

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*

柯艳蓉 李玉敏 吴晓晖

内容提要: 本文以 2007—2017 年我国沪深两市非金融上市公司的半年度数据为研究对象,从金融投资和实业投资的视角,考察了控股股东股权质押对上市公司投资行为的影响。实证研究发现,控股股东股权质押比例与上市公司的金融投资水平呈 U 形关系,与上市公司的实业投资水平呈倒 U 形关系。这说明不同质押比例下控股股东出于不同的动机做出的改变和调整上市公司的投资决策,对金融投资和实业投资产生非线性影响。以上结论在尽可能控制内生性问题以及一系列稳健性检验后依然成立。进一步研究发现: 产权性质、控制权转移风险以及金融资产与经营资产收益率差对控股股东股权质押比例与上市公司投资行为之间的关系具有重要的调节作用。本研究揭示了控股股东股权质押在公司投资策略方面的经济后果,低质押比例的控股股东更有可能支持上市公司,而高质押比例的控股股东更可能损害上市公司提供了增量证据。

关键词: 股权质押 金融投资 实业投资

作者简介: 柯艳蓉,厦门大学管理学院博士生,361005;

李玉敏,厦门大学管理学院硕博连读研究生,361005;

吴晓晖(通讯作者),厦门大学管理学院教授、博士生导师,361005。

中图分类号: F276 文献标识码: A 文章编号: 1002 - 8102(2019) 04 - 0050 - 17

一、引言

投资决策作为企业最重要的三大财务决策之一,是企业成长和扩大再生产的主要动因,是未来现金流量稳定增长的重要基础,决定了企业的经营风险、盈利水平及持续健康发展状况,也决定了资本市场对其经营业绩和发展前景的评价。同时,企业投资也是驱动经济增长并影响经济增长质量的重要因素(郝颖等,2014)。传统上,固定资产投资、研发投资等形成的固定资产和无形资产是企业的关键储备,公司将其主要的资源集中在经营活动中,不断提高其核心竞争力。然而,随着

* 基金项目: 国家自然科学基金面上项目“多边代理视角下创业企业的激励机制及管理权转移研究”(71572167)。作者感谢匿名审稿人的宝贵建议。当然,文责自负。

全球经济金融化趋势的不断推进、金融投资意识的不断增强以及金融投资渠道的日益丰富,金融投资也逐渐成为企业投资的重要组成部分,即企业将面临实体资产(经营性资产)和金融资产配置选择问题(胡奕明等 2017;Duchin 等 2017)。而不同企业所面临的内外部环境、股权结构、财务状况、管理团队等具有一定的异质性。因此,呈现不同的投资行为。

早期的金融投资是指企业出于预防性动机,将富余资金用于购买流动性较强的金融资产,以应对未来现金流的不确定性,从而缓解融资约束,适时反哺实业投资(Stulz,1996)。近年来,实体经济投资回报率不断下滑,获利能力出现危机。与之相对,金融和房地产行业的高额回报吸引了许多非金融企业参与其中以求瓜分超额收益,金融投资的套利动机更强,导致企业配置越来越多的金融资产,并在一定程度上“挤出”了固定资产投资、研发投资等实业投资(Orhangazi 2008;杜勇等 2017),从而影响到实体经济的发展。

在中国资本市场上,股权质押是一种非常流行的抵押融资方式。股权质押是指出质人以其持有的股票作为质押物向质权人(券商、银行等金融机构)融入资金,并定期支付利息的一种权利质押,本质上是“以股权作为担保”的债务融资。虽然2018年3月12日正式实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》(以下简称《质押新规》)。在融资门槛、质押集中度、质押率和资金用途等方面进行了严格的规定,但是A股市场的质押规模仍然不容小觑。Wind数据显示,截至2018年9月12日,市场质押6331.26亿股,占A股总股本的9.91%,股票质押总市值为4.88万亿元,约占A股总市值的10%。

与减持股票、银行贷款等补充流动性的方式相比,股权质押对于大股东而言,具有独特的优势,如出质人与质权人只需按照法定程序设立质权,^①无须经过层层审批,操作方便快捷;质押融资后,相应的控制权和表决权不受影响,即便大股东将持有的股权全部质押,仍然可以对上市公司施加影响或控制;限售股不受影响,同样可以质押融资。然而,质押担保物的价值随股价上下波动,当股价低于警戒线或平仓线时,质押股权的大股东将面临追加担保物、提前赎回甚至是被强制平仓的风险,如果出质人无法及时采取措施,最终可能失去控制权。我国A股市场特有的壳资源价值以及控股股东独有的控制权私利使得控股权极具价值,因此,作为理性人的大股东,在预期到风险时,有强烈的动机规避追加担保和控制权转移风险,在面对风险时,总会选择对自己更有利的方案。控股股东的股权质押行为无法完全独立于上市公司,其股权质押比例高低不仅意味着与中小股东利益关系的差异,也意味着控制权转移风险的差异。那么,控股股东在股权质押后将如何权衡风险与收益,又将如何干预和影响上市公司的投资行为?

本文以2007—2017年我国沪深两市非金融上市公司半年度数据为初始样本,考察了控股股东股权质押对上市公司投资行为的影响,研究发现,控股股东股权质押比例与上市公司的金融投资水平呈U形关系,与上市公司的实业投资水平呈倒U形关系。当控股股东股权质押比例低于临界值时,控股股东与中小股东利益更为一致,且控制权转移风险较小,因此控股股东积极参与公司核心业务经营,增加实业投资并降低金融投资;当控股股东股权质押比例高于临界值时,虽然控股股东与中小股东利益冲突加剧了控股股东的“掏空”动机,但是相比之下,控制权转移风险更为突出,因此控股股东有更强烈的动机维护股价,从而增加金融投资并降低实业投资。进一步研究发现,产权性质、控制权转移风险、金融资产与经营资产收益率差是以上关系的重要调节因素。本文可

^① 在《物权法》实施之前,按照《担保法》规定“质押合同自股份出质记载于股东名册之日起生效”;《物权法》实施之后,规定“质权自工商行政管理部门办理出质登记时设立”。

能的贡献可概括为以下两点。第一,丰富了控股股东股权质押经济后果研究。已有文献尚未充分考虑股权质押比例高低对上市公司投资行为产生的异质性影响,本文以控股股东股权质押后与中小股东的利益关系及其控制权转移风险的变化为切入点,探讨了控股股东股权质押与公司投资决策间的动态调整关系。第二,拓展了非金融企业金融投资行为和实业投资行为的微观影响因素研究。从控股股东个人财务行为的视角,探讨控股股东股权质押行为对企业投资行为的干预和调整,并进一步丰富了产权性质、控制权转移风险以及金融资产与经营资产收益率差对这一关系的调节作用。

二、文献综述与研究假设

股权质押作为缓解财务约束的新兴融资方式之一,虽然在实务界深受大股东青睐,但其所带来的经济后果饱受争议。争议的焦点主要围绕控股股东股权质押后何种动机发挥主要作用,如何影响公司价值。一部分学者认为,股权质押导致所有权与控制权分离,加剧了代理问题,使得存在财务约束的控股股东“掏空”动机增强,因此控股股东会通过资金侵占、关联交易等方式损害公司价值(郝项超、梁琪 2009;郑国坚等 2014)。也有部分学者持相反的观点,认为控股股东股权质押具有治理效应。具体而言:一方面,控股股东并非具有损害公司利益的“天性”,部分控股股东会将质押所得资金投向上市公司,改善公司经营业绩,从而向市场传递“支持”信号(吴静 2016);另一方面,控股股东为了能够以更低成本获得融资和反复质押的机会,会对企业进行相应的风险防范,更少地进行盈余管理和掏空行为(谭燕、吴静 2013)。此外,还有一部分学者更加关注股价跌破预警线或平仓线引致的控制权转移风险所带来的经济后果。控股股东选择股权质押而非减持股票的方式缓解融资约束说明其不愿放弃控制权,更为重要的是,我国A股市场特有的壳资源价值以及控股股东独有的控制权私利使得控股权极具价值。因此,为了规避控制权转移风险,控股股东可能会更加积极、理性地治理与经营上市公司(李旒、郑国坚 2015),也有可能更为短视,通过应计或真实盈余管理(Chen等 2007;谢德仁、廖珂 2018)、操纵信息披露(李常青、幸伟 2017)、会计政策隐性选择(谢德仁等 2017)、停牌操纵(孙建飞 2017)、改变股利分配政策(廖珂等 2018)、股票回购(Chan等 2018)、降低研发投入(李常青等 2018a)、增加现金持有(李常青等 2018b)等方式进行“市值管理”,从而损害公司的长期价值。

上述争议看似互相矛盾,仔细梳理便会发现已有研究较少考虑股权质押比例的非线性影响,这或许是研究结果大相径庭的重要原因。考虑到企业投资行为的改变实质上是一个在资源既定条件下的利益权衡过程,因此本文认为,控股股东的股权质押行为不可一概而论,不同股权质押水平引起的控股股东动机的差异可能会对上市公司的投资行为产生不同影响。

当控股股东股权质押比例较低时,控股股东的所有权与控制权分离程度较轻,股票所带来的大部分收益仍保留在控股股东手中,由此产生的代理冲突相对较弱,控股股东与中小股东的利益较为一致。在股权分置改革实施后,非流通股也可在资本市场上自由流通,从而消除了控股股东退出资本市场的制度障碍,进一步降低了控股股东的“掏空”动机(李常青等 2018b)。此外,当控股股东股权质押比例较低时,即使股价下跌导致其面临追加担保或被强制平仓的风险,控股股东也有足够的股权进行补仓,其控制权转移风险较低。因此,在控制权转移风险和“掏空”动机都较低的情况下,控股股东在股权质押后仍然会更加关注公司的长期发展,并且以企业价值最大化为经营目标,积极、理性地参与公司治理。此时,对于面临财务约束的企业而言,金融资产投资需要

以减少能够为企业带来长期可持续竞争优势的经营性资产投资为代价,换取企业短期“喜人”的业绩。在此种形势下,理性的控股股东自然会以企业的整体利益和未来发展为重,关注有助于获取竞争优势、提升企业价值的固定资产和无形资产等专用性资产投资机会是否得到满足。如果此时融资约束导致公司经营性资产投资尚未达到最优水平,控股股东出于公司利益考虑,一方面可能会将股权质押获得的资金回流上市公司,另一方面也可能会干预上市公司减少与主业经营相关性较低的金融资产配置,并通过出售事先持有的金融资产调节企业资金水平,缓解上市公司的融资约束,从而更好地支撑实业发展(胡奕明等,2017)。也就是说,当公司同时面临金融投资机会和实业投资机会时,控股股东会干预上市公司优先考虑如何抓住实业投资机会,通过增加实业投资,为企业创造价值。

当控股股东股权质押比例较高时,其所拥有的现金流权的减少削弱了激励效应,现金流权与表决权的严重分离加剧了侵占效应(郝项超、梁琪,2009),使其“掏空”上市公司的动机更加强烈。但不可忽视的是,随着股权质押水平的提高,控股股东面临的控制权转移风险也不断增大,一旦其“掏空”行为被其他利益相关者发现,所触发的控制权转移风险对于控股股东而言则是得不偿失的。对于此时的控股股东而言,维护股价、防范其控制权易主已成为当务之急。因此,控股股东会重新进行利益权衡,调整上市公司的投资行为。虽然实业投资有助于企业的长期可持续发展,但其回收期长、调整成本高、流动性差且难以快速作用于股价,对于面临控制权转移风险的控股股东而言投资成本较高,且给现金流权转移后的控股股东带来的收益微乎其微。而金融投资恰恰相反,可以在短期内为企业带来超额收益,粉饰公司业绩,完全符合控股股东股权质押后维护股价的“市值管理”动机。此时控股股东会放弃以企业长期价值最大化为目标参与公司治理,更可能出于个人私利考虑充分发挥金融资产的套利功能,干预上市公司增加有利于提升短期业绩的金融资产配置,并尽量避免可能性利空事件的发生,相应地减少不确定性较大的经营性资产投资,导致企业的盈利方式更多地依赖金融渠道获利。

基于上述分析,本文提出假设:控股股东股权质押比例与上市公司金融投资水平为U形关系,与上市公司实业投资水平为倒U形关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

由于我国的新会计准则于2007年1月1日开始实施,为了保证会计科目的一致性,本文将2007年作为研究数据的起始年份,选取2007—2017年我国沪深两市A股所有上市公司的半年度数据作为初始样本。在剔除金融保险类、处于ST或PT状态、资不抵债、上市时间不足一年以及存在数据缺失的样本后,最终得到2789家上市公司33799个观测值(公司:半年度)。本文的股权质押、公司治理、公司财务等数据来自CSMAR数据库,宏观数据来自国家统计局。最后,为了避免极端异常值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%分位数的缩尾处理。

(二) 模型以及变量定义

1. 模型

为了检验本文的研究假设,借鉴胡聪慧等(2015)、宋军和陆旸(2015)等的做法,建立多元线性回归模型如下:

$$\begin{aligned}
 INV = & \beta_0 + \beta_1 \times PLERATE + \beta_2 \times PLERATE^2 + \sum \beta \times CONTROLS \\
 & + \sum INDUSTRY + \sum HALFYEAR + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

2. 因变量

因变量 INV 分别由金融投资 ($FPINV$) 和实业投资 ($CAPINV$) 度量。

金融投资行为通常由金融资产持有水平以及金融渠道获利占比度量。金融资产持有水平,即企业期末金融资产占企业总资产的份额,是一个静态指标,更多地刻画企业的“预防性储蓄”行为 (Brown 和 Petersen 2011; 刘贯春 2017)。金融渠道获利占比,即在期间内,企业金融渠道获利占总营业利润的比值,是一个动态指标,可以更好地刻画企业投资行为的变化情况 (Orhangazi 2008; Demir 2009; 张成思、张步昙 2016; 刘贯春 2017)。此外,由于我国上市公司有关金融资产的会计处理尚不规范,分散于多个科目中,通过简单加总资产资产负债表中的相关金融投资活动科目会导致一定的衡量偏误 (胡聪慧等 2015)。因此,本文采用金融渠道获利占比来度量金融投资行为。借鉴已有文献的做法,采用狭义金融渠道获利度量金融投资,即 $FPINV1 = (\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{净汇兑收益} - \text{联营或合营企业的投资收益} - \text{营业利润}) / \text{营业利润绝对值}$ 。在稳健性检验中,采用广义金融渠道获利度量金融投资水平,即 $FPINV2 = (\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{净汇兑收益} - \text{营业利润}) / \text{营业利润绝对值}$ 。

实业投资行为,借鉴靳庆鲁等 (2012)、张成思和张步昙 (2016) 的做法,采用 $CAPINV1 = \text{期末构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} / \text{总资产}$ 。在稳健性检验中,考虑处置资产收回的现金净额的影响,即 $CAPINV2 = (\text{期末构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} - \text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额}) / \text{总资产}$ 。

3. 自变量

借鉴郝项超和梁琪 (2009)、谢德仁等 (2016) 等文献的做法,采用股权质押水平 ($PLERATE$) 等于半年度和年度报告中控股股东股权质押股数 / 控股股东持有的股数以及股权质押水平的平方项 ($PLERATE^2$)。

4. 控制变量

参考国内外学者的做法,本文主要选取以下控制变量。公司治理特征:产权性质 (SOE),即国有企业为 1,非国有企业为 0; 第一大股东持股比例 ($TOP1$),即第一大股东的持股数与公司总股数的比值;董事会规模 ($BOARD$),即董事会人数;独立董事比例 ($INDSIZE$),即独立董事人数占董事会总人数的比值;董事长和总经理是否两职合一 ($DUAL$),即两职合一为 1,否则为 0。公司财务特征:公司规模 ($SIZE$),即总资产的自然对数;资产负债率 (LEV),即总负债与总资产比值;成长性 ($GROWTH$),即营业收入增长率;总资产收益率 (ROA),即利润总额与总资产比值;经营净现金流 (CFO),即公司经营活动产生的现金流量与总资产比值;投资收益差 (GAP),即金融资产投资收益率与经营资产投资收益率之差。宏观经济特征:国内生产总值 (GDP),即半年度国内生产总值增长率;货币政策 ($M2$),即 M2 半年度增长率。地区特征:是否东部地区 ($EAST$)^①。此外,本文还控制了半年度 ($HALFYEAR$) 和行业 ($INDUSTRY$)^② 的虚拟变量。

① 当公司注册地在京、津、冀、辽、沪、江、浙、闽、鲁、粤、琼 11 个省份时为东部地区,其他省份为非东部地区。

② 行业 ($INDUSTRY$) 按照《上市公司行业分类指引 (2012 年证监会修订)》的分类标准进行划分,制造业按二级子行业划分,共设置了 20 个行业虚拟变量。

四、实证结果

(一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计分析结果如表 1 所示。(1) 根据前文金融投资的度量方式,若上市公司未从金融渠道获利,则 $FPINV1$ 值为 -1 ,若 $FPINV1$ 大于 -1 ,说明金融投资渠道获利对企业利润的贡献为正值,存在金融投资行为。表 1 中,金融投资 $FPINV1$ 的均值为 -0.4841 ,与张成思和张步昙(2016)、刘贯春(2017) 研究结果相近。固定资产投资 $CAPINV1$ 的均值为 0.0364 ,说明 A 股上市公司平均而言新增投资占总资产的 3.64% 。(2) 在研究样本期间内,A 股上市公司控股股东股权质押比例($PLERATE$) 均值为 22.78% ,总体上反映了中国上市公司控股股东股权质押的基本特征。(3) 其他变量取值均在合理的范围之内,如公司规模($SIZE$) 的均值为 22.14 ,资产负债率(LEV) 的均值为 45.29% ,总资产收益率(ROA) 的均值为 3.11% 等。

表 1 描述性统计分析结果

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$FPINV1$	33799	-0.4841	1.0410	-1.2056	-0.9639	4.9176
$CAPINV1$	33799	0.0364	0.0405	0.0001	0.0226	0.2144
$PLERATE$	33799	0.2278	0.3480	0	0	1
$SIZE$	33799	22.1388	1.2895	19.2905	21.9648	25.8249
LEV	33799	0.4529	0.2125	0.0443	0.4557	0.8978
$GROWTH$	33799	0.2479	0.7223	-0.6576	0.1157	5.5441
ROA	33799	0.0311	0.0388	-0.0889	0.0240	0.1794
CFO	33799	0.0244	0.0672	-0.1789	0.0216	0.2300
GAP	33799	1.1010	5.0377	-1.7941	0.0157	42.2773
SOE	33799	0.4545	0.4979	0	0	1
$TOP1$	33799	0.3531	0.1525	0.0880	0.3330	0.7540
$BOARD$	33799	8.8439	1.7880	5	9	15
$INDSIZE$	33799	0.3718	0.0532	0.3	0.3333	0.5714
$DUAL$	33799	0.2170	0.4122	0	0	1
GDP	33799	0.1157	0.0466	0.0700	0.1016	0.2315
$M2$	33799	0.0676	0.0325	0.0155	0.0705	0.1973
$EAST$	33799	0.6559	0.4751	0	1	1

(二) 实证结果

表 2 汇报了控股股东股权质押与上市公司投资行为的回归分析结果。^① 列(2) 的因变量为金融投资水平,自变量股权质押比例二次项($PLERATE^2$) 的估计系数在 1% 的水平下显著为正,说明控股股东股权质押比例与金融投资水平之间存在 U 形关系,支持了本文假设的前半部分。列(4)

^① 采用公司层面聚类(Cluster)调整标准误的混合 OLS 回归。在下文的回归中均采用该方法。

的因变量为实业投资水平,自变量股权质押比例二次项($PLERATE^2$)的估计系数在1%的水平下显著为负,说明股权质押比例与实业投资水平之间存在倒U形关系,支持了本文假设的后半部分。通过计算,金融投资水平的拐点为40.71%,实业投资水平的拐点为38.03%,两个拐点相差近3个百分点。^①可能的原因是,当出现控制权转移风险时,股权质押的控股股东优先考虑降低实业投资以持有现金类金融资产,用于保障公司的财务弹性,预防上市公司出现不利的行情(李常青等,2018b)。现金持有类金融资产的增加,也使得公司金融资产投资能力增强,因此,金融投资的拐点略大于实业投资的拐点。列(1)和列(3)报告的是股权质押比例与金融投资和实业投资线性回归结果,其中金融投资与股权质押比例的回归系数为正,但不具有统计意义上的显著性;实业投资与股权质押比例的回归系数在5%的水平下显著为负。

此外,从控制变量的结果来看,主要控制变量基本上显著,符号也与现有文献大致相符。如对于金融投资影响因素而言,公司规模($SIZE$)越小,资产负债率(LEV)越高,总资产收益率(ROA)越低,成长性($GROWTH$)越低,经营净现金流(CFO)越低,投资收益差(GAP)越大,上市公司更倾向于通过金融投资改善经营业绩使公司利润最大化。国有企业相比于民营企业更倾向于增加金融投资,说明国有企业可能拥有更多的富余现金。对于实业投资影响因素而言,公司规模($SIZE$)越大,资产负债率(LEV)越低,总资产收益率(ROA)越高,经营净现金流(CFO)越高,上市公司更倾向于通过主营业务的投资提高经营业绩。民营企业相比于国有企业更倾向于增加实业投资。

表2 控股股东股权质押与上市公司投资行为

	金融投资		实业投资	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$PLERATE$	0.0278 (0.94)	-0.3279*** (-3.37)	-0.0029** (-2.41)	0.0181*** (4.27)
$PLERATE^2$		0.4027*** (3.80)		-0.0238*** (-5.28)
$SIZE$	-0.0892*** (-7.63)	-0.0893*** (-7.65)	0.0023*** (4.59)	0.0023*** (4.61)
LEV	0.3187*** (4.35)	0.3194*** (4.36)	-0.0056** (-2.16)	-0.0056** (-2.18)
$GROWTH$	-0.0776*** (-9.42)	-0.0774*** (-9.40)	0.0005 (1.47)	0.0005 (1.43)
ROA	-10.3118*** (-34.73)	-10.2818*** (-34.71)	0.0289** (2.54)	0.0272** (2.40)
CFO	-0.3936*** (-3.13)	-0.3936*** (-3.13)	0.0666*** (12.13)	0.0666*** (12.13)

^① 在民营企业样本中,金融投资拐点为44.53%,实业投资的拐点为39.21%,两者相差近6个百分点。

续表 2

	金融投资		实业投资	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GAP</i>	0.0284 ^{***} (14.37)	0.0284 ^{***} (14.41)	0.0000 (0.46)	0.0000 (0.50)
<i>SOE</i>	0.0972 ^{***} (3.56)	0.0965 ^{***} (3.53)	-0.0065 ^{***} (-5.72)	-0.0065 ^{***} (-5.69)
<i>TOP1</i>	-0.2383 ^{***} (-3.48)	-0.2289 ^{***} (-3.36)	0.0008 (0.26)	0.0003 (0.09)
<i>BOARD</i>	-0.0033 (-0.47)	-0.0031 (-0.45)	0.0008 ^{***} (2.58)	0.0007 ^{**} (2.54)
<i>INDSIZE</i>	0.3269 [*] (1.67)	0.3303 [*] (1.69)	0.0011 (0.14)	0.0009 (0.11)
<i>DUAL</i>	-0.0653 ^{***} (-3.02)	-0.0621 ^{***} (-2.88)	0.0047 ^{***} (4.64)	0.0045 ^{***} (4.47)
<i>GDP</i>	2.6804 ^{***} (5.38)	2.5923 ^{***} (5.20)	0.3313 ^{***} (24.66)	0.3365 ^{***} (24.95)
<i>M2</i>	-7.4975 ^{***} (-10.02)	-7.4925 ^{***} (-10.03)	-0.7397 ^{***} (-32.07)	-0.7400 ^{***} (-32.05)
<i>EAST</i>	0.0168 (0.73)	0.0163 (0.71)	-0.0010 (-0.96)	-0.0009 (-0.94)
常数项	1.9383 ^{***} (7.15)	1.9638 ^{***} (7.23)	-0.0288 ^{**} (-2.49)	-0.0303 ^{***} (-2.62)
行业/半年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.220	0.220	0.223	0.225
<i>N</i>	33799	33799	33799	33799

注:括号内为 *t* 值;***、**和* 表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。下同。

五、进一步研究

(一) 考虑控股股东产权性质的检验

在我国,企业产权性质对股权质押合同的限制和履行有很大的影响,其中对股权质押的违约清偿影响更大(谢德仁等 2016)。首先,相对于非国有企业,国有企业股权质押限制条件多,操作复杂且难度大。如 2001 年财政部颁发《关于上市公司国有股权质押有关问题的通知》(财企

(2001)651号文)明确规定,“国有股东授权代表单位用于质押的国有股数量不得超过其所持该上市公司国有股总额的50%”。在本文的样本研究区间内,国有企业控股股东股权质押均值(中位数)为42.7%(45.7%)^①,略小于财政部规定的50%。其次,为防止国有资产流失,即使当质押的股票达到强制平仓点时,质权人也不能在二级市场上直接抛售。^②最后,国有上市公司具有天然“政治优势”和“预算软约束”(林毅夫、李志赞,2004),使得国有企业控股股东可以获得更多的信贷资源,用于缓解追加担保和提前赎回的资金约束。因此,在股价下跌时,相比于非国有企业,国有企业控股股东股权质押的平仓风险较小,发生控制权转移的风险也较小,干预和调整上市公司投资行为的动机也较小。

此外,国有企业所有者缺位,政府或其下属机构充当“代理股东”的角色,过长的代理链条无法有效监督企业管理层(盛明泉等,2012),主要体现为股东与经理的第一类代理问题(Chen等,2009)。非国有企业追求企业利润最大化的经济目标与国有企业追求社会福利最大化的社会目标有本质的区别。非国有上市公司是民营控股股东“最大、最优质的资源”,因此,股权质押后的控股股东有足够的动机改善和调整上市公司的投资行为(王斌等,2013)。

为了检验不同产权性质下,控股股东股权质押比例对上市公司投资行为的影响,本文按照产权性质进行分组回归,表3报告了相关结果。^③列(1)和列(3)为国有企业,回归结果显示,股权质押比例与金融投资、实业投资均不存在非线性关系;列(2)和列(4)为民营企业,回归结果显示,股权质押比例与金融投资呈U形关系,与实业投资呈倒U形关系。这说明相对而言,非国有企业控股股东在股权质押后,有更强烈的动机干预和调整上市公司的投资行为。

表3 考虑控股股东股权质押产权性质的检验

	金融投资		实业投资	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PLERATE</i>	-0.0944 (-0.42)	-0.4501*** (-4.39)	0.0078 (0.87)	0.0178*** (3.61)
<i>PLERATE</i> ²	0.2350 (0.78)	0.5054*** (4.67)	-0.0116 (-0.97)	-0.0227*** (-4.45)
常数项	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/半年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.229	0.218	0.266	0.216
<i>N</i>	15363	18436	15363	18436

① 在本文的样本研究区间内,民营上市公司控股股东股权质押均值(中位数)为64.4%(69.5%)。

② 涉及国有股协议转让,应按规定报主管部门核准;导致实际控制权变更的,应遵照上市公司收购相关规定;涉及法院拍卖,应遵循2001年财政部颁发《关于上市公司国有股被人民法院冻结、拍卖有关问题的通知》(财企(2001)656号)规定。

③ 从表3起,仅报告关键变量的回归系数,留存备案。

(二) 考虑控制权转移风险的检验

由前文所述可知,控制权转移风险是影响股权质押控股股东调整上市公司投资行为的关键因素。为了进一步验证在不同的控制权转移风险下,控股股东股权质押比例对上市公司投资行为的影响,本文选取控股股东的持股比例以及个股下跌风险来刻画其股权质押后的控制权转移风险。因为,持股比例和个股下跌风险是控股股东权衡决策最直接的参考因素。控股股东持股比例较低,表明其对上市公司控制力较弱,面临的控制权争夺概率较大(李常青等 2018a)。因此,相对而言,低持股比例的控股股东在股权质押后控制权转移风险更大,更有动机调整上市公司的投资决策。同理,当个股下跌风险较大时,质押股权的价值不足以为质押融资提供担保,股权质押控股股东将面临较大的补仓压力和控制权转移风险(王雄元等 2018)。因此,相对而言,下跌风险较大的质押股票使得股权质押控股股东更有动机调整上市公司的投资决策。

本文将控股股东持股比例从小到大等分为三组,取最高和最低两组进行回归分析。表 4 报告了相关结果。列(1)和列(3)为低持股比例组,回归结果显示股权质押比例与金融投资的 U 形关系,与实业投资的倒 U 形关系仍然存在;列(2)和列(4)为高持股比例组,回归结果显示 U 形关系已不存在,倒 U 形关系较弱,说明较高的控制权转移风险是控股股东股权质押后调整上市公司投资行为的关键因素。

表 4 考虑控制权转移风险的检验: 控股股东持股比例

	金融投资		实业投资	
	低持股比例	高持股比例	低持股比例	高持股比例
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PLERATE</i>	-0.5294*** (-3.41)	0.0703 (0.40)	0.0217*** (3.28)	0.0088 (1.05)
<i>PLERATE</i> ²	0.5789*** (3.61)	-0.0168 (-0.09)	-0.0261*** (-3.83)	-0.0176* (-1.86)
常数项	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/半年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.228	0.211	0.213	0.262
<i>N</i>	11267	11266	11267	11266

本文借鉴已有研究(许年行等 2013;王雄元等 2018),采用个股股价崩盘风险(负收益偏态系数 - *NCSKEW*, 收益率波动比率 - *DUVOL*),反映个股股价的下跌趋势,并按照当期行业半年度数据,将股价崩盘风险从小到大等分为三组,取最高和最低两组进行回归分析。表 5 报告了相关回归结果。在 Panel A 中,列(1)和列(2)的因变量为金融投资,回归结果显示,股权质押比例与金融投资的 U 形关系仅存在于高崩盘风险组;列(3)和列(4)的因变量为实业投资,回归结果显示,不论是高崩盘风险组还是低崩盘风险组,股权质押比例与实业投资的倒 U 形关系均存在,且两者没有显著差别。在 Panel B 中,列(5)~列(8)的回归结果与 Panel A 的结果相似。这说明以股价崩盘风险刻画的高控制权转移风险是控股股东股权质押后调整上市公司金融投资行为的关键因素,对上市公司实业投资行为影响不大。

表 5 考虑控制权转移风险的检验: 股价持续下跌风险

Panel A: 根据负收益偏态系数(NCSKEW)分组				
	金融投资		实业投资	
	高崩盘风险	低崩盘风险	高崩盘风险	低崩盘风险
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PLERATE</i>	-0.5394*** (-3.33)	0.0548 (0.29)	0.0184*** (3.35)	0.0233*** (4.42)
<i>PLERATE</i> ²	0.5927*** (3.29)	0.0357 (0.18)	-0.0242*** (-4.21)	-0.0297*** (-5.22)
常数项	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/半年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.152	0.156	0.238	0.220
<i>N</i>	10697	10840	10697	10840
Panel B: 根据收益率波动比率(DUVOL)分组				
	金融投资		实业投资	
	高崩盘风险	低崩盘风险	高崩盘风险	低崩盘风险
	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PLERATE</i>	-0.4429*** (-2.68)	-0.0472 (-0.26)	0.0211*** (3.65)	0.0210*** (3.83)
<i>PLERATE</i> ²	0.5029*** (2.77)	0.1512 (0.77)	-0.0279*** (-4.58)	-0.0284*** (-4.88)
常数项	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/半年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.153	0.159	0.226	0.204
<i>N</i>	10697	10840	10422	10608

(三) 考虑金融资产与经营资产收益率差的检验

在资金约束条件下,企业将根据金融资产和经营资产的收益率进行投资决策(Tobin,1965; Demir 2009)。资本逐利理论认为,企业的投资活动取决于当前的盈利能力,并会根据投资机会进行动态调整(靳庆鲁等 2015)。金融资产的超额收益率以及逐渐下滑的实业投资回报率促使企业改变投资行为,将资金更多地投向金融资产。Cardella 等(2018)对美国上市公司的研究发现,现代公司更加主动地配置金融资产,追求更高的资产收益率。在中国,金融投资收益率远大于实业投资收益率(杜勇等 2017),这为控股股东在股权质押后进行套利投资、获取短期超额收益、维护股价创造了条件。

为了进一步验证金融资产收益率和经营资产收益率的差异对控股股东在股权质押后干预上市公司投资行为的调节作用,借鉴 Nissim 和 Penman(2001)、宋军和陆旸(2015)的做法,分别计算上市公司金融资产投资收益率(*RetF*)和经营资产投资收益率(*RetO*),并以两者之差代表两类资产

收益率差(GAP)。该值越大,说明金融资产收益率越大,经营资产收益率越小,反之亦然。本文将收益率差从小到大等分为三组,取最高和最低两组进行回归分析。表6报告了相关回归结果。列(1)和列(2)的因变量为金融投资,回归结果显示,股权质押比例与金融投资的U形关系仅存在于高收益率差组;列(3)和列(4)的因变量为实业投资,回归结果显示,不论是高收益率差组还是低收益率差组,股权质押比例与实业投资的倒U形关系均存在,且两者没有显著的差别。这说明金融资产与经营资产收益率差是控股股东股权质押后调整上市公司金融投资行为的调节因素,对上市公司实业投资行为影响不大。

表6 考虑金融资产与经营资产收益率差的检验

	金融投资		实业投资	
	高收益率差	低收益率差	高收益率差	低收益率差
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PLERATE</i>	-0.7174*** (-3.20)	0.0207 (0.23)	0.0199*** (3.22)	0.0252*** (3.97)
<i>PLERATE</i> ²	0.9839*** (4.06)	0.0006 (0.01)	-0.0258*** (-3.95)	-0.0319*** (-4.71)
常数项	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/半年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.184	0.055	0.207	0.231
<i>N</i>	11266	11267	11266	11267

六、稳健性检验

(一) 内生性问题

第一,倾向得分匹配法(PSM)。为了克服股权质押样本可能存在的自选择问题,借鉴谢德仁等(2016)的做法,按企业规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、成长性(*GROWTH*)等进行了控股股东是否高比例股权质押(*HDUM*)^①的1:1最近邻无放回的匹配,共获得10272个控制样本。第二,工具变量法为了解决潜在的遗漏变量导致的内生性问题,借鉴谢德仁等(2016)的做法,采用行业股权质押平均水平(*IV1IND*)以及公司总部所在省份的股权质押平均水平(*IV2PROV*)^②作为控股股东股权质押比例的工具变量。以质押比例为因变量的第一阶段回归结果显示,*IV1IND*和*IV2PROV*与股权质押比例(*PLERATE*)在1%的水平下显著正相关,说明行业、地区的股权质押氛围显著地影响了上市公司控股股东的股权质押行为。*IV1IND*²和*IV2PROV*²分别与股权质押比例(*PLERATE*)

① 本文以质押比例均值设置控股股东是否高比例股权质押(*HDUM*)的虚拟变量,作为PSM配对时的判断依据。此外,也以质押比例75th分位数设置控股股东是否高比例股权质押(*H75DUM*)以及以控股股东是否股权质押(*PLEDUM*)的虚拟变量,作为PSM配对时的判断依据,结果保持不变。

② 因模型(1)中,内生变量为*PLERATE*及其平方项*PLERATE*²,因此2SLS回归分析中,工具变量为*IV1IND*、*IV2PROV*及其各自的平方项。

在 10% 和 1% 水平下显著正相关。以质押比例平方为因变量的第一阶段回归结果和以质押比例为因变量的第一阶段回归结果相似,除了 *IV2PROV* 的系数不显著外,其余工具变量均在 1% 水平下显著正相关。第三,省份固定效应模型。为控制地区层面的遗漏变量对上市公司投资行为的影响,对公司总部所在省份进行固定效应处理。用以上方法对模型(1)重新回归估计,表 7 报告了相关回归结果,研究结论保持不变。

表 7 内生性检验

	PSM 配对		IV 第一阶段		IV 第二阶段		省份固定效应	
	金融投资	实业投资	质押比例	质押比例平方	金融投资	实业投资	金融投资	实业投资
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PLERATE</i>	-0.3952*** (-4.07)	0.0186*** (4.29)			-7.3345*** (-5.01)	0.1371*** (3.17)	-0.2802*** (-2.90)	0.0167*** (3.98)
<i>PLERATE</i> ²	0.4391*** (4.18)	-0.0233*** (-5.03)			9.0736*** (5.13)	-0.1600*** (-3.13)	0.3393*** (3.24)	-0.0223*** (-4.98)
<i>IV1IND</i>			0.6911*** (8.27)	0.5037*** (6.43)				
<i>IV1IND</i> ²			0.2567* (1.92)	0.3644*** (2.85)				
<i>IV2PROV</i>			0.2143*** (3.26)	0.0268 (0.42)				
<i>IV2PROV</i> ²			0.7529*** (5.83)	0.9035*** (6.92)				
常数项	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/半年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	不控制	不控制	不控制	不控制	不控制	不控制	控制	控制
Adj-R ² / Wald chi ²	0.227	0.216	0.280	0.250	5704.94	8475.21	0.230	0.231
<i>N</i>	20544	20544	33799	33799	33799	33799	33799	33799

(二) 其他稳健性检验^①

(1) 分区间回归。借鉴王艳艳、于李胜(2011)对 U 形关系确认的方法,考虑到前文金融投资和实业投资全样本回归拐点在 40% 左右,因此,以 40% ± 10% 的范围将样本划分为股权质押水平分别为 [0, 0.30]、(0.30, 0.50] 和 (0.50, 1] 的三个区间子样本。表 8 报告了相关回归结果,在 [0, 0.30] 的子样本回归中,股权质押比例 (*PLERATE*) 显著降低(提高)金融投资水平(实业投资水平);在 (0.30, 0.50] 的子样本回归中,股权质押比例 (*PLERATE*) 与金融投资水平(实业投资水平)无关;在 (0.50, 1] 的子样本回归中,股权质押比例 (*PLERATE*) 显著提高(降低)金融投资水平(实

^① 限于篇幅,本文其他稳健性检验结果仅报告分区间线性回归结果,其余未报告的留存备索。

业投资水平)。分区间线性回归结果支持研究假设。(2)重新选择样本:一是仅有股权质押的样本;二是采用年度数据检验。(3)更换变量度量方式:一为根据前文变量描述更换因变量;二为更换自变量,采用滞后一期的股权质押比例(LPLERATE)及其平方项(LPLERATE²)。(4)采用更稳健的标准误算法。为了克服自相关以及异方差等问题对统计推断的影响,提高估计结果的准确性,对样本数据进行公司层面与时间层面双重聚类(Cluster)调整(Petersen, 2009)。用以上方法对模型(1)重新估计,研究结论保持不变。

表 8 其他稳健性检验(1)

	金融投资			实业投资		
	[0, 0.30]	(0.30, 0.50]	(0.50, 1]	[0, 0.30]	(0.30, 0.50]	(0.50, 1]
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PLERATE</i>	-0.3422** (-2.40)	0.1519 (0.40)	0.3058*** (3.13)	0.0236*** (3.41)	-0.0213 (-1.35)	-0.0162*** (-3.83)
常数项	控制	控制	控制	控制	控制	控制
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/半年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.217	0.235	0.234	0.235	0.233	0.204
N	23639	2966	7194	23639	2966	7194

七、结论与启示

随着控股股东股权质押现象的盛行,学术界对质押行为的动机及其所产生的经济后果的研究和理解也不断深入,但现有的大部分研究更多考虑的是股权质押比例的线性影响,忽略了股权质押比例隐含着的控股股东股权质押后,与中小股东利益关系、控制权转移风险的差异,以及动机差异所带来的不同的经济后果。本文以 2007—2017 年我国沪深两市 A 股非金融上市公司的半年度数据为研究对象,考察了控股股东股权质押对上市公司投资行为的影响。研究发现,控股股东股权质押比例与上市公司的金融投资水平呈 U 形关系,与上市公司的实业投资水平呈倒 U 形关系。这说明不同质押比例下控股股东出于不同的动机改变和调整上市公司的投资决策不同,具体表现为,低质押比例的控股股东,更有可能支持上市公司发展,关注长远利益,积极参与公司的经营管理,将主要资源更多地集中于经营活动,提高公司核心竞争力;而高质押比例的控股股东,出于规避其控制权易主的潜在风险的考虑,更有可能采取更加短视的投资策略,降低主营业务投入,将主要资源更多地集中于收益高、见效快的短期金融资产投资。

股权质押融资的目的是拓宽大股东的融资渠道,缓解其融资约束,将企业静态股权转化为动态流动资金,提高资本市场上资金的配置效率,更好地服务于实体经济。然而,股权质押虽然满足了“求钱若渴”的大股东的融资需求,但是,早期对资金用途几乎没有限制,致使质押所得资金大部分留在金融部门空转,融资用途“脱实向虚”,造成金融资产价格泡沫,给资本市场波动性带来巨大的隐患。而控股股东股权质押后,出于自身利益最大化考虑,利用控制权干预上市公司各种决策,不利于上市公司长期发展,进一步损害实体经济。鉴于此,2018 年颁布的《质押新规》对资金融入

方资质、资金融出方要求、融资门槛、资金用途、质押集中度和质押率等进行了严格规定和限制,进一步规范了质押业务,防控风险传导,维护了资本市场稳定,使质押融资“脱虚向实”,更好地服务于实体经济。

根据《质押新规》和本文的研究发现,提出以下建议。(1)对于监管层而言,一方面,需要加强对控股股东高比例质押公司的监管。虽然《质押新规》中有关“单只 A 股股票市场整体质押比例不得超过 50%”的规定从市场层面上控制了整体质押规模,降低了市场风险,但其对个体层面上质押规模的控制是有限的。因为,即使是在 50% 的范围内,控股股东仍然可以高比例或者全部质押其持有的股票,并在质押后利用控制权谋取私利,干预公司投资决策。因此,本文建议,监管层可以借鉴中国银行保险监督管理委员会和中国台湾的做法^①,适当限制股权质押比例较高(如 50%)的控股股东在上市公司的投票权和表决权;也可以借鉴财政部的做法^②,直接限定控股股东的最大质押比例(如 50%)。而本文的研究发现控股股东股权质押比例在金融投资(实业投资)中的拐点均值为 41.36%(36.87%)^③,均小于 50%,为最大质押比例政策提供一定的证据支持和参考依据。另一方面,需要完善股权质押信息披露制度。《质押新规》虽然限制了质押融资用途,可以在一定程度上约束质押资金在金融部门空转,但外部投资者仍然无法很好地了解控股股东质押情况,因此,监管层可以要求上市公司详细披露其控股股东股权质押预警线、平仓线、质押率以及资金用途等相关信息。同时,可借鉴中国台湾的做法,提高披露频率,要求股权质押人在公开网站以月度为单位,更新其质押数量、解押数量以及质押资金使用情况等相关信息。(2)对于控股股东而言,应充分利用股权质押融资工具,缓解企业融资约束,提高企业投资效率,增加企业长期价值,而不是将其当作“掏空”上市公司或谋取私利的手段。此外,控股股东在股权质押后,更应该努力提高主营业务经营业绩,维护和提升股价,而不是通过短期金融资产投资提高经营业绩,因为增加的金融投资有可能进一步“挤出”公司的实业投资,也有可能让公司置于更大的金融风险中。

参考文献:

1. 杜勇、张欢、陈建英:《金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制》,《中国工业经济》2017 年第 12 期。
2. 郝项超、梁琪:《最终控制人股权质押损害公司价值么?》,《会计研究》2009 年第 7 期。
3. 郝颖、辛清泉、刘星:《地区差异、企业投资与经济增长质量》,《经济研究》2014 年第 3 期。
4. 胡聪慧、燕翔、郑建明:《有限注意、上市公司金融投资与股票回报率》,《会计研究》2015 年第 10 期。
5. 胡奕明、王雪婷、张瑾:《金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》2017 年第 1 期。
6. 靳庆鲁、侯青川、李刚、谢亚茜:《放松卖空管制、公司投资决策与期权价值》,《经济研究》2015 年第 10 期。
7. 靳庆鲁、孔祥、侯青川:《货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值》,《经济研究》2012 年第 5 期。
8. 李常青、李宇坤、李茂良:《控股股东股权质押与企业创新投入》,《金融研究》2018a 年第 7 期。
9. 李常青、幸伟:《控股股东股权质押与上市公司信息披露》,《统计研究》2017 年第 12 期。
10. 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”》,《财贸经济》2018b

^① 2013 年 11 月 14 日,中国银行保险监督管理委员会发布《关于加强商业银行股权质押管理的通知》,其中规定“股东质押本行股权数量达到或超过其持有本行股权的 50% 时,应对其在股东大会和派出董事在董事会上的表决权进行限制”;2011 年 11 月 25 日,中国台湾通过对公司法修订,在 Article 197-1 of the Company Act 中,限制内部人质押超过其持有公司股票一半时的投票权。

^② 2001 年 10 月 25 日,财政部发布《关于上市公司国有股质押有关通知》,其中规定“国有股东授权代表单位用于质押的国有股数不得超过其所持该上市公司国有股总额的 50%”。

^③ 计算本文中所有回归的拐点,并取均值,金融投资的拐点均值为 41.36%,实业投资的拐点均值为 36.87%。

年第 4 期。

11. 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》，《会计研究》2015 年第 5 期。
12. 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》，《金融研究》2018 年第 4 期。
13. 林毅夫、李志赞《政策性负担、道德风险与预算软约束》，《经济研究》2004 年第 2 期。
14. 刘贯春《金融资产配置与企业研发创新：“挤出”还是“挤入”》，《统计研究》2017 年第 7 期。
15. 盛明泉、张敏、马黎珺、李昊《国有产权、预算软约束与资本结构动态调整》，《管理世界》2012 年第 3 期。
16. 宋军、陆晔《非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据》，《金融研究》2015 年第 6 期。
17. 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》，《金融经济研究》2017 年第 2 期。
18. 谭燕、吴静《股权质押具有治理效用吗？——来自中国上市公司的经验证据》，《会计研究》2013 年第 2 期。
19. 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》，《系统工程理论与实践》2013 年第 7 期。
20. 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》，《经济研究》2018 年第 1 期。
21. 王艳艳、于李胜《股权结构与择时披露》，《南开管理评论》2011 年第 5 期。
22. 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》，《经济论坛》2016 年第 8 期。
23. 谢德仁、廖珂《控股股东股权质押与上市公司真实活动盈余管理》，《会计研究》2018 年第 8 期。
24. 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》，《会计研究》2017 年第 3 期。
25. 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》，《管理世界》2016 年第 5 期。
26. 许年行、于上尧、伊志宏《机构投资者羊群行为与股价崩盘风险》，《管理世界》2013 年第 7 期。
27. 张成思、张步昙《中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角》，《经济研究》2016 年第 12 期。
28. 郑国坚、林东杰、林斌《大股东股权质押、占款与企业价值》，《管理科学学报》2014 年第 9 期。
29. Brown, J. R. , & Petersen, B. C. , Cash Holdings and R&D Smoothing. *Journal of Corporate Finance* , Vol. 17 , No. 3 , 2011 , pp. 694 - 709.
30. Cardella, L. , Fairhurst, D. J. , & Klasa, S. , What Determines the Composition of a Firm's Cash Reserves?. <https://ssrn.com/abstract=2391467> , 2018.
31. Chan, K. , Chen, H. K. , Hu, S. Y. , & Liu, Y. J. , Share Pledged and Margin Call Pressure. *Journal of Corporate Finance* , Vol. 52 , No. 10 , 2018 , pp. 96 - 117.
32. Chen, A. , Kao, L. , & Chen, Y. K. , Agency Costs of Controlling Shareholders' Share Collateral with Taiwan Evidence. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* , Vol. 10 , No. 2 , 2007 , pp. 173 - 191.
33. Chen, G. , Firth, M. , & Xu, L. , Does the Type of Ownership Control Matter? Evidence from China's Listed Companies. *Journal of Banking & Finance* , Vol. 33 , No. 1 , 2009 , pp. 171 - 181.
34. Demir, F. , Financial Liberalization , Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics* , Vol. 88 , No. 2 , 2009 , pp. 314 - 324.
35. Duchin, R. , Gilbert, T. , Haeford, J. , & Hrdlicka, C. , Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash. *The Journal of Finance* , Vol. 72 , No. 2 , 2017 , pp. 793 - 852.
36. Nissim, D. , & Penman, S. H. , Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice. *Review of Accounting Studies* , Vol. 6 , No. 1 , 2001 , pp. 109 - 154.
37. Orhangazi, Ö. , Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973—2003. *Cambridge Journal of Economics* , Vol. 32 , No. 6 , 2008 , pp. 863 - 886.
38. Petersen, M. A. , Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *The Review of Financial Studies* , Vol. 22 , No. 1 , 2009 , pp. 435 - 480.
39. Stulz, R. M. , Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance* , Vol. 9 , No. 3 , 1996 , pp. 8 - 25.
40. Tobin, J. , Money and Economic Growth. *Econometrica* , Vol. 33 , No. 4 , 1965 , pp. 671 - 684.

Controlling Shareholder's Equity Pledge and Corporate Investment

—From the Perspective of Financial Investment and Real Investment

KE Yanrong , LI Yumin & WU Xiaohui (Xiamen University , 361005)

Abstract: Utilizing the semi-annual data of Chinese non-financial listed firms during the period of 2007—2017 , this paper empirically explores whether the equity pledge by controlling shareholder will affect the investment behavior of the listed firms. This study finds that the equity pledge ratio by controlling shareholder is in a U-shape relationship with the financial investment level of the listed firms , and an inverted U-shape relationship with their real investment level. When the ratio of equity pledge by controlling shareholder is lower than a critical value , the interest between the controlling shareholder and minority shareholders is more consistent , and the transfer of control right is less risky. Therefore , the controlling shareholder will participate in the core business operation of the firm and increase real investment actively. When the ratio of equity pledge by controlling shareholder is higher than a critical value , though the conflict of interest between controlling shareholder and minority shareholders aggravate the motivation of tunneling by controlling shareholder , the risk of control right transfer is more prominent. Therefore , the controlling shareholder has a stronger incentive to maintain the share price and increase financial investment. The results show that the different investment behavior and investment preference of the listed firms under the different ratio of equity pledge by controlling shareholder have non-linear influence on financial investment and real investment. The main conclusion is robust after controlling the endogeneity as much as possible. The further study shows that the U-shape and inverted U-shape relationships are regulated by corporate ownership , the risk of transfer of control rights and the difference of returns on financial assets and operating assets. This study reveals the economic consequences of controlling shareholder's equity pledge in the choice and adjustment of company investment decisions. It provides incremental evidence that controlling shareholders with low pledge ratio are more possible to support listed companies , while controlling shareholders with high pledge ratio are more likely to damage listed companies.

Keywords: Equity Pledge , Financial Investment , Real Investment

JEL: G30 , G32 , G38

责任编辑: 诗 华