，则会对上市公司所有权益人造成利益损害。

4.4.3 股利

在学术界中，普遍将股息或红利都归为股利。现实生活中，股份公司通常在年终结算后，将盈利的一部分作为股息按股额分配给股东。通常情况下，股利的主要发放形式有现金股利、股票股利、财产股利等。

在公司经营过程中，企业的股利过高，则在上市流通市场中的投资者往往会倾向于投资高股利的企业。因此，一般情况下，具有较高股利分配的上市公司往往因为受到投资者的普遍青睐，而减少了进行杠杆操作的动机，来优化财务结构去获得投资者选择。同时，上市公司控股股东和高级管理层如果进行了股权质押，则为了自身对企业控制权的掌握，往往会调整企业的股利政策，一般来说都会下调股利。同理，如果一家上市公司分发股利较多，往往会对控股股东和高级管理层进行股权质押的时候产生约束作用。否则，如果同时控股股东和高级管理层进行股权质押，上市公司派发高股利，企业的财务结构将会受到一定程度的挑战。

5.研究方法

5.1 假设

结合上述已查阅的文献和理论基础的叙述可知，上市公司控股股东和高级管理层如果出现股权质押，由于已经对上市公司造成一定风险，因此，中国的 A 股上市公司通过股权质押方式进行融资，不仅提高了上市公司自身的整体风险，也对质权方的金融机构造成信用风险。

从信息不对称理论出发，上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押之后，接受股权质押的金融机构无法有效监督，因此进行股权质押的一方往往会因为信息不对称产生逆向选择和道德风险。比如进行股权质押之后，上市公司控股股东和高级管理层可能做出损害金融机构利益的举动。

从代理人问题角度出发，能够发现在上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押之后，该经济行为就是由进行股权质押的股东和接受股权质押的金融机构发生代理人问题。此时金融机构作为债权人对债务人的行为不能完全监管，由此可以从代理人问题探究上市公司控股股东和高级管理层在进行股权质押之后的行为，这是第一类代理人问题。同时，第二类代理人问题论述的是大股东与小股东的利益冲突，在上市公司控股股东和高级管理层在进行股权质押之后，由于中小股东缺乏对控股股东和高级管理层的有效监管，因此进行过股权质押的上市公司往往存在较严重的代理人问题。

但是，上市公司控股股东和高级管理层是上市企业的既得利益者，为防止以上问题造成的企业利益受损，控股股东和高级管理层往往还是要尽可能规避这些问题，以保证自己的利益。许晓芳等（2021）认为股权质押不论是在中国的资本市场，还是世界其他国家的资本市场，都是非常普遍的融资途径。但是一旦出现质押违约，由信用风险所造成的损失仍然不可小觑。作为资金经营的金融机构自然会对质押方设置条条款款，如股价警戒线、保证金追加额度等。基于此，上市公司控股股东和高级管理层往往有强烈的动机进

行市值管理，否则一旦股票价格跌破警戒线，将面临股权质押的强制平仓，甚至是自己失去对公司的控制权。因此，上市公司控股股东和高级管理层会采取一系列杠杆操作措施，隐藏公司不良信息，或是降低杠杆率，来避免悲剧的发生。研究发现，中国的上市公司的杠杆操作普遍存在。

基于上述理论分析，由此，本文首先提出第一个假设：

H₁：如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高，则该上市公司进行杠杆操作程度越大。

通常情况下，如果一家公司进行变更审计事务所，往往预示着公司存在一定的财务风险和不稳定性；如果一家公司所聘请的审计事务所给出的是非标意见，则同样预示着公司存在一定的财务风险和不稳定性。两种情况，上市公司控股股东和高级管理层为了避免公众产生危害自身利益的投资行动，往往会进行杠杆操作。假设 1 只是单一探究上市公司控股股东和高级管理层存在股权质押比例与进行杠杆操作程度之间的关系。为进一步研究，在 H₁ 的基础上，将上市公司审计事务所出现变更、审计事务所给出非标意见的情况作为交互项变量，进一步探讨当上市公司审计事务所出现变更、审计事务所给出非标意见的不同情况对股权质押比例与进行杠杆操作影响程度之间的关系。由此提出假设 2：

H₂：如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高，则该上市公司进行杠杆操作程度越大；且上市公司更换审计事务所对该作用程度具有正向调节作用，即会加强上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系。

邢彦博（2023）认为，对于企业而言，融资约束的出现不利于企业的发展。同时，企业与外部投资者存在信息不对称情况，这就需要外部审计事务所进行客观、公正地陈述该企业的实际经营情况。所以，审计事务所给出的非标意见往往会使得外部投资者预感这家企业存在一定的问题。当一家企业被给出非标意见时，这家企业的控股股东和高级管理层一定会优化自身的财务结构来获得投资者的亲睐，自然也就进行杠杆操作来掩盖整体财务风险。由此提出假设 3：

5.研究方法

H₃: 如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高, 则该上市公司进行杠杆操作程度越大; 且上市公司的审计事务所出具非标意见对该作用程度具有正向调节作用, 即会加强上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系。

鞠方等(2023)通过研究发现现金股利水平较高导致代理冲突, 会影响控股股东的股权质押行为, 具体可以表现为上市公司如果分发更多的股利, 将会抑制控股股东的股权质押行为。肖莹(2021)以2018年到2020年这三年A股上市公司数据为研究样本, 通过实证分析得出结论: 上市公司控股股东股权质押比例越高, 股利支付越低。那么相反, 股利对杠杆操作和股权质押的关系又是否具有负调节效应呢? 由此提出假设4:

H₄: 如果上市公司控股股东和高级管理层进行股权质押比例越高, 则该上市公司进行杠杆操作程度越大; 且上市公司分发股利对该作用程度具有负向调节作用, 即会削弱上市公司股权质押对杠杆操作的正相关关系。

5.2 模型数据

本文的数据是以中国A股上市公司2005年到2020年, 将被解释变量滞后一期。解释变量为2005年到2019年, 总共15年作为样本数据; 被解释变量为2006年到2020年, 总共15年作为样本数据。数据来源于WIND、CSMAR数据库。为避免极端值对模型的影响, 首先对数据进行1%和99%分位上进行Winsorize缩尾处理, 并删除缺失值, 最终得到30875个观测值。

5.3 模型设计与变量定义

为检验本文的研究假设H₁、H₂、H₃、H₄, 本文分别构建了模型(1)、模型(2)、模型(3)、模型(4)。对所选择的被解释变量、解释变量、控制变量采用Tobit回归模型估计。同时计算出的DLO的值能够验证中国A股上

市公司普遍进行杠杆操作。

$$DLO_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PledgeE_{i,t-1} + \alpha_i Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon \quad (1)$$

$$DLO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PledgeE_{i,t-1} + \beta_2 AFC_{i,t-1} + \beta_3 \ln AFC_{i,t-1} + \beta_i Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$DLO_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 PledgeE_{i,t-1} + \mu_2 NSO_{i,t-1} + \mu_3 \ln NSO_{i,t-1} + \mu_i Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon \quad (3)$$

$$DLO_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PledgeE_{i,t-1} + \gamma_2 Div_{i,t-1} + \gamma_3 \ln Div_{i,t-1} + \gamma_i Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon \quad (4)$$

其中 DLO (Degree of Leverage Operation) 为杠杆操作程度, PledgeE (Equity Pledge) 为股权质押, Controls 为控制变量, Year 为时间固定变量, Industry 为行业固定变量。

关于模型为什么选取 Tobit 回归, 本文在此给出解释说明: 模型中计算出的杠杆操作程度有大于 0 的保留, 表明该上市公司进行了杠杆操作; 小于 0 的替换为 0, 表示该上市公司没有进行杠杆操作。面板数据在这里存在 0 这个截点, 因此采用 Tobit 回归。

5.3.1 被解释变量

被解释变量为杠杆操纵, 采用杠杆操纵程度 (DLO, Degree of Leverage Operation) 进行衡量。由于该被解释变量不能直接从上市公司的财务报表或 Wind、Bloomberg 等数据库中寻找到, 因此需要人为量化。本文参考许晓芳等 (2020), 采用基本的 XLT-LEVM 法 (预期模型法) 来测量杠杆操纵程度。

在量化杠杆操作的时候, 从狭义、直接的杠杆操作的概念出发, 主要考虑上市公司控股股东和高级管理层利用表外负债和明股实债来进行杠杆操作。在此, 还需要满足以下前提条件: 1. 上市公司只存在通过杠杆操作去杠杆的动机, 不存在通过杠杆操作夸大杠杆的动机。2. 上市公司的财务杠杆活动只通过表外负债和明股实债来进行杠杆操作。3. 上市公司的账面销售收入

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/428113055061006031>