

控股股东股权质押、媒体关注与企业风险承担

谢 芳 郭秋丽

西安邮电大学 经济与管理学院, 中国·陕西 西安 710061

【摘 要】本文以2013—2019年A股上市公司为样本, 研究发现: 存在控股股东股权质押的企业, 其风险承担更高; 并且企业风险承担会随着质押率的上升而提高。从内外部治理角度来看, 股权集中度和媒体关注均会抑制控股股东股权质押对企业风险承担的正向影响。

【关键词】股权质押; 媒体关注; 股权集中度; 企业风险承担

1 引言

股权质押是指出质人以其拥有的公司股份作为质押物, 向金融机构进行借款的一种融资手段。近几年来, 新冠肺炎的爆发使得我国经济增长下滑, 这进一步加剧企业融资难度。在此背景下, 股权质押凭借融资成本低廉、不影响控制权等优势, 迅速成为上市公司缓解融资约束的有效途径。但同时股权质押所蕴藏的风险也不容小觑, 如2017年的乐视、2020年的天广中茂等事件均与质押相关。在《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》中提出, 股权质押风险是我国上市公司面临的一个突出问题, 这也引起了进一步思考, 股权质押是否会对企业风险承担产生影响?

目前, 国内外学者对于股权质押与企业风险承担的研究还未形成统一结论, 一种观点是股权质押会提高企业风险承担, 学者认为股权质押能有效解决融资问题, 为企业风险承担提供资金保障; 再加上控股股东为规避质押风险, 有强烈动机进行高风险投资以找寻新的业绩增长点, 从而企业风险承担得到提高^[1]。另一观点是股权质押会降低企业风险承担, 这类学者认为股权质押会加剧代理问题、增加再融资成本、加大企业面临的风险, 从而导致企业在风险决策时更谨慎, 企业风险承担会降低^[2]。梳理文献发现, 有学者从企业治理视角研究两者关系, 但尚未有文章考虑到媒体关注这一外部因素。当前, 随着互联网的飞速发展, 媒体已成为企业重要的外部治理机制, 故本文在此背景下, 探讨控股股东股权质押对企业风险承担的影响, 并从企业内外部治理角度, 考察股权集中度与媒体关注对二者关系的调节作用。

2 理论分析与研究假设

2.1 控股股东股权质押与企业风险承担

从控股股东质押的动机来看, 无论是主动质押还是被动质押, 两者均给企业带来了资金, 这不仅可以改善企业

的经营状况, 还可以提高企业的投资能力, 为企业风险承担的提高提供资金保障。从控股股东质押的风险来看, 一方面, 控股股东为避免控制权转移, 有强烈动机在双高项目上寻找新的利润增长点, 同时企业也会积极投入资源, 增加获得高回报的机会。另一方面, 如果股价下跌, 控股股东没有及时追加保证物, 则会带来股价崩盘风险, 质押率越高, 风险越大。此时控股股东更趋向于追求短期业绩的提升以稳定股价, 投资更多风险项目。从控股股东质押后其个人财富角度来看, 质押加剧两权分离, 使得控股股东有动机操纵管理层, 利用企业自由现金去选取高风险的策略获取超额收益; 并且, 质押率越高, 现金流权就越低, 此时相当于控股股东更多的是拿着中小股东的钱在进行投资, 这会更加激发其风险偏好。此外, 质押导致企业负债增加, 资产替代效应加上信息不对称, 这给了控股股东侵占债权人或公司利益的机会, 使其抱着投机心理, 进行高风险投资^[3], 进而企业风险承担有所提高。由此提出假设1:

H1a: 相比于不存在控股股东股权质押的公司, 存在控股股东股权质押的公司其风险承担更高。

H1b: 控股股东股权质押率越高, 企业风险承担越高。

2.2 股权集中度的调节作用

股权集中度越高, 则控股股东对企业的控制力越强, 而股权质押一旦没有按期偿还就会导致控制权转移, 所以, 股权越集中的控股股东在面临质押时会更加谨慎, 他们不会选择高比例的质押。另外, 股权集中度越高, 企业风险承担会逐渐与控股股东的风险偏好趋于一致, 已由学者提出, 股权集中度较高的控股股东, 其风险偏好更倾向于保守。由于股权集中的控股股东受到的约束较少, 在质押后很可能为了自身利益而滥用私权, 进行关联交易、资金占用等利益输送行为, 此时, 一旦质押业务出现违约情况, 控股股东将面临巨大损失。因此, 基于维护自身控制权以

及个人财富角度，控股股东对于质押后可能面临的风险会更加谨慎，他们可以利用其控制权地位来影响管理层的决定，导致企业经营决策趋于保守，进而抑制了企业风险承担。由此提出假设2：

H2：股权集中度较高会抑制控股股东股权质押与企业风险承担的正向关系。

2.3 媒体关注的调节作用

一方面，基于媒体的“信息中介”角色，若企业是被动质押，媒体会向外界传递公司资金紧张等负面消息，影响外部投资者的判断。同时，媒体关注也会加大企业经营者的压力，若在质押过程中企业盈利不好，会进一步落实外部投资者对企业的不利判断。此时，企业经营者会努力维持短期业绩的稳定，以此稳住外部投资者对企业的信心，故在面对风险决策时会更加保守，从而企业风险承担会降低^[3]。另一方面，基于媒体的“监督者”角色，若控股股东是主动质押，则在质押后，控股股东很可能会实施掏空行为、侵占他人利益，此时，媒体关注极大地提高不法行为被揭穿的机率，故在此情况下，媒体关注会在一定程度上抑制控股股东的质押意愿。此外媒体关注的声誉机制会让控股股东更加注重自身行为，促使其尽最大努力保证及时“还本付息”，避免出现道德风险，故控股股东会更多地选择低风险投资，进而企业风险承担下降。由此提出假设3：

H3：媒体关注会抑制控股股东股权质押与企业风险承担的正相关关系。

3 研究设计

3.1 数据来源

本文以2013-2019年A股上市公司为研究样本，并剔除了金融类上市公司、ST、PT类上市公司、关键数据缺失的上市公司，对所有的连续变量进行上下1%水平的缩尾处理，最终获得8540个观测值，其数据均来自国泰安数据库。

3.2 变量定义

1. 企业风险承担（Risk）。采用盈利波动性来衡量企业风险承担，以 $t \sim t + 2$ 作为一个滚动区间计算，并借鉴何瑛（2019）等学者的做法，将计算结果乘以100作为最终数据。

2. 控股股东股权质押（Pledge1）和控股股东股权质押率（Pledge2）。前者设置为虚拟变量，若当年控股股东进行股权质押，则取值为1，否则为0。后者采用控股股东年末在押数与其当年持有的公司股数之比来衡量。

3. 股权集中度（Top）和媒体关注（Media）。两者为本文调节变量，前者用第一大股东持股比例衡量；后者采用当年公司相关的新闻报道总数取自然对数来衡量。

4. 控制变量。选取如下控制变量：企业规模（Size）、财务杠杆（Lev）、现金流比率（Cashflow）、独立性

（Indratio）、上市年限（Age）、企业性质（Nature），同时还考虑了年份与行业效应。

3.3 模型设定

为验证假设H1a与H1b，构建模型（4）与（5）：

$$\text{Risk} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pledge1} + \alpha_2 \text{Control} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{Risk} = \beta_0 + \beta_1 \text{Pledge2} + \beta_2 \text{Control} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (5)$$

为验证假设H2，构建模型（6）：

$$\text{Risk} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{Pledge1} + \lambda_2 \text{Top} + \lambda_3 \text{Pledge1} * \text{Top} + \lambda_4 \text{Control} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (6)$$

为验证假设H3，构建模型（7）：

$$\text{Risk} = \mu_0 + \mu_1 \text{Pledge1} + \mu_2 \text{Media} + \mu_3 \text{Pledge1} * \text{Media} + \mu_4 \text{Control} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (7)$$

4 实证分析

4.1 描述性统计

由表2描述性统计结果可得，被解释变量Risk的均值为4.3868，说明研究样本间的企业整体风险承担水平偏低。解释变量Pledge1的均值0.6269，可见样本中有62.69%的企业进行了股权质押，这进一步表明股权质押已成为普遍的融资手段；Pledge2的最大值为1，这说明存在控股股东将全部持股进行质押。其他变量的数据特征与现有研究基本相似。

表1：主要变量的描述性统结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Risk	8540	4.3868	5.8952	0.1887	36.1917
Pledge1	8540	0.6269	0.4836	0	1
Pledge2	8540	0.3816	0.3781	0	1
Top	8540	30.6856	13.2874	8.41	68.74
Media	8540	3.6033	0.7561	1	5
Size	8540	22.025	1.1019	19.2928	25.266
Lev	8540	0.4065	0.2053	0.0478	0.9291
Cashflow	8540	0.0426	0.0691	-0.1814	0.2409
Indratio	8540	0.3767	0.053	0.3333	0.5714
Age	8540	7.6038	0.003	7.5969	7.6069
Nature	8540	0.1418	0.3489	0	1

4.2 基准回归分析

基准回归结果如表2所示,其中列(1)、列(2)分别是假设H1a、H1b检验的回归结果,结果表明Pledge1、Pledge2的系数均在1%水平上显著正相关,这说明控股股东股权质押对企业风险承担具有正向影响,且企业风险承担会随着质押率的上升而提高,则假设H1a、H1b成立。在控制变量方面,现金流比率、企业规模以及企业性质都与企业风险承担呈显著负相关;而独立性、财务杠杆与企业风险承担呈显著正相关。

4.3 调节效应检验

调节效应检验结果如表2所示。列(3)为股权集中度的调节作用结果,其中,Pledge1的系数显著为正,同时交互项的系数在10%水平上显著负相关,这说明股权集中度具有负向调节作用,即假设H2成立。列(4)为媒体关注的调节作用结果,其中,Pledge1的系数显著为正,同时交互项的系数在5%水平上显著负相关,这表明媒体关注也具有负向调节作用,即假设H3成立。

表2: 基准回归结果与调节作用检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Risk	Risk	Risk	Risk
Pledge1	0.411*** (3.19)		0.544* (1.65)	1.485** (2.34)
Pledge2		0.965*** (5.21)		
Top			-0.028*** (-4.54)	
Media				2.268*** (13.54)
Pledge1#Top			-0.015* (-1.74)	
Pledge1#Media				-0.427** (-2.54)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数	119.543 (0.65)	33.266 (0.18)	40.464 (0.24)	246.913 (1.47)
样本量	8,540	8,540	8,540	8,540
调整的R ²	0.071	0.074	0.139	0.169
年份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes

5 结论与建议

本文以2013-2019年A股上市公司为研究对象,研究结论如下:

(1) 相比于不存在控股股东股权质押的企业,存在控股股东股权质押的企业,其风险承担更高;并且企业风险承担会随着质押率的上升而提高。

(2) 从内外部治理角度来看,股权集中度和媒体关注均会抑制控股股东股权质押对企业风险承担的促进作用。

根据研究结果,提出以下建议:

(1) 完善公司内部治理结构。研究发现,控股股东股权质押能够增加企业风险承担,但企业能够承担的风险是有限的,所以企业应重点关注高比例质押,防范风险过高对企业带来不利;同时优化股权结构,建立合理的股权监督机制,提高公司内部治理水平。

(2) 充分发挥媒体的外部治理效应。一方面,媒体应秉持公平、公开原则,深入挖掘事件真相,进行客观真实报道,加强行业自律性;另一方面,国家应该加强对媒体行业的监管,保障媒体环境的稳定性与报道的独立性,这样才能更好地发挥媒体的外部治理效应。

参考文献:

- [1] 李文贵,余明桂.所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J].中国工业经济,2012,(12):115-127.
- [2] 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(05):110-122.
- [3] 郑国坚,林东杰等.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014,17(9):72-87.