



控股股东股权质押与上市公司过度投资的关系

——基于公司治理的调节作用

胡旭微, 彭晓欢

(浙江理工大学经济管理学院, 杭州 310018)

摘要: 股权质押一方面缓解了控股股东的融资约束, 另一方面又助长了控股股东的自利行为。宏观产能过剩引发了人们对微观企业过度投资的关注, 控股股东对上市公司投资决策的影响会根据股东自身状态不同做出一定的调整。选取 2012—2016 年 A 股上市公司的相关数据, 实证研究了控股股东股权质押与上市公司过度投资的关系, 并考虑公司治理中控股股东持股比例与管理层持股比例的调节作用。研究发现: 控股股东股权质押比例越高, 上市公司过度投资越严重; 控股股东持股比例越高, 控股股东股权质押与上市公司过度投资之间的正相关关系越弱; 管理层持股比例越高, 控股股东股权质押与上市公司过度投资之间的正相关关系越弱。

关键词: 股权质押; 公司治理; 过度投资

中图分类号: F275.1; F832.48

文献标志码: A

文章编号: 1673-3851 (2019) 02-0001-09

Relationship between equity pledge of controlling shareholders and overinvestment of listed companies: Based on moderating effect of corporate governance

HU Xuwei, PENG Xiaohuan

(School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Equity pledge eases the financing constraints of controlling shareholders, and on the other hand it promotes the self-interest behavior of controlling shareholders. Macro-overcapacity has aroused people's attention to over-investment of micro-enterprises. The influence of controlling shareholders on investment decisions of listed companies will be adjusted according to their own conditions. Based on the data of A-share listed companies from 2012 to 2016, the relationship between equity pledge of controlling shareholders and over-investment of listed companies was empirically studied in this paper, and the moderating effect of controlling shareholders' equity ratio and management's equity ratio in corporate governance was considered. It was found that: the higher the proportion of controlling shareholders' equity pledge, the more serious the overinvestment of listed companies; the higher the shareholding proportion of controlling shareholders, the weaker the positive correlation between the equity pledge of controlling shareholders and the overinvestment of listed companies; the higher the shareholding proportion of management, the weaker the positive correlation between the equity pledge of controlling shareholders and the overinvestment of listed companies.

Key words: share pledge; corporate governance; overinvestment

中国资本市场中,股权质押已经成为控股股东的典型融资行为之一^[1]。据 WIND 资讯数据库统计,截至 2018 年 7 月,沪深两市共有 3338 家上市公司的股权被质押,占 A 股上市公司总规模的 94.5%,累计市值 5 万亿元,约占 A 股上市公司总市值的 10%。1995 年颁布的《中华人民共和国担保法》将质押作为担保方式的一种形式,由此确立了股权质押制度。2000 年《证券公司股票质押贷款管理办法》严格设定了股权质押条件、贷款期限、贷款警戒线和平仓线。2013 年上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司联合发布了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》(简称《业务办法(试行)》),股票质押式回购作为股权质押的一个创新业务于 2013 年 6 月 25 日正式推出,从而加速了股权质押业务的发展。2018 年 1 月,上海证券交易所与中国证券登记结算有限责任公司对《业务办法(试行)》进行了修订,形成了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》,主要从股权质押比率、融入方以及券商三个方面补充了规定,同时对非生产经营性融资需求进行限制。从公司外部治理的角度来看,这将有利于资本市场的长期发展。关于股权质押相关的信息披露方面,2007 年中国证监会出台了《上市公司信息披露管理办法》,确立了上市公司超过 5% 以上股权质押行为的临时报告制度。2015 年 12 月 29 日上海证券交易所和深圳证券交易所联合发布了《上市公司股东股份被质押(冻结、拍卖或设定信托)的公告格式》,进一步规范了中国上市公司股权质押信息披露行为。

目前学术界对股权质押的经济后果的研究主要集中于掏空、企业价值(业绩)、股价崩盘、企业创新、信息披露以及盈余管理等方面。学术界关于股权质押对企业价值的影响存在一定争议,大部分学者认为股权质押对企业价值有负面影响。股权质押会降低控股股东的掏空成本,增加其掏空收益^[2],面临严重财务约束的大股东在股权质押后的掏空动机更加强烈,对公司价值的影响更加负面^[3]。对上市公司的最终控制人而言,股权质押降低了他们与上市公司之间的共享收益,增强了控股股东侵占中小股东利益的动机,从而减弱了控股股东提升公司价值的动机^[4]。Anderson 等^[5]则认为股权质押会提高公司风险,降低了公司价值。也有学者从控制权风险转移、资金投向等方面验证了股权质押对企业价值的正面影响。民营企业大股东由于受到融资约束的限制,更倾向于股权质押融资,而较大的控制权转移

风险使其有强烈的动机改善公司业绩,提高公司价值^[6]。当控股股东将质押资金投向上市公司时,传递了控股股东对公司的支持,有助于改善股权被质押公司的经营业绩^[7]。资本市场存在部分投资者偏好股权质押的上市公司的现象,因此股权质押行为可能是一种积极的股东行为。夏婷等^[8]通过实证分析,指出股权质押规模在 58.19% 的程度上提升了公司价值。较大的质押规模传递了公司具有较强的股权再融资能力的信号,有利于公司吸纳投资和增加创新支出,因此扩大质押规模通过提高研发投入,进而提升了公司价值。

然而,公司的价值主要来源于公司过去有效的投资带来的未来现金流的增长。中国上市公司存在投资扭曲现象,投资不足和投资过度都不能实现资源的优化配置。尤其是过度投资将造成不可逆的产能畸形扩大,严重浪费资源。《中华人民共和国公司法》依法赋予股东“参与重大决策和选择管理者等权利”。在股权高度集中的上市公司,投资决策权往往由控股股东掌握,控股股东既有可能通过监督管理层来抑制公司过度投资,又有可能影响上市公司投资决策,投资于有利于股东自己而不利于上市公司的项目。尤其是在股权质押后,控股股东自身状态的改变可能对上市公司的投资决策产生其他影响。因此,本文尝试从上市公司投资决策的角度切入,研究控股股东股权质押对上市公司过度投资的影响。

一、理论分析与假设提出

(一)控股股东股权质押与上市公司过度投资

控股股东和上市公司之间的关系紧密,控股股东出于强烈的资金需求进行股权质押,可能会加剧上市公司的过度投资行为。

首先,控股股东股权质押加剧了控制权和现金流权分离的程度,控股股东在获取现金流权受到限制的情况下,为了得到更多的控制权私有收益,有动机扩大投资规模以拥有更多的控制性资源,弥补其拥有控制权付出的成本。股权质押的优势在于其具有良好的流动性和变现性,在实现债务融资的同时能维持大股东的控制权地位。根据中国相关法律规定,在质押期,持有股权而产生的孳息属于质权人,股权质押限制了控股股东的现金流权,控股股东的两权分离程度提高。控制权私有收益的存在可能导致控股股东以过度投资的方式损害外部股东的利益^[9]。大股东股权质押后可以通过直接的资金占用、关联交易等方式转移上市公司资源以获取控制

权私有收益^[3],但是随着监管措施的加强以及外界关注度提升,股权质押提高了公司违规后被稽查的概率^[10]。因此,直接占有上市公司的资源容易被察觉,控股股东也会因此受到严厉的惩罚,所以控股股东存在通过投资这种更为隐蔽的方式以扩大投资规模、掌握更多控制性资源以获取控制权私有收益的动机。大股东和中小股东的代理问题加剧促使控股股东扩大投资规模,追求高风险的投资项目^[11]。对大股东个人而言,股权质押分散了其个人投资组合,限制了质押期间特殊的风险敞口,因此可能增加股东的冒险行为^[12]。股权质押后股东对股价的敏感性影响了公司的投资支出政策^[13]。控股股东获取控制性资源和控制权私有收益的前提是拥有控制权,而控制权的维持和股东持有的股份密切相关。在控股股东股权质押的情况下,股东对股票价格的敏感性导致其维持控股权更加困难。而扩大投资规模可能传递出股东对公司前景存在乐观情绪,在短期内有利于股价上升,规避控制权转移风险。

其次,控股股东股权质押提高了信息不对称程度,加剧了上市公司过度投资。中国上市公司的股权大多较为集中,控股股东与管理者成为拥有信息优势的公司内部人,而中小股东是处于信息劣势地位的外部人,双方存在着信息不对称。当控股股东与中小股东之间信息不对称时,控股股东可能会利用自身获取的优势信息资源作出利己而有损中小股东利益的行为。由于控股股东地位特殊,其可以利用掌握的信息向市场隐藏坏消息、发布好消息来拉升股价。在市值管理动机下,控股股东利用非财务信息临时性公告进行操纵,选择性披露利好消息,规避监管和审查,降低了信息披露质量^[14]。控股股东股权质押可能会传递出控股股东面临资金紧张、掏空上市公司等负面信息,为了掩盖这些负面信息,控股股东有强烈的动机与公司管理层合谋,利用财务报表舞弊造假粉饰公司财务状况,降低会计信息透明度,或进行资金炒作等方式抬高公司股价,外部投资者获取公司负面消息的难度进一步加大,导致公司内部与外部投资者的信息不对称程度提高,加剧了上市公司过度投资。控股股东股权质押会诱发盈余管理行为。股东质押前后,大股东为了获取更高的质押率以及防止质押期股权价值下降面临的补仓,会进行盈余管理^[15]。而盈余管理行为往往使得公司会计信息失真,会计信息质量降低,信息不对称度增加,这不仅误导了外部投资者的投资判断,也会影响公司内部管理者的判断。

再次,股权质押作为公司债务融资方式,债权人的引入虽然增加了外部监督,但债权人与公司股东、管理层的代理问题也可能导致公司的过度投资。相比于上市公司自身的负债融资,控股股东的负债融资对上市公司的影响更大。基于委托代理理论,债权人偏好收益不确定性小的项目,而股东则偏好收益不确定性较大的项目。股东和债权人的代理冲突会让大股东倾向于放弃那些低风险的项目而投资于高风险的项目,并且在负债比例越高时,这种动机越强烈。当公司投资项目失败导致股权价值下降时,控股股东可通过股权质押将贬值的股权转让给质权人,但如果投资的项目成功,其收益将仅由控股股东分享。如此一来,将股权质押的控股股东可能会倾向于从事高风险投资经营活动。股权质押融资不同于一般的债务融资,也不同于增发、配股等传统的股权再融资方式,股权质押在融通资金的同时保持了股东的控制权。当控股股东将股权质押以后,其获得了一个选择权即还款赎回股权与不还款将股权变相转让给受质人。一旦转让所质押股权的收益较大时,控股股东会选择将质押股权转移给债权人,变相的实现部分股权,但由于其保持控制权,依旧能够左右上市公司的投资决策。石大林^[16]指出,大股东股权质押的风险转移行为会降低公司高风险承担水平给大股东带来的潜在成本,大股东可能会通过投资有利于自己而非上市公司的高风险项目来吸引投资者的关注和投票。因此,本文提出以下假设:

H1:控股股东股权质押对上市公司过度投资存在正向影响,即控股股东股权质押比例越高,上市公司过度投资程度越高。

(二)控股股东持股比例对控股股东股权质押与过度投资关系的影响

控股股东的存在一方面可以监督管理层,减少管理层自利行为,提高公司的投资效率,另一方面又导致了大股东和中小股东的冲突,控股股东可能为了获取私利,损害中小股东的利益从而降低公司的投资效率。持股比例高的控股股东具有更高的监督意愿和信息优势,抑制了上市公司过度投资^[17-18]。除了控股股东的监督效应,控股股东的资金占用等掏空行为侵占了上市公司资源,也在一定程度上抑制了上市公司过度投资。当控股股东持股比例超过某个点后,其与上市公司的共享机制发挥作用,对上市公司的过度投资有一定的抑制作用^[19]。但也有学者认为控股股东的存在反而加剧了上市公司过度投资^[20],尤其是在控制权和现金流权分离程度较大

的公司,控股股东会左右公司的投资行为侵占中小股东利益,使得公司的过度投资现象更严重^[21]。

在控股股东股权质押的状态下,持股比例较低的控股股东在融资和经营能力方面的限制导致其更愿意以股权质押的形式与质权人签订“质押对赌”协议,因此控股股东持股比例与股权质押负相关^[6]。对于持股比例较低的控股股东而言,其质押比例较高,丧失控制权的可能性越高,股票价格的少许下降都会引起控制权的转移。控股股东通过增加投资可以传递出其对上市公司未来前景的乐观情绪,可以让外部投资者以为公司存在新的价值增加点,吸引外部的注意力;同时高比例质押导致控股股东已经变相实现了大部分股权收益,扩大投资规模投资于有利于自身不利于公司的高风险项目,就算项目失败,控股股东由于股权集中度较小并且已实现了大部分股权收益,受到的影响较小。

相反,对于持股比例较高的控股股东,其质押比例较低,控制权和现金流权分离度较低,因此控股股东与上市公司的利益呈现较高的一致性;并且由于质押比例较低,受控制权转移风险的影响较小,在股价下跌时可以选择补仓等方式追加质押以保持控制权,即便此时公司股价下跌需要追加质押品或还款,在大股东没有多余现金与股权可以追加质押品价值的情况下,质权方(银行或券商)因此出售部分股权,使得控股股东丧失该部分股权,但由于大股东具有较高的控股比例,股权的部分丢失并不影响其对公司的绝对控制地位。此外,如果投资的高风险项目失败,由于其持有比例较高,其受到的影响较大,承担的损失也越多。因此,本文提出以下假设:

H2:控股股东持股比例对控股股东股权质押与公司过度投资的关系具有负向的调节作用。

(三)管理层持股比例对控股股东股权质押与过度投资关系的影响

管理层持股转变了管理层“外部性”的角色,使管理层从简单的经营管理者转变成为公司的所有者,有足够的动力发挥其经营管理能力,促成有效的投资决策,从而促进公司未来的发展。管理层持股缓解了股东和经理人的代理冲突,促使管理层利益与公司整体一致,抑制了管理层追求私利的过度投资行为^[22]。管理层持股在一定范围内增加有助于抑制公司滥用资金的过度投资行为,增加管理层和公司的利益趋同效应;但是当管理层持股比例增加到一定的水平后,公司内部管理者之间会产生一种防御效应,增强管理层滥用公司自由现金流量的动

机,加剧过度投资^[23]。中国管理层持股制度实施时间较晚,管理层持股制度不完善且采用这一制度的公司较少,现实中管理层持股激励并不能抑制过度投资^[24]。

随着股权质押业务的兴起,控股股东股权质押受到了学术界、媒体、监管机构以及外部投资者的广泛关注,尤其从2015年股票市场出现“泥沙式”下滑后,股权质押对公司的负面影响不断扩大。一方面,股权质押的负面影响扩大了控股股东的控制权转移风险,可能让控股股东失去控制权,而控股股东更换和管理层更换密切相关。管理层人事安排保障了控股股东控制权的实现,一旦控股股东发生变化,新控股股东为了彻底控制公司和割断上市公司与原控股股东的联系,保证自己的控制权收益的实现,更有动力和能力更换管理层^[25]。并且,持有股权质押公司股票的管理层的收益也会受到股价下跌的影响。因此,管理层在经营管理活动中将更为谨慎。

另一方面,股权质押提升了管理层对控股股东自利行为的敏感性,对控股股东提出的投资决策持更为谨慎的态度,并在实施过程中保持理性,及时中止不当决策。管理层持股机制让管理层和公司整体利益趋同,而控股股东获取控制权私有收益与满足股东整体利益的管理层持股机制产生冲突。尽管控股股东决定了公司管理层的任命,但是他们并不直接参与公司的日常经营管理,而管理层在经营管理过程中掌握了大量的公司信息。因此,控股股东股权质押后的自利行为需要管理层的配合才能完成^[26]。为了更好地实现控制权私有收益或者规避控制权转移风险,控股股东通过干预上市公司财务决策降低管理层的薪酬——业绩敏感性,从而弱化了公司治理^[27]。管理层是否接受控股股东的合谋取决于该要求对管理层收益的影响。当管理层持有上市公司股票,其收益与公司未来的发展息息相关。因此,管理层可能会拒绝控股股东不当投资以损害公司长期利益的合谋要求。因此,本文提出以下假设:

H3:管理层持股比例对控股股东股权质押与公司过度投资的关系具有负向的调节作用。

二、研究设计

(一)数据选取

本文选取2012年及以前上市且存在控股股东股权质押的全部A股上市公司为初始研究样本,同时为了保证数据的可靠性和合理性,对初始样本按

照以下原则进行处理:a)剔除了金融、保险等特殊行业的公司;b)剔除 ST、* ST 公司;c)剔除信息缺失的公司;d)剔除控股股东持股比例小于 10%的公司。据上述原则进行初次筛选,符合条件的上市公司共有 3747 家。由于模型中有些变量需要滞后一期的数据,因此本文选取样本公司 2012—2016 年的财务数据。其中,控股股东累计股权质押率、控股股东持股比例来自国泰君安数据库,股权性质来自 WIND 数据库,其余财务数据均来自锐思数据库。

(二)模型设定与变量定义

1.变量选择

被解释变量为过度投资,用 *Overinv* 表示公司

的过度投资水平。解释变量为控股股东累计股权质押比例 *Pledge*。实践中,上市公司的控股权并非一定要超过 50%才能达到绝对控股,从中国沪深两市的实际情况看,绝大多数的上市公司控股股东控股比例超过 20%即可实现对上市公司的绝对控制权,甚至在部分股权相当分散的公司当中,控股股东的持股比例不到 10%。我国《公司法》赋予持股比例 10%以上的大股东提议和自行召开临时股东大会的权利,因此本文选择上市公司持股比例在 10%以上的第一大股东为控股股东,以其期末的累积质押比例(不含当年解押)衡量股权质押程度。根据已有的研究成果^[28],本文对相关变量的定义如表 1 所示。

表 1 变量名称及定义

| 变量类别 | 变量名称 | 变量 | 定义 |
|-------|----------|-----------------|---------------------------------------|
| 被解释变量 | 过度投资 | <i>Overinv</i> | 通过投资效率模型选择残差大于 0 的样本组,以正的残差大小衡量过度投资水平 |
| 解释变量 | 股权质押比例 | <i>Pledge</i> | 控股股东股权质押累计出质股数/控股股东所持总股数 |
| 调节变量 | 控股股东持股比例 | <i>Top</i> | 控股股东所持股数/公司总股数 |
| | 管理层持股比例 | <i>Msr</i> | 管理层持股数/公司总股数 |
| 控制变量 | 成长性 | <i>Growth</i> | 总资产增长率 |
| | 资产负债率 | <i>Lev</i> | 负债与总资产的比值 |
| | 现金持有量 | <i>Cash</i> | 经营活动现金流量净值/总资产 |
| | 总资产规模 | <i>Size</i> | 总资产自然对数 |
| | 市场回报 | <i>Ret</i> | 基本每股收益 |
| | 上市年限 | <i>Age</i> | 公司上市年数 |
| | 盈利能力 | <i>Roa</i> | 总资产收益率 |
| | 经济景气度 | <i>Ci</i> | 宏观经济景气指数中的预警指数 |
| | 产权性质 | <i>State</i> | 国有为 1,其余为 0 |
| | 行业控制变量 | <i>Industry</i> | 根据证监会的行业一级分类标准确定 |
| | 年度虚拟变量 | <i>Year</i> | 本年度为 1,其余年份为 0 |

2.模型建立

借鉴以往研究的做法,本文先根据模型(1)衡量正常的投资水平 $Inv_i^{[29]}$ 。

$$Inv_i = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i-1} + \beta_2 Lev_{i-1} + \beta_3 Cash_{i-1} + \beta_4 Size_{i-1} + \beta_5 Ret_{i-1} + \beta_6 Inv_{i-1} + \beta_7 Age_{i-1} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon \tag{1}$$

其中: Inv_i 的计算用公司第 t 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金与总资产的比值,表示公司 i 第 t 年的实际新增投资支出,体现了公司正常的投资水平。 β 表示系数, ϵ 表示残差。通过控制行业和年度的影响后回归得到上市公司的投资水平估计,由此得到的大于 0 的残差代表企业的过度投资水平。根据这一原则,利用模型(1)

对 3747 家上市公司数据进行初步回归,从中选取所有残差大于 0 的上市公司,最后得到 1304 家上市公司作为下文实证分析的样本数据。

为了检验假设 H1,本文建立模型(2):

$$Overinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + \beta_5 Roa + \beta_6 Ci + \beta_7 State + \beta_8 Age + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_1 \tag{2}$$

为了检验假设 H2,本文建立模型(3):

$$Overinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge + \beta_2 Top + \beta_3 Pledge * Top + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 Growth + \beta_7 Roa + \beta_8 Ci + \beta_9 State + \beta_{10} Age + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_2 \tag{3}$$

其中: $Pledge * Top$ 表示控股股东股权质押和其持股比例的交乘项。控制变量与模型(2)保持一致。

为了检验假设 H3,本文建立模型(4):

$$Overinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge + \beta_2 Msr + \beta_3 Pledge * Msr + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 Growth + \beta_7 Roa + \beta_8 Ci + \beta_9 State + \beta_{10} Age + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_3 \tag{4}$$

其中: $Pledge * Msr$ 表示控股股东股权质押和管理层持股比例的交乘项。控制变量与模型(2)保持一致。

三、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 显示了 1304 家样本公司的描述性统计分析结果。变量 $Overinv$ 的均值为 0.037243,说明上市公司整体上存在过度投资现象。存在控股股东股权质押的上市公司中,股权质押率的均值为 0.554928,甚至存在全部质押的情形。各控股股东可能由于财务状况以及融资方式不同而具有较大差异。控股股东持股比例均值为 0.320224,表明上市公司控股股东的存在较为普遍。管理层持股比例均值为 0.149376,最小值为 0,表明中国上市公司管理层持股比例普遍较低,部分管理层甚至不持股。

| 表 2 描述性统计结果 | | | | |
|-------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 变量 | 最小值 | 最大值 | 平均值 | 标准差 |
| $Overinv$ | 0.000024 | 0.674196 | 0.037243 | 0.043605 |
| $Pledge$ | 0.001000 | 1.000000 | 0.554928 | 0.295840 |
| Top | 0.100000 | 0.855300 | 0.320224 | 0.130469 |
| Msr | 0.000000 | 0.797581 | 0.149376 | 0.199261 |
| $Size$ | 17.806128 | 26.101466 | 22.040356 | 1.078114 |
| Lev | 0.010269 | 1.112321 | 0.444097 | 0.197578 |
| $Growth$ | -0.766858 | 19.767661 | 0.253803 | 0.751736 |
| Roa | -0.644845 | 0.414023 | 0.038367 | 0.062278 |
| Ci | 67.300000 | 90.700000 | 74.882400 | 8.799970 |
| $State$ | 0.000000 | 1.000000 | 0.180000 | 0.383000 |
| Age | 1.000000 | 25.000000 | 9.230000 | 6.334000 |

(二) 相关性分析

表 3 为变量之间的 Pearson 相关性分析结果。控股股东质押比例与过度投资的相关系数显著为正,表明在不考虑其他因素的情况下,控股股东股权质押正向影响公司过度投资水平。与本文的 H1 相符。另外,各个解释变量和主要变量的两两相关系数中,最大取值(绝对值)为 0.570,这表明解释变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表 3 Pearson 相关性分析结果

| 变量 | $Overinv$ | $Pledge$ | Top | Msr | $Size$ | Lev | $Growth$ | Roa | Ci | $State$ | Age |
|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|
| $Overinv$ | 1.000 | | | | | | | | | | |
| $Pledge$ | 0.097** | 1.000 | | | | | | | | | |
| Top | 0.013 | -0.203** | 1.000 | | | | | | | | |
| Msr | 0.018 | -0.141** | 0.033 | 1.000 | | | | | | | |
| $Size$ | -0.078** | -0.068* | 0.143** | -0.238** | 1.000 | | | | | | |
| Lev | -0.010 | 0.097** | 0.065* | -0.287** | 0.520** | 1.000 | | | | | |
| $Growth$ | 0.103** | -0.006 | -0.017 | 0.065* | 0.079** | -0.044 | 1.000 | | | | |
| Roa | 0.097** | -0.140** | 0.120** | 0.192** | 0.022 | -0.290** | 0.152** | 1.000 | | | |
| Ci | 0.003 | 0.034 | 0.073** | 0.058* | -0.146** | -0.027 | -0.063* | 0.017 | 1.000 | | |
| $State$ | -0.070* | -0.232** | 0.088** | -0.341** | 0.267** | 0.300** | -0.077** | -0.141** | -0.004 | 1.0001 | |
| Age | -0.049 | 0.215** | -0.097** | -0.570** | 0.261** | 0.335** | 0.003 | -0.140** | -0.148** | 0.341** | 1.000 |

注:**、*分别表示5%、10%水平下显著(双侧检验)。

(三) 多元回归分析

表 4 的第(1)列报告了假设 H1 的检验结果。在控制了行业和年度效应后,控股股东期末累计股权质押比例与上市公司过度投资的相关系数为 0.01497,且在 1%的水平上显著相关,具有较强的解释力。这一结果表明控股股东股权质押比例越高,上市公司过度投资越严重,验证了 H1。对控股股

东个人而言,大股东在股权质押后由于现金流权受到限制,其控制权和现金流权分离程度加大,有动机通过扩大投资规模以获取更多的控制性资源以得到更多的控制权私有收益。控制变量方面,在大股东股权质押背景下,公司规模、上市年限与过度投资在 1%、10%水平下显著负相关。资产负债率、公司成长性、盈利能力均在 1%水平下与过度投资正相

关。需要说明的是:规模较大的公司已经拥有较多的资源,大股东可能会通过资源转移等其他方式以获得控制权私有收益;资产负债率与过度投资之间在 1%水平上显著正相关。可能是因为公

司在面临较大的偿债压力时,越有可能投资于盈利风险较高,但一旦盈利便获利颇丰的项目,通过高风险项目获取侥幸的高收益,因此加剧过度投资问题。

表 4 模型回归结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|---------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| 常量 | 0.12703*** (3.808) | 0.12712*** (3.810) | 0.12463*** (3.735) | 0.13280*** (3.931) | 0.12719*** (3.758) |
| <i>Pledge</i> | 0.01497*** (3.362) | 0.01546*** (3.430) | 0.01529*** (3.395) | 0.01464*** (3.280) | 0.01533*** (3.430) |
| <i>Top</i> | — | 0.00679 (0.707) | 0.00484 (0.505) | — | — |
| <i>Pledge * Top</i> | — | — | −0.05180* (−1.707) | — | — |
| <i>Msr</i> | — | — | — | −0.00807 (−1.077) | −0.01081 (−1.423) |
| <i>Pledge * Msr</i> | — | — | — | — | −0.04508** (−2.081) |
| <i>Size</i> | −0.00484*** (−3.446) | −0.00494*** (−3.497) | −0.00486*** (−3.441) | −0.00498*** (−3.527) | −0.00470*** (−3.319) |
| <i>Level</i> | 0.02077*** (2.642) | 0.02048*** (2.600) | 0.02083*** (2.646) | 0.02070*** (2.633) | 0.02153*** (2.739) |
| <i>Growth</i> | 0.00581*** (3.584) | 0.00583*** (3.594) | 0.00576*** (3.551) | 0.00590*** (3.633) | 0.00616*** (3.790) |
| <i>Roa</i> | 0.08210*** (3.953) | 0.08051*** (3.853) | 0.08284*** (3.963) | 0.08452*** (4.046) | 0.08463*** (4.056) |
| <i>CI</i> | −0.00004 (−0.241) | −0.00004 (−0.286) | −0.00003 (−0.239) | −0.00004 (−0.269) | −0.00004 (−0.299) |
| <i>State</i> | −0.00159 (−0.431) | −0.00165 (−0.445) | −0.00172 (−0.466) | −0.00220 (−0.589) | −0.00058 (−0.152) |
| <i>Age</i> | −0.00039* (−1.707) | −0.00038* (−1.637) | 0.00038* (−1.648) | −0.00051** (−2.007) | −0.00062** (−2.377) |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>D-W</i> | 2.012 | 2.011 | 2.009 | 2.009 | 2.012 |
| <i>F</i> 值 | 3.816*** | 3.687*** | 3.664*** | 3.714*** | 3.747*** |
| <i>Adj-R</i> ² | 0.051 | 0.051 | 0.052 | 0.051 | 0.054 |

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著。

本文采用分层回归的方法检验控股股东持股比例对大股东股权质押与过度投资关系的影响,首先根据模型(2)检验控股股东股权质押与过度投资的回归,然后根据模型(3)将控股股东持股比例作为自变量,检验其与过度投资的关系,最后将控股股东持股比例和控股股东股权质押比率两个变量中心化后

相乘,得到交互项 *Pledge * Top*,将其放入回归方程中,回归结果如表 4 所示。表 4 中第(3)列的回归结果显示,控股股东持股比例与控股股东股权质押比率的交互项 *Pledge * Top* 回归系数为−0.05180,且在 10%的显著性水平下通过检验,说明随着控股股东持股比例的提高,控股股东股权质押对过度投资

的正向影响将在一定程度上减弱,验证了 H2。控制变量与第(1)列的结论相似,此处不再赘述。

采用类似的方法验证了管理层持股比例的调节作用。表4第(5)列的回归结果显示,管理层持股与控股股东股权质押比率的交互项 $Pledge * Msr$ 回归系数为-0.04508,且在5%的显著水平下通过检验。这说明管理层持股比例的提高,控股股东股权质押对过度投资的正向影响将在一定程度上减弱,验证了 H3。控制变量也与第(1)列的结论相似,此处不再赘述。

(四)稳健性检验

为了保证上述结果的可靠性,即过度投资不受估计方法的影响,本文借鉴已有研究^[17,28]的做法,利用模型(5)对过度投资水平 Inv_t 进行重新衡量:

$$Inv_t = \lambda_0 + \lambda_1 Growth_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中: $Growth$ 采用营业收入增长率作为企业成长性的替代变量, λ 表示系数。通过控制行业和年度的影响后回归得到上市公司的投资水平估计,投资水平数值大于0的残差代表企业的过度投资水平。

回归结果表明,控股股东股权质押与上市公司过度投资在1%的水平下显著正相关,且相关系数为0.01380,与前述回归分析结论相似,说明模型具有较好的稳定性,假设得到进一步验证。

四、结论与建议

本文选取2012—2016年上市公司相关数据,研究控股股东股权质押与上市公司过度投资之间的关系。研究发现:a)控股股东股权质押进一步加剧了上市公司过度投资水平;b)控股股东持股比例越高,控股股东股权质押比例与过度投资之间的正向关系越弱;c)管理层持股比例对控股股东股权质押与公司过度投资的关系具有负向的调节作用。

根据本文得出的结论,提出以下建议:a)监管机构需要强化对控股股东股权质押的管理。对上市公司控股股东高比例质押股权的行为采取限制性措施,明确股权质押比例的范围,并加强有关股权质押的信息披露管理。b)银行等金融机构质权人加强对质押人的监督,在质押条款中加入一定的限制性条款限制公司的高风险投资,并持续关注股权被质押公司的投资状况。c)投资者应关注控股股东和管理层的合谋行为。控股股东获取控制性资产行为需要管理层的协助,并关注控股股东与管理层之间的关系以及在控股股东股权质押期间管理层变动情

况。特别要关注通过交叉持股、多层持股等复杂方式取得控制权的控股股东的控制权和现金流权的分离情况。d)公司内部应建立合理的管理层激励机制,将管理层的收益与公司发展相联系,以减少控股股东和管理层的合谋行为。此外,公司应当发挥外部审计的作用。已有研究表明股权质押影响审计师的风险与审计定价。注册会计师对存在大股东滥用质押资金的行为应当提请被审计单位加以说明并充分披露,保护中小股东的利益不受侵害。

参考文献:

- [1] 王新红,张行.上市公司股权质押现状探究[J].财会通讯,2016,723(30):40-43.
- [2] 何娜娜.控股股东股权质押对公司绩效的影响研究[D].长沙:湖南大学,2010:14-15.
- [3] 郑国坚,林东杰,林斌.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014,17(9):72-87.
- [4] 郝项超,梁琪.最终控制人股权质押损害公司价值么?[J].会计研究,2009(7):57-63.
- [5] Anderson R, Puleoa M. Insider share-pledging and firm risk[C]// South Western Finance Association 2015 Conference,2015:1-46.
- [6] 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[J].系统工程理论与实践,2013,33(7):1762-1773.
- [7] 张陶勇,陈焰华.股权质押、资金投向与公司绩效:基于我国上市公司控股股东股权质押的经验数据[J].南京审计学院学报,2014,11(6):63-70.
- [8] 夏婷,闻岳春,袁鹏.大股东股权质押影响公司价值的路径分析[J].山西财经大学学报,2018(8):93-108.
- [9] Claessens S, Djankov S, Larry H, et al. The separation of ownership and control in east asian corporations[J]. Social Science Electronic Publishing,2000,58(1/2):81-112.
- [10] 吕晓亮.控股股东股权质押与公司违规[J].山西财经大学学报,2017(11):84-96.
- [11] Yehning Y, Shing Y H. The controlling shareholder's personal stock loan and firm performance[J]. Expert Systems with Application,2001(21):12-15.
- [12] Dou Y, Masulis R W, Zein J. Shareholder wealth consequence of insider pledging of company stock as collateral for personal loans[J]. Social Science Electronic Publishing,2016(10):1-60.
- [13] Chan K, Chen H K, Hu S Y, et al. Shares pledged and corporate repurchase[C/OL]. (2013-10-16) [2018-07-12]. <http://asiair.asia.edu.tw/handle/310904400/63756>.
- [14] 黎来芳,陈占燎.控股股东股权质押降低信息披露质量吗?[J].科学决策,2018(8):1-20.

[15] 陈共荣,李婧怡,蔡树人.大股东股权质押对盈余管理的影响研究[J].会计之友,2016(14):12-17.

[16] 石大林.大股东股票质押与公司风险承担:基于动态面板 System GMM 模型的实证研究[J].上海金融学院学报,2016(6):60-70.

[17] 窦欢,张会丽,陆正飞.企业集团、大股东监督与过度投资[J].管理世界,2014(7):134-143.

[18] 吴军.机构投资者、第一大股东与投资效率关系的实证研究[J].财会通讯,2015(33):55-58.

[19] 简建辉,黄平.股权性质、过度投资与股权集中度:证券市场 A 股证据[J].改革,2010(11):111-119.

[20] 王学璞,李好.制造业上市公司股权结构对非效率投资的影响[J].绿色财会,2016(3):18-23.

[21] 俞红海,徐龙炳,陈百助.终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J].经济研究,2010(8):103-114.

[22] 刘喆,张志勇.产品市场竞争、管理层持股与过度投资关系探讨[J].商业时代,2014(2):79-81.

[23] 蔡吉甫.管理层持股、自由现金流量与过度投资[J].云南财经大学学报,2009,25(5):78-83.

[24] 简建辉,余忠福,何平林.经理人激励与公司过度投资:来自中国 A 股的经验证据[J].经济管理,2011(14):87-95.

[25] 陈小林,李洁雯.控制权转移与管理层更换[J].财会通讯,2010(16):29-31.

[26] Zhang M, Gao S, Guan X, et al. Controlling shareholder-manager collusion and tunneling: Evidence from China[J]. Corporate Governance An International Review,2014,22(6):440-459.

[27] 李常青,幸伟.控股股东股权质押影响高管薪酬—业绩敏感性吗? [J].经济管理,2018(5):157-174.

[28] 李万福,林斌,宋璐.内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制? [J].管理世界,2011(2):81-99.

[29] Richardson S. Over- investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies,2006(2):159-189.

(责任编辑:陈丽琼)