

控股股东股权质押与现金持有水平： “掏空”还是“规避控制权转移风险”^{*}

李常青 幸 伟 李茂良

内容提要: 本文以 2013—2015 年沪深两市上市公司季度数据为研究对象,考察了控股股东股权质押是否会影响上市公司现金持有水平,实证结果发现,控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平呈 U 型关系。当控股股东股权质押比例低于临界值时,由于资金占用等原因,上市公司现金持有水平降低;当控股股东股权质押比例高于临界值时,控股股东为了规避控制权转移风险,要求上市公司持有更多现金。这说明不同质押比例水平下控股股东出于不同目的对上市公司采取不同的财务政策,从而对现金持有水平产生非线性影响。上述结论在尽可能控制内生性问题后依然成立。在进一步的分析中,本文还发现,控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平呈 U 型的关系只在非国有企业中存在,上市公司现金持有水平的降低是股权质押的控股股东“掏空”所致的,增加的现金持有是来自公司资本性支出的降低和现金分红的减少,持有更多的现金能显著降低股价触及平仓线的可能性,股权质押的控股股东对上市公司现金持有水平的干预损害了公司价值。

关键词: 股权质押 现金持有水平 掏空 控制权转移风险

作者简介: 李常青,厦门大学管理学院教授,博士生导师,361005;

幸 伟(通讯作者),厦门大学管理学院博士生,361005;

李茂良,厦门大学财务管理与会计研究院助理教授,硕士生导师,361005。

中图分类号: F276 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-8102(2018)04-0082-17

一、引 言

为了拓宽股东的融资渠道,缓解股东融资约束,我国《担保法》《物权法》先后规定“依法可以转让的股份”可以质押。由于股票权属清晰、流动性强,且股权质押资金用途不受限制,质押后股

^{*} 基金项目:国家自然科学基金项目“控股股东股权质押动机、经济后果与治理机制研究”(71672157);国家自然科学基金青年科学基金项目“市场流动性与公司股利政策的交叉研究”(71502150);国家自然科学基金项目“中国上市公司关联交易研究:动机、经济后果与治理机制”(71572165)。感谢匿名审稿专家提出的建设性意见,文责自负。

东控制权、表决权、决策权^①并不受影响(Huang和Xue,2016),股权质押业务深受股东和金融机构青睐。自2013年5月24日《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》实施以来,由于质押式回购具有高效快捷、安全可靠、灵活方便等特点(陈霞,2015),股权质押业务发展迅速,2016年1595家上市公司股票被股东进行股权质押融资,累计质押市值高达5万亿元^②。

已有的研究发现股权质押导致两权分离度加大,股权质押的控股股东会增加对上市公司的“掏空”,降低公司价值(郝项超、梁琪,2009;黄志忠、韩湘云,2014;郑国坚等,2014),公司价值的下降会导致股价低于预警线和平仓线的可能性的发生,加剧了控股股东控制权转移的风险。我国A股市场股权集中,加上公司治理和法律保护尚不完善(Allen等,2005),存在控制权私利(Jiang等,2010;Wang和Xiao,2011;姜付秀等,2015),如果控股股东股权质押后仅对公司“掏空”,以致股价下跌,导致丧失控制权,对控股股东来说是得不偿失的,这种“杀鸡取卵”的行为与“理性经济人”假设相悖(吴静,2016)。黄志忠和韩湘云(2014)、谢德仁和廖珂(2016)等研究发现,为了规避控制权转移风险,股权质押的大股东可能通过盈余管理来维持股价,谢德仁等(2016)进一步研究指出,控股股东并不是通过努力提高经营业绩来降低股权质押期间股价崩盘风险程度,而是通过市值管理的手段维持股价。李常青、幸伟(2017)的实证研究也发现控股股东股权质押后披露更多好消息,而且好消息更可能在交易日披露,坏消息在非交易日披露。王雄元等(2018)发现控股股东进行股权质押的上市公司会采用税收规避的方法来降低控制权转移风险。

现金是公司的“血液”,现金持有水平是公司重要的财务决策,持有水平显著影响公司流动性风险(Lins等,2010;Campello等,2011)、投资机会(Denis和Sibilkov,2010)与公司价值等(Faulkender和Wang,2006;王红军等,2014),而且现金是流动性最强的资产,也容易受到控股股东的侵蚀。股权质押的控股股东是加大对上市公司的资金占用导致公司现金持有水平更低,还是为了预防股价下跌,持有更多的现金通过股票回购、与媒体合谋披露更多好消息,或者采用其他市值管理等手段避免股价触及预警线、平仓线?股权质押到底会对上市公司的现金持有水平产生何种影响?遗憾的是,目前鲜有文献对这一问题进行全面、系统的探索,本文试图解决这一问题。

本文以2013—2015年沪深两市上市公司季度数据为研究对象,考察了控股股东股权质押是否会影响上市公司现金持有水平,实证研究发现,控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平呈U型关系。当控股股东股权质押比例低于临界值时,由于关联贷款、资金占用等,上市公司现金持有水平降低;当控股股东股权质押比例高于临界值时,控股股东出于规避控制权转移风险的考虑,上市公司持有更多现金。这说明不同质押比例下控股股东出于不同目的对上市公司采取不同的财务政策,从而对现金持有水平产生非线性影响。本文的研究贡献可能在于:第一,已有的文献发现控股股东股权质押后只对上市公司“掏空”(李永伟,2007;郝项超、梁琪,2009;郑国坚等,2014)或者只防范“控制权转移风险”(黄志忠、韩湘云,2014;谢德仁、廖珂,2016;Huang和Xue,2016;谢德仁等,2016;李常青、幸伟,2017;王雄元等,2018),本文以上市公司现金持有水平为切入点,发现控股股东股权质押既有“掏空”的行为也会有防范“控制权转移风险”的动机,更全面地揭示了股权质押的控股股东具有多种动机,丰富了控股股东股权质押的经济后果研究;第二,已有文

① 中国银监会2013年发布《关于加强商业银行股权质押管理的通知》,其中规定“股东质押本行股权数量达到或超过其持有本行股权的50%时,应当对其在股东大会和派出董事在董事会上的表决权进行限制”,中国台湾2011年11月25日通过的Article 197-1 of the Company Act规定,股权质押超过其持股50%,限制其投票权和表决权。

② 根据Wind数据库手工整理计算得出。

献从成长性(Opler 等, 1999)、管理层持股(Ozkan 和 Ozkan, 2004)、不确定性(李凤羽、史永东, 2016; 王红建等, 2014; Han 和 Qiu, 2007)、投资者保护(罗琦、秦国楼, 2009) 等视角研究现金持有水平, 鲜有文献从控股股东股权质押的视角研究现金持有水平, 本文拓展了现金持有水平的研究视角。

二、文献综述与研究假设

《担保法》规定“质权人有权收取质物所生的孳息”以及 2013 年 5 月 24 日公布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行) 》规定“待购回期间, 标的证券产生的无须支付对价的股东权益, 如送股、转增股份、现金红利等, 一并予以质押”。现金股利不能即时获取, 控股股东不受限制的现金股利是扣除股权质押之后的剩余现金流, 股权质押导致实际现金流下降(郝项超、梁琪, 2009), 而对公司的经营权、控制权并不受到影响(Huang 和 Xue, 2016), 股权质押加大两权分离度, 弱化了控股股东的激励效应, 强化其侵占效应, 更容易“掏空”公司和侵占小股东利益(郝项超、梁琪, 2009; 黄志忠、韩湘云, 2014; 郑国坚等, 2014)。李永伟(2007) 的研究也发现股权质押会降低大股东“掏空”上市公司的成本, 使大股东更有动机去“掏空”上市公司, “掏空”上市公司带来的股权价值损失将会转嫁给银行。郑国坚等(2014) 实证研究也发现股权被质押是大股东面临严重财务约束的表现, 陷入财务困境时, 此时越可能对上市公司进行“掏空”。现金及其等价物作为流动性最强的资产, 是控股股东利益侵占首选的资产(罗琦、胡志强, 2011), 李永伟(2007) 和郑国坚等(2014) 均发现有股权质押行为的大股东更容易发生对上市公司的资金侵占。与其他抵押担保贷款不同, 股权质押业务的关键因素是股价, A 股市场股价波动率高^①, 2013—2015 年, A 股市场股权平均质押期限为 1 年左右^②, 资金融出方(银行、券商、信托公司等) 为了控制自身风险, 在股权质押合同中, 根据资金融入方的资信、担保等情况, 确定基准质押率, 以及预警线和平仓线^③, 当股价跌至预警线时, 资金融出方通知资金融入方追加担保或者提前赎回质押股票, 当股价跌至平仓线时, 资金融出方将在二级市场抛售股票^④或者拍卖股票, 如果是控股股东股权质押, 将面临控制权转移风险。A 股市场存在壳资源价值(王豫刚, 2016) 和控制权私利(Jiang 等, 2010; Wang 和 Xiao, 2011; 姜付秀等, 2015), 股权质押的控股股东有强烈动机降低控制权转移风险, 王斌和宋春霞(2015)、谢德仁和廖珂(2016)、Huang 和 Xue(2016) 等研究发现控股股东可能通过盈余管理的方法来维持股价, 李常青、幸伟(2017) 实证研究发现控股股东可能通过信息管理的方式维持或者提升股价。由于股价瞬息万变, 特别是在熊市行情, 股价急剧下跌时, 盈余管理手段并不一定能及时化解危机。现金作为流动性最强的资产, 当股价下跌时, 控股股东通过上市公司采用回购的方法提升股价。

① 2016 年 1 月 21 日在达沃斯论坛上, 中国证监会副主席方星海接受 CNN 采访时表示, 因为中国股市参与者主要是散户, 缺乏大型机构投资者所具备的经验, A 股市场波动率比发达国家更大, 全球应该习惯中国市场的高波动率。上证综指年化波动率为 39.87, 深证成指年化波动率为 43.78, 而道琼斯工业指数年化波动率仅为 16.12, 德国 DAX 指数年化波动率为 23.66。资料来源: <http://stock.hexun.com/2016-01-24/181984134.html>。

② Wind 数据库显示, 2013—2015 年, 控股股东计划股权质押的时间平均数为 511.46 天, 中位数为 365 天, 实际质押时间的平均数为 370.94 天, 中位数为 361 天。

③ 清华大学国家金融研究院 2015 年发布的《完善制度设计提升市场信心建设长期健康稳定发展的资本市场》研究报告指出, 一般金融机构设立的预警线为 150%, 平仓线为 130%。

④ 在二级市场抛售的方式受到 2016 年 1 月 8 日颁布的《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》(证监会公告(2016)1 号) 的影响。

Chan 等(2013)以台湾上市公司控股股东股权质押为研究对象,他们发现在股价大幅度下跌的时候,控股股东为了保持控制权通过让上市公司回购股票的方式来提升股价。在 2015 年股灾期间,A 股市场上许多进行股权质押的控股股东也试图通过公司回购股票的方式提升股价,譬如在 2015 年 9 月 15 日晚间,朗姿股份(002612)发布公告称,“根据公司 7 月 14 日回购计划公告,公司于当日复牌后,若出现股价连续 10 个交易日之内下跌超过 30% 的情形,公司董事会将启动回购公司股份的决策程序”^①。我们通过对该公司临时公告检索发现,在 2015 年 8 月 28 日,其控股股东申东日总共持有 101577750 股,而在 2015 年 8 月 28 日累计质押 92070000 股^②,占其总持有股本的 90.64%,如果股价下跌幅度较大,控股股东申东日无力追加担保,此时进行的回购成为缓解该公司股价跌破预警线、平仓线的可能,避免控股股东控制权转移。

值得注意的是,如果控股股东股权质押后仅对公司“掏空”,以致股价跌至平仓线,质押的控股股东没有赎回或者追加足够的担保,资金融出方将在二级市场或者以拍卖的方式处置质押股票,导致控股股东丧失控制权,失去控制权私利对控股股东来说是得不偿失的,这种“杀鸡取卵”的行为与“理性经济人”假设相悖(吴静,2016)。另外,《物权法》第一百九十八条和第二百二十一条规定“抵押财产折价或者拍卖、变卖后,其价款超过债权数额的部分归抵押人所有,不足部分由债务人清偿。”也就是说,如果股价下跌幅度较大,处置全部质押股票后,仍然不足当时质押融资金额,控股股东不仅控制权发生转移,还要继续赔偿不足部分。假如控股股东质押了 30% 的股票,股价下跌时控股股东有足够剩余股票追加担保,在 2017 年 1—5 月期间,超过 100 家公司发布利用股票补充质押的公告^③,但是如果股东质押了其 90% 甚至更高比例的股票,股价下跌时控股股东难以用股票继续追加担保。郑国坚等(2014)实证研究也发现股权被质押是大股东面临严重财务约束的表现。质押比例高时,股价下跌,控股股东自身无力追加担保,股权质押后股东的控制权、表决权并没有受影响,此时控股股东更可能利用其控制权通过上市公司财务行为来维持股价,持有更多的现金预防出现不利行情,使上市公司通过回购(Chan 等,2013)、与媒体合谋披露更多好消息(才国伟等,2015)或者其他资本运作的手段维持或者提升股价,避免股价触及预警线、平仓线,控股股东的这些行为都需要有足够的现金支持,因此,股权质押比例高的控股股东可能利用其控制权使上市公司持有更多的现金。因此,本文预测,当控股股东股权质押率低于临界值时,由于控股股东“掏空”的原因,控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平呈负相关关系;当控股股东股权质押比例高于临界值时,控股股东出于“规避控制权转移风险”的动机,让上市公司持有更多的现金,控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平呈正相关关系。综合以上分析,提出本文假设:控股股东股权质押比例与现金持有水平呈 U 型关系。

三、研究设计

(一) 数据来源和样本选择

本文以 2013—2015 年沪深两市上市公司季度数据为初始研究样本。为避免异常数据的影响,按以下标准对样本进行筛选:(1)剔除金融业公司;(2)剔除 ST、PT 公司;(3)删除资不抵债的公

① <http://www.askci.com/news/finance/2015/09/17/841276in6.shtml>.

② <http://disclosure.szse.cn/finalpage/2015-08-28/1201509432.PDF>.

③ 根据上交所、深交所信息披露公告检索整理得到。

司,即删除资产负债率超过 100% 的公司;(4) 剔除上市当年数据;(5) 剔除数据缺失的公司。为了消除可能异常值的影响,最后对所有连续变量 1% 以下和 99% 以上的分位数进行了缩尾处理。最终得到公司-季度数据 25613 个。本文的股权质押数据主要来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库,公司财务、股票价格、公司治理等数据主要来自 CSMAR 数据库和 RESSET 数据库。

(二) 模型以及变量定义

为了检验本文假设,建立以下多元线性回归模型(1)。

$$Cash_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times PledgeRate_{it} + \alpha_2 \times PledgeRate_{it}^2 + \sum \beta \times Controlvariable_{it} + \sum Industry + \sum Quarter + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

被解释变量使用两种方式度量。一是现金持有水平($CashHolding_{it}$),参考 Dittmar 等(2003)、罗琦和许俏晖(2009)、Xu 等(2016)等文献做法,现金持有水平($CashHolding_{it}$) = 现金以及现金等价物/(总资产 - 现金以及现金等价物)。二是为了消除行业因素的影响,参照 Opler 等(1999)做法,使用证监会行业分类标准对现金持有水平进行调整,具体调整方法为:行业调整的现金持有水平($IndCashHolding_{it}$) = 公司现金持有水平($CashHolding_{it}$) - 公司所在行业同季度现金持有水平的均值($CashHolding_Mean_{it}$)。解释变量:股权质押比例的度量($PledgeRate_{it}$) = 季报中控股股东股权质押股数/总持有股数。为了与郝项超和梁琪(2009)、郑国坚等(2014)等文献研究结论比较,本文还设置了控股股东是否有股权质押($Pledge_{it}$)的虚拟变量,季报中有控股股东股权质押为 1,否则为 0。借鉴参考 Dittmar 等(2003)、罗琦和许俏晖(2009)、Xu 等(2016)等文献,选取以下控制变量:公司规模($\ln Size_{it}$) = 总资产的自然对数;资产负债率(Lev_{it}) = 总负债账面值/总资产;公司上市年数($ListTime_{it}$) = (公司上市年数 + 1)的自然对数;现金流量($CashFlow_{it}$) = 经营现金流净额/(总资产 - 现金以及现金等价物);净运营资本(NWC_{it}) = 净运营资金/(总资产 - 现金以及现金等价物);资本支出($CAPEX_{it}$) = 资本支出/(总资产 - 现金及现金等价物之和);短期债务变化率($DShortDebt_{it}$) = (本期短期负债 - 上期短期负债)/总资产;现金流波动($Sigma_{it}$) = 季度行业中各公司经营净现金流的标准差;账面市场价值比(BtM_{it}) = 公司账面价值/市场价值;是否发放现金股利^①($DivRateDum_{it}$),年度内发放现金股利为 1,否则为 0;控股股东持股比例($CShareholder_{it}$) = 控股股东持股数量/总股本,是否亏损($Loss_{it}$):季度亏损为 1,否则为 0;产权性质(Soe_{it}),国有公司为 1,非国有公司为 0;资产报酬率(Roa_{it}) = 息税前利润/总资产。行业($Industry$)哑变量,以证监会行业分类标准进行划分,其中制造业按二级子行业划分,共设置 20 个行业虚拟变量以及季度($Quarter$)哑变量。

四、实证结果

(一) 描述性统计分析

表 1 的描述性统计结果显示:(1) $CashHolding_{it}$ 均值为 0.2588,与王红建等(2014)基本一致, $IndCashHolding_{it}$ 均值为 0,最大值为 2.5091;(2) 在研究的样本期间内,上市的公司大概有 36.33% 的公司控股股东进行股权质押业务,高于谢德仁等(2016)的 27.2%,说明近年来更多控股股东通

^① 本文使用的是季度数据,现金分红的时间一般在 5 月、6 月、7 月三个月份,因此,为了减少估计偏差,主回归分析采用是否分红的哑变量,在稳健性检验中,使用了现金股利支付率水平。

过股权质押融资, $PledgeRate_{it}$ 均值为 19.74%; (3) 其他变量取值也均在合理范围内, 其中控股股东的平均持股比例为 37.05%, Lev_{it} 均值为 43.25%, $lnSize_{it}$ 均值为 22.07, Roa_{it} 均值为 2.57%, 受半强制分红政策(魏志华等, 2014) 的影响, 现金股利发放意愿的均值高达 75.91%。

表 1 主要变量描述性统计分析结果(2013—2015 年)

变量	样本数	均值	标准差	最小值	p25	p50	p75	最大值
$CashHolding_{it}$	25613	0.2588	0.3161	0.0092	0.0918	0.1598	0.2925	2.6833
$IndCashHolding_{it}$	25613	0.0000	0.3014	-0.7188	-0.1589	-0.0822	0.0314	2.5091
$Pledge_{it}$	25613	0.3633	0.4810	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
$PledgeRate_{it}$	25613	0.1974	0.3280	0.0000	0.0000	0.0000	0.3345	1.0000
$lnSize_{it}$	25613	22.0746	1.2640	18.7238	21.1684	21.8991	22.7974	25.6468
Lev_{it}	25613	0.4325	0.2162	0.0396	0.2559	0.4248	0.6024	0.9990
$ListTime_{it}$	25613	2.1861	0.7082	0.6931	1.6094	2.3026	2.8332	3.2581
$CashFlow_{it}$	25613	0.0193	0.0809	-0.2305	-0.0220	0.0137	0.0558	0.3600
NWC_{it}	25613	0.0684	0.2627	-0.8427	-0.0994	0.0765	0.2535	0.6386
$CAPEX_{it}$	25613	0.0388	0.0459	0.0001	0.0083	0.0231	0.0521	0.2840
$DShortDebt_{it}$	25613	0.0028	0.0325	-0.1470	-0.0035	0.0000	0.0096	0.1376
$Sigma_{it}$	25613	0.2944	0.1112	0.0716	0.2379	0.2826	0.3311	0.7927
BtM_{it}	25613	0.9507	0.9925	0.0891	0.3422	0.6035	1.1228	5.0963
$DivRateDum_{it}$	25613	0.7591	0.4277	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
$CShareholder_{it}$	25613	0.3705	0.1517	0.0852	0.2497	0.3566	0.4802	0.7573
$Loss_{it}$	25613	0.1042	0.3055	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Soe_{it}	25613	0.3938	0.4886	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Roa_{it}	25613	0.0257	0.0317	-0.0462	0.0056	0.0173	0.0384	0.1591

表 2 汇总了控股股东股权质押比例分布的情况, 从表 2 的汇总结果可以发现, 在研究样本期间, 存在股权质押的控股股东, 有 47.32% 的质押比例小于等于 50%; 有 24.44% 的控股股东股权质押比例超过 90%, 说明控股股东可能陷入较为严重的财务困境(郑国坚等, 2014), 当股价出现不利行情时, 对这一类控股股东影响更大, 自己再追加担保能力有限, 面临更大的控制权转移风险。

表 2 控股股东股权质押比例分布情况(2013—2015 年)

股权质押比例($PledgeRate_{it}$) 分组	数量	组内平均质押比例(%)	向上累计	向上累计百分比(%)
(0, 0.25]	1791	14.26	1791	19.25
(0.25, 0.5]	2613	39.60	4404	47.32
(0.5, 0.6]	614	54.75	5018	53.92
(0.6, 0.7]	634	64.74	5652	60.74
(0.7, 0.8]	683	75.34	6335	68.07
(0.8, 0.9]	697	85.03	7032	75.56
(0.9, 1]	2274	98.09	9306	100.00

(二) 回归结果分析

表3报告了模型(1)的回归结果,对模型(1)的标准误差估计采用了 Petersen(2009)所建议的公司层面聚类(Cluster)调整方法。下文的回归中也采用了该方法。表3中列(1)、(2)、(3)的被解释变量为 $CashHolding_{it}$,列(4)、(5)、(6)的被解释变量为 $IndCashHolding_{it}$,列(1)、(4)解释变量 $Pledge_{it}$ 的估计系数在1%水平上统计显著为负,列(2)、(5)解释变量 $PledgeRate_{it}$ 的估计系数在1%水平上统计显著为负,这些结果说明,控股股东股权质押显著降低了上市公司现金持有水平,与郝项超和梁琪(2009)、郑国坚等(2014)的研究发现基本一致,股权质押加大两权分离,弱化控股股东的激励效应,强化其侵占效应,抑或其存在融资约束、陷入财务困境,此时更可能对上市公司“掏空”和资金占用。但是列(3)、(6)解释变量控股股东股权质押比例的平方项的估计系数在1%水平上统计显著为正,说明随着质押比例的增加,控股股东出于防范控制权转移风险的动机,让上市公司提高现金持有水平。控股股东股权质押比例与现金持有水平呈U型关系的假设得到经验支持。这些结果说明,控股股东股权质押后不仅仅只对上市公司进行资金占用和“掏空”,还会有规避控制权转移风险的动机,控股股东股权质押比例与现金持有水平不是呈简单的线性关系。如果仅以列(1)、(2)、(4)、(5)的发现简单得出控股股东股权质押只对上市公司“掏空”,这样的结论是片面的,忽视了A股市场存在壳资源价值(王豫刚,2016)和控制权私利(Jiang等,2010; Wang和Xiao,2011; 姜付秀等,2015)的事实。

表3 控股股东股权质押与上市公司现金持有水平回归结果

变量	$CashHolding_{it}$			$IndCashHolding_{it}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Pledge_{it}$	-0.0284 *** (-3.5681)			-0.0275 *** (-3.4551)		
$PledgeRate_{it}$		-0.0324 *** (-3.0260)	-0.1617 *** (-4.2628)		-0.0342 *** (-3.1923)	-0.1536 *** (-4.0545)
$PledgeRate_{it}^2$			0.1495 *** (3.6926)			0.1381 *** (3.4154)
$lnSize_{it}$	-0.0073 (-1.2483)	-0.0073 (-1.2489)	-0.0071 (-1.2144)	-0.0046 (-0.7860)	-0.0046 (-0.7900)	-0.0044 (-0.7588)
Lev_{it}	-0.6657 *** (-15.2488)	-0.6680 *** (-15.4027)	-0.6669 *** (-15.3731)	-0.6736 *** (-15.4120)	-0.6753 *** (-15.5541)	-0.6743 *** (-15.5272)
$ListTime_{it}$	0.0162 (1.4061)	0.0184 (1.5922)	0.0154 (1.3412)	0.0145 (1.2514)	0.0167 (1.4372)	0.0139 (1.2054)
$CashFlow_{it}$	0.6119 *** (7.7175)	0.6138 *** (7.7227)	0.6100 *** (7.6995)	0.6152 *** (7.8082)	0.6168 *** (7.8106)	0.6133 *** (7.7907)
NWC_{it}	-0.3180 *** (-8.0731)	-0.3177 *** (-8.0605)	-0.3186 *** (-8.0784)	-0.3213 *** (-8.1646)	-0.3212 *** (-8.1562)	-0.3220 *** (-8.1733)
$CAPEX_{it}$	-0.2260 ** (-1.9918)	-0.2262 ** (-1.9943)	-0.2242 ** (-1.9761)	-0.2964 *** (-2.6238)	-0.2964 *** (-2.6253)	-0.2946 *** (-2.6082)

续表 3

变量	CashHolding _{it}			IndCashHolding _{it}		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
DShortDebt _{it}	0.1011 ** (2.1835)	0.1020 ** (2.1993)	0.1034 ** (2.2311)	0.1133 ** (2.4368)	0.1140 ** (2.4481)	0.1153 ** (2.4769)
Sigma _{it}	0.4630 *** (9.6055)	0.4681 *** (9.7183)	0.4637 *** (9.6486)	0.0281 (0.6040)	0.0325 (0.6975)	0.0284 (0.6113)
BtM _{it}	0.0221 *** (3.9619)	0.0220 *** (3.9591)	0.0221 *** (3.9674)	0.0177 *** (3.1663)	0.0176 *** (3.1578)	0.0176 *** (3.1659)
DivRateDum _{it}	0.0066 (0.7702)	0.0065 (0.7591)	0.0071 (0.8314)	0.0063 (0.7426)	0.0062 (0.7239)	0.0067 (0.7904)
CShareholder _{it}	0.0565 * (1.7833)	0.0572 * (1.8083)	0.0572 * (1.8095)	0.0574 * (1.8081)	0.0576 * (1.8186)	0.0576 * (1.8197)
Loss _{it}	-0.0078 (-0.9403)	-0.0081 (-0.9710)	-0.0081 (-0.9763)	-0.0071 (-0.8475)	-0.0074 (-0.8860)	-0.0075 (-0.8906)
Soe _{it}	-0.0155 (-1.5172)	-0.0145 (-1.3853)	-0.0143 (-1.3728)	-0.0173 * (-1.6994)	-0.0171 (-1.6375)	-0.0170 (-1.6259)
Roa _{it}	0.4727 *** (2.9620)	0.4668 *** (2.9181)	0.4706 *** (2.9491)	0.3604 ** (2.2535)	0.3540 ** (2.2097)	0.3575 ** (2.2364)
常数项	0.3618 *** (2.6483)	0.3396 ** (2.4853)	0.3680 *** (2.7045)	0.3073 ** (2.2483)	0.2875 ** (2.1025)	0.3137 ** (2.3041)
行业/季度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.2889	0.2882	0.2895	0.2201	0.2196	0.2208
N	25613	25613	25613	25613	25613	25613

注：括号内为 T 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% (双尾检验) 的水平上显著，下同。下文表格中括号内为 T/Z 值。

五、进一步检验

(一) 考虑控股股东产权性质的检验

一方面,相比于非国有企业,国有企业股权质押管理更为严格,办理程序更为复杂^①,而且国有企业在银行信贷上有天然优势,国有上市公司的股权被其控股股东质押,说明其控股股东质押陷入较为严重的财务困境,更有可能对上市公司资金占用(郑国坚等,2014);另一方面,2001年财政部颁发的《关于上市公司国有股质押有关问题的通知》规定国有股东授权代表单位用于质押的国有股数量不得超过其所持该上市公司国有股总额的50%。从表3的结果可以计算出控股股东股权质押比例与上市公司现金持有关系的拐点大概为55%,略高于国有股质押数量不能超过50%的规定;更进一步,即使质押国有股股价低于平仓线,质权人也不能简单地在二级市场抛售或者拍卖

^① 2001年财政部就颁发《关于上市公司国有股质押有关问题的通知》(财企(2001)651号文)规定了质押资金投向、质押规模以及需要将相关材料上报省级以上财政主管机构。

股票,因为2001年颁发的《财政部关于上市公司国有股被人民法院冻结、拍卖有关问题的通知》详细规定了国有股拍卖的事项,比如,需要评估机构对拍卖的国有股进行评估,并按评估结果确定保留价。这些制度安排说明,国有上市公司面临的控制权转移的风险远小于非国有企业。那么在不同产权性质下,控股股东股权质押比例对上市公司现金持有水平是否会有不同的影响?为了检验该假设,接下来,按产权性质分组检验控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平的关系,表4汇总了相关结果^①,列(1)、(3)中解释变量 $PledgeRate_{it}^2$ 的估计系数在1%水平上统计显著为正,列(2)、(4)中解释变量 $PledgeRate_{it}$ 的估计系数虽然为正,但在10%统计水平上不显著,但 $PledgeRate_{it}$ 为负,在10%和5%水平上显著,这些结果说明只在非国有企业中控股股东股权质押比例与现金持有水平呈U型关系;而在国有企业中只存在资金占用,这是因为受到各种制度安排限制,在国有企业中控股股东股权质押后没有通过增加现金持有水平防范控制权转移风险。

表4 考虑控股股东产权性质的检验

变量	<i>CashHolding_{it}</i>		<i>IndCashHolding_{it}</i>	
	<i>Soe</i> = 0	<i>Soe</i> = 1	<i>Soe</i> = 0	<i>Soe</i> = 1
	(1)	(2)	(3)	(4)
$PledgeRate_{it}^2$	0.1641 ^{***} (3.1950)	0.1131 (1.3621)	0.1541 ^{***} (3.0028)	0.1022 (1.2300)
$PledgeRate_{it}$	-0.1644 ^{***} (-3.3554)	-0.1167 ^{**} (-1.9787)	-0.1580 ^{***} (-3.2274)	-0.1098 [*] (-1.8594)
常数项	0.4293 ^{**} (2.0267)	0.2967 ^{**} (1.9946)	0.3641 [*] (1.7169)	0.1485 (1.0004)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/季度	控制	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.3061	0.2682	0.2313	0.2555
<i>N</i>	15527	10086	15527	10086

(二) 现金变化的检验

1. 现金减少的检验: 是否由“掏空”所导致?

表3中列(1)、(2)、(4)、(5)的结果说明,控股股东股权质押会显著降低上市公司的现金持有水平。郝项超和梁琪(2009)、郑国坚等(2014)发现控股股东股权质押会增加对上市公司的“掏空”。那么上市公司现金持有水平的减少是否由控股股东“掏空”所导致呢?为了验证该假设,参考郑国坚等(2014)的做法,构建下述模型(2)、(3):

$$Tunneling_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Pledge_{it} / PledgeRate_{it} + \sum \beta \times Controlvariable_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

$$Tunneling_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times PledgeRate_{it} + \alpha_2 \times PledgeRate55_{it} + \alpha_3 \times PledgeRate_{it} \times PledgeRate55_{it} + \sum \beta \times Controlvariable_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \tag{3}$$

① 为了简洁起见,从表4起,仅报告关键变量的回归系数,留取备索。

其中, $Tunneling_{it}$ = 其他应收款余额/上市公司年末总资产,为了与郑国坚等(2014)的结论进行比较,模型(2)中还设置了是否存在控股股东股权质押($Pledge_{it}$)的哑变量。由表3的回归结果可以计算出股权质押比例与现金持有水平的拐点大概为55%,为进一步检验控股股东“掏空”行为是否受到质押比例程度的影响,在模型(3)中设置质押比例程度的虚拟变量 $PledgeRate55_{it}$,当 $PledgeRate_{it} > 55\%$ 时, $PledgeRate55_{it}$ 取值为1,否则为0。控制变量包括公司规模($\ln Size_{it}$)、资产负债率(Lev_{it})、控股股东持股比例($CShareholder_{it}$)、产权性质(Soe_{it})、资产报酬率(Roa_{it})、机构投资者持股比例($InsInvestor_{it}$)、董事会规模($\ln board_{it}$)、独立董事比例($Indboard_{it}$)、董事长与总经理是否为同一人($Dual_{it}$)、成长性($TobinQ_{it}$)、是否为四大审计事务所($Big4_{it}$)、两权分离度($Seperation_{it}$)以及行业($Industry$)和年度($Year$)的哑变量。回归结果报告如表5所示,表5中列(1)、(2)的结果与郑国坚等(2014)基本一致,股权质押的控股股东更可能对上市公司“掏空”;很有趣的是,在表5中列(3) $PledgeRate_{it} \times PledgeRate55_{it}$ 系数显著为正,说明随着控股股东股权质押比例的程度的增加,控股股东的“掏空”行为并没有减弱,表3中列(3)、(6)的结果却说明,随着控股股东股权质押比例的增加,股权质押的控股股东出于规避控制权转移风险的目的,上市公司持有的现金反而增加,那么上市公司增加的现金来自何处?

表 5 现金减少的检验

变量	$Tunneling_{it}$		
	(1)	(2)	(3)
$Pledge_{it}$	0.0017** (2.3267)		
$PledgeRate_{it}$		0.0031** (2.4939)	-0.0001 (-0.0554)
$PledgeRate55_{it}$			-0.0179*** (-4.4066)
$PledgeRate_{it} \times PledgeRate55_{it}$			0.0235*** (4.1711)
常数项	0.0466*** (3.7237)	0.0460*** (3.6704)	0.0445*** (3.5789)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年度	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.1301	0.1305	0.1326
N	14717	14717	14717

2. 现金来源的检验

Chang 等(2014)将上市公司内部现金流的变化分为投资支出、股利发放、现金持有变化、股权融资以及债务融资五个部分。控股股东股权质押比例越高,意味着控股股东越可能陷入严重的财务困境,此时上市公司难以通过举债融资,债权人也可能设置更多的限制性条款,规定资金用途。受半强制分红政策的影响,上市公司股权再融资的门槛较高(魏志华等,2014)。李凤羽、史永东(2016)发现经济政策不确定性上升时增持的现金来自其放弃的投资机会。另外《担保法》规定

“质权人有权收取质物所生的孳息”和《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》规定“待购回期间,标的证券产生的无需支付对价的股东权益,如送股、转增股份、现金红利等,一并予以质押”,现金股利不能即时获取。综上分析,随着控股股东股权质押比例的增加,上市公司持有更多的现金是不是来自减少公司支出以及降低股利发放?为了验证该假设,构建下述模型(4)、(5)①:

$$CAPEX_{it} / DivRateDum_{it} / PerDiv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times PledgeRate_{it} + \sum \beta \times Controlvariable_{it} + \sum Industry + \sum Quarter/Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$CAPEX_{it} / DivRateDum_{it} / PerDiv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times PledgeRate_{it} + \alpha_2 \times PledgeRate55_{it} + \alpha_3 \times PledgeRate_{it} \times PledgeRate55_{it} + \sum \beta \times Controlvariable_{it} + \sum Industry + \sum Quarter/Year + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

模型(4)、(5)中, $CAPEX_{it}$ 和 $DivRateDum_{it}$ 的定义见前文, $PerDiv_{it}$ ②为税前每股股利,其他变量的定义见上文,相关回归结果如表6所示。列(1)、(2)的结果说明,只有当股权质押比例高于临界值时会显著降低公司资本性支出,列(3)一(6)的结果则说明控股股东股权质押会显著降低公司现金分红,而且随着控股股东股权质押比例程度的增加,公司现金分红降低的程度更为严重。特别需要指出的是,在表1的描述性统计中, $DivRateDum_{it}$ 的均值高达75.91%。这些结果说明,随着控股股东股权质押比例的增加,上市公司持有更多的现金来自减少公司资本性支出以及降低现金股利的发放。

表6 现金来源的检验

变量	$CAPEX_{it}$		$DivRateDum_{it}$		$PerDiv_{it}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$PledgeRate_{it}$	0.0018 (0.9536)	0.0031 (0.7500)	-0.3490*** (-2.9851)	-0.0101 (-0.0392)	-0.0190*** (-12.1439)	-0.0069** (-2.5606)
$PledgeRate55_{it}$		0.0139** (2.2516)		0.6276 (1.6247)		0.0322*** (13.5233)
$PledgeRate_{it} \times PledgeRate55_{it}$		-0.0172** (-2.0534)		-1.0642** (-2.0510)		-0.0497*** (-17.9904)
常数项	0.0316* (1.7395)	0.0323* (1.7755)	-9.3780*** (-7.4048)	-9.2821*** (-7.3461)	-1.9516*** (-1069.1630)	-1.9494*** (-1067.7316)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年度(季度)	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R ² /Pseudo_R ² /Chi ²	0.1555	0.1559	0.2214	0.2219	7892.1599***	7896.7645***
N	24524	24524	24638	24638	14717	14717

① 被解释变量为 $CAPEX_{it}$ 时,采用线性回归模型;被解释变量是 $DivRateDum_{it}$ 时,采用 Logistic 模型;被解释变量为 $PerDiv_{it}$ 时,使用 Tobit 模型(魏志华等,2014)。

② 该数据为年度数据,表6中列(5)、(6)使用2007—2015年的年度数据估计系数。

(三) 持有更多现金的效果: 触及预警线和平仓线的可能

正如前文所述, 控股股东出于控制权转移风险的目的让上市公司持有更多的现金, 持有更多的现金是否能降低上市公司股价低于预警线、平仓线的可能。由于股权质押属于股东自身的融资行为, 现有股权质押信息披露制度, 并没有要求披露质押的基准价格、预警线和平仓线。为了验证该假设, 参考李常青、幸伟 (2017) 的做法, 假定主板的基准质押率为 55%, 中小板为 50%, 创业板为 45%, 基准质押价格一般为前 20 个交易日的平均价格, 预警线为 150%, 平仓线为 130%。比如, 某只中小板股票前 20 个交易日的平均价格为 20 元, 基准质押率为 50%, 则质押价格为 10 元, 预警线为 15 元, 平仓线为 13 元。设置虚拟变量 $WarningLine1_{it}$, 当季度内股价低于预警线时, $WarningLine1_{it}$ 取值为 1, 否则为 0; 股价低于平仓线时, $DisposalLine1_{it}$ 取值为 1, 否则为 0。由于本文计算涉及的基准质押率、基准质押价格、预警线以及平仓线均是估算, 为了尽可能减少估算误差的影响, 设置另一个虚拟变量 $DisposalLine2_{it}$ 来度量股价是否低于平仓线。 $DisposalLine2_{it}$ 的定义为当股价低于 $DisposalLine1_{it} \times (1 + 5\%)$ 时, $DisposalLine2_{it}$ 取值为 1, 否则为 0; 同时也设置另一个变量 $WarningLine2_{it}$ 来度量股价是否低于预警线, $WarningLine2_{it}$ 的定义为当股价低于 $WarningLine1_{it} \times (1 + 5\%)$ 时, $WarningLine2_{it}$ 取值为 1, 否则为 0。设置 $CashHolding2_{it}$ 虚拟变量反映公司现金持有水平程度, 当公司现金持有水平 ($CashHolding_{it}$) 高于当年同季度同行业中位数时, $CashHolding2_{it}$ 取值为 1, 否则为 0。构建下述 Logistic 回归模型 (6):

$$Line_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CashHolding2_{it} + \sum \beta \times Controlvariable_{it} + \sum Industry + \sum Quanter + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$Line_{it}$ 分别由 $WarningLine1_{it}$ 、 $WarningLine2_{it}$ 、 $DisposalLine1_{it}$ 和 $DisposalLine2_{it}$ 表示, 控制变量包括公司规模 ($\ln Size_{it}$)、资产负债率 (Lev_{it})、控股股东持股比例 ($CShareholder_{it}$)、产权性质 (Soe_{it})、资产报酬率 (Roa_{it})、个股贝塔系数 ($Beta_{it}$)、个股季度波动率 ($Volatility_{it}$)、季度市场收益率 ($MktRet_{it}$) 以及行业 ($Industry$) 和季度 ($Quanter$) 的哑变量。回归结果汇总于表 7, 由表 7 的汇总结果可知, $CashHolding2_{it}$ 的系数在列 (1)、(2) 虽然为负, 但在统计上不显著; 列 (3)、(4) 中为负且分别在 10% 和 5% 统计上显著, 这些结果说明持有更高现金水平能显著降低股价低于平仓线的可能, 降低控制权转移风险。

表 7 持有更多现金的效果

变量	预警线		平仓线	
	$WarningLine1_{it}$	$WarningLine2_{it}$	$DisposalLine1_{it}$	$DisposalLine2_{it}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$CashHolding2_{it}$	-0.1264 (-1.0804)	-0.0860 (-0.9228)	-0.2022* (-1.8901)	-0.2257** (-2.2409)
常数项	-3.1269** (-2.4067)	-1.9690* (-1.8460)	-5.9994*** (-3.2402)	-5.6901*** (-3.3966)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/季度	控制	控制	控制	控制
Pseudo_R ²	0.0411	0.0489	0.1910	0.1900
N	9130	9130	9130	9130

(四) 控股股东股权质押、现金持有水平与公司价值

1936年梅纳德·凯恩斯在《就业、利息与货币通论》中提出,企业会主动持有现金应对未来的不确定性,万良勇、饶静(2013)发现不确定性程度越高时,公司现金持有价值也越高。但是当前A股市场股权集中,加上公司治理和法律保护尚不完善(Allen等,2005),控股股东出于利益侵占动机增强对现金资产的偏好,公司增持现金的价值效应较低(罗琦、胡志强,2011),王红建等(2014)的实证也发现经济政策不确定性致使大股东可以进行更隐蔽的机会主义,从而产生更强动机侵占公司现金资产,因此损害现金持有的价值。表5和表6的结果说明,股权质押的控股股东因“掏空”行为,降低了上市公司现金持有水平,当股权质押比例高于临界值时,控股股东出于规避控制权转移动机,通过降低现金分红、减少资本性支出增加上市公司现金持有水平。那么,不同质押比例下股权质押的控股股东出于不同的动机干预上市公司现金水平,会对公司价值造成何种影响呢?为了验证该假设,借鉴郑国坚等(2014)的做法,使用 Roa_{it} 、 $TobinQ_{it}$ 作为被解释变量衡量公司价值, $PledgeRate_{it}$ 与 $CashHolding2_{it}$ 做交乘来检验股权质押的控股股东干预上市公司现金持有水平对公司价值的影响,构建模型(7)。

$$Roa_{it} / TobinQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times PledgeRate_{it} + \alpha_2 \times CashHolding2_{it} + \alpha_3 \times PledgeRate_{it} \times CashHolding2_{it} + \sum \beta \times Controlvariable_{it} + \sum Industry + \sum Quarter + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

控制变量与郑国坚等(2014)一致,包括公司规模($\ln Size_{it}$)、资产负债率(Lev_{it})、控股股东持股比例($CShareholder_{it}$)、第二至第十大股东持股比例之和($Top2_10_{it}$)、产权性质(Soe_{it})、是否为四大审计事务所($Big4_{it}$)、销售收入增长率($GSales_{it}$)以及行业($Industry$)和季度($Quarter$)的哑变量。相关的回归结果汇总于表8,从表8中可知,列(2)中 $PledgeRate_{it} \times CashHolding2_{it}$ 前的估计系数显著为负,列(1)中 $PledgeRate_{it} \times CashHolding2_{it}$ 虽然在10%水平上不显著,但依然为负。这些结果与郑国坚等(2014)发现基本一致,即股权质押的控股股东对公司进行资金占用会对上市公司的业绩产生负面影响,同时本文也丰富了郑国坚等(2014)的研究,控股股东股权质押比例高于临界值时,出于规避控制权转移风险的动机,让上市公司放弃投资和降低分红而多持有现金行为,也损害公司价值。需要注意的是,公司价值的降低会增加股价触及预警线、平仓线的可能,上文的发现却是持有更高现金水平能显著降低股价低于平仓线的可能,这也进一步印证了持有更多的现金通过回购或者与媒体合谋等手段提升或者维持股价以避免股价触及预警线、平仓线。

表8 控股股东股权质押、现金持有水平与公司价值

变量	Roa_{it}	$TobinQ_{it}$
	(1)	(2)
$PledgeRate_{it}$	-0.0030** (-2.2446)	-0.0163 (-0.1802)
$CashHolding2_{it}$	0.0050*** (3.4332)	0.6343*** (5.7311)
$PledgeRate_{it} \times CashHolding2_{it}$	-0.0016 (-0.6688)	-0.6436*** (-3.8330)

续表 8

变量	Roa_{it}	$TobinQ_{it}$
	(1)	(2)
常数项	-0.0983 *** (-9.4679)	18.4888 *** (21.0704)
行业/季度	控制	控制
Adj_R ²	0.2264	0.4118
N	25599	25599

注: 括号内为 T 值, ***、**、* 表示在 1% 水平、5% 和 10% (双尾检验)。

六、稳健性检验^①

(一) 内生性问题

(1) 倾向得分匹配, 郑国坚等 (2014) 指出存在融资约束的大股东更可能通过股权质押融资, 这也意味着大股东股权质押并非随机选择, 因此为了缓解样本由选择问题带来估计偏差, 借鉴谢德仁等 (2016)、王雄元等 (2018) 的做法, 使用公司规模 ($\ln Size_{it}$)、资产负债率 (Lev_{it})、控股股东持股比例 ($CShareholder_{it}$)、产权性质 (Soe_{it})、成长性 ($TobinQ_{it}$) 以及行业 ($Industry$) 和季度 ($Quarter$) 的哑变量对质押样本进行 1:1 的最近邻无放回的匹配, 最终配对成功的样本有 14370 个, 利用新的样本重新对模型 (1) 估计。(2) 固定效应模型, 控股股东股权质押比例与上市公司现金持有的关系还可能受到遗漏变量的影响, 遗漏变量可能会产生虚假相关的内生性问题, 固定效应模型能缓解遗漏变量导致的内生性问题 (Zhang 等, 2014), 为了消除控股股东股权质押率与上市公司现金持有的虚假相关问题, 本文使用控制公司层面的固定效应模型对模型 (1) 重新估计。以上结果与表 3 一致。

(二) 其他稳健性检验

(1) 重新选择解释变量。股权质押滞后一期, 有控股股东的股权质押发生在季度末, 为了消除股权质押时间可能在季度末的影响, 以上一期报表存在股权质押为解释变量, 利用新的解释变量重新对模型 (1) 估计。(2) 重新选择样本包括: 一是剔除定增和向控股股东借款的样本, 股权质押属于股东自身的融资行为, 现有的股权质押信息披露制度并不需要披露资金用途, 其中可能的用途之一是股东通过质押股权参与上市公司定向增发, 定向增发会提高公司的现金水平; 另外, 当上市公司出现资金紧张时, 控股股东还可能通过股权质押融资, 再将资金借给上市公司, 为了避免定向增发和控股股东将质押资金借给上市公司对本文研究结果的影响, 剔除定向增发获得批准以及上市公司向控股股东借款的样本, 重新检验本文假设。二是年度数据检验, 利用 2007—2015 年年度数据从更长的时间区间重新检验控股股东股权质押比例与现金持有的关系, 在使用年度数据时, 将是否发放现金股利的虚拟变量换成现金股利支付率。(3) 更加稳健的标准误算法。Petersen (2009) 认为对标准误在公司层面和时间层面双重聚类调整, 能克服自相关以及异方差等问题对统计推断的影响, 为得到更加稳健的结果, 采用双重聚类调整标准误来进行 t 检验。以上重新估计结果与表 3 一致。

^① 限于篇幅, 本文稳健性检验结果均未报告, 留取备索。

七、结论与建议

本文以上市公司现金持有水平为切入点,在控股股东股权质押的情景下,深入探讨控股股东为了自身私利对上市公司现金持有水平的影响。实证研究发现,控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平呈 U 型关系。当控股股东股权质押比例低于临界值,由于资金占用等原因导致上市持有更低的现金;当控股股东股权质押比例高于临界值,控股股东出于规避控制权转移风险的考虑,让上市公司持有更多现金。以上实证结果说明不同质押比例水平下控股股东出于不同目的对上市公司采取不同财务政策,从而对现金持有水平产生非线性影响。

当前 A 股市场上股权质押后股东控制权、表决权、决策权并不受影响(Huang 和 Xue, 2016),加上上市公司治理机制和法律保护尚不完善(Allen 等, 2005),质押比例高的股东在出现不利市场行情,自身无力再追加担保时,股权质押的控股股东为了避免丧失控制权,干预公司财务决策,增加了代理成本。针对这些问题,上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司修改了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2013 年)》的部分规定,并于 2018 年 3 月 12 日正式实施《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》(以下简称《质押新规》),以进一步完善股权质押制度。其中《质押新规》规定“股东股票质押比例不能超过 60%”,该项规定旨在降低质押股东的控制权转移风险,保持公司股权结构稳定和降低代理成本。本文的实证结果也发现,控股股东股权质押比例高于临界值(55%)时,让上市公司持有更多的现金以规避控制权转移风险,因此本文的经验发现在一定程度上为该项规定提供了支持证据。

根据《质押新规》和本文的实证发现,本文提出以下建议:(1)对于监管机构而言,需要加强对控股股东股权质押公司的监管,特别是控股股东质押比例高(如超过 50%)的公司。这是因为,股权质押是股东存在融资约束的表现(郑国坚等, 2014),而且本文也发现,随着控股股东股权质押比例的程度的增加,控股股东的“掏空”行为并没有减弱,《质押新规》规定的“股东股票质押比例不能超过 60%”虽然降低了质押股东的控制权转移风险,同时也减少了其股权质押的融资规模。在控制权转移风险低的情况下,相对高股权质押比例控股股东很可能加剧对上市公司的资金占用,因此建议监管机构借鉴中国银监会 2014 年 8 月 15 日发布的《关于加强商业银行股权质押管理的通知》和中国台湾 2011 年 11 月 25 日通过的《Article 197 - 1 of the Company Act》的做法,对于股权质押比例相对过高(如超过 50%)的控股股东适当限制其投票权和表决权。此外,《质押新规》还规定“单只股票市场整体比例不得超过 50%”,如果其他股东也通过股权质押融资,占用了质押额度,控股股东通过股权质押融资受阻,也很可能对上市公司利益侵占,因此监管机构也需要强化对“单只股票市场整体质押比例临近 50%”且控股股东质押比例相对低的公司的监管。(2)对于控股股东而言,应该努力完善公司治理,监督和激励管理层,增强公司核心竞争力,提升经营业绩,以现金分红的方式获得回报,而非靠非正当手段攫取公司利益;另外,对于股权质押的控股股东而言,股权质押扩充了其融资渠道,缓解了融资约束,控股股东应该真市值管理的方式提升股价,而不是靠回购、与媒体合谋以及信息披露等伪市值管理方式维持、提升、甚至操纵股价。

参考文献:

1. 才国伟、邵志浩、徐信忠《企业和媒体存在合谋行为吗?——来自中国上市公司媒体报道的间接证据》,《管理世界》2015 年第 7 期。

2. 陈霞《关于开展挂牌股票质押回购交易业务的思考(下)》,《清华金融评论》2015 年第 8 期。
3. 郝项超、梁琪《最终控制人股权质押损害公司价值么》,《会计研究》2009 年第 7 期。
4. 黄志忠、韩湘云《大股东股权质押、资金侵占与盈余管理》,《当代会计评论》2014 年第 2 期。
5. 姜付秀、马云飙、王运通《退出威胁能抑制控股股东私利行为吗》,《管理世界》2015 年第 5 期。
6. 李常青、幸伟《控股股东股权质押与上市公司信息披露行为》,《统计研究》2017 年第 12 期。
7. 李凤羽、史永东《经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》,《管理科学学报》2016 年第 6 期。
8. 李永伟《控股股东股权质押动因及经济后果研究——基于沪深两市 A 股上市公司的实证分析》,复旦大学博士学位论文,2007。
9. 罗琦、胡志强《控股股东道德风险与公司现金策略》,《经济研究》2011 年第 2 期。
10. 罗琦、秦国楼《投资者保护与公司现金持有》,《金融研究》2009 年第 10 期。
11. 罗琦、许俏晖《大股东控制影响公司现金持有量的实证分析》,《统计研究》2009 年第 11 期。
12. 万良勇、饶静《不确定性、金融危机冲击与现金持有价值——基于中国上市公司的实证研究》,《经济与管理研究》2013 年第 5 期。
13. 王斌、宋春霞《大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式》,《华东经济管理》2015 年第 8 期。
14. 王红建、李青原、邢斐《经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值》,《金融研究》2014 年第 9 期。
15. 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》,《经济研究》2018 年第 1 期。
16. 王豫刚《A 股“壳价值”缘何而来》,《中国经济信息》2016 年第 7 期。
17. 魏志华、李茂良、李常青《半强制分红政策与中国上市公司分红行为》,《经济研究》2014 年第 6 期。
18. 吴静《控股股东股权质押等于“掏空”吗? ——基于中国上市公司股权质押公告的实证分析》,《经济论坛》2016 年第 8 期。
19. 谢德仁、廖珂《控股股东股权质押与上市公司真实活动盈余管理》,经济研究学位论文,2016。
20. 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》,《管理世界》2016 年第 5 期。
21. 郑国坚、林东杰、林斌《大股东股权质押、占款与企业价值》,《管理科学学报》2014 年第 9 期。
22. Allen, F., Qian, J. & Qian, M. J., Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 1, 2005, pp. 57 – 116.
23. Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R. & Harvey, C. R., Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 6, 2011, pp. 1944 – 1979.
24. Chan, K., Chen, H., Hu, S. & Liu, Y., Shares Pledged and Corporate Repurchase. Financial Management Association Annual Meeting, 2013.
25. Chang, X., Dasgupta, S., Wong, G. & Yao, J., Cash-Flow Sensitivities and the Allocation of Internal Cash Flow. *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No. 12, 2014, pp. 3628 – 3657.
26. Denis, D. J. & Sibilkov, V., Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 1, 2010, pp. 247 – 269.
27. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H., International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, 2003, pp. 111 – 133.
28. Faulkender, M. & Wang, R., Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 4, 2006, pp. 1957 – 1990.
29. Han, S. & Qiu, J., Corporate Precautionary Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, 2007, pp. 43 – 57.
30. Huang, Z. & Xue, Q., Re-Examination of the Effect of Ownership Structure On Financial Reporting: Evidence From Share Pledges in China. *China Journal of Accounting Research*, Vol. 9, No. 2, 2016, pp. 137 – 152.
31. Jiang, G., Lee, C. M. C. & Yue, H., Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience. *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, No. 1, 2010, pp. 1 – 20.
32. Lins, K. V., Servaes, H. & Tufano, P., What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit. *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, No. 1, 2010, pp. 160 – 176.
33. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R., The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 1, 1999, pp. 3 – 46.
34. Ozkan, A. & Ozkan, N., Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance*,

Vol. 28, No. 9, 2004, pp. 2103 – 2134.

35. Petersen, M. A. , Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 1, 2009, pp. 435 – 480.

36. Wang, K. & Xiao, X. , Controlling Shareholders' Tunneling and Executive Compensation: Evidence From China. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 30, No. 1, 2011, pp. 89 – 100.

37. Xu, N. , Chen, Q. , Xu, Y. & Chan, K. C. , Political Uncertainty and Cash Holdings: Evidence From China. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 40, No. 1, 2016, pp. 276 – 295.

38. Zhang, M. , Gao, S. , Guan, X. & Jiang, F. , Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunneling: Evidence From China. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 22, No. 6, 2014, pp. 440 – 459.

Controlling Shareholder Equity Pledge and Cash Holding: Tunneling or Takeover Avoidance

LI Changqing, XING Wei & LI Maoliang (Xiamen University, 361005)

Abstract: Utilizing the quarterly data of China A-share listed firms during the period of 2013—2015, this paper finds a U-shape relationship between the controlling shareholder equity pledge rate and corporate cash holdings. When the controlling shareholder equity pledge rate is lower than a critical value, 55%, firms will keep lower cash holdings because of tunneling. In contrast, when the equity pledge rate is higher than the critical value, the controlling shareholders would prefer firms to hold more cash to avoid the risk of losing corporate control. The empirical evidence indicates that, for the firms with equity pledged by controlling shareholders, the impact of these controlling shareholders on the decision of corporate cash holdings depends on the pledge rates. This conclusion is robust after controlling over possible endogeneity issues. Further tests show that the U-shape relationship only exists in non-state-owned enterprises; the lower cash holding is accompanied by tunneling of controlling shareholders, and the higher cash holding is associated with lower corporate capital expenditure and lower cash dividends; and that while holding more cash could significantly reduce the possibility of margin call, the intervention from controlling shareholders on the decision of cash holdings is harmful to firm values.

Keywords: Equity Pledge, Cash Holding, Tunneling, Takeover Avoidance

JEL: G30, G32, G38

责任编辑: 文 静