大股东股权质押对投资效率的影响研究
——分析师关注的调节效应

■ 李丽滢* 张丽琼*
辽宁工程技术大学工商管理学院 葫芦岛 125105

摘 要:本研究以2010~2019年中国沪深A股上市公司数据为样本,分析了分析师关注视角下股权质押与投资效率之间的关系。结果发现:进行了股权质押的公司,投资效率受到显著负向影响,分析师关注制约了大股东股权质押之后的掏空动机,其显著弱化了股权质押带来的非效率投资问题。股权质押作为一种新型融资手段的同时也引发了大股东通过高溢价并购、盲目扩大投资规模以及关联交易等方式进行掏空,造成了企业的非效率投资。

关键词:股权质押 掏空行为 投资效率 影响机制
DOI:10.11842/chips.20210301002

0 引言

投资对社会和经济的发展具有重要的作用。从根本上说,生产的发展、生活的改善、社会的进步,没有哪项活动能离开投资和经济增长。而充足的资金是企业投资的必要条件,是确保投资活动正常运行的重要因素之一。企业投资主要靠自筹资金和积累,也可以采取多种方式筹资,在融资难问题频繁出现的背景下,股权质押因其质押物的特殊性、质押的便捷性,迅速受到资本市场的追捧,成为上市公司缓解资金短缺的重要渠道。特别是在资金链条不良且业务运行不佳的情况下,因其可以在维持控制权的同时获取资金。股权出质后,质权人只能行使其中的受益权等财产权利,公司重大决策和选择管理者等非财产权利则仍由出质股东行使,这既不影响股东的控制权地位又可以利用其股权间接变现,一些大股东会更喜欢这种融资方式。但由于股权作为质押物的特殊性,大股东股权质押会向市场传递公司发展不利的信号,公司股价面临着巨幅波动的风险。为了维持股价的被平仓的风险,股东有很强的动机进行市值管理[1],如果进行股票质押的大股东与公司的董事会成员或者实际控制人高度重叠,那么这就为质押了股票的股东创造了更加便利的机会进行市值管理,使大股东占用上市公司资金的私利动机更容易得到满足。这种私利动机使得大股东付出较少的掏空成本便可获得较多的掏空收益,给大股东掏空上市公司提供了一种新的途径。受私利动机的趋使,大股东的现金流权被质权人分割的程度不断加大,而其控制权保持不变,两权分离程度加大下的大股东会通过高溢价并购进行资源转移、过度扩大投资规模维持股价等方式进行利益侵占,造成公司过度投资的现象。亦或大股东将质押所获得的资金主要用于为关联公司提供担保或者进行大额的关联交易获取控制权私利[2],造成公司投资不足的现象。由于股权质押是通过股权价值获取资金的,保持股价的高市值是进行了股权质押的大股东追求的目标,为了达到这一目标,其会通过与关联方虚构交易粉饰财务报表向市场传达公司经营发展良好的信号[3]。但是会计信息的价

* 李丽滢,博士,教授,研究方向:会计理论与实务、公司财务与资本市场、企业战略;张丽琼(通讯作者),在读硕士研究生,研究方向:公司财务与资本市场、企业战略。

值就在于它的时效性，会计信息披露的真实性是会计信息的灵魂。为了维持股价，进行了股权质押的公司披露的会计信息，其时效性和真实性水平都会降低。[4]；这样的披露行为造成了会计信息的失真，进行了股权质押的大股东具有信息优势，在质押中处于有利地位。质押带来的信息不对称影响了市场配置资源的效率，造成占有信息优势的大股东、公司内部利益相关者在质押中获取太多的私利，而质权人、外部投资者因其信息劣势，无法对质押后的大股东行为产生有效的监督。而会计信息失真极容易引起分析师的高度关注，这种关注的压力会在很大程度上抑制大股东的私利行为，降低大股东占用公司资金的动机，有效释放属于公司的自有资金，对提高投资效率的意义重大。因此本文以分析师关注作为一种对策，以其在一定程度上抑制股权质押造成的非效率投资。

1 理论分析与假设提出

1.1 大股东股权质押与企业的非效率投资

投资决策作为财务决策的重要环节，是企业经营发展的重要保障，大股东股权质押在受到资本市场的追捧下，深刻影响着企业的投资活动。当资金链出现了问题时，大股东更愿意通过股权质押来筹措资金，大股东使用股权质押这种融资方式，既可以实现融资，同时又可以维护他们的控制地位，实现杠杆收益[5]，摆脱限售的约束以获取资金。但正是股权作为质押品的特殊性，大股东有很强的动机和能力通过真实盈余管理维持股价避免平仓的风险，并且这种现象在非国有企业中更为明显[6]；为了维持股价的下跌，管理层在会计政策的选择上更加隐性[7]，在会计信息的披露方式上会倾向于披露好消息，隐藏坏消息[8]，或者为了降低股价波动的风险，大股东会把通过股权质押获得的资金用于增持股票，这就加大了大股东自身的财务杠杆[9]，同时也大大降低了大股东的风险承受能力，大股东便会干预公司管理层选择保守的投资策略，如果公司面临可以提升企业竞争力但投资回报周期长，不确定大等特点的投资项目时，进行了股权质押的股东并不想冒着控制权转移的风险去投资这种净现值大于零的项目，对于他们来说，稳健性的短期业绩更有助于他们的自身利益，这样的干预必然会降低公司用于投资活动的资金配置，从而降低企业的投资效率，为了规避控制权转移的风险，大股东会倾向于通过关联交易进行短期机会主义的掏空方式[10]，以此来化解股价下跌的风险。

通过对股价的市值管理，最终控制人提高公司价值的意愿随着其现金流权的下降而降低，最终控制人的侵占欲望随着股权质押下控制权与现金流权分离程度的加大而增强，侵占欲望加强的同时大股东的冒险动机也会增强，为了避免控制权被转移的风险，出于私利，他们可能更倾向于通过扩大投资规模达到侵占中小股东利益的目的[11]，由此产生过度投资问题。

而若大股东采取消极的态度去对待公司的治理问题，利用关联交易或担保等方式“掏空”公司，那么股权质押下的大股东借助两权分离进行侵占的动机会更强烈，这种侵占欲望会进一步加大股东-管理层之间的代理冲突，当面对同一投资决策时，股东和管理层的决策出发点会产生冲突，股东的私有动机使其无法站在公司长远发展的层面考虑问题，在这样的利益冲突下，大股东既有动机也有能力干预管理层选择净现值小于零但能帮助其获取私利的投资项目，甚至通过一系列的会计手段粉饰财务报表哄抬股价达到其掏空公司的目的，这种挤占公司资金的掏空方式使得公司失去了进行投资所必要的资本。也使得通过股权质押筹集的资金并没有用来进行有效的投资，产生投资不足的问题[12]。大股东股权质押之后更加大了其获取私利的积极性，其为了达到利益侵占的目的，通常会采用直接资金占用或者关联交易、借款担保等手段，而投资活动是创造企业价值最重要的方式之一，如果大股东占用了上市公司资金用于自身获利，那么企业的投资活动必然无法正常运转[13]，造成企业的非效率投资。基于以上分析本文提出假设一：

H1:大股东股权质押会引起公司的非效率投资。

1.2 分析师关注与企业的投资效率

截至2020年为止，我国的资本市场并不是有效的资本市场，资本市场的价格并不能同步地，完全地反应全部的可用信息，股权质押带来严重的信息不对称问题，以及控制权与现金流权的分离也使得第二类代理问题突出，信息不对称正是引起公司非效率投资的重要原因，而分析师是具有专业投资理论的人员，他们对公司内外部信息的收集和解读可以有效缓解股权质押带来的信息不对称程度，上市期权公司的分析师数量越多，值得发掘的信息就会增加[14]。分析师可以增加收集上市公司信息的渠道。在行业的研究中给行业中的企业提供投资评估，减少股东和外部投资者之间的信息不对称，有助于资本市场效率的提升”[15]，这样就有效的提高了公司的信息透明度，有助于降低股权质押带来的信息

不对称问题。分析师关注也可以作为保护投资者的一种置换机制，是降低信息不对称下股价崩盘的好方法[16]。分析师关注亦可作为替代企业信息披露质量，分析师关注度越高，企业股价对市场信息的反应更敏感[17,18]。其可以有效监督股权质押之后大股东的市值管理行为，在一定程度上抑制大股东的私利动机，他们可以把项目本身具备的价值通过专业的分析传递给外部投资者[19]，从而提升公司的投资效率。根据分析师发挥治理作用的监督假说，分析师定期对财务报表的解读以及与管理层的交流，抑制进行了股权质押的大股东进行异常交易以及掏空行为的动机，分析师直接监督了公司的经营活动和进行了大股东股权质押的治理层行为以及提高了质押资金的配置效率，弱化了大股东与管理层的决策冲突，对提高公司的投资效率具有外部治理效应。再者，进行了股权质押的股东，为了维持股价避免被平仓的风险来达到分析师的盈利预测以此向市场传递公司发展良好的信号，在分析师关注下，来自的市场压力会有效抑制管理层做出的错误投资决策，降低以此带来的非效率投资程度。基于此本文提出假设二:

H2:分析师关注与公司投资效率之间的正相关关系更明显。

1.3 股权质押、分析师关注与投资效率

此外，大股东通过股权质押获取资金的方式，决定了获取的资金以及后续的质押风险是与股权的价值密切相关的。大股东的质押行为本身就向市场传递了其资金短缺、发展遇到困境的信号这一融资举动会给股价带来不利的风险，如股票价格的下跌风险、公司股票流动性减弱的风险以及公司控制权非正常转移的风险。大股东股权质押后流失了现金流权，控制权不改变，这使其通过控制权获取私利的意愿更加强烈，掏空成本更小。这位他们的资金占用、关联担保提供了便利，使得公司资金得不到有效配置，造成企业的非效率投资。如果进行了股权质押后的公司经营发展状况下降，大股东便会有避免股价暴跌的压力，那么他们为了向市场传递企业积极发展、具有发展潜力的信号，便会选择通过高溢价并购这种合理又隐秘的方式转移资源、亦或通过盲目投资热点领域扩大投资规模、或者隐瞒募集资金使用等方式进行财务造假。而这样的造假行为便会引起分析师的高度关注。潘越等在2011年的研究中发现“分析师的关注对公司的信息解读具有正向影响”，而分析师作为专业的信息解读人员，能对公司信息做出较为客观的评价，其可以通过其专业解读缓解股权质押之后的内外部信息不对称程度、也可以通过解读财务报表以及和公司重要管理人员的交流，直接监督股权质押下异常的关联交易、关联担保等不合理的经营活动和管理层的投资决策、还可以在分析师的关注下，使得公司管理层在进行投资决策以及选择投资项目时以企业的长远发展为出发点，使分析师向市场传递公司业绩利好的信号，那么分析师的关注会有效制约管理层做出损害公司利益的决策，起到有效的外部监督治理作用，帮助管理层站在公司整体利益的角度做出正确的判断。从而减少公司的非效率投资。基于此本文提出假设三:

H3:分析师关注弱化了股权质押与非效率投资之间的关系。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

因为股权质押是从2010开始在我国资本市场发展起来的，因此本文的研究样本为2010—2019年中国沪深A股上市公司，为了结果的有效性，本文把金融行业上市公司、上市公司中连续两年或三年亏损财务状况异常的上市公司、财务数据缺失的上市公司剔除在外，同时为了避免异常值对结果的影响，本文在1%水平上对所有连续变量进行Winsorize缩尾处理。本文数据来自CSMAR数据库，数据处理采用Stata14。

2.2 被解释变量的衡量

借鉴Richardson构造的衡量投资效率模型的做法，用模型中的回归残差的绝对值大小衡量投资效率的大小和非效率投资程度，模型如下：

$$Inv_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Growth_{i,t-1} + \theta_2 Lev_{i,t-1} + \theta_3 Cash_{i,t-1} + \theta_4 Age_{i,t-1} + \theta_5 Size_{i,t-1} + \theta_6 \mathrm{Re}t_{i,t-1} + \theta_7 Inv_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，$Inv_{i,t}$代表企业i第t年的投资效率，$Growth_{i,t-1}$，代表企业i第t-1年的成长性，其用营业收入增长率来衡量，$Lev_{i,t-1}$代表企业i第t-1年的资产负债率，$Cash_{i,t-1}$代表企业i第t-1年的货币资金与总资产之比，$Age_{i,t-1}$代表企业i第t-1年的上市年限，$Size_{i,t-1}$代表企业i第t-1年的企业规模，并用总资产取自然对数来衡量，$\mathrm{Re}t_{i,t-1}$代表企业i第t-1年的股票收益率，$Inv_{i,t-1}$代表企业i第t-1年的投资效率，投资效率的衡量模型在控制了行业与年度变量之后，如果回归结果表明残差大于0说明投资过度，如果回归残差小于0则表明投资不足。

2.3 解释变量的衡量

股权质押用手工搜集整理的上市公司年报数据衡量，如果股东存在股权质押，则股权质押取1，否则取0。

2.4 中间变量的衡量

借鉴前人的研究成果，用分析师跟踪的上市公司人数加1后取自然对数衡量。

2.5 控制变量

参考现有文献的研究，本文将公司规模（Size），自由现金流量（Fcf），成长性（Growth），总资产收益率（ROA），资产负债率（Lev），现金股利（Div）作为控制变量，并控制了行业虚拟变量与年度虚拟变量。

模型构建

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Pld_{i,t} + \alpha_i \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型（1）用来检验假设一，股权质押引起的非效率投资，其中 $Inv_{i,t}$ 代表企业i第t年的投资效率，$Pld_{i,t}$ 代表企业i第t年是否存在股权质押，$Controls$ 代表企业i第t年的控制变量。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AnalystNum + \alpha_i \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型（2）用来检验分析师关注与投资效率之间的关系，其中 $Controls_{i,t}$ 代表企业i第t年的控制变量，AnalystNum代表企业i第t年的分析师关注人数加一后取自然对数。预期 α_1 的系数为正。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PLD_{i,t} + \alpha_2 AnalystNum_{i,t} + \alpha_3 PLD_{i,t} * AnalystNum_{i,t} + \alpha_i \sum Controlst_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型（3）用来检验假设三，在这个模型中引入了交乘项，检验分析师关注对股权质押引发的非效率投资的调节作用，预期为正向的调节作用。

3 实证结果分析与稳健性检验

3.1 描述性统计

表1是对于用于下文回归分析的所有变量的描述性统计。其中，反应上市公司的投资效率的两个被解释变量中，投资过度Over_inv均值为0.031，标准差为0.034，同时投资不足Under_inv均值为0.020，标准差为0.018，这说明企业投资不足和投资过度波动较小。股权质押PLD的均值为0.183，标准差为0.387，说明18.3%的上市公司中均存在股权质押的控股股东。反映分析师关注的Analyst的均值为1.544，标准差为1.144，结果发现分析师对不同企业的关注具有差异，说明分析师对公司关注度的上可能存在选择偏好。

表1 样本的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Over_inv	8378	0.031	0.034	0	0.243
Under_inv	12580	0.020	0.018	0	0.186
PLD	24298	0.183	0.387	0	1
Analyst	24298	1.554	1.144	0	3.738
Size	24298	22.014	1.299	19.452	26.019
Fcf	24298	-0.019	0.109	-0.374	0.268
Growth	24298	2.762	2.068	0.885	12.859
Roe	24298	0.065	0.115	-0.608	0.336
Lev	24298	0.427	0.216	0.047	0.953
Div	24298	0.114	0.160	0	0.900

3.2 相关系数分析

为了避免研究结果不受自变量之间多重共线性的影响，本文首先对自变量之间可能存在的多重共线性进行Pearson相关性检验，通过对表2结果的分析可知，自变量之间相关系数均小于0.6，多重共线性在自变量之间并不存在，多重共线性的分析结果使得本文后续的固定效应回归不受其干扰，回归结果更可靠。

3.3 回归分析

表3展示了在控制了其他控制变量后，股权质押、分析师关注与企业投资效率的回归结果。其中模型1分别以投资过度和投资不足作为被解释变量来验证本文假

表2 变量的相关性分析结果

变量	PLD	Analyst	Size	Fcf	Growth	Roe	Lev	Div
PLD	1.000							
Analyst	-0.039*	1.000						
Size	0.076*	0.350*	1.000					
Fcf	0.019*	0.025*	0.117*	1.000				
Growth	-0.024*	0.001	-0.511*	-0.041*	1.000			
Roe	-0.042*	0.346*	0.099*	0.083*	0.090*	1.000		
Lev	0.085*	-0.075*	0.467*	0.053*	-0.304*	-0.145*	1.000	
Div	-0.099*	0.370*	0.123*	0.099*	0.049*	0.376*	-0.226*	1.000

注：*代表在1%的程度上显著。

设一，如表3所示的研究结果，股权质押PLD对投资过度的回归系数为0.002，对投资不足的回归系数为0.001，系数均为正，并且系数均小于5%，其在5%的显著性水平下显著。表明股权质押越高，企业的投资过度和投资不足程度也会越高，过度投资和投资不足都是非效率投资的表现形式，企业的非效率投资更明显。从而验证了假设一中股权质押对企业投资效率具有负向影响这一结论。

模型二中的两列回归结果分别以投资过度和投资不足作为被解释变量来验证本文假设二，从回归结果可以看到，分析师关注Analyst的系数均为负，分别为-0.001和-0.000，说明分析师关注和投资效率之间的关系是反向变动的，并且在5%的显著性水平下显著。说明分析师关注度越高会使得企业中过度投资和投资不足的现象会更低，非效率投资程度越低，从而投资效率会越高。这也说明了分析师作为一种外部治理手段，会督促企业加强内部管理，提高投资效率，从而验证了假设二关于分析师关注会有效提高企业投资效率的结论。

为了进一步研究分析师关注的影响，模型3在股权质押对投资效率影响中加入分析师关注作为调节变量，结果显示，股权质押的系数分别为0.009和0.004，系数均为正，其在5%的显著性水平下显著，从而进一步验证股权质押会增加非效率投资的结论。股权质押与分析师关注的交乘项的对投资过度的系数为负的0.002，对投资不足的系数为负的0.001，且在5%的显著性水平下显著。说明分析师关注可以缓解股权质押对投资过度和

表3 股权质押、分析师关注与企业投资效率

变量	模型1		模型2		模型3	
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
	over_inv	under_inv	over_inv	under_inv	over_inv	under_inv
PLD	0.002**	0.001***			0.009***	0.004***
	(2.02)	(3.06)			(6.86)	(6.48)
Analyst			-0.001**	-0.000**	-0.000	-0.000
			(-2.24)	(-2.21)	(-1.18)	(-0.89)
PLD×Analyst					-0.002***	-0.001***
					(-3.08)	(-3.76)
Size	-0.002***	-0.001***	-0.001**	-0.001***	-0.001**	-0.001***
	(-3.69)	(-8.52)	(-2.42)	(-6.65)	(-2.55)	(-6.88)
Fcf	-0.104***	-0.005***	-0.105***	-0.005***	-0.104***	-0.005***
	(-22.70)	(-2.70)	(-22.73)	(-2.69)	(-22.63)	(-2.83)
Growth	0.001***	0.000***	0.001***	0.000***	0.001***	0.000***
	(3.36)	(3.08)	(3.62)	(3.47)	(3.45)	(3.25)
Roe	0.024***	-0.002	0.025***	-0.001	0.025***	-0.001
	(6.56)	(-0.95)	(6.87)	(-0.59)	(6.73)	(-0.56)
Lev	0.001	-0.005***	0.000	-0.005***	-0.001	-0.005***
	(0.27)	(-5.25)	(0.07)	(-5.38)	(-0.22)	(-5.53)
Div	0.007**	-0.000	0.007***	-0.000	0.008***	0.000
	(2.56)	(-0.33)	(2.76)	(-0.08)	(3.13)	(0.30)
Constant	0.058***	0.060***	0.050***	0.056***	0.051***	0.056***
	(6.16)	(15.03)	(4.99)	(13.09)	(5.06)	(13.21)
样本量	8,378	12,580	8,378	12,580	8,378	12,580
修正R方	0.152	0.082	0.152	0.082	0.157	0.085
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F	38.05	42.96	37.63	43.01	38.33	42.33

注：括号中为t检验值，其中*，**，***分别代表在10%，5%，1%的程度上显著。

投资不足程度的正向影响，从而验证假设三分析师关注可以有效降低股权质押带来的非效率投资程度。

3.4 稳健性检验

为了增强结果的稳健性，本文用另一方法度量过度投资，通过借鉴窦欢（2014）所使用的方法，模型如下：

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \delta$$

本文重新将正向残差定义为投资过度，投资不足通过负向残差来定义，通过此模型做表3中所有模型的稳健性检验。

由表4可知，模型一中PLD对投资过度的系数为0.004、投资不足的系数为0.001，说明其与非效率投资具有正向关系，且在5%的水平下显著，验证了假设一的结论。模型二中分析师关注对投资过度的系数为负的0.002、对投资不足的系数为负的0.003，且在5%的水平下显著，说明分析师关注与非效率投资之间具有负向关系，验证了假设二。模型三在加入了分析师关注作为调节变量后，可以看出分析师关注于股权质押交乘项对投资过度和投资不足的系数分别为负的0.002、负的0.001，且在且在5%的水平下显著，说明分析师关注调节了股权质押造成的非效率投资，因此在改变过度投资的度量方法后，假设一到假设三的结论均可得到验证，从而模型通过了稳健性检验。

4 启示

本文以2010~2019年沪深A股的样本实证分析发现，股权质押对公司的投资效率具有负向影响，通过对

表4 基于股权质押的稳健性检验

变量	模型1		模型2		模型3	
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
	over_inv	under_inv	over_inv	under_inv	over_inv	under_inv
PLD	0.004***	0.001**			0.014***	0.003***
	(3.59)	(2.29)			(7.34)	(5.10)
Analyst			-0.002***	-0.003***	-0.002***	-0.003***
			(-4.82)	(-23.22)	(-4.00)	(-20.68)
PLD×Analyst					-0.002**	-0.001**
					(-2.14)	(-2.20)
Size	-0.000	-0.002***	0.001	-0.000**	0.001	-0.000**
	(-0.56)	(-13.64)	(1.46)	(-2.18)	(1.10)	(-2.30)
Fcf	-0.154***	0.008***	-0.154***	0.008***	-0.152***	0.008***
	(-29.70)	(5.42)	(-29.47)	(5.77)	(-29.34)	(5.69)
Growth	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
	(3.62)	(6.32)	(4.16)	(10.06)	(3.99)	(10.00)
Roe	0.048***	-0.003**	0.052***	0.001	0.052***	0.001
	(8.40)	(-2.53)	(9.05)	(0.66)	(9.06)	(0.70)
Lev	0.016***	0.012***	0.015***	0.009***	0.014***	0.009***
	(5.28)	(14.31)	(4.83)	(10.85)	(4.61)	(10.62)
Div	-0.001	-0.007***	-0.000	-0.002*	0.002	-0.001
	(-0.23)	(-7.07)	(-0.05)	(-1.96)	(0.55)	(-1.57)
Constant	0.039***	0.071***	0.020*	0.038***	0.024**	0.038***
	(3.55)	(20.04)	(1.76)	(10.22)	(2.06)	(10.27)
样本量	9,202	15,095	9,202	15,095	9,202	15,095
修正R方	0.181	0.180	0.182	0.207	0.188	0.208
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F	49.29	141.40	50.85	150.02	51.71	144.4

注：括号中为t检验值，其中*，**，***分别代表在10%，5%，1%的程度上显著。

股权质押后大股东对非效率投资的作用路径，本文得出以下启示：

（1）股权质押下的大股东随着掏空成本的降低，其主要通过以下两种方式获取控制权私利从而造成企业的非效率投资；股权质押后的大股东会通过高溢价并购转移公司资源亦或为了向市场传递积极的信号以避免股价的下跌而迎合市场盲目投资热点行业和高关注度行业等方式造成公司过度投资现象。或者采用异常的关联交易、资产转移等途径“掏空”公司，违规占用公司的资源，这必然会降低企业的资金配置效率，减少了企业用来进行投资活动的现金流，从而造成企业的投资不足。

（2）本文通过控制其他影响投资效率的因素，研究了分析师关注与投资效率之间的关系，发现分析师关注能有效降低企业的非效率程度。分析师作为专业的信息解读人员，能对公司信息做出较为客观的评价，通过其专业解读可以缓解股权质押之后的内外部信息不对称程度、也可以通过解读财务报表以及和公司重要管理人员的交流，直接监督股权质押下异常的关联交易、高溢价并购、盲目扩大投资规模等非效率投资行为。

（3）当本文将分析师关注作为外部治理手段缓解股权质押造成的非效率投资时，发现分析师关注显著弱化了股权质押所造成的非效率程度。股权质押的价值取决于股价，大股东作为信息优势方，为了维持股价避免下跌的风险，可能会通过一系列手段“粉饰”财务报表亦或选择性的披露会计信息进行市值管理，这样的行为降低了会计信息的价值，加大了控制权与现金流权的高度分离下的内外部信息不对称程度，而分析师关注可以发挥其信息中介以及监督者的角色，并在一定程度上给管理层施加公司良好发展的业绩压力，使得大股东的私利动机受到制约，抑制了企业非效率投资的程度。

5 对策建议

5.1 完善股权质押信息披露制度

股权质押融资行为本身就隐藏着股票被“平仓”的风险，目前的披露往往是选择性披露，因此，应该设置股权质押风险的分层标准，推动形成差异化的信息披露制度，同时要增加大股东股份被冻结或者达到“平仓”线的披露、质押资金使用用途的披露，通过完善的披露制度，保护中小投资者的利益并抑制上市公司的非效率投资行为。

5.2 改善融资环境

一方面要畅通上市公司融资渠道，另一方面要有效监督重要大股东的股权质押率，以此防止股权质押风险的集中爆发，并推动上市公司有效利用这种融资方式，提高公司投资效率和经营发展水平。

5.3 加强外部监管

大股东股权质押作为一种新型的融资方式，为了有效发挥其为公司紧缺的现金流提供补给的作用，必须加大对这种融资方式的有效监管，严格监督质押资金的用途，提高质押资金的配置效率，以此加强企业投资活动的有效性。

参考文献：

[1] 宋岩，宋爽．股权质押与市值管理：基于中国沪深股市A股上市公司的实证检验[J]．中国管理科学，2019，27（6）：10-20.

[2] 闻岳春，夏婷．大股东股权质押与公司价值的机理分析与研究综述[J]．西部金融，2016（7）：4-8.

[3] 程安林，张俊俊．从股权质押角度看关联交易作用机制[J]．财会月刊，2019（11）：9-16.

[4] 钱爱民，张晨宇．股权质押与信息披露策略[J]．会计研究，2018（12）：34-40.

[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，2012，27（4）：72-76.

[6] 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（08）：21-27.

[7] 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[J]．会计研究，2017（3）：30-38+94.

[8] 李常青，幸伟．控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]．统计研究，2017，34（12）：75-86.

[9] 程飞，张庆君．控股股东股权质押、股票增持与股价波动[J]．南方金融，2018（11）：49-58.

[10] 程安林，张俊俊．从股权质押角度看关联交易作用机制[J]．财会月刊，2019（11）：9-16.

[11] YEHNING Y, SHINGY H. The Controlling Shareholder's Personal Stock Loan and Firm Performance[J]. Expert Systems with Application,2001（21）：12-15.

[12] AYYAGARI M, MAKSIMOVIC V. Formal Versus Informal Finance: Evidence from China[J]. Review of Financial Studies,

2008,23(8):3048-3097.
[13] 刘为权.我国上市公司大股东资金占用的后果与对策研究[J].会计师,2017(21):24-25.
[14] SKINNER D. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News[J]. Journal of Accounting Research,1994,32 (1):38-60.
[15] BEAVER W H. Perspectives on Recent Capital Market Research[J]. The accounting review,2002,77(2):453-474.
[16] 潘越,戴亦一,林超群.信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J].金融研究,2011(9):138-151.
[17] LANG M, LUNDHOLM R. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour[J]. Accounting Review, 1996, 71 (4): 467-492.
[18] GLEASON C, LEE C.Analyst Forecast Revisions and Market Price Discovery[J]. Accounting Review,2003,78(1):193-225.
[19] 戴书松,秦裕玮.管理层权力、分析师关注与投资效率[J].会计之友,2019(12):80-88.

Research on the Impact of Major Shareholder Equity Pledge on Investment Efficiency

——The Moderating Effect Concerned by Analysts

LI Liying, ZHANG Liqiong
College of Business Administration, Liaoning Technical University, Huludao 125105

Abstract: As a new type of financing method, equity pledge also causes major shareholders to hollow out through high-premium mergers and acquisitions, blindly expanding the scale of investment, and related transactions, resulting in inefficient investment of enterprises. This study used the data of China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2010 to 2019 as the sample to analyze the relationship between equity pledge and investment efficiency from the perspective of analysts' attention. The results showed that: companies having pledged equity had a significant negative impact on investment efficiency. Analysts were concerned about the motive of tunneling that restricts major shareholders' equity pledges, which significantly weakened the problem of inefficient investment caused by equity pledges.

Keywords: equity pledge; tunneling behavior; investment efficiency; influence mechanism

（责任编辑:何岸波　章丽君；　责任译审:毛子英　何岸波）