

# Review on the Influence of Stock Pledge of Controlling Shareholders of Domestic Listed Companies on Enterprises

Jiarong Chen, Yixiang Wang

Business School, Huaqiao University, Quanzhou Fujian  
Email: 1003007624@qq.com

Received: Aug. 5<sup>th</sup>, 2019; accepted: Aug. 16<sup>th</sup>, 2019; published: Aug. 23<sup>rd</sup>, 2019

---

## Abstract

In recent three years, the stock pledge of the controlling shareholders of domestic listed companies has exploded, and it has become the new normal of the capital market. Although equity pledge relieves the constraint of shareholders' financing, it also brings many problems: last year, many companies have experienced the phenomenon of liquidation and thunder. This paper aims to review the literature on the impact of stock pledge of controlling shareholders of domestic listed companies on enterprises. Through combing the literature research status quo of CSSCI and core journals in CNKI in recent years with the key words of "controlling shareholder equity pledge" and "enterprise influence", the research context is clarified; the development status of this field is presented; and the future research direction is proposed, so as to provide references for subsequent researchers.

## Keywords

Equity Pledge, Consequences, Share Price Volatility, The Internal Control

---

# 国内上市公司控股股东股权质押对企业影响的研究综述

陈佳榕, 王艺翔

华侨大学工商管理学院, 福建 泉州  
Email: 1003007624@qq.com

## 摘要

近三年来, 国内上市公司的控股股东的股权质押情况爆发式增长, 上市公司控股股东的股权质押已经成为资本市场的新常态。股权质押虽然缓解了股东融资约束, 但也带来了许多问题: 去年已有多家公司出现平仓、暴雷现象。本文旨在对国内上市公司控股股东股权质押对企业的影响进行文献综述, 通过梳理近几年来CNKI中以“控股股东股权质押”与“企业影响”为关键词的CSSCI与核心期刊的文献研究现状, 厘清研究脉络, 呈现该领域研究的发展现状, 提出未来研究方向, 以期为后续研究者提供参考。

## 关键词

股权质押, 影响后果, 股价波动, 内部控制

Copyright © 2019 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

根据 Wind 数据称, 截至 2018 年 12 月 28 日, A 股全市场质押股数为 6345 亿股, 占总股本的 9.75%, 质押总市值已经达到了 4.23 万亿元, 中国资本市场上的上市企业的每只股票几乎都呈现股票质押的状态。中国沪深两大股票市场大概有 3581 只个股进行股权质押, 而沪深两市总共有 3667 只股票。换言之, 相当于国内的 A 股上市公司都进行了股权质押, 比例达到了 94.38%。仔细观察数据后, 笔者发现又有 762 只股票的股权质押比例超过 35%, 另外股权质押比例超过 40% 的有超过 750 只股票, 比例相对较高。可见, 股权质押已经成为中国股票市场上的新常态。

尤其在过去的一年, 上市公司中已经有多家出现了股票平仓、质押违约“爆雷”等质押险情。比如银亿股份、贵人鸟、广汽集团等, 股权质押的后果是导致股票爆仓, 金融机构为了保全自身的利益, 将股票进行融资处理, 降低风险。可能导致股票被警告、戴帽甚至是被退市。股权质押融资也已经成为资本市场的重大风险来源, 并引发上市公司、控股股东以及利益关联方的一系列连锁反应问题。可见, 控股股东股权质押问题已经引起了资本市场的极大关注。投资者也好, 上市企业也罢, 越来越多的金融机构也提高了对国内控股股东进行股权质押所引出的问题的关注度。对于该领域的研究具备较强的现实意义: 展现我国控股股东股权质押现状, 发现形成这一现状原因同时寻找解决方案。

由于股权质押问题的突出性与代表性, 同时国内现有相关研究较为分散, 分别从股权质押的动机、股权质押所带来的后果、股权质押的风险等角度进行研究。受分析角度不同、上市公司自身客观存在的现实情境因素、以及不同时期相关制度约束等原因对研究结论造成不同的影响, 难免存在一定的矛盾之处。缺乏对股权质押持续期间的连贯性分析, 也难免导致相关研究存在片面甚至错误之处。因此, 笔者认为, 在现有情况下, 对该领域的研究学术成果进行整理归纳是比较紧急重要的。本文将对国内上市公司控股股东股权质押对企业影响的相关研究成果进行梳理, 以期较为全面的展现当前该领域研究的现状及发展脉络, 全文拟回答以下几个问题: 第一, 控股股东为什么要进行股权质押? 这一资本行为的动机因素有哪些? 第二, 对公司而言, 当下进行股权质押之后, 这一举措会给上市公司带来什么样的影响?

第三, 现有研究中有哪些矛盾之处, 后续研究方向在何方? 希望对将股权质押所研究的现有矛盾点进行揭示, 将控股股东质押后果进行深入研究, 对学者后续研究拓展影响机制提供一定借鉴。

## 2. 股权质押及其相关概念

股权质押的定义概念是指控股股东作为出质人将手中控制的股权作为质押标的物, 达到质押的目的所作。股权质押的目的则是为上市公司进行融资, 解决因资金问题所带来的困境, 使控股股东可以坚持经营目标。但是股权质押也存在一定的风险, 比如金融机构在接受出质的股权时候, 可能会因为股价崩盘而不慎接盘。目前关于国内控股股东股权质押对公司的影响较广泛, 现有的研究角度较多, 原因在于股权质押存在较多动机, 不同的动机所带来的影响也会随之不同。为了探究控股股东股权质押对企业的影响, 笔者决定通过股权质押的动机入手, 按照“动机——影响后果——存在风险”的思路, 分析控股股东股权质押行为传导及作用机制力, 求完整全面地探究股权质押所带来的影响。因此笔者将通过整合现有的文献, 从控股股东股权质押动机、控股股东股权质押影响后果、控股股东股权质押存在风险等方面进行综述, 有利于学者们对中控股股东股权质押对企业的影响形成系统性认识。

## 3. 控股股东股权质押动机

国内的研究进展中所展现出的研究成果, 查看控股股东股权质押的动机中有好有坏, 善意动机及恶意动机并存, 两种动机在股权质押过程中是可以相互进行转化的。

### (一) 善意动机

善意这方面来看, 许多学者认为盈余管理就是其中一个因素。陈共荣、李婧怡、蔡树人(2016) [1]认为, 出于盈余管理的想法, 解决一定的危机, 大部分控股股东会选择进行股权质押。而且, 股市监管势头越来越严格, 民营企业会比国有企业在股权质押后进行盈余管理的程度降低。谢德仁、廖珂(2018) [2]的研究表明控股股东股权质押后的盈余管理会有所变化, 企业经营中调高盈余力度, 许多企业为了达到这类效果, 不得不进行股权质押。曹志鹏, 朱敏迪(2018) [3]将我国 A 股上市公司数据作为研究样本, 选取的年限为 2012 年至 2016 年, 并且采用实证检验的方法, 探究股权质押对企业真实盈余管理的影响有哪些方面, 上述两者确实存在正向相互影响的关系, 正相关的影响关系同时伴随其他情况: 控股股东股权质押比例提高越多, 企业盈余管理力度加强得越多, 增强效果是十分明显的。王斌, 宋春霞(2015) [4]认为出于真实盈余管理的目的, 质权人可以发挥并起到对公司外部治理的作用。

有学者认为, 控股股东股权质押的善意动机之一在于满足企业运营的融资需求, 融资需求保证后还可以提高对企业的控制权。艾大力、王斌(2012) [5]坚信大股东进行股权质押的原因, 可能会因为企业具备财务危机的信号, 进一步讲, 也就是财务链条出现问题时。控股股东将股权进行质押的根本原因是由于企业发展需要更多的资金支持, 也可以传递企业处于良好成长状态的信号。张陶勇、陈焰华(2014) [6]用 2007~2012 年中国上市公司存在股权质押行为的 500 家企业为数据样本, 认为大部分企业将融资后的资金投入上市公司, 因此, 上市公司的资金需求是其股权质押的最根本动因。李旒, 郑国坚(2015) [7]发现认为股权质押后使得企业成功实行市值管理, 也是加强版的后续融资。另外, 在控股股东股权质押的同时, 价值管理也受到了影响。王亚茹等(2018) [8]提出, 企业的控股股东对股权质押的看法是破除财务困境, 另外还有一点是注重自身控制权的发展, 变相套现从而收回投资避免风险并不是主要目的。

### (二) 恶意动机

恶意动机中, 现有的研究观点集中认为, 这一资本行为可以损害中小股东及公司的利益, 但是控股股东利益则反其道而行之。之前就有学者的研究发现, 大股东在遇到困境或者风险时候, 可以把风险转嫁给银行等第三方, 实现了保全自己降低风险的目的。因为大股东不需要对小股东负责, 转嫁给第三方

会降低大股东成本。王新红, 李妍艳(2016) [9]从大股东持股特征的角度分析了大股东股权性质, 然后结合了持股比例、股权制衡进行重合分析对中小板上市公司股权质押的影响。可以发现持股比例越大, 股权质押的力度也就越高, 那么股权制衡的效果却没那么明显。郑国坚、林东杰, 林斌等学者[10]针对大股东股权质押、占款与企业价值进行实证研究, 发现控股股东股权质押会导致进行企业占款, 降低公司有效投入力度, 从而使企业价值降低。滕晓梅, 祝婧然, 周倩倩(2016) [11]的研究表明, 相比民营企业, 国有企业中控股股东股权质押对中小股东利益侵占效应比较不明显。控股股东通过股权质押来得到从股市里的现金流, 随后脱身推出, 保全自身的利益, 降低了自身的利益风险水平。李常青, 幸伟, 李茂良(2018) [12]的研究则对控股股东股权质押的力度进行深入挖掘, 上市企业的现金持有水平和控股股东股权质押呈现负相关的联系, 质押程度越高, 这也是恶意动机出发的股权质押之一。

#### 4. 控股股东股权质押影响后果

由于控股股东股权质押动机有善恶之分, 那么带来对公司的影响后果也不尽相同。影响后果主要分为两大类: 正面影响及负面影响。

##### (一) 正面影响

正面的公司影响后果相对较少, 有学者(谭燕和吴静, 2013) [13]提出了股权质押是通过引入质权银行的多重影响, 股权质押是能够降低债务代理成本的。李旋、郑国坚(2015) [7]从股权质量角度考量股权质押带来的优势, 认为股权质押会使股权质量变好, 股权质押是存在正面的影响的。王斌、蔡安辉、冯洋(2013) [14]认为, 进行股权质押的股东一般为公司大股东, 大股东往往是企业实际控制人, 公司股价下降对他们而言是非常不利的, 由于担心质押方强行平仓导致自己丧失控制权的局面出现, 所以会督促自己努力工作, 创造价值, 将股票价格抬高。林艳、魏连宾、李炜(2018) [15]从实证角度发现, 股权质押程度与企业绩效有所关联, 股权质押程度越高, 企业绩效就越好。谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜(2016) [16]发现有控股股东进行质押后, 股票的崩盘风险相比没有进行股权质押的企业相对较小, 说明了企业股价崩盘风险与控股股东股权质押存在明显的相关关系。股权质押更像是为企业无形之中带来外部制约和监督, 增强了对公司应计盈余管理操纵的监督。

##### (二) 负面影响

负面影响公司后果的角度较多, 主要集中在侵占公司利益、导致股价波动、减少企业创新投入、降低企业内部控制的影响四大方面。

###### 1. 侵占公司利益

从侵占公司利益的角度看, 有学者在 2018 年就研究了控股股东股权质押整个过程, 其中是会损害公司利益, 而且是持续侵占, 中小股东的利益也难免受到了影响, 这对于股权质押必须给予外部监督从而制衡控股股东的行为。朱颐和, 姜思明(2018) [17]提出完善公司治理, 对控股股东股权质押的动机开始就进行监督, 矫正股权质押的乱象。赵浩亮, 黄苏华(2017) [18]认为控股股东股权质押为了免除控制权风险, 将资金进行多方位的转移, 这也难以证明有其他原因的影响, 但是这样的举动确实会影响上市公司自身的价值创造能力。

###### 2. 导致股价波动

从股价波动角度看, 李秉祥, 简冠群(2017) [19]也进行了相关研究, 研究中结合控股股东股权质押、投资者的情绪叠加、还附带定向增发股价这一因素, 三者结合研究, 试图从长期市场表现出三者的传导机制, 发现控股股东股权质押会加剧企业原本股表现不良的影响。何斌, 刘雯(2019) [20]认为由于经济政策的不确定性较大, 控股股东股权质押的影响会带来股价波动的程度被加剧。认为由于股权质押所带来股票被冻结, 会使得投资者丧失自信心, 并且抛售所持有的股票, 那么业绩也就会有影响。有学者在

2018年以控股股东股权质押的视角作为切入点,研究股权质押对上市公司“高送转”的传导机制,高送转的概率在股权质押中的企业大量存在,呈现正相关的关系。

### 3. 减少企业创新投入

从减少企业创新投入的角度看,张瑞君,徐鑫,王超恩在2017 [21]年里的研究提出了,控股股东股权质押程度越高,导致创新投入会越少的观点。不光是控股股东会选择股权质押,其他股东也很有可能选择将手中的股权进行质押,这时候企业创新投入力度很大幅下降。文雯,陈胤默,黄雨婷(2018) [22]通过实证检验,证明了控股股东股权质押与企业创新投入的关系,尤其是在科技产业,控股股东股权质押影响企业创新的程度更加明显,这是其他非科技产业企业所没有的情况。在民营企业,控股股东股权质押的创新被抑制住,国有企业的影响程度并不高。杨鸣京,程小可,钟凯等(2019) [23]提出所在企业的创新程度会由于股权质押的原因而带来的抑制作用所加强,且这种抑制作用具有持续性,抑制的程度也会随着股权质押的作用所影响,创新力度不断地加大所导致。朱磊(2019) [24]等学者也认为控股股东股权质押行为不利于企业创新投资,并且企业创新投资会随着股权质押比例提高而降低。

### 3. 降低企业内部控制

从企业内部控制角度看,谢德仁等在2017年的研究也指出了控股股东股权质押会提高公司的市值管理需求,改变操纵盈余管理的各种手段,最后将内控力度降低,但是肯定不利于公司内部控制。2019年上半年时也有学者采集第一大股东进行股权质押的上市公司数据,然后实证结果发现了控股股东股权质押比例正向增加,内部控制的程度受影响更严重。潘临,张龙平,欧阳才越(2018) [25]研究表明,控股股东股权质押相比非控股股东股权质押,其商业信用融资程度会受影响,可能更难得到商业融资,水平也会下降。王新红,张行,薛泽蓉(2018) [26]认为公司的绩效水平会受到控股股东股权质押行为的影响,内部控制程度影响更高,公司绩效水平受股权质押的影响会下降得更慢,可见控股股东股权质押的比例在公司绩效水平和股权质押水平之间起到了调节作用。

## 5. 控股股东股权质押存在的风险

学界普遍认为,控股股东股权质押对企业的经营带来融资的同时,也存在一定的风险。

何威风,刘怡君,吴玉宇(2018) [27]提出控股股东股权质押程度与风险承担水平是呈负相关的关系。也就是说,股权质押程度越高,企业风险承担水平越低,那么企业所能承受的风险越小。

高伟生(2018) [28]认为控股股东进行股权质押后,银行贷款更加难以获得,假如股权质押比率越高,能获得的融资贷款会越少;与短期借款相比,大股东股权质押对上市公司长期借款的影响更为严重。这对于以融资为目的的股权质押就颇为矛盾,甚至影响企业正常运营。

韩彬(2018) [29]认为控股股东股权质押以及企业履行社会责任水平二者之间是存在显著负相关关系的;控股股东股权质押可能会导致企业履行社会责任水平降低,明显导致企业的声誉受影响。还有学者认为控股股东股权质押会间接增加企业信息披露的相关风险。黎来芳,陈占燎(2018) [30]发现控股股东股权质押在某种程度上加剧了公司信息不对称程度,信息披露频率降低,披露时间变化,披露的信息性质也在变化。李常青,幸伟(2017) [31]的研究发现许多控股股权质押的公司在交易日中常常是披露一些对公司而言是利好的消息,非交易日里却披露更多的不利消息,整体而言,不利消息的披露程度较低甚至隐瞒不披露,这一行为甚至会引发财务舞弊的产生。

## 6. 研究述评

国内上市公司的控股股东进行股权质押已经不是新闻,在股权质押这一常态下,发现股权质押存在的新现象与新问题,出台相关问题的解决对策已是刻不容缓。现有的文献研究表明,控股股东股权质押

的动机良莠不齐,但以善意动机为主导;而股权质押对公司所带来的影响也是同样状况,但不良影响占主导。

通过现有研究总结下来后发现,控股股东进行股权质押将给企业带来股价波动、减少企业创新投入、减弱内部控制、以及侵占公司及中小股东利益。同时,控股股东进行股权质押也存在较多问题风险,比如平仓暴雷、信息披露质量下降、违规经营、抵抗经营风险力度下降等风险。从多维度、多层次的文献研究中可见,当前对股权质押这一领域的研究正如火如荼开展,研究进展较快,该领域的研究也较为全面。但有存在研究矛盾之处,比如有学者认为控股股东质押将会加重公司的经营风险,而部分学者提出股权质押会有效督促企业领导者加强对经营风险的把控,降低企业经营风险。也存在学者认为控股股东股权质押对企业创新投入的负面影响,只有也只会是在股权质押率较高和距离平仓线越近时才会发挥作用,而有学者认为自从控股股东股权质押后,将会使得企业创新投入开始受不利影响。

另外,现有控股股东股权质押可以分为“父爱型”、“掠夺型”以及“中立型”,这三类股权质押由于动机不一,所带来的影响也不一致,但三者是否可以在股权质押过程中进行相互转化尚未有定论,转化的动因及混合影响的研究也是一片空白,但在现实中确实存在善意动机的控股股东股权质押最后演化为恶意动机的情况。

因此,在下一步研究中,学者们可以抓住现有研究的矛盾点,不断根据股权质押的新现象进行论证,找出矛盾点的根源,挖出背后的真相。另外,当前的文献研究众多是点对点的研究,整合研究的角度较少,可以通过大样本实证检验的方法验证相关经济现象的因果关系假设,多角度进行研究,有效增强研究结论的可证伪性和重复性。虽然通过此研究方法所获得的研究结论难免具有概率性甚至偶发性特征,极易招致对已有结论的质疑。可以结合案例研究方法以及实证检验的方法,更为准确地衡量该领域的问题。

## 参考文献

- [1] 陈共荣,李婧怡,蔡树人.大股东股权质押对盈余管理的影响研究[J].会计之友,2016(14):12-17.
- [2] 谢德仁,廖珂.控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J].会计研究,2018(8):21-27.
- [3] 曹志鹏,朱敏迪.控股股东股权质押、股权结构与真实盈余管理[J].南方金融,2018(10):49-58.
- [4] 王斌,宋春霞.大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式[J].华东经济管理,2015,29(8):111-128.
- [5] 艾大力,王斌.论大股东股权质押与上市公司财务:影响机理与市场反应[J].北京工商大学学报(社会科学版),2012(4):72-76.
- [6] 张陶勇,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,2014,11(6):63-70.
- [7] 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[J].会计研究,2015(5):42-49+94.
- [8] 王亚茹,赵耀,乔贵涛.控股股东股权质押对权益资本成本的影响[J].财会月刊,2018(21):59-68.
- [9] 王新红,李妍艳.大股东股权特征与股权质押:基于中小板上市公司的分析[J].商业研究,2016(6):116-121.
- [10] 郑国坚,林东杰,林斌.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014,17(9):72-87.
- [11] 滕晓梅,祝婧然,周倩倩.房地产企业最终控制人股权质押对上市公司价值的侵占效应[J].财会月刊,2016(11):21-24.
- [12] 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”[J].财贸经济,2018,39(4):82-97.
- [13] 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[J].会计研究,2013(2):43-48.
- [14] 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[J].系统工程理论与实践,2013,33(7):1762-1773.
- [15] 林艳,魏连宾,李炜.控股股东股权质押、股权性质与公司绩效研究[J].商业研究,2018(2):50-56.

- [16] 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[J]. 管理世界, 2016(5): 128-141.
- [17] 朱颐和, 姜思明. 股权质押率、产权性质与盈余管理[J]. 会计之友, 2018(24): 16-20.
- [18] 赵浩亮, 黄苏华. 金融发展、大股东股权质押与企业研发投入——基于创业板上市公司的经验证据[J]. 财会通讯, 2017(17): 37-40.
- [19] 李秉祥, 简冠群. 控股股东股权质押、投资者情绪与定向增发股价长期表现[J]. 中央财经大学学报, 2017(11): 75-84.
- [20] 何斌, 刘雯. 经济政策不确定性、股权质押与股价崩盘风险[J]. 南方金融, 2019(1): 40-48.
- [21] 张瑞君, 徐鑫, 王超恩. 大股东股权质押与企业创新[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(4): 63-73.
- [22] 文雯, 陈胤默, 黄雨婷. 控股股东股权质押对企业创新的影响研究[J]. 管理学报, 2018, 15(7): 998-1008.
- [23] 杨鸣京, 程小可, 钟凯. 股权质押对企业创新的影响研究——基于货币政策不确定性调节效应的分析[J]. 财经研究, 2019(2): 139-152.
- [24] 朱磊, 孙成, 王春燕, 徐晓彤. 大股东股权质押对企业创新投资的影响分析——基于创业板上市公司的经验证据[J]. 中国证券市场导报, 2019(2): 26-35.
- [25] 潘临, 张龙平, 欧阳才越. 控股股东股权质押与商业信用融资——基于内部控制质量和审计质量的考量[J]. 财经理论与实践, 2018, 39(4): 80-87.
- [26] 王新红, 张行, 薛泽蓉. 大股东股权质押对公司绩效的影响研究——基于内部控制的调节作用[J]. 会计之友, 2018(10): 58-63.
- [27] 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(5): 110-122.
- [28] 高伟生. 大股东股权质押影响上市公司的银行贷款吗[J]. 金融监管研究, 2018(10): 49-64.
- [29] 韩彬. 控股股东股权质押会损害企业履行社会责任吗[J]. 财会通讯, 2018(26): 46-49.
- [30] 黎来芳, 陈占燎. 控股股东股权质押降低信息披露质量吗[J]. 科学决策, 2018(8): 1-20.
- [31] 李常青, 李宇坤, 李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入[J]. 金融研究, 2018(7): 143-157.

### 知网检索的两种方式:

1. 打开知网首页: <http://cnki.net/>, 点击页面中“外文资源总库 CNKI SCHOLAR”, 跳转至: <http://scholar.cnki.net/new>, 搜索框内直接输入文章标题, 即可查询;  
或点击“高级检索”, 下拉列表框选择: [ISSN], 输入期刊 ISSN: 2160-7311, 即可查询。
2. 通过知网首页 <http://cnki.net/>顶部“旧版入口”进入知网旧版: <http://www.cnki.net/old/>, 左侧选择“国际文献总库”进入, 搜索框直接输入文章标题, 即可查询。

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱: [mm@hanspub.org](mailto:mm@hanspub.org)