

控股股东股权质押与数字化转型信息披露

——基于市值管理的视角

张雪梅¹ 张泽南¹ 刘洁²

(1. 江南大学 商学院, 江苏 无锡 214122; 2. 中央财经大学 商学院, 北京 100081)

摘要: 当前,数字化概念正受到资本市场的追捧,数字化转型信息可能成为企业市值管理的手段。本文以2007—2019沪深A股非金融上市公司为研究对象,考察控股股东股权质押情境下,数字化转型信息披露的操纵行为。研究发现,控股股东股权质押后,企业会在年报中披露更多的数字化转型信息。控制权转移风险越大,即在股价下跌、融资约束、业绩压力的情况下,该现象越明显。异质性分析发现,市场热度越高、信息环境越差,企业越有可能披露数字化转型信息进行市值管理。进一步分析发现,数字化转型信息披露会带来资本市场的正向反应,产生股价提升效应;控股股东股权质押的公司披露数字化转型信息的同时并未相应增加长期投资。研究为监管部门防范治理概念炒作乱象,规范股权质押后的信息披露行为,降低金融风险,提供经验证据。

关键词: 控股股东股权质押; 控制权转移风险; 市值管理; 数字化转型; 信息披露

中图分类号: F272.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-1007(2023)12-0038-21

DOI: 10.19559/j.cnki.12-1387.2023.12.003

一、引言

为了紧握大数据、云计算、区块链与人工智能等新一轮数字技术变革带来的发展机遇,中国政府大力倡导实施“数字中国”发展战略,促进实体经济与数字经济的深度融合。数字化转型成为微观经济主体高质量发展的必由之路,也是政学界三界共同关注的热点话题^[1]。已有研究基于企业数字化转型信息披露与数字化实务进程一致的隐含假设,探讨了企业数字化转型带来的积极影响^[1-2]。然而,随着研究的深入,有学者发现,企业披露的数字化转型信息与数字化实际进程可能相互脱离,是策略性信息披露的行为。尤其在经营期望存在落差^[3]、晋升压力较大^[4]的情景下,企业更有意愿操纵数字化转型信息披露。由于数字经济热度不减,投资者对数字化相关信息容易产生过度反应和过度预期,引起股票价格暴涨暴跌^[5]。因此,在中国资本市场发展不完善、投资者保护机制尚未健全的背景下,探究企业数字化转型信息披露的动机,有利于识别企业信息披露的真实性,抑制概念炒作产生的市场泡沫,维护金融市场的安全稳定。

控股股东股权质押为研究这一问题提供了绝佳的场景。由于控

收稿日期: 2023-01-31

基金项目: 教育部人文社会科学研究规划基金项目(22YJA630116); 中央高校基本科研计划基金项目(JUSRP122061)。

作者简介: 张雪梅,女,江南大学商学院讲师,博士,主要从事信息披露与资本市场会计研究;张泽南,女,江南大学商学院副教授,博士,硕士生导师,主要从事高管薪酬与数字化转型研究;刘洁,女,中央财经大学商学院硕士生,主要从事技术经济与管理研究。

制权转移风险的存在,控股股东股权质押后会进行市值管理,干预企业的信息披露决策。研究发现,控股股东股权质押的企业,会发布积极的业绩预告^[6],使用积极的文本语调^[7],且披露更多的前瞻性信息^[8],以稳定股价,降低质押期间的控制权转移风险。有别于以上信息操纵方式,数字化转型信息市场热度较高,能够起到快速提升股价的效果。那么,控股股东股权质押后,企业是否会采用数字化转型信息作为市值管理的手段?这种市值管理动机,是否会因控制权转移风险的增加而有所增强?控股股东股权质押对数字化转型信息披露的影响有哪些边界条件?对上述问题的回答,有利于揭示控股股东股权质押情境下,企业披露数字化转型信息的深层动因,并有效预防信息炒作背后可能产生的金融风险。与现有文献相比,本文有以下创新。

首先,现有文献大多基于数字化转型信息能够真实反映企业数字化进程的这一假设,实证分析数字化转型信息带来的积极影响^[1-2]。而本文研究表明,控股股东股权质押情境下的数字化转型信息,与企业数字化转型实践相脱离,是操纵信息披露的手段。本文的研究拓展了数字化转型信息披露的研究方向,也为后续研究准确刻画数字化转型信息提供有益思考。

其次,已有研究基于第一类委托代理问题,检验了经营期望落差^[3]、高管晋升压力^[4]产生的自利动机对数字化转型信息披露的影响。然而,由于中国资本市场股权高度集中,控股股东作为实际控制人容易侵占中小股东利益,产生第二类代理问题。因此,本文基于第二类代理问题的视角,以控股股东股权质押为研究场景,分析数字化转型信息披露的市值管理动机,补充了数字化转型信息披露的动机研究。

最后,控股股东在股权质押后如何影响信息披露决策一直备受关注,并形成相对成熟的文献体系。然而,现有研究主要聚焦于企业的合法性要求或企业形象而披露的信息,对于资本市场追捧的热点信息关注不足。本文从资本市场热度较高的数字化转型信息入手,检验了控制权转移风险下,控股股东利用数字化转型信息披露进行

的市值管理行为,丰富了控股股东股权质押的信息披露操纵行为研究。

二、文献回顾

虽然股权质押是控股股东一种便捷的融资方式,但由于质押股票的价值与股票价格挂钩,股价下跌直接导致质押股票的价值降低,将会给控股股东带来控制权转移风险。因此,股权质押期间,控股股东十分关注股价,有很强的动机进行市值管理。信息披露因能影响股价,成为控股股东质押期间维持股价稳定的重要手段。现有研究发现,企业主要通过隐藏负面消息和夸大正面消息进行信息披露操纵。一方面,控股股东股权质押会隐藏负面消息。在控股股东股权质押后,企业在真实活动盈余管理和应计盈余管理之间,会选择更为隐蔽的真实活动盈余管理^[9],以披露可读性较低的年报来遮掩公司信息^[10]。另一方面,更多证据表明企业倾向于在质押期间披露正面消息。控股股东股权质押之前,企业会通过分类转移盈余管理,提高公司的核心利润^[11]。控股股东股权质押后,企业向上操纵盈余管理的程度更高^[12]。企业还会将研发支出资本化,以降低公司费用,提升账面利润^[13];在业绩预告、临时公告时披露好消息隐藏坏消息^[14-15],披露的语调更为积极^[7];此外,披露的信息更具有前瞻性,释放了未来发展前景良好的信号^[8]。

随着数字经济时代的到来,以数字技术为代表的“数字化”“互联网”等概念一经发布,便成为投资者关注的重要信号,披露相关数字化信息的上市公司受到投资者的追捧。当企业披露的数字化转型信息与数字化转型实务一致时,能够反映企业生产要素与数字化技术的融合程度,显著提升了企业市场价值^[2],其带来的数据价值提高了企业的股价流动性^[1],而数字技术在金融领域的应用能够缓解企业融资约束^[16]、帮助企业获得更多外部资源^[17]。但是,这一隐含假设未必一直适用。有研究发现,数字化转型信息与数字实务相背离。由于信息不对称的存在,投资者未必能识别数字化转型信息披露中的预判性内容

与行动性内容,从而给予较高定价^[5]。由于能够获得资本市场的正向反应,数字化相关信息被企业用来引导市场做出对其价值有利的判断^[18]。已有研究发现,当企业经营期望与实际落差越大时,年报中披露的数字化转型信息越多^[3];新任CEO通过数字化转型信息披露能够显著降低晋升压力^[4]。

不难发现,控股股东股权质押期间更倾向于夸大正面信息,进行市值管理。数字化转型带来的股价提升效应,与控股股东股权质押后的市值管理动机十分契合。虽然当前研究普遍基于数字化信息披露与数字化转型实务相一致的假设,探究数字化转型的积极意义,但已有部分文献提出,数字化转型信息披露与数字化转型实践相脱离。由于缺少合适的研究场景,这部分文献还较为匮乏,但同时为本文利用控股股东股权质押的场景来识别数字化转型信息披露操纵行为的研究提供了机会。

三、理论分析与假设提出

(一)控股股东股权质押与数字化转型信息披露

我国资本市场股权高度集中,长期存在“一股独大”的局面。控股股东依靠对公司的控制权,可以获得较多的控制权收益^[19]。在控股股东将股权进行质押融资之后,质押品的价值会受股票价格影响,随着股票价格产生波动。当股票价格下跌到一定程度,达到警戒线,需要控股股东及时补仓;如果股票价格继续下跌,达到平仓线,质押品会被冻结,甚至被平仓抛售,控股股东质押的股权就会发生转移,也意味着控股股东对公司的控制权发生转移。因此,控股股东非常关注质押期间的股价变动,以应对可能产生的控制权转移风险。选择质押股票的控股股东,通常受限于自身的资金约束,不太可能通过增加保证金、提前赎回等方式,降低控制权转移风险^[20],而是通过控制权对公司行为施加影响,从而维持或提升股价。信息披露因能影响股价,成为控股股东股权质押期间干预股价的重要手段。

企业操纵信息披露的方式除了隐藏负面消息,还包括夸大正面消息^[21]。正面消息能够传递出公司的利好信号,相比于隐藏负面消息,夸大正面消息更能提升公司股价。在当前数字经济形态下,企业积极引进数字技术、开展数字化转型,有利于实现自身的高质量发展,并为经济增长注入新动能。中央和地方政府陆续出台相关政策,引导企业开展数字化转型,拓展数字化的应用场景。数字化相关概念成为资本市场投资者追捧的热点题材。企业披露的数字化转型信息,向市场传达了具有较好发展前景与竞争力的重要信号,提升投资者对公司未来发展的信心,从而带来股价的提升。由于数字化转型能够产生较高的市场预期,但尚未有相关的规范性文件对数字化转型信息披露进行约束,导致数字化转型信息被企业用于夸大正面信息。因此,在控股股东股权质押情境下,企业很有可能披露数字化转型信息,以维持股价稳定。基于以上分析,本文提出假设1。

H1 在其他条件不变的情况下,控股股东股权质押的公司更有可能披露数字化转型信息。

(二)控股股东股权质押、控制权转移风险与数字化转型信息披露

基于以上分析,控股股东股权质押后会通过操纵数字化转型信息披露影响股价,从而保持对公司的控制权。操纵数字化转型信息披露并非没有成本,控股股东会在风险与收益之间权衡,控制权转移风险越大,对信息披露的操纵动机越强。

首先,从资本市场角度讲。股票市场行情能够反映股价下跌压力的大小。当股票市场整体处于牛市,会带来一波上涨势头,质押股票跌至预警线或者平仓线的可能性较低,控股股东所面临的控制权转移风险较小^[22],此时,控股股东夸大正面信息、披露数字化转型相关内容提升股价的动机较弱;而当股票市场处于熊市时,股票市场整体行情下行,质押股票股价下跌的可能性较大,控股股东增加数字化转型信息披露的可能性更高。

其次,从企业融资能力角度讲。充足的资金

是企业应对未来风险的重要手段^[23-24]。当公司面临的融资约束程度较低时,控股股东股权质押的企业操纵数字化转型信息披露的动机较弱;相反,当公司面临较高度度的融资约束,自由现金流较少,企业的业务受到影响,可能陷入经营困难,从而波及股价,因此控股股东股权质押后更有动机披露数字化转型信息。

最后,从企业经营业绩角度讲。由于股价是公司资产价值的体现,公司业绩越好意味着盈利能力越强,日常经营活动能够产生更多的资金,不仅能够降低企业经营风险,也能提高企业价值,保持质押期间的股价稳定。质押产生的控制权转移风险小,在年报中增加数字化转型信息的动机弱。相反,公司业绩越差,企业未来可能陷入经营风险中,银行等外部融资机构也会由于企业经营业绩不善,要求更严格的借款手续,或者要求提前还款,波及公司股价。控股股东很有可能因为股价下跌至预警线而要求补仓或平仓,最终丧失对公司的控制权,因此,业绩压力越大,控股股东股权质押的公司越有可能披露数字化转型信息。

基于以上分析,本文提出如下假设。

H2a 当面临股价下跌时,控股股东股权质押的公司更有可能披露数字化转型信息。

H2b 当面临融资约束时,控股股东股权质押的公司更有可能披露数字化转型信息。

H2c 当面临业绩压力时,控股股东股权质押的公司更有可能披露数字化转型信息。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

1. 样本选择与处理

我国自2007年1月1日起正式实施新《企业会计准则》,财务数据的核算方式有了较大变化。因此,本文选取2007—2019年沪深A股上市公司作为初始样本,并对初始数据进行了以下处理:(1)剔除金融保险业的相关数据;(2)剔除了ST、*ST、PT上市公司的数据。最终得到22 942个年度—公司样本观测值。

2. 数据来源

本文的数字化转型、控股股东股权质押以及相关财务数据来自于CSMAR数据库,地区化技术水平数据来源于《中国科技统计年鉴》和《中国高科技产业统计年鉴》,经手工搜集整理得到。采用Stata15.0软件,进行描述性统计、相关性检验以及回归分析,对主要财务数据的缺失值进行剔除,并对所有连续变量进行了前后1%的Winsor化处理。

(二)模型设计与变量定义

本文构建基准模型(1)检验控股股东股权质押对数字化转型信息披露的影响。为了防止残差项时间序列相关,在回归分析中在企业层面进行了Cluster调整。在稳健性检验中,将被解释变量替换为0—1变量,采用Logit二值选择模型进行检验。

$$DIG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PLE_DUM_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量DIG,表示企业数字化转型信息披露的程度,根据当年企业年报中披露的数字化转型词频加1取自然对数。核心解释变量PLE_DUM,表示上市公司在t年末是否存在控股股东股权质押,存在控股股东股权质押取值为1,否则为0。控制变量包含了公司财务、公司治理以及高管特征层面,具体包括:市账比(Mtb)、资产负债率(Lev)、资本回报率(Roa)、经营现金流量(CFO)、公司规模(Size)、成长性(Growth)、固定资产密集度(Fixed)、上市年龄(Age)、市场价值(TobinQ)、第一大股东持股比例(Top1)、管理层持股比例(Manageshare)、管理费用(Managefee)。此外,宏观层面的数字技术发展程度也会对被解释变量有影响,因此本文还加入地区数字化技术水平(Provdig)作为宏观层面的控制变量。为了避免行业层面、时间层面不可观测因素对结果的影响,还控制了行业、年度固定效应。变量定义及度量方式如表1所示。

为了检验假设H2a、H2b和H2c,本文在模型(1)的基础上分别加入股价下跌(Bear)、融资约束(Kz)、业绩压力(Roa)、及与控股股东股权质押的交乘项(PLE_DUM×Bear)、(PLE_DUM×

Kz)、 $(PLE_DUM \times Roa)$, 构建如模型 (2) (3) (4) 的多元回归模型进行回归分析。

$$DIG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PLE_DUM_{i,t} \times Bear_{i,t} + \alpha_2 Bear_{i,t} + \alpha_3 Controls_{i,t} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$DIG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PLE_DUM_{i,t} \times Kz_{i,t} + \alpha_2 Kz_{i,t} + \alpha_3 Controls_{i,t} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DIG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PLE_DUM_{i,t} \times Roa_{i,t} + \alpha_2 Roa_{i,t} + \alpha_3 Controls_{i,t} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

参考胡珺等 (2020)^[22]、肖峻 (2013)^[26] 的做法, 若过去 12 个月的月均市场回报率大于 0, 表

明该年度市场整体呈现上涨, 则定义为“牛市”; 若月均市场回报率小于 0, 则定义为“熊市”。当年股票市场为熊市, $Bear$ 取值为 1, 否则为 0。借鉴 Kaplan 和 Zingales (1997)^[27] 的做法, 采用 Kz 指数作为融资约束的代理变量, 该指数越大, 表明融资约束程度越高。借鉴孟庆斌等 (2019)^[28] 的做法, 采用资产回报率作为业绩层面指标, 衡量公司经营情况好坏, 该值越大, 表示公司业绩越好, 业绩压力越小。其它控制变量同上。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	数字化转型信息披露	DIG	根据当年企业年报中披露的数字化转型词频加 1 取自然对数, 数字化转型词频通过对年报文本进行文本挖掘得到
解释变量	控股股东股权质押	PLE_DUM	年末是否存在控股股东股权质押, 存在取 1, 否则为 0
控制变量	市净率	Mtb	股票市值/账面价值
	财务杠杆	Lev	总负债/总资产
	总资产报酬率	Roa	息税前利润/平均资产总额
	现金净流量	CFO	经营活动产生的现金净流量/总资产
	公司规模	$Size$	年末总资产取自然对数
	成长性	$Growth$	(本年营业收入—上年营业收入)/上年营业收入
	固定资产密集度	$Fixed$	固定资产投资/总资产
	上市年龄	Age	公司上市年龄加 1 取自然对数
	托宾 Q	$TobinQ$	(每股市值+负债合计—流动资产合计)/(资产合计—会计准则下的无形资产)
	第一大股东持股比例	$Top1$	第一大股东持股数量/总股本
	管理层持股比例	$Manageshare$	公司管理层持股数量/总股本
	管理费用	$Managefee$	管理费用/总资产
	地区数字化技术水平	$Provdig$	电子及通信设备制造业 RD 经费内部支出减去高技术产业技术改造经费支出, 除以 10 000, 再取自然对数
	行业	IND	行业虚拟变量
	年度	$YEAR$	年度虚拟变量

(三) 描述性统计

从表 2 的描述性统计可以看出, 数字化转型

信息披露均值为 1.03, 表明企业均会在年报中提及数字化转型相关信息, 数字化转型信息披露

的标准差为 1.30,说明企业之间数字化转型信息披露的差异较大。主要解释变量控股股东股权质押的均值为 0.39,全部 A 股上市公司中有超过 1/3 的上市公司存在着控股股东股权质押行为,这一结果与王秀丽等(2020)^[8] 报告

性统计结果较为一致。说明控股股东股权质押已经成为我国资本市场常见的融资方式,对控股股东股权质押的后果值得深入探讨。公司财务特征、公司治理指标与以往研究较为一致,不再赘述。

表 2 描述性统计结果

变量名	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>DIG</i>	22 942	1.026 9	0.693 1	0.000 0	4.844 2	1.297 0
<i>PLE_DUM</i>	22 942	0.386 4	0.000 0	0.000 0	1.000 0	0.486 9
<i>Mtb</i>	22 942	2.006 3	1.621 1	0.886 6	7.692 5	1.189 0
<i>Lev</i>	22 942	0.426 7	0.423 8	0.052 5	0.856 9	0.201 8
<i>Roa</i>	22 942	0.047 6	0.040 1	-0.068 8	0.196 2	0.042 7
<i>CFO</i>	22 942	0.049 4	0.048 1	-0.156 8	0.248 9	0.070 4
<i>Size</i>	22 942	22.110 7	21.925 3	19.830 7	26.070 4	1.275 0
<i>Growth</i>	22 942	0.212 4	0.127 9	-0.468 9	3.082 4	0.452 7
<i>Fixed</i>	22 942	0.225 8	0.191 7	0.002 3	0.726 9	0.167 7
<i>Age</i>	22 942	16.040 0	16.000 0	4.000 0	30.000 0	5.591 0
<i>TobinQ</i>	22 942	2.563 8	1.968 4	0.219 1	235.624 1	3.040 9
<i>Top1</i>	22 942	35.433 4	33.600 0	8.770 0	74.980 0	14.921 5
<i>Manageshare</i>	22 942	0.123 8	0.001 4	0.000 0	0.684 7	0.196 1
<i>Managefee</i>	22 942	0.048 9	0.044 3	0.004 1	0.160 8	0.030 0
<i>Provdig</i>	22 942	6.057 0	6.151 5	3.006 0	8.414 4	1.188 3

本文检验了存在控股股东股权质押的公司与不存在控股股东股权质押的公司,在数字化转型信息披露以及公司特征层面的均值差异,结果如表 3 所示。从表 3 可以看出,存在控股股东股权质押的公司,数字化转型信息要显著高于不存在控股股东股权质押的公司。初步说明,存在控股股东股权质押的公司披露更多的数字化转型信息,对于其中的机理,尚需检验。在公司特征层面,控股股东股权质押组的市账比(*Mtb*)高于非控股股东股权质押组,而业绩(*Roa*)、经营现金流

(*CFO*)要低于非控股股东股权质押组。

五、实证分析

表 4 显示了控股股东股权质押与数字化转型信息披露的回归结果。从系数来看,控股股东股权质押与数字化转型信息披露的系数为 0.10,在 1%水平上显著,说明控股股东股权质押的公司披露更多的数字化转型信息,验证了本文的研究思路。

表 3 组间系数差异检验结果

变量名	非控股股东 股权质押组	均值 1	控股股东 股权质押组	均值 2	均值差异系数
<i>DIG</i>	14 077	0.894 0	8 865	1.237 0	-0.342 9***
<i>Mtb</i>	14 077	1.947 0	8 865	2.100 0	-0.152 7***
<i>Lev</i>	14 077	0.425 0	8 865	0.430 0	-0.005 1*
<i>Roa</i>	14 077	0.049 0	8 865	0.045 0	0.004 2***
<i>CFO</i>	14 077	0.053 0	8 865	0.043 0	0.010 1***
<i>Size</i>	14 077	22.177 0	8 865	22.005 0	0.172 2***
<i>Growth</i>	14 077	0.189 0	8 865	0.249 0	-0.060 0***
<i>Fixed</i>	14 077	0.239 0	8 865	0.205 0	0.033 4***
<i>Age</i>	14 077	15.893 0	8 865	16.274 0	-0.381 2***
<i>TobinQ</i>	14 077	2.488 0	8 865	2.683 0	-0.194 7***
<i>Top1</i>	14 077	36.679 0	8 865	33.456 0	3.221 6***
<i>Manageshare</i>	14 077	0.099 0	8 865	0.163 0	-0.063 9***
<i>Managefee</i>	14 077	0.049 0	8 865	0.049 0	0.000 0
<i>Provdig</i>	14 077	5.959 0	8 865	6.212 0	-0.253 0***

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。下同。

表 4 基准回归结果

变量名	<i>DIG</i>
<i>PLE_DUM</i>	0.103 5*** (3.95)
<i>Mtb</i>	0.049 9*** (3.73)
<i>Lev</i>	-0.184 5** (-2.14)
<i>Roa</i>	-0.878 2*** (-2.79)
<i>CFO</i>	-0.206 2 (-1.58)
<i>Size</i>	0.184 5*** (11.88)
<i>Growth</i>	0.046 8*** (2.92)
<i>Fixed</i>	-1.185 5*** (-12.58)
<i>Age</i>	-0.011 6*** (-3.70)

续表 4

变量名	<i>DIG</i>
<i>TobinQ</i>	-0.008 0*** (-4.56)
<i>Top1</i>	-0.002 6*** (-2.72)
<i>Manageshare</i>	0.156 1* (1.90)
<i>Managefee</i>	6.459 1*** (11.62)
<i>Provdig</i>	0.074 3*** (4.80)
<i>_cons</i>	-3.977 8*** (-11.79)
<i>IND</i>	Yes
<i>YEAR</i>	Yes
<i>N</i>	22 942
<i>Adj_R²</i>	0.444 4

注：括号内为 T 值。下同。

表 5 控制权转移风险的调节效应回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
$PLE_DUM \times Bear$	0.050 4*** (2.84)	—	—
$Bear$	-0.022 3 (-1.09)	—	—
$PLE_DUM \times Kz$	—	0.034 6** (2.34)	—
Kz	—	-0.011 4 (-0.93)	—
$PLE_DUM \times Roa$	—	—	-1.288 6*** (-2.63)
Roa	—	—	-0.369 8 (-0.99)
PLE_DUM	0.075 4*** (2.74)	0.070 3** (2.46)	0.163 1*** (4.64)
Mtb	0.049 8*** (3.72)	0.049 4*** (3.65)	0.050 0*** (3.73)
Lev	-0.183 9** (-2.14)	-0.187 8* (-1.82)	-0.178 4** (-2.07)
Roa	-0.877 5*** (-2.79)	-0.883 6*** (-2.72)	—
CFO	-0.204 1 (-1.56)	-0.205 5 (-1.57)	-0.220 0* (-1.68)
$Size$	0.184 4*** (11.87)	0.185 0*** (11.85)	0.184 3*** (11.86)
$Growth$	0.046 5*** (2.91)	0.049 1*** (2.96)	0.048 3*** (3.01)
$Fixed$	-1.185 7*** (-12.58)	-1.180 7*** (-12.38)	-1.177 9*** (-12.49)
Age	-0.011 6*** (-3.71)	-0.011 6*** (-3.70)	-0.011 6*** (-3.69)
$TobinQ$	-0.008 0*** (-4.57)	-0.007 9*** (-4.53)	-0.008 1*** (-4.60)
$Top1$	-0.002 6*** (-2.72)	-0.002 6*** (-2.71)	-0.002 6*** (-2.72)
$Manageshare$	0.155 8* (1.90)	0.154 7* (1.88)	0.155 0* (1.89)
$Managefee$	6.462 0*** (11.63)	6.499 0*** (11.70)	6.473 6*** (11.65)
$Provdig$	0.074 3*** (4.80)	0.074 1*** (4.79)	0.073 7*** (4.77)
$_cons$	-3.970 0*** (-11.76)	-3.980 1*** (-11.79)	-4.003 9*** (-11.85)
IND	Yes	Yes	Yes
$YEAR$	Yes	Yes	Yes
N	22 942	22 942	22 942
Adj_R^2	0.444 4	0.444 6	0.444 8

从表 5 列(1)可以看出,控股股东股权质押与股价下跌的交乘项($Pledge \times Bear$)与数字化转型信息披露的系数为 0.05,且在 1%的水平上显著。说明股价下跌会影响控股股东股权质押的公司的市值管理动机,股价下跌越明显,控股股东股权质押的公司披露数字化转型信息的意愿越强。从表 5 列(2)可以看出,控股股东股权质押与融资约束的交乘项($Pledge \times Kz$)与数字化转型信息披露的系数为 0.03,且在 5%的水平上显著。说明融资约束会影响控股股东股权质押的公司的市值管理动机,融资约束程度越严重,控股股东股权质押的公司披露数字化转型信息的意愿越强。从表 5 列(3)可以看出,控股股东股权质押与公司业绩的交乘项($Pledge \times Roa$)与数字化转型信息披露的系数为-1.29,且在 1%的水平上显著。说明公司业绩也会影响控股股东股权质押的公司的市值管理动机,公司业绩越差,高管的业绩压力越大,越容易披露数字化转型信息赢得投资者的信任。

六、稳健性检验

(一)内生性问题的处理

1. 互为因果的内生性问题

由于信息披露可能引起股价提升,而股价提升后,控股股东更有可能开展股权质押,本文还存在互为因果的内生性问题。针对这一问题,本文采取两种处理方法进行解决。第一种,借鉴卢闯等(2022)^[25]的做法,将解释变量滞后一期带入模型(1)中进行稳健性检验。由于上一年的控股股东股权质押可以影响当年的信息披露决策,但当年的信息披露决策不会影响上年的控股股东股权质押,能够一定程度上克服反向因果的问题。从表 6 的结果来看,滞后一期控股股东股权质押与数字化转型信息披露之间仍然是正相关的关系,且在 1%水平上显著。说明控股股东股权质押后,更容易披露数字化转型信息,支持了本文的假设 1。

表 6 解释变量滞后一期的检验结果

变量	DIG
L_PLE_DUM	0.094 1*** (3.20)
Mtb	0.053 2*** (3.47)
Lev	-0.157 6 (-1.58)
Roa	-0.945 5*** (-2.69)
CFO	-0.262 1* (-1.74)
$Size$	0.183 9*** (10.51)
$Growth$	0.058 0*** (2.72)
$Fixed$	-1.222 4*** (-11.50)
Age	-0.010 9*** (-3.11)
$TobinQ$	-0.007 0*** (-2.66)
$Top1$	-0.002 7** (-2.56)
$Manageshare$	0.235 2** (2.50)
$Managefee$	6.278 8*** (10.25)
$Provdig$	0.083 4*** (4.84)
$_cons$	-3.987 9*** (-10.53)
IND	Yes
$YEAR$	Yes
N	18 229
Adj_R^2	0.445 2

第二种,借鉴马连福和张晓庆(2020)^[29]的做法,采用 DID 双重差分模型进行验证。与马连福和张晓庆(2020)^[29]选择是否发生控股股东股权质押作为政策冲击不同,本文选择 2018 年出台的《质押新规》作为外生冲击。为了防范股权质押的风险,上交所、深交所以及中国证券登记结算有限公司发布《股票质押式回购交易及登

记结算业务办法(2018年修订)》(以下简称《质押新规》),严格限制股权质押的比例,并要求质押资金流向实体经济。由于《质押新规》的发生具有外生性,不太可能受微观经济主体的干预,更能够在一定程度上缓解互为因果的内生性问题。如果本文的因果关系成立,《质押新规》出台以后,控制权转移风险降低,控股股东股权质押对企业数字化转型信息披露的影响将会减少。虽然《质押新规》规定了单只股票质押比例不得高于50%,但是质押比例高的公司也会受到投资者关注,产生政策溢出效应。借鉴郑登津等(2020)^[30]的做法,以2017年末质押比例大于30%的公司作为处理组,小于30%的公司作为控制组,以2018年及以后作为政策实施年度,进行双重差分模型检验。从图1可以看出,处理组与控制组满足平行趋势检验,可以适用双重差分模型。从表7可以看出,交乘项(*DID*)与被解释变量是负相关的关系,统计意义上具有接近10%水平的显著性。说明《质押新规》出台后,质押比例高的公司减少了数字化转型信息披露。验证了本文假设1结论的准确。

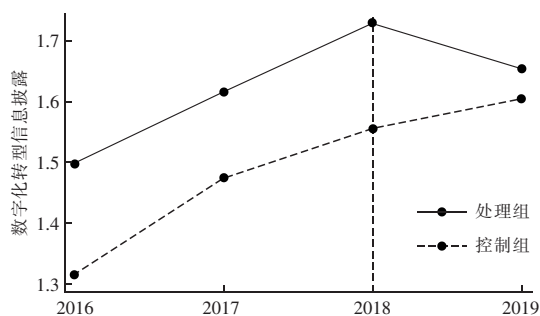


图1 平行趋势检验图

2. 存在遗漏变量的内生性问题

为了克服可能存在的遗漏可观测变量导致的内生性问题,本文选取控股股东股权质押的公司为实验组,通过倾向得分匹配,从未进行控股股东股权质押的公司中选择控制组,进行Logit回归,克服处理组和控制组之间特征差异的影响。匹配变量的选择,根据常用做法,采用公司规模(*Size*)、公司年龄(*Age*)、资本回报率(*Roa*)、成长性(*Growth*)以及财务杠杆(*Lev*)共

5个协变量,采用最近邻匹配1:1的原则进行逐年匹配。从图2的倾向得分匹配密度函数图可以看出,匹配后实验组和控制组差异明显降低,配对的效果明显。

表7 双重差分模型的检验结果

变量	DIG
<i>DID</i>	-0.053 9 (-1.64)
<i>Treat</i>	0.143 5*** (3.20)
<i>Post</i>	0.148 9*** (4.77)
<i>Mtb</i>	0.014 7 (0.60)
<i>Lev</i>	-0.171 6 (-1.35)
<i>Roa</i>	-0.856 7* (-1.86)
<i>CFO</i>	-0.338 0 (-1.37)
<i>Size</i>	0.234 1*** (11.16)
<i>Growth</i>	0.015 0 (0.51)
<i>Fixed</i>	-1.562 3*** (-11.13)
<i>Age</i>	-0.013 7*** (-3.47)
<i>TobinQ</i>	-0.008 3 (-0.58)
<i>Top1</i>	-0.002 9** (-2.18)
<i>Manageshare</i>	0.069 7 (0.65)
<i>Managefee</i>	7.872 1*** (10.59)
<i>Provdig</i>	0.101 9*** (4.91)
<i>_cons</i>	-4.369 8*** (-8.93)
<i>IND</i>	Yes
<i>YEAR</i>	Yes
<i>N</i>	9 470
<i>Adj_R²</i>	0.394 4

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/716152220003010145>