

內部人股權質押、制度變革與公司現金持有

—以臺灣股票市場為例

- 陳慶隆/國立雲林科技大學會計系教授
- 潘昭容/國立雲林科技大學會計系副教授
- 黃仕明/國立雲林科技大學會計系博士生
- 何崇民/國立雲林科技大學會計系博士生

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 142 期(2024 年 6 月出版)

內部人股權質押普遍存在於已開發之金融市場與新興國家。此乃內部人為保有其對公司之控制權，以質押而非出售自身股票的方式，獲得個人資金之行為。值得注意的是，質押後公司股票價格一旦下跌，質押者不僅將面臨銀行追繳保證金(margin call)之窘境，還可能會喪失其對公司的控制權，故他們對公司股價波動較為敏感。有鑑於此，過去文獻紛紛指出，內部人股權質押會產生後續效應，影響到公司決策，例如為支撐股價而購回庫藏股(Chan et al., 2018)或操弄盈餘(Singh, 2018; Dejong et al., 2020)、使經理人薪酬與公司績效較不敏感(Ouyang et al., 2019)、減弱公司的創新能力(Pang and Wang, 2020)、增加併購的可能性(Yan et al., 2020)等，但鮮少研究分析內部人股權質押是否影響公司現金持有決策。

此決策之適切性取決於代理問題之嚴重程度，如管理者因其私利侵佔公司資源(resource diversion)之可能性。就利益掠奪(expropriation)觀點而言，股權質押暫時終止了被質押股票的現金流量權(cash flow rights，又稱盈餘分配權)，加劇控股股東和少數股東之間的利益衝突(Dou et al, 2019; Yan et al., 2020)，惡化了代理問題。此時，內部人可能為獲得私利或消費特權，讓公司儲備

較多的現金，以便靈活應對其未來支出需求。當然，此需求亦可能提前發生。就支出(spending)觀點而言，追求私利的內部人著眼於目前消費，會將公司現金儲備予以折價(Harford et al., 2008)，以致於內部人向銀行質押公司股票愈多，公司現金持有水準就愈低。簡言之，內部人股權質押也許會衍生代理問題，間接對公司現金持有政策產生負面效應。

然而，亦有學者從利益收斂觀點，主張內部人股權質押會帶來正面效應，起因於內部人減緩代理衝突疑慮之動機。主管機關與利害關係人往往認為內部人股權質押會引發嚴重的代理衝突(Chen and Kao, 2011; Lee and Yeh, 2004; Wang and Chou, 2018)。為改善此認知，質押股票的內部人很可能會制止公司短視近利(myopic)之決策。此外，他們亦可能因保證金追繳之壓力，而不願從事掠奪少數股東利益之行為，以避免公司股價下跌(Li et al., 2019; Li et al., 2020)。過去文獻就指出，當投資人評價代理問題較嚴重之公司時，往往認為其管理者可能出於私利而使公司持有超額現金(He et al., 2017; Jensen, 1986)，故通常會對其帳上現金進行折價(Dittmar and Mahrt-smith, 2007)。基於此評價模式，公司會傾向於發放較多的現金股利，以減輕代理問題之疑慮(He et al., 2017; Jensen, 1986)，並支撐公司股價。再者，提供質押之銀行往往會持續監督公司，以掌握其經營績效與管理決策之後果(Ahn and Choi, 2009; Chen and Kao, 2011; Rajan and Winton, 1995)。這將迫使內部人有動機降低公司現金持有水準，以免於利益掠奪疑慮之審查。基於上述正反兩極之論點，本研究旨在探討內部人股權質押對公司現金持有決策之影響，以闡明此種質押究竟是向資本市場傳遞代理衝突惡化之訊息，還是減緩此衝突疑慮之訊息。

另外，為改善投資人保護，主管機關於2011年修訂《公司法》第197條之1第2項，規定公開發行股票之公司董事以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其超過之股份不得行使表決權。這使得適用該規定之內部人不僅失去其對公司政策之控制權，也被貼上過度質押之標籤，受到投資人的緊密監督，並承受較高的追繳保證金風險。在此情況下，他們理應致力於降低代理衝突之疑慮，避免公司資產負債表上呈現超額現金。惟過去文獻未能釐清此制度變革—外在衝擊，能否調節內部人股權質押與公司現金持有之間的關係以及其有效性。

基於上述，本研究以1998至2019年上市櫃公司為研究樣本，探討內部人股權質押與公司現金持有之間的關係，以及股權質押制度變革對此關係之衝擊。為檢視前述議題，本研究以董監事、執行長與高階管理階層之股權質押率，衡量內部人股權質押率。此衡量方式有助於檢視公司基於資本市場對內部股權質押之看法所做的現金持有決策。實證結果支持利益收斂之觀點，發現內部人股權質押率與公司現金持有水準呈顯著負相關。進一步分析發現，此非肇因於過度投資，乃是茲因於發放較高的現金股利，而此作法並未導致公司現金持有水準偏離其最適水準。而Harford et al. (2008)指出，增加現金股利隱含了公司未來會支付相同股利水準之承諾，而非一次性發放。因此，上述實證結果暗示著內部人股權質押之公司傾向將其多餘的現金發還給股東，避免持有過多的現金，以向投資人傳遞正面訊號，減輕代理衝突之疑慮及保證金追繳之壓力。另外，本研究之實證結果發現股權質押制度變革後，內部人股權質押率與公司現金持有水準之間的負向關係，在受制度變革影響之公司更為明顯。這意味著降低代理衝突之過度質押規定，確實迫使適用該規定之內部人減少公司現金持有水準。

最後，為較準確地辨別受制度變革影響之公司，本文亦以董事會、股權質押最多的董事或董事長的股權質押率，及個別董事選任時持有之公司股數進行分析，均獲得前述之結論。

政策意涵方面，本研究藉由公司法第197 條之1 第2 項的過度質押規定，證實內部人股權質押率與公司現金持有水準之間的負向關係，並非肇因於內部人的私利，而是減輕其保證金追繳之壓力，以及改善投資人對其代理問題之疑慮所致。這不但闡明過度質押規定之有效性，亦有助於資本市場解讀公司內部人股權質押所隱含之未來企業經營策略。最後，本研究發現該規定是以董事選任當時而非其目前持有之公司股數，斷定董事股權質押是否已超出二分之一之門檻。然而，本研究進一步檢視董事股權質押資料時，發現許多董事選任當時並未持有或僅持有少量公司股票。在此情況下，這些董事若於增購公司股票後再進行股權質押，縱使未超過其持有股數之二分之一，亦可能被列為適用過度質押規定者。另外，公開資訊觀測站所公告的股權質押率是以董事目前持有之公司股數為計算基礎。這或許會讓投資者(特別是外國機構投資人)誤解是以此比率裁定適用過度質押規定者，進行錯誤定價。面對上述問題，主管機關應重新審視適用該規定之判斷標準是否合理，以及股權質押之揭露規定是否利於投資人做出正確的投資決策。

參考文獻

- Chan, K., H. K. Chen, S. Y. Hu and Y. J. Liu (2018). “Share Pledges and Margin Call Pressure,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 52, 96-117.
- Dejong, D. V., K. Liao and D. Xie (2020). “Controlling Shareholder’s Share Pledging and Accounting Manipulations,” available from URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3274388>.
- Dou, Y., R. W. Masulis and J. Zein (2019). “Shareholder Wealth Consequences of Insider Pledging of Company Stock as Collateral for Personal Loans,” *The Review of Financial Studies*, Vol. 32, No. 12, 4810-4854.
- Harford, J., S. A. Mansi and W. F. Maxwell (2008). “Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3, 535-555.
- Ouyang, C., J. Xiong and L. Fan (2019). “Do Insiders Share Pledging Affect Executive Pay-for-Performance Sensitivity?,” *International Review of Economics and Finance*, Vol. 63, 226-239.
- Pang, C. and Y. Wang (2020). “Stock Pledge, Risk of Losing Control and Corporate Innovation,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 60, 101534.
- Singh, P. P. (2018). “The Inside Job: Share Pledges by Insiders and Earnings Management,” available from URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3294165>.
- Yan, S., X. Ling and L. T. W. Cheng (2020). “Controlling Shareholder Stock Pledge, Aggravated Expropriation and Corporate Acquisitions,” available from URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3613675>.