

经济学发现 · 2022年1月

# 中国的股票质押：投资上市公司还是初创公司？

根据BFI工作论文2022-06, “中国的股票质押：投资上市公司还是初创公司,” 作者：何治国, 芝加哥大学布斯商学院; 刘碧波, 清华大学; 朱菲菲, 中央财经大学

该研究表明, 2013年中国推出场内股票质押业务后, 相较于法人股东, 自然人股东的创业活动在政策变化之后显著提高。此外, 更容易进行股票质押的股东会更多地投资于增长潜力高于中位数的行业。

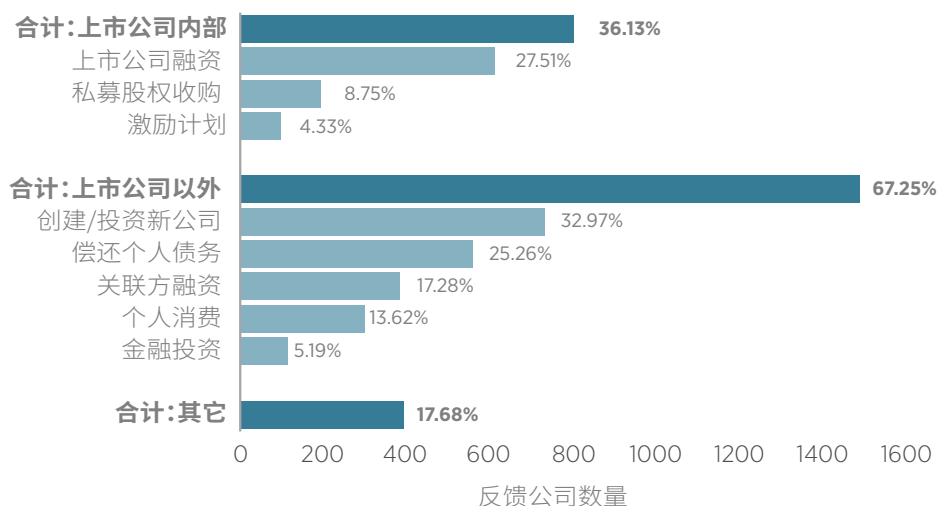
金融系统通过多种渠道影响经济增长, 包括通过评估有潜力的企业家、为实体企业融资、分散风险和鼓励创新。除此之外, 在银行系统和股票市场的交集, 还有一种独特的融资工具, 称为股票质押: 股东质押股票来获得贷款, 并将所得款项用于为各种活动提供资金。

股票质押十分普遍, 在世界各地均有应用。本文着重探讨了股票质押在促进中国创业活动中的作用。过去几十年, 中

国经济不断进行市场化改革, 掀起民营企业的创立热潮。然而, 这一增长的融资可能并非来源于中国的国有银行体系。相反, 本文聚焦于中国相对规模巨大的股票质押市场, 研究其在创业融资方面的作用。

广义上讲, 该新研究挑战了传统认知中股票质押所筹资金会循环应用于上市公司的观点。股份质押资金由质押股份的(上市公司)股东自行决定, 因此这些资金可用于资助私营

## 股票质押资金使用情况调查结果



注: 本图总结了基于“清华五道口-中国证监会 2019 年调查”的股权质押募集资金使用频率。“合计: 上市公司内部”项目为“上市公司融资”、“私募股权收购”、“激励计划”的并集。“合计: 上市公司以外”项目为“金融投资”、“个人消费”、“关联方融资”、“偿还个人债务”和“创建/投资新公司”的并集。

企业和初创公司。由于中国的经济增长主要是由非上市的中小型企业而非上市公司推动的,因此作者们着重于识别中国创业行为背后的驱动力。

中国股票质押体系建立于20世纪90年代中期,在2007年至2020年期间,新质押股份以每年18.6%的速度增长。在2017年的市场高峰期,超过95%的A股上市公司至少有1名股东质押其股份,质押股份总额达6.15万亿元人民币(占总市值的10%以上)。

在2013年之前,股份质押仅在场外交易(OTC)市场上进行,商业银行和信托公司是主要的资金出借方。2013年,上海和深圳证券交易所推出场内股票质押业务,以证券公司作为主要出借人。这一举措极大地促进了股权质押的发展,相较于2007年至2012年期间每年390亿股(1920亿元人民币)的交易量,2013年至2020年的年交易量达到2040亿股(10570亿元人民币)。本文也利用这一政策冲击作为准自然实验,进行了因果识别。

这种增长对上市公司意味着什么?人们普遍所认为的,股份质押是一种替代融资工具的观点是正确的吗?作者发现,同一时期中国出现了创业和私营企业的热潮。各行各业涌现出新的创业公司,其中有的已成长为目前的商业巨头。由此,作者提出以下关键观点:

- 具有成熟的商业头脑和强大的社会关系的中国上市公司的主要股东,已使用股票质押资金作为融资工具,为其在上市公司以外的创业活动提供资金。

以及以下发现:

- 只有7.8%的质押交易资金用于上市公司。
- 问卷调查发现,大部分公司(67.3%)的第一大股东在上市公司之外使用了质押资金。
- 这些股东将资金用于偿还个人债务(25.3%)、个人消费(13.6%)和金融投资(5.2%)。
- 重要的是,33%的公司的第一大股东将资金投资于上市公司以外的公司并创建了新公司。
- 最后,以上结果虽然只是描述性的,但其指出了股票质押和创业活动之间的正相关关系。

## 阅读工作论文

NO. 2022-06 · 2022年1月

### 中国的股票质押:投资上市公司还是初创公司?

[bfi.uchicago.edu/working-paper/202206](https://bfi.uchicago.edu/working-paper/202206)

## 关于我们的学者



### 何治国

Fuji Bank and Heller金融学讲席教授和Jeuck教授研究员,芝加哥大学布斯商学院

[chicagobooth.edu/faculty/directory/h/zhiguo-he](https://chicagobooth.edu/faculty/directory/h/zhiguo-he)

**CHICAGO BOOTH**  
The University of Chicago Booth School of Business