

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 上市公司控股股东股权质押对公司价
值的影响研究——以延安必康为例

研究生姓名: 杨融融

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 常鑫 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 杨融融 签字日期： 2022.6.5
导师签名： 郭增 签字日期： 2022.6.7
导师(校外)签名： 李磊 签字日期： 2022.6.10

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 杨融融 签字日期： 2022.6.5
导师签名： 郭增 签字日期： 2022.6.7
导师(校外)签名： 李磊 签字日期： 2022.6.10

**Research on the impact of equity pledge by
the controlling shareholder of listed comp-
anies on the company's value——Taking
Yan'an Bikang as an example**

Candidate: Yang Rongrong

Supervisor: Guo Hengtai Chang Xin

摘要

近来，股东愈加青睐股权质押，因其具有易变现、低成本，且筹得资金的同时还可实施控制等特点。2018年初，我国超出95%的A股上市公司进行了股权质押。但近期，多家公司受股市低迷冲击，由于难以持续提供担保而被砍仓，公司价值因此直接受到向下影响。此外，股权质押还能通过不同的路径间接影响公司价值，而控股股东因其核心地位影响公司价值最为显著。数次高比例的质押股权会强化不良动机，公司筹资风险的接连增加、代理冲突的加剧会危害公司价值，对公司的长远发展不利。

文章以延安必康制药为例，探寻股权质押实施对公司价值的影响结果。首先，对中外股权质押、公司价值相关的研究进行归纳总结，得出股权质押实施对公司价值的影响喜忧参半；其次，对延安必康公司及股权质押情况进行简介，侧重探索延安必康控股股东质押股权后如何作用于公司价值，通过市场效应及各项指标综合分析延安必康股权质押对公司价值的影响结果。

研究发现延安必康制药控股股东高比重质押股权对公司价值的影响弊多利少。短期看，股价在股权质押公告发布后短暂上升；长期看，股权质押致使长期持有延安必康股票的收益降低，使公司长远价值受到损害。最后，基于分析结果，根据消极影响给出具体建议，完善股权质押相关规范制度，为其他存在质押行为的上市公司提供参考。

关键词：股权质押 公司价值 控股股东 延安必康

Abstract

Recently, shareholders have increasingly favored equity pledges because of their easy liquidity, low cost, and the ability to exercise control while raising funds. At the beginning of 2018, more than 95% of my country's A-share listed companies pledged equity. However, recently, many companies have been hit by the downturn in the stock market, and their positions have been cut due to the difficulty of providing guarantees continuously, and the company's value has been directly affected downwards. In addition, equity pledge can indirectly affect corporate value through different paths, and the dominant shareholder has more obvious effect on corporate value because of its nucleus position. Several times of high proportion of pledged equity will intensify the malignant motivation, the continuous increase of financing risk of the company, the intensification of agency conflict will harm the value of the company, adverse to the long-term development of the company.

This article takes Yan'an Bikang Pharmaceutical as an example to explore the effect of equity pledge implementation on corporate value. In the first place, by summarizing the research on equity pledge and corporate value at domestic and overseas, it is concluded that the implementation of equity pledge has mixed effects on corporate value; secondly, it introduces Yan'an Bikang Company and its equity pledge, focusing on exploring the pledge of Yan'an Bikang's controlling shareholders How does the post-equity affect the company's value, and comprehensively analyzes the influence of Yan'an Bikang's pledge of stock rights on the corporation's value through market effects and various indicators.

The research shows that: Yan'an Bikang Pharmaceutical's controlling shareholder's high proportion of pledged equity has more harm than good

on the corporation's value. For the near future, the share price rises briefly after the announcement of the equity pledge; the longer answer, the equity pledge reduces the return on long-term holdings of Yanan Bikang shares, which damages the long-term value of the company. In the end, on account of the analysis outcomes, specific recommendations are given depending on the adverse effects, and the relevant normative system of equity pledge is improved, so as to provide reference for other listed companies with pledge behavior.

Keywords:Equity pledge; Company value; Controlling shareholder; Yan'an Bikang

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 文献综述.....	3
1.3.1 股权质押与公司价值关系研究.....	3
1.3.2 股权质押影响公司价值的路径研究.....	3
1.3.3 公司价值评估方法研究.....	5
1.3.4 文献述评.....	6
1.4 研究内容与方法.....	7
1.4.1 研究内容.....	7
1.4.2 研究方法.....	7
1.5 研究框架.....	8
2 相关概念和理论基础	10
2.1 相关概念.....	10
2.1.1 控股股东.....	10
2.1.2 股权质押.....	10
2.1.3 公司价值.....	10
2.2 理论基础.....	11
2.2.1 委托代理理论.....	11
2.2.2 信息不对称理论.....	11
2.2.3 控制权私利理论.....	11
3 延安必康控股股东股权质押案例介绍	13
3.1 延安必康的基本情况.....	13

3.1.1 延安必康简介	13
3.1.2 延安必康的股权结构	13
3.2 延安必康控股股东股权质押情况	15
3.3 延安必康股权质押动因	18
4 控股股东股权质押影响公司价值的路径分析	20
4.1 两权分离对延安必康公司价值的影响	20
4.2 研发投入对延安必康公司价值的影响	22
4.3 财务风险对延安必康公司价值的影响	28
4.4 投资战略对延安必康公司价值的影响	31
5 延安必康控股股东股权质押实施对公司价值的影响分析	35
5.1 控股股东股权质押后市场效应分析	35
5.1.1 短期市场效应	35
5.1.2 长期市场效应	38
5.2 财务指标分析	40
5.2.1 盈利能力分析	40
5.2.2 偿债能力分析	42
5.2.3 营运能力分析	44
5.2.4 成长能力分析	46
5.3 托宾 Q 值分析	47
5.4 EVA 分析	48
6 延安必康股权质押对公司价值的不良影响及相关建议	50
6.1 延安必康股权质押对公司价值的不良影响	50
6.1.1 频频股权出质导致股价下跌	50
6.1.2 股权质押后财务状况不佳	50
6.1.3 偏激的投资战略给公司带来不利影响	51
6.1.4 过度的股权质押行为导致公司价值下降	51
6.2 相关建议	52

6.2.1 对于公司层面的建议	52
6.2.2 对于投资者的建议	53
6.2.3 对于监管层的建议	53
7 结论与展望	55
参考文献	57
附录 A 延安必康制药控股股东股权质押情况	62
后记	65

1 绪论

1.1 研究背景

股权质押因为可以短时间内出售而成为众多公司融资的选择。据 Wind 资料库统计，2013 年，我国的上市公司只有 910 家，而到 2021 年六月十八日，已经上升到 2531 家。从 2013 年的 993 亿股到 2021 年 6 月份的 4623 亿股，而这一比例超过了半数是由控股股东的股份抵押造成的。从这一点可以看出，目前我国股票质押已经成为一种较为常见的融资手段。

股权质押后，防止因股票价格回落而导致控制权转移的风险，控股股东存在干预企业经营决策的动机，并试图通过多种方式改善企业经营业绩，以保护自身控制地位。同时，控股股东可以利用自身资源来获取更多的投资收益。为满足上市公司经营业绩和财务状况的要求，控股股东将积极管理公司价值。如此看，控股股东股权质押能够提升公司价值。

然而，控股股东股权质押也会损害公司的价值。一方面，如果控股股东在不丧失控制权的情况下进行增资，很可能会利用这一权利侵害中小股东的利益，甚至通过关联交易的方式转让上市公司的资产，使得企业长远价值受到影响。在控股股东股权质押比率过高的情形下，中小投资者或许会意识到目标公司股权质押行为存在潜在利润损失，可能就会集中卖出企业股权，这样将必然加大了上市公司股票价格大跌的风险，从而严重损失了企业的投资价值。该文以当时国内上市公司股价波动的真实背景为切入点，并通过探究控股股东实际的股权质押情况，在学术界与实践界均引起了广泛的争论。在此基础上，本文旨在上市公司控股股东股权质押是否存在利好因素。

所以，探究股东质押股权对公司价值的影响具有非凡的意义。目前中外学者对股权质押、公司价值的研究比较看中，主要体现在公司治理结构和财务状况方面。文章选择延安必康为研究目标，深入研究了控股股东将自己所持股票质押对企业自身价值的影响路径，并选取了多个指标分析其对公司价值的影响，并提出建议。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

股权质押的发展虽然时间短暂，但是发展速度却不容小觑，在市场上占据一席之地。总结前辈们的股权质押相关研究，本文主要采用 3 种理论，用描述性统计的方法来统计 A 股上市企业控股股东股权质押，结合案例分析法，对目标公司股权出质现状进行简介，对公司质押前后的价值进行比较，并根据现行法律、法规的规定，向我国上市公司想要出质股权的股东提出相应的建议，使得出质股权这一行为不越界，最大力度的维护中小股民的利益，为我国资本市场创造良好的环境。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

近来，股权质押作为一种资金融通方式风靡一时，多家企业通过这种方式筹得资金，且控股股东没有因此失去对公司实际决定的权力。然而，股权质押虽然没有丧失实际决策权，但股权所产生的收益归出资的人所有，控股股东现金流权减少。另外，由于借贷融通活动的市场仍处在成长时期，而场内质押发展时期相对较短，且有关法规体系不完备，相关信息发布监督机制也不完整，所以控股的股东损害中小股民权益或倒空上市公司消息的成本较低，以此对公司价值产生重大冲击。为此，本文以控股股东股权质押行为对延安必康企业各个层面的价值影响展开了研究，从而为以后深入研究指明了参考方法。

（2）实践意义

股权质押为那些筹资特别困难的企业，特别是规模不大的企业提供了可选择的且较容易获得资金的方式。然则，我国相关监管机构对控股股东股权质押行为缺乏有力的监督和管制，对投资者特别是中小股东的保障措施也不充分，股权质押使得质押股票的股东实际控制公司的权利和获取资金的权利出现背离，进一步加剧控股股东和中小股民冲突的产生，从而造成质押股权者侵害中小股东和上市

公司权益的乱象。

延安必康是我国医药行业的龙头企业，在 16-18 年进行多次、频繁的股权质押。因此，本文选择延安必康作为研究对象，经过全面的研究和分析，得知股权质押对公司的股票价格以及市场价值或多或少都有影响。最后，本文在分析结果的基础上，针对管理监督机构和质押股权的公司提出具有建设性的意见，希望本研究能够为相关机构防范股权质押风险，约束控股股东的行为提供参考和启示。

1.3 文献综述

1.3.1 股权质押与公司价值关系研究

有关股权质押如何作用于公司价值，中外学术界分为两派，一种认为股权质押和公司价值呈反向关系，另一种则持不同观点。

Michelle Li (2019) 等研究者选择 03-15 年国内的部分上市公司，采用 Heckman 的选择模型、差异模型和变化模型，实证得出结果为股权质押与公司价值存在正向关系。如翟胜宝，童丽静，伍彬 (2020) 研究得出，控股股东出质股权主要增加的风险是实际的控制权利转移，增强控股股东占取财产的动力。肖俊斌、王昕宇 (2021) 认为，股权质押与公司价值存在显著的负相关关系，在一定范围内，股权质押对公司价值稳步提升不利。

1.3.2 股权质押影响公司价值的路径研究

股权质押会对公司的价值产生直接或间接的影响，直接的影响主要是股价，间接的影响则有多种路径，通过对现有文献进行梳理发现：股权质押主要通过通过对两权分离、研发投入、财务风险以及投资战略来间接影响公司价值。以下则是现有学者对这些路径的具体研究：

(1) 两权分离对公司价值的影响

增加公司价值的基础是确保极佳的公司治理结构，在法人治理结构中，中小投资者与控股股东因股权质押引发代理矛盾，必须引起重视的是两权分离这一因素。国内学者认为国家所有制企业与非国家所有制企业的股票回报率较高，第二

类是国内学者认为两权分离程度越高，公司价值会下降越快。对于两种权利分离如何改变公司价值的问题，基于中外学术界的研究不同，有二个流派：

夏婷（2018）等持第一种看法的人，经过对 06-16 年存在股权质押行为的公司进行实证研究表明，通过质押股权而产生的两权分离现象，将明显降低对拥有实际地位股东的激励效果，并增加了其市场侵占效应，不利于企业发展。这一流派的思路更适合于中外学术界的主流认知。另一个看法则认为，两权背离的大小对公司价值的作用不同，例如，董瑶（2019）在研究两权的分离时发现，两权的偏离程度不同，会对公司价值产生不同的影响。

（2）研发投入对公司价值的影响

随着国内外学术界对股权质押相关问题的深入研究，学者们开始对股权质押和公司价值的研究内容进行创新，认为：“股东受到财务束缚→影响公司高管层对于研发投入的决策→公司价值受到冲击”也将对公司价值产生影响。因此，论文主要从公司绩效管理等方面研究了上市公司股权质押的管理问题。陈小鹏、江少波（2021）也认为，股权质押可以通过融资约束信号机制约束投资者买入股票的风险，通过限制管理层研发投入实现规避股权质押风险的目标。学者研究认为，因为我国的企业一股独大的现象比较普遍，所以控股股东在企业中具有主导地位，当控股股东受到企业财务制约时，虽然不会直接影响公司的管理经营决策，但仍然会影响公司的价值。

（3）财务风险对公司价值的影响

Chen, Hu（2007）将投资企业选做样本对此展开研究，发现正在进行投资的企业将股票质押所面临的财务风险大大增加。闻岳春（2016）研究后也指出，将股权作为抵押物质押的行为在影响公司价值的方式主要表现为：该企业财务风险、融资杠杆产生变化，公司的价值也随之下跌。根据上述专家的研究可以看出随着公司质押比率的增加企业的财务问题与此呈现相同的走势，这种走势会制约企业承担风险的能力，从而间接造成公司价值的减少。

（4）投资战略对公司价值的影响

公司的长期发展要求大量资金的持续注入，通常，公司筹得资金的主要来源为借债或者吸引投资者进行投资，这些融资方法的主要优点就是让债务人与股份

持有者一起共同承受融资损失,但大多数的投资收益都是由股份持有者所独享的,这也导致了公司更喜欢进行较高风险的融资。控股股东为了获取更多的利益,通过股权质押等方式获得的资金进行投资,这种投资行为不仅加剧了企业的风险,也加剧了企业的融资约束。柯艳蓉等人(2019)研究得出,股权质押促使股东盲目投资没有多大价值的项目。

不过, Masulis 等三人(2019)研究得出,股权质押行为与企业风险偏好呈负相关关系,这表明我国上市公司的股权结构中存在至少一种不利于公司长期发展的因素,即股权很大程度的集中在少数几处。对于这些公司的控股股东来说,他们可能更偏向于保守型的项目投资,由此更看好低风险、高稳定的短时间投资收益,从而拒绝高风险投资。

但也有学者认为,股权质押对投资决策影响不是单一的。本文以上市公司为研究样本,发现企业的股权质押与其过度投资和投资不足之间存在相关性,并且这种相关性是由股权质押对企业投资决策的影响来决定的。如柯艳蓉、李玉敏(2019)、李伟(2019)等人发现,控股股东股权质押行为会加剧企业对无投资价值项目的过度投资,可能导致企业对有投资价值的项目投资不足。

1.3.3 公司价值评估方法研究

公司价值评估的方法有很多,如托宾 Q 理论、EVA 和财务分析。

(1) 托宾 Q 理论

中外关于衡量公司价值的方法不是特别多,大多使用托宾 Q 值来评估公司价值。托宾 Q 通常随着股价的提高而增加,表明外部市场人士对公司未来的增长预期较好。随着股市的发展,何瑛和张大伟(2015)指出,股票价格已经更准确地反映了公司的市场价值,因此,用托宾 Q 来衡量公司的价值是完全可行的。

(2) EVA

Malmiand Ikaheimo(2003)主张 EVA 成为评估公司业绩的重要指标体系,并重视其完备的经济功效和使用价值。EVA 不但能够体现公司的运营绩效,还能够为健全有效的管理和激励机制带来必要的支持。

1.3.4 文献述评

经过对已有文献的归纳整理，主要集中在如下几个方面：

第一是股权质押与公司价值的关系。从已有学者的研究可以得出：股权质押实施对于公司价值的作用大都是间接的，并且和公司价值不是绝对的正反比例关系，比如以 MichelleLi（2019）和夏婷，闻岳春，袁鹏（2018）等人为代表的学者认为股权质押的实施有利于提升公司价值；有人则不认同此看法，如夏一丹（2019）等人研究发现股权质押与公司价值呈反比例关系；还有些学者研究发现股权质押对公司价值的影响不是单一的，而是存在临界点，临界点左右对于公司价值的影响不同。

第二是间接影响分析。其主要通过两权分离、研发投入、财务风险及投资战略四条路径来影响公司价值。基于以上文献可以得出，两权分离加大，公司价值下跌加快，反之亦成立；不同市值、不同质押比例的企业股权质押对研发投入的影响大不相同，公司价值因此也发生变化。第四条路径投资战略对公司价值的作用机理体现在决定企业投资哪些类型的项目。

第三是对于公司价值评估方法的研究。现有的方法并不是很丰富，并且各有优缺点，比较流行的是现金流量贴现法，近几年 EVA 也用的比较多。

总之，现存的与股权质押和公司价值相关的研究主要是以实证的方式进行建模，而此课题关于案例的分析既不充分也不全面。并且对于公司价值的评估方法也局限于托宾 Q 值等方法，不能全面的评估公司价值。因此，本文根据延安必康年报和股权质押公告，分析了公司财务现状，探讨了股权质押如何影响公司价值，最后选择托宾 Q、账面价值指标、经济增加值等综合各个指标来衡量公司价值，从而比较真实全面的评估公司价值，最后针对股权质押对公司价值的影响结果中存在的问题进行分析，并提出相关建议，为中国其他上市企业提供参考。

1.4 研究内容与方法

1.4.1 研究内容

文章的主要研讨内容如下所示：

第一章，本小节简要说明股权质押相关政策的出台背景及现况，回看前辈的成果，简明扼要说明本文内容。

第二章，阐述本次论文写作需要用到的一些概念的定义和基本的理论。主要包括三大概念和三个最主要的理论。

第三章，简单介绍本文选取的目标企业。该章节对研究对象和股权质押的现状进行简单分析。

第四章，股权质押间接对公司价值的影响机理。主要分为四个路径去写，分别是两权分离、研发投入、财务风险和投资战略。

第五章，此部分为本文的核心内容，主要从以下几个方面展开，首先分析了股权质押前后的市场效应，分为两类：短期和长期，分别用事件研究法和长期持有收益法度量；最终综合考量分析股权质押如何作用于公司价值。

第六章，问题及建议。根据以上的分析我们得知股权质押给公司带来不少问题，根据这些问题提出相关建议规范股权质押行为，以此来规避股权质押带来的风险，对其他上市公司提供一些参考。

根据前几章的分析，得出延安必康制药控股股东股权质押对公司的价值影响结果，并展望未来。

1.4.2 研究方法

（1）文献研究法

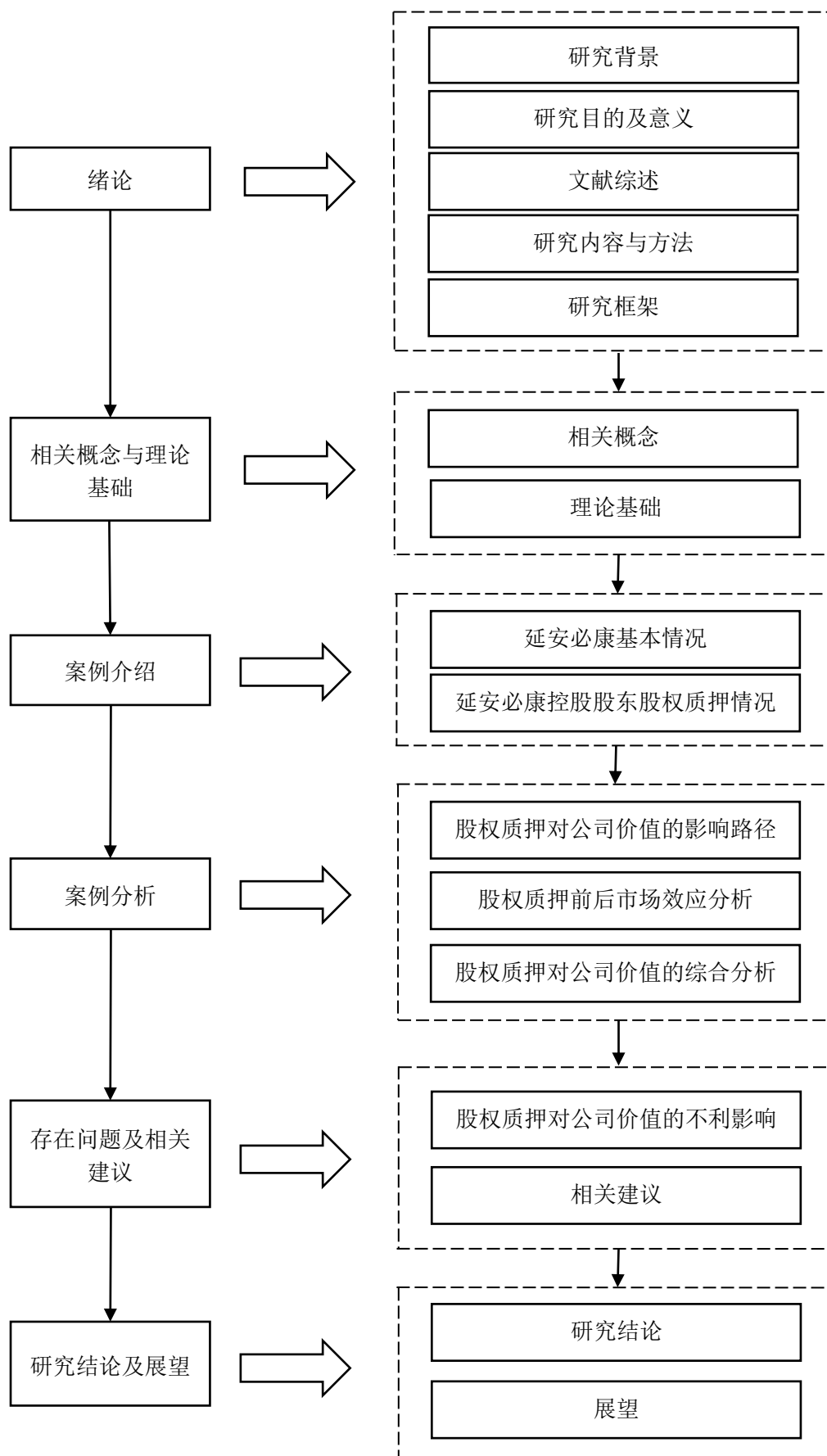
大量翻阅中外研究者的有关文献，包括股权质押与公司价值的影响路径以及公司价值的评估方法等。对以前学者的成果细致整合后，对中外股权质押的近况有大体的知晓，为本次写作提供了更扎实的基础。

（2）案例研究法

其主要用于分析具体案例并得出结论。股权质押是指企业将其自有资金以特定方式向特定的投资者进行质押，以此获得融资的行为。本次写作在大量翻阅目标案例的相关信息后，从质押股权的角度切入，深度剖析该公司将股权质押后有哪些因素对公司价值的变动做出贡献，为后来的研究者以及其他企业集团提出参照。

1.5 研究框架

本文研究框架如下所示：



2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 控股股东

对于控股股东的定义是这样的，满足其中一种条件既可，股东投入公司的资金占公司资产（包括现金、有形的和无形的资产）的一半以上，或者拥有该公司超过一半的股份，或者前两者都不满足，但是其持有的股份所代表的投票权对股东组织的会议有着至关重要的影响。

2.1.2 股权质押

股权质押，就是将自身所持有的股票作为标的，用这种抵押物去筹得资金的行为。抵押物可以是可移动的资产，也可以是权益，股权质押则归属于后一种。我国境内，股权质押的存在具有重要的现实意义，但在我国的现状中，股权质押可以是债券、存单、存折等，但都只限于债权。随后，由于市场经济的飞速发展，研究者们对该概念补充了更新更为细致的定义。在受质人没有根据规定进行支付资金时，占有财产的人可以优先得到补偿，可以有效保障自身的利益。与将股票卖出作为抵押不同的是，股票权益的质押仍然可以对公司实施控制，但会受到股价低迷的影响，可能会被迫减少所持股票，此时出质人需要考虑持续补充质押。

2.1.3 公司价值

学术界对公司价值有不同的认知，经济学相关的专家把公司价值定义为公司未来现金流量的总现值，这种看法是基于加权平均资本成本，公司价值是由公司未来的获利能力确定的。公司价值还可以从管理的角度进行分析，管理学界的学者指出，公司价值需要反映公司股东、债权人、企业高层管理以及员工等多个利益相关方的期望收益，这也是公司价值管理的重点。

已经成熟的公司价值评价方法较多，公司整体经营活动可能会影响其测量结果，而最后确定一个公司的价值大小是公司长期的发展能力与潜质。本文将重点从账面价值、市场价值以及经济增加值进行分析。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

该理论是本文研究的前提条件。当企业发生质押股权这一行为时，企业的委托代理关系出现在以下几方中，分别是股票持有者和高管、利益获得者、股东和投资者之间。由于控股股东将股权抵押出去，所享有的实际控制的权利和获得收益的权利不对等，而大股东因其丰富的资源，得到消息的渠道较多，中小投资者则相反，两者的信息收集因此不可同日而语，具有主导地位的股东可能利用中小股东的不知情而增加转移财产的想法。若采用这种方式获取的利益大于质押股权所筹的现金流量，那么中小股民更容易受到侵害。

2.2.2 信息不对称理论

该理论是指在市场上买卖双方参与交易时，由于消息的传递渠道不同，再加上接收消息的人信息处理与吸收能力不同，掌握多渠道信息接收和消息处理消化能力较好的人往往处于优势地位；相反，信息接收不及时或处理不充分的人就丧失优势地位。国内资本市场引入该理论，开启一个新颖的视角，也为当前经济市场中买卖证券的人和代替买卖双方处理事务的人之间存在的信息不对等状况提供理论支撑。

2.2.3 控制权私利理论

Hart（1987）和 Grossman 首次阐述了控制权收益这一理论，主要包含两个层面的含义：第一层共享控制权所产生的效益，主要由该公司所有利益相关方共同分享；另一层含义是该收益只有实际控制公司的人才拥有权利拥有。这两层含义

的主要区别是主体不同。在实际的经济生活中，控制权私利的存在会影响企业的正常运行。因此，对控制权私利进行研究是十分必要的。根据 Grossman 的研究，Dyckand Zingales（2004）将控制权私利界定为：公司实际控制人可以独自占有该份收益，而不是和其他股东一起瓜分这些收益，学术界普遍接受这一定义。

3 延安必康控股股东股权质押案例介绍

3.1 延安必康的基本情况

3.1.1 延安必康简介

延安必康制药股份有限公司（后面统称“延安必康”）创建于二零零二年十二月三十日，15年12月首次在深圳交易所向广大投资者增发股票，合计出资金额达到15322800万元。该公司作为一家现代化综合型的各类药品制造公司，主要生产药品所需的原材料、以中药为原理的药物、通过化学手段合成的药物以及研究新的疫苗以攻克新型病毒和人们健康有关的养生药品等。自公司创立以来，主要包括四大板块，分别是医疗药品工业制造、出售公司生产药物、清洁能源和药物中间合成体。公司主要经营的特色产品有：血液制品、肾病治疗药物、心脑血管治疗药物、骨骼肌肉治疗药物、糖尿病治疗药物等。公司逐步巩固了在同行业中的领先地位，有的产品产能居全国第一。

3.1.2 延安必康的股权结构

到20年年底，该企业根据所持股份排名前十的股东总共持股占公司总股数的比是65.22%，详细情况如表3.1所示：

表 3.1 延安必康 2020 年年末普通股前十名持股信息统计

序号	股东	年报期初数 (股)	20 年变动数 (股)	20 年期末数 (股)	持股 比例	股东性质
1	新沂必康	522,098,034	-12,699,820	509,398,214	33.24%	境内非国有法人
2	李宗松	17,003,605	-2,364,300	146,393,050	9.55%	境内自然人
3	阳光融汇	100,997,419	0	100,997,419	6.59%	境内非国有法人
4	华夏人寿	100,645,966	0	100,645,966	6.57%	其他
5	周新基	104,484,618	-14,065,500	90,419,118	5.90%	境内自然人
6	桃都新能源	23,372,219	0	23,372,219	1.53%	境内非国有法人
7	陕西北度	16,384,927	-2,204,000	14,180,927	0.93%	境内非国有法人

续表 3.1 延安必康 2020 年年末普通股前十名持股信息统计

序号	股东	年报期初数 (股)	20 年变动数 (股)	20 年期末数 (股)	持股 比例	股东性质
8	国融(国际)融资租赁有限责任公司	0	5,117,882	5,117,882	0.33%	境内非国有法人
9	王一群	0	4,994,292	4,994,292	0.33%	境内自然人
10	陈耀民	6,475,300	-2,705,600	3,769,700	0.25%	境内自然人

数据来源：公司年报

据表 3.1 可得，新沂必康在该公司的地位超然，一直处于主导地位，其所持有的股票数量和其他 9 名股东所持数量综合持平，甚至略高。股权制衡度是一个衡量股权集中程度比较好的方法，其计算过程可以概括为：合计股票持有数量排名前三的持股比，除以排名第一的股东持股比，再乘以百分之百。

该公司由李宗松实际实行控制，因为他通过拥有 100%、70% 的股权控制 4 个公司而间接掌控新沂必康，而新沂必康拥有必康公司 33.24% 的股份。20 年末，排名前四的股东持股比分别是 0.0955、0.3324、0.0093 和 0.0657，合计持股占总股数的 0.5029，超过一半的股票在他们手中，这也为他们超然的控制地位奠定基础。由上表 3.1 可得，该公司的股权集中在少数人的手中，一致行动人合计持股 857434 万股，李宗松、新沂必康占据该企业超出一半的决策投票权。具体关系如图 3.1 所示：

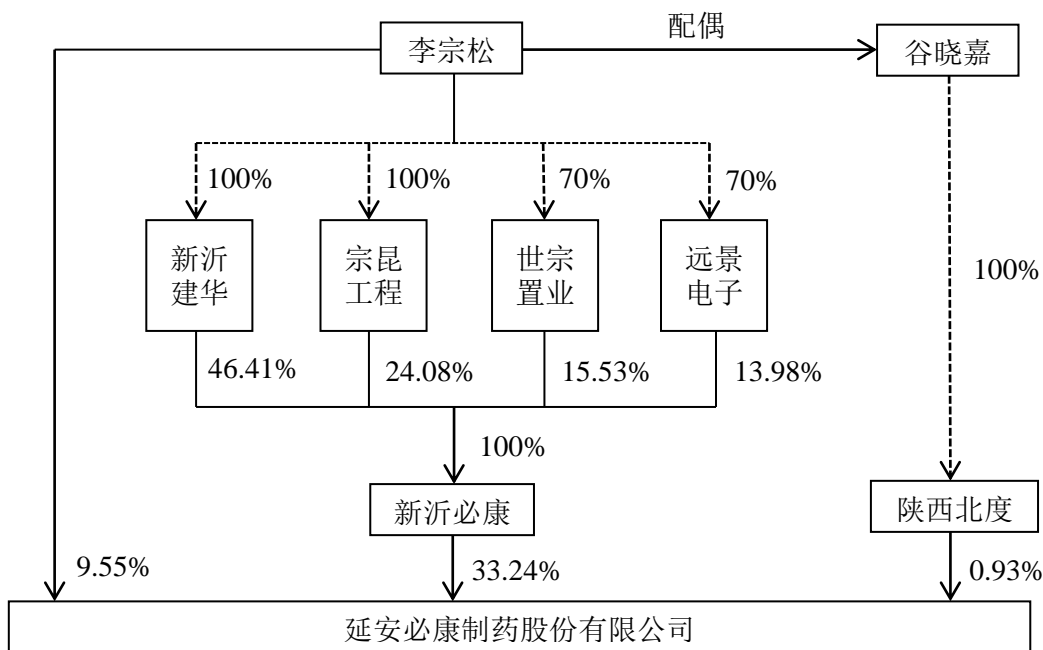


图 3.1 公司与实际控制的关系图

延安必康股权制衡度计算如表 3.2 所示：

表 3.2 延安必康股东持股比例及股权制衡度明细（2011-2020）

年度	第一大股东 持股占比	第二大股东 持股占比	第三大股东 持股占比	前三大股东 合计持股占比	股权制 衡度
2011/12/30	21.58%	4.54%	4.47%	30.59%	1.42
2012/12/30	21.58%	4.54%	4.47%	30.59%	1.42
2013/12/30	18.66%	3.36%	3.35%	25.37%	1.36
2014/12/30	18.82%	2.93%	2.86%	24.61%	1.31
2015/12/30	48.33%	8.05%	8.03%	64.41%	1.33
2016/12/30	52.18%	8.91%	6.59%	67.68%	1.30
2017/12/30	60.37%	14.24%	9.12%	83.73%	1.39
2018/12/30	60.37%	14.24%	9.07%	83.68%	1.39
2019/12/30	51.42%	9.71%	6.82%	67.95%	1.32
2020/12/30	50.29%	9.55%	6.59%	66.43%	1.32

数据来源：公司年报

由表 3.2 可知，2016 年延安必康股权制衡度最低，制衡度为 1.30，该值在 11 年和 12 年最高，为 1.42。而从该企业刚上市开始，此项指标在以后年度一直是下降的，直到 16 年，该局势才得以扭转，经历两年的上升期后，该值达到接近 1.40。这意味着，过去的十年间，新沂必康一直处于超然地位，股票持有量明显高于第二和第三名股东，且最低值是 1.30，最高值是 1.42，其余年份的值都在该区间内变动，表明延安必康的控股地位非常稳定，投票表决的权利也是稳居第一。控股股东通过控制该公司为自己谋利而侵害其他投资者的收益，由此激发他们之间的冲突。在不同类型股权构成的结构下，当控股股东面临财务困难时，因其在公司的绝对投票权，可能会因此让公司的决策发生变化，风险的喜好也因此发生变化。

3.2 延安必康控股股东股权质押情况

延安必康股权质押情况如表 3.3 所示：

表 3.3 延安必康 2016 年-2020 年股权质押情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
质押股数 (万股)	4284	70400	85700	104500	79700	70400
质押比例 (%)	12.30%	45.93%	55.91%	68.19%	52.03%	45.97%

数据来源：公司年报

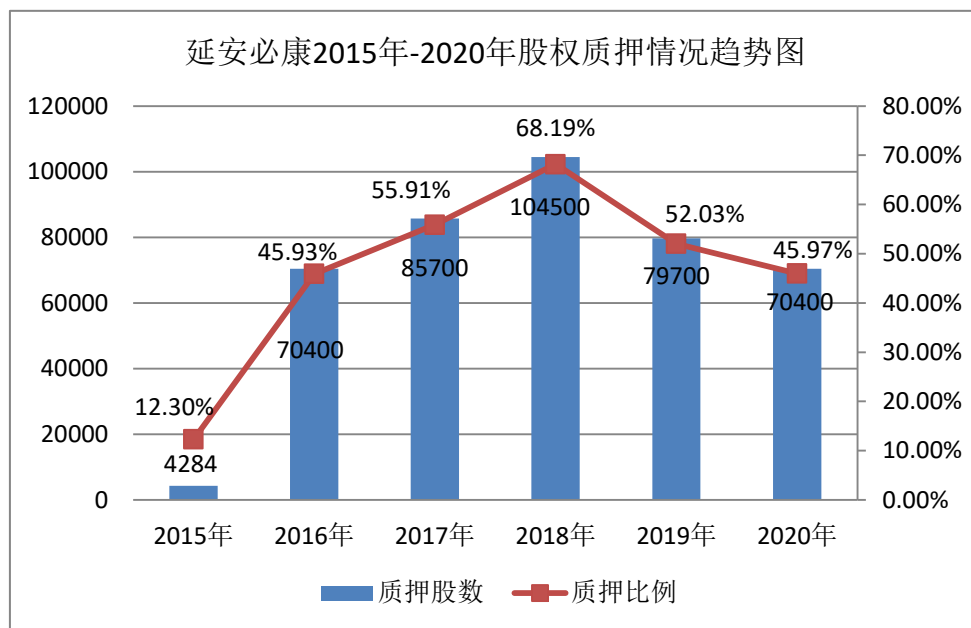


图 3.2 延安必康 2015 年-2020 年股权质押情况折线图

从上图可以看出，延安必康 2015 年的股权质押率较低，仅为总股本的 12.30%，但 2016 年股权质押率大幅上升至 45.93%，占总股本的近一半，此后股权质押比例持续增长，2018 年达到 68.19%，2017-2019 年保持在 50% 以上。2019 年到 2020 年股权质押比例有所下降，但依然维持在一个较高的水平；股权质押的数量也呈现出一个和质押比例相同的走势。

由于延安必康高比例、高频次的股权质押，下面将整理近六年以来的股权质押详情，顺着时间轴将延安必康股权质押明细重现在下方表格中，查阅目标公司开始质押股权后所发布的公告，将质押股权的相关消息凝练呈现在附录 A 和表 3.4 中：

表 3.4 2016-2020 年实际控制人李宗松股权质押情况明细

年度	股东	持股量	持股占比	累计质押股量	累计比例	累计质押与总股比
2016 年	李宗松	193358467	12.62%	120600000	62.37%	7.87%
2017 年	李宗松	218200689	14.24%	150540000	68.99%	9.82%
2018 年	李宗松	218200689	14.24%	217232359	99.56%	14.18%
2019 年	李宗松	148757350	9.71%	146066226	98.19%	9.53%
2020 年	李宗松	146393050	9.55%	144214926	98.51%	9.41%

数据来源：公司年报

从以上表格可以看出，从 2016 年初开始，新沂必康和李宗松的累计股权质押率一路飙升，李宗松在 2018 年时达到最高累计质押率 99.56%，新沂必康的最高累计质押率是在 2020 年，达到了 99.68%，我们可以看到，该公司具有实际控制地位的人和控股股东几乎将其所持股份全部抵押出去，如果被迫砍仓，则无法持续补充抵押物。

表 3.5 2016-2020 年控股股东新沂必康股权质押情况明细

年度	股东	持股数量	持股数占总股比	累计质押数量	占所持股的比例	累计质押占总股比
2016 年	新沂必康	581930826	37.98%	338858800	58.23%	22.11%
2017 年	新沂必康	581930826	37.98%	444854900	76.44%	29.03%
2018 年	新沂必康	581930826	37.98%	574529999	98.73%	37.50%
2019 年	新沂必康	522098034	34.07%	520330707	99.66%	33.96%
2020 年	新沂必康	509398214	33.24%	507780887	99.68%	33.14%

数据来源：公司年报

据表 3.4-3.5，我们可以总结出如下几点质押股权过程中特质：

第一，质押频率非常高。2016-2020 六年间质押高达 113 笔之多，单个年份超过 30 笔的有 18 和 19 年，如果单看笔数，19 年笔数高达 51 笔，位居第一。

第二，质押占比总计较高。2016 年以来，李宗松、新沂必康累计质押股权占其所持股份的比例持续走高。虽然该比例从 19 年开始出现相反走势。但下降比率仅为 1% 左右，新沂必康更是从 2016 年开始一路向上，从 58.23% 迅速增至 2020 年的接近全部股权出质。截止 2020 年 12 月 30 日，该公司实际实施控制的李宗松、控股股东新沂必康几乎所有的股份被封存，且已基本无股可押。高比例

质押意味着延安必康控股股东资金处于极度短缺的状态。

三是滚动质押。通过附录 A 可以看出，新沂必康和李宗松基本上已经将其在延安必康公司的全部股份进行了质押。甚至有很多次，前一机构刚刚解除质押，控股股东当天或隔日立即将股权质押给下一机构。2017 年 8 月 29 日，新沂必康公司将所持延安必康的股份抵押了 22580000 股给华证，质押结束日为 2019 年 8 月 9 日；但在 2019 年 4 月 11 日提前解除质押，次日（2019 年 4 月 12 日）质押给兴业资产管理有限公司，质押期限为 2020 年 4 月 11 日。2019 年 2 月 13 日向中山证券质押的 1500 万股股票也于 2019 年 4 月 17 日提前解除质押，此次质押是在与兴业资产管理有限公司隔日续期的基础上进行的，诸如此类的循环质押在 2016 年至 2019 年期间较为普遍，说明了延安必康控股股东对资金的迫切需求。

3.3 延安必康股权质押动因

查阅延安必康发布的所有股权质押公告发现，公司控股股东的资金使用情况仅为个人需要，公告并未提供具体用途的进一步信息。目前尚不清楚延安必康控股股东股权质押获得资金的具体用途，但结合控股股东的股权质押动机可以看出，历史质押资金用于以下三个目的：

（1）因公司发展需要筹资

公司或股东自身的资金需要一般是股权质押最为重要的动力，延安必康也不例外。控股股东股权质押融资的特点，决定了它在资本市场的地位，多数情况下，股东有筹资的需求是因为企业良好的发展需要资金运转，但也不尽相同。总归不是股东自己需要大量资金就是公司因扩大规模或者其他需要急需资金维持。

15 年接近尾声时，延安必康进行兼并上市后，快速扩建规模，积极发展各个板块，兼并多家医药行业的公司。基本以自有资金的形式进行收购，从 2016 年到 2020 年末，延安必康的收购投资资金超过 18.6 亿，其中，花费最高价格且以自有资金 1482340000 元，将北盟物流所有的股份都收购了，被收购 100% 股权的公司有嘉安健康、今日彩印、康拜尔以及北盟物流，以上这些公司因为所有的股份都被目标企业收购了，这些子公司完全受到目标公司的控制。因此，目标公司将股票抵押出去或许是为了该公司能更好的经营发展。

（2）加强上市企业实际控制的能力

控股股东可能再一次通过质押部分股权获得的现金购买该公司的股票，以达到获取更大控制地位的目的。真实情况是，该公司在 16 年春节后短短的十天内，李宗松耗资近 30 亿元，陆续购买该公司 2070 万股股票，占企业股份总计的 1.65%。该公司实际实施控制的人从 16 年开始到 17 年结束，接近两年时间多次且大量的买入该公司股票，使得持股人所拥有的实际控制权不断增加。16 年初始，该公司的股票市价在 12 元左右波动，但是两年后，也就是 17 年底，股票市价已经涨至 26.57 元，大概是 16 年的 2.21 倍，通过这波大涨，实际控制人可谓硕果累累。

（3）损害中小投资者利益

从 2016 年开始，李宗松、新沂必康就开始大批量地质押其自身所持股份，截止到 2020 年 12 月 30 日，他们几乎已经将自己所持有该公司的所有股票都抵押出去了，控股股东的累计质押比例非常之高，导致延安必康控股股东的控制权与现金流权之间出现了较为严重的不对等情况，因此，大股东损害公司或者中小股民的意图更为浓烈。

4 控股股东股权质押影响公司价值的路径分析

4.1 两权分离对延安必康公司价值的影响

质押股权可能出现一系列问题，进而加剧两权的背离程度，这无疑会危害公司的健康发展。详尽作用机理如图 4.1 所示：

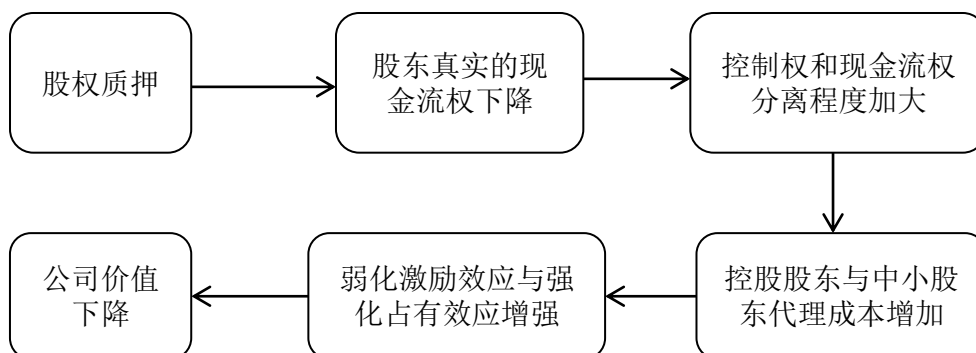


图 4.1 两权分离对公司价值的影响过程

该公司控股股东处于超然的位置，掌握着绝对的话语权，与其他股东的位置相较悬殊，对公司治理结构下的决策和实施产生重大影响。公司监事会由于成员较少，话语权和监督权有所削弱，不能有效履行监督管理的职责，这可能使得控股股东占用企业以及其他投资者财产的行为更加肆无忌惮。2016 以来，延安必康控股股东频频质押其持有的股份，截至 2020 年底，没有被质押的股份仅占公司总股份的 0.32%，所剩无几。16 至 20 年公司控制权与现金流量的波动状况，两权分离度见表 4.1 和表 4.2：

表 4.1 现金流权结果统计

	2016	2017	2018	2019	2020
控股股东持股数（万股）	58193	58193	58193	52210	50940
总股数（万股）	153228	153228	153228	153228	153228
质押前现金流权	37.98%	37.98%	37.98%	34.07%	33.24%
质押股数（万股）	33886	44485	57453	52033	50778
质押后剩余股数（万股）	24307	13708	740	177	162
质押后现金流权（%）	15.86	8.94	0.48	0.12	0.11

数据来源：公司年报

表 4.2 延安必康股权质押前后两权分离对比

年度	质押自身股权比例	质押前		质押后两权分离度			
		控制权	现金流权	控制权	现金流权	绝对值差	相对值差
2016	58.23%	37.98%	37.98%	37.98%	15.86%	22.12%	2.39
2017	76.44%	37.98%	37.98%	37.98%	8.95%	29.03%	4.24
2018	98.73%	37.98%	37.98%	37.98%	0.48%	37.50%	79.13
2019	99.66%	34.07%	34.07%	34.07%	0.12%	33.95%	283.92
2020	99.68%	33.24%	33.24%	33.24%	0.11%	33.13%	302.18

数据来源：公司财报

据表我们得知,由于该公司将股权出质,在实际控制的权利没有发生变化时,获取现金的权利却在减小。由表 4.2 以及图 4.2 可发现,当不进行股权质押时,控股股东所拥有的实际控制权与得到现金流量的权利是基本相同的,差额基本为零,当股东开始由少至多质押股权时,发生绝对值差额。延安必康的频繁高比股权质押是从 16 年开始的,且质押的数量越多,两权的背离程度也越大。在 2018 年多次质押完成后,绝对差异增至 37.50%,现金流权仅为 0.48%。2020 年,控股股东新沂必康解除部分质押股份,控制权与现金流权的绝对差额收窄至 33.13%。就股权出质前拥有的现金流权除以出质后的该值结果而言,目标公司此项比值的差异在 18 年呈飞跃式上升的状态,该趋势一直持续至 20 年,在这一年达到最高值 302.18,背离的程度高的离谱,说明控股股东控制权是其现金流权的 302.18 倍,如此高的偏离度会无限增加控股股东倒空公司的动力。同时,2018 年之前,延安必康控股股东的现金流权波动较大,但 2018 年之后,波动较小,2020 年现金流权降至 0.11%,控股股东质押比例上升至 99.68%,相当于全部提前收回资金,仍然控制延安必康。

根据众多学者的研究结果可知,两权背离程度越大,公司价值下降越快。委托代理原理认为,实际控制的权利与获取现金流权的权利严重背离,使得股东更愿意为自身考虑,从而忽视中小股民利益,也对上市公司的发展带来不良影响。两权分离度如图 4.2 所示:

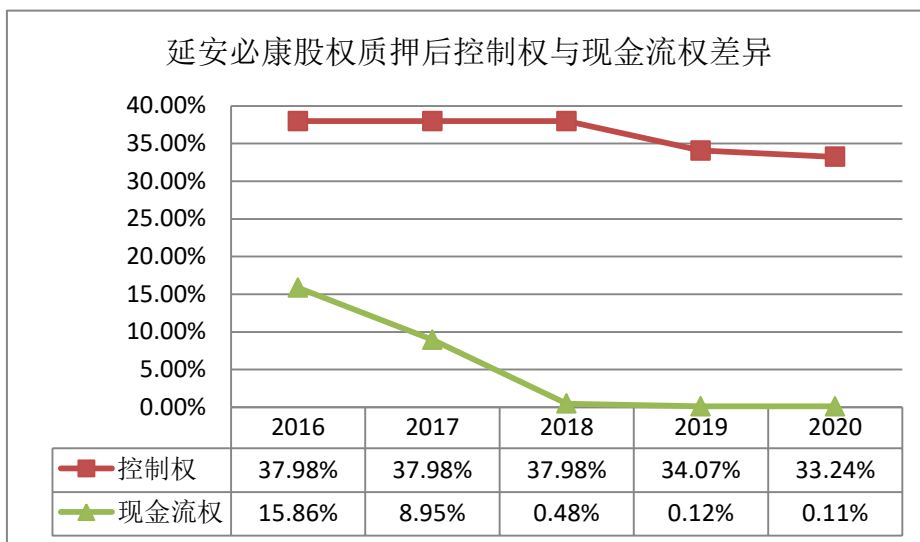


图 4.2 延安必康股权质押后两权分离趋势图

4.2 研发投入对延安必康公司价值的影响

如果一个企业想要进军医药板块并非易事儿，因为此行业的技术壁垒非常高，所以该市场的未来发展前景广袤无垠，尤其是前期需投入大量创新技艺的产品更是带来极具竞争力的优势。因此，一个公司想要长远的立足并持续发展下去，对于研发新技术方面的投入肯定是多多益善。如果这方面的投入较少甚至没有，将难以长久的出现在医药行业的发展赛道上。而控股股东出质股权后，对公司科研方面的关注可能降低，长期如此就可能使得公司没有有科技含量的新产品出产，因此消费者也会寻找其他企业更好的替代品，因此无法长久获利，公司的价值因此减少。股权质押后研发投入对于公司价值的影响路径如下图 4.3 所示：

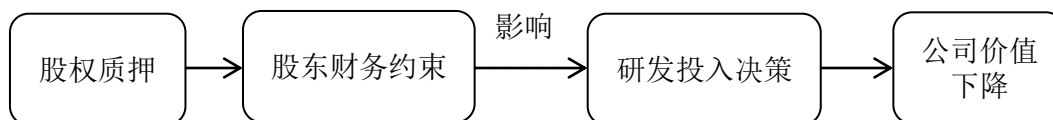


图 4.3 研发投入对于公司价值的影响路径

(1) 目标公司研发投入分析

整理该公司相关科创投入的资料如表 4.3 所示：

表 4.3 延安必康研发投入统计表

项目 年份	研发投入(元)	研发费用(元)	营业收入(元)	研投占营 收比	研投占净 资产比
2011	35681721	30021442	1049017729	3.40%	4.43%
2012	41134560	34500838	1009769856	4.07%	4.80%
2013	47659843	47659843	894688388	5.33%	5.48%
2014	39995922	39995922	1060273647	3.77%	4.50%
2015	61711197	8537423	2023403965	3.05%	1.18%
2016	127651025	127651025	3723904604	3.43%	1.51%
2017	140979260	140979260	5368005750	2.63%	1.51%
2018	114800418	114800418	8446807320	1.36%	1.20%
2019	83634862	83634862	9329253578	0.90%	0.78%
2020	112308728	112308728	6953408152	1.62%	1.25%

数据来源：公司报表

通过上述表格我们可以看出，延安必康的股权质押可能给该公司的创新投入带来抑制作用，甚至抑制作用比较大，主要有以下几点理由：

第一，从研发投入占营业收入比来分析：从表 4.3 我们可以看出，单论投入额度，研发投入从 11 年开始一直是增加的，20 年比 11 年多投入了 76627006 元，研发费用也是在同步增长，然而研发投入占营业收入的比重从 2014 年开始下降，而延安必康的股权质押也是从 2015 年开始小规模质押，在 2019 年质押笔数和比例都达到了巅峰，从这个趋势我们可以看出，随着股权质押比例越高、股权质押笔数越多，延安必康的研发投入占营业收入的比例越低，这说明股权质押对研发投入产生了抑制作用，并且股权质押比例越高、质押笔数越多对研发投入的抑制作用越大。

第二，从研发投入变动情况分析：研发投入从 2011 年开始呈现出持续增长，然后在 2017 年略有降低的趋势，整体来看，和研发有关的投入占营业利润比重逐年减少，与此同时，占资产净额的比例也是一直下降的。尤其是延安必康在进行了大规模股权质押后，这两项比重更是迅速降低，表明股权质押后因为资金周转遇困，企业与研发有关的投入减少。

第三，从研究成果上看，延安必康近年来没有特别多的成果。目标公司完全控制的子公司陕西必康，其在 2015 年开始莫西沙星及滴眼液等的研制，但是到 2020 年还未出大的成果，从年报里披露的信息来看依然处在研究阶段，并且每年的年报披露没有特别大的差异。由此可以看出这并不是延安必康自己研制的药，

只是在 2012 年 11 月 22 日 SFDA 批准在中国上市。20 年年报显示，其他几种药也是处于研究阶段，说明延安必康的研究成果不足，这可能和延安必康的研发投入有很大的关系。我们都知道，新药的研发是一项投资特别大的高新技术产业，如果研发投入不足，那么研究成果势必很少，甚至为零，延安必康的研究成果也证实了这一点。

综上，控股股东频频大规模的股权质押将使得公司减少对研发活动的投入，从长远看会使公司丧失竞争力，业绩表现变差，进而使得公司价值受到影响而下降。

(2) 与其他药企对比分析

根据官方数据库的分类参考，本次写作选取和目标企业一致的化学制药行业，根据极为接近的市场价值，但是各自的股权出质情况大不相同，由此来比较因不同的股权出质率对研究开发相关的投资会产生怎样的影响。据同花顺数据库统计，截至 2021 年 11 月，延安必康的市值在 200 亿左右，累计质押占持股比为 0.9968。被选作对比分析的三家化学制药企业中，吉敖集团的市场价值在 194 亿左右，同年总共出质股权占自身持股量的 48% 左右；亿帆医药的市场价值在 210 亿左右，累计质押占持股比为 0.1401；步长制药的市值在 207 亿左右，累计质押占持股比 2019 年为 0.5268，到 2020 年的时候已解压，意味着累计质押比例为 0%。各个公司研发投入占比如表 4.4 所示：

表 4.4 各公司 2016-2020 年研发投入变化统计表

公司 年度	延安必康	吉林敖东	亿帆医药	步长制药
2016 年	127651025.96	90556593.18	270564484.97	458916320.46
2017 年	140979260.96	94130909.05	445204009.00	552973835.91
2018 年	114800418.01	123671942.05	620475250.83	576413755.71
2019 年	83634862.68	123671942.05	497617305.56	639098267.92
2020 年	112308728.84	96766406.83	598640987.49	722491608.29

数据来源：公司报表

由表 4.4.及图 4.4 可知，在 2016 至 2020 年，延安必康的研发投入远远少于亿帆和步长这两个医药企业，且目标企业相关的创新投入一直处在一个较低的水

平，投入金额在 11000 万元附近波动。与此同时，亿帆医药和步长制药的总体研发投入增长迅速，并且二者的增幅都在 3 亿左右，分别从 2016 年的 2.7 亿和 4.6 亿元左右增加至 2020 年的 6 亿和 7.2 亿元左右；步长制药的研发投入金额最大，在四家公司中基本始终保持领先地位；亿帆医药的研发投入虽然在 2018-2019 年有所下降，但在 2020 年扭转持续走低的态势，开始正向增长。吉林敖东在 2018 和 2019 年研发投入超过延安必康，这两年也是延安必康股权质押高比例、高频次的年度。因此，在对比了四家市值相近，控股股东累计质押出的股权占比不同的医药行业公司后，我们发现，股权质押比例越高，会使得公司对于研发投入的关注减少，进而导致研发投入下降，公司价值也会相应降低。因为一个医药企业没有创新技术作为后盾，就不能在现代医药行业激烈的竞争中长久的发展，所以公司价值肯定会有所下降。

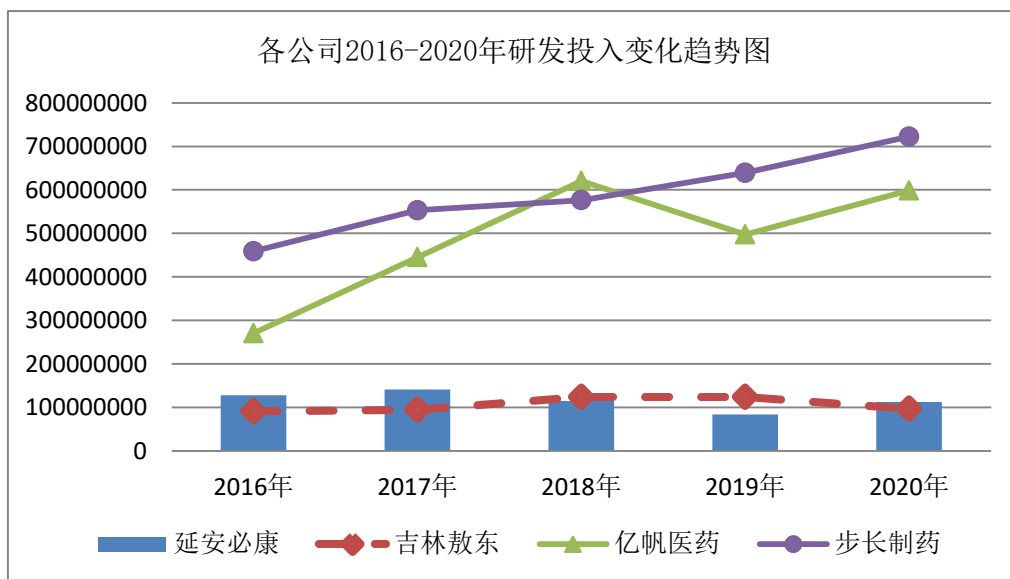


图 4.4 各公司近五年研发投入变化折线图

由表 4.5 以及图 4.5 可知，在 2016 至 2020 年，延安必康的研发投入占营业收入比并不乐观，2016 年是 3.43%，到 2018 年占比已不足 2%。与此同时，步长制药的此项指标维持在 4% 左右，到 2020 年已经增至 4.51%；吉林敖东呈上升的态势，在 2019 年达到 5.26%；亿帆医药的研发投入占营业收入比重在四家公司里始终保持最高，除 2018-2019 年有所回落，在 17、18 以及 2020 年里均保持

较高的增速，并在 2018 年超过了 13%。结合以上分析，延安必康的控股股东累计股权质押比例最高，在这四个公司里面研发投入占营业收入的比重也是最低的，其他三家公司远高于延安必康，这再次验证了股权质押会抑制研发投入。

表 4.5 各公司 2016-2020 年研发投入占营业收入统计表

公司年度	延安必康	吉林敖东	亿帆医药	步长制药
2016 年	3.43%	3.31%	7.72%	3.72%
2017 年	2.63%	3.16%	10.18%	3.99%
2018 年	1.36%	3.72%	13.40%	4.22%
2019 年	0.90%	5.26%	9.59%	4.48%
2020 年	1.62%	4.30%	11.09%	4.51%

数据来源：企业年报

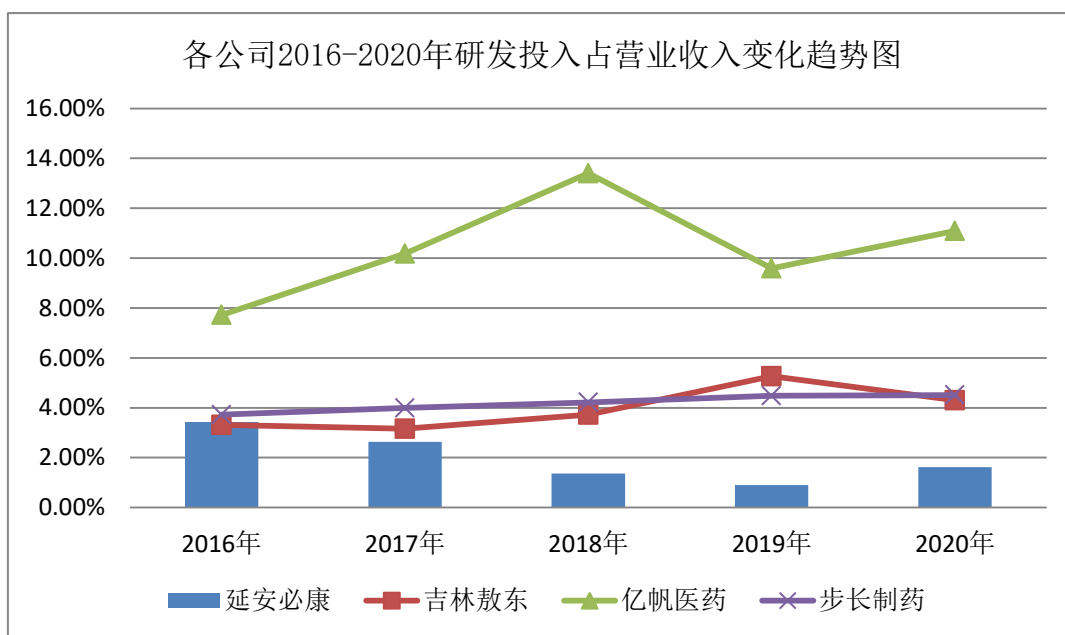


图 4.5 各公司 2016-2020 年研发投入占营业收入变化趋势图

如下图 4.6 可见，在近五年期间，目标企业参与研究开发的人员平均到个人的可支配投入相较于其他三家差距甚远，在 2018 年之前基本没变，18-19 年略微下降后到 2020 年有所回升，在 2018 之前人均 17 万左右，19 年下降至 13.4 万，2020 年增至 23 万左右。虽然延安必康的人均可支配研发投入在 2020 年增加了，但是比起其他三家，则显得微不足道。吉林敖东和亿帆医药的整体波动不是很大，

分别在 40-60 万和 40-80 万左右的区间波动，而步长医药的波动区间是 60-140 万，并且除了 18 年人均可支配研发投入略低于亿帆医药，其他年份都遥遥领先与其他三家医药企业；以此同时，在 2019 年除了吉林敖东的人均可支配研发投入下降外，其他三家都是保持增长的势头；步长医药则是在 17 年经历了大幅度下降后，在 2018 年开始上升，2019 年增长趋势更加迅猛，基本恢复至巅峰时 13 万左右的状态，虽然在 18 年经历了大幅降低，但是最低时人均可支配研发投入仍然有 60 万左右，高于吉林敖东和延安必康最高值。目标公司总体处于较低水平，最高时是在 2017 年，仅仅 18.8 万左右。

表 4.6 各公司 2016-2020 年人均可支配研发投入统计表

公司年度	延安必康	吉林敖东	亿帆医药	步长制药
2016 年	173674.87	573142.99	458583.87	908745.19
2017 年	187722.05	528825.33	666473.07	1372143.51
2018 年	171088.55	511041.08	793446.61	606751.32
2019 年	134030.23	513161.59	664375.57	768146.96
2020 年	229670.20	388620.11	816699.85	1323244.70

数据来源：公司年报

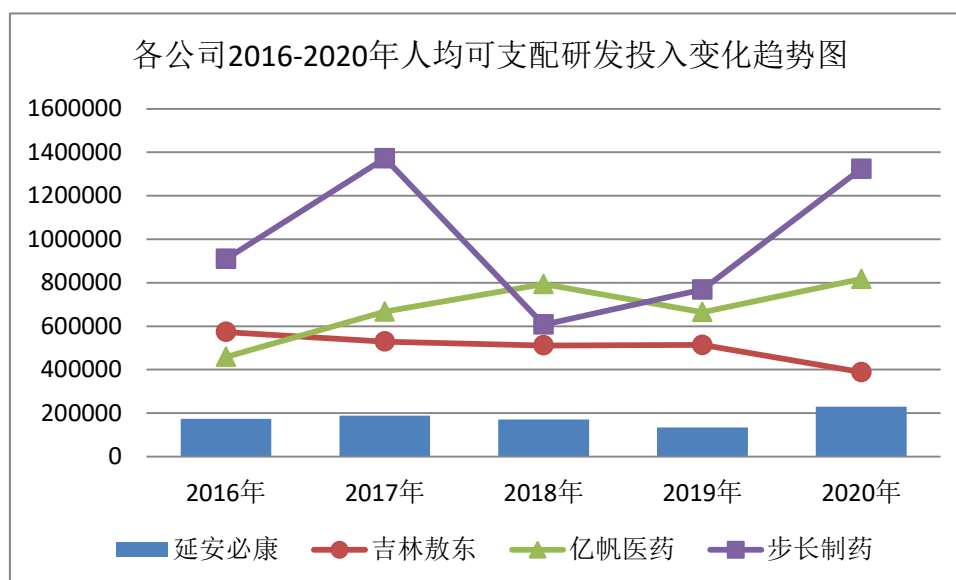


图 4.6 各公司 2016-2020 年人均可支配研发投入变化趋势图

结合上面的分析，总结出：控股股东总计出质的股票数量延安必康是最多的，

占该公司发行总股份的 90% 以上，其他三家公司都是远低于该百分比，占比在 55% 以下，步长制药公司甚至在 20 年已经全部解除质押了，由上表的统计数据可知，一个公司对于科创研究方面的资金投入与该公司出质股票占总股数的比值成反向相关关系。仔细研究以上数据可以看出，目标公司出质股权最多，占比最大，因此对于科技创新方面的投入严重不足，但是相较下，步长医药公司出质股权在这几家公司里最少，自然在科创这方面的投入更加走心。因此，股权质押会抑制公司的研发投入，这对于一个公司的长期发展是不利的，尤其是针对于需要创新技术在行业立足的医药企业。

4.3 财务风险对延安必康公司价值的影响

通过分析公司的财务状况，控股股东的侵害行为一目了然。当一个公司获取资金的能力与盈利能力不能匹配时，财务风险随之增加，公司价值因此受到波及而降低。为了将目标公司的财务风险量化，更清楚的展现出来，采用 Z 值计分法测度该企业面临的财务风险，具体的影响过程如图 4.7 所示：

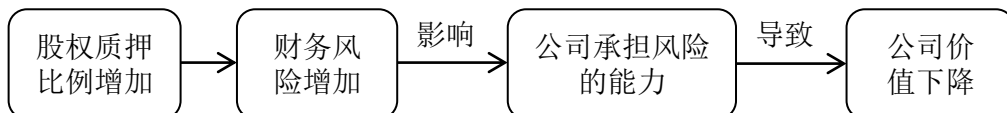


图 4.7 财务风险作用于公司价值的路径

Altman 认为：Z 值的边界主要有 1.81 和 2.675，如果在 1.81 之前，则公司的财务状况堪忧；如果是处于这二者之间，公司状况比前面要好，但也不能掉以轻心；如果处于 2.675 之后，则可以认为此类公司有着良好的发展前景，自然财务风险也是最小的。计算结果具体如下表 4.8 所示：

表 4.8 延安必康 2011-2020 年 Z-score 模型计算结果

	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	Z	Z 的结果表示
2011 年	0.5062	0.1677	0.0778	8.4556	0.9893	7.16	良好
2012 年	0.3407	0.1899	0.0640	6.8373	0.8421	5.83	良好
2013 年	0.0989	0.1856	0.0332	7.1242	0.6835	5.45	良好
2014 年	0.0506	0.1694	0.0363	5.0734	0.6790	4.14	良好
2015 年	0.0684	0.0900	0.0794	6.9872	0.2291	4.89	良好
2016 年	0.3679	0.0906	0.0706	4.3182	0.2062	3.60	良好
2017 年	0.1801	0.1209	0.0556	3.8558	0.2696	3.15	良好
2018 年	-0.1737	0.1289	0.0403	2.9292	0.4098	2.27	不稳定
2019 年	-0.0832	0.1333	0.0459	1.9244	0.4100	1.80	堪忧
2020 年	-0.0739	0.0854	-0.0281	0.7639	0.3582	0.75	堪忧

数据来源：公司年报

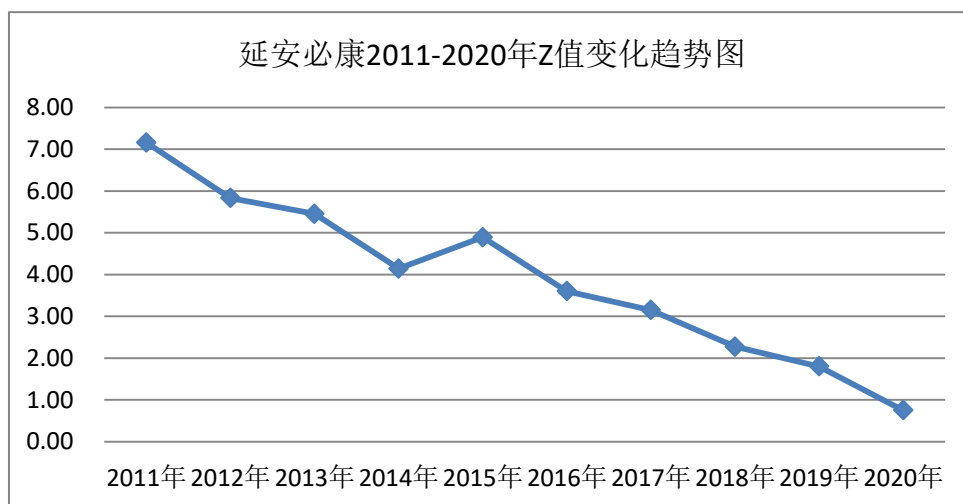


图 4.8 延安必康 2011-2020 年 Z 值变化趋势图

从表 4.8 及图 4.8 中可以看出，延安必康的财务风险在 2011-2017 年之间都大于 2.765，这说明在此年间，公司的资金状况处于优势地位。但从表中数据看来，延安必康计分值每况愈下，虽然其评价依旧是良好，但是其财务风险却增加了，尤其是从 2018 年开始，Z 值小于 2.765，延安必康的财务风险继续增加，评价也是从良好变成了稳定不足。且股权质押率越高，Z 值的下降趋势越大，在 2018 年 Z 值下降幅度最大，相应的股权质押无论是比例还是次数都是最多的。这说明财务风险和股权质押率成正比例关系。在 Z 值计量模型中，第三个变量占最大的权重，此变量的测量方式是：息税前的利润除以总的资产，由该指标的权

重可以看出它是度量财务风险的核心指标。而延安必康 X_3 的值从 2011 年开始降低，直到 2014 年才略有回暖，一直涨至 2015 年的 7.94%，涨幅为 4.31%。但由于 X_4 几乎一直处于下降的状态，并且下降幅度较大，Z 值总体一直是下降的，各指标较上年的变化如表 4.9 所示：

表 4.9 延安必康 2011-2020 年 Z-score 模型各指标变化率

项目	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	Z
2011 年	-	-	-	-	-	-
2012 年	-16.55%	2.23%	-1.38%	-161.83%	-14.72%	-1.33
2013 年	-24.18%	-0.43%	-3.08%	28.69%	-15.86%	-0.38
2014 年	-4.83%	-1.62%	0.31%	-205.08%	-0.45%	-1.31
2015 年	1.78%	-7.94%	4.31%	191.38%	-44.99%	0.75
2016 年	29.95%	0.06%	-0.88%	-266.90%	-2.29%	-1.29
2017 年	-18.78%	3.03%	-1.50%	-46.24%	6.34%	-0.45
2018 年	-35.38%	0.80%	-1.53%	-92.66%	14.02%	-0.88
2019 年	9.05%	0.44%	0.56%	-100.48%	0.02%	-0.47
2020 年	0.93%	-4.79%	-7.40%	-116.05%	-5.18%	-1.05

数据来源：公司年报

在 2015 年年末延安必康借壳资源上市后 Z 值明显上升，2016 年延安必康首次进行股权质押，当年 Z 值降为 3.15，2018 年为 2.27，降幅进一步增大，到 2019 年只有 1.8，直接归为破产区，降幅达 13.5% 左右，财务状况极其恶劣。本质原因是新沂必康制药多次循环质押，从“质押→解除质押→再次质押”，这个过程总共将公司股数质押出去 3389000000 股，之后几年累计质押股数一路上升，直至 2020 年，延安必康控股股东股权累计质押率已经到 99.68%。近年来，该公司质押股权所得的现金流一部分用于继续提供担保，另一部分则是归还之前借进的款项。如果新沂必康不能准时将借进的款项还回，则可能会出现实际的控制权利减少。各种因素综合致使延安必康制药 16-20 年的 Z 值下跌 79.17% 左右。简言之，股权质押与财务风险成正比关系。

由此看来，延安必康的高频、高比质押股权开始于 16 年，目标公司的经营效益因此也受到了不好的影响。2019 到 2020 年 Z 值少于 1.81，证实延安必康财务状况可能位于破产区，不免令人担忧，延安必康可能面临破产风险，对公司价值产生不利影响。

4.4 投资战略对延安必康公司价值的影响

控股股东进行股权质押后可能更希望将资金投进高收益的项目。毕竟，这些投资一旦成功，就会获得比质押前更高的效益，但也不是绝对的会成功，如果失败，就可能引发股价大幅波动，而此时的控股股东已经提前获得资金，他们完全可能通过低价将股权出售给其他人。由于控股股东对公司的投资具有绝对的影响力，所以控股股东的意愿会影响公司整体的投资战略。投资战略对于公司价值的影响路径如下图 4.9 所示：

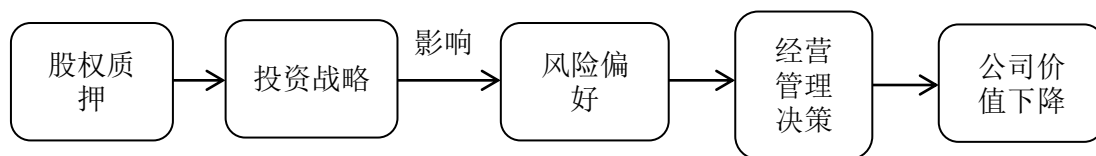


图 4.9 投资战略作用于公司价值的路径

在没有进行股权质押时，该公司 11-14 年主要的投资收益是公司处理闲置废弃的生产用设备，或对化工医疗企业的投资。可知，此时公司投资的对象非常少，类型也比较单一，投资风险比较小。股权质押开始后，被投资的企业发生了质的变化，投资所产生的风险也随之增大。

通过对延安必康 2015 年以来投资业务的进一步梳理发现，近年来，延安必康共收购了 11 家公司，新增 22 家以及增资两家企业，地域主要分布在陕西和江苏，累计投资额超过 97 亿元，其中 2015 年 7 月 28 日收购陕西必康的资金达到 70.2 亿元，占总投资额的比例超过 72%。从延安必康的财报中可以发现，2015 年收购的江苏健鼎生物科技有限公司在 2015 年和 2016 年都处于亏损状态；2015 年 2 月 12 日与 2017 年 10 月 23 日延安必康分别出资 3500 万和 5 亿元收购和新设了九邦新能源和江苏北度新能源公司，完成了对九邦新能源 35% 股权的收购，成功实现了进军与扩展新能源领域的目的，这也符合公司未来在市场上立足的愿景，在降本增效的同时，与优质的产品或服务竞争，进一步拓展市场销售领域，不断向新能源应用渗透。各个投资明细如表 4.10 所示：

表 4.10 延安必康 2015-2020 年投资明细

公告日期	被投资公司	投资类型	投资额	持股比	盈亏情况
2015.07.28	陕西必康	收购	702000000.00	100.00%	568286789.32
2015.07.21	健鼎科技	收购	39220000.00	100.00%	-
2015.02.12	九邦新能源	收购	35000000.00	35.00%	-
2016.01.22	江苏必康新阳	收购	22500000.00	45.00%	-109228.07
2016.01.13	南通必康新宗医疗	新设	120000000.00	60.00%	302965.72
2016.01.13	南通必康医疗产业	新设	80000000.00	80.00%	997075.74
2016.03.05	江苏九九久	新设	10000000.00	100.00%	-
2016.03.24	新沂必康	新设	1000000.00	100.00%	-
2016.03.24	新沂北度	新设	1000000.00	100.00%	-
2016.06.01	徐州嘉安健康	收购	68409320.00	100.00%	-14078437.49
2016.06.01	江苏必康生物智能	新设	50000000.00	100.00%	-
2016.07.20	福沅纺织实业	收购	7750000.00	31.00%	-1717684.37
2017.01.04	必康润祥医药	收购	152000000.00	70.00%	11259157.76
2017.04.06	江苏天禄化工贸易	新设	10000000.00	100.00%	-
2016.02.02	必康百川医药	收购	60350000.00	70.00%	11107200.28
2017.08.07	徐州市今日彩印	收购	5158700.00	100.00%	1371250.48
2017.08.09	必康中成药业	新设	30000000.00	100.00%	-
2017.10.23	江苏北度新能源	新设	500000000.00	100.00%	-
2018.03.21	必康润祥医药张家口	增资	510000.00	51.00%	1947275.51
2018.05.29	西安康拜尔制药	收购	18000000.00	100.00%	-
2019.05.25	必康医药沧州	增资	510000.00	51.00%	706856.29
2019.07.02	延安必康医药综合投资	新设	0.00	100.00%	-
2019.07.02	延安新阳医药	新设	0.00	100.00%	-
2019.07.02	延安必康中药材	新设	0.00	100.00%	-
2019.07.26	新沂必康医药零售	新设	0.00	100.00%	-78737.87
2020.09.07	徐州北盟物流	收购	1482342400.00	100.00%	-109045038.82

数据来源：公司年报

为实现这一展望，延安必康相继在 2015 年 7 月 28 日斥巨资 70.2 亿元收购了陕西必康 100% 的股份，在 2017 年 1 月 4 日收购了必康润祥医药 70% 的股份，在 2019 年 5 月 25 日通过增资的方式取得必康医药沧州 51% 的股份。延安必康在 2019 年 7 月 10 日发公告称，子公司陕西必康近日分别与在地区知名的五家医药公司签订合同，计划让这五家公司各出 70% 的股权。2018 年初始，其商誉值为 201700 万元，本年计提-32200 万元商誉减值损失，年末延安必康商誉仍有 169400 万元，未来可能对利润造成影响。收购狂潮也给延安必康造成了沉重的债务负担。到 2018 年 12 月最后一天，目标公司的以往所借款项加总为 729.08 亿元。因此，延安必康在进行股权质押后进行了大规模的投资，虽然有些公司并没有盈利，但

这并没有影响延安必康控股股东激进的投资策略。具体有关延安必康近几年投资项目收益相关的分析详见表 4.11:

表 4.11 延安必康 2015-2020 年投资项目收益变化表 单位: 万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收回投资现金	-	348	2300	-	-	-
取得的投资收益	123	2997	8216	3505	1426	70
处置固定、无形和其他长期资产收回的现金净值	24	1896	238	1631	5904	126800
处置子公司及其他营业单位收到的现金净值	-	-	765	-	486	10
收到其他与投资活动相关的现金	5780	481300	1526600	370500	24400	358200
投资活动现金流入小计	5927	486600	1538100	375600	32200	485100
购建固定、无形和其他长期资产支出的现金	169100	212300	339700	171200	34300	14400
投资支付的现金	320	1117	-	4260	590	25
取得子公司及其他营业单位支付的现金净值	-	-	3227	-	486	-
支付其他与投资活动相关的现金	14600	726600	1521500	251000	410800	365500
投资活动现金流出小计	184000	940100	1864400	426500	446200	379900
投资活动产生的现金流量净值	-178100	-453500	-326300	-50900	-414100	105200

数据来源: 公司年报

在 2014 年, 也是股权开始质押的前一年, 企业因投资而产生的现金流入为 1798600 元, 流出量为 97642400 元。15 年较上年增加 3195.39%, 16 年更是达到了 8109.18%, 现金流入增加非常迅猛, 这是因为收到了其他投资项目流入的现金。与此同时, 16 年比 15 年增加了 4806730000 元, 同比增长 410.81%。更为显眼的是, 现金流出量 15 年比 16 年增加 756100 万元, 同比增长 1784.79%, 这可以说是现金流出最多的一年。现金流出量 2015 年为 184000 万元, 2017 年增至 1864400 万元, 同比增涨 98.32%, 说明 2017 年投资的项目较多, 相应的支出也较大。

通过上述介绍, 我们可以看出, 延安必康实施了多项投资项目, 为了实现对综合性医药企业的投资目标。而这一系列投资少了资金的支持就无法开展, 除了公司规模的扩大, 公司控股股东新沂必康在 2016-2019 年的累计股权质押也在逐

步增加，因此，两者之间不可能没有一定的关系。因公司高占比质押股权，偿还债务的压力因股市的波动随之而来，在这样迫切想要还债的状态下，控股股东可能会投资高风险的项目，带来的收益也是比较高的，但高收益和高风险相伴相随。如果投资失败，这种失败所带来的风险正是我们需要研究的问题，显然，延安必康激进的投资策略并没有达到预期的效果，并且高比例的股权质押后如此大规模的投资使得延安必康负债累累，2020年以来股价累计下跌 69.7%，投资一旦没有获得期望的收益，势必降低目标公司的公司价值。

5 延安必康控股股东股权质押实施对公司价值的影响分析

5.1 控股股东股权质押后市场效应分析

5.1.1 短期市场效应

通过对事件发生前后一段时间市场反应的观察,运用事件研究法分析事件对公司的积极或消极影响。这个方法选择的指标是累计超额收益率。在各种 CAR 计算模型中,本文采用了市场模型法。与其他模型相比,它的理论基础更加坚实,应用范围更广,计算过程也比较严谨。该方法可以看到股价在质押公告发布时的具体表现,并借此推测出出质股票权利事件对公司价值造成何种结果。

(1) 选择本次事件的时间范围

本文选择的事件日为信息披露日,记作 T_0 。如果遇到特殊情况,该事件日将会向后顺延一天。延安必康首次发布股权质押的时间是 15 年 9 月 24 号,之后开始大规模质押股票,至此,如果一个范围内发生不止一次股权质押,势必会对市场造成不一样的影响。是以,为规避差错,首次公告发布的时间是一个比较好的选择,记 $T(0)$,将改事件日作为中轴线,前后各 14 天作为一个区间,即 $T(-14, +14)$ 。

(2) 计算超过预期的收益率 (AR) 和累计值 (CAR)

具体计算如表 5.1 所示:

表 5.1 窗口期[-14, 14]每日收益率统计表

	日期	实际收益率	市场收益率	AR	CAR
-14	2015年9月2日	-0.0397	-0.0441	0.0057	0.0278
-13	2015年9月7日	0.0153	0.0180	0.0178	0.0456
-12	2015年9月8日	0.0577	0.0658	-0.0131	0.0325
-11	2015年9月9日	0.0497	0.0568	0.0106	0.0431
-10	2015年9月10日	-0.0194	-0.0212	-0.0140	0.0292
-9	2015年9月11日	0.0118	0.0140	-0.0177	0.0114
-8	2015年9月14日	-0.0886	-0.0994	-0.0001	0.0113
-7	2015年9月15日	-0.0696	-0.0779	-0.0045	0.0068
-6	2015年9月16日	0.0889	0.1011	-0.0056	0.0012
-5	2015年9月17日	-0.0231	-0.0254	0.0078	0.0089
-4	2015年9月18日	0.0153	0.0179	0.0180	0.0269
-3	2015年9月21日	0.0461	0.0527	-0.0079	0.0190
-2	2015年9月22日	0.0104	0.0124	-0.0173	0.0017
-1	2015年9月23日	-0.0119	-0.0127	0.1127	0.1145
0	2015年9月24日	0.0212	0.0246	0.0753	0.1897
1	2015年9月25日	-0.0423	-0.0471	-0.0348	0.1549
2	2015年9月28日	0.0261	0.0301	-0.0257	0.1292
3	2015年9月29日	-0.0200	-0.0219	0.0439	0.1731
4	2015年9月30日	0.0060	0.0075	-0.0006	0.1725
5	2015年10月8日	0.0505	0.0577	-0.0253	0.1473
6	2015年10月9日	0.0210	0.0244	-0.0401	0.1071
7	2015年10月12日	0.0549	0.0626	0.0046	0.1117
8	2015年10月13日	0.0165	0.0193	0.0279	0.1397
9	2015年10月14日	-0.0128	-0.0138	-0.0298	0.1098
10	2015年10月15日	0.0383	0.0439	-0.0148	0.0950
11	2015年10月16日	0.0181	0.0211	-0.0181	0.0769
12	2015年10月19日	0.0050	0.0064	0.0447	0.1216
13	2015年10月20日	0.0232	0.0268	-0.0029	0.1186
14	2015年10月21日	-0.0754	-0.0845	-0.0146	0.1041

数据来源：同花顺

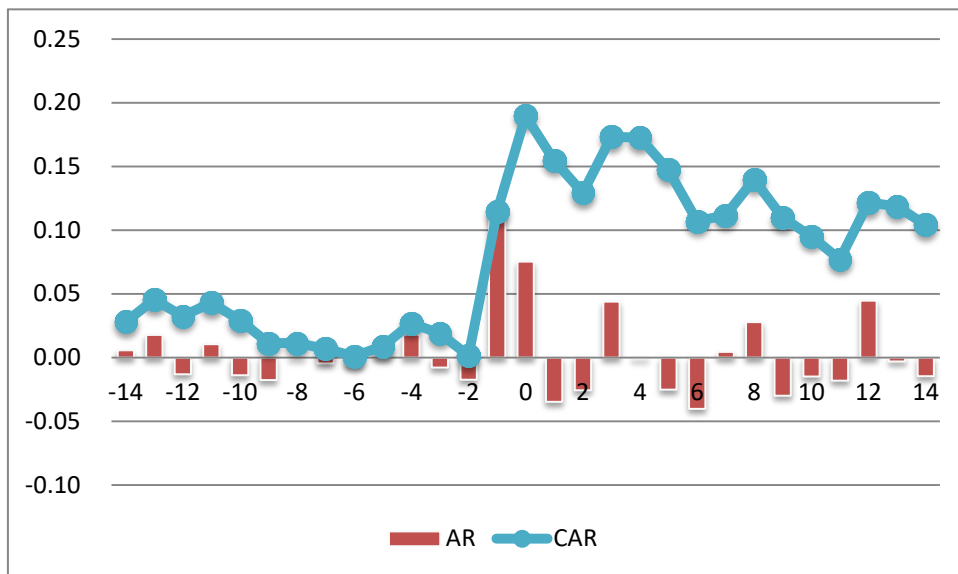


图 5.1 窗口期内 AR 与 CAR 变化趋势图

从表 5.1 和图 5.1 中可以看出，从 2015 年 9 月 24 日起向前推 5 天的时间，这五天超预期的收益率累计较低，在事件日前两天迅速上升，原因是该股权质押在 9 月 22 日已经发生，但是公告日是 24 日，随后又出现向下的波动，坚持两天后又回转至上升的态势。由图 5.1 一眼就可以看到 9 月 24 日当天的 CAR 达到巅峰值，但在这之前是一个极低的水平，波幅也不大。在公告日后虽然一直在波动，但是总体处于较高水平。在事件发生（15 年 9 月 24 号）后 14 天的期间内，超过预期的收益率出现暂时的上升，说明短时间内控股股东股权质押会促使股价上涨，可以提升短期内的市场价值。

由公司公告可知，目标公司控股股东于 15 年 9 月中下旬将自身持有的 40000000 股（占自身持有股票的 61.01%、占该公司总计股数的 11.48%）质押给东吴证券。受此消息影响，AR 和 CAR 均呈下降趋势，从图中可以看出公告日发布前三日市场已经对此事件有所反应，可能的猜测是部分投资延安必康的股民可能事先知道了公司要进行股权质押，认为股价波动甚至下跌的可能性较大。公告发布后， $T(0, +14)$ 均为正，区间小幅波动，整体稳定。截至时间段内的最后一个收盘日，公司的 CAR 为 8.64%。整体来看，市场已经接受股权质押这个消息，反应逐渐趋于正常。据此可知，控股股东股权质押使得短期内公司市值会上升。

5.1.2 长期市场效应

股权质押的现实状况是不仅高比率，而且高频次，既影响公司短期股价，又影响长期持有该股的收益。为此，本文分析 2015 年 9 月至 2020 年 2 月（不含停牌日）控股股东质押股票后，市场长期对此作何反应。本文引用事件研究法中的持有-异常收益率（BHAR）法对长期市场反应做出衡量。

计算公式如下：

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^r [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^r [1 + E(R_{it})]$$

其中 R_{it} 表示公司的月收益率， $E(R_{it})$ 表示为对应的市场月收益率，即配对样本的收益率，具体计算如表 5.2 所示：

表 5.2 长期持有收益统计表

时间	R_{it}	$E(R_{it})$	$BHAR_{it}$	时间	R_{it}	$E(R_{it})$	$BHAR_{it}$
2015-09	0.11	-0.08	0.19	2017-11	0.00	-0.04	1.05
2015-10	0.19	0.19	0.19	2017-12	0.00	0.01	1.05
2015-11	0.15	0.07	0.27	2018-01	-0.01	0.01	1.04
2015-12	0.25	0.07	0.45	2018-02	-0.01	-0.05	1.07
2016-01	-0.42	-0.28	0.32	2018-03	-0.01	0.00	1.07
2016-02	0.03	-0.02	0.37	2018-04	0.05	-0.05	1.17
2016-03	0.38	0.17	0.58	2018-05	0.25	0.00	1.41
2016-04	-0.07	-0.02	0.53	2018-06	-0.17	-0.10	1.34
2016-05	0.17	-0.01	0.71	2018-09	-0.27	0.00	1.07
2016-06	0.00	0.05	0.65	2018-11	-0.11	0.03	0.93
2016-07	0.28	0.00	0.93	2018-12	0.15	-0.06	1.14
2016-08	-0.06	0.05	0.82	2019-01	-0.09	0.02	1.02
2016-09	0.20	-0.01	1.04	2019-02	0.05	0.20	0.87
2016-10	0.01	0.03	1.02	2019-03	0.01	0.10	0.78
2016-11	-0.01	0.03	0.97	2019-04	0.00	-0.02	0.81
2016-12	0.06	-0.05	1.09	2019-05	-0.10	-0.07	0.78
2017-01	0.02	-0.01	1.11	2019-06	-0.05	0.02	0.70
2017-02	0.00	0.04	1.07	2019-07	0.03	0.00	0.74
2017-03	-0.13	0.00	0.95	2019-08	-0.08	0.00	0.66
2017-04	0.10	-0.03	1.08	2019-09	-0.01	0.00	0.65
2017-05	0.01	-0.05	1.13	2019-10	-0.03	0.01	0.61
2017-06	0.10	0.07	1.16	2019-11	0.02	-0.01	0.64
2017-07	-0.07	0.01	1.09	2019-12	-0.05	0.08	0.51
2017-08	0.03	0.02	1.09	2020-01	-0.21	0.00	0.30
2017-09	-0.03	0.02	1.04	2020-02	0.05	0.01	0.34
2017-10	-0.02	0.02	1.01	2020-03	-0.41	-0.07	0.01

数据来源：同花顺

通过表 5.2 和图 5.2 可以发现, 2015 年 9 月-2020 年 3 月期间, 延安必康长期的持有收益率全部为正, 整体呈现先涨后跌的趋势。从 15 年 9 月该值为 0.19, 18 年 5 月上升至 1.41, 但从 2018 年 5 月起持续下降至 2020 年 3 月的 0.01, 几乎跌至 0。虽然近来延安必康制药的长期持有股票的收益是正数, 然而, 自 2018 年 6 月以来, 这一数值一直在下降, 这表明高频率质押行为使得市场认为延安必康的长期业绩表现不太乐观。特别值得关注的是, 2018 年 6 月以来, 延安必康的 BHAR 值降幅加剧, 主要原因是 16 年 6 月至 20 年 3 月, 股权质押频数大幅增加, 共有 158 次股权质押。截止 2018 年末, 延安必康的实际控制人李宗松的累计质押股权占所持股份的 99.56%, 几乎所有的股权都被质押了, 而在 2018 年 6 月 19 日, 延安必康发布停牌公告, 同日, 公司还发布公告称, 拟通过发行股份及支付现金购买资产的方式, 收购新沂经济开发区建设开发有限公司(以下简称“新沂开发区”)持有的徐州北盟物流有限公司(以下简称“北运物流”)100%的股权。在这之后, 延安必康多次发布停牌公告, 因此外界对于延安必康的股价持怀疑态度。长期持有收益率如图 5.2 所示:

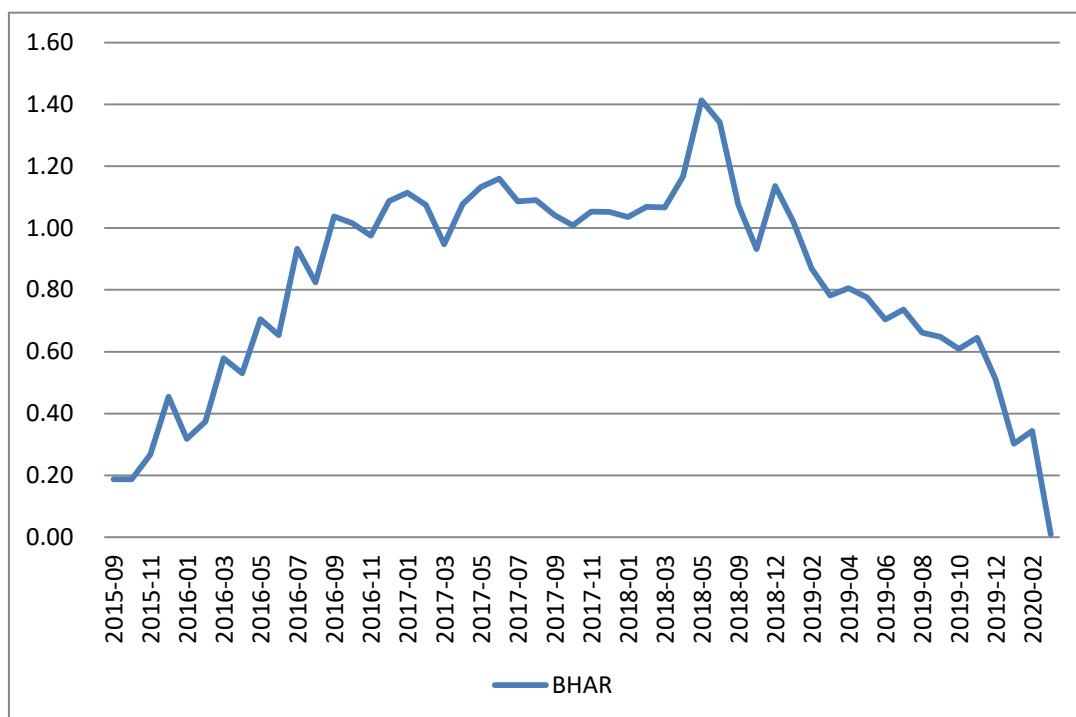


图 5.2 长期持有收益变化趋势图

此外, 延安必康进行了多次股权质押, 控股股东新沂必康累计质押的股份占

延安必康总股份的比例达到 37.5%。尽管外界投资者早已对延安必康频频质押这一行为“司空见惯”，但外界对公司控股股东的动机一直存在疑问。延安必康通过质押融资，不仅为其自身赢得了大量资金，还可以纾解该公司紧张的资金现状，财务风险随之降低。总之，在多方面的合力作用下，市场投资者对延安必康逐渐失去信心和耐心，对之前的质押行为产生了负面情绪。由于股权质押行为本身发出资金短缺、管理不善、资金流动缺乏透明度的负面信号，其他投资者更容易怀疑此行为是不是利用质押股权来占用资金。从长期持有来看，延安必康控股股东频频出质股权的行为的确对公司的长期发展不利。

通过以上分析，结论是：延安必康控股股东的股票质押行为对质押公告前 2 个交易日的股价波动没有重大影响。这说明控股股东在股权质押之前就已经对公司的价值进行了预测。但长期来看，延安必康的 BHAR 值虽然呈现逐月正增长的态势，但在质押次数最多的时期，下降幅度最大，说明控股股东的股权质押行为对股票价格不利，导致长期股价收益率呈下降趋势，对公司价值产生负面影响。

5.2 财务指标分析

对于账面价值是这样描述的，指某个账户现存的额度，除去跟它相关的已经提前划出来用作该账户的补充或者抵减的额度。接下来的分析主要是股权出质会对目标公司财务相关的活动、关系以及公司某个阶段内的各项成果带来何种影响结果，针对该作用结果，本文选择大家都在使用的财务指标度量出质行为带来的冲击。本节主要选择四个能力进行分析解读，探究频繁进行股权质押对账面价值的影响。

5.2.1 盈利能力分析

盈利能力可以定义为企业获得利润的实力，利润最大化也是一个可选择的指标，这足以说明利润是一个公司的血液。盈利能力计算结果如表 5.3 所示：

表 5.3 延安必康盈利能力分析

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总资产净利率 (%)	7.35	5.56	1.92	2.09	1.09	7.15	4.75	2.10	1.75	-5.00
销售毛利率 (%)	17.42	17.99	18.13	17.59	61.45	54.79	34.81	25.39	22.05	19.26
销售净利率 (%)	6.88	6.22	2.69	2.83	28.09	25.83	16.78	5.04	4.55	-15.16
净资产收益率 (%)	8.37	7.72	3.23	3.33	26.11	12.91	10.19	4.39	4.17	-12.17

数据来源：公司年报

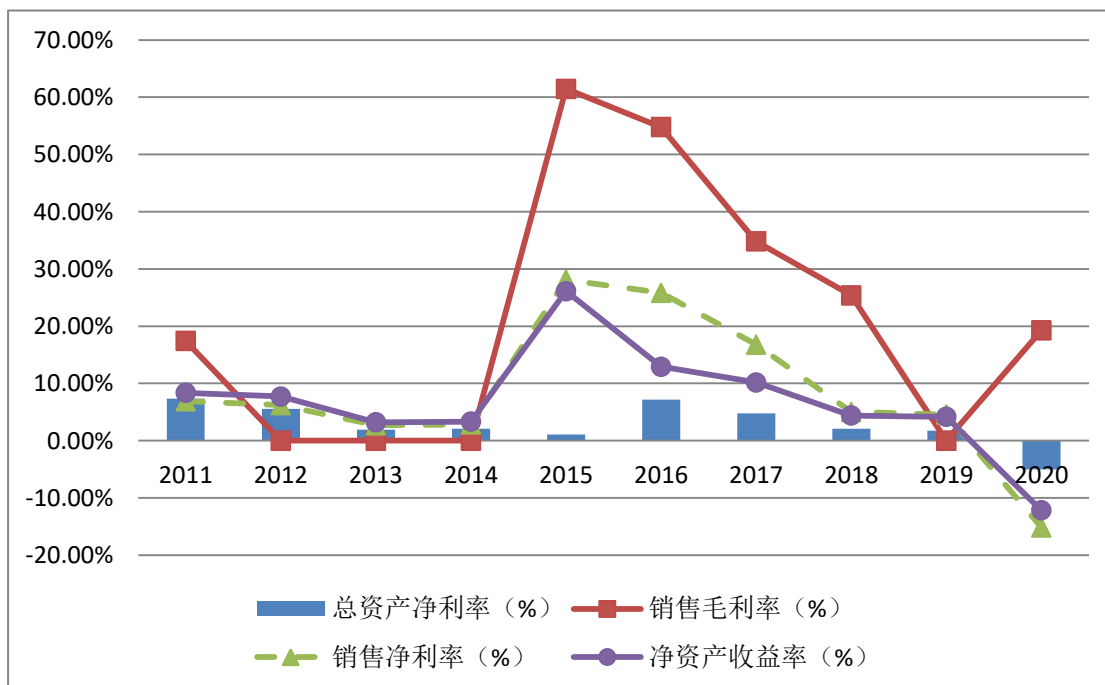


图 5.3 延安必康盈利能力变动折线图

毛利率指一个企业将某个产品进行一次或多次加工生产后，其售出价格除去产品以及加工生产过程中的费用后所得的余额部分。由于进入医药生产制造行业需要多种条件兼备，尤其是具备科创方面的核心技术，这就使得一些拥有先进技术的企业所生产的产品吸引了大部分消费者，此类产品在短时间内不会出现其他可替换的产品，所以该类医药公司毛利率都远高于其他企业。结合表 5.3 和图 5.3 可知，延安必康的销售毛利率自 2015 年借壳九九久上市后盈利能力突然提升，

但是随着股权质押比例的增高呈逐年下降趋势，且下降幅度非常大，从 2015 年的 61.45% 下降至 2020 年的 19.26%。从销售净利率的计算结果分析，目标公司的盈利能力显然不如之前年份。该指标从 2015 年 28.09% 下降到 2020 年的 -15.16%，下降幅度超过 153%。该指标在 19 年略微出现上涨的苗头，但是依然小于 5%。目标公司虽然同为化学制药企业，但是销售毛利却与行业发展趋势大部分时间背道而驰，整个化学制药行业的毛利率从 11 年中上旬的 38% 左右飞速上涨到 21 的 63.83%。延安必康 11 年的毛利率比化学制药行业的一半还要低，将近低 19 个百分点，历经近十年时间到 20 年化学制药的毛利率比目标公司高出将近 45%，差距之大令人咂舌。由表 5.3 可以看出延安必康在 2017 年至 2020 年度盈利能力很不理想，尤其到了 20 年，代表一定时间内卖出产品获取资金流入能力的指标值小于零，变成了负值，这次的下降幅度也可以称得上是从正值跌入了负值，可谓是魔术般的变脸。该公司通过售出产品获得的货币流入每年都在增加，但是各项指标计算值所代表的盈利能力的变化仍然不能够与化学制药行业的走势趋于一致，其中的主要原因是该企业没有控制好生产产品或者开展其他业务时所发生的费用，也就是没有管控好成本费用。这就说明：该企业在迅速扩大规模的同时也付出了相应的代价，那就是舍弃了很大一部分获取收益的能力。

净资产收益率是公司启用自己所拥有的资金来赚取更多资金流入的能力。14 年以前，该指标值在 10% 以内的范围波动，15 年借助壳上市该值立马增高，但此次提高只堪堪维持一年就结束了，16 年到 19 年一路下降，甚至到 20 年时跌入谷底，16 年的值是 0.1291，20 年则为 -0.1217，降幅达到 194.27%。这降低了预期，导致股票价格暴跌，触及平仓线，最终导致延安必康陷入财务困境。因此，为解决公司资金短缺的问题，公司控股股东持续频繁质押股份，将股份质押给第三方金融机构获取资金以维持公司正常经营，在多种因素的共同作用下，延安必康控股股东频繁质押股份，公司陷入更深的财务困境，获利能力不断下降。

5.2.2 偿债能力分析

该公司股权被出质后偿债能力波动如表 5.4 所示：

表 5.4 延安必康偿债能力指标

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
流动比率 (%)	3.48	2.24	1.31	1.12	1.29	3.67	2.07	0.63	0.82	0.84
速动比率 (%)	2.91	1.70	0.95	0.92	1.13	2.60	1.33	0.50	0.72	0.72
资产负债率 (%)	24.03	28.49	33.58	43.04	40.75	53.14	53.24	53.50	54.70	54.07

数据来源：公司年报

由下图 5.4 可以发现,总的流动资产和总负债的比值在 2 左右是比较正常的,流动资产除去存货的合计值比总流动负债的值在 1 左右。目标企业近年来短时间内能够偿还债务的能力指标值波动颇大。11 年到 20 年大致走向是向左旋转 90° 的“S”型,11 年和 16 年为峰值所在的年份,这两年的流动比率值都大于 3,到 18 年跌至 0.5 附近,降幅最大可以达到 482.54%。主要原因是 16 年作为该公司兼并上市的头一年,通过大规模并购和新设子公司,规模大幅扩大,货币资金由 116600 万元增至 5095 万元。除此以外能够流动的资产也在快速增加。即使该公司在 16 年的流动比率 3.67 比行业中位值高 1.4 左右,这也只能说明 16 年目标公司短时间内偿还借款的实力有所增强,但是这些资金并没有发挥出它最大的作用。17 年该比值相较于 16 年降低 1.6,这一年该公司售出产品减少,因而流入公司的资金也相应减少,不仅如此,公司更是大量发债,且业务类型也在不断扩增中。这使得公司向外应该支付的票面凭证、还未付清的款项都迅速增加。18 年该比值跌落神坛则是因为 16 年大举发行各类债券埋下的隐患,这一年很多借款到期需要支付,所要还清的欠债款项巨大,迫于这种压力,该公司继续借款还贷,使得在一年期限内需要还清的现金借款和凭证借款剧增,仅一年时间,短期负债增加了将近 600000 万的体量。在 2019 年之后出现短暂上升的趋势,但流动比率远低于正常值,这意味着延安必康资金紧张,偿债能力不足。不难发现,股东通过股权质押损害了公司的利益,影响了公司偿债能力。

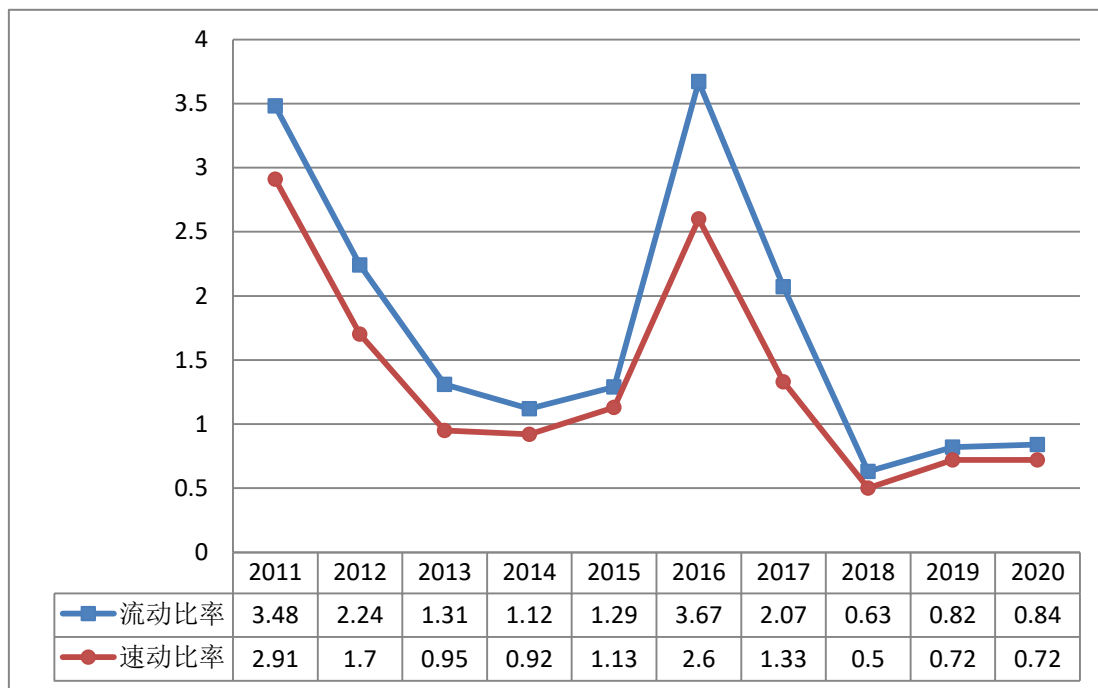


图 5.4 延安必康偿债能力变动图

经过以上各项指标的分析我们对该公司的偿债能力有一个全面的了解，出质股权可以给企业带来资金的流入，但是必然会以其他的不利影响作为补偿，该公司长时间范围内偿还借款的实力不可同日而语，目标公司来自各方面的重压增加。

5.2.3 营运能力分析

本文选取的 3 个关于营运能力的指标计算如表 5.5 所示：

表 5.5 延安必康营运能力指标

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
应收账款周转率 (%)	11.25	8.08	5.54	5.10	3.08	3.53	3.41	3.37	2.70	1.66
存货周转率 (%)	13.66	10.38	7.23	7.43	3.96	6.27	8.46	10.05	10.04	7.34
总资产周转率 (%)	1.07	0.89	0.71	0.74	0.39	0.28	0.28	0.42	0.43	0.33

数据来源：公司年报

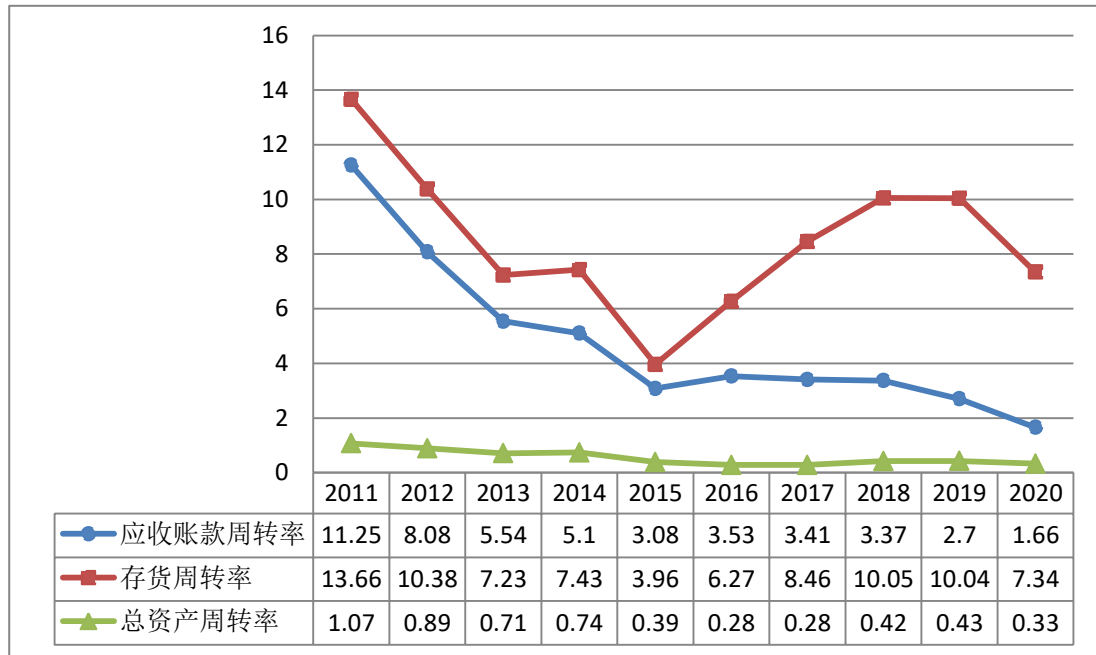


图 5.5 延安必康营运能力变动图

根据图 5.5 可以发现，近几年延安必康的营运能力指标的发展趋势和盈利能力大不相同，企业利用自己的各类资产获得资金的能力在 16 年及以后的年份比以前年份高，该趋势大体呈现出一个“V”字型，11-15 年一路下降，16-20 反向变动，虽然上升不是很明显，但是总体是向好的方向发展，从图 5.5 可看出，公司 16 年之后的存货售出较快，转化的速率也是大幅提升，但从应该收回款项的转换速率来看，之前库存的商品虽然卖出，但是款项却没有有效的收回，所以应收款项的转化速率并没有很好的提升。2015 年之前与行业存货周转率下降的发展趋势相同，但 2015 年之后与行业存货周转率下降的发展趋势相反。与股权出质前相比，目标公司堆压的产品得到较好处理，但是因此带来的现金流进并不乐观，因为该收的钱没有收回，钱不在自己的口袋里总是会有风险存在。

是以，企业应该督促买入产品的一方尽快还清产品款，只要尽量减少收不回的款项，该企业的资金才能最大的发挥其效用。由以上图表可得，延安必康的应收账款周转率从 2011 年-2020 年一直处于下降的状态，由 11.25 下降到接近 1.70，15-18 年期间该指标表现较好，指标值几乎都大于 3，但到 19 年急转直下，该值下跌至 2.7，虽然跌落的范围只有 0.3，但是比起化学制药行业的中间值，目标企业应该收回的款项的管理控制能力表现仍旧较差。该企业所投资项目或企业的规

模与售出产品相配比的能力一直以来维持在一个非常平稳,但又低于其他企业的尴尬位置。

简言之,股权出质后该公司的各项运营指标概括来说都是表现较差,营运能力表现不如股票出质前。

5.2.4 成长能力分析

成长能力反映了经营活动的未来发展趋势。在对企业的财务数据进行分析时,可以根据不同的财务指标对企业的发展趋势进行判断。如表 5.6 所示:

表 5.6 延安必康成长能力指标

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
主营业务收入增长率(%)	14.75	-3.74	-11.40	18.51	90.84	84.04	44.15	57.35	10.43	-25.46
净利润增长率(%)	41.36	-12.99	-61.67	24.90	1791.35	69.29	-6.36	-54.72	-1.01	-342.48
总资产增长率(%)	17.53	13.09	9.16	19.30	465.54	104.51	10.23	3.53	10.38	-13.97

数据来源: 公司年报

由表 5.6 可以看出,延安必康的营业总收入在 12 年、13 年减少,14-19 年每年均有一定幅度的上升,20 年相较于上年增加了-25.46%,15 年日常生产营销活动和其他活动总的收入增长幅度非常迅猛,比率高达 0.9084。如此高的增长主要是源于公司近来为了扩大公司的规模和医药相关业务不断投资或兼并类似的企业。

净利润的增长呈现出波浪线的趋势,在正值和负值之间来回游走,纵向起伏非常大,最大值是 15 年的 1791.35%,最低值是 2020 年的-342.48%,最大与最小值之间的差异达到 2133.83%,可见该公司利润的获得极其不稳定。数据显示,延安必康 2017-2019 年实现归属净利润分别约为 89300 万元、40400 万元、4000 万元,17 比 18 年降低 0.064,19 比 18 同比上升 0.5472,20 年比 19 年增长 0.0101。虽然同比增长为正,但是 17 年-20 年该项指标值均呈现负数的状态,与营业收入的增长态势背道而驰,尤其是 2018 年,营业收入较上年同期上升 57.35%,但净

利润却较上年同期下降 52.72%。在公司总的收入不断增加的同时，净利润却与之相反，这说明增加的收入不能算在净利润里面，这部分收入不能最大程度的发挥其作用。因为在此期间，目标公司的宏伟愿景是尽快扩大其“版图”，但在扩大规模的过程中丧失了获得利润的实力。由此看来，该公司没有做好统筹规划，公司规模的扩大未能和利润获取能力相匹配。

综上所述，通过分析反映公司账面价值的指标来看，对于以上延安必康四种能力指标的分析研究综合得出，财务指标整体表现不佳继而引发的危机越来越大。大量质押股权使得该公司账面上的资金质量变差。

5.3 托宾 Q 值分析

公司价值计量方式并不是唯一的，采用托宾 Q 值法计算公司价值，因为它计算出来的结果更加客观、公允、合理。托宾 Q 值在计算过程中用到了延安必康公司的总股数、每股价格、资产和负债的账面价值，具体计算过程如表 5.7 所示：

表 5.7 延安必康托宾 Q 值

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总股数（万股）	34830	125411	153228	153228	153228	153228	153228
每股价格（元）	9.79	20.05	27.05	26.67	21.08	15.63	5.20
负债账面价值（亿）	6.72	21.00	95.99	105.99	110.27	136.52	104.31
资产账面价值（亿）	15.62	88.32	180.62	199.09	206.11	244.15	194.14
托宾 Q	2.61	3.08	2.83	2.58	2.10	1.54	0.95

数据来源：公司年报

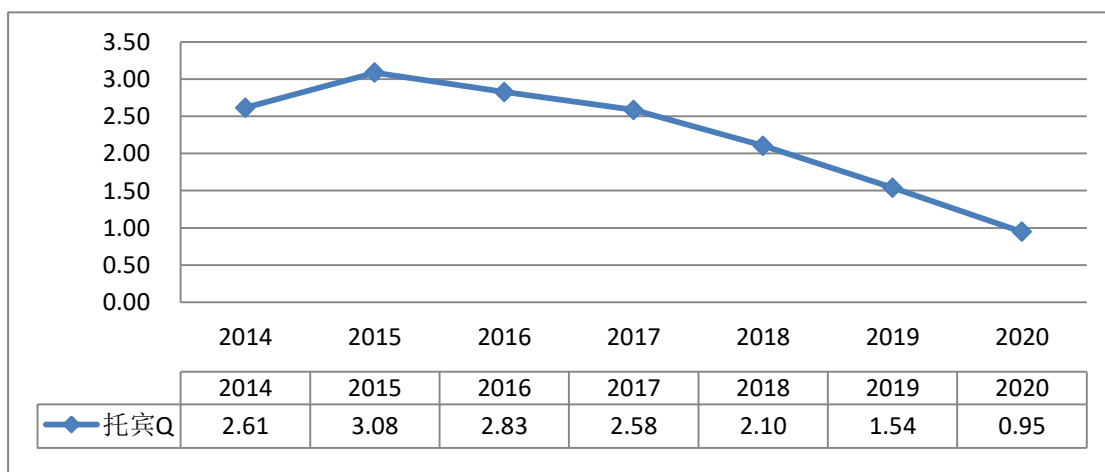


图 5.6 延安必康 2014-2020 年托宾 Q 变化趋势图

据表 5.7 分析，目标公司的 q 值在 15 年时为 3.08，这是一个分水岭，在此之前是向上攀登模式，之后则是走下坡路，每况愈下，20 年直接跌至 1 以下。按照 q 值的内涵可知，此值向上时则表明该公司具有非常大的发展潜力，会被极力推介买入该公司股票；但凡是向下发展时，则失去广大投资者。

股东开始多次质押公司股票后，托宾 Q 值呈现与此相反的趋势，不增反降，从 3.08 下降到 0.95。这充分显示了投资者对延安必康的价值有了向下的判断，延安必康公司控股股东的股权质押行为严重的损坏了市场价值。

5.4 EVA 分析

本文采用 EVA 这一模型，主要衡量目标公司的内在价值。选取这一指标的原因有：该模型兼顾时间收益和机会成本，同时去除外界因素的影响，体现出企业的内在价值的核心思想。EVA 的具体表现已经整理到下方表格中，如表 5.8 所示：

表 5.8 延安必康经济增加值

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EVA	-1724.80	42958.28	61299.39	37272.18	11170.29	22906.72	-113908.12

数据来源：国泰安数据库

从下图可以看出，2014 到 2019 年，延安必康的经济增加值一直处于正增长状态，这说明延安必康的日常经营活动盈利能力大于实际占用资金的成本。在 2014 年-2016 年处于上升的状态，而变化趋势较大，延安必康股权质押比例较低，控股股东质押比例也较低，说明延安必康股权质押目前对公司影响不大，而 2016 年到 2018 年期间股东财富的增加值却在下降，股权质押比例和经济增加值呈现相反的走势。从图 5.7 中观察出：自 16 年开始，延安必康的经济增加值一直呈现下降的态势，19 年略有上升，20 年再次回归之前的局势，总体来说，该指标一直保持着下降的趋势。17 年下跌最厉害，可能是受到始于 16 年的股权质押的影响。因此，本文认为，延安必康公司价值的下降与高比例股权质押存在一定的

联系。

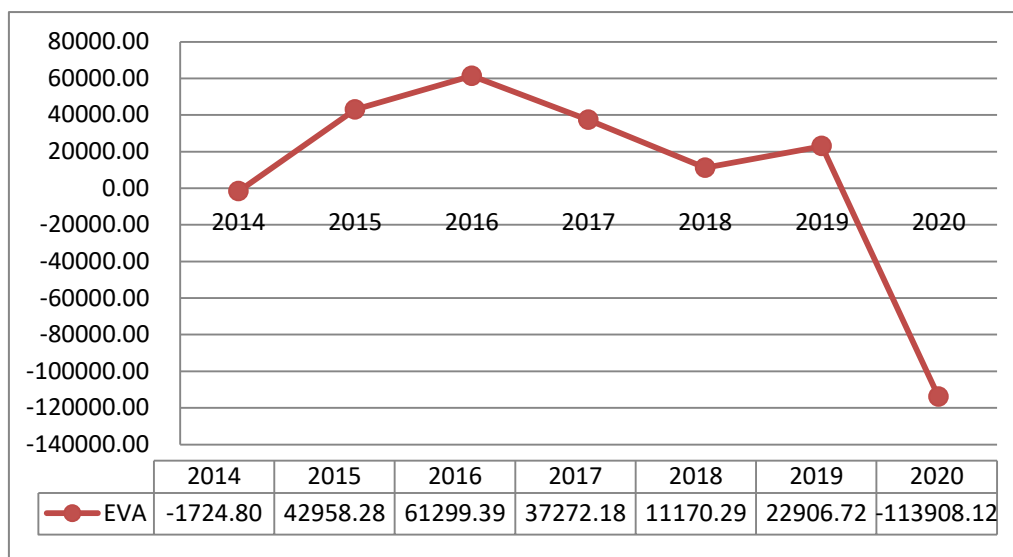


图 5.7 延安必康 2014-2020 年 EVA 变化趋势

6 延安必康股权质押对公司价值的不良影响及相关建议

6.1 延安必康股权质押对公司价值的不良影响

6.1.1 频频股权出质导致股价下跌

目标公司在 15 年末借助壳资源成功上市，之后频频的出质股权带来大量资金，因为这一筹资的方式具有易变现、低成本，且筹得资金的同时还可实施控制等特点。低风险、高收益使得股东更喜欢通过这种方式获取资金。上市成功后仅仅两个月的时间，具有实际控制地位的股东出质的股数就占到了他所持有股数的 90% 以上。自此之后，股东出质股权就上瘾了，总计质押出去的股数占自身持股数量的比值一直大于 55%，18 年开年两个月以后该值的比例就不曾低于 90%，这个数值令人惊叹。股东出质如此庞大数量的股权就相当于和股票价格是一条绳上的蚂蚱，如果股票价格疯跌，质出股票的股东和接收这些质押物暂时获取资金的人同时担有风险，质出股票的人可能无法持续补充抵押物而被逼拍卖所持的股票，实际的控制地位不稳，而另一方得到的资金减少。目标公司在上市后没有用心规划公司的发展，不适合公司的发展规划只会适得其反，所以该公司 17 年开始盈利不好也可以归于此。公司的股价从 18 年开始不被投资者看好，开始剧烈波动，最高时达到每股 34 元，最低点则只有 16.68 元，这还是比较好的状况，20 年更是跌破了新纪录，每股仅为 5.2 元，这个时候就出现了大量股东被砍仓的不幸遭遇。

6.1.2 股权质押后财务状况不佳

虽然目标公司在 18 年竭尽所能还清了所借款项，但是刚上市时的肆意兼并导致股票价格疯狂下跌，砍仓的风险随之而然。投资者看到控股股东都开始减少持有该公司的股票，他们自身肯定也会抛售手中的股票，这样一来就形成了恶性循环。于是，就算是已经还清了所借资金，但是公司的股票价格依然没能上升到一个较高的位置，20 年低的让人震惊，仅为每股 5.2 元。19-20 年的 Z 指数在 1.81

前面的灰色地带临界值，表明延安必康濒临破产，财务状况不容乐观，公司控股股东股权质押正在阻碍公司业务发展，延安必康面临破产风险，公司价值受到不利影响。

6.1.3 偏激的投资战略给公司带来不利影响

延安必康借助壳资源成功上市后实施了较为偏激的投资方面的策略，旨在逐渐摆脱新材料、化工产品等边缘化的产业，转身专注于医药业务的发展，公司决策者认为医药制药类业务才是公司发立足于长远的核心产业，由此我们可以看出目标是相当宏伟的，但是该公司在实施的过程中有些过于激进，不顾自身现有资金是否能够承担如此大规模的扩张，转而向公众发布债券筹得资金完成该战略，在如此偏激的行为下，该公司的公司价值遭受了不良的影响，主要的因素如下：

刚上市就迫不及待的通过兼并其他同类企业扩大规模，此外，设立许多新的项目来增加公司的产出，通过这些新项目快速接触新领域。仅仅是 16 年一年的时间，公司举债的体量已经达到 6000000000 元，再加上 15 年的 80 亿之多，18 年该公司简直就是扛着巨山蹒跚前行，压力可谓是前所未有的大。因为 15 年和 16 年的债到 18 年都需要偿还了，此时雪上加霜的是，这一年的财务状况也漏洞百出，状况极差，17 年日常销售产品的现金流入比 16 年降低超过 95%，双重压力下，该公司股票连续 6 次跌到最大限度值，这极大地损害了公司的价值。

延安必康激进的投资策略并没有达到预期的效果，并且高比例的股权质押后如此大规模的投资使得延安必康负债累累，2020 年以来股价累计下跌 69.7%，投资一旦没有获得期望的收益，势必降低目标公司的公司价值。

6.1.4 过度的股权质押行为导致公司价值下降

通过前面章节的分析，我们清楚的知道，从 15 年年底目标企业利用现成的壳资源成功上市后，在 16 年，也就是刚刚上市的时候，大众投资者比较看好该公司，纷纷购买该公司的股票，使得 16 年取得非常好的营业收入，自此之后，公司开始大量出质股权，公司的财务状况一度陷入发展的瓶颈，不仅不上升，反

而开始下降，公司价值也远不如前。如果单从股票价格看，16年也是最辉煌的一年，每股34元。从18年中下旬开始，该公司股价一路向下，再也不见曾经的辉煌。到2020年年底，延安必康的每股价格仅为5.2元，不及2016年末的五分之一。本文认为，延安必康公司股权质押对于公司价值的影响弊大于利。

6.2 相关建议

股权质押作为股东青睐的一种筹得资金的方式在中外市场上颇受欢迎。这种方式虽然使得资金获取变得容易快捷，但是也存在不好的一面，那就是给各方带来不容忽视的风险。文章选取延安必康这一典型的医药制造企业，多次且频频出质股权，在控股股东没有很好的限制自己出质行为的基础上，研究认为，股权质押对延安必康自身的价值产生了消极的影响，并针对这一类股权质押的负面效应提出了相应建议。

6.2.1 对于公司层面的建议

延安必康在资金运营方面存在的主要问题是缺乏对资金的全面控制，公司应提高资金预算管理能力和合理配置资金，壮大核心业务，延缓不必要的扩张，提升业务创新能力，增强企业核心竞争力。资金运营是企业管理的核心，体现为管理好资金，提高资金运用的效率和效益。对每个项目节点进行透明、准确的投资，限制控股股东的挖空行为，保护中小股东权益，提升公司价值。

仔细研读目标公司的相关告示，我们可以明显的发现：该公司出质股权所得到的资金具体用作哪些方面，我们不得而知。我们能从公告中摄取的信息只有谁出质的股票、谁接受该抵押物而出资、具体质押股票的数量以及截止到每个公告期末，该股东拢共质押出去的数量占自身股票的比值，占公司总股票的比值等非常容易获得的信息。

因为控股股东和大众投资者获取信息的渠道和整合能力都是有差异的，股东出质取得的资金使用过程不可能大家都了解，所以，各个公司应该力争及时告知大众投资者关于资金的使用过程及功用。

6.2.2 对于投资者的建议

作为一名投资者，提高自身防范能力是至关重要的，也要规避因为和控股股东所获取的信息不对等而造成的经济损失。股价崩盘的风险会随着股权质押的增加而加大，由此，其他中小股民所了解的信息相比股东所获得的信息来说微乎其微，相比之下更为悬殊，迫于压力企业可能在披露相关信息时报喜不报忧，向大众投资者披露的信息质量更差，加剧风险。因此，大众股民在买股票时应该提高警惕，将风险比较高的企业筛除，防止发生不确定因素较大的事件。此外，设置并健全网上投票等非常便利的参与方式，使得广大投资者更多的了解公司的决策，参与决策，让他们了解资金的使用过程，要鼓励他们以自身利益为出发点，切实做到用心投票，而不是用脚投票，使得广大股民的利益能够得到公平有效的维护；但在享受权利的同时也不能忘记履行自己的义务。除此以外，虽然企业的债权人享有收益权，但是却无法参与公司决策，相应的也就没有控制权。此时控制权仍然是质押股权的股东享有，但是当市场行情不好时发生了股价下跌，或是其他原因给公司带来了风险却要其他股东共同承担，意味着不同甘却要共苦。不同于动产质押，当股权质押激增时，往往难以弥补质押的损失。因此，股票持有者为了获取更多的收益需要负责的参与到对公司的监察中来，一是向别人借款时有必要了解其使用途径，根据使用途径评估产生的风险；二是，在股票持有期间，质权人要对自身债权安全负责，实时监控公司的财务状况和风险情况，使其权益得到保障。

6.2.3 对于监管层的建议

由于现阶段关于股权质押的政策里，并没有对股权质押有强制性的限制措施，所以越来越多的上市公司选择股权质押是无可厚非的。与此同时，一些不良操作也悄然出现，例如通过股权质押转移资金、掏空公司或者其他股东的利益等。但是相关机构的处罚力度不足，仅仅只是通报批评或者限期整改。由于收益高、处罚轻、违规成本低，一些违规操作应运而生。要想使得此类事件少发生，最有效的办法就是从源头上解决问题，在股东出质时就严审严核，尽量减少不符合规定

的出质行为发生；再次，通过监督管理机构监控资金的大体流向，全面监管资金流向，根据股东持股比例不同设置相应的质押比例限制，对于有不良动机的质押行为严令禁止。决不允许存心不良的人违规操作。同时，对于股权质押行为方面产生的违法行为，我们可以采取一定的措施予以打击。大家在追崇股权质押带来的便利时，也要正确看待股权质押这一融资方式。如果违规操作已经发生，要加大对相关人员违反规定行为的惩处或限定力度，使得违规的成本大大增加，这样就能在一定程度上减少此类事件的发生。

7 结论与展望

本文结合以往的研究,在此基础上继续探讨股权质押对延安必康控股股东的影响,发现股权质押对延安必康公司价值的影响主要是消极的,该公司的频频股权质押使得两权严重背离,虽然短期的市场效应是比较看好的,但长期的市场效应是负面的。通过股权质押后对两种权利的分隔、科研投入、筹资风险、投资布局等方面的影响,进一步研究对公司价值的影响,结果是,出质股权对公司是不利的。产生这种结果的原因是,目标企业没有合理的控制股权质押,质押出去的股权越来越多。因此,文章认为,该公司控股股东股权质押这一行动会导致公司价值下降,并且这种影响会随着质押股权数量的增加而加剧。文章衷心提出建议,万望有关监督管理机构警醒高频、高比例出质公司股权的企业,选择这一方式时需谨慎。也就是说,我们必须清楚自己承受风险的极限值,根据自己的能力选择适合自身的筹资方式,并需方方面面的评估股权质押对企业的影响。在整理归纳出延安必康股权质押对公司价值的不良影响后,本文结合目标公司的研究结果对各方提出建议,期盼能够帮助存在此类问题的公司。

通过梳理现有文献,大部分已有文章从股权质押风险及其对公司业绩的影响角度,从股权质押对公司价值的影响角度,对股权质押的影响路径进行了略浅的研究。在这一背景下,分析了上市公司的市场效应和托宾 Q 值,并用 EVA 度量了公司价值在未来的变化趋向。然而,本文所选择的几类衡量公司价值的指标可能不那么全面,目前已发表的研究主要是采用传统的财务衡量指标、托宾 Q 值衡量指标和 EVA 衡量指标,这些指标可能不足以全面的衡量公司价值。其次,在选择数据时,我们只能获取延安必康已经披露的信息,对于有些没有详细披露的信息,我们无法获取,并且自 2016 年以来,延安必康控股股东不仅股权质押比例较高,而且质押频次比较高,由于相关数据获取的渠道有限,以此得出的结果并不是绝对的零误差,并且延安必康针对股权质押相关的信息没有太多的披露,在发出的公告中,我们能看到的披露内容仅有以下三部分,分别是质押了多少股、质押给谁以及办理质押的中间金融机构,但是质押来的资金到底用作哪些方面,质押的具体价格都没有详尽披露,我们已知的资料相当匮乏。所以,还需要更深

入的研究分析股权质押如何影响公司价值，在这里主要有两点对于未来的展望：一是盼望学术界能在度量方法这一块大放异彩，丰富研究方法体系，减少误差，规避片面性的观点；二是，各个公司能够详尽告知股权质押得来的资金流向，股权质押的实际警戒线以及平仓价格，尽可能丰富数据的获取渠道使得结论的误差范围降低。

参考文献

- [1] Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3).
- [2] Sabri Boubaker, Pascal Nguyen, Wael Rouatbi. Multiple Large Shareholders and Corporate Risk-taking: Evidence from French Family Firms [J]. European Financial Management, 2016, 22(4).
- [3] Chan K, Chen H, Hu S, Liu Y. Shares pledged and corporate repurchase [R]. Working Paper, 2013.
- [4] Yehning Chen, Shing-Yang Hu. The controlling shareholder's personal leverage and firm performance [J]. Applied Economics, 2007, 39(8).
- [5] Ying Dou, Ronald W Masulis, Jason Zein. Shareholder Wealth Consequences of Insider Pledging of Company Stock as Collateral for Personal Loans [J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(12).
- [6] Grossman Sanford J., Hart Oliver D. One share-one vote and the market for corporate control [J]. North-Holland, 1988, 20.
- [7] James Tobin, Craig Swan. Money and Permanent Income: Some Empirical Tests [J]. The American Economic Review, 1969, 59(2).
- [8] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. North-Holland, 1976, 3(4).
- [9] Mara Faccio, Maria-Teresa Marchica, Roberto Mura. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking [J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24(11).
- [10] Michelle Li, Che L Sea Liu, Tom Scott. Share pledges and firm value [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2019, 55.
- [11] Philip Valta. Strategic Default, Debt Structure, and Stock Returns [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016, 51(1).
- [12] Qigui Liu, Gary Tian. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage

- decision:Evidence from Chinese Non-tradable share reform[J].Journal of Corporate Finance,2012, 18(4).
- [13] Ronald Anderson, Michael Puleo. Insider Share-Pledging and Firm Risk[R]. Working Papers, 2015, (23): 245-274.
- [14] Teemu Malmi, Seppo Ikaheimo. Value Based Management practices some evidence from the field[J]. Management Accounting Research, 2003, 14(3).
- [15] 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, 27(04): 72-76.
- [16] 陈小鹏, 江少波. 股权质押、企业风险承担与研发投入[J]. 财会通讯, 2021(04): 89-91.
- [17] 董瑶. 控股股东股权质押经济后果的比较研究[D]. 山东工商学院, 2019.
- [18] 杜勇, 张欢, 杜军, 韩佳丽. 控股股东股权质押能帮助公司扭亏吗?——来自中国亏损上市公司的证据[J]. 上海财经大学学报, 2018, 20(06): 77-93.
- [19] 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(07): 57-63+96.
- [20] 何瑛, 张大伟. 管理者特质、负债融资与企业价值[J]. 会计研究, 2015(08): 65-72+97.
- [21] 侯婧, 朱莲美. 控股股东股权质押与公司非效率投资行为[J]. 财会月刊, 2018(18): 81-89.
- [22] 胡进. 控制权与现金流权分离下的上市公司成长性实证研究[J]. 统计与决策, 2013 (24): 191-193.
- [23] 胡科, 张宗益. 终极控制权与现金流权偏离下的公司价值——基于我国民营上市公司的实证研究[J]. 技术经济, 2010, 29(04): 86-90.
- [24] 姜晓文. 控股股东股权质押对企业创新效率的影响[J]. 会计之友, 2019(24): 23-29.
- [25] 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(04): 50-66.
- [26] 柯艳蓉, 李玉敏. 控股股东股权质押、投资效率与公司期权价值[J]. 经济管

- 理,2019, 41(12):123-139.
- [27]李洪涛.上市公司大股东股权质押对公司价值的影响——以华映科技为例[J].财会通讯,2017(05):64-68.
- [28]李建英,赵美凤,周欢欢.股权制衡、管理者过度自信与过度投资行为[J].经济与管理评论,2017,33(04):48-54.
- [29]李伟,张钰婧,程铖.大股东股权质押与公司投资效率[J].会计论坛, 2019, 18(01):95-115.
- [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].金融研究, 2018(07):143- 157.
- [31]梅光仪,肖芳岚,项后军.股权质押对企业价值的影响研究[J].当代金融研究,2019(05): 99-114.
- [32]倪敏.基于 EVA 与会计利润对比的上市公司价值创造分析[J].财会月刊, 2012(22):8-11.
- [33]尚嘉佳.上市公司控股股东股权质押对公司价值的影响与作用[J].中国管理信息化,2020,23(13):21-22.
- [34]滕晓梅,祝婧然,周倩倩.房地产企业最终控制人股权质押对上市公司价值的侵占效应[J].财会月刊,2016(32):21-24.
- [35]王兴欣.上市公司控股股东股权质押的案例分析[D].江西财经大学,2020.
- [36]温慧.G 公司控股股东股权质押的价值效应案例研究[D].华南理工大学,2020.
- [37]闻岳春,夏婷.大股东股权质押对公司价值影响的机理分析与研究综述[J].上海金融学院学报,2016(02):5-13.
- [38]文雯,陈胤默,黄雨婷.控股股东股权质押对企业创新的影响研究[J].管理学报,2018, 15(07):998-1008.
- [39]吴国鼎.两权分离与企业价值:支持效应还是掏空效应[J].中央财经大学学报, 2019 (09):97-106.
- [40]吴静.控股股东股权质押等于“掏空”吗?——基于中国上市公司股权质押公告的实证分析[J].经济论坛,2016(08):65-70.
- [41]夏常源,贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].

- 南开管理评论,2019,22(05):165-177.
- [42]夏婷,闻岳春,袁鹏.大股东股权质押影响公司价值的路径分析[J].山西财经大学学报,2018,40(08):93-108.
- [43]夏一丹,肖思瑶,夏云峰.大股东股权质押影响了公司业绩吗——来自沪深A股上市公司的经验证据[J].财经科学,2019(10):59-70.
- [44]肖俊斌,王昕宇.股权质押对公司价值影响的研究[J].商业经济,2021(04):64-66.
- [45]谢露,王超恩.控股股东股权质押与上市公司过度投资[J].上海金融,2017(07):43-49.
- [46]徐泓,蒋砚章,姚岳.公司价值评价体系的构建[J].甘肃社会科学,2010(02):234-238.
- [47]杨松令,田梦元.控股股东股权质押与企业非效率投资——基于金融错配背景的分析[J].商业研究,2019(12):28-36.
- [48]姚之朋.控股股东股权质押对公司绩效的影响研究——基于股权制衡的调节作用[J].黑龙江金融,2019(01):63-65.
- [49]翟胜宝,童丽静,伍彬.控股股东股权质押与企业银行贷款——基于我国上市公司的实证研究[J].会计研究,2020(06):75-92.
- [50]张晨宇,武剑锋.大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗? [J].外国经济与管理,2020,42(05):29-41.
- [51]张陶勇,陈焰华.股权质押、资金投向与公司绩效——基于我国上市公司控股股东股权质押的经验数据[J].南京审计学院学报,2014,11(06):63-70.
- [52]张瑞君,徐鑫,王超恩.大股东股权质押与企业创新[J].审计与经济研究,2017,32(04):63-73.
- [53]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(09):72-87.
- [54]周兰,刘璇.宏观经济波动、经营负债与企业价值[J].东岳论丛,2016,37(03):133-142.
- [55]周蕾,邓沛,何思.大股东股权质押、内部控制和企业风险承担水平的研究[J].商业会计,2019(02):85-88.

- [56]朱冬琴,陈文浩.控制权、控制权与现金流权偏离度对并购的影响——来自中国民营上市公司的经验证据[J].财经研究,2010,36(02):121-131.
- [57]朱文莉,陈鑫鑫,阚立娜.股权质押如何影响上市公司价值[J].财会月刊,2020(02):48-55.

附录 A 延安必康制药控股股东股权质押情况

公告日期	股东名称	质押方	质押股数 (万股)	占所持股 份比例(%)	占总股份 比例(%)	用途
2019-12-18	新沂必康	海南润泰欣茂 小额贷款	1000	1.91	0.65	融资担保
2019-11-30	新沂必康	兴业资产管理	875.21	4.48	1.52	融资担保
2019-11-28	新沂必康	兴业资产管理	1163	6.70	2.29	融资担保
2019-11-27	李宗松	兴业资产管理	187	1.20	0.12	融资担保
2019-11-20	新沂必康	海南润泰欣茂 小额贷款	2000	3.79	1.31	融资担保
2019-12-18	李宗松	华泰证券	151	0.45	0.05	融资担保
2019-12-21	李宗松	华泰证券	130	6.94	0.68	质押
2019-11-26	李宗松	兴业证券	187	0.00	0.00	质押
2019-12-18	李宗松	华泰证券	100	0.45	0.05	融资担保
2019-12-18	李宗松	华泰证券	69	0.45	0.05	融资担保
2019-04-20	新沂必康	兴业资产管理	1500	2.66	0.98	融资担保
2019-04-16	新沂必康	兴业资产管理	2258	4.00	1.47	融资担保
2019-02-27	新沂必康	第一创业证券	10	0.02	0.01	补充质押
2019-02-14	新沂必康	第一创业证券	40	0.07	0.03	补充质押
2019-01-31	新沂必康	东吴证券	50	0.09	0.03	补充质押
2019-10-19	新沂必康	招商证券	408	0.00	0.00	质押
2019-09-26	新沂必康	柴俊豪	150	4.38	1.55	质押
2019-06-19	新沂必康	柴俊豪	150	0.00	0.00	质押
2019-09-26	新沂必康	柴俊豪	1200	4.38	1.55	质押
2018-12-04	李宗松	方正证券	260	1.19	0.17	补充质押
2018-11-28	新沂必康	北京融汇投管 中心	8000	13.75	5.22	融资担保
2018-10-31	新沂必康	国泰君安证券	200	0.39	0.15	补充质押
2018-10-31	新沂必康	华融证券	31.06	0.39	0.15	补充质押
2018-10-16	新沂必康	华融证券	626.32	1.23	0.47	补充质押
2018-10-16	新沂必康	华融证券	91.54	1.23	0.47	补充质押
2018-10-12	新沂必康	华融证券	10	0.02	0.01	补充质押
2018-10-10	新沂必康	第一创业证券	4.12	0.05	0.02	补充质押
2018-10-10	新沂必康	第一创业证券	0.88	0.05	0.02	补充质押
2019-10-16	新沂必康	华创证券	20	4.28	1.50	融资担保
2018-10-10	新沂必康	第一创业证券	1.03	0.05	0.02	补充质押
2018-10-10	新沂必康	第一创业证券	4.83	0.05	0.02	补充质押
2018-09-28	新沂必康	华融证券	50	0.37	0.14	补充质押
2019-10-16	新沂必康	华创证券	45	4.28	1.50	融资担保
2018-09-28	新沂必康	第一创业证券	96.36	0.37	0.14	补充质押
2018-09-28	新沂必康	第一创业证券	20.78	0.37	0.14	补充质押
2018-09-28	李宗松	华融证券	148	0.82	0.12	补充质押
2018-09-28	李宗松	华融证券	32	0.82	0.12	补充质押
2018-11-29	新沂必康	平安信托	1536	0.00	0.00	质押
2018-05-23	新沂必康	平安信托	6125	2.64	1.00	质押
2019-11-13	新沂必康	陈进军	3000	4.57	1.58	质押
2019-11-13	新沂必康	陈进军	2425	4.57	1.58	质押
2018-02-28	李宗松	重庆昊融睿工 投资中心	6229.24	28.55	4.07	融资担保
2018-01-13	新沂必康	第一创业证券	227	0.39	0.15	借款担保

2018-01-03	新沂必康	第一创业证券	1060	1.82	0.69	借款担保
2017-12-29	李宗松	渤海证券	1764	8.08	1.15	偿还借款
2018-12-12	李宗松	东吴证券	1640	7.52	1.07	融资担保
2019-09-19	新沂必康	东吴证券	23.7	4.45	1.57	质押
2019-09-30	新沂必康	东吴证券	33	4.38	1.53	质押
2019-09-30	新沂必康	东吴证券	2346.61	4.38	1.53	质押
2019-09-26	新沂必康	东吴证券	33	4.38	1.55	质押
2019-07-20	新沂必康	东吴证券	23.7	4.47	1.59	质押
2019-09-10	李宗松	方正证券	641.96	3.62	0.42	质押
2019-09-10	李宗松	方正证券	1598.04	3.62	0.42	质押
2019-04-16	新沂必康	华福证券	2258	4.00	1.47	融资担保
2019-10-16	新沂必康	华创证券	2172.52	4.28	1.50	融资担保
2019-12-21	李宗松	华泰证券	10.7	6.94	0.68	质押
2019-06-28	李宗松	华泰证券	200	10.14	1.37	质押
2019-06-12	李宗松	华泰证券	200	11.04	1.50	质押
2019-12-21	李宗松	华泰证券	1040.29	6.94	0.68	质押
2019-07-20	李宗松	华泰证券	50	10.04	1.34	质押
2019-09-26	李宗松	华泰证券	200	10.01	1.08	质押
2019-09-25	李宗松	华泰证券	200	11.03	1.21	质押
2019-09-28	李宗松	华泰证券	69	9.82	1.03	质押
2019-11-05	李宗松	华泰证券	0.01	7.92	0.82	质押
2019-11-30	李宗松	华泰证券	200	6.78	0.69	融资担保
2019-11-01	李宗松	华泰证券	330	7.80	0.82	质押回购
2017-03-28	李宗松	华融证券	850	35.74	4.50	融资担保
2017-03-28	李宗松	华融证券	6060	35.74	4.50	融资担保
2017-03-27	新沂必康	东吴证券	2345	16.85	6.40	融资担保
2018-05-22	新沂必康	国泰君安证券	286	9.82	3.73	质押回购
2018-05-22	新沂必康	国泰君安证券	5714	9.82	3.73	质押回购
2018-02-13	新沂必康	国泰君安证券	1460	10.31	3.92	质押回购
2018-12-12	新沂必康	东吴证券	1315	4.23	1.61	融资担保
2018-12-12	新沂必康	东吴证券	925	4.23	1.61	融资担保
2019-04-20	新沂必康	中山证券	1500	2.66	0.98	融资担保
2020-02-05	新沂必康	东证融汇证券 资产管理	1546.64	2.97	1.01	融资担保
2018-11-03	新沂必康	东证融汇证券 资产管理	32	2.69	1.02	质押
2018-03-08	新沂必康	东证融汇证券 资产管理	800	2.75	1.04	质押回购
2020-02-05	新沂必康	东证融汇证券 资产管理	21.36	2.97	1.01	融资担保
2017-12-26	新沂必康	齐鲁证券（上 海）资产管理	2325	0.00	0.00	质押回购
2017-12-12	新沂必康	齐鲁证券（上 海）资产管理	1560	0.00	0.00	质押回购
2018-05-04	新沂必康	华融证券	808.41	4.64	1.76	质押回购
2018-05-04	新沂必康	华融证券	2699.48	4.64	1.76	质押回购
2017-11-21	新沂必康	上海海通证券 资产管理	3000	0.00	0.00	质押回购
2017-11-18	新沂必康	华融证券	5063.19	8.70	3.30	质押回购
2017-10-19	新沂必康	华融证券	811.5	9.25	3.51	质押回购
2017-11-18	新沂必康	华融证券	318.3	8.70	3.30	质押回购
2016-11-11	陕西北度	东方证券	900	99.04	1.57	融资担保
2019-11-30	新沂必康	兴业证券	698.95	4.48	1.52	融资担保

2019-11-30	新沂必康	兴业证券	176.26	4.48	1.52	融资担保
2019-11-28	新沂必康	兴业证券	1163	6.70	2.29	融资担保
2019-03-15	新沂必康	兴业证券	1638.05	11.37	4.20	质押
2017-08-31	新沂必康	华融证券	2296.41	7.83	2.97	融资担保
2017-08-31	新沂必康	华融证券	1303.59	7.83	2.97	融资担保
2019-03-15	新沂必康	国泰君安证券	370	11.37	4.20	质押
2019-03-15	新沂必康	国泰君安证券	3030	11.37	4.20	质押
2019-03-15	新沂必康	国泰君安证券	200	11.37	4.20	质押
2016-12-27	新沂必康	第一创业证券	1900	4.30	1.63	质押
2017-04-22	李宗松	上海海通证券 资产管理	10000	0.00	0.00	质押回购
2016-09-09	李宗松	海通证券	7000	0.00	0.00	其他担保
2016-11-11	陕西北度	东方证券	1500	99.04	1.57	融资担保
2016-11-11	陕西北度	东方证券	900	99.04	1.57	融资担保
2016-09-22	新沂必康	第一创业证券	3500	0.00	0.00	质押回购
2016-06-23	新沂必康	齐鲁证券（上 海）资产管理	1900	0.00	0.00	质押回购
2017-01-06	新沂必康	国泰君安证券	4100	0.00	0.00	质押回购
2016-12-27	新沂必康	东方证券	2500	4.30	1.63	质押
2016-12-27	新沂必康	东方证券	3000	4.30	1.63	质押
2017-03-15	李宗松	上海海通证券 资产管理	2060	0.00	0.00	质押回购
2016-09-03	新沂必康	海通证券	5993.08	0.00	0.00	质押回购
2016-09-03	新沂必康	海通证券	1400	0.00	0.00	质押回购
2016-08-26	新沂必康	海通证券	1400	12.70	4.82	质押回购
2016-11-25	新沂必康	齐鲁证券（上 海）资产管理	21800	6.03	2.29	融资担保
2016-03-18	新沂必康	华泰证券	11000	0.00	0.00	融资担保

数据来源：公司年报

后 记

相逢别离总是匆匆，转眼间又是一年桃花别样红。始于硕果累累，终于激情似火。总道是来日方长，却发现人生处处如流水。至此，最诚挚的感谢献给所有曾帮助、鼓励、陪伴我的人！

桃李不言，下自成蹊。首先特别感谢我的导师，疫情严峻也未能阻止您指导和帮助我的毕业论文，感谢您为我的论文从选题到开题报告再到多次修改后定稿成型付出的辛苦！其次，要感谢各位授课老师照顾，使我度过受益匪浅的三年。所谓饮水思源，学成念师，学生深感此生遇良师不易，再次衷心地感谢所有老师的谆谆教诲！

万爱千恩百苦，疼我孰知父母？父母在，尚有来处，感恩二十余载的关怀，做我的避风港湾。消耗父母青春的从来都不是时间，而是我呀，我一定带着你们的美好期许鹰击长空，常省己身。养遇之恩当永生不忘，唯有不断努力，成为你们的骄傲！

平生遇知己，方死虽无憾。感谢我的挚友，相识三年同过校园生活。不曾缺席我的喜怒哀乐，这一路的汗水、艰辛，见证彼此，都在不言而喻中，希望我们今后继续温暖彼此，共同进步。感谢我的室友们，以及 19 届的所有同学，与我朝夕相处，相互包容，相互扶持，希望我们都能无愧自己的努力。咱们聚是太阳，散是满天星。愿我的朋友们此去前程似锦，再相逢依然如故。感谢我的师兄师姐们，感谢你们为我指点迷津、拨云见月！

感谢自己始终坚信学无止境，愿不忘初心的我成长为理想的我。致自己今后做一名别具一格的女孩子！写尽千山，落笔总有终，祝愿大家万事忠于行！

终有别时！永远年轻，永远热泪盈眶！