

控股股东股权质押是否增加企业的财务风险？

——来自民营企业的经验证据

王新红, 曹 帆

(西安科技大学 管理学院, 陕西 西安 710600)

[摘 要]以 2014—2019 年深沪 A 股民营上市公司为样本,考察控股股东股权质押对企业财务风险的影响。研究发现,控股股东股权质押增大企业财务风险的效应受到股权质押率高低的影响,当控股股东股权质押率较高时,股权质押增大企业财务风险的效应会更加显著。进一步研究发现,股权制衡度弱化了股权质押增大企业财务风险的效应。在董事长和总经理两职合一的民营上市公司中,控股股东股权质押增大企业财务风险的效应更加显著。

[关键词]控股股东;股权质押;财务风险;民营企业;财务决策;财务行为

[中图分类号]F272.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)03-0042-09

一、引言

股权质押作为一种新兴的融资方式在我国发展迅速,已成为资本市场的一种普遍现象。2013 年起,股权质押业务开始进入增长的黄金时期,据 Wind 数据显示,截至 2020 年 12 月 31 日,A 股共有 2647 家上市公司大股东发生股权质押,质押总股数为 5531.7 亿股,质押的总市值达到 4.32 万亿。可见,股权质押已成为上市公司股东进行融资的重要方式,也备受控股股东青睐^[1]。从表面上看,控股股东股权质押是其个人行为的一种表现,但股价一旦出现大幅波动或下跌,会使得控股股东面临追加保证金风险、平仓风险甚至控制权转移风险。因此,控股股东为规避股价下跌带来的相关风险,有能力通过管理层对上市公司的财务决策产生影响,财务决策会导致企业财务行为发生相应的变化,而财务行为的实施在一定程度上会影响上市公司的财务状况,进而可能会影响企业的财务风险。目前有关股权质押经济后果的研究中,探讨更多的是股权质押对企业价值的影响^[2-4]、股权质押对企业创新的影响^[5]以及股权质押后的市值管理行为等^[6-8],鲜有研究关注控股股东股权质押对上市公司财务风险的影响。控股股东股权质押是否会对上市公司的财务风险产生影响,这种影响又是通过何种途径实现,还有待进一步的验证。

此外,从股权性质角度,本文根据 CSMAR 数据库对发生控股股东股权质押的样本进行统计分析,发现 2014—2019 年间发生控股股东股权质押的样本公司中民营企业占比 78.37%,国有企业占比 21.63%。进行股权质押的民营企业数量是国有企业的 3.62 倍,由此可以看出民营企业是股权质押的主要主体。由于我国国有企业规模大,且具有政府背景,银行对其存在“软约束”现象,导致国有企业具有较强的融资能力,所以控股股东股权质押后一旦股价出现大幅下跌,国有企业缓解追加保证金风险、平仓风险的能力相比于民营企业会更强。因此,民营企业相对于国有企业来说控股股东股权质押后可能会面临更大的风险。基于以上分析,本文将以 2014—2019 年深沪 A 股民营上市公司为样本,探讨民

[收稿日期]2020-10-27

[基金项目]国家社会科学基金项目(17BGL060);陕西省科技厅软科学项目(2020KRM083);陕西省会计学会科研课题(SKX201710)

[作者简介]王新红(1966—),女,陕西西安人,西安科技大学管理学院教授,硕士生导师,主要研究方向为公司财务与治理;曹帆(1996—),女,陕西安康人,西安科技大学管理学院硕士生,主要研究方向为财务管理,通讯作者,邮箱:1393375569@qq.com。

营企业控股股东股权质押对其财务风险的影响。本文的研究贡献在于:第一,拟从大股东行为视角研究控股股东股权质押对企业财务风险的影响,可以丰富股权质押经济后果的相关研究;第二,拟对股权质押影响企业财务风险的机理进行理论分析;第三,研究结论将为实务界提供新的参考依据。

二、文献综述

财务风险是财务管理领域的研究热点。Merwin 运用流动比率、营运资本与总资产的比率、股东权益与负债的比率这三个指标来衡量企业潜在的破产风险^[9]。随后,越来越多的学者开始关注企业的财务风险问题,如 Altman 运用多变量分析方法,以制造企业的财务数据为基础,创建 Z-score 模型对企业财务风险进行判别^[10]。我国关于财务风险问题的研究,早期主要集中于理论上的研究。如向德伟将财务风险划分为筹资、投资、资金回收和收益分配风险^[11]。黄锦亮和白帆在此基础上给每类风险建立了“风险识别-风险评估-风险防范和控制”三个环节的财务风险管理机制^[12]。随后的研究开始关注企业财务风险的影响因素,学者们认为公司治理、多元化经营、内部控制、政府规制等是影响企业财务风险的重要因素。如于富生等研究了公司治理对财务风险的影响,认为股权集中度会增加企业财务风险,独立董事的存在会降低企业的财务风险^[13]。吴国鼎和张会丽运用经修正的 AltmanZ 值测度企业的财务风险,研究发现多元化经营无法有效分散企业财务风险^[14]。袁晓波实证研究了内部控制对财务风险的影响,认为信息与沟通、控制活动、内部环境、内部监督与财务风险之间显著正相关^[15]。然而,徐炜和肖智研究认为内部控制与企业财务风险之间存在显著的倒 U 型非线性关系^[16]。吕雪晶等立足于中国当前规制环境,认为政府作用力度越大,企业财务风险越小^[17]。

关于股权质押的研究,早期主要集中于法律层面、股权质押的影响因素及动机研究。近年来,与股权质押经济后果相关的研究颇多,其中关于股权质押对公司业绩影响的文献,大多数学者在公司治理框架下,围绕股权质押带来的两权分离和控制权转移风险视角展开研究,得出两种相反的观点:一种是股权质押后两权分离促使控股股东对中小股东的利益侵占而损害公司价值^[18-19];另一种是股权质押后控股股东在控制权转移风险约束下努力经营,对公司绩效产生正向影响^[4]。此外,也有部分学者对股权质押后的市值管理行为进行了研究,认为股权质押后控股股东会通过盈余管理^[6]、股利政策^[7]、信息披露^[8]等措施来稳定乃至提升股价。

综上所述,目前关于股权质押经济后果的研究中,有关股权质押对企业财务风险影响的讨论相对较少。股权质押后,当控股股东出于各种动机对上市公司采取各种行为措施时,往往忽略了与企业财务活动相伴而生的财务风险。因此,控股股东股权质押也有可能是影响企业财务风险的一种直接或者间接因素。鉴于此,本文拟从大股东行为视角,通过理论推演和实证检验,考察控股股东股权质押对企业财务风险的影响效应,并对控股股东股权质押影响企业财务风险的机理进行理论分析。

三、理论分析与研究假设

(一) 控股股东股权质押与企业财务风险

广义的财务风险是指企业在进行财务活动中实际收益与预期收益发生偏离的不确定性^[11],这种不确定性包括由企业内外部经营环境变化引起的不确定性和由企业财务行为引起的不确定性。那么股权质押行为如何影响企业的财务风险,影响路径如图 1 所示。控股股东股权质押后,基于规避股价下跌带来的追加保证金风险、平仓风险甚至控制权转移风险,或基于利益驱动原因,其有能力通过管理层对上市公司的财务决策产生影响,财务决策会导致上市公司的财务行为发生相应变化。目前的研究中,大多数学者关注了股权质押对上市公司财务行为的影响,如过度投资行为^[20]、掏空行为^[21-22]、盈余管理行为^[23]等,而财务行为的发生在一定程度上会影响上市公司的财务状况。因此,由这些财务行为产生的经营结果的不确定性增强了实际收益与预期收益发生偏离的不确定性,进而可能导致企业财务风险的增加。

首先,控股股东股权质押后的过度投资行为可能会增大上市公司的投资风险。投资风险与企业的投资决策密切相关,控股股东在股权质押后为避免股价下跌导致的追加保证金风险、平仓风险甚至控制权转移风险,会极力去维持甚至拉升公司的

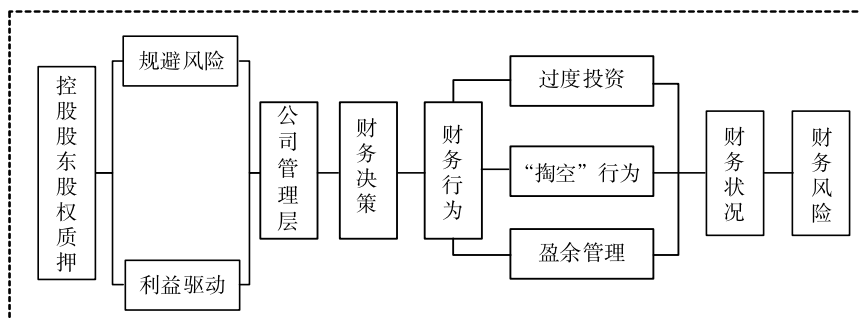


图1 控股股东股权质押影响企业财务风险的路径图

股价。谢露和王超恩研究发现,控股股东会通过影响上市公司的投资决策来应对股价下跌的压力,从而助长了控股股东的机会主义行为,导致过度投资现象的发生^[20]。一旦投资成功,股东可以获得超额收益,一旦投资失败,就会将风险转嫁给上市公司,增加上市公司的偿债风险及流动性风险,进而导致上市公司财务风险的增加。其次,控股股东股权质押后的“掏空”行为可能会增大上市公司的营运风险。股权质押后控股股东很可能利用手中的控制权谋取私人利益,通过资金占用^[21]、关联交易^[22]等各种方式“掏空”上市公司。大股东利用关联交易,将上市公司资金转移至个人或控制的关联方,频繁发生的关联交易会导致企业应收账款增加,增大企业的坏账风险,导致企业经营现金流的减少,使企业面临资金收回时间和收回金额的不确定性,进而放大上市公司的财务风险。最后,股权质押后的盈余管理行为可能会增大上市公司的财务风险。股权质押后控股股东为避免控制权转移风险,对股价格外关注,为了稳住或提升股价,进行股权质押的控股股东自然会关注公司盈余。陈共荣等研究发现企业在股权质押前后都存在盈余管理行为,并且从应计盈余管理转向真实盈余管理^[23]。当企业采用真实盈余管理行为来操纵企业盈余时,可能会增加企业经营成果的不确定性,对企业的财务状况产生直接影响,进而可能导致财务风险的增加。此外,Chiou等通过对中国台湾地区市场进行分析发现,股权质押后管理层的盈余管理行为会降低市场对上市公司财务信息的信任度,增加公司陷入财务危机的可能性^[24]。综上所述,本文提出如下假设。

H1:在其他条件相同的情况下,控股股东股权质押会增大企业的财务风险。

(二) 股权制衡度、股权质押与企业财务风险

控股股东股权质押行为可能会增加上市公司的财务风险,因此,需要对控股股东的行为进行监督和约束。有效的股权制衡机制会在一定程度上对控股股东行为起到约束作用,即多个大股东共同控制公司时,股权制衡会约束控股股东的行为,对控股股东股权质押后为规避控制权转移风险或基于利益驱动原因而采取的过度投资行为、掏空行为、盈余管理行为等进行抑制,减少利益相关者的损失。陈晓和王琨研究发现,股权制衡度越强,上市公司和控股股东之间发生关联交易的可能性越低^[25]。郑海燕等认为股权制衡度与控股股东资金占用成反比,能够对控股股东的“掏空”行为产生一定的抑制作用^[26]。而这种抑制作用可能会在一定程度上缓解控股股东股权质押对企业财务风险的影响。此外,控股股东股权质押行为提高了其他股东对控股股东自身财务状况的敏感性,从而导致其他股东对控股股东的监督、制约效应更强,增大了控股股东进行关联交易、利益侵占的难度。因此,股权制衡度在一定程度上会对控股股东的相关行为进行约束和监督,进而起到降低企业财务风险的作用。基于以上分析,本文提出如下假设。

H2:在其他条件相同的情况下,股权制衡度弱化了控股股东股权质押增大企业财务风险的效应。

(三) 两职合一、股权质押与企业财务风险

对于上市公司而言,董事长和总经理两职合一具有诸多缺陷。首先,根据委托代理理论,如果上市公司的董事长和总理由同一人担任,会使董事长(总经理)的权力过度膨胀,而位于权力顶峰的人更容易头脑发热,在进行重大决策时采取较为激进的经营政策与财务政策^[13],这种做法会放大企业的财

务风险,很可能导致公司陷入财务危机甚至经营失败。其次,两职合一会影响董事会的独立性,使得不称职的总经理难以被更换^[27],而这显然会降低企业的经营效率,从而增加企业财务风险。此外,当董事长与总经理两职合一时会削弱董事会对经理层的监管力度,降低董事会的有效性。此时,在缺乏监督的情况下,控股股东股权质押后为规避股价下跌引发的相关风险,可能会与管理层合谋,对上市公司的财务行为产生影响,进而增大上市公司的财务风险。基于以上分析,本文提出如下假设。

H3:在其他条件相同的情况下,控股股东股权质押增大企业财务风险的效应在两职合一组中更显著。

四、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2014—2019 年沪深两市 A 股民营上市公司作为初始样本,并对样本进行如下筛选:(1)删除金融行业公司;(2)剔除上市不足一年的观测值;(3)删除 ST 及 *ST 公司;(4)删除研究变量缺失的观测值。最终确定 8517 家民营上市公司作为研究样本。为避免极端值的影响,本文对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理。本文股权质押数据来源于 WIND 数据库,其余相关数据来源于国泰安数据库(CSMAR)。最后,运用 STATA 15 进行实证分析。

(二) 变量选取与定义

1. 被解释变量:国内学者对 Z-score 模型在我国的运用作了相关研究。向德伟运用“Z 记分法”评价上市公司的经营风险,实证研究结果大体上支持“Z 记分法”在中国股市的有效性^[28]。徐秀渠研究认为“Z-Score”模型对预测企业陷入危机的准确率极高,能够把它引入中国企业的风险管理之中^[29]。基于以上分析,并参考吴国鼎和张会丽测度企业财务风险的做法^[14],本文采用 AltmanZ 值测度企业的财务风险。即运用多种财务指标加权以预测财务风险,Z 值越小,企业财务风险越大,反之亦然。为方便对研究结果进行分析,本文对财务风险的衡量取 Z 值的倒数,用 FR 表示,FR 越大,财务风险越大。

$$Z = 1.2 \times \frac{\text{营运资金}}{\text{总资产}} + 1.4 \times \frac{\text{留存收益}}{\text{总资产}} + 3.3 \times \frac{\text{息税前利润}}{\text{总资产}} + 0.6 \times \frac{\text{股票总市值}}{\text{负债账面价值}} + 0.999 \times \frac{\text{销售收入}}{\text{总资产}}$$

2. 解释变量:(1) 控股股东股权质押(Pledge)。参考夏婷等的研究^[30],用两种方式度量,一是上市公司年末是否存在控股股东股权质押(Pledge_dum),二是年末控股股东质押股权质押率(Pledge_rt),用控股股东质押股数与自身持股总数之比来度量。(2) 两职合一(Dual)。当公司董事长与总经理两职合一时,Dual 为 1,否则为 0。(3) 股权制衡度(Balance)。用第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东的持股比例的比值来表示,股权制衡度越高,表示中小股东对大股东的制约越强。

3. 控制变量:参考袁晓波的研究^[15]及上市公司的实际情况,选取以下变量作为控制变量。企业规模(Size),规模往往代表企业的实力,企业规模越大,获取资本的实力会更强,其抗风险能力会越强。企业成长性(Growth),处于成长期的企业,在投资与融资规模等方面都较大,不确定性较大导致风险较大。独立董事比例(Outdir),由于其独立性,能约束控股股东行为,进而会降低财务风险。高管持股(Hold),有助于缓解委托代理问题,抑制内部人的寻租行为,进而降低企业财务风险。现金持有水平(Cash),现金能够满足企业的预防性需求,持有现金能够降低风险。总资产周转率(Tst),反映企业的营运能力,营运能力强的企业相对来说现金流也会比较充裕,财务风险相对较低。此外,还控制了年度和行业因素,主要变量定义如表 1 所示。

(三) 模型建立

为了检验假设 1,本文建立回归模型(1):

$$FR = \beta_0 + \beta_1 Pledge_dum + \beta_2 Pledge_rt + \beta_3 Control + \sum Year + \sum industry + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设2,本文建立回归模型(2):

$$FR = \beta_0 + \beta_1 Pledge_rt + \beta_2 (Pledge_rt \times Bal) + \beta_3 Control + \sum Year + \sum industry + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设3,本文建立回归模型(3)和回归模型(4):

$$FR = \beta_0 + \beta_1 Pledge_rt + \beta_2 Control + \sum Year + \sum industry + \varepsilon \quad Dual = 1 \quad (3)$$

$$FR = \beta_0 + \beta_1 Pledge_rt + \beta_2 Control + \sum Year + \sum industry + \varepsilon \quad Dual = 0 \quad (4)$$

模型(1)至模型(4)中, FR 代表财务风险, β_0 为截距项, $\beta_1-\beta_3$ 为回归系数, ε 为随机扰动项,模型中其他各变量定义见表1。模型(1)为检验股权质押对企业财务风险的影响,分别用是否质押($Pledge_dum$)与股权质押率($Pledge_rt$)来衡量股权质押并检验其对财务风险的影响;模型(2)为检验股权制衡对股权质押与企业财务风险关系的影响;模型(3)检验在两职合一的上市公司中股权质押对财务风险的影响;模型(4)检验在非两职合一的上市公司中股权质押对财务风险的影响。

表1 变量定义表

	变量	变量代码	变量定义
被解释变量	财务风险	FR	Z 值的倒数
	股权质押	$Pledge_dum$	年末存在控股股东股权质押时为1,否则为0
解释变量		$Pledge_rt$	控股股东质押股数/自身持股总数
	两职合一	$Dual$	董事长与总经理两职合一, $Dual$ 取1,否则取0
控制变量	股权制衡度	$Balance$	第二至第五大股东持股比例之和/第一大股东的持股比例
	企业规模	$Size$	企业年末总资产的自然对数
	企业成长性	$Growth$	(期末总资产-期初总资产)/期初总资产
	独立董事	$Outdir$	独立董事人数/董事会总人数
	高管持股	$Hold$	高管持股数/股本总数
	现金持有水平	$Cash$	现金占总资产的比重
	总资产周转率	Tst	营业收入/资产总额
	年度变量	$Year$	控制年度固定效应
	行业变量	$Industry$	控制行业因素的影响

五、实证分析

(一) 描述性统计

本文所涉及变量的描述性统计结果如表2所示。财务风险(FR)用 Z 值的倒数衡量,平均值为0.0794, Z -score值约为12.5944,高于Altman所提出的判定范围($Z > 3$ 为较安全企业, $Z < 3$ 为存在财务危机或破产风险的企业),这表明本文所研究的股权质押样本大部分处于安全范围,这可能是由于本文剔除了ST以及*ST的公司,而这类上市公司陷入财务困境的可能性较大。其次,在8517个样本中有61.59%的样本发生了股权质押,与夏婷等的研究^[30]相比稍高一点。这主要是因为从2013年起,股权质押开始进入增长的黄金时期,而本文的研究样本是从2014年开始。股权质押率的平均值为33.45%,其中部分上市公司控股股东股权质押率达到100%,表明控股股东将其所有股权进行了质押,一旦股价跌到预警线或平仓线,会触发控制权转移风险,需重点关注。两职合一的平均值表明样本中有38.32%的上市公司董事长和总理由一人兼任。股权制衡度的最小值为0.0583,最大值为2.9759,说明不同公司股权制衡度差异较大。

表2 描述性统计结果

变量名	样本数	平均数	中位数	最小值	最大值	标准差
FR	8517	0.0794	0.1457	0.0116	2.0022	0.2889
$Pledge_dum$	8517	0.6159	1	0	1	0.4863
$Pledge_rt$	8517	0.3345	0.201	0	1	0.3629
$Dual$	8517	0.3832	0	0	1	0.4862
$Balance$	8517	0.8541	0.7002	0.0583	2.9759	0.6266
$Size$	8517	21.6432	21.57	19.6166	24.4544	0.9505
$Growth$	8517	0.2516	0.1174	-0.2873	2.5622	0.4238
$Outdir$	8517	0.3775	0.3636	0.3333	0.5714	0.0523
$Hold$	8517	0.1762	0.0993	0	0.6832	0.1943
$Cash$	8517	0.1287	0.0939	0.0003	0.5605	0.1163
Tst	8517	0.3634	0.3237	0	1.4072	0.2907

首先,考察控股股东股权质押与财务风险的关系。在回归模型中,以财务风险作为被解释变量,以控股股东是否质押($Pledge_dum$)及股权质押率($Pledge_rt$)作为解释变量,同时控制了一些其他影响因素进行回归,结果见表3。模型(1a)中, $Pledge_dum$ 的系数为0.032,在1%的水平上通过显著性检验。

(二) 实证结果与分析

1. 控股股东股权质押与企业财务风险

首先,考察控股股东股权质押与财务风险的关系。在回归模型中,以财务风险作为被解释变量,以控股股东是否质押($Pledge_dum$)及股权质押率($Pledge_rt$)作为解释变量,同时控制了一些其他影响因素进行回归,结果见表3。模型(1a)中, $Pledge_dum$ 的系数为0.032,在1%的水平上通过显著性检验。

模型(1b)中, $Pledge_rt$ 的估计系数也在1%的水平上显著为正,表明控股股东股权质押增大了企业的财务风险。从控制变量的回归结果来看,与理论预期保持一致,假设1得到验证。

相比于股权质押的定性度量($Pledge_dum$),股权质押率的高低($Pledge_rt$)可以进一步度量控股股东控制权转移风险的程度。因此,本文根据控股股东股权质押率均值(33.45%)将样本分为两组,进行分样本检验,以进一步分析控股股东股权质押率高低对财务风险的影响,结果如表4所示。股权质押率低组 $Pledge_rt$ 的回归系数不显著,股权质押率高组 $Pledge_rt$ 的回归系数在1%的水平上通过显著性检验。对两组样本的差异执行Suest组间系数检验,结果显示,两组样本的回归系数差异在1%的水平上通过检验,即表明只有当控股股东股权质押率较高时,股权质押与企业财务风险才显著正相关。为了保证结果的稳健性,本文参考李常青等的做法^[5],用50%作为股权质押率高低组的临界值进行分组检验,结果如表4所示。股权质押率低组 $Pledge_rt$ 的回归系数在5%的水平上显著为正,股权质押率高组 $Pledge_rt$ 的回归系数在1%的水平上通过检验,且两组样本回归系数的差异也在1%的水平上通过组间系数检验。以上结果说明,控股股东股权质押增大企业财务风险的效应受到股权质押率高低的影响,当股权质押率较高时,其增大企业财务风险的效应更加显著。这可能是由于控股股东股权质押率较低时,当股价大幅下跌接近警戒线或平仓线,控股股东可以用手中剩余较多的股票进行补缴保证金,降低了现金流不足的风险。控股股东股权质押率较高时,当股价大幅下跌,控股股东会面临控制权转移风险,且手中并未留下较多的股份进行补缴保证金,加大了现金流不足的风险,故而面临的财务风险会更大。

2. 股权制衡对股权质押与企业财务风险关系的影响

为检验股权制衡度的调节作用,本文在模型(1b)的基础上加入 $Pledge_rt$ 与 bal 的交互项,回归结果如表5所示。结果显示, $Pledge_rt \times bal$ 的回归系数为-0.041,在1%的水平上显著为负,说明股权制

表3 假设1检验结果

	FR	FR
	模型(1a)	模型(1b)
$Pledge_dum$	0.032 *** (0.000)	
$Pledge_rt$		0.118 *** (0.000)
$Size$	-0.092 *** (0.000)	-0.089 *** (0.000)
$Growth$	0.065 *** (0.000)	0.063 *** (0.000)
$Outdir$	-0.170 ** (0.011)	-0.162 ** (0.014)
$Hold$	-0.029 *** (0.009)	-0.012 *** (0.003)
$Cash$	-0.142 *** (0.000)	-0.112 *** (0.000)
Tst	-0.061 *** (0.000)	-0.044 *** (0.000)
$Ind/Year$	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.2913	0.3069
F	41.71 ***	44.84 ***
N	8517	8517

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的水平下显著,括号内为p值。下同。

表4 股权质押率高低对财务风险影响的检验结果

	以33.45%为临界值进行分组		以50%为临界值进行分组	
	FR	FR	FR	FR
	股权质押率 低组	股权质押率 高组	股权质押率 低组	股权质押率 高组
$Pledge_rt$	0.022 (0.431)	0.257 *** (0.000)	0.036 ** (0.028)	0.337 *** (0.000)
$Size$	-0.074 *** (0.000)	-0.116 *** (0.000)	-0.077 *** (0.000)	-0.135 *** (0.000)
$Growth$	0.044 *** (0.000)	0.085 *** (0.000)	0.041 *** (0.000)	0.078 *** (0.000)
$Outdir$	-0.018 ** (0.021)	-0.336 *** (0.006)	-0.035 * (0.061)	-0.252 ** (0.024)
$Hold$	-0.046 *** (0.000)	-0.038 ** (0.014)	-0.027 ** (0.016)	-0.005 ** (0.013)
$Cash$	-0.117 *** (0.000)	-0.138 *** (0.000)	-0.112 *** (0.000)	-0.072 *** (0.000)
Tst	-0.015 *** (0.000)	-0.068 *** (0.000)	-0.004 *** (0.000)	-0.021 *** (0.000)
$Ind/Year$	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.2846	0.3122	0.2928	0.3006
F-statistic	23.56 ***	21.22 ***	27.68 ***	17.03 ***
N	4818	3699	5566	2951
组间系数检验	chi2(1) = 32.26 Prob > chi2 = 0.0000		chi2(1) = 50.42 Prob > chi2 = 0.0000	

衡对控股股东股权质押与企业财务风险的正向关系具有负向调节作用,即表明控股股东股权质押增大企业财务风险的效应会随着股权制衡度的增强而减弱。这可能是因为股权制衡会对控股股东行为产生影响,当控股股东之间的制衡能力较强时,其监督和约束控股股东股权质押后的利益侵占、盈余管理、过度投资行为的作用就会越强,进而降低企业的财务风险。以上结果验证了假设2。

3. 两职合一对股权质押与企业财务风险关系的影响

根据温忠麟等提出的调节变量模型^[31],当调节变量为分类变量,解释变量为连续变量时,需要对原模型进行分组回归,若回归系数的差异显著,则调节效应显著。本文回归结果显示(见表6),在两职合一样本中,*Pledge_rt*的系数为0.132,在1%水平上通过显著性检验,在非两职合一的样本中,*Pledge_rt*的系数为0.109,也在1%水平上通过显著性检验。两职合一组回归系数高于非两职合一组,对两组样本的差异执行Suest组间系数检验,结果显示,两组样本的差异在5%的水平上通过检验,即表明在董事长两职合一的民营上市公司中,控股股东股权质押增大企业财务风险的效应更加显著,假设3成立。

4. 稳健性检验

本文进行了如下稳健性检验以保证回归结果的可靠性:第一,财务风险的度量,主要包括单变量模型判定法和多元判别法^[28]。单变量模型判定法即采用个别财务比率(资产负债率、总资产收益率、债务保障率等)来预测财务风险,Z指数为多元线性判别法之一。因此,本次稳健性检验,主要用个别财务比率法。参考于富生等的做法^[13],本文将企业财务风险变量用年末资产负债比率替代,再次进行回归,回归结果与前文一致,如表7所示。为了缓解内生性问题,本文对解释变量采用滞后一期的数据进行稳健性检验,结果见表8。其中,模型(1a)及模型(1b)结果显示,无论用*Pledge_dum*或是*Pledge_rt*来衡量股权质押,回归系数均在1%的水平上通过显著性检验,说明控股股东股权质押会增大企业的财务风险。模型(2)的结果显示,股权制衡度对控股股东股权质押增大企业财务风险的效应具有负向调节作用。模型(3)的结果显示,控股股东股权质押增大企业财务风险的效应在两职合一的公司中更加显著。回归结果与前文一致。因此,本文采用的OLS方法所得到的结论是可靠的。

六、结论性评述

本文以2014—2019深沪A股民营上市公司为研究样本,探讨了控股股东股权质押与企业财务风险的关系,并进一步考察了股权制衡度和两职合一对两者关系的影响。研究结果表明:(1)控股股东股权质押增大企业财务风险的效应受到股权质押率高低的影响,当控股股东股权质押率较高时,股权质押增大企业财务风险的效应更加显著;(2)在股权制衡度高的公司中,股权质押增大企业财务风险效应会减弱,即股权制衡度弱化了控股股东股权质押增大企业财务风险的效应;(3)在董事长与总经理两职合一的民营上市公司中,控股股东股权质押增大企业财务风险的效应更加显著。

表5 假设2检验结果

	FR
<i>Pledge_rt</i>	0.151 *** (0.000)
<i>Pledge_rt</i> × <i>bal</i>	-0.041 *** (0.002)
<i>Size</i>	-0.095 *** (0.000)
<i>Growth</i>	0.051 *** (0.000)
<i>Outdir</i>	-0.090 * (0.091)
<i>Hold</i>	-0.010 * (0.051)
<i>Cash</i>	-0.088 *** (0.000)
<i>Tst</i>	-0.020 *** (0.000)
<i>Ind/Year</i>	Yes
Adjusted R ²	0.3085
F	44.66 ***
N	8517

表6 假设3检验结果

	是否两职合一	
	FR (两职合一组)	FR (非两职合一组)
<i>Pledge_rt</i>	0.132 *** (0.000)	0.109 *** (0.000)
<i>Size</i>	-0.093 *** (0.000)	-0.096 *** (0.000)
<i>Growth</i>	0.042 *** (0.000)	0.061 *** (0.000)
<i>Outdir</i>	-0.091 ** (0.031)	0.130 * (0.077)
<i>Hold</i>	-0.024 * (0.055)	-0.008 ** (0.031)
<i>Cash</i>	-0.054 *** (0.000)	-0.098 *** (0.000)
<i>Tst</i>	-0.006 *** (0.000)	-0.026 *** (0.000)
Adjusted R ²	0.3575	0.2904
F值	23.41 ***	27.53 ***
N	3264	5253
组间系数检验	chi2(1) = 6.06 Prob > chi2 = 0.014	

本文研究结论的启示意义包括:(1)对相关监管机构而言,应重点关注两职合一、高股权质押比率的上市公司,可以考虑对高出一定质押比率(依据本文的样本数据,得出的参考值为33.45%)的上市公司要求其加强信息披露频次。应防止控股股东为规避股价下跌采取相关财务行为,增大企业财务风险,损害中小股东利益。(2)对于民营上市公司而言,控股股东增大企业财务风险的效应在两职合一的公司中更加显著。因此,民营上市公司应注重自身治理结构的完善,通过健全公司治理结构,约束控股股东的利己行为,降低企业财务风险。在适当范围内,股权制衡度对公司具有一定的积极作用,对公司重大财务决策能够起到一定的监督作用。(3)对投资者而言,在进行相关投资决策时,投资者应该对控股股东股权质押率较高的公司保持警惕,此时的民营上市公司可能面临较大的财务风险。

本文以民营上市公司为样本,探讨了控股股东股权质押对企业财务风险的影响,但未检验在不同产权性质、不同市场环境下控股股东股权质押对企业财务

风险影响的差异性。因此,在未来的研究中可考虑不同产权性质、市场环境因素对两者关系的影响。此外,本文使用是否股权质押和股权质押率来度量控股股东的股权质押行为,但未检验不同的质押资金投向对上市公司财务风险影响的异质性。随着信息披露制度的不断完善,若在未来的公告中可以获得更多关于控股股东质押后的资金用途、质押成本等信息,应对股权质押行为、质押动机进行更为充分的探讨。

参考文献:

- [1] 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[J]. 管理学报,2018(7):998-1008.
- [2] 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.
- [3] 郑国坚,林东杰,林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学报,2014(9):72-87.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] 谢德仁,廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究,2018(8):21-27.
- [7] 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.
- [8] 张晨宇,武剑锋. 大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗? [J]. 外国经济与管理,2019(11):1-13.
- [9] Merwin C L. Financial small corporations: In five manufacturing industries[M]. New York: Arno Press,1979.
- [10] Altman E I. Financial ratios, discriminant analysis and prediction of corporate bankruptcy[J]. Journal of Finance, 1968 (9): 589-609.
- [11] 向德伟. 论财务风险[J]. 会计研究,1994(4):21-25.

表7 稳健性检验(1)

	Lev	Lev	Lev	Lev	
	模型(1a)	模型(1b)	模型(2)	模型(3)	
				两职合一组	非两职合一组
<i>Pledge_dum</i>	0.025 *** (0.000)				
<i>Pledge_rt</i>		0.068 *** (0.000)	0.104 *** (0.000)	0.072 *** (0.000)	0.061 *** (0.000)
<i>Pledge_rt × bal</i>			-0.044 *** (0.000)		
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.153	0.164	0.177	0.201	0.072
F-statistic	18.99 ***	20.47 ***	20.88 ***	19.85 ***	17.26 ***
N	8517	8517	8517	3264	5253
组件系数检验	chi2(1) = 13.40 Prob > chi2 = 0.0000				

表8 稳健性检验(2)

	FR	FR	FR	FR	
	模型(1a)	模型(1b)	模型(2)	模型(3)	
				两职合一组	非两职合一组
<i>Pledge_dum</i>	0.034 *** (0.000)				
<i>Pledge_rt</i>		0.056 *** (0.000)	0.047 *** (0.000)	0.030 *** (0.000)	0.018 *** (0.000)
<i>Pledge_rt × bal</i>			-0.013 *** (0.000)		
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.199	0.217	0.187	0.213	0.198
F-statistic	23.67 ***	25.55 ***	20.11 ***	19.86 ***	20.14 ***
N	8517	8517	8517	3264	5253
组件系数检验	chi2(1) = 11.10 Prob > chi2 = 0.0001				

- [12] 黄锦亮,白帆. 论财务风险管理的基本框架[J]. 财会研究,2004(6):35-37.
- [13] 于富生,张敏,姜付秀,等. 公司治理影响公司财务风险吗? [J]. 会计研究,2008(10):52-59.
- [14] 吴国鼎,张会丽. 多元化经营是否降低了企业的财务风险? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中央财经大学学报,2015(8):94-101.
- [15] 袁晓波. 内部控制与财务风险——来自中国沪市制造业上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究,2010(5):60-68.
- [16] 徐炜,肖智. 内部控制对企业财务风险影响的非线性特征——理论推演与实证检验[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2019(3):68-82.
- [17] 吕雪晶,陈志斌,李东阳,等. 政府规制与企业财务风险——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究,2020(4):1-12.
- [18] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997,52(2):737-783.
- [19] La Porta, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999,54(2):471-517.
- [20] 谢露,王超恩. 控股股东股权质押与上市公司过度投资[J]. 上海金融,2017(7):43-49.
- [21] 郑国坚,林东杰,张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. 管理世界,2013(5):157-168.
- [22] 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.
- [23] 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.
- [24] Chiou J R, Hsiung T C, Kao L F. A study on the relationship between financial distress and collateralized shares [J]. Taiwan Accounting Review, 2002, 3(1):79-111.
- [25] 陈晓,王琨. 关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据[J]. 经济研究,2005(4):77-86.
- [26] 郑海燕,徐明,刘中刚. 股权结构与财务困境变化趋势关系分析——来自制造业上市公司的实证研究[J]. 经济经纬,2009(3):145-148.
- [27] Goyal V K, Park C W. Board leadership structure and CEO turnover [J]. Journal of Corporate Finance, 2002 (8): 49-66.
- [28] 向德伟. 运用“Z记分法”评价上市公司经营风险的实证研究[J]. 会计研究,2002(11):53-57.
- [29] 徐秀渠. Altman's Z-Score模型在企业风险管理中的应用研究[J]. 经济经纬,2010(4):103-106.
- [30] 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.
- [31] 温忠麟,侯杰泰,张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. 心理学报,2005(2):268-274.

[责任编辑:高 婷]

Does the Equity Pledge of Controlling Shareholders Increase Corporate Financial Risk? Empirical Evidence from Private Enterprises

WANG Xinhong, CAO Fan

(School of Management, Xi'an University of Science & Technology, Xi'an 710600, China)

Abstract: Taking A-share private listed companies in Shenzhen and Shanghai from 2014 to 2019 as samples, this paper investigates the impact of controlling shareholders' equity pledge on corporate financial risk. The results show that the controlling shareholders' equity pledge increases the financial risk which is affected by the equity pledge rate. When the controlling shareholder's equity pledge rate is high, the effect of equity pledge on corporate financial risk will be more significant. Further research shows that equity checks and balances weaken the effect of equity pledge on increasing corporate financial risks. And the positive relationship between equity pledge and corporate financial risk will be more significant in companies where the same person acts as the chairman and general manager.

Key Words: controlling shareholder; equity pledge; financial risk; private enterprise; financial decision-making; financial behavior