DOI：10. 13504/j. cnki. issn1008-2700. 2026. 05. 007

政府引导基金能否抑制控股股东股权质押？
——基于耐心资本的视角

陈　伟，张旭曦
（合肥工业大学　经济学院，安徽　合肥　230601）

摘　要：发展耐心资本是更好发挥政府投资基金作用、支持实体经济高质量发展的战略要求。本文利用 2009—2024 年 A 股上市公司数据，研究具有耐心资本属性的政府引导基金对控股股东股权质押行为的治理效应。研究发现，政府引导基金的进入能明显抑制控股股东的股权质押行为。机制分析表明，政府引导基金主要通过三条路径发挥抑制作用：一是资源赋能机制，削弱控股股东质押动机；二是内部公司治理机制，提升稳定型机构投资者持股比例；三是外部信息治理机制，通过吸引外部关注改善信息环境。异质性分析表明，政府引导基金的抑制作用在资金投向为“自身或第三方”、内控质量较低以及高科技行业的样本中更为明显。此外，在外部媒体监督压力较大及 2013 年“质押新规”实施后，抑制作用表现得更为突出。本文的研究为理解耐心资本的微观治理功能、防范化解股权质押风险提供了新的经验证据与政策启示。

关键词：政府引导基金；耐心资本；股权质押；资源赋能；稳定型机构投资者；信息治理
中图分类号：F832. 48　　**文献标识码：**A　　**文章编号：**1008-2700（2026）05-0090-15

一、问题提出

党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》明确提出要“更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本”，强调了国有资本在支持实体经济中的战略地位。作为兼具“政策导向”与“市场机制”双重属性的混合所有制资本，政府引导基金近年来规模迅速扩张，已成为中国资本市场中不容忽视的耐心资本典型代表[1]。与追求短期回报、易受市场波动干扰的社会投机资本不同，政府引导基金以国家战略和产业升级为导向，具有投资期限长、风险容忍度高、战略定力强的显著特征。然而，学界与实务界对其关注点多集中于产业集群的招引功能及对初创企业的孵化作用，较少探讨政府引导基金进入上市公司后，是否会对控股股东股权质押行为产生抑制效应，即在实现产业引导目标的同时，能否作为一种稳健的外部监督力量，规范微观企业的融资行为并防范潜在的金融风险。

实体经济是国民经济运行的根基所在，也是塑造国家长期竞争力与发展韧性的关键支撑。党的二十大报告强调，必须“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”“建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基”。在此宏观政策导向下，如何通过微观主体行为促进实体经济发展，成为学界与政策层面共同关

收稿日期：2026-01-10；修回日期：2026-07-01
基金项目：国家社会科学基金一般项目“储蓄变化对金融稳定的动态影响机制及风险防范研究”（23BJL030）；安徽省社会科学创新发展研究课题“政府引导基金驱动区域产业转型升级的机制、效应及优化政策研究”（2024CX517）
作者简介：陈伟，合肥工业大学经济学院副教授；张旭曦，合肥工业大学经济学院硕士研究生。

注的重要议题。股权质押作为中国资本市场特有的融资现象，长期以来是上市公司控股股东重要的融资手段。控股股东通过股权质押获取流动性资金，首先在于满足其自身资金需求；当质押资金通过借款、增资、担保或关联交易等方式回流企业时，可能在一定程度上改善企业资金状况，从而对实体投资形成正向支持。例如，当企业经营绩效承压、外部融资渠道受限时，控股股东可能通过股权质押方式筹措资金，并将其投入上市公司，用以维持或扩大实体投资规模[2]。这一机制在理论上有助于稳定企业经营、促进实体经济发展[3]。然而，基于本文对样本数据的进一步分析，现实情形呈现出较大差异。在本文所使用的12 898笔新增股权质押样本中，控股股东将质押所得资金用于自身或关联第三方的比例高达81.15%，而真正回流至上市公司并用于实体经营活动的仅占18.85%。这一特征表明，股权质押融资在实践中更多体现为控股股东缓解个人资金压力或满足其私人利益诉求的工具，而非服务于企业实体投资的融资渠道。这一发现意味着，有必要从制度设计与监管层面进一步规范股权质押行为，以引导资金更有效地流向实体经济领域。

另一方面，股权质押这种“高杠杆、体外循环”的融资模式，不仅加剧了控股股东与中小股东之间的代理冲突[4]，更易在市场波动时触发“质押—抛售—股价下跌—强制平仓”的恶性循环[5]，成为诱发系统性金融风险的隐患之一[6]。控股股东之所以选择高风险的质押行为，既可能源于自身资金需求，也可能与公司资金状况、控制权安排以及外部监督约束不足有关。需要说明的是，股权质押并不等同于企业资金紧张或资金获取受限，质押资金也未必回流上市公司。二者虽可能相关，但作用主体、表现形式和形成机制不同。那么，当政府引导基金作为耐心资本介入后，其长周期的资金供给能否改善企业资金状况、缓解企业资金压力？其政府背景与市场化运作的结合，能否强化对控股股东行为的监督约束，抑制其股权质押，进而引导资本“脱虚向实”[7]？这不仅关系到政府引导基金自身的风险防控，更是评价其能否发挥“资本市场压舱石”作用的关键。因此，本文利用2009—2024年A股上市公司数据，深入考察了政府引导基金对控股股东股权质押行为的影响及其作用机理。

本文的研究贡献主要体现在三个方面。第一，拓展了政府引导基金持股的经济后果研究。现有文献多关注其产业赋能效应，本文则证实了其作为耐心资本在规范大股东行为方面的正向价值；第二，丰富了股权质押治理的相关研究。本文发现了政府引导基金在抑制控股股东股权质押行为上的重要作用，表明其在一定程度上有助于化解质押风险，为防范化解金融风险提供了新视角；第三，具有明确的政策启示。本文的研究结论支持了国家关于发展耐心资本的战略部署，为进一步优化政府引导基金的考核机制、强化其投后管理功能提供了经验支撑。

二、文献综述

（一）政府引导基金

现有关于政府引导基金的研究主要沿着资源赋能与微观治理两条主线展开，研究视角逐渐从宏观政策工具下沉至微观企业行为，并开始聚焦其作为耐心资本的独特属性。

政府引导基金作为“有为政府”与“有效市场”的结合，早期研究多侧重于验证其政策初衷。学者们发现，政府引导基金能通过认证效应缓解企业融资压力[8]，引导社会资本投向高新技术领域[9-10]。这种正面作用不仅体现在直接的资金注入上，更表现为一种信用背书，能降低企业面临的信息不对称，助力实体经济发展[11]。

随着混合所有制改革的深化，学界开始关注政府引导基金作为股东的治理角色。不同于传统国有股东往往带有较强的行政干预色彩，政府引导基金采用“政府出资+市场化运作”的有限合伙人–普通合伙人（LP-GP）架构，试图在保留政府资源背书的同时，隔离行政指令对企业经营的直接干扰[12]。关于其治理效能，现有研究存在分歧。积极治理观认为，政府引导基金具备耐心资本属性[1]。相较于追求短期套利的社会资本，引导基金具有更长的投资周期和更高的风险容忍度[10]，这种“战略定力”能够抑制管理层的短视行为[13]、提高会计信息透明度[14]，并改善企业环境、社会与治理（ESG）表现[15]。然而，有

限治理观指出，受限于多重委托代理链条，政府引导基金可能存在过度避险倾向[16]，或受限于相对薄弱的投后管理能力，相比于其他类型的风投基金，国有背景的风险资本往往难以充分发挥对被投企业的赋能作用[17]，限制其治理功能的发挥。

（二）控股股东股权质押

股权质押作为大股东盘活存量资产的重要工具，其经济后果呈现显著的“双刃剑”特征，且在一股独大背景下极易异化为第二类代理问题[18]。在正面效应上，股权质押能将“固态”股权转化为“液态”现金流，缓解控股股东流动性压力[19]。若资金能反哺上市公司，则有助于支持实体投资与企业发展[3]。然而，随着质押比例的攀升，其负面效应日益凸显。高比例质押加剧了控制权与现金流权的分离，诱发了严重的道德风险[4]。为规避平仓风险，控股股东倾向于实施短视行为，如进行盈余管理[20]、策略性信息披露，甚至直接掏空公司利益[21]。这些行为不仅抑制了企业实质性创新[22]，而且加剧了股价崩盘风险[5,18]。

为了抑制股权质押的负面效应，已有文献探讨了外部治理机制。例如，陆艺升等发现机构投资者的相机抉择能降低质押风险[23]。也有学者探讨了媒体关注[24]、分析师跟踪[25]以及卖空机制[26]等外部监督力量的有效性。然而，现有外部治理机制存在明显的软约束或短视化缺陷。市场亟须一种既具备资源禀赋能力以缓解企业资金需求，又具备长期监督意愿以抑制机会主义的新型治理力量[1]。

（三）文献评述

综上所述，学界对政府引导基金扶持作用与股权质押风险已有探讨，但仍然存在以下拓展空间：一是对耐心资本本质的理论挖掘不足，常将其等同于一般政府持股或风险投资，忽视长周期属性对控股股东短视行为的约束；二是治理效应传导路径未理顺，现有研究多关注企业创新，较少探讨其通过资源配置、机构投资者持股稳定性和外部信息治理等路径影响大股东风险融资决策；三是治理效能边界条件关注不足，较少将内部控制、媒体监督和宏观政策纳入统一框架。基于此，本文从耐心资本视角研究政府引导基金对控股股东股权质押的影响，以深化对混合所有制资本功能的理解，并为防范系统性金融风险提供微观证据。

三、理论分析与研究假设

（一）政府引导基金对控股股东股权质押的抑制效应

控股股东股权质押并非单纯因企业资金紧张，而是其在自身资金需求与外部监督不足下的高风险融资选择。政府引导基金兼具“政策导向”与“市场机制”属性，作为耐心资本进入上市公司，不仅是资本注入，更是治理力量引入，可抑制质押行为。

资源赋能方面，政府引导基金以耐心资本属性从源头缓解质押动机。其“长钱”属性发挥稳压器作用：相比短期套利资本，耐心资本投资周期更长、风险容忍度更高[10]，能提供稳定中长期股权融资，改善资本结构与财务稳健性，降低企业被迫寻求高成本高风险融资的压力；即使质押资金流向控股股东自身，公司层面资金改善也会削弱其以“支持公司经营发展”为名质押的合理性。

监督制衡方面，股权质押加剧控股股东与中小股东代理冲突，易诱发“掏空”等机会主义行为[4]。政府引导基金作为政府背景长期资本，强化外部监督，提高机会主义质押成本，形成直接抑制。一方面，其承担防范系统性风险、维护国有资产安全使命，质押引发的股价崩盘风险[5]与长期稳健增值目标冲突，故更有动力约束激进质押；另一方面，作为专业机构投资者，其可通过改善会计信息透明度[14]和吸引分析师关注[2]，压缩隐蔽质押或违规担保空间。

据此，本文提出假设 1：政府引导基金的介入能抑制上市公司控股股东的股权质押行为。

（二）政府引导基金抑制控股股东股权质押的机制分析

1. 资源赋能机制

在中国资本市场情境下，尽管股权质押在形式上属于控股股东的个人融资行为，但由于上市公司控

股股东与实际控制人高度重合[27]，二者在经济后果上呈现明显的利益绑定关系。当企业面临流动性压力时，控股股东可能以“支持公司经营”为由选择股权质押，将其作为应对资金需求的工具[21,28-29]。与此同时，政府引导基金作为一种政府背景的资本，其进入往往被金融机构视为一种强有力的“政策背书”或“隐性支持”信号[30]。这种支持机制通过资金引导、产业协同、政策支持和信用认证等方式，为上市公司提供发展所需资源，进而降低控股股东股权质押的意愿。

样本中81.15%的质押资金流向控股股东自身或关联第三方，仅18.85%回流上市公司，说明质押主要是控股股东层面融资，而非企业层面的融资安排。正因如此，政府引导基金改善外部融资环境的意义更突出：当企业能通过正规渠道获得低成本、期限匹配的资金时，控股股东以“支持公司经营”为由进行质押便失去现实基础，正当性显著削弱。这种机制并非直接替代质押，而是改变其外部条件与合理性基础，压缩机会主义质押空间，进而抑制质押动机。

基于上述分析，本文提出假设2：政府引导基金持股能够通过资源赋能效应抑制控股股东股权质押行为。

2. 内部公司治理机制

既有研究表明，机构投资者对控股股东股权质押具有抑制效应[23]，但受其异质性影响，不同类型的机构投资者在作用路径与治理结果上存在较大差异。

机构投资者按动机与持股期限可分为交易型机构投资者和稳定型机构投资者[31]。在代理理论下，控股股东质押后为维持控制权与私利，对股价下跌容忍度低，常常进行策略性披露[32]、回避研发[33]、盈余管理[20]或利益掏空[21]。交易型机构投资者受短期业绩驱动且具备强烈的投机属性，频繁套利将诱发管理层短视与信息不对称[34]，难以遏制掏空，甚至纵容或合谋降低质押成本；尽管其可能通过“用脚投票”对质押行为产生一定的威慑效应[23]，但信息不对称与崩盘风险[35]不可忽视。稳定型机构投资者注重长期价值，持股周期长、比例高，能以较低成本获取内部信息[35]，更有动机监督管理层[36]，通过“用手投票”参与治理[37-38]，限制掏空与机会主义[36,38]，提高质押私利隐性成本[23]，治理效能高于交易型。政府引导基金作为耐心资本，与稳定型机构投资者契合[39]：既以“政府认证”释放信号，缓解信息不对称，增强投资者信心并提高其关注度[40]；又通过投后治理、提升信息披露质量和产业资源赋能，促进创新与基本面改善[10-11]，降低逆向选择成本[8,12]，吸引稳定型机构投资者跟进。

基于此，本文提出假设3：政府引导基金持股通过提高企业中稳定型机构投资者的持股比例，增强机构投资者整体持股稳定性，进而抑制上市公司控股股东的股权质押行为。

3. 外部信息治理机制

信息环境质量直接影响资本市场的定价效率，而信息不对称往往是导致股价偏离企业内在价值、诱发大股东机会主义行为的根源[41]。当市场缺乏有效的信息甄别机制时，股价高估容易为控股股东提供套利空间，诱发其在高估阶段扩大股权质押规模，以实现低成本融资甚至变相高位套现[42]。在此背景下，政府引导基金作为具备政府背书与长期战略导向的耐心资本，能够改善企业信息环境，抑制控股股东的股权质押行为。

具体而言，第一，政府引导基金的政策背景与严格甄选有助于释放长期价值信号，提高企业可见度，吸引分析师跟踪[8]。分析师将特质信息转化为可验证信号，提升价格发现效率[43]；耐心资本带动的分析师覆盖度提升，也提高了信息透明度，促使情绪与噪音溢价收敛、股价回归内在价值，压缩质押资产“价值泡沫”，削弱控股股东利用股价高估进行股权质押的动机。第二，控股股东常利用信息优势择时质押[44]，甚至以盈余管理、策略性披露为名进行伪市值管理，以配合融资或规避平仓[20,32]。政府引导基金作为耐心资本更关注长期合规稳健，其带动的分析师关注强化外部监督[5]，增加信息操纵的暴露与声誉成本，降低机会主义维持质押的预期收益，从而遏制激进质押。

基于上述分析，本文提出假设4：政府引导基金持股企业能够通过发挥信息治理效应，抑制上市公司控股股东的股权质押行为。

四、实证设计

（一）样本选取与数据来源

本文选择 2009—2024 年沪深 A 股的上市公司数据作为研究样本。2008 年 10 月国务院办公厅转发发展改革委等部门的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》，标志着中国政府引导基金正式迈向规范设立与运作的轨道。为了避免 2008 年国际金融危机带来的影响，本文选择 2009 年作为样本研究的起始年份。进一步，本文对初始样本进行以下处理：（1）剔除被政府引导基金投资企业的名称、投资额等信息缺失的样本；（2）剔除 ST、*ST 与 PT 公司样本；（3）剔除金融行业公司样本；（4）剔除核心变量缺失的公司样本；（5）对所有连续变量进行上下 1%的缩尾处理，以减少极端值的影响。经过以上步骤的筛选，最终获得包含 35 247 个公司-年度观测值的样本。数据来源方面，政府引导基金投资的数据来源于清科私募通数据库，有关控股股东股权质押、公司财务数据和公司股票数据来自深圳希施玛数据科技有限公司 CSMAR 中国经济金融研究数据库和万得数据库（Wind），地区宏观数据来自国家统计局官网，内控指数数据来源于迪博内控与风险管理数据库，媒体监督数据来自上海经禾信息技术有限公司中国研究数据服务平台（CNRDS）。

（二）模型构建

参考陆艺升等[23] 的研究，为检验政府引导基金是否会影响上市公司控股股东股权质押行为，本文设定以下计量模型：

$$Pld_Rate_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Gvc_{i,t} + \boldsymbol{X}'_{i,t}\boldsymbol{\alpha}_2 + \mu_i + \gamma_t + \theta_j + \boldsymbol{\varepsilon}_{i,t,j} \quad (1)$$

其中，被解释变量 $Pld_Rate_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年的控股股东股权质押比例；解释变量 $Gvc_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年是否存在政府引导基金持股。$\boldsymbol{X}'_{i,t}$ 为控制变量向量，α_0 为常数项，μ_i、γ_t 和 θ_j 分别代表企业固定效应、年份固定效应和行业固定效应，$\boldsymbol{\varepsilon}_{i,t,j}$ 为随机扰动项。此外，为了控制研究中可能存在的截面相关问题，本文的所有回归均对标准误基于公司层面进行了聚类处理。

（三）变量说明

1. 被解释变量

参考谢德仁等[20]、许晓芳和陆正飞[6] 的研究，被解释变量 $Pld_Rate_{i,t}$ 定义为上市公司 i 在 t 年年末控股股东股权质押比例，衡量方式为控股股东年末剩余质押股份数量占公司总股本的比例。

2. 核心解释变量

解释变量 $Gvc_{i,t}$ 为公司是否存在政府引导基金投资，参考吴超鹏和严泽浩[10]、孟祥瑜等[45] 研究思路，通过对清科数据库的筛选，如果政府引导基金当年对企业进行投资，则投资当年及之后的年份，$Gvc_{i,t}$ 设定为 1；反之，$Gvc_{i,t}$ 则设定为 0。

3. 机制变量

（1）资源赋能。参考周泽将等[46] 的做法，本文选取 KZ 指数来表征政府引导基金的资源赋能成效。

（2）内部公司治理。机构投资者是完善内部治理的关键力量，其中证券投资基金居于主导地位[47]。借鉴刘京军和徐浩萍[48]、周绍妮等[31] 的方法，本文基于过去两年（四个半年度）的平均换手率，将证券投资基金划分为稳定型机构投资者与交易型机构投资者。在此基础上，以稳定型机构投资者持股比例（*LIO*）作为持股稳定性的代理变量，用以表征企业内部治理水平。具体计算方式如下：

首先，基于个股持仓变动计算每一个机构投资者 K 每一个半年的累计买入和卖出额。

机构投资者 K 在 t 期对公司 i 的持股量 $S_{k,i,t} \geqslant S_{k,i,t-1}$，则定义累计买入资产（$CR_buy_{k,t}$）为：

$$CR_buy_{k,t} = \sum_{i=1}^{N} \left| S_{k,i,t} P_{i,t} - S_{k,i,t-1} P_{i,t-1} - S_{k,i,t-1} \Delta P_{i,t} \right| \quad (2)$$

若 $S_{k,i,t} \leqslant S_{k,i,t-1}$，则定义累计卖出资产（$CR_sell_{k,t}$）为：

$$CR_sell_{k,t} = \sum_{i=1}^{N} \left| S_{k,i,t} P_{i,t} - S_{k,i,t-1} P_{i,t-1} - S_{k,i,t-1} \Delta P_{i,t} \right| \quad (3)$$

其中，$P_{i,t}$ 和 $P_{i,t-1}$ 分别代表公司 i 在 t 和 $t-1$ 期的股价，$S_{k,i,t}$ 和 $S_{k,i,t-1}$ 分别表示机构投资者 k 在 t 和 $t-1$ 期持有公司 i 的股票数量，N 表示基金 K 持有的股票总数。

其次，定义机构投资者 k 在第 t 期的换手率（$CR_{k,t}$）：

$$CR_{k,t}=\frac{2min(CR_buy_{k,t},\ CR_sell_{k,t})}{\sum_{i=1}^{N_k}(S_{k,i,t}P_{i,t}+S_{k,i,t}P_{i,t-1})} \tag{4}$$

最后，为排除短期交易波动的影响，本文采用过去两年（四个半年度）的换手率均值作为机构投资者平均换手率。

$$AVR_CR_{k,t}=\frac{1}{4}\sum_{j=0}^{3}CR_{k,t-j} \tag{5}$$

其中，j 表示时间滞后期数。当 $j=0$，1，2，3 时，分别对应当前及过去三个半年度的观测值。

最后，根据平均换手率的大小对机构投资者进行三分位数分组。将换手率最高的一组界定为交易型机构投资者，将换手率最低的一组界定为稳定型机构投资者，进而得到稳定型机构投资者持股指标（*LIO*）。

（3）外部信息治理。本文参考已有研究[49]，采用分析师关注度（*Ana*）作为企业信息透明度的代理变量，具体计算方式为证券分析师关注人数加 1 取自然对数。

4. 控制变量

在陆艺升等[23]研究的基础上，本文从公司财务特征、董事会治理结构以及股权结构等方面选择可能影响控股股东股权质押行为的因素。包括：公司规模（ln*Size*）、权益乘数（*EM*）、现金流比率（*Cashflow*）、净资产收益率（*ROE*）、应收账款占比（*REC*）、股权性质（*SOE*）、研发投入强度（*RD_Ratio*）、独董占比（*Indep*）、股权制衡度（*Balance*）、董事长持股比例（*ChairHold_Ratio*）以及机构投资者持股比例（*Inst*）。本文的主要变量定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	控股股东股权质押比例	*Pld_Rate*	公司年末控股股东已质押股数/公司总股数
解释变量	政府引导基金持股	*Gvc*	公司当年及以后年份被政府引导基金持股，则赋值为 1，否则为 0
机制变量	资源赋能	*KZ*	KZ 指数
	内部公司治理	*LIO*	稳定型机构投资者持股比例
	外部信息治理	*Ana*	证券分析师关注人数加 1 取自然对数
控制变量	公司规模	ln*Size*	公司年末总资产的自然对数
	权益乘数	*EM*	公司年末总资产/公司年末所有者权益
	现金流比率	*Cashflow*	公司经营活动产生的现金流量净额/公司年末资产总额
	净资产收益率	*ROE*	公司当年净利润/公司所有者权益平均余额
	应收账款占比	*REC*	公司年末应收账款净额/公司年末资产总额
	股权性质	*SOE*	国有企业为 1，否则为 0
	研发投入强度	*RD_Ratio*	公司研发投入金额/公司年末总资产
	独董占比	*Indep*	公司独立董事人数/董事会人数
	股权制衡度	*Balance*	公司第二大股东持股比例/第一大股东持股比例
	董事长持股比例	*ChairHold_Ratio*	董事长持股数量/公司总股本
	机构投资者持股比例	*Inst*	公司机构投资者持股总数/公司总股数

（四）描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计分析结果。政府引导基金持股（*Gvc*）的均值为 0.127 6，标准差为 0.333 6，这一结果表明，回归样本中约 12.76%的企业得到了政府引导基金的投资，且该投资在不同样本公司间的分布差异较为显著。公司控股股东股权质押比例（*Pld_Rate*）的均值为 0.015 9，最小值和最大值分别为 0 和 0.216 4，说明 *Pld_Rate* 在回归样本中也存在较大的离散程度，差异较大。其余控制变量描述性统计特征与已有研究基本保持一致。

表 2　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
Pld_Rate	35 247	0.015 9	0.039 1	0.000 0	0.000 0	0.216 4
Gvc	35 247	0.127 6	0.333 6	0	0	1
Size	35 247	$1.116\ 5\times10^{10}$	$2.946\ 8\times10^{10}$	$3.319\ 6\times10^{8}$	$2.971\ 4\times10^{9}$	$2.224\ 5\times10^{11}$
EM	35 247	1.857 9	0.863 0	1.050 0	1.592 8	6.101 5
Cashflow	35 247	0.049 9	0.064 0	−0.132 2	0.048 4	0.231 4
ROE	35 247	0.068 9	0.108 1	−0.432 2	0.074 5	0.335 9
REC	35 247	0.135 4	0.098 5	0.001 4	0.117 6	0.451 7
SOE	35 247	0.254 6	0.435 6	0	0	1
RD_Ratio	35 247	0.026 4	0.022 5	0.000 1	0.021 8	0.128 2
Indep	35 247	0.377 8	0.052 9	0.333 3	0.363 6	0.571 4
Balance	35 247	0.386 9	0.285 2	0.014 8	0.315 4	0.999 8
ChairHold_Ratio	35 247	0.115 2	0.152 5	0.000 0	0.017 6	0.578 1
Inst	35 247	0.407 4	0.255 9	0.002 8	0.408 6	0.908 8

五、实证结果与分析

（一）基准回归

表 3 报告了政府引导基金持股对控股股东股权质押行为影响的基准回归结果。列（1）仅含控制变量，*Gvc* 的回归系数在 1%水平下显著为负；列（2）加入控制变量并控制企业、年份、行业固定效应后，*Gvc* 的回归系数为−0.004 7，在 5%水平下显著为负。以上结果表明，排除个体特征、时间趋势和行业变化后，政府引导基金持股抑制控股股东股权质押，验证了假设 1。在高质押风险频发背景下，这一降幅具有现实意义，体现了具备耐心资本属性的政府引导基金在稳定股权结构、化解流动性风险中的“压舱石”功能。

表 3　基准回归结果

变量	（1）	（2）
Gvc	−0.005 5***	−0.004 7**
	（0.000 8）	（0.002 0）
ln*Size*	−0.003 1***	−0.002 2**
	（0.000 3）	（0.001 0）
EM	0.004 4***	0.002 1***
	（0.000 6）	（0.000 7）
Cashflow	−0.002 8	−0.002 6
	（0.004 9）	（0.004 7）
ROE	−0.002 3	−0.000 1
	（0.002 9）	（0.003 0）

（二）内生性分析

本文结论可能受内生性干扰。一是遗漏变量。尽管基准模型控制了较多企业特征及企业、年份、行业固定效应，仍可能有企业文化、控股股东隐性资金需求等不可观测因素，同时影响政府引导基金进入与质

押决策，导致回归结果有偏。二是自选择偏差与反向因果。政府引导基金可能偏好经营稳健、质押比例低、违约风险小的优质公司，故观测到的“抑制效应”可能源于“选优”而非治理，存在反向因果。为此，本文采用工具变量法和 PSM 检验，以纠正自选择偏误、缓解可观测变量导致的选择性偏差，确保结论可靠。

1. 工具变量法

借鉴吴超鹏和张媛[50]、魏薇等[51]和杨靖等[52]的研究，本文采用企业所在省份-行业的政府引导基金投资上市公司数量占比作为工具变量（*IV*），即以第 *t* 年企业所在省份、所属行业中被政府引导基金投资的企业数量与该省份、该行业的上市公司数量之比进行衡量。其合理性在于：首先，在相关性方面，这一变量反映了政府引导基金的投资活跃度，与个体企业获得政府引导基金投资的概率高度相关。其次，在外生性方面，对于单个上市公司而言，该变量难以直接影响控股股东的个人股权质押行为，即其他公司获得引导基金投资无法直接对本公司的控股股东行为产生影响。统计结果如表 4 所示，在工具变量检验方面，Kleibergen-Paap rk *LM* 统计值为 142.939（*P*<0.01），排除了识别不足的问题；Kleibergen-Paap rk Wald *F* 统计值为 373.336，远超过 Stock-Yogo 检验 10%水平的临界值，拒绝了弱工具变量假设。另外，两阶段回归结果显示政府引导基金（*Gvc*）的回归系数在 5%水平下显著为负，进一步表明本文基准结论的可靠性。

2. 倾向得分匹配（PSM）

考虑到获得政府引导基金投资的公司与未被政府引导基金持股的公司在财务特征上存在差异，为控制遗漏变量影响，本文采用 1∶1 最近邻匹配法进行倾向得分匹配①。第一，以基准回归中所有控制变量为协变量计算倾向得分，估计公司获得政府引导基金投资的概率。平衡性检验显示，匹配后大部分变量组间差异显著减小，标准偏误均低于 5%，满足平衡性假设；核密度图也表明两组曲线重合度明显提高，匹配有效减少了组间差异，纠正了选择偏误，效果理想。第二，基于匹配后样本重新回归，PSM 结果见表 4，核心系数仍显著为负，与基准回归模型（1）一致，进一步证实政府引导基金持股能有效抑制控股股东股权质押，结论可靠。

表3(续)

变量	(1)	(2)
REC	0.004 6	0.004 2
	(0.003 9)	(0.007 0)
SOE	−0.011 6***	−0.005 1**
	(0.001 1)	(0.002 6)
RD_Ratio	−0.120 8***	−0.003 1
	(0.012 6)	(0.026 9)
Indep	0.005 0	0.000 9
	(0.006 5)	(0.008 0)
Balance	−0.010 2***	−0.007 7***
	(0.001 3)	(0.002 3)
ChairHold_Ratio	−0.011 8***	0.006 4
	(0.003 0)	(0.006 6)
Inst	0.000 7	0.006 0
	(0.001 8)	(0.003 9)
常数项	0.085 8***	0.061 3***
	(0.007 9)	(0.022 6)
企业固定效应	未控制	控制
年份固定效应	未控制	控制
行业固定效应	未控制	控制
观测值	35 247	35 247
R^2	0.034 9	0.273 0

注：***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著，括号内为公司层面的聚类稳健标准误，后表同。

表 4　内生性分析回归结果

变量	工具变量法		倾向得分匹配
	(1)	(2)	
IV	0.580 6***		
	(0.030 0)		
Gvc		−0.010 4**	−0.007 8**
		(0.005 0)	(0.003 5)
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
Kleibergen-Paap rk *LM*	142.939		
Kleibergen-Paap rk Wald *F*	373.336		
观测值	35 247	35 247	7882
R^2	0.871 9	0.002 5	0.358 3

① 限于篇幅，平衡性检验结果和核密度函数图未在正文中列示，留存备索。

（三）稳健性检验

为了提高本文结论的可靠性，本文还进行了以下稳健性检验①。

1. 替换核心解释变量

借鉴孟祥瑜等[45]、吴斌等[53]的研究，以企业前十大股东中政府引导基金持股比例之和构建 *Ggf*。回归结果显示，*Ggf* 的回归系数在 1%水平下显著为负。

2. 替换被解释变量

为了避免因变量衡量方式带来的回归结果偏误，本文参考了郑国坚等[21]的做法，使用公司控股股东股权质押股数占其所持公司总股份的比例（*PLE*）来衡量股权质押行为，以更直接地反映大股东的融资杠杆压力。结果显示，核心解释变量（*Gvc*）的回归系数在 5%水平下显著。

3. 调整样本观测窗口

为避免 2015 年股灾及 2020 年公共卫生事件导致的公司股价剧烈波动对本文结论的影响，分别剔除 2015 年、2020 年样本后，重新回归。结果显示，政府引导基金的回归系数仍显著为负。

4. 考虑多种高维固定效应

为进一步排除行业演进趋势与区域金融环境对控股股东行为的潜在干扰，本文在基准回归的基础上，依次引入了行业-年份、省份-年份联合固定效应。吸收随时间演变的行业异质性冲击及各省份财金政策的差异化影响。结果显示，相关回归系数在 5%水平下显著。

5. 安慰剂检验

安慰剂检验结果显示，在 500 次随机模拟中，*Gvc* 的回归系数与 t 值的虚拟实验分布均值接近于 0，而真实回归系数（-0.004 7）与 t 值（-2.31）均位于模拟分布曲线的长尾区域。上述结果表明，真实估计结果由随机模拟产生的概率较低，并非随机性偏差所致。上述稳健性结果表明政府引导基金抑制控股股东股权质押行为的结论稳健。

（四）机制检验

前文理论分析表明，政府引导基金持股通过资源赋能、内部公司治理和外部信息治理三种途径影响控股股东股权质押行为。参考江艇[54]的研究思路，本文设定以下模型，通过考察政府引导基金对机制变量的影响来进行机制检验。

$$M_{i,t}=\beta_0+\beta_1 Gvc_{i,t}+\boldsymbol{X}'_{i,t}\boldsymbol{\beta}_2+\mu_i+\gamma_t+\theta_j+\varepsilon_{i,t,j} \tag{6}$$

其中 $M_{i,t}$ 为机制变量，分别为资源赋能、内部公司治理和外部信息治理变量。其余变量与基准回归模型（1）保持一致。

1. 资源赋能机制

根据前文分析，政府引导基金作为具有政策属性的耐心资本，可通过资源赋能弱化控股股东质押动机。表 5 列（1）显示，*Gvc* 的回归系数在 1%水平下显著为负，说明其持股改变了质押行为的外部条件。原因在于：政府引导基金既直接注入“长钱”，又以“耐心属性”传递信用认证信号，引导银行信贷及社会资本跟进，构建多层次融资支持体系，增强企业财务韧性。

具体而言，政府引导基金的资源赋能效应可以从“外部条件”与“合理性基础”两个方向抑制控股股东质押动机。一方面，政府引导基金通过资金、产业、政策和治理等多维资源实现赋能，使企业能够通过正规金融渠道获得成本更低、期限更匹配的外部资金，从外部条件上压缩了控股股东以股权质押应对资金需求的空间；另一方面，外部融资环境的改善也动摇了控股股东以“公司资金需求”或“支持公司经营”为由进行质押的合理性基础，使其继续实施高风险质押的正当性显著下降。

2. 内部公司治理机制

政府引导基金持股对控股股东股权质押的抑制作用，是通过优化机构投资者结构实现的。具体而言，引

① 限于篇幅，稳健性检验结果和安慰剂检验图未在正文中列示，留存备索。

导基金的进入提升了稳定型机构投资者的持股比例，强化了外部股东的整体持股稳定性，体现耐心资本对长期价值型投资者的引导作用。其逻辑在于：政府认证效应缓解信息不对称、提升市场关注度，投后治理与产业赋能改善企业基本面与创新能力[10-11]，缓解逆向选择[8,12]，吸引稳定型机构投资者；相较短期交易型投资者，稳定型投资者持股周期长[34]、信息获取成本低[35]，更有动机“用手投票”参与治理，制约管理层并遏制控股股东掏空与机会主义[36,38]，提高质押谋私的隐性成本[23]，从而有效遏制大股东逐利性质押行为。

3. 外部信息治理机制

根据前文理论分析，政府引导基金作为具备较强信息处理能力的专业投资机构，能够通过信息治理效应改善企业的信息环境，从而约束大股东的质押决策。机制检验结果如表 5 列（3）所示。回归结果显示，*Gvc* 的回归系数为 0.093 9，在 5%水平下显著为正，表明政府引导基金的进入吸引了分析师跟踪。作为耐心资本，其持股释放稳健基本面与低信息风险信号，降低搜寻成本，提升分析师关注度与信息透明度，增加控股股东盈余管理或策略性披露的难度与成本[23,26]；同时，分析师解读与引导基金监督形成治理联动，压缩信息不对称下的机会主义空间，从外部制衡维度抑制控股股东股权质押冲动，防范微观金融风险。

表 5　机制检验回归结果

变量	（1）	（2）	（3）
Gvc	−0.276 9***	0.003 7***	0.093 9**
	（0.085 8）	（0.001 4）	（0.044 4）
常数项	−2.686 2**	−0.176 6***	−11.345 3***
	（1.049 7）	（0.014 2）	（0.775 8）
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
观测值	35 247	35 247	35 247
R^2	0.752 1	0.413 1	0.696 5

（五）异质性分析

前文机制检验表明，政府引导基金主要通过资源赋能、提升机构投资者持股稳定性及改善信息环境来抑制控股股东的股权质押行为。为了进一步厘清这一作用的适用边界，本文基于企业微观特征与外部环境进行异质性考察。

1. 基于企业微观特征的异质性分析

（1）股权质押资金投向。从本质上看，股权质押是控股股东的融资行为，对上市公司具有双重经济后果，结果异质性主要由质押资金实际投向决定[55]，并反映其真实意图。具体来说，控股股东质押动机分为支持型（投向企业）与掏空型（投向自身或第三方）[56]。资金注入上市公司，传递乐观信号，控股股东与公司利益绑定，更愿积极经营、规避控制权转移，以维护长期控制权收益；资金用于个人支出或体外循环，则显示其关注短期控制权变现，控股股东会向公司及债权人转嫁风险[57]，传递掏空信号。

本文所用的 12 898 个新增质押样本中，资金投向自身或第三方的比例达 81.15%，投向企业的比例仅 18.85%，表明多数质押源于私利动机，而非支持实体企业发展。在此背景下，控股股东与上市公司价值的分离程度加重，其为了攫取私人利益而实施掏空行为或通过盈余管理进行掩饰的机会主义动因显著增强[57]。本文借鉴史永东等[57]的研究思路，以控股股东当年是否增持股份界定资金去向：若控股股东在新增质押当年未实施增持行为，则界定为资金投向“自身或第三方”；若控股股东在当年增持了上市公司股份，则表明资金回流并投向了企业。表 6 分组回归显示，*Gvc* 的回归系数仅在资金投向“自身或第三方”样本中于 5%水平下显著为负，投向“企业”样本中不显著。这表明政府引导基金具备信息甄别与动机识别能力，当控股股东的股权质押行为伴随着潜在的盈余管理或“掏空”等机会主义倾向时，其能精准抑制损害公司价值的机会主义质押行为，发挥积极外部治理效应。

（2）内部控制质量。本文借鉴唐勇军等[58]，以迪博内控指数（*IC*）衡量内部治理水平并分组。表 6 回归结果显示，低质量内控组中 *Gvc* 的回归系数为−0.006 8，在 1%水平下显著；高质量内控组不显著。表明政府引导基金对控股股东股权质押的抑制主要存在于内控质量较低的企业，对其发挥了关键外部治理作用。内控缺陷弱化监督、加剧信息不对称，控股股东更易通过盈余管理稳股价、规避控制权转移风

险[59]，导致质押谋私隐蔽性与代理成本上升；内部治理失效时，外部机制边际效用更高。政府引导基金作为耐心资本，可稳定机构持股、识别并抑制机会主义[36,38]，提高质押谋私隐性成本；内控失灵时还能通过委派董事、强化审计监督、行使合规否决权等方式介入决策链，弥补内控软约束。高质量内控企业自身约束已有效抑制质押，所以引导基金边际治理效应减弱。

（3）产业属性。高科技企业具有高投入、高风险及长周期的特征，是政府引导基金发挥耐心资本属性、实现战略引领的重点领域。本文参考彭红星和毛新述[60]的研究，将样本划分为高科技行业和非高科技行业①，回归结果如表 6 所示。回归结果显示，*Gvc* 的回归系数仅在高科技行业显著为负（−0.005 4），非高科技行业不显著，表明引导基金治理效能在高科技领域释放更充分。原因主要有以下两点：其一，高科技研发不确定性强、回报周期长，社会资本短期化导致控股股东被迫质押融资；引导基金“长钱”属性匹配研发周期，缓解质押压力。其二，高科技企业轻资产、信息不对称严重，外部估值与融资成本高；引导基金介入释放质量认证信号，传递核心技术优势，降低外部融资成本并吸引社会资本，从而抑制高风险质押动机。

表 6　异质性分析回归结果 I

变量	股权质押资金投向		内部控制质量		产业属性	
	自身或第三方支出	企业支出	低质量	高质量	高科技行业	非高科技行业
Gvc	−0.007 4**	0.002 3	−0.006 8***	−0.002 1	−0.005 4**	−0.001 7
	(0.003 5)	(0.008 5)	(0.002 6)	(0.002 3)	(0.002 5)	(0.003 0)
常数项	0.249 8***	0.122 9	−0.010 3	0.129 2***	0.068 5***	−0.016 4
	(0.047 1)	(0.108 7)	(0.028 5)	(0.029 9)	(0.026 0)	(0.044 4)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	10 467	2 431	17 623	17 624	24 353	10 894
R^2	0.302 1	0.288 1	0.233 0	0.307 7	0.255 6	0.334 3

2. 基于企业外部环境的异质性分析

（1）外部媒体监督压力。孔东民等[61]指出，媒体不仅是信息的传播者，更是外部监督治理体系的重要组成部分，其实质性的治理功能正在不断增强。因此，本文选择媒体监督作为外部治理的代理变量。具体来说，参考杨国超和张李娜[62]的研究，媒体监督（*MS*）采用 Janis-Fadner 系数（J-F）进行衡量。J-F 系数趋近于 1 表示正面报道多、媒体监督压力弱，趋近于−1 表示负面报道多、媒体监督压力强。

表 7 实证结果显示，高压力组 *Gvc* 的回归系数为−0.011 7，在 1%水平下显著；低压力组不显著，表明媒体监督强化了政府引导基金对控股股东股权质押的抑制，验证外部信息环境与特殊治理机制的协同效应。在机制上，媒体监督从两方面与引导基金形成治理合力。其一，“信号放大”强化信息治理效能。媒体对质押动机与风险的挖掘缓解中小投资者信息劣势，提升市场透明度，强化市场对潜在掏空风险的感知[63]，使引导基金释放的“质量认证”与“合规监督”信号更易被捕捉，增强治理穿透力。其二，“声誉共振”放大耐心资本治理效能。公众关注下控股股东声誉成本与违规代价上升[26]，媒体报道吸引知情投资者、加快负面信息反应[64]；引导基金的专业质疑与媒体舆论压力形成双重约束，推高平仓风险与加剧控制权危机，迫使其质押决策趋于审慎。

① 高科技上市公司行业总共涵盖 3 个门类及 19 个大类，其余则为非高科技行业。3 个门类为制造业（C），信息传输、软件和信息技术服务业（I），科学研究和技术服务业（M）；19 个大类包括 C25-29、C31-32、C34-41、I63-65 和 M73。

（2）宏观环境政策。外部制度环境的变化是影响机构投资者治理行为的重要诱因。2013 年，上海证券交易所、深圳证券交易所及中国证券登记结算公司联合发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》（简称“质押新规”），标志着场内质押业务的正式确立。新规在提升交易效率的同时，也引入了逐日盯市、警戒线与平仓线等严格的风控机制，使得股权质押的风险暴露显著上升[18]。本文以 2013 年为界分组，表 7 回归结果显示，政府引导基金的抑制作用仅在新规后明显。新规后严格平仓与处置机制使质押风险具有强负外部性，易引发“强平—暴跌”螺旋。政府引导基金作为耐心资本，天然厌恶控制权不稳定与股价极端波动，严苛风控降低其风险容忍度，强化底线思维，更积极约束控股股东股权质押，以防范系统性流动性危机。

表 7 异质性分析回归结果 Ⅱ

变量	外部媒体监督压力		宏观政策环境	
	高压力	低压力	质押新规颁布前	质押新规颁布后
Gvc	−0.011 7***	−0.001 6	−0.075 1	−0.004 1**
	(0.003 5)	(0.002 0)	(0.052 9)	(0.001 9)
常数项	0.052 3	0.087 1***	0.155 8	0.025 0
	(0.031 9)	(0.028 1)	(0.113 2)	(0.023 6)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	17 612	17 615	4 683	30 564
R^2	0.269 1	0.291 2	0.469 2	0.296 1

六、结论与建议

本文以 2009—2024 年沪深 A 股上市公司为研究样本，研究政府引导基金作为耐心资本对控股股东股权质押的抑制效应及机理。研究结果显示，政府引导基金的持股能明显抑制控股股东的股权质押行为，该结论经内生性处理及一系列稳健性检验后依然成立。机制检验揭示了耐心资本发挥抑制作用的具体过程：其一是资源赋能路径，政府引导基金通过提供长期稳定的“长钱”并产生信用增信效应，弱化了控股股东的质押动机；其二是内部公司治理机制，通过提升稳定型机构投资者持股比例，发挥“用手投票”作用，抑制控股股东的短视和机会主义行为，间接增加股权质押成本；其三是信息治理路径，政府引导基金入股产生的信号认证吸引了分析师关注，通过提升透明度压缩了大股东利用信息不对称实施激进质押的空间。此外，治理效能还受到企业内外部环境的影响。研究发现，政府引导基金的抑制效应在股权质押资金投向“自身或第三方”、内控质量较低、高科技行业更为明显，在外部媒体监督压力大时及 2013 年“质押新规”颁布后更为有效。这表明政府引导基金可以凭借其较为专业的信息甄别和动机识别能力，精准识别控股股东质押的真实意图。

基于上述结论，为更好地发挥政府引导基金作为耐心资本的治理功能，防范化解控股股东股权质押引发的系统性金融风险，本文提出如下政策建议：

第一，系统培育耐心资本，强化政府引导基金的长期治理导向与建立差异化考核机制。近年来，围绕资本市场高质量发展，政策层面持续强化长期资本培育导向。2024 年国务院发布的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）明确提出，要“大力推动中长期资金入市，构建支持‘长钱长投’的政策体系”，并强调增强资本市场内在稳定性。政府引导基金应回归

长期价值投资：将长期资本供给、被投企业股权稳定性、质押风险纳入考核，弱化短期收益；延长存续期、优化退出；与养老金、保险资金协同，构建多层次耐心资本，从源头降低企业对股权质押依赖。异质性表明，其抑制控股股东质押的作用在高科技行业更显著，故应加大对高科技及“专精特新”企业长期资本供给，降低融资不确定性。

第二，强化控股股东股权质押穿透式监管，构建事前约束、事中监测、事后惩戒闭环。异质性显示，抑制作用在质押资金投向“自身或第三方”样本中更显著，应重点穿透核查质押资金用途与风险。结合新“国九条”导向，按质押比例、资金用途、公司基本面等进行分级预警，重点监测高风险主体；识别变相减持和资金体外循环；对高比例质押且经营恶化或违规者，限制其再融资、提高披露频率；引导政府引导基金等长期资金参与风险化解，减少被动平仓冲击。

第三，完善信息披露与外部监督机制，放大政府引导基金信息治理效应。落实党的二十届三中全会关于发挥市场机制作用的要求，推动质押披露从“规模披露”转向“结构与用途披露”，明确资金投向和风险；整合交易所互动平台与信息披露系统，降低信息获取成本；鼓励媒体、分析师及第三方跟踪评估高质押企业，提升定价效率；对政府引导基金提升透明度的治理行为给予激励。

第四，优化公司内部治理，引导稳定型机构投资者深度参与。政府引导基金可通过提升稳定型机构投资者持股比例来改善治理并抑制控股股东质押。应完善机构投资者参与治理制度，鼓励其在股东大会、董事会行使表决权和监督权，并披露投票行为；推动公募基金、保险资金、养老金建立长期绩效导向考核；支持政府引导基金通过董事席位或观察员机制嵌入治理；加强内控，发挥独立董事和审计委员会监督作用。

参考文献：

[1]胡海峰. 培育壮大耐心资本：内涵、意义、举措[J]. 人民论坛·学术前沿，2025(2)：96-107.

[2]Cheng Z J，Liu Z X，Sun Y P. Share pledging and financial constraints in China[J]. Accounting & Finance，2021，61(3)：4147-4189.

[3]朱菲菲，杨云红. 控股股东股权质押融资与上市公司实体投资：融资约束还是市场信息？[J]. 经济科学，2022(3)：79-94.

[4]郝项超，梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么？[J]. 会计研究，2009(7)：57-63.

[5]宗计川，庄妍，李晓伟. 质权人困境：股票折价抛售与同行风险传染[J]. 管理世界，2023，39(1)：77-99.

[6]许晓芳，陆正飞. 股权质押融资存在“柠檬现象”吗？：来自股价崩盘风险的证据[J]. 金融研究，2023(12)：56-73.

[7]田雅群，范亚辰，何婧. “脱虚向实”抑或“脱实向虚”：政府产业引导基金对企业金融化的影响研究[J]. 中国软科学，2025(10)：139-149.

[8]宫义飞，张可欣，徐荣华，等. 政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J]. 会计研究，2021(4)：89-102.

[9]丛菲菲，李曜，谷文臣. 国有创投资本对民营资本的引导效应研究[J]. 财贸经济，2019，40(10)：95-110.

[10]吴超鹏，严泽浩. 政府基金引导与企业核心技术突破：机制与效应[J]. 经济研究，2023，58(6)：137-154.

[11]蒋亚含，李晓慧，许诺. 政府引导基金投后赋能与实体企业发展：来自被投企业的经验证据[J]. 经济管理，2023，45(3)：44-62.

[12]徐明. 政府风险投资、代理问题与企业创新：来自政府引导基金介入的证据[J]. 南开经济研究，2022(2)：51-67.

[13]胡海峰，张烨，王爱萍. 耐心资本问题研究进展[J]. 经济学动态，2025(7)：192-208.

[14]罗劲博，陆文韬. 政府引导基金持股能否提高民企会计稳健性：来自 A 股上市公司的证据[J]. 南开管理评论，2025，28(10)：173-184.

[15]李思飞，温磊. 耐心资本对企业 ESG 表现的影响研究[J]. 经济问题，2025(1)：48-56.

[16]徐明. 政府引导基金是否发挥了引导作用：基于投资事件和微观企业匹配数据的检验[J]. 经济管理，2021，43(8)：23-40.

[17]余琰，罗炜，李怡宗，等. 国有风险投资的投资行为和投资成效[J]. 经济研究，2014，49(2)：32-46.

[18]陈海强，赵潇洋，李东旭. 股权质押渠道与金融市场稳定：基于股价崩盘风险的视角[J]. 管理科学学报，2023，26(6)：81-95.

[19]柯艳蓉，李玉敏，吴晓晖. 控股股东股权质押与企业投资行为：基于金融投资和实业投资的视角[J]. 财贸经济，2019，40(4)：50-66.

[20]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)：128-140.

[21]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.

[22]姜军，江轩宇，伊志宏. 企业创新效率研究：来自股权质押的影响[J]. 金融研究，2020(2)：128-146.

[23]陆艺升，罗荣华，朱菲菲. 机构投资者相机抉择与控股股东股权质押及其公司治理效应[J]. 经济研究，2024，59(7)：111-129.

[24]余怒涛，苗瑞晨，张华玉. 投服中心行权保护中小股东利益了吗：基于控股股东股权质押视角[J]. 会计研究，2024(6)：87-101.

[25]Chen T，Harford J，Lin C. Do analysts matter for governance?：Evidence from natural experiments[J]. Journal of Financial Economics，2015，115(2)：383-410.

[26]李蒙,李秉祥,张涛涛. 融券卖空机制能够约束控股股东股权质押行为吗?:基于“准自然实验”的经验证据[J]. 系统管理学报,2023,32(3):634-650.

[27]姜富伟,陈一瑶,丁慧. 企业绩效参照点与控股股东股权质押:动机与治理[J]. 金融研究,2025(12):169-187.

[28]Guo K,Ke B,Tang S. Private firms' financial constraints and share pledging by controlling shareholders of publicly listed firms:evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance,2023,80:102393.

[29]Shi Y,Li J C,Liu R M. Financing constraints and share pledges:evidence from the share pledge reform in China[J]. Journal of Corporate Finance,2023,78:102337.

[30]余汉,杨中仑,宋增基. 国有股权、政治关联与公司绩效:基于中国民营控股上市公司的实证研究[J]. 管理评论,2017,29(4):196-212.

[31]周绍妮,张秋生,胡立新. 机构投资者持股能提升国企并购绩效吗?:兼论中国机构投资者的异质性[J]. 会计研究,2017(6):67-74.

[32]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.

[33]Pang C J,Wang Y. Stock pledge, risk of losing control and corporate innovation[J]. Journal of Corporate Finance,2020,60:101534.

[34]钟宇翔,吕怀立,李婉丽. 管理层短视、会计稳健性与企业创新抑制[J]. 南开管理评论,2017,20(6):163-177.

[35]杨棉之,赵鑫,张伟华. 机构投资者异质性、卖空机制与股价崩盘风险:来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2020(7):167-180.

[36]Lin C,Ma Y,Xuan Y H. Ownership structure and financial constraints:evidence from a structural estimation[J]. Journal of Financial Economics,2011,102(2):416-431.

[37]李安泰,张建宇,卢冰. 机构投资者能抑制上市公司商誉减值风险吗?:基于中国A股市场的经验证据[J]. 金融研究,2022(10):189-206.

[38]李争光,赵西卜,曹丰,等. 机构投资者异质性与企业绩效:来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究,2014,29(5):77-87.

[39]胡海峰,林丽瑾,窦斌. 耐心资本对关键核心技术企业创新的影响效果和作用机制[J]. 财贸经济,2025,46(11):68-86.

[40]Brander J A,Du Q Q,Hellmann T. The effects of government-sponsored venture capital:international evidence[J]. Review of Finance,2015,19(2):571-618.

[41]徐寿福,徐龙炳. 信息披露质量与资本市场估值偏误[J]. 会计研究,2015(1):40-47.

[42]徐寿福,贺学会,陈晶萍. 股权质押与大股东双重择时动机[J]. 财经研究,2016,42(6):74-86.

[43]Piotroski J D,Roulstone B T. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices[J]. The Accounting Review,2004,79(4):1119-1151.

[44]黄宏斌,肖志超,刘晓丽. 股权质押的时机选择及市场反应:基于投资者情绪视角的研究[J]. 金融论坛,2018,23(2):65-80.

[45]孟祥瑜,谢获宝,黄大禹. 政府引导基金与企业劳动收入份额[J]. 财经研究,2024,50(9):154-168.

[46]周泽将,汪顺,张悦. 知识产权保护与企业创新信息困境[J]. 中国工业经济,2022(6):136-154.

[47]梅洁,张明泽. 基金主导了机构投资者对上市公司盈余管理的治理作用?:基于内生性视角的考察[J]. 会计研究,2016(4):55-60.

[48]刘京军,徐浩萍. 机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?[J]. 金融研究,2012(9):141-154.

[49]褚剑,秦璇,方军雄. 中国式融资融券制度安排与分析师盈利预测乐观偏差[J]. 管理世界,2019,35(1):151-166.

[50]吴超鹏,张媛. 风险投资对上市公司股利政策影响的实证研究[J]. 金融研究,2017(9):178-191.

[51]魏薇,解恩泽,徐铭枙,等. 政府引导基金、产业集聚与制造业企业全要素生产率[J]. 数量经济技术经济研究,2026,43(4):183-210.

[52]杨靖,田宗涛,陈志斌. 耐心资本如何“以点带面”:基于政府引导基金的研究[J]. 财经研究,2026,52(7):79-93.

[53]吴斌,沃鹏飞,楼雯倩. 风险投资参与是否影响企业“脱实向虚”?:基于中国资本市场的经验证据[J]. 管理评论,2023,35(6):15-32.

[54]江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.

[55]张华玉,余怒涛,赵倩芳,等. 大股东异质性、股权质押与企业并购决策:基于股权质押动机的分析[J]. 管理评论,2023,35(11):284-304.

[56]Dou Y,Masulis R W,Zein J. Shareholder wealth consequences of insider pledging of company stock as collateral for personal loans[J]. The Review of Financial Studies,2019,32(12):4810-4854.

[57]史永东,宋明勇,李凤羽,等. 控股股东股权质押与企业债权人利益保护:来自中国债券市场的证据[J]. 经济研究,2021,56(8):109-126.

[58]唐勇军,马文超,夏丽. 环境信息披露质量、内控“水平”与企业价值:来自重污染行业上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2021(7):69-84.

[59]段然,蔡花艳. 卖空机制具有治理作用吗?:基于内控质量的经验证据[J]. 审计与经济研究,2021,36(2):41-51.

[60]彭红星,毛新述. 政府创新补贴、公司高管背景与研发投入:来自我国高科技行业的经验证据[J]. 财贸经济,2017,38(3):147-161.

[61]孔东民,刘莎莎,应千伟. 公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜?[J]. 管理世界,2013(7):145-162.

[62]杨国超,张李娜. 产业政策何以更有效?:基于海量媒体报道数据与研发操纵现象的证据[J]. 经济学(季刊),2021,21(6):2173-2194.

[63]胡海峰,魏涛,刘锦华. 数字金融、控股股东股权质押与掏空治理[J]. 经济管理,2023,45(5):170-188.

[64]孔东民,刘莎莎,黎文靖,等. 冷漠是理性的吗?:中小股东参与、公司治理与投资者保护[J]. 经济学(季刊),2013,12(1):1-28.

Can Government-Guided Funds Restrain Share Pledges by Controlling Shareholders? A Patient Capital Perspective

CHEN Wei, ZHANG Xuxi
(Hefei University of Technology, Hefei 230601)

Abstract: Developing "patient capital" has become a major strategic requirement for optimizing the functions of government investment funds and supporting the high-quality development of the real economy. Based on a dataset of Chinese A-share listed companies from 2009 to 2024, this paper examines the deterrent effect of government-guided funds (GGFs), a major representative form of patient capital, on controlling shareholders' share-pledging behavior. The empirical results show that GGF entry significantly reduces both the propensity and intensity of controlling shareholders' share pledging. This finding suggests that GGFs are not merely financial contributors that provide capital but also a stabilizing factor that reduces controlling shareholders' reliance on high-risk, short-term financing instruments. By integrating into corporate capital structures with a long-term investment horizon, GGFs provide strategic guidance, thereby curbing opportunistic behavior.

This study further explores three mechanisms through which GGFs deter controlling shareholders' share pledging. First, the resource empowerment mechanism operates by providing stable long-term equity capital and enhancing firms' overall creditworthiness, thereby weakening controlling shareholders' incentives to pledge shares. Second, GGF entry significantly increases the shareholding ratios of stable institutional investors, thereby enhancing the overall stability of external shareholding. Given their long-term investment orientation, these stable institutional investors have strong incentives to actively perform corporate governance functions. Third, the information governance mechanism operates by attracting heightened attention from external stakeholders (mainly analysts). This influx of professional scrutiny improves the corporate information environment and reduces information asymmetry, making it difficult for controlling shareholders to engage in opaque or high-risk pledging activities without being detected by the market.

Heterogeneity analysis reveals that governance effectiveness is shaped by firms' internal and external environments. The study finds that the deterrent effect of GGFs is more pronounced when pledged funds are directed to "self or third parties", when internal control quality is lower, and in high-tech industries. Additionally, it is more effective when external media scrutiny pressure is greater and after the promulgation of the 2013 "New Pledge Rules". This indicates that GGFs can, through their relatively professional information screening and motive identification capabilities, accurately identify the true intentions behind controlling shareholders' pledging. These findings provide new empirical evidence for understanding the micro-level governance function of patient capital in emerging markets. By offering a new perspective on how government-led funds prevent and defuse systemic financial risks, this study provides valuable policy implications for leveraging institutional investment to foster a more stable and efficient capital market environment.

Keywords: government-guided funds; patient capital; share pledging; resource empowerment; stable institutional investors; information governance

(编校：姚望春)