摘要

近年来，股权质押作为国内一种较为新型的金融创新工具，在国内的资本市场得到了迅速发展，其既能缓解了大股东融资约束又能拓宽企业融资渠道，推动了实体经济的发展。控股股东股权质押在为公司发展带来便捷的同时也带来了诸多隐藏的风险。控股股东股权质押引发的财务风险、中小股东利益被侵占风险、市场风险等一系列风险案例也频繁出现，给公司自身发展及整个资本市场都带来了一定的隐患和风险。本文试图研究发生控股股东股权质押事件的上市公司，在企业进行投资时，是否谨慎的使用资金，从微观企业投资角度考察股权质押及质押监管的局限性和必要性，丰富股权质押研究的同时并为股权质押监管谏言献策。

MM 理论是在无套利假设之下证明资本成本是企业最佳投资决策的临界点，然而在理论实践中，资本成本的作用在企业投资决策中的地位却没能得到重视。因此，本文将企业投资是否对资本成本敏感作为企业投资是否理性的衡量标准，来分析企业对控股股东股权质押所获得的资金的谨慎使用，也是股权质押监管所强调的化解股权质押风险的基础。本文立足于 MM 理论中的资本成本约束，将上市公司控股股东股权质押行为纳入企业投资的资本成本约束模型中，来分析股权质押以及质押新规实施后企业投资对资本成本的敏感性的变化，并结合样本的统计特征进一步研究质押新规发挥作用的渠道路径。本文以 2014 年至 2021 年存在股权质押行为的上市公司作为样本，研究发现，我国上市企业投资的资本成本敏感性整体为负数，投资决策受资本成本约束较为显著，比较符合 MM 投资理论中理性投资决策规则；在控制行业和年度效应特征后，发生股权质押事件的样本企业投资对权益、债务和加权平均资本成本的敏感性均显著降低，即控股股东股权质押的发生对企业理性投资产生了不利影响；但我国颁布实施质押新规之后，样本企业投资对资本成本敏感性显著提高，即质押新规的实施促进了企业理性投资，质押新规取得了一定的政策效果；在本文进一步的研究中发现，质押新规在对企业投资进行调节时，主要是通过其第二方面规范资金用途来发挥作用。

在实证研究的基础上，本文认为控股股东股权质押事件的发生，由于其相较于其他权益融资成本更低、效率更高，可能导致控股股东侵占其他股东利益的成本更低、从事高风险以获取高收益的动机更强，从而导致企业进行更激进的投资策略，企业投资对资本成本的敏感性显著降低，即降低了企业投资的理性程度。

而在政策新规颁布实施后，从实证结果来看确实取得一定的效果。在质押新规发挥作用机制方面的进一步研究，主要集中在质押新规在规范资金用途方面，控制企业不得进一步“加杠杆”、要求融资资金仅用于实体经济生产经营，显著提高了企业投资对资本成本的敏感性。本文在实证证明质押监管措施取得不错政策效果的同时，也进一步为我国股权质押监管政策完善提出现实启示和实证依据。

关键词：股权质押；质押监管；资本成本；理性投资；

Abstract

In recent years, as an important financial innovation tool, equity pledge has developed rapidly in the capital market of our country, which can not only alleviate the financing constraints of major shareholders but also broaden the financing channel of enterprises, and promote the development of the real economy. The pledge of controlling shareholder's equity brings convenience to the development of the company but also brings many hidden risks. A series of risk cases, such as financial risk caused by the equity pledge of controlling shareholders, risk of minority shareholders' interests being seized, and market risk, also appear frequently, bringing certain hidden dangers and risks to the company's own development and the whole capital market. This paper attempts to study whether the listed companies with controlling shareholders' equity pledge use funds prudently when making corporate investment, and to investigate the necessity and limitations of equity pledge and pledge supervision from the perspective of micro-enterprise resource allocation, so as to enrich the research on equity pledge and offer suggestions for equity pledge supervision.

MM theory proves that the cost of capital is the critical point for an enterprise to make the best investment choice under the assumption of no arbitrage. However, in theory and practice, the position of the cost of capital in the enterprise investment decision has not been paid enough attention and promoted. Therefore, this paper, adhering to the perspective of MM theory of capital cost constraint, includes the behavior of corporate equity pledge into the capital cost constraint model of corporate investment, empirically tests the changes of equity pledge and the sensitivity of corporate investment to the cost of capital after the implementation of the new rules of pledge, and further studies the channels and paths for the new rules of pledge to play a role based on the statistical characteristics of samples. Taking the listed companies with equity pledge behavior as samples from 2014 to 2021, this paper finds that the sensitivity of capital cost of investment of listed companies in our country is negative, and the investment decision is restrained by capital cost significantly, which is more consistent with the rational investment decision rules of MM investment theory. After controlling the industry and annual benefit characteristics, the sensitivity of capital cost of investment of sample enterprises with equity pledge events is significantly reduced, that is, equity pledge events have adverse effects on rational investment of enterprises; However, after the promulgation and implementation of the new rules on pledge, the sensitivity of sample enterprise investment to capital cost has increased significantly, that is, the implementation of the new rules on pledge promotes rational investment of enterprises, and the new rules on pledge has achieved certain policy effects. In the further research of this paper, it is found that the new regulation of pledge plays a role in regulating

enterprise investment mainly through its second aspect regulating the use of funds. On the basis of empirical research, this paper argues that the occurrence of equity pledge event of controlling shareholders, due to its lower cost and higher efficiency compared with other equity financing, may lead to lower cost of expropriating the interests of other shareholders and stronger motivation of engaging in high risks to obtain high returns, thus leading enterprises to carry out more aggressive investment strategies.The sensitivity of enterprise investment to the cost of capital is significantly reduced, that is, the rational degree of enterprise investment is reduced. After the promulgation and implementation of the new policies and regulations, it can be seen from the empirical results that certain effects have been achieved. Further studies on the mechanism of the new regulation on pledge mainly focus on regulating the use of funds, controlling enterprises from further "adding leverage" and requiring financing funds to be used only for the production and operation of the real economy, which significantly improves the sensitivity of enterprise investment to the cost of capital. This paper proves that the pledge regulation measures have achieved good policy results, and further provides practical enlightenment and empirical basis for the improvement of the equity pledge regulation policy.

Keywords: Equity pledge; Mortgage supervision; Cost of capital; Rational investment

目录

第 1 章绪论 1
1.1 研究背景 1
1.2 研究意义 2
1.2.1 理论意义 2
1.2.2 现实意义 3
1.3 研究方法 3
1.4 研究创新点 4
第 2 章文献综述 6
2.1 股权质押文献综述 6
2.1.1 股权质押的动机 6
2.1.2 股权质押的经济后果 9
2.2 企业投资 11
2.2.1 企业投资决策 12
2.2.2 企业投资的影响因素 13
3 文献评述 15
第 3 章理论分析与研究假设 17
3.1 理论基础 17
3.1.1 委托代理理论 17
3.1.2 信息不对称理论 18
3.2 研究假设 19
3.2.1 投资决策和资本成本 19
3.2.2 控股股东股权质押与企业理性投资 21
3.2.3 质押新规与企业理性投资 22
3.2.4 股权质押比例和杠杆率与企业理性投资 23
第 4 章研究设计 24
4.1 样本选取与数据来源 24
4.2 变量选取 24
4.2.1 被解释变量 24
4.2.2 解释变量 25
4.2.3 调节变量 26

4.2.4 控制变量 26
4.3 模型设定 27
第 5 章实证检验与结果分析 29
5.1 描述性统计 29
5.2 单变量相关性分析 30
5.3 多元回归结果分析 31
5.3.1 资本成本与企业投资回归结果分析 31
5.3.2 股权质押与企业资本成本敏感性回归分析 33
5.3.3 质押新规与企业资本成本敏感性回归分析 34
5.3.4 股权质押比例和杠杆率与企业资本成本敏感性回归分析 35
5.4 稳健性检验 38
5.4.1 内生性问题 38
5.4.2 替换变量 40
5.5 本章小结 44
第 6 章研究结论及政策建议 45
6.1 研究结论 45
6.2 政策建议 46
6.3 研究不足及展望 47
参考文献 49
致谢 53

第 1 章绪论

1.1 研究背景

股权质押是指上市公司股东将其股权作为抵押物向银行或其他金融机构进行抵押贷款的一种融资行为。由于控股股东股权质押融资不需要相关监管部门的审批，限制条件比向银行等机构少，速度也更快，成本也更低，可以较为轻易地把股票质押以获取资金。当企业处于初创期或成长期，或者当企业面临一定的资金短缺时，面对内部融资不足的情况，控股股东股权质押就成为企业进行融资的一种良策。

股权质押在最近十年时间内更为普遍，尤其是自 2013 年上海证和深圳证券交易所同时开启了场内控股股东股权质押交易开始，我国资本市场的股权质押交易也变得更为活跃，股权质押的交易金额和交易规模也逐渐增加。根据 wind 数据库显示，截止 2021 年 12 月 31 日，我国 A 股上市公司中共有 2517 家存在股权质押交易，质押的总股数达到了 4198 万亿股，质押总市值达到了 40481.26 亿元，并且在我国 A 股市场上股票质押的规模和质押比率都比较高。其中质押比例在 10%以下的公司占 49.70%，质押比例在 10%-30%的公司占据 33.05%，质押比例在 30%以上占 4.69%。高质押比率的占比有所下降，与近年来股权质押的监管政策的实行相关。

股权质押的基本优点：控股股东可以通过股权质押来解决企业融资难的问题，同时股权质押不通过出售股权来获取资金，因此控股股东股权质押不会削弱其控制权，控股股东仍然能够决定上市公司日常管理和经营决策等事务。然而近年来随着股权质押相关业务规模的扩张，也带来了潜在的风险。在微观层面，在实施股权质押后，股东的现金流权和控制权分离度提高，代理成本加剧，控股股东股权质押也可能导致强制平仓的发生，造成了控制权转移的潜在风险，这会导致大股东有强烈的动机对公司治理进行干越。在宏观金融体系层面，由于较大规模的股权质押和所融集资金用于高风险投资等原因，控股股东股权质押规模的膨胀会对资本市场的运行带来威胁。因此，较高规模的控股股东股权质押会给我国资本市场带来相当大的风险隐患，2022 年在党的第二十次人民代表大会也强调要“守

住不发生系统性金融风险的底线”，预防以及有效化解股权质押可能导致的潜在风险也逐渐成为监管机构和金融界重点探讨和亟待解决的课题。

我国为了针对性地防范并化解控股股东股权质押可能导致的风险，中国证券登记结算有限公司（以下简称“中证登”）在 2018 年 1 月 12 日颁布了《股权质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》（下文中简称为质押新规），并得到中国证券监督管理委员会的批准。质押新规相较于旧的监管规定着重在两个方面强化了监管措施：第一个方面是限制了股权质押的规模。质押新规要求上市公司个体质押比例（所有股东出质股份的总数占总股本的比例）不得超过 50%（补充质押不受限制）、质押率（股权质押融出金额占被质押股权总市值的比例）不得超过 60%；第二方面是规范所融得资金的使用途径，最新监管规定要求质押所得资金仅能够用于实体经济生产经营，禁止继续“加杠杆”，从而达到避免资金在金融体系空转的目的，防止金融风险增大。

在质押新规颁布实施后，控股股东股权质押交易规模下降，整个市场的质押比例也出现下降的趋势。虽然质押新规起到了控制质押潜在风险的发生，但同时也会限制了上市企业的融资渠道，很有可能影响公司的市场价值等情况，并且也会导致公司在融入资金使用方面变得更加谨慎。如果上市公司的投资决策会受到资本成本的约束，即符合 MM 投资理论，说明企业投资是符合理性决策准则的。所以，本文从 MM 理论（ModiglianiandMiller，1958）出发，将企业投资额是否受到资本成本约束作为理性投资的度量标准，来研究控股股东股权质押行为以及质押新规实施后对公司理性投资的相关影响，验证股权质押及质押监管是否会促进企业理性投资。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

本文主要研究股权质押及质押监管对企业理性投资的影响，关注微观企业投资行为，以 MM 理论为基础，将 2013 年-2021 年我国 A 股上市公司数据作为实证分析样本，验证我国 A 股市场上市公司投资决策是否受资本成本约束，即是否符合 MM 投资理论的理性投资准则。在后续的实证研究中加入股权质押比例

作为调节变量，在此基础上研究股权质押对企业理性投资的促进作用在 A 股市场上是否依然成立，丰富了股权质押对公司治理带来的经济后果。最后引入质押新规这一虚拟变量，验证股权质押监管政策变化是否促进企业理性投资的影响，从而丰富我国股权质押影响企业投资的途径。如果企业投资对股权质押及质押监管后的资本成本敏感，则表明企业对股权质押融资资金的使用是谨慎的。

1.2.2 现实意义

与其他外部融资方式相比，股权质押交易融资所具有的速度较快，办理手续过程方便快捷，融资成本也相对较低，受到很多股东的欢迎，越来越多的上市公司采用股权质押这一方式进行融资，质押比例和规模都在增长。根据 wind 数据库显示，部分上市公司控股股东股权质押的比例占自身持有股份的比例达到了 100%。这种较高比例的股权质押现象会给企业、股东和其他外部投资者带来较大的风险。国内学者对于企业理性投资的研究比较少，研究股权质押及质押监管对企业理性投资的影响有以下现实意义。第一，能够提高投资者对股权质押风险的认识，了解股权质押具体会给企业治理带来那些经济后果，同时可以激励中小股东充分发挥其监督管理的作用，积极主动的维护自己的利益。第二，丰富股权质押促进企业理性投资的具体传导渠道，指导企业基于资产负债表来进行市值管理。第三，本文从一定程度上揭示了现行股权质押监管的必要性，在一定程度上验证了我国股权质押监管的政策效果，在此基础上帮助我国监管部门进一步完善和执行股权质押交易相关的法律法规及各类金融政策，以防范化解系统性风险的发生，确保我国资本市场能实现健康可持续的发展。

1.3 研究方法

在本文的研究中主要采用了以下几种方法：

1. 文献研究法

文献研究是一种快速且有效的信息收集方法，本文针对“股权质押”和“企业投资”关系的研究选题，梳理了现有的国内外学者相关的研究文献，尽可能详细完整地归纳总结企业投资理论与资本成本相关投资理论的脉络，系统地梳理了股权质押的现有现就侧重点，以前者作为本文的理论基础，后者作为本文的研究

落脚点。并且参考了之前学者研究时所选取的核心变量、控制变量和中介变量等，分析了不用模型和研究方法的优劣势，针对现有文献的研究不足支出，提出了本文的主要研究框架，为进一步深入研究打下坚实的理论基础。

2. 实证研究法

实证研究是在文献研究的和理论研究的基础上，通过对实证样本数据进行检验来验证本文研究所做出的假设与推理，使得出的结果具有客观性和可信度。本文主要选取了 2014-2021 年我国 A 股市场上市公司样本数据，在 MM 理论基础上建立回归模型研究股权质押及监管对企业理性投资的影响。在进行相关统计检验时，主要采取了混合回归模型、交互效应分析和两阶段最小二乘法等多种统计分析手段，从而在一定程度上确保研究结果具有统计意义和经济意义。

1.4 研究创新点

本文创新点主要集中在研究对象、研究视角和研究路径方面。

第一是研究对象的创新。本文对股权质押及监管政策执行的微观效果进行回归检验，现有文献所研究控股股东股权质押的影响，主要集中在股权质押对公司价值、市值管理以及股价的影响，很少有学者研究股权质押对公司理性投资的影响，本文通过考察股权质押交易导致企业资本成本敏感性的变化，引入是否存在股权质押和股权质押比例以及股权质押相关监管措施等情形，在一定情形上拓宽了股权质押对企业治理的研究范围。

第二是研究视角的创新。本文以资本成本在企业投资中的关键约束作用，以此作为了企业理性投资的衡量标准。现有的研究文献中对投资效率的衡量比较流行的主要有两种方法：一种是基于 TobinQ 理论用企业掌控投资机会的能力来衡量企业投资效率；另一种是运用 Richardson 构造的残差模型拟合企业预期投资增量，再以残差打小来衡量企业实际投资是否在合理范围内。很少有文献在 MM 投资理论的基础上，通过资本成本对企业投资的约束来考察企业的投资效率。

第三是研究路径的创新。本文主要研究的是股权质押及质押监管对我国企业理性投资的影响。在探究该影响时，通过企业投资对资本成本的敏感性这一路径来进行研究，以此作为较为合理且新颖的路径来衡量企业投资的理性程度。已有的文献中较少学者借用企业投资对资本成本的敏感度来研究股权质押对企业投

资的影响，因此本文在研究路径上亦有一定的创新性。

第 2 章文献综述

2.1 股权质押文献综述

股权质押指的是股东（主要是控股股东）将自身所拥有的公司股份作为质押物，质押给银行或其他金融机构来获得资金的一种融资方式。股权质押发展至今已有二十多年的历史，特别是 2013 年开始上海和深圳证券交易所同时启动了场内股权质押交易，我国股权质押交易变得备受上市公司及股东的青睐。本文对已有的股权质押相关文献进行梳理，对股权质押的动机、股权质押影响因素以及股权质押的相关风险进行了归纳总结。

2.1.1 股权质押的动机

通过梳理现有文献，可以将股权质押的动机主要分为代理动机、择时动机、和融资动机三个方面。

（1）代理动机：

已有的研究文献将代理冲突主要分为两种。第一类代理冲突指的是企业的最终受益人与企业所聘请的职业管理人员间的冲突；第二类代理冲突则是在股东之间，指的是对公司具有实际控制权的控股股东与其他中小股东之间存在的利益冲突。第一类代理问题出现的原因，是企业的管理人员在进行企业决策时，往往会从自身利益出发而不是完全从企业所有者利益出发去实现企业价值最大化。特别是在没有业绩奖励、股权激励和额外分红等相关激励措施的情况下，企业管理层更容易出现逃避风险、消极怠工、进行管理层收益而企业亏损的经营活动等现象（Demsetz，1983）。

有相关研究表明，在信息市场国家的上市公司，其股权集中度较高，公司治理的主要问题并不是第一类代理冲突，而是控股股东和管理层与外部小股东之间的冲突（Shleifer and Vishny，1997）。本文所探讨的股权质押相关研究主要涉及的是第二类代理问题。由于公司的控股股东能够决定企业经营与管理，因此他们有机会运用转让公司的资源、出售公司资产等多种方式来攫取私人利益，又可以通过内部交易的形式来侵占中小股的利益。根据前人的研究文献，国内资本市场

发展过程中，也出现了控股股东通过控股股东股权质押的方式去“掏空”或“金蝉脱壳”的现象（郝项超和梁琪，2009；黎来芳，2005）。在我国资本市场中许多制度安排导致了上市公司控股股东普遍存在拥有上市公司相对或者绝对的控制权现象。凭借该控制权，他们可以较为轻易地对上市公司进行各种掏空和支持行为（郑国坚等，2013）。并且当控股股东进行股权质押交易后，会加剧控制权与代理权的分离，代理问题也就越严重，侵占中小股东利益的动机也就越强烈（Fan and Wong，2002）。李永伟（2007）实证研究在我国 A 股市场存在的股权质押交易会降低控股股东掏空成本。郝项超和梁琪（2009）对我国 A 股上市公司的实证研究发现，股权质押比例与公司价值之间存在显著负相关关系。公司价值会随着控股股东股权质押比例上升而下降，说明股权质押交易会表现出一种强化侵占效应。李常青等（2018）通过研究也得到同样的结论。郑国坚等（2014）研究发现控股股东在进行股权质押交易或者部分股权被冻结时，处于财务困境中的控股股东侵占公司资金的程度会明显上升，即使存在较强的外部监管力量，该掏空行为依然存在。Anderson 和 Puleo（2020）以美国资本市场作为样本，研究发现存在股权质押时，会显著增加大股东侵占中小股东利益的动机，从而导致公司风险上升。

（2）择时动机：

Stein 与 1996 年首次指出市场存在择时现象：投资者往往更倾向于出售股票价格高于其实际价值的股票来获得更高的资金，同时也会在股票价格低于其实际价值时选择赎回股票。相关学者认为这种股票价格与实际价值偏差的情况可以归因于投资者非理性投机行为和发生特殊事件使投资者产生不同情绪等（黄宏斌和肖志超，2008；黄宏斌和尚文华，2018）。学术界将在这一经济学基础上归纳出“市场择时动机”。许多学者将该理论运用于上市公司的研究当中（Bakke and Whited，2010；Campello and Graham，2013）。陈收和刘端（2009）将企业的资本结构与市场择时动机相结合，发现控股股东选择融资的时间点的股票价格与股票实际价值偏离度将会直接决定公司是采用权益还是债券融资。当股票价格被高估时，上市公司实际控制人会更乐意通过股权质押或出让等方式进行融资（束景虹，2010）。控股股东股权质押的择时动机主要体现在当投资者处于积极情绪时，此时股价也通常被高估，控股股东可以用相同数量的股票来获得比处于低落时期

的投资者情绪更大规模的质押融资（李秉祥和简冠群，2017）。黄宏斌和肖志超发现，我国股权质押交易存在有明显的择时效应，投资者情绪的高低将会直接影响控股股东股权质押的融资意愿和融资规模。罗琦和付世俊（2015）研究指出控股股东存在通过盈余管理操纵股价的现象，以增加股票价格与其实际价值的偏离程度，在此基础上择机利用该偏离在股权再融资时可以获取更大的利益。同样的，也有学者发现我国上市公司控股股东进行股权质押交易时有着明显的择时行为，股价估值水平越高，控股股东进行股权质押融资的意愿就越强（徐寿福，2016）。黄宏斌和尚文华（2018）也在其研究中验证了相同的结论。

（3）融资动机：

已有的研究文献中，有学者也将融资动机称为“支持”动机（Friedmanetal.,2003;Baietal.,2004;李增泉，2005）。在当代企业财务实践中，上市公司股东主要通过股权抵押贷款和股权转让这两种方式来进行权益融资。其中，股份转让指的是公司股东按法律法规将其持有的股份有偿出让给其他投资者，从而获取所需资金。这种融资方式的代价是会让控股股东失去上市企业部分股权甚至是控制权，且由于证监会对上市公司控股股东有明确的限售条款，即在企业上市后的三年内控股股东使不得抛售持有的股份的。后续监管中出台的新股减持相关规定也让股权转让手续更复杂、周期更长。与此相对应的股权质押融资便成为控股股东融通资金的一种良策。因此，基于控制权角度出发，企业在通过股权质押获得融资后，在不失去对企业日常经营的控制权的同时，能够帮助企业解决经营性资金不足的问题，帮助企业实现经营管理和战略发展的目标（艾大力和王斌，2012）。国内有学者从股权质押融资角度出发，认为由于民营企业相较于国营企业融资难，因此发生股权质押融资的概率更大，并且民营企业在发生股权质押后，控股股东往往会通过发布利好消息等方式来平滑收益，使企业的业绩得意改善（王斌，2013；Huang and Xue，2016）。同样，林艳等（2018）将股权质押的本质看作为债务融资的方式之一，能够帮助缓解融资约束。民营企业的控股股东相较于国营企业而言，其融资渠道和资源都略逊于国营企业控股股东，因此这些股东更倾向于选择股权质押来进行融资。吴静等（2016）认为控股股东股权质押并不一定存在很大的“掏空”机制，股权质押资金的投向是具有一定的信号传递效应，控股股东将质押融资的资金投入所在上市公司，会有利于提高上市公司的价值。

2.1.2 股权质押的经济后果

通过对现有相关文献进行梳理，将股权质押导致的经济后果可以主要分为以下四个方面。第一个是基于股权质押所导致控股股东与中小股东之间的代理冲突视角。第二是基于股权质押后可能导致的控制权转移视角。第三是基于股权质押治理效果的视角。第四是基于股权质押与利益相关者的视角。

（1）基于代理冲突视角

基于代理冲突视角的诸多相关研究文献中，许多学者指出大股东的股权质押会加剧第二类代理问题的发生。存在股权质押的上市公司中，所质押的股票的现金流权由质权方占有，但质押股票所对应的控制权依旧归于控股股东。郝项超和梁琪（2009）认为这种现金流权与控制权的分离程度会加强大股东侵占现象的发生，同时会减弱质押的激励作用，从而加剧了代理冲突。李常青和幸伟（2018）也得到了同样的结论。

虽然股权质押能够暂缓企业资金短缺问题，但在另一方面却进一步导致控股股东与其他股东之间的代理问题，尤其是两者之间的风险偏好和利益分歧加深。（张瑞君等，2017）。由于股权质押融资相较于其他权益融资成本更低、效率更高，使得控股股东侵占其他股东利益的成本更低，也更倾向于通过牺牲企业的利益来侵占企业的资产、攫取私人利益（郑国坚等，2014），做出一系列违法违规行为，从而加剧企业可能面临的法律风险，并且由于国企违规面临处罚相交民营企业更轻，使得存在控股股东股权质押的国有企业冒险行为更加明显（李瑞涛和酒莉莉，2018）。在进一步研究中，随着控股股东股权质押的比例升高，导致利益冲突发生的概率也会提高，从而使控股股东从事高风险以获取高收益的动机更强（柯艳蓉，2019）。

（2）基于控制权转移视角

控制权转移主要是指的是当股权质押到期而控股股东无法赎回股权或者股权市值下降，控股股东没有足够的资金追加保证金而被强制平仓，进而使得控股股东会失去其所质押的股份的控股权。因此从控制权转移视角来看，发生股权质押的控股股东会积极干预公司决策、进行市值管理来避免其股票价格迅速下跌使得股价崩盘所导致的控制权发生转移。

控股股东在进行股权质押交易后为了防止股价崩盘、降低控制权转移的可能

性会采取多种盈余管理来维护股价（Dejong，2019）。谢德仁等（2016）也发现，上市公司进行股权质押后，该公司控股股东更倾向于通过盈余管理、掩盖不利于股价变动的消息等方式粉饰公司业绩与市场表现，从而降低在股权质押存续期间股价崩盘的风险。李常青和幸伟（2017）研究发现，这些公司还会进行信息管理来维持股价，存在股权质押的企业在日后更倾向于在交易日向投资者发布有利于股价稳定的积极事件，而在非交易日发布不利信息。部分上市公司还会通过审计机构进行调整，有的上市公司更愿意选择非“四大”事务所而不是“四大”等高质量的审计机构（徐会超，2019），更有甚者会通过购买审计意见来操纵信息披露以维持股价稳定、降低控制权转移风险（曹丰和李珂，2019）。

此外，公司控股股东还会常常通过影响企业经营决策等途径来减小控制权转移的发生。例如，在投资决策方面，上市企业控股股东会在股权质押发生时，避免企业开展新的研究开发项目（李常青等，2018），避免研发失败导致企业经营性现金流短缺带来不利影响（张瑞君，2017），降低企业投资效率。柯艳蓉（2019）也在以我国 A 股公司为样本研究中发现，公司股权质押比例与公司对外投资金额呈倒 U 型关系，与其金融投资额呈 U 型关系，并且随着控股股东自身股份质押比例的提高，公司对外金融投资呈先降后升的趋势。其原因是控股股东质押比例较低时，其现金流权较高，此时大股东与其他股东的利益分歧减少，被平仓的风险低，控制权转移的可能性大大降低。

此外，上市公司可能会冒着违规风险去维持股价稳定，王雄元等（2018）研究发现，存在控股股东股权质押的企业为了避免控制权在转移，更倾向于通过采取一定的避税措施来修饰公司的财务报表。也有学者研究发现上市公司为了防范控制权转移风险，股权质押后反而会对公司的违规倾向产生抑制效果。

（3）基于治理效果的视角

有学者认为股权质押并不总是会给公司经营带来负面影响，相反股权质押可以对上市公司的发展提供一定的帮助。谭燕和吴静（2013）认为股权质押将有益于提高上市公司价值，主要表现在大股东在发生股权质押后会较少进行盈余管理以及减少“掏空”行为，也会更加努力提升公司经营业绩。由于股权质押可以帮助上市公司控股股东以较低的成本、更快捷的获得资金，从而有助于提升有较多投资机会的上市公司的绩效（Chen 和 Hu）。李旎和郑国坚（2015）通过基于控

制权转移的视角研究发现，股权质押积极的治理效应主要表现在质押发生后一方面上市公司积极进行了市值管理，另一方面大股东还会减少对公司整体和其他股东的侵占行为。Li 等（2019）通过基于代理理论的视角研究发现，股权质押可以让控股股东更加自律，协调控股股东与其他股东利益一致性提高，从而减少攫取自身利益的自利行为。国外学者 Singh（2018）对股权质押的利弊进行了总结，他认为股权质押对企业的影响需要辩证的看待，当质押资金用于控股股东自身时，“掏空”行为变多，从而降低了企业的价值并影响企业持续的发展；而当质押资金用于公司发展时，实质上是给公司提供了更为便捷、成本更低的融资途径，并且在质押交易存在期间中股东为了保持自己的控制权，会自觉减少“掏空”行为并更积极维护公司的良好经营，反而可以增加企业价值。

（4）基于利益相关者的视角

基于股权质押对利益相关者的影响，现有文献主要涉及的利益相关者是股权质押质权人、上市公司聘请的审计机构。

对于股权质押资金出借的质权人，欧阳才越（2017）发现，股权质押可能产生的强制平仓风险，不仅是对进行股权质押的股东自身利益的损失，也大大增加了资金质权人的风险。强制平仓意味着控股股东会丧失企业控制权，从而导致企业股权结构发生巨大变化，很有可能导致企业原来的经营策略、战略投资等都会发生改变，从而增加了质权人的面临的信用风险。

对于公司聘请的审计机构，张龙平等（2016）研究发现审计事务所和审计师会对存在股权质押的企业进行审计服务时收取的费率更高，并且控股股东股权被质押的比例越高，审计收费就越高（张俊瑞等，2017），同时更有可能出具非标准无保留审计意见（翟胜宝等，2017）。

2.2 企业投资

投资决策一直是公司最重要的财务行为，一方面它是公司积累资金、不断成长的动因，另一方面也是连接企业眼前利益与长远利益的纽带。由于信息不对称和委托代理问题的存在导致非效率投资现象，不仅会影响企业未来业绩增长，还会大大增加企业所面临的经营风险，因此，优化公司投资决策一直是理论与事务研究的重点方向。

2.2.1 企业投资决策

（1）企业投资理论

企业投资理论早起关注点多集中于企业投资行为的产出与成本等问题。Modigliani and Miller（1958）首次推出的 MM 理论，认为在不存在企业所得税情况下，不同企业的经营风险相同但资本结构存在差异时，公司市场价值是不受企业资本结构差异影响的，即最佳资本结构是不存在。1963 年，两位学者在此基础上考虑企业所得税的影响，由于企业负债支付的利息能够减少企业税负，减少了企业支出从而使企业价值提高。Sharpe（1964）提出的资本资产定价模型，通过用线性方程反应资产预期收益率与预期风险之间的关系，阐释了在市场均衡的情况下资产资本的价值评估。Tobin（1969）提出的托宾 Q 理论，其中 Q 等于企业市场价值与企业重置成本之比，用来衡量投资目标的投资价值，如果目标企业的 Q 值小于 1，说明该企业市场价值小于其重置成本，用购买目标企业股票的收购方式会付出更少的成本，反之如果 Q 值大于 1，说明目标企业市场价值大于其重置成本，购买新投资品成本更小。随着时间的推移，企业投资理论也有进一步的发展。学者开始将企业融资结构、治理结构等因素纳入企业投资分析框架，分析这些因素对企业融资成本、决策权配置等企业决策的影响。

（2）企业投资效率

Myers（1977）研究发现，信息不对称问题导致外部投资者难以准确判断企业价值，从而使得企业选择融资方式时存在过度投资和投资不足等问题。Fazzarietal.（1998）提出现金流敏感性（FHP）模型，研究融资约束与企业投资的关系，发现企业融资约束与现金流敏感性正相关。Vogt（1994）在现金流敏感性模型基础上引入自由现金流与托宾 Q 交互项来分析企业是否存在过度投资或投资不足现象，进一步完善了这一理论。Richardson（2006）设计的残差度量模型来衡量企业投资效率。主要是通过选取影响企业投资效率的影响因素，测算企业预期的投资金额，用实际投资金额和预期投资金额的差额作为投资偏差额，从而判断企业是否存在着投资过度或者投资不足的情况。国内许多学者采用该模型来衡量企业投资的效率，比如王丹等（2020），吴晓辉（2019）等均在此模型基础加以调整来分析企业投资相关问题。

学术界对于企业投资效率的研究大多数都是从非效率投资角度展开的，很少

有相关文献研究企业理性投资。覃家琦和杨雪（2020）将企业投资是否受资本成本约束作为企业投资是否理性的标准，研究了我国再融资监管对企业投资的影响。本文也主要参考该学者的做法，以企业投资支出是否受资本成本的约束作为企业理性投资的刻画标准。

（3）资本成本与企业投资

公司在融资时的成本具体表现为资本成本，资本成本是资本提供方所要求的必要报酬率。根据 MM 理论，在资本自由流动和完美资本市场假设下，公司价值与资本结构无关，资本成本也无法影响企业的投资。而在现实世界中，是不存在这些完美假设条件的，公司的投资也必然收到资本成本的影响。Miller 和 Modigliani 在 1958 年提出的理论中，认为公司投资只有遵循资本成本的制约，才能实现公司价值的增加。

但现有的研究中，对于公司投资支出与资本成本之间存在的正相关还是负相关是存在争议的。国外学者在以美国上市企业为样本的实证研究中发现，企业投资与资本成本具有显著负相关关系（Kenneth 和 Aileen）。国内学者也发现我国资本市场亦存在同样的现象（徐明东，2012）。而也有学者通过研究得出了相反的结论。曹书军通过研究投资支出与权益资本成本的关系，发现在我国资本市场上两者存在显著的正相关关系，且在样本期间大多数年度和行业企业投资的资本成本弹性均为正值。

2.2.2 企业投资的影响因素

根据对已有文献的梳理，影响企业投资决策的因素很多，本文梳理了现有文献重点研究的几个关键因素：宏观经济政策、企业管理层治理以及外部监管措施三个方面。

基于宏观经济政策角度，按照现代企业投资理论，企业投资机会和资本成本是影响企业投资水平的现实因素，而宏观经济政策的变动势必会引起二者的变动。国外学者 Pastor 和 Veronesi（2013）认为，当宏观经济政策的变动较大时，会增大市场的波动、增大资金流动性风险，进而影响股票价格从而导致投资者和企业决策收到影响。特别是宏观经济政策波动较为频繁时，有较大风险敞口的股票价格会受到严重打击，从而出现股价崩盘现象。国内学者崔欣（2018）通过研究也

得到了相同的结论，当国家宏观经济政策频繁变动时会增加股价暴跌的可能性。因此，在宏观经济政策频繁变动，经济政策具有不确定性时，企业会停止当前投资来防止收益的下降（韩国高，2014）。也有学者研究宏观经济政策波动对企业投资规模之间的关系，实证研究发现当政策变动频繁时，上市公司会选择减少投资，而其投资效率却能得到明显提升（饶品贵，2017）。

基于管理层治理水平角度，Habibetal（2017）研究发现较低管理水平的管理层是企业非理性投资决策的根源，而非理性的投资决策会增加企业股价崩盘的风险。同样地，Leeetal（2018）认为具有高能力的管理层会拥有更良好的投资机会，管理层治理水平对企业投资效果的作用将更多体现在资金周转率好的企业。基于信号传递理论和委托代理理论的的相关研究认为，管理者能力越突出，对经营信息和市场信息的掌控能力就越强，对信息传递阻碍有更强的解决能力，也可以减少代理问题的发生，从而提升企业投资的效率。管理层的促进作用主要体现在更倾向于披露企业经营信息，避免企业出现羊群行为（张敦力等，2015）。并且，能力强的管理层更加重视公司经营规章制度的良好运行，打造企业良性的内控约束，在经营过程中对投资不足行为具有抑制作用，提高投资的积极性和有效性（李红杰，2016）。有学者分析我国企业资本结构与管理层能力之间的关系，发现股权性质、股权集中度会对管理层能力对投资效率的作用效果产生影响。股权集中度高会加大信息不对称问题，使得代理冲突加剧从而削弱管理层对投资决策的影响（李延喜等，2018）。

基于外部监管的角度，主要指的是政府及有关监管部门、监管机构对企业信息披露及透明度、风险管理等方面的监督与管理（张挽红，2018）。外部监管主要是通过政府及监管部门颁布并实施针对性的监管政策来改善市场信息不对称问题及委托代理问题。付月（2020）以证监会颁布实施的退市新规的角度建立双重差分模型研究，发现退市新规的实施会促使不良企业早日退市，优化资本市场资源配置，同时可以提高企业投资的谨慎程度，两方面促使企业理性投资。赵峰等（2020）通过研究发现对金融衍生品的监管政策可以提升企业海外投资的投资效率。覃家琦和杨雪（2020）以我国 A 股上市公司为样本对我国再融资监管的政策效果进行研究，研究发现上市企业投资受资本成本约束，而企业再融资后企业受到的约束力量会明显减弱，从而说明企业理性投资水平下降。连玉君和刘畅

（2021）研究建立双重差分模型来研究“质押新规”对企业股权崩盘风险和企业价值的研究，通过研究发现质押新规明显降低了高质押比例公司的股价崩盘风险，究其原因是质押新规实施后股权信息效率得到提升、公司治理得以改善。

2.3 文献评述

通过梳理相关研究的已有文献，可以看到现有文献中对股权质押的动机、经济后果都有丰富的研究。基于不同的理论基础和不同的样本，不同的学者对股权质押的动机也得出了积极或消极两个方向的结论，在股权质押动机方面主要分为代理动机、择时动机和融资动机三个方面对相关文献进行了梳理。而对于控股股东股权质押相关的研究文献中，本文基于代理冲突视角、控制权转移视角、治理效果视角和利益相关者视角进行梳理，发现现有文献对于控股股东股权质押的经济后果的研究结论是较为负面的，认为控股股东股权质押的存在通过代理冲突理论和控制权转移视角来看，往往会导致企业的“短视”行为，不利于企业的长期发展，并且还容易使企业有操纵股价、进行盈余管理等行为，增大了企业冒高风险的动机和违规的动机。

在企业投资方面的文献，本文主要梳理了被学者广泛应用的企业投资理论以及企业效率的度量模型。同时，对企业投资决策的影响因素研究文献分宏观经济政策、管理层治理水平和外部监管三个方面进行梳理，总结现有文献对于企业投资影响因素应该重点关注的方面。

现阶段企业投资效果的衡量标准大多集中于企业非效率投资角度，且大多数学者都是在借鉴 Richardson 投资效率残差模型基础上加以调整来研究企业投资效率的，许多学者以此模型为基础将非理性投资归集为过度投资或投资不足的情形。很少有学者从资本成本与企业投资支出角度来作为企业理性投资的标准。本文便希望将研究角度转向资本成本与企业投资支出的关系，基于 MM 投资理论来研究股权质押及监管对企业投资决策的相关影响。MM 投资理论作为投资学界的一面旗帜，但在资本成本作用投资决策的规则在几十年都没有得到较大的发展，这也是本文想要在资本成本与投资决策基础上深入研究的一个原因。

因此，通过以前学者对股权质押和企业投资诸多文献进行梳理，在过往优秀学者的研究的基础上，立足于帮助我国上市公司能够更好进行企业决策和公司治

理，帮助我国实体经济能够更健康持续的发展，希望本文研究能得到创新性的结果，为我国企业投资发展提供有价值的理论参考。

第 3 章理论分析与研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 委托代理理论

在现代企业治理快速创新前进发展的过程中，企业所有权与经营权的两权分离绝对是具有里程碑意义的发展，以委托授权的方式股东将公司的经营权交给管理层，由专业经理人作为负责企业日常经营活动的管理者。在传统委托代理问题中，主要是由于两权分离双方追求的利益不同，都会从自身利益出发从而可能会导致损害对方利益的行为。基于企业中代理问题的加剧，委托代理成本也会相应逐步上升。

在现有委托代理理论中，一般主要分为三类委托代理问题。第一种是股东与债权人之间的委托代理问题，由于公司内外部存在着信息不对称问题，债权人主要是获得固定的利息收入，而股东通常是得到项目投资的剩余所有收益。并且由于债权人处于公司外部，存在一定的信息劣势，这就必然导致股东常常会放弃那些低风险低收益的投资项目，因为即使投资成功，股东也很有可能没有获得到利益或期望的利益，相反股东还会更倾向于投资一些高风险高回报的项目，即使项目的净现值很可能为负值，股东也很有可能投资，因为如果项目投资成功，在偿还债权人所要求的利息后，股东能够获得项目投资的所有剩余收益。因此，企业很有可能会做出不利于债权人的投资决策，也会使企业投资效率发生变化。第二种代理问题存在于大股东与其他中小股东之间。大股东尤其是控股股东拥有上市公司更多的股票，也拥有公司重大投融资决策和日常经营的更多信息，而中小股东无法拥有这些信息也无法参与企业的日常经营活动。因此就造成了大股东有更多的机会利用自身信息优势去“掏空”、进行关联交易等，从而达到侵占中小股东利益、攫取自身利益的目的。第三种委托代理问题是大股东与管理层之间的利益冲突问题。由于上市公司的所有权与经营权是高度分离的，管理层不会完全从股东利益出发，往往会从自身利益出发，从而会导致损害股东利益的行为发生，

并且股东对管理层行为进行监督也要付出一定的监督成本也无法做到持续不断地监督。因此管理层会从自身利益出发，一方面可能会投资一些净现值为负的项目，导致企业过度投资，另一方面也有管理层出于自身发展角度，减少项目投资的支出，导出投资不足。

对于委托代理问题的解决，国内外学者提出了许多思路与办法。主要分为企业内部及外部治理两方面。第一是内部增强上市公司董事会和监事会的管理和监督能力以及合理设置管理层激励，这些都是缓解委托代理问题的有效措施。在外部治理方面，主要是依靠政府、公众监督，以及外部审计机构的审计质量等措施。公司受到的关注越多，越可能会对自己的投资行为进行约束以提高企业投资效率。而对于股东与管理层之间的利益冲突，往往通过股东委派高管来对管理层进行一定的监督，缓解信息不对称问题，督促管理者从股东利益最大化出发，做出更合理的投资决策。

股权质押所导致的代理冲突主要体现在第二类和第三类代理问题，当发生股权质押后，控股股东更加有动机从自身利益角度出发，多从事有利于私人利益的活动。比如做出不理性的投资支出决策，来达到侵占中小股东、管理层等群体的利益，通过“掏空”等行为来实现攫取自身利益的的目的。因此当上市公司发生控股股东股权质押后，很有可能会导致企业投资决策失去理性。

3.1.2 信息不对称理论

信息不对称指的是在金融交易中，虽然各主体都能获得一定的信息，但由于其所处的地位和身份不同，获取信息的能力亦有差别，这就导致由于缺乏信息的一方往往无法做出正确的决策。信息不对称问题主要发生企业内外部人员之间，相对于信息较少的外部利益相关者，内部管理人员对企业的投融资决策、日常经营活动等都有更多的信息，拥有信息优势，最终必将会导致信息优势的一方能获得更大的利益。信息不对称问题的存在主要会导致两方面的问题：逆向选择和道德风险。

逆向选择指的是那些最积极寻求贷款的人往往是那些最容易导致不良后果的借款人，是在金融交易发生前的信息不对称问题。由于逆向选择会增加贷款风险发生的可能性，即使市场上存在低风险的贷款机会，资金融出方也不愿发放任

何贷款。在市场中逆向选择问题的存在，外部人员较难获得企业全面的信息，从而导致较难判断对企业投资行为的质量。在投资时只能根据大多数企业的平均质量来判断做出投资决策，这样不仅提高决策失误的风险，也会导致投资者减少投资的情况发生，进一步影响企业融资难度，降低企业的投资效率。

道德风险则是发生在交易之后，借款人从事与债权人意愿相违背的活动，增加贷款违约的可能性，从而导致债权人面临较大的风险。因为借款人一旦获得贷款，往往会更倾向于冒高风险，最终的结果也是贷款人不愿再发放贷款。道德风险的存在，在控制权和经营权高度分离的现代企业中，管理者掌握着比股东更为详细的信息，可能会从自身利益出发，做出高风险的投资决策，选择自己喜欢的投资项目，导致企业投资效率的降低。两种信息不对称问题的存在都会导致金融市场效率会大大降低。

基于信息不对称的角度，当拥有信息优势的控股股东在进行股权质押后，往往更容易利用自身的信息优势去侵占其他股东的利益来满足私欲。与此同时，基于道德风险的角度，企业在获得借款之后进行投资决策时，会有冒高风险的动机，也会使得企业投资支出的理性程度大大降低。

3.2 研究假设

3.2.1 投资决策和资本成本

在早期的研究中，内含报酬率法（IRR）是企业在进行项目投资评估的一个核心方法，随着公司财务相关理论逐渐发展，净现值法逐渐占据了主导地位。两种资本预算非常重要的方法共通之处在于，NPV 法是由项目的报酬率计算的净现值水平，投资标准是选择净现值大于零的项目，IRR 是使得投资项目净现值为零的贴现率，只有当 IRR 大于资本成本时才会投资该项目。两者都是通过资本成本作为投资的基准来筛选可选投资项目。

企业如何制定投资决策一直是国内外学者在公司财务研究方面的热点课题。齐寅峰等对我国企业投融资决策进行问卷调查时，发现企业投资决策应用最多的方法为净现值法（NPV）、内含报酬率法（IRR）和回收期法。在涉及折现的两种方法的折现率选用上，其中 30.5%的企业选择了资本成本，比如权益资本成本、

加权平均资本成本和项目投资机会成本；49.3%的企业选择同时期银行贷款利率；由于资本成本往往在很大程度上受到利率的影响，因此不管是以资本成本为贴现率还是以银行利率作为贴现率从根本上看是具有相通性的。同样的，李悦等也通过问卷的形式进行的相同的研究，发现我国上市企业更加重视 NPV 法和 IRR 法作为资本预算方法。

在实证研究方面，董裕平将资本成本划分为权益资本成本、债务资本成本和内部现金流成本，研究发现企业投资对三者都是显著负相关；徐明东和陈学彬使用新古典投资模型研究我国货币政策工具的有效性也发现我国工业企业投资支出与资本成本呈负相关关系。刘洪玉等（2015）实证研究了我国房地产进行投资时对资本成本的敏感性，发现我国房企投资呈现出了一定的非理性现象，但当 2011 年房价出现回落，部分房企投资支出才逐渐开始受资本成本的约束，有一定的理性现象出现。

本文研究中的核心被解释变量企业理性投资，主要参考了覃家琦和杨雪（2020）研究中的设定，将企业投资对资本成本敏感性作为衡量其理性投资的标准。在 MM 定理的严格假设下，企业投资的接受最低点，只有当投资项目报酬率等于企业平均的资本成本。MM 投资理论认为，当投资收益的报酬率是高于企业融资的边际资本成本，那么该投资才会增加公司价值，企业才能够做出投资决定，反之企业就不会进行投资。

在市场经济的背景之下，以追求最大化利润的企业应受到资本成本的约束。对市场化中的各企业主体来讲，融资的平均资本成本应该是决定企业是否投资的最低标准，并根据此报酬率来满足资金提供者的必要回报。所以，当企业投资的平均资本成本较低时，企业进行投资所得收益能够较为容易的弥补资本成本的投资机会就会越多，企业的投资支出会随之增多；反之当投资的平均资本成本较高时，企业能够选择的投资项目就会大幅减少，相应的投资支出会大幅的减少。中国上市公司在资本成本的估算和选择上并不缺少对资本成本合理判断的研究，并且我国价格型货币政策工具传导条件也逐渐在上市公司投资环节进行应用。因此本文在应用该核心变量时，首先对我国资本市场企业理性投资的准则进行检验，使该变量在使用时更加具有稳健性，在此基础上开展后续的研究。综上所述，我们提出如下的假设：

假设 1：企业投资支出与资本成本存在负相关关系，即企业投资是符合理性投资准则的。

3.2.2 控股股东股权质押与企业理性投资

由于控股股东对企业经营具有最大的控制权，当控股股东进行股权质押交易时必然会对整个上市公司以及其他利益相关者，也即中小股东和债权人等带来影响。企业的资本成本是企业为获得资金使用而需要向投资者支付的报酬，反映了股东和债权人对企业面临风险的预期。

首先基于委托代理理论的角度，控股股东进行股权质押交易会导致控股股东与公司利益相关者之间的代理问题。并且在控股股东与企业的债权人之间，会导致其矛盾加剧。债权人按照债务合同约定按期收取本金和利息，而股东则是剩余权益所有者。这就导致两者的风险偏好不同。如果选择具有高风险的项目，即使成功也不会给债权人的带来额外收益，而项目一旦失败则债权人将会受到更大的损失。但高风险项目的成功意味着股东收益的大幅增加，失败对股东收益的影响较小。为了尽可能避免这一问题的发生，债权人就会要求增加限制性条款或者要求更高的利率的方式来保护自己利益不被侵占。此时就会使得资本成本的提高。与此同时，公司控股股东与其他中小股东的矛盾也会加剧。由于股价是收受市场波动、公司日常经营等多方面因素的影响而变动。股价一旦下降至平仓线，控股股东无法补救或补救力度不够时，会导致控制权转移。为了防止该风险的发生，当上市公司股权质押交易后，通常会增加一定的现金持有量应对突发事件的发生，这样就会导致控股股东不积极地选择进行期限较长、净现值大于零的项目，从而损害了中小股东的利益，导致代理冲突加剧。

基于信息不对称理论角度，控股股东股权质押会提高利益相关者之间的信息不对称程度。处于公司外部、有资金盈余的质权人往往在股权质押前根据企业自己公开的相关信息进行评估，而资金短缺的企业控股股东可能存在使用粉饰财务信息等方法进行盈余操纵以实现提振股价从而获得更多融集资金。因此，股权质押增加了出质人与质权人的信息不对称问题，债权人及中小股东会提高自己的必要回报率才愿意承担股权质押给他们带来的风险，从而提高了企业的资本成本。

现有关于股权质押动机的文献主要集中在三个方面：一是可能存在的代理问

题，如控股股东与其他中小股东之间利益冲突，当股权质押交易成功后，拥有融集资金使用权的控股股东可能会通过进行非理性的投资、关联交易等方式来转移公司资产，达到攫取私人利益的目的；二是择时动机，即在股权质押交易中，控股股东往往会选择公司股价处于高位时进行，具有一定的择时效果，也使得控股股东具有进行盈余操纵潜在动机；三是获取短期融资，当企业出现资金不足时，控股股东可能会通过该方式来筹集资金，缓解企业资金不足的问题；并且之前的学者研究发现，控股股东股权质押主要是为了缓解短时间的融资约束，并且会通过相应的盈余管理进行短期利润操纵，从而增加了外部资金提供方所承担的风险，从而可能导致权益资本成本有明显的提高（王亚茹，赵耀和乔贵涛 2018），因此我们提出了第二假设：

假设 2：企业存在控股股东股权质押的情形将会显著降低企业投资对资本成本的敏感性，即会降低企业投资的理性程度。

3.2.3 质押新规与企业理性投资

在控股股东实施股权质押后，控股股东从自身利益出发，很有可能通过公司决策干预来影响公司价值。质押新规相较于旧的监管加强了两方面的监管措施。一方面是限制质押的规模，另一方面是限制所融集资金的使用途径。因此在质押新规颁布实施之后，加强了对质押规模限制的监管，上市公司股权质押的比例出现了明显的降低，这一现象从以下几个方面给公司治理带来了一定的积极效应。第一个方面，由于股权质押交易的发生必然加剧了控制权和现金流权的进一步分离，使得控股股东与其他股东之间的代理问题更加严重，因此增大了大股东攫取其他股东利益的行为，同时也削弱了对他们的激励作用（郝项超和梁琪，2009）。而质押监管在这方面加强了监管，抑制了股权质押规模的大幅扩张，从而极大的缓解代理问题，减少大股东的“掏空”和利益攫取，提高了公司价值。第二个方面是股权质押规模及比例能得到针对性监管会有力地防止控股股东的控制权转移事件的发生，这就使得控股股东不会因为害怕强制平仓而过多的采取市值管理。因为控股股东为了维持股价稳定付出的代价非常大，企业减少市值管理也能够大大降低维持股价的成本。第三个方面是透明度的提高，当公司控制权转移风险较低时，存在股权质押的控股股东通常不会采取延迟披露或隐藏坏消息的方式来进

行信息管理。

为了能够针对性地解决股权质押潜在的风险，中证登所颁布实施的质押新规来加强了现有质押监管的不足之处，质押新规颁布实施后，控股股东会减少对信息披露的干预，从而可以较大的提升上市公司的信息披露的质量和透明度，从而可以帮助企业降低融资成本，有助于实现企业价值的提升。基于此我提出了第三个假设：

假设 3：股权质押新规发布后，对于控股股东实施了股权质押的上市公司，企业投资将变得更为理性。

3.2.4 股权质押比例和杠杆率与企业理性投资

新颁布实施的质押新规相较于之前的监管规定，主要从两方面加强了监管：一方面是限制了股权质押的规模。新的监管规定中要求公司整体的质押比例不得超过 50%（补充质押部分不受限制）、质押率不能超过 60%。第二方面是规范了资金使用途径，新的监管规定要求质押所得资金只能用于实体经济经营，禁止继续“加杠杆”，从而避免资金滞留在金融体系空转，防止放大潜在风险。在质押新规颁布实施后，控股股东股权质押交易规模下降，整个市场的质押比例也出现下降的趋势。虽然质押新规起到了控制质押潜在风险的发生，但同时也会限制了上市企业的融资渠道，很有可能影响公司的市场价值等情况，并且也会导致公司在融入资金使用方面变得更加谨慎。与此同时也会显著降低股票的收益率和流动性（熊海芳等，2020）。对于获取资金的途径变得受限，上市公司进行投资支出时应该变得更加谨慎，也更易受到资本成本的约束，因此在假设 3 的基础上，研究质押新规发挥作用的渠道，提出了如下假设 4、5：

假设 4：存在控股股东股权质押的企业中，股权质押的比例越高，企业理性投资程度也越高。

假设 5：存在控股股东股权质押的企业中，杠杆比率越高，企业理性投资程度也越高。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/618067133110006031