



No. 2229

Working Paper

控股股东股权质押是否导致上市公司过度负债？

汪昌云 李宙甲 曾剑宇

【摘要】 股权质押后控股股东的控制权与现金流权分离,容易产生掏空动机,进而通过提升公司的过度负债水平来加强对公司的控制能力,从而实现利益侵占。基于 2007-2019 年中国 A 股上市公司数据,本文对这一假说进行了实证检验。研究发现,控股股东股权质押显著提高了公司过度负债水平,且这一促进作用在代理问题更严重、非国有性质和融资约束程度更低的公司中更加显著,与上述假设一致。进一步分析表明,控股股东股权质押程度与公司过度负债之间呈先促进后抑制的倒 U 型关系,质押比例较高时,控股股东出于控制权保护动机而使过度负债水平下降。本文研究不仅有助于丰富股权质押以及公司资本结构领域的文献,也为中小投资者保护和上市公司治理提供了有益的启示。

【关键词】 股权质押 过度负债 代理问题 股权性质 融资约束

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2229



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

控股股东股权质押是否导致上市公司过度负债？

汪昌云¹ 李宙甲² 曾剑宇³

【摘要】股权质押后控股股东的控制权与现金流权分离，容易产生掏空动机，进而通过提升公司的过度负债水平来加强对公司的控制能力，从而实现利益侵占。基于 2007-2019 年中国 A 股上市公司数据，本文对这一假说进行了实证检验。研究发现，控股股东股权质押显著提高了公司过度负债水平，且这一促进作用在代理问题更严重、非国有性质和融资约束程度更低的公司中更加显著，与上述假设一致。进一步分析表明，控股股东股权质押程度与公司过度负债之间呈先促进后抑制的倒 U 型关系，质押比例较高时，控股股东出于控制权保护动机而使过度负债水平下降。本文研究不仅有助于丰富股权质押以及公司资本结构领域的文献，也为中小投资者保护和上市公司治理提供了有益的启示。

【关键词】股权质押 过度负债 代理问题 股权性质 融资约束

一、引言

近年来控股股东股权质押已成为我国上市公司的普遍现象。股权质押是指股东将所持股权质押给金融机构以获取资金的融资行为。股票质押仅需登记而无需过户，因而可以在不影响股东控制权的情况下盘活股权，满足融资需求。自 2013 年以来，以证券公司为代表的场内质押取代场外信托质押，使得股权质押业务快速发展。据东方财富统计，2020 年底股权质押总市值为 4.32 万亿。2020 年 10 月 9 日，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，将股权质押风险列为上市公司的突出问题之一，要求“积极稳妥化解股权质押风险”。企业高杠杆也是近年来广受关注的问题。2018 年中办、国办联合印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中明确指出“加强国有企业资产负债约束是打好防范化解重大风险攻坚战的重要举措”。2020 年末，全国规模以上工业企业平均资产负债率为 56.1%，较 2017 年末上升 0.6 个百分点；国有企业资产负债率为 64%，较 2017 年末下降 1.7 个百分点，目前企业杠杆快速上升的势头一定程度上得到遏制。但为了切实防范化解金融风险、促进经济长期持续健康发展，仍需关注杠杆率再度上升的风险，仍需思考如何促使企业长期保

¹ 汪昌云，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师，金融经济学博士

² 李宙甲，任职于中国人民银行，经济学硕士

³ 曾剑宇，任职于工银瑞信基金管理有限公司，经济学博士

持适宜的资产负债率水平。

尽管目前鲜有文献关注控股股东股权质押对公司资本结构的影响,但二者之间很可能存在因果关系。《中华人民共和国担保法》第 68 条中明确规定:“质权人有权收取质物所生的孳息”。股权质押后,控股股东对于上市公司的控制权依然存在,但现金流权丧失,产生一定的道德风险,使得代理成本上升(Chen 等, 2007)^[7], 导致大股东出于自身私利而掏空上市公司,使其他股东利益受损(Xu, 2021; Xu 和 Huang, 2021; Anderson 和 Puleo, 2020)^{[30][31][11]}。这种情形下控股股东可能倾向于增加负债水平以发挥其控制权优势,进而对公司进行掏空。实践中股权质押也往往会使得公司负债率上升。宏磊股份[002647.SZ]在 2011-2015 年时控股股东为戚建萍、戚建华、戚建生、金磊、金敏燕等同一家族成员。2012 年 4 月至 2016 年 4 月,已披露的控股股东股权质押公告多达 34 次。控股股东股权质押之后公司其他应收款大幅增加,出现大量其他应收款直接或间接的非经营性资金占用,关联交易、关联担保和套现出逃行为也大幅增加。2014 年起公司多次遭受公开谴责、法律诉讼和监管处罚。控股股东的利益侵占行为显著提升了公司的负债水平,资产负债率由 2011 年的 51% 上升至 2017 年的 72%。2010 年 9 月至 2017 年 12 月期间,*ST 中南[002445.SZ]控股股东反复进行股份质押、解押和再质押。股权质押之后控股股东多次通过开具虚假承兑汇票和操纵公司财务等方式占用上市公司资金,并使用公司资产为控股股东提供借款担保。2018 年以来公司债务纠纷频发,控股股东减持套现,多名董事高管接连辞职,证实了控股股东存在掏空行为。股权质押后该公司资产负债率也大幅上升,由 2010 年的 22% 上升至 2019 年的 93%。这些实例表明控股股东股权质押的掏空行为可能会导致公司杠杆水平高企。

学术界通常使用实际资产负债率衡量公司资本结构以及负债水平。由于不同公司性质、规模和所处行业等特征存在较强的异质性,实际负债率高低可能无法准确判断公司负债水平的合理性。Graham 和 Harvey (2001)^[4]、陆正飞和高强(2003)^[46]的问卷调查研究均表明,80% 以上的公司认为应当设定目标负债率。鉴于此,本文采用“过度负债”衡量资本结构以及公司负债水平。“过度负债”指实际负债率与目标负债率的偏离程度。已有研究表明,过度负债与掏空行为紧密相关(Liu 和 Tian, 2012; Boateng 和 Huang, 2017)^{[21][2]},致使公司基本面趋弱,增加公司陷入财务困境的概率,降低公司未来收益率(Caskey 等, 2012)^[3]。因此,从过度负债视角考察我国公司的资本结构状况更富有现实意义。那么,控股股东股权质押行为会导致公司过度负债吗?公司的代理问题、股权性质和融资约束程度会使这种影响发生变化吗?股权质押程度与公司过度负债又有何关联呢?

本文以 2007-2019 年 A 股上市公司数据为样本,实证分析了控股股东股权质押与过度

负债水平之间关系，发现控股股东股权质押显著提升了上市公司过度负债水平。可能的解释是，股权质押使股东失去现金流权，通过提升公司过度负债水平来加强对公司的控制，以实现对公司的掏空。与上述推论一致，进一步的分析表明，在代理问题更严重、非国有性质和融资约束程度更低的样本中，控股股东股权质押行为对公司过度负债的影响更为显著。此外，控股股东股权质押程度与公司过度负债之间存在一种先促进后抑制的倒 U 型的曲线关系，但是仅在股权质押程度位于 99.8%分位数右侧时，控股股东才会出于控制权保护动机降低过度负债水平。

本文可能的贡献在于以下三方面：首先，本文拓展了公司资本结构的研究内容。已有文献较多地研究了宏观经济背景、代理问题、连锁董事网、过度控制权、股权性质与预算软约束、产品市场竞争、CEO 财务经历、经理薪酬激励、企业研发投入等对过度负债的影响，本文从股权质押角度丰富了公司横截面差异对过度负债影响的研究。其次，本文延伸了控股股东股权质押的相关研究。已有文献探讨了控股股东股权质押对公司价值、盈余管理、税收规避、股价崩盘风险、企业创新投入、股利政策、风险承担、审计师行为和银行信贷决策等的影响，本文进一步分析了控股股东股权质押对公司资本结构决策的影响。最后，本文研究指出控股股东股权质押行为存在潜在风险，对市场参与主体具有现实指导意义。投资者应理性对待控股股东股权质押行为，警惕股权质押下的公司过度负债现象。上市公司应加强对控股股东的监督，提升公司治理能力，防范和约束控股股东的掏空行为。本文结论对于证券市场监管亦有政策含义，即监管机构应完善股权质押信息披露制度，动态监测控股股东股权质押行为和公司过度负债指标。

二、文献回顾

（一）股权质押经济后果相关文献

股东质押行为会对公司价值和资本市场表现产生影响。Singh（2018）^[27]指出个人用途的质押会严重降低企业价值。郝项超和梁琪（2009）^[33]研究认为股权质押比例越高，公司价值越低，且股权质押减弱了控股股东现金流权与企业价值之间的关联，降低了股权的激励效应。其背后的原因在于，股权质押导致控股股东现金流权下降，进而抑制了其提高公司价值的动机，弱化了激励效应；股权质押所引起的两权分离也会增加控制权的杠杆效应，强化了侵占效应。Ouyang 等（2018）^[23]发现股权质押提升了信息不对称程度，致使债券信用利差走阔，融资成本的上升使得企业价值下降。Wang 和 Chou（2018）^[29]、Dou 等（2019）^[10]

和 Chauhan 等（2020）^[6]的研究也表明股权质押会对企业价值造成伤害。谢德仁等（2016）^[53]发现股权质押短期内抑制了股价崩盘风险，但并不能真正提高经营业绩，当股权质押结束后，公司的股价崩盘风险呈现上升趋势。

股权质押后控股股东行为动机的变化还会显著影响公司经营财务政策。何威风等（2018）^[55]发现控股股东股权质押会对我国企业风险承担产生显著抑制作用。Chauhan（2020）^[6]基于印度企业的研究也表明股权质押比例越高，上市公司风险规避的倾向越明显，资本投向越趋于保守。谢德仁等（2017）^[52]发现，控股股东股权质押会导致公司向上操纵盈余，在非国有企业及股权较为集中的企业中这一问题更为严重。王雄元等（2018）^[49]发现控股股东进行股权质押对税收规避有着显著的促进作用。李常青等（2018）^[43]发现控股股东股权质押会对企业创新投入产生抑制作用，在控股股东持股比例较低和两职合一的公司中这种效应更加显著。廖珂等（2018）^[45]、何平林等（2018）^[34]均发现控股股东股权质押行为会促使上市公司实行“高送转”而非现金股利的利润分配方案。姜付秀等（2020）^[42]认为控股股东股权质押会导致公司出现盈余管理、股利政策等利益侵占行为。

股权质押引发的代理问题也可能会对银行、审计等第三方行为产生影响。谭燕和吴静（2013）^[48]以股权质押所得贷款为研究样本，发现较高的质押品质量会激励控股股东监督公司管理，抑制代理成本问题，从而实现了对债权的较好保障。对于股权质押与审计师行为的关联，翟胜宝等（2017）^[55]发现控股股东股权质押侵占公司资源、掏空公司的概率大幅提升，使审计师提高对公司的审计投入，且更可能出具非标准无保留审计意见。Xu 等（2019）^[32]也发现，控股股东股权质押会提升审计风险，使得审计事务所提高对公司的审计费用。

（二）过度负债与公司资本结构调整相关文献

既有文献关于过度负债影响因素的研究涵盖宏观经济背景和公司微观特征两方面。宏观经济背景因素方面，对于市场化程度与企业资本结构动态调整之间的关系，姜付秀和黄继承（2011）^[40]发现市场化程度与资本结构调整速度显著正相关，且市场化程度提升速度越快，资本结构的调整速度也相应加快。郑曼妮和黎文靖（2018）^[57]考察了利率市场化进程与过度负债企业降杠杆之间的关联，发现在贷款利率集中报价发布机制运行之后，贷款均来源于首批报价行的过度负债企业的资本结构调整速度较快。曾雪云和徐经长（2013）^[54]发现公允价值会计对上市公司资本结构产生显著影响，并使得债务风险上升。

关于公司特征因素，Liu 和 Tian（2012）^[21]以我国非国有企业为研究样本，发现拥有超额控制权的公司过度负债水平更高，控股股东利用这些资源进行隧道挖掘，而不是投资于正 NPV 的项目。Li 等（2009）^[19]研究发现，在我国非上市企业中，国有企业获得长期债务的

能力较强,企业负债率较高;而外资企业获取长期债务的能力和负债率均明显较低。Deangelo等(2011)^[8]通过分析动态资本结构模型,发现国有企业的实际负债率与目标负债率之间的偏移随着预算软约束的增强而增强。黄继承和姜付秀(2015)^[36]研究发现产品市场竞争程度会显著提高公司调整资本结构的速度,且该影响仅存在于非过度负债企业样本中。陆正飞等(2015)^[47]研究了企业股权性质与过度负债间的关系,发现从动态来看国有公司过度负债的可能性更低;从静态角度看,国有企业利息保障倍数更低,潜在的债务违约风险更高。关于经理薪酬激励与资本结构调整之间的关系,黄继承等(2016)^[37]发现当不存在过度负债的情况下时,经理薪酬激励会对公司资本结构上调产生明显的正向影响,且这种关联在经理人受到较强债务约束时更为显著。

通过梳理文献,我们发现国内外学者已经就控股股东股权质押行为的经济后果和公司过度负债与资本结构调整的驱动因素进行了较为系统地探讨。但对于控股股东股权质押与过度负债两者之间的内在关联,现有文献的关注度较低,本文将就此问题进行深入分析。

三、研究假设

既有研究表明,公司过度负债取得的资源往往并非投资于正 NPV 项目(Lin 等, 2011); Paligorova 和 Xu, 2012; Qian 和 Yeung, 2015)^{[20][24][25]}, 而是可能用于企业间借款, 进而流向控股股东本人, 因此过度负债很可能是掏空的具体表现(Liu 和 Tian, 2012; Boateng 和 Huang, 2017; Jiang 等, 2010)^{[21][2][18]}。尽管公司治理理论表明过度负债会降低公司自由现金流, 引入债权人监督, 但基于中国样本的研究证明了银行的监督作用有限, 杠杆率的变化与债权人监督之间的关联较为微弱(胡奕明和周伟, 2006; 胡奕明等, 2008)^{[39][38]}, 从而难以对企业代理问题产生稳健的影响。

关于控股股东股权质押如何影响过度负债, 当股权作为抵押品质押给债权人时, 所获质押资金的重要流向是上市公司体外的公司(Guo 等, 2018)^[15], 如股东名下的私营企业(He 和 Zhu, 2019)^[17], 因而难以改善上市公司的现金流。同时, 债权人获得了质押股份所孳生现金股利的担保物权, 控股股东的现金流权减弱, 提高公司价值的动机被抑制, 激励效应被弱化, 更容易利用自身对公司决策的影响力来侵占公司资源、掏空公司(郝项超和梁琪, 2009)^[33], 使得公司业绩下滑概率增加(翟胜宝等, 2017)^[55]。根据前文分析, 掏空动机也会表现为控股股东通过增加不必要的负债来提升其可控制的公司资源, 导致公司过度负债水平上升。基于以上分析, 本文提出如下假设:

H1: 其他因素不变时, 控股股东股权质押提升公司过度负债水平。

理论上, 控股股东股权质押对公司过度负债的影响可能受到代理问题、股权性质和融资约束程度的调节作用。其一, 既有研究表明, 在公司治理越薄弱的环境中, 过度负债越可能被控股股东以可自由支配的方式使用 (Luo 等, 2012; Paligorova 和 Xu, 2012)^{[22][24]}, 因而代理问题越严重的公司中, 控股股东股权质押对公司过度负债的促进作用应该越显著。其二, 许多研究表明, 公司股权性质对于股权质押行为后果有着较为重要的影响 (谢德仁和廖珂, 2018; 谢德仁等, 2016; 何威风等, 2018)^{[51][53][35]}。与非国有企业相比, 国企受国资管理部门的管控和监督, 控股股东在进行股权质押时通常会受到更为严格的法规和制度约束, 掏空动机在一定程度上受到抑制。但非国有企业受到这种约束与监管力度相对较小, 控股股东股权质押后更可能会诱发代理问题和掏空行为, 进而引发公司过度负债问题。因而控股股东股权质押对公司过度负债的影响在国有企业与非国有企业之间也可能存在显著差异。其三, 股权质押之后控制权与现金流权的分离使得控股股东产生掏空动机, 进而通过增加不必要的负债来提升其对公司的控制能力, 而融资约束弱的公司对外获取资源的能力往往较强, 因而这类公司会更容易出现过度负债现象。基于以上分析, 本文提出如下假设:

H2: 在代理问题更严重、非国有性质和融资约束程度更低的公司, 控股股东股权质押对企业过度负债的促进作用更为显著。

假设 1 提出了控股股东是否进行股权质押对公司过度负债的影响, 理论上股权质押程度与过度负债之间也可能存在关联。一方面, 如前文所述, 当控股股东质押股票比例越高时, 控制权与现金流权的分离问题越突出, 控股股东掏空动机使得过度负债程度更高。另一方面, 当控股股东质押股票比例达到一定程度时, 其面临的控制权转移风险会较为突出, 如果所质押股票的价格触及平仓线而未能及时还款, 将面临强制平仓, 这种情况下为保障自身的控制权私利, 控股股东的掏空动机一定程度上被抑制, 反而会产生市值管理动机 (李旒和郑国坚, 2015; Chan 等, 2018; 谢德仁和廖珂, 2018)^{[44][4][51]}, 改变经营财务决策以向市场释放积极信号 (谢德仁等, 2016; 王雄元等, 2018; 廖珂等, 2018; 何平林等, 2018)^{[53][49][45][34]}。而公司高杠杆也被普遍地解读为负面现象, 因此控股股东股权质押之后, 可能会采用各种手段稳住或降低公司杠杆率, 使过度负债程度降低。理论上存在这样一种可能: 控股股东股权质押比例在一定程度内时, 随着质押比例的提升, 掏空动机占据主导地位, 超过该程度后, 随着质押比例的提升, 控制权保护动机将占据主导地位, 公司过度负债水平可能先升后降。基于此, 本文提出如下假设:

H3: 控股股东股权质押程度与公司过度负债之间呈“倒 U 型”关系。

四、研究设计

（一）样本区间与数据来源

本文选用 2007-2019 年 A 股上市公司作为研究样本，这是因为我国新会计准则从 2007 年 1 月 1 日起开始施行。按照已有研究惯例，剔除金融、被 ST 和缺失数据的样本，获得用于研究的样本观测数为 25346。本文对所有连续变量进行 1% 的 winsorize 处理。数据来源于 CSMAR 数据库。

（二）变量选择

1. 被解释变量

对于过度负债的衡量，前人主要采用以下两种方式：其一，姜付秀等（2008）^[41]、Uysal（2011）^[28]、Denis 和 Mckeon（2012）^[9]、张会丽和陆正飞（2013）^[56]将实际负债率与 Tobit 回归得到的目标负债率之差认定为过度负债率。该种方式认为目标负债率的驱动因素包括公司特征与行业因素，较为全面，本文主要采用该方式衡量过度负债。具体而言，参考 Harford 等（2009）^[16]、Denis 和 Mckeon（2012）^[9]，为有效控制通胀等宏观因素影响，对样本分年度进行 Tobit 回归以预测公司的目标负债率。参考 Chang 等（2014）^[5]、Frank 和 Goyal（2009）^[13]的研究，本文选择影响我国公司资产负债率的主要因素作为解释变量，构建回归模型（1），其中 LEVB 表示公司实际负债率，SOE 表示股权性质，ROA 表示盈利能力，IND_LEVB 表示行业负债率中位数，GROWTH 表示成长能力，FATA 表示固定资产占比，SIZE 表示公司规模，SHRCR1 表示第一大股东持股比例。过度资产负债率 EXLEV 为公司实际负债率减去模型（1）预测的目标负债率所得的残差 ε ，该指标越大，表明公司过度负债水平越高。

$$LEVB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * SOE_{i,t-1} + \beta_2 * ROA_{i,t-1} + \beta_3 * IND_LEVB_{i,t-1} + \beta_4 * GROWTH_{i,t-1} + \beta_5 * FATA_{i,t-1} + \beta_6 * SIZE_{i,t-1} + \beta_7 * SHRCR1_{i,t-1} + \varepsilon_i$$

（1）

其二，姜付秀等（2008）^[41]、张会丽和陆正飞（2013）^[56]等通过实际负债率减去行业负债率中位数或均值来衡量公司过度负债水平。这种方式考虑了行业之间的差异，但未考虑行业内异质性。本文也采用实际负债率（LEVB）与同年度所在行业负债率中位数之差 EXLEV2、与同年度所在行业负债率均值之差 EXLEV3 作为公司过度负债水平的衡量指标。

为检验变量稳健性，我们还参考陆正飞等（2015）^[47]，设定虚拟变量 EXLEV_DUM 作为衡量公司过度负债的可能性，当公司的 EXLEV 大于 0 时，将其认定为过度负债公司，EXLEV_DUM 取 1，否则为 0。同时也构造 EXLEV2 对应的虚拟变量 EXLEV2_DUM 和

EXLEV3 对应的虚拟变量 EXLEV3_DUM 作为过度负债的替代衡量方式。

2. 核心解释变量

参考谢德仁等(2016)^[53]方法,将控股股东是否进行股权质押设定为虚拟变量 PLEDGE,当上市公司的控股股东在会计年度末质押了上市公司的股票(剩余股票质押数大于0)时,PLEDGE 取 1,反之取 0。

3. 控制变量

本文选取已有文献证实对我国公司过度负债水平有显著影响的变量作为控制变量(Chang 等, 2014; 陆正飞等, 2015)^{[5][47]},包括股权性质(SOE),盈利能力(ROA),行业平均负债水平(以行业负债率中位数 IND_LEVB 测度),公司成长能力(GRWOTH),固定资产占比(FATA),公司规模(SIZE),第一大股东持股比例(SHRCR1),管理费用率(EXP),非债务税盾水平(NDTS),现金流波动性(VCF),和管理层持股比例(MANAOWN)。

(三) 实证模型

为检验控股股东股权质押对公司过度负债影响,参考陆正飞等(2015)^[47]和 Chang 等(2014)^[5],本文采用如下实证模型(2)。Y 代表过度负债衡量指标,其中包括较为常用的过度资产负债率 EXLEV、EXLEV2 和 EXLEV3,以及稳健性指标过度负债虚拟变量 EXLEV_DUM、EXLEV2_DUM 和 EXLEV3_DUM。模型(2)中主要解释变量为控股股东是否进行股权质押(PLEDGE)。模型加入了各控制变量(CONTROL)与行业、年度固定效应。为了降低内生性影响,本文对所有解释变量滞后一期。表 1 列示了各变量的含义。

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * PLEDGE_{i,t-1} + \beta_2 * CONTROL_{i,t-1} + \varepsilon_i \quad (2)$$

表 1 变量含义

变量名	定义	计算方法
EXLEV	过度资产负债率(1)	账面资产负债率减去模型(1)预测的目标 负债率
EXLEV2	过度资产负债率(2)	账面资产负债率减去同年度所在行业负债 率中位数
EXLEV3	过度资产负债率(3)	账面资产负债率减去同年度所在行业负债 率均值
EXLEV_DUM	过度负债虚拟变量(1)	当 EXLEV 大于 0 时,

		EXLEV_DUM 取 1
EXLEV2_DUM	过度负债虚拟变量 (2)	当 EXLEV2 大于 0 时, EXLEV2_DUM 取 1
EXLEV3_DUM	过度负债虚拟变量 (3)	当 EXLEV3 大于 0 时, EXLEV3_DUM 取 1
PLEDGE	控股股东股权质押	当控股股东会计年度末剩余股票质押数大于 0 时, 哑变量取 1, 反之取 0
PLEDGERATIO	控股股东股权质押比例	控股股东股权质押股数占上市公司总股数百分比
PLEDGERATIOSQ	控股股东股权质押比例的平方	控股股东股权质押股数占上市公司总股数百分比的平方
SOE	股权性质	国有企业为 1, 否则为 0
GROWTH	成长能力 (总资产增长率)	年末总资产的增长额同年初资产总额之比
ROA	盈利能力	营业利润/总资产
IND_LEVB	行业资产负债率中位数	资产负债率行业中位数
VCF	现金流波动率	现金流/总资产的三年波动率
FATA	固定资产占比	固定资产总额/总资产
SIZE	公司规模	总资产的自然对数
SHRCR1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/总股数
EXP	管理费用率	管理费用/总资产
NDTS	非债务税盾	折旧费用/总资产
MANAOWN	管理层持股比例	管理层持股数/总股数

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了变量的描述性统计结果。公司过度负债资产负债率 EXLEV 的最大、最小值为 0.762、-0.615, EXLEV2 的最大、最小值为 0.709、-0.618, EXLEV3 的最大、最小值为 0.673、-0.589, 过度负债虚拟变量 EXLEV_DUM 的均值和标准差为 0.5 和 0.5, EXLEV2_DUM 的均值和标准差为 0.529 和 0.499, EXLEV3_DUM 的均值和标准差为 0.528 和 0.499, 我国上市公司的过度负债水平存在较大差异。样本中有 39% 的公司进行过股权质押, 平均股权

质押率为 23%，说明股权质押已成为上市公司控股股东的常见融资手段之一。国有企业观测值占比为 42%。第一大股东持股比例（SHRCR1）的平均值和标准差分别为 35%和 15%，说明上市公司控股股东持股比例差距较为显著。

表 2 变量的描述性统计

Variable	N	mean	p50	sd	min	max
EXLEV	25346	-0.001	0	0.154	-0.615	0.762
EXLEV2	25346	0.018	0.013	0.184	-0.618	0.709
EXLEV3	25346	0.015	0.014	0.182	-0.589	0.673
EXLEV_DUM	25346	0.5	0	0.5	0	1
EXLEV2_DUM	25346	0.529	1	0.499	0	1
EXLEV3_DUM	25346	0.528	1	0.499	0	1
PLEDGE	25346	0.393	0	0.489	0	1
PLEDGERATIO	25346	0.075	0	0.125	0	1
SOE	25346	0.424	0	0.494	0	1
ROA	25346	0.044	0.040	0.061	-0.263	0.225
IND_LEVB	25346	0.432	0.409	0.120	0.209	0.709
GROWTH	25346	0.206	0.107	0.394	-0.336	2.506
FATA	25346	0.227	0.192	0.169	0.002	0.733
SIZE	25346	22.057	21.885	1.269	19.417	25.812
SHRCR1	25346	35.240	33.340	15.037	9	75.510
EXP	25346	0.048	0.043	0.030	0.004	0.176
NDTS	25346	0.020	0.017	0.015	0	0.072
VCF	25346	0.047	0.035	0.041	0.002	0.230
MANAOWN	25346	8.323	0	16.010	0	65.662

表 3 对比了存在股权质押与无股权质押的公司样本中各变量之间的差异。可以发现，对于进行了股权质押的上市公司，其过度资产负债率（EXLEV、EXLEV2 和 EXLEV3）的均值明显高于没有股权质押上市公司的值，EXLEV_DUM、EXLEV2_DUM 和 EXLEV3_DUM 的均值也高于没有股权质押上市公司的值。样本中非国有企业股权质押现象更普遍，进行了股权质押的上市公司成长性更强、规模更小。此外，盈利能力更弱、固定资产占比更低、行

业资产负债率水平更低和第一大股东持股比例更低的样本中股权质押的概率更大,可见控股股东股权质押行为与公司的经营财务情况的变化很可能有密切联系。

表 3 股权质押上市公司相关变量差异检验

Variable	PLEDGE=0		PLEDGE=1		Mean-Difference
	N	mean	N	mean	
EXLEV	15374	-0.014	9972	0.020	-0.034***
EXLEV2	15374	0.007	9972	0.036	-0.029***
EXLEV3	15374	0.005	9972	0.030	-0.025***
EXLEV_DUM	15374	0.460	9972	0.561	-0.102***
EXLEV2_DUM	15374	0.503	9972	0.569	-0.066***
EXLEV3_DUM	15374	0.506	9972	0.562	-0.056***
SOE	15374	0.588	9972	0.170	0.417***
ROA	15374	0.047	9972	0.038	0.008***
IND_LEVB	15374	0.440	9972	0.419	0.021***
GROWTH	15374	0.183	9972	0.243	-0.060***
FATA	15374	0.240	9972	0.205	0.035***
SIZE	15374	22.121	9972	21.959	0.162***
SHRCR1	15374	36.477	9972	33.333	3.143***
EXP	15374	0.048	9972	0.047	0.001***
NDTS	15374	0.021	9972	0.019	0.003***
VCF	15374	0.047	9972	0.049	-0.002***
MANAOWN	15374	6.767	9972	10.722	-3.955***

注: **、*、*分别表示 1%、5%、10%水平下显著。

(二) 主要实证结果与分析

表 4 列示了公司过度负债对控股股东股权质押的回归结果。第 (1) - (3) 列被解释变量分别为过度资产负债率 EXLEV、EXLEV2 和 EXLEV3, PLEDGE 的估计系数分别为 1.5%、1.6%和 1.6%, 且均在 1%的水平上显著为正, 表明当其他因素不变时, 控股股东股权质押行为显著提升公司过度负债水平。第 (4) - (6) 列被解释变量分别为过度负债虚拟变量 EXLEV_DUM、EXLEV2_DUM 和 EXLEV3_DUM, PLEDGE 的估计系数分别为 52.4%、50.8%

和 50.9%，且在 1%的水平上显著为正，说明当其他因素不变时，控股股东股权质押行为会使得公司处于过度负债状态的可能性提升 50%以上。因此，存在控股股东股权质押的公司过度负债水平与过度负债可能性均较高。其背后原因在于，股权质押后控制权与现金流权的分离会导致控股股东出于自身利益而掏空公司，通过增加不必要的负债来提升其可控制的公司资源，实证结果支持了研究假设 1。

表 4 控股股东股权质押与过度负债回归结果

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3	EXLEV_DU M	EXLEV2_D UM	EXLEV3_D UM
PLEDGE	0.015*** (0.000)	0.016*** (0.000)	0.016*** (0.000)	0.524*** (0.000)	0.508*** (0.000)	0.509*** (0.000)
SOE	0.005 (0.432)	0.018*** (0.003)	0.019*** (0.002)	0.178** (0.012)	0.321*** (0.000)	0.322*** (0.000)
ROA	0.422*** (0.000)	-0.576*** (0.000)	-0.572*** (0.000)	-0.723** (0.039)	-11.636*** (0.000)	-11.698*** (0.000)
IND_LEVB	-0.269*** (0.000)	-0.205*** (0.000)	-0.128*** (0.000)	-2.068*** (0.000)	-0.764** (0.022)	-0.250 (0.451)
GROWTH	-0.024*** (0.000)	0.005** (0.047)	0.005** (0.034)	0.051 (0.187)	0.302*** (0.000)	0.279*** (0.000)
FATA	0.110*** (0.000)	0.080*** (0.000)	0.085*** (0.000)	1.468*** (0.000)	1.271*** (0.000)	1.423*** (0.000)
SIZE	-0.001 (0.622)	0.063*** (0.000)	0.062*** (0.000)	0.129*** (0.000)	0.868*** (0.000)	0.884*** (0.000)
SHRCR1	0.000* (0.094)	-0.000 (0.558)	-0.000 (0.494)	0.001 (0.630)	-0.005** (0.013)	-0.004* (0.073)
EXP	0.270*** (0.000)	0.287*** (0.000)	0.257*** (0.001)	3.446*** (0.001)	4.144*** (0.000)	3.886*** (0.001)
NDTS	-0.826*** (0.000)	-0.742*** (0.000)	-0.813*** (0.000)	-10.243*** (0.001)	-10.687*** (0.002)	-12.255*** (0.000)

VCF	0.129*** (0.000)	0.140*** (0.000)	0.132*** (0.000)	4.958*** (0.000)	4.538*** (0.000)	5.062*** (0.000)
MANAOWN	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.006*** (0.000)	-0.006*** (0.000)	-0.007*** (0.000)
CONS	0.079 (0.186)	-1.274*** (0.000)	-1.276*** (0.000)	-2.443*** (0.001)	-18.532*** (0.000)	-18.956*** (0.000)
N	25346	25346	25346	25336	25341	25334
R ²	0.101	0.202	0.178	0.044	0.183	0.191
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

（三）稳健性与内生性检验

1. 静态视角下控股股东股权质押与公司过度负债

主回归中使用的过度资产负债率指标主要基于动态角度衡量过度负债。从静态视角来看，公司过度负债一定程度上也表现为无法按时偿付到期债务。一般情况下短期违约风险较高的公司未来融资也会较为困难，静态与动态视角下公司过度负债状况具有一致性。本文基于静态视角检验了控股股东股权质押对过度负债影响的稳健性。

参考 Rajan 和 Zingales (1995)^[26]、Faulkender 和 Petersen (2006)^[11]、陆正飞等 (2015)^[47]，本文采用利息覆盖率来衡量静态过度负债，作为过度资产负债率指标的补充。当利息覆盖率过低时，公司偿还到期债务的能力不足，本文设定哑变量 EXINT_DUM 与 EXINT_DUM1 反映过低利息覆盖率。当利息覆盖率小于 1 时 EXINT_DUM 取 1，否则取 0。当利息覆盖率小于 2.5 时 EXINT_DUM1 取 1，否则取 0。由于 EXINT_DUM 和 EXINT_DUM1 是根据 EBITDA/利息支出计算出来的虚拟变量，而 EBITDA 和 ROA 高度正相关，出于技术上的考虑，模型中未控制 ROA。

表 5 列示了利息覆盖率作为被解释变量的回归结果。表 5 的第 (1)、(2) 列表明静态视角下控股股东股权质押行为在 1% 的显著度水平上提升了公司过低利息覆盖率的出现概率。第 (3)、(4) 列中控股股东股权质押比例的一次项 (PLEDGERATIO) 系数在 1% 水平上显著为正，二次项 (PLEDGERATIOSQ) 系数在 5% 的水平上显著为负。根据 (3)、(4) 列估计结果，拐点分别为 62% 和 81%，与长期视角下拐点接近。可见静态视角下控股股东

股权质押比例与公司过低利息覆盖率之间也存在一种倒 U 型的曲线关系。静态视角下控股股东股权质押与公司过度负债之间的关系保持稳健。

表 5 控股股东股权质押与过低利息覆盖率回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
Variables	EXINT_DUM	EXINT_DUM1	EXINT_DUM	EXINT_DUM1
PLEDGE	0.437*** (0.000)	0.562*** (0.000)		
PLEDGERATIO			2.860*** (0.000)	3.297*** (0.000)
PLEDGERATIOSQ			-2.295** (0.049)	-2.034** (0.033)
控制变量	略	略	略	略
N	25153	25279	25153	25279
R2-p	0.087	0.116	0.089	0.119
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、*分别表示 1%、5%、10%水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

2. 控制公司固定效应

为消除个体不随时间变化的遗漏变量的影响，我们使用个体固定效应模型进行回归分析。表 6 展示了控制了个体和年度固定效应后的回归结果，控股股东股权质押仍显著提高了公司过度负债的可能性。这一结论与表 4 的主要发现一致。

表 6 个体固定效应模型检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variables	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3	EXLEV_DU M	EXLEV2_D UM	EXLEV3_D UM
PLEDGE	0.009** (0.010)	0.011*** (0.001)	0.011*** (0.001)	0.232*** (0.000)	0.171** (0.012)	0.242*** (0.000)

控制变量	略	略	略	略	略	略
<i>N</i>	25346	25346	25346	16458	14487	14047
<i>R</i> ²	0.096	0.162	0.147			
<i>CHI</i>				649.24	1341.61	1279.03
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Individual	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、*分别表示 1%、5%、10%水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

3. 内生性检验

为解决可能的内生性问题，本文对被解释变量为连续变量的回归采用两阶段最小二乘回归（2SLS）的方法。参考谢德仁等（2016）^[53]，使用同年度同省份其他公司股权质押水平均值（PLEDGE_PRO）作为工具变量。表 7 列示了两阶段回归的结果，第（1）列为第一阶段的回归结果，控股股东股权质押（PLEDGE）与同年度同省份其他公司平均股权质押水平（PLEDGE_PRO）均显著正相关关系，系数在 1%水平上显著；表中第（2）、（3）、（4）列为第二阶段回归结果，最终结果表明，控股股东股权质押（PLEDGE）仍明显提高了公司过度资产负债率水平 EXLEV、EXLEV2 和 EXLEV3，回归系数均在 1%水平上显著。

表 7 工具变量法（2SLS）检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
Variables	PLEDGE	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3
PLEDGE		0.211*** (0.000)	0.202*** (0.000)	0.203*** (0.000)
PLEDGE_PRO	0.345*** (0.000)			
控制变量	略	略	略	略
<i>N</i>	25344	25344	25344	25344
<i>R</i> ²	0.098	-0.149	0.189	0.177
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、*分别表示 1%、5%、10%水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

参考何威风等（2018）^[35]，考虑到存在控股股东股权质押与不存在控股股东股权质押的公司之间可能存在一定差别，本文还采用了倾向得分匹配（PSM 配对）的方法应对这一问题。按股权性质、所处行业负债率状况、固定资产占比、规模及规模增速、盈利能力、第一大股东及管理层持股比例、管理费用率、非债务税盾和现金流波动性等指标进行了上市公司是否有控股股东股权质押的一一配对。PSM 配对后的回归结果如下。控股股东是否股权质押与公司过度负债仍在 1% 的显著性水平上正相关，表 8 的回归结果与表 4 的主要发现一致。

表 8 PSM 配对检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variables	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3	EXLEV_DU M	EXLEV2_D UM	EXLEV3_D UM
PLEDGE	0.024*** (0.000)	0.024*** (0.000)	0.024*** (0.000)	0.543*** (0.000)	0.475*** (0.000)	0.499*** (0.000)
控制变量	略	略	略	略	略	略
N	13044	13044	13044	13026	13040	13032
R ² /R ² -p	0.103	0.182	0.160	0.049	0.178	0.188
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

六、进一步分析

（一）代理问题、控股股东股权质押与公司过度负债

为检验代理问题对股权质押与过度负债关系的调节作用，本文采用股权制衡程度（SINDEX、HERFINDAHL）作为刻画控股股东与中小股东间代理问题的代理变量，股权制衡程度越低意味着控股股东面临的约束越小，公司的代理成本越高。SINDEX 为公司第二至第十控股股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比，HERFINDAHL 为公司第二至第十控股股东持股比例的平方和与第一大股东持股比例的平方之比。表 9 中为将控股股东股权质押与股权制衡程度的交互项加入模型后的回归结果。被解释变量为过度资产负债率

(EXLEV、EXLEV2 和 EXLEV3)，交互项为 PLEDGESINDEX 和 PLEDGEHERFINDAHL。不论代理变量为 SINDEXT 还是 HERFINDAHL，交互项系数均显著为负。可见股权制衡程度越低、代理问题越严重，控股股东股权质押对公司过度负债的促进作用越大。而第二类代理问题与控股股东隧道挖掘等掏空行为紧密相关，因此该回归结果一定程度上也表明控股股东股权质押产生的两权分离问题使得控股股东倾向于掏空公司，进而提升公司过度负债程度，验证了假设 2。

表 9 股权制衡程度、控股股东股权质押与公司过度负债

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variables	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3
PLEDGE	0.021*** (0.000)	0.022*** (0.000)	0.022*** (0.000)	0.018*** (0.000)	0.019*** (0.000)	0.019*** (0.000)
PLEDGE-	-0.009*** (0.008)	-0.009*** (0.010)	-0.009*** (0.008)			
SINDEX	-0.023*** (0.000)	-0.024*** (0.000)	-0.024*** (0.000)			
SINDEX						
PLEDGEHE-				-0.012** (0.034)	-0.012** (0.041)	-0.012** (0.035)
RFINDAHL				-0.018*** (0.000)	-0.020*** (0.000)	-0.020*** (0.000)
HERFINDA-						
HL						
控制变量	略	略	略	略	略	略
N	25345	25345	25345	25346	25346	25346
R ²	0.109	0.210	0.187	0.104	0.205	0.181
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

(二) 股权性质、控股股东股权质押与公司过度负债

为检验控股股东股权质押对公司过度负债的影响在不同股权性质的公司之间是否存在显著差异，本文在模型中引入控股股东股权质押与股权性质的交互项 PLEDGESOE。表 10

第(1)-(3)列为回归结果,被解释变量为过度资产负债率(EXLEV、EXLEV2和EXLEV3)。控股股东股权质押与股权性质的交互项估计系数为负,控股股东股权质押的估计系数显著为正。以上结果表明,相较于国有企业,非国有企业样本中控股股东股权质押对公司过度负债的影响更为显著,与假设2一致。

(三) 融资约束、控股股东股权质押和公司过度负债

本文进一步检验了股权质押对公司过度负债的促进作用在不同融资约束程度的公司之间的差异。关于融资约束的度量, Fazzari 等(1988)^[12]将股利支付水平作为公司融资约束程度的判断标准,认为分红越少的公司投资越依赖内部现金流,可能面临越严重的融资约束。魏锋和刘星(2004)^[50]基于中国数据印证了股利水平是中国上市公司融资约束严重程度的良好表征,因此本文采用股利支付率(DIVPAY)来度量融资约束。在模型中引入融资约束与控股股东股权质押交互项(PLEDGEDIVPAY)后,回归结果如表10中(4)-(6)列所示,交互项系数显著为正,说明股利支付率越高、融资约束程度越低的公司,控股股东股权质押对公司过度负债的正向影响越大,验证了假设2。

表 10 股权性质、融资约束对股权质押与过度负债关系的调节作用

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variables	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3
PLEDGE	0.018*** (0.000)	0.021*** (0.000)	0.020*** (0.000)	0.016*** (0.000)	0.016*** (0.000)	0.016*** (0.000)
PLEDGE- SOE	-0.012* (0.076)	-0.017** (0.019)	-0.014** (0.041)			
SOE	0.009 (0.174)	0.023*** (0.000)	0.023*** (0.000)			
PLEDGE- DIVPAY				0.003** (0.028)	0.004*** (0.006)	0.003** (0.015)
DIVPAY				-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)
控制变量	略	略	略	略	略	略
N	25346	25346	25346	23243	23243	23243
R ²	0.101	0.202	0.178	0.084	0.207	0.183

Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、*分别表示 1%、5%、10%水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

（四）控股股东股权质押比例与公司过度负债

主回归结果表明，是否存在股权质押对于公司过度负债状况具有显著的影响，那么控股股东股权质押程度与公司过度负债之间有什么关联呢？假设 3 表明，掏空动机和控制权保护动机共同影响着控股股东股权质押比例与公司过度负债之间的关系，且作用方向相反。控股股东股权质押与公司过度负债之间呈“倒 U 型”关系。为检验以上推测，在回归模型中引入股权质押程度及其二次项。本文采用控股股东股权质押股数占上市公司总股数百分比（PLEDGERATIO）来衡量控股股东股权质押程度，用股权质押比例的平方（PLEDGERATIOSQ）来衡量股权质押程度的二次项。回归结果如表 11 所示。第（1）-（3）列被解释变量为过度资产负债率，控股股权质押比例的一次项（PLEDGERATIO）系数在 1% 水平上显著为正，二次项（PLEDGERATIOSQ）系数在 10% 的水平上显著为负，二次函数曲线开口向下。曲线拐点分别为 76%、73%和 73%，拐点均值 74%，为股权质押比例的 99.8% 分位数，仅有 0.2% 的股权质押比例位于该点的右方，说明控股股东股权质押比例与公司过度负债水平之间均存在一种倒 U 型曲线关系，当股权质押数占上市公司总股数比例低于临界值时，控股股权质押比例的上升会提升公司过度负债水平，而当股权质押数占上市公司总股数比例高于临界值时，控股股权质押比例的上升会降低公司过度负债水平，与前文分析结果一致。值得注意的是，绝大部分情况下控股股东股权质押比例提升会对公司过度负债产生促进作用，仅在少数极端情况下股权质押程度与公司过度负债负相关。第（4）-（6）列结果表明，被解释变量替换为虚拟变量时，倒 U 型曲线关系仍成立，回归结果保持稳健。

表 11 控股股东股权质押比例与过度负债回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variables	EXLEV	EXLEV2	EXLEV3	EXLEV_DU M	EXLEV2_D UM	EXLEV3_D UM
PLEDGE-	0.113***	0.121***	0.122***	3.592***	3.410***	3.543***
RATIO	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
PLEDGE-	-0.074*	-0.083*	-0.083*	-2.849***	-2.814***	-3.144***

RATIOSQ	(0.095)	(0.053)	(0.053)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
控制变量	略	略	略	略	略	略
N	25346	25346	25346	25336	25341	25334
R ² /R2-p	0.101	0.202	0.178	0.048	0.185	0.194
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled

注：括号中为 p 值，***、**、*分别表示 1%、5%、10%水平下显著，所有回归均经过公司层面聚类调整。

七、结论

较实际负债率而言,过度负债能更科学地反映公司的资本结构状况。本文基于 2007-2019 年 A 股上市公司数据实证分析了控股股东股权质押对公司过度负债的影响。实证结果表明:

(1) 进行股权质押后,控制权与现金流权的分离会使控股股东产生掏空动机,进而通过提升公司过度负债水平来增强其对公司的控制;(2) 在代理问题更严重、非国有性质和融资约束程度更低的样本中,控股股东股权质押行为对公司过度负债的正向影响更为显著;(3) 控股股东股权质押比例与公司过度负债之间存在一种先促进后抑制的倒 U 型的曲线关系,大部分情况下二者呈正相关关系,仅在极端情况下控股股东会出于控制权保护动机降低公司过度负债。

本文的实证发现揭示了控股股东股权质押的潜在风险,不仅丰富了控股股东股权质押经济后果的相关研究,而且也增进了对公司资本结构方面的研究,有助于全面和深入认识股权质押中相关主体的行为。本文的研究结论对改进上市公司治理和完善证券监管均有启发性含义。监管机构应关注控股股东股权质押行为的潜在风险,完善股权质押信息披露制度,动态监测公司过度负债指标的变化情况,同时加强投资者教育,切实保护中小投资者利益。上市公司董事会应高度关注控股股东股权质押行为,适时引入机构投资者,提升股权制衡程度和公司治理水平,持续优化资本结构,防范控股股东掏空行为。本文研究结论对于投资者也有一定实际指导意义。投资者应理性对待控股股东股权质押行为,综合评估上市公司基本面,警惕股权质押下公司过度负债可能带来的负面影响。

参考文献

- [1] 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.
- [2] 何平林,辛立柱,潘哲煜,李涛.上市公司股票送转行为动机研究——基于股权质押融资视角的证据[J].会计研究,2018(3):57-63.
- [3] 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.
- [4] 黄继承,姜付秀.产品市场竞争与资本结构调整速度[J].世界经济,2015,(7):99-119.
- [5] 黄继承,阚铎,朱冰,郑志刚.经理薪酬激励与资本结构动态调整[J].管理世界,2016,(11):156-171.
- [6] 胡奕明,林文雄,李思琦,谢诗蕾.大贷款人角色:我国银行具有监督作用吗?[J].经济研究,2008,(10):52-64.
- [7] 胡奕明,周伟.债权人监督:贷款政策与企业财务状况——来自上市公司的一项经验研究[J].金融研究,2006,(4):49-60.
- [8] 姜付秀,黄继承.市场化进程与资本结构动态调整[J].管理世界,2011,(3):124-134.
- [9] 姜付秀,刘志彪,李焰.不同行业内公司之间资本结构差异研究——以中国上市公司为例[J].金融研究,2008,(5):172-185.
- [10] 姜付秀,申艳艳,蔡欣妮,姜祿彦.多个大股东的公司治理效应:基于控股股东股权质押视角[J].世界经济,2020,(2):74-98.
- [11] 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.
- [12] 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.
- [13] 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.
- [14] 陆正飞,高强.中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析[J].会计研究,2003,(10):16-24.
- [15] 陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J].经济研究,2015,(12):54-67.
- [16] 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.
- [17] 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.
- [18] 魏锋,刘星.融资约束、不确定性对公司投资行为的影响[J].经济科学,2004,(2):35-43.
- [19] 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.
- [20] 谢德仁,廖珂,郑登津.控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J].会计研究,2017,(3):30-38.
- [21] 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.
- [22] 曾雪云,徐经长.公允价值计量、金融投资行为与公司资本结构[J].金融研究,2013,(3):181-193.
- [23] 翟胜宝,许浩然,刘耀淞,唐玮.控股股东股权质押与审计师风险应对[J].管理世界,2017,(10):51-65.
- [24] 张会丽,陆正飞.控股水平、负债主体与资本结构适度性[J].南开管理评论,2013,(5):142-151.
- [25] 郑曼妮,黎文靖.中国过度负债企业去杠杆——基于资本结构动态调整视角[J].国际金融研究,2018(10):87-96.
- [26] Anderson R, Puleo M. Insider share-pledging and equity risk[J]. Journal of Financial Services Research, 2020, 58(6):1-25.
- [27] Boateng A, Huang W. Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: evidence from an emerging market[J]. Corporate governance, 2017, 25(1):58-74.
- [28] Caskey J, Hughes J, Jing L. Leverage, excess leverage, and future returns[J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(2):443-471.
- [29] Chan K, Chen H K, Hu S Y, et al. Share pledges and margin call pressure[J]. Journal of Corporate

- Finance, 2018, 52(10):96-117.
- [30] Chang C , Xin C, Liao G. What are the reliably important determinants of capital structure in china?[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014, 30:87-113.
- [31] Chauhan Y , Mishra A K , Spahr R W . Stock pledging and firm risk: evidence from India[J]. Financial Management, 2020, 50(1):261-280.
- [32] Chen A, Kao L, Chen Y K . Agency costs of controlling shareholders' share collateral with Taiwan evidence[J]. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 2007,10(2):173-191.
- [33] Deangelo H, Deangelo L , Whited T M . Capital structure dynamics and transitory debt[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(2):235-261.
- [34] Denis D J , Mckeon S B. Debt financing and financial flexibility evidence
- [35] from proactive leverage increases[J]. Review of Financial Studies, 2012, 25(6):1897-1929.
- [36] Dou Y, Masulis R W, Zein J. Shareholder wealth consequences of insider pledging of company stock as collateral for personal loans[J]. Review of Financial Studies, 2019,32(12):4810-4854.
- [37] Faulkender M, Petersen M A. Does the source of capital affect capital structure?[J]. Review of Financial Studies, 2006, 19(1):45-79.
- [38] Fazzari S M, Hubbard R G, Petersen B C, Blinder A S, Poterba J M. Financing constraints and corporate investment[J].Brookings Papers on Economic Activity, 1988, (1): 141-206.
- [39] Frank M Z, Goyal V K. Capital Structure Decisions: Which factors are reliably important?[J].Financial Management ,2009,38:1-37.
- [40] Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field[J]. Journal of Financial Economics ,2001, 60:187-243.
- [41] Guo K, Ke B, Tang S. Why do controlling shareholders of public Chinese firms pledge their shares[R]. National University of Singapore Working Paper, 2018.
- [42] Harford J, Klasa S, Walcott N. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions[J]. Journal of Financial Economics ,2009,93:1-14.
- [43] He Z, Zhu F. Controlling shareholders' share pledging and private enterprises' development in China[R]. University of Chicago Working Paper, 2019.
- [44] Jiang G, Lee C M C, Yue H. Tunneling through inter-corporate loans: the china experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1):1-20.
- [45] Li K, Yue H, Zhao L. Ownership, institutions, and capital structure: evidence from China[J]. Journal of

Comparative Economics ,2009,37:471-490.

- [46] Lin C, Ma Y, Malatesta P, Xuan Y. Ownership structure and the cost of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 2011,100:1-23.
- [47] Liu Q, Tian G. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: evidence from Chinese non-tradable share reform[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18:782-803.
- [48] Luo J H , Wan D F, Cai D. The private benefits of control in chinese listed firms: do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling?[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2012, 29(2):499-518.
- [49] Ouyang C , Wang X , Chan J . Do insiders' share pledges affect bond yield spreads? Evidence from an emerging market[J]. SSRN Electronic Journal, 2018.
- [50] Paligorova T, Xu Z. Complex ownership and capital structure[J].Journal of Corporate Finance, 2012, 18:701-716.
- [51] Qian M, Yeung B Y. Bank financing and corporate governance[J]. Journal of Corporate Finance, 2015,32:258-270.
- [52] Rajan R, Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data[J]. Journal of Finance, 1995, 50(5):1421-1460.
- [53] Singh P. The inside job: share pledges by insiders and earnings management[R]. University of Illinois at Urbana-Champaign Working Paper, 2018.
- [54] Uysal V B. Deviation from the target capital structure and acquisition choices[J].Journal of Financial Economics ,102:602-620.
- [55] Wang Y C, Chou R K. The impact of share pledging regulations on stock trading and firm valuation[J]. Journal of Banking & Finance, 2018, 89(4):1-13.
- [56] Xu J. Relationship between controlling shareholders' participation in share pledging and accounting conservatism in China[J].Australian Accounting Review, 2021, 96(31):9-21.
- [57] Xu J, Huang H. Pay more or pay less? The impact of controlling shareholders' share pledging on firms' dividend payouts[J].Pacific-Basin Finance Journal, 2021,65:1-20.
- [58] Xu J, Zhang Y, Xie Y. Controlling shareholder's share pledging and firm's auditor choice[J]. Emerging Markets Finance & Trade,2019, 56(2):1-21.

Does Controlling Shareholders' Share Pledges Lead to Excess Leverage of the Listed Company?

Abstract: The separation of control rights and cash flow rights of controlling shareholders after share pledges is likely to make them generate the motivation of tunneling, and then strengthen the control of the company by increasing the level of excess leverage, so as to realize the embezzlement of interests. This paper empirically tests this hypothesis using a sample of China's A-share listed companies from 2007 to 2019. The results show that consistent with the above hypothesis, controlling shareholders' share pledges significantly increase the level of excess leverage, and for firms that are non-SOE, with a higher degree of agency problem and financing constraints, the impact of controlling shareholders' share pledges on excess leverage is more significant. Further analysis shows that, there is an inverted U-shaped relation between the proportion of controlling shareholders' share pledge and excess leverage. When the proportion of controlling shareholders' share pledge is relatively high, the controlling shareholders may reduce the level of excess leverage for the purpose of protecting control rights. This paper not only enriches the lines of research on equity pledges and capital structure, but also provides beneficial enlightenment for the protection of small and medium investors and the governance of listed companies.

Key words: Share Pledge; Excess Leverage; Agency Problem; Ownership Property; Financing Constraints



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn