

“去杠杆”背景下股权质押的供应链溢出效应

——基于企业现金持有的经验证据

张 静¹ 付玉梅²

(1.石河子大学 经济与管理学院/公司治理与管理创新研究中心,新疆 石河子 832003;

2.汕头大学 商学院,广东 汕头 515063)

摘要:基于“去杠杆”政策背景,本文以供应商现金持有为研究视角,考察客户企业的控股股东将其股权质押在供应链上产生的溢出效应。研究发现,客户企业股权质押正向影响供应商现金持有水平,说明客户企业股权质押在供应链上存在溢出效应,且“去杠杆”政策的实施强化了非国有客户企业股权质押的供应链溢出效应。进一步检验发现,客户企业与供应商关系越紧密、越专有,客户企业股权质押的溢出效应越明显;客户企业股权质押主要通过“风险传导机制”使得供应商现金持有增加。本文的研究结论不仅为供应商进行现金持有决策提供经验证据,也有助于政府部门认识“去杠杆”政策对供应链的影响,为其管理供应链相关风险提供决策参考。

关键词:“去杠杆”政策;股权质押;供应链;溢出效应;现金持有

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)06-0041-14

一、引言

近年来,我国上市公司控股股东股权质押规模始终保持较高水平,据 Wind 数据库统计,截至 2021 年 4 月 9 日,市场质押股数为 4712.41 亿股,占总股本的 6.58%;其中,持股 5%以上的股东质押股数为 5514.09 亿股,占总股本的 18.69%。控股股东股权质押是控股股东以其持有的股权进行质押担保融资的手段,会对企业产生重要影响,这一点已得到国内外学者广泛认同。随着经济全球化和产业多元化发展,供应链上下游企业关系日益紧密,控股股东股权质押不仅影响企业自身,还会通过供应链传导,对处于供应链上游的供应商行为决策产生影响。在供应商的财务决策中,现金持有决策是重要的财务决策之一。为了避免客户企业的股权质押给供应商带来的不确定性风险,供应商会依据客户股权质押行为调整其现金持有决策。与此同时,为解决我国产能过剩、债务高企的问题,国家推行

收稿日期:2022-03-03

基金项目:国家自然科学基金青年项目“投资者异质信念与企业创新行为:基于管理层理性与非理性双重情境的研究”(72103144);教育部人文社会科学基金规划项目“多源媒体情绪传播对企业策略性专利行为的影响及机制研究”(21YJJA790077)

作者简介:张 静(1983—),女,新疆乌鲁木齐人,石河子大学经济与管理学院/公司治理与管理创新研究中心副教授,博士;

付玉梅(1986—),女,山东曹县人,汕头大学商学院讲师,博士,本文通讯作者。

了“供给侧改革”。2015年12月,中央经济工作会议提出“去杠杆”工作任务。2016年9月,国务院发布了“去杠杆”的纲领性文件《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》,把“去杠杆”提升至国家战略高度。但“去杠杆”政策在推动实体经济结构调整的同时,也对非国有企业融资来源带来极大的冲击,这强化了其股权质押融资的动机,进而对供应链上游供应商的现金持有决策产生一定影响。

基于此,本文聚焦“去杠杆”政策背景下客户企业股权质押的供应链溢出效应,主要探讨以下两个问题:一是股权质押是否会产生供应链溢出效应,即客户企业股权质押是否会影响供应商现金持有?如果是,客户企业股权质押是否通过“风险传导效应”使得供应商现金持有增加?二是结合供给侧改革的现实背景,客户企业股权质押与供应商现金持有的关系是否受到“去杠杆”政策的影响?此外,本文进一步探究客户企业股权质押与供应商现金持有的关系是否还会受到客户与供应商关系的影响,如果客户与供应商双方关系依赖程度越高、关系专有化程度越大,供应商是否越关注客户股权质押行为并及时调整现金持有决策?

本文的边际贡献主要有三个方面:第一,现有关于股权质押的经济后果研究大多围绕股权质押对公司自身的影响展开,忽视了股权质押在供应链上的溢出效应,在我国大力推动供应链发展的战略背景下,供应链的重要性日益突出,本文考察跨企业情形下客户股权质押的供应链溢出效应,不仅扩展了国内外有关股权质押经济后果的研究视角,也为优化供应链企业财务决策提供了新思路。第二,现有研究较少深入剖析客户企业股权质押对供应商现金持有的影响机制,本文尝试打开客户企业股权质押对供应商现金持有影响的“黑箱”,丰富了企业现金持有的影响因素研究,为企业制定现金持有决策提供有效参考,引导供应商关注客户股权质押行为从而管理供应链相关风险。第三,现有基于供应链跨企业情形的相关研究对宏观政策尤其是“去杠杆”政策关注不足,本文将“去杠杆”政策背景纳入研究框架,考察其对客户企业股权质押与供应商现金持有关系的影响,增强了研究结论在现实情形下的适应性,为“去杠杆”政策在供应链上的经济后果研究提供有益补充,也为政府部门优化“去杠杆”政策及完善供应链风险管理政策提供有力的证据支持。

二、文献回顾与假设提出

(一)文献回顾

1.控股股东股权质押对公司行为决策影响的研究。一部分文献着重探讨控股股东股权质押对公司自身的影响。最初的研究集中在控股股东规避控制权转移风险的手段上,如为避免股价下行使得平仓风险增加,控股股东倾向于采取策略性信息行为进行市值管理^[1],或通过企业研发创新^[2]、高送转等股利政策维护股价^[3]。之后,控股股东股权质押对公司行为决策的影响研究视角逐渐扩展至商业信用^[4]、慈善捐赠^[5]、股份回购^[6]、资本运作^[7]、实体投资^[8]等方面。虽有涉及供应链的研究,但侧重于分析控股股东股权质押对供应商集中度的负向冲击作用^[9]。另一部分文献着重研究控股股东股权质押对公司之外主体的影响,比如对作为资本市场信息中介的分析师^[10]、作为利益相关者的企业债权人^[11]以及机构投资者^[12]等的影响。

2.供应链溢出效应的研究。在经济全球化、产业多元化以及供应链发展战略的推动下,供应链上的客户和供应商成为重要的利益相关者,客户企业行为影响供应商企业行为决策的现象越来越普遍。于是,供应链溢出效应受到越来越多学者的关注。相关研究主要集中在客户企业盈余信息对供应商投资的影响以及客户企业年报语调对供应商现金持有、审计费用的影响等方面,具体而言:供应链企业的盈余管理会扭曲上下游企业对该企业经营前景的判断,诱导上下游企业加大供应链专用性投资,从而降低供应商的投资效率^[13];而高质量的盈余信息能够帮助供应商更好地预测需求,从而提高其投资效率^[14];客户企业年报表述越消极,供应商的预防性动机会使其持有的现金越多^[15],供应商企业的审计费用也越高^[16]。

纵观现有文献,我们可以得到以下启示:第一,上述控股股东股权质押对公司行为决策的影响研究大多聚焦于公司自身的行为决策,对供应商这一重要的企业外部利益相关者关注不足,缺乏对客户

股权质押影响供应商财务决策行为的考察,忽视了股权质押在供应链上的溢出效应。现实中,供应商与客户是一荣俱荣、一损俱损的利益共同体,客户企业的经营发展状况、未来经营前景、破产风险等特征是影响供应商经营决策的重要因素。控股股东股权质押不仅影响企业自身,质押后引发的风险还会通过供应链进行传导,对处于供应链上游的供应商产生影响。因此,有必要考察跨企业情形下控股股东股权质押的供应链溢出效应,这将拓宽展国内外有关股权质押经济后果的研究视角,也为优化供应链企业财务决策提供新思路。第二,上述有关供应链溢出效应的研究均未考虑企业决策所面临的宏观政策背景。现实中“去杠杆”政策对非国有企业资金面造成冲击,强化了其股权质押融资的动机进而影响到其供应商的现金持有决策,即“去杠杆”政策对客户股权质押的供应链溢出效应的影响不容忽视。因此,有必要将“去杠杆”宏观政策背景纳入研究框架,增强研究结论的现实性,也为“去杠杆”政策在供应链上的经济后果研究提供有益补充。

(二)研究假设

1.客户企业股权质押与供应商现金持有。随着供应链上下游企业关系的日益紧密,供应商在进行财务决策时,会密切关注客户股权质押这种重大经营决策,并根据“风险传导效应”动态地调整其现金持有量。具体而言:

一是信息风险方面。当客户股权质押后,供应商为防御信息风险会调整现金持有决策。客户企业的控股股东将其股权质押后,股权价值仍然随市场行情变化,若股价连续下跌到平仓线又没能及时补仓时,资金出借者有权抛售质押股权,客户企业的控股股东会因此丧失对企业的控制权。为避免控制权转移,企业往往通过盈余管理等方式维持股价^{[17][18]},比如控股股东股权质押会促使企业更多选择开发支出资本化的会计政策或者进行向上的应计盈余管理等方式维持股价,避免质押的股份被强制平仓。客户股权质押后的盈余管理无疑会降低会计信息质量,供应商进行现金持有决策时,无法通过客户企业真实的财务信息对其未来盈余正确预测,有可能被其不真实的会计信息误导。也就是说,供应商现金持有决策的信息风险增加,为防范信息风险供应商会做出增加现金持有的决策调整^①。

二是掏空风险方面。当客户股权质押后,供应商为防御掏空风险会调整现金持有决策。客户企业的控股股东将其股权质押后,除了盈余管理外,还可能会滥用企业资源或者掏空企业,使客户企业面临重大的财务困境^{[19][20]}。在供应链的传导作用下,客户的财务困境成本会部分转移给处于供应链上游的供应商。具体而言,从客户的角度看,客户企业因股权质押被控股股东掏空而处于财务困境中,由于自身还款压力增加,难免要求供应商赊销时提供更为宽松的信用政策,比如延长信用期限、增加现金折扣等,由此可能导致供应商未来较长时间内现金流入减少。供应商为保持现金流水平不下降,增加现金持有的动机明显增强。从供应商的角度看,供应商预期处于财务困境中的客户其未来采购需求量很可能会下降,这意味着供应商未来的销售收入会相应减少,供应商不得不增加现金持有以避免现金流入减少而影响企业正常生产经营。进一步的,当供应商预期客户陷入财务危机时,意味着双方合作关系即将中断,供应商的货款将成为坏账难以收回,这不但会带来重大的财务损失,还会为重新建立新的客户业务关系负担高额的成本费用。简言之,客户股权质押后的掏空风险将财务困境成本部分转移到供应商,供应商出于预防性动机将会持有更多的现金。

综上,供应商为防范客户股权质押引发的信息风险和掏空风险,倾向于持有更多的现金。由此,本文提出假设 1:

假设 1:客户企业股权质押会通过“风险传导效应”促使供应商增加现金持有量。

2.“去杠杆”政策、客户企业股权质押与供应商现金持有。客户股权质押的供应链溢出效应会受到“去杠杆”这一宏观经济政策的影响。“去杠杆”政策是 2015 年中央经济工作会议提出的经济工作五大任务之一,目的是解决我国经济新常态背景下,因经济增速放缓导致的存货积压、产能过剩严重抑制实体经济增长动力的问题。2016—2018 年的中央经济工作会议都将“去杠杆”列为经济领域的重点工作之一,要求持续推进。“去杠杆”政策在推动实体经济结构调整过程中的确发挥了重要的作用,但也限制了企业的融资来源,这必然会影响到企业股权质押行为以及这种行为在供应链上的溢出效

应。2018 年 4 月和 5 月中央全面深化改革委员会(以下简称“深改委”)首次会议和第二次会议明确要求地方政府和企业,特别是国有企业尽快把杠杆降下来,努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。然而在经济不确定性和政府隐性担保的共同作用下,国有企业的资产负债率反而总体上升,非国有企业的负债率总体下降^②,呈现出与宏观目标相悖的状况^[21]。这种银行对国有企业加杠杆,对非国有企业去杠杆的现实,导致因资金周转困难,已经用股权质押融资维持正常运营的非国有客户企业,陷入资金短缺的困境,只能加大从银行之外寻求融资的力度,通过增加股权质押,短时间内快速获取资金^③。随着非国有客户企业股权质押的增加,其信息风险和掏空风险明显加大,这使得供应商未来现金流不确定性增强,从而导致现金短缺,于是出于预防性动机调增现金持有量,做好现金储备。由此,本文提出假设 2:

假设 2:“去杠杆”政策强化了非国有客户企业股权质押对供应商现金持有的正向影响。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以我国 A 股上市公司为研究对象,考察客户股权质押对供应商现金持有的影响。考虑到 2005 年以后,我国 A 股上市公司才逐渐开始自愿披露前 5 名客户的销售额和名称,并且我国 2006 年股权分置改革才基本完成,故本文选择 2006—2019 年作为研究期间。首先,以剔除了金融行业、ST 和 *ST 公司后的 3191 家 A 股供应商企业的 22172 个公司一年度观测值为初始样本,保留完整披露具体的前五大客户名称后得到 12192 个样本公司一年度观测值。其次,利用客户名称在天眼查的查公司功能判断客户是否为上市公司并确定上市代码后得到共计 2151 个公司一年度观测值。再次,剔除了 198 个由于上市客户企业控股股东股权数据缺失的样本观测值,最后得到 1953 个公司一年度观测值。以此为基础,再从国泰安(CSMAR)数据库中获取客户股权质押、供应商现金持有以及其他财务数据等。为消除异常值对研究结果的影响,本文对所有连续变量进行缩尾(Winsorize)调整,按照 1%和 99%分位做极端值处理。此外,在模型回归过程中,还控制了年份和行业的固定效应。

(二)模型建立与变量定义

本文构造模型(1)检验客户企业股权质押对供应商现金持有水平的影响。

$$\text{CashHold}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pledge}_{i,t-1} + \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,CashHold 为供应商现金持有水平;Pledge 为客户企业的控股股东股权质押情况,分别用 Pledgedum 和 Pledgeratio 表示,Pledgedum 为哑变量,表示客户企业的控股股东是否进行了股权质押,若控股股东进行了股权质押,赋值为 1,否则赋值为 0。Pledgeratio 为客户企业的控股股东年末股权质押比例。由于客户企业股权质押之后,供应商需要一定时间观察判断客户盈余管理或者掏空侵占的可能性,进而再做出现金持有的决策调整,因此,将客户股权质押变量(Pledge)设置为滞后一期放入模型中,这也可避免解释变量与被解释变量之间的内生性问题。借鉴程子健和张俊瑞的研究^[22],选择供应商的客户集中度(CC)、公司规模(Size)、上市年限(Age)、公司成长性(Growth)、现金流量(Cashflow)、盈利能力(Roa)、资产负债率(Leverage)、净营运资金(Nwc)、董事长和总经理是否两职合一(Ceodum)、企业性质(Soedum)及第一大股东持股比例(Top1)等为控制变量,具体变量定义如表 1 所示。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计结果。从中可以看到,客户企业的控股股东是否进行股权质押变量(Pledgedum)的均值为 0.189,说明客户企业中有 18.9%的企业存在控股股东股权质押的情况,即客户股权质押现象较为普遍。股权质押比例 Pledgeratio1(Pledgeratio2)的均值为 0.070(0.039),说明客户企业的控股股东质押股份占其所持股份的平均比例为 7%,占上市公司总流通股份的平均比例为 3.9%。供应商现金持有 CashHold1 的均值为 0.257,最大值为 2.251,最小值为 0.010,标准差为 0.307,说

明供应商之间现金持有水平存在较大差异。以上变量的统计特征与相关研究基本一致。

表 1		变量定义	
变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	CashHold1	现金持有水平	现金与净资产的比值
	Pledgedum	是否进行股权质押	前五大客户企业控股股东存在股权质押等于 1,否则等于 0
解释变量	Pledgeratio1	股权质押比例	前五大客户企业控股股东股权质押股数/控股股东持有上市公司的股份数量
	Pledgeratio2	股权质押比例	前五大客户企业控股股东股权质押股数/上市公司总流通股股数
控制变量	CC	客户集中度	赫芬达尔指数计算的前 5 大客户的集中度
	Size	公司规模	公司总资产的自然对数
	Age	上市年限	公司上市年限加 1 后的自然对数
	Growth	公司成长性	主营业务收入增长率
	Cashflow	现金流量	经营活动现金流量净额与总资产的比值
	Roa	盈利能力	净利润与总资产的比值
	Leverage	资产负债率	(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券)/总资产
	Nwc	净营运资金	(流动资产-流动负债-现金)/总资产
	Ceodum	董事长和总经理是否两职合一	董事长和总经理是否兼任,若是赋值为 1,否则赋值为 0
	Soedum	企业性质	国有企业取 1,否则为 0
	Top1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量/总股本
	Year	年份虚拟变量	共 14 年,设置 13 个虚拟变量
	Ind	行业虚拟变量	根据证监会 2012 版行业代码,其中制造业取到二级代码,共计 20 个行业,设置 19 个虚拟变量

表 2		主要变量的描述性统计						
变量名	样本量	均值	下四分位数	中位数	上四分位数	最小值	标准差	最大值
CashHold1	1953	0.257	0.102	0.164	0.279	0.010	0.307	2.251
Pledgedum	1953	0.189	0.000	0.000	0.000	0.000	0.392	1.000
Pledgeratio1	1953	0.070	0.000	0.000	0.000	0.000	0.204	0.998
Pledgeratio2	1953	0.039	0.000	0.000	0.000	0.000	0.096	0.425
CC	1953	0.157	0.023	0.063	0.182	0.000	0.232	1.322
Size	1953	22.250	21.320	22.070	23.010	19.210	1.275	25.850
Age	1953	2.201	1.792	2.303	2.773	0.000	0.708	3.258
Growth	1953	0.200	-0.018	0.119	0.293	-0.643	0.486	3.547
Cashflow	1953	0.043	0.006	0.043	0.077	-0.186	0.066	0.260
Roa	1953	0.035	0.014	0.035	0.059	-0.278	0.059	0.202
Leverage	1953	0.193	0.050	0.170	0.308	0.000	0.158	0.667
Nwc	1953	0.194	0.020	0.190	0.365	-0.541	0.248	0.801
Ceodum	1953	0.222	0.000	0.000	0.000	0.000	0.416	1.000
Soedum	1953	0.375	0.000	0.000	1.000	0.000	0.484	1.000
Top1	1953	0.336	0.213	0.310	0.441	0.030	0.152	0.900

(二)客户企业股权质押与供应商现金持有的关系检验

为检验假设 1,本文对模型(1)进行回归,结果如表 3 中(1)(2)(3)列所示,客户企业股权质押行为变量 Pledgedum、Pledgeratio1、Pledgeratio2 的系数均在 5%的水平下显著为正,证明了假设 1。这说明客户企业股权质押导致供应商现金持有水平增加。这是因为,客户企业的控股股东在股权质押后,一旦股价持续下跌,又无法及时补仓或还款时,就会造成巨额财产损失和失去控制权的严重后果。现实中,控股股东为避免控制权转移通过盈余管理等方式维持股价的行为频频发生,由于真实的会计信息被掩盖,供应商调整现金持有决策时面临较大的信息风险。此外,控股股东还可能会通过滥用公司资源等掏空公司的手段增强偿债能力,由此引发企业财务危机导致供应商应收账款的坏账风险显

著增加。综上,当供应商面对客户企业股权质押带来的信息风险和掏空风险时,出于预防性动机,会及时调增现金持有量。

(三)稳健性检验及内生性问题

1.稳健性检验

(1)替换现金持有变量。将现金与净资产的比值替换成现金与总资产的比值衡量现金持有(CashHold2),重新对模型(1)进行回归。结果如表 3 中(4)(5)(6)列所示,客户股权质押行为变量Pledgedum、Pledgeratio1、Pledgeratio2 的系数仍然在 5%的水平下显著为正,结果稳健,再次证明了假设 1,即客户股权质押导致供应商现金持有水平增加。

(2)替换股权质押变量。借鉴李姝等的研究^[23],以质押股权的市场价值加 1 后取对数,衡量股权质押的规模(Lnpledge),质押股权的市场价值为客户企业的控股股东年末股权质押数量乘以年末收盘价。重新对模型(1)进行回归后的结果如表 3 中(7)(8)列所示,Lnpledge 的系数在 5%的水平下显著为正,再次证明了假设 1。

表 3		客户股权质押与供应商现金持有关系的检验结果						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	CashHold1	CashHold1	CashHold1	CashHold2	CashHold2	CashHold2	CashHold1	CashHold2
Pledgedum	0.037 ** (2.00)			0.014 ** (2.06)				
Pledgeratio1		0.066 ** (2.27)			0.024 ** (2.09)			
Pledgeratio2			0.131 ** (2.17)			0.050 ** (2.14)		
Lnpledge							0.002 ** (2.38)	0.001 ** (2.01)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.389 (-1.04)	0.502 * (1.85)	0.502 * (1.86)	-0.013 (-0.10)	0.327 *** (3.11)	0.327 *** (3.11)	0.145 (0.73)	0.175 ** (2.26)
N	1953	1953	1953	1953	1953	1953	1953	1953
Adj_R ²	0.390	0.405	0.405	0.434	0.460	0.460	0.410	0.468

注:括号内数字为 t 值;***、** 和 * 分别表示显著性水平为 1%、5%和 10%,下表同。限于篇幅,本表及以后各表均只列示核心变量的回归结果,其他变量结果留存备案。

2.内生性问题

(1)样本自选择问题。根据证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式(2017 年修订)》第二十七条的规定:“鼓励公司分别披露前 5 名客户名称和销售额,前 5 名供应商名称和采购额,以及其是否与上市公司存在关联关系。”可见,证监会并没有强制供应商必须披露主要客户相关信息,而是给予供应商自愿披露主要客户信息的权利,这就可能导致本研究存在因样本自选择偏差引起的内生性问题。为解决该问题,采用 Heckman 两阶段分析模型进行回归。第一阶段使用 Probit 回归,模型的被解释变量是供应商是否披露客户信息(Disclosure),Disclosure 设置为哑变量,若供应商披露客户信息,赋值为 1,否则赋值为 0。解释变量是供应商企业的规模(Size)、公司上市年限(Age)、成长性(Growth)、总资产收益率(Roa)、资产负债率(Leverage)、公司性质(Soedum),回归后得到逆米尔斯比率(IMR)。第二阶段,在模型(1)的解释变量中加入逆米尔斯比率(IMR)再进行回归。从表 4 中的结果(1)(2)(3)列可以看出,客户企业股权质押变量 Pledgedum、Pledgeratio1、Pledgeratio2 的系数均显著为正,与表 3 结果一致。这说明在考虑了样本自选择问题后,回归结果仍然不改变客户企业股权质押导致供应商现金持有增加的结论。

(2)样本选择偏误及遗漏变量问题。本文还考虑到,有可能并不是因为客户企业股权质押导致供

应商现金持有增加,而是股权质押的客户企业对应的供应商本身有一些共性,需要持有大量现金,也就是说,实施股权质押的客户企业其供应商可能恰巧现金持有水平较高。为避免这种样本选择偏误及遗漏变量引致的内生性问题,有必要采用倾向得分匹配法(PSM)进行缓解。参照徐龙炳和汪斌的研究^[24],为客户企业控股股东股权质押(实验组)一对一匹配非控股股东股权质押的客户企业(对照组),以保证两组在客户集中度、公司规模、上市年限、公司成长性、现金流量、盈利能力、资产负债率、净营运资金、董事长和总经理是否两职合一、企业性质及第一大股东持股比例等方面特征的相似。其次,将匹配成功的样本重新进行回归,结果如表 4 中(4)(5)(6)列所示,客户企业股权质押变量 Pledgedum、Pledgeratio1、Pledgeratio2 的系数均显著为正,依然支持了上述结论:客户企业股权质押提高了供应商的现金持有量。

表 4		内生性检验结果				
	(1) CashHold1	(2) CashHold1	(3) CashHold1	(4) CashHold1	(5) CashHold1	(6) CashHold1
Pledgedum	0.031 * (1.73)			0.034 ** (1.98)		
Pledgeratio1		0.066 ** (2.26)			0.057 ** (2.01)	
Pledgeratio2			0.128 ** (2.12)			0.114 * (1.93)
IMR	0.094 (0.32)	- 0.064 (- 0.61)	- 0.067 (- 0.64)			
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.034 (0.06)	0.025 (0.08)	0.033 (0.10)	- 0.239 (- 0.69)	0.104 (0.39)	0.106 (0.40)
N	1939	1939	1939	1931	1931	1931
Adj_R ²	0.446	0.414	0.414	0.369	0.392	0.392

(四)“去杠杆”政策、客户企业股权质押与供应商现金持有关系检验

为了验证假设 2,在模型(1)的基础上构造模型(2):

$$\text{CashHold}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pledge}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Pledge}_{i,t-1} \times \text{Policy}_{i,t} + \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \epsilon_{i,t} \tag{2}$$

将“去杠杆”政策(Policy)设置为哑变量,若供应商企业所处年份属于“去杠杆”政策(Policy)尚未实施的 2006—2015 年,Policy 变量赋值为 0;若供应商企业所处年份属于“去杠杆”政策(Policy)实施的 2016—2019 年,Policy 变量赋值为 1。将客户企业样本划分为国有企业与非国有企业两组,按照模型(2)分别检验,检验结果如表 5 所示。从结果(1)(2)(3)列来看,在非国有客户企业组,Pledgedum * Policy、Pledgeratio1 * Policy、Pledgeratio2 * Policy 的系数均为正,Pledgedum * Policy 和 Pledgeratio2 * Policy 的系数还分别在 10%和 5%的水平下显著。从结果(4)(5)(6)来看,在国有客户企业组,Pledgedum * Policy、Pledgeratio1 * Policy、Pledgeratio2 * Policy 的系数均不显著,由此验证了假设 2。这说明“去杠杆”政策强化了非国有客户企业股权质押对供应商现金持有的影响。这是因为,虽然 2018 年深改委要求企业,特别是国有企业尽快把杠杆降下来,努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。但现实是,经济不确定性和政府隐性担保共同作用反而使国有企业的负债率上升,非国有企业的负债率下降,呈现出与宏观目标相悖的状况。这种银行对国有企业加杠杆,对非国有企业去杠杆的现实,导致非国有企业陷入资金短缺的困境,非国有企业只能加大从银行之外寻求融资的力度,更多采用融资方式简单的股权质押获取资金。随着非国有客户企业股权质押的增加,供应商面临的信息风险和掏空风险加剧,使其未来现金流的不确定性和资金短缺的可能性增加,从而强化了供应商调增现金持有量的动机。

表 5 “去杠杆”政策、客户股权质押与供应商现金持有

	非国有客户企业			国有客户企业		
	(1) CashHold1	(2) CashHold1	(3) CashHold1	(4) CashHold1	(5) CashHold1	(6) CashHold1
Pledgedum	0.010 (0.39)			0.019 (0.83)		
Pledgeratio1		0.026 (0.42)			0.063 * (1.75)	
Pledgeratio2			- 0.003 (- 0.02)			0.044 (0.47)
Pledgedum * Policy	0.059 * (1.96)			0.041 (1.56)		
Pledgeratio1 * Policy		0.101 (1.45)			0.061 (1.36)	
Pledgeratio2 * Policy			0.331 ** (2.52)			0.113 (1.05)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	- 0.030 (- 0.14)	- 0.027 (- 0.12)	- 0.445 * (- 1.73)	- 1.082 ** (- 2.28)	- 1.097 ** (- 2.32)	- 1.125 ** (- 2.37)
N	1206	1206	1206	747	747	747
Adj_R ²	0.281	0.280	0.295	0.275	0.278	0.273

五、进一步分析

(一)客户与供应商的关系

客户企业股权质押对供应商现金持有的影响,会因客户企业与供应商关系依赖程度、关系专有化程度的不同而有所差异。

1.关系依赖程度。当供应商与客户的合作增强时,客户向其主要供应商采购的比例就越高,或者供应商向客户销售的比例越高,供应商与客户之间的联系也就越密切,两者一荣俱荣、一损俱损的关联性就越强^[25]。若客户企业股权质押后因市值管理的需要进行盈余管理,与之关系密切的供应商无法掌握客户企业真实信息,供应链相关决策错误的可能性较大。此外,客户企业股权质押后一旦被控股股东掏空,可能引发财务危机,与之关系密切的供应商则面临巨额现金流损失,于是供应商更有可能规避信息风险和掏空风险增加现金持有。反之,当客户与供应商之间的依赖程度较低时,即便客户企业因股权质押进行盈余管理或被控股股东掏空,也因双方依赖程度不高,对供应商影响不大,供应商调增现金持有量的动机较弱。综上,供应链上下游之间关系依赖程度较高时,供应商更为关注客户的股权质押行为,并根据客户股权质押情况调增现金持有量。由此,本文预期客户与供应商的关系越紧密,客户企业股权质押对供应商现金持有的正向影响越明显。

参考彭旋和王雄元的做法^[26],按照客户业务占供应商年度业务比例的中位数,将全样本分为供应商与客户关系依赖程度高、低两组,对模型(1)分组回归,结果如表 6 所示。(1)(2)(3)列显示关系依赖程度高组,股权质押行为变量 Pledgedum、Pledgeratio1、Pledgeratio2 的系数均至少在 10%的水平下显著为正;(4)(5)(6)列显示客户与供应商关系依赖程度低组,客户企业股权质押与供应商现金持有关系均不显著。这说明当供应链上下游之间关系依赖程度较高时,供应商更为关注客户的股权质押行为,并根据客户的股权质押调整现金持有决策。具体而言,当客户企业的控股股东将股权质押后,进行盈余管理或掏空企业的可能性增加,与客户关系紧密的供应商更有可能规避信息风险和掏空风险而增加现金持有。反之,当客户与供应商之间依赖程度较低时,即便客户企业的控股股东因股权质押进行盈余管理或掏空企业,供应商也会因为受到的影响较小而不会有强烈的动机调增现金持有量。

表 6 基于客户与供应商关系依赖程度的异质性检验结果

	关系依赖程度高			关系依赖程度低		
	(1) CashHold1	(2) CashHold1	(3) CashHold1	(4) CashHold1	(5) CashHold1	(6) CashHold1
Pledgedum	0.042 * (1.89)			0.003 (0.12)		
Pledgeratio1		0.097 ** (2.04)			0.061 (1.58)	
Pledgeratio2			0.208 ** (2.19)			0.075 (0.93)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	- 0.084 (- 0.39)	- 0.073 (- 0.34)	- 0.069 (- 0.32)	- 0.262 (- 1.32)	- 0.268 (- 1.36)	- 0.267 (- 1.35)
N	977	977	977	976	976	976
Adj_R ²	0.383	0.384	0.384	0.437	0.439	0.438

2.关系专有化程度。当供应商与客户合作增强时,双方可能互相投入更多的专有资产,表现为客户与供应商关系的专有化。这种专有化关系既可能表现为客户向供应商投入专用性资本后成为供应商广义上的“投资者”,也可能是供应商向客户投入专用性资本后成为客户广义上的“投资者”^[27]。在客户向供应商投入专有化资本的情况下,若此时客户股权质押后为维持市值进行盈余管理,那么,供应商作为投资者无法从客户企业这一被投资对象处获得真实信息,无法进行有效的信息决策,遭受投资失败的可能性较大。客户企业股权质押后一旦被控股股东掏空使企业面临财务危机时,专有化投资的供应商会遭受投资价值损失,并且改变供需关系将面临较高的转换成本,失去这些客户会对供应商产生毁灭性打击,于是对客户专有化投资的供应商更有可能为了规避信息风险和掏空风险增加现金持有。反之,当客户与供应商之间专有化程度不高时,即便客户因股权质押进行盈余管理或者被控股股东掏空,也会因供应商专有化投资价值受到损失的可能性较小,而使得其调增现金持有的动机较弱。综上所述,当客户与供应商关系的专有化程度较高时,双方投入了更多的专有资产和联合投资,一旦中止关系将使专有化投资失去价值,面临高昂的转换成本,因而供应商会更为关注客户的股权质押行为,并调增现金持有量。由此,本文预期客户与供应商关系越专有,客户企业股权质押对供应商现金持有的正向影响越明显。

供应商往往通过专有性投资生产创新性强的产品提供给客户,而这些创新产品的研发需要投入较高的研发费用,于是研发费用可以用来捕捉客户与供应商之间的关系专有化程度。研发费用越高,专有化投资越高,客户与供应商的关系越专有^{[25][26][28]④}。本文先将供应商企业当年的研发费用取自然对数,再以其中位数为标准,将全样本划分为研发费用高、低两组,以此分别反映客户与供应商关系专有化程度的高、低。对模型(1)分组回归后结果如表 7 所示,从(1)(2)(3)列可知,客户与供应商专有化投资程度高组的客户企业股权质押变量 Pledgedum、Pledgeratio1 和 Pledgeratio2 的系数分别在 10%、5%和 5%的水平下显著为正,即客户企业股权质押显著增加了供应商的现金持有。(4)(5)(6)列显示,客户与供应商专有化程度低组的 Pledgedum、Pledgeratio1 和 Pledgeratio2 的系数均为正但不显著。这说明当客户与供应商之间关系专有化程度较高时,双方投入了更多的专有资产和联合投资,若中止关系将使专有化投资失去价值,面临高昂的转换成本,于是供应商会为规避信息风险和掏空风险增加现金持有量。

(二)影响机制检验

为了检验上文所述客户企业股权质押影响供应商现金持有的“风险传导效应”机制,本文首先基于信息风险和掏空风险进行直接检验,其次从公司治理的角度进行间接检验。

1.基于信息风险与掏空风险的直接检验

(1)信息风险检验。本文按照江艇(2022)关于中介效应分析的建议进行检验^{[29]⑤}。上文已根据

表 7 基于客户与供应商关系专有化程度的异质性检验结果

	关系专有化程度高			关系专有化程度低		
	(1) CashHold1	(2) CashHold1	(3) CashHold1	(4) CashHold1	(5) CashHold1	(6) CashHold1
Pledgedum	0.046 * (1.81)			0.010 (0.61)		
Pledgeratio1		0.125 ** (2.57)			0.030 (0.91)	
Pledgeratio2			0.244 ** (2.42)			0.097 (1.42)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.585 *** (2.77)	0.575 *** (2.73)	0.582 *** (2.76)	- 0.399 ** (- 2.17)	- 0.393 ** (- 2.16)	- 0.404 ** (- 2.22)
N	983	983	983	970	970	970
Adj_R ²	0.436	0.438	0.437	0.398	0.398	0.399

理论分析提出客户企业股权质押影响供应商现金持有的作用渠道之一是信息风险,而信息风险会直接影响供应商现金持有水平。这是因为,客户企业股权质押后的盈余管理掩盖了财务状况恶化的信息,供应商按照客户财务信息调整现金持有决策的信息风险增加,导致供应商未来现金流不确定性增加,甚至可能出现现金流短缺,供应商为防范信息风险倾向于持有更多现金。因此,只需要采用和模型(1)同样的方法识别客户股权质押对信息风险的因果关系,故构建模型(3):

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t-1} + Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t}$$

(3)

客户企业盈余管理的程度越大,供应商决策的信息风险越大,因此,以盈余管理(DA)作为信息风险的代理变量。盈余管理(DA)是操纵性应计盈余,以修正后的 Jones 模型的残差 ϵ 取绝对值来衡量。修正后的 Jones 模型如模型(4)所示:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

(4)

式(4)中,TA_{i,t}为客户企业应计项目总额,A_{i,t-1}为客户企业期初总资产,ΔSALES_{i,t}为客户企业销售收入增加额,ΔAR_{i,t}为客户企业应收账款增加额,PPE_{i,t}为客户企业固定资产原值。

模型(3)的回归结果如表 8 中(1)(2)(3)列所示,Pledgedum、Pledgeratio1 和 Pledgeratio2 的系数分别在 5%、10%和 1%的水平下显著为正,这说明客户企业股权质押导致了信息风险增加。随着信息风险的增加,供应商既无法掌握客户真实的采购需求,也无法判断客户实际付款能力,于是出于预防性动机,供应商会增加现金持有数量,即信息风险在客户企业股权质押与供应商现金持有关系中起中介作用。

(2)掏空风险检验。本文同样按照江艇(2022)的建议进行检验^[29]。上文已根据理论分析提出客户企业股权质押影响供应商现金持有的作用渠道之二是掏空风险,而掏空风险会直接影响供应商现金持有。这是因为,客户企业股权质押后引发的掏空风险导致供应商收回货款的难度加大,未来现金流短缺的可能性增加,于是为防范掏空风险供应商需要增加现金持有量。因此,只需采用和模型(1)同样的方法识别客户企业股权质押对掏空风险的因果关系,故构建模型(5):

$$Tunres_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t-1} + Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t}$$

(5)

以模型(6)回归后的残差即异常应收款(Tunres)衡量掏空风险。

$$ORECTA_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Size_{i,t} + \theta_2 Leverage_{i,t} + \theta_3 Roa_{i,t} + \theta_4 Top1_{i,t} + \theta_5 Top2_5_{i,t} + \theta_6 Ceodum_{i,t} + \theta_7 Board_{i,t} + \theta_8 Ind_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t}$$

(6)

式(6)中,ORECTA_{i,t}为客户企业其他应收款与总资产之比;Top2_5_{i,t}为客户企业股权制衡度,用客户企业第二至第五大股东持股比例之和衡量;Board_{i,t}为客户企业董事会人数;Ind_{i,t}为客户企业

独立董事占董事会人数的比例。模型(5)的回归结果如表 8 中(4)(5)(6)列所示,Pledgedum、Pledgeratio1 和 Pledgeratio2 的系数分别在 1%、5%和 5%的水平下显著为正,这说明客户企业股权质押导致了掏空风险增加。随着掏空风险的增加,供应商预期客户企业发生财务危机的可能性加大,为应对未来应收账款无法收回造成现金流短缺的困境,供应商会及时调增现金持有量,即掏空风险在客户企业股权质押与供应商现金持有关系中起中介作用。

表 8		“风险传导效应”机制检验:直接检验				
	(1) DA	(2) DA	(3) DA	(4) Tunres	(5) Tunres	(6) Tunres
Pledgedum	0.007 ** (2.18)			0.004 *** (3.56)		
Pledgeratio1		0.010 * (1.70)			0.005 ** (2.36)	
Pledgeratio2			0.039 *** (2.92)			0.011 ** (2.52)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.029 (-0.47)	-0.025 (-0.41)	-0.025 (-0.42)	-0.005 (-0.36)	-0.004 (-0.26)	-0.004 (-0.25)
N	1953	1953	1953	1953	1953	1953
Adj_R ²	0.026	0.025	0.029	0.053	0.050	0.050

2.基于公司治理角度的间接检验

在基于信息风险和掏空风险直接验证“风险传导效应”机制的基础上,本文进一步基于公司治理角度间接验证“风险传导效应”机制,分别从公司治理水平和多个大股东两个方面进行检验。

(1)公司治理水平。上文已验证了客户企业股权质押导致供应商增加现金持有量的结论。然而,客户公司较高的治理水平,具有抑制盈余操纵进而降低信息风险,抑制控股股东的利益侵占行为进而降低掏空风险的作用。那么,如果较高的公司治理水平弱化了客户股权质押对供应商现金持有的正向影响,则可反推出客户股权质押通过“风险传导效应”促使供应商增加现金持有量。具体做法是,在模型(1)中添加公司治理水平变量(Govdindex),以及客户股权质押(Pledge)与公司治理水平(Govdindex)的交乘项,构建模型(7):

$$\text{CashHold}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pledge}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Govdindex}_{i,t} + \alpha_3 \text{Pledge}_{i,t-1} \times \text{Govdindex}_{i,t} + \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \epsilon_{i,t}$$

(7)

式(7)中,Govdindex 为哑变量,衡量公司治理水平。参考白重恩等(2005)的做法^[30],构建衡量公司内部治理水平的综合指标(Govdindex),主要包括四个维度(董事会、高管薪酬、股权结构、信息披露),11 个指标(CEO 和董事会主席是否存在两职兼任情况、独立董事的比例、高管人员持股量、第一大股东持股比例、第二大至第十大股东持股比例平方和、控股股东是否是政府控制、董事会开会次数、监事会开会次数、股东大会会议次数、是否在其他市场挂牌上市、会计师事务所选择年报意见类型),运用主成分分析法进行处理,分析得出各个变量的载荷系数,再利用这些系数构造综合指数(Govdindex)。回归结果如表 9 中的(1)(2)(3)列显示,Pledgedum * Govdindex、Pledgeratio1 * Govdindex 和 Pledgeratio2 * Govdindex 的系数分别在 5%、1%和 1%的水平下显著为负,表明在客户公司治理水平较高的情况下,客户企业股权质押并没有使供应商为防范客户盈余管理、掏空企业引发的风险而增加现金持有量,故反向证明了“风险传导效应”是客户股权质押正向影响供应商现金持有的作用机制。

(2)多个大股东。多个大股东之间互相监督的制衡关系,能有效发挥公司治理作用^[31]。客户公司存在多个大股东,能够抑制盈余操纵进而降低信息风险,也能够显著减少利益侵占行为进而降低公司被掏空的风险。那么,如果多个大股东的存在弱化了客户企业股权质押对供应商现金持有的正向

影响,则可以反推出客户股权质押通过“风险传导效应”促使供应商增加现金持有量。因此,在模型(1)中添加多个大股东变量(Multi),以及客户企业股权质押(Pledge)与多个大股东(Multi)的交乘项构建模型(8):

$$\text{CashHold}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pledge}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Multi}_{i,t} + \alpha_3 \text{Pledge}_{i,t-1} \times \text{Multi}_{i,t} + \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \epsilon_{i,t}$$

(8)

式(8)中,Multi为哑变量,衡量客户企业是否有多个大股东,如果客户企业的股东中,有2个及以上股东的持股比例超过10%,则将Multi赋值为1;反之赋值为0。回归结果如表9中的(4)(5)(6)列显示,Pledgedum * Multi、Pledgeratio1 * Multi、Pledgeratio2 * Multi的系数均为负数,其中,Pledgedum * Multi和Pledgeratio2 * Multi的系数还在10%的水平下显著,表明在客户企业存在多个大股东的情况下,客户股权质押并没有促使供应商为防范客户盈余管理、掏空企业引发的风险而增加现金持有,再一次反向证明了“风险传导效应”是控股股东股权质押正向影响供应商现金持有的作用机制。

表 9 “风险传导效应”机制检验:间接检验

	(1) CashHold1	(2) CashHold1	(3) CashHold1	(4) CashHold1	(5) CashHold1	(6) CashHold1
Pledgedum	0.005 (0.28)			0.170 ** (2.12)		
Pledgedum * Govdindex	-0.038 ** (-2.02)					
Pledgeratio1		0.030 (1.03)			0.447 ** (2.20)	
Pledgeratio1 * Govdindex		-0.098 *** (-3.13)				
Pledgeratio2			0.005 (0.07)			0.673 ** (2.38)
Pledgeratio2 * Govdindex			-0.234 *** (-2.97)			
Govdindex	-0.004 (-0.32)	-0.003 (-0.31)	-0.003 (-0.28)			
Pledgedum * Multi				-0.142 * (-1.65)		
Pledgeratio1 * Multi					-0.314 (-1.52)	
Pledgeratio2 * Multi						-0.527 * (-1.70)
Multi				-0.022 (-0.51)	-0.011 (-0.25)	-0.024 (-0.57)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.510 * (1.96)	0.502 * (1.94)	0.505 * (1.94)	0.467 (1.60)	1.327 (1.26)	0.520 * (1.78)
N	1953	1953	1953	1953	1953	1953
Adj_R²	0.334	0.337	0.336	0.319	-0.228	0.322

六、研究结论与启示

本文聚焦“去杠杆”政策背景下客户股权质押的供应链溢出效应,在研究客户企业股权质押对供应商现金持有的影响基础上,考察“去杠杆”政策对客户企业股权质押与供应商现金持有关系的影响,并进一步探究在特定的客户与供应商关系情形下,二者关系的异质性,以及客户股权质押对供应商现金持有的影响机制。研究结果表明,客户股权质押在供应链上存在溢出效应,客户企业股权质押通过“风险传导效应”对供应商现金持有产生正向影响。具体表现为:供应商为防范客户股权质押引发的

信息风险和掏空风险,倾向于持有更多现金。将“去杠杆”这一宏观政策纳入研究框架后发现,“去杠杆”政策强化了非国有客户企业股权质押对供应商现金持有的正向影响。进一步研究发现,客户与供应商关系越紧密、越专有,客户股权质押对供应商现金持有的正向影响越显著。

结合上述结论,本文得出以下三个方面的启示:第一,企业现金持有决策层面。本文研究结论表明,客户股权质押对供应商现金持有决策具有重要影响,因此供应商应加强对客户股权质押行为的关注,及时优化调整现金持有决策。第二,企业供应链风险管理层面。本文研究结论表明,“风险传导效应”是客户企业股权质押对供应商现金持有的影响机制,故供应商应对客户股权质押后的信息风险和掏空风险及时识别、精准评估并有效应对,以客户股权质押引发的风险管理为抓手,全面提升供应链风险管理水平。第三,政府部门政策制定层面。本文研究结论表明,“去杠杆”政策强化了非国有客户企业股权质押对供应商现金持有的正向影响。因此,建议政府部门重视“去杠杆”政策对供应链企业的影响,比如继续推行“去杠杆”政策的同时,加强经济政策的稳定性以对冲经济的不确定性,同时降低政府的隐性担保,从而解决银行对国有企业加杠杆、对非国有企业去杠杆这种与宏观目标相悖的状况,由此缓解非国有企业陷入资金短缺的困境,把“去杠杆”政策下非国有客户企业股权质押引发供应商不得不增加现金持有的不利影响降到最低,进一步推动我国供应链高质量发展。

注释:

①除“公开信息”外,供应商和客户之间的“私有信息”也是供应商决策的信息来源之一,但这未必就意味着供应商在做决策时仅仅依靠“私有信息”,而是要综合所有信息进行判断。因此,不管是“公开信息”还是“私有信息”,对供应商而言都存在信息风险,相比“私有信息”,客户操控“公开信息”的动机更大,供应商面临的信息风险更大。

②根据 Wind 数据库的数据显示,2008—2019 年,国有企业的杠杆率由 61.6%增加到 64%。根据中宏观经济研究与应用平台数据显示,2008—2019 年,民营企业的杠杆率由 59.24%降至 57.4%。

③“去杠杆”这一宏观政策对客户和供应商均具有一定影响,但基于本文研究主题的需要,仅聚焦于因资金周转困难已经进行股权质押融资的非国有客户企业,阐述其在“去杠杆”政策冲击下加大股权质押力度,由此强化了供应商增加现金持有动机这一逻辑,后续可以从“去杠杆”政策影响供应商行为这一角度切入进行拓展研究。

④客户与供应商关系的专有化程度,一般而言,应该用供应商为特定客户专有性投资生产创新产品所产生的研发费用来衡量,但受限于上市公司财务报告披露的数据,无法区分供应商对每个特定客户的研发费用,只能用总的研发费用衡量。虽然该方法具有一定的局限性,但仍是目前主流文献普遍采用的衡量方法^{[25][26][28]},这也是本研究的局限所在。

⑤关于中介效应分析,江艇(2022)建议:“一是停止使用中介效应的逐步法检验,更不需要估计间接效应的大小并检验其统计显著性。把研究的重心重新聚焦到如何提高 D 对 Y 的因果关系的识别可信度。二是根据经济学理论,提出一个或几个能够反映 D 对 Y 的作用渠道的中介变量 M,M 对 Y 的影响应该是直接而显然的,采用和第一条中同样的方法识别 D 对 M 的因果关系。”

参考文献:

- [1] 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[J].会计研究,2017(5):39—44.
- [2] 李常青,李宇坤,李茂良.控股股东股权质押与企业创新投入[J].金融研究,2018(7):147—161.
- [3] 黄登仕,黄禹舜,周嘉南.控股股东股权质押影响上市公司“高送转”吗? [J].管理科学学报,2018(12):18—36.
- [4] 张会丽,邹至伟.大股东股权质押与企业商业信用供给[J].宏观经济研究,2020(11):135—146.
- [5] 胡珺,彭远怀,宋献中,周林子.控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角[J].中国工业经济,2020(2):174—198.
- [6] 何威风,李思昊,周子露.控股股东股权质押与股份回购[J].中国软科学,2021(7):106—119.
- [7] 陆蓉,兰袁.大股东股权质押与上市公司资本运作[J].金融研究,2021(4):169—186.
- [8] 朱菲菲,杨云红.控股股东股权质押融资与上市公司实体投资——融资约束还是市场信息? [J].经济科学,2022(3):79—94.
- [9] 傅立立,陈震,吴风云.大股东股权质押与供应链风险[J].中南财经政法大学学报,2022(3):74—85.
- [10] 叶莹莹,杨青,胡洋.股权质押影响分析师盈利预测吗? ——基于上市公司与分析师互动行为的证据研究[J].审计与经济研究,2021(11):56—69.
- [11] 史永东,宋明勇,李凤羽,甄红线.控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J].经济研究,2021(8):109—126.
- [12] 叶莹莹,杨青,胡洋.股权质押引发机构投资者羊群行为吗——基于信息质量的中介效应[J].会计研究,2022(2):146—163.
- [13] Tang, Q., Guo, J., Zeng, S. Do Insiders Facing Pledging Risks Make Risky Corporate Investment? Evidence from Chinese M&As[J]. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 2021(2):1—19.

- [14] 陈涛琴,李栋栋,洪剑峭.客户盈余质量与供应商投资效率分析——基于 A 股上市公司的经验研究[J].南开管理评论,2021(3):193—203.
- [15] 底璐璐,罗勇根,江伟,陈灿.客户年报语调具有供应链传染效应吗?——企业现金持有的视角[J].管理世界,2020(8):148—162.
- [16] 徐晓彤,李淑慧.客户年报负面语调与供应商企业审计费用[J].审计研究,2021(4):53—65.
- [17] Chan,K.,Chen,H.K.,Hu,S.Y.,Liu,Y.J.Share Pledges and Margin Call Pressure[J].Journal of Corporate Finance,2018,52(5):96—117.
- [18] 文雯,乔菲,陈胤默.控股股东股权质押与管理层业绩预告披露[J].管理科学,2020(6):145—159.
- [19] 李旒,郑国坚.市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J].会计研究,2015(5):42—49.
- [20] Anderson,R.,Puleo,M.Insider Share-Pledging and Equity Risk[J].Journal of Financial Services Research,2020,58(6):1—25.
- [21] 张一林,蒲明.债务展期与结构性去杠杆[J].经济研究,2018(7):32—46.
- [22] 程子健,张俊瑞.交叉上市、股权性质与企业现金股利政策——基于倾向得分匹配法(PSM)的分析[J].会计研究,2015(7):34—41.
- [23] 李姝,翟士运,孙兰兰,古朴.大股东融资方式影响了企业创新吗?——基于股权质押的视角[J].管理评论,2020(10):120—134.
- [24] 徐龙炳,汪斌.股权质押下的控股股东增持:“价值信号”还是“行为信号”? [J].金融研究,2021(3):188—206.
- [25] Raman,K.,Shahrur,H.Relationship-Specific Investments and Earnings Management:Evidence on Corporate Suppliers and Customers[J].The Accounting Review,2008,83(4):1041—1081.
- [26] 彭旋,王雄元.客户股价崩盘风险对供应商具有传染效应吗? [J].财经研究,2018(2):141—153.
- [27] Itzkowitz,J.Customers and Cash:How Relationships Affect Suppliers' Cash Holdings[J].Journal of Corporate Finance,2013,19(1):159—180.
- [28] 白俊,李闯,李沙沙.客户前瞻性信息质量与供应商投资效率——基于年报文本分析的经验证据[J].金融经济研究,2021(2):99—116.
- [29] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022(5):100—120.
- [30] 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005(2):81—91.
- [31] 姜付秀,申艳艳,蔡欣妮,姜禄彦.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,2020(2):74—98.

Supply Chain Spillover Effect of Equity Pledge under the Background of Deleveraging Policy: An Empirical Evidence based on Corporate Cash Holdings

ZHANG Jing¹ FU Yumei²

(1.School of Economics and Management/Center for Corporate Governance and Innovation,Shihezi University,Shihezi 832003,China ;2.School of Business,Shantou University,Shantou 515063,China)

Abstract: Based on the background of Deleveraging policy, from the perspective of supplier cash holdings, this paper examines the spillover effect of controlling shareholders' equity pledge of customer companies in the supply chain. The study found that the equity pledge of customer companies positively affected the suppliers' cash holdings, indicating that the equity pledge of customer companies had spillover effects in the supply chain, and the implementation of the Deleveraging policy strengthened the supply chain spillover effects of the equity pledge of non-state-owned customer companies. Further inspection found that the closer and more exclusive the relationship between customers and suppliers, the more obvious the spillover effect of the equity pledge of customer companies; The equity pledge of customer companies mainly increased the suppliers' cash holdings through the "risk transmission mechanism". The research conclusions of this paper not only provides empirical evidence for suppliers to make cash holding decisions, but also helps government departments to understand the impact of Deleveraging policy on the supply chain, and provides decision-making reference for their management of supply chain related risks.

Key words: Deleveraging Policy; Equity Pledge; Supply Chain; Spillover Effect; Cash Holdings

(责任编辑:胡浩志)