



控股股东股权质押与管理层业绩预告披露

文雯¹, 乔菲², 陈胤默³

1 北京外国语大学 国际商学院, 北京 100089

2 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025

3 中国社会科学院 世界经济与政治研究所, 北京 100732

摘要: 股权质押作为高效且便捷的融资方式受到上市公司的青睐, 其经济后果也引发学术界和实务界的广泛关注。已有研究发现控股股东股权质押对盈余管理、大股东占款、会计政策选择、企业价值等具有影响, 但是尚无研究关注控股股东股权质押对管理层业绩预告披露行为的影响。

利用2003年至2016年中国沪深A股上市企业股权质押和管理层业绩预告数据, 采用Logit回归、倾向评分匹配法+双重差分法、Heckman两阶段方法, 检验控股股东是否发生股权质押和股权质押比例大小对于管理层业绩预告披露意愿、披露频率、预告性质和预告精确度的影响, 并进一步对比预告业绩与实际业绩的差异, 揭示股权质押行为中潜在的信息披露风险。

研究结果表明, 控股股东股权质押显著降低了管理层业绩预告披露的意愿和质量。相对于未发生控股股东股权质押的企业, 发生控股股东股权质押的企业披露自愿性业绩预告的可能性更低、业绩预告频率更低、更倾向于发布正向业绩预告、业绩预告精确度也更低; 当控股股东股权质押比例提高、存在连续质押行为时, 管理层业绩预告披露意愿和质量进一步降低; 对比预告业绩与之后披露的实际业绩的偏离程度发现, 控股股东股权质押促使管理层采取更为激进的预告策略, 预告业绩与实际业绩的正向偏离度更大、一致性更低; 细分产权性质的影响后发现, 相对于国有企业, 控股股东股权质押对管理层业绩预告披露的负面影响在民营企业中更为突出。

通过理论分析和实证检验, 将控股股东股权质押的经济后果研究拓展到自愿性信息披露领域, 为股权质押的经济后果研究提供了新的视角, 丰富了管理层业绩预告披露的影响因素研究。提醒监管部门和投资者进一步关注和防范股权质押业务中潜在的信息披露风险, 对管理层业绩预告披露监管具有一定的政策启示。

关键词: 股权质押; 管理层业绩预告; 自愿性信息披露; 披露意愿; 披露质量; 披露策略; 产权性质

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2020.06.011

文章编号: 1672-0334(2020)06-0145-15

收稿日期: 2018-04-16 修返日期: 2018-10-28

基金项目: 国家自然科学基金(72002014); 北京市社会科学基金(19YJC040); 中国侨联一般项目(19BZQK208); 辽宁省社会科学规划基金(L20CG1009); 辽宁省教育厅科学研究项目(LN2020Q17)

作者简介: 文雯, 管理学博士, 北京外国语大学国际商学院讲师, 研究方向为公司治理和公司财务等, 代表性学术成果为“Directors with foreign experience and corporate tax avoidance”, 发表在2020年第62卷《Journal of Corporate Finance》, E-mail: wenwen_bfsu@bfsu.edu.cn

乔菲, 管理学博士, 东北财经大学会计学院讲师, 研究方向为资本市场财务与会计等, 代表性学术成果为“限薪令与企业创新: 一项准自然实验”, 发表在2019年第2期《管理科学》, E-mail: feiqiao@dufe.edu.cn

陈胤默, 管理学博士, 中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后, 研究方向为国际金融和国际投资等, 代表性学术成果为“母国经济政策不确定性、融资约束与企业对外直接投资”, 发表在2019年第6期《国际贸易问题》, E-mail: chenynmo@163.com

引言

股权质押是企业大股东将股权作为质押物向银行、证券公司等金融机构进行贷款融资的行为。由于股权质押融资的办理流程相对简单,无需经过监管部门层层审批,且限售股权也在质押许可范围内,因而颇受上市企业的青睐。在中国资本市场融资渠道较为有限的情况下,股权质押融资方式受到上市企业的广泛追捧。近年来,进行股权质押交易的企业数量不断攀升,特别是在2014年和2015年借助杠杆牛市的东风,股权质押呈爆发式增长。截至2015年底共有2775家A股上市企业存在股权质押,表明在中国资本市场中已呈现出普遍质押态势。然而,股权质押业务的潜在风险和对中小股东的利益侵占效应不容小觑,特别是控股股东股权质押中隐藏的控制权转移风险危及企业的经营稳定性。已有研究发现,控股股东股权质押增加了大股东占款^[1],助长了真实盈余管理^[2],损害了中小股东利益^[3-4],并最终降低了企业价值^[5]。但是,鲜有研究关注股权质押如何影响企业信息披露决策。

管理层业绩预告是企业信息披露的重要内容,是投资者预知企业盈余信息的关键途径,也是企业改良外部信息环境的重要手段。与年报的强制性披露要求不同,管理层在是否披露业绩预告和具体披露形式上享有较大的自主权。因此,管理层出于降低资本成本、规避诉讼风险和谋取私人利益等动机策略性地进行业绩预告披露^[6],并能影响分析师和投资者的预期,最终对企业股票价格形成影响^[7]。鉴于股权质押与管理层业绩预告方面的研究缺失,本研究以中国上市企业为样本,探讨控股股东股权质押对管理层业绩预告披露动机和披露策略的影响。

1 相关研究评述

1.1 控股股东股权质押的经济后果

股权质押作为一种便捷、高效的融资方式在世界范围内被广泛采纳,但是不同国家的企业股权质押主体存在较大差异。对于股权结构相对分散、员工持股比例较高的国家(如美国),上市企业的董事和高管人员进行股权质押的现象较为普遍,这种内部人股权质押对企业财务决策以及外部股东价值产生较大影响;对于股权集中度较高的国家(如中国),上市企业大股东,甚至控股股东进行股权质押的现象引起广泛关注。对于控股股东,进行股权质押的突出优点在于:①保有控制权。当控股股东将股权用于质押时,质押股权的所有权仍然归属于控股股东,控股股东仍然可以通过行使投票权主导企业决策,这与股东通过出售股权融资的方式具有本质区别。②融资成本相对较低。相对于其他质押标的物,上市企业股权具有流动性高、变现能力强、透明度高特点,因而能够降低债权人的估值时间,在一定程度上降低交易成本。③融资效率较高。与向金融机构贷款的融资方式相比,股权质押融资无需

经过漫长的资质审批和贷款发放流程,融资速度较快。

虽然控股股东进行股权质押的直接原因是为自身或者其他相关方获取信贷融资,但是其中隐藏的风险不容小觑。一方面,由于控股股东的特殊地位,一旦因资金周转不善导致质押股权被强制平仓,会导致企业实际控制人发生改变,危及上市企业的经营稳定性;另一方面,控股股东股权质押加剧了控制权与现金流权的分离,加剧了控股股东与中小股东间的代理冲突,弱化控股股东追求企业价值最大化的动机。当股东将股权质押给债权人时,股东仍然享有被质押股权所对应的投票权和控制权,但是,被质押股票的部分现金流权(如股利分配权)转移到债权人手中,因而增加了股东的两权分离程度。较高的股权质押比例往往预示着控股股东处于较为严重的财务困境,控股股东非法使用企业资金以稳定股票价格的倾向性也更为强烈^[8]。当控股股东质押的股权面临平仓风险时,控股股东更可能采用股份回购的方式提振股价,从而维护对上市企业的控制权,但是投资者能够识别与股权质押相关联的股份回购行为,并对其进行低估^[9]。

鉴于控股股东能够主导上市企业的决策流程,控股股东股权质押不仅对控股股东的个体行为产生影响,还对上市企业的“掏空”行为、大股东占款、投资行为、盈余管理、会计政策选择等产生重大影响。黎来芳^[3]和李永伟等^[4]分别基于鸿仪系和明星电力的案例分析,发现股权质押是大股东“掏空”企业、侵占中小股东利益的重要手段。股权质押导致控股股东的现金流权下降,削弱了大股东提升企业价值的激励效应,助长了控股股东通过资金占用等手段攫取企业利润的机会主义心理^[1],因而弱化激励效应与强化侵占效应的叠加使控股股东股权质押削弱了企业价值^[5]。ANDERSON et al.^[10]基于美国数据的研究发现,内部人股权质押导致企业股票市场回报的波动性显著增加,企业面临的市场风险激增;DOU et al.^[11]基于台湾省数据的研究发现,控股股东股权质押弱化了企业内部人的投资风险偏好,企业的资本支出和研发投入水平显著降低;陈德萍等^[2]发现存在控股股东股权质押的上市企业采用真实盈余管理这种更为隐蔽的手段操控利润,进而满足市值管理的需要。除真实盈余管理手段外,谢德仁等^[12]还发现股权质押促使上市企业选择将开发支出进行资本化处理,以此向资本市场传递积极信号,提振或维护企业的股票价格。此外,为避免股权质押期间股价下跌导致的控制权转移风险,上市企业通过市值管理方法降低股价崩盘风险,进而排除股权质押这颗潜在的“地雷”,而当质押解除后,企业的股价崩盘风险随之升高^[12]。

1.2 管理层业绩预告的影响因素

管理层业绩预告是投资者提前获悉企业盈余信息的关键途径。由于企业内外部存在较为严重的信息不对称,管理层拥有绝对的内部信息优势,在信息

披露方面居于主导地位。在国外成熟资本市场中,管理层业绩预告属于完全自愿披露范畴。企业往往积极地通过自愿性披露释放更多的信息来塑造良好的信息环境,包括降低管理层与股东之间的信息不对称^[13],减少企业的诉讼风险^[14],提高股票流动性^[15]。事实上,与其他会计信息来源相比,管理层业绩预告给投资者提供了更多的信息。根据中国现行的信息披露体系,当企业发生首亏、续亏、扭亏以及业绩发生巨大波动的情形时需要强制披露业绩预告,其他情形可自愿披露。此外,管理层对业绩预告中的披露形式拥有较大的自由裁量权,可以自由选择采用定量或定性、点预测或区间预测的方式。WANG et al.^[16]认为这一选择性的业绩预告披露形式增加了信息不确定性,导致分析师跟踪人数减少,降低了分析师预测的精确度。

在中国转轨经济的制度背景下,资本市场动机、规避诉讼风险动机、私人利益动机和投资者不确定性程度均影响管理层策略性地披露业绩预告^[17-18]。具体而言,在资本市场动机方面,外部融资需求较强的企业更有动力通过高水平的业绩预告信息披露降低与投资者之间的信息不对称,进而降低融资成本^[19];与此同时,从产品市场竞争角度,潜在进入者的竞争促使企业增加自愿性信息披露,而现有对手的竞争将降低企业自愿性信息披露的动机^[20]。在规避诉讼风险动机领域,当法律制度较为完善时,外部诉讼风险的威慑增强管理层业绩预告发布意愿和质量,从而减轻资本市场对企业未来发展潜力的误解,降低法律诉讼成本^[21];而当监管机制相对薄弱时,诉讼风险可能难以对企业盈利预测信息披露产生有效激励和约束。此外,私人利益动机显著影响管理层业绩预告信息披露,管理层期权行权^[22-23]、内部人股票交易^[24]和大股东减持等行为均影响管理层业绩预告披露策略。投资者不确定性程度同样对管理层业绩预告披露倾向和披露形式有着重要影响,当企业基本面信息的不确定性较高时,管理层更不倾向于发布业绩预告,但在盈余公告之前,不确定性增加时,管理层更倾向于发布业绩预告^[18];进一步地,在披露内容方面,当不确定性较高时,管理层更不倾向于披露定量的业绩预告^[25]。

2 理论分析和研究假设

股权质押拓展了企业融资渠道,缓解了企业的资金压力。对于控股股东,股权质押作为有效的融资策略,不仅能够维系控股股东对上市企业的控股状态,继续享有在上市企业的投票权、表决权等权利,还能帮助控股股东将账面的“静态”股权资产激活为“动态”的银行借款。但是,对于上市企业和中小股东,控股股东股权质押的潜在风险和利益侵占效应不容小觑。控股股东股权质押在一定程度上加剧了大小股东之间的代理问题。一方面,依据中国《担保法》的规定,股权在质押期间内产生的现金流归属于质权人,借款人只享有剩余现金流权;另一

方面,股权质押也可以看作是大股东变相收回投资的手段,通过质押股权的方式,股东从银行等金融机构获取到与股权价值成比例的资金,即使因无力偿还欠款而被迫平仓,仍然可以看作大股东以较高昂的成本提前收回投资^[26]。因此,在股权质押期间,大股东享有的控制权与现金流权的分离程度更大,大股东通过市场经济规则行使剩余收益索取权和最大化企业价值的动力减弱,可能更倾向于通过掠夺中小股东的方式获取财富。

现代公司制度的发展导致所有权与经营权分离^[27]。多数股东受时间、精力和专业能力等的限制,并未直接参与企业的经营管理,而是委托经理人员负责企业的实际运营。在现有的中国公司治理模式下,上市企业股权集中度较高,控股股东“一股独大”现象较为普遍,控股股东对上市企业的经营决策具有绝对的话语权。在多数上市企业中,控股股东和实际控制人与高管人员具有较高的重合度,因而管理层的经营决策也在很大程度上反映控股股东的意志。依据自愿信息披露理论,管理层通过权衡信息发布的成本与收益,做出最优的信息披露决策。在法律制度较为完善、劳动力市场声誉机制较为健全的情况下,管理层倾向于通过积极的自愿性信息披露降低代理成本,加强与投资者之间的信息沟通;但是当投资者法律保护制度较薄弱、代理成本较高时,管理层更可能出于自利性动机隐瞒或减少自愿性信息披露,维持与投资者之间的信息不对称局面^[28]。管理层业绩预告是一种基于企业自利性的信息披露行为,业绩预告的内容无需经过审计师审计,因而企业在业绩预告披露策略的选择上具有较大的主观性。从表面上看,股权质押看似只是控股股东的个体融资行为,但由于其控股股东的治理身份,控股股东的自身发展和经营行为也对其控股的上市企业具有重要影响。当控股股东进行股权质押时,较低的信息透明度更有助于他们实施对中小股东的利益侵占,因而大股东发布自愿性业绩预告的意愿降低。虽然是否进行自愿性信息披露的决策权在管理层,但是管理层很可能由控股股东任命或委派,管理层的经营决策在很大程度上反映控股股东的意志,这就使控股股东能对管理层的信息披露决策施加影响。因此,股权质押增加了控股股东的道德风险和代理成本,削弱了企业的信息透明度,导致管理层更不倾向于进行自愿性信息披露。综合以上分析,本研究提出假设。

H₁ 控股股东股权质押降低了企业信息披露的意愿,存在控股股东股权质押的企业更不倾向于发布自愿性管理层业绩预告,并且业绩预告频率更低。

控股股东股权质押还对管理层业绩预告性质产生影响。股权质押助长了企业进行市值管理的动机,管理层业绩预告作为企业与投资者信息沟通的重要方式,可能被用作市值管理的工具。具体而言,质押合同中一般设置预警线和强制平仓线两条警戒线,如果质押企业因经营不善导致股价大幅下跌、触

及警戒线,借款人需要及时追加质押物或补充资金;如果股票价格继续下跌触及平仓线而借款人仍无力还款时,质权人有权抛售股票用以强制平仓。因此,在股权质押期间,控股股东对于股价波动的敏感程度更高,如果股价下跌导致其股权被强制平仓,控股股东可能丧失实际控制人地位,对企业稳定造成极大危害。如果企业发布的业绩预告未能达到分析师或投资者的预期,投资者可能通过“用脚投票”的方式表达不满情绪。管理层业绩预告信息披露具有选择性,当上市企业存在控股股东股权质押时,管理层可能采用策略性披露的方式,发布对企业有利的消息来提振股价。特别是当控股股东股权质押比例较高时,控股股东面临追加抵押物的巨大压力,通过策略性的业绩预告方式能够缓和紧张局势,为控股股东筹集资金赢取一定的时间。因此,股权质押的预警和强制平仓机制极大增加了控股股东进行市值操控的需求,上市企业更可能在此时披露正向业绩预告。综合以上分析,本研究提出假设。

H₂ 控股股东股权质押促使企业策略性地披露较为积极的管理层业绩预告,特别是当股权质押比例较高时,企业发布利好消息的动机更为明显。

业绩预告精确度是管理层业绩预告的重要特征,采用清晰抑或模糊的披露方式会影响投资者的判断^[29]。在中国的制度背景下,虽然管理层在是否披露业绩预告上受到一定的限制,但是管理层在业绩预告披露形式上掌握着绝对的选择权。一般而言,业绩预告形式分为点预测、闭区间预测、开区间预测和定性预测4种类型,4种类型对应的业绩预告精确度逐渐降低。投资者能从点预测形式中明确获知管理层对于未来盈利的具体预测数值,从闭区间中获知管理层对未来业绩预测的上下边界,但是开区间预测只公布管理层对未来业绩预测的上边界或下边界,定性预测只有未来盈利是喜是忧的性质描述,没有明确的数值范围。管理层的自利性动机促使他们策略性地选择业绩预告精确度,当代理成本越高时,管理层业绩预告的精确度越低^[30]。CHENG et al.^[24]发现,当企业发生内幕交易时,管理层发布正向业绩预告的精确度更高、发布负面业绩预告的精确度更低;程小可等^[31]发现,接待机构投资者调研更多的企业更倾向于采用模糊的业绩预告披露方式,原因在于机构投资者调研给上市企业施加了业绩压力,如果企业实际盈余无法达到机构投资者预期,会对企业股价造成巨大压力。具体到控股股东股权质押事件中,由于股权质押导致代理冲突加剧,控股股东的目标与企业价值最大化目标产生偏离。出于自利性动机,企业更倾向于发布精确度更低的业绩预告,进而掩饰控股股东的利益侵占行为。综合以上分析,本研究提出假设。

H₃ 控股股东股权质押降低了企业管理层业绩预告的精确度,存在股权质押的企业的管理层更倾向于采取模糊的业绩预告披露方式。

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本研究以2003年至2016年中国沪深A股上市企业为初始样本。选取2003年为研究起点的原因有两方面:首先,国泰安数据库中有关股份质押和股份冻结的数据开始于2003年;其次,中国证监会自2003年起要求中国上市企业披露最终控制人情况,自此之后上市企业的控制权结构和股权性质更容易清晰判断。因此,选择2003年作为样本起点更便于界定和判断上市企业控股股东股权质押的问题,而2016年是本研究能够获取的最新样本年份。基于初始样本,剔除金融行业企业,因为金融业企业的财务报表体系结构具有特殊性,并且在股权质押业务中充当的角色不同;剔除存在数据缺失的企业。最终得到15 554个观测值。管理层盈利预测数据取自Wind数据库,内部控制指数取自迪博内部控制与风险管理数据库,股权质押、财务和公司治理数据等均取自国泰安数据库。

3.2 变量定义

3.2.1 因变量

本研究的因变量为管理层业绩预告披露,分别从管理层业绩预告的自愿性、业绩预告频率、业绩预告的性质和业绩预告的精确度4个方面考察。

(1)自愿性业绩预告(*Vol*)。按照中国证券交易所的信息披露规则,中国上市企业的业绩预告分为自愿性和强制性。如果上市企业发生首亏、扭亏为盈、与去年同期相比业绩发生大幅度波动等情况,除少数能够获得豁免的情形外,均必须及时强制披露业绩预告,其余情形可以自愿披露业绩预告。因此,参考鲁桂华等^[32]和罗玫等^[33]的研究,如果企业发布的业绩预告类型为略增、略减和续盈,则定义为自愿性业绩预告,*Vol*取值为1,如果为其他类型取值为0。

(2)管理层业绩预告频率(*Fre*)。目前中国上市企业披露的定期报告包括年报、半年报和季度报告,季度报告又分为一季报和三季报。相应地,上市企业公布的业绩预告对应年报、中报和季报。因此,*Fre*为企业年度内披露的业绩预告频率,采用企业当年度披露的业绩预告次数测量。

(3)管理层业绩预告的积极或消极性质(*Pos*)。参考鲁桂华等^[32]的研究,将管理层业绩预告类型为略增、扭亏、续盈和预增定义为积极业绩预告,*Pos*取值为1;将其余业绩预告类型定义为消极业绩预告,包括首亏、略减、续亏和预减4类,*Pos*取值为0。

(4)管理层业绩预告精确度(*Acc*)。参考AJINKYA et al.^[34]、袁振超等^[30]和程小可等^[31]的研究,将管理层业绩预告精确度由高到低分为4个档次:如果管理层对未来企业净利润给出明确的预测值,*Acc*取值为4;如果管理层对未来企业净利润给出同时具有上下限范围的预测,*Acc*取值为3;如果管理层对企业未来净利润仅给出上限或下限,*Acc*取值为2;如果管理层盈利预测中仅给出定性描述,没有明确的数值,*Acc*取值为1。

3.2.2 自变量

本研究的自变量为控股股东股权质押,采用上市企业当年度是否发生控股股东股权质押(*Ple_D*)和控股股东股权质押比例(*Ple_P*)两个变量进行测量。如果企业当年度发生控股股东股权质押,*Ple_D*取值为1,否则取值为0;控股股东股权质押比例等于控股股东当年度质押股权数量除以控股股东持股总数。

3.2.3 控制变量

参考已有研究^[35-36],本研究控制一系列可能影响管理层业绩预告披露行为的变量。财务表现更优异的上市企业更有动力向市场提供积极信号,增强

自愿性信息披露,因此,表征企业财务特征的控制变量包括企业规模、负债水平、成长性、盈利能力。企业内部治理机制越完善、对管理层的激励和监督机制更健全,企业的信息透明度更高,更有可能披露高质量的管理层业绩预告^[34],因此,表征企业治理特征的控制变量包括股权制衡、产权性质、机构投资者持股、董事会独立性、“四大”审计。内部控制能够有效改善企业内部的信息沟通水平,提高企业经营的效率和合规性,促进管理层进行自愿信息披露,因此将内部控制作为控制变量。另外,分别控制行业效应和年份效应的影响。

变量的具体定义见表1。

表1 变量定义
Table 1 Definition of Variables

变量符号	变量名称	变量说明
因变量		
<i>Vol</i>	自愿性业绩预告	如果企业发布的业绩预告类型为略增、略减和续盈,则定义为自愿性业绩预告,取值为1,如果为其他类型取值为0
<i>Fre</i>	业绩预告频率	年度内披露业绩预告的次数
<i>Pos</i>	业绩预告性质	积极业绩预告取值为1,消极业绩预告取值为0,积极业绩预告类型包括略增、扭亏、续盈和预增
<i>Acc</i>	业绩预告精确度	管理层对未来净利润给出明确的预测值取值为4,有上下限范围的闭区间预测取值为3,仅预测一个明确边界的开区间取值为2,只有定性描述取值为1
自变量		
<i>Ple_D</i>	是否质押	虚拟变量,如果企业当年度发生控股股东股权质押取值为1,否则取值为0
<i>Ple_P</i>	质押比例	控股股东股权质押数量除以控股股东持股总数
控制变量		
<i>Siz</i>	企业规模	企业当年度年末总资产取自然对数
<i>Lev</i>	负债水平	企业当年度年末总负债除以总资产
<i>Gro</i>	成长性	企业当年度营业总收入除以上一年度营业总收入后减1
<i>Roa</i>	盈利能力	企业当年度净利润除以年末总资产
<i>Her</i>	股权制衡	赫芬达尔指数,前五大股东持股比例的平方的总和
<i>Soe</i>	产权性质	虚拟变量,如果企业为国有控股取值为1,否则取值为0
<i>Ins</i>	机构投资者持股	当期机构投资者持股比例
<i>Bin</i>	董事会独立性	企业当年度独立董事人数除以董事会总人数
<i>Big4</i>	“四大”审计	虚拟变量,如果企业当年聘用国际四大会计师事务所进行年报审计取值为1,否则取值为0
<i>IC</i>	内部控制	内部控制指数,对迪博内部控制指数加1后取自然对数,该数值越大代表内部控制制度越完善、内部控制质量越高
<i>Ind</i>	行业	行业虚拟变量,参考中国证监会2012年行业分类,设置20个行业虚拟变量,控制行业层面因素的影响
<i>Yea</i>	年份	根据本研究的样本期间(2003年至2016年),设置13个年份虚拟变量,控制不同年份宏观因素的影响

3.3 模型设定

为检验H₁,即控股股东股权质押对管理层业绩预告自愿披露的影响,构建模型为

$$Vol_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ple_D_{i,t}(Ple_P_{i,t}) + \beta_2 Siz_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Gro_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Her_{i,t} + \beta_7 Soe_{i,t} + \beta_8 Ins_{i,t} + \beta_9 Bin_{i,t} + \beta_{10} Big4_{i,t} + \beta_{11} IC_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^1 \quad (1)$$

$$Fre_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Ple_D_{i,t}(Ple_P_{i,t}) + \delta_2 Siz_{i,t} + \delta_3 Lev_{i,t} + \delta_4 Gro_{i,t} + \delta_5 Roa_{i,t} + \delta_6 Her_{i,t} + \delta_7 Soe_{i,t} + \delta_8 Ins_{i,t} + \delta_9 Bin_{i,t} + \delta_{10} Big4_{i,t} + \delta_{11} IC_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (2)$$

其中,*i*为企业,*t*为年份, β_0 和 δ_0 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_{11}$ 和 $\delta_1 \sim \delta_{11}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^1$ 和 $\varepsilon_{i,t}^2$ 为随机扰动项。由于(1)式的因变量为哑变量,因此采用Logit回归模型;由于(2)式的因变量为1~4的整数变量,因此采用Ordered-Logit回归。如果实证结果符合H₁预期,即控股股东股权质押抑制管理层业绩预告的披露意愿,具体表现在减少业绩预告自愿性披露和降低业绩预告披露频率两个方面,则(1)式中的 β_1 和(2)式中的 δ_1 显著为负。

为检验H₂,即控股股东股权质押对管理层业绩预告性质的影响,构建Logit模型,即

$$Pos_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Ple_D_{i,t}(Ple_P_{i,t}) + \gamma_2 Siz_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 Gro_{i,t} + \gamma_5 Roa_{i,t} + \gamma_6 Her_{i,t} + \gamma_7 Soe_{i,t} + \gamma_8 Ins_{i,t} + \gamma_9 Bin_{i,t} + \gamma_{10} Big4_{i,t} + \gamma_{11} IC_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (3)$$

其中, γ_0 为截距项, $\gamma_1 \sim \gamma_{11}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^3$ 为随机扰动项。如果实证结果符合H₂预期,即控股股东股权质押企业更倾向于发布正向业绩预告,则(3)式中的 γ_1 显著为正。

为检验H₃,即控股股东股权质押对管理层业绩预告精确度的影响,由于Acc为1~4的整数变量,构建Ordered-Logit模型,即

$$Acc_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 Ple_D_{i,t}(Ple_P_{i,t}) + \mu_2 Siz_{i,t} + \mu_3 Lev_{i,t} + \mu_4 Gro_{i,t} + \mu_5 Roa_{i,t} + \mu_6 Her_{i,t} + \mu_7 Soe_{i,t} + \mu_8 Ins_{i,t} + \mu_9 Bin_{i,t} + \mu_{10} Big4_{i,t} + \mu_{11} IC_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (4)$$

其中, μ_0 为截距项, $\mu_1 \sim \mu_{11}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^4$ 为随机扰动项。如果实证结果符合H₃预期,即控股股东股权质押降低了管理层业绩预告精确度,则(4)式中的 μ_1 显著为负。

需要说明的是,为了降低混合截面数据可能产生的聚类问题,回归模型中均采用企业水平的聚类处理。同时,为了防止异常值对实证结果的影响,对所有连续变量进行1%和99%水平的winsorize缩尾处理。

4 实证研究结果

4.1 描述性统计

表2给出变量的描述性统计结果。*Vol*的均值为0.345,说明上市企业自愿披露管理层业绩预告的比例为34.500%,自愿性业绩预告的比例总体偏低;*Fre*的均值为2.875,表示上市企业每年度披露管理层业绩预告的频数为2.875;*Pos*的均值为0.627,说明上市企业披露的业绩预告大多数为正面预告;*Acc*的均值为2.821,中位数为3,说明上市企业多以区间形式对未来净利润进行预测。

*Ple_D*的均值为0.268,说明有26.800%的样本企业发生了控股股东股权质押;*Ple_P*的均值为0.168,说明样本企业控股股东股权质押的平均比例为16.800%。

控制变量中,*Siz*的均值为21.601;*Lev*的均值为0.480,说明样本企业平均负债融资比例为48%;*Gro*的均值为0.250,最大值为1.162,说明样本企业成长性水平差异较大;*Roa*的均值为0.022,标准差为0.079,说明样本企业盈利能力相差较大;*Her*的均值为0.164,说明中国企业股权集中度较高;*Soe*和*Ins*的均值分别为0.378和0.240,说明样本企业中37.800%为国有控股公司,机构投资者平均持股比例为24%;*Bin*的均值为0.367,说明样本企业平均聘用的独立董事比例满足证监会的要求;*Big4*的均值为0.039,说明平均有3.900%的企业聘用了四大会计师事务所进行年报审计;*Ic*的均值为2.688,标准差为0.568,说明样本企业内部控制质量存在一定的差异。

4.2 相关性分析

表3给出主要变量的Pearson相关系数,控股股东股权质押变量*Ple_D*和*Ple_P*与*Vol*和*Fre*均为负相关关系,表明在不考虑其他因素的情况下,控股股东股权质押负向影响管理层业绩预告自愿性披露,H₁得到初步验证。*Ple_D*和*Ple_P*均与*Pos*显著负相关,表明在不考虑其他因素时,控股股东股权质押负向影响业绩预告性质,与H₂的预期不符,还需进一步多元回归检验。*Ple_D*和*Ple_P*均与*Acc*负相关,表明控股股东股权质押负向影响业绩预告披露精确度,H₃得到初步验证。计算变量的方差膨胀因子,最大值为1.720,远低于多元回归模型中方差膨胀因子为10的最高标准^[37]。因此,本研究的主要变量之间不存在严重的多重共线性问题。

4.3 回归结果分析

表4给出控股股东股权质押对管理层业绩预告的影响。第2列和第3列是采用(1)式进行回归的结果,检验控股股东股权质押与自愿性业绩预告披露倾向的关系;第4列和第5列是采用(2)式进行回归的结果,检验控股股东股权质押与业绩预告披露频率的关系;第6列和第7列是采用(3)式进行回归的结果,检验控股股东股权质押与业绩预告性质的关系;第8列和第9列是采用(4)式进行回归的结果,检验控股股东股权质押与业绩预告精确度的关系。

由表4的第2列和第3列结果可知,*Ple_D*和*Ple_P*

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	25分位数	75分位数	最大值
<i>Vol</i>	15 554	0.345	0.475	0	0	0	1	1
<i>Fre</i>	15 554	2.875	1.055	3	1	2	4	4
<i>Pos</i>	15 554	0.627	0.484	1	0	0	1	1
<i>Acc</i>	15 554	2.821	0.792	3	1	3	3	4
<i>Ple_D</i>	15 554	0.268	0.443	0	0	0	1	1
<i>Ple_P</i>	15 554	0.168	0.326	0	0	0	0.091	1
<i>Siz</i>	15 554	21.601	1.230	21.486	18.856	20.782	22.265	26.216
<i>Lev</i>	15 554	0.480	0.261	0.468	0.051	0.287	0.638	0.870
<i>Gro</i>	15 554	0.250	0.715	0.119	-0.741	-0.056	0.334	1.162
<i>Roa</i>	15 554	0.022	0.079	0.027	-0.333	0.005	0.060	0.205
<i>Her</i>	15 554	0.164	0.118	0.132	0	0.074	0.226	0.810
<i>Soe</i>	15 554	0.378	0.485	0	0	0	1	1
<i>Ins</i>	15 554	0.240	0.248	0.167	0	0.039	0.405	9.320
<i>Bin</i>	15 554	0.367	0.056	0.333	0.333	0.333	0.400	0.800
<i>Big4</i>	15 554	0.039	0.193	0	0	0	0	1
<i>IC</i>	15 554	2.688	0.568	2.822	2.479	2.770	2.848	2.995

表3 主要变量的相关性分析
Table 3 Correlation Analysis of Main Variables

	<i>Vol</i>	<i>Fre</i>	<i>Pos</i>	<i>Acc</i>	<i>Ple_D</i>	<i>Ple_P</i>
<i>Vol</i>	1					
<i>Fre</i>	0.179***	1				
<i>Pos</i>	0.008	0.052***	1			
<i>Acc</i>	0.053***	0.125***	0.021**	1		
<i>Ple_D</i>	-0.003	-0.024**	-0.026**	-0.007	1	
<i>Ple_P</i>	-0.039***	-0.009	-0.047***	-0.017*	0.852***	1

注:***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

的回归系数均在1%水平上显著为负,说明存在控股股东股权质押的上市企业不倾向于进行自愿性信息披露,且当控股股东股权质押比例越高时,管理层自愿披露信息的意愿进一步降低。由第4列和第5列结果可知,*Ple_D*的回归系数在10%水平上显著为负,*Ple_P*的回归系数在1%水平上显著为负,说明控股股东股权质押显著降低了管理层业绩预告披露频率,

企业每年对外披露业绩预告的次数显著减少。因此, H_1 得到验证,说明控股股东股权质押增加了代理成本,控股股东出于自利性动机不倾向于进行自愿性业绩预告披露。第6列和第7列中,*Ple_D*和*Ple_P*的回归系数均在1%水平上显著为正,说明控股股东股权质押促使上市企业进行积极的业绩披露,并且当质押股权的比例更高时,披露的业绩预告性质越积

表4 控股股东股权质押与管理层业绩预告
Table 4 Controlling Shareholders' Stock Pledge and Management Earnings Forecast

变量	Vol		Fre		Pos		Acc	
<i>Ple_D</i>	-0.261*** (-4.752)		-0.084* (-1.701)		0.270*** (4.951)		-0.153*** (-2.897)	
<i>Ple_P</i>		-0.526*** (-6.794)		-0.239*** (-3.355)		0.421*** (5.661)		-0.126 (-1.518)
<i>Siz</i>	-0.115*** (-4.222)	-0.116*** (-4.265)	-0.145*** (-5.088)	-0.146*** (-5.099)	0.010 (0.348)	0.012 (0.406)	-0.021 (-0.639)	-0.023 (-0.687)
<i>Lev</i>	-0.849*** (-7.758)	-0.806*** (-7.371)	-0.289** (-2.488)	-0.262** (-2.240)	1.720*** (9.521)	1.697*** (9.390)	0.121 (0.611)	0.114 (0.578)
<i>Gro</i>	-0.291*** (-8.739)	-0.291*** (-8.720)	0.083*** (3.259)	0.083*** (3.244)	0.937*** (8.592)	0.937*** (8.536)	0.005 (0.167)	0.005 (0.174)
<i>Roa</i>	-0.454 (-1.203)	-0.554 (-1.472)	0.054 (0.196)	0.003 (0.010)	42.985*** (31.350)	43.134*** (31.365)	1.0001** (2.221)	1.005** (2.236)
<i>Her</i>	2.212*** (9.388)	2.138*** (9.068)	0.521** (2.442)	0.489** (2.296)	-1.129*** (-5.185)	-1.068*** (-4.892)	0.129 (0.594)	0.112 (0.517)
<i>Soe</i>	-0.806*** (-11.943)	-0.840*** (-12.402)	-0.549*** (-8.761)	-0.571*** (-9.157)	0.207*** (3.629)	0.226*** (3.926)	0.076 (1.197)	0.086 (1.347)
<i>Ins</i>	-0.224 (-1.453)	-0.212 (-1.382)	-0.589*** (-5.286)	-0.584*** (-5.246)	0.183 (1.326)	0.173 (1.255)	-0.111 (-1.189)	-0.112 (-1.194)
<i>Bin</i>	-0.566 (-1.328)	-0.558 (-1.309)	-0.418 (-1.048)	-0.408 (-1.024)	-0.056 (-0.141)	-0.061 (-0.153)	0.277 (0.713)	0.273 (0.704)
<i>Big4</i>	-0.230 (-1.468)	-0.232 (-1.486)	-0.092 (-0.750)	-0.097 (-0.794)	-0.253** (-2.335)	-0.260** (-2.403)	-0.071 (-0.578)	-0.062 (-0.509)
<i>IC</i>	-0.141*** (-3.686)	-0.143*** (-3.746)	0.058 (1.205)	0.058 (1.199)	0.035 (0.595)	0.038 (0.647)	-0.210*** (-4.142)	-0.212*** (-4.185)
截距项	2.524*** (4.185)	2.543*** (4.224)	-5.516*** (-8.190)	-5.520*** (-8.188)	-1.092* (-1.667)	-1.143* (-1.743)	-4.052*** (-5.488)	-4.098*** (-5.550)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	15 554	15 554	15 554	15 554	15 554	15 554	15 554	15 554
<i>R</i> ²	0.105	0.107	0.070	0.070	0.395	0.396	0.108	0.108

注：双尾检验；括号内的数据为*t*值，并采用公司水平的cluster聚类处理，下同。

极。因此， H_2 得到验证，说明股权质押增强了控股股东进行市值管理的动机，上市企业更倾向于披露利好消息。第8列和第9列中，*Ple_D*的回归系数在1%水平上显著为负，说明相对于未进行控股股东股权质押的企业，存在控股股东股权质押的企业其管理层业绩预告的精确度更低；*Ple_P*的回归系数为负，但不显著。因此， H_3 得到验证，说明与未发生控股股东股权质押的企业相比，发生控股股东股权质押的企业更倾向于采用模糊的业绩预告披露方式。

5 稳健性检验

为了进一步增加研究结果的可靠性，本研究采用倾向评分匹配法+双重差分法(PSM+DID)、Heckman两阶段方法、改变回归样本、改变控股股东股权质押的测量指标等方法进行稳健性检验。限于篇幅，控制变量的回归结果未予列示。

5.1 倾向评分匹配法+双重差分法

控股股东股权质押与管理层业绩预告之间可能存在内生性问题。一方面，股权质押带来的大小股

东利益冲突可能降低管理层业绩预告的披露意愿和水平;另一方面,信息不透明的企业更可能面临融资约束,也更倾向于通过股权质押的方式进行融资。因此,采用倾向评分匹配与双重差分相结合的方法控制潜在的内生性问题,该方法既能有效控制样本选择偏差,又能缓解使用面板数据容易产生的内生性问题。PSM+DID的具体实施步骤如下。

首先,考虑到存在控股股东股权质押的企业与不存在控股股东股权质押的企业之间可能存在系统性的差异,采用倾向评分匹配法纠正样本选择偏差。参考王斌等^[26]和徐寿福等^[38]的研究,重新选择影响控股股东股权质押的因素,采用Probit模型进行回归,具体为

$$\begin{aligned}
 Ple_D_{i,t} = & \eta_0 + \eta_1 Soe_{i,t} + \eta_2 HerS_{i,t} + \eta_3 Bsi_{i,t} + \eta_4 Siz_{i,t} + \\
 & \eta_5 Lev_{i,t} + \eta_6 Roa_{i,t} + \eta_7 Cas_{i,t} + \eta_8 Tur_{i,t} + \\
 & \eta_9 Gro_{i,t} + \eta_{10} Ple_I_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^5
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

其中, *Bsi*为董事会规模,等于董事会总人数; *Cas*为现金持有,等于货币资金除以总资产; *Tur*为总资产周转率,等于企业当年度营业总收入除以年末总资产; *Ple_I*为行业质押率,等于同行业其他企业当年度控股股东股权质押比例的平均值; η_0 为截距项; $\eta_1 \sim \eta_{10}$ 为回归系数; $\varepsilon_{i,t}^5$ 为随机扰动项。利用Probit回归模型,计算倾向匹配得分,采用1:1最邻近匹配的方法,为样本期间内每一个存在控股股东股权质押的样本企业匹配一组在企业特征上最为邻近的不存在股权质押的样本,最终得到4 166个测试组样本和4 166个控制组样本,即PSM配对后样本总数为8 332。经过PSM配对处理,测试组企业和控制组企业在企业特征上非常相近。

其次,在倾向评分匹配法生成配对样本的基础上,构建双重差分模型,分析测试组与控制组在管理层业绩预告披露方面的差异。双重差分模型为

$$\begin{aligned}
 Vol_{i,t}/Fre_{i,t}/Pos_{i,t}/Acc_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 Ple_F_{i,t} \cdot Post_{i,t} + \theta_2 Ple_F_{i,t} + \theta_3 Siz_{i,t} + \theta_4 Lev_{i,t} + \\
 & \theta_5 Gro_{i,t} + \theta_6 Roa_{i,t} + \theta_7 Her_{i,t} + \theta_8 Soe_{i,t} + \theta_9 Ins_{i,t} + \\
 & \theta_{10} Bin_{i,t} + \theta_{11} BigA_{i,t} + \theta_{12} IC_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^6
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

其中, *Ple_F*为存在控股股东股权质押哑变量,如果企业在样本期间内进行过股权质押取值为1,否则取值为0; *Post*为期间变量,如果样本观测值在企业首次股权质押后的期间内取值为1,否则取值为0; θ_0 为截距项, $\theta_1 \sim \theta_{12}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^6$ 为随机扰动项。需要说明的是,由于(6)式中已经控制了年份固定效应, *Post*单独项的效应已被年份固定效应吸收,因此模型中未加入 *Post* 单独项,该做法与文雯等^[39]的做法相同。 θ_1 表示相对于控制组样本,测试组样本在发生控股股东股权质押之后相对于股权质押之前管理层业绩预告披露行为的差异性。

表5给出双重差分法的回归结果, *Ple_F·Post* 的回归系数在第2列和第3列显著为负,说明相对于不存在控股股东股权质押的企业,存在股权质押的企业在质押后的期间内不倾向于自愿披露管理层业绩预告,且业绩预告披露频率显著降低;在第4列显著为正,说明相对于控制组,测试组在股权质押后更倾向于披露积极的业绩预告;在第5列为正,但不显著,说明相对于控制组,测试组在股权质押前后的业绩预告精确度没有发生显著变化。以上结果进一步表明,控股股东股权质押抑制了管理层业绩预告的自愿性披露,降低了业绩预告披露频率,促进管理层披露积极的业绩预告,说明在控制了潜在的内生性问题后,本研究的总体结果依然成立。

表5 倾向评分匹配法和双重差分法回归结果
Table 5 Regression Results for Propensity Score Matching and Difference-in-Differences

变量	<i>Vol</i>	<i>Fre</i>	<i>Pos</i>	<i>Acc</i>
<i>Ple_F·Post</i>	-0.359*** (-3.455)	-0.292*** (-3.334)	0.162* (1.647)	0.015 (0.203)
<i>Ple_F</i>	0.029 (0.234)	0.178 (1.610)	0.084 (0.764)	0.045 (0.534)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
截距项	3.425*** (3.189)	-16.906*** (-9.877)	1.580 (1.001)	-3.310*** (-3.889)
观测值	8 332	8 332	8 332	8 332
<i>R</i> ²	0.092	0.080	0.404	0.118

5.2 Heckman两阶段方法

控股股东股权质押与管理层业绩预告信息披露之间可能还存在自选择问题,即在自愿性信息披露水平较低、信息环境更差的企业,股东更可能采取股权质押的融资方式。因此,借鉴Heckman两阶段模型的估计方法,先依据控股股东股权质押影响因素模型((5)式)的回归结果计算出逆米尔斯比率(*Imr*),然后将*Imr*作为控制变量加入(1)式~(4)式中进行回归。需要说明的是,Heckman两阶段模型中需要有一个外生工具变量, *Ple_I*符合这一要求。同行业企业面临相似的行业特征和融资需求,同行业其他企业进行控股股东股权质押的意愿对本企业股权质押意愿产生影响,但是其他企业的股权质押决策并不会直接影响本企业的管理层业绩预告披露行为,因而 *Ple_I*符合工具变量的相关性和外生性的要求。谢德仁等^[12]也采用行业平均质押水平作为控股股东股权

表6 Heckman 两阶段样本选择方法回归结果
Table 6 Regression Results for Heckman Two-stage Sample Selection Method

变量	Vol		Fre		Pos		Acc	
<i>Ple_D</i>	-0.235*** (-4.285)		-0.059 (-1.193)		0.269*** (4.910)		-0.157*** (-2.929)	
<i>Ple_P</i>		-0.482*** (-6.222)		-0.194*** (-2.732)		0.422*** (5.611)		-0.133 (-1.568)
<i>Imr</i>	-1.068*** (-5.530)	-0.991*** (-5.150)	-1.079*** (-5.829)	-1.041*** (-5.641)	0.037 (0.187)	-0.003 (-0.016)	0.124 (0.632)	0.116 (0.586)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	2.070*** (3.411)	2.122*** (3.505)	-5.141*** (-7.649)	-5.154*** (-7.660)	-1.064 (-1.620)	-1.130* (-1.719)	-4.096*** (-5.494)	-4.140*** (-5.552)
观测值	15 548	15 548	15 548	15 548	15 548	15 548	15 548	15 548
R^2	0.151	0.152	0.072	0.072	0.397	0.396	0.109	0.108

质押的工具变量。Heckman两阶段的回归结果见表6,与表4的结果基本一致,说明控制潜在的自选择问题后,本研究的结果仍然成立。

5.3 只考虑存在控股股东股权质押样本

由于部分企业不存在控股股东股权质押,因而在稳健性检验部分改变回归样本,只针对存在控股股东股权质押的样本,分析控股股东股权质押比例对管理层盈利预测的影响。回归结果见表7。由表7可知,*Ple_P*与*Vol*和*Fre*的回归系数显著为负,与*Pos*的回归系数显著为正,且系数绝对值均大于全样本回归结果,说明在存在控股股东股权质押样本中,控股股东股权质押比例越高,管理层业绩预告的自愿性

表7 仅考虑控股股东股权质押样本的回归结果
Table 7 Regression Results for Exclusively Considering the Sample with Controlling Shareholders' Stock Pledge

变量	Vol	Fre	Pos	Acc
<i>Ple_P</i>	-0.854*** (-6.078)	-0.455*** (-3.725)	0.434*** (3.036)	0.112 (0.851)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
截距项	3.957*** (2.736)	-8.376*** (-5.498)	0.111 (0.071)	-4.485** (-2.263)
观测值	4 176	4 176	4 176	4 176
R^2	0.094	0.086	0.407	0.109

披露的概率和频率越低,管理层更倾向于发布积极的业绩预告。*Ple_P*与*Acc*的回归系数为正但不显著,说明在存在控股股东股权质押样本中,控股股东股权质押比例对业绩预告精确度无显著影响。

5.4 其他稳健性检验

为保证实证结果的可靠性,还改变控股股东股权质押的测量方法进行检验。本研究探讨控股股东股权质押对管理层业绩预告披露的影响,因而股权质押是关键变量。除采用控股股东持股层面的质押比例测量股权质押外,还采用企业层面的股权质押比例,即控股股东股权质押数量除以企业总股数。采用固定效应模型对(1)式~(4)式进行重新估计,以控制潜在的遗漏变量偏误。采用替代指标测量和固定效应模型的检验结果与主模型结果一致。限于篇幅,具体结果未予列示。

6 进一步研究

6.1 控股股东股权质押与业绩预告策略

前述研究结果说明,控股股东股权质押降低了管理层业绩预告的披露意愿,管理层更倾向于披露积极的业绩预告,预告的模糊性程度更高。但是当控股股东股权质押后,预告业绩与之后披露的实际业绩的差异究竟如何尚未可知。基于此,本研究进一步考察控股股东股权质押对管理层业绩预告策略的影响,即对比预告业绩与真实业绩的差异。控股股东股权质押增加了大股东的机会主义心理,大股东更倾向于通过市值管理手段操控股价,因而之后披露的实际业绩与预告业绩之间的差异可能更大,信息披露质量更低。

参考董南雁等^[40]的研究,依据预告业绩与实际业绩之间的偏差幅度,将管理层业绩预告策略分为3类:①乐观业绩预告策略(*Efs1*),如果预告业绩与实际业绩的偏差幅度大于20%取值为1,否则取值为0;②保守业绩预告策略(*Efs2*),如果预告业绩与实际业绩的偏差幅度小于20%取值为1,否则取值为0;③一致业绩预告策略(*Efs3*),如果预告业绩与实际业绩的偏差幅度在-20%~20%之间取值为1,否则取值为0。对于预告业绩与实际业绩之间偏差幅度的计算,如果预告方式为点式,直接取预告点值为预告业绩;若预告方式为区间式,取中值为预告业绩;若预告方式为上下限式,取上限或下限为预告业绩;如果给出预告业绩变动百分比,则根据上年实际业绩计算预告业绩再按照上述方式取值。分别以管理层业绩预告策略变量为被解释变量,以控股股东股权质押为解释变量进行回归,回归模型为

$$\begin{aligned} & Efs1_{i,t}/Efs2_{i,t}/Efs3_{i,t} \\ & = \alpha_0 + \alpha_1 Ple_P_{i,t} + \alpha_2 Siz_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Gro_{i,t} + \alpha_5 Roa_{i,t} + \\ & \quad \alpha_6 Her_{i,t} + \alpha_7 Soe_{i,t} + \alpha_8 Ins_{i,t} + \alpha_9 Bin_{i,t} + \alpha_{10} Big4_{i,t} + \\ & \quad \alpha_{11} IC_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \varepsilon_{i,t}^7 \end{aligned} \quad (7)$$

其中, α_0 为截距项, $\alpha_1 \sim \alpha_{11}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^7$ 为随机扰动项。

控股股东股权质押对管理层业绩预告策略的回归结果见表8。由表8可知,*Ple_P*与*Efs1*的回归系数在10%水平上显著为正,与*Efs2*的回归系数不显著,与*Efs3*的回归系数在5%水平上显著为负,说明控股股东股权质押促使企业采用较为乐观激进的业绩预告策略,不倾向于采用一致业绩预告策略。该结果进一步验证了控股股东股权质押增强管理层的机会主义动机,降低了业绩预告一致性,削弱了企业信息的透明度。

表8 控股股东股权质押与管理层业绩预告策略

变量	<i>Efs1</i>	<i>Efs2</i>	<i>Efs3</i>
<i>Ple_P</i>	0.164* (1.828)	0.092 (1.040)	-0.155** (-2.078)
控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
截距项	-2.530*** (-3.658)	-2.755*** (-4.046)	1.643*** (2.709)
观测值	13 851	13 851	13 851
R^2	0.072	0.028	0.061

注:由于部分企业未披露业绩预告预测数值,因此观测值数量小于总样本数量。

6.2 控股股东股权质押、产权性质与管理层业绩预告

本研究进一步探讨控股股东股权质押对不同产权性质企业影响的差异性。相对于国有企业,民营企业的控股股东利用股权质押侵占小股东的机会主义心理更为强烈,因而民营企业的业绩预告披露意愿和披露质量更低。原因在于:首先,与国有企业相比,非国有企业在股权质押后面临的强制性平仓风险更大。出于防止国有资产流失的目的,政府对于国有企业的股权质押监管和信息披露制度较为严格,即使当质押股权接近平仓线时,国有企业的质押股权被直接强制平仓的可能性也较低,质权人可能通过非市场化的手段与其进行协商化解。其次,非国有企业在信贷融资方面受到的歧视和约束更大,股权质押融资方式对非国有企业的吸引力更大,且其在质押后的期间内肩负的业绩压力和控制权转移风险更大,因而也更有动力策略性地操控管理层业绩预告披露。本研究依据产权性质将全样本分为国有企业和非国有企业两组,分别采用(1)式~(4)式进行回归,结果见表9。由表9的第2列和第3列可知,控股股东股权质押降低自愿性业绩预告披露意愿的现象主要存在于非国有企业中;由第4列~第7列可知,不论对于国有企业还是非国有企业,控股股东股权质押均降低业绩预告自愿性披露的频率,并促使企业进行积极的业绩披露;由第8列和第9列可知,控股股东股权质押对业绩预告精确度的负面影响主要表现在国有企业中。

6.3 控股股东股权质押、连续质押与管理层业绩预告

本研究进一步探讨大股东侵占可能性的影响。股权质押在本质上是一种融资行为,如果控股股东连续进行股权质押,表明控股股东的融资约束问题较为严重。为了维持对上市企业的控制权,进行连续质押的控股股东更可能对小股东的利益进行侵占,进而加剧代理冲突。参考何威风等^[41]的研究,探讨控股股东连续股权质押对管理层业绩预告披露行为的影响。*Con*为连续质押虚拟变量,如果企业当期和上期控股股东均实施了股权质押取值为1,否则取值为0。将*Con*代入(1)式~(4)式中进行回归,检验结果见表10。由表10可知,*Con*与*Vol*、*Fre*和*Acc*的回归系数均显著为负,说明控股股东连续股权质押显著降低了管理层业绩预告的披露意愿、披露频率和预告精确度;与*Pos*的回归系数显著为正,说明存在控股股东连续股权质押的上市企业更倾向于披露积极的管理层业绩预告。对比表10中*Con*的回归系数与表4中*Ple_D*的回归系数大小,发现总体上*Con*的回归系数的绝对值更大,说明控股股东连续进行股权质押对管理层业绩预告的影响更加明显。

7 结论

本研究基于2003年至2016年中国上市企业数据,从业绩预告的自愿性披露、预告频率、预告性质、预告精确度等维度,考察控股股东股权质押对管理层业绩预告披露的影响。研究结果表明,控股股东股

表9 控股股东股权质押、产权性质与管理层业绩预告

Table 9 Controlling Shareholders' Stock Pledge, Property Rights and Management Earnings Forecast

变量	Vol		Fre		Pos		Acc	
	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
<i>Ple_P</i>	0.261 (1.455)	-0.601*** (-7.213)	-0.260* (-1.886)	-0.287*** (-3.384)	0.468*** (2.800)	0.338*** (4.028)	-0.377* (-1.733)	-0.055 (-0.466)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	4.329*** (4.343)	0.628 (0.776)	-3.135*** (-3.418)	-7.513*** (-7.652)	1.585* (1.703)	-3.617*** (-3.742)	-3.155*** (-4.141)	-5.113*** (-4.004)
观测值	5 885	9 669	5 885	9 669	5 885	9 669	5 885	9 669
R^2	0.069	0.097	0.011	0.094	0.444	0.370	0.098	0.120

表10 控股股东股权质押、
连续质押与管理层业绩预告Table 10 Controlling Shareholders' Stock Pledge,
Continue Pledge and Management Earnings Forecast

变量	Vol	Fre	Pos	Acc
<i>Con</i>	-0.350*** (-5.635)	-0.149** (-2.516)	0.287*** (4.708)	-0.107* (-1.694)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
截距项	2.475*** (4.106)	-5.488*** (-8.150)	-1.081* (-1.651)	-4.071*** (-5.509)
观测值	15 554	15 554	15 554	15 554
R^2	0.105	0.395	0.103	0.394

股权质押抑制管理层业绩预告披露意愿,相对于未进行股权质押的企业,股权质押企业的业绩预告自愿性披露比例更低、预告披露频率更低,并且更倾向于披露正面性质的业绩预告,且预告的精确度偏低。进一步研究表明,控股股东股权质押降低了业绩预告与实际业绩的一致性程度,企业更倾向于采用乐观激进的业绩预告策略。此外,相对于国有控股企业,控股股东股权质押对业绩预告披露的影响在民营企业更为显著,控股股东连续进行股权质押进一步削弱管理层披露业绩预告的意愿,并促使其披露更为积极的业绩预告。

本研究的理论意义主要体现在两个方面。①本

研究从信息披露视角拓展了控股股东股权质押经济后果的研究。已有研究关注股权质押对大股东掏空行为^[3-4]、股价崩盘风险^[12]、企业业绩^[26]和企业价值^[1]等方面的影响,但是忽略了股权质押对企业信息披露决策的影响。管理层业绩预告是企业与外部利益相关者沟通的重要渠道,本研究从管理层业绩预告视角研究股权质押对企业信息披露的影响,拓展了股权质押经济后果的研究。②本研究丰富了管理层业绩预告的研究。虽然已有较多学者关注管理层业绩预告披露的影响因素,但是尚无学者从股权质押这一特殊行为的影响角度进行探讨。此外,虽然有关管理层业绩预告披露动机的研究较多,但是鲜有研究全面考察管理层究竟是以何种形式、何种精确度、何种策略披露业绩预告^[6]。本研究综合分析股权质押对管理层业绩预告是否披露、披露频率、披露性质、披露精确度和披露策略的影响,在一定程度上弥补已有研究的不足。

本研究还具有很强的现实意义。控股股东股权质押行为已成为中国资本市场的常态化现象,如何防控股权质押中的道德风险问题是监管部门应持续关注重点。本研究发现控股股东股权质押降低了管理层业绩预告披露的一致性,对于监管部门完善股权质押信息披露体系以及管控股权质押的风险预警机制具有一定的启示意义。

本研究仍存在不足之处。控股股东股权质押的资金用途包括投向被质押公司、投向控股股东自身和投向第三方,不同的资金用途对企业造成不同的影响,也导致管理层采用不同的业绩预告模式。但是上市企业少有披露或者采取非常模糊的方式披露股权质押的资金用途,已有数据的限制使本研究无法按照股权质押的资金用途进行细分,这有待未来研究进行深入探讨。

参考文献:

- [1] 郑国坚,林东杰,林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值. *管理科学学报*, 2014, 17(9): 72-87.
ZHENG Guojian, LIN Dongjie, LIN Bin. Controlling shareholders' financial constraints, tunneling and firm value from the perspective of stock pledge. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(9): 72-87.
- [2] 陈德萍,陆星廷. 股权质押与盈余管理的关系研究: 基于创业板上市公司的实证检验. *会计研究*, 2017(5): 47-52.
CHEN Deping, LU Xingting. Controlling shareholder's share pledge and real-activity earnings management: empirical test based on the listed companies on the growth enterprise market. *Accounting Research*, 2017(5): 47-52.
- [3] 黎来芳. 商业伦理、诚信义务与不道德控制: 鸿仪系“掏空”上市公司的案例研究. *会计研究*, 2005(11): 8-14.
LI Laifang. Business ethics, integrity commitment, and immoral control: a case study of the “tunneling” listed companies in Hongyi department. *Accounting Research*, 2005(11): 8-14.
- [4] 李永伟,李若山. 上市公司股权质押下的“隧道挖掘”: 明星电力资金黑洞案例分析. *财务与会计*, 2007(2): 39-42.
LI Yongwei, LI Ruoshan. The “tunneling mining” in listed companies' stock pledge: case study of Mingxing Electricity Funds Black Hole. *Finance & Accounting*, 2007(2): 39-42.
- [5] 郝项超,梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么?. *会计研究*, 2009(7): 57-63.
HAO Xiangchao, LIANG Qi. Does stock pledge of ultimate owner impair firm value?. *Accounting Research*, 2009(7): 57-63.
- [6] HIRST D E, KOONCE L, VENKATARAMAN S. Management earnings forecasts: a review and framework. *Accounting Horizons*, 2008, 22(3): 315-338.
- [7] KIM Y, SONG M. Management earnings forecasts and value of analyst forecast revisions. *Management Science*, 2015, 61(7): 1663-1683.
- [8] LEE T S, YEH Y H. Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 2004, 12(3): 378-388.
- [9] CHAN K, CHEN H K, HU S Y, et al. Share pledges and margin call pressure. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 52(C): 96-117.
- [10] ANDERSON R, PULEO M. *Insider share-pledging and firm risk*. Philadelphia: Temple University, 2015.
- [11] DOU Y, MASULIS R W, ZEIN J. Shareholder wealth consequences of insider pledging of company stock as collateral for personal loans. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(12): 4810-4854.
- [12] 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. *管理世界*, 2016(5): 128-140.
XIE Deren, ZHENG Dengjin, CUI Chenyu. Is controlling shareholder's share pledge a potential “mine”? *Management World*, 2016(5): 128-140.
- [13] COLLIER M, YOHAN T L. Management forecasts and information asymmetry: an examination of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research*, 1997, 35(2): 181-191.
- [14] BILLINGS M B, CEDERGREN M C. Strategic silence, insider selling and litigation risk. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 59(2/3): 119-142.
- [15] BALAKRISHNAN K, BILLINGS M B, KELLY B, et al. Shaping liquidity: on the causal effects of voluntary disclosure. *The Journal of Finance*, 2014, 69(5): 2237-2278.
- [16] WANG Y T, CHEN Y, WANG J X. Management earnings forecasts and analyst forecasts: evidence from mandatory disclosure system. *China Journal of Accounting Research*, 2015, 8(2): 133-146.
- [17] 张然,张鹏. 中国上市公司自愿业绩预告动机研究. *中国会计评论*, 2011, 9(1): 3-20.
ZHANG Ran, ZHANG Peng. The incentives for management earnings forecast in China. *China Accounting Review*, 2011, 9(1): 3-20.
- [18] BILLINGS M B, JENNINGS R, LEV B. On guidance and volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60(2/3): 161-180.
- [19] FRANCIS J, NANDA D, OLSSON P. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(1): 53-99.
- [20] LI X. The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(3): 663-711.
- [21] BAGINSKI S P, HASSELL J M, KIMBROUGH M D. The effect of legal environment on voluntary disclosure: evidence from management earnings forecasts issued in U. S. and Canadian markets. *The Accounting Review*, 2002, 77(1): 25-50.
- [22] BROCKMAN P, MARTIN X, PUCKETT A. Voluntary disclosures and the exercise of CEO stock options. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(1): 120-136.
- [23] 扈文秀,付强,吴婷婷. 股票期权激励与管理层业绩预告披露的操控行为. *管理科学*, 2017, 30(6): 142-158.
HU Wenxiu, FU Qiang, WU Tingting. Stock option incentives and the manipulative behavior in management earnings forecast disclosures. *Journal of Management Science*, 2017, 30(6): 142-158.
- [24] CHENG Q, LUO T, YUE H. Managerial incentives and management forecast precision. *The Accounting Review*, 2013, 88(5): 1575-1602.
- [25] BOZANIC Z, ROULSTONE D T, VAN BUSKIRK A. Management earnings forecasts and other forward-looking statements. *Journal of Accounting and Economics*, 2018, 65(1): 1-20.
- [26] 王斌,蔡安辉,冯洋. 大股东股权质押,控制权转移风险与公司业绩. *系统工程理论与实践*, 2013, 33(7): 1762-1773.
WANG Bin, CAI Anhui, FENG Yang. Stock rights pledging of the blockholders, controlling rights transferring risk and firm's performance. *Systems Engineering - Theory & Practice*, 2013, 33(7): 1762-1773.

- [27] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4):305-360.
- [28] 罗炜, 朱春艳. 代理成本与公司自愿性披露. *经济研究*, 2010, 45(10):143-155.
LUO Wei, ZHU Chunyan. Agency costs and corporate voluntary disclosure. *Economic Research Journal*, 2010, 45(10):143-155.
- [29] MAINES L A, MCDANIEL L S. Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: the role of financial-statement presentation format. *The Accounting Review*, 2000, 75(2):179-207.
- [30] 袁振超, 岳衡, 谈文峰. 代理成本, 所有权性质与业绩预告精确度. *南开管理评论*, 2014, 17(3):49-61.
YUAN Zhenchao, YUE Heng, TAN Wenfeng. Agency cost, ownership nature and management forecast precision. *Nankai Business Review*, 2014, 17(3):49-61.
- [31] 程小可, 李昊洋, 高升好. 机构投资者调研与管理层盈余预测方式. *管理科学*, 2017, 30(1):131-145.
CHENG Xiaoke, LI Haoyang, GAO Shenghao. Institutional investors' site visit and the method of management earnings guidance. *Journal of Management Science*, 2017, 30(1):131-145.
- [32] 鲁桂华, 张静, 刘保良. 中国上市公司自愿性积极业绩预告: 利公还是利私: 基于大股东减持的经验证据. *南开管理评论*, 2017, 20(2):133-143.
LU Guihua, ZHANG Jing, LIU Baoliang. Do voluntary positive earnings forecasts of Chinese listed companies benefit public or private interests? Empirical evidence based on the major shareholders' selling of non-tradable shares. *Naikai Business Review*, 2017, 20(2):133-143.
- [33] 罗玫, 魏哲. 股市对业绩预告修正一视同仁吗?. *金融研究*, 2016(7):191-206.
LUO Mei, WEI Zhe. Does the stock market treat management earnings forecast equally?. *Journal of Financial Research*, 2016(7):191-206.
- [34] AJINKYA B, BHOJRAJ S, SENGUPTA P. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(3):343-376.
- [35] 刘慧芬, 王华. 竞争环境、政策不确定性与自愿性信息披露. *经济管理*, 2015, 37(11):145-155.
LIU Huifen, WANG Hua. Competitive environment, uncertainty policy and voluntary disclosure. *Economic Management*, 2015, 37(11):145-155.
- [36] DROBETZ W, GOUNOPOULOS D, MERIKA A, et al. Determinants of management earnings forecasts: the case of global shipping IPOs. *European Financial Management*, 2017, 23(5):975-1015.
- [37] KENNEDY P E. *A guide to econometrics*. 4th ed. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1998:213.
- [38] 徐寿福, 贺学会, 陈晶萍. 股权质押与大股东双重择时动机. *财经研究*, 2016, 42(6):74-86.
XU Shoufu, HE Xuehui, CHEN Jingping. Stock pledge and large shareholders' dual timing motivations. *Journal of Finance and Economics*, 2016, 42(6):74-86.
- [39] 文雯, 陈胤默, 黄雨婷. 控股股东股权质押对企业创新的影响研究. *管理学报*, 2018, 15(7):998-1008.
WEN Wen, CHEN Yinmo, HUANG Yuting. The impact of controlling shareholders' pledge of stocks on corporate innovation. *Chinese Journal of Management*, 2018, 15(7):998-1008.
- [40] 董南雁, 梁巧妮, 林青. 管理层业绩预告策略与隐含资本成本. *南开管理评论*, 2017, 20(2):45-57.
DONG Nanyan, LIANG Qiaoni, LIN Qing. Management earnings forecast strategies and the implied cost of capital. *Naikai Business Review*, 2017, 20(2):45-57.
- [41] 何威风, 刘怡君, 吴玉宇. 大股东股权质押和企业风险承担研究. *中国软科学*, 2018(5):110-122.
HE Weifeng, LIU Yijun, WU Yuyu. Research on the pledging of stock rights by large shareholders and corporate risk-taking. *China Soft Science*, 2018(5):110-122.

Controlling Shareholders' Stock Pledge and Management Earnings Forecast Disclosures

WEN Wen¹, QIAO Fei², CHEN Yinmo³

1 International Business School, Beijing Foreign Studies University, Beijing 100089, China

2 Accounting School, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China

3 Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732, China

Abstract: Stock pledge is favored by listed companies as an efficient and convenient financing method. The economic consequence of stock pledge received widespread concerns from both academic and practical fields. Previous studies pay attention to the effect of controlling shareholders' stock pledge on earnings management, major shareholders' tunneling, accounting policy

choices and firm value. However, the impact of controlling shareholders' stock pledge on management earnings forecast disclosures still remains unexplored.

Using Chinese A-share listed companies stock pledge and management earnings forecast data from 2003-2016, this study empirically tests the impacts of whether controlling shareholders have stock pledge and their stock pledge percentage on management earnings forecast incentives, forecast frequency, forecast characteristics and forecast precision. This paper employs the methods of Logit, propensity score matching and difference-in-differences (PSM + DID), and Heckman two-stage sample selection method. In addition, this paper compares the dispersion of companies' forecasted performance and actual performance, in order to reveal the potential information disclosure risks in stock pledge.

The result shows that controlling shareholders' stock pledge significantly reduces companies' management earnings forecast incentive and forecast quality. Compared with firms having no controlling shareholders' stock pledge, firms with controlling shareholders' stock pledge tend to disclose earnings forecast less voluntarily, less frequently, more actively and less accurately. The tendency and quality of management earnings forecast further reduce when the percentage of pledge increases and the controlling shareholders continue to pledge their stocks in consecutive years. After comparing the dispersion of forecasted performance and actual performance, we find that controlling shareholders' stock pledge tends to lead the management to adopt more aggressive forecasting strategy. The dispersion between forecasted performance and actual performance is larger and the consistency is lower. Considering the difference of property rights, we find that the negative effect of controlling shareholders' stock pledge on management earnings forecast is more pronounced in private enterprises.

Through theoretical analysis and empirical test, this study contributes to several streams of literature. First, it extends the economic consequence of controlling shareholders' stock pledge to the field of voluntary disclosure. Second, this study enriches the literature on the determinants of management earnings forecast. Third, the findings provide practical implications for regulatory authorities and investors to focus on the potential information disclosure risks in stock pledge. It also provides certain policy implications for the disclosure supervision of management performance forecast.

Keywords: stock pledge; management earnings forecast; voluntary information disclosure; disclosure incentive; disclosure quality; disclosure strategy; property rights

Received Date: April 16th, 2018 **Accepted Date:** October 28th, 2018

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (72002014), the Social Science Foundation of Beijing (19YJC040), the Research Project of Overseas Chinese Federation (19BZQK208), the Social Science Fund of Liaoning Province (L20CGL009), and the Science Research Project of Education Department of Liaoning Province (LN2020Q17)

Biography: WEN Wen, doctor in management, is a lecturer in the International Business School at Beijing Foreign Studies University. Her research interests include corporate governance and corporate finance. Her representative paper titled "Directors with foreign experience and corporate tax avoidance" was published in the *Journal of Corporate Finance* (Volume 62, 2020). E-mail: wenwen_bfsu@bfsu.edu.cn

QIAO Fei, doctor in management, is a lecturer in the Accounting School at Dongbei University of Finance and Economics. Her research interest focuses on capital market finance and accounting. Her representative paper titled "Pay limit and corporate innovation: a quasi-natural experiment" was published in the *Journal of Management Science* (Issue 2, 2019). E-mail: feiqiao@dufe.edu.cn

CHEN Yinmo, doctor in management, is a postdoctoral fellow in the Institute of World Economics and Politics at Chinese Academy of Social Sciences. Her research interests include international finance and international investment. Her representative paper titled "Home country's economic policy uncertainty, financial constraints and outward foreign direct investment" was published in the *Journal of International Trade* (Issue 6, 2019). E-mail: chenyinmo@163.com □