

控股股东股权质押对企业投资效率的影响研究

蔡天辰

上海大学, 中国·上海 200444

摘要: 文章以 2014–2023 年我国 A 股上市企业数据为样本, 研究讨论了控股股东股权质押对企业投资效率的影响研究。研究结果表明, 股东股权质押会显著降低企业投资效率, 这一结论在稳健性检验后依然成立。进一步研究表明, 融资约束在股东股权质押和投资效率之间起到了中介作用。文章的研究能够为上市公司优化股东融资决策与内部治理机制提供理论依据, 对促进资本有效配置和经济高质量发展具有重要参考价值。

关键词: 股权质押; 投资效率; 融资约束

Research on the Impact of Equity Pledge by Controlling Shareholders on Corporate Investment Efficiency

Cai Tianchen

Shanghai University, China Shanghai 200444

Abstract: This paper takes the data of A-share listed companies in China from 2014 to 2023 as samples to study the impact of controlling shareholders' equity pledge on corporate investment efficiency. The research results show that equity pledge by shareholders significantly reduces corporate investment efficiency, and this conclusion remains valid after robustness tests. Further research indicates that financing constraints play a mediating role between shareholders' equity pledge and investment efficiency. The research of this paper can provide theoretical basis for listed companies to optimize shareholders' financing decisions and internal governance mechanisms, and has important reference value for promoting the effective allocation of capital and high-quality economic development.

Keywords: Equity pledge; Investment efficiency; Financing constraints

0 引言

股权质押, 作为控股股东便捷高效的融资工具, 其本质是股东将其持有的上市公司股票作为担保物, 向金融机构融入资金的行为。这一工具在盘活股东存量资产、缓解流动性压力的同时, 也存在潜在风险。为化解和阻断股权质押风险, 我国在 2018 年出台了质押新规, 对股权质押后的融资用途和质押率等关键方面进行规范, 并设置了集中度红线。新规实施后股权质押呈现规模收缩态势, 但存量水平依然较高, 其潜在风险仍需持续关注。在信息不对称普遍存在、融资约束问题突出的经济转型背景下, 股权质押行为已超越了单纯的股东个体融资范畴, 融入到公司实体投资活动中。

投资效率作为公司资源配置能力的核心指标, 其高低直接决定了企业发展。现有研究虽已揭示股权质押可能诱发控股股东的机会主义行为, 加剧第二类代理问题, 并通过控制权转移风险影响管理层决策^[1], 但其作用于企业真

实投资活动的内在机制, 尤其在融资约束传导渠道上的表现, 尚未得到系统阐释。因此, 在理论上, 本文将股权质押、融资约束与企业投资效率纳入统一分析框架, 对现有文献进行拓展, 揭示了股权质押通过融资约束作用于投资效率的传导机制。在现实角度, 在中国资本市场深化改革、着力提升实体经济效能的关键时期, 清晰辨识股权质押通过加剧融资约束而损害投资效率的路径, 为上市公司优化股东融资决策与内部治理机制提供依据, 对促进资本有效配置和经济高质量发展具有重要参考价值。

1 理论分析与研究假设

根据信息不对称理论, 股东股权质押放大了代理问题, 并削弱了信息透明度, 债权人会面对不可分散的信息识别风险导致融资溢价^[2], 加剧了融资约束并导致投资不足。而且在投资中, 控股股东享有投资成功时的超额收益, 债权人却要承担投资失败的损失。这种权责错配诱使控股股东将信贷资金配置于高风险高收益项目, 催生过度投资,

造成了企业投资效率下降。

另一方面，当股东进行股权质押后，控股股东面临激励效应衰减与控制权分离放大掏空动机，但高股权质押引发的控制权转移风险迫使其转向短期套利。为维稳股价和规避控制权转移，股东将有限的资源向金融资产倾斜以快速套利粉饰业绩，同时压缩长期实体投资^[3]。这种套利导向的资产转换虽能短期维持股价，但是挤压了企业长期价值积累，最终导致资源配置扭曲与投资效率降低。基于此，本文提出了研究假设 1：控股股东股权质押对降低企业投资效率。

股东股权质押在一定程度上会诱发股价下跌风险，而股价下跌引发的控制权转移风险会强化股东市值管理动机。由于中国上市公司股权高度集中，控股股东具备通过盈余操纵、资产重组或干预信息披露等手段维持股价的能力。这些行为会严重扭曲真实信息，导致上市公司与外部投资者、债权人之间的信息不对称程度加深。面对潜在道德风险与逆向选择问题，资金提供方会要求更高的风险溢价，并收紧信贷条件，最终推高融资成本、限制融资渠道^[4]。在融资约束压力下，质押股权的股东为缓解自身资金压力，侵占上市公司资金等利益侵占动机增强，间接放大对上市公司融资环境的负面影响，形成一种恶性循环^[5]。融资约束状况决定了企业获得资金后如何使用资金及其面临的监督压力，影响企业的资源配置效率，从而最终对企业投资效率产生影响^[6]。基于此，本文提出了研究假设 2：控股股东股权质押会通过增加融资约束降低企业投资效率。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文选取了 2014–2023 年我国 A 股上市企业的相关数据，并剔除了数据中 ST 和 *ST 的公司以及金融类上市公司，并对样本进行了 1% 的缩尾，最终取得 22744 个样本。本文的研究数据均来自于国泰安（CSMAR）数据库。

2.2 变量定义

2.2.1 被解释变量：企业投资效率

本文选取 Richardson 投资期望模型^[7]，衡量企业投资效率，通过对模型 3.1 进行回归，得到的残差绝对值来衡量企业投资效率水平。

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Cash_{it-1} + \alpha_4 Age_{it-1} + \alpha_5 Size_{it-1} + \alpha_6 Ret_{it-1} + \alpha_7 Inv_{it-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

(2.1)

在公式中， $Invest_{it}$ 表示企业 i 在 t 年的投资支出； $Growth_{it-1}$ 表示企业 i 在 $t-1$ 年的发展前景，用 TobinQ 表

示； Age_{it-1} 表示企业 i 在 $t-1$ 年时的公司上市时间长短； Lev_{it-1} 表示企业的财务杠杆率，用资产负债率来衡量； $Cash_{it-1}$ 表示企业的现金流状况，用经营活动现金流量与总资产的比值来衡量； $Size_{it-1}$ 表示公司的资产规模，对总资产取自然对数； Ret_{it-1} 表示公司的股票收益率； Inv_{it-1} 表示企业的新增投资支出； $\sum Industry$ 和 $\sum Year$ 分别表示行业虚拟变量和年份虚拟变量； ε 代表残差项，残差绝对值越小，说明企业投资效率越高。

2.2.2 解释变量：控股股东股权质押

本文参考宋思淼等（2022）的研究^[8]，选用控股股东是否进行了股权质押（ pld_dum ）作为解释变量，如果进行了股权质押，那么为 1，否则为 0。用股权质押比率（ pld_rate ），即上市企业股东股权质押数占年末股东持股数的比值，替换原先的解释变量作为稳健性检验。

2.2.3 中介变量

股东股权质押会向市场传递潜控制权转移风险与代理问题恶化的负面信号，导致金融机构收紧信贷条件，加剧企业外部融资约束。融资能力的削弱可能刺激股东挪用质押资金投向高风险、短周期项目以快速套现，导致过度投资，降低企业整体投资效率。因此，本文选取融资约束作为中介变量，使用 FC 指数来衡量企业融资程度。

2.2.4 控制变量

本文选用了公司规模、公司年龄、资产负债率、第一大股东持股比例、机构投资者持股比例和资产收益率作为控制变量。

表1 主要变量类型及定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	投资效率	invest	见公式3.1
解释变量	控股股东股权质押	pld_dum	存在股权质押为1，否则0
中介变量	融资约束	fc	FC指数
控制变量	公司规模	size	年末总资产的自然对数
	公司年龄	age	公司成立年限的自然对数
	资产负债率	lev	总负债/总资产
	第一大股东持股比例	top1	第一大股东持股比例
	机构投资者持股比例	inst	机构投资者持股数/总股数
	资产收益率	roa	净利润/总资产

2.3 研究模型

为了验证上文所提出的研究假设 1，建立如下回归模型 2.2:

$$invest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 pld_dum_{it} + \sum acontrols_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

(2.2)

为了验证假设 2，将融资约束作为中介变量，建立了模型 2.3：

$$fc_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 pld_dum_{it} + \sum acontrols_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

(2.3)

3 实证研究

3.1 描述性统计

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
invest	22,744	0.0377	0.0724	0	7.251
pld_dum	22,744	0.303	0.459	0	1
pld_rate	22,744	0.0463	0.113	0	1
size	22,744	22.43	1.336	19.08	28.64
lev	22,744	0.412	0.191	0.00906	0.990
roa	22,744	0.0389	0.0705	-1.240	0.759
top1	22,744	0.337	0.148	0.0184	0.900
age	22,744	3.002	0.298	1.609	4.290
inst	22,744	0.428	0.252	0.000001	1.011

本文对各变量进行了描述性统计，分别计算了平均值，标准差，最大值和最小值，如表 2 所示。

3.2 基准回归

表3 基准回归结果

	(1)	(2)
VARIABLES	invest	invest
pld_dum	0.006***	
	(4.16)	
pld_rate		0.048***
		(9.47)
size	-0.029***	-0.029***
	(-16.24)	(-16.02)
age	-0.009	-0.012
	(-0.64)	(-0.84)
lev	-0.015**	-0.016**
	(-2.28)	(-2.38)
top1	0.055***	0.058***
	(4.98)	(5.27)
inst	0.046***	0.046***
	(6.41)	(6.51)
roa	0.054***	0.054***
	(5.88)	(5.90)
Constant	0.681***	0.677***
	(12.86)	(12.81)
Observations	22,744	22,744
R-squared	0.052	0.056
Industry FE	YES	YES
Year FE	YES	YES

(注：*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著，括号内为 t 检验值。)

表 3 中显示了股东股权质押对企业投资效率的估计结果，列（1）的结果在 1% 水平上正向显著，由于投资效率是负向指标，因此证明了股东股权质押对投资效率具有负面影响，假设 1 成立。其中的原因在于，股东质押股权后，面临股价下跌导致的平仓风险，此时股东往往倾向于短期投机行为以维持股价，而非投入资金到长期价值创造的项

目中，引发投资短视化。同时，股权质押行为会向市场传递公司经营风险的负面信号，增加外部融资成本，限制企业获取投资所需资金，导致优质项目因资金约束而被迫放弃。此外，控股股东可能通过股权质押套取资金用于非生产性领域，加剧代理冲突，使资源偏离高效投资方向，最终降低整体投资效率。

列（2）是稳健性检验的结果，替换了解释变量，使用股权质押比率（pld_rate），即上市企业股东股权质押数占年末股东持股数的比值替换原先的解释变量，发现解释变量系数的正负和显著性都没有发生改变，通过了稳健性检验。

3.3 进一步分析

3.3.1 中介效应

表4 中介效应

	(1)	(2)
VARIABLES	invest	FC
pld_dum	0.006***	0.004**
	(4.16)	(2.23)
size	-0.029***	-0.158***
	(-16.24)	(-65.21)
firm	-0.009	-0.124***
	(-0.64)	(-6.41)
lev	-0.015**	-0.381***
	(-2.28)	(-42.94)
top1	0.055***	0.124***
	(4.98)	(8.26)
inst	0.046***	-0.120***
	(6.41)	(-12.42)
roa	0.054***	0.446***
	(5.88)	(36.19)
Constant	0.681***	4.478***
	(12.86)	(62.85)
Observations	22,744	22,708
R-squared	0.052	0.475
Industry FE	YES	YES
Year FE	YES	YES

(注：*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著，括号内为 t 检验值。)

基于上文的研究，表 4 第（2）列，参考江艇（2022）^[9]的中介效应两步法，以融资约束为中介变量的机制分析结果，显示了股东股权质押与融资约束正向显著，表明股东股权质押会通过增加企业的融资约束，从而降低企业投资效率。主要是因为股东股权质押会向市场传递出企业可能面临资金压力的预期，使金融机构对企业的风险评估上升，提高了企业的融资成本、减少融资渠道或降低融资额度，形成融资约束。对于融资约束对企业投资效率的影响机制，当企业面临融资约束时，为追求更高边际收益，企业将稀缺资金优先配置于预期回报率更高的研发活动，这种结构

性调整导致传统实体投资的规模被压缩,从而最终因资源配置的阶段性失衡而降低整体投资效率(顾海峰和朱慧萍,2021)^[10]。综上,股东股权质押通过增加企业融资约束来降低企业投资效率,证明了假设 2。

4 结语

本文研究了股东股权质押对企业投资效率的影响,通过选取 2014-2023 年我国 A 股上市企业相关数据,得出了以下结论:第一,股东股权质押对企业投资效率有负向影响,这一负向关系在稳健性检验后依然成立。第二,进一步研究发现,融资约束在股权质押和企业投资效率之间起到了中介作用,即股权质押传递的流动性压力信号会触发金融机构风险重估,加剧融资约束。受限于融资渠道收紧,企业信贷空间压缩。在资本稀缺条件下,企业优先追逐高回报项目导致实体投资规模缩减,造成资本配置扭曲并降低投资效率。

根据研究结果,本文提出以下政策建议:在公司层面,企业应积极提升股权质押信息的透明度,通过主动降低信息不对称来缓解外部融资方的担忧。同时,优化融资结构,优先拓展供应链金融、商业信用等成本相对较低的替代性融资渠道,严格控制股权质押融资在总融资中的占比,在减轻因股权质押引发的融资成本上升压力时,保障企业投资效率不受挤压。在宏观政策层面,监管部门应着力构建基于融资约束传导路径的股权质押风险分级管理与缓释体系,重点为符合国家战略导向的关键行业企业提供一定的融资成本支持,提供必要的临时流动性救助通道从源头上弱化股权质押向融资约束的负面传导强度,维护实体经济的有效投资效率。此外,有关部门需要设立专项稳定基金,保障控股股东及时获得流动性补充,既会减少其

因融资约束引发的短视投资行为,又通过稳定资金预期消解投资者恐慌,防范股权质押风险向二级市场传播。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 周盈盈,花冯涛.大股东股权质押影响上市公司债务融资成本吗?[J].南方金融,2021,(03):52-60.
- [3] 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,2019,40(04):50-66.
- [4] 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,(06):51-57.
- [5] 陈泽艺,李常青,黄忠煌.股权质押、股权激励与大股东资金占用[J].南方金融,2018,(03):23-32.
- [6] 邓向荣,张嘉明.融资方式、融资约束与企业投资效率——基于中国制造业企业的经验研究[J].山西财经大学学报,2016,38(12):29-40.
- [7] Scott Richardson. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-18.
- [8] 宋思淼,刘淑莲,李济含.股权质押、控制权转移风险与年报语调操纵——基于年报文本分析的经验证据[J].金融评论,2022,14(04):102-123+126.
- [9] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022,(05):100-120.
- [10] 顾海峰,朱慧萍.经济政策不确定性、融资约束与企业投资效率[J].现代经济探讨,2021,(12):93-104.