

# 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

张陶勇,陈焰华

(浙江工商大学 财务与会计学院, 浙江 杭州 310018)

**[摘要]**以我国A股主板上市公司发布的控股股东股权质押公告为研究对象,以2007—2012年为研究期间,从股权质押资金投向视角研究控股股东股权质押行为,结果显示:当控股股东股权质押资金投向自身或第三方时,质押比率高于投向股权被质押上市公司,即控股股东更倾向于为自身或第三方融资提供质押担保;控股股东股权质押资金投向自身或第三方时,公司绩效显著低于投向股权被质押上市公司。

**[关键词]**股权质押;质押资金投向;公司绩效;控股股东;上市公司;融资担保

**[中图分类号]**F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)06-0063-08

股权质押是指股东将其持有的公司股权作为质押标的物,为向银行、担保公司等金融机构融资而设定的质押担保。近年来,作为权利质押形式之一的股权质押活动在我国资本市场上频繁发生,尤其是控股股东股权质押行为。从股权质押次数来看,2007年至2012年间沪深两市A股主板上市公司中共有1256家发生股东股权质押行为,共计3660次,其中控股股东股权质押行为达到3024次,占比高达82.62%,而新湖中宝(600208)在2012年股权质押行为就高达22次;从股权质押比率来看,控股股东平均质押比率达到68.74%,有的甚至将其持有股份全部设定质押,质押比率达到100%<sup>①</sup>,股权质押比率非常高。

控股股东如此频繁且高比率的股权质押会不会对上市公司和中小股东利益产生影响?以往学者主要站在股权质押所导致的控制权和实际现金流权相分离、控制权转移风险两个角度对此进行研究。这些研究更多地是以两权分离为出发点,着眼于股权质押所引发的道德风险,侧重于股权质押存在的多层次代理问题,认为控股股东股权质押加剧了与中小股东之间的代理冲突<sup>[1]</sup>,侵害了上市公司与中小股东的利益,降低了公司价值<sup>[2-3]</sup>。

然而,当我们对股权质押的各个环节抽丝剥茧后发现,股权质押资金投向<sup>②</sup>存在着差异。从沪深两市发布的上市公司股权质押公告可以看出,股权质押资金的投向至少有四个:投向质押股东自身、投向被质押的上市公司、投向第三方以及投向不详。股权质押资金投向关系着控股股东自身利益,受自身利益的驱使,其股权质押行为会不会存在差异?质押资金投向不同,股权质押对公司绩效所产生

**[收稿日期]**2014-06-12

**[基金项目]**浙江工商大学研究生科研创新基金重点项目(1030XJ1513028)

**[作者简介]**张陶勇(1971—),男,安徽黄山人,浙江工商大学财务与会计学院副教授,主要研究方向为会计理论和会计准则;陈焰华(1988—),男,安徽安庆人,浙江工商大学财务与会计学院硕士生,主要研究方向为会计理论与方法。

①相关数据为笔者通过查阅上市公司发布的股权质押公告和年报手工整理统计而成。

②由于我国证监会并未规定股权质押的信息披露内容,使得股权质押资金的具体用途信息难以获得,我们查阅上市公司年报后,也无法获得此信息,只能从股权质押公告确定质押担保对象,本文将质押资金投向定义为质押担保的对象,如为控股股东融资担保,则认为质押资金投向控股股东。

的影响是否存在着差异?本文力图从股权质押资金投向的视角,利用实证分析方法探索质押资金投向对股权质押行为和公司绩效的影响。

## 一、文献回顾

从现有分析控股股东股权质押行为及其影响的文献可以看出,对股权质押的研究主要集中在两个方面,即股权质押带来的代理问题和对公司绩效的影响。

### (一) 关于股权质押带来的代理问题的研究

20世纪70年代以后,现代公司的所有权结构开始呈现高度集中趋势,控股股东控制已经成为全球普遍的公司治理现象<sup>[4-6]</sup>,这也使得现代公司的代理问题不再仅仅是管理层与股东之间的代理冲突,而是出现了“第二类代理问题”——控股股东与中小股东之间的利益冲突<sup>[7]</sup>。控股股东控制权和现金流权分离程度越大,这一类代理问题越严重。Yeh等发现股权质押带来了更为严重的代理问题,质押比例越高,代理问题越严重<sup>[1]</sup>。高兰芬认为股权质押导致了现金权和控制权的分离,进而增加了代理成本,而且集团公司股权质押所带来的代理问题比非集团公司更为严重<sup>[8]</sup>。

### (二) 关于股权质押对公司绩效影响的研究

在股权质押对公司绩效的影响方面,学者们主要从股权质押所带来的两权分离和控制权转移风险两个角度进行了研究。

从两权分离的角度来看,根据我国《担保法》、《物权法》等相关法律法规,股权质押实质标的是附于质押股权上的投资收益权(股息、红利等)、股份转让权等财产性权利<sup>[9]</sup>,股权质押使得股东的现金流权受到限制,而对控制权却并无影响。两权分离程度越大,控股股东对中小股东的利益侵占动机则越强烈,代理问题越严重,因而公司价值也就越低<sup>[10]</sup>。谢金贤研究发现股权质押会给企业带来财务风险,对公司经营绩效具有负面影响,并且这种负面影响在空头市场中会更大<sup>[11]</sup>。高兰芬也发现股权质押与公司绩效呈显著的负相关关系,且这种负面影响在集团公司样本中显著,而在非集团公司样本中则不显著<sup>[8]</sup>。郑雪迎认为股权质押已然演变成上市公司大股东套现及脱身的“快捷通道”,股权质押比例在某种程度上可以成为上市公司的经营风险信号<sup>[12]</sup>。黎来芳基于案例分析指出,质押上市公司股权是控制人“掏空”上市公司的手段之一<sup>[13]</sup>。李永伟和李若山通过对明星电力的案例剖析认为,股权质押是控股股东利用“隧道效应”侵占小股东利益的可能途径<sup>[2]</sup>。郝项超和梁琪从最终控制人角度出发,通过实证研究发现,股权质押弱化了激励效应,强化了侵占效应,降低了公司价值<sup>[3]</sup>。谭燕和吴静基于实证分析认为,股权质押具有外部治理效用,降低了上市公司盈余管理水平和掏空程度,但股权性质所体现的政治关系弱化了股权质押的治理效用<sup>[9]</sup>。

王斌、蔡安辉和冯洋指出,民营大股东担心股权质押带来的控制权转移风险,从而有强烈动机改善上市公司业绩,而国有大股东凭借其政治资本化解控制权转移风险的途径较多,对风险关注度较低,因此其改善上市公司业绩的动机不强烈,股权质押与上市公司业绩改善不相关<sup>[14]</sup>。

由此可见,股权质押行为对公司绩效的影响还有待进一步研究,本文从股权质押资金投向的角度对此进行分析,以期丰富股权质押研究,为广大投资者、政府监管部门、金融机构等利益相关者提供有益启示。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 质押资金投向对股权质押行为的影响

质押资金投向对股权质押行为的影响可以从信息不对称理论和风险收益不对称的角度进行分析。

在融资贷款时,债权银行与上市公司、非上市公司之间的信息不对称程度存在着差异。当质押资

金投向于控股股东自身或第三方时,作为非上市公司<sup>①</sup>,他们没有披露自身财务报表的义务,在披露其他相关信息上(如重大关联交易、政策变更等)也没有法定要求,所面临的政府、媒体等外部监督远不及于上市公司。这种严重的信息不对称性使得债权银行处于“信息劣势”地位,债权人为了保护自身利益,债权银行要求控股股东提供更为透明、更高质量的抵押品或质押品作为其债权的保障,股权就成为债权银行易于接受的质押品。股权被质押的上市公司则不同,为了保护中小股东、债权人等利益相关者的利益,证监会对上市公司的信息披露做出了详细规定,与债权银行之间的信息不对称程度相对较小,在向银行借款时,上市公司所面临的融资约束较小。

质押资金投向不同,控股股东所承担的风险和所享有的收益则不同。当质押资金投向股权被质押公司时,控股股东面临着全部的控制权转移风险,而质押资金所产生的经济利益却要在全体股东之间按照持股比例进行分配,控股股东只能获得其拥有的现金流权所对应的部分利益。这种风险与收益的失衡使得控股股东不愿意为其融资提供质押担保。当控股股东为自身借款提供担保时,质押资金所带来的经济利益则完全由自己独享;控股股东为第三方融资提供担保,可以维持和第三方的良好业务往来关系,股权质押所带来的好处也基本上由控股股东独享。因此,控股股东更倾向于将质押资金投向自身或第三方,即控股股东更愿意为自身或第三方借款提供质押担保。基于以上理论分析,本文提出假设1。

H<sub>1</sub>: 控股股东更倾向于将质押资金投向自身或第三方,亦即更愿意为自身或第三方融资提供股权质押担保。

### (二) 质押资金投向对公司绩效的影响

股权质押预示着质押资金投向方有着强烈的资金需求,出现资金短缺,然而投向不同,这种资金短缺所带来的控股股东股权质押风险程度就不同,这种风险主要表现为因未及时偿还贷款本息、股权质押品价值下降等“财务压力”而引发的“控制权转移风险”<sup>[15]</sup>。当质押资金投向控股股东自身或第三方时,资金短缺的困境降低了控股股东自身化解股权质押风险的能力,为了规避控制权转移风险,控股股东会继而转借资金占用、非公允关联交易等“掏空”上市公司,其掏空行为将降低公司绩效。而当质押资金投向股权被质押公司时,虽然股权被质押公司也同样面临着资金短缺,但控股股东仍然愿意冒着股权质押风险为其融资提供质押担保,传递出强烈的支持股权被质押公司发展的信号,控股股东的支持动机有助于改善股权被质押公司经营业绩、提高公司绩效。基于以上理论分析,本文提出假设2。

H<sub>2</sub>: 质押资金投向控股股东自身或第三方时,公司绩效显著低于投向股权被质押的上市公司。

## 三、研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

本文以2007—2012年间我国沪深两市A股主板上市公司发布的股权质押公告为初始研究样本,同时为了保证数据的可靠性和合理性,对初始样本进行如下处理:(1)剔除非控股股东股权质押公告(合计622个公告);(2)剔除针对同一股权质押事项重复发布的股权质押公告;(3)剔除ST、PT公司发布的股权质押公告;(4)剔除金融行业股权质押公告。最后,本文共得到1256家上市公司的2774个控股股东股权质押公告,基于本文的研究视角,我们最终选择能明确质押资金投向的584家上市公司进行实证分析。

有关控股股东股权质押资金投向的数据,本文通过逐一查阅上市公司发布的股权质押公告经手

<sup>①</sup>通过查阅控股股东股权质押公告,我们发现当质押资金投向于控股股东自身或第三方时,控股股东自身或第三方大多数是非上市公司。

工整理而得。经查阅,股权质押资金投向至少可分为四类,即投向股权被质押公司、投向控股股东自身或第三方、双向投向<sup>①</sup>、投向不详。本文只研究投向股权被质押公司、投向控股股东自身或第三方这两种投向明确的情况。

本文研究中所涉及的有关股权质押数据来自于国泰安(CSMAR)数据库和上海、深圳两个证券交易所发布的质押公告和年报。由于深交所年报中和CSMAR数据库中质押与冻结的股份数量是合并披露的,为区分质押和冻结的股份数量,控股股东质押的股份数量是从股权质押公告和年报中手工提取的;上交所年报中质押股份数量是单独披露的,其控股股东质押的股份数量来源于CSMAR数据库,对于质押与冻结合并披露的部分沪市上市公司,笔者从股权质押公告和年报中手工提取了质押股份数量。上市公司的财务数据来自于CSMAR、CCER数据库,个别缺失的数据从上市公司年报中通过手工整理而成。

## (二) 模型建立

为了检验质押资金投向对股权质押行为的影响,本文建立回归模型(1):

$$pledge = \beta_0 + \beta_1 Tunneling + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + \beta_5 Ocfps + \beta_6 Tat + \beta_7 Cr5 + \beta_8 Z\_Index + \beta_9 Private + \sum_{i=10}^{14} Year_i + \sum_{j=15}^{34} \beta_j Indcd_j + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验质押资金投向对公司绩效的影响,本文建立回归模型(2):

$$CP = \beta_0 + \beta_1 Tunneling + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + \beta_5 Ocfps + \beta_6 Tat + \beta_7 Cr5 + \beta_8 Z\_Index + \beta_9 Private + \sum_{i=10}^{14} Year_i + \sum_{j=15}^{34} \beta_j Indcd_j + \varepsilon \quad (2)$$

其中, $\beta_0$ 为截距, $\beta_1$ — $\beta_{34}$ 为系数, $\varepsilon$ 为残差。模型中其他各变量含义见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	质押比率	<i>Pledge</i>	截至报告期末,控股股东质押股份占其所持公司股份总数的比例
	公司绩效	<i>Roa</i>	净利润/平均资产总额
		<i>Roa<sub>2</sub></i>	扣除非经常性损益的净利润/平均资产总额
解释变量	质押资金投向	<i>Tunneling</i>	投向控股股东自身或第三方时取值为1,投向被质押公司时为0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	期初总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	期末资产负债率,即负债总额/资产总额
	成长能力	<i>Growth</i>	(年末营业收入—年初营业收入)/年初营业收入
	现金流量能力	<i>Ocfps</i>	期末经营活动现金净流量/总股数
	营运能力	<i>Tat</i>	总资产周转率,营业收入/平均资产总额
	股权集中度	<i>Cr5</i>	公司前五大股东持股比例之和
	股权制衡度	<i>Z_Index</i>	公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值
	产权性质	<i>Private</i>	最终控制人为非国有控股时取值为1,否则为0
	年度变量	<i>Year</i>	用来控制年度固定效应,以2007年为基准,共设置五个控制哑变量
行业变量	<i>Indcd</i>	用来控制行业因素的影响,制造业按二级分类,其他行业按一级分类,剔除金融行业后共21个行业,并以农、林、牧、渔行业为基准,共设置20个控制哑变量	

<sup>①</sup>如果控股股东在同一年度多次质押股权,但质押担保对象不同,既为股权被质押公司担保,又为控股股东自身或第三方担保,则将此类型质押样本定义为双向投向样本,如桑德环境(000826)的控股股东北京桑德环保集团有限公司于2011年11月8日将其持有的1666万股为自身借款提供质押担保,于2011年11月11日又将其持有的720万股为桑德环境借款提供质押担保。

### 1. 被解释变量

*Pledge* 代表控股股东股权质押比率,表示上市公司控股股东质押股份占其所持公司股份总数的比例,用来衡量控股股东股权质押的程度。

*CP* 代表公司绩效,本文用总资产收益率(*Roa*)来衡量公司绩效,以研究质押资金投向对公司绩效的影响。然而这个指标很容易受到人为蓄意操纵,为此本文还进一步选择扣除非经常性损益后的总资产收益率(*Roa<sub>2</sub>*)来衡量公司绩效,这在很大程度上杜绝了运用非经常性损益进行利润操纵的可能性。

### 2. 解释变量

解释变量为质押资金投向(*Tunneling*)。当控股股东股权质押资金投向控股股东自身或第三方时,*Tunneling* 取值为 1;当投向股权被质押公司时,*Tunneling* 取值为 0。

### 3. 控制变量

本文选择的控制变量有公司规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、成长能力(*Growth*)、现金流量能力(*Ocfps*)、营运能力(*Tat*)、股权集中度(*Cr5*)、股权制衡度(*Z\_Index*)、产权性质(*Private*)、年度控制变量(*Year*)和行业控制变量(*Indcd*)。

## 四、实证结果分析

### (一) 描述性统计分析

#### 1. 质押资金投向的描述统计

表 2 列示了对 584 个质押样本的质押资金投向进行统计的结果。从表 2 中我们可以看出,投向控股股东自身或第三方的占 81.51%,投向被质押上市公司的仅占 18.49%,控股股东将股权质押资金投向自身或第三方的比例远高于投向被质押公司,说明控股股东更倾向于为自身或第三方融资提供担保。

表 2 质押资金投向的描述统计

	公司数(家)	比例(%)
投向被质押公司	108	18.49
投向控股股东自身或第三方	476	81.51
合计	584	100

#### 2. 研究变量的描述性统计

表 3 列出了研究变量的描述性统计分析结果。

表 3 研究变量的描述统计分析结果

	Mean	Std	Min	P25	Median	P75	Max	N
<i>Pledge</i>	0.6662	0.2839	0.0182	0.4481	0.6912	0.9698	1	584
<i>Roa</i>	0.0317	0.0531	-0.2611	0.0099	0.0274	0.0540	0.3398	584
<i>Roa<sub>2</sub></i>	0.0159	0.0510	-0.2375	0.0006	0.0152	0.0362	0.3459	584
<i>Tunneling</i>	0.8151	0.3886	0	1	1	1	1	584
<i>Size</i>	21.6098	1.0192	18.7833	20.9583	21.6225	22.2633	24.8471	584
<i>Lev</i>	0.5418	0.1845	0.0164	0.4105	0.5630	0.6635	0.9117	584
<i>Growth</i>	0.1704	0.4972	-0.8807	-0.0460	0.1176	0.2962	5.7485	584
<i>Ocfps</i>	0.2981	0.8811	-4.5509	-0.0247	0.2325	0.6005	4.9485	584
<i>Tat</i>	0.6160	0.4340	0.0032	0.3316	0.5190	0.7967	2.6132	584
<i>Cr5</i>	0.4584	0.1383	0.1350	0.3535	0.4583	0.5466	0.8855	584
<i>Z_Index</i>	20.3257	38.8756	1	2.1574	6.7363	22.7396	608.7860 <sup>①</sup>	584
<i>Private</i>	0.6473	0.4782	0	0	1	1	1	584

<sup>①</sup>该样本为内蒙古亿利能源股份有限公司(600277),其控股股东为亿利资源集团有限公司,截至 2010 年底,持股数占公司股份总数的 85.23%,第二大股东为陈忠,持股数占公司股份总数的 0.14%。

从表3中可以看出:(1)控股股东质押比率较高,均值达到66.62%,最大值为100%,表明控股股东倾向于高比率质押;(2)扣除非经常性损益后的总资产收益率的均值明显小于扣除前的均值,两者之间存在着较大的差异,表明公司绩效受非经常性损益的影响较大,存在着管理层利用非经常性损益改善公司绩效的可能性,故本文同时采用扣除非经常性损益前后的总资产收益率来衡量公司绩效,以尽可能降低人为操纵因素的影响。

## (二) 多元回归分析

表4报告了质押资金投向与股权质押行为、公司绩效之间的多元回归结果。

多元回归结果①报告了质押资金投向与股权质押行为之间的相关关系检验结果。质押资金投向 *Tunneling* 与质押比率 *Pledge* 的回归系数为0.0691,两者呈现正相关关系,且在1%水平下显著,这表明当控股股东股权质押资金投向自身或第三方时,质押比率高于投向股权被质押上市公司,控股股东更倾向于为自身或第三方融资提供质押担保,与预期相符,假设1得到验证。

多元回归结果②和③报告了质押资金投向与公司绩效之间的相关关系检验结果。质押资金投向 *Tunneling* 与公司绩效的代理变量 *Roa*、*Roa<sub>2</sub>* 之间都呈现出负相关关系,且均在5%水平下显著,表明当控股股东股权质押资金投向自身或第三方时,公司绩效显著低于投向股权被质押上市公司,与预期相符,假设2得到验证。

## (三) 稳健性检验

为了保证本文结论的可靠性,我们对假设1、假设2分别进行稳健性检验。

对于假设1,我们采取了两类检验,以验证结论的稳健性。一是由于质押比率 *Pledge* 位于(0,1)之间,本文采用Tobit回归分析两者之间的相关关系;二是将质押资金投向 *Tunneling* 作为被解释变量,将质押比率 *Pledge* 作为解释变量,运用Logit回归考察两者之间的相关关系。

对于假设2,本文采用扣除非经常性损益前后的净资产收益率 *Roe* 和 *Roe<sub>2</sub>* 作为公司绩效的衡量指标,以检验质押资金投向与公司绩效之间的相关关系。

稳健性检验结果如下页表5所示。对研究假设1的稳健性检验结果显示,在Tobit回归中,质押资金投向与质押比率在1%水平下显著正相关;在Logit回归中,质押比率与质押资金投向同样在1%水平下显著正相关,即控股股东更愿意为控股股东自身或第三方借款提供质押担保,进一步证实了质押资金投向与股权质押行为之间的关系,说明本文的研究结论具有可靠性。

对研究假设2的稳健性检验结果显示,质押资金投向 *Tunneling* 与公司绩效的代理变量扣除非经常性损益前后的净资产收益率 *Roe*、*Roe<sub>2</sub>* 显著负相关,表明质押资金投向控股股东自身或第三方降低了公司绩效,进一步证实了质押资金投向与公司绩效之间的关系,说明本文的研究结论具有可靠性。

表4 多元回归结果

被解释变量	① <i>Pledge</i>	② <i>Roa</i>	③ <i>Roa<sub>2</sub></i>
<i>Constant</i>	1.3869*** (5.17)	-0.2233*** (-4.08)	-0.2992*** (-5.70)
<i>Tunneling</i>	0.0691*** (2.78)	-0.0108** (-2.12)	-0.0125** (-2.56)
<i>Size</i>	-0.0478*** (-3.88)	0.0130*** (5.19)	0.0152*** (6.30)
<i>Lev</i>	0.1423** (2.36)	-0.1034*** (-8.40)	-0.0911*** (-7.72)
<i>Growth</i>	-0.0074 (-0.39)	0.0119*** (3.06)	0.0129*** (3.46)
<i>Ocfps</i>	-0.0108 (-0.65)	0.0218*** (6.45)	0.0211*** (6.49)
<i>Tat</i>	-0.0298 (-0.95)	0.0356*** (5.57)	0.0321*** (5.25)
<i>Cr5</i>	-0.3294*** (-4.41)	0.0526*** (3.45)	0.0532*** (3.64)
<i>Z_Index</i>	-0.0010** (-2.53)	-0.0000 (-0.52)	-0.0000 (-0.02)
<i>Private</i>	0.2835*** (12.66)	0.0185*** (4.05)	0.0166*** (3.78)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Indcd</i>	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	584	584	584
Adj R <sup>2</sup>	0.3999	0.2860	0.2882
F值	12.43	7.87	7.94

注:\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的置信水平下显著,括号内为t值;为避免极端值的影响,本文对标准差较大的*Size*、*Ocfps*、*Tat*、*Z\_Index*等变量在5%水平上进行了Winsor处理。

## 五、结论

本文对2007—2012年我国沪深两市A股主板上市公司控股股东股权质押行为进行了分析,探讨了质押资金投向与股权质押行为、公司绩效之间的相关关系。通过实证分析,我们发现:(1)当控股股东股权质押资金投向自身或第三方时,质押比率高于投向股权被质押上市公司,控股股东更倾向于为自身或第三方融资提供质押担保。这是因为,在融资贷款时,债权银行与上市公司和非上市公司之间的信息不对称程度存在着差异,非上市公司面临着较强的融资约束,需要提供更高质量、更透明的质押品或抵押品,而我国上市公司控股股东基本上作为非上市公司身份,这一融资约束使得控股股东不得不提供股权作为质押品。再者,质押资金投向不同,控股股东所承担的风险和所享有的收益不同,投向股权被质押公司时,风险与收益的失衡使得控股股东不愿意为上市公司融资提供质押担保。因此,控股股东更倾向于将质押资金投向自身或第三方,即控股股东更愿意为自身或第三方借款提供质押担保。(2)控股股东股权质押资金投向自身或第三方时,公司绩效显著低于投向股权被质押上市公司。这是因为,质押资金投向不同,控股股东所面临的控制权转移风险程度也不同,当质押资金投向控股股东自身时,较大的控制权转移风险使得控股股东对上市公司的“掏空”可能性更大,其侵占上市公司和中小股东利益的动机更强烈,这给上市公司绩效带来了负面影响。这也为股权质押的“侵占效应”提供了可能的解释。

不同的质押资金投向给股权被质押上市公司绩效带来的影响存在着显著差异。然而,我国并未详细规范股权质押披露信息,对股权质押公告的格式、内容等并未统一规定,从目前上市公司公布的股权质押公告来看,披露的内容仅仅涉及质权人、质押起止日、累计质押比率等基本信息,而且仅有不到一半的公告公布了被担保对象,质押资金的具体金额、用途更是不得而知,而这些信息恰恰是投资者做出正确投资决策所最需要的。为了保障中小股东的利益,上市公司应当详细披露股权质押资金的具体金额和用途,并定期公告质押资金的使用状况,进一步促进控股股东与中小股东在利益方面的趋同性与一致性<sup>[16]</sup>;监管机构应该对股权质押进行持续监督,进一步加强控股股东对上市公司业绩信息披露行为的监管,合理规范股权质押信息披露内容,建立健全信息披露制度,充分发挥股权质押这一新兴融资方式在我国资本市场上的作用。

表5 稳健性检验结果

被解释变量	④Tobit (Pledge)	⑤Logit (Tunneling)	⑥Roe	⑦Roe <sub>2</sub>
Constant	1.5245*** (5.38)	-1.4349 (-0.42)	-0.8256*** (-4.32)	-0.9429*** (-6.42)
Tunneling	0.0737*** (2.82)		-0.0314* (-1.77)	-0.0321** (-2.36)
Pledge		1.4581*** (2.78)		
Size	-0.0544*** (-4.17)	0.0430 (0.28)	0.0399*** (4.54)	0.0453*** (6.71)
Lev	0.1644*** (2.58)	-0.0008 (-0.00)	-0.1443*** (-3.36)	-0.2021*** (-6.12)
Growth	-0.0115 (-0.57)	0.0062 (0.03)	0.0414*** (3.03)	0.0415*** (3.95)
Ocfps	-0.0129 (-0.73)	0.5014** (2.27)	0.0529*** (4.47)	0.0521*** (5.73)
Tat	-0.0307 (-0.93)	0.9437** (2.14)	0.0904*** (4.06)	0.0714*** (4.17)
Cr5	-0.3668*** (-4.66)	2.3081** (2.38)	0.1487*** (2.79)	0.1392*** (3.40)
Z_Index	-0.0012*** (-2.87)	0.0122** (2.21)	-0.0001 (-0.27)	-0.0000 (-0.13)
Private	0.2927*** (12.45)	-0.0459 (-0.15)	0.0731*** (4.58)	0.0616*** (5.03)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Indcd	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	584	570	584	584
Adj R <sup>2</sup>			0.1747	0.2719
F值			4.63	7.40
LR	321.81	75.09		
Pseudo R <sup>2</sup>	0.8712	0.1357		

注:\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的置信水平上显著,括号内为t/z值;为避免极端值的影响,本文对标准差较大的Size、Ocfps、Tat、Z-Index等变量在5%水平上进行了Winsor处理。

参考文献:

- [1] Yeh Y H, Ko C E, Su Yuhui. Ultimate control and expropriation of minority shareholders: new evidence from Taiwan[J]. Academic Economic Papers, 2003, 31: 263 - 299.
- [2] 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[J]. 财务与会计: 理财版, 2007(1): 39 - 42.
- [3] 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.
- [4] La Porta R, Lopez-de-Silanes F. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106: 1115 - 1155.
- [5] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54: 471 - 518.
- [6] Claessens S, Djankov S, Lang H P L. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 81 - 112.
- [7] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52: 737 - 783.
- [8] 高兰芬. 董监事股权质押之代理问题对会计资讯与公司绩效之影响[D]. 台湾成功大学, 2002.
- [9] 谭燕, 吴静. 股权质押具有治理效用吗? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2013(2): 45 - 53.
- [10] Bertrand M, Mehta P, Mullainathan S. Ferreting out tunneling: an application to Indian Business Groups[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2002, 117: 121 - 148.
- [11] 谢金贤. 台湾上市公司董事会股权结构及持股质押因素与企业风险、经营绩效关联性之研究[D]. 厦门大学, 2001.
- [12] 郑雪迎. 谨防股权质押成为套现工具[N]. 中国证券报, 2003-06-19(13).
- [13] 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[J]. 会计研究, 2007(11): 8 - 14.
- [14] 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(7): 1762 - 1773.
- [15] 吕长江, 肖成民. 民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究[J]. 管理世界, 2006(10): 128 - 138.
- [16] 高敬忠, 韩传模, 王英允. 控股股东行为与管理层业绩预告披露策略——以我国 A 股上市公司为例[J]. 审计与经济研究, 2013(4): 75 - 83.

[责任编辑: 杨凤春, 王丽爱]

## Equity Pledge, Pledged Funds Flows and Corporate Performance: Based on Empirical Data of Controlling Shareholders' Equity Pledge of Listed Companies

ZHANG Taoyong, CHEN Yanhua

**Abstract:** With announcements of the controlling shareholders' equity pledge issued by China's A-share listed companies as research object, on the basis of the study of the equity pledge behavior of the controlling shareholders from the perspective of pledged funds flows during the period from 2007 to 2012, the results show: when the controlling shareholders invest the equity pledged funds on themselves or third-party, pledged ratio is higher than the funds flowing to the pledged listed companies, namely the controlling shareholders tend to provide equity pledge guarantees for themselves or third-party; when the controlling shareholders invest the equity pledged funds on themselves or third-party, the corporate performance is significantly lower than the funds flowing to the pledged listed companies.

**Key Words:** equity pledge; pledged funds flows; corporate performance; controlling shareholders; listed company; financing guarantees