

控股股东股权质押、市场化水平与公司风险承担

曹志鹏, 张明娟

(陕西科技大学 经济与管理学院, 陕西 西安 710021)

[摘要] 聚焦微观企业, 以我国 A 股上市公司为样本, 研究了控股股东股权质押对上市公司风险承担的影响。研究发现: (1) 控股股东股权质押正向影响上市公司的风险承担水平, 且这种影响在控股股东持股比例较低和所处地区市场化程度较高的公司中更为显著。 (2) 控股股东股权质押对上市公司风险承担的正向影响只有在股权质押率较高和公司存在融资约束时才会发挥作用。 (3) 上市公司风险承担的提高可以促进公司价值的提升, 有助于公司的长远发展。

[关键词] 控股股东; 股权质押; 风险承担; 市场化水平; 投资决策; 持股比例; 市场化程度

[中图分类号] F239.65 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2021)02-0050-09

一、引言

风险承担反映了上市公司追逐高额利润并在投资决策中主动选择高风险、高收益项目的意愿, 投资于高风险项目也表明公司对投资机会利用得更充分, 这对上市公司自身价值提升与经济增长具有重要的意义。高水平的风险承担可以在提高经营绩效的同时促进公司成长、保持竞争优势, 有助于提升公司价值, 并实现经济的长期增长。近年来, 控股股东股权质押已成为资本市场的一种常态, 据 Wind 数据统计, 进行股权质押公司数从 2013 年的 1595 家增加到 2019 年的 3081 家, 近五年融资规模占 A 股总市值的 10% 左右, 参与股权质押的公司不仅数量增多, 而且质押股数也在不断扩大, 可见股权质押现象已十分普遍。控股股东股权质押不仅是股东个人的融资行为, 当股价下跌导致控制权转移时还可能会对公司的正常经营活动产生重要影响。

本文拟将股权质押与公司风险承担两者结合, 试图从控股股东干预上市公司投资决策的角度研究股权质押与公司风险承担的关系。利用股权质押数据, 来探究控股股东股权质押的真实动机和可能对公司投资决策的影响以及这些影响如何反映在上市公司风险承担上。同时, 考虑到我国各地区的发展程度存在很大的差异, 市场化发展进程极不平衡, 外部治理环境必然会通过各种机制影响控股股东发挥其治理作用, 因此有必要进一步研究股权质押对公司风险承担的影响可能因所处地区市场化水平的不同而存在差异。本文的研究可能丰富了股权质押与风险承担相关文献, 对于全面认识控股股东在上市公司风险选择中扮演的角色以及如何提升公司风险承担水平, 促进经济健康增长具有重要的启示意义。

二、文献综述

(一) 股权质押的经济后果

国外关于股权质押的研究相对较早, 主要关注的是管理层与股东之间的代理问题。如 Lin 等发现股权质押后控制权与现金流权分离程度加大, 公司代理问题更加严重, 会导致外资持股比例降低, 投资意愿降低^[1]。并且 Djankov 等认为两权分离后存在着实际控制人进行利益输送的风险, 从而影响公司价值^[2]。也有学者发现股权质押后为了满足再融资和股票回购等目的, 会影响上市公司的信息披露行为^[3]。

国内关于控股股东股权质押相关文献研究结果存在较大争议。一些学者认为, 控股股东股权质押的

[收稿日期] 2020-07-01

[基金项目] 国家社会科学基金西部项目(16XJY020)

[作者简介] 曹志鹏(1971—), 男, 陕西西安人, 陕西科技大学经济与管理学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为金融与投资, 邮箱: caozhipeng@sust.edu.cn; 张明娟(1996—), 女, 陕西蒲城人, 陕西科技大学经济与管理学院硕士生, 主要研究方向为上市企业股权融资。

动因是变相收回投资,这一行为增加了公司代理成本^[4],会使得控股股东通过“掏空”上市公司来实现控制权私有收益最大化^[5],加剧控股股东对中小股东的利益侵占,损害中小股东的利益^[6]。而另一些学者则认为股权质押业务在国内的发展是有效的且带来了积极的影响。控股股东进行股权质押仅是为了盘活资金,缓解公司暂时面临的融资约束问题^[7]。控股股东通过股权质押能够抓住最佳投资时机,积极参与风险较高但净现值为正的投资项目,从而有利于上市公司未来的发展和继续对外扩张^[8]。对于股权质押的经济后果和伴生现象,相关的研究还从控股股东股权质押与税收规避、盈余质量、审计意见与审计费用、股利政策选择等方面展开^[9-12],逐步厘清控股股东股权质押的经济后果。

(二) 上市公司风险承担的影响因素

关于上市公司风险承担的影响因素,现有文章主要从股权激励、股权结构、产权性质、高管特质、市场化进程等公司治理角度展开研究。从内部治理来看,产权性质能够影响上市公司的风险承担水平,如佟爱琴等基于委托代理理论,研究发现纵向兼任高管可以为上市公司带来“更多监督”和“更多资源”效应,有利于提高公司风险承担^[13];李文贵和余明桂指出国有企业相比于非国有企业具有更低的风险承担水平^[14]。股权激励方面,于雅萍等研究发现股权激励可以让内部员工共同参与公司决策,制约公司管理层投资风险过高的项目,降低了公司整体的风险承担水平^[15];但也有学者发现股权激励与上市公司风险承担之间其实是倒“U”关系^[16]。关于高管个人特征对企业风险承担的研究,余明桂等人发现过度自信的管理者在投资决策中会更积极地选择风险性项目,更少放弃高风险但预期收益率为正的投资机会,公司风险承担水平相对较高,这反映出过度自信对企业投资决策的影响并不完全是消极的^[17]。

从外部治理来看,John 等认为提高投资者保护能抑制管理者的私利追求倾向,有利于提高上市公司的风险承担水平^[18]。Faccio 等认为风险承担水平越高的企业,其财务杠杆也往往越高,且相对于男性 CEO 企业,女性 CEO 所在企业的风险承担水平相对较低,这就导致企业的资金配置效率低下,不利于企业把握投资机会以加强市场竞争力^[19]。周泽将等通过研究商誉与上市公司风险承担的关系,发现良好的商誉可以促进上市公司风险承担水平的提高,商誉所反映的未来超额盈利能力直接关系到企业是否能够获取发展必需的资源,进而会对企业的风险承担水平产生影响^[20]。申丹琳也从企业风险承担的意愿和能力两个维度说明了企业风险承担的影响因素,并提出委托代理问题及融资约束是制约企业风险承担的两原因^[21]。

(三) 控股股东股权质押对公司风险承担的影响

近年来,虽然从控股股东股权质押角度进行风险承担影响因素的研究逐渐增多,但研究结论不尽一致。部分研究从代理角度出发认为控股股东有动力和能力对管理层进行监督,股权质押后有助于提升公司的风险承担水平^[22]。一方面控股股东的存在可以有效缓解股东与管理者之间的第一类代理问题。另一方面,股权质押造成的现金流权和控制权分离增加了控股股东占用企业现金流的动机,从而促使其投资于高风险项目以期获得超额收益,提高了企业风险承担能力^[22]。然而部分研究得出了相反的结论。Mishra 指出控股股东的存在降低了公司风险承担水平^[23],而 Koerniadi 等则认为是股权制衡对风险承担具有明显的改进作用^[24]。

总之,关于控股股东股权质押对上市公司风险承担的影响仍未形成一致的研究结论。控股股东作为公司经营与投资决策的主要参与方,其行为和能力一定程度上可以干预公司重大投资决策,进而影响公司的风险承担。故本文拟选取 A 股上市公司为研究样本,利用固定效应回归来实证检验控股股东股权质押如何影响上市公司的风险承担。

三、研究假设

(一) 控股股东股权质押与上市公司风险承担

股权质押从表面上看是控股股东的个人融资行为,与上市公司并无直接关联。但在中国资本市场上诸多安排使得控股股东能够相对或绝对控制上市公司。控股股东利用股权质押的便利性,在控制权

不受影响的情况下实现了将静态的股权转化为流动性的资本,提高了资金的利用率和灵活性,充分发挥了资本资源的杠杆作用,不仅提升了资金配置效率,还解决了公司融资约束,为公司未来发展注入了强有力的资金支持。所获资金往往用于上市公司经营及投资需要,更好地运作并投资那些净现值为正的高风险投资项目,以促进公司研发投资项目的开展,这表明控股股东看好公司的未来发展,也愿意为此承担更高的风险。此外,股权质押后现金流权和控制权的分离会进一步促进控股股东的冒险行为,控股股东有强烈的动机也有能力对管理者实施监督,促使管理层实施高风险的投资策略^[25]。同时股权质押率越高,现金流权降低得越多,变相收回的投资越多,控股股东面临高风险项目的预期损失会越低,因此,随着股权质押率越高,控股股东越倾向于投资高风险项目以获取高额收益^[26]。总之,股权质押后伴随着资金到位、代理问题的缓解、对公司业绩和自身控制权的维护,控股股东更倾向于将盈余资金投向具有高价值回报的高风险投资项目,继而提高了上市公司风险承担水平,由此,本文提出假设1。

H₁: 控股股东股权质押与上市公司风险承担之间为正相关关系。

(二) 控股股东持股比例、股权质押与上市公司风险承担

通常认为不同产权性质和不同持股比例的控股股东在资源禀赋、投资偏好和治理机制等方面存在较大差异,导致其抵抗风险的能力以及应对风险的态度和行为也是不一样的。Mishra 就指出控股股东的存在降低了公司风险承担水平^[23],而 Koerniadi 等则认为是股权制衡对公司风险承担具有明显的改善作用^[24]。同时,股权的高度集中会导致控股股东关联交易、资金占用等利益输送行为,对公司的创新性投资产生不利影响^[27]。也有学者认为股权的高度集中更易造成关联交易、资金占用、侵占中小股东利益等行为的发生,不利于公司长期经营策略的制定^[28]。且随着控股股东持股比例提高,考虑到对个人财富的担忧,厌恶风险的大股东会变得更加保守谨慎,对于不确定性所带来的风险变得更为敏感,从而降低了公司的风险承担水平。当控股股东持股比例较低时,其余股东对控股股东的制衡能力较强,使得控股股东侵占公司利益的意愿和能力显著降低,从而减少控股股东获取私人利益的机会,降低第二类代理问题发生的概率。因此相比于持股比例高的上市公司,控股股东持股比例越低,越有利于公司进行创新项目投资,并且控股股东股权质押率越高,公司的长期投资水平就越高,对于公司的风险承担会起到正向促进作用。由此,本文提出以下假设2。

H₂: 在其他条件相同时,控股股东股权质押对上市公司风险承担的促进作用主要体现在控股股东持股比例较低的情况下。

(三) 市场化程度、控股股东股权质押与上市公司风险承担

上市公司的发展不仅受其内部治理因素的影响,还在很大程度上取决于公司所处的外部环境。在市场化程度较高的地区,政府对公司经营的干预较少,法制化程度较高,金融体系比较发达,且产权保护措施健全,这为公司开展研发活动创造了良好的市场环境。市场化程度较高地区的公司可以获得更好的创新市场和创新服务,能及时地获取创新信息以及创新支持,并通过合理的竞争提高公司的创造实力,因此在市场化程度较高地区的公司,会更多地关注创新项目的投入和产出质量,促进公司开展更多的研发创新活动,有助于提升公司的风险承担水平。此外,在市场化程度较高地区,市场完善程度高且自主性强,经济资源将更多由市场来分配。随着市场化程度的不断深入,经济自由化程度也会相应地提高,生产要素和产品要素流动性增强,公司的投资决策更多依赖于市场价格所反映的信号机制,这使得公司的投资更有效地从具有低回报率的投资项目转移到高回报率的投资项目,提高公司投资水平和对投资机会的敏感性,使其更少放弃高风险但预期净现值为正的投资机会。由此,本文提出以下假设3。

H₃: 在其他条件相同情况下,市场化程度会强化控股股东股权质押与上市公司风险承担的正向关系。

四、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

为避免2006—2009年金融危机对中国境内上市公司风险承担水平的影响,本文选取2010—2017

年沪深 A 股所有上市公司作为初始样本。由于计算上市公司的风险承担需要前后一年的财务数据,因此实际数据涵盖区间为 2009—2018 年。为了保证数据的有效性,本文对初始样本进行如下处理:(1)剔除金融行业类公司;(2)剔除退市公司、处于 ST、* ST 状态下以及无控股股东的公司;(3)剔除关键变量缺失的公司年度样本;为避免离群值对研究结果的影响,对所有的连续型变量进行了 1% 的双边 Winsorize 处理。本文参照江伟的方法估算 2017 年的市场化指数^[29],其他所有数据来自 Wind 数据库,部分缺失信息从公司年报中手工整理所得。所有数据处理过程均使用 Stata11 完成。

(二) 模型设计与变量定义

为验证前述假设,本文采用模型(1)进行检验。

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_1 Ple_{it} + \beta_2 Soe_{it} + \beta_3 Consh_{it} + \beta_4 Market_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Size_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CFO_{it} + \beta_{10} Age_{it} + \beta_{11} Gdpth_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在模型(1)中, Ple 为控股股东股权质押变量,借鉴已有文献^[30],本文选取连续变量股权质押率($Pledgerate$),即截至年末控股股东累计质押股数与自身持股总数之比来度量。 $Risk$ 为上市公司风险承担变量,本文借鉴余明桂等人的做法^[17],采用盈利波动性即经行业调整后的公司资产收益率的标准差($Risk1$)以及资产收益率最大与最小值之差($Risk2$)衡量公司的风险承担。模型(2)和模型(3)为盈利波动性的测算方式。

$$AdjROA_{ik} = \frac{EBITDA_{ik}}{Assets_{ik}} - \frac{1}{X_k} \sum_{m=1}^X \frac{EBITDA_{mk}}{Assets_{mk}} = ROA_{ik} - \frac{1}{X_k} \sum_{m=1}^X ROA_{ik} \quad (2)$$

$$Risk_{ik} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{k=1}^N \left(AdjROA_{ik} - \frac{1}{N} \sum_{k=1}^N AdjROA_{ik} \right)^2} / N = 3 \quad (3)$$

其中: $Risk$ 即风险承担, $EBITDA$ 为息税折旧摊销前利润, $Assets$ 为公司年末总资产, ROA 为公司资产收益率, X 代表同年度同行业公司数量, m 为行业内第 m 家企业, k 代表观测年度, i 代表企业, N 为观测窗口期。

根据模型(2)和模型(3),先用各行业的 ROA 平均值对上市公司每一年的 ROA 进行处理,用经行业调整的净资产收益率($AdjROA$)能减少经济周期性和行业异质性对企业风险承担水平的影响。随后,计算企业在每一观测时段内经行业调整的 ROA 的标准差,考虑到股权质押的平均期限约 1 年,本文选择 3 年作为一个滚动区间,例如 2009—2011 年,2010—2012 年……2016—2018 年,以此类推,故因变量企业风险承担的取值区间为 2010—2017 年。

资产收益率的最大与最小值之差 $Risk2$ 的度量方式参见模型(4),各指标含义同上。

$$Risk_{it} = \text{Max}(AdjROA_{it}) - \text{Min}(AdjROA_{it}) \quad T = 3 \quad (4)$$

模型(1)中, $Consh$ 表示控股股东持股比例,用控股股东持股比例与公司总股数之比衡量。 $Market$ 表示市场化程度,目前最近年份的统计数据和企业调查数据均截至 2016 年,故本文参考江伟的研究方法^[29],利用历年市场化和指数平均增长幅度估算市场化指数,即 2017 年的市场化指数等于 2016 年的市场化指数加上 2015 年、2014 年市场化指数增加值的平均幅度。若该地区市场化水平大于所有省份均值,则为高市场化地区,表示为 $Market = 1$,否则为低市场化地区 $Market = 0$ 。

为了进一步控制企业风险承担的基本面因素,本文加入了其他控制变量,借鉴相关研究本文选取产权性质(Soe)、上市年限(Age)、企业规模($Size$)、资产收益率(ROA)、营业收入同比增长率($Growth$)、资产负债率(Lev)、现金流量(CFO)、GDP 年增长率($Gdpth$)作为控制变量^[31]。同时,本文还设置了行业虚拟变量和年度虚拟变量作为控制变量。上述所有变量含义及度量方法如表 1 所示。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 为本文所有变量的描述性统计结果。据表 2 可知,在样本期内公司风险承担变量 $Risk$ 均值为

0.0409(0.0773),说明样本上市公司的平均风险水平为4.09%(7.73%),且标准差都高于相应的平均值,说明我国上市公司的风险承担水平差异较大;股权质押率(*Plerate*)的平均值为0.1159,表明在样本年间有11.59%的上市公司都进行过股权质押。从分位数结果来看,进行股权质押的上市公司股权质押率都相对较高。其他变量的描述性统计结果与现有研究结果基本一致,不再赘述。

(二) 实证结果与分析

1. 控股股东股权质押与上市公司风险承担

表3为 H_1 的检验结果,从回归结果可以看出,控股股东股权质押率(*Plerate*)的回归系数分别为0.0044和0.0079,且在5%的水平上显著正相关。这说明控股股东股权质押与上市公司风险承担之间存在正相关关系,即控股股东股权质押有助于提升上市的公司风险承担水平。

2. 控股股东持股比例、股权质押与上市公司风险承担

H_2 的检验结果如表4所示。由表4可知,在低持股比例组中,控股股东股权质押率与上市公司风险承担在10%的显著性水平上正相关。而在高持股比例组中,股权质押率的系数虽为负值,但结果不显著,所以高持股比例组对两者关系的影响尚不确定。总体结果表明,控股股东持股比例越低,越

有利于提高上市公司的风险承担水平, H_2 得到验证。原因可能是:一方面,控股股东持股比例越高,股价下跌带来的控制权转移风险越小,公司的经营风险本身也会越小。另一方面,随着控股股东持股比例的提高,考虑到个人财富风险的担忧,控股股东投资策略会趋于保守,从而导致上市公司风险承担降低。

3. 市场化水平、控股股东股权质押与上市公司风险承担

同样采用分组回归的方法检验上市公司所处省区市场化进程差异对控股股东股权质押与上市公司风险承担的影响,固定效应检验结果如表5所示。表5数据表明,在市场化程度高组,股权质押率的系数分别为0.0044和0.0078,且在5%的水平上显著。在市场化程度低组的结果也为正但并不显著。这意味着,市场化程度对于控股股东股权质押提升上市公司风险承担水平起着加强作用, H_3 得到验证。

(三) 进一步分析

1. 股权质押率的影响

本文进一步参照李长青等的做法^[6],根据控股股东股权质押率的均值(0.1159)将样本分为两组,检验控股股东股权质押率对实证结果的影响。表6显示,在股权质押率高组,公司风险承担的系数均在5%的水平上显著为正。而在股权质押率低组,两者回归系数为负值,但是回归结果不再显著。这一结果表明并

表1 研究变量的定义和度量方法

变量符号	变量含义	度量方法
<i>Risk1</i>	风险承担	上市公司观察时段内经行业调整的资产收益率三年期标准差
<i>Risk2</i>	风险承担	三年期经行业调整的资产收益率最大最小值之差
<i>PledgeRate</i>	股权质押率	截至年末控股股东所有被质押的股份/所持总股数
<i>Consh</i>	股权集中度	控股股东持股比例/公司总股数
<i>Market</i>	市场化水平	根据樊纲设置的地区市场化指数赋值 ^[32] ,若该地区市场化水平高于均值,则为1,否则为0
<i>Soe</i>	产权性质	公司产权性质为国有时为1,否则为0
<i>Lev</i>	财务杠杆	期末负债总额/期末资产总额
<i>Age</i>	上市年限	以 $\ln(1 + \text{公司上市年限})$ 计算
<i>Size</i>	企业规模	当期期末总资产的自然对数
<i>Growth</i>	企业成长性	营业收入同比增长率
<i>ROA</i>	企业业绩	净利润/总资产平均余额
<i>CFO</i>	现金流量	当期营业现金净额/总资产
<i>Gdpth</i>	宏观经济形势	GDP 年增长率
<i>Year</i>	年度变量	年度虚拟变量,当样本为某一特定年份时,取1,否则为0
<i>Industry</i>	行业变量	行业虚拟变量,参考证监会的行业分类,并对制造业进行细分,当样本为某一特定行业时,取1,否则为0

表2 全变量描述性统计表

Var	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
<i>Risk1</i>	0.0409	0.0505	0.0019	0.0122	0.0233	0.0471	0.3017
<i>Risk2</i>	0.0773	0.0943	0.0038	0.0234	0.0442	0.0891	0.5662
<i>Plerate</i>	0.1159	0.2687	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Consh</i>	0.3495	0.1515	0.0850	0.2290	0.3298	0.4523	0.7540
<i>Market</i>	0.8237	0.3811	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>Soe</i>	0.4430	0.4968	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>Lev</i>	0.4430	0.2154	0.0453	0.2734	0.4397	0.6054	0.9557
<i>Age</i>	2.7750	0.3895	0.0000	2.3979	2.8332	3.1355	3.4012
<i>Size</i>	22.0945	1.3435	13.0760	21.1815	21.9411	22.8481	28.5088
<i>Growth</i>	0.1513	0.2987	-0.4960	0.0000	0.0949	0.2366	1.6069
<i>Roa</i>	0.0900	0.1262	-0.1807	0.0317	0.0615	0.1083	0.7168
<i>Cfo</i>	0.0419	0.0713	-0.1770	0.0029	0.0407	0.0832	0.2419
<i>Gdpth</i>	0.0794	0.0132	0.0670	0.0685	0.0755	0.0870	0.1060

非所有的股权质押都会促进公司风险承担水平的提升,而只有在股权质押率较高时才会出现这种正向影响。这主要是因为股权质押率越高,控股股东面临的高风险损失越低,更愿意通过干预公司重大经营决策以提高公司风险承担,促进公司的长远发展。

2. 融资约束的影响

上市公司风险承担不仅受相关决策者投资意愿的影响,还可能受公司或决策者获取外部资源能力的影响。为此我们进一步探讨处于不同程度融资约束的公司,控股股东股权质押对风险承担水平的影响是否相同。参考袁卫秋等的做法^[33],采用 *Fconstraints* 作为融资约束的变量,该变量为虚拟变量,若公司的股利支付率高于中位数则取值为 1,否则为 0,检验结果如表 7。

表 7 前两列是以 *Ple* 度量股权质押的回归结果,后两列是以 *Plerate* 度量股权质押的回归结果。表 7 显示有融资约束时控股股东股权质押与上市公司风险承担在 1% 水平上显著正相关。这说明对于有较大融资约束的上市公司来说,资金成为其运营及发展的最大障碍,当控股股东股权质押后,解决了公司暂时性资金短缺问题,使得公司有大量资金可以投入到生产经营及研发创新活动中,以提高公司竞争实力,因此公司也表现出较高的风险承担水平。

3. 风险承担对上市公司价值的影响

风险承担不仅能促使公司增加研发投入、提高资金运用效率、提升公司价值,更是推动技术进步、提高社会生产率、促进经济增长的关键因素。为进一步检验风险承担对公司价值的影响,本文设定如下模型(5):

$$TobinQ_{it} = \alpha + \beta'_1 Risk_{it} + \beta'_2 TQ_{it} + \beta'_3 Soe_{it} + \beta'_4 Lev_{it} + \beta'_5 Size_{it} + \beta'_6 Growth_{it} + \beta'_7 ROA_{it} + \beta'_8 CFO_{it} + \beta'_9 Gdpth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

本文参照李常青等人的研究^[6],用 *TobinQ* 来衡量公司价值,本文公司的风险承担变量 *Risk1*、*Risk2* 都是以每 3 年一个观测周期计算的,因此变量 *Tobin Q_{it}* 取公司在每个时间段的平均值。考虑到风险承担一般衡量的是公司的中长期投资决策,产生效果可能具有时滞性,因此本文同时采用下一个时段的托宾 Q 值(*Tobin Q_{it+1}*)作为被解释变量。此外,为了控制公司期初价值的影响,在变量中增加 *TQ*,定义为公司在每一个观测时段第一年的托宾 Q 值。检验结果如表 8 所示。

如表 8 所示,前两列是以公司当期的托宾 Q 值(*TobinQ_{it}*) 衡量公司价值,从回归结果看, *Risk1* 和 *Risk2* 的系数分别为 0.7267 和 0.3949,并在 1% 的水平上显著。第(3)列和第(4)列是用公司下一期的托宾 Q 值(*TobinQ_{it+1}*) 进行的检

表 3 H₁ 检验结果

	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>Plerate</i>	0.0044 ** (2.40)	0.0079 ** (2.32)
<i>Soe</i>	-0.0128 *** (-4.41)	-0.0240 *** (-4.44)
<i>Consh</i>	-0.0213 *** (-3.42)	-0.0376 *** (-3.24)
<i>Market</i>	-0.0009 (-0.98)	-0.0017 (-0.93)
<i>Lev</i>	0.0407 *** (11.97)	0.0764 *** (12.06)
<i>Growth</i>	0.0018 (1.44)	0.0032 (1.37)
<i>Size</i>	-0.0152 *** (-18.30)	-0.0285 *** (-18.38)
<i>Roa</i>	0.0203 *** (5.47)	0.0379 *** (5.47)
<i>Cfo</i>	-0.0223 *** (-3.59)	-0.0411 *** (-3.56)
<i>Age</i>	0.0093 *** (2.35)	0.0176 *** (3.55)
<i>Gdpth</i>	0.2370 *** (8.75)	0.4532 *** (15.69)
<i>_Cons</i>	0.3773 *** (21.34)	0.7066 *** (21.45)
Year/Ind	Yes	Yes
N	14840	14840
Adj. R ²	0.3391	0.3432

注:括号内为 t 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著,下同。

表 4 H₂ 检验结果

<i>Var</i>	控股股东持股比例低组		控股股东持股比例高组	
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>Plerate</i>	0.0043 * (1.73)	0.0076 * (1.66)	-0.0023 (-0.76)	-0.0043 (-0.77)
<i>_Cons</i>	0.4381 *** (16.58)	0.8240 *** (16.73)	0.2983 *** (8.84)	0.5599 *** (8.93)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7420	7420	7420	7420
Adj. R ²	0.4057	0.4100	0.3207	0.3270

表 5 H₃ 检验结果

<i>Var</i>	市场化程度高		市场化程度低	
	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>	<i>Risk1</i>	<i>Risk2</i>
<i>Plerate</i>	0.0044 ** (2.16)	0.0078 ** (2.06)	0.0041 (0.65)	0.0092 (0.78)
<i>_Cons</i>	0.3620 *** (17.90)	0.6810 *** (18.05)	0.4441 *** (8.59)	0.8204 *** (8.55)
Year/Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
N	12224	12224	2616	2616
Adj. R ²	0.3384	0.3419	0.3192	0.3242

验,公司风险承担的系数仍然为正,且在5%的水平上显著,也足以说明公司风险承担水平越高,公司价值也越高。

(四) 稳健性检验

为了避免遗漏变量的影响,本文参考谢德仁等人的研究^[30],选择同年度同行业其他上市公司的平均质押率作为(*Pledge-Ind*)作为工具变量,并采用两阶段回归(2SLS)的方法解决控股股东股权质押和上市公司风险承担之间的内生性问题。假设1的2SLS检验结果显示,第一阶段的内生变量股权质押率(*Plerate*)与其工具变量(*Pledge-Ind*)在1%的水平上显著正相关,说明工具变量的选取比较合理。第二阶段的回归结果,股权质押率(*Plerate*)与上市公司风险承担为负相关,但回归结果不显著。假设2的2SLS检验结果,与假设2结论保持一致。当控股股东持股比例较低时,股权质押会促进上市公司风险承担水平的提升,而当持股比例较高时,反而对公司风险提升造成一定阻碍。假设3的2SLS检验结果显示,股权质押率系数在10%水平上显著正相关,表明相较于市场化水平较低组,市场化水平越高,控股股东股权质押后,越有利于促进公司风险承担水平的提升。检验结果与本文结论一致,所以本文研究结果是稳健的。限于篇幅未报告检验结果,备索。

在公司风险承担方面,将观测时间段调整为5年,同样使用收益率标准差及资产收益率最大最小值之差来衡量公司的风险承担水平。根据检验结果可知控股股东股权质押对上市公司风险承担水平的影响仍然为正,且在持股比例较低组和市场化较高时正向影响更显著,检验结果不存在实质性改变,本文的实证结果比较稳健。限于篇幅未报告检验结果,备索。

六、结论性评述

控股股东股权质押已经成为我国资本市场上的一种普遍现象,现有研究多讨论了控股股东股权质押为上市公司带来的经济后果,鲜有研究关注股权质押后,控股股东是否会通过干预重大投资决策来影响公司的风险承担水平,基于此,本文以2010—2018年沪深A股非金融类上市公司为样本,实证检验了控股股东股权质押对上市公司风险承担水平的影响。最终得出如下结论:(1)整体上来看,控股股东股权质押与上市公司风险承担正相关。但是并非所有股权质押都会促进公司风险承担的提高,只有当股权质押率较高和存在融资约束时控股股东才会通过干预公司重大经营决策来提高公司风险承担水平。(2)从内部治理角度来看,相比于持股比例高的上市公司,控股股东持股比例越低,股权质押后越有利于提高公司的风险承担水平。从外部治理角度来看,在其他条件相同情况下,市场化程度会加剧控股股东股权质押对公司风险承担的正向影响。(3)通过用托宾Q值衡量公司价值,发现风险承担能显著促

表6 股权质押率高低的影响

Var	股权质押率高组		股权质押率低组	
	risk1	risk2	risk1	risk2
<i>Plerate</i>	0.0103 ** (2.05)	0.0195 ** (2.11)	-0.0282 (-0.56)	-0.0477 (-0.50)
<i>_Cons</i>	-0.0796 (-1.23)	-0.1559 (-1.31)	0.3645 *** (15.92)	0.6782 *** (15.87)
N	2728	2728	12112	12112
Adj. R ²	0.3924	0.4048	0.3945	0.3979

表7 融资约束的影响

Var	Risk1	Risk2
<i>Fconstraints</i>	0.0017 ** (0.040)	0.0035 ** (0.030)
<i>Plerate</i>	0.0081 *** (0.000)	0.0151 *** (0.000)
<i>_Cons</i>	0.3080 *** (0.000)	0.5719 *** (0.000)
N	14840	14840
Adj. R ²	0.334	0.3379

表8 风险承担对公司价值的影响

Var	<i>TobinQ_{it}</i>		<i>TobinQ_{it+1}</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Risk1</i>	0.7267 *** (0.000)		0.3972 ** (0.043)	
<i>Risk2</i>		0.3949 *** (0.000)		0.2169 ** (0.040)
<i>TQ</i>	0.4917 *** (0.000)	0.4915 *** (0.000)	0.1111 *** (0.000)	0.1109 *** (0.000)
<i>_Cons</i>	12.3401 *** (0.000)	12.3357 *** (0.000)	15.0367 *** (0.000)	15.0337 *** (0.000)
N	11465	11465	11465	11465
Adj. R ²	0.523	0.524	0.328	0.323

进公司价值的提升。

本文的研究具有重要的启示意义。第一,控股股东股权质押对上市公司的影响并不是绝对的,它取决于控股股东的质押动机。股权质押缓解了公司融资约束,为公司的发展提供了更多的机会和可能,有利于公司的长远可持续发展。因此对于上市公司而言,股权质押并不完全是消极信号,控股股东也并不完全是“利益掏空”的代名词,应理性看待股权质押这一问题。第二,风险承担反映了公司在投资决策时对于高风险高收益项目的选择,风险承担水平更高表明公司更能充分把握和利用投资机会,对于公司价值的提升与经济的可持续增长具有重要的意义。第三,控股股东要合理地控制股权质押率,并加强股权质押相关的信息披露,避免因市场的过分解读导致股价下跌甚至引发控制权转移风险。同时,政府应进一步加快金融市场的发展和市场化程度的步伐,缩小各地区间金融发展差距,这样才能促进总体经济的快速增长。

本文从控股股东股权质押行为这一角度探讨了其对上市公司风险承担水平的影响,但未考虑债权人的存在是否会干预及影响上市公司股权质押的资金用途及质押动机等,未来可以进一步拓展研究视角,分析债权人对上市公司风险承担水平的可能影响。另外,本文使用是否股权质押和股权质押率度量控股股东股权质押行为,没有考虑质押资金投向及折扣率、被质押股权是否受限等指标对实证结果的影响,因此未来研究可同时选取并对比不同股权质押指标间的差异来度量控股股东股权质押行为。

参考文献:

- [1] Lin M F, Liang J W, Chin C L. Corporate ownership structure and foreign ownership[J]. Sun Yat-Sen Management Review, 2010, 18(1):101-142.
- [2] Djankov C S, Larry H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002 (1):128-135.
- [3] Berkman H, Cole R A, Fu L J. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(1):141-156.
- [4] 郭立新,陈传明. 控制权视角下股权治理对公司创新和绩效的影响研究[J]. 技术经济与管理研究,2019(6):46-54.
- [5] 高伟生. 大股东股权质押影响上市公司的银行贷款吗? [J]. 金融监管研究,2018(10):49-64.
- [6] 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):143-157.
- [7] 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(9):72-87.
- [8] 王亚茹,赵耀,乔贵涛. 控股股东股权质押对权益资本成本的影响[J]. 财会月刊,2018(21):59-68.
- [9] 王雄元,欧阳才越,史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究,2018(1):138-152.
- [10] 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.
- [11] 张俊瑞,余思佳,程子健. 大股东股权质押会影响审计师决策吗? ——基于审计费用与审计意见的证据[J]. 审计研究,2017(3):65-73.
- [12] 廖珂,崔宸瑜,谢德仁. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J]. 金融研究,2018(4):172-189.
- [13] 佟爱琴,李孟洁. 产权性质、纵向兼任高管与企业风险承担[J]. 科学学与科学技术管理,2018(1):118-126.
- [14] 李文贵,余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济,2012(12):115-127.
- [15] 于雅萍,姜英兵. 员工股权激励与内部控制质量[J]. 审计与经济研究,2019(2):54-66.
- [16] 李小荣,张瑞君. 股权激励影响风险承担:代理成本还是风险规避? [J]. 会计研究,2014(1):57-63+95.
- [17] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究,2013(9):112-124.
- [18] John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.
- [19] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(11):3601-3641.
- [20] 周泽将,胡刘芬,马静,等. 商誉与企业风险承担[J]. 会计研究,2019(7):21-26.
- [21] 申丹琳. 社会信任与企业风险承担[J]. 经济管理,2019(8):147-161.

- [22] 薛有志,刘鑫. 所有权性质、现金流权与控制权分离和公司风险承担——基于第二层代理问题的视角[J]. 山西财经大学学报,2014(2):93-103.
- [23] Mishra D R. Multiple large shareholders and corporate risk taking: Evidence from East Asia[J]. Corporate Governance: An International Review, 2011, 19(6): 507-528.
- [24] Koerniadi H, Krishnamurti C, Tourani-Rad A. Corporate governance and risk-taking in New Zealand[J]. Australian Journal of Management, 2014, 39(2): 227-245.
- [25] 唐跃君,宋渊洋,金立印,等. 控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格——基于第二类代理问题和终极控制权理论的视角[J]. 管理世界,2012(2):82-95.
- [26] 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.
- [27] Yeh Y H, Ko C E, Su Y H. Ultimate control and expropriation of minority shareholders: New evidence from Taiwan[J]. Academic Economic Papers, 2003, 31(3):263-299.
- [28] 谢军. 第一大股东、股权集中度和公司绩效[J]. 经济评论,2006(1):70-75.
- [29] 江伟. 市场化程度、行业竞争与管理者薪酬增长[J]. 南开管理评论,2011(5):58-67.
- [30] 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[J]. 管理世界,2016(5):128-140.
- [31] 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[J]. 中国软科学,2018(5):110-122.
- [32] 樊纲. 中国市场化指数[M]. 北京:经济科学出版社,2007.
- [33] 袁卫秋,周琳. 内部控制质量、融资约束与现金持有的竞争效应[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2017(8):101-113.

[责任编辑:高婷]

Equity Pledge of Controlling Shareholders, Level of Marketization and Risk Taking of Company

CAO Zhipeng, ZHANG Mingjuan

(School of Economics and Management, Shaanxi University of Science & Technology, Xi'an 710021, China)

Abstract: Focusing on micro-enterprises, the paper studies the impact of equity pledge of controlling shareholder on listed companies' risk-taking by taking China's A-share listed companies as a research sample. The results show that the equity pledge of controlling shareholders has a positive impact on the risk-taking level of listed companies, and this effect is more significant in the companies with lower proportion of controlling shareholders and higher degree of marketization in the region. The positive effect of equity pledge of controlling shareholders on the risk taking of listed companies will only play a role when the equity pledge ratio is high and the company has financing constraints. The improvement of risk-taking of listed companies can promote corporate value and contribute to the long-term development of the company.

Key Words: controlling shareholder; equity pledge; risk taking; level of marketization; investment decision; shareholding proportion; degree of marketization