

# 控股股东股权质押对上市公司融资约束的影响

## ——以 A 股上市公司为证据

沈 萍, 刘子嘉

(兰州财经大学 会计学院, 甘肃 兰州, 730020)

**[摘要]** 选取 2014 年-2018 年 A 股上市公司的面板数据进行静态面板回归分析, 探究控股股东股权质押对上市公司融资约束的影响, 并根据公司所有权性质划分国有企业和民营企业做进一步研究。研究表明, 存在控股股东股权质押会加剧上市公司的融资约束程度, 但随着质押比例上升, 外部监管力度变强产生治理效应且部分控股股东会将质押资金投向上市公司, 进而缓解了融资约束; 股权质押对国有上市公司的融资约束影响不大, 但会显著加剧民营上市公司的融资约束程度。控股股东应慎重进行股权质押行为, 重视自身在上市公司中的特殊地位, 利用其在决策、治理上的优势, 提升业绩和企业价值, 降低信息不对称性, 改善企业自身融资约束情况。

**[关键词]** 股权质押; 融资约束; 所有权性质; 现金-现金流敏感性模型

**[中图分类号]** F275.1      **[文献标识码]** A      **[文章编号]** 2096-3300 (2020) 01-0016-08

融资约束问题源于资本市场的完善。MM 理论认为, 在完美资本市场假设下, 公司的投资决策与资本结构无关, 侧面表明企业内外部融资成本一致, 两种融资方式可以相互替代<sup>[1]</sup>。然而现实的资本市场由于存在信息不对称和代理成本等金融摩擦<sup>[2]</sup>, 考虑到道德风险和逆向选择等因素, 外部投资者会要求企业支付风险溢价, 使得企业外部融资成本通常高于内部融资成本, 产生融资约束。2017 年国务院发布的《中国企业经营者问卷跟踪调查报告》以及 2018 年财科院发布的调研报告显示, 融资约束已成为我国企业面临的“常态化”问题。80% 以上的经营者认为制约企业进一步发展的主要障碍之一是“融资难、融资贵”, 国有企业融资虽大幅改善, 但民营企业长期以来遭受巨大的融资约束, 近年来更是有持续恶化的倾向, 情况不容乐观。

国内学者在探讨影响企业融资约束的因素时, 主要从外部的宏观环境和企业自身两个方面展开, 经过实证检验发现关键的外部因素有金融发展水平、国家货币政策、行业的竞争程度等, 内部因素有公司所有权性质、企业类型、商业信用等。近年来学者们将研究的重心转向对内部因素的探讨, 加入了很多新的变量, 如并购、产融结合、全球价值链嵌入、自愿性社会责任信息披露等, 转变的原因主要是外部的宏观环境不为企业管理者所控制, 无法即时提出有效的缓解企业融资约束的方法。在对现有文献整理分析的过程中发现, 至今鲜有学者就公司大股东自身的财务行为与上市公司融资约束之间的关系进行深入研究, 因此基于微观层面来探讨公司大股东财务行为对企业融资约束的影响及其作用机理, 并相应地提出缓解融资约束的可行措施。

收稿日期: 2019-09-05

作者简介: 沈 萍 (1964-), 女, 湖北武汉人, 教授, 研究方向: 公司理财、资本市场;

刘子嘉 (1996-), 女, 甘肃庆阳人, 硕士研究生, 研究方向: 公司理财、资本市场。

控股股东是上市公司的大股东,其掌握公司的日常经营运作和重大事情决策的权利,因此融资需求较大,而股权质押作为一种迅速、便捷、稳妥、成本较低的债务融资方式,广受追捧。Wind 数据显示,截至 2018 年 8 月 15 日,沪深两市上市公司中存在股权质押的企业一共 2 483 家,超过 A 股整体数量的 70%,累计质押股票的总市值 45 434.67 亿元,占 A 股总市值比例约为 9%,可见我国股权质押形成了“规模大、市值高”的特点,其中控股股东参与质押的公司占比最高。股权质押系控股股东自身财务行为,其对上市公司的影响是近年来学术界研究的热点。现有的认识主要是控股股东为了缓解自身的融资约束而进行股权质押行为,没有考虑反向的——该项行为同时也会对上市公司面临的融资约束有一定程度影响,这导致学界对股权质押的认识存在不足。其是否会加剧上市公司所面临的融资约束程度?这将是研究的重点。

### 一、理论分析和研究假设

#### (一) 融资约束与控股股东股权质押

现阶段,我国直接融资和间接融资发展不平衡。在以商业银行为主导的金融体系中,银行信贷等间接融资方式依然是我国企业主要的融资渠道。但银行设置的信贷条件相当苛刻且贷款手续繁琐,使得许多急需资金的企业“望而却步”,因此近年来一些新兴的融资方式在我国逐渐兴起。股权质押作为一种债务融资行为,可以有效地将“经济存量”转化为“经济能量”<sup>[3]</sup>,它是以出质人所拥有的上市公司股权作为质押标的物,从银行或其他金融机构获取贷款,属于权利质押的一种。对于出质人来说,以股权作为担保手段比起不动产、动产或其他权利在设定担保方面更加便捷、迅速<sup>[4]</sup>;对于银行来说,因为股份可以随时换价以保证自身利益,所以风险显著降低。在股权质押合约中,金融机构进行风险控制的手段之一便是设立股价的警戒线及平仓线。当质押品的价值即上市公司股价跌到“质押平仓线”时,若控股股东没有及时解除质押或者补缴保证金,则有可能失去对上市公司的控制权<sup>[5]</sup>。而平仓通常需要大量资金,因此,为了规避“控制权转移”风险,控股股东有较强的动机采取一系列不合理的手段来保证上市公司的股价不下跌。第一,盈

余管理便是常用的手段之一。已有的研究表明,控股股东有明显的动机与公司管理层合谋进行盈余管理,以维持或提升上市公司的股价,比起应计盈余管理,企业更加偏向于隐蔽性更高的真实盈余管理。第二,由于控股股东的特殊地位,其利用信息优势可以向外界传达好消息、隐藏坏消息,而且会选择使用临时性公告这一手段来操纵股价,选择性地披露公司信息。综上所述,股权质押由于会诱导控股股东与上市公司合谋进行真实盈余管理和选择性地披露信息,从而降低上市公司会计信息质量,造成内外部信息更加不对称,外部投资者便会要求更高的风险补偿,上市公司所面临的融资约束会进一步加剧。

股权质押是一种权利质押,控股股东质押的并非所有的权利,而是其享有的财产权利,现金流权便是其一,即质权人按照持股比例享有该公司的财产分红权<sup>[6]</sup>。已有研究表明,股权质押会进一步加大控股股东的“两权分离”,即股权质押由于进一步加大了控股股东控制权与现金流权的分离程度,增大了控股股东对上市公司进行利益输送的动机和风险,所以控股股东对公司价值的侵吞效应也就越明显。另外,由于现金流权与公司价值正相关,控股股东股权质押导致现金流权下降必然产生新的代理问题,从而会削弱控股股东提升公司价值的动机<sup>[7]</sup>。因为公司价值是投融资、交易的前提,当股权质押导致公司价值显著降低时,相应的融资约束程度便会加剧。

当上市公司控股股东存在股权质押时,会向大众传递出公司股东正面临财务约束的信号。同时,虽然法律中没有对股权质押合约的期限进行明文规定,但在实践中,上市公司股权质押一般都设定质押期限,出质人应当在规定的期限内足额清偿债务,因此控股股东股权质押后具有较大的偿债压力。为了提升其偿债能力,控股股东对于上市公司采取的态度一般有两种:积极态度即努力改善公司治理和管理,提升公司业绩,通过正当途径来获取控制权收益;消极态度即通过损害上市公司价值而取得与控制权不相匹配的“额外”私人收益<sup>[8]</sup>,考虑到股权质押设有偿还期限,前者通常为长期效益且回报具有不稳定性,因此更支持后者。据《上海证券

报》记者统计,2018年上半年以来,已有39家公司在证券市场再融资反馈意见环节被证监会问及股权质押事项,要求上市公司详细披露控股股东股权质押的具体细节,由此可见监管部门在再融资审核环节对质押事项予以重视,无形中让上市公司再融资又多了一道门槛——控股股东股权质押。综上所述,控股股东股权质押增加了上市公司融资约束程度。由此提出以下假设:

H1: 存在控股股东股权质押会加剧上市公司面临的融资约束程度。

H2: 在控股股东股权质押的子样本中,控股股东股权质押的比例越高,上市公司面临的融资约束程度也就越大。

(二) 融资约束、控股股东股权质押与所有权性质

根据所有权性质的不同,可以将企业分为国有企业和民营企业。在我国,国有企业具有一定的特殊地位和作用,是我国国民经济的中坚力量,承担着生产公共产品、建设重大工程项目、推动国家技术创新等职责。天然的政治优势和政治关联度使得国有企业能够获得金额更大、期限更长的银行贷款。而民营企业虽然也是我国国民经济的重要组成部分,但融资问题很难得到有效的解决。此外,民营企业的信用评级一般较低,发行债券十分困难,融资约束比国有企业大。

国有企业因其特殊性,在股权质押方面有着更为严苛的条件。国有股在进行质押时,必须明确资金用途,制定还款计划,而且还要按照财务隶属关系报省级以上主管财政机关备案,质押后,企业每年要在规定的时间前将公司国有股质押情况上报财政部,并且按照证券市场监管和国有股权管理的有关规定履行信息披露义务,因此国有股在质押前后有着严格的外部监管制度。在外部监管力量加强时,控股股东股权质押后的占款行为会受到一定程度的制约<sup>[9]</sup>,而占款行为是控股股东掏空上市公司的主要手段之一,因此强劲的外部监管会使得控股股东减少对上市公司的“掏空”行为,从而减少对公司价值的侵害。而民营企业没有这么多的限制,民营企业控股股东股权质押所取得的资金去向并不要求明确说明,其是用于上市公司发展还是控股股

东的自身利益情况不明,而且事前也没有说明还款计划,因而控股股东“掏空”的倾向会更大,损害上市公司价值,进而引起公司股价跳水,强制平仓的风险极高。

综上所述,民营企业面临的融资约束比国有企业大,考虑股权质押因素后,民营企业控股股东股权质押后的风险极高,当外部投资者在进行考量时,更多地偏向于国有企业。由此提出以下假设:

H3: 控股股东股权质押对国有和民营上市公司的融资约束影响不同,对民营企业的影响更大。

## 二、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

选择2014年-2018年我国A股所有上市公司作为初始研究样本,按照研究惯例并结合本研究的特点,对初始样本做以下处理:剔除各年末证券处于特别处理状态的样本;考虑到研究主体仅为控股股东股权质押的上市公司,因此对于股权质押子样本,剔除大股东没有控制权的样本,剔除控股股东同其他股东同时质押的样本;出于数据完整性的稳健考虑,剔除2014年之后才上市的公司以及部分数据和信息披露不详的公司;剔除金融类公司样本;为了避免重复计算,对于控股股东在同一年内多次质押的样本,以本年最终的质押情况为标准计算。根据以上标准,最终得到2014-2018年符合条件的观测值共4399个,为了避免极端值的影响,对所有连续性变量进行了1%水平的Winsorize处理。所有数据均来源于wind数据库和国泰安数据库。

### (二) 模型建立

#### 1. 检验假设1的思路

度量企业融资约束的方法很多,现有文献主要分为三种方法:一是指数法,Lamont等提出了KZ指数,之后有学者对KZ指数进行修正,分别提出了WW指数和SA指数,但这些指数均是以西方资本主义市场为背景进行测度,在我国的适用性仍然存疑。二是投资-现金流敏感系数模型,有学者认为由于市场的不完美,内部融资和外部融资具有不可替代性,企业的投资受融资因素影响,当外部融资成本较高时,企业会保留盈余用于投资,投资-现金流系数也会越大;当企业外部融资成本较小时,企业投资对盈余的依赖程度便会下降,因此利用投

资现金流敏感性可以测度融资约束,但该模型受到许多学者的质疑,因为在实际运用中产生了完全相反的结果。三是现金-现金流敏感系数模型。现金持有度是融资约束最本质最直接的影响因素,面对未来投资需求,高融资约束通常对应高现金持有量以便将资金用于未来更具有投资价值的项目,因此现金-现金流敏感系数会越大<sup>[10]</sup>。此方法可以剔除代理问题对敏感性的影响,能更为准确地反应企业的融资约束程度<sup>[11]</sup>,受到许多学者的认可。因此,选择此方法对融资约束进行测度。

针对前文的假设1,对现金-现金流敏感性模型做出一定扩展,为了降低内生性影响,对所有解释变量滞后一期,建立模型1:

$$CASH_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 CF_{i,t-1} + \partial_2 PLE\_DUM_{i,t-1} + \partial_3 PLE\_DUM_{i,t-1} \times CF_{i,t-1} + \partial_4 Controls_{i,t-1} + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t}$$

模型1中,被解释变量  $CASH_{i,t}$  表示上市公司在  $t$  期现金及现金等价物的变动额与总资产的比值,解释变量  $CF$  表示企业的经营现金流与总资产的比值,  $PLE\_DUM$  是控股股东股权质押哑变量,当年末如果存在控股股东股权质押,该变量取值为1,否则为0,  $CF \times PLE\_DUM$  的系数  $\partial_3$  表示上市公司是否存在控股股东股权质押对融资约束的影响,  $Controls$  为对企业现金持有量有较大影响的控制变量。其中,  $SIZE$  表示公司规模,为总资产的自然对数;  $GROWTH$  表示公司成长性,用主营业务增长率衡量;  $OPEX$  表示营运资本配置变化率,等于本期非现金营运资本与上期非现金营运资本的差额和本期末总资产的比值;  $CPEX$  表示资本支出率,等于企业本年购买长期资产所支付的现金与本期末总资产的比值;  $SDEBT$  表示短期负债变化率,等于本年短期负债与上年短期负债的差额和本期末总资产的比值;  $ZF$  表示资产负债率,是年初总负债与总资产的比值;  $TOBINQ$  表示公司成长机会,是市值与总资产的比值;  $\sum YEAR$  为年度虚拟变量,属于该年取值为1,否则为0。根据假设1,预期显著为正,即会进一步加剧上市公司的融资约束程度(如果显著为负,说明显著降低了  $CF$  的系数,则说明对融资约束具有缓解作用)

## 2. 检验假设2的思路

针对前文假设2,建立模型2:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t-1} + \beta_2 PLE\_RT_{i,t-1} \times \beta_3 PLE\_RT_{i,t-1} \times CF_{i,t-1} + \beta_4 Controls_{i,t-1} + \sum YEAR + \mu_{i,t}$$

在该模型中,被解释变量 ( $CASH$ )、解释变量 ( $CF$ ) 以及控制变量与模型1相同。  $PLE\_RT$  表示控股股东股权质押率,是年末控股股东质押股数与其所持有的股数之比。  $LE\_RT \times CF$  表示控股股东股权质押率与现金流的交互项,是重点关注的变量,这一变量代表控股股东股权质押对于现金-现金流敏感度的增量影响。如果显著为负,说明控股股东质押比例的增加,显著降低了回归中  $CF$  的系数(现金-现金流敏感度)大小,也即显著降低了企业所面临的融资约束;相反,如果显著为正,则说明控股股东质押比例的增加显著增加了企业面临的融资约束。根据假设2,预期  $\beta_3$  显著为正。

## 3. 检验假设3的思路

在检验假设3时,将全样本按照所有权性质分为两组,即控股股东为国有和非国有,然后利用模型1在各分组中进行假设检验,根据假设3,预期  $CF \times PLE\_DUM$  前的系数显著为正,且控股股东为非国有分组中的系数显著高于控股股东为国有的分组。主要变量定义及算法见表1。

## 三、实证结果及分析

### (一) 描述性统计分析

表2报告的是主要变量的描述性统计结果。首先从样本量来看,在4399个观测值中,国有企业所占比重较高。其次从股权质押率 ( $PLE\_RT$ ) 来看,民营企业的控股股东股权质押率最小值为0,最大值为100,说明部分民营企业的控股股东在年末将持有的上市公司股份全部质押出去,而有的控股股东在被观测年度未质押或是在年末已解除质押,国有企业的  $PLE\_RT$  最小值为0,最大值为50,说明有的国有企业控股股东在年末将持有的上市公司一半的股份质押了出去,其实这并非国有企业的控股股东较民营企业理智,是因为国家对于国有股质押要求严格,明文规定国有股用于质押的股份不得超过股东持有总数的50%,但有的国企也达到了规定的最高限额,从侧面表明,近年来部分国有企业的控股股东面临较大融资约束,有强烈的意愿进行股权质押来缓解困境;从全样本的现金持有变化 ( $CASH$ ) 和现金流量 ( $CF$ ) 来看,前者最大值29.21,最小值

表1 主要变量定义及算法

Tab.1 Main variable definitions and algorithms

变量类型	变量名称	变量符号	衡量方法
被解释变量	现金持有量变化	CASH	公司现金及现金等价物变动额/总资产
	现金流量	CF	公司经营现金流量/总资产
解释变量	控股股东是否股权质押	PLE_DUM	年末存在控股股东股权质押, 取值为1, 否则为0
	控股股东股权质押率	PLE_RT	控股股东质押股数/控股股东持股数
控制变量	公司成长性	GROWTH	主营业务收入增长率
	资产负债率	ZF	公司年初总负债/总资产
	托宾Q值	TOBINQ	市值A/总资产
	公司规模	SIZE	期末总资产自然对数
	营运资本配置变化率	OPEX	(本期非现金营运资本-上期非现金营运资本)/本期期末总资产
	资本支出率	CPEX	企业本年购买长期资产所支付的现金/本期期末总资产
	短期负债变化率	SDEBT	(本年短期负债-上年短期负债)/本期期末总资产
	年度哑变量	ΣYEAR	属于该年度取值为1, 否则为0

表2 主要变量描述性统计分析

Tab.2 Descriptive statistical analysis of main variables

变量	全样本			民营企业			国有企业		
	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值
CASH	-22.09	29.21	1.26	-30.88	33.58	1.33	-15.81	24.81	1.20
CF	-16.67	25.06	4.42	-21.31	26.85	4.35	-14.97	22.99	4.44
PLE_DUM	0.00	1.00	0.20	0.00	1.00	0.42	0.00	1.00	0.08
PLE_RT	0.00	100.00	12.55	0.00	100.00	29.63	0.00	50.00	2.83
SIZE	19.64	26.72	22.79	19.08	25.58	22.33	20.22	27.10	23.04
GROWTH	44.00	4341.00	2193.53	16.00	1552.00	784.39	-52.00	121.24	6.90
OPEX	-25.53	30.56	1.32	-32.34	34.47	1.53	-21.03	26.55	1.18
CPEX	0.01	18.43	3.74	0.00	18.69	3.77	0.01	18.17	3.73
SDEBT	-33.71	37.55	2.72	-53.43	43.23	2.63	-27.52	34.70	2.71
样本量	4399			1570			2829		

仅为-22.09, 后者最大值为25.06, 最小值仅为-16.67, 说明2014-2018年间不同企业的现金持有量和现金流量存在较大差异, 同时从侧面表明现金流是解释现金-现金流敏感性的合理指标。

## (二) 回归结果分析

从表3的实证结果可以看出, 第(1)列中CF前方系数在1%的水平上显著为正, 表明我国企业普遍存在较高的融资约束, 主要原因如下: 改革开放40年来, 我国经济结构发生重大变化, 民营经济在国民经济中的地位显著提高, 已发展成为最具活力的微观主体, 在我国企业数量中占据90%以上, 然而民营经济的重要性与其获取的金融资源不相匹

配, 民营企业“融资难、融资贵”问题长期以来得不到解决。一方面, 我国金融体系发展不平衡、不充分。目前企业融资的主要渠道便是银行贷款, 而国有四大行在信贷市场中占据主导地位, 但国有银行的信贷决策受政府干预, 为了保证国有经济持续健康稳定的发展, 政府常常会“指令”信贷投向国有企业, 因此民营企业贷款遭遇所有制歧视; 另一方面, 全国企业信用信息共享平台尚未建立完善, 银企信息严重不对称, 加之民营企业自身经营方式粗放、抗风险能力较弱等众多因素, 为其提供融资服务的金融机构难免“望而却步”。综上所述, 近年来国有企业融资虽大幅改善, 但民营企业的融资

情况却不容乐观,甚至有持续恶化的倾向,融资约束十分严重,基于民营企业占比较大,所以从数字上来看,我国企业普遍存在较高融资约束。第(2)列中 $CF \times PLE\_DUM$ 的系数在1%的水平上显著为正,表明在其他条件一定的情况下,控股股东股权质押对融资约束的缓解有负向影响,即存在控股股东股权质押的企业会加剧企业面临的融资约束程度,正好验证前文假设1的猜想。

从表3中(5)的回归结果来看,其 $CF$ 前方的系数与第(1)列 $CF$ 的系数相比明显较高,表明在控股股东股权质押的子样本中,上市公司面临的融资约束较高,也验证了假设1的猜想; $CF \times PLE\_RT$ 前的系数在5%的水平上显著为负,表明控股股东股权质押比例高不但没有增加上市公司的融资约束,反而有助于缓解其面临的融资约束程度,但系数较小,说明对融资约束的缓解效应微弱,这与假设2的猜想截然相反。分析原因如下:之前的分析中,认为上市公司如果存在控股股东股权质押,便会加剧其面临的融资约束,随着股权质押比例的升高,则必定融资约束程度也会随之上升,但其实二者并没有必然的联系。随着控股股东股权质押比例的升高,其获取的资金越多,其实在一定程度上也会缓解上市公司的融资约束程度。一是之前的分析并未考虑控股股东股权质押取得的资金投向,如果用于上市公司以外的地方,则股权质押行为会加剧上市公司的融资约束程度,但是如果该资金用于上市公司发展,则会缓解融资约束。事实上,从沪深两市发布的上市公司股权质押公告可以看出,确实有部分控股股东将融来的资金投向了上市公司。同时,控股股东将质押资金投向被质押公司时,说明控股股东具有宁愿冒着巨大的风险也要给上市公司融资的意愿,传递出一种强烈支持被质押公司发展的积极信号,控股股东的支持动机有助于改善被质押公司经营业绩、提升公司绩效<sup>[12]</sup>,上市公司前景良好,有助于降低融资;二是股权质押后,银行一般会对质押物进行监控和检查,对质押物价值进行追踪,了解公司经营状况、财务状况以及发生的重要事项等,以便评估质押物价值,而且质押的比例越高,银行对其监控越严格,因此控股股东股权质押期间上市公司受到强烈关注,反而具有较好的治理效应。

从表3中(3)(4)的回归结果可以看出,国有企业 $CF \times PLE\_DUM$ 前的系数虽然为正值,但并不显著,这表明控股股东股权质押对于我国国有企业的融资约束没有显著的影响,并没有加剧其面临的融资约束程度。国有企业在我国地位特殊,一般为大中型企业,无论是银行贷款、发行债券还是进行股权融资,都有优势,而且我国向来有“国企出事,政府兜底”的潜规则,况且我国对国有企业的质押具有严格的监控措施,从质押本身来看,风险不是很高,因此股权质押对国企的影响不大;反观民营企业,其 $CF \times PLE\_DUM$ 前的系数在1%的水平上显著为正,表明我国民营上市公司的融资约束程度受控股股东股权质押的影响较大,正好验证了假设3的猜想。

### (三) 稳健性检验

研究中对所有解释变量滞后一期,可以有效降低内生性的影响;为了保证回归方法的准确性,使用面板数据固定效应模型对所有假设重新进行检验,结果发现其 $F$ 检验的 $p$ 值为1,说明不能使用固定效应模型,因此先前采用的混合回归方法恰当;改变融资约束的度量方式,通过计算所有上市公司的 $SA$ 指数,然后分组进行假设检验,得出的结果与之前的结论一致,说明实证结果具有稳健性。

### 四、结论与政策建议

选取2014-2018年A股上市公司的面板数据进行静态面板回归分析,探究控股股东股权质押对上市公司融资约束的影响,并根据公司所有权性质划分国有企业和民营企业做进一步研究。结果表明:由于控股股东进行股权质押后有可能面临因质押品价值下跌、偿债压力加剧等而触发“控制权转移”的风险,从而诱导控股股东利用其在上市公司中的特殊地位,进行一系列不合理行为而导致信息更加不对称、侵害公司价值等,因此存在控股股东股权质押会加剧上市公司面临的融资约束程度;但是随着质押比例的升高,外部监管力度变强产生治理效应且部分控股股东会将质押资金投向上市公司,进而缓解了融资约束,导致假设2的实证结果与理论分析截然相反;引入所有权性质做进一步研究后发现,股权质押对国有企业的融资约束程度影响不大,但对民营企业影响巨大。

结合现状,提出以下政策建议:第一,全面深

表3 假设1、2、3的回归结果  
Tab.3 Regression results of hypothesis 1, 2, and 3

主要变量	被解释变量 (CASH)				
	全样本		国有	民营	PLE_ DUM=1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CF	0.056***	0.034*	0.058***	-0.022	0.202***
	-0.018	-0.020	-0.023	-0.039	-0.045
PLE_ DUM		-0.644**	-0.043	-1.177**	
		-0.302	-0.467	-0.534	
PLE_ RT					-0.015*
					-0.009
CF×PLE_ RT					-0.002**
					-0.001
CF×PLE_ DUM		0.091***	0.084	0.138***	
		-0.033	-0.058	-0.053	
GROWTH	0.000	0.000	0.004	0.001	0.002
	-0.000	-0.000	-0.005	-0.001	-0.001
SIZE	-0.136	-0.130	-0.078	-0.158	-0.161
	-0.095	-0.095	-0.103	-0.210	-0.219
OPEX	0.068***	0.069***	0.074***	0.078***	0.092***
	-0.014	-0.014	-0.018	-0.024	-0.031
CPEX	-0.018	-0.016	-0.044	0.044	0.027
	-0.030	-0.030	-0.033	-0.061	-0.063
SDEBT	0.005	0.005	0.003	0.002	0.040*
	-0.011	-0.011	-0.013	-0.019	-0.024
TobinQ	0.259***	0.264***	0.305***	0.182**	0.052
	-0.065	-0.065	-0.104	-0.080	-0.099
ZF	0.010*	0.010	0.005	0.022*	-0.020
	-0.006	-0.006	-0.007	-0.012	-0.013
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	1.864	1.918	2.268	2.482	6.533
	-2.000	-2.184	-2.422	-4.743	-5.084
样本量	4376	4376	2, 817	1, 559	897
R <sup>2</sup>	0.022	0.024	0.022	0.034	0.058

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

化金融供给侧结构性改革，积极改善我国金融体系发展不平衡、不充分的现状，建立多层级的资本市场，改善间接融资占据主要地位的局面，解决中小民营企业“融资难、融资贵”问题；尽快完善社会征信体系，以便为企业银行贷款、发行债券等提供便利。第二，我国企业普遍遭受严重的融资约束，而控股股东股权质押会进一步加剧上市公司面临的融资约束程度，因此控股股东要慎重选择股权质押

融资方式。第三，企业应当重点关注控股股东的股权质押行为，完善公司治理机制以及内部控制制度，防止控股股东与管理层合谋进行不恰当行为；另外控股股东应当重视自身在上市公司中的特殊地位，利用其在决策、治理上的优势，努力提升公司业绩和公司价值，降低信息不对称性，改善企业自身融资约束情况。第四，目前我国正处于经济转型的关键期，相关的基础制度还不完善，为了缓解较高的



融资约束,企业可以寻找替代性的非正式机制来降低信息不对称性以缓解融资约束,例如建立政治关联和银行关联等,获得政府和银行带来的声誉机制和隐性担保。

#### 参考文献:

- [1]孙晓琳.投资现金流敏感性研究述评[J].价值工程,2009(11):158.
- [3]钟凯.宏观经济政策影响企业创新投资吗?——基于融资约束与融资来源视角的分析[J].南开管理评论,2017(6):5.
- [3]王斌.大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J].系统工程理论与实践,2013(7):1762-1773.
- [4]谭燕.股权质押具有治理效应吗?——来自中国上市公司的经验数据[J].会计研究,2013(2):45-53.
- [5]李常青.控股股东股权质押与企业创新投入[J].金融研究,2018(7):143-157.
- [6]王新红.大股东股权质押对公司绩效的影响研究[J].会计之友,2018(10):58-64.
- [7]郝项超.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.
- [8]王斌.大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J].系统工程理论与实践,2013(7):1762-1773.
- [9]郑国坚.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014(9):72-87.
- [10]耿成轩.新能源企业融资生态与融资约束[J].华东经济管理,2018(1):153-159.
- [11]张晓玫、宋卓霖和何理.银企关系缓解了中小企业融资约束吗——基于投资-现金流模型的检验[J].当代经济科学,2013(5):32-39.
- [12]张陶勇和陈焰华.股权质押、资金投向与公司绩效——基于我国上市公司控股股东股权质押的经验数据[J].南京审计学院学报,2014(6):63-70.

## Research on the Impact of Controlling Shareholders' Equity Pledge on Financing Constraints of Listed Companies ——Evidence from A-share Listed Companies

SHEN Ping, LIU Zijia

(School of Accounting, Lanzhou University of Finance and Economics, Lan Zhou 730030, China)

**Abstract:** The panel data of A-share listed companies from 2014 to 2018 were selected for static panel regression analysis to explore the impact of controlling shareholders' equity pledge on financing constraints of listed companies, and further research was conducted according to the nature of the companies' actual controllers. The research shows that the existence of controlling shareholder equity pledge will aggravate the degree of financing constraint of listed companies, but as the proportion of pledge rises, the external supervision will become stronger and the governance effect will be achieved; some controlling shareholders will direct the pledged funds into the listed companies, thus alleviating the financing constraints. Pledge has little effect on the financing constraints of state-owned listed companies, but it will significantly increase the degree of financing constraints of private listed companies. The controlling shareholder should carefully choose the equity pledge behavior, attach importance to its special position in the listed company, use its advantages in decision-making and governance, vigorously develop the company's performance, enhance the company's value, reduce information asymmetry, and improve the company's own financing constraints.

**Key words:** equity pledge; financing constraints; nature of ownership; cash-cash flow sensitivity model