

股权质押研究:框架、经验、共识与展望

吴梦菲¹, 陈辉¹, 顾乃康²

(1. 广东金融学院 金融与投资学院, 广东 广州 510521; 2. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

摘要:股权质押问题已成为中国金融领域的现象级研究对象,亟待厘清已形成的共识,并指明未来的研究方向。首先基于信息不对称理论,从股权质押前的逆向选择问题和股权质押后的道德风险问题两个角度,建立起一套可以统摄现有大多数实证研究的理论分析框架;其次按照这两个角度分别梳理了现有经验研究的主要结论;最后总结了已形成的十一点共识,并指明了有待进一步研究的七大方向。

关键词:股权质押;逆向选择;道德风险;控制权让位风险;公司治理

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-0098(2021)01-0031-10

一、引言

近年来,股权质押问题已成为中国金融领域的现象级研究对象,仅在权威期刊上发表的论文就有数十篇,英文期刊上关于股权质押问题的研究也开始陆续出现。究其可能的原因:一是股权质押在我国已成为非常普遍的融资方式。据 WIND 资讯的数据显示,2018 年 12 月 31 日,存在在押股份的上市公司数达到 3429 家,占当时全部 A 股上市公司数量(3560 家)的比重高达 96%,A 股上市公司几乎到了无股不押的程度。其中,存在第一大股东股权质押的公司数高达 1741 家,质押股份占其持有股份比例的均值高达 62%。若算上其他大股东的股权质押,则存在大股东股权质押的公司比例和所有大股东股权质押的股份比例将更高。二是大股东股权质押行为牵涉的参与者较多,从而为我们提供了良好的研究场景。尽管大股东股权质押是其个人融资行为,但由于股权质押后的大股东会面临控制权让位风险(王斌等,2013)^[1],导致其有动机干涉上市公司的行为,又由于其大股东的控股身份,导致其同时有能力干涉上市公司的行为,于是管理层的各项决策将会受其影响,如企业的融资行为(高伟生,2018)^[2]、投资行为(李常青等,2018;柯艳蓉等,2019)^{[3][4]}、股利政策(廖珂等,2018)^[5]等;由于大股东在股权质押后存在各种道德风险行为,致使其有动机对上市公司实施盈余管理(谢德仁 and 廖珂,2018)^[6],和随之而来的对审计意见的购买行为(曹丰和李珂,2019)^[7]等。这就为我们研究逆向选择和道德风险的经济后果,以及会计和审计等领域的相关议题提供了良好的研究场景,丰富了公司治理的相关研究。这样的研究场景在美国是难以获得的,一方面,美国上市公司的大股东仅持有少量股权(Edmans,2014)^[8],大股东持股比例的中位数仅为 8.9%(Holderness,2009)^[9],明显低于我国上市公司大股东的持股比例;另一方面,美国较为严格的监管制度和较为健全的内外治理机制,使得质押股权的大股东难以有效干预上市公司行为。

鉴于以上两个方面的原因,加上数据可得性的日益增强,我国关于股权质押问题的研究开始蓬勃发展起来。面对纷繁复杂的研究成果,厘清关于股权质押问题已达成的共识和尚待深入研究的问题,对于进一步加深对股权质押相关问题的理解具有重要的理论意义和现实意义。本文首先建立一个我国股权质押问题研究

收稿日期:2020-03-16

基金项目:国家自然科学基金面上项目(71772185);教育部人文社会科学研究基金青年项目(18YJC790182)

作者简介:吴梦菲(1989-),女,湖北武汉人,讲师,研究方向为资本市场与公司金融;

陈辉(1983-),男,湖北监利人,博士,教授,研究方向为金融市场微观结构与公司金融。

的理论分析框架,即用股权质押前的逆向选择问题和股权质押后的道德风险问题来统摄现有实证研究;其次依据建立的理论分析框架对现有的实证文献进行分类归纳,梳理现有股权质押问题研究的经验证据;最后总结已形成的十一个方面共识,并指明有待进一步研究的七大方向。

二、股权质押研究的理论分析框架

(一)一个基准命题

尽管由于股权质押的质物是股权,使得其与权益市场联系起来,但从本质上来说,股权质押仍然是一种有担保的债务融资方式。为进一步厘清股权质押问题研究的理论基础,借鉴 Modigliani and Miller (1958)^[10] 的研究范式,我们首先提出一个完美市场假定下的命题,即假定无税、无交易成本、无信息不对称、市场完全竞争、同质预期以及所有企业具有相同的系统性风险和相同的永续现金流等,可得到如下的基准命题。

基准命题:股权质押与公司价值无关。

我们可以通过如下的分析来论证这一基准命题:假定存在两家其他条件均相同的公司,公司 1 的大股东进行了股权质押,公司 2 的大股东没有进行股权质押,且大股东的股权是否被质押可被直接观测,两家公司的价值分别为 V_1 和 V_2 ,股东购买公司股票的目的是为了获得未来的永续股利(由永续现金流保证)。若 $V_1 > V_2$,则公司 1 的股东都会出售公司 1 的股票,并购买公司 2 的股票,因为这样的操作能够在获得相同的未来现金流的同时,还能够获得一笔确定的现金收益。由于公司 1 的每个股东都会出售公司 1 的股票,购买公司 2 的股票,使得公司 1 的股价下降,公司 2 的股价上升,直至两者相等。命题得证。

基于相同的逻辑,在完美市场假定下,我们还可以得到一些基准命题的派生命题,即在完美假定下,股权质押不会影响公司的融资行为、投资行为、股利分配、信息披露等。

(二)股权质押前的逆向选择行为的扩展命题

股权质押本质上是出质人和质权人之间的借贷行为,质权人是贷款人,出质人是借款人。由于出质人更了解自身的资信状况,而质权人不了解,因而在股权质押贷款中同样会出现逆向选择问题,即在没有其他缓释逆向选择问题的工具时,高质量的出质人会被挤出市场(Akerlof, 1970)^[11],而质押股权正是缓释这一逆向选择问题的工具之一。然而,由于出质人往往是股权被质押公司的大股东,因而公司股权的价值会受到出质人行为的影响,从而提高了质押股权的价值不确定性。于是,高质量的出质人可能会通过提高信息披露质量或公司治理水平等方式,来提高质权人对质物的评估价值,即出质人将高的信息披露质量或高的公司治理水平作为信号发送给质权人,而质权人则会通过这些信号来甄别高质量的出质人,进而做出是否贷款的决策。当股权质押市场达到分离均衡时,出质人通过发送信号,质权人通过甄别信号,而使高质量的出质人以更大的概率获得更多低成本的质押贷款。因此,我们可以得到存在逆向选择问题时的扩展命题 1。

扩展命题 1:在股权质押贷款市场出现分离均衡时,高质量的出质人通过改善上市公司质量来发送信号,以获得更多低成本的质押贷款。

然而,市场同样可能达到一种混同均衡的状态,即高质量的出质人找不到一个高质量的信号来发送,质权人也无法准确甄别出谁是高质量的出质人,这就导致低质量的出质人可能会模仿高质量的出质人,而使得质权人不得不提高贷款利率并实施信贷配给(Stiglitz and Weiss, 1981)^[12]。高质量的出质人由于无法找到其他低成本的贷款融资方式,而不得不要么接受偏高的质押贷款利率,要么直接退出借贷市场。但是,质权人并非对出质人完全不加区别地对待,他们还是可能会依据观察到的信号(如盈余水平、股价水平等)来区别对待出质人,而出质人则有可能选择操控盈余或在股价水平被高估时出质股权,以获得更多低成本的质押贷款。因此,我们可以得到存在逆向选择问题时的扩展命题 2。

扩展命题 2:在股权质押贷款市场出现混同均衡时,低质量的出质人可能会通过模仿高质量的出质人,以获得更多低成本的质押贷款。

(三)股权质押后的道德风险行为的扩展命题

由于大股东有能力干涉上市公司的行为,而这一行为又难以被质权人直接观测,因此大股东在股权质押之后可能会出现道德风险问题(Arrow, 1963)^[13]。由于大股东仅持有公司的部分股权,使得大股东的所有权(与现金流权相对应)和控制权存在一定程度的分离,加上股权质押后的出质人无法获得质物在押期间的孳

息,导致大股东的现金流权和控制权进一步分离,加剧了大股东的道德风险行为。扩大的两权分离度会强化大股东侵占公司利益的动机,大股东侵占公司利益的行为越多,公司的价值就越低。相应地,用于质押的股权的价值也会越低,从而损害了质权人的利益。因此,我们可以得到存在道德风险问题时的扩展命题3。

扩展命题3:在股权质押后,大股东有动机实施侵害公司利益且有害于质权人利益的道德风险行为。

对于上市公司股权的质权人而言,幸运的是,由于上市公司的控制权具有巨大的价值,使得作为大股东的出质人会减少做出过于有损公司短期价值的行为,以避免股价下跌过多时质权人强制平仓股票导致的控制权让位风险,从而降低了质权人面临的风险。为降低股价下跌所导致的控制权让位风险,大股东可能会干涉上市公司的投资行为(包括研发投资行为)、股利政策、市值管理和盈余管理等,以维持股价水平在股权在押期间不出现下跌。同时,为配合企业的盈余管理等行为,大股东还会通过薪酬契约设定来对管理层进行赎买,并通过管理层来对审计师的审计行为进行赎买等,以达到被侵害后的上市公司和未被侵害的上市公司的混同均衡状态。因此,我们可以得到存在道德风险问题时的扩展命题4。

扩展命题4:在股权质押后,出于降低控制权让位风险的考虑,出质人对质权人的道德风险问题会被削弱,但通过公司管理层干涉公司的投资行为、股利政策、市值管理、盈余管理、审计师选择等,以降低股权在押期间股价下跌风险的动机会增强。

三、股权质押研究的经验证据

股权质押之所以能够广泛存在,是由于其能够有效缓解股权出质人面临的融资约束(艾大力和王斌,2012)^[14],但股权质押之所以会受到研究者的广泛关注,却是由于其在股权质押前后出现的逆向选择问题和道德风险问题。Yeh et al. (2003)^[15]较早研究了我国台湾地区上市公司股权质押和公司价值之间的关系。黎来芳(2005)^[16]较早发现股权质押可能被控股股东当作退出时“掏空”上市公司的手段。为保持与前文的逻辑一致性,这一部分也按逆向选择问题和道德风险以及控制权让位风险的影响问题分别综述。

(一)逆向选择方面的经验证据

逆向选择方面的经验证据主要表现为哪种类型的公司更容易获得股权质押贷款。用理论分析框架部分的话语来说,就是在分离均衡时,什么指标会被质权人用作甄别公司质量的信号?在混同均衡时,出质人会模仿什么指标来获得更多低成本的质押贷款?

现有研究表明,信息披露水平、公司治理水平、市值管理水平和募集资金投向等均被质权人视为可用于甄别高质量股权质押者的信号。谭燕和吴静(2013)^[17]发现,在控股股东质押、连续质押、民营企业以及金融发展水平较高的地区的样本组中,股权质量显著更高,即盈余管理水平和掏空水平更低。这表明,银行可能以股权质量作为甄别高质量股权质押者的信号,而民营企业想要获得股权质押贷款,则需要拥有比国有企业更高的股权质量。黄志忠和韩湘云(2014)^[18]发现,大股东股权质押的可能性与公司业绩的关系不明显,但质押股权的数量与ROE正相关;ST公司的大股东质押股权的可能性较低。这意味着,是否为ST公司也是质权人判定出质人质量高低的标志之一。李旒和郑国坚(2015)^[19]发现,当上市公司及其内部人重视市值管理时,公司股价更有可能持续平稳增长,大跌风险较小,控股股东以股份做抵押进行贷款更易为债权人接受,借款后被债权人要求追加抵押物的可能性更小。这表明,高的市值管理水平可能会被质权人当成是高质量的信号。吴静(2016)^[20]认为,募集资金投向被质押公司能够向市场传递控股股东的“支持”动机,且国有股东质押的信号传递效果比民营股东更明显。她发现,当募集资金投向上市公司时,累计异常收益为正,而当募集资金投向自身或第三方时,累计异常收益为负,且两者之间的差异是显著的;按产权性质分组的结果表明,相较于民营企业,国有企业的这一差异更加明显。

然而,当高质量公司发送的信号很容易被模仿时,则更容易出现混同均衡。大股东在股价被高估时进行股权质押,就是利用这一混同均衡的表现。黄志忠和韩湘云(2014)^[18]发现,当股票价格处于高位时,大股东将其持有的部分股权用于质押融资的可能性较大,但认为大股东股权质押向市场传递了股价被高估的信号。徐寿福(2016)^[21]发现,大股东在质押股权时可能存在股票市场和信贷市场的双重择时动机,大股东的股权质押意愿和质押规模与股票错误定价和信贷宽松程度显著正相关;股票错误定价和信贷宽松程度会同时影响大股东的股权质押意愿和规模。黄宏斌等(2018)^[22]也发现了投资者情绪和股权质押行为之间的正相关

关系,且他们还发现,股权质押的市场反应也与投资者情绪显著正相关,而投资者仅愿意为没有发生过重大违规行为或控股股东掏空程度较低的上市公司的控股股东的股权质押行为给予更高的溢价,一定程度上体现了投资者的有限理性。他们的发现,意味着黄志忠和韩湘云(2014)^[18]认为的大股东股权质押向市场传递了股价被高估的信号的观点不一定正确,因为他们的信号传递观点意味着股权质押的市场反应应当为负。

(二)道德风险以及控制权让位风险的影响方面的经验证据

1. 股权质押与“掏空”

股权质押的逆向选择方面的经验证据相对较少,道德风险以及控制权让位风险的影响方面的经验证据则相对较多。早期的案例研究均认为,实施了股权质押的公司的大股东有着更强的“掏空”动机(黎来芳,2005;吕长江和肖成民,2006)^{[16][23]}。李永伟和李若山(2007)^[24]还发现,股权质押是大股东在“掏空”上市公司时快速回收资金的手段之一。由于这三项研究均是案例研究,因此研究结论的外部有效性程度相对较低。郝项超和梁琪(2009)^[25]则较早地在 La Porta et al. (1999)^[26]的理论分析框架下,对股权质押的经济后果进行了大样本的实证研究。他们发现,最终控制人的股权质押比例与公司价值负相关;对于国有控股公司,实证结果仅支持了强化侵占效应;对于私人控股公司,实证结果同时支持了弱化激励效应和强化侵占效应。郑国坚等(2014)^[27]认为,大股东股权质押后,利益冲突被强化,因而占款程度会更高,但外部监管力量和内部制衡力量会减少大股东的占款行为。他们的实证结果支持了这一论断,并发现在股权质押样本组中,占款和公司绩效之间的负相关关系更强。上述研究均认为大股东股权质押的经济后果是负面的,但王斌等(2013)^[1]却认为,由于大股东在股权质押后会面临控制权让位风险(艾大力和王斌,2012)^[14],使得股权质押带来的后果并不一定都是掏空行为等负面影响,它同样可能带来投资效率的提高。他们发现,在民营企业中,质押率和业绩改善之间存在显著的正相关关系。除融资政策方面的相关研究外,后续的研究则主要集中在股权质押导致的大股东对中小股东的侵害行为,和大股东为降低控制权让位风险所引发的经济后果。

2. 股权质押与公司融资

直接研究股权质押和公司融资之间关系的文献相对较少,其逻辑均是贷款者会考虑股权质押后大股东的机会主义行为所带来的负面影响,因而会减少对上市公司的资金供给。高伟生(2018)^[2]发现,发生大股东股权质押的上市公司获得的银行贷款相对较少,且股权质押比率越高,获得的银行贷款越少;与短期借款相比,大股东股权质押对上市公司长期借款的影响更强;相较于国有企业,对民营企业的影响更强。潘临等(2018)^[28]发现,存在控股股东股权质押的公司获得的商业信用融资更少,且这一关系只存在于审计质量和内控质量较低的样本中。

3. 股权质押与公司投资

股权质押对公司投资行为的影响研究主要集中于探讨股权质押对创新投入的影响。多数研究认为,大股东在股权质押后会变得更加短视,而创新投入具有长期性和高风险的特征,使得股权质押后的公司会减少企业的创新投入,以降低大股东面临的控制权让位风险。不同的研究则关注了不同的变量对两者之间关系的调节作用。张瑞君等(2017)^[29]发现,控股股东股权质押与企业的研发投入之间呈显著的负相关关系,而在其他大股东也存在股权质押的情况下,其他大股东的制衡作用会减弱。李常青等(2018)^[3]发现,控股股东股权质押对企业创新投入的抑制作用,在控股股东持股比例较低和两职合一的公司中更加显著,在股权质押率较高和距离平仓线较近时才会显著。文雯等(2018)^[30]发现,控股股东股权质押对企业创新的抑制作用在高科技行业、非国有企业和货币政策紧缩期更强。杨鸣京等(2019)^[31]发现,控股股东股权质押对企业创新的抑制作用具有持续性,而货币政策不确定性强化了这一抑制作用;与策略性创新相比,控股股东股权质押对上市公司实质性创新的抑制作用更强;风险承担水平和融资约束对这一抑制作用均具有部分中介效应。朱磊等(2019)^[32]也发现了大股东股权质押和创新投入之间的负相关关系,且企业创新投入会随着质押比例的提高而降低;分组检验的结果表明,这一负相关关系主要存在于非国有控股组和高持股比例组。姜军等(2020)^[33]还探究了股权质押对创新投入效率的影响,发现股权质押会显著降低企业的创新投入效率。不同于上述研究的创新投入视角,柯艳蓉等(2019)^[4]从金融投资和实业投资的视角出发,考察了控股股东股权质押对上市公司投资行为的影响。他们发现,控股股东股权质押比例与上市公司的金融投资水平呈 U 型关系,与上市公司实业投资水平呈倒 U 型关系;产权性质、控制权让位风险以及金融资产与经营资产收益率之

差具有调节作用。他们认为,这主要是由于低质押比例的控股股东更有可能支持上市公司,高质押比例的控股股东更有可能损害上市公司。

4. 股权质押与股利政策

现有研究认为,股权质押后“高送转”的股利政策大多被用作市值管理的工具,以维持股价稳定,降低控制权让位风险。何平林等(2018)^[34]认为,由于投资者对“高送转”存在价格幻觉,因而“高送转”是一种实施门槛低、操作成本低、法律风险低且易得到投资者欢迎的市值管理方式。他们发现,与没有质押时相比,存在股权质押,尤其是仅有第一大股东质押或者第一大股东与其他重要股东共同质押时,上市公司进行股票送转的概率显著更高;存在质押的公司,出现股票“高送转”行为的概率也显著更高。黄登仕等(2018)^[35]同样发现了股权质押和“高送转”之间的正相关关系,且股权质押数量越多或利润分配预案发布日期前公司的股价处于下跌通道时,存在股权质押的上市公司更有可能进行“高送转”。廖珂等(2018)^[5]发现,当控股股东进行股权质押时,上市公司更可能推出“高送转”的利润分配方案,回避或降低现金股利的倾向更高,且这一关系在控股股东质押股份的比例越高、质押股权面临的平仓风险越高时越显著;随着质押期的延长,股权质押和现金股利之间的负相关关系将增强,和股票股利的正相关关系将在一定程度上下降;“高送转”预案公告日附近的累积收益率显著高于非“高送转”预案,“高送转”预案对是否有股权质押无差异,这表明“高送转”将是一个有效的市值管理工具。

5. 股权质押与市值管理

市值管理的手段大致可以分为传递信息类和利用时机类两类,前者主要包括股票回购、内部人增持、股权激励和投资者关系管理,后者主要包括企业融资和企业并购(李旒等,2018)^[36]。从广义的角度来看,实施“高送转”的股利政策也是一种利用时机类的市值管理方式。现有研究表明,大股东在进行了股权质押后,还会通过增持股份和股权激励的方式来进行市值管理。任碧云和杨克成(2018)^[37]发现,相比国有大股东,民营大股东在股权质押后的增持倾向更高,但大股东面临较强的财务约束使其无意愿和能力进行大幅增持,其增持行为具有较多象征意味。Chan et al. (2018)^[38]使用我国台湾地区的上市公司为样本,经研究发现,当质押的股权面临追缴保证金通知时,控股股东倾向于回购股份以维持控股地位,而当控制权问题不重要时,这一关系会减弱。宋岩和宋爽(2019)^[39]发现,控股股东在发生股权质押行为之后,为避免股价发生异常波动或者持续下跌从而引发公司治理层面的风险,存在股权质押的公司更有可能进行市值管理,而管理的手段之一就是股权激励。

6. 股权质押与信息披露

为降低控制权让位风险,大股东在股权质押后,有操纵信息披露以维持股价稳定的动机。当市场并非完全有效,且信息披露的操纵行为较为隐蔽时,对信息披露的操纵确实能够起到稳定股价的作用。王斌和宋春霞(2015)^[40]的研究表明,股权质押公司的“应计性盈余操纵”行为会减少,“真实性盈余操纵”行为会增加,同时股权性质能弱化股权质押对盈余管理的影响。Huang and Xue(2016)^[41]认为,股权质押后的大股东有动机通过盈余平滑的方式来维持股价稳定,且他们的实证结果也支持了这一判断。谢德仁等(2017)^[42]认为,在开发性支出应当资本化还是费用化的问题上,会计人员具有更大的相机决策权,且不易被市场发现,因而开发支出的会计政策选择问题可被用作股权质押期间的盈余管理手段,但由于开发支出费用化能够避税,进而增加公司现金流,因而资金较为紧张的公司会较少进行资本化。他们发现,控股股东股权质押的公司更倾向于将开发支出资本化,但公司内部现金流约束和高质量的外部审计会弱化这一关系,而随着股权质押的解除,开发支出又可能随之转为费用化,且这一关系在非国有企业和高科技企业样本组中更强。谢德仁和廖珂(2018)^[6]则将研究对象从开发支出的会计政策选择拓展至真实盈余管理。他们发现,存在控股股东股权质押的公司,向上操纵盈余的真实盈余管理程度更高,且这一关系在非国有控股和内部制衡力量较弱的公司中更加明显;控股股东股权质押融资的财务风险对其所在公司的真实盈余管理程度存在显著正向影响,年内已解压的控股股东股权质押对公司真实盈余管理程度没有影响。王雄元等(2018)^[43]发现,控股股东进行股权质押的上市公司更可能进行税收规避;股权质押对税收规避的正向效应仅存在于非国有企业组、地处东部组、控股股东持股比例较低组以及股价下跌明显组,且该正向效应仅存在于董事会规模较小组、独立董事比例较低组、管理费用率较低组、高资产周转率组以及其他应收款较低组。张雪梅和陈娇娇(2018)^[44]的研究

表明,控股股东在股权质押前会进行向上的分类盈余管理,以获得更多的股权质押融资,但在股权质押后,控股股东实施分类盈余管理的动机会减弱。

除了选择信息披露的方式外,质押了股权的控股股东还会选择信息披露的时机。李常青和幸伟(2017)^[45]发现,和不存在控股股东股权质押的上市公司相比,存在控股股东股权质押的上市公司将披露更多的好消息,且更可能在交易日披露好消息,在非交易日披露坏消息,但这些现象仅存在于无投资者关注和非连续质押样本中,且只有在股价下跌至平仓线附近时,控股股东才会干预上市公司信息披露。钱爱民和张晨宇(2018)^[46]发现,大股东股权质押期间,公司更可能披露好消息而隐藏坏消息,且对坏消息的预测偏差更大;卖空机制、机构投资者能够发挥外部监督治理作用,抑制股权质押公司隐藏坏消息的动机;非国有企业更倾向于隐藏坏消息;相对于股市周期为牛市时,股权质押公司在股市周期为熊市时更可能隐藏坏消息。

此外,股权质押公司还会努力粉饰报表以降低亏损公司的股价下跌风险。杜勇等(2018)^[47]发现,控股股东股权质押对亏损公司扭亏具有显著的正向影响,且这一关系在非连续亏损公司、高管持股公司更加明显;控股股东股权质押提高了亏损公司的异常非经常性损益和报告微利的概率,且增加了亏损公司扭亏后再次发生亏损的概率,这意味着控股股东更有可能通过粉饰报表的方式实现扭亏为盈。

7. 股权质押与审计

由于上市公司的财务报告都需要经过审计师的审计,因而股权质押在影响上市公司盈余管理行为的同时,也会影响审计师的行为选择,因为上市公司的盈余管理行为会增加审计师面临的审计风险和审计成本。张龙平等(2016)^[48]发现,股权质押与审计定价正相关,且这一关系在非国有企业、“四大”和法治环境较好的样本组中更强。翟胜宝等(2017)^[49]发现,股权质押与审计定价和非标意见出具之间存在因果关系,主要是由于股权质押提高了业务风险和审计风险。张俊瑞等(2017)^[50]发现,是否存在大股东股权质押会对审计费用有着显著影响,但股权质押比例的影响不显著;股权质押的风险越高,审计师越可能出具较为负面的非标准审计意见,且这些关系主要在非国有企业中显著;这些关系的存在主要是由于股权质押提高了公司治理风险,并未发现盈余操纵的中介效应。曹丰和李珂(2019)^[7]发现,控股股东股权质押的上市公司进行了更多的审计意见购买,且当控股股东股权质押比例较高、公司股价下跌风险较大、产权性质为民营、媒体负面报道较多时,这一现象更加显著。徐会超等(2019)^[51]发现,大股东股权质押后有动机通过选择“非四大”来隐藏自己的机会主义行为,国企的预算软约束以及非国企的信贷歧视使得这一关系在非国企中更加显著;在市场化程度高的地区,由于大股东在股权质押后面临的控制权让位风险更高,大股东股权质押后更可能选择低质量的审计师,以规避高质量的外部监督,缓解控制权让位风险;大股东股权质押的公司在选择非“四大”后进行了更多的应计盈余管理和真实盈余管理。

8. 股权质押的经济后果的其他方面

股权质押还影响了股价崩盘风险(谢德仁等,2016)^[52]、分析师盈余预测(Zhang et al., 2020)^[53]、定向增发的长期表现、公司违规、公司停牌(孙建飞,2017)^[54]、风险承担、融资约束(唐玮等,2019)^[55]、企业社会责任(胡珺等,2020)^[56]、现金持有(李常青等,2018)^[57]和债券定价等。此外,在我国股权质押市场的发展过程中,不少学者还分析了股权质押市场的现状、存在的问题,并提出了相应的政策建议。

四、已形成的共识和有待进一步研究的方向

(一) 已形成的共识

近年来,股权质押问题受到了越来越多研究的关注,但大多数实证研究的理论基础都可以由股权质押前的逆向选择问题和股权质押后的道德风险问题来统摄。出质人和质权人之间的信息不对称,使得出质人需要质押股权来为自身担保,但股权价值的不确定性又使得出质人需要发送信号、质权人需要甄别信号,以区分谁是高质量的出质人和股权质量的高低。股权质押后,由于出质人不能获得质物的孳息,使得质押了股权的大股东的所有权和现金流权进一步分离,导致大股东和中小股东之间的委托代理问题进一步加剧,进而在有损中小股东利益和公司价值的同时,也有损于质权人的利益。然而,由于大股东的股权存在控制权收益,为避免股价下跌引致平仓所导致的控制权让位风险,大股东在可能侵害公司利益的同时,也会积极采取措施以维护股价。因此,大股东在质押了股权后,会在控制权私利和控制权让位风险之间进行权衡。现有的实证

研究大多基于上述逻辑来推演其研究假设。

总体而言,现有实证研究基本达成了如下共识:

(1)股权质押融资在我国非常普遍;

(2)信息披露水平高、公司治理水平高、市值管理水平高的公司的股权更容易被质权人接受,这类公司的股权的出质人更容易获得股权质押贷款;

(3)股权质押市场也存在利用股价被高估的市场时机的情况,股权质押的倾向、规模和市场反应与投资者情绪正相关;

(4)股权质押会增强大股东的“掏空”动机;

(5)股权质押会减少银行贷款(尤其是长期贷款),也会减少商业信用融资,但审计质量和内控质量具有调节作用;

(6)股权质押会降低企业的创新投入,股权制衡、持股比例、两职合一、股权质押率、股价是否逼近平仓线、行业属性、产权性质、货币政策等具有调节作用。此外,股权质押也会影响实物投资和金融投资;

(7)“高送转”的股利政策会被用作股权质押后的市值管理工具;

(8)大股东股权质押后的上市公司更倾向于采取增持或股权激励等市值管理措施,但市值管理措施可能会影响到融资约束;

(9)大股东股权质押后的上市公司会采取“真实盈余管理”的方式来维持股权质押期间的股价稳定,税收规避行为会强化这一关系。在股权质押前,控股股东可能会采取“分类盈余管理”的措施,以提高股权质押融资成功的概率。此外,大股东股权质押后的上市公司还会选择信息披露的时机,披露好消息、隐藏坏消息,在交易日披露好消息,在非交易日披露坏消息。同时,股权被质押的亏损公司的控股股东还会为扭亏而粉饰报表;

(10)股权质押公司的审计收费更高、出具非标准审计意见的概率更高,也更倾向于购买审计意见,但产权性质、股权质押比例、股价下跌风险、媒体负面报道等具有调节作用;

(11)股权质押还会影响股价崩盘风险、分析师盈余预测、定向增发的长期表现、公司违规、公司停牌、风险承担、融资约束、企业社会责任、现金持有和债券定价等。

(二)有待进一步研究的方向

现有研究大大加深了我们对股权质押的原因与经济后果的认识,但大多数研究主要集中于探讨股权质押前的逆向选择问题和股权质押后的道德风险以及控制权让位风险的影响问题。事实上,关于股权质押,至少还存在如下值得深入探讨的问题:

(1)质权人和出质人异质性的影响。许多研究关注了质押股份的产权性质的影响,仅有少量研究从融资约束的角度讨论了出质人的产权性质的影响,而关于质权人异质性的研究则仍然是空白。随着与股权质押相关法律法规的逐步完善,商业银行、信托公司和证券公司等金融机构都可以作为股权质押的质权人,但由于他们的经营目标、业务模式等方面的差异,使得他们的行为模式也会存在差异,这些差异对于股权质押选择的原因和经济后果有着何种影响值得深入探讨。

(2)市场环境对股权质押的影响。现有研究主要关注了股权质押对各市场参与人行为的影响,而甚少关注市场环境对股权质押的影响。从我们梳理的文献来看,除少数研究关注了股票市场错误定价和信贷市场环境对股权质押行为的影响外,还没有研究从股票流动性、股价波动性和信息有效性等市场环境的角度来对股权质押的原因与后果进行分析,而股权质押前质权人对出质股份的评估,和出质人违约后质权人对出质股份的处置,都与市场环境密切相关。市场环境如何影响股权质押行为值得深入探讨。

(3)新三板市场的股权质押。由于数据可得性的原因,现有研究大多关注了沪深股市的股权质押问题,甚少关注其他市场的股权质押问题,而在沪深股市挂牌上市的公司质量均相对较好,针对其得出的关于股权质押的研究结论并不一定能有效扩展至其他企业。对新三板市场进行研究,将有利于提升相关研究结论的外部有效性,并可能识别出新的规律。

(4)股权质押的宏观影响。从我们梳理的文献来看,仅有李玉龙(2018)^[58]从宏观的视角研究了股权质押的影响,但他们的研究仅考虑了质押率冲击的影响,且没有考虑市场环境的变化所导致的抛售行为的影响。

响,而方意和黄丽灵(2019)^[59]的研究表明银行的抛售行为可能会导致系统性风险的出现,因此有必要详细研究股权质押的宏观影响,以为相关政策的制定提供理论基础和经验证据。

(5)内外部治理机制对股权质押的影响。已形成的共识表明,股权质押在缓解股东融资约束的同时,也带来了不少负面影响,如何防范和化解这些负面影响就成为亟待解决的现实问题。在现有研究中,一些研究探讨了部分公司治理变量(如股权制衡和持股比例等)对股权质押作用的影响,但其他内部治理机制如何发挥作用,外部治理机制又产生了何种影响,股权质押问题和其他公司治理问题是否存在交互关系等,都还不得而知。此外,监管政策的变化(如质押新规的发布等)起到了怎样的作用,也少有文献予以探讨。对这些问题进行深入研究有利于趋利避害,更好利用股权质押融资带来的积极作用。

(6)质押率的决定因素与不同质押率的经济后果。现有关于股权质押的研究大多关注是否进行股权质押,而较少关注质押率。但质押率的决定因素和经济后果不一定是线性的,因此不充分研究质押率的决定因素和经济后果,对股权质押的理解就不完整。

(7)股权质押的相关理论研究。从我们梳理的文献来看,现有国内研究的理论基础大多基于信息不对称及其导致的委托代理问题,但没有研究为此建立严格的理论模型。Parlatore(2019)^[60]则仅从借款者最优融资选择的角度,分析了金融资产被用于抵押而不是直接出售以获取资金的原因,且这些资产的价值独立于资产持有者的身份。为使股权质押研究具有更加坚实的理论基础,有必要为相关的研究提供严谨的理论模型基础,以加深我们对股权质押问题的理解。

尽管对于股权质押问题的研究已开展了十多年,也发表了许多优秀的研究成果,这些成果也的确加深了我们对股权质押问题的认识,但是已梳理的文献来看,我们对股权质押问题的认识还较为片面,仍存在不少值得深入探讨的地方。我们期待能有更多优秀的成果发表出来,最终产生有国际影响力的股权质押研究成果。

参考文献:

- [1]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):118-128.
- [2]高伟生.大股东股权质押影响上市公司的银行贷款吗?[J].金融监管研究,2018(10):49-64.
- [3]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.
- [4]柯艳蓉,李玉敏,吴晓晖.控股股东股权质押与企业投资行为——基于金融投资和实业投资的视角[J].财贸经济,2019(4):50-66.
- [5]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.
- [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]曹丰,李珂.控股股东股权质押与上市公司审计意见购买[J].审计研究,2019(2):108-118.
- [8]Edmans A. Blockholders and corporate governance[J]. Annual Review of Financial Economics, 2014, 6(1): 23-50.
- [9]Holderness C. The myth of diffuse ownership in the United States[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(4): 1377-1408.
- [10]Modigliani F, Miller M H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment[J]. The American Economic Review, 1958, 48(3): 261-297.
- [11]Akerlof G A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488-500.
- [12]Stiglitz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. The American Economic Review, 1981, 73(3): 393-410.
- [13]Arrow K. Uncertainty and the welfare economics of medical care[J]. The American Economic Review, 1963, 53(5): 941-973.
- [14]艾大力,王斌.论大股东股权质押与上市公司财务:影响机理与市场反应[J].北京工商大学学报(社会科学版),2012(4):72-76.

- [15] Yeh Y H, Ko C E, Su Y H. Ultimate control and expropriation of minority shareholders: new evidence from Taiwan[J]. *Academic Economic Papers*, 2003, 31(3): 263 - 299.
- [16] 黎来芳. 商业伦理、诚信义务与不道德控制——鸿仪系“掏空”上市公司的案例研究[J]. *会计研究*, 2005(11): 8 - 14.
- [17] 谭燕, 吴静. 股权质押具有治理效用吗? [J]. *会计研究*, 2013(2): 45 - 53.
- [18] 黄志忠, 韩湘云. 大股东股权质押、资金侵占与盈余管理[J]. *当代会计评论*, 2014(2): 19 - 34.
- [19] 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): 75 - 95.
- [20] 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[J]. *经济论坛*, 2016(8): 65 - 70.
- [21] 徐寿福, 贺学会, 陈晶萍. 股权质押与大股东双重择时动机[J]. *财经研究*, 2016(6): 74 - 86.
- [22] 黄宏斌, 肖志超, 刘晓丽. 股权质押的时机选择及市场反应[J]. *金融论坛*, 2018(2): 65 - 80.
- [23] 吕长江, 肖成民. 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[J]. *管理世界*, 2006(10): 128 - 138.
- [24] 李永伟, 李若山. 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[J]. *财务与会计*, 2007(1): 39 - 42.
- [25] 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.
- [26] La Porta R, Lopez - De - Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471 - 517.
- [27] 郑国坚, 林东杰, 林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. *管理科学学报*, 2014(9): 72 - 87.
- [28] 潘临, 张龙平, 欧阳才越. 控股股东股权质押与商业信用融资——基于内部控制质量和审计质量的考量[J]. *财经理论与实践*, 2018(4): 80 - 87.
- [29] 张瑞君, 徐鑫, 王超恩. 大股东股权质押与企业创新[J]. *审计与经济研究*, 2017(4): 63 - 73.
- [30] 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.
- [31] 杨鸣京, 程小可, 钟凯. 股权质押对企业创新的影响研究——基于货币政策不确定性调节效应的分析[J]. *财经研究*, 2019(2): 139 - 152.
- [32] 朱磊, 孙成, 王春燕. 大股东股权质押对企业创新投资的影响分析——基于创业板上市公司的经验证据[J]. *证券市场导报*, 2019(2): 26 - 34.
- [33] 姜军, 汪轩宇, 伊志宏. 企业创新效率研究——来自股权质押的影响[J]. *金融研究*, 2020(2): 128 - 146.
- [34] 何平林, 辛立柱, 潘哲煜. 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.
- [35] 黄登仕, 黄禹舜, 周嘉南. 控股股东股权质押影响上市公司“高送转”吗? [J]. *管理科学学报*, 2018(12): 18 - 36.
- [36] 李旒, 蔡贵龙, 郑国坚. 市值管理的综合分析框架: 理论与实践[J]. *会计与经济研究*, 2018(2): 75 - 95.
- [37] 任碧云, 杨克成. 大股东增持股份动机是择时还是自保? ——基于股权质押的经验证据[J]. *财经问题研究*, 2018(9): 68 - 75.
- [38] Chan K, Chen H, Hu S, Liu Y. Share pledges and margin call pressure[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 52(1): 96 - 117.
- [39] 宋岩, 宋爽. 股权质押与市值管理: 基于中国沪深股市A股上市公司的实证检验[J]. *中国管理科学*, 2019(6): 10 - 20.
- [40] 王斌, 宋春霞. 大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式[J]. *华东经济管理*, 2015(8): 118 - 128.
- [41] Huang Z, Xue Q. Re - examination of the effect of ownership structure on financial reporting: evidence from share pledges in China[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2016, 9(2): 137 - 152.
- [42] 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.

- [43] 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.
- [44] 张雪梅, 陈娇娇. 控股股东股权质押与分类转移盈余管理[J]. 证券市场导报, 2018(8): 29 - 38.
- [45] 李常青, 幸伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]. 统计研究, 2017(12): 157 - 174.
- [46] 钱爱民, 张晨宇. 股权质押与信息披露策略[J]. 会计研究, 2018(12): 34 - 40.
- [47] 杜勇, 张欢, 杜军. 控股股东股权质押能帮助公司扭亏吗? ——来自中国亏损上市公司的证据[J]. 上海财经大学学报, 2018(6): 77 - 93.
- [48] 张龙平, 潘临, 欧阳才越. 控股股东股权质押是否影响审计师定价策略? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2016(6): 35 - 45.
- [49] 翟胜宝, 许浩然, 刘耀淞. 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.
- [50] 张俊瑞, 余思佳, 程子健. 大股东股权质押会影响审计师决策吗? ——基于审计费用与审计意见的证据[J]. 审计研究, 2017(3): 65 - 73.
- [51] 徐会超, 潘临, 张熙萌. 大股东股权质押与审计师选择——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2019(8): 153 - 143.
- [52] 谢德仁, 郑登, 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.
- [53] Zhang C, Qian A, Shi X. The effect of affiliated analysts on stock recommendations: evidence from share pledges in China[J]. China Journal of Accounting Research, 2020(14): 27 - 36.
- [54] 孙建飞. 公司治理、股权质押与停牌操纵——来自自然实验的证据[J]. 金融经济研究, 2017(2): 92 - 105.
- [55] 唐玮, 夏晓雪, 姜付秀. 控股股东股权质押与公司融资约束[J]. 会计研究, 2019(6): 51 - 57.
- [56] 胡珺, 彭远怀, 宋献中, 周林子. 控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角[J]. 中国工业经济, 2020(2): 174 - 192.
- [57] 李常青, 幸伟, 李茂良. 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”[J]. 财贸经济, 2018(4): 82 - 98.
- [58] 李玉龙. 股权质押、市场泡沫与宏观经济波动[J]. 财经科学, 2018(8): 1 - 16.
- [59] 方意, 黄丽灵. 系统性风险、抛售博弈与宏观审慎政策[J]. 经济研究, 2019(9): 41 - 55.
- [60] Parlato C. Collateralizing liquidity[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 131(2): 299 - 322.

Share Pledges: Framework, Evidence, Consensus and Prospect

WU Mengfei¹, CHEN Hui¹, GU Naikang²

(1. School of Finance and Investment, Guangdong University of Finance, Guangzhou, Guangdong 510521, China;

2. Business School, Sun Yat - sen University, Guangzhou, Guangdong 510275, China)

Abstract: The problem of share pledges has been paid much attention in China, so we should clarify what are the consensuses and the directions for future research. Firstly, the paper takes time as the thread mainly and lays the legal foundation of the problem of share pledges. Secondly, the paper constructs a theoretical framework of existing empirical literatures from the perspective of adverse selection and the perspective of moral hazard based on the theory of asymmetry information. Thirdly, the paper summarizes the main conclusion of existing empirical studies from these two perspectives. Finally, the paper gives eleven consensuses and seven future research directions.

Key words: Share Pledges; Adverse Selection; Moral Hazard; Risk of Losing Control Rights; Corporate Governance

(责任编辑: 罗序斌)