

# 控股股东股权质押、投资者情绪 与实体企业“脱实向虚”\*



——基于迎合理论视角

王海芳<sup>1</sup> 张笑愚<sup>2</sup>

(1. 新疆财经大学工商管理学院, 新疆 乌鲁木齐 830012;

2. 中国矿业大学(北京)管理学院, 北京 100083)

**内容提要:**实体经济中严重的“脱实向虚”现象引起了学术界和监管机构的广泛关注。本文借助迎合理论,以资本市场中的实体企业行为与投资者群体为微观影响因素切入点,深度剖析实体企业金融化的诱发因素及作用机制。以2010—2019年中国A股实体企业为样本,研究发现,在控股股东股权质押后,实体企业金融化趋势会显著增加;高涨的投资者情绪会促使实体企业采用金融化投资行为迎合资本市场;投资者情绪产生的迎合效应,是控股股东股权质押影响实体企业金融化的重要途径。进一步研究表明,控股股东在股权质押期间并不会基于蓄水池动机持有金融资产提升企业长期竞争力,而更多通过持有长期金融资产进行套利;配置长期金融资产是控股股东股权质押后,为了迎合高涨的投资者情绪的重要选择;在牛市中控股股东股权质押主要为了迎合投资者而增加金融化投资,在熊市中则是为了规避控制权转移风险。本文研究结论揭示了实体企业在控股股东股权质押与高涨的投资者情绪背景下的策略性金融投资行为,为相关监管机构强化对实体企业金融化的监管提供了理论依据和参考。

**关键词:** 控股股东 股权质押 投资者情绪 实体企业 “脱实向虚”

**中图分类号:** F275.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2021)08—0157—20

## 一、引言

世界百年未有之大变局正值当下,如何在大国博弈中取得竞争优势非常关键。其中,实体经济是中国经济发展,参与国际竞争的根基(黄群慧,2017)<sup>[1]</sup>。然而,在实体行业出现重大结构性失衡的背景下,实体企业转型发展面临着前所未有的风险。特别是在金融产业投资回报率远高于主业投资的情况下,实体企业纷纷进入虚拟经济领域,致使实体行业呈现空心化发展。从微观角度看,实体企业“脱实向虚”即实体企业金融化,指的是实体企业的资源投入金融资产的占比,及获得利润中金融渠道获利占比逐渐增长的趋势(彭俞超等,2018)<sup>[2]</sup>。现有研究发现,伴随着实体企业金

收稿日期:2021-03-08

\* 基金项目:国家社会科学基金项目“‘一带一路’战略下新疆企业投资中亚市场进入方式选择研究”(16BGL077);新疆维吾尔自治区社会科学基金项目“‘一带一路’背景下新疆能源企业实施绿色IS战略的对策研究”(19BGL107);新疆维吾尔自治区研究生创新项目“控股股东股权质押是否阻碍企业‘脱虚向实’?——来自非金融上市公司金融化的证据”(XJ2021G274)。

作者简介:王海芳,女,教授,管理学博士,研究领域是公司财务与战略,电子邮箱:357631863@qq.com;张笑愚,男,博士研究生,研究领域是公司财务与供应链金融,电子邮箱:tiny.yu@foxmail.com。通讯作者:张笑愚。

融化趋势逐步扩大,可能会产生挤出实体企业投资(Orhangazi,2008<sup>[3]</sup>;Demir,2009<sup>[4]</sup>)、减弱货币政策刺激实体投资的效应(张成思和张步昙,2016)<sup>[5]</sup>、打破实体企业未来主营业务良性循环(杜勇等,2017)<sup>[6]</sup>和加大股价崩盘风险(彭俞超等,2018)<sup>[2]</sup>等影响,进而阻碍实体经济良性发展。为了提振实体经济,构建完善的内需体系,“十四五”规划提出虚拟经济要与实体经济均衡发展。因此,围绕实体企业金融化内外诱发因素,探索实体企业金融化源头治理,促使推动产业核心向实体经济转移尤为具有现实意义。

那么,本土情境下的实体企业金融化,究竟受何种因素影响?现有学者依托金融资产的蓄水池属性及套利属性,主要从经济政策(彭俞超等,2018)<sup>[7]</sup>、异质性机构投资者(刘伟和曹瑜强,2018)<sup>[8]</sup>、贷款利率管制(杨箐等,2019)<sup>[9]</sup>、供应链关系(李馨子等,2019)<sup>[10]</sup>、融资融券(杜勇和邓旭,2020)<sup>[11]</sup>、产业政策(步晓宁等,2020)<sup>[12]</sup>等外部环境因素,以及企业特征(宋军和陆昶,2015)<sup>[13]</sup>、高管背景经历(戴泽伟和潘松剑,2019<sup>[14]</sup>;杜勇等,2019<sup>[15]</sup>)、非国有股东治理(曹丰和谷孝颖,2021)<sup>[16]</sup>等内部特征出发,研究实体企业金融化的诱发因素。可以发现,现有研究大多立足于中国情境下的宏观视角,充分探索了实体企业金融化的异质性动机,但鲜有文献基于微观层面的内在机制进行探讨。因此,结合中国特有的上市企业行为及资本市场中的投资者群体,研究实体企业金融化的内外诱发因素,有着重要的理论价值。

实体企业广受融资渠道困扰,股权质押由于其内在便利性,成为中国资本市场中实体企业常见的融资手段。虽然控股股东进行股权质押只是一种企业融资行为,但由于控股股东对于控制权较为敏感,在股权质押期间,控股股东会进一步影响实体企业经营决策(胡珺等,2020)<sup>[17]</sup>。具体而言,质押期间若股价出现大幅下跌,控股股东将面临追加保证金及平仓风险,使其有动机稳定实体企业股价,并进行预防性流动资产储备。而金融化作为企业重要的投资决策,一方面,基于长期竞争视角,可以缓解企业融资约束、反哺实业投资;另一方面,基于短期竞争视角,可以稳定企业股价,从金融化投资收益中套利。那么,实体企业控股股东股权质押后,将如何权衡未来经营风险与收益,是否会导致质押期间资源错配,进而加剧实体企业金融化进程?如果可能,其内在动机又是什么?在此背景下,本文尝试探讨控股股东股权质押对实体企业金融化决策造成的影响、动机及其中间机制。

此外,中国仍处于新兴市场,资本市场中存在有限套利制度及大量“散户”型投资者,投资者情绪对实体企业管理者理性决策的影响不可忽视。Polk和Sapienza(2009)<sup>[18]</sup>提出,企业管理者的投资决策极有可能出现直接迎合动机,即研究发现企业在制定战略时会考虑投资者非理性因素,为了迎合资本市场投资者,会改变自身资产配置。那么,作为投资者热捧的,具有高风险收益的项目,金融化投资是否会成为企业管理层迎合资本市场投资者的有利工具呢?因此,有必要探讨投资者情绪对实体企业金融化决策的择时影响。进一步地,控股股东股权质押对实体企业金融化的影响是否存在迎合渠道,即投资者情绪在控股股东股权质押对实体企业金融化的作用中,是否发挥传导效应?

为了回应上述问题,本文利用A股实体企业为样本,研究控股股东股权质押与投资者情绪对实体企业金融化的影响和内在机制。结果表明,存在控股股东股权质押的实体企业会更多进行金融化行为,控股股东股权质押会加剧实体企业金融化;实体企业会通过金融化投资迎合资本市场投资者情绪,即随着投资者情绪越发高涨,实体企业的金融化趋势会越来越明显;投资者情绪在控股股东股权质押加剧实体企业金融化的路径中起部分中介作用,即控股股东股权质押后,会通过迎合资本市场投资者情绪的方式,加剧实体企业金融化。进一步研究表明,控股股东股权质押对实体企业金融化的正向促进作用和投资者情绪的中介作用,只在低融资约束的企业样本中显著;控股股东股权质押后,并不倾向持有短期金融资产,更可能持有长期金融资产;投资者情绪只在控股股东股权质押对长期金融资产影响的过程中起中介作用,意味着控股股东在股权质押后主要是通过持有长期金融资产迎合资本市场投资者情绪。此外,在牛市中,投资者情绪在控股股东股权质押诱发实体企

业金融化中所起的迎合渠道,具有完全中介作用;而在熊市中,控股股东股权质押会显著加剧实体企业金融化,但迎合渠道并不存在。意味着,在熊市中,控股股东主要是为了规避控制权转移风险加剧实体企业金融化。

相较于以往文献,本文可能存在的边际贡献在于:第一,基于中国情境下的资本市场特征,本文研究结果证实,控股股东股权质押后会显著加剧实体企业金融化,为控股股东行为诱发实体企业“脱实向虚”提供了证据。与以往研究不同,本文研究对象为实体企业,将控股股东股权质押后的蓄水池动机与套利动机纳入统一分析框架。并在进一步研究中,补充检验了控股股东股权质押后持有金融资产的动机,为控股股东股权质押后的经营决策讨论提供更多参考。第二,本文从迎合理论视角,检验了投资者情绪影响实体企业金融化决策的内在逻辑,进一步丰富了资本市场微观表征诱发实体企业金融化的研究。现有文献虽然提到金融化投资会影响股价,但鲜有基于资产误定价视角,探索投资者情绪对实体企业金融化投资决策的诱发机制,本文结论可以作为实体企业“脱虚向实”影响因素研究的有益补充。第三,本文依托资本市场中的投资者情绪,打开了控股股东股权质押诱发实体企业金融化的“黑箱”。并在进一步研究中,区分了异质性金融资产在迎合投资者情绪和控股股东股权质押后的作用,为理解实体企业金融化的迎合行为提供了新视角。

## 二、理论分析与研究假设

### 1. 控股股东股权质押与实体企业金融化

相较于欧美发达国家,中国资本市场呈现出投资者保护环境较弱、上市企业壳价值稀缺、股权更为集中的态势(Porta等,2002<sup>[19]</sup>;Allen等,2005<sup>[20]</sup>;王雄元等,2018<sup>[21]</sup>),控股股东往往会通过影响企业经营决策,维护自身控制权、获取个人私利(俞红海等,2010)<sup>[22]</sup>。根据《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》,不论出质人质押股权是否高于所持企业股份的5%,都需要进行披露。这就使得控股股东在进行股权质押时,无论是基于价值投资、缓解企业财务困境,还是倾向于杠杆化投资(艾大力和王斌,2012)<sup>[23]</sup>,都向市场传递出重要信号(郑国坚等,2014)<sup>[24]</sup>。此外,根据《担保法》规定,倘若股票跌破平仓线,质权人有权处理质物。因此,控股股东在股权质押后,普遍面临着稳定股价的目标。现有研究发现,质押期间的控股股东基于规避控制权转移风险(拉抬股价),可能采用盈余管理(谢德仁等,2016<sup>[25]</sup>;谢德仁和廖珂,2018<sup>[26]</sup>)、“高送转”(黄登仕等,2018)<sup>[27]</sup>、审计意见购买(曹丰和李珂,2019)<sup>[28]</sup>、签订并购业绩承诺(徐莉萍等,2021)<sup>[29]</sup>等方式操纵企业信息披露,提升企业股价。除了控股股东利用粉饰业绩及信号传递的方法以外,还可能采用减少高风险投资项目、寻租等方式,规避控制权转移风险,拉抬股价。其中,李常青等(2018)<sup>[30]</sup>发现质押期间控股股东的风险偏好会降低,更倾向于减少研发投入。此外,胡珺等(2020)<sup>[17]</sup>通过研究发现,企业还可能通过策略性慈善捐赠的方式加强与地方政府纽带关系,进而规避平仓风险。因此,质押期间面临的控制权转移风险,可以说是控股股东进行策略化决策的主要原因。究其内在逻辑,可以归结为质押期间的稳健性决策,可以帮助企业提振主营业务发展,在面临追加保证金时拥有充足资金,并且难以被平仓;而质押期间的市值管理则会直接影响企业股价,使得企业股价保持在警戒线之上。

实体企业金融化是指企业经营重心从实体经济转向金融虚拟经济,表现为金融投资占比越发高涨(Orhangazi,2008)<sup>[31]</sup>。由于股权质押后面临的实业投资风险、平仓风险及提振股价压力,本文认为控股股东有动机进行金融化投资,其直接目的可能在于持有金融资产的“蓄水池储备”与“套利”属性。

蓄水池储备动机。在实体企业的经营过程中,要素投入、技术创新、宏观政策与现金流等都存在极大不确定性,这就需要企业管理者增加流动性资产,做好风险对冲的准备,减少财务困境对企

业战略实施的影响。其中,由于金融资产具有调整成本低、处置性强等优势,实体企业可以通过持有一定的异质性金融资产,防范未来经营过程中资金缺乏造成的风险,起到“蓄水池储备”作用(Stulz,1996<sup>[31]</sup>;Almeida等,2004<sup>[32]</sup>)。唐玮等(2019)<sup>[33]</sup>研究发现,控股股东股权质押后的市值管理动机较强,加大了质押期间外源融资的信息不对称程度,使得企业面临较大融资约束。而Chen等(2020)<sup>[34]</sup>研究则发现,较高股权质押比例与企业财务困境正相关。在质押期间,实体企业还面临着平仓风险。为了不被强制平仓,控股股东需要通过减持流动性较好的资产、补充保证金和补充质押标的物等一系列措施,稳定企业股权架构,进行自救。这就需要控股股东在质押期间拥有较好的流动资产储备预防这一风险,并且采取措施降低实体企业内外信息不对称程度。杨笋等(2017)<sup>[35]</sup>研究发现,为了降低一定期间内的融资约束,企业会通过持有交易性金融资产,达到稳定企业现金流的目的。而杨松令等(2019)<sup>[36]</sup>研究则发现,企业基于蓄水池动机的金融化,会反哺企业实业投资,降低内外部信息不对称程度,加大未来研发投入。因此,考虑质押期间内的金融投资流动性大、变现能力强和反哺实业投资等特点。一方面,通过多元化金融投资,控股股东可以分散质押期间的业务风险,实现资本跨期的保值与增值,对冲质押期间实业投资风险,提升企业真实业绩;另一方面,控股股东灵活配置金融资产有助于储备较为充足的资金流,降低质押期间对外部资金提供者的依赖,有利于规避平仓风险。所以基于蓄水池储备动机下的金融化投资,控股股东在质押期间不仅可以缓解实体企业融资约束、反哺主业发展和减弱平仓风险,还可以使得企业长期高效地发展。

套利动机。控股股东除了具备维护实体企业长期发展与规避平仓风险的动机之外(“蓄水池储备”动机),还具有套利动机,以期拉抬企业股价。根据《担保法》规定,在质押期间,出质人保留质押股权的投票权,而质权人则可以收取质押股权所产生的法定孳息(分红、派息、送股)。这就使得控股股东在质押期间更具有侵占动机(郝项超和梁琪,2009)<sup>[37]</sup>,进而加大中小股东权益受损概率(郑国坚等,2014)<sup>[24]</sup>。因此,控股股东在质押期间可能会采取更为短视的投资决策,提高企业短期股价。随着中国市场化进程加速与利率管制,金融行业投资回报率逐年增高,使得实体企业越发倾向于分享金融行业的超额利润(杨笋等,2019)<sup>[9]</sup>。即使金融化投资会增加债券人风险(Duchin等,2017)<sup>[38]</sup>,抑制实体企业主营业务发展(Orhangazi,2008)<sup>[3]</sup>,增加企业未来股价崩盘风险(彭俞超等,2018)<sup>[2]</sup>,企业还是会受到股东价值最大化的影响,构建一种短视的投资组合(Davis,2018)<sup>[39]</sup>。因此,当控股股东股权质押以后,可能由于短视动机加大实体企业金融化投资,提升质押期间的股价水平,进而为个人私利提供空间。具体分析有以下几点:第一,由于金融资产可能产生超高利润,因此在质押期间,控股股东可以通过金融化投资获得的高额收益,掩盖真实主营业务收益,达到其维护股价的目的。第二,相较于实业投资,金融资产的公允价值计量属性为控股股东操纵利润带来了可能。控股股东在质押期间可以通过选择会计政策、主动改变金融资产的分类与交易时机(马建威等,2012)<sup>[40]</sup>和操控公允价值变动额在财务报表中的列示(黄冰等,2017)<sup>[41]</sup>等方式,达到粉饰企业财务报表的目的。第三,与研发失败不同,当企业进行金融化风险投资时,倘若遭受损失,可以将投资失败的原因归于外部环境的不确定性(王瑶和黄贤环,2020)<sup>[42]</sup>。因此,基于失败风险容忍,控股股东股权质押后的金融化投资动机更强。第四,企业金融资产配置比越高,控股股东可以支配的财务资源越多,现金流权较小的控股股东在质押期间更倾向于金融化投资。总体来看,基于套利动机的控股股东,在质押期间更期望通过金融化投资稳定短期股价、规避控制权转移风险。

基于此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:存在控股股东股权质押的实体企业,金融化水平会相对更高;控股股东股权质押会加剧实体企业金融化。

## 2. 投资者情绪与实体企业金融化

传统金融学理论认为,非理性投资者对于资产价值的错误判断,会使得其被理性投资者套利并

从交易市场消失,不会对股票价格造成太大的影响(Fama,1965)<sup>[43]</sup>。然而,做空情绪化非理性投资者有风险。倘若非理性投资者的信念随着时间推移而持续,就会产生噪音交易者风险,结合股价的基本面风险,将会限制理性投资者做空非理性投资者的意愿,使得股票价格短时间难以回归基本面(Long等,1990<sup>[44]</sup>;Baker和Wurgler,2007<sup>[45]</sup>)。因此,股票市场的错误定价,很大程度来自于非理性投资者的情绪变化及理性投资者的套利限制。由于中国资本市场仍处于个人投资者占比较高的新兴市场阶段,受知识储备、交易经验、心理因素及认知偏差影响,个人投资者无法识别企业基本价值,极易产生非理性情绪。加之资本市场的卖空限制阻碍了理性投资者的套利动机,使得企业的错误定价长期存在(Gu等,2018)<sup>[46]</sup>。因而,管理者极有可能通过投资行为和报告决策等方式,影响投资者情绪。

迎合理论指出,在不完全的资本市场中,具有信息优势的管理者了解投资者时变的股利需求,会通过发布对应的股利政策迎合市场中投资者情绪,进而影响企业投资决策(Baker和Wurgler,2004)<sup>[47]</sup>。在此基础上,管理者还可能从预估披露决策(Brown等,2012)<sup>[48]</sup>和盈余管理(Simpson,2013)<sup>[49]</sup>等信息管理方式迎合投资者情绪。然而,信息管理方式只能暂时诱导投资者,在长期极有可能发生反转。Polk和Sapienza(2009)<sup>[18]</sup>的一项研究表明,企业新投资项目即使没有通过股权渠道进行融资,其投资决策也会受到市场错误定价的直接影响。即在信息不对称情况下,短视的企业管理者可能直接通过投资行为,维持市场的错误定价,迎合资本市场投资者情绪。

在实体行业不景气的背景下,作为高回报的金融化投资,受到非理性投资者的高度追捧。这些特征加剧了实体企业通过金融化迎合投资者情绪的动机。一方面,实体企业金融化投资会受到媒体的关注。作为连接实体企业投资行为与资本市场投资者的信息中介,媒体报道起到加速市场中噪音传播的作用(Long等,1990)<sup>[44]</sup>。通常情况下,媒体会倾向于报道投资者所想要证实的信念(Mullainathan和Shleifer,2005)<sup>[50]</sup>。在资本市场情绪高涨时,倘若实体企业大举进入金融行业并以此获益,实体企业投资方式极有可能成为媒体追捧的热点素材。特别是金融资产具有高收益及选择性披露属性,让管理层可以通过操纵金融资产获利时点及盈亏衡量标准,经媒体报道放大,使得企业可以快速达到迎合投资者情绪的目的,为自身套利行为提供空间。另一方面,在高涨的市场情绪下,投资者会减弱对实体企业信息的审核力度,使得管理者更有动机通过金融化投资行为迎合投资者情绪,掩盖自身实体行业投资收益较差的现状,提升企业竞争力。相反,当投资者情绪低落时,悲观者占据企业股份持有群体比例较大,悲观群体会更严格地审视信息来源,实体企业的金融化动机较弱。这是因为个体投资者持有悲观信念时,会使用更为谨慎、系统和细节的方式评估企业的投资行为,受市场噪音影响较少;并且在市场中投资者情绪高涨时使用的迎合策略,在投资者情绪低落时,也极有可能发生反转。一旦企业金融投资失败,极有可能出现股价大幅下跌、受到监管机构的问询等情况,大幅增加实体企业经营风险。因此,基于迎合理论,投资者情绪越高涨,实体企业金融化投资的迎合行为越明显。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:高涨的投资者情绪会促进实体企业金融化;低落的投资者情绪则会抑制实体企业金融化。

### 3. 控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业金融化

Bernile和Lyandres(2011)<sup>[51]</sup>认为投资者情绪可以归因于两种潜在因素:一是投资者对于企业价值的事前评估;二是投资者对于企业不确定性解决方案的非理性反应。在不完全的资本市场中,个人决策的参考依据主要是公共信息与私人信息。而控股股东在股权质押后,会向资本市场中传递关于企业价值强烈的私人信念(Li等,2019)<sup>[52]</sup>。由于质押标的物质量主要通过股价衡量,若质押期间内的股价大幅下降,出质人必定会面临着控制权转移。因此,在受到质权人与监管机构等多层监督情况下,以控制权为内生激励的控股股东股权质押行为,会向资本市场传递控股股东对于企业未来股价可持续性的信心。对于投资者而言,这是企业未来估值有利于当前估值的强烈信号(Li

等,2019)<sup>[52]</sup>,情绪因此而高涨。此外,迫于质押期间的股价下行压力,企业通常会采用提升真实绩效与操纵信息披露等方式维持股价(谢德仁等,2016<sup>[25]</sup>;李常青和幸伟,2018<sup>[53]</sup>),并采用诸多策略性行为向市场传递利好消息(胡珺等,2020)<sup>[17]</sup>,提升投资者对企业的信心。在此背景下的企业交易,在质押期间会更加频繁,投资者情绪也更为高涨(李秉祥和简冠群,2017)<sup>[54]</sup>。

迎合理论的三个要素可以概括为:在信息不对称的背景下,投资者对股票的成长机会有着时变的需求;资本市场中理性投资者受到套利限制,无法阻碍投资者的需求;企业管理者为了迎合投资者的需求,需要做出相应的决策。而高涨的投资者情绪意味着,资本市场对质押期间实体企业的投资回报(未来企业价值)有着良好的预期。倘若实体企业将大量资金投入投资者并不青睐的行业,会使得非理性投资者丧失对处于质押期间实体企业的信心,加大质押期间投资者的认知偏差。因此,如何迎合高涨情绪是控股股东需要考虑的首要问题。相较于投资实体行业面临的超长回报周期,金融化投资具有的短期高收益特征,更符合非理性投资者对整个市场回报的预期。因此,在股权质押后,为了实现迎合投资者情绪的目标,控股股东可能会改变实体企业的战略决策,表现为积极进行金融化资产配置。

具体而言,股权质押期间诱发的高涨投资者情绪,为控股股东的金融化投资决策提供了良好环境。一方面,控股股东可以通过金融化投资的迎合作用,稳定质押期间内企业收益回报,提升投资者对实体企业信心,满足投资者对于企业短期价值提升的需求;另一方面,非理性投资者在情绪高涨期间会减弱对企业不端信息的审核(Simpson,2013)<sup>[49]</sup>,在投资者情绪的掩盖下,控股股东可以通过金融化投资获得超额回报。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>:投资者情绪在控股股东股权质押诱发实体企业金融化的路径中起中介作用。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文选取2010—2019年全部A股实体企业年度数据作为研究样本,探究控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业金融化的关系及内在机制。在初始样本的基础上,对满足条件的数据进行如下处理:剔除被ST警示、金融保险与房地产等行业以及研究数据缺失的样本,对连续变量进行上下1%的缩尾处理,最终得到18194个实体企业-年份数据。本文处理数据使用的软件为EXCEL与STATA15,投资者情绪通过回归计算,其他公司财务与治理数据均来自CSMAR与WIND数据库。

#### 2. 变量定义

(1)实体企业金融化。本文将实体企业金融化(*Fin*)定义为金融资产在实体企业资产配置过程中逐渐升高的趋势,参考杜勇等(2017)<sup>[6]</sup>和王红建等(2017)<sup>[55]</sup>等的做法,用金融资产总额与总资产之比表示。其中,采用资产科目衡量方式的优点在于,异于利润易受投资者非理性、环境不确定性的影响,资产度量方式衡量的是企业的主观意愿,是收益之前的资产配置结构,不易受影响,且衡量更为精确。

(2)控股股东股权质押。参考徐寿福等(2016)<sup>[56]</sup>和王雄元等(2018)<sup>[21]</sup>,本文以控股股东年末是否质押(*Ple\_d*)与质押股数占所持股数之比(*Ple\_r*)衡量控股股东股权质押意愿及规模。

(3)投资者情绪。翟淑萍等(2017)<sup>[57]</sup>认为,在资本市场中的股票价值误定价主要是由于投资者情绪引起,而Tobin'Q涵盖了实体企业未来投资机会和股票价值误定价。因此,本文参考翟淑萍等(2017)<sup>[57]</sup>和花贵如等(2021)<sup>[58]</sup>,通过分解Tobin'Q的方法衡量实体企业面临的投资者情绪。具体而言,在控制行业和年份效应的基础上,采用股东权益净利率(*Roe*)、主营业务收入增长率(*Growth*)、资产负债率(*Lev*)、企业规模(*Size*)等指标对Tobin'Q进行回归,将残差项作为投资者情绪的替代变量,构建如下回归方程。

$$Q_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Roe_{i,t} + \gamma_2 Growth_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 Size_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(4)控制变量。参考以往研究,本文在计量模型中控制了公司财务与治理指标:盈利能力(*Roa*)、独立董事比例(*Indep*)、管理层持股(*Mshare*)、领导权结构(*Dual*)、企业规模(*Size*)、机构投资者持股(*Ins*)、财务杠杆(*Lev*)、股权集中度(*Top1*)、发展速度(*Growth*)、董事会规模(*Board*)和营业利润率(*Opr*)等。具体变量说明如表1所示。

表1 变量说明

| 变量符号          | 变量名称    | 变量定义   |
|---------------|---------|--|
| <i>Fin</i>    | 实体企业金融化 | (交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 投资性房地产 + 持有至到期投资 + 发放贷款及垫款 + 衍生金融资产)/总资产 |
| <i>Ple_d</i>  | 是否股权质押  | 若当年末控股股东存在股权质押为1,否则为0  |
| <i>Ple_r</i>  | 累计质押比率  | 当年末控股股东累计在押股数占持有实体企业股数之比                                       |
| <i>Sent</i>   | 投资者情绪   | 分解Tobin'Q  |
| <i>Size</i>   | 企业规模    | 总资产的自然对数   |
| <i>Lev</i>    | 财务杠杆    | 总负债与总资产之比  |
| <i>Growth</i> | 发展速度    | (当年主营业务收入 - 上年主营业务收入)/上年主营业务收入                                 |
| <i>Roa</i>    | 盈利能力    | 净利润与总资产之比  |
| <i>Opr</i>    | 营业利润率   | 营业利润与营业收入之比  |
| <i>Top1</i>   | 股权集中度   | 第一大股东持股比例  |
| <i>Board</i>  | 董事会规模   | 董事会人数加1取自然对数   |
| <i>Indep</i>  | 独立董事比例  | 独立董事与董事会总人数之比  |
| <i>Dual</i>   | 领导权结构   | 若董事长与总经理两职合一为1,否则取0  |
| <i>Ins</i>    | 机构投资者持股 | 机构投资者持股比例  |
| <i>Mshare</i> | 管理层持股   | 管理层持股数比例   |

资料来源:作者整理

### 3. 研究模型

首先,假设H<sub>1</sub>考察了控股股东股权质押对实体企业金融化的关系,而这一关系有可能受到不可观察因素的影响。因此,为了使得结论更为稳健,本文参考刘伟和曹瑜强(2018)<sup>[8]</sup>、杜勇等(2019)<sup>[15]</sup>等研究,建立如下的双向固定效应模型。

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ple\_r_{i,t}/Ple\_d_{i,t} + \alpha_2 Controls + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,*Fin*为实体企业金融化程度,*Ple\_r*和*Ple\_d*分别为控股股东累计质押比和是否质押,*Controls*为本文选取的控制变量, $\mu$ 和 $\lambda$ 分别为研究模型中的个体与时间效应, $\varepsilon$ 为随机扰动项。根据假设H<sub>1</sub>,若控股股东股权质押加剧实体企业金融化,预期股权质押的系数 $\alpha_1$ 显著为正。

其次,假设H<sub>2</sub>考察了投资者情绪对实体企业金融化的影响。同样地,为了控制不随时间变化的企业个体特征和年度之间被遗漏的异质性问题,对投资者情绪与实体企业金融化关系之间造成的影响,同样构建如下模型:

$$Fin_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Sent_{i,t} + \delta_2 Controls + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,*Sent*是采用分解Tobin'Q方式衡量的投资者情绪,倘若假设H<sub>2</sub>成立,则预期投资者情绪的系数 $\delta_1$ 显著为正。

最后,为检验假设H<sub>3</sub>,投资者情绪在控股股东股权质押对实体企业金融化这一路径中起起的中介作用。本文在模型(2)的基础上,进一步构建以下中介效应模型:

$$Sent_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ple_{r_{i,t}}/Ple_{d_{i,t}} + \beta_2 Controls + \mu_i + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Fin_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Ple_{r_{i,t}}/Ple_{d_{i,t}} + \gamma_2 Sent_{i,t} + \gamma_3 Controls + \mu_i + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

上述中介模型中,在检验完模型(2)的基础上,检验模型(4)与模型(5)。若系数 $\beta_1$ 和 $\gamma_2$ 至少有一个不显著,反映出投资者情绪中介作用较弱,需要进一步用Sobel等方法进行验证。若 $\beta_1$ 和 $\gamma_2$ 都显著,则进一步判断 $\gamma_1$ 系数的显著性。若 $\gamma_1$ 显著则投资者情绪在作用机制中呈部分中介作用,若 $\gamma_1$ 不显著,则投资者情绪在作用机制中呈完全中介作用。

## 四、实证分析

### 1. 描述性统计

对本文所涉及的主要变量进行描述性统计,结果如表2所示。具体地,可以发现年末存在控股股东股权质押行为的企业约占全样本的27.7%,意味着企业控股股东股权质押行为越发常态化。就实体企业金融化指标( $Fin$ )而言,均值为0.034,中位数为0.008,均值大于中位数,说明实体企业中存在一部分金融化程度较高的企业。而财务杠杆指标的最大值为0.887,最小值为0.051,标准差为0.203,表明该指标样本企业间存在差异;但均值和中位数均在0.419附近,表明企业的资产约有40%来自于负债融资,负债结构良好。投资者情绪的最小值为-1.953,最大值为4.850,标准差为1.099,说明样本公司层面投资者情绪波动幅度较大,符合中国市场情况,具有比较好的研究价值和机遇。此外,剩余主要变量也处在合理的区间内,本文不再赘述。

此外,表2最后一列列示了模型中变量的方差膨胀因子(VIF)。可以发现模型中变量最大VIF值为2.79,故本文的计量模型中没有较大的多重共线性问题。

表2 相关变量的描述性统计结果

| 变量       | 观测值   | 均值     | 标准差   | 最小值    | 中位数    | 最大值    | VIF   |
|----------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| $Fin$    | 18194 | 0.034  | 0.066 | 0      | 0.008  | 0.401  |       |
| $Ple_r$  | 18194 | 0.151  | 0.286 | 0      | 0      | 1      | 1.060 |
| $Ple_d$  | 18194 | 0.277  | 0.447 | 0      | 0      | 1      | 1.070 |
| $Sent$   | 18194 | -0.069 | 1.099 | -1.953 | -0.259 | 4.850  | 1.160 |
| $Growth$ | 18194 | 0.095  | 0.247 | -1.086 | 0.109  | 0.758  | 1.140 |
| $Opr$    | 18194 | 0.090  | 0.152 | -0.644 | 0.075  | 0.606  | 2.520 |
| $Roa$    | 18194 | 0.043  | 0.052 | -0.170 | 0.039  | 0.196  | 2.790 |
| $TOP1$   | 18194 | 0.351  | 0.150 | 0.084  | 0.333  | 0.750  | 1.160 |
| $Ins$    | 18194 | 0.066  | 0.070 | 0      | 0.043  | 0.333  | 1.190 |
| $Dual$   | 18194 | 0.254  | 0.436 | 0      | 0      | 1      | 1.090 |
| $Indep$  | 18194 | 0.374  | 0.053 | 0.333  | 0.333  | 0.571  | 1.410 |
| $MShare$ | 18194 | 0.803  | 0.398 | 0      | 1      | 1      | 1.090 |
| $Board$  | 18194 | 2.258  | 0.177 | 1.792  | 2.303  | 2.773  | 1.540 |
| $Lev$    | 18194 | 0.419  | 0.203 | 0.051  | 0.412  | 0.887  | 1.730 |
| $Size$   | 18194 | 22.179 | 1.268 | 19.86  | 22.007 | 26.191 | 1.700 |

资料来源:作者整理

### 2. 多元回归分析

(1)控股股东股权质押与实体企业金融化。根据模型(2)的设定,在利用豪斯曼检验、F检验和LM检验进行初步检验之后,结果均显示,相较于混合OLS与随机效应模型,双向固定效应模型是检验假设 $H_1$ 最稳健的计量方法。因此,为更稳健地检验假设 $H_1$ ,本文结合经过Robust异方差调整的方法对模型进行更为稳健的估计,回归结果如表3所示。列(1)考察了控股股东是否进行股权质押对实体企业金融化的影响,结果显示, $Ple_d$ 系数为0.003,且在5%的水平上显著,表明存



在控股股东股权质押的实体企业“脱实向虚”程度更高。从经济意义看,列(1)中  $Ple\_d$  的系数表明,相对于没有控股股东进行股权质押的企业,存在控股股东股权质押企业的平均金融投资水平约高出 8.82% ( $0.003 \div 0.034 \approx 0.0882$ )。

而列(2)则考察了控股股东股权累计质押比率与实体企业金融化程度的关系,结果显示,  $Ple\_r$  系数为 0.005,且在 5% 的水平上显著,表明随着控股股东股权质押比例的上升,实体企业“脱实向虚”程度越高。从经济意义看,列(2)中  $Ple\_r$  的系数表明,实体企业中的累计质押比率每增加一个标准差,实体企业金融化投资水平相对于均值约增加 4.2% ( $0.005 \times 0.286 \div 0.034 \approx 0.0421$ )。总体来看,双向固定效应回归结果支持了本文的研究假设  $H_1$ 。即存在控股股东股权质押的实体企业,金融化水平会相对更高;控股股东股权质押会加剧实体企业金融化。

表 3 控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业金融化

| 变量            | (1)                   | (2)                   | (3)                   |
|---------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|               | <i>Fin</i>            | <i>Fin</i>            | <i>Fin</i>            |
| <i>Ple_d</i>  | 0.003 **<br>(2.54)    |                       |                       |
| <i>Ple_r</i>  |                       | 0.005 **<br>(2.30)    |                       |
| <i>Sent</i>   |                       |                       | 0.003 ***<br>(3.83)   |
| <i>Growth</i> | -0.005 ***<br>(-2.66) | -0.005 ***<br>(-2.67) | -0.005 **<br>(-2.52)  |
| <i>Opr</i>    | 0.017 **<br>(2.14)    | 0.016 **<br>(2.11)    | 0.019 **<br>(2.40)    |
| <i>Roa</i>    | -0.066 ***<br>(-3.23) | -0.065 ***<br>(-3.20) | -0.080 ***<br>(-3.81) |
| <i>TOP1</i>   | 0.007<br>(0.63)       | 0.008<br>(0.64)       | 0.008<br>(0.71)       |
| <i>Ins</i>    | -0.012<br>(-1.51)     | -0.012<br>(-1.49)     | -0.023 ***<br>(-2.66) |
| <i>Dual</i>   | -0.001<br>(-0.46)     | -0.001<br>(-0.46)     | -0.001<br>(-0.40)     |
| <i>Indep</i>  | -0.006<br>(-0.43)     | -0.006<br>(-0.42)     | -0.007<br>(-0.49)     |
| <i>MShare</i> | -0.000<br>(-0.22)     | -0.000<br>(-0.21)     | -0.000<br>(-0.09)     |
| <i>Board</i>  | -0.006<br>(-1.04)     | -0.006<br>(-1.04)     | -0.007<br>(-1.09)     |
| <i>Lev</i>    | -0.006<br>(-0.90)     | -0.006<br>(-0.89)     | -0.008<br>(-1.24)     |
| <i>Size</i>   | -0.009 ***<br>(-4.44) | -0.008 ***<br>(-4.40) | -0.008 ***<br>(-4.10) |
| 常数项           | 0.229 ***<br>(5.18)   | 0.227 ***<br>(5.14)   | 0.215 ***<br>(4.94)   |

续表 3

| 变量                | (1)        | (2)        | (3)        |
|-------------------|------------|------------|------------|
|                   | <i>Fin</i> | <i>Fin</i> | <i>Fin</i> |
| 个体/时间固定效应         | 控制         | 控制         | 控制         |
| 观测值               | 18194      | 18194      | 18194      |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.098      | 0.097      | 0.099      |

注:括号内数值为 Robust 异方差修正的 *t* 值; \*、\*\* 与 \*\*\* 分别代表模型统计量在 10%、5% 与 1% 的显著性,下同  
资料来源:作者整理

(2) 投资者情绪与实体企业金融化。根据模型(3)的设定,采用与上文相同的方法对模型进行估计,结果如表 3 列(3)所示。结果显示,投资者情绪在 1% 水平上显著加剧了实体企业金融化,表明实体企业金融化投资不仅仅存在蓄水池和投资套利动机,还存在更为直接的迎合动机,资本市场中的投资者情绪会使得实体企业管理层产生迎合心理,进而加剧实体企业“脱实向虚”。从经济意义看,*Sent* 的系数意味着,投资者情绪每增加一个标准差,实体企业金融化投资水平相对于均值约增加 9.7% ( $0.003 \times 1.099 \div 0.034 \approx 0.0970$ )。结果证实了本文的研究假设 H<sub>2</sub>,即资本市场投资者情绪会加剧实体企业金融化。

(3) 投资者情绪的中介作用检验。为了考察投资者情绪在控股股东股权质押加剧实体企业金融化这一路径的作用,本文在对模型(2)进行回归前提下,进一步通过模型(4)检验控股股东股权质押对投资者情绪的影响,并且将投资者情绪作为中介变量一起放入控股股东股权质押对实体企业金融化的模型(5)中,结果如表 4 所示。

列(1)和列(4)中检验控股股东累计质押比/是否质押 (*Ple\_r/Ple\_d*) 对实体企业金融化的影响,列(2)与列(5)检验控股股东累计质押比/是否质押对投资者情绪 (*Sent*) 的影响,列(3)与列(6)则检验了控股股东累计质押比/是否质押与投资者情绪对实体企业金融化的影响。列(1)与列(4)即前文检验的假设 H<sub>1</sub>,结果显示,控股股东股权质押显著加剧实体企业金融化。而列(2)与列(5)则是本文构建控股股东股权质押与投资者情绪的回归模型结果。列(2)结果显示,控股股东股权是否质押 (*Ple\_d*) 的系数为 0.102,并且在 1% 水平上显著为正;而列(5)控股股东累计质押比 (*Ple\_r*) 的系数为 0.081,并且在 5% 水平上显著为正,意味着控股股东股权质押会使得资本市场投资者情绪高涨。进一步观察列(3),可以发现在模型(2)基础上引入投资者情绪的中介变量之后,投资者情绪的系数在 1% 水平上显著,同时控股股东股权累计质押比率的系数则在 5% 水平上显著。而在列(6)中,投资者情绪的系数在 1% 水平上显著,同时控股股东股权是否质押的系数也在 5% 水平上显著。这个结果说明,投资者情绪在控股股东股权质押加剧实体企业金融化的过程中起部分中介作用,结果证实了本文的研究假设 H<sub>3</sub>,意味着无论实体企业处于控股股东股权质押期间,或者质押比例上升,都会使得投资者情绪高涨,而控股股东为了维持股价水平更愿意采用金融化投资迎合资本市场投资者,体现了控股股东股权质押后的金融化迎合动机。为了使得结论更为可靠,本文还采用 Sobel 方法进行检验,结果都在 1% 水平上显著,进一步说明中介效应成立。

表 4 投资者情绪的中介效应检验

| 变量           | (1)                | (2)                 | (3)                | (4)                | (5)                | (6)                |
|--------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|              | <i>Fin</i>         | <i>Sent</i>         | <i>Fin</i>         | <i>Fin</i>         | <i>Sent</i>        | <i>Fin</i>         |
| <i>Ple_d</i> | 0.003 **<br>(2.54) | 0.102 ***<br>(4.60) | 0.003 **<br>(2.34) |                    |                    |                    |
| <i>Ple_r</i> |                    |                     |                    | 0.005 **<br>(2.30) | 0.081 **<br>(2.29) | 0.004 **<br>(2.21) |

续表 4

| 变量                | (1)                 | (2)                 | (3)                 | (4)                 | (5)                 | (6)                 |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                   | <i>Fin</i>          | <i>Sent</i>         | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Sent</i>         | <i>Fin</i>          |
| <i>Sent</i>       |                     |                     | 0.003 ***<br>(3.74) |                     |                     | 0.003 ***<br>(3.80) |
| 控制变量              | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 常数项               | 0.229 ***<br>(5.18) | 3.200 ***<br>(3.85) | 0.220 ***<br>(5.07) | 0.227 ***<br>(5.14) | 3.103 ***<br>(3.73) | 0.219 ***<br>(5.04) |
| 个体/时间固定效应         | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 观测值               | 18194               | 18194               | 18194               | 18194               | 18194               | 18194               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.098               | 0.127               | 0.100               | 0.097               | 0.126               | 0.100               |

资料来源:作者整理

### 3. 稳健性检验

(1)倾向得分匹配。本文的实体企业样本中,包含质押与未质押两种,为了规避样本之间存在的系统差异,选取倾向得分匹配 PSM 方法,估计控股股东股权质押对实体企业金融化的真实影响。参考翟胜宝等(2017)<sup>[59]</sup>、唐玮等(2019)<sup>[33]</sup>和冯晓晴等(2020)<sup>[60]</sup>等研究,通过选取第一大股东持股比、资产负债率及企业规模的协变量,并考虑年度、行业 and 地区的影响,对研究样本进行最近邻 1:1、1:2 和 1:3 匹配之后,重新回归模型(2)。表 5 的结果显示,*Ple\_d* 与 *Ple\_r* 的系数依然显著为正,说明股权质押加剧实体企业金融化的结果在控制了样本系统差别之后依然稳健。

(2)Heckman 两段法。在第一阶段中,参考宋迪和杨超(2018)<sup>[61]</sup>的研究,建立关于控股股东股权质押的 Probit 模型。其中,选取可能会影响股权质押虚拟变量(*Ple\_d*)、控股股东累计质押股权比(*Ple\_r*)的一阶滞后因素为解释变量,分别对被解释变量进行回归。然后将第一阶段计算出的逆米尔斯比,放入第二阶段方程中进行回归,结果如表 5 所示。可以发现,逆米尔斯比与主要解释变量都显著,说明在控制了研究中存在的选择性问题上,结果与前述结果保持一致。

表 5 倾向得分匹配与 Heckman 两段法结果

| 变量                | PSM(1:1)            |                     | PSM(1:2)            |                     | PSM(1:3)            |                     | Heckman<br>第二阶段     | Heckman<br>第二阶段     |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                   | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          |
| <i>Ple_d</i>      | 0.003 *<br>(1.77)   |                     | 0.002 *<br>(1.68)   |                     | 0.003 *<br>(1.82)   |                     | 0.003 **<br>(2.52)  |                     |
| <i>Ple_r</i>      |                     | 0.004 *<br>(1.88)   |                     | 0.004 *<br>(1.88)   |                     | 0.004 *<br>(1.85)   |                     | 0.003 *<br>(1.76)   |
| <i>Imr2</i>       |                     |                     |                     |                     |                     |                     | 0.004 *<br>(1.72)   | 0.004 *<br>(1.70)   |
| 控制变量              | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 常数项               | 0.302 ***<br>(4.57) | 0.300 ***<br>(4.54) | 0.316 ***<br>(5.35) | 0.315 ***<br>(5.33) | 0.292 ***<br>(5.25) | 0.291 ***<br>(5.22) | 0.240 ***<br>(8.96) | 0.238 ***<br>(8.89) |
| 个体/时间固定效应         | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 观测值               | 8398                | 8398                | 10452               | 10452               | 11806               | 11806               | 14381               | 14381               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.098               | 0.098               | 0.103               | 0.103               | 0.104               | 0.104               | -0.113              | -0.113              |

资料来源:作者整理

(3) 替换被解释变量。参考杜勇和邓旭(2020)<sup>[11]</sup>的研究,本文还采用实体企业是否持有金融资产替换被解释变量,分别对模型(2)、模型(3)和模型(5)重新回归,结果如表6所示。可以发现,控股股东股权质押和投资者情绪对实体企业金融化的正向关系依然显著,投资者情绪的中介作用同样显著存在,证明本文的结论比较稳健。

表6 替换被解释变量检验

| 变量                | <i>Fin_d</i>       | <i>Fin_d</i>       | <i>Fin_d</i>       | <i>Fin_d</i>       | <i>Fin_d</i>       |
|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                   | 模型(2)              | 模型(2)              | 模型(3)              | 模型(5)              | 模型(5)              |
| <i>Ple_d</i>      | 0.050***<br>(5.49) |                    |                    | 0.049***<br>(5.32) |                    |
| <i>Ple_r</i>      |                    | 0.068***<br>(4.96) |                    |                    | 0.066***<br>(4.86) |
| <i>Sent</i>       |                    |                    | 0.018***<br>(4.16) | 0.017***<br>(3.96) | 0.017***<br>(4.07) |
| 控制变量              | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                 |
| 常数项               | -0.303<br>(-1.12)  | -0.326<br>(-1.21)  | -0.440<br>(-1.62)  | -0.356<br>(-1.32)  | -0.380<br>(-1.40)  |
| 个体/时间固定效应         | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                 |
| 观测值               | 18194              | 18194              | 18194              | 18194              | 18194              |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.313              | 0.313              | 0.312              | 0.314              | 0.314              |

资料来源:作者整理

(4) 投资者情绪的内生性检验。在前述理论与实证过程中,提出并验证了投资者情绪对实体企业金融化具有显著影响,即投资者情绪会显著提升实体企业金融化水平,但却无法排除实体企业金融化对投资者情绪的反向助推影响。为了缓解投资者情绪与实体企业金融化的研究中,可能存在的内生性问题造成的影响,本文参考张前程和杨德才(2015)<sup>[62]</sup>、花贵如等(2021)<sup>[58]</sup>的研究,将投资者情绪的一阶滞后项选为模型(3)中的工具变量(IV),并进一步选择两阶段最小二乘(2SLS)方法控制模型中可能存在的反向因果问题,结果如表7所示。观察第一阶段结果,F值为420.43,证实没有弱工具变量问题。第二阶段的回归结果则凸显了投资者情绪会显著加剧实体企业金融化,这与本文前述结果保持一致。

表7 投资者情绪的内生性检验

| 变量                | 第一阶段                 | 第二阶段                |
|-------------------|----------------------|---------------------|
|                   | <i>Sent</i>          | <i>Fin</i>          |
| <i>Sent</i>       |                      | 0.004***<br>(4.75)  |
| <i>Lsent</i>      | 0.640***<br>(55.74)  |                     |
| 控制变量              | 控制                   | 控制                  |
| 常数项               | -0.876***<br>(-4.51) | 0.178***<br>(12.12) |
| F值                | 420.43***            |                     |
| Wald统计量           |                      | 754.97***           |
| 观测值               | 14381                | 14381               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.522                | 0.068               |

资料来源:作者整理

(5) 滞后股权质押变量。考虑到控股股东股权质押对同期投资者情绪与实体企业金融化行为存在的滞后影响,及避免同期相关的内生性问题,参考宋霞等(2019)<sup>[63]</sup>的研究,将控股股东股权质押变量滞后一期,重新检验研究模型,结果如表 8 所示。可以发现,控股股东股权质押分别对投资者情绪和实体企业金融化之间的影响显著为正,投资者情绪的中介效应依然显著存在。

表 8 滞后股权质押变量检验

| 变量                | (1)                 | (2)                 | (3)                 | (4)                 | (5)               | (6)                 |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|---------------------|
|                   | <i>Fin</i>          | <i>Sent</i>         | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Sent</i>       | <i>Fin</i>          |
| <i>LPle_d</i>     | 0.004 ***<br>(2.63) | 0.073 ***<br>(3.02) | 0.004 **<br>(2.52)  |                     |                   |                     |
| <i>LPle_r</i>     |                     |                     |                     | 0.006 **<br>(2.43)  | 0.074 *<br>(1.91) | 0.006 **<br>(2.35)  |
| <i>Sent</i>       |                     |                     | 0.003 ***<br>(3.64) |                     |                   | 0.003 ***<br>(3.67) |
| 控制变量              | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                | 控制                  |
| 常数项               | 0.242 ***<br>(4.88) | 1.107<br>(1.32)     | 0.238 ***<br>(4.87) | 0.240 ***<br>(4.85) | 1.043<br>(1.25)   | 0.237 ***<br>(4.83) |
| 个体/时间固定效应         | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                | 控制                  |
| 观测值               | 14381               | 14381               | 14381               | 14381               | 14381             | 14381               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.090               | 0.119               | 0.092               | 0.090               | 0.118             | 0.092               |

资料来源:作者整理

(6) 增加控制变量。考虑到前述模型检验中,实体企业金融化可能会受到当期“套利”需求及未来资金“蓄水池”需求的影响。参考宋军和陆旸(2015)<sup>[13]</sup>、刘贯春等(2018)<sup>[64]</sup>的研究,分别利用当期金融渠道获利与未来一期融资约束程度,衡量新的控制变量“金融资产收益水平”及“蓄水池效应”。其中,考虑到金融渠道获利衡量的异质性,本文分别利用广义金融渠道获利(*FP\_G*)与狭义金融渠道获利(*FP\_X*)<sup>①</sup>,在借助营业利润对二者进行标准化处理后,用来表示实体企业的金融渠道获利。而对于实体企业未来蓄水池需求,本文则采用未来一期 SA 指数进行衡量。将当期金融渠道获利与未来一期融资约束程度作为控制变量,重新对假设 H<sub>1</sub> ~ 假设 H<sub>3</sub> 进行检验,结果如表 9 所示。可以发现,当期金融渠道获利与未来一期融资约束显著增加了实体企业金融化程度,证明实体企业金融化会受到当期“套利”需求及未来资金“蓄水池”需求的影响。在控制了二者影响之后,结论与前述保持一致,结果依然稳健。

表 9 增加控制变量检验

| Panel_A      | H <sub>1</sub> /H <sub>3</sub> |                   |                     |                    |                     |                     | H <sub>2</sub>      |                     |
|--------------|--------------------------------|-------------------|---------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|              | <i>Fin</i>                     | <i>Fin</i>        | <i>Sent</i>         | <i>Sent</i>        | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          |
| <i>Ple_d</i> | 0.003 **<br>(2.11)             |                   | 0.102 ***<br>(4.60) |                    | 0.003 *<br>(1.92)   |                     |                     |                     |
| <i>Ple_r</i> |                                | 0.003 *<br>(1.79) |                     | 0.083 **<br>(2.33) |                     | 0.003 *<br>(1.69)   |                     |                     |
| <i>Sent</i>  |                                |                   |                     |                    | 0.003 ***<br>(3.63) | 0.003 ***<br>(3.67) | 0.003 ***<br>(3.69) | 0.003 ***<br>(3.69) |

① 为保证结论的稳健性,广义金融渠道获利用投资收益、公允价值变动损益和其他综合收益进行衡量。狭义金融渠道获利则在广义金融渠道获利的基础上,扣除联营与合营企业的投资收益进行衡量。

续表 9

| Panel_A           | H <sub>1</sub> /H <sub>3</sub> |                     |                     |                     |                     |                     | H <sub>2</sub>      |                     |
|-------------------|--------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                   | <i>Fin</i>                     | <i>Fin</i>          | <i>Sent</i>         | <i>Sent</i>         | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          |
| <i>FP_G</i>       | 0.003 ***<br>(5.78)            | 0.003 ***<br>(5.78) | 0.016 **<br>(2.48)  | 0.016 **<br>(2.49)  | 0.003 ***<br>(5.73) | 0.003 ***<br>(5.72) | 0.003 ***<br>(5.74) | 0.003 ***<br>(5.74) |
| <i>SA</i>         | 0.039 **<br>(2.57)             | 0.039 ***<br>(2.59) | -0.328<br>(-1.20)   | -0.300<br>(-1.09)   | 0.040 ***<br>(2.67) | 0.040 ***<br>(2.68) | 0.041 ***<br>(2.78) | 0.041 ***<br>(2.78) |
| 控制变量              | 控制                             | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 常数项               | 0.103<br>(1.46)                | 0.100<br>(1.42)     | 4.239 ***<br>(3.22) | 4.055 ***<br>(3.07) | 0.092<br>(1.34)     | 0.090<br>(1.31)     | 0.082<br>(1.20)     | 0.082<br>(1.20)     |
| 个体/时间固定效应         | 控制                             | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 观测值               | 18174                          | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.105                          | 0.104               | 0.128               | 0.127               | 0.107               | 0.107               | 0.106               | 0.106               |

  

| Panel_B           | H <sub>1</sub> /H <sub>3</sub> |                     |                     |                     |                     |                     | H <sub>2</sub>      |                     |
|-------------------|--------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                   | <i>Fin</i>                     | <i>Fin</i>          | <i>Sent</i>         | <i>Sent</i>         | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          | <i>Fin</i>          |
| <i>Ple_d</i>      | 0.003 **<br>(2.12)             |                     | 0.102 ***<br>(4.61) |                     | 0.003 *<br>(1.93)   |                     |                     |                     |
| <i>Ple_r</i>      |                                | 0.003 *<br>(1.77)   |                     | 0.083 **<br>(2.33)  |                     | 0.003 *<br>(1.67)   |                     |                     |
| <i>Sent</i>       |                                |                     |                     |                     | 0.003 ***<br>(3.60) | 0.003 ***<br>(3.65) | 0.003 ***<br>(3.66) | 0.003 ***<br>(3.66) |
| <i>FP_X</i>       | 0.004 ***<br>(6.47)            | 0.004 ***<br>(6.46) | 0.018 ***<br>(2.62) | 0.018 ***<br>(2.61) | 0.004 ***<br>(6.42) | 0.004 ***<br>(6.41) | 0.004 ***<br>(6.43) | 0.004 ***<br>(6.43) |
| <i>SA</i>         | 0.039 **<br>(2.57)             | 0.039 ***<br>(2.59) | -0.328<br>(-1.20)   | -0.300<br>(-1.09)   | 0.040 ***<br>(2.67) | 0.040 ***<br>(2.68) | 0.041 ***<br>(2.78) | 0.041 ***<br>(2.78) |
| 控制变量              | 控制                             | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 常数项               | 0.104<br>(1.47)                | 0.101<br>(1.44)     | 4.244 ***<br>(3.22) | 4.059 ***<br>(3.07) | 0.093<br>(1.36)     | 0.090<br>(1.32)     | 0.083<br>(1.22)     | 0.083<br>(1.22)     |
| 个体/时间固定效应         | 控制                             | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 观测值               | 18174                          | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               | 18174               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.106                          | 0.106               | 0.128               | 0.127               | 0.108               | 0.108               | 0.108               | 0.108               |

资料来源:作者整理

## 五、进一步研究

### 1. 基于融资约束的再检验

前文论述了控股股东倾向于持有金融资产,其持有目的在于金融资产的蓄水池属性和套利属性,可能是用于缓解质押期间内存在的持续性资金短缺和平仓风险。实际上,在质押期间,实体企业面临的融资约束水平存在差异,其持有金融资产的目的也不同。当实体企业面临融资约束较为严峻时,有更强的动机通过金融化资产配置进行流动性资产储备。结合实体企业面临的较强融资约束环境,本文分析若实体企业处于控股股东股权质押期间时,控股股东股权质押加剧实体企业金融化效果应更明显。表明金融资产的蓄水池作用对处于质押期间的控股股东拥有战略优先级,此时更为重视外部不确定性风险,体现出长期战略决策的方向。那么控股股东股权质押后的金融决策行为是否会受融资约束的影响,中介路径是否依然存在?

进而,本文参考 Hadlock 和 Pierce(2010)<sup>[65]</sup>的方法构建 SA 指数检验实体企业受到的融资约束

程度(FC)<sup>①</sup>。在此基础上,按各实体企业的融资约束程度(FC)与SA指数的年度行业均值进行比较,当FC大于SA指数的年度行业均值时,为高融资约束组;否则为低融资约束组。结果如表10所示。低融资约束组中控股股东股权质押会显著加剧实体企业金融化,并且投资者情绪的中介作用显著;而高融资约束组中控股股东股权质押会减少实体企业金融化,但其系数并不显著,同时投资者情绪的部分中介作用也不存在。看似这一结果与预期不符,实际上却有道理可寻。当企业面临较轻的融资约束时,质押期间控股股东配置了更多金融资产。表明在控股股东股权质押期间,实体企业不存在财务困境时,更倾向于配置更多的金融资产进行套利。由于实体企业受融资约束小,投资者对实体企业未来信心较足。控股股东也有更多的空间实施信息管理、寻租等手段,刺激投资者情绪。在投资者情绪较高时,控股股东的操纵空间更大,更可能采用金融化迎合资本市场投资者。而当实体企业面临较高融资约束时,质押期间的控股股东并不会配置更多的金融资产,突出了在此期间,控股股东的“蓄水池”动机较弱。也侧面印证金融资产风险较高、需要大量资金投入的特性,影响了控股股东在面临融资约束时的决策。同时,资本市场投资者对于实体企业的信心也会随着实体企业的融资约束程度升高而降低,因此控股股东股权质押期间诱发投资者情绪的成效也会受到限制。

表 10 蓄水池动机(缓解融资约束)的检验

| 变量                | 低融资约束               |                     |                     | 高融资约束               |                     |                     |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                   | Fin                 | Sent                | Fin                 | Fin                 | Sent                | Fin                 |
| Ple_d             | 0.004 **<br>(2.41)  | 0.124 ***<br>(4.29) | 0.003 **<br>(2.20)  | -0.001<br>(-0.23)   | 0.024<br>(0.74)     | -0.001<br>(-0.24)   |
| Sent              |                     |                     | 0.003 ***<br>(3.50) |                     |                     | 0.001<br>(1.16)     |
| 控制变量              | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 常数项               | 0.142 ***<br>(2.59) | 1.621<br>(1.60)     | 0.138 **<br>(2.53)  | 0.324 ***<br>(5.16) | 4.401 ***<br>(3.84) | 0.319 ***<br>(5.05) |
| 个体/时间固定效应         | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 观测值               | 9687                | 9687                | 9687                | 8507                | 8507                | 8507                |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.139               | 0.158               | 0.141               | 0.077               | 0.136               | 0.077               |

资料来源:作者整理

## 2. 基于金融资产持有动机的检验

通常而言,企业管理层持有差异性金融资产的目的有所不同。持有较多短期金融资产(高流动性)的实体企业,主要是以流动性储备为目的。而持有长期金融资产(高收益性)的实体企业,则以获得金融资产带来的高额利润为目的。为了进一步考察控股股东股权质押背景下的金融化投资动机,本文将实体企业金融化投资分为短期与长期两类。具体而言,实体企业持有金融资产的蓄水池动机,用短期金融资产投资趋势( $Fin\_T$ )衡量;而衡量持有金融资产的套利动机,则用长期金融资产投资趋势( $Fin\_B$ )衡量<sup>②</sup>。

将  $Fin\_B$  与  $Fin\_T$  带入原模型,结果如表 11 所示。可以发现,控股股东股权是否质押( $Ple\_d$ )的系数只对长期金融资产显著正相关,且系数绝对值大于对短期金融资产的系数。而在投资者情绪的中介作用中,控股股东股权质押与投资者情绪同样是只对长期金融资产显著正相关,且系数绝

①  $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$ 。其中,SA 指数取绝对值,绝对值越大,意味着外部融资约束程度越高。

② 短期金融资产投资趋势,用交易性金融资产与总资产之比来表示。长期金融资产投资趋势,用可供出售金融资产净额、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额之和与总资产之比来表示。

对值同样大于对投机金融资产的系数。由于长期金融资产相较于短期资产带来的价值增值更大,意味着控股股东股权质押之后控股股东为了迎合投资者情绪,更倾向于投资长期金融资产。补充验证了前述控股股东并不会在融资约束较高时增加实体企业金融化,这是因为控股股东以持有长期金融资产(投资套利)为目的,而不是缓解融资约束。

表 11 金融资产持有动机(投机套利)的检验

| 变量                | 长期金融资产             |                    |                    |                    | 短期金融资产            |                    |                    |                    |
|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                   | <i>Fin_B</i>       | <i>Sent</i>        | <i>Fin_B</i>       | <i>Fin_B</i>       | <i>Fin_T</i>      | <i>Sent</i>        | <i>Fin_T</i>       | <i>Fin_T</i>       |
| <i>Ple_d</i>      | 0.002***<br>(3.10) | 0.102***<br>(4.60) |                    | 0.002***<br>(2.96) | 0.001<br>(0.93)   | 0.102***<br>(4.60) |                    | 0.001<br>(0.78)    |
| <i>Sent</i>       |                    |                    | 0.001**<br>(2.31)  | 0.001**<br>(2.20)  |                   |                    | 0.002***<br>(3.01) | 0.002***<br>(2.98) |
| 控制变量              | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                | 控制                 | 控制                 | 控制                 |
| 常数项               | 0.154***<br>(5.61) | 3.200***<br>(3.85) | 0.148***<br>(5.43) | 0.151***<br>(5.56) | 0.064**<br>(2.11) | 3.200***<br>(3.85) | 0.058*<br>(1.92)   | 0.060*<br>(1.96)   |
| 个体/时间固定效应         | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                 | 控制                | 控制                 | 控制                 | 控制                 |
| 观测值               | 18194              | 18194              | 18194              | 18194              | 18194             | 18194              | 18194              | 18194              |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.023              | 0.127              | 0.023              | 0.024              | 0.103             | 0.127              | 0.104              | 0.104              |

资料来源:作者整理

### 3. 基于股市周期的检验

根据本文前述理论推演,控股股东在股权质押后,为了迎合投资者情绪,实体企业更倾向于采取金融化投资决策。而控股股东及投资者的决策推断会受到资本市场整体走势的影响。当资本市场走势较弱时,控股股东在股权质押后面临着较高的股价下跌风险,而投资者对于资本市场信心则较低。当资本市场走势较强时,这一现状则相反。那么股市周期将如何影响控股股东股权质押对实体企业金融化的内在机制呢?

为了进一步考察股市周期的影响,本文参考肖峻(2013)<sup>[66]</sup>、钱爱民和张晨宇(2018)<sup>[67]</sup>等研究,将样本划分为熊牛市。其中,熊市(*Bull* = 0)衡量资本市场走势较弱,用年度内月均市场回报率小于 0 表示;牛市(*Bull* = 1)衡量资本市场走势较强,用年度内月均市场回报率大于 0 表示。回归结果如表 12 所示。

表 12 股市周期的检验

| 变量                | <i>Bull</i> = 0    | <i>Bull</i> = 1    | <i>Bull</i> = 0   | <i>Bull</i> = 1    | <i>Bull</i> = 0    | <i>Bull</i> = 1    |
|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                   | <i>Fin</i>         | <i>Fin</i>         | <i>Sent</i>       | <i>Sent</i>        | <i>Fin</i>         | <i>Fin</i>         |
| <i>Ple_d</i>      | 0.005***<br>(2.80) | 0.003*<br>(1.69)   | 0.044<br>(1.53)   | 0.144***<br>(4.22) | 0.005***<br>(2.77) | 0.003<br>(1.43)    |
| <i>Sent</i>       |                    |                    |                   |                    | 0.001<br>(1.33)    | 0.003***<br>(4.11) |
| 控制变量              | 控制                 | 控制                 | 控制                | 控制                 | 控制                 | 控制                 |
| 常数项               | 0.175***<br>(3.90) | 0.285***<br>(4.48) | 2.113**<br>(2.28) | 2.984***<br>(2.81) | 0.172***<br>(3.85) | 0.274***<br>(4.43) |
| 个体/时间固定效应         | 控制                 | 控制                 | 控制                | 控制                 | 控制                 | 控制                 |
| 观测值               | 9172               | 9022               | 9172              | 9022               | 9172               | 9022               |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.114              | 0.092              | 0.143             | 0.116              | 0.114              | 0.096              |

资料来源:作者整理



观察表 12 结果可以发现,在熊市时,控股股东股权质押会显著加剧实体企业金融化,其系数绝对值较牛市更大;熊市时的控股股东股权质押并不会诱发资本市场投资者情绪,并且基于投资者情绪的迎合路径也不存在。而在牛市时,控股股东股权质押不仅会诱发投资者情绪,而且投资者情绪在控股股东股权质押诱发实体企业金融化的作用机制中,具有完全中介作用。其可能的原因在于,熊市时的实体企业股价呈现下跌趋势,投资者对于股权质押提升未来企业价值的信心不足,控股股东面临较高的控制权转移风险。虽然此时的投资者投资决策更为严谨,但防范控制权转移是控股股东首要应对事件。由于金融化投资具有高收益等特性,倘若控股股东投资金融行业受益,则可以使得实体企业摆脱控制权转移危机,而失败则可以将原因归结于外部环境所致。因此,熊市周期的控股股东并不会基于迎合动机而倾向于减少金融化投资,反而会加大金融化投资应对控制权转移风险。而在牛市时,投资者对于市场信心增加,控股股东股权质押向外界传递的未来积极信号则被投资者接受(Li 等,2019)<sup>[52]</sup>,此时控股股东股权质押后的迎合渠道动机则最为强烈。

## 六、研究结论与启示

资本市场行为对实体企业金融化具有重要影响。本文以 2010—2019 年全部 A 股实体企业为样本,分别从控股股东股权质押及投资者情绪两方面视角,探究实体企业金融化的诱发因素及作用机制。研究发现:存在控股股东股权质押的实体企业更倾向于进行“金融化”;控股股东累计质押股份越多,实体企业越容易进行“金融化”。投资者情绪显著加剧了实体企业金融化,意味着企业的决策随着资本市场的情绪波动,实体企业更倾向于配置可以迎合高涨投资者情绪的金融资产。投资者情绪在控股股东股权质押影响实体企业金融化的过程中起部分中介作用,意味着实体企业控股股东股权质押后为了迎合高涨的投资者情绪,更倾向于采取金融化行为稳定股价。在融资约束较低的企业中,控股股东股权质押显著加剧实体企业金融化,投资者情绪的中介效应显著,排除了控股股东会基于蓄水池储备动机进行金融化投资;进一步区分金融资产,研究发现控股股东股权质押加剧了长期金融资产投资,投资者情绪在这一机制的中介作用显著,意味着控股股东更倾向于通过长期资产迎合资本市场,补充验证了前述控股股东并不会在融资约束较高时增加实体企业金融化,这是因为控股股东以持有长期性金融资产(投资套利)为目的,而不是缓解融资约束。此外,在牛市中的实体企业,控股股东股权质押会加剧实体企业金融化,并且投资者情绪呈现完全中介作用。但在熊市中的控股股东股权质押,加剧的金融化程度更高,且不会诱发投资者情绪。这就意味着,控股股东股权质押后的迎合渠道主要存在于牛市中,而在熊市中,控股股东则为了规避质押期间的控制权转移风险而增加金融化投资。

结合本文文献回顾、理论分析与研究结论,提出以下几点建议:第一,应强化金融资产披露规范。大量研究证明,金融资产具有信息操纵的优势。而本文的研究表明,控股股东股权质押期间,实体企业会通过金融化资产配置迎合投资者情绪,而其动机很大程度上来源于金融资产的套利属性,这将进一步加大资本市场中的非理性情绪,不利于资本市场的良性发展。因此,监管机构应强化金融资产披露的规范性,避免实体企业操纵金融资产而造成投资者的误定价,减少市场系统性风险。第二,重视控股股东股权质押期间诱发资本市场资产误定价行为。本文研究发现质押期间,除了可能会存在信息管理等行为,控股股东还会存在操纵金融资产配置迎合投资者情绪的行为,而这种不端行为隐藏的坏消息达到临界点时,会进一步诱发实体企业股价崩盘。因此,为了规避风险,监管机构应合理引导实体企业投资决策,加大对实体行业支持力度。第三,积极解决实体企业融资需求。实体企业中股权质押行为频发,究其内在原因,在于实体企业融资受限。因此,相关机构应重视实体企业在资本市场中的融资需求,增加诸如供应链金融等创新型融资手段,监管实体企业依赖股权质押的乱象。

## 参考文献

- [1] 黄群慧. 论新时期中国实体经济的发展[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (9): 5-24.
- [2] 彭俞超, 倪骁然, 沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 北京: 经济研究, 2018, (10): 50-66.
- [3] Orhangazi, O. Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2004[J]. Cambridge Journal of Economics, 2007, 32, (6): 863-886.
- [4] Demir, F. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88, (2): 314-324.
- [5] 张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角[J]. 北京: 经济研究, 2016, (12): 32-46.
- [6] 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[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (12): 113-131.
- [7] 彭俞超, 韩珣, 李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 北京: 中国工业经济, 2018, (1): 137-155.
- [8] 刘伟, 曹瑜强. 机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗[J]. 北京: 财贸经济, 2018, (12): 80-94.
- [9] 杨箐, 王红军, 戴静, 许传华. 放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚”[J]. 北京: 金融研究, 2019, (6): 20-38.
- [10] 李馨子, 牛煜皓, 张广玉. 客户集中度影响企业的金融投资吗? [J]. 北京: 会计研究, 2019, (9): 65-70.
- [11] 杜勇, 邓旭. 中国式融资融券与企业金融化——基于分批扩容的准自然实验[J]. 北京: 财贸经济, 2020, (2): 69-83.
- [12] 步晓宁, 赵丽华, 刘磊. 产业政策与企业资产金融化[J]. 上海: 财经研究, 2020, (11): 78-92.
- [13] 宋军, 陆旸. 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[J]. 北京: 金融研究, 2015, (6): 111-127.
- [14] 戴泽伟, 潘松剑. 高管金融经历与实体企业金融化[J]. 上海: 世界经济文汇, 2019, (2): 76-99.
- [15] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (5): 136-154.
- [16] 曹丰, 谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 北京: 经济管理, 2021, (1): 54-71.
- [17] 胡珺, 彭远怀, 宋献中, 周林子. 控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角[J]. 北京: 中国工业经济, 2020, (2): 174-198.
- [18] Polk, C., and P. Sapienza. The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22, (1): 187-217.
- [19] Porta, R. L., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, et al. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. The Journal of Finance, 2002, 57, (3): 1147-1170.
- [20] Allen, F., J. Qian and M. J. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77, (1): 57-116.
- [21] 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[J]. 北京: 经济研究, 2018, (1): 138-152.
- [22] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 北京: 经济研究, 2010, (8): 103-114.
- [23] 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.
- [24] 郑国坚, 林东杰, 林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 天津: 管理科学学报, 2014, (9): 72-87.
- [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[J]. 北京: 管理世界, 2016, (5): 128-140, 188.
- [26] 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]. 北京: 会计研究, 2018, (8): 21-27.
- [27] 黄登仕, 黄禹舜, 周嘉南. 控股股东股权质押影响上市公司“高送转”吗? [J]. 天津: 管理科学学报, 2018, (12): 18-36, 94.
- [28] 曹丰, 李珂. 控股股东股权质押与上市公司审计意见购买[J]. 北京: 审计研究, 2019, (2): 108-118.
- [29] 徐莉萍, 关月琴, 辛宇. 控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J]. 北京: 中国工业经济, 2021, (1): 136-154.
- [30] 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]. 北京: 金融研究, 2018, (7): 143-157.
- [31] Stulz, R. M. Rethinking Risk Management[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1996, 9, (3): 8-25.
- [32] Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59, (4): 1777-1804.
- [33] 唐玮, 夏晓雪, 姜付秀. 控股股东股权质押与公司融资约束[J]. 北京: 会计研究, 2019, (6): 51-57.
- [34] Chen, C. C., C. D. Chen, and D. Lien. Financial Distress Prediction Model: The Effects of Corporate Governance Indicators[J]. Journal of Forecasting, 2020, 39, (8): 1238-1252.

- [35] 杨笋,刘放,王红建. 企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为? [J]. 北京:管理评论,2017,(2):13-25,34.
- [36] 杨松令,牛登云,刘亭立,王志华. 实体企业金融化、分析师关注与内部创新驱动动力[J]. 哈尔滨:管理科学,2019,(2):3-18.
- [37] 郝项超,梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么? [J]. 北京:会计研究,2009,(7):57-63,96.
- [38] Duchin, R., T. Gilbert, and J. Harford, et al. Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash [J]. The Journal of Finance, 2017, 72, (2): 793-852.
- [39] Davis, L. E. Financialization and the Non-financial Corporation: An Investigation of Firm-level Investment Behavior in the United States [J]. Metroeconomica, 2018, 69, (1): 270-307.
- [40] 马建威,杨亚军,黄文. 以公允价值计量的金融资产分类与审计收费的相关性研究——来自2007—2010年沪市A股的经验证据[J]. 北京:中央财经大学学报,2012,(11):85-90.
- [41] 黄冰,夏一丹,夏云峰. 公允价值计量影响了审计收费吗——来自金融业上市公司的经验证据[J]. 成都:财经科学,2017,(10):99-110.
- [42] 王瑶,黄贤环. 内部控制与实体企业金融化:治理效应抑或助推效应[J]. 成都:财经科学,2020,(2):26-38.
- [43] Fama, E. F. The Behaviour of Stock Market Prices [J]. Journal of Business, 1965, 38, (1): 34-105.
- [44] Long, J. D., A. Shleifer, and L. H. Summers, et al. Noise Trader Risk in Financial Markets [J]. Journal of political Economy, 1990, 98, (4): 703-738.
- [45] Baker, M., and J. Wurgler. Investor Sentiment in the Stock Market [J]. Journal of Economic Perspectives, 2007, 21, (2): 129-152.
- [46] Gu, M., W. Kang, and B. Xu. Limits of Arbitrage and Idiosyncratic Volatility: Evidence from China Stock Market [J]. Journal of Banking and Finance, 2018, 86, (5): 240-258.
- [47] Baker, M., and J. Wurgler. Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives [J]. Social Science Electronic Publishing, 2004, 73, (2): 271-288.
- [48] Brown, N. C., T. E. Christensen, and W. B. Elliott, et al. Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures [J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50, (1): 1-40.
- [49] Simpson, A. Does Investor Sentiment Affect Earnings Management? [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2013, 40, (7-8): 869-900.
- [50] Mullainathan, S., and A. Shleifer. The Market for News [J]. American Economic Review, 2005, 95, (4): 1031-1053.
- [51] Bernile, G., and E. Lyandres. Understanding Investor Sentiment: The Case of Soccer [J]. Financial Management, 2011, 40, (2): 357-380.
- [52] Li, M., C. Liu, and T. Scott. Share Pledges and Firm Value [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2019, 55, (5): 192-205.
- [53] 李常青,幸伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]. 北京:统计研究,2017,(12):75-86.
- [54] 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]. 北京:中央财经大学学报,2017,(11):75-84.
- [55] 王红建,曹瑜强,杨庆,杨笋. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 天津:南开管理评论,2017,(1):155-166.
- [56] 徐寿福,贺学会,陈晶萍. 股权质押与大股东双重择时动机[J]. 上海:财经研究,2016,(6):74-86.
- [57] 翟淑萍,黄宏斌,毕晓方. 资本市场业绩预期压力、投资者情绪与企业研发投入[J]. 北京:科学学,2017,(6):896-906.
- [58] 花贵如,周树理,刘志远,靳光辉. 产业政策、投资者情绪与企业资源配置效率[J]. 上海:财经研究,2021,(1):77-93.
- [59] 翟胜宝,许浩然,刘耀淞,唐玮. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. 北京:管理世界,2017,(10):51-65.
- [60] 冯晓晴,文雯,何瑛. 控股股东股权质押会损害资本市场信息效率吗? ——来自股价同步性的经验证据[J]. 南京:审计与经济研究,2020,(1):79-89.
- [61] 宋迪,杨超. 控股股东股权质押、分析师关注与股利政策[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2018,(6):102-112.
- [62] 张前程,杨德才. 货币政策、投资者情绪与企业投资行为[J]. 北京:中央财经大学学报,2015,(12):57-68.
- [63] 宋霞,魏邓茜,程晨. 控股股东股权质押与公司避税[J]. 蚌埠:财贸研究,2019,(9):90-100.
- [64] 刘贯春,张军,刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. 北京:世界经济,2018,(1):148-173.
- [65] Hadlock, C. J., and J. R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23, (5): 1909-1940.
- [66] 肖峻. 股市周期与基金投资者的选择[J]. 北京:经济学(季刊),2013,(4):1299-1320.
- [67] 钱爱民,张晨宇. 股权质押与信息披露策略[J]. 北京:会计研究,2018,(12):34-40.

# Controlling Shareholder Equity Pledge, Investor Sentiment and the Financialization of Real Enterprises: Based on the Perspective of Catering Theory

WANG Hai-fang<sup>1</sup>, ZHANG Xiao-yu<sup>2</sup>

(1. School of Business Administration, Xinjiang University of Finance and Economics, Urumqi, Xinjiang, 830012, China;

2. School of Management, China University of Mining & Technology, Beijing, 100083, China)

**Abstract:** In recent years, financial investment has gradually become the main channel for entity companies to obtain investment profits. The high-yield, high-disposability, and information maneuverability attributes of financial investment have made financial investment widely sought after. With the gradual increase of financial investment by real enterprises, industrial investment has lost its main business position, and at the same time, it is also facing corresponding economic risks. Therefore, how to make real enterprises pay attention to the focus, from excessive financial investment (virtual economy) to industrial investment (real economy), is an important topic in the current academic circles. Especially when the financialization risks are gradually increasing and the economic system is facing major structural imbalances, it is particularly important to manage the inducing factors of the financialization of entities. Existing researches rely on the “reservoir” theory and “investment substitution” theory to extensively explore the motives of the financialization of entities, especially in terms of the macro environment. However, few studies have explored the inducing factors of the financialization of real enterprises from the perspective of micro-subjects in the capital market. As the phenomenon of financialization has become more prominent, more and more controlling shareholders of entity companies tend to use equity pledges to obtain funds. This brings opportunities for this article to study the financial decision-making of listed entities with controlling shareholders as the main actors. Although the pledged funds can support their short-term strategy, if they do not do well, the controlling shareholder will still face the risk of control transfer during the pledge period. According to the relevant regulations on pledge risk management in the regulations, if the principal ratio of the listed company’s share price falls below the liquidation line, the pledgee has the right to dispose of the pledged subject matter. As a result, listed companies not only need to pay attention to the liquidity reserves of assets held in the business process, but also pay attention to the chain reaction caused by the decline in stock prices to prevent the risk of transfer of control rights. Therefore, controlling shareholders have more incentives to influence the decision-making of the entity enterprise. So, will the pledge of controlling shareholders’ equity further induce the financialization of real enterprises? What is the motive? In addition, China is still in an emerging market. There is a limited arbitrage system and a large number of “retail” investors in the capital market. The influence of investor sentiment cannot be ignored. Furthermore, will financial investment decision-making become a powerful tool for entity companies to cater to investor sentiment in the capital market? Will investor sentiment induce financialization behavior in the management of entity companies?

Taking China’s A-share entity companies from 2010 to 2019 as a sample, the study found that after the controlling shareholder’s equity pledge, the financialization trend of entity companies will increase significantly; high investor sentiment will prompt entity companies to adopt financial investment behaviors to cater to the capital market; The caterative effect of investor sentiment is an important way for controlling shareholders’ equity pledge to affect the financialization of real enterprises. Further research shows that the controlling shareholder will not hold financial assets based on the cistern motive to enhance the long-term competitiveness of the company during the equity pledge period, but more arbitrage through holding long-term financial assets; the allocation of long-term financial assets is the controlling shareholder’s equity. After the pledge, it is an important choice in order to cater to the high investor sentiment. In a bull market, the controlling shareholder’s equity pledge is mainly to cater to investors and increase financial investment, and in a bear market, it is to avoid the risk of control transfer.

The research conclusions of this paper reveal the strategic financial investment behaviors of entity enterprises under the background of controlling shareholder’s equity pledge and high investor sentiment, and provide theoretical basis and reference for relevant regulatory agencies to strengthen the supervision of entity enterprises’ financialization.

**Key Words:** controlling shareholder; equity pledge; investor sentiment; entity enterprise; financialization

**JEL Classification:** G30, G38, G41

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.08.010

(责任编辑:张任之)