

# 控股股东股权质押与高溢价并购

蒋 肱 毛晓怡 易 阳

**摘要：**股权质押和公司并购都是资本市场近年来的热点问题，但鲜有研究关注两者间的联系。本文将其结合研究发现，控股股东股权质押的发生与公司并购事件显著正相关；当控股股东质押更多时，公司更易产生超额商誉，且并购标的为关联方时这一倾向将会加强。进一步分析发现，当面临更严格的外部监督环境时，控股股东在并购中质押股权的比例将受到抑制。本文的结果表明控股股东股权质押行为与高溢价并购的结合可能成为控股股东套现的一种手段，需要加强警惕和监管。

**关键词：**控股股东；股权质押；公司并购

**中图分类号：**F271 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)01-0091-12

## 一、引言

随着2013年我国放开了券商承托股权质押业务，质押成为除银行借贷、发债增股等融资手段以外的又一重要筹资渠道。除了政策管制等外部环境的放松，股权质押式融资自身也具有天然的优势，不仅贷款流程高效便捷，而且质押行为不会影响所有权的归属，出质人仍能维持其在上市公司的控制地位。因此，近年来股权质押在我国资本市场愈发受到大股东们的青睐。根据中证登数据，2018年8月24日，A股市场质押股数已达近6300亿股，占A股总股数比例9.86%。股权质押已逐渐趋于常态化。

与此同时，股权质押行为的风险引起了广泛的讨论和警惕，但目前学术界对于其风险产生机制方面的研究稍显薄弱。这主要是因为少有学者将股权质押行为与具体的公司经营场景结合起来进行探讨。公司并购正是一个易于观测且信息含量丰富的研究场景，本文以2008~2017年沪深两市上市公司为样本，研究了公司并购过程中控股股东发

生的股权质押事件。研究发现，公司并购使控股股东股权质押的概率和比例显著提高；在并购中控股股东进行更多股权质押的公司倾向于产生更高的高誉，且并购标的为关联方时这一倾向将会加强；当面临更严格的外部监督环境时，控股股东在并购中质押股权的比例将受到抑制。这表明控股股东可能会利用股权质押和高溢价并购将股权价值进行套现。

本文有望在以下几个方面对现有研究做出贡献：(1) 本文基于公司并购这一特殊的研究场景，研究了控股股东股权质押套现的可能路径，为股权质押的相关研究提供了新的思路；(2) 本文的研究发现有助于我国资本市场的投资者和监管者认识控股股东股权质押行为的套现动机，提醒投资者和监管者对公司并购过程中的控股股东股权质押行为投以额外的关注。

## 二、文献综述和研究假设

### (一) 股权质押文献回顾

收稿日期：2019-10-19

基金项目：国家自然科学基金项目(71702151, 71872151, 71972157)

作者简介：蒋 肱，西南财经大学会计学院学生；

毛晓怡，西南财经大学会计学院学生；

易 阳，通讯作者，西南财经大学会计学院副教授。

尽管学术界对股权质押的关注度在逐渐提升,但相关的研究成果仍然不多。在动机方面,现有研究认为,股权质押往往反映了控股股东面临的财务约束(郑国坚等,2014),因而筹集资金以缓解财务约束可视为控股股东进行股权质押的主要动因之一。在经济后果方面,基于代理理论的研究文献认为,股权质押增加了控股股东与中小股东的代理成本(Lee和Yeh,2004)。在存在控股股东股权质押的情况下,控股股东和公司间的利益联合被削弱,利益冲突被放大,最终通过弱化激励效应和强化侵占效应两方面的作用损害公司价值(郝项超和梁琪,2009)。最近的研究则更多基于市值管理的思路。由于控股股东能从控制权中获得私人利益(Grossman和Hart,1988),因而会尽力预防控制权转移风险以确保在公司的控股地位。为了规避由股价触及平仓线而强制平仓导致的控制权转移风险,控股股东会采取一系列市值管理行为(谢德仁等,2016)。盈余管理(陈德萍和陆星廷,2017)、会计政策隐性选择(谢德仁等,2017)、股票送转行为(何林平等,2018)均可能成为股权质押存在时控股股东市值管理的手段。由此可见,现有文献侧重于单一地关注股权质押的经济后果,鲜有文献将股权质押与公司具体经营场景联系起来研究。

### (二)公司并购文献回顾

相比于股权质押,公司并购领域已有非常丰富的研究成果。Brouthers等(1998)创新性地提出了并购动机的三大构成因素:经济动因、战略动因和个人动因,并认为除了经济动因是促成并购的首要驱动力外,后两者在并购成因中几乎扮演着同等重要的角色。近年来,公司并购领域的研究话题从分析产业间并购集聚(Mitchell和Mulherin,1996)、并购“浪潮”(Powell和Yawson,2005)、市场择时(Shleifer和Vishny,2003)等宏观视角的经济和战略动因,逐渐拓展到个体特征和行为特征(Ishii和Xuan,2014;潘爱玲等,2018)等微观视角的个人动因。而以关联交易为话题的文献则是对个体微观层面的进一步深入,现有文献已证明诸如高管联结(陈仕华和卢昌崇,2013)、高管社会关系(Ishii和Xuan,2014)、关联股东网络(刘健和刘春林,2016)等内部交易的存在会影响企业的并购决策,且高层间的私交程度会给并购后的公司价值带来负面效应(Ishii和Xuan,2014)。关联并购话题的涌现也为研究管理层非理性因素对公司价值的影响打开了新的思路。杜兴强等(2013)认为,并购溢价(也即商誉)的诞生绝非偶然。并购标的的异质性特征固然是形成商誉的一部分因素,但管理

层的个人野心也是促成巨额并购溢价的重要推因。后续的研究也发现,管理者在并购定价时的过度自信对商誉的形成有重要影响(潘爱玲等,2018)。而高商誉的存在有可能是管理层短期内提升公司业绩的一种手段,长远来看将有损公司价值(郑海英等,2014)。

### (三)研究假设

受制于证监会减持相关规定和减持的消极市场反应,控股股东持有的流通股虽享有巨额市值之名却不具直接变现之实。通过股权质押,控股股东可以盘活大笔具有高市价但碍于减持约束而无法兑现的公司股份。但股权质押不等于股权出让,它实质上还是一种借款,且通常期限较短。因此,尽管股权质押能够缓解控股股东短期内的财务约束,但股权收益难以实现的根本矛盾仍然存在。

企业可以通过吸收权益性投资、发行债券、银行借款等常规方式来筹集并购所需资金,但上述融资渠道的筹资金额往往受到公司规模、财务指标等多方面的约束。在这种情况下,作为企业经营决策的重要参与者,控股股东有可能成为联结企业与外界的信用媒介,通过股权质押和资金拆借,为企业完成并购交易提供必要的融资周转过渡。然而,这种股权质押为正常并购活动融资的模式,也有可能给不正当套现的实现提供蔽衣。一些控股股东可能借助自身的强权身份,参与或干预企业的并购决策,将质押筹得的大笔资金投向对其有利的并购标的,例如关联方。进而,通过对被并购方支付超额并购溢价输送质押所融得的资金,实现股权收益的套现。这时,股权质押便成为了撬动资本运作的杠杆,而并购则为套现提供隐秘的实现方式。通过抬高并购定价的方式转移超额收益,这部分最终将以商誉形式呈现。过高的商誉成本会对公司未来业绩产生负面影响(郑海英等,2014),商誉数值越大,并购方对于标的公司的定价就越偏离其净资产的公允价值,并购的非理性特征也越明显。综上,本文提出如下假设:

H1:公司并购会增加控股股东股权质押的概率和比例。

H2:在并购中控股股东进行更多股权质押的公司倾向于产生更高的商誉,且并购标的为关联方时这一倾向将会加强。

本文进一步分析外部监督对并购中控股股东股权质押行为的抑制作用。首先,产权性质常常被用于衡量政府监督的程度。国有企业由于受到政府直接的监管,相比于民营企业而言,往往求稳居多,逐利居少。当公司的预算约束不足以支持并购的巨额资金需求时,国有企业更倾向于采

取较为常规的融资方式来获取资金,以尽量避免政府在融资环节的监督与问询。其次,审计监督是缓解委托代理过程中信息不对称问题的有效手段。实证表明,“四大”提供了更高质量的审计(漆江娜等,2004),经由“四大”审计的上市公司会计信息透明度更高(王艳艳和陈汉文,2006)。

高质量的审计可以为投资者披露更多客观公允的公司内部信息,降低双方间的信息不对称程度,对控股股东起到一定的威慑作用。再次,王亚平等(2009)认为,机构投资者能够提高股票市场的定价效率,监督上市公司的经营决策,进而对关联方资金占用(王琨和肖星,2005)、盈余管理(薄

表1 上市公司控股股东股权质押情况

年度	控股股东发生股权质押样本数			控股股东发生股权质押的样本中		
				质押股权占持股比例(%)		质押股数(亿股)
	是	否	%	均值	中位数	总数
2008	183	986	15.65	48.04	39.60	145.78
2009	233	1 029	18.46	56.14	49.96	215.52
2010	232	1 103	17.38	46.98	39.56	205.45
2011	363	1 345	21.25	43.49	37.43	343.42
2012	460	1 569	22.67	44.87	39.42	463.91
2013	643	1 564	29.13	45.52	39.34	586.95
2014	760	1 434	34.64	46.34	39.85	788.27
2015	1 031	1 306	44.12	42.37	35.94	1 212.42
2016	1 283	1 238	50.89	49.67	44.76	2 199.84
2017	1 449	1 292	52.86	41.19	36.00	2 140.35
合计	6 637	12 866	34.03	45.31	39.44	8 301.90

表2 主要变量定义

变量符号	变量名称	变量说明
Pledge	股权质押	虚拟变量,当年存在控股股东股权质押取值为1,否则为0
PledgeHR	股权质押数量占持股比例	控股股东当年股权质押数量/控股股东持股总数
PledgeTR	股权质押数量占总股本比例	控股股东当年股权质押数量/总股本
Merge	公司并购	虚拟变量,本期发生了并购取值为1,否则为0
MergeScale	并购规模	$\ln(\text{本期发生并购事件支付对价总额}+1)$
Relevance	关联交易	虚拟变量,本期发生了构成关联交易的并购取值为1,否则为0
add_gw	新增商誉	$\ln(\text{本期新增商誉总额}+1)$
Size	企业规模	$\ln(\text{期末资产总额}+1)$
Leverage	资产负债率	期末负债总额/期末资产总额
PB	市净率	每股市价/每股净资产
dua	两职合一	虚拟变量,总经理与董事长两职合一取值为1,否则为0
Seperation	两权分离度	控制权与现金流权之间的差值
firsthold	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量/总股本
rindiret	独立董事比例	独立董事人数/董事总人数
SOE	产权性质	国有企业取值为1,否则为0
BIG4	审计质量	审计本期年报的事务所为国际“四大”之一取值为1,否则为0
TotInsHoldperUR	机构投资者持股比例	机构投资者持股总数/总股本
IPOaboard	海外上市	该公司同时在海外交易所上市取值为1,否则为0

表3 主要变量描述性统计

变量	样本量	p1	p25	中位数	p75	p99	均值	标准差
Pledge	19 503	0	0	0	1	1	0.34	0.47
PledgeHR	19 503	0	0	0	0.21	1.14	0.15	0.28
PledgeTR	19 503	0	0	0	0.08	0.46	0.06	0.11
Merge	19 503	0	0	0	1	1	0.30	0.46
MergeScale	19 503	0	0	0	15.83	21.81	5.12	8.37
Relevance	19 503	0	0	0	0	1	0.12	0.32
add_gw	19 503	0	0	0	0	20.90	3.45	6.99
Size	19 503	19.66	21.14	21.88	22.77	25.70	22.04	1.26
Leverage	19 503	0.05	0.28	0.44	0.60	0.90	0.44	0.21
PB	19 503	-0.97	2.07	3.20	5.19	29.88	4.39	4.69
dua	19 503	0	0	0	0	1	0.24	0.43
Seperation	19 503	0	0	0	0.11	0.29	0.06	0.08
firsthold	19 503	0.09	0.24	0.34	0.46	0.75	0.36	0.15
rindiret	19 503	0.31	0.33	0.33	0.42	0.57	0.37	0.05
SOE	19 503	0	0	0	1	1	0.41	0.49
BIG4	19 503	0	0	0	0	1	0.06	0.23
TotInsHoldperUR	19 503	0	0.10	0.29	0.50	0.80	0.31	0.23
IPOaboard	19 503	0	0	0	0	1	0.03	0.17

仙慧和吴联生, 2009)等产生治理效应。因此, 机构投资者  
的投资行为能够被视为一种参考, 借此来折射公司的决策  
是否有损中小股东的权益。最后, 跨境上市除了能为公司带  
来更多低成本的外源融资(孔宁宁和闫希, 2009), 也会伴  
随引入境外投资者的监督。海外资本市场由于体系更趋成  
熟, 法制更为健全, 投资者更为理性专业, 所以资本市场及  
经济活动参与者的共同监督能够更有效辨别上市公司的经  
营性行为, 以此削弱控股股东通过股权质押谋取私利的动  
机。综上所述, 本文从监督环境角度出发, 提出如下假设:

H3: 外部环境的监督程度与公司并购中控股股东进  
行股权质押的比例负相关。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源与研究样本

本文选择2008~2017年沪深两市A股上市公司作为研  
究样本, 研究涉及的上市公司数据主要来自于CSMAR数  
据库。为提高研究的有效性, 按以下原则对样本进行筛选:  
(1)剔除金融类公司;(2)剔除ST及\*ST状态的公司;(3)  
剔除上市不满1年的公司;(4)剔除存在变量缺失的样本;  
(5)剔除样本总数小于10的行业。最终得到19 503个公

司年度样本, 并在上下1%的水平对所有连续变量进行了  
Winsorize缩尾。

针对本文所关注的公司股权质押事件, 表1列示了观  
察期间股权质押事件的统计情况。无论是发生股权质押的  
样本数, 还是各年质押股权的总股数, 都呈现明显的上升  
趋势。2017年, 有高达52.86% A股上市公司的控股股东进  
行了股权质押, 可见股权质押已经成为上市公司控股股东  
重要的融资方式。

#### (二)变量定义

##### 1. 股权质押

现有文献主要通过构造虚拟变量的方法来讨论控股股  
东股权质押存在与否对公司产生的影响(李旒和郑国坚,  
2015; 谢德仁等, 2016; 陈德萍和陆星廷, 2017), 而较少  
有文章进一步考虑股权质押的程度。本文不仅构造虚拟变  
量Pledge, 还构造PledgeHR和PledgeTR两个变量来衡量  
股权质押的程度。PledgeHR反映当年控股股东质押股数占  
控股股东所持股数的比例, PledgeTR则反映股权质押股数  
占公司总股本的比例。

##### 2. 公司并购、并购溢价与关联交易

除了使用当年并购与否的虚拟变量Merge来表示公司

表 4 主要变量的均值检验结果

Panel A 并购与股权质押			
变量	发生 并购样本 N=5 819	未发生 并购样本 N=13 684	均值差异 ( T value ) ( 并购 )-( 非并购 )
Pledge	0.436	0.300	18.550***
PledgeHR	0.203	0.134	15.554***
PledgeTR	0.075	0.049	15.627***
Panel B 股权质押与其他变量			
变量	发生 质押样本 N=6 637	未发生 质押样本 N=12 866	均值差异 ( T value ) ( 质押 )-( 非质押 )
add_gw	5.257	2.523	26.334***
Relevance	0.138	0.110	5.791***
SOE	0.107	0.562	-68.201***
BIG4	0.020	0.075	-15.896***
IPOaboard	0.007	0.040	-13.245***
TotInsHoldperUR	0.271	0.335	-18.834***

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著

并购之外，本文还采用并购规模 MergeScale 变量，以当年发生的并购所支付对价总额加 1 的自然对数来表示。在溢价的衡量方面，本文使用了财务报表附注中所披露的商誉增加额加 1 的自然对数。此外，为了进一步讨论关联方交易对并购溢价的影响，本文构造了虚拟变量 Relevance。Relevance 为 1 时，表明当年发生了构成关联交易的并购事件。

### 3. 其他变量

参考以往文献，本文主要控制了公司基本特征(包括公司规模 Size、资产负债率 Leverage、市净率 PB)和公司治理特征(包括两职合一 dua、独立董事比例 rindiret、第一大股东持股比例 firsthold，两权分离度 Seperation)。此外，本文在 H3 的检验中还增加了 SOE(产权性质)等变量用以衡量外部监督程度。

主要变量的定义详见表 2。

#### (三)模型设定

为检验 H1，即公司并购对股权质押行为的影响，本文以控股股东股权质押的相关变量 Var\_pledge 为因变量建立如下多元线性回归模型：

$$\text{Var\_pledge} = \alpha + \beta_1 \text{Merge} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Leverage} + \beta_4 \text{PB} + \beta_5 \text{dua} + \beta_6 \text{rindiret} + \beta_7 \text{firsthold} + \beta_8 \text{Seperation} + \Sigma \text{Year} + \Sigma \text{Industry} \quad (1)$$

为检验 H2，即并购过程中的股权质押行为对并购溢价

表 5 并购与股权质押的多元回归结果

	Pledge ( 1 )	PledgeHR ( 2 )	PledgeTR ( 3 )
Merge	0.599*** ( 14.63 )	0.029*** ( 7.57 )	0.011*** ( 7.80 )
Size	-0.250*** ( -7.76 )	-0.010*** ( -2.98 )	-0.005*** ( -3.83 )
Leverage	0.813*** ( 4.78 )	0.107*** ( 5.75 )	0.044*** ( 6.24 )
PB	0.007 ( 0.97 )	0.001 ( 0.79 )	-0.000 ( -0.23 )
dua	0.540*** ( 9.05 )	0.019*** ( 2.88 )	0.007*** ( 2.86 )
rindiret	1.214** ( 2.30 )	0.136*** ( 2.64 )	0.049** ( 2.47 )
firsthold	-0.780*** ( -3.59 )	-0.165*** ( -6.58 )	0.070*** ( 5.92 )
Seperation	2.674*** ( 6.65 )	0.248*** ( 5.32 )	0.115*** ( 6.14 )
cons	2.809*** ( 3.89 )	0.260*** ( 3.38 )	0.081*** ( 2.61 )
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Obs	19 503	19 503	19 503
Overall R <sup>2</sup> / Pseudo R <sup>2</sup>	0.134	0.103	0.100

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。括号内为 t 值。本文所有的回归结果都进行了异方差调整和公司层面的聚类调整。下同

的影响，本文以新增商誉为因变量，建立多元线性回归模型如下：

$$\text{add\_gw} = \alpha + \beta_1 \text{Merge} + \beta_2 \text{Var\_pledge} + \beta_3 \text{Merge} \times \text{Var\_pledge} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{PB} + \beta_7 \text{dua} + \beta_8 \text{rindiret} + \beta_9 \text{firsthold} + \beta_{10} \text{Seperation} + \Sigma \text{Year} + \Sigma \text{Industry} \quad (2)$$

更进一步，为检验关联交易的额外影响，加入关联交易虚拟变量及其与股权质押变量的交互项，建立如下模型：

$$\text{add\_gw} = \alpha + \beta_1 \text{Merge} + \beta_2 \text{Var\_pledge} + \beta_3 \text{Merge} \times \text{Var\_pledge} + \beta_4 \text{Relevance} + \beta_5 \text{Relevance} \times \text{Var\_pledge} + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 \text{Leverage} + \beta_8 \text{PB} + \beta_9 \text{dua} + \beta_{10} \text{rindiret} + \beta_{11} \text{firsthold} + \beta_{12} \text{Seperation} + \Sigma \text{Year} + \Sigma \text{Industry} \quad (3)$$

为检验 H3，即外部监督环境对并购中控股股东股权质押比例的影响，加入外部监督的相关变量 Var\_supervise 及

表6 股权质押、关联交易与并购商誉的多元回归结果

	add_gw					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Merge	3.784*** (24.43)	4.343*** (29.54)	4.405*** (30.06)	5.027*** (24.40)	5.603*** (29.69)	5.573*** (29.62)
Pledge	0.417*** (3.69)			0.467*** (4.14)		
Merge × Pledge	2.567*** (10.16)			1.899*** (6.07)		
PledgeHR		0.539*** (2.78)			0.601*** (3.12)	
Merge × PledgeHR		2.645*** (6.32)			1.335*** (2.59)	
PledgeTR			1.954*** (3.70)			2.065*** (3.93)
Merge × PledgeTR			6.052*** (5.45)			3.628*** (2.66)
Relevance				-2.863*** (-10.86)	-3.021*** (-12.18)	-2.798*** (-11.24)
Pledge × Relevance				1.321*** (2.99)		
PledgeHR × Relevance					2.992*** (3.97)	
PledgeTR × Relevance						5.358*** (2.74)
Size	1.233*** (15.38)	1.232*** (15.28)	1.249*** (15.49)	1.267*** (15.88)	1.269*** (15.84)	1.287*** (16.04)
Leverage	-2.299*** (-6.66)	-2.307*** (-6.61)	-2.353*** (-6.76)	-2.238*** (-6.56)	-2.230*** (-6.46)	-2.291*** (-6.66)
PB	0.042*** (2.94)	0.045*** (3.13)	0.046*** (3.18)	0.046*** (3.23)	0.049*** (3.42)	0.050*** (3.49)
dua	0.707*** (5.13)	0.757*** (5.45)	0.756*** (5.43)	0.687*** (5.02)	0.741*** (5.38)	0.739*** (5.35)
rindiret	-0.462 (-0.42)	-0.525 (-0.47)	-0.573 (-0.52)	-0.442 (-0.41)	-0.495 (-0.45)	-0.530 (-0.48)
firsthold	-3.253*** (-7.34)	-3.242*** (-7.22)	-3.747*** (-8.34)	-3.105*** (-7.13)	-3.077*** (-6.99)	-3.600*** (-8.15)
Seperation	-0.850 (-1.07)	-0.736 (-0.91)	-0.856 (-1.06)	-0.544 (-0.70)	-0.446 (-0.56)	-0.536 (-0.68)
cons	-24.298*** (-14.00)	-24.334*** (-13.95)	-24.489*** (-14.04)	-25.195*** (-14.57)	-25.298*** (-14.58)	-25.451*** (-14.66)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	19 503	19 503	19 503	19 503	19 503	19 503
Overall R <sup>2</sup>	0.226	0.217	0.217	0.238	0.231	0.230

表7 并购、外部监督与股权质押的多元回归结果

	PledgeHR			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Merge	0.041*** (6.98)	0.030*** (7.39)	0.041*** (5.98)	0.030*** (7.48)
SOE	-0.176*** (-22.61)			
Merge × SOE	-0.043*** (-6.37)			
BIG4		-0.062*** (-5.50)		
Merge × BIG4		-0.021* (-1.67)		
TotInsHoldperUR			-0.028** (-2.42)	
Merge × TotInsHoldperUR			-0.039** (-2.47)	
IPOaboard				-0.069*** (-5.54)
Merge × IPOaboard				-0.031*** (-2.62)
Size	0.001 (0.34)	-0.007* (-1.87)	-0.010*** (-2.73)	-0.008** (-2.15)
Leverage	0.157*** (8.89)	0.104*** (5.55)	0.114*** (6.10)	0.105*** (5.65)
PB	0.000 (0.20)	0.001 (0.94)	0.001 (0.88)	0.001 (0.88)
dua	0.002 (0.29)	0.019*** (2.85)	0.018*** (2.74)	0.019*** (2.87)
rindiret	0.093* (1.86)	0.141*** (2.73)	0.134*** (2.58)	0.142*** (2.74)
firsthold	-0.104*** (-4.49)	-0.162*** (-6.46)	-0.161*** (-6.45)	-0.164*** (-6.53)
Seperation	0.104** (2.44)	0.253*** (5.44)	0.262*** (5.68)	0.241*** (5.17)
cons	0.088 (1.26)	0.184** (2.30)	0.242*** (3.13)	0.207** (2.55)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	19 503	19 503	19 503	19 503
Overall R <sup>2</sup>	0.191	0.106	0.107	0.104

其与 Merge 的交互项，建立如下多元线性回归模型：

$$\begin{aligned}
 \text{PledgeTR} = & \alpha + \beta_1 \text{Merge} + \beta_2 \text{Var\_supervise} + \beta_3 \text{Merge} \times \text{Var\_supervise} \\
 & + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{PB} + \beta_7 \text{dua} + \beta_8 \text{rindiret} \\
 & + \beta_9 \text{firsthold} + \beta_{10} \text{Seperation} + \Sigma \text{Year} + \Sigma \text{Industry}
 \end{aligned} \quad (4)$$

#### 四、描述性统计分析

##### (一) 主要变量的描述性统计分析

由表3可知，在全部19 503个样本中，平均有34%左右样本的控股股东发生了股权质押事件，30%左右发生了公司并购事件，12%左右的并购事件同时包含关联交易。上市公司控股股东所持股权中平均每年有15%的部分被用于质押，占公司总股本的6%左右。由此可见，高比例的股权质押现象在我国资本市场中并不少见。此外，其余变量的描述性统计结果基本与以往经验相符。

##### (二) 主要变量的均值检验

表4报告了主要变量的均值检验结果。从Panel A可见，在5 819个并购的样本中，发生质押的样本占43.6%，控股股东平均质押所持股份的20.3%，占总股本的7.5%；而在13 684个未进行并购的样本中，发生质押的样本占30.0%，控股股东平均质押所持股份的13.4%，占总股本的4.9%。t检验显示上述差异均在1%水平上显著。这与H1相符，即公司并购行为会增加控股股东股权质押的概率和比例。

表4的Panel B显示，在6 637个控股股东发生股权质押的样本中，add\_gw均值为5.257，而未进行股权质押的样本add\_gw均值为2.523，其差异在1%水平上显著，说明股权质押将会增加并购过程中商誉的形成。此外，Relevance的结果显示，13.8%的质押样本同时发生了构成关联交易的并购事件，而未质押样本中这一比例为11.0%，差异在1%水平上显著，说明股权质押增加了关联并购的发生概率。在外部监督方面，发生质押的样本无论是政府监督的代理指标SOE、审计监督的代理指标BIG4，还是投资者监督的代理指标IPOaboard、TotInsHolderperUR，都在1%水平上显著低于未发生质押的样本。这在一定的程度上反映出当监督环境较为薄弱时，控股股东更有机会进行股权质押。

#### 五、实证检验

##### (一) H1的检验

为检验公司并购对控股股东股权质押概率和比例的影响

表8 采用下一期并购相关变量的回归结果(一)

	H1的检验			H3的检验			
	Pledge	PledgeHR	PledgeTR	PledgeHR			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
F_Merge	0.485*** (11.17)	0.024*** (5.73)	0.009*** (5.71)	0.032*** (5.12)	0.025*** (5.78)	0.033*** (4.55)	0.024*** (5.61)
SOE				-0.171*** (-21.59)			
F_Merge × SOE				-0.028*** (-3.77)			
BIG4					-0.063*** (-4.65)		
F_Merge × BIG4					-0.026** (-2.55)		
TotInsHolderUR						-0.034*** (-2.95)	
F_Merge × TotInsHolderUR						-0.027 (-1.62)	
IPOaboard							-0.079*** (-7.01)
F_Merge × IPOaboard							-0.005 (-0.45)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	16 762	16 762	16 762	16 762	16 762	16 762	16 762
Overall R <sup>2</sup> / Pseudo R <sup>2</sup>	0.120	0.098	0.097	0.181	0.100	0.102	0.098

响,我们用控股股东质押比例和是否质押对并购进行多元回归。表5报告了这一回归结果。第(1)列的logit回归显示,当因变量是质押虚拟变量Pledge时,Merge的系数同样在1%水平上显著为正,说明并购同样增加了控股股东股权质押的概率。由第(2)列和第(3)列的OLS回归可见,无论因变量为控股股东股权质押占持股比例PledgeHR还是占总股本比例PledgeTR,并购虚拟变量Merge的系数都在1%水平上显著为正,说明公司并购行为会增加控股股东股权质押的比例。H1得到验证。

此外,从控制变量来看,两职合一dua的系数均在1%水平上显著为正,说明主要决策者的权力对并购中股权质押的概率和比例存在正向的影响。两权分离度Separation的系数也均在1%水平上显著为正,说明当控制权与现金流权之间的差异越大时,股权质押的概率和程度越大。

(二)H2的检验

我们在模型中同时考虑并购与否Merge、股权质押相关变量,以及二者的交互项,以并购形成的商誉规模为因变量分别进行多元线性回归分析,回归结果见表6第(1)至第(3)列。表6第(1)至第(3)列显示,股权质押变量均在1%水平上显著为正,且其与Merge的交互项系数也均在1%水平上显著为正,说明并购过程中控股股东发生更多股权质押的公司更倾向于形成高额商誉。

更进一步,我们讨论关联方交易在上述过程中所起的作用。在模型中加入关联交易虚拟变量Relevance及其交互项,回归结果见表6第(4)至第(6)列。表6第(4)至第(6)列显示,3个股权质押变量及其与Merge的交互项的系数仍都在1%水平上显著为正,与第(1)至第(3)列的结果一致;Relevance的系数均在1%水平上显著为负,说明关联交易本身会降低并购过程中商誉的产生,这一结果可能是由于关联交易会增加并购过程中的信息对称程度所致;但

表9 采用下一期并购相关变量的回归结果(二)

	H2的检验					
	F_add_gw					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
F_Merge	4.086*** (25.07)	4.569*** (29.21)	4.577*** (29.61)	5.239*** (24.30)	5.700*** (28.57)	5.652*** (28.56)
Pledge	0.280** (2.13)			0.311** (2.37)		
F_Merge × Pledge	2.427*** (8.59)			1.641*** (4.73)		
PledgeHR		0.377* (1.68)			0.415* (1.85)	
F_Merge × PledgeHR		2.323*** (5.07)			0.994* (1.75)	
PledgeTR			1.685*** (2.81)			1.755*** (2.93)
F_Merge × PledgeTR			5.972*** (4.94)			3.094** (2.07)
F_Relevance				-2.537*** (-8.83)	-2.587*** (-9.58)	-2.453*** (-9.09)
F_Relevance × Pledge				1.603*** (3.15)		
F_Relevance × PledgeHR					2.955*** (3.55)	
F_Relevance × PledgeTR						6.198*** (2.88)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	16 747	16 747	16 747	16 747	16 747	16 747
Overall R <sup>2</sup>	0.215	0.208	0.209	0.225	0.218	0.219

是,股权质押变量与Relevance的交互项均在1%水平上显著为正,即关联交易的发生使得并购过程中控股股东股权质押形成了更高的商誉。由此,H2得到验证。

### (三)H3的检验

为检验外部监督约束对并购中控股股东股权质押规模的影响,我们引入4个外部监督代理变量,分别为SOE(代表政府监督)、BIG4(代表审计监督)、TotInsHoldperUR(代表机构投资者监督)、IPOaboard(代表境外市场监督)。表7报告了交互项分析结果。表7显示,4个外部监督代理变量的系数均显著为负,说明外部监督降低了控股股东股权质押的比例;交互项系数也分别在1%、10%、5%、1%水平上显著为负,说明外部监督对于控股股东在并购中的股权

质押行为有一个额外的抑制作用。上述结果均表明,当控股股东面临的外部监督更严格时,控股股东越不容易在并购过程中质押更多的股权;反之,当外部监督相对薄弱时,控股股东在并购中发生的股权质押比例更大。由此,H3得到验证。

## 六、稳健性测试

### (一)采用下一期的并购相关变量

为了排除并购后因股价上涨而引起控股股东更多股权质押行为的干扰,我们使用下一期的并购F\_Merge替代Merge,重复上述研究过程,表8和表9报告了主要的回归结果。表8前3列显示,下一期的并购与控股股东当期的股

表 10 加入股权质押滞后项的回归结果

	H1 的检验			H3 的检验			
	Pledge	PledgeHR	PledgeTR	PledgeHR			
	( 1 )	( 2 )	( 3 )	( 4 )	( 5 )	( 6 )	( 7 )
L.Pledge	2.922*** ( 45.79 )						
L.PledgeHR		0.513*** ( 39.62 )		0.454*** ( 33.90 )	0.512*** ( 39.58 )	0.509*** ( 39.07 )	0.513*** ( 39.61 )
L.PledgeTR			0.542*** ( 43.18 )				
Merge	0.464*** ( 9.33 )	0.034*** ( 7.69 )	0.014*** ( 8.27 )	0.041*** ( 6.13 )	0.035*** ( 7.55 )	0.043*** ( 5.39 )	0.035*** ( 7.62 )
SOE				-0.119*** ( -21.43 )			
Merge × SOE				-0.042*** ( -5.70 )			
BIG4					-0.025*** ( -3.79 )		
Merge × BIG4					-0.032** ( -2.51 )		
TotInsHoldperUR						-0.067*** ( -6.73 )	
Merge × TotInsHoldperUR						-0.035* ( -1.93 )	
IPOaboard							-0.011 ( -1.41 )
Merge × IPOaboard							-0.033*** ( -3.08 )
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	16 128	16 128	16 128	16 128	16 128	16 128	16 128
Overall R <sup>2</sup> / Pseudo R <sup>2</sup>	0.363	0.329	0.363	0.361	0.330	0.332	0.330

权质押概率及比例均在1%水平上显著正相关,说明为上市公司并购融资是控股股东股权质押的动机之一,验证了H1。表8后4列显示,外部监督变量的系数均在1%水平上显著为负,SOE、BIG4与下一期并购F\_Merge的交互项系数分别在1%和5%水平上显著为负,而TotInsHoldperUR和IPOaboard与下一期并购F\_Merge的交互项系数符号仍为负,但不显著,部分地验证了H3。对于H2的检验,表9报告的结果基本与上文中的表6一致,同样支持了本文的结论。

(二)加入股权质押的滞后项

考虑到股权质押一旦发生,控股股东可能会在解押后重新质押,或在股价下跌时进行补充质押,从而长期通过质押股权获得资金。因此,股权质押在相邻年度间可能存在惯性。当因变量为股权质押相关变量时,在原模型中加入股权质押的滞后项,可以在一定程度上剔除年度间惯性的影响,更精准地衡量其他因素对股权质押行为的影响。表10报告了H1和H3的检验结果,与上文基本保持了一致。

(三)考虑并购的规模

在H1和H3的检验中,我们进一步使用并购规模MergeScale替代Merge,考虑并购的规模大小是否影响股

表 11 考虑并购规模的回归结果

	H1 的检验			H3 的检验			
	Pledge	PledgeHR	PledgeTR	PledgeHR			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
MergeScale	0.034*** (15.55)	0.002*** (8.05)	0.001*** (8.04)	0.002*** (7.56)	0.002*** (8.00)	0.002*** (6.28)	0.002*** (7.96)
SOE				-0.175*** (-22.75)			
MergeScale × SOE				-0.003*** (-7.20)			
BIG4					-0.059*** (-5.34)		
MergeScale × BIG4					-0.002*** (-2.87)		
TotInsHoldperUR						-0.027** (-2.42)	
MergeScale × TotInsHoldperUR						-0.002** (-2.47)	
IPOaboard							-0.068*** (-5.49)
MergeScale × IPOaboard							-0.002*** (-2.82)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	19 503	19 503	19 503	19 503	19 503	19 503	19 503
Overall R <sup>2</sup> / Pseudo R <sup>2</sup>	0.135	0.104	0.101	0.192	0.107	0.108	0.105

权质押，表 11 报告了主要的回归结果，与上文基本保持一致，说明研究结果是稳健的。

## 七、结论与启示

本文以我国 2008~2017 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本，从公司并购这一场景出发，研究了控股股东股权质押的动机、影响因素和后果。研究发现，控股股东股权质押的发生与公司并购事件显著正相关；当控股股东质押更多时，公司更易产生超额商誉，且并购标的为关联方时这一倾向将会加强。进一步分析发现，当面临更严格的外部监督环境时，控股股东在并购中质押股权的比例将受到抑制。

本文的研究结论表明，控股股东股权质押行为与高溢价并购的结合可能成为控股股东套现的一种手段。因此，从监管者的角度来看，应提高警惕，密切关注上市公司并

购中控股股东股权质押的动机，并追踪资金的流向。从上市公司的角度来看，应加强内部控制，提高公司信息透明度，将股权质押的风险水平严格控制在可控范围内。

### 主要参考文献：

- [1] 薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角 [J]. 经济研究, 2009, (2): 81-91.
- [2] 陈德萍, 陆星廷. 股权质押与盈余管理的关系研究——基于创业板上市公司的实证检验 [J]. 会计研究, 2017, (5): 47-52.
- [3] 杜兴强, 杜颖洁, 周泽将. 商誉的内涵及其确认问题探讨 [J]. 会计研究, 2011, (1): 11-16.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] 孔宁宁, 闫希. 交叉上市与公司成长——来自中国“A+H”股的经验证据[J]. 金融研究, 2009, (7): 134-145.
- [7] 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.
- [8] 刘健, 刘春林. 不确定性下关联股东网络的并购经验与并购绩效研究[J]. 南开管理评论, 2016, 19(3): 4-17.
- [9] 潘爱玲, 刘文楷, 王雪. 管理者过度自信、债务容量与并购溢价[J]. 南开管理评论, 2018, (3): 35-45.
- [10] 漆江娜, 陈慧霖, 张阳. 事务所规模·品牌·价格与审计质量——国际“四大”中国审计市场收费与质量研究[J]. 审计研究, 2004, (3): 59-65.
- [11] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2005, (2): 27-33.
- [12] 王亚平, 刘慧龙, 吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 金融研究, 2009, (12): 162-174.
- [13] 王艳艳, 陈汉文. 审计质量与会计信息透明度——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2006, (4): 9-15.
- [14] 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+94.
- [15] 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.
- [16] 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, 17(9): 72-87.
- [17] 郑海英, 刘正阳, 冯卫东. 并购商誉能提升公司业绩吗?——来自A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014, (3): 11-17+95.
- [18] Brouters, K.D., Hastenburg, P.V., Ven, J.V.D. If Most Mergers Fail Why Are They so Popular?[J]. Long Range Planning, 1998, 31(3): 347-353.
- [19] Grossman, H.O.D. One Share-one Vote and the Market for Corporate Control[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 175-202.
- [20] Ishii, Y.H.X. Acquirer-target Social Ties and Merger Outcomes[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(3): 344-363.
- [21] Mitchell, J.H.M. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 41(2): 193-229.
- [22] Powell, A.Y. Are Corporate Restructuring Events Driven by Common Factors? Implications for Takeover Prediction[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2007, 34(7-8): 1169-1192.
- [23] Shleifer, R.W.V. Stock Market Driven Acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3): 295-311.
- [24] Yeh, L.T.S. Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan[J]. Corporate Governance: An International Review, 2004, 12(3): 378-388.

## Controlling Shareholders Equity Pledge and High Premium Acquisition

JIANG Fei, MAO Xiao-yi, YI Yang

**Abstract :** Equity pledge and M&A are both hot issues in the capital market in recent years, but few researches are aware of the relationship between them. In this paper, it is found that the occurrence of the pledge of controlling shareholders' equity is positively related to the M&A of the company; when the pledge of controlling shareholders' equity is more, the company is more likely to generate excess goodwill, and this tendency will be strengthened when the target of M&A is related party. Further analysis shows that when in a more strict external regulatory environment, the proportion of the controlling shareholders' pledged equity in M&A will be restrained. The results of this paper show that the combination of equity pledge and high premium M&A may become a means of cash out for controlling shareholders, which needs to be strengthened vigilance and supervision.

**Key words :** controlling shareholder; equity pledge; M&A

(责任编辑 周愈博)