

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 雪松发展高比例股权质押对公司价值的影响研究

研究生姓名: 肖旭辉

指导教师姓名、职称: 杨世峰、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融硕士

研究方向: 公司金融

提交日期: 2022年12月13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： 肖旭辉 签字日期： 2022年12月15日

导师签名： 杨军 签字日期： 2022年12月15日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

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： 肖旭辉 签字日期： 2022年12月15日

导师签名： 杨军 签字日期： 2022年12月15日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Study on the influence of high proportion of equity pledge of Cedar Development on company value

Candidate :

Supervisor:

摘要

股权质押问题的早期研究起始于国外和台湾，我国大陆学者对股权质押的研究起步较晚，因为股权质押制度在我国是最近十几年才逐渐形成。从2013年起，伴随着沪深交易所联合中国证券登记结算公司发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》，股权质押融资这一便捷的融资方式在国内市场爆炸式增长。而且由于国内上市公司股权较为集中，控股股东掌握了公司的主要控制权，导致高比例股权质押的案例层出不穷。

本文首先通过文献梳理控股股东股权质押的动机，质押风险，质押风险的应对方式，以及控股股东高比例股权质押导致的经济后果四个方面。然后进行高比例股权质押对公司价值影响的理论机理分析，从盈余管理，股利政策选择，过度投资，信息披露策略，资本运作路径来总结控股股东高比例股权质押后可能对公司价值影响的机理。案例部分以雪松发展公司为具体的研究对象，分析控股股东高比例股权质押的动机和资金投向，最后说明控股股东高比例股权质押造成的经济后果。对雪松发展公司“高送转”的方式刺激股价，操纵公司停牌控制股价，虚假回购股份提升股价，违法违规操纵信息披露这四条路径进行分析。随后又通过选取各项盈利能力指标，偿债能力指标和发展能力指标来分析控股股东高比例股权质押之后公司的财务价值受到的影响，用Z-score模型对财务价值进行综合分析，验证高比例股权质押后各个时间段财务风险的变化。最后通过Q值理论和EVA模型来对高比例股权质押后公司的价值进行综合分析。

文章通过理论与案例相结合的研究分析，最终得出了雪松发展公司控股股东高比例股权质押的目的，以及控股股东高比例股权质押使公司遭受退市风险，造成公司财务状况恶化，致使公司价值下降的结论。并对质权人提出了建立全面并且完善的尽职调查制度，投资者应该持续关注公司近几年的资本运作公告和审计报告。质押公司应加强内部控制，完善公司章程相关制度，引入一些机构投资者来使公司的投资主体多元化，同时对高管设立完善的股权激励计划。市场监管部门应该对上市公司控股股东超过一定质押率的表决权进行限制，对上市公司控股股东股权质押的具体信息进行详细披露。

关键词：控股股东 高比例股权质押 雪松发展 公司价值

ABSTRACT

The early research on equity pledge began in foreign countries and Taiwan, and Chinese mainland scholars started to study equity pledge late, because equity pledge system has gradually formed in recent ten years. Since 2013, equity pledge financing, a convenient financing method, has exploded in the domestic market with the issuance by the Shanghai and Shenzhen Exchanges and the China Securities Depository and Clearing Corporation of the "Business Measures for Stock Pledge Repo Transactions and Registration and Settlement (Trial)". Moreover, due to the concentration of equity in domestic listed companies, the controlling shareholder has the main control right of the company, which leads to the endless cases of high proportion of equity pledge.

Firstly, this paper reviews the motivation of equity pledge by controlling shareholders, the risk of pledge, the way to deal with the risk of pledge, and the economic consequences caused by the high proportion of equity pledge by controlling shareholders. Then the theoretical mechanism of the influence of high proportion of equity pledge on corporate value is analyzed, from earnings management, dividend policy choice, over investment, information disclosure strategy, capital operation path to summarize the possible influence mechanism of controlling shareholder's high proportion of equity pledge on corporate value. The case part takes Cedar Development Company as the specific research object, analyzes the motivation and capital investment of the controlling shareholder's high proportion of equity pledge, and finally explains the economic consequences caused by the controlling shareholder's high proportion of equity pledge. Cedar development company "high transfer" way to stimulate the stock price, manipulating the company suspension control stock price, false buyback shares to increase the stock price,

illegal manipulation of information disclosure these four paths are analyzed. Then, by selecting various profitability indicators, solvency indicators and development ability indicators to analyze the influence of the controlling shareholder's high proportion of equity pledge on the company's financial value, the Z-score model is used to comprehensively analyze the financial value, and verify the change of financial risk in various time periods after the high proportion of equity pledge. Finally, through the Q value theory and EVA model to make a comprehensive analysis of the value of the company after the high proportion of equity pledge.

Through the combination of theory and case analysis, this paper finally draws the conclusion that the purpose of the high proportion of shares pledged by the controlling shareholder of Cedar Development Company, and the high proportion of shares pledged by the controlling shareholder makes the company suffer from the risk of delisting, causing the deterioration of the company's financial condition and the decline of the company's value. It also proposes to establish a comprehensive and perfect due diligence system for the pledgee, and investors should continue to pay attention to the company's capital operation announcement and audit report in recent years. Pledge companies should strengthen internal control, improve the relevant system of the company's articles of association, introduce some institutional investors to diversify the company's investment subjects, and set up a perfect equity incentive plan for senior executives. The market supervision department should restrict the voting rights of the controlling shareholders of listed companies beyond a certain pledge rate and disclose the specific information of the equity pledge of the controlling shareholders of listed companies in detail.

Keywords: The controlling shareholder; High proportion of equity pledge; Cdar Development; Company Value

目 录

1 绪论	1
1.1 选题的背景	1
1.2 选题的意义	2
1.3 文献综述	3
1.3.1 控股股东进行股权质押的动机	3
1.3.2 控股股东股权质押的风险	4
1.3.3 控股股东股权质押风险的应对办法	6
1.3.4 控股股东高比例股权质押的经济后果	8
1.3.5 研究评述	10
1.4 研究内容与研究方法	11
1.4.1 研究内容	11
1.4.2 研究方法	12
1.5 本文创新	12
2 相关概念界定与理论分析	13
2.1 相关概念界定	13
2.1.1 高比例股权质押界定	13
2.1.2 控股股东相关概念	13
2.1.3 公司价值	14
2.2 理论基础	14
2.2.1 委托代理理论	14
2.2.2 控制权私利理论	15
2.2.3 信息不对称理论	15
2.2.4 信号传递理论	16
2.3 高比例股权质押对公司价值影响的机理分析	16
2.3.1 股利政策选择对公司价值的影响	16
2.3.2 过度投资对公司价值的影响	17
2.3.3 信息披露策略对公司价值的影响	18
2.3.4 资本运作对公司价值的影响	18
3 雪松发展公司高比例股权质押案例介绍	20
3.1 国内股权质押背景	20
3.2 雪松发展公司相关信息介绍	23
3.2.1 雪松发展公司基本情况	23
3.2.2 雪松发展公司当前的股权结构	24
3.2.3 雪松发展公司当前的控股股东介绍	25

3.3 雪松发展公司控股股东股权质押介绍.....	25
3.3.1 雪松发展公司控股股东股权质押历程.....	25
3.3.2 控股股东高比例股权质押的动机和资金投向.....	27
3.3.3 控股股东高比例股权质押的经济后果.....	31
4 控股股东高比例股权质押对公司价值的影响分析.....	34
4.1 控股股东高比例股权质押后对公司价值的影响路径.....	34
4.1.1 利用“高送转”政策刺激股价.....	34
4.1.2 操纵公司股票停牌控制股价.....	35
4.1.3 虚假回购股份提升股价.....	36
4.1.4 违法违规操纵信息披露.....	37
4.2 控股股东高比例股权质押后对公司财务价值的影响分析.....	38
4.2.1 公司盈利能力分析.....	38
4.2.2 公司偿债能力分析.....	41
4.2.3 公司发展能力分析.....	42
4.2.4 基于Z-score模型的财务风险综合分析.....	43
4.3 基于托宾Q值对高比例股权质押前后公司价值的综合分析.....	45
4.4 基于EVA模型分析高比例股权质押对公司价值的影响.....	48
5 研究结论与案例启示.....	51
5.1 主要研究结论.....	51
5.1.1 控股股东高比例股权质押的目的.....	51
5.1.2 控股股东高比例股权质押使公司遭受退市风险.....	51
5.1.3 控股股东高比例股权质押造成公司财务状况恶化.....	51
5.1.4 控股股东高比例股权质押致使公司价值下降.....	52
5.2 案例启示.....	52
5.2.1 对质权人和投资者的启示.....	53
5.2.2 对股权质押公司和控股股东的启示.....	54
5.2.3 对市场监管部门的启示.....	55
参考文献.....	57
致谢.....	62

1 绪论

1.1 选题的背景

股权质押的大量研究起始于国外和台湾，国外企业相比于国内企业股权较为分散，国外学者们主要围绕委托代理问题研究股权质押。台湾学者也在上个世纪末及本世纪初对股权质押行为产生的问题做了大量研究。我国大陆学者对股权质押的研究起步较晚，因为股权质押制度在我国是最近十几年才逐渐形成。

1995年我国颁布并实施的《中华人民共和国担保法》正式确立了股权质押制度，该法第七十五条规定“依法可以转让的股份、股票”允许进行质押。2007年10月1日开始实施的《中华人民共和国物权法》再次明确股权可以质押。具体为《物权法》第226条规定：“以基金份额、证券登记结算机构登记的股权出质，质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立；以其他股权出质，质权自工商行政管理部门办理出质登记时设立”。

另外，由于2007年之前存在的股权分置问题导致大股东与中小股东的利益不一致。上市公司大股东的股票由限售股和流通股构成，根据《担保法》规定，依法可以转让的股份才可以办理质押业务。由于大股东持有的非流通股不能在二级市场上市交易，大股东不能通过股票上涨获得资本收益，导致大股东对如何促使公司价值增长重视不够。而且，由于大股东与中小股东利益不一致，使得大股东通过高比例现金分红、资金占用等方式“掏空”上市公司的动机非常强烈。由于股权分置的存在，大股东持有的股份属于非流通股，金融机构很难对其股权进行定价，导致上市公司大股东股权质押业务很难进行。相比银行普通贷款或是发行优先股融资的繁琐手续，股权质押显得快捷方便，出质人有完全的能力来主动掌控股权质押以及申赎时机，而且具备融资金额大等优势，所以股权质押深受我国众多上市公司控股股东的青睐，不失为一种绝佳的融资手段。2005年8月23日，经国务院批准，中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》；9月4日，中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，我国的股权分置改革进入全面铺开阶段。

由于股权质押相关法律法规规定的完善，以及股权质押自身所具有的各种优势，

再加上股权分置改革基本上在2007年完成，控股股东股权质押的公司数量从2008年开始就稳步增长，由2007年的不到400家增长到2012年的接近800家。2013年，在“钱荒”的背景下，市场主体普遍融资困难，资金成本异常高昂。在这之前，质权人主要为商业银行，2013年，在金融监管宽松，券商创新大会背景下，券商场内质押兴起，伴随着沪深交易所联合中国证券登记结算公司发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》，券商将股票质押作为标准化融资业务，大力推行。证券公司自此之后替代银行成为了市场上最大的股权质押人，股权质押业务也产生了指数上升式的爆炸增长，截至2015年底，股票质押总规模达到4.93万亿元。后面又一直到2018年，这一数据创下了6万亿元规模的最高记录，接近90%的上市公司大股东都将手中一定份额的流通股进行质押。

同时，在2018年很多公司由于股权质押产生了暴雷事件，引起了国家金融监管部门对这一问题的重视，开始进行宏观调控，沪深交易所又出台了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》(下文简称《股票质押新规》)。直到2019年年末，国内的股权质押规模也从顶峰下降至4.49万亿元。但总体上来说，相关的风险还是一直都存在。2020年10月，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，将股权质押风险列为上市公司亟待解决的突出问题。除了金融风险外，股权质押所导致的“道德风险”也在为人所诟病。大股东通过股权质押，将持有的股票质押套现对上市公司实施利益掏空后，对公司的经营管理就置若罔闻，公司经营不善导致股价下跌，最终导致公司价值受损，影响其他投资人的利益。股权质押之所以受到广泛好评，就是因为质押的仅仅是股票的现金流权，控股股东自身在公司的控制权没有发生变化，并不会导致其在公司内部的控制力下降，也就造成了股权的“控制权与现金流权分离”的现象出现。在A股市场当中，股权质押导致的企业风险案例层出不穷，这也会进一步导致金融市场异常波动风险大大增加。

1.2 选题的意义

上市公司股权质押是股东的重要融资手段，能为生产经营提供流动性支持，也是股东对财产权益的合法处置。但大范围、高比例、长期间的“无股不押”，对于上市公司自身、金融市场体系都会带来潜在风险。本文重点分析了控股股

东高比例质押对企业带来的经济后果以及对企业价值的影响。同时，本文选取了最近受市场关注度很高的民营上市公司——雪松发展有限公司，其高质押比例最近也一直处于所有上市公司中前五的行列。通过具体的案例，更直观的揭示高比例质押的风险。而且雪松发展公司在高比例质押后所采取的各种规避风险的手段和引发的问题也符合本文梳理的相关学者的理论，不仅验证了学者们普遍认同的结论，同时这一典型的高比例股权质押案例也能给市场投资者带来一定的启示，为投资者对具体公司股权质押方面的分析提供参考意义。

1.3 文献综述

1.3.1 控股股东进行股权质押的动机

相比于欧美企业体系的分散股权结构，中国上市公司存在一个普遍相同的结构特点，就是股权高度集中。在这种控制权高度集中于控股股东的公司治理结构下，学者们从控股股东为了缓解企业融资约束和财务困境，还有对企业进行掏空的动机：包括占用企业流动资金，和其他公司关联交易，过度投资，兼并收购，对外担保等手段。亦或是利用股利政策对企业财务进行盈余管理来操纵股票价格，还有提前变相套现来论述控股股东进行股权质押的不良动机。也有学者从好的动机来论述控股股东的股权质押行为，包括将质押后的资金用于支持质押企业发展，为其补充营运资金。或是增持企业股票，巩固控制权。控股股东选择股权质押而非减持股票的方式缓解融资约束说明其不愿放弃控制权，甚至有些时候会在股价急剧下跌的时候进行增持。更为重要的是因为我国 A 股上市公司特有的壳资源价值以及控股股东独有的控股权可以用来谋取私利，所以控股权极具价值。

关于控股股东对自己持有的股权进行质押融资的动机，国内外学者已经形成了较为成熟的研究：YehYH(2002)认为经典的“委托代理理论”在股权质押上仍旧适用，对于股权集中度高的公司而言，这种矛盾为第二类委托代理问题。委托代理理论也使得控股股东通过股权质押融得资金的目的是为了推动自身的财富增值。控股股东会采用质押股权的方式为上市公司补充所需资本，所持股份的增加也会进一步提高控股股东对企业的控制权(高兰芬, 2013)。对控股股东而言，股权质押不仅在债务融资的同时仍能维持其控股地位，而且相较于债务

融资的取得难度低了很多，而且有助于大股东将“经济存量”转化为“经济能量”，从而发挥其利用财务资源的杠杆作用（王斌等，2013）。但是控股股东的股权质押行为也很容易被市场投资者解读为消极信号，因为在通常情况下控股股东并不会选择股权质押方式融资。如果其出现股权质押行为，则反映出资金紧张的真实情况，且质押比例越高说明控股股东面临的融资约束越严峻（郑国坚，林东杰，林斌，2014）。张瑞君（2017）也指出股权质押因控股股东强烈的资金需求而产生，是股东陷入财务困境的重要信号。徐寿福（2016）通过实证结果表明，我国上市公司大股东进行股权质押时存在明显的双重择时行为：假如上市企业的股价遭到了市场的过高估计，大股东便在这时愿意马上实施股权质押，其股权质押的规模也越大；另一方面，随着信贷资金成本的提高，大股东实施股权质押的意愿越弱，股权质押规模也越小。

一些学者也从积极的层面分析了控股股东股权质押的动机：罗党论（2021）首先提出控股股东通过质押手里的股票获取流动资金，可以反哺上市公司、缓解自身流动压力、投资新项目、甚至到资本市场进行投资以获取短期收益。但是他同时也发现了控股股东股权质押的可能性与公司所在地的投机文化强相关，投机文化越浓的地区越可能进行股权质押，且控股股东股权质押比例也越大。李常青（2021）指出股权质押贷款并不属于低息贷款的范畴，质押本身就需要付出不低的利息成本，所以控股股东不太可能将由此获取的资金再高息转贷给上市公司套取利差，这不符合正常的商业逻辑。因此，在控股股东自身并没有太多资金的情况下，愿意将私人股权进行质押，冒着控制权转移的风险，将所获资金出借给上市公司，这种行为在很大程度上可以排除掏空的可能性，被视为一种重要的支持手段。杜勇（2018）研究结果表明：存在控股股东股权质押或股权质押比例越高的亏损上市公司，扭亏为盈的概率越大。考虑到亏损状态与高管持股的调节效应，他发现股权质押对扭亏概率的影响主要体现在非连续亏损公司以及高管持股的公司中间。控股股东股权质押对亏损公司扭亏具有显著的正向促进作用，会促使控股股东竭力帮助亏损的上市公司积极改善经营，扭亏为盈。

1.3.2 控股股东股权质押的风险

上市公司股权质押是股东的重要融资手段，能为生产经营提供流动性支持，

也是股东对财产权益的合法处置。但大范围、高比例、长期间的“无股不压”，对于上市公司自身、金融体系和政府监管，都会带来潜在风险。2020年10月，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，将股权质押风险列为上市公司急需处理的关键问题。股权质押实际上只是控股股东的个人行为，控股股东将自己所持有的股份质押给金融机构融得资金，其用途由控股股东自己决定，但是控股股东股权质押引发的风险将对被质押的公司造成多方面影响，损害公司的价值。学者们主要从股价崩盘风险、控制权转移风险，质押后企业的财务风险和股票流动性风险，质押后控股股东的违规违约风险（盈余管理和信息披露导致违规风险）和权益风险等展开论述。

Cleassens&Dankov (2003)对YehYH(2002)的理论进行了发展，认为“委托代理成本”是导致公司经营业绩下滑的直接原因，从而给公司带来了经营风险。AndersonaPuleoa (2015)论述了公司治理中管理风险和股权质押行为的关系，认为在管理过程中，控制权因素的影响致使控股股东和其他股东产生利益纠葛，产生内部控制风险。不仅导致了企业的战略激进，也会使企业过度投资以及投资效率降低，进而使得公司权益风险显著提高（肖忠意，2020）。储溢泉等人（2020）认为在控股股东持股比例高、有关联交易或是担保的情况下，控股股东股权质押对上市公司债券信用利差影响更大。这能在一定程度上表明控股股东的信用风险会经过多种渠道传递给公司，需对质押比例过高的公司的未到期债券有所警觉。张庆君（2021）通过实证研究发现，当股权质押比例高于36%时，随着大股东股权质押比例的提高，大股东会更有可能会将企业资金投向风险高的投资项目，损害企业未来的价值，增加企业违约的风险。所以股权质押所引发的道德风险并非只要大股东质押股权就会存在，而是达到一定的比例才会诱发。

王超恩（2015）研究发现控股股东掏空与上市公司未来股价崩盘风险之间显著正相关，大股东掏空程度越高，其股价未来崩盘的风险越高。但是通过谢德仁(2016)的进一步研究显示，股权质押和股价崩盘可能会陷入互相恶性循环的严重后果，以防万一控股股东股权质押前会对公司未来出现的潜在问题进行排查，利用盈余管理，信息管理等短期饮鸩止渴式的手段进行排雷。所以在质押期间股价崩盘的风险反而较小，但是一旦当股票解押后，质押股东短期自救的后遗症也会开始发作。在后来的研究中，谢德仁（2018）继续总结了我国股票质押市场中存在风险的主要原因在于两个方面：一是出质人的资产期限和负

债期限不匹配，用质押资金借短补长。另一方面是出质人较高的杠杆率导致其补仓困难，容易使公司质押股东出现控制权转移风险。而媒体报道，审计师出具审计报告，金融分析师进行关注等降低市场信息不对称的媒介则能缓解投资者情绪宣泄导致的股价崩盘风险（夏常源，2019）。

李永伟（2007）调查表明控股股东被质押股权还存在被债权人保全冻结风险，他通过查阅历年存在股权冻结公司的临时公告，发现绝大多数企业控股股东股权被冻结的原因起源于股权质押，这些股权在冻结之前被质押给金融机构后，由于跌破平仓价问题，所以被债权人申请冻结。郭思永（2020）提出假如发生股市大跌的状况，股权高比例质押带来的流动性风险，不仅会给企业带来爆仓危机，众多高比例质押的企业还会带来连锁反应导致多米诺骨牌效应，造成证券市场风险。李瑞涛（2018）认为控股股东股权质押会“诱发”上市公司违规风险，因为控股股东可能会侵占质押融资后潜在的利益，且国有企业相对于民营企业在股权质押后的违规风险更为严重，原因是国有企业违规后的处罚相对较轻，滋生了国企越线冒险的违规行为。但吕晓亮（2017）却提出了相反的观点，他认为股权质押提高了公司违规后被稽查的概率，这会降低公司的违规倾向。因为在股权质押公告发布之后，会带来媒体的关注和报道，而且随着媒体的曝光度的增强，这种外部的监督力量降低了公司违规后被发出问询函的概率，反而抑制了公司的违规倾向。王新红（2021）发现控股股东股权质押率偏高的情境下，更可能利用关联交易占用企业资源，将融得资金掏空并转移至关联企业，增加企业的坏账存量，而且伴随着一系列的盈余管理行为，放大上市公司的财务风险。在两职合一的民营企业，这种财务风险更加严峻，但是存在多个大股东制衡的企业这种财务风险能被一定程度缓解，作者同时提出可以运用Z值模型测量公司的财务风险。

1.3.3 控股股东股权质押风险的应对办法

对于大股东股权质押所带来的风险和对企业的影响，何威风（2018）研究发现股权质押会减弱控股股东风险承担的意愿，这种情况在有融资约束情况的企业、国有企业、连续进行质押的企业中更为显著。不过相关学者也有比较成熟的关于应对策略的研究，通过从内部控制和外部监管等方面提出了应对手段，为本文的案例启示提供了很大的参考价值，进一步对于股权质押市场的良性发

展提供了一些建议。

在内部控制方面，叶康涛（2007）研究发现独立董事比例与大股东资金占用显著负相关，即随着公司独立董事的增加，大股东资金占用的风险越低。除独立董事的设置以外，应尚军（2019）认为强化股东大会、董事会、监事会、高管层之间制衡关系以及上述四类组织内部的制衡关系，使大股东在行使股权质押融资业务时有所顾忌，提高其逆向选择的成本。肖忠意（2020）指出上市公司应完善自身内部管理和风控机制，从而约束大股东行为。对于控股股东股权质押的上市公司，需强化公司治理机制，建立起有效的权力制衡和风险监督体系，有效利用公司各级管理层、监事层、外部机构投资者和中小投资者的共同监督。在具体的操纵手段中，胡聪慧（2020）认为控股股东可以通过股票增持的手段对股权质押风险进行灵活有效的管理，而且她通过对面临质押预警压力的企业进行实证检验，得出增持股票的企业市场表现显著好于未增持的企业。这是因为在控股股东实际增持公告出来后，媒体的新闻报道量和投资者关注度都会快速增加。但是徐龙炳（2021）利用行为金融学中的投资者有限理性理论，通过实证分析出股权质押情景下的控股股东增持是行为信号，而不是价值信号。这种情况下的增持只能产生短期的市场正向反馈，让控股股东暂时稳定股价，缓解控制权转移风险，而不能起到长期的价值作用。陈晓芳、王志毅（2015）认为通过在股权质押合同内设立相对应的附加条款，则可以在很大程度上保护质权人的利益不受损，同时质权人应该优化和简化质押股权的操作程序，使质押的股权能够及时得到处置。李旒（2015）认为可以通过市值管理的方式来对大股东利益侵占行为进行约束，主要体现在其降低了其对上市公司的非经营性资金占用，但是市值管理对大股东的经营性资金占用行为没有显著影响。马连福（2020）在李旒的研究基础上建议存在大股东股权质押的企业，可以用优化投资者关系管理的方式进行市值管理，这样有利于控股股东缓解控制权转移风险，并促进资本市场稳定健康发展。

王斌、宋春霞（2015）强调外部监管的作用，如果证券公司能较好的对股权质押企业进行监管，那么公司的股价将会更加真实地反映出公司的内在价值。Jiang（2010）通过案例研究发现，证券公司、银行和信托合理的预警线和平仓线的设置可以极大程度地缓解质权人的压力。同时，VikrantVig（2013）指出在股权质押过程中，可以积极引入第三方担保方，如果股权质押最终被平仓，那么

所有损失由担保方“兜底”。包艳龙(2016)认为,地方政府金融办应该提高监管水平,扩大监管人员队伍数量,提高监管人员素质,明确监管职责。高伟生(2016)认为,各个金融机构在与客户签订股权质押合同前,应尽职调查客户的资信水平,对质押融资股票做好风险识别。此外,为避免大股东高比例质押后诱发系统性金融风险,监管机构应设立控股股东的质押额上限,并且限制高比例股权质押控股股东的投票表决权,例如当控股股东股权质押比例超过所持股份的50%时,超过部分没有投票权和表决权,这样可以缓解控股股东因自利行为产生的流动性风险(柯艳蓉,郭思永,2020)。

1.3.4 控股股东高比例股权质押的经济后果

学者们主要从控股股东在进行高比例股权质押,控制权和现金流权高度分离后进行掏空侵占企业资本,弱化高管的激励效应,造成高管离职;增加股东的侵占效应,侵占中小股东利益;减少企业实业投资,增加企业金融投资。削减企业研发支出和创新投入。增加现金持有水平防止控制权转移风险。企业违约违规风险加大审计师出具非标意见的概率等方面来论述股权高比例质押可能造成的经济后果。另外风险承担,股价崩盘,融资约束会加剧第二类代理问题,损坏公司价值。

LaPorta(1999)是第一个提出“企业终极控制权”观点的人,他通过追溯公司中的金字塔结构来找出谁拥有最终的控制权,对于现金流权和控制权的研究具有开创意义。当股权质押导致控股股东的控制权和现金流权分离后,股票分红对控股股东的激励程度将会降低,同时道德风险提高,极易引发控股股东掏空公司谋取私利的后果。张俭(2013)在LaPorta的基础上通过研究大量的案例也发现,当法律监管政策不完善的情况下,若控股股东控制权和现金流权分离程度大,那么控股股东对企业年度利润结余后给股东分红的意愿会减弱。而且这种控制权和现金流权变相分离的情况,会增加大中小股东之间的利益冲突,因此有着股权质押行为的控股股东更容易发生对上市公司的资金侵占,股权质押比例越高,其对上市公司的资金占用越严重,说明股权质押具有很强的经济后果性

(李永伟,2007)。陈红(2014)同样得出类似的结论:上市公司控制权越集中,大股东权力越大,其利益输送行为越容易实施,越有动机把公司资产私有化,隧道效应越明显,关联公司交易、高溢价投资、个人资金占用是大股东掏空上

市公司的三个主要策略，长此以往，公司经营就会被拖垮。胡进(2013)通过研究中小板上市超过三年的家族控股公司发现，当公司现金流权和控制权相分离的程度低于一定水平时，公司的成长性较好，但是当两权分离比例过高时，将不利于公司的发展。朱文莉、陈鑫鑫、阚立娜(2019)完善了胡进(2013)的研究工作，通过特定约束条件，研究了2015-2018年间A股市场1766家公司。通过计算发现，36.53%的股权质押比例是股权质押影响公司发展进程的拐点。同时发现，上市公司连续进行股权质押已经成为了市场上的一种常态。谢德仁(2018)研究发现有无股权质押的差异：和控股股东无股权质押的公司相比，存在股权质押的公司有更强的倾向粉饰财务报表，具体通过修改存货数量，生产进度等数据来增加盈余，这会短期让企业的经营业绩更加完美，从而吸引市场中的潜在投资者，进一步使股价上升，而且这一关联在非国有公司当中更为常见。

从控股股东在股权质押后对质押企业掏空侵占的角度，郝项超和梁琪(2009)提出控股股东在完全控制企业的情形下实施股权质押行为会降低公司的激励措施、而且增加对企业的侵占，这个结论对于民营上市公司更明显。此外，公司价值会随着股权质押比例的上升而下降。李常青(2018)从高管薪酬—业绩敏感性出发，拓展了郝项超和梁琪(2009)的研究，他认为质押股东可能会通过降低管理层薪酬—业绩的敏感性拉拢管理层，因为质押股东对企业的侵占行为都需要管理层配合来改变财务决策。林东杰、林斌、郑国坚(2014)也从侵占的角度发现，当上市公司股权质押面临巨大财务危机，尤其是股权遭质押和冻结时，即使存在着外部监管，大股东对公司占款的意愿依然非常强烈，这种占款会对上市公司的业绩产生极大的负面影响。张陶勇，陈焰华(2015)发现，控股股东股权质押后更愿意向其他公司提供质押担保。因为担保公司和银行存在着信息差异，否则非上市公司因为信用不够，需要提供更高质量、更透明的质押品。

控股股东股权质押也会影响企业股票的流动性，柯艳蓉(2020)研究发现，外部投资者普遍将控股股东股权质押行为视为一种负面信号，减少对应企业的股票投资，导致质押后的股票流动性显著降低。而且郭思永(2020)也发现同样的结论：存在股权质押或股权质押的比例越高，公司股票的换手率、非零交易天数和成交量等流动性指标越低。这种情况在非国有控股上市公司或是股价持续下跌情形下更为显著。而且股权结构的集中与否也会对股权质押后股票的

流动性产生异质性影响，股权集中度加剧了控股股东股权质押对股票流动性的负向影响，但是多个大股东相互制衡的公司治理结构则可以缓解股权质押带来流动性枯竭的负向影响。李常青和幸伟（2018）实证发现控股股东股权质押比例与上市公司现金持有水平呈 U 型关系，这种情况只在非国有企业中存在，上市公司现金持有水平的降低是股权质押的控股股东“掏空”所致的。

创新能力是企业提升长期价值的核心驱动力。文雯（2018）发现当控股股东股权质押比例越高时，企业的创新水平越低，归因与控股股东高比例股权质押引发了道德风险问题，助长了短视行为，具体表现为控股股东股权质押后更可能促使企业配置具有投机性的、容易变现的短期金融资产（杜勇，2021），而且研发投入占比较高的高科技企业，控股股东股权质押后对科研投入削减行为更加突出。李常青（2018）同时也发现控股股东股权质押与企业研发投入显著负相关，但只有当控股股东股权质押率较高时，控股股东才有动机通过削减研发投入来保证股权质押不被平仓。姜军（2020）也认为股权质押行为会让控股股东偏向短期业绩利润而进行市值管理，降低长期风险承担意愿，进而抑制企业创新研发。

控股股东的高比例股权质押也会加大审计机构出具负面非标审计意见的概率，并且随着质押比率的提升，审计费用也随之增加。此外，民营企业控股股东质押对审计师决策的影响更为显著，因为民营企业面临的各种不确定因素更多，需要审计师投入更多的精力去评估风险，审计机构意见和审计师风险决策也成为股权高比例质押需要关注的一点（张龙平，2016，张俊瑞，翟胜宝，2017）。

1.3.5 研究评述

通过上述对股权质押方面的相关文献进行梳理，本文主要梳理了控股股东股权质押的动机，股权质押的风险以及风险的应对措施，股权质押造成的经济后果这四个方面的观点。综合众多学者的观点，股权质押既有有利于公司价值增长的一面，也有损害公司价值的一面。至于股权质押是否有利公司价值，最主要还是取决于控股股东股权质押的比例，大多数学者普遍认为控股股东进行股权质押这一行为容易被市场投资者解读为公司融资困难的信号，也有少部分学者认为控股股东股权质押可能是真实帮助公司发展成长。本文结合了众多学者的观

点，认为高比例的股权质押不利于公司价值的增长，但是较低比例的股权质押有可能确实是控股股东为了支持公司发展作出的积极决策。本文结合近期高比例股权质押的公司——雪松发展进行案例分析，试图从案例分析的角度验证这一观点。

1.4 研究内容与研究方法

1.4.1 研究内容

第一章：绪论。本章先是通过选题的背景和意义进行阐述，然后从控股股东股权质押的动机，质押风险，质押风险的应对方式，以及控股股东高比例股权质押导致的经济后果四个方面来进行文献综述。最后阐述了本文的研究内容和研究方法，以及创新之处。

第二章：高比例股权质押对公司价值影响的理论机理分析。本章在之前文献综述的基础上，对控股股东高比例股权质押后对公司价值的影响的路径进行了理论机理分析。根据众多学者的理论，从盈余管理，股利政策选择，过度投资，信息披露策略，资本运作五个方面来总结控股股东高比例股权质押后可能对公司价值影响的机理。

第三章：雪松发展公司控股股东高比例股权质押案例介绍。本章先是通过国内股权质押背景的分析，阐述国内股权质押的历史概况和所面临的问题。然后以雪松发展股份有限公司为具体的研究对象，对雪松发展公司的基本概况，股权结构，控股股东进行介绍。再阐述雪松发展公司控股股东的股权质押历程，分析控股股东高比例股权质押的动机和资金投向，最后说明控股股东高比例股权质押造成的经济后果。

第四章：控股股东高比例股权质押对公司价值的影响分析。本章首先分析雪松发展公司控股股东在高比例股权质押后对公司价值影响的路径，从“高送转”的方式刺激股价，操纵公司停牌控制股价，虚假回购股份提升股价，违法违规操纵信息披露时间这四条路径来进行分析。随后又通过选取各项盈利能力指标，偿债能力指标和发展能力指标来分析控股股东高比例股权质押之后公司的财务价值受到的影响，用Z-score模型对财务价值进行综合分析，验证高比例股权质押后各个时间段财务风险的变化。最后本章通过学者分析公司价值普遍

运用的Q值理论和EVA模型来对高比例股权质押后公司的价值进行综合分析。

第五章：主要研究结论与案例启示。本文通过理论分析和雪松发展公司的案例研究，得出了雪松发展公司控股股东高比例股权质押的目的，以及控股股东高比例股权质押使公司遭受退市风险，造成公司财务状况恶化，致使公司价值下降的经济后果。并对质权人和投资者、股权质押公司和控股股东，市场监管部门提出了相关的建议。

1.4.2 研究方法

在本文的分析中所运用的研究方式有下面两种：

(1) 文献研究法。通过之前学者对股权质押方向的相关理论文献进行不同方面的归纳总结，从各个角度分析控股股东质押比例的异质性对公司价值造成的影响，为后文案例分析提供理论基础。

(2) 案例分析法。本文以雪松发展股份有限公司为案例分析对象，梳理雪松发展公司新任控股股东近几年股权质押历程、质押背后的动机以及高质押比例的经济后果，来分析高比例股权质押对企业价值的影响。

(3) 数据研究法。根据整理雪松发展股份有限公司发布的公司公告，定期报告中的财务数据，以及东方财富Choice数据库和国泰安数据库对公司异常财务情况进行分析，得出高比例股权质押导致的影响。

1.5 本文创新

第一，本文比较全面的从各个角度梳理了控股股东股权质押后对公司带来的影响，在之前学者相关研究的基础上，区分了不同质押比例对公司价值的影响的异质性。第二，之前绝大多数学者普遍认为公司进行股权质押传递了负面的消息，是公司融资困难的信号。本文总结了所有相关学者提出的结论：认为较低的股权质押比例，对公司价值有提升作用，但是随着质押比例的提高，质押造成了控股股东通过一系列手段侵害公司利益，造成公司价值下降的后果。

2 相关概念界定与理论分析

2.1 相关概念界定

2.1.1 高比例股权质押界定

股权质押指的是股东将自己名下能够被用于转让的股权，利用跟金融机构签署合约的方式来获得融资。根据《担保法》中的相关内容，质押物以两类为主：第一种类型是权利质押，第二种类型是动产质押。因此股权质押可以被划分为前一种类型。股权质押的参与双方分别是：出让自身股权并取得对价货币的出质人和接收股权而出让对价货币的质权人。质押过程中，仅仅是财产权利被让渡了出来，作为接受股权的质权人只能在该上市公司股票进行分红的时候，收获一定的收益，出质人从根本上来说，依旧掌握着股权背后对公司的投票权和决策权。在法律许可的情况下，双方商议质押的详细日期。按照合约中的有关内容，假如债务期限截止时，出质人不能偿还全部的债务，那么质权人能够通过出卖股权弥补损失，抑或是继承其股权变成企业的股东。本文重点研究高比例股权质押行为对企业造成的影响，根据沪深交易所2018年修订的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》，沪市第67条及深市第68条规定，证券公司应当依据标的证券资质、融入方资信、回购期限、第三方担保等因素确定和调整标的证券的质押率上限，其中股票质押率上限不得超过60%。质押率是指初始交易金额与质押标的证券市值的比率，因此本文将股权质押率在60%以上的公司作为高比例股权质押的公司。

2.1.2 控股股东相关概念

根据《公司法》第216条（二）的规定：控股股东，是指其出资额占有限责任公司资本总额50%以上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额50%以上的股东。这类控股股东也被称为绝对控股股东，能绝对保证对控股子公司的高管的任命和经营。相对控股股东是指出资额或者持有股份的比例虽然不足50%，但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东。根据证监会《上市公司收购管理办法》（2008年修订）第83条的规定，一致行动人是指通过协议、合作、关联方关系等合法途径扩大

其对于一个上市公司股份的控制比例,或者巩固其对上市公司的控制地位,在行使上市公司表决权时采取相同意思表示的两个以上的自然人、法人或者其他组织。另外公司的实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为的人。实际控制人虽然不算公司的股东,但通过间接控制关系获得了公司最终的决策权。

2.1.3 公司价值

公司价值是指持续经营公司的价值,是公司有形资产和无形资产价值的市场评价。广义的公司价值不是指公司账面资产的总价值,由于公司商誉的存在,通常公司的实际市场价值远远超过其账面资产的价值。公司对外的一定比例的融资也会对公司的价值产生影响,根据本文文献综述中的分析,较高比例的股权质押会对公司的价值造成损害,但是在合理比例范围内的股权质押对公司的成长的确会有帮助。显然,公司的价值越高,给予其利益相关者回报的能力就越高,并且这种价值是可以通过其经济定义加以计量的。对于上市公司来说,目前较为成熟的衡量公司价值的方法有市盈率法,托宾Q值分析法,经济增加值(EVA)评价模型,本文还通过盈利能力,偿债能力,发展能力三类财务指标以及Z值财务风险模型对雪松发展的财务价值进行了分析。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

股权质押导致公司价值受到影响的根源在于委托代理矛盾。企业委托代理矛盾分为两类,第一类代理问题是股东与管理层之间的代理矛盾,第二类代理问题是控股股东与中小股东之间的代理矛盾。股权质押所导致的代理矛盾属于第二类代理矛盾。在金字塔式股权结构的情况下,控股股东掌握了公司的控制权和现金流权,因而也拥有了对上市公司的绝对话语权,可以支配公司的任何行为,导致控股股东为自身谋取私利,侵害中小股东的利益,对上市公司进行掏空。高比例股权质押让大股东暂时放弃所持有股份的现金流权来换取更多的资金,在没有完善内部控制机制的企业中,其权力可以一手遮天,中小股东对其任何私利行为更是无能为力。大股东的高比例股权质押行为增加了企业的代

理成本，也增加了上市公司风险，表现为公司业绩和市场回报的波动率均显著上升，进一步使得第二类代理矛盾愈发严重。

2.2.2 控制权私利理论

1932年米恩斯和伯利指出，随着现代股份公司股权分散，公司所有权和控制权相分离的现状的出现，使公司的控制权事实上落到公司经营者手中，出现了委托代理问题，由此公司控制权问题开始引起理论界的重视。目前国内公司股权较为集中的背景下，公司的控制权一般掌握在控股股东手中。所谓公司的控制权：德姆塞茨认为，公司控制权是一组排他性使用和处置企业稀缺资源（包括财务资源和人力资源）的权利。我国学者周其仁认为，公司控制权就是排他性利用企业资产，特别是利用公司资产从事投资和市场营运的决策权。控制权私利即为控股股东利用自己对公司的掌控优势，去为自己谋取私利的行为。产生这种情况的原因是获得控制权的控股股东对公司的管理权力过于集中，公司内部控制机制不成熟，中小股东和监事没有足够能力去进行约束，所以当控股股东采取一些异常操控的行为时，无法被反对和制止。控制权私利理论同样可以放在股权质押领域，当控股股东质押自己所持有的股份，会造成控制权和现金流权的分离，没有了现金流权带来的分红收益，就更加没有顾忌地去为了满足个人私利而损害公司的远期利益，危害中小股东和质权人的利益。

2.2.3 信息不对称理论

信息不对称理论存在于非完全有效市场，是指在一个交易市场中，交易对手双方往往处于一种信息不完全对称的情况，一般是买方掌握的信息不如卖方充裕，例如经典的二手车交易市场，购车人对车辆技术不甚了解，而车主更清楚车子存在哪些隐蔽毛病，但不告知购车人。这也从侧面反映了卖方能够赚钱的原因，很大部分因素是由于买方信息的短缺所产生的价格差异。

信息不对称问题同样存在于股权质押情景，控股股东会利用自身与中小股东或质权人的信息优势，将手中的股份不断地择机质押。这时由于控制权和现金流权分离，质权人虽然掌握了现金流权，但是控制权仍然掌握在控股股东手中。伴随着信息不对称的隐蔽性，控股股东会产生很强的动机去为自己谋私利，侵占公司的利益，危害中小股东和质权人。例如进行与其他控股企业之间的关

联交易、将资金用于违背企业长远利益的并购等。在股权质押行为中，常见的信息充裕方为出质人，即公司控股股东，常见的信息短缺方有质权人、债权人、中小股东、社会公众和相关的监管部门等。李常青和幸伟（2017）通过实证研究发现股权质押的控股股东更可能干预上市公司信息披露，掩盖坏消息，更多地披露好消息，这加剧了股价的波动性以及降低了股价信息含量。这一结论也为本文最后的案例启示部分提供了让监管方加强对上市公司高比例股权质押信息披露的建议。

2.2.4 信号传递理论

信号传递理论有效的前置条件是市场存在信息不对称情形，属于行为金融学的范畴。信号传递理论同样适用于股权质押市场，上市公司股权质押公告一经发出，往往会被市场众多投资者理解为负面消息。控股股东在股权质押后为避免股价下跌导致的控制权转移风险，一般会通过不定期公告的形式宣布控股股东增持，回购，“高送转”等政策来刺激股价上升。虽然这些手段可以向市场传递积极信号，引起公司股价短期上涨，但是这些手段是行为信号，而不是价值信号，无法对公司长期价值提升起到帮助（徐龙炳，2021）。一部分学者也发现业绩承诺具有信号效应，上市公司在高比例股权质押后会运用业绩承诺来拉升股市股价，因为业绩承诺一般会向市场传递出公司未来将有较好的经营业绩的信号，所以被投资者视为一种向市场传递积极信号的“增信”行为，从而为质押公司带来了正向的市场反应。

2.3 高比例股权质押对公司价值影响的机理分析

控股股东股权质押行为对公司来说既有好的方面的影响，也有不利于公司的影响，目前只有少数学者提出了有利影响，绝大多数学者提出了不利方面的影响。也有一些学者认为，存在一个质押比例的临界值，在这个临界值以下的股权质押比例，控股股东质押后的行为对公司价值有提升作用，但是超出这个临界值之后，随着质押高比例的提高，质押造成了控股股东通过一系列手段侵害公司利益，造成公司价值下降。

2.3.1 股利政策选择对公司价值的影响

股利政策的选择作为市值管理的重要方式，同样被质押股东广泛运用。“高送转”的本质只是将股票拆细，无法为投资人带来超额收益，也不会对公司价值有提升。但是采用“高送转”政策的消息一经发布，公司股价就往往会上涨，因此同时受到了上市公司和投资人的追捧，尽管这只是一种行为信号和羊群效应带来的非理性投资行为。质押股东为避免股价下跌导致的平仓及控制权转移风险，往往会采用这一政策，且质押比例越高，面临的控制权转移风险越大，“高送转”政策越有可能被推出（廖珂，黄登仕，2018）。“高送转”的股利政策也存在相应的负面影响，其刺激股价上涨的同时可能会被质押股东趁机用来减持套现。翟士运（2020）也发现控股股东质押期间往往会采用低股利发放的政策，因为我国《担保法》第68条规定：“质权人有权收取质物上产生的孳息。”这减弱了质押股东的分红意愿。将现金用于盈余管理操纵和其它投机行为，或是为自身谋取私利，侵害中小股东的利益。

2.3.2 过度投资对公司价值的影响

俞红海（2010）发现，随着质押股权后控股股东现金流权和控制权分离的程度加大，质押股东的过度投资现象也越严重。而这种投资也往往是融资约束背景下的非效率投资（朱新蓉，2020），控股股东也更倾向于将质押所得资金投入自身和第三方关联企业，或是为其担保（张陶勇，2014）。进一步分析得，质押股东可能会用融得资金大量投资金融产品，股权质押比例与上市企业的金融投资水平呈 U 形关系，与上市企业的实业投资水平呈倒 U 形关系（柯艳蓉，2019，杜勇，2021）。在股权质押比例较高时，企业金融产品投资量加大，固定资产和存活投资量减少，使企业金融化程度加深，这一现象在民营企业中更为显著，控股股东也有机会利用金融产品投机来掏空企业，而且偏离实业经营的金融化长期也会影响企业价值（熊礼慧，2021）。在盈余管理达到一定程度后，质押股东也会采用成本更高的并购方式来刺激股价上涨。作为收购方的质押企业做出的并购业绩承诺也具有增信作用，因为并购本身具有协同效应可以促进企业拓宽业务线，以及在一部分市场投资者追捧炒作下，尤其被散户投资人认为是重大利好信息。股权质押企业也乐于在质押期间签订并购业绩承诺来进行市值管理，而且质押比例越高，签订的承诺金额也越高（廖珂，2020，徐莉萍，2021）。但是关联并购却对企业价值有着显著的负面影响，因为高比例

质押的控股股东往往因为委托代理问题通过关联交易侵占转移企业资源，危害中小股东的利益，造成公司价值下降（唐清泉，2018）。

2.3.3 信息披露策略对公司价值的影响

由于上市公司信息披露后股价会受到信息本身的影响，特别是在股权高比例质押后，控股股东总是会采取干预信息披露的手段影响公司股价，致使公司市值偏离内在价值，影响投资人的判断，却有利于质押股东维护股价。所以控股股东有较强的动机通过利己的信息披露策略或是选择性信息披露策略进行市值管理，在开市日更及时的宣布利好信息，在闭市日拖延不利信息，业绩预告的真实性也会遭到市场参与者的质疑（钱爱民，2018，马宏，2020）。这种做法虽然能在短期内稳定公司股价，缓解高比例股权质押伴随的控制权转移风险和股价崩盘风险，但是会使股价长期偏离内在价值，成为隐藏的定时炸弹。资本市场信息不对称越严重，上市公司质押比例偏高时，质押股东还更有可能进行股份回购，用以向投资者传递公司价值被低估的信息，提升股价，缓解控制权转移风险。但是高比例质押下的股份回购也有可能被质押股东借机掏空：回购前压低股价，回购完当股价提升后再减持抛售，使公司丧失公信力并影响长期价值（何威风，2021）。不过，有一种有利于资本市场长期健康发展的方式：投资者关系管理，被治理结构完善，财务风险较低的公司控股股东用以缓解信息不对称导致的股价大范围波动风险，是一种良性的信息管理手段。质押股东通过和投资者进行现场座谈会沟通，电话沟通，网络会议沟通等方式确保投资者对公司情况充分了解，建立良好的投资者关系，缓解股价崩盘和控制权转移风险（马连福，2020）。

2.3.4 资本运作对公司价值的影响

另一方面，控股股东通过股权质押从金融机构提前获取一定股权价值比例的贷款，可以理解为大股东通过股权质押提前收回了其股权投资，尽管这种回收投资的方式付出的代价比较高。在无法偿还的情况下，控股股东可能以股权抵债。如果市场出现动荡，控股股东还可能操纵公司停牌的手段恶意暂停股票交易，损害资本市场的正常资源配置。这种恶意停牌的运用在股权集中度高，质押比例偏高，熊市的情况下尤为显著，2015年股灾中的“千股停牌”事件印

证了这一观点（罗进辉，2020，孙建飞2017）。陆蓉（2021）则从资本运作的视角分析了控股股东股权质押的对企业价值的影响，资本运作的主要方式为股权转让、资产收购和资产剥离，资产置换等手段。而且股权质押的比例越高，上市公司进行资本运作的可能性越大。这一关系在控股股东质押股权面临的平仓风险越高以及民营上市公司中更为显著。质押股东利用资产收购，资产重组等资本运作手段也可以借机停牌，防止股价继续下跌，为补充质押物争取时间，暂时缓解质押风险。

3 雪松发展公司高比例股权质押案例介绍

3.1 国内股权质押背景

目前，我国的股权质押业务分为场外质押模式和场内质押模式。其中，场内质押机构由证券公司主导，企业直接向证券公司进行质押；场外质押机构以银行、信托为主。但是无论哪种质押模式，都会有质押率的限制。根据沪深交易所2018年修订的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》，场内股权质押率不能超过60%，这也是本文将60%以上的质押比例作为高比例质押的原因。另外，出于风险防范的角度考虑，质权人会针对股权的市价设置平仓线与预警线。目前，市场上普遍设置的预警线为160%和平仓线为140%，当抵押股权的价格下跌至预警线设置的价格时，质押股东就会收到金融机构的警告，如果股价继续下跌至平仓线，那么质权人就会要求质押股东补充抵押物，否则系统将会强行以设定好的价格抛售股票，导致质押股东受到控制权转移风险。根据图3.1可以看出，截止2019年底，券商依靠自身对证券市场业务熟悉的优势，在股票质押市场中扮演着头号角色，有近三分之二的质权人为券商，因此券商也承载了股票质押市场的最主要风险。银行提供质押业务的数量也相当于剩余其他所有机构总和，其他机构中除了信托以外，还有资产管理公司和财务公司。综合来看，一旦股市发生大幅下跌的情形，风险主要会由券商和银行承担。

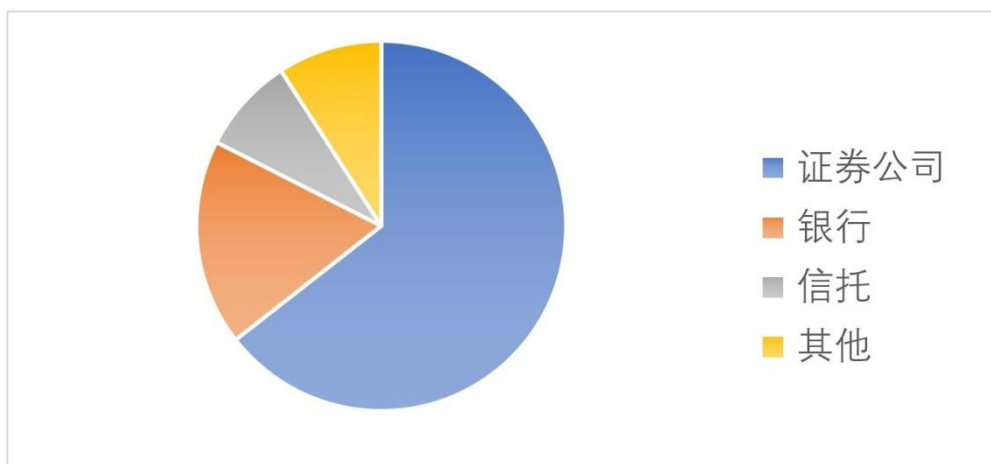


图3.1 主要质权人分布情况

数据来源：东方财富Choice数据

市场的质押率在2018年《质押新规》颁布后降低了很多，但是依然有500多家公司股票质押率超过了90%，远远高于政策允许的范围。截止2019年末，从我国上市企业股权质押率统计图3.2可以看出：高比例质押的企业相比之前降低了很多，质押率在30%以下占了绝大多数。总共有1400多家上市公司的质押率大于50%，占有参与质押公司总体大约40%。525家上市公司的质押占比在30%—50%之间，只有47.64%的上市公司股权质押率低于30%。A股相关监管部门应该及时关注这些高比例质押的企业，避免相应的风险案例发生，造成市场动荡。

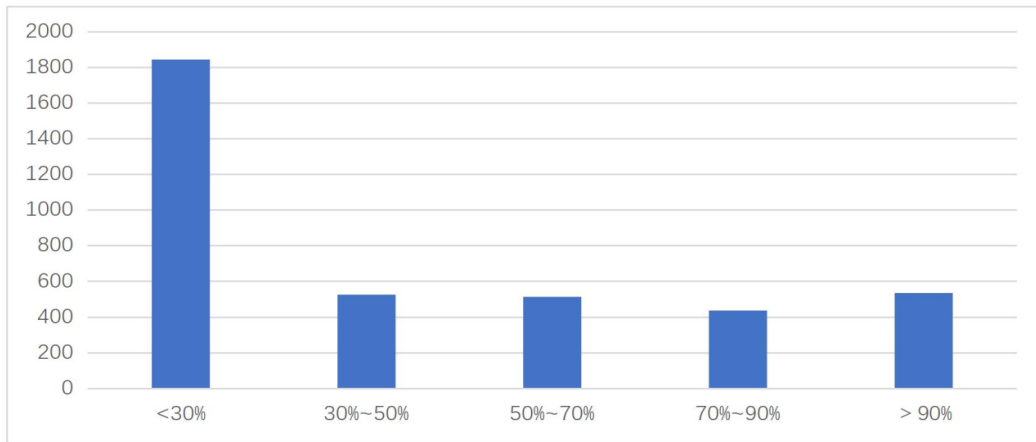


图3.2 国内上市企业股权质押分布

数据来源：东方财富Choice数据

如图3.3所示，从国内目前正在质押中的股票得出：总体来看质押风险还相对可控，因为有大约三分之二的质押股票股价暂时处于安全范围。有少量的在质押中的股票已经到了预警线，但离平仓线还有一定距离。需要谨慎关注的是有大约四分之一的在质押股票已经由于市场的波动造成股价大幅回落，已经触碰到了平仓线，投资者对这部分公司应该及时引起高度重视。质押股东应及时补仓，避免爆仓造成市场风险的发生。

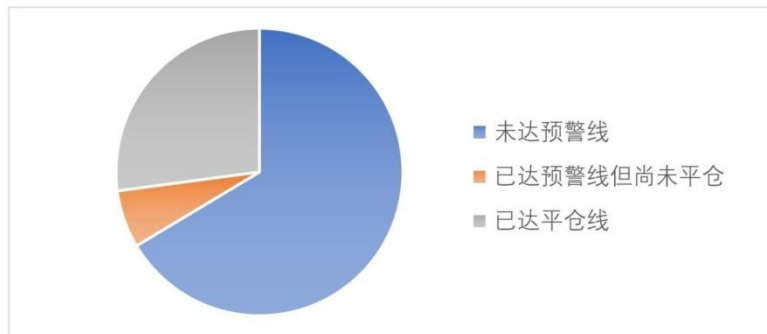


图3.3 在质押中的股票情况

数据来源：东方财富Choice数据

表3.1 股权质押市场概况

日期	A股质押总比例(%)	质押公司数量	质押笔数	质押总股数	质押总市值
2014.6	7.27	1880	1.02万	2002.01亿	1.76万亿
2014.12	6.94	2545	5.12万	2166.90亿	2.58万亿
2015.6	8.13	2738	18.59万	2504.56亿	4.71万亿
2015.12	9.3	2774	11.78万	2978.30亿	4.93万亿
2016.6	9.98	2849	11.4万	3693.96亿	4.46万亿
2016.12	10.73	2997	17.57万	4466.39亿	5.44万亿
2017.6	10.74	3247	24.05万	5165.01亿	5.73万亿
2017.12	10.86	3433	25.24万	5681.17亿	6.15万亿
2018.6	10.87	3465	15.7万	6253.72亿	5.47万亿
2018.12	9.75	3434	9.68万	6345.12亿	4.23万亿
2019.6	8.79	3273	5.98万	6134.95亿	4.71万亿
2019.12	7.97	3081	4.35万	5806.29亿	4.58万亿
2020.6	7.25	2922	3.37万	5483.20亿	4.52万亿
2020.12	5.66	2632	2.37万	4865.04亿	4.32万亿
2021.6	5.27	2532	2.14万	4622.84亿	4.29万亿
2021.12	4.87	2517	1.96万	4198.27亿	4.18万亿
2022.6	4.58	2500	1.96万	4123.84亿	3.58万亿

数据来源：东方财富Choice数据

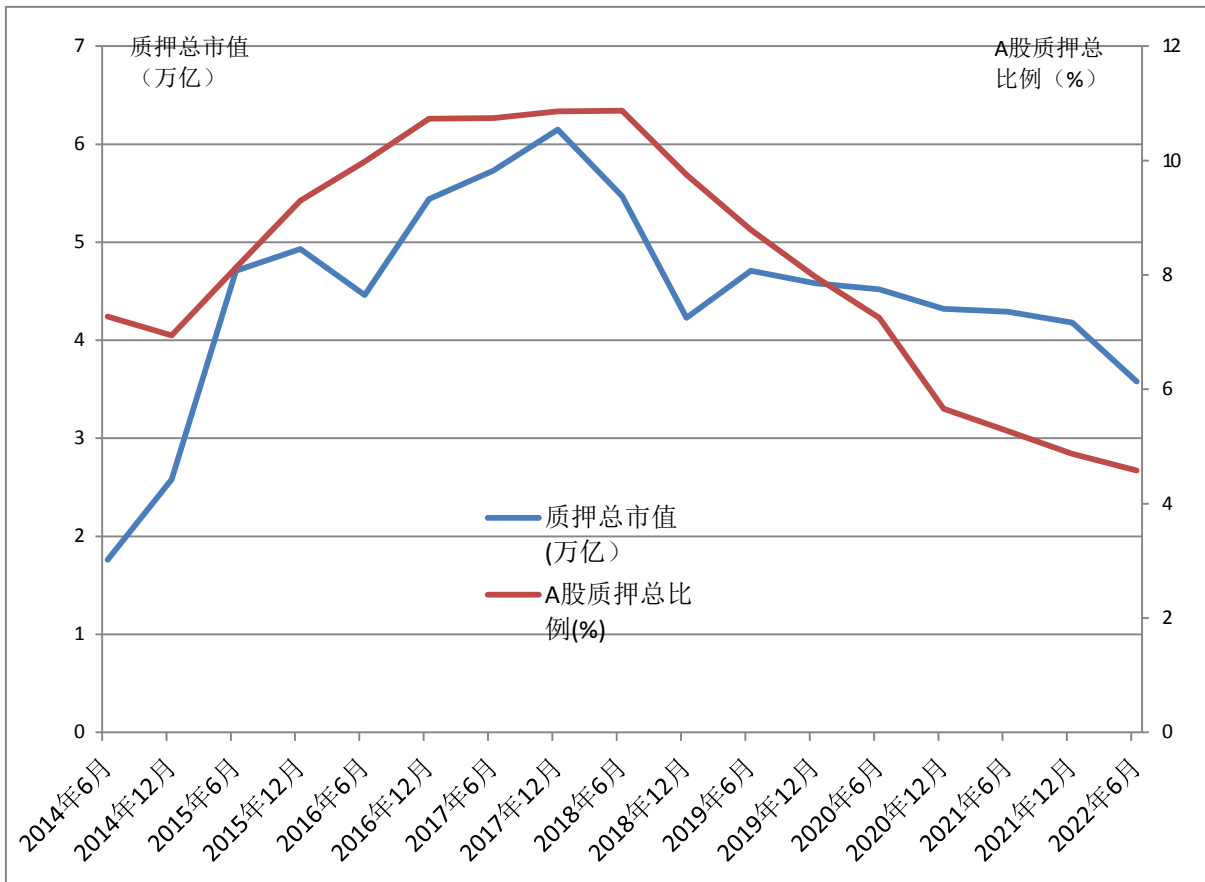


图3.4 股权质押市场概况变化

数据来源：东方财富Choice数据

如上表3.1和图3.4所示：A股的股权最高质押总市值于2018年3月16日达到了历史顶峰6.49万亿元，股权最高质押总比例也在同年4月4日达到了历史顶峰11.50%，2020年10月，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，将股权质押风险列为上市公司亟待解决的突出问题。A股市场的股权质押总比例又进一步下降，截止2022年6月最新数据，这一比例已经下降到4.58%，比2014年6月的7.27%都降了很多。

目前，A股质押比例前五的行业有多元金融，房地产开发，化纤行业，煤炭行业和纺织服装行业，平均质押比例都超过了20%。本文所研究的雪松发展公司便隶属于纺织服装行业，目前为该行业股权质押比例最高的企业。而且，雪松发展公司在刚被收购后就立即被控股股东实行高比例质押，以及持续长时间的高比例质押行为对公司的价值很快就产生了剧烈的影响，所以选取该公司作为案例研究对象具有较强的代表性。

表3.2 前五大质押行业数据

行业	平均质押比例	质押公司数	质押总笔数	质押总股本	最新质押市值
多元金融	26.8%	16	165	101.2亿	410.6亿
房地产	23.18%	60	735	101.2亿	1385亿
化纤行业	22.03%	14	91	39.69亿	410.1亿
煤炭行业	20.39%	19	126	81.88亿	829.2亿
纺织服装	20.11%	56	467	85.47亿	468.4亿

数据来源：东方财富Choice数据

3.2 雪松发展公司相关信息介绍

3.2.1 雪松发展公司基本情况

雪松发展股份有限公司成立于2003年12月13日，注册资本为5亿4400万元，

于2010年10月15日在深圳交易所中小板上市，股票代码为002485。原公司名称为希努尔男装股份有限公司，2021年7月28日更名为雪松发展股份有限公司。公司控股股东于2017年7月28日由新郎希努尔集团变更为广州雪松文化旅游投资有限公司，实际控制人由王桂波变更为张劲。公司原主营业务为西装、衬衫及其他服饰类产品的研发生产销售，有直营店和加盟店。公司旗下“希努SINOER”、“新郎·希努尔”、“新郎+XINLANG”三个商标被认定为中国驰名商标。2017年以来，希努尔被雪松文旅收购后主营业务发生变更，2018年拓展文化旅游业务，2020年新增供应链管理和综合服务业务，并调整服装业务发展战略。公司在新控股股东“多元化发展,专业化运作”的战略指引下,将服装生产销售转向文化旅游业务,立足一线旅游目的地资源,丰富文旅业态,提升服务品质,推进文旅小镇和全域旅游发展。同时,公司积极开拓新领域,推动供应链管理和综合服务业务快速发展,探索新的业绩增长点。2022年5月6日起,由于2021年度归属于公司股东的净利润为负值且营业收入低于1亿元,公司股票交易被实施“退市风险警示”,公司股票简称由“雪松发展”变更为“*ST雪发”。

3.2.2 雪松发展公司当前的股权结构

2018年6月,雪松发展转增股上市,如表3.3所示:公司总股本从32000万股增加到54400万股。公司除了A股外目前没有发行其他类型股份,而且现在所有发行在外股份都为无受限流通股。

表3.3 雪松发展股本构成情况

单位:万股	2021/6/30	2020/6/30	2019/12/31	2018/12/17	2018/6/12	2018/6/6	2017/12/31
总股本	54,400.00	54,400.00	54,400.00	54,400.00	54,400.00	32,000.00	32,000.00
流通受限股份	--	3.08	3.06	--	0.38	0.23	0.5
已流通股份	54,400.00	54,396.92	54,396.94	54,400.00	54,399.62	31,999.78	31,999.51
已上市流通A股	54,400.00	54,396.92	54,396.94	54,400.00	54,399.62	31,999.78	31,999.51

数据来源:东方财富Choice数据

雪松发展的股权穿透图如图3.5所示:目前雪松发展的实际控制人为张劲,张劲100%控股了雪松实业集团有限公司,并通过雪松实业集团旗下的广州雪松

文化旅游投资有限公司和其一致行动人广州君凯投资有限公司于2017年以42亿元收购持有了雪松发展股份有限公司累计66.4%的股份，完全控制了雪松发展。

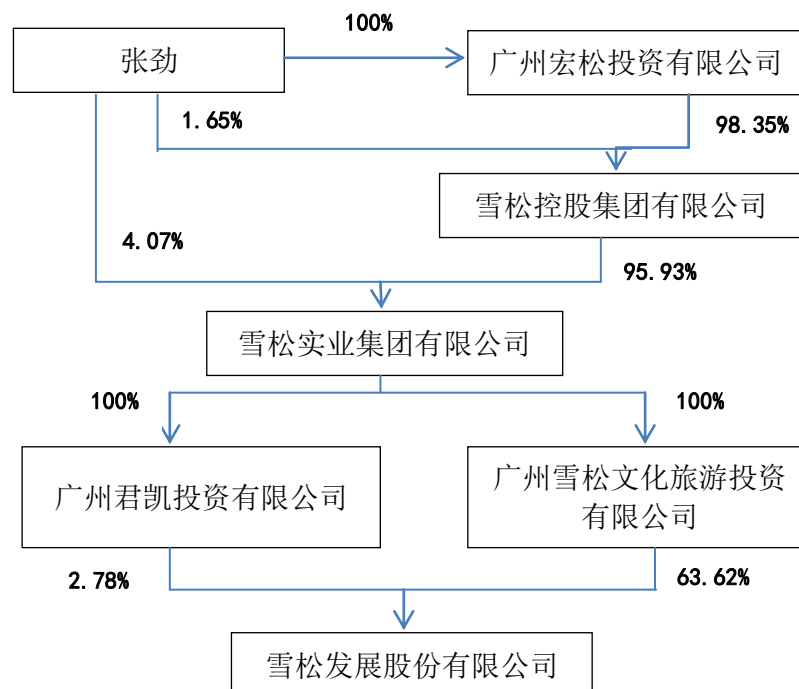


图3.5 雪松发展股权穿透结构图

数据来源：雪松发展公司年报整理

3.2.3 雪松发展公司当前的控股股东介绍

据上节所示，雪松发展公司的直接控股股东为广州雪松文化旅游投资有限公司，其隶属于实际控制人张劲控制的雪松控股集团有限公司。雪松控股集团创立于1997年，是广州本土成长起来的世界500强企业、中国大宗商品领军企业，2021年以2334亿元营收位列《财富》世界500强第359位，并且连续4年上榜，被誉为广州第一民营企业。主营业务为大宗商品产业链，供应链金融服务，化工产业，文化旅游投资，社会公益服务。拥有上市公司雪松发展（002485）和齐翔腾达（002408），以及雪松国际信托等企业。

3.3 雪松发展公司控股股东股权质押介绍

3.3.1 雪松发展公司控股股东股权质押历程

在雪松发展被广州雪松文化旅游投资有限公司收购时，原控股股东新郎希努尔集团所质押的股票已经基本上解押，而且新郎希努尔集团一直以来的股权质押比例较低，本文主要研究雪松发展公司在被收购后的控股股东所质押导致的影响，下表3.4所示为雪松发展在被收购之后的新任控股股东的质押历程。在被收购后不到一年的时间，广州雪松文化旅游投资有限公司就对雪松发展进行了高比例股权质押，第一次便将所持股份的98.24%质押给了长安国际信托股份有限公司用作融资，但是公司股价也在当年11月份开始大幅下滑，质押股权已经达到了平仓线，此时控股面临的股价崩盘和控制权转移风险已经十分严峻。广州雪松文化旅游投资有限公司和其一致行动人广州君凯投资有限公司也在次年2019年先后进行了6次补仓，自此两家公司已经质押了自身100%的股份，所押股份也占到了公司总股本比例的68.5%。所补仓的股票对于面临的紧急状态来说也是杯水车薪，无法改变质押股份还在平仓线的状态。而且控股股东和其一致行动人所质押和补仓的股票到现在为止还没有解押过，从第一次质押到现在的质押时长已经超过了四年，所质押股票也一直处于平仓线状态。

表3.4 雪松发展股权质押历程表

公告日期	股东名称	质押股份数量(股)	质押股份市值(元)	占所持股份比例(%)	占总股本比例(%)	质押机构	质押目的	质押开始日期	质押解除日期	状态
2019/7/25	广州君凯投资有限公司	1145 万	7462.69 万	43.1	2.1	长安国际信托股份有限公司	补充质押	2019/7/23	-	达到平仓线
2019/2/16	广州君凯投资有限公司	806.4 万	5267.10 万	53.32	1.48	长安国际信托股份有限公司	补充质押	2019/1/30	-	达到平仓线
2019/2/16	广州君凯投资有限公司	459.0 万	2997.98 万	30.35	0.84	长安国际信托股份有限公司	补充质押	2019/1/30	-	达到平仓线
2019/2/16	广州雪松文化旅游投资有限公司	379.0 万	2475.28 万	1.1	0.7	长安国际信托股份有限公司	补充质押	2019/1/30	-	达到平仓线
2019/2/16	广州雪松文化旅游投资有限公司	228.4 万	1492.11 万	0.66	0.42	长安国际信托股份有限公司	补充质押	2019/1/30	-	达到平仓线
2019/2/16	广州君凯投资有限公司	245.8 万	1605.61 万	16.26	0.45	长安国际信托股份有限公司	补充质押	2019/1/30	-	达到平仓线
2018/4/9	广州雪松文化旅游投资有限公司	2.00 亿	31.35 亿	98.24	62.51	长安国际信托股份有限公司	贷款	2018/4/3	-	达到平仓线

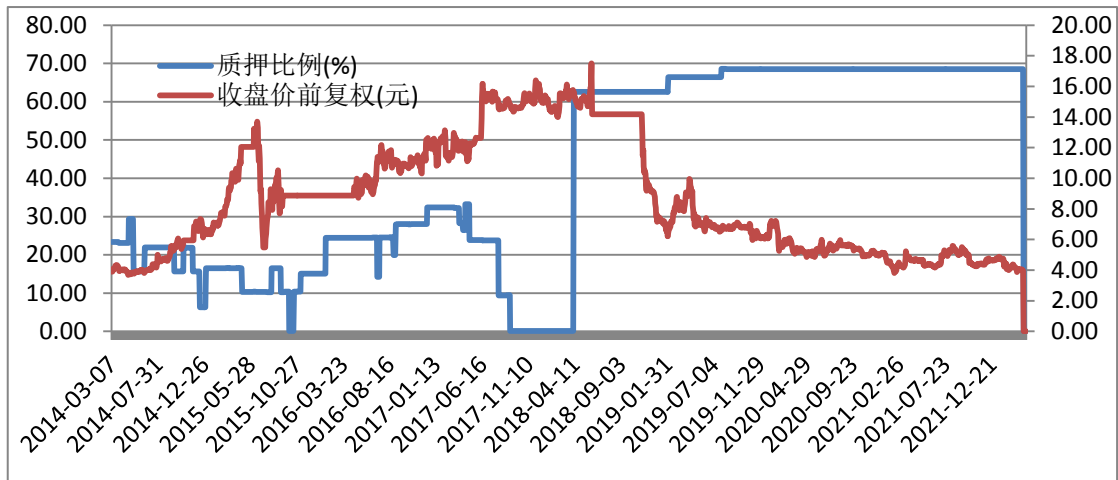


图3.6 雪松发展质押比例及股价变动图

数据来源：东方财富Choice数据

另外，从上图3.6可以看出，雪松发展公司的股价在控股股东高比例质押前一直非常稳定。在2018年4月9日雪松文化旅游投资有限公司将自己所持有的98.24%的股份一次性质押给长安国际信托股份有限公司之后，股价便开始了大幅回撤，而且由于2018年的股灾，股票被平仓和下跌之间很容易形成正反馈，后期尽管其和一致行动人将所持有的剩余全部股份进行补仓质押，也无法改变股价持续下滑的态势。最终公司总的质押比例达到了68.5%，远远超过了监管机构规定的质押上限，公司股价跌幅也超过了70%。

3.3.2 控股股东高比例股权质押的动机和资金投向

根据前两章文献综述和理论分析的总结，控股股东会在面临融资困境，或是利用控制权为自身谋取私利，侵占掏空公司的动机下采取股权质押的融资方式。进一步分析表明，往往高比例的股权质押的动机偏向于上述的后者，本文通过雪松发展公司控股股东高比例股权质押的案例，更加验证说明了控股股东高比例股权质押的这一动机。另外，雪松发展控股股东的资金投向主要如下：

(1) 并购旅游业公司，转变主营业务。广州雪松文化旅游投资有限公司在收购了雪松发展之后，马上就对其主营业务开始了改变，转向自身所主要经营的文化旅游业务板块。2017年10月，雪松发展对外宣称，拟投资设立全资子公司普兰尼奥男装，并将旗下与服装生产相关的资产、负债等打包转让给普兰尼奥男装。随后在2017年12月，雪松发展宣布以6.85亿元价格将普兰尼奥男装全部股权转让给前控股股东新郎希努尔，通过不断削减原先主营的男装品牌生产

销售业务，大幅转向文化旅游和供应链业务。2018年上半年，雪松发展开始陆续收购诸城市松旅恐龙文化旅游发展有限公司、广西灵水小镇文化旅游有限公司、香格里拉市仁华置业有限公司、西安天楠文化旅游开发有限公司、嘉善康辉西塘旅游置业开发有限责任公司等8家以旅游服务业务为主的企业。2018年6月公司上线B2B平台松旅网，借助互联网、大数据等手段提供交易撮合、企业推广、账期交易等服务，满足旅游B端供应商、分销商、零售商等交易需求，解决旅游行业B2B交易中信息不对称、成本、账期等痛点。2019年，雪松发展旅游业务的营业收入占比也增长到72.42%。

表3.5 雪松发展收购文旅公司历程表

最新公告日	标的方	交易金额(万元)	股权转让比例(%)
2019-12-21	霍尔果斯希创文化旅游有限公司	2,160.00	40
2018-12-14	诸城市松旅恐龙文化旅游发展有限公司	15,000.00	100
2018-11-13	丽江玉龙花园投资有限公司, 丽江晖龙旅游开发有限公司 100% 股权	80,600.00	100
2018-04-27	舟山市松旅文化旅游发展有限公司 100% 股权	50,000.00	100
2018-04-27	桂林市雪松文化旅游发展有限公司 100% 股权	20,000.00	100
2018-04-27	杭州千岛湖松旅旅游有限公司 100% 股权	20,000.00	100
2018-03-24	北京中福康华景区旅游开发有限公司, 嘉善康辉西塘旅游置业开发有限责任公司, 嘉善康辉创世旅游开发有限责任公司	40,000.00	100
2018-03-14	西安天楠文化旅游开发有限公司 90% 股权	9,000.00	90
2018-03-14	香格里拉市仁华置业有限公司 100% 股权	5,000.00	100

数据来源：雪松发展公司公告整理

(2) 用作担保。在担保方面，雪松发展将融得的资金对自己收购的企业提供了担保，如下表3.6所示。为支持公司的发展，提高其融资效率，公司控股股东广州雪松文化旅游投资有限公司也为雪松发展公司多次提供了担保，如下表3.7所示。并且无偿向雪松发展公司提供总额度不超过人民币5亿元的财务资助，借款期限为二十四个月，资助金额在该额度范围内可循环滚动使用，截止到2019年6月30日，雪松发展公司已接受控股股东财务资助34,068.14万元。另外，为保证

公司旗下香格里拉市仁华置业有限公司,西安天楠文化旅游开发有限公司,嘉兴市松旅文化旅游发展有限公司的主债权协议履行,2019年11月12日雪松发展全资子公司康辉创世、仁华置业作为抵押人,以其名下不动产权为香格里拉市仁华置业有限公司,西安天楠文化旅游开发有限公司,嘉兴市松旅文化旅游发展有限公司提供抵押担保45700万元。公司以其持有的康辉创世100%股权为本事项提供质押担保;雪松发展公司及公司实际控制人张劲先生作为保证人,为本事项提供连带责任保证担保。保证范围包括主协议项下的重组债务、重组宽限补偿金、违约金、损害赔偿金、应向华融资产支付的其他款项以及为实现债权、抵押/质权而发生的费用和其他所有应付的费用。

表3.6 雪松发展为子公司提供担保

获得担保方	西安天楠文化旅游开发有限公司	香格里拉市仁华置业有限公司,嘉兴市松旅文化旅游发展有限公司	雪松之旅国际旅行社有限公司	雪松之旅国际旅行社有限公司
交易日期	2020-01-07	2019-01-02	2019-01-07	2019-05-17
担保方式	连带责任担保	连带责任担保	保证担保,连带责任担保	保证担保,连带责任担保
担保金额(万元)	19,200.00	30,444.22	500.00	500.00
币种	人民币	人民币	人民币	人民币
担保期限(年)	3.00	3.00	2.00	2.00
是否关联交易	是	否	否	否

数据来源:东方财富Choice数据

表3.7 雪松发展接受控股股东提供担保

交易日期	交易对方	关联关系	交易金额(万元)	支付方式	交易简述
2021-08-28	雪松实业集团有限公司及其控股下属公司	其它关联关系	10,000.00	电汇	接受担保
2021-04-29	雪松实业集团有限公司及其控股下属公司	其它关联关系	10,000.00	电汇	接受担保
2020-08-28	雪松实业集团有限公司及其控股下属公司	其它关联关系	10,000.00	电汇	接受担保
2020-04-28	雪松实业集团有限公司及其控股下属公司	其它关联关系	10,000.00	电汇	接受担保

数据来源:东方财富Choice数据

(3) 盲目扩张金融信托板块，导致公司陷入信用违约风险。除了将资金用于雪松发展自身投资文化旅游板块之外，大股东雪松控股在2018年底收购中江信托71.3%的股权，成为中江信托的实际控制人，后面又将中江信托改名为现在的雪松国际信托，为其金融业务板块中增添了信托牌照。2017年，中江信托业绩断崖式下跌，营业收入暴跌7成，净利润更是暴跌9成。2018年，中江信托开始密集“爆雷”，先是凯迪生态、亿阳集团、神雾节能等“网红”民企或上市公司，随后是金马、银象等系列政信项目卷入其中。雪松控股之所以收购中江信托，是为了满足自己多元化业务发展的目的，金融是其计划中重要的一大板块。但是这一举动也引发了资本市场投资者的很多质疑，在当前国家政策为去杠杆的大背景下，雪松控股却选择了通过并购不断增加杠杆，倚仗于规模庞大的大宗商品贸易作为金融工具，重复着融资收购-股权质押-并购重组-再加杠杆等资本运作，无疑成倍放大了企业经营风险。

随着2020年新冠疫情的爆发，雪松控股旗下供应链，文旅板块大受影响，资金链压力也愈发增加，陷入流动性危机。而且在资管新规及金融去杠杆的政策作用下，信托业不断萎缩，至2020年二季度末，全行业的信托管理规模降至21.28万亿元，较历史峰值下降接近20%。同年，证券时报也揭露了雪松国际信托发行的42只价值超过200亿元的信托计划产品底层资产尽数虚无，宣称是对知名央企的应收账款，实则产品风控全线“裸奔”，借道假央企转移巨额资产。2021年底，雪松信托发布200亿元理财产品延期兑付的公告，但到了2022年1月31日，第一期兑付仍未兑现，也引发了春节后投资者集体到公司楼下维权的事件，彻底掀开雪松系金融困境的遮羞布。2022年2月16日，深交所也发布问询函询问其信托产品底层资产相关的供应链业务是否涉嫌“空转”贸易，但雪松控股只是含糊其辞，没有明确的回应。最终，雪松控股只能拿出转让旗下另一家上市公司齐翔腾达36.74%股份，对应市值约102亿元股权的办法来化解这次流动性危机，但仍有100亿的漏洞无法填补。而齐翔腾达涉嫌内幕交易等违法违规行为，在2022年3月14日又受到证监会的处罚，根据深交所的规定，行政处罚决定作出之后未满六个月，大股东不得减持股份。这一变故导致雪松控股变卖齐翔腾达股权的计划暂时落空，控股股东又面临了极大的信用违约风险。

3.3.3 控股股东高比例股权质押的经济后果

(1) 控股股东被信用评级机构连续降级，质押股权遭司法冻结。受到雪松实业集团的委托，联合资信评估股份有限公司从2019年5月31日起开始对其进行信用评级。直到2021年6月28日，联合资信对雪松实业集团的评级一直为AA+，评级展望为稳定。但是据联合资信2021年11月19日公告显示，该评级机构将雪松实业集团主体及其相关债券“19雪松01”从AA+下调至AA-，评级展望随之变为负面。根据雪松实业集团2021年第三季度财报和联合资信公告可以分析出此次下调评级的原因主要有以下三点：第一，截止2021年9月末，雪松实业公司货币资金为1.90亿元，较2020年底大幅下降81.17%；公司利润总额为-1.44亿元，同比下降228.57%；公司短期债务63.71亿元，货币资金对短期债务的保障能力非常弱，盈利能力也下滑严重，再融资环境恶化。第二，雪松实业集团除了对控股的雪松发展进行了高比例质押之外，还将持有的另外一家控股上市公司齐翔腾达47.14%的股份也进行了累计81.51%的高比例质押，而且雪松实业集团下属的其他多家非上市子公司的股权质押率也均在97%以上。由于雪松实业集团的整体股权质押比例极高，再加上货币资金远不足以弥补短期债务，公司整体资产流动性很差。第三，由于雪松实业集团控股的两家上市公司雪松发展和齐翔腾达各自在2021年10月13日和2021年11月19日均由于涉嫌信息披露违法违规行为被证监会立案调查。

2022年2月24日，联合资信又发布公告，将雪松实业集团及其相关债券“19雪松01”从AA-进一步下调至A-，评级展望继续维持负面。这次继续下调评级的原因是由于雪松实业集团和雪松控股涉及多起诉讼，公司法人代表存在失信行为，已经被采取限制高消费措施。此外，雪松实业集团控股的上市公司齐翔腾达和雪松发展所被控股股东质押的股份均发生被司法冻结的情况。2022年3月19日，齐翔腾达公告称雪松实业及其一致行动人所持有的公司股份已经全部被司法冻结。2022年4月2日，雪松发展公司也发布公告，雪松实业集团旗下的控股股东雪松文化旅游投资有限公司和广州君凯投资有限公司合计持有雪松发展的70.3%股权中，被司法冻结的股份占98.72%，而且两家公司所被司法冻结的股份都还处于质押状态，如果冻结股份被司法强制执行，控股股东同时面临的控制权转移风险极大。

2022年5月9日，联合资信再次发布公告将雪松实业集团及其相关债券“19雪松01”从A-继续下调至BB，评级展望继续维持负面，说明雪松实业集团所面临上述提到的情况进一步恶化。

表3.8 雪松发展控股股东持有股份冻结情况

股东名称	持股数量 (股)	持股比例	累计被冻结 股数(股)	合计占其所 持股份比例	合计占公司 总股本比例
雪松文投	346,103,845	63.62%	346,103,845	100%	63.62%
广州君凯	36,364,581	6.68%	31,453,651	86.5%	5.78%
合计	382,468,426	70.3%	377,557,496	98.72%	69.4%

数据来源：雪松发展公司公告

表3.9 雪松实业集团信用评级变动表

评级机构名称	所评信用等级	评级时间
联合资信	BB	2022/05/06
联合资信	A-	2022/02/24
联合资信	AA-	2021/11/19
联合资信	AA+	2021/06/28
联合资信	AA+	2020/06/19
联合资信	AA+	2019/05/31

数据来源：联合资信公司公告整理

(2) 会计师事务所出具非标准审计意见。2022年1月22日，雪松发展公司发布了拟变更会计师事务所的公告，将已经合作8年的中兴华会计师事务所改换为中喜会计师事务所。这一举动又一次收到了深交所的关注函，要求公司自查是否存在购买审计机构专项核查意见以规避被实施退市风险警示的情形。雪松发展回复的主要原因为与中兴华会计师事务所在其主营业务的判定，营业收入扣除事项上存在重大意见分歧。

变更后的中喜会计师事务所在审计了雪松发展公司2021年度的财务报表后于2022年4月28日出具了非标准审计意见，提出公司关联应收款可收回性存在重大不确定。雪松发展控股股东雪松实业集团，以及子公司西安天楠、仁华置业、嘉兴松旅共同为中国华融资产管理股份有限公司广东分公司的债务人，欠款余

额44,630万元（包括西安天楠19,200万元、仁华置业和嘉兴松旅25,430万元），其中38,510万元已于2021年11月到期，剩余6,120万元将于2022年6月到期。截至财务报告批准报出日，各方尚未就债务偿付或展期达成一致意见。根据雪松发展2022年4月23日发布的关于公司股票可能被实施退市风险警示的提示性公告，预计2021年度扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值，且扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入低于一亿元。由于公司控股股东面临重大债务危机，公司流动资产不足以偿付债务，公司对上述债务提供抵押的资产存在被处置的风险。

（3）雪松发展被实施退市风险警示。2022年4月30日，雪松发展股份有限公司发布公告称，经中喜会计师事务所审计，公司2021年度归属于公司股东的净利润为负值且营业收入低于1亿元，触及《深圳证券交易所股票上市规则

（2022年修订）》规定：若上市公司出现“最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于1亿元，或者追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于1亿元”的情形，其股票交易将被实施退市风险警示（股票简称前冠以“*ST”字样）。2022年5月6日雪松发展复牌之后，公司股票简称由“雪松发展”变更为“*ST雪发”，公司股票交易的日涨跌幅限制变更为5%，雪松发展的“带帽”也说明了公司业绩已经处于十分困难的地步。

4 控股股东高比例股权质押对公司价值的影响分析

4.1 控股股东高比例股权质押后对公司价值的影响路径

4.1.1 利用“高送转”政策刺激股价

根据之前文献综述梳理的学者们的理论：“高送转”政策作为市值管理的重要方式，为避免股价下跌导致的平仓及控制权转移风险，同样受到高比例质押的控股股东青睐。采用“高送转”政策的消息一经发布，公司股价就往往会上涨，但这只是一种行为信号和羊群效应带来的非理性投资行为，公司价值不会因此改变。并且股权质押比例越高，面临的控制权转移风险越大，“高送转”政策越有可能被推出（廖珂，黄登仕，2018）。

在2018年4月9日雪松发展的控股股东广州雪松文化旅游投资有限公司将自己持有的98.24%，合计31.35亿元的股票质押之后，所质押的股票便达到了平仓线，控股股东面临高比例质押带来的平仓风险和控制权转移风险。为了缓解风险，雪松发展公司也于2018年5月21日召开的2017年度股东大会审议通过了2017年度权益分派方案：以公司现有总股本320,000,000股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增7股，共计转增224,000,000股。分红前公司总股本为320,000,000股，分红后公司总股本增加至544,000,000股，分红后公司股本总额不发生变化。雪松发展公司多的这一行为也验证了之前学者总结的理论。

表4.1 雪松发展公司股份变动情况表

股份性质	本次变动前		本次变动增 减(+,-)	本次变动后	
	数量(股)	比例	公积金转股	数量(股)	比例
有限售条件 股份	2,250	0%	1,575	3,825	0%
无限售条件 股份	319,997,750	100%	223,998,425	543,996,175	100%
股份总数	320,000,000	100%	224,000,000	544,000,000	100%

数据来源：雪松发展公司公告整理

4.1.2 操纵公司股票停牌控制股价

同时，股权质押比例越高，股权集中度越高，上市公司通过操纵股票停牌来维护股价的动机越强，而且停牌的时间也越长。一般申请公司股票停牌的理由有资产收购、吸收合并、债务重组、股权转让、资产置换、资产剥离等方式。控股股东可以利用停牌的时间来寻找资金用于补充质押物，缓解股价崩盘和控制权转移风险，但是恶意的停牌操纵会导致资本市场资源配置效率低下，股票流动性暂时丧失，不利于市场的健康发展（孙建飞，2017，罗进辉，2020，陆蓉，2021）。

2018年6月4日和6月5日连续两个交易日内，雪松发展股价跌幅累计超过20%，截止6月5日收盘价为14.19元，这距离控股股东高比例股权质押不过2个月的时间。2018年6月6日，雪松发展便向深圳交易所申请了股票停牌，并发布了关于筹划重大资产重组的停牌公告，公司拟通过发行股份或支付现金方式收购丽江玉龙花园投资有限公司及丽江晖龙旅游开发有限公司100%股权，预计停牌时间为1个月，至少每5个交易日发布一次重大资产重组进展公告。2018年7月5日和8月4日。公司先后两次发布了关于重大资产重组进展暨延期复牌的公告，停牌期限又被延迟了两个月。因长时间未有实质性资产重组进展，雪松发展也收到了深圳证券交易所问询函，被要求列表详细说明目前的进展和实质性的障碍，以及尚未披露重组方案的原因。在回复问询函之后，雪松发展又于9月1日发布重大资产重组停牌期满继续停牌的公告。2018年10月25日，公司再次收到深圳证券交易所下发的《重组问询函》，雪松发展以收购工作量大的原由于11月2日发布了延期回复深圳证券交易所重组问询函的公告。最令人意外的是，在11月13日，公司发布了终止重大资产重组事项暨公司股票复牌的公告，并承诺自本次重大资产重组终止公告之日起1个月内不再筹划重大资产重组事项。

停牌107个交易日后，雪松发展重大文旅资产重组正式告吹，这难免令人怀疑此次资产重组只是为了操纵股票停牌的一个幌子，其真实目的极有可能只是为了暂时阻止股价继续剧烈下滑，缓解高比例质押后的股价崩盘和控制权转移风险。这一虚假收购行为不仅影响了公司的声誉，也使公司股价在复牌后剧烈下滑。在雪松发展公司股票复牌交易的11月13日开始，公司股价也从12.78元一路直线下跌到了最低点2019年1月31日的6.21元。

4.1.3 虚假回购股份提升股价

股份回购是上市公司利用自有资金购买自家股票的行为，作为资本运作的一种方式，可以在短期内提升股价，但是在长期来看效果并不显著，也无法起到增加企业长远价值的效果。控股股东在股权质押后可以用这种方式暂时稳定股价，为补充质押物争取时间，缓解控制权转移风险。因为股份回购的公告向社会公众传递了控股股东对企业自身的信心，说明企业价值被低估，起到了正面的信号效应（陆蓉，何威风，2021）。

在雪松发展公司停牌107个交易日后，公司股价持续下滑，为了维护并刺激股价上升，公司于2018年11月16日通过第四届董事会第十九次会议决议公告称：公司拟以自有资金或自筹资金回购公司部分A股股份，主要来自公司利润、对外融资和控股股东财务资助。回购的资金总额不低于人民币3亿元，不超过人民币6亿元。按回购金额上限6亿元、回购价格上限14元/股进行测算，预计回购股份总数为不超过42,857,143股，约占公司目前已发行总股本的7.88%。公司本次回购股份计划用于：包括但不限于公司员工持股计划或者股权激励；转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；或为维护公司价值及股东权益所必需；以及法律法规允许的其他用途。回购期限为自股东大会审议通过之日起12个月内。同时为了进一步增强投资者信心，刺激股价，控股股东广州雪松文化旅游投资有限公司和广州君凯投资有限公司进行了增持股票行为，计划6个月内增持金额不低于2亿元，希望利用双管齐下的举措来使股票价格回升。这两项行为也符合之前文献综述中梳理的学者们关于控股股东在高比例股权质押后极有可能进行的举措，回购和增持都是很好的缓解股价持续低迷和控制权转移风险的手段。雪松发展公司股价在这双重刺激之下确实有了短暂的回升，从之前2019年1月31日的6.21元上升到了4月16日的10.3元。

但是自从2018年12月开始后面每个月，雪松发展都会披露关于回购公司股份的进展公告，直到2019年10月，距离回购期限的一年时间也马上截止，每次公告都显示公司尚未进行回购操纵，也未公布具体原因。2019年11月6日，雪松发展发布了终止回购公司股份的公告，原因是公司流动性趋紧。雪松发展也在同年12月20日收到了深圳交易所的监管函，因为雪松发展在回购期内未进行回购的行为违反了深交所《股票上市规则（2018年11月修订）》第1.4条、第2.1

条和《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》第四条、第二十八条的规定。雪松发展自发布回购公告到终止回购的日期内一分未购，既可以看出其在股权质押后面临的流动性紧张现状和融资困境，也可以分析出这一行为是为了短期稳定股价而不惜吃到深交所监管函而进行的虚假回购，虽然短期起到了增强投资人信心，提升公司价值的作用，但是这一虚假行为对公司的声誉和长期价值带来了无法逆转的负面影响。

4.1.4 违法违规操纵信息披露

2021年10月12日，雪松发展股份有限公司因涉嫌信息披露违法违规，收到中国证监会的《立案告知书》，根据《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，中国证监会决定对雪松发展公司立案。截至目前，中国证监会调查工作仍在进行中，雪松发展公司尚未收到中国证监会就上述立案事项的结论性意见或决定。如果被认定为重大违法违规行为，这一事件的后果可能会造成公司被强制退市。虽然雪松发展公司的公告没有详细披露被证监会立案调查的具体原因，但如果翻看公司上半年以来的公告，就能分析出具体源头。

2021年4月28日，中兴华会计师事务所出具了雪松发展公司前期会计差错更正的专项说明。因证监会在2020年9月检查公司2019年报时，对公司的全资子公司诸城市松旅恐龙文化旅游发展有限公司收到的政府旅游产业发展补助资金的会计处理提出不同意见，证监会认为政府补助资金应当与资产相关，而非与收益相关，公司将2018-2019年度收到的政府补助计入营业外收入这一会计处理行为不准确。在2018与2019年年报中，公司营业外收入分别为10180.86万元和6648.84万元，包含当年政府补助收入9739.44万元和6477万元。这一举动直接导致企业2018年虚增利润总额9739.44万元，占当期利润总额的比例为51.29%；2019年虚增利润总额6477万元，占当期利润总额的比例为27.68%，两年虚增利润总额超过1.6亿元。直到2021年4月29日，雪松发展公司才发布“关于前期差错更正”的公告，将上述政府补助确认为与资产相关，计入递延收益，并追溯调整了相应财务报表。

这一事件也导致雪松发展公司于2021年5月18日收到了深圳交易所的问询函，并于同年7月收到山东证监局的警示函，且根据《上市公司信息披露管理办法》

第五十八条、第五十九条的规定，决定对雪松发展公司罚款100万元，时任董事长兼总经理段冬东、先后任财务总监的成保明、洪鸣三人采取出具警示函的监管措施，分别罚款80万元、50万元和10万元，并记入证券期货市场诚信档案。

雪松发展公司这一违法的信息披露操纵行为也验证了相关学者的理论，信息披露也可以被作为一种市值管理手段来影响股价。雪松发展公司不惜受到证监会的严重处罚，先是进行虚增利润来盈余管理，然后违法违规披露了更为华丽的年报信息，这一举措理论上可以短暂的刺激股价上升，缓解控股股东高比例股权质押导致的控制权转移风险。但后期被证监会立案调查后带来的严重后果会长期影响公司的信誉，对公司的价值造成毁灭性的打击，甚至导致退市的风险，可谓得不偿失。

4.2 控股股东高比例股权质押后对公司财务价值的影响分析

4.2.1 公司盈利能力分析

在被新任控股股东广州雪松文化旅游投资有限公司收购后，雪松发展公司也逐步放弃了一直以来从事的服装生产和销售业务，转向雪松文化旅游投资有限公司擅长的文化旅游项目，开始利用持有的雪松发展公司股权进行高比例质押所融得的资金来大举收购文化旅游业公司。随着2020年新冠疫情的爆发，整个文化旅游业受到重创，控股股东又将雪松发展的主营业务再次转向自己旗下另一重要的板块——供应链业务。2020年第三季度，根据证监会2012版行业分类，雪松发展公司也被从纺织服装、服饰业划分到公共设施管理业。

根据雪松发展公司年报整理的公司主营业务构成如下表4.2可以看出，在2018年控股股东在高比例质押雪松发展公司股权融得大量现金后，通过大规模并购旅游业公司，在2018年和2019年期间，雪松发展公司的营业收入构成中，旅游业务的收入超越了原先仅有的服装业务，公司也仅保留了服装业务的销售加盟权，实体店铺都已进行了打包出售。到了2019年末，旅游业务的收入占比达到了73.21%，利润占比也达到了60.26%，但是由于2020年初开始的疫情影响，旅游业务业绩剧烈下滑，2020年和2021年全年旅游业务收入分别只占9.25%和2.69%。控股股东也在2020年中期将主营业务再次转向自身所擅长的供应链业务，供应链业务的收入占比从2020年底的35.07%上升到2021年底的94.23%。但是由

于高昂的成本，供应链业务的毛利率仅有1%-2.5%左右，巨大的代价并没有带来实际的利润增长。纵观2021年数据，收入占比仅有3.09%的服装业务反而贡献了53.5%的利润。从雪松发展公司主营业务变动情况可以看出，控股股东收购的目的实际上是借壳收购雪松发展这一上市公司，一方面利用高比例质押其股权融得巨额资金来进行投资并购，另一方面根本目的是为了发展雪松实业控股集团原来的主营业务。

表4.2 雪松发展公司主营业务情况表

指标/报告日期	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
营业收入(亿元)					
服装	0.61	8.13	9.50	6.95	7.61
供应链	18.67	5.12	---	---	---
旅游	0.53	1.35	25.96	9.83	0.00
营业成本(亿元)					
服装	0.00	6.58	7.55	5.60	5.76
供应链	18.47	4.99	---	---	---
旅游	0.20	1.14	23.00	8.58	0.00
营业利润(亿元)					
服装	0.61	1.55	1.95	1.36	1.86
供应链	0.20	0.13	---	---	---
旅游	0.33	0.22	2.96	1.24	0.00
毛利率(%)					
服装	100.00	19.11	20.55	19.51	24.37
供应链	1.05	2.53	---	---	---
旅游	61.68	15.92	11.40	12.66	36.63
收入构成(%)					
服装	3.09	55.68	26.79	41.43	99.94
供应链	94.23	35.07	---	---	---
旅游	2.69	9.25	73.21	58.57	0.06
利润构成(%)					
服装	53.50	81.85	39.74	52.15	99.91
供应链	17.54	6.82	---	---	---
旅游	28.95	11.33	60.26	47.85	0.09

数据来源：根据公司年报整理

因雪松发展公司2017年7月被新任控股股东雪松文化旅游投资有限公司收购，并于2018年4月进行高比例股权质押，所以本文选取了从2017年开始至今的年报数据。从雪松发展的盈利指标可以观察出：在被收购后，雪松发展2017年—2018年的净资产收益率（ROE），总资产净利率（ROA），投入资本回报率，销售净利率四项主要盈利能力指标都有了显著提升。但是自从2018年开始控股股东高比例质押了所持有的股份后，质押股份都达到平仓线，四项盈利指标又开始逐年显著下滑。特别是2020年—2021年控股股东又将主营业务转向供应链板块时，这四项指标下滑地更为剧烈。同时，我们可以通过表4.3和图4.1看出从2017年开始，公司的销售毛利率每年都在下降，尤其是2020年—2021年下降了50%之多。公司的销售成本率从2017年开始逐年增加，一方面说明公司的利润在不断缩减，另一方面也说明了控股股东在主营业务选择的决策存在问题，高比例质押融得的资金没有得到良好的回报和效果。

表4.3 雪松发展公司盈利能力指标表

指标/报告日期	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
净资产收益率ROE(%)	1.84	6.09	4.12	-0.89	-22.61
总资产净利率ROA(%)	1.54	5.11	4.54	-0.92	-13.69
投入资本回报率(%)	1.69	6.51	7.17	1.27	-16.25
销售净利率(%)	4.74	8.39	4.48	-2.16	-22.33
销售毛利率(%)	23.79	16.61	14.32	12.62	6.30
销售成本率(%)	76.21	83.39	85.68	87.38	93.70

数据来源：东方财富Choice数据

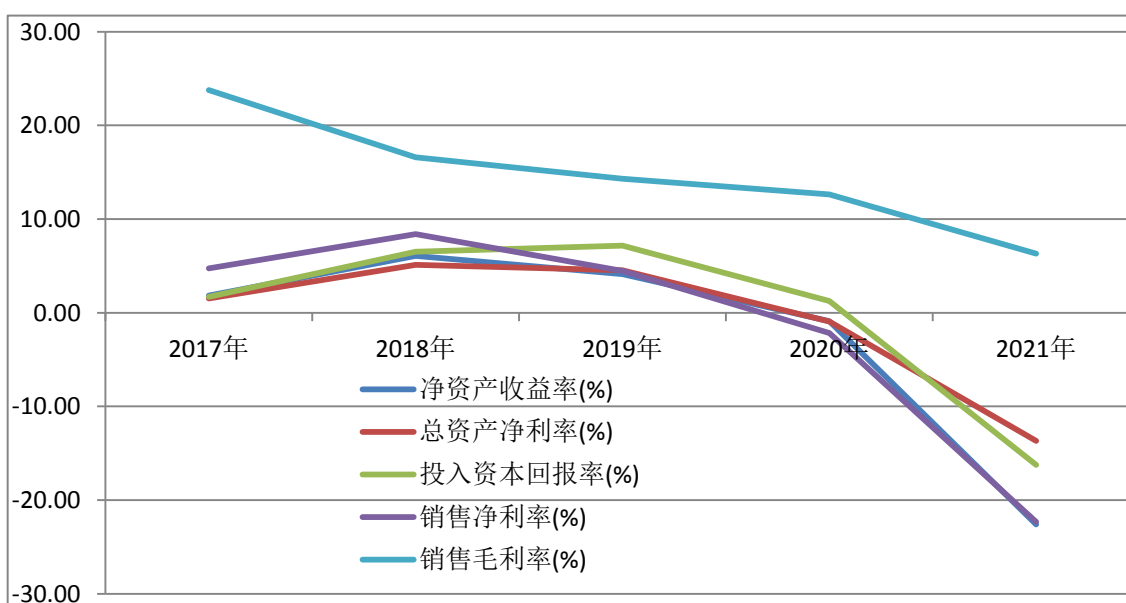


图4.1 雪松发展公司盈利能力变动折线图

数据来源：根据东方财富Choice数据整理

4.2.2 公司偿债能力分析

2022年4月，控股股东雪松文化旅游投资有限公司和其一致行动人广州君凯投资有限公司所持有的雪松发展公司的股份因债务纠纷问题全部被司法冻结，而且这些股份都处于质押状态，控股股东面临巨大的平仓风险和控制权转移风险，同时也说明了控股股东处于流动性危机之中。在2017年7月雪松发展公司被新任控股股东收购之后，控股股东不久后就在2018年4月进行了高比例股权质押，公司的短期偿债能力指标流动比率和速动比率都大幅下降，但由于大量打包出售原来的服装业务，发展文旅业务，公司的流动比率和速度比率有在2018年—2020年这三年中稳步提升，但依旧一直低于标准值2.0。在2020年中期再次转型供应链业务后，由于其高昂的成本投入，公司的货币资金大幅下滑，导致短期偿债能力指标流动比率和速度比率转向下滑。公司的长期偿债能力指标产权比率也从2020年开始逐年上升，说明长期偿债能力也处于连年下滑状态。

表4.4 雪松发展公司偿债能力指标表

指标/报告日期	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年一季度
流动比率	5.11	0.95	1.32	1.53	0.98	0.81
速动比率	4.74	0.71	1.06	1.47	0.95	0.75
产权比率	0.15	0.48	0.58	0.51	0.83	0.93

数据来源：东方财富Choice数据

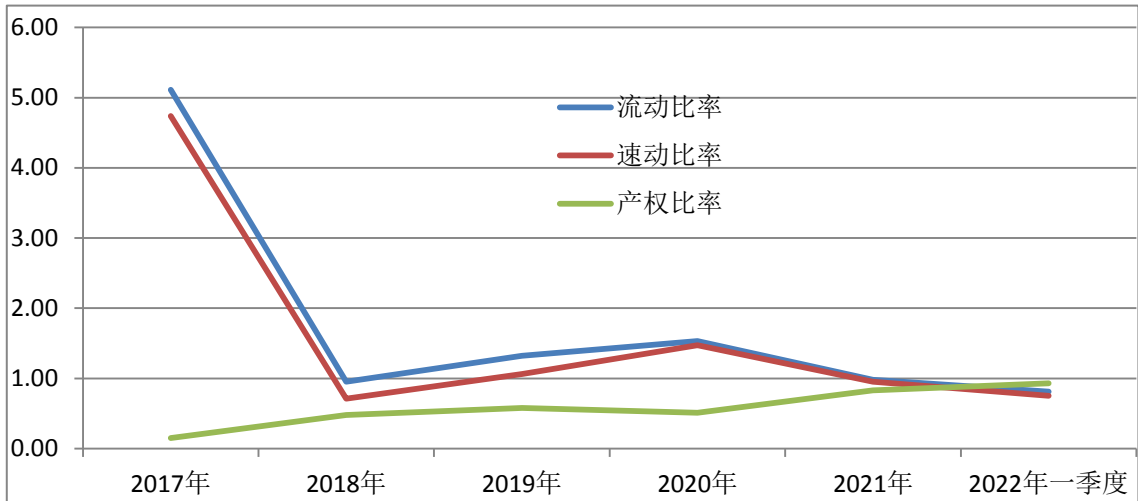


图4.2 雪松发展公司偿债能力变动折线图

数据来源：根据东方财富Choice数据整理

4.2.3 公司发展能力分析

在2017年—2019年，雪松发展公司在进行大规模并购旅游业务后，公司的营业总收入也有了持续的快速上涨，但在2020年开始转型供应链业务后，又出现了大幅的下滑。虽然营业总收入总体表现比较良好，但衡量公司发展能力的主要指标净资产增长率和扣非净利润却并不理想。控股股东在2018年4月开始高比例股权质押后，净资产增长率，扣非净利润，扣非净利润增长率就开始持续下滑，尤其在2020年转向供应链业务后下降的趋势更为剧烈，雪松发展公司未来的发展前景也不容乐观。

表4.5 雪松发展公司发展能力指标表

指标/报告日期	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业总收入(元)	7.748亿	17.20亿	35.85亿	15.26亿	20.16亿
净资产增长率(%)	1.85	2.71	1.99	-0.58	-20.3
扣非净利润(万元)	-2575	5011	3882	-8491	-3902
扣非净利润同比增长率(%)	49.73	294.62	-22.53	-318.75	54.05
扣非净利润环比增长率(%)	13.4	379.07	-47.69	-74.81	-181.1

数据来源：东方财富Choice数据

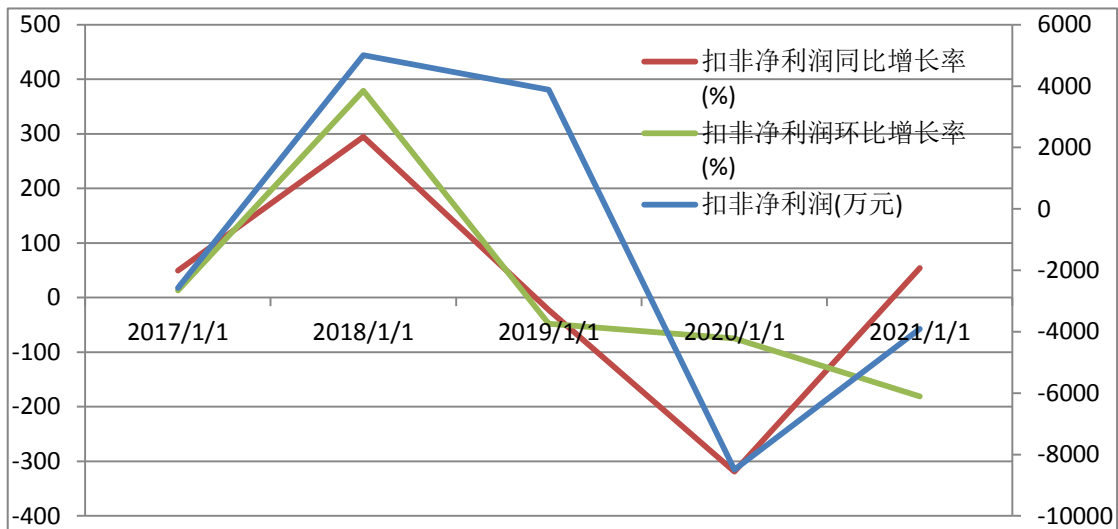


图4.3 雪松发展公司发展能力变动折线图

数据来源：根据东方财富Choice数据整理

4.2.4 基于Z-score模型的财务风险综合分析

雪松发展公司在2018年和2020年两次进行了主营业务经营转型，期间也并购了多家公司，势必要耗用大量资金。其所用的资金也主要来源于控股股东股权质押所融得，但是两次业务转型并没有取得理想的回报，通过前文各项财务指标分析出公司业绩面临下滑状态。本节通过学术界普遍使用的Z-score模型对雪松发展公司的财务风险进行进一步综合分析，Z-score模型又称Z值模型，在1968年由纽约大学斯特恩商学院教授Edward Altman提出，分为上市公司和非上市公司两种模型，由于它能够比较准确并全面的反映企业的财务风险，一直以来被世界各国普遍运用。针对上市公司的Z值模型如下：

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

$$X_1 = \text{期末营运资产} / \text{期末总资产} = (\text{流动资产} - \text{流动负债}) / \text{期末总资产}$$

X1反映了公司营运资产的占比和短期变现能力，并可衡量短期偿债能力。

陷入财务困境的企业应该优化营运资产的构成，通过尽快处理滞留的存货，加快存货的周转速度，并提高应收账款的质量和回收速度。该指标越低会使公司财务风险越高。

$$X_2 = \text{期末留存收益} / \text{期末总资产} = (\text{盈余公积} + \text{未分配利润}) / \text{期末总资产}$$

这一指标衡量企业积累的利润，可被企业用作内源性融资，该指标越高发

生财务风险的可能性越小。

$$X3 = \text{息税前收益} / \text{期末总资产} = (\text{利润总额} + \text{财务费用}) / \text{期末总资产}$$

这一指标衡量企业在不考虑税收和融资影响，其资产的生产能力的情况，是衡量企业利用债权人和所有者权益总额取得盈利的指标。该比率越高，表明企业的资产利用效果越好，经营管理水平越高。一般来讲，息税前利润越大的企业承受财务风险的能力越大。

$$X4 = \text{期末总市值} / \text{期末总负债} = (\text{个股年末收盘价} * \text{股票总数}) / \text{期末总负债}$$

X4衡量企业的市值能覆盖公司总债务程度，反映企业基本财务结构是否稳定。该指标越高说明是低风险低报酬的财务结构。

$$X5 = \text{本年主营业务收入总收入} / \text{期末总资产}$$

这一指标反映公司销售收入能力，表明企业资产利用的效果。指标越高，表明资产的利用率越高，说明企业在增加收入方面有良好的效果，同时也反映了总资产周转率。

一般认为，当Z值小于1.81是，公司处于“破产区”，存在极大的财务风险；当Z值介于1.81和2.99时，公司处于财务风险“灰色区”，面临着较大的违约风险和财务失败的可能性；当Z值大于2.99时，公司财务状况较为安全。

表4.6 雪松发展公司Z值指标明细表

指标/日期	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
X1	0.52	-0.0118	0.0731	0.1244	-0.0086
X2	0.1853	0.1876	0.1877	0.1668	0.0374
X3	0.0219	0.0561	0.0679	0.0103	-0.1353
X4	26.9587	3.9089	2.8123	2.502	1.7539
X5	0.3333	0.5179	0.9556	0.4522	0.6295
Z值	17.46	3.3	3.22	2.37	1.28

数据来源：根据雪松发展公司年报及国泰安数据库数据计算整理

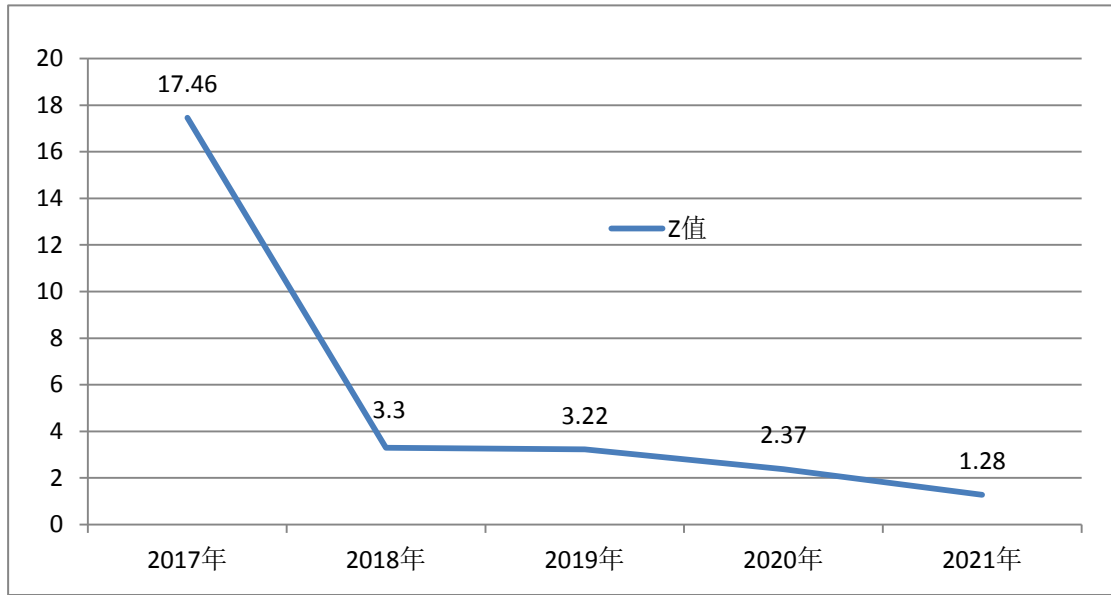


图4.4 雪松发展公司Z值变动折线图

数据来源：根据雪松发展公司年报及国泰安数据库数据计算整理

雪松发展公司的Z值明细如上表4.6所示，X1, X2, X3, X4, X5中的各项数据通过雪松发展公司2017-2021年的公司年报计算所得，其中雪松发展公司的每年末总市值通过国泰安数据库获得。通过图4.4可以看出，公司的Z值在2017年-2018年发生了急剧下降，这一期间正好是公司被新任控股股东收购，进行高比例股权质押，并且大规模收购旅游业公司的时期，说明高比例股权质押带来了公司的财务风险急剧上升。在2020年度之前，雪松发展公司Z值一直高于2.99，说明财务风险还相对较小，但公司在转型供应链业务后，由于其高额的成本和极低的毛利润收入，使得雪松发展公司的财务风险也逐步严峻，公司Z值也在2020年和2021年从“灰色区”步入了“破产区”，说明雪松发展财务状况已经恶化到比较严重的地步，公司面临极大的财务违约风险。

4.3 基于托宾Q值对高比例股权质押前后公司价值的综合分析

托宾Q值理论由美国经济学家詹姆斯托宾于1969年提出，计算公式为 $Q值 = \frac{企业市值}{企业的重置成本}$ 。该比率反映的是一个企业两种不同价值估计的比值。分子上的企业市值即金融市场上所说的公司值多少钱，分母中的价值是企业的“基本价值”，即重置成本。公司的金融市场价值包括公司股票的市值和债务资本的市场价值。重置成本是指今天要用多少资金才能买下所有上市公司的资

产，也就是指重新创建该公司需要花费多少成本。

本文从国泰安数据库中选取了雪松发展股份有限公司从2017年6月-2022年3月每季度末的托宾Q值，其中缺少2018年9月末的托宾Q值数据，因为雪松发展公司在此期间处于股票停牌状态，公司市值不能计算。四种托宾Q值的具体计算公式如下所示：

市场价值A = 股权市值+净债务市值，其中：非流通股市值用净资产代替；

市场价值B = 股权市值+净债务市值，其中：非流通股市值用流通股股价代替计算。

托宾Q值A = 市场价值A/资产总计；当分母未公布或为零或小于零时，以NULL表示；

托宾Q值B = 市场价值A/（资产总计—无形资产净额—商誉净额）；当分母未公布或为零或小于零时，以NULL表示；

托宾Q值C = 市场价值B/资产总计；当分母未公布或为零或小于零时，以NULL表示；

托宾Q值D = 市场价值B/（资产总计—无形资产净额—商誉净额）；当分母未公布或为零或小于零时，以NULL表示。

表4.7 雪松发展公司Q值统计表

截止日期	托宾 Q 值 A	托宾 Q 值 B	托宾 Q 值 C	托宾 Q 值 D
2017-06-30	3.813298	3.966269	3.813361	3.966335
2017-09-30	3.669035	3.814963	3.669095	3.815026
2017-12-31	3.750413	3.765396	3.750456	3.765439
2018-03-31	3.462442	3.993131	3.46248	3.993175
2018-06-30	5.133002	6.112818	5.133031	6.112852
2018-12-31	1.583089	1.918982	1.583089	1.918982
2019-03-31	1.608321	1.92793	1.608321	1.92793
2019-06-30	1.38191	1.634951	1.38191	1.634951
2019-09-30	1.336548	1.600314	1.336548	1.600314
2019-12-31	1.386865	1.666569	1.386887	1.666595
2020-03-31	1.124495	1.350315	1.124502	1.350323
2020-06-30	1.083488	1.292649	1.083493	1.292654
2020-09-30	1.132905	1.333865	1.132913	1.333874
2020-12-31	1.150969	1.271458	1.150977	1.271468
2021-03-31	1.088582	1.19355	1.088587	1.193556
2021-06-30	1.037262	1.135229	1.037262	1.135229
2021-09-30	1.145014	1.256249	1.145014	1.256249
2021-12-31	1.245577	1.377981	1.245577	1.377981
2022-03-31	1.123614	1.236055	1.123614	1.236055

数据来源：国泰安数据库

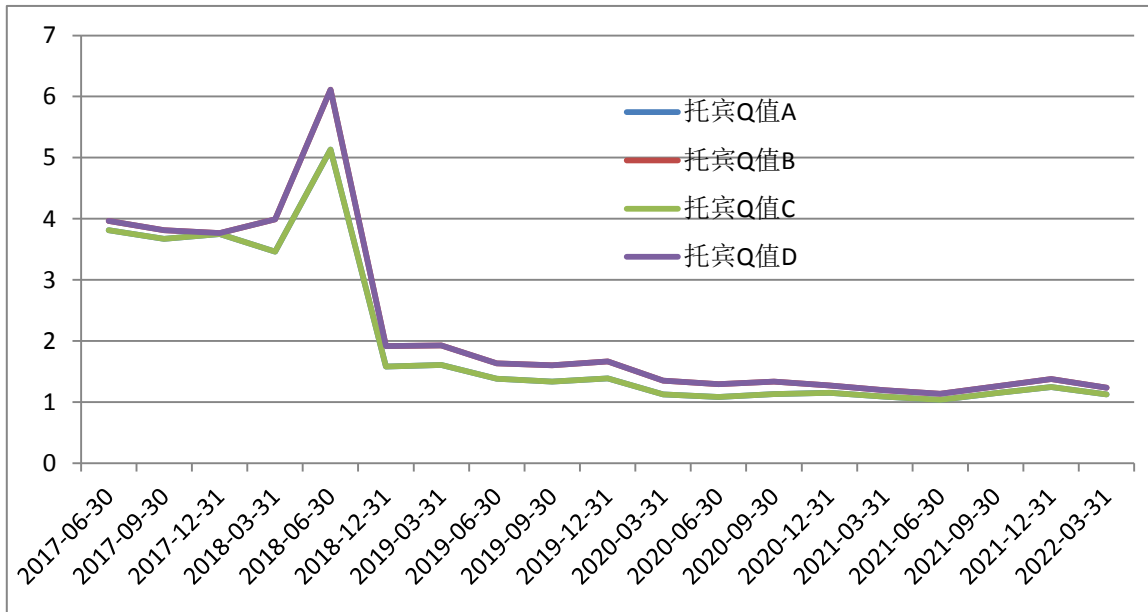


图4.5 雪松发展公司Q值变动折线图

数据来源：根据国泰安数据库数据绘制

从上表4.7和图4.5可以看出：由于雪松发展公司自2017年以来基本不存在非流通股，上述公式中市值A和市值B的数值几乎一致，所以国泰安数据库中托宾Q值A和C，B和D的数值也非常接近，以至于图4.5中折线A和C，折线B和D也几乎重合在了一起。雪松发展公司的托宾Q值在2018年3月末至2018年6月末有显著的提升，从3.46提升到了5.13，这一阶段Q值的上升主要是因为雪松发展公司被控股股东广州雪松文旅并购后积极进行投资转型文旅业，市场投资者对公司未来业绩比较看好。但是从2018年6月末至2018年底雪松发展公司Q值出现了剧烈的下降，Q值下降了三倍多，此后雪松发展公司的托宾Q值一直在低点徘徊。这一时间节点也是在雪松发展公司控股股东广州雪松文旅公司和其一一致行动人广州君凯投资有限公司接近全额质押自己所持有的股权之后，由于控股股东在高比例股权质押之后，质押的股权就马上达到了平仓线，之后数次的补仓也使得控股股东再无股可押，而且依旧不能改变质押股权处在平仓线的现状，导致了市场投资者的悲观预期，Q值从2018年底至2022年3月底持续在低点1附近也说明了高比例的股权质押使雪松发展的公司价值受到了重创，雪松发展公司控股股东高比例股权质押的风险也暴露了出来。

4.4 基于EVA模型分析高比例股权质押对公司价值的影响

经济增加值（EVA）模型最早由美国斯腾思特公司在上个世纪80年代创建，这一指标是对公司价值的综合考量，认为公司业绩的表现是基于股本投资和债权投资价值多的增值，是与股东价值密切相关的业绩衡量标准，有助于公司抑制过度投资，盲目扩展的冲动，引导公司关注价值创造和可持续发展。EVA模型更重视公司现金流的价值，以现金流为导向来反应公司的真实价值。例如对非现金费用的调整，对预计负债、坏账准备以及税收支出等的调整就是基于此，因此它更为贴近企业真实的价值，而非基于会计准则被扭曲的价值。上世纪90年代后期EVA指标逐渐被引入中国市场，之后得到快速推广，目前在绩效考评与公司全面价值评估方面都得到了广泛的应用。自2010年开始，国务院国有资产管理委员会对国内近两万家国企及其下属企业进行EVA考核，并将考核结果与企业负责人薪酬及任免挂钩。

本文从国泰安数据库选取了两种计算经济增加值（EVA）的口径，对目标公司雪松发展公司的EVA指标进行衡量，试图分析控股股东高比例股权质押对公司价值的影响。具体的计算方法如下所述：

经济增加值(EVA)=税后净营业利润(NOPAT)-资本总额*加权平均资本成本(WACC)。

在计算口径一中：税后净营业利润(NOPAT)=净利润+(利息支出+研究开发费用调整项-营业外收入)*(1-企业所得税税率)，企业通过变卖主业优质资产等取得的非经常性收益在税后净营业利润中全额扣除。企业所得税税率为25%。

资本总额=平均所有者权益+平均负债合计-平均无息流动负债-平均在建工程，其中平均无息流动负债=应收票据+应交税费+应付账款+预收账款+应付职工薪酬+应付利息+应付股利+其他应付款+其他流动负债。

在计算口径二中：税后净营业利润(NOPAT)=营业利润-所得税费用+[利息支出(非金融机构)+资产减值损失+开发支出]*(1-企业所得税税率)+递延所得税负债增加额-递延所得税资产增加额。

资本总额=所有者权益合计+资产减值准备-在建工程减值准备-在建工程净额+递延所得税负债-递延所得税资产+短期借款+交易性金融负债+一年内到期非

流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款。

加权平均资本成本 (WACC) = 债券资本成本 * (1 - 企业所得税税率) * (债务资本 / 总资本) + 股权资本成本 * (股权资本 / 总资本)。其中股权资本成本 = 无风险利率 + 风险因子 * 市场风险溢价，债券资本成本使用一年期银行贷款利率。无风险收益率使用银行一年期存款利率，风险因子使用沪深市场股票250个交易日流通市值加权的Beta值，考虑到中国股票市场波动率过大的特点，计算时市场风险溢价使用4%。

表4.8 雪松发展公司EVA值统计表

截止日期	EVA (口径一) 单位: 元	EVA (口径二) 单位: 元
2014-12-31	-161652949.6	-164640674.5
2015-12-31	-162199552.3	-129241993.9
2016-12-31	-162653959.3	-188856900.1
2017-12-31	-79456496.95	-15780492.29
2018-12-31	-54882656.71	81969795.38
2019-12-31	-22828216.42	-26041740.66
2020-12-31	-145652201.2	-101860970.7
2021-12-31	-592421951.1	-524688513.3

数据来源: 国泰安数据库

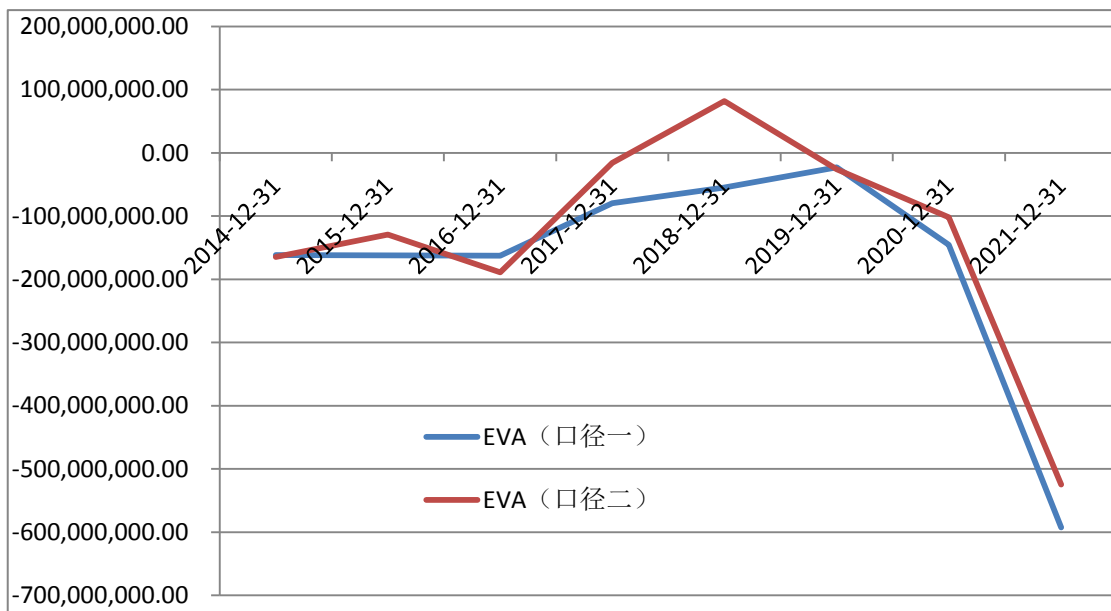


图4.6 雪松发展公司EVA值变动折线图

数据来源: 根据国泰安数据库数据绘制

通过上表4.8和图4.6可以分析得到：虽然雪松发展公司的EVA值在2014年—2021年大部分时间都为负数，但是在2017年雪松发展被新任控股股东广东雪松文旅收购前都比较平稳，2017年7月雪松发展被收购完成后，新任控股股东对雪松发展公司的主营业务进行了全面整改，大力投资旅游产业，各项盈利指标都有了短暂的提升，市场也对公司未来业绩看好，所以雪松发展公司的EVA值也在2017年—2019年有了明显提升。但是由于2020年初新冠疫情的影响，旅游行业受到重创，公司再次将主业转向供应链业务。由于供应链业务的高成本和低利润，再加上控股股东已经将所有股份质押给金融机构，公司陷入融资困境，经营也开始恶性循环，最终导致质押股份也被法院全部冻结，雪松发展公司的EVA值也急速下降。这一结果与之前的财务价值分析和Q值分析结果相一致，进一步的论证了控股股东高比例股权质押对公司价值的不良影响。

5 研究结论与案例启示

5.1 主要研究结论

5.1.1 控股股东高比例股权质押的目的

根据雪松发展股份有限公司的股权结构穿透图，雪松发展的控股股东为广州雪松文化旅游投资有限公司和其一致行动人广州君凯投资有限公司。公司的实际控制人为张劲，张劲旗下的雪松实业控股集团经营范围广泛，涵盖供应链，文化旅游，房地产，金融，大宗商品等众多领域。张劲收购雪松发展不久之后就质押了自己持有的绝大多数股票，其高比例股权质押的根本目的是为了提前套现，将获取的资金用于集团公司多元化的投资扩张，以及为关联企业进行担保。雪松发展公司原有的主营业务服装生产销售被先后替换为了文化旅游和供应链业务，也是为了配合集团公司的扩张需要，雪松发展这一上市公司其实被用作了借壳融资的工具。

5.1.2 控股股东高比例股权质押使公司遭受退市风险

雪松发展股份有限公司被控股股东高比例股权质押之后，其股价也在一年之内遭受了断崖式的下降，被质押的股权也很快达到了平仓线。虽然控股股东广州雪松文旅公司和广州君凯投资公司进行了多次补仓，但由于之前所剩无几的股份，也无法改变质押股份仍旧处于平仓线的状态，控股股东雪松实业集团公司的信用评级也被联合资信评级公司由AA+连续下调为BB级。2022年4月2日，雪松实业集团旗下的控股股东雪松文化旅游投资有限公司和广州君凯投资有限公司合计持有雪松发展的70.3%股权中，被司法冻结的股份占到了98.72%，其中雪松文旅公司所持有的雪松发展股权已被100%冻结，公司的股价崩盘风险和控制权转移风险已经愈演愈烈。2022年4月30日，由于雪松发展股份有限公司2021年度归属于公司股东的净利润为负值且营业收入低于1亿元，其股票交易被实施退市风险警示，公司股票简称由“雪松发展”变更为“*ST雪发”，雪松发展退市的风险也愈发突出。

5.1.3 控股股东高比例股权质押造成公司财务状况恶化

控股股东将雪松发展原有的服装产业先后两次进行改变，扩张的产业为控股股东原有的文化旅游业和供应链业务。由于盲目扩张和多次投资并购，雪松发展的资金链也十分吃紧，公司的盈利能力指标，偿债能力指标，发展能力指标都在不断恶化。通过对公司财务价值进行Z值评价综合分析，也得出了相同的结论，公司财务价值的急剧下降也是在控股股东高比例股权质押时间节点不久后。控股股东通过高比例股权质押将融得的资金大量投资扩张，多元化经营使得雪松发展公司的财务价值遭到了重大不利影响，公司也面临严重的财务违约风险。

5.1.4 控股股东高比例股权质押致使公司价值下降

根据之前的文献梳理和理论分析，控股股东高比例的股权质押会导致公司的股价崩盘风险和控制权转移风险，控股股东在高比例质押后往往有更强烈的动机利用控制权采取一系列违规操作作为自身谋取私利，所造成的经济后果对公司的价值也会产生长期的影响。本文结合具体的雪松发展公司的案例，发现控股股东在高比例股权质押后对公司采取了一系列违法违规操纵，损害了公司的声誉，使市场投资者丧失了信任。同时利用Q值理论和经济增加值（EVA）模型进行分析，表明控股股东高比例的股权质押会对公司的产生严重的不利影响，损害公司的长期价值。

5.2 案例启示

股权质押虽然只出于控股股东个人行为，但这种行为却能够向市场传递出公司潜在的融资约束情况等多重信息，对公司价值的影响是较为复杂且手段多样的。不同程度的股权质押对企业的影响也不相同，低比例的股权质押可能是控股股东为了缓解企业短期资金周转困难，利用这种便捷的融资方式支持上市公司的良药。但是高比例的股权质押会导致控股股东控股权和现金流权高度分离，随着两权分离程度的加大，也会极大地降低其掏空公司的成本，助长控股股东道德风险危害中小股东利益，利用控制权谋取自身利益的动机。例如雪松发展公司控股股东，在高比例质押后通过关联交易、担保、过度投资并购、多元化扩张进行资产转移，操纵公司信息披露，发布虚假回购信息等方式损害公司长期价值。同时，市值管理也会被控股股东用作短期稳定股价，避免控制权

转移风险的手段，但这些手段都只是公司短期经营顺利的行为信号，而不是公司长期发展前景良好的价值信号。

5.2.1 对质权人和投资者的启示

本文第三章通过对股权质押市场的概述，了解到目前证券公司和商业银行为主要的股权质押人，尤其是证券公司承载了股权质押市场近三分之二的份额。虽然2018年股权质押新规公布后市场质押总量下降了很多，但仍有很多上市公司的股权质押率依旧高企不下，存在一系列潜在风险，例如本文所分析的雪松发展公司。质权人和投资者尤其应对这些高比例股权质押的公司提高警惕。

对于接受上市公司质押股权的金融机构来说，首先建立全面并且完善的尽职调查制度是第一道防线。金融机构应组建专业的团队谨慎选择质押标的，对申请质押的上市公司施行现场尽调，此举的主要目的是尽量消除信息不对称，初步了解上市公司。调查的重点主要包括质押公司所处的行业以及国家对其行业的相关政策，进行行业分析。对公司的资信状况进行正面和侧面的调查，包括公司之前是否存在违约记录，司法纠纷。并结合现场查看生产经营情况，连同财务报表进行财务分析，一般来说高比例的股权质押会使公司的财务风险增加。询问公司是否具有完善的治理结构，包括对经理人和高管层的股权激励方面的措施。同时也要了解上市公司的关联企业，特别是质押融得资金是否会被用于关联企业，对股权质押具体的融资用途以及这些资金所投项目的合规性和合法性进行核查，因为关联企业往往是控股股东对质押公司进行掏空转移资产的主要途径。第二步：接受质押申请的金融机构应对标的公司进行全面风险分析，进行风险评估，并了解上市公司同时是否还在其他金融机构有股权质押融资，确保给与上市公司的股权质押额度总和不超过监管所要求的最高限制。同时为其设置合理的预警线和平仓线，确报公司万一遇到股价崩盘风险质权人自身不会受到过多损失。第三步：在融资给质押企业后，金融机构也应实时跟进公司最新信息，并且定时和不定时去公司进行贷后回访，监督公司资金运用行为是否按照约定执行。

作为证券市场的投资者来说，由于股权质押近10年以来已经成为上市公司融资的常态手段，投资者应对标的公司的股权质押信息投入足够的重视。首先应该关注公司近几年的公告，因为股权质押的基本信息都会被监管部门作为强

制披露的内容进行披露。对于股权高比例质押的上市公司来说，尤其应予以高度重视，特别关注各笔质押中是否存在股价突破预警线的情况，若累计质押率较高，可以进一步关注公司是否存在连续质押行为，以监控和防范公司股权质押风险，更好地维护切身利益。目前虽然上市公司股权质押所融资金的详细用途一般不会在质押公告中呈现，但投资者可以结合近期的财务报表和相近日期的其他公告分析得出。另外，投资者应该对公司的资本运作公告和审计报告进行持续关注，从公司的资本运作可以分析公司经营是否存在异常行为，例如过度投资并购，削减研发投入，恶意停牌，虚假增持或回购信息。再结合审计师的意见进一步分析，一般高比例股权质押的公司风险更高，会被审计师收取更高的费用，而且更容易出具非标准审计意见。

5.2.2 对股权质押公司和控股股东的启示

目前国内的公司大多都以股权结构高度集中为主，这一客观背景未来很长时间难以改变。控股股东依靠自身绝对优势的股权掌握了公司的最终决策权，高比例的股权质押行为会激发控股股东的道德风险，可能会通过为第三方关联公司担保，掏空公司资产、过度投资并购等方式侵占公司利益，中小股东处于非常不利的地位。

为维护众多中小股东和投资者的权益，本文首先建议质押公司应该从公司治理入手，加强公司内部控制，完善公司章程相关制度，对控股股东的股权质押行为进行严格把关。公司应该设立完善的独立董事、监事、审计委员会和风险控制部门等治理结构，对控股股东的权力进行多方位牵制。为避免公司控股股东一家独大的局面，还可以鼓励多个中小股东加强互相沟通和联系，成立联合同盟并选举代表积极参与股东大会，通过“用脚投票”退出的方式对控股股东的私利行为进行制约。其次，公司还应该通过引入一些机构投资者来使公司的投资主体多元化。机构投资者不仅通过自身持有的股份参与公司决策，还可以利用自身的专业能力为公司投融资活动进行指导，起到增值服务价值。另一方面，高管也是施行公司最终决策的重要一关，控股股东也会通过和高层管理者串通来实施为自己谋私利的活动，损害公司价值。因此，对高管设立完善的股权激励计划也是公司治理的重要环节，可以将公司的利益和高管的切身利益牢牢绑定起来，约束高管因为控股股东短视的原因为其实施损害公司利益的行

为。

对于已经实施股权质押的控股股东来说，采取一些不会对公司价值造成负面影响的合理手段来稳定公司股价，避免控制权转移风险十分重要。投资者关系管理是一种非常正向的市值管理方式，股权质押公司的实际控制人可以通过座谈会等方式经常和投资人保持沟通，向投资者说明一些公司最近的发展状况，对于稳定投资者情绪，缓解信息不对称问题可以起到良好的作用。适时的股票增持和股票回购行为也可以彰显控股股东对公司的信心，向市场传递良好信号，对稳定股价和缓解控制权转移风险起到关键作用。而且增持和回购这两种方式比较灵活，控股股东可以根据具体情况择机使用，也相对较为容易操控。但是虚假的增持和回购信息未来一定会使投资者丧失信任，对公司声誉也会造成长期难以磨灭的影响，加倍损害公司价值。

5.2.3 对市场监管部门的启示

我国的股权质押市场经历了从2008年开始的稳步增长，到2013年在金融监管宽松背景下，伴随着沪深交易所联合中国证券登记结算公司发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》后的野蛮生长，几乎所有上市公司无股不押，高比例股权质押的公司也层出不穷，所暴露的各种各样的风险也越来越频繁。随着2018年《股权质押新规》的颁布，以及相关监管部门的重视，近几年来股权质押市场的风险才逐渐缓解。但是依然有很多上市公司处于远远超过监管要求的质押比例红线，所以监管部门不仅应该对股权质押的增量进行监管，对于高比例质押的存量也应尽快想方设法的解决，以避免这些高风险的企业对市场造成恶性的影响。

本文通过总结相关股权质押的文献，结合案例分析的结论，认为相关监管部门可以借鉴在股权质押监管方面已有较为成熟经验的我国台湾的做法，对上市公司控股股东超过一定质押率的表决权进行限制。因为根据之前大多数学者的理论研究，较低比例的股权质押并不会使控股股东控制权和现金流权过多分离，可能是控股股东为了公司发展的良性融资手段。但是高比例的股权质押行为很可能引起控股股东的道德风险和私利动机，损害公司长期价值。对于目前已经超过监管要求的质押红线的上市公司，监管部门应该制定完善相关管理制度，对于已经超过质押限制比例的股权的投票权进行限制，控股股东只能利用

在监管合理范围内拥有的股权进行投票表决。这种做法可以大大约束控股股东因为两权分离导致的侵占效应，也有利于中小股东和机构投资者制约高比例股权质押控股股东的私利行为，更好的维护自己的利益，作出更有利于公司价值长期增长的决策。

另一方面，本文通过雪松发展公司的案例研究发现，目前导致股权质押产生众多风险的原因在于股权质押的信息披露过于简略，并且对于股权质押公告的格式，内容要求并未统一，股权质押市场存在严重的信息不对称。这就使质押股东能够更容易的蒙蔽市场投资者，也更容易通过一些手段进行市值管理，谋取私利，甚至利用自身的控制权侵占公司资产，损害公司价值。所以本文建议监管部门可以继续完善相关制度，对上市公司控股股东股权质押的具体信息进行详细披露，披露的内容不仅应该包括提供质押的金融机构、质押起止日、金额、累计质押比率等基本信息，还必须包括目前缺乏的质押融得资金的具体用途，以及项目运作的具体进展和担保对象。因为这些信息才是使投资者作出投资决策的至关重要信息。对于目前已经处于高比例股权质押的公司来说，监管机构应该要求相关公司进一步详细披露其他方面的信息，使投资人能够尽早了解风险，及时退出止损，避免直到公司爆仓而导致更大的损失。

参考文献

- [1]陈红,黄晓玮,许超.终极控制权与大股东掏空关联度研究[J].华中师范大学学报(人文社会科学版),2014,53(02):53-62.
- [2]陈晓芳,王志毅.股权质押质权人的风险分析与防范对策[J].武汉理工大学学报(社会科学版),2015,28(04):601-604+626.
- [3]储溢泉,倪建文.控股股东股权质押提高了上市公司信用风险吗?[J].证券市场导报,2020(11):40-48.
- [4]杜勇,眭鑫.控股股东股权质押与实体企业金融化——基于“掏空”与控制权转移的视角[J].会计研究,2021(02):102-119.
- [5]胡聪慧,朱菲菲,邱卉敏.股权质押、风险管理与大股东增持[J].金融研究,2020(09):190-206.
- [6]高伟生.股票质押式回购业务运行现状、集中度风险及对策——基于供给侧改革视角的分析[J].证券市场导报,2016(09):51-57.
- [7]郭思永,杨鲁.股权质押会降低证券市场质量吗?[J].中南财经政法大学学报,2020(02):122-132.
- [8]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.
- [9]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].管理科学学报,2018,21(12):18-36+94.
- [10]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].中国工业经济,2020(02):174-198.DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2020.02.010.
- [11]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.
- [12]何威风,李思昊,周子露.控股股东股权质押与股份回购[J].中国软科学,2021(07):106-119.
- [13]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(02):128-146.
- [14]柯艳蓉,吴晓晖,李玉敏.控股股东股权质押、股权结构与股票流动性[J].国际金融研究,2020(07):87-96.

- [15]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.
- [16]李永伟. 控股股东股权质押动因及经济后果研究[D].复旦大学,2007.
- [17] 李旒,郑国坚.市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J].会计研究,2015(05):42-49+94.
- [18]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.DOI:10.19343/j.cnki.11-1302/c.2017.12.007.
- [19]李常青,幸伟,李茂良.控股股东股权质押与现金持有水平:“掏空”还是“规避控制权转移风险”[J].财贸经济,2018,39(04):82-98.DOI:10.19795/j.cnki.cn11-1166/f.2018.04.007.
- [20]李常青,曾敏,陈泽艺.大股东会支持上市公司吗?——基于大股东股权质押的视角[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2021(04):71-84.
- [21]李常青,幸伟.控股股东股权质押影响高管薪酬——业绩敏感性吗?[J].经济管理,2018,40(05):157-174.DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2018.05.010.
- [22]廖珂,崔宸瑜,谢德仁.控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J].金融研究,2018(04):172-189.
- [23]廖珂,谢德仁,张新一.控股股东股权质押与上市公司并购——基于市值管理的视角[J].会计研究,2020(10):97-111.
- [24]罗进辉,向元高,金思静.大股东股权质押与股票停牌操纵——基于“千股停牌”事件的研究[J].财经研究,2020,46(07):122-137.
- [25]陆蓉,兰袁.大股东股权质押与上市公司资本运作[J].金融研究,2021(04):169-186.
- [26]吕晓亮.控股股东股权质押与公司违规[J].山西财经大学学报,2017,39(11):84-96.
- [27]马连福,张晓庆.控股股东股权质押与投资者关系管理[J].中国工业经济,2020(11):156-173.DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2020.11.009.
- [28]马宏,刘心怡.公司信息披露选择与市值管理行为——基于中小板公司股权质押的经验证据[J].证券市场导报,2020(12):58-65
- [29]钱爱民,张晨宇.股权质押与信息披露策略[J].会计研究,2018(12):34-40.
- [30]孙建飞.公司治理、股权质押与停牌操纵——来自自然实验的证据[J].金融经

济学研究,2017,32(02):92-105.

[31]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].经济研究,2018,53(01):138-152.

[32]王斌,蔡安辉,冯洋.大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J].系统工程理论与实践,2013,33(07):1762-1773.

[33]王超恩,张瑞君.内部控制、大股东掏空与股价崩盘风险[J].山西财经大学学报,2015,37(10):79-90.

[34]王新红,李拴拴.控股股东股权质押对企业投资水平的影响——基于股权结构的调节效应分析[J].投资研究,2020,39(01):4-18.

[35]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(05):128-140+188.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2016.05.011.

[36]谢德仁.市场化方式化解股票质押风险[N].中国证券报,2018-11-24(A08).

[37]谢德仁,廖珂.控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J].会计研究,2018(08):21-27.

[38]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.DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2017.07.007.

[39]徐龙炳,汪斌.股权质押下的控股股东增持:“价值信号”还是“行为信号”?[J].金融研究,2021(01):188-206.

[40]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(06):74-86.

[41]肖忠意,冉春莉.大股东股权质押与上市公司权益风险的中介效应研究[J].西南政法大学学报,2020,22(06):137-153.

[42]应尚军,潘晨,王红娟.上市公司股票质押融资风险与政策建议[J].上海金融,2019(09):39-43.

[43]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].经济研究,2010,45(08):103-114.

[44]张庆君,黄玲,申思.控股股东股权质押对企业违约风险具有缓释效应吗?——来自我国违规上市公司的证据[J].审计与经济研究,2021,36(03):77-87.

[45]张俊瑞,余思佳,程子健.大股东股权质押会影响审计师决策吗?——基于审计

- 费用与审计意见的证据[J].审计研究,2017(03):65-73.
- [46]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(6):63-70.
- [47]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.
- [48]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].管理世界,2017(10):51-65.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2017.10.006.
- [49]朱新蓉,熊礼慧.股权质押、内部控制与非效率投资[J].中南财经政法大学学报,2020(03):97-106.DOI:10.19639/j.cnki.issn1003-5230.2020.0025.
- [50]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
- [51] Anderson R, Puleoa M (2015). Insider share pledging and firm risk[C]. South Western Finance Association 2015 Conference,2015:1-46.
- [52] Andrei Shleifer,Daniel Wolfenzon. Investor protection and equity markets [J]. Journal of Financial Economics,2002,66(1).
- [53] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1-2):81-112.
- [54] Dou Y, Masulis R, Zein J. (2015). Shareholder wealth consequence of insider pledging of company stock as collateral for personal loan[R].Working Paper, (20):162-174.
- [55] Jiang, Lee, Yue. (2010). Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. Journal of Financial Economics, 98(1).
- [56] La Porta R. Lopez-de-silanes F. Shleifer A. et al. Corporate ownership around the world [J].The Journal of Finance.1999, 54.
- [57] Ronald A, Michael P. (2015). Insider share-pledging and firm risk[R]. Working Paper, (23):245-274.
- [58] Valta P. (2008). Strategic default, debt structure, and stock returns. Social Science Electronic Publishing, 51(1), 197-229.
- [59] Wong T J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in east asia. Journal of Accounting & Economics, 33(3), 401-425.
- [60] Yeh Y H, Ko C E, Su Y H. (2003). Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders New Evidence from Taiwan[J]. 經濟論文, 31(3):263-299.

[61] Yeh Y H., & Lee T S. (2010). Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan. *Corporate Governance an International Review*, 12(3), 378-388.

[62] Yves Bozec, Claude Laurin. Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*,2008,35(1 - 2).

致谢

从收到研究生录取通知书到如今，感觉三年时光过的飞快。但如果从本科算起，自己已经在兰州财经大学度过了七年光景，总的时间又算很长了。相比于大学四年的学习生活，读研三年的日子可能没有那样的轻松，面对的困难也多了很多。好在自己遇到了在本科时期就十分敬仰的导师和一群优秀的同学，在他们的帮助和互相支持下，自己也成长了许多。

研究生期间所学的内容更加的深入，自己刚开始也觉得十分迷茫，无从下手，导师从一开始就细致全面的为我们讲解了如何从入门到深入研读文章的方法，并经常组织我们一起开研讨会互相交流沟通每一阶段的学习成果，督促我们尽快投入学术的研究。除了学术之外，导师也是一位兴趣广泛，热爱生活的人，经常鼓励我们积极培养自己的兴趣爱好，参与体育运动来锻炼身体。在读研三年期间我也多次受到导师的鼓励和批评，现在想起来十分感恩，这些话语确实在关键时期对我产生了及时的帮助和提醒。希望导师未来能够继续在自己热爱的羽毛球比赛中取得更好的成绩，继续培养出更多优秀的学生，桃李遍天下。同时我也十分感谢其他任课老师，在他们的讲授中我的知识面比以前广阔了很多，看待问题的角度和思维也比之前有了很大提升。

在读研三年期间，我也认识了很多优秀的同学，大家在一起的三年生活十分丰富多彩，也结下了深厚的友谊。在一起上课学习之外，我们也会经常在空余时间进行狼人杀游戏，通过这个游戏也使我的辩论能力和表达能力有了很大提升，使我从一个腼腆不善言辞的人改变了许多，对我在后面的求职面试中起到了很大的帮助。希望每位同学都能在未来前程似锦，飞黄腾达。

最后要十分感谢我的家人，在我二十年的求学生涯中付出了无数的心血，从衣食住行各方面都为我提供了最好的支持，也对我提供了无数次的鼓励和关心。自己的学生生涯现在也终于结束，在未来的工作生涯中我一定会奋发努力，回报家人对自己的付出。同时也希望我的家人能够平安健康，幸福美满。