

最终控制人股权质押损害公司价值么？

郝项超¹，梁琪²

(1. 南开大学 经济学院金融学系，天津 300071；2. 南开大学 公司治理研究中心，天津 300071)

摘要：本文分析了 2000~2006 年间我国沪深股市上市公司的股权质押行为对公司价值的影响。论文从最终控制人的研究角度提出了股权质押行为影响公司价值的弱化激励效应和强化侵占效应假说。基于面板数据的嵌套模型实证研究结果表明最终控制人的股权质押行为存在明显的弱化激励效应和强化侵占效应，而且这些效应对于私人控股公司更为显著。

关键词：最终控制人；股权质押；公司价值；弱化激励效应；强化侵占效应

中图分类号：F **文献标识码：**A

1 引言

近年来，随着中国资本市场的不断发展，上市公司的股权质押活动越来越为社会关注。根据 Wind 的统计数据，从 2004 到 2007 年沪深两市共计发生 1869 次股权质押行为，平均每年 467 次，涉及 496 家上市公司。ⁱ股权质押活动之所以如此活跃并被银行接受是因为其具有两个方面的优势：一是股权质押贷款拓宽了上市公司的融资渠道，尤其是对于民营上市公司。银行对民营公司的信贷政策相对比较严格，通常需要公司提供抵押品或者第三方担保，这使得成长中的中小民营公司很难从银行顺利获得贷款。显然，股权质押使得民营公司有了更多获取贷款的机会；二是由于股权具有高流动性和易变现性，银行能够以较低的处置成本及时的处置质押的股权，实现风险控制和管理，因此银行也愿意接受股权抵押品。然而，在肯定股权质押积极作用的同时，也必须认识到股权质押对公司价值可能产生的负面影响。ⁱⁱ现阶段，考虑股权质押如何对公司价值产生影响以及影响程度的研究还较少。Yeh 等人（2003）认为，股权质押会导致更为严重的代理问题，股权质押的比例越高，代理问题越严重，因而公司价值也就越低；黎来芳（2005）在对鸿仪系的案例分析中指出，质押上市公司股权是其控制人“掏空”上市公司的手段之一；ⁱⁱⁱ吕长江和肖成民（2006）通过对江苏阳光集团的案例分析发现，该公司的最终控制人从 2003 年起就不断以其持有的上市公司发起人股进行质押以获取银行贷款；李永伟和李若山（2007）以上市公司“明星电力”为例说明了股权质押下大股东如何利用“隧道效应”侵占小股东利益。上述研究主要采用案例分析，缺乏理论分析和系统的经验证据，这使得结论难以推广到其它上市公司，研究结论不具有普适性。考虑到以上研究存在的不足，本文从最终控制人的角度首次比较全面系统地分析了股权质押行为对上市公司价值的影响，^{iv}提出了股权质押影响公司价值的两个假设，即存在弱化激励效应和强化侵占效应。实证分析结果发现公司价值均随股权质押比例的上升而下降，股权质押行为会弱化激励效应，同时强化侵占效应。研究还发现对于国有控股公司，股权质押的弱化激励效应和强化侵占效应假设得到了部分支持；而对于私人控股公司，弱化激励效应和强化侵占效应假设都得到了强有力的证据支持。本文以下内容是这样构成的。第二部分分析了股权质押影响公司价值的路径，提出了弱化激励效应和强化侵占效应假设。第三部分是研究方法，介绍了模型定式以及模型变量的度量方式。第四部分是实证分析，包括样本构建以及样本数据的统计量描述、回归结果和稳健性分析。第五部分总结全文。

2 股权质押影响公司价值的假设

股权质押在我国上市公司行为中比较普遍，尤其是在所有权性质为私人控股的企业。股权质押是指出质人以其所拥有的股权作为质押标的物而设立的质押。我们注意到股权质押贷款的使用对象通常并不是上市公司，而是与大股东有关联的其它公司，包括控股股东相同的公司、大股东的控股公司、参股公司等，因此大股东的股权质押行为并不能简单的理解为一种独立的行为^v。La Porta 等人（1999）提出了最终控制人分析框架，该框架充分考虑了股权结构的信息，因此能够更好的识别隐藏在大股东、控股股东背后的最终控制人真实意图。因此，为了更好的理解股权质押行为，有必要从最终控制人的角度出发来加以分析和考查。

所有权和控制权是分析最终控制人的两个重要概念，在实证研究中通常以现金流权和表决权分别作为所有权和控制权的替代度量（Claessens 等人，2000）。从最终控制人的角度看，股权质押的影响主要体现在对所有权的影响上。我们认为股权质押行为从两个方面影响了最终控制人的所有权。一方面，股权质押是最终控制人变相收回投资的一种方法。以上市公司“明星电力”为例，最终控制人曾以 3.8 亿元购入明星电力 4778 万股，并在当年年末就将该部分股权全部质押给银行获得了 3 亿元的贷款，因此半年后最终控制人的实际剩余投资成本仅为 0.8 亿。^{vi}另一方面，股权质押导致最终控制人的现金流权受到限制。根据我国《担保法》第 68 条规定：“质权人有权收取质物所生的孳息”。因此在股权质押期间，该部分股权对应的现金流权在本质上并不归属于最终控制人，而是属于银行等质权人。这就是说最终控制人的不受限制的现金流权实际上是扣除质押股权部分后的剩余现金流权。

不管是变相收回投资还是现金流权受到限制，都可能导致最终控制人的真实现金流权下降。真实现金流权下降的潜在影响同样可以总结为两个方面。一是弱化激励效应。已有研究发现同等条件下现金流权越高，共享利益越大，最终控制人转移利润的动机就越小（La Porta 等人，2002），提高企业价值的动机就越强（Barclay 和 Holderness，1989）。实证结果也表明公司价值与现金流权正相关，说明存在正的激励效应（Claessens 等人，1999，2002；Faccio 和 Lang，2002；张华等人，2004）。因此，股权质押导致实际现金流权下降必然会引发新的代理问题，从而削弱激励效应。二是强化侵占效应。股权质押后其表决权仍然保留在股东手中，那么这将导致最终控制人的现金流权与表决权出现差异，即现金流权明显小于表决权。已有研究发现现金流权与表决权的差异越大，最终控制人侵占小股东利益的动机就越强烈，公司的价值就越低（Claessens 等人，1999，2002；Faccio 和 Lang，2002）。Yeh 等人（2003）则进一步指出当质押股权价值下降时，银行会要求质押的股东提供更多的保护来弥补股权价值的下降，这将驱动最终控制人不合理的使用公司资产来维持股票的价格，因此股权质押会扩大控制权的杠杆效应，并且股权质押的比例越高，代理问题越严重，公司的价值越低。以海虹控股（股票代码：000503）为例，不考虑股权质押的情况，2001-2006 年其最终控制人的现金流权分别为 0.30、0.30、0.27、0.27、0.27 和 0.24，现金流权与表决权之比则均为 0.80，而考虑了股权质押以后，其最终控制人实际现金流权以及现金流权与表决权之比则均降低为 0。这说明海虹控股最终控制人的实际激励效应几乎不存在，而其侵占中小投资者的动机却更为强烈。而我们同时也注意到，海虹控股在此期间相继暴露出了做庄、不披露或不及时披露关联交易等重大事项的违规行为。

综上所述，对于最终控制人的股权质押行为如何影响公司价值，我们有以下两个假设：

假设 1：股权质押导致最终控制人实际现金流权下降，减弱了其提高公司价值的动机，从而弱化了激励效应。

假设 2：股权质押导致最终控制人实际现金流权与控制权分离程度加大，增加了控制权的杠杆效应，从而强化了侵占效应。

3 研究方法

3.1 模型定式

鉴于股权质押首先通过改变最终控制人的所有权水平及其所有权与控制权分离的程度进而影响上市公司的价值,因此,遵循 Claessens 等人(1999; 2002)以及 Shen 和 Lee (2006),本文采用嵌套模型(参见式(1)和(2))来分析股权质押对公司价值的影响。^{vii}

$$V = \beta_0 + \beta_1 \text{OWNER_CON} + \beta_2 \text{LGAS} + \beta_3 \text{DR} + \beta_4 \text{INDU} + u \quad (1)$$

$$\beta_1 = \beta_{10} + \beta_{11}Z \quad (2)$$

其中 V 为企业价值变量,以托宾 Q 值(Q)替代度量。 OWNER_CON 是最终控制人信息,包括最终控制人的现金流权(CASH)、表决权(VOTE)以及现金流权与表决权之比(CVV)等三个变量, CASH 用来检验激励效应, VOTE 和 CVV 用来检验侵占效应。 Z 为股权质押变量,本文考虑了两类替代变量:一是综合股权质押比例(PLEDGE_RATIO)^{viii};二是分类变量 HIPLEDGE ,以样本公司综合股权质押比例的均值为标准,将样本划分为高质押公司和低质押公司,质押比例高于均值的公司为 1,否则为 0。模型的控制变量包括资产规模的对数(LGAS),规模大的公司流动性好,而规模小的公司一般具有良好的成长性;资产负债率(DR)用来控制公司财务杠杆对公司价值的影响;行业变量(INDU)为虚拟变量,用以控制不同产业之间可能的价值差异。对于上述嵌套模型,有如下假设:

(1) 若 $\beta_{10} > 0$ 且 $\beta_{11} > 0$,则最终控制人信息与公司价值之间存在正相关关系,而较高的股权质押会对这种正相关关系产生正向影响。

(2) 若 $\beta_{10} > 0$ 且 $\beta_{11} < 0$,则最终控制人信息与公司价值之间存在正相关关系,而较高的股权质押会对这种正相关关系产生反向影响。

(3) 若 $\beta_{10} < 0$ 且 $\beta_{11} < 0$,则最终控制人信息与公司价值之间存在负相关关系,而较高的股权质押会对这种负相关关系产生正向影响。

(4) 若 $\beta_{10} < 0$ 且 $\beta_{11} > 0$,则最终控制人信息与公司价值之间存在负相关关系,而较高的股权质押会对这种正相关关系产生反向影响。

3.2 模型变量的度量

3.2.1 最终控制人信息的度量

遵循 Claessens 等人(2000),本文以现金流权度量最终控制人的所有权,以表决权度量控制权,以现金流权和表决权之比度量所有权和控制权的分离程度。Claessens 等人(2000)对控制链重叠的表决权只计算一次,但是这种方法可能会导致最终控制人控制权结果的计算结果不唯一的问题。^{ix}因此,笔者对 Claessens 等人的方法进行了改进,并以深圳泛海建设集团股份有限公司(以下简称泛海建设)为例说明计算过程。泛海建设 2006 年度的股权结构见图 1。从股权结构信息可以看出,卢志强与泛海建设之间存在两个控制链,第一个控制链依次为泛海集团、泛海控股、泛海建设控股到泛海建设,第二个控制链依次为泛海集团、光彩事业投资到泛海建设。

以下计算最终控制人的表决权和现金流权。首先计算表决权,计算公式为

表决权 = $\sum (\min\{\text{控制链 } j \text{ 第 } 1 \text{ 层的表决权, 控制链 } j \text{ 第 } 2 \text{ 层表决权, } \dots, \text{控制链第 } i_j \text{ 层的表决权}\})$, 其中 j 为控制链个数,而 i_j 为每条控制链的层数。

在本例中,第一个控制链可以划分为四个层次,第一层次的表决权为 0.75,第二个层次

的为 1 ($=0.79+\min(0.71, 0.21)$), 第三个层次的为 1 ($=0.74+\min(0.71, 0.26)$), 第四个层次的为 0.61, 则第一个控制链的表决权为 0.61 ($=\min(0.75, 1, 1, 0.61)$)。同理, 第二个控制链的表决权为 0.09 ($=\min(0.75, 0.71, 0.09)$)。因此, 最终控制人的表决权合计为 0.70 ($=0.61+0.09$)。

其次, 计算现金流权为

$$CASH=0.75 \times ((0.79+0.71 \times 0.21) \times 0.74+0.71 \times 0.26) \times 0.61+0.75 \times 0.71 \times 0.09=0.45$$

现金流权与表决权之比为

$$CVV=CASH/VOTE=0.45/0.70=0.64$$

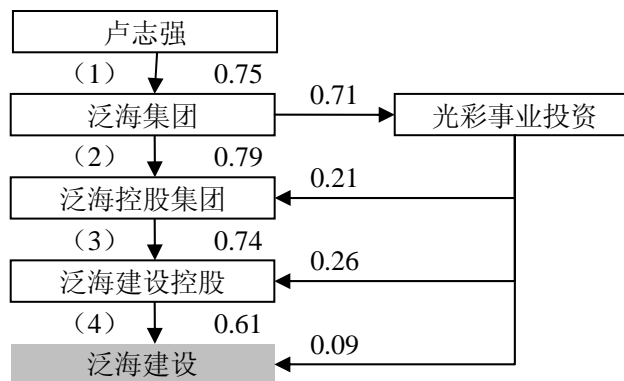


图 1 泛海建设股份有限公司股权结构

3.2.2 公司价值度量

本文采用托宾 Q 值来度量公司的价值, 并在计算托宾 Q 值时考虑了我国资本市场的实际。流通股和非流通股的二元结构是中国上市公司最为独特的二元股权结构, 这就导致在计算上市公司市场价值的过程中需要将二者加以区别。依据徐晓东和陈小悦 (2001) 的方法, 公司的市场价值等于流通市值、非流通股的账面价值以及债务的账面价值之和, 其中流通市值等于流通股股数与股价的乘积, 而重置成本为公司的总资产账面价值。

4 实证分析

4.1 样本构建和数据描述性统计量

研究样本包括 2000-2006 年间我国沪深股市存续时间超过 4 年的上市公司。^x度量公司价值以及控制变量的数据来自 WIND 数据库, 最终控制人所有权、控制权和股权质押信息来自上市公司年度报告、股权收购协议或股权转让公告。^{xi}遵循 La Porta 等人 (1999) 的研究, 本文以 20% 的表决权临界值作为识别上市公司是否存在最终控制人的标准, 并以此为据对样本公司进行了分类。^{xii}如果控制人的表决权小于 20%, 那么上市公司被认为没有最终控制人, 即为广泛持有的公司。相反, 如果表决权大于 20%, 则认为存在最终控制人。最终控制人又可以进一步细分为国有控股、私人控股和多公司控股三种类型。国有控股包括国家资产管理委员会控股、中央政府控股以及地方政府控股三种; 私人控股包括家族控股、个人控股以及少数的外资控股。

表 1 样本公司的控股类型/行业分布

产业	观测值合计	全样本 (百分比)				其中发生股权质押的样本 (百分比)				
		国有控股	私人控股	多公司控股	广泛持有	合计	国有控股	私人控股	多公司控股	广泛持有
能源	177	86.44	4.52	5.08	3.95	18.08	16.34	62.50	22.22	0.00
原材料	1,683	75.34	11.53	8.38	4.75	28.46	24.68	45.88	36.88	31.25

工业	1,862	67.78	15.84	9.83	6.55	23.90	17.12	39.66	37.16	36.07
可选消费品	1,688	64.40	15.58	8.95	11.08	24.94	17.57	52.09	25.83	28.88
日常消费品	598	64.88	15.05	12.54	7.53	29.60	18.04	64.44	44.00	35.56
医疗保健	593	55.48	27.82	9.27	7.42	31.37	19.45	52.73	34.55	36.36
金融地产	514	52.14	29.38	4.28	14.20	29.57	14.55	50.99	50.00	34.25
信息科技	801	56.30	24.72	10.24	8.74	34.33	23.06	52.53	37.80	51.43
电信及公用	364	77.20	6.04	9.62	7.14	18.41	12.81	40.91	22.86	53.85
总计	8,280	66.27	16.74	9.09	7.90	26.98	19.28	49.28	34.93	35.17

注：最终控制人的标准为 20% 的表决权临界值；最终控制人的类型包括国有控股、私人控股和多公司控股，广泛持有表示不存在最终控制人；行业的标准为国际行业分类标准(GICS)。

表 1 给出了样本公司的总体分布情况。从行业分布看，原材料、工业和可选消费品三个行业集中了将近 60% 的样本上市公司。^{xiii}从最终控制人的类型看，国有控股公司占比达到 66.27%，私人控股 16.74%，多公司控股 9.09%，没有最终控制人的广泛持股公司 7.90%。^{xiv}表 1 还给出了股权质押的分布情况。可以看出，虽然国有控股公司在样本中占据绝对比例，但却只有 19.28% 的公司发生过股权质押行为。另一方面，私人控股上市公司占样本比例虽然不高，但却有 49.28% 的公司发生过股权质押行为。此外，多公司控股和广泛持股公司中也有大约 35% 发生了股权质押。这反映出国有控股上市公司的最终控制人很少将股权质押，而其它类型的最终控制人，尤其是私人控股的上市公司则比较倾向于将股权质押。

表 2 给出了样本公司最终控制人的现金流权、表决权和股权质押比例数据。在样本期内，最终控制人的现金流权和表决权均值分别为 0.39 和 0.43。这与东亚其他国家或地区相比（给出其他国家的数据）较高，说明我国上市公司的所有权较为集中。最终控制人的现金流权与表决权之比的均值为 0.89，这与除日本之外的东亚国家或地区非常相似。虽然表 1 显示有 26.98% 的样本公司发生过股权质押，但是表 2 的结果却显示了质押股权占其持有总股权的平均比例并不高，仅为 0.17。尽管如此，扣除质押股权后最终控制人的剩余现金流权下降为 0.34，剩余现金流权与控制权之比则下降为 0.76，这表明两权分离程度明显加大。对于不同类型的最终控制人，表 2 显示国有控股的现金流权（0.46）、表决权（0.49）以及现金流权与表决权之比均值（0.95）都高于私人控股的（0.26、0.36 和 0.72）。而且，私人控股的股权质押比例高达 0.37，远高于国有控股的 0.09，说明私人控股的上市公司不仅更倾向于质押股权，而且质押的比例也更高。这导致私人控股公司扣除股权质押后的最终控制人剩余现金流权下降了 30%，仅有 0.18，而剩余现金流权与表决权之比下降了 32%，仅为 0.49，反映出私人控股公司最终控制人的两权分离程度更高，意味着这些公司的最终控制人具有较强的侵占小股东利益的动机和较高的进行利益输送的概率。

表 2 现金流权、表决权以及股权质押

变量	全样本 (8280)				国有控股 (5487)				私人控股 (1386)			
	μ	σ	Min	Max	μ	σ	Min	Max	μ	σ	Min	Max
CASH	0.39	0.19	0.00	0.89	0.46	0.17	0.02	0.89	0.26	0.15	0.00	0.70
VOTE	0.43	0.17	0.00	0.89	0.49	0.15	0.20	0.89	0.36	0.13	0.20	0.85
CVV	0.89	0.23	0.00	1.00	0.95	0.15	0.03	1.00	0.72	0.29	0.00	1.00
PLEDGE RATIO	0.17	0.33	0.00	1.00	0.09	0.24	0.00	1.00	0.37	0.44	0.00	1.00

表 3 给出了公司价值的替代度量和控制变量的统计量，结果显示广泛持股和私人控股公司的托宾 Q 值明显高于国有控股和多公司控股的。控制变量信息显示国有控股公司的规模最大，私人控股的规模最小，私人控股的资产负债率明显高于国有控股的。

表 3 样本公司的公司价值替代度量和控制变量

变量	国有控股	私人控股	多公司控股	广泛持有	合计
----	------	------	-------	------	----

公司价值 (Q)		0.80	1.07	0.88	2.67	1.00
控制变量	LGAS	21.26	20.75	20.93	21.02	21.13
	DR	0.48	0.72	0.53	2.12	0.66

为了进一步分析股权质押以及扣除股权质押后上市公司最终控制人信息对公司价值的影响,本文按照 *PLEDGE RATIO* 从低到高的排序将研究样本分成了四组,并在表 4 给出了相应分组中各个变量的统计结果。^{xv}数据显示随着股权质押比例的增加,样本公司的现金流权、表决权以及现金流权与表决权之比呈现下降趋势,说明现金流权、表决权以及现金流权与表决权之比越低,其最终控制人越可能质押较多的股权。同时,表 4 还表明,当股权质押比例从 0 增加到 0.5 时,托宾 Q 值是逐渐下降的;但当股权质押比例继续增加时,托宾 Q 值明显变大,然后又随股权质押比例增加而下降。本文还进一步考查了国有控股和私人控股两个子样本,结果发现对于这两个子样本,当股权质押比例小于 0.75 时,质押比例增加,托宾 Q 值下降,而当质押比例大于 0.75 时,托宾 Q 值反而增加。因此,总体上看,股权质押比例与托宾 Q 值负相关。

表 4 公司价值与股权质押

<i>PLEDGE RATIO</i>	全样本				国有控股				私人控股			
	<i>CASH</i>	<i>VOTE</i>	<i>CVV</i>	<i>Q</i>	<i>CASH</i>	<i>VOTE</i>	<i>CVV</i>	<i>Q</i>	<i>CASH</i>	<i>VOTE</i>	<i>CVV</i>	<i>Q</i>
[0,0.25]	0.41	0.44	0.91	0.88	0.47	0.49	0.95	0.81	0.28	0.38	0.75	1.09
(0.25,0.5]	0.38	0.42	0.89	0.75	0.44	0.47	0.94	0.68	0.31	0.38	0.78	1.01
(0.5,0.75]	0.32	0.37	0.82	3.44	0.4	0.43	0.93	0.65	0.25	0.36	0.66	0.74
(0.75,1]	0.25	0.32	0.76	1.07	0.37	0.4	0.92	0.86	0.22	0.33	0.67	1.11

4.2 模型结果

在进行回归分析之前,我们首先检验了解释变量的相关性。结果表明各解释变量之间的相关性较低,其中资产规模与现金流权的相关系数最大,但也仅为 0.225,因此模型不存在共线性问题。进而,我们检验了模型的个体效应。*Breusch-Pagan* 检验表明模型存在显著的个体效应。*Hausman* 检验结果拒绝了误差是非系统的原假设,因此本文采用固定效应模型进行回归分析,结果显示以 *PLEDGE RATIO* 和 *HIPLDGE* 分别作为股权质押替代变量回归所得结论基本一致。^{xvi}表 5 给出了最终控制人股权质押行为与公司价值替代度量指标之间的回归结果。为了比较分析股权质押的影响,我们还依据式 (1) 分析了在不考虑股权质押情况下最终控制人的原始现金流权、表决权以及所有权与控制权分离等变量与托宾 Q 值之间的关系,表 5 的 1 到 3 栏是相应的回归结果。可以看出,现金流权和表决权的系数均为正值,且在 1% 水平显著,说明现金流权和表决权与托宾 Q 值正相关,说明存在激励效应;现金流权与表决权之比的系数也是正的,由于这个比率与所有权与控制权分离程度负相关,因此这一结果说明所有权与控制权分离与公司价值负相关,该比率越小,侵占效应就越强。上述结果与 Claessens 等人 (1999; 2002) 和 La Porta 等人 (2002) 的结论一致。

表 5 的第 4 到 6 栏给出了采用分类变量嵌套模型的回归结果。我们依次将最终控制人的现金流权、表决权和现金流权与表决权之比等变量以及这三个变量与分类变量的交叉项代入嵌套模型进行回归。可以看出,现金流权、表决权和现金流权与表决权之比等变量的系数仍然显著为正,且前两个指标系数的量纲有所下降,后一个则有所增加。更为重要的是,研究发现反映最终控制人信息的三个指标与股权质押分类变量的交叉项系数均为负值,且显著。这说明较高的股权质押对上述关系产生了反向的影响。也就是说,在同等条件下,较高的股权质押比例削弱了现金流权与公司价值之间的正相关关系,导致了更加严重的代理问题,即存在降低激励效应;同理,较高的股权质押比例也强化了两权分离变量与托宾 Q 值的负相关性,从而导致公司价值下降,即存在强化侵占效应。

表 5

托宾 Q 值与股权质押回归结果 (全样本)

解释变量	不考虑股权质押			考虑股权质押 (嵌套模型)		
	1	2	3	4	5	6
<i>CASH</i>	0.32***	-	-	0.3***	-	-
<i>VOTE</i>	-	0.15***	-	-	0.09***	-
<i>CVV</i>	-	-	0.34***	-	-	0.35***
<i>CASH*HIPLLEDGE</i>	-	-	-	-0.37***	-	-
<i>VOTE*HIPLLEDGE</i>	-	-	-	-	-0.39***	-
<i>CVV*HIPLLEDGE</i>	-	-	-	-	-	-0.19***
<i>LGAS</i>	-0.42***	-0.43***	-0.43***	-0.4***	-0.41***	-0.4***
<i>DR</i>	0.62***	0.61***	0.62***	0.63***	0.63***	0.64***
原材料	-0.78***	-0.8***	-0.77***	-0.75***	-0.77***	-0.75***
工业	-0.21**	-0.23**	-0.22**	-0.2*	-0.21**	-0.2**
可选消费品	-0.11	-0.11	-0.11	-0.09	-0.09	-0.1
日常消费品	-0.15	-0.16	-0.15	-0.12	-0.13	-0.13
医疗保健	-0.34***	-0.36***	-0.34***	-0.3**	-0.3***	-0.3***
金融地产	-0.51***	-0.52***	-0.51***	-0.48***	-0.48***	-0.48***
信息技术	-0.17	-0.19	-0.18	-0.16	-0.18	-0.18
电信及公用	-0.22	-0.24	-0.19	-0.22	-0.24	-0.19
R ²	0.5	0.5	0.5	0.52	0.52	0.52

注：*CASH*HIPLLEDGE*、*VOTE*HIPLLEDGE* 和 *CVV*HIPLLEDGE* 分别为现金流权、表决权、现金流权与表决权之比与股权质押分类变量的交叉项；***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平显著。

此外，在模型的回归结果中，控制变量资产规模的系数均为显著的正值，说明规模与公司价值正相关；资产负债率的系数为显著的正值，说明资产负债率越高，公司价值越大。这个结果与朱武祥和宋勇（2001）、张华等人（2004）、李增泉等人（2004）以及赖建清（2007）等的研究结论是一致的；行业虚拟变量中只有原材料、工业、医疗保健以及金融地产业的系数是显著的，且为正值，说明这些行业的公司价值要比其他行业更低。

4.3 稳健性检验

我们注意到不同类型的最终控制人其融资能力、激励机制以及控制上市公司的动机可能是不同的，而这将会影响其股权质押行为与公司价值之间的关系。Claessens 等人（2002）在分析不同经济体差异对公司价值的影响时发现，新加坡公司的价值与现金流权是显著的负相关，而新加坡公司中国有控股公司的占比为 14%，远高于其它国家和地区。赖建清（2007）的研究也表明，国有控股和私人控股公司的价值与现金流权和表决权的系数存在差异。因此这一部分我们将样本公司按照所有制性质划分为国有控股和私人控股两组，分别就股权质押与公司价值之间的关系进行了分析，以检验上述模型结果的稳健性，回归结果参见表 6。^{xvii}

表 6 的第 I 部分给出了国有控股样本公司回归结果。研究发现在不考虑股权质押情况下，最终控制人的现金流权、现金流权与表决权之比的系数是正值，且至少在 5% 水平显著，说明所有权越高，所有权与控制权分离程度越低，公司价值越高。不过与表 5 结果不同的是，国有控股样本公司的表决权的系数为正值，但并不显著。当考虑股权质押影响时，嵌套模型结果显示，最终控制人的现金流权和表决权虽然符号没有变化，但都不显著，而现金流权与表决权之比的系数为正值，且在 1% 的水平显著。同时，现金流权、表决权以及现金流权与表决权之比与股权质押分类变量的交叉项的系数均为正值，且显著。这些结果说明股权质押对现金流权与表决权之比同公司价值之间的关系产生了反向作用，但并不影响其它两个变量与公司价值的关系。也就是说，在同等条件下，国有控股公司最终控制人质押较多的股权，

不会影响其激励效应，但会使得其侵占效应更大。

表 6 的第 II 部分给出了私人控股样本的回归结果。研究发现在不考虑股权质押情况下，与国有控股公司类似，最终控制人的现金流权、现金流权与表决权之比的系数也都是正值，且至少在 5% 水平显著。表决权的系数仍不显著，但却为正值。在考虑股权质押情况下，与国有控股公司的不同的是，尽管私人控股公司的表决权的系数仍不显著，但其最终控制人的现金流权、现金流权与表决权之比的系数均为正值，且在 1% 的水平显著。更为重要的是，最终控制人的现金流权、表决权以及现金流权与表决权之比三个变量与股权质押分类变量的交叉项的系数均为负值，且在 1% 的水平显著。这些结果说明私人控股较高的股权质押虽然不会影响表决权与公司价值的关系，但是却会对现金流权、现金流权与表决权之比与公司价值的关系产生反向影响。也就是说，在同等条件下，与国有控股公司相比，私人控股公司最终控制人较高的股权质押不仅会削弱其激励效应，而且会强化其侵占效应，从而导致公司价值进一步下降。

表 6 稳健性分析的回归结果

I: 国有控股						
解释变量	不考虑股权质押			考虑股权质押 (嵌套模型)		
	1	2	3	4	5	6
<i>CASH</i>	0.13**			0.08		
<i>VOTE</i>		-0.01			-0.09	
<i>CVV</i>			0.25***			0.24***
<i>CASH*HIPLLEDGE</i>				-0.32***		
<i>VOTE*HIPLLEDGE</i>					-0.32***	
<i>CVV*HIPLLEDGE</i>						-0.17***
<i>LGAS</i>	-0.38***	-0.39***	-0.38***	-0.37***	-0.37***	-0.36***
<i>DR</i>	0.52***	0.51***	0.52***	0.54***	0.54***	0.55***
II: 私人控股						
解释变量	不考虑股权质押			考虑股权质押 (嵌套模型)		
	1	2	3	4	5	6
<i>CASH</i>	0.41**			0.47***		
<i>VOTE</i>		0.21			0.22	
<i>CVV</i>			0.41***			0.48***
<i>CASH*HIPLLEDGE</i>				-0.34***		
<i>VOTE*HIPLLEDGE</i>					-0.35***	
<i>CVV*HIPLLEDGE</i>						-0.17***
<i>LGAS</i>	-0.50***	-0.51***	-0.51***	-0.48***	-0.47***	-0.47***
<i>DR</i>	0.58***	0.57***	0.58***	0.59***	0.60***	0.60***

注：*CASH*HIPLLEDGE*、*VOTE*HIPLLEDGE* 和 *CVV*HIPLLEDGE* 分别为现金流权、表决权、现金流权与表决权之比与股权质押分类变量的交叉项；***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平显著。

5 结论

股权质押是最终控制人快速套现的一种方式，股权质押后最终控制人仍然保留对上市公司的控制权，因此更易掏空上市公司和侵占小股东利益。根据本文对 2000~2006 年间我国沪深股市上市公司最终控制人的股权质押行为对公司价值的影响分析，我们可以得到以下两点

结论。

(一) 研究发现公司价值与最终控制人的股权质押比例之间都是负相关的, 即公司价值随股权质押比例的上升而下降, 说明股权质押行为会弱化激励效应和强化侵占效应。

(二) 通过对国有控股公司和私人控股公司最终控制人股权质押行为的分析, 研究发现对于国有控股公司, 嵌套模型结果只支持存在强化侵占效应的假设。而对于私人控股公司, 研究结果均支持股权质押会弱化激励效应和强化侵占效应的假设。

本文的研究结果为市场的担心提供了有力的证据, 证实了最终控制人股权质押行为的确有加大投资风险的可能。尽管股权质押有良好的流动性和易变现等优点, 但是我们仍然需要对这种质押行为保持足够的警惕。与其它实物资产质押不同, 股权质押并不会导致控制权的转移, 因而产生了新的委托代理问题, 孕育了潜在的风险。我们必须充分评价和分析这些潜在的风险, 及时采取必要的措施进行控制和管理。

参考文献

- [1] 赖建清. 2007. 所有权、控制权与公司绩效. 北京: 北京大学出版社, 91~132
- [2] 李增泉, 孙铮, 王志伟. 2004. “掏空”与所有权安排. 会计研究, 12: 3~14
- [3] 张华, 张俊喜, 宋敏. 2004. 所有权和控制权分离对企业价值的影响——我国民营上市企业的实证研究. 经济学(季刊), 1: 1~14
- [4] 黎来芳. 2005. 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. 会计研究, 11: 8~14
- [5] 李永伟, 李若山. 2007. 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. 财务与会计, 1: 39~42
- [6] 吕长江, 肖成民. 2006. 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. 管理世界, 10: 28~38
- [7] 朱武祥, 宋勇. 2001. 股权结构与企业价值. 经济研究, 12: 66~73
- [8] Barclay, M. J., Holderness, C. G., 1989. Private Benefits from Control of Public Corporations. *Journal of Financial Economics*, 25: 371~395
- [9] Claessens, S., Fjankov, S., Fan, J., Lang, L., 1999. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. Policy Research paper 2088. World Bank, Washington DC.
- [10] Claessens, S., Fjankov, S., Fan, J., Lang, L., 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57: 2741~2771
- [11] Claessens, S., Fjankov, S., Lang, L., 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58: 81~112
- [12] Faccio, M., Lang, L., 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations.

Journal of Financial Economics, 65: 265~395

- [13] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54: 471~517
- [14] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57: 1147~1170
- [15] Shen, Chung-Hua, Lee, Chien-Chiang, 2006. Same Financial Development Yet Different Economic Growth--Why? *Journal of Money, Credit & Banking*, 38(7): 1907~1944
- [16] Yeh, Y. H, Ko, C. E., Su, Y. H., 2003. Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan. *Academic Economic Papers*, 31(3): 263~299

Does Stock Pledge of Ultimate Owner Impair Firm Value?

HAO Xiang-chao¹, LIANG Qi²

(1. Finance Department, Economic Institute, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. Center for Studies of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: This paper analyzes the impacts of stock pledge on firm value utilizing panel data from listed companies in China's stock market over the period 2000-2006, and from the point of view of ultimate owner proposes two impact hypothesis that are weaken incentive effect and strengthen entrenchment effect. Empirical results based on interactive model strongly support our hypothesis, especially for that of the privately controlled listed companies.

Key words: final controller; collateralised shareholdings; value of company; soft stimulating effect; strong occupation effect

收稿日期: 2010-09-30;

基金项目: 本文研究得到教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“基于公司治理评价的投资者保护机制研究”、国家自然科学基金“不完全市场中的投资者福利问题研究”(70802032)以及教育部“985”“中国市场经济”创新基地的资助

作者简介: 梁琪, 教授, CFA, 中国立信风险管理研究院, 南开大学经济学院金融学系, 南开大学公司治理研究中心; (300071)天津市南开大学经济学院金融学系; 电子邮箱: liangqi@nankai.edu.cn。郝项超, 南开大学经济学院金融学系博士生; 电子邮箱: haoxiangchao@126.com。

-
- [1] 数据来源: Wind 数据库股票专题统计中关于重大事项股权质押的统计。
- [2] 中国证券报和上海证券报曾多次撰文指出股权质押严重损害了中小股东及作为质权人的银行的利益, 已成为上市公司大股东套现和脱身的‘快捷通道’。
- [3] 鸿仪系旗下的上市公司主要包括“国光瓷业”(股票代码 600286)、“张家界”(000430)和“安塑股份”(000156)。
- [4] 之所以选择最终控制人作为研究的出发点是因为已有多数文献只是从直接持有企业的第一大股东出发研究其股权质押行为对公司价值的影响。然而, La Porta 等人(1999)研究指出多数情况下后者的信息无法反映隐藏在大股东背后的控制性股东, 即最终控制人的真实意图。
- [5] 根据 La Porta 等人(1999)的界定, 最终控制人是上市公司的大股东的控股股东, 并依次向上类推至最后一个控股股东。如果大股东背后的股权结构简单, 那么大股东与最终控制人可能是一致的。但是, 如果股权结构复杂, 譬如对于东亚地区(Claessens 等人, 2000)和欧洲的很多家族公司(Faccio 和 Lang, 2002)而言, 那么大股东通常并不是最终控制人。
- [6] 类似的案例还有国光瓷业(600026)、张家界(000430)、安塑股份(000156)、科利华(600799)、万家乐(000533)、江苏阳光(600220), 等。
- [7] 作者感谢刘国强博士对于模型定式的宝贵建议。
- [8] 综合股权质押比例是指包括与最终控制人有关的股东质押比例之和。
- [9] 举例来说, 最终控制人 A 分别持有 50%的 B 和 40%的 C, 而 B 又持有 20%的 C, C 持有 30%的 D, D 则持有上市公司 E 的 30%股权。对于最终控制 A 到上市公司 E 之间存在两条控制链, 即 ACDE 和 ABCDE, 按照 Claessens 等人(2000)的处理方法, 如果先计算 ACDE, 那么最终控制人 A 的控制权为 $\min\{0.4, 0.3, 0.3\} + \min\{0.5, 0.2, 0, 0\}$, 即 0.3, 而如果先计算 ABCDE, 则为 $\min\{0.4, 0.3, 0\} + \min\{0.5, 0.2, 0.3, 0.3\}$, 即 0.2。因此我们就得到了两个最终控制人的控制权结果。
- [10] 由于部分上市公司上市前一年的数据不全, 因此选择了上市超过 4 年的公司来构建样本。
- [11] 2004-2006 年的企业最终控制人信息来自上市公司年报中公司与最终控制人产权及控制关系图, 2004 年前的最终控制人信息依据上市公司年报整理而得。股权质押比例通过上市公司年报信息直接或者经过简单计算获得。
- [12] 笔者也以 10%临界值作为识别的标准进行了实证分析, 但结果与 20%的大致相同。
- [13] 本文采用 GICS (Global Industrial Classification System) 作为行业分类标准。GICS 对产业的划分包括了四个层次, 本文只考虑了产业部门 (Industrial Sector) 层次。
- [14] 需要指出的是, 尽管在表 1 中私人控股公司占比最多的是金融地产行业 (29.38%), 但在沪深两市的上市公司中, 银行和保险等金融企业非常少, 因此这里的金融地产行业主要为地产行业。
- [15] 为了直观的观察统计结果变化, 本文按照股权质押比例将样本均分为四组。但在进行回归分析时, 考虑到较多的分布可能无法满足面板数据回归的要求, 因此只按照质押比例的均值将样本只分为高质押和低质押两组。
- [16] 限于篇幅, 本文只给出了以 *HIPLDGE* 为替代变量的回归结果, 但有兴趣者可向作者索取以 *PLEDGE RATIO* 为替代变量的回归结果。
- [17] 限于篇幅, 表 6 省略了行业虚拟变量的回归结果。对于国有控股公司, 行业虚拟变量中只有原材料、工业、医疗保健以及金融地产业的系数是显著的, 且为负值; 对于私人控股公司, 行业虚拟变量中除了信息科技业之外都是显著的负值。