

分类号 \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_

U D C \_\_\_\_\_

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 股权质押视角下的控股股东掏空问题研究——以新光圆成为例

研究生姓名: 刘昊月

指导教师姓名、职称: 王宁郎 副教授 田珺 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: 2023年6月19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： 刘昊月 签字日期： 2023.6.15

导师签名： 王平 签字日期： 2023.6.15

导师(校外)签名： 田瑞 签字日期： 2023.6.15

## 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： 刘昊月 签字日期： 2023.6.15

导师签名： 王平 签字日期： 2023.6.15

导师(校外)签名： 田瑞 签字日期： 2023.6.15

**A Study of Controlling Shareholders'  
Emptying from the Perspective of  
Shareholding Pledge - An Example of Xin  
Guang Yuan Cheng**

**Candidate :Liu Haoyue**

**Supervisor:Wang Ninglang Tian Jun**

## 摘 要

股权质押是一项有效的融资方式，它以企业股份当作质押物，能够有效地提高资本的使用效率，同时也能够让控制股东在不影响对企业的控制力的情形下，将“经济存量”转化为“经济能力”，从而获取更多的资本。由于股权质押的便利性和低成本，得到了众多中小企业的欢迎。因此，控股股东能够通过股权质押的方式来提前出售所持股份，以便为后续的资金流动提供便利。

通过对新光圆成公司的案例进行分析，文章从理论和现实两个角度对股权质押的作用机理进行了研究。研究发现，持续的股权质押将造成公司的“两权分离”，而股权质押又能使大公司提前套现，补偿公司的“掏空”成本。文章从三个方面对大公司“掏空”的途径进行了详细的剖析：一是大公司通过股权质押提前获利；其次，他们会将企业的资产转到国外，再加上一些违规担保等操作，最终，企业的抵押出现了问题。在这个案例中，公司内部控制失效，中介机构监管不力，以及社会各界对股权质押行为的忽略，都是造成大股东进行挖空的主要原因。经过对质押新规颁布前后对股权质押的监管标准进行比较，可以看出，法律法规体系的不完善是导致股权质押较高风险的重要原因所在。这种行为不仅给企业带来了极大的损失，也给中小投资者和质权人带来了极大的恶劣影响。

经过全文深入分析发现，股权质押对大股东掏空动机起到了正向激励的作用，而这也会导致更严重的经济后果，并且受害者人群范围更加宽泛。尽管如此，股权质押并不一定在短期内会对企业产生明确的负面作用。为了防止控股股东滥用权力来实施掏空行为，减少各方损失，本文结合上述原因，对公司内部和外部两个方面提出了有针对性的建议。

**关键词：**股权质押 掏空 控股股东 新光圆成

## Abstract

Equity pledge is an effective financing that uses the shares of a company as pledges to improve the efficiency of the use of capital and also allows controlling shareholders to convert "economic stock" into "economic capacity" without affecting the control of the company. It also allows controlling shareholders to convert "economic stock" into "economic capacity" without affecting the control of the company, thereby obtaining more capital. The convenience and low cost of equity pledges have been welcomed by many SMEs. As a result, controlling shareholders are able to sell their shares in advance through equity pledges in order to facilitate subsequent capital flows.

Through a case study of SKC, this paper explores the mechanism of the impact of share pledges on the emptying of major shareholders. The results show that constant share pledging by firms leads to the separation of two rights, while share pledging can also help large firms cash out early, thus covering the cost of shelling out. This paper provides an in-depth analysis of the paths through which large firms engage in shelling out: firstly, they will use share pledges to obtain early returns; secondly, they will transfer company assets through foreign investments, take up company funds and violate guarantees; and finally pledge defaults.

In this case, the failure of internal control of the company, the ineffective supervision of intermediaries and the negligence of the community on the share pledging behavior are the reasons for the major shareholders to engage in hollowing out. After comparing the regulatory standards for equity pledges before and after the promulgation of the new regulations on pledges, it is clear that the imperfection of the legal and regulatory system is an important reason for the higher risk of equity pledges. Such behavior has not only brought great losses to enterprises, but also brought great bad effects to small and medium-sized investors and pledgees.

An in-depth analysis throughout the paper reveals that equity pledges act as a positive incentive for large shareholders to empty their motives, which in turn leads to more serious economic consequences and a broader range of victims. Nevertheless, equity pledges do not necessarily have a clear negative effect on firms in the short term. In order to prevent controlling shareholders from abusing their power to commit short-selling and to reduce losses for all parties, this paper combines the above-mentioned reasons with targeted recommendations for both internal and external aspects of the company.

**Keywords: Equity Pledge; Tunneling behavior; Controlling Shareholders; Xin Guang Yuan Cheng**

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容及方法.....	2
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	4
1.3 国内外研究文献综述.....	5
1.3.1 股权质押的动机.....	5
1.3.2 股权质押的经济后果.....	6
1.3.3 控股股东掏空行为相关研究.....	8
1.3.4 关于股权质押与掏空行为的相关研究.....	10
1.3.5 文献述评.....	11
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	<b>12</b>
2.1 概念界定.....	12
2.1.1 股权质押.....	12
2.1.2 掏空行为.....	12
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 委托代理理论.....	13
2.2.2 信息不对称理论.....	14

2.2.3 控制权理论 .....	15
2.2.4 信号传递理论 .....	15
<b>3 新光圆成案例介绍 .....</b>	<b>16</b>
3.1 公司简介 .....	16
3.2 公司股权结构、治理结构及经营状况 .....	16
3.2.1 公司股权结构 .....	16
3.2.2 公司治理结构 .....	17
3.2.3 公司经营情况 .....	19
3.3 新光圆成股权质押概况 .....	20
3.4 控股股东股权质押掏空动机 .....	23
3.4.1 公司融资需求 .....	23
3.4.2 控股股东利益侵占 .....	25
<b>4 控股股东股权质押下的掏空行为分析 .....</b>	<b>30</b>
4.1 股权质押对掏空行为的作用机制 .....	30
4.1.1 股权质押对两权分离的影响 .....	30
4.1.2 股权质押对掏空成本的影响 .....	31
4.2 控股股东掏空路径分析 .....	31
4.2.1 第一阶段：股权质押 .....	31
4.2.2 第二阶段：资金占用 .....	32
4.2.3 第三阶段：关联担保 .....	34
4.2.4 第四阶段：质押违约 .....	35
4.3 股权质押下实现掏空行为的原因分析 .....	36
4.3.1 金字塔式股权结构 .....	36
4.3.2 内部治理制度不完善 .....	37
4.3.3 法律法规不健全 .....	38
4.3.4 会计师事务所独立性缺失 .....	38
4.4 股权质押下掏空行为对公司财务及利益相关者的影响分析 .....	39
4.4.1 对公司财务状况影响 .....	39
4.4.2 对利益相关者的影响 .....	49



<b>5 基于掏空动机视角的控股股东股权质押行为治理对策</b> .....	<b>52</b>
5.1 对股权质押行为进行约束 .....	52
5.1.1 明确股权质押的频率及比例 .....	52
5.1.2 限制控股股东股权质押后的表决权 .....	52
5.2 健全公司内部治理结构 .....	52
5.2.1 改善股权结构 .....	52
5.2.2 健全董事会、监事会制度 .....	53
5.2.3 完善内部控制 .....	53
5.3 优化外部治理结构 .....	54
5.3.1 完善法律法规，提高掏空的违规成本 .....	54
5.3.2 提高中介机构的客观独立性 .....	55
5.3.3 增强中小股东防范意识，完善保护措施 .....	55
<b>6 研究结论与展望</b> .....	<b>57</b>
6.1 研究结论 .....	57
6.2 展望 .....	57
<b>参考文献</b> .....	<b>59</b>
<b>后 记</b> .....	<b>63</b>

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

伴随中国市场经济的蓬勃发展，股份质押作为一项新型融资方式和渠道，不仅可以保持控股股东对公司的控制权，而且还可以为股票资产配置较高的控股股东提供更多的融资机会，从而大大扩大融资规模，有效地缓解了控股股东的投融资困难，得到了众多控股股东的追捧。据东方财富网的统计分析解果表明，截止2022年5月20日，A股市场中共有2525家公司涉及股份质押，质押总股数超过4149.60亿股，总资产市场价值超过3.35万亿元，占比超过4.63%，这表明股份质押在A股市场中得到了极大的关注。面对股权质押的便利性，“掏空”的动机也随之产生。“掏空”的根本矛盾在于公司大股东与中小股东之间的委托代理问题，即大股东在公司日常运营过程中通过隐秘的手法侵害中小股东的权益，将企业的财产和利润以不同方式转让出去。股权质押的优势在于，企业可以在保证控制权的同时获取资金，但也存在一定的缺点，即控股股东可能会优先获取资金偿付，而与股权相应的现金流权事实上已经转移给了质权人，这就造成了控股股东和中小股东之间的权益矛盾：中小股东可能会保留现金流权，而控股股东则能收取部分股利。随着控股股东的两权分离程度越来越严重，他们将会更加渴望通过掏空的手段来谋取私利，而股权质押后，他们仍然可以利用控制权进一步转让企业所拥有的任何资源，即使这会对企业的业绩和股价造成负面影响，但他们已经从质权人手里获取了巨量资金，而中小股东和质权人投入的资本价值也将遭到损害，由于其无法主动承担损失，就只能默默承担着掏空的代价，从而导致严重的经济损失。

目前，股权质押研究主要包含理论和实证两个方向，着重对其对企业的积极效应和消极效应进行了分析，着重对股权质押对公司业绩或公司价值的影响进行了研究，然而，对于股权质押如何影响控股股东的掏空行为的研究缺乏深入的案例分析。因此，本文运用案例分析的方法，重点探讨新光圆成控股股东通过股权质押形式产生的掏空行为，以研究其产生的经济后果及其影响因素。该公司自2

016年重组上市以来，一直保持着良好的发展势头，并取得了可观的收益。但自2018年以来，新光圆成因控股股东大额资金占用及违规担保等问题，于2022年5月24日被强制退市，这一事件清晰地反映出上市公司发展过程中可能出现的问题，具有重要的示范意义。

从新光圆成早年迅速壮大扩张，到企业发展后期因其存在内部治理缺失及外部监督不到位等问题导致控股股东掏空行为的发生，可以看出，公司在发展过程中存在的问题是不可忽视的。本文旨在深入研究控股股东通过股权质押形式实施掏空行为这一过程，以为存在控股股东采用股权质押方式进行掏空行为的上市公司提供有效的解决方案，并为规范中国上市公司控股股东的市场行为提供实用性的意见。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

当前，我国对大股东股权质押业务的研究已经从单一的实证研究转向了多元化的视角，从盈余管理、信息披露、企业创新投入、审计风险等多个方面进行了深入探讨。但是，已有的研究大都是针对A股上市公司的一个行业进行的，很少有针对单个企业进行的研究。本论文以新光圆成为例，对大股东在股权质押情况下的控股股东掏空公司的行为和所带来的经济后果进行了详细的论述，并提出了一些具体的公司治理对策，从而为进一步的研究开辟了一个全新的角度，对以后的研究具有一定的借鉴意义。

#### (2) 实践意义

在A股上市公司中，股权质押是一种普遍存在的方式，但是，由于缺乏有效的约束和监督，股权质押在资本市场中的不良影响日益凸显，给投资者带来了极坏的影响。本文将新光圆成案例为基础，深入探讨股权质押下控股股东的掏空行为，并提出优化内部治理结构和外部监管机制的建议，以为监管非法占用公司资本、关联方或违规担保、过度投资等掏空行为提出有效的参考，从而有助于保障中小股东和质权人等利益相关者的权益，确保公司健康运营。

## 1.2 研究内容及方法

## 1.2.1 研究内容

第一部分：绪论。主要对本文的研究背景和意义进行了阐述，同时，在国内外，以掏空动机下的实际表现为基础，对相关文献进行了评述，并对其进行了分析。

第二部分：有关的概念和理论依据。在这一章中，定义了股权质押和掏空的概念，并对信息不对称理论、控制权理论、委托代理理论等相关理论基础进行了介绍。

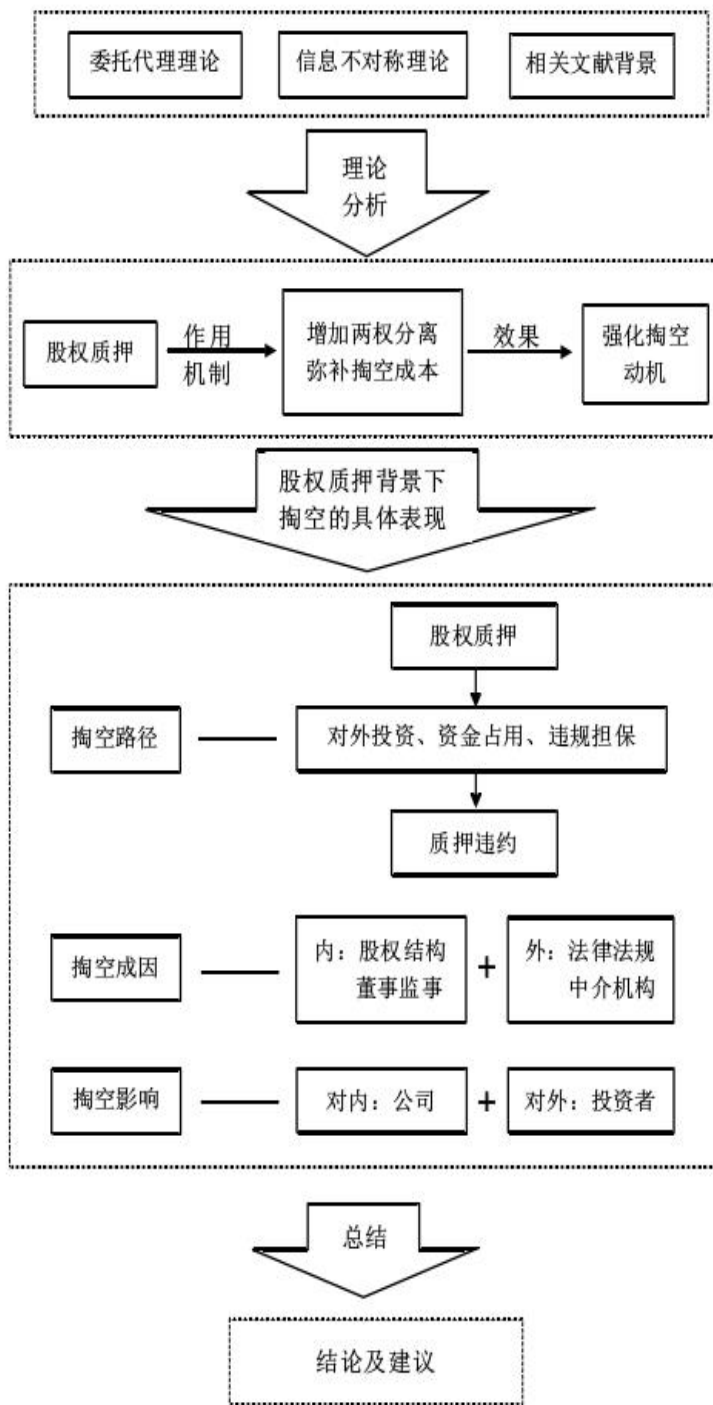
第三部分：新光圆成案例介绍。首先，介绍新光圆成的基本情况以及公司的治理结构；其次，梳理新光圆成自上市以来进行股权质押的过程并分析了其大股东进行股权质押的动机，为第四部分的案例分析奠定基础。

第四部分：控股股东股权质押下的掏空行为分析。首先从两权分离程度和掏空成本两方面分析股权质押对掏空行为的作用机制，说明股权质押对大股东掏空具有正向激励作用；其次，对新光圆成控股股东掏空公司的路径进行梳理，分析计算控股股东在每个阶段的套现金额，发现其在进行掏空行为时暴露出公司内外部治理存在的问题；再次，分析新光圆成控股股东掏空手段得以成功实施的原因，分别从股权结构、内部治理和外部环境等方面对成功原因进行分析。最后，新光圆成股权质押下的掏空行为已产成了严重的负面影响，因此本章最后分别分析财务状况的评价主要从以下四个方面：偿债能力、现金流量、盈利能力及成长能力，并将新光圆成相关指标的变动情况与同行业均值进行比较，以说明股权质押下的掏空行为会影响公司的经营情况；而对中小股东的影响主要来自于股价的其对上市公司的财务状况、中小股东和质权人造成的不良影响。所以本文将通过事件研究法验证新光圆成股价的下跌确实是由掏空行为所导致。

第五部分：从股权质押视角对控股股东的掏空行为提出防治措施。主要从对股权质押行为进行约束、完善公司内部控制制度和加强外部监管三个方面提出对策。

第六部分：结论与展望。总结全文，展望未来，并提出文章研究中所存在的不足之处。

本文框架图如下：



### 1.2.2 研究方法

(1) 案例分析法。本论文以新光圆为案例，对股权质押对掏空的作用机制、掏空的路径和模式进行了分析，指出了股权质押下掏空的潜在危害，并找出了公司内部和外部的不足之处，并对案例进行了分析。提出更加普适性的建议来防范控股股东滥用股权质押实施掏空的问题。

(2) 文献研究法。通过查阅文献，深入了解股权质押和掏空行为的理论知

识，为论文的写作提出有力的理论支持。此外，结合以往学者们的研究成果，拓展自身的研究视野，并积极探索新的研究领域。

## 1.3 国内外研究文献综述

### 1.3.1 股权质押的动机

#### (1) 国外研究现状

国外学者的研究认为，股票质押的动机主要是为追求私人利益最大化，即大股东对上市公司中小股东等相关方的权益实施的侵占。La Porta (1999) 认为，随着股权质押的出现，现金流权和公司实际控制权的分离情况愈发明显，公司能够给予控股股东的现金流权收益也会逐渐减少。因而，其对公司或公司的利益输送的需要变得更为迫切，在控制权杠杆效应的影响下，大股东侵害小股东利益的动机变得更为强烈。Friedman (2003) 指出，即便是在创业初期，用股权质押向上市公司提供资金支持，这也是为了方便未来掏空上市公司。然而，在外部有关的法律规定不够清晰，大股东的财务支配不够自由的时候，他们会更希望用股权质押的方式来获得更多的资金，这就使得掏空公司的行为变得更容易。Gary Tian & Qigui Liu (2011) 认为，控股股东有可能通过与关联方进行交易或为他方提供担保等方式，来将自己的公司财产进行转移，进而实现对公司财产进行非法占有的目的。

Chan (2013) 提出了一种与众不同的观点，即当股价下跌时，股份质押比率越高的企业就越有可能通过加大股份回购来放出利好消息，通过提高股价来实现市值管理的目的。

#### (2) 国内研究现状

在股权质押的动机方面的研究，国内学者们的观点可以归纳为三大类：

第一个是基于良好的动机，也就是基于对公司发展需要的考虑。吴秉恩 (2001) 认为，当大股东对公司前景看好有信心时，就会以股票质押的形式来支持公司的发展。高兰芬 (2002) 的实证结果显示，股权质押不但有助于企业达到预期，而且会给企业创造更大的利润。大股东利用股权质押，既可以提高经营业绩，又可以保持对公司的控制权。艾大力、王斌 (2012) 提出，在公司运作正常的情况下，为了获得更大的发展，他们需要更多的资金，因此，他们会对股票进

行质押。张陶勇, 陈焰华(2014)通过对2007-2012年500个中小型企业的财务数据的分析, 得出了大股东股票质押的最基本的原因是他们资金的需求。王亚茹等(2018)对长短期做了侧重分析, 研究指出, 股权质押带来的资金流动不仅能够提升企业的价值, 而且还能够有效地满足短期融资需要, 改善企业财务困境, 从而促进资本流转。

国内学者们关于股权质押的动机的第二种观点是: 维持或增强大股东的控制权。官本仁(2003)认为, 股权质押可以保证其对企业的表决权和决策权, 是一种更优秀的融资方式; 龚俊琼(2015)表示, 大股东能够通过质押获得流动资金, 用于增持公司的股份, 从而加强对公司的控制, 同时也能够避免股份被稀释; 艾大力、王斌(2012)则表示, 大股东能够透过质押股权获得流动资金, 从而提升公司的经营效率, 实现财务目标。通过股权质押, 个人财务困境得到了缓解, 但同时也保持了控制权。王斌、蔡安辉、冯洋(2013)对此, 一个新的解释是, 将长期股本投资转变成一种在不减少控制权的情况下获取杠杆性回报的动态经济能源。李常青和他的同事们发现, 股东们在股票价格接近平仓的时候, 为了不失去控制, 往往会在股票价格下跌到一定程度时, 给公司一个好的信息。王雄元等(2018)进一步论证了, 在股权质押的情况下, 为了规避控制权转移的风险, 某些税务筹划行为也被用来进行。

第三个目的, 就是为了达到大股东自己的目的, 在此方面, 李永伟与李若山(2007)以及谭燕与吴静(2013)均提及“隧道挖掘”的影响, 李永伟还从“红星能源”股东股权质押背景下的子公司再投资与贸易往来等方面对其进行了详细的说明, 谭燕与吴静(2013)也采用了经验分析的方法加以论证; 张祥建和徐晋(2007)将重点放在了对大股东恶意动机来源的分析上。因为控制比现金流量更重要, 当大企业困难重重时, 他们更易于将经营风险传递给第三者, 如质权人, 进而损害公司的权益, 以达到实现自己利润的目的。这一现象已经被何娜娜(2010)和郑国坚等人(2014)深入研究过。

### 1.3.2 股权质押的经济后果

#### (1) 国外研究现状

国外研究表明, 股权质押可能会对上市公司的公司价值、经营业绩和经营状况产生重大影响, 这一点已经得到了Yeh(2003)等学者的深入研究: 质权人可

能会违反公司规定,为了防止股价下跌而提供更多股权或现金,但这种做法可能会损害公司的价值。Chen&Hu(2001)在研究中发现,在经济景气的情况下,股权质押可能会提升公司的业绩。但是,在宏观经济不景气的情况下,股权质押的比例越高,公司的业绩就越差。根据 Brumm Johannes(2015)的研究,因为无法担保或转让未解押的股权,公司的资产流动会因此大大受阻,资产变现效率有所降低,从而严重损害公司的经营状况。

国外学者们的研究表明,在给其他利益相关方带来的经济后果方面,股票质押会对公司价值造成消极影响,进而使其他利益相关方受到经济损失。Yeh(2003)指出,由于股票质押比率过高,企业可能会利用财务造假手法来维护和提高股票价格,这种非有效信息导致中小股东和质权人很难正确估计其拥有的股票的实际利益,进而影响他们作出正确的决定。因此,为了避免这种情况的发生,国外学者们提出应该采取有效的措施来减少股权质押对其他利益相关方的经济损失;chan(2015)指出,大股东的高比例股权质押会导致企业更易于面临财务危机,如果企业无法及时解决财务问题,不仅会给企业造成巨大损失,还会给中小股东造成不可估量的经济损失。此外,控股股东在质押股权后会更加关注股票价格的变动,这种特殊关注会影响他们在作出经营决定时的思考,尤其是在质押比率较高的情况下,这种影响会更加明显。Ronald&Michael(2017)的研究表明,股权质押比率越高,公司风险也就越大,这将直接影响企业的业绩,进而导致大股东的经营决定受到影响,进而使企业的经济价值受到损害,进而引发大股东与中小股东之间的利益冲突。

## (2) 国内研究现状

国内学者主要深入研究了股权质押对上市公司带来的经济后果,特别是对公司经营业绩、公司价值两个方面。

谢金贤(2001)的研究结果显示,股权质押对上市公司的资产负债率有明显的正向影响,并有可能使上市公司的经营状态变得不稳定。同时,股权质押对上市公司的经营业绩也有一定的负面影响。李永伟(2007)的研究对这一点进行了进一步的确认,并通过比较有质押上市公司和无质押上市公司的盈利能力及质量、财务风险指标以及被出具非标审计意见的情况,进行了回归分析和实证分析,也得到了股权质押给公司价值、经营业绩带来的经济后果。郝项超与梁琪(2009)



认为，由于股票质押导致的股票价格下跌，不但冲淡了企业的激励，也增加了企业被侵犯的可能。

根据郑国坚、林东杰和林斌（2014）的研究，即使大股东受到财务限制，他们的占款行为依然会对上市公司的经营业绩和市值产生影响。而滕晓梅（2016）的研究则认为，与国有企业相比，民营企业的大股东更易于发生股权质押侵占效应。孙建飞（2017）在分析 2015 年国内股灾的背景下，认为高比率股权质押会导致企业股票更易于遭到停牌，这一观点与其他专家的研究结果基本一致。桑银银（2016）给出了一种新的看法，也就是说，当股票质押比例较高时，公司的市值也较高；但是，长期来看，随着股票质押率的提高，公司业绩也会下降。陈焰华与张陶勇（2014）通过经验分析，认为通过质押方式获取的资金被用在上市公司中，与被用在股东自己或其它方面相比，公司的业绩表现更好。

与其他学者的研究有所区别的是我国学者向群（2007）的研究深入探究了质权人所承受的经济后果，并通过对明星电力等具体案例的分析，发现出质人利用股权质押套现，给质权人银行造成了极大的经济损失。

### 1.3.3 控股股东掏空行为相关研究

“掏空”这一概念，于 2000 年由外国研究者 Johnson 首先提出，它描述了股东通过各种不正当手段将上市公司利益转移到自己名下，从而侵吞公司财富的行为。

#### 1.3.3.1 掏空的影响因素

##### （1）国外研究现状

Bebchuk（1999）以第二类委托代理问题为基础，通过对掏空前后控股股东控制权和现金流权情况的比较分析，探讨了其影响因素，分析表明，当控股股东拥有的现金流权小于其控制权时，他们往往会有更强的获取利益的欲望，出于自利的动机，他们会利用自身控制权，以不同方式将公司的利益转移到自己的名下，这种两权分离的情况是导致中小股东和大股东代理冲突的源头。Claessens et al. 等人（2002）发现，大股东往往会出于自利的目的而进行交易。在进行掏空之前，会对掏空成本进行评估，以确定公司维持稳定经营所能带来的长期收益。持续的收益和短期控制权收益是影响公司盈利能力的重要因素，因此控股股东的行为会根据公司的实际情况进行调整，以确保公司的长期发展，以实现利益的最大化。

La Porta et al. 等人（2002）深入探讨了监管力度，特别是法律制度如何有效地阻止和遏制掏空行为的发生。Denis 和 mcconnell（2002）指出，当法律不完善或是对投资者利益的保护力度不足时，掏空行为就会变得更加普遍，因为缺乏有效性的金融监管会导致掏空成本的增加。在司法系统或者说监督体制存在缺陷的国度，大股东能够任意指派他们信赖的员工到他们控股的企业，并且隐瞒关联方与企业之间的非正常交易，以此来实施“掏空”。

## （2）国内研究现状

在掏空的影响因素方面的研究，国内学者普遍认为，公司股权结构不合理是造成掏空的原因所在。唐建新（2013）的研究发现，第一大股东持股达到 30% 以上的民企更容易出现掏空情况，而第一大股东持股比例较低且不具有公司控制权时，其在董事中的一致行动人比重与掏空现状呈正相关性。叶飞洋（2012）指出，当民企出现掏空的情况时，大多数情况下，股权架构都是由小股东控制的。然而，汪赛徽（2016）在美的并购案例中认为，金字塔股权结构并不总是利于大股东掏空，高效的内部治理和完善的外部制度能够高效地遏制大股东的掏空行为。

其次，外部监管对掏空行为的影响不容忽视。贺建刚、魏明海和刘峰等（2004），以五粮液集团为例，研究发现，尽管市场法律环境本身较弱，但是监管部门仍然偏向于国有企业的控股股东，使得大股东实施“掏空”行为所面临的法律制裁可能性大大降低，从而使得控股股东可以肆意“掏空”。梁上坤等（2015）针对上市公司股权制度的研究表明，通过权力制度改革，公司控股股东的“掏空”现象得到了有效地遏制。此外，法律的监管力度和政策的优化程度也有助于缓解“掏空”现象，从而达到更好的效果。

### 1.3.3.2 掏空的主要手段

#### （1）国外研究现状

Johnson（2000）在对欧洲和美国市场中的研究中首次提出了“掏空”的概念，他认为掏空是一个不可见的行为，它或许会促使大股东以不可察觉的方法转移企业资产和利润，进而损害中小股东的权益。他将这种掏空行为命名为“隧道效应”，大股东运用关联交易、资金占用和关联担保是大股东掏空上市公司最普遍的三种方法。Liu 和 Gary（2012）指出，股权质押是一项便利的掏空手段，可以有效地提早实现股权价值的变现，进而弥补一部分掏空成本。Stephen et al.

(2006)指出,关联交易是掏空行为的一种重要手段,一旦公司的关联交易导致资产收益率持续下降,那么很可能会是大股东基于掏空动机而发生的关联交易。

## (2) 国内研究现状

随着我国经济发展的不断推进,上市公司中一股独大的情况已经不再是国外的特有现象,因此,国内文献的研究角度也变得更加多样化。刘峰和贺建刚(2004)的研究发现,股东持股比例会直接影响他们采用的掏空手段,当持股比例较高时,他们会运用控制权优势来进行关联交易,而当比重较低时,他们则更偏向于采取资金占用的手段。杨七中和马蓓丽(2015)的研究也证实了这一观点,股东权力的强度会对其掏空行为产生重要影响,例如,如果公司内部控制良好,大股东很难通过非经营性资金占用和关联交易来谋取私利,而是会选用股权质押等方法。这表明,企业应该通过内部控制的规范运作来有效地限制资金占用和关联交易等自利行为。

### 1.3.4 关于股权质押与掏空行为的相关研究

#### (1) 国外研究现状

国外学者很早就开始深入研究股权质押与掏空行为之间的关联。Shleifer和Vishny(1997)指出,大股东持有更多的股份,因此他们更有能力和动机来侵占公司的利益,而且由于控制权与现金流权之间的差值越来越大,大股东的掏空动机也会变得更加旺盛。Claessens(2002)的研究表明,控股股东的两权分离程度会对他们获得控制权私有收益的金额和频次产生影响。一般来说,控制股东的两权分离程度越高,他们侵占中小股东利益的可行性就越大,掏空的严重程度也就越严重。根据Yeh等人的研究(2003),在股权质押后,尽管控股股东的控制权仍然不变,但是由于现金流权的减少,二者之间的差异会变得更大,因此,当公司面临财务困境,无法顺利转移财产时,股票质押就成为了一种可行的解决方案,但是这也可能会激化控股股东与中小股东之间的权益冲突,从而引发第二类代理问题。Gury Tian等(2012)指出,股权质押比传统的掏空方式更易于实现套现,且风险更低,因此,越来越多的大股东选择通过股权质押来实现财产和利润的转移,从而导致企业面临运营风险。这不但会严重损害中小股东的利益,而且还会给质权人带来极大的不利影响。

#### (2) 国内研究现状

艾大力和王斌（2012）研究表明，大股东通过质押股权不仅能够获得更多的收益，还可以保持对企业的控制权，从而以较低的成本实现对企业的掏空。吴星翰和傅颀（2019）认为，股份质押可以有效降低掏空成本，从而使得控股股东更容易实施掏空行为。根据吴静（2016）的研究，股权质押可以作为一种信号传递的方式。当企业获得投资资金时，其累计收益会远远超过控股股东的投资收益，这时大股东或许会通过质押股权来谋取私利，极端情况下会引发掏空行为。熊家财和苏冬蔚（2016）认为，假如大股东以投机为目的实施股权质押，将会导致掏空行为的发生，从而给企业造成一定的道德风险。彭文静（2016）认为，在股权质押后，上市公司将会降低或者暂停派发现金股利，这将使大股东更有机会采取掏空行为。根据陈泽艺（2018）的实证研究，当股权质押比例提高时，大股东掏空行动的概率也会提高，两者之间具有着正相关的关系。

### 1.3.5 文献述评

近年来，由于国内市场对股票质押融资方式的日益重视，国内学者对此的研究也越来越丰富，不仅仅局限于对股权质押动机的分析，还涉及到股权质押与企业价值、信息披露、盈余管理等相互之间的联系，而且大部分分析都采用实证研究方式，但是案例分析的研究仍有待进一步深入探索。

经过对国内外研究成果的总结归纳，发现我国在大股东掏空领域的理论研究相对单薄，很多理论研究基本都来自外国专家，且以实证为主法，但随着企业掏空现象的频繁发生，越来越多的学者开始将分析重点转为案例分析，并结合我国实际情况，以期更全面地剖析企业掏空行为的产生。

综上所述，大多数国内外研究都聚焦于理论论证，而以股权质押为背景的个案相对而言较少。本文将根据已有成果，以新光圆成为案例研究对象，通过分析和研究其股权质押的动机、掏空手段和经济后果，给出相应的对策，为促进我国资本市场健康有序发展有着较强的现实意义。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 概念界定

#### 2.1.1 股权质押

股权质押是一项担保融资行为，它通过将股东所持有的股权当作抵押物来进行融资。质押人是持有股权的股东；质权人则包含券商、银行等金融机构以及少数非金融机构。标的物是可流通股。股权质押不会把股权的转移作为成立的条件，因此不会导致控制权的转移。如果债务无法偿还或者股票价格下降到强行平仓线，而股东没有补仓时，质权人将优先享有拥有受偿权。

在股权质押合同中，通常会包含质押率、利率、警戒线、平仓线以及对质押人违规行为的处罚条例。质押率是指借款本金与质押股权的市值之比，它与利率相同，质押率是衡量股东融资规模的重要指标，通常由股东和质权人协商确定。根据我国的政策规定，质押率是必不可少的，这个比率不能超过 60%。警戒线和平仓线是由质权人设定的，它们代表借款本息和倍数。股权质押流程图如图 2.1 所示。

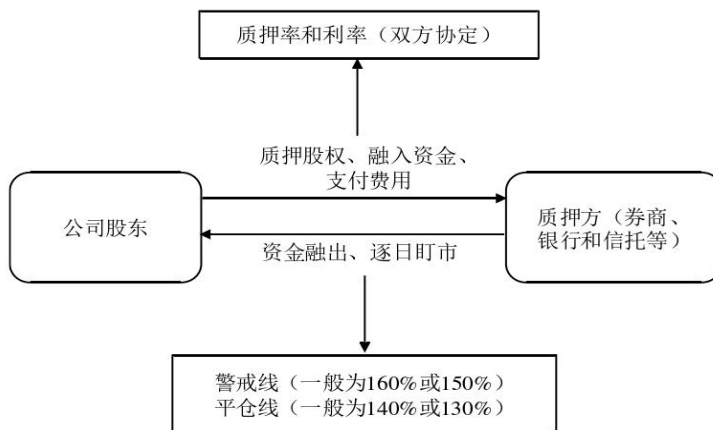


图 2.1 股权质押流程图

#### 2.1.2 掏空行为

Johnson（2000）将控股股东滥用权力侵占和危害中小股东权益的现象称作“掏空”，这种现象可以从经济学的角度来看，即持股人利用自身的控制权和表决

权，将全部股东共同持有的资金、资源等转让占用以谋取私利，从而侵犯不具有控制权和话语权的小股东的利益。控制权权力过分集中化和内外部监督不完善催生了掏空动机，中小股东和投资人由于监督成本超过取得的收益、参与治理的知识不足、监督能力弱等因素被迫放弃自己的权利，或将权利委托给第三方，这样一来，他们就失去了对公司经营的控制力，降低了对董事会和公司高管的监督作用，从而使控股股东“掏空”公司的行为变得更加便利。

上市公司控股股东通常会通过以下方式来掏空企业：①关联方交易；②抽逃或虚构出资资金；③实施资产重组；④操控股利政策；⑤操纵上市公司利润以获得再融资机会进而掏空公司；⑥违规担保。实际上，控股股东的掏空手法可以是多种多样甚至是多种方法并存的，这些手法可以有效地避免单一方法导致某一科目上的异常变动，而且这些掏空手段通常是隐蔽的，可以有效地规避有关部门的监管。

由于监管机构对掏空行为的监管程度和发觉难易程度存在差异，控股股东在掏空方式上选择上也有所不同。控股股东在掏空前期可能会采取一些间接手法，如短视性融资、关联方担保和违规担保，但在掏空行为后期，他们可能会采取更加直接的手段，如非法占款、利润操纵、税收政策调整等明显引起公司盈余及报表异常变动的方式进行掏空。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 委托代理理论

在 20 世纪 30 年代，经济学家伯利和米恩斯在《管理科学技术名词》一书中明确提出了委托代理理论，强调在企业治理中应该将所有权和经营权分开，企业所有者应该将所有权让渡给其他人，只留下剩余索取权。随着时间的推移，委托代理理论已经成为制度经济学中的重要组成部分，并在几十年的发展中得到了完善。这个学说的核心是解决委派人和代理人双方中间的利益矛盾，并消除信息不对称条件下的激励问题。随着企业规模的扩大和组织结构的变革，职业经理人的出现为企业带来了新的机遇，但也直接导致了企业的所有权与经营权的分离。早期公司的股权结构往往是分散的，管理层持股比例较少，在这种情况下，拥有所有权的股东（委托人）期望企业价值能够得到最大化，而拥有经营权的经理人（代

理人)则更加追求个人利益的最大化,双方的利益诉求分歧和信息的不对称性使得两者矛盾频发,这就是第一类委托代理问题。

20世纪70年代,全球企业的股权结构出现了集中的趋势。然而,当公司股权结构高度集中且大股东两权分离程度逐渐加重时,大股东会试图通过侵占中小股东利益的方式为自身谋利,这就是第二类委托代理问题。股权集中的企业通常会同时存在股东与经理人相互之间的矛盾以及大股东与中小股东相互之间的矛盾。为了解决这些问题,学术界提出了双重委托代理理论。在这种的理论关系的约束下,大股东可能会更隐蔽地侵占上市公司的利益,从而导致企业受到更大的损失。

## 2.2.2 信息不对称理论

1970年,Akerlof在《次品问题》一文中首先明确提出“信息市场”的定义,文章以二手车市场交易过程为研究对象,深入探讨了信息不对称状况下“逆向选择”的存在。Akerlof、Spence和Stigjiz依次从商品交易、劳工、金融市场三种视角,对信息不对称的概念进行了详细的分析,并为市场经济的研究和发展提供了一种全新的发展方向。

信息不对称理论旨在探讨如何通过改变信息的不对称性来减轻或消除对自身的不利影响。信息不对称可以分为事前信息不对称和事后信息不对称两种,前者可能会引起“逆向选择”,而后者则可能会引发“道德风险”,两者均会降低市场运行效率。

逆向选择是指由于交易双方对信息掌握的充分性不同,致使对信息掌握的劣势一方在交易过程中作出不合理的决定,从而造成市场价格波动、供求关系失调,甚至影响市场效率。例如在《次品问题》一文中提到在二手车交易市场上,卖方了解的二手车质量情况比买方更多更全面,因此买方只会考虑以平均价格购买商品。随着“劣币驱良币”的出现,质量较高的商品逐渐减少,交易市场被低质量的商品所取代,最终造成交易市场的低迷和衰落。

道德风险是指在消息不对称的情形下,参与交易的各方会因为缺乏对对方有效的监管而使得自我权益遭到侵害。这种风险能够用来解释资本市场中的代理问题。当股权分散时,由于各股东持股数量少,所以收益也少,由此会产生“搭便车”行为,进而使得监督机制失灵;而当股权相对集中时,中小股东很难对大股东形成有效的股权制衡,无法行使该有的监督约束作用,大股东侵害中小股东利

益的可行性会大大增加。

### 2.2.3 控制权理论

控制权私有收益是由美国经济学家格罗斯曼与哈特于 1988 年首先提出，随后于 2004 年，戴克与辛格尔斯将其界定为一种仅由控制股东享有，其他股东不能享有的特殊权益。大股东因其在公司中所占的股份份额较大，因而在股东会议中具有决策作用，并能支配公司的日常运作。但是，在大股东对股份进行质押之后，其控制权和现金流权就会发生分离，这样他们就有更强的动机运用这种权力为自身谋利，从而侵害了企业和其余股东的合理权益。大股东享有的权力远超过他们应尽的职责，这一点正是控制权理论的最佳体现。

### 2.2.4 信号传递理论

1974 年 Spence 首次正式提出了信号传递理论，他指出消息会从信息拥有的优势个体传播到信息拥有的劣势个体，这一理论在资本市场中被广泛应用，尤其是股权质押下，不参与公司经营的中小股东等投资者只能利用上市公司的外部报告和经营决策来获取相关信息，而这些消息远少于大股东所掌握的全部信息，这样就使得大股东可以通过行为向外界传递利好或利差的信号，获取更多的收益。如果大股东长期以来不断质押其持有的公司股票，那么投资人们就会接收到不良预警信号，在暴仓风险到来的时候，投资者会认为大企业将会发生控制权的转让，这种消息会引起市场的恐慌，从而导致投资者们大量地抛售公司的股票，从而对公司的股价产生影响，最终造成了一个恶性循环，对公司的企业价值造成了很大的伤害。通过对大股东股票质押前后的股票价格变化的统计，可以清楚地看到这一理论。



### 3 新光圆成案例介绍

#### 3.1 公司简介

“新光圆成”是一家专注于房地产开发和经营的公司，致力于为客户提供优质的服务。企业主要从事商业经营，同时也营业精密机械制造。企业的经营范围涉及制造和分销旋转支承轴承、机械和锻压装置，分销金属材料制品和建筑材料，提供技术咨询和劳动信息服务。“新光圆成”公司还运营发展自产产品的出口业务，以及设备配件的进口，但不包括国家对中小企业的限制或对出口产品严格禁止的高科技产品。该公司还涉及到了房地产行业的开发，同时还经营着市场开发运营管理，包括了商业楼栋出租，装潢材料和建筑材料的批发零售，房产信息中介服务、室内装修设计等一系列业务。

#### 3.2 公司股权结构、治理结构及经营状况

##### 3.2.1 公司股权结构

2016年4月，方圆支承采用发售股票的形式，收购了万厦地产和新光建筑材料城的100%权益，总价值达到111.87亿元，从而实现了新光集团旗下资产的借壳上市，并将企业改名为新光圆成，最终在深圳市证券交易所注册上市（股票代码：002147）。经过交易，新光集团拥有企业62.05%的份额，虞云新则拥有6.89%的份额，这标志着企业的实际控制权发生了变化，由周晓光、虞云新夫妇接管。2020年1月7日，周晓光女士和虞云新先生向公司董事会提出辞职申请，以此来解除公司的职务。在股东大会上，新一届董事会成员的加入，使得这两位董事的辞职得以生效。本文对公司的股权结构进行了分析，如图3.1所示：

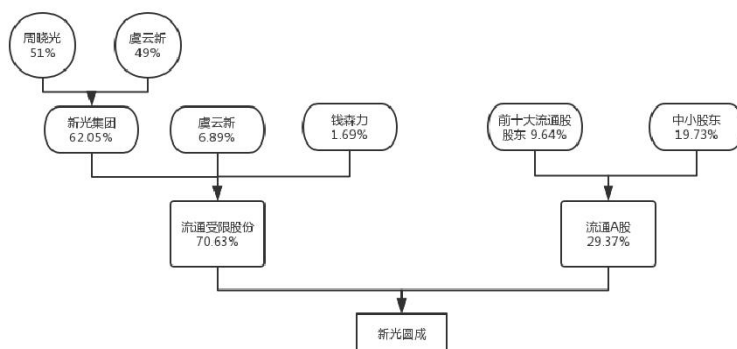


图 3.1 新光圆成股权结构

其中，公司前十大股东明细如表：

表 3.1 公司前十大股东明细表

股东名称	股份类型	持股数（股）	占总股本比（%）
新光控股集团有限公司	限售流通 A 股	11.34 亿	62.05
虞云新	限售流通 A 股	1.26 亿	6.89
钱森力	流通 A 股 限售流 通 A 股	3080 万	1.69
关竹月	流通 A 股	1990 万	1.09
光大保德信资管-浦发 银行-光大保德信耀财 富富赠 4 号专项资产管 理计划	流通 A 股	1754 万	0.96
中信保诚基金-中信银 行-信诚基金定众 1 号 资产管理计划	流通 A 股	1670 万	0.91
傅立为	流通 A 股	1561 万	0.85
申万菱信基金-工商银 行-创盈定增 71 号资产 管理计划	流通 A 股	1525 万	0.83
文新国	流通 A 股	1393 万	0.76
葛中伟	流通 A 股	1000 万	0.55

数据来源：东方财富 choice 数据库，统计至 2021 年 12 月

依据前述表格能够明显看到，周晓光尽管没有直接控制新光圆成，但她占有新光控股集团 51%的份额，而新光圆成 62.05%的份额由新光控股集团占有，所以，周晓光占有新光圆成 31.65%的份额，即  $62.05\% \times 51\%$ ；这意味着她仍然占有新光圆成的绝大部分股份。经过研究，我们可以得出：周晓光和虞云新共同拥有新光圆成 68.94%的权益，新光圆成公司的实际控制人是周晓光和虞云新。

### 3.2.2 公司治理结构

新光圆成已建立起一套符合国家相关法律、法规及规范性文件的制度体系，并建立起了股东大会、董事会、监事会等相关组织。这些机构的重要作用是保障所有持股人，尤其是中小股东的权益，确保企业的稳定运行。然而，由于新光圆成控股人和实际控制人未能严格执行规范企业运行的原则，将职权置于管理层之上，加上新光圆成经办人员风险意识淡薄，使得他们不能正确地抗衡实际控制人

强加的各种压迫，进而引起制定的各种制度不能在新光圆成得到正确的执行，最终引发了一系列不可挽回的后果。

## 1. 股东大会

新光圆成的股东大会，是公司的最高权力机关，主要负责公司的各项重要决定，同时也是公司发展的主要动力，代表着全体股东的利益。新光集团的股东会及临时股东会均可在网上或现场举行，以方便公司做出决定及实施。在 2016 到 2020 年期间，参加公司年度股东大会的股东数量以及他们所持公司股票的比例为：

表 3.2 2016 年至 2020 年间新光圆成召开股东大会详细情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
现场出席人数	13	12	4	4	3
占股比例	19.35%	81.71%	71.22%	71.24%	71.19%
总出席人数	16	18	5	4	74
占股比例	20.37%	82.23%	71.22%	71.24%	71.69%

数据来源：公司股东大会决议和股东会公告

根据上表和新光圆成公布的股东大会决议，新光圆成的股东代表大会的出席股东以少数占有公司权益的代表居多，他们采用现场投票和网上选举的方法来审查和表决年度议案，而在新光圆成进行股权重组后，这一状况更加突出。

## 2. 董事会

按照《新光圆成股份有限公司章程》的相关条款，董事会向股东会报告，并对公司的总经理和高级管理人员进行任命。据新光圆成年度报告，从 2016 到 2019 年，新光圆成董事会成员中，周晓光担任董事长，钱森力担任副董事长，虞云新担任董事兼总经理。在 2016 至 2018 年期间，新光圆成董事会分别由 10 位、8 位和 7 位成员组成，独立董事人数在其中均为 3 位，而其它组员均在控股公司或其相关方公司兼任要职。所以，当控制股东侵占公司资本时，在独立董事以外，任何董事会组成人员很难发挥应当的监督和制约功能。新光圆成为了满足公司发展需求，在董事会下设立了四大专门委员会，并制定了相关的工作规范和条款，明确了委员会应当履行的职责，详情请参见图 3.2。

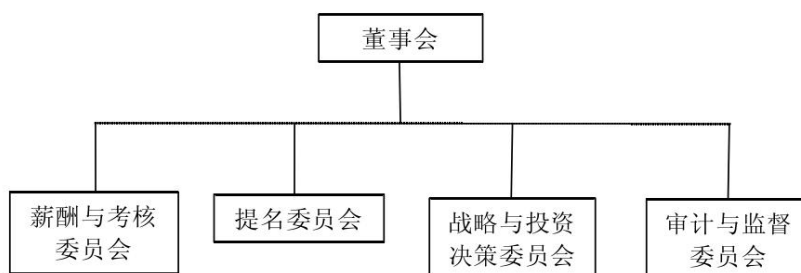


图 3.2 设立于新光圆成董事会下的专业委员会

### 3. 监事会

共 3 名监事构成了新光圆成监事会，其中 1 人兼任监事长，并且根据《监事会议事准则》等有关规定，监事会委员必须包含公司职工代表和股东会代表，这其中职工代表的比率不小于 1/3，且必须经过民主选举产生。新光圆成监事会负责审核公司财务报告和利润分配，并监察董事和高管的言行。在 2016 年至 2021 年期间，新光圆成监事会人员不仅在本企业工作，还在控股企业和其关联公司工作。当新光圆成面临控股股东侵占公司流动资金情况时，由于实际控制人的各种施压，监事会无法充分保障其监管的独立度和及时性。以 2018 年为例，新光圆成董事会人员的具体工作状况可参考表 3.3：

表 3.3 2018 年新光圆成监事会成员的职位详细情况

	新光圆成职务	控股股东及其关联公司职务
朱兴良	监事会主席	新光控股集团有限公司资深副总裁、财务负责人，浙江万夏房地产开发有限公司监事长等
张云先	监事	浙江万夏房地产开发有限公司财务总监
余梅祖	职工监事	马鞍山方圆精密机械有限公司通用制造部经理助理

### 3.2.3 公司经营情况

新光控股在 2016 年借壳上市时，曾保证万厦地产和新光建材城的总资产将达到 14 亿元，而且在 2016 年和 2017 年的整体盈利也将达到不低于新光圆成在 27 亿元的水平，而在 2016 年至 2018 年的三年中，其盈利将达到 40 亿元，如果

企业盈利未能达到约定的业绩，新光控股和虞云新将会通过股权的形式对企业予以赔偿。新光圆成 2016 年至 2018 年发展情况，如图 3.3 展示：



图 3.3 新光圆成 2016 年至 2018 年业绩情况

2018 年 1 月 18 日，新光圆成公司股票因重大股权改组而停牌，这一重要的决定，导致直至 11 月 1 日，新光圆成公司股票才得以重新复牌。2018 年 10 月，新光圆成因大股东新光集团公司出现 30 亿元债务违规一事，集团公司及虞云新所持股份全部被司法冻结。2018 年 10 月末，新光圆成公布了一项重大通知，称其关联股东新光集团和虞云新非法占用企业流动资金，并且违规对外担保，2018 年 12 月 4 日，企业因未能及时解决上述违规事件而被证监会实施风险警示并“戴帽”其股票，简称“新光圆成”，从而引发了企业股票的重大波动。新光圆成在 2019 年 3 月因未按规定提供外部担保和关联股东占用公司流动资金等事宜而被证监会立案调研。截止 2022 年 2 月 21 日，企业流动资金被侵占总额已达到 14.54 亿元，而违规对外担保的金额也达到了 30.57 亿元。

### 3.3 新光圆成股权质押概况

新光圆成的股份质押全部由新光控股集团有限公司和虞云新构成，具体情况可参见表 3.4 和 3.5：

表 3.4 公司大股东股权质押详细情况表

	未解押股权质押数量 (万股)	占总股本比例	占其持有的股份数比例
新光控股集团有限公司	111,490.20	61.00%	98.29%
虞云新	12,560.00	6.90%	99.97%
合计	124,090.20	67.90%	-

数据来源：东方财富 choice 数据库

表 3.5 公司大股东股权质押明细

质押起始日期	质押截止日	公告日期	股东名称	质押方	质押方类型	质押股数(万股)
2016-05-09	2019-05-09	2017-08-29	新光控股集团有限公司	西南证券	证券公司	1507.43
2016-05-23	2019-05-23	2017-10-13	新光控股集团有限公司	西南证券	证券公司	7271.9
2016-06-02	2019-06-02	2016-06-07	新光控股集团有限公司	西南证券	证券公司	6389.78
2016-12-14	2019-12-14	2017-12-21	新光控股集团有限公司	中国华融资产管理天津市分公司	其他金融机构	3134.45
2016-12-15	2019-06-17	2016-12-17	新光控股集团有限公司	天风证券	证券公司	6661
2017-03-02	2019-09-02	2018-03-19	新光控股集团有限公司	长江证券(上海)资产管理	证券公司	4911.84
2017-03-30	--	2017-04-06	新光控股集团有限公司	上海爱建信托	信托公司	1000
2017-04-06	2020-04-02	2017-04-11	新光控股集团有限公司	华融证券	证券公司	5870
2017-04-06	2019-04-20	2017-04-11	新光控股集团有限公司	北方国际信托	信托公司	2600
2017-04-06	2020-04-02	2017-04-11	新光控股集团有限公司	华融证券	证券公司	2669
2017-06-27	--	2017-06-30	新光控股集团有限公司	北方国际信托	信托公司	12500
2017-08-24	2019-08-26	2017-08-29	新光控股集团有限公司	国元证券	证券公司	5900
2017-09-13	2019-09-12	2017-09-15	新光控股集团有限公司	中原证券	证券公司	2450
2017-10-09	--	2017-10-13	新光控股集团有限公司	中国华融资产管理天津市分公司	其他金融机构	3856.3

续表 3.5

质押起始日期	质押截止日	公告日期	股东名称	质押方	质押方类型	质押股数(万股)
2017-10-12	--	2017-10-17	新光控股集团有 限公司	长安国际信托	信托公司	9680
2017-10-31	--	2017-11-03	新光控股集团有 限公司	渤海银行杭州分行	银行	580
2017-12-28	2019-12-28	2017-12-30	新光控股集团有 限公司	大连银行上海分行	银行	10900
2018-03-07	2019-04-30	2018-03-10	新光控股集团有 限公司	上海宝镁投资咨询	其他金融 机构	1637.28
2018-03-16	2019-04-30	2018-03-19	新光控股集团有 限公司	上海宝镁投资咨询	其他金融 机构	3274.56
2018-05-30	2019-04-30	2018-06-01	新光控股集团有 限公司	上海宝镁投资咨询	其他金融 机构	762
2018-06-20	2018-12-14	2018-06-23	新光控股集团有 限公司	中国华融资产管理重 庆市分公司	其他金融 机构	2200
2018-06-27	2018-12-14	2018-06-29	新光控股集团有 限公司	中国华融资产管理重 庆市分公司	其他金融 机构	1000
2018-07-17	2018-09-11	2018-07-20	新光控股集团有 限公司	广州农村商业银行	其他金融 机构	470
2017-03-07	2020-03-06	2018-05-04	虞云新	东兴证券	其他金融 机构	8959.98
2018-07-17	2018-09-11	2018-07-20	虞云新	广州农村商业银行	其他金融 机构	760

通过对上表的梳理，我们可以看到，在还没有解压的股票中，从新光控股集团 2016 年 5 月 9 日的股权质押，到虞云新 2018 年 7 月 17 日的股权质押，这期间，两位大股东一直都在进行着股权质押，而质权人主要为券商、信托公司、商业银行等，当然，也存在着其它金融机构作为质权人的情况。新光圆成在 25 个尚未解除的股份质押中，有 10 个是券商，都是通过股票质押回购（沪深两市股市和中登公司对股份质押进行了规范，可以在 T+1 当天申请资金，在 R+1 当天领取股份，从而大大提升了股份质押融资的效率。其他 15 项抵押权为商业银行，信托公司，等等。2016 年，虞云新与妻子共质押了 24964.56 万股未解押的股票，2017 年，仍为 71877.12 万股，2018 年，为 10103.84 万股，其中，2017 年是股票质押最多的一年，即便是在新光圆成重组后的四年内，仍是经常发生，目前，新光圆成公司 67.88% 的股票还没有解押，新光集团 98.30% 的股票也被质押，虞

云新所持股票 99.98% 的股票被质押，股票质押率接近 100%。可以看出，新光圆成的股份质押可以算得上是一个高比例股份质押的典型。

### 3.4 控股股东股权质押掏空动机

#### 3.4.1 公司融资需求

新光圆成大股东一直将股权质押视为融资的重要手段，质押活动频繁，累计质押比率极高，从企业的股权质押报告中可以看出，新光圆成大股东不仅是为了满足企业的正常运营需求，而且还有一些更深层次的原因尚未被充分阐明。直接说明了大股东的财务状况一直不佳，同时资金需要量巨大，流动资金紧迫等问题。按照企业的公告，在 2016 年新光圆成刚刚完成股权重组后不久，新光集团就于同年 5 月份将其拥有的公司股份的 71.05% 予以了质押，这表明其对于流动资金的需求非常迫切。2016 年，新光圆成的资产负债率曾经达到了 51.87%，这一高负债率使得其想要利用传统方式投资变得极其困难。为了更好地比较新光圆成与房地产行业企业的资金流动状况，本文将其做出了比较，结果如表所示：

表 3.6 2016 年新光圆成与其他企业资金流动状况对比

	总资产(万元)	每股现金流(万元)	经营活动现金流(万元)
新光圆成	1536273.05	0.44	61185.43
宁波富达	1549260.01	0.75	110173.53

表 3.7 2017 年新光圆成与其他企业相比资金流动状况对比

	总资产(万元)	每股现金流(万元)	经营活动现金流(万元)
新光圆成	1643450.17	-1.05	-194564.10
南山控股	1653311.46	-0.26	-49187.04

数据来源：东方财富 choice 数据库

根据上述两张表格，在 2016 年和 2017 年，新光圆成的每股现金流和运营活动现金流都比同行业规模相近其他企业差，这说明，在同样的资产规模下，新光圆成的资金流动状况不好，并且有明显的资金需求动机。经过对宁波富达和南山



控股的调查，我们发现这两家企业没有股权质押，这说明新光圆成股权质押是有其满足企业融资需要的动机的。

经过统计，新光圆成公司在 2016 年至 2017 年期间，大股东新光集团公司已将其拥有的企业股份的 97.31% 实行了质押。因此，本文将重点分析新光圆成公司在 2016 年和 2017 年的资金情况：在 2016 年，其货币资金余额达到 23.91 亿元，其参股企业达到 17 家，当中有 12 家净利为负值。2017 年，企业货币资金较上年同期减少了 66.65%，货币资金余额为 7.97 亿元，其参股企业达到 15 家，其中 8 家参股企业净利为负值。但是，为了弥补业绩不足，企业在 2016 年、2017 年第四季度都卖出了部分资产，以实现业绩承诺。此外，企业还对建德千岛湖皇冠假日村建设项目和南通 1912 建设项目实行了总体出售，获取资金投入 18.45 亿元。本文还对新光圆成 2016 年至 2017 年投资建设项目做出了详尽的梳理，并将结果汇总在表 3.8 中，以供参考。

表 3.8 新光圆成在 2016-2017 年投资项目情况表

年份	投资事项	投资金额
2016	新光建筑材料有限公司在东阳市购买云禾家具有限公司 100% 的股份	673.04 万
	增资建德新越置业有限公司，100% 控股	6000 万
	增资长沙方圆回转支承股份有限公司，87.24% 控股	733.28 万
	收购浙江万厦房地产开发有限公司、浙江新光建材装饰城开发有限公司	作价 111.87 亿 (以发行股份方式)
	全资子公司万厦房产购买义乌市江东街道青口区块土地	12.54 亿
	子公司义乌世贸购买义乌市国际商贸城金融商务区 01-09 地块、 编号为 21-001-200-001-1533、21-001-200-001-1539、 21-001-200-001-1540、 21-001-200-001-1541 的地块	2.7 亿
	<b>2016 年投资合计使用自有资金</b>	<b>13.28 亿元</b>

续表 3.8

年份	投资事项	投资金额
2017	全资子公司浙江新光建材装饰城开发有限公司竞得东阳市红椿巷区域 A19、A20 地块	3.212 亿
	全资子公司浙江万厦房地产开发有限公司竞得义乌市商城大道与商博路交叉口西南侧地块	33.01 亿
	二级控股子公司浙江海悦投资管理有限公司竞得杭州市杭政储出【2017】38 号地块	6.344 亿
	<b>2017 年投资合计使用自有资金</b>	<b>42.57 亿元</b>

数据来源：根据上市公司年报整理

仅 2016 年和 2017 两个年份所持有项目的资金需求量就如此巨大，但新光圆成的货币资金需求却无法实现满足，由此我们可以断定，部分项目资金来自股票质押获得融资。基于此，我们即可认为：新光圆成自 2016 年重组股权至今，由于行业资金回笼速率较慢，容易产生存货，再加上我国对房地产业的宏观调控的影响，企业的主营业务房地产开发业绩表现不佳，尽管企业始终积极地经营，但仍未能取得预期的成果。由于迅速扩大地产建设项目，并购买地块，巨量资金投入，使得资产负债率较高，流动资金不足，房产销售状况不佳，主营业务收入微乎其微，所以，为了缓解资金问题，企业不但实施了大规模的股权质押，而且将重组时的各项专项筹资也永久性地转为了流动资金，这一行为也引发了证监会的调查，由此构成了一个恶性循环。

### 3.4.2 控股股东利益侵占

新光集团与虞云新夫妻对新光圆成进行了大量的股权质押，从而导致了新光集团债务的不断拖欠，截至 2021 年底，债务总额已经超过了数十亿人民币，这种情形下，大股东更加急切地需要融资，从而加剧了其对上市公司利益的侵占行为。按照委托代理理论，董事长虞云新拥有对新光圆成有限公司的控制权，但由于企业内部风险控制不足，使其有时机透过管理人员干涉该公司的投资经营决

策，以达到自己的利益目的，从而对该公司的发展造成不利影响。

本文通过事件分析法，通过对新光圆成大股东新光集团及虞云新三项违法违规问题的调查，找出其在股票质押事件中侵占新光圆成利益的动机。

事件一：假借付给第三方股份购买款的名目，向大股东供应流动资金，以谋取利益。

2017年5月12日，新光圆成下属公司江苏万厦地产发展公司与南国红豆实业公司签订了《合作意向协议》，双方同意共同出资，以收购南国红豆拥有的无锡源石置业公司股份，以实现双方共同发展。虞云新的组织下，万厦地产在2018年5月7日和2018年5月15日先后向南国红豆划转了人民币共计7.6亿元的股权收购款。随后，新光集团又分批次向无锡源石投资公司借入了人民币7.6亿元，以此来实现其资金的有效利用。经过公司的内部调查，无锡源石投资股份公司与红豆公司有关联，而这次事件的实质是南国红豆经由无锡源石投资管理有限公司将资金转移至新光圆成的大股东新光集团，该项资金占新光圆成2017年底净资产的9.46%。新光圆成在发现前述情况后，未能按照要求进行信息公开，也未在2018年中期报告中进行公示，直至2018年12月3日，企业才在公告中批露了大股东资金占用的情况。

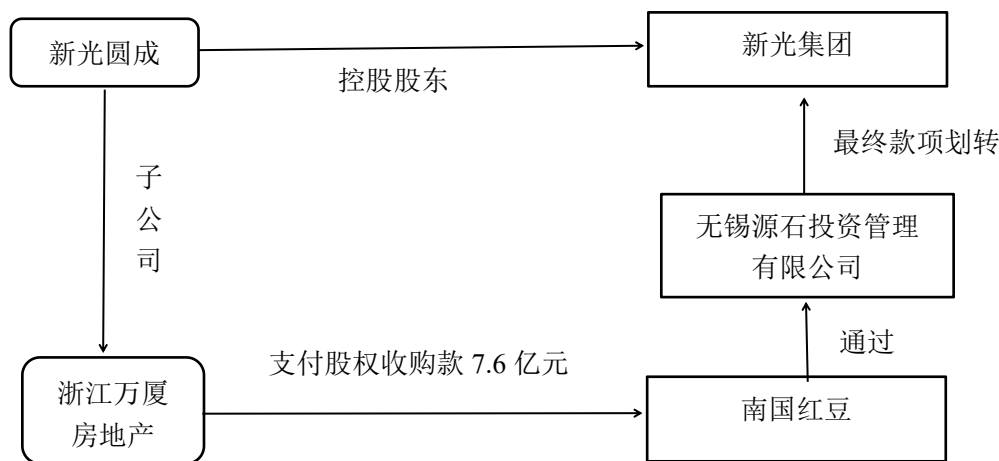


图 3.4 事件一详情图解

事件二：在未经债权人授权的情况下，以债务转移方式向新光集团提供资金

2018年5月4日，根据新光圆成董事长虞云新的要求，在未获债权人批准的情况下，新光圆成及其子公司万某地产未能按照约定的金额归还新疆华凌工贸（集团）股份公司的10116.67万元、江西跃启实业股份公司的30727.78万元、上海市坪凡实业股份公司的20433.33万元以及自然人陈某的6245万元的债务，而是将资金转付新光集团，而新光集团也未能按照约定的金额归还这些款项，从而导致了这些资金由其实际占用。虞云新下发的付款命令，由财务总监胡华龙和监事张云先实施，新光集团累计获得了共计67522.78万元的资金，占2017年底企业净资产比例的8.41%。

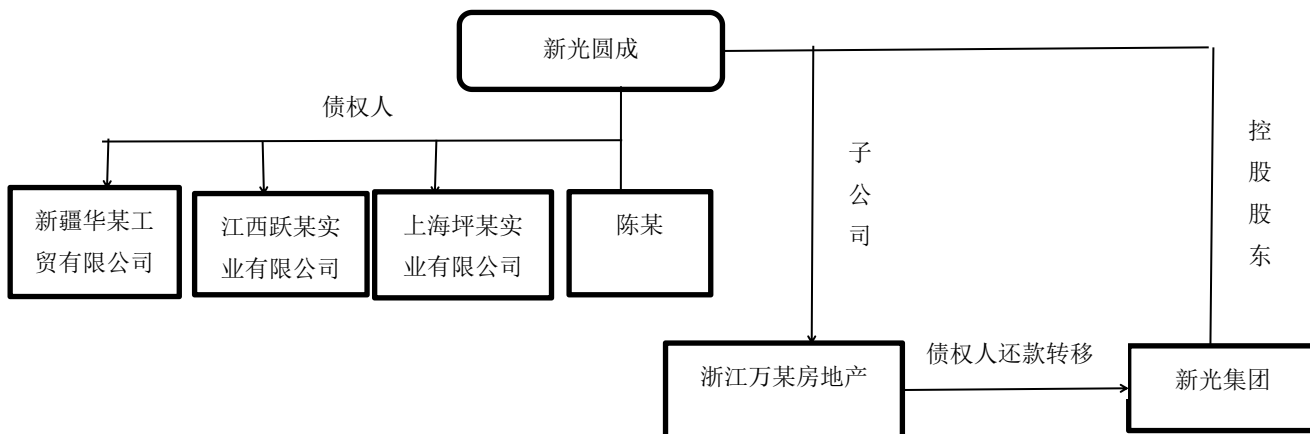


图 3.5 事件二详情图解

经过对新光圆成的两起事件分析，本文发现，新光集团在2018年的资本需求中，需要83亿元与中国传动重组发展制造业，以平衡房地产行业的危机，但由于账面仅存2亿元可用货币资金，使得新光圆成无法满足重组条件，因此，新光圆成被迫实施一系列的资本侵占行为，共计达到14.65亿元。然而，大股东未能将质押融资用于公司此项业务，而是私自占有，这直接暴露出他们对公司利益的侵占意图。

事件三：未履行正常审批程序对外担保

因新光集团下属的中小型企业或关联企业资金周转困难，无法满足其流动资金的需要，新光圆成在向一家商业银行申请贷款和与其他中小型企业或个人借贷流动资金时，违规使用新光圆成的印章签署了一份保证合同，其中包括：2017

年 12 月到 2018 年 9 月，新光圆成违规为虞云新夫妇，以及新光集团及其下属浙江新光首饰有限公司（新光首饰）、上海希坪工业有限公司（上海希坪）等相关单位提供了 30.57 亿元的保证，致使新光集团流动资金出现短缺，严重影响了公司的正常经营。特定的不符合条件的担保，如表 3.9 所示：

表 3.9 新光圆成未履行内部审批程序为大股东新光集团提供担保情况明细表

借款人	贷款人	金额(万元)	借款日	还款日	担保方式	备注
新光集团	某银行 1	30000	2018/2/5	2019/1/31		
新光集团	某银行 1	9500	2018/2/8	2019/2/11		
新光集团	某银行 1	5500	2018/2/12	2019/2/11		
新光集团	某银行 1	3500	2018/2/12	2019/2/11		
新光集团	某银行 1	16500	2018/2/13	2019/2/11		
新光集团	某银行 1	10000	2018/3/5	2019/2/11		
新光集团	某银行 1	5000	2018/4/10	2019/2/11		
新光集团	某银行 1	5000	2018/4/14	2019/2/11		
新光集团	某银行 1	5000	2018/6/14	2019/6/13		
新光集团	深圳某公司 1	15000	2017/12/8	时间不定		
新光集团	深圳某公司 2	12000	2018/6/20	时间不定		
新光集团	深圳某公司 3	2000	2018/8/24	时间不定		
周晓光	上海某公司 1	5000	2018/3/6	时间不定		
新光集团	上海某公司 1	5000	2018/3/8	时间不定		
新光集团	上海某公司 1	10000	2018/3/12	时间不定		
新光集团	上海某公司 1	10000	2018/3/13	时间不定		
新光集团	上海某公司 1	6445	2018/5/29	时间不定		
新光集团	上海某公司 1	500	2018/7/5	时间不定		
新光集团	上海某公司 1	5439.25	2018/7/5	时间不定		新光圆成未提供合同担保
新光集团	上海某公司 1	7558	2018/8/1	时间不定		
新光集团	上海某公司 1	8100	2018/8/21	时间不定		
新光集团	上海某公司 2	491	2018/6/25	时间不定		
新光集团	自然人赵某	8000	2018/3/16	时间不定		
新光饰品	自然人刘某 1	1000	2018/6/26	时间不定		
虞云新	自然人范某	10000	2017/11/27	时间不定		
虞云新	自然人刘某 1	2000	2018/6/8	时间不定		
周晓光	自然人陈某	3000	2018/6/11	时间不定		
周晓光	自然人肖某	4000	2018/6/28	时间不定		
合计		205533.25				

数据来源：东方财富 choice 数据库

由于大股东的违约担保事件，新光圆成一夜之间背负上了巨大债务，债权人在债务逾期情况下不断起诉，并要求司法冻结公司资产，以便偿还债务。而新光圆成未能实现 40 亿元的业绩承诺，更无法筹集足够的资金来偿还债务，这使得新光圆成的经营陷入了困境。

在对这起严重违法事件进行了详细的分析后，新光圆成股份有限公司出现了严重的财务问题，其在房地产领域的发展几乎是不可能的事情，只能通过向商业银行贷款等方式进行股票质押来筹集资金来维持经营。因此，大股东新光集团侵占新光圆成的资金必定来源于股权质押，占用的款项最终并未被用于新光圆成公司的日常经营。新光集团的行为极大地体现了控制权理论的精髓：他们利用自身的控制权，将新光圆成有限公司的日常经营决策完全掌握在自己手中，而新光圆成内部控制薄弱的问题也为他们提供了可乘之机，进而实现了其利益的侵占。由于大股东股权质押所获取的款项用途没有得到充分披露，从而导致了利益关联各方的信息不对称，并在此条件下实现了恶意操作。所以，本文得出定论，大股东股权质押存在着侵犯上市公司权益的动机。

## 4 控股股东股权质押下的掏空行为分析

### 4.1 股权质押对掏空行为的作用机制

#### 4.1.1 股权质押对两权分离的影响

当股权出质的时候，股权所涉及的现金流权被转移给质权人，但是控制权仍然保留在出质人一方，所以股权质押行为会导致两权分离的情况的发生。新光集团在新光圆成重组上市后，始终是持股量最多的主要股东，其持有比率最高时达到 71.05%，而实际控制人虞云新的持有比率则为 7.89%，但随着企业增发股票，新光集团的股票持有比率降低至 62.05%，虞云新的持有比率则降至 6.89%。虽然新光集团的持股比例有所降低，但它仍然拥有对企业的绝对控制权，在人事任免、经营规划、投资决策、财务管理等工作方面，新光集团拥有比其他股东更大的决策权。由于出于大股东的掏空动机，大股东的股权质押行为并未计划赎回标的股权，因此可以认为大股东每次的股权质押行为都造成了两权分离。通过 La Porta (1999) 的研究提供的计算方法，根据新光圆成内部股权结构的变化，我们可以准确计算出 2016-2020 年控股股东新光集团的两权分离程度。

表 4.1 新光圆成控股股东新光集团股权质押前后两权分离程度表

年份	股权质押前			股权质押后			VP-CFP
	VP1	CFP1	VP1-CFP1	VP2	CFP2	VP2-CFP2	
2016年	62.05%	62.05%	-	62.05%	17.75%	44.30%	44.30%
2017年	62.05%	62.05%	-	62.05%	1.66%	60.39%	60.39%
2018年	62.05%	62.05%	-	62.05%	1.06%	60.99%	60.99%
2019年	62.05%	62.05%	-	62.05%	1.06%	60.99%	60.99%
2020年	62.05%	62.05%	-	62.05%	1.05%	60.99%	60.99%

数据来源：根据上市公司年报整理

根据表 4.1 的数据，大股东新光集团的股权质押频次较高，使得控制权和现金流权的分离情况日益加剧，2018 年质押结束后，控股股东股权质押比率达到了 98.30%，而现金流权只剩下 1.05%，这使得控制权和现金流权的绝对值差值达

到了 60.99%，相对差异值也达到了 59.1。而大股东新光集团对上市公司是直接控股而非链条式控制，因此股权质押是导致两权分离的唯一原因。

Burkart、Panunzi（1998）在对“两权分离”问题的研究中，本文认为，如果大股东所持有的控制权与其所持有的现金流量不相匹配，则较少的现金流量很可能会导致对公司的利益侵占。所以，新光圆成股东的股权质押，造成了公司“两权”分离，这样高的质押率，以及“两权”分离程度，极大地加大了公司被侵犯利益的风险。

#### 4.1.2 股权质押对掏空成本的影响

掏空行为通常会对公司经营和财务状况造成不良影响，造成公司价值的急剧降低，股东所持股份的市值也会相应降低。如果股东通过股权质押进行掏空，那么在股票价格跌破警戒线时，出质股东就必须用现金和现金等价物来补仓，这就是股东所要付出的掏空成本。另外，股东进行股权质押还要缴纳相关的利息和手续费。所以，在股权质押下进行掏空的成本主要是标的股票价值下跌的部分和相关费用，但是，股东也可以通过股权质押提前实现股份的变现，以此来补偿因标的公司股价下跌而产生的掏空成本。举个例子，2018年4月10日，新光公司进行了一次股票质押，股票质押开始时的股价是 10.68 元/股，按照目前金融市场上 40% 的股票质押率来看，新光公司能够获得的资金总额是 4272.00 万元（ $1000 \times 10.68 \times 40\%$ ）。假定截止到质押解除日，企业的股票价格高于 4.28 元/股，且大股东有充足的现金赎回的情况下，通常会考虑赎回质押股份。但是，当股票价格低于这个价格的时候，大股东可能会选择放弃赎回。因为这意味着，赎回质押股票，他们会直接承受损失。由于货币具有时间成本，大股东更有可能放弃赎回股份。很显然，大股东会利用质押来获取标的股份的货币价值，并且往往会在股票价格较高时予以质押，这样他们就能获取更高的收益，当股价下跌时，他们也能更容易地弥补掏空成本，这无疑加剧了大股东对上市公司的利益侵占。

### 4.2 控股股东掏空路径分析

#### 4.2.1 第一阶段：股权质押

在本案例中，股权质押行为是大股东“掏空”行为的初始环节。浅析股权质押



贷款的运作机理，我们可以发现，一方面，股权质押会导致两权分离，使得大股东更有可能实施掏空行为；同时，通过股权质押可以使公司在短时间内获得现金，减少了股东的掏空成本。所以，股权质押对提高股东挖空行为的动力是非常有效的，增加掏空收益。经过前文的分析，自新光圆成成功借壳上市后，大股东新光集团便将其持有的股权屡次予以质押。截至2021年7月17日，新光圆成实际控制人已完成股权质押29笔，质押比率基本保持在80%以上。

#### 4.2.2 第二阶段：资金占用

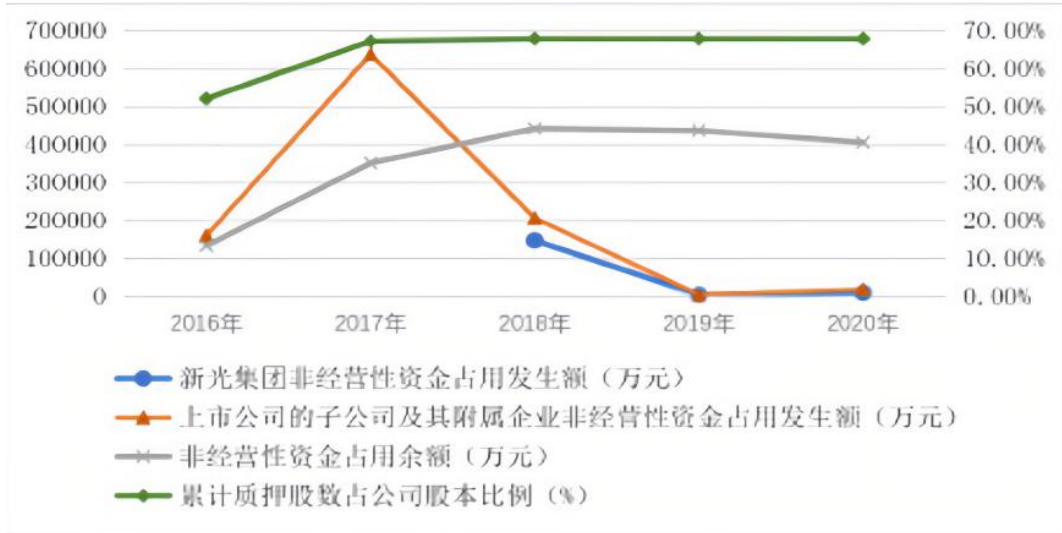
从2018年新光圆成内部审计后的信息披露，以及中国证监会于2019年3月28日下发的《调查通知书》（皖证调查字2019031），都可以看出，该公司近年来的非经营性资金占用，从表4.6和图4.3可以看出，近几年来，该公司非经营性资金的占用，从2016年开始，随着大股东的股权质押，该公司非经营性资金的占用，整体上出现了增加的趋势，并且与大股东的股权质押率的变动趋势相吻合。新光圆在2016、2017年与其子公司及下属公司发生的非经营性交易往来款，分别为159,896.31万元、638,225.15万元，分别占当年总资产的10.41%、38.9%。新光集团是第一大股东，新光集团在2018年向其下属公司和子公司提供了147199.85万元的非经营性资金，以及205,942.38万元的非经营性资金。2018年，上市公司非经营性资金占用余额快速增长，从2016年的133,317.24万元增至442,113.49万元，达到了一个新的高度，占到了当年上市公司资产总额的29.61%。尽管2018年之后，上市公司的非经营性资金占用发生额出现了明显的减少，但是，非经营性资金占用余额并没有得到缓解，依然维持在40亿元以上，其所占的比例也在持续增加，到2020年，其数量猛增到36.70%。

表 4.2 新光圆成历年非经营性资金占用情况

单位：万元

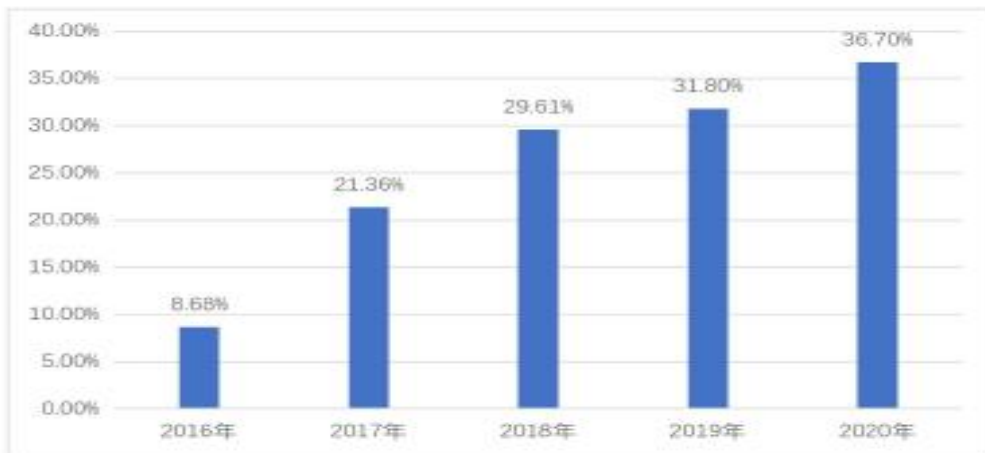
年份	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
新光集团非经营性资金占用发生额			147,120.80	4,152.00	9,473.40
上市公司的子公司及其附属企业非经营性资金占用发生额	159,897.21	638,225.16	205,942.43	4,133.72	18,116.71
非经营性资金占用余额	133,317.25	350,977.61	442,114.50	436,861.63	405,661.98

数据来源：根据上市公司公告整理



数据来源：根据上市公司公告整理

图 4.1 新光圆成历年非经营性资金占用趋势图



数据来源：根据上市公司公告整理

图 4.2 新光圆成历年非经营性资金占用余额占资产总额比例图

据中国证券监督管理委员会的调查，新光圆成在 2018 年并没有遵守上市公司的内部审批程序，而是多次以借款、股票收购等名义，对新光公司进行了大规模的非经营性占用。新光圆成实际控制人虞云新在 2018 年 5 月 4 号，未按规定的内部审批程序，将应向乌鲁木齐华凌实业（控股）有限公司，江西跃启实业有限公司，北京上海坪凡实业有限公司，以及自然人陈某支付的 6.75 亿元债务，转入其控股股东新光集团账户，该债务被其控股股东占用，至今仍未归还。2018 年 10 月 16 号，该公司收到上海市一中级人民法院发出的债权人诉讼通知，故于

10月31日，该公司被迫公开该非经营性资金被占用的事实。到了这个时候，上市公司中出现了大股东“掏空”的现象。截止到2018年年底，新光集团拥有的非营运资金为147199.85万元，占公司总资产的18.25%。

#### 4.2.3 第三阶段：关联担保

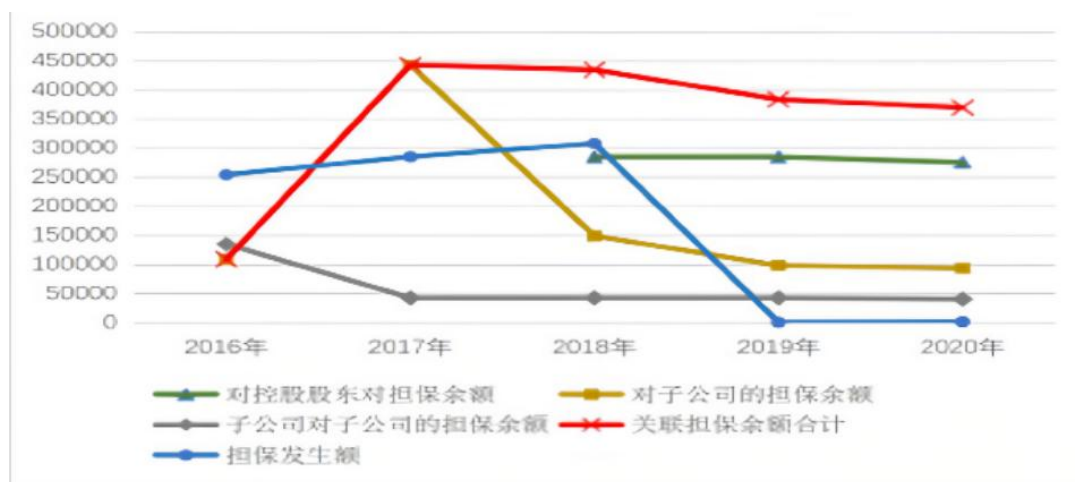
最近几年，我国上市公司关联担保现象频发，担保范围和金额不断扩大，大股东通过上市公司担保向银行或其他非金融机构获取融资本无可厚非，但由于外部监管无力、银行信贷制度不完备或者公司内部监管体系不完整等因素，实际上将风险转嫁给了上市公司，复杂的担保行为，如转嫁贷款、违规担保、恶意担保等成为大股东掏空公司的常见手段。表4.3和图4.3显示了新光圆成年报披露的关联担保情况，我们能够看到，从2016年到2018年，公司的关联担保数量呈现出明确的上升趋势，其中主要担保对象为其控股股东及其子公司。2018年的关联担保发生额达到了惊人的307,900.00万元，而当年的关联担保余额也达到了434,100.00万元，占上市公司年末净资产的53.8%。2018年以来，公司的关联担保发生额大幅下降，但其关联担保余额仍然超过35亿元。这表明上市公司承担着极大的担保风险。

表 4.3 新光圆成历年关联担保明细

单位：万元

年份	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
对控股股东的担保余额			285,000.00	285,000.00	275,527.60
对子公司的担保余额	109,100.00	442,600.00	149,100.00	98,497.90	93,882.46
子公司对子公司的担保余额	135,000.00	42,800.00	42,800.00	42,800.00	40,810.70
关联担保余额合计	109,000.00	442,600.00	434,100.00	383,497.90	369,410.06
担保发生额	254,150.00	285,200.00	307,900.00	1,000.00	2,000.00

数据来源：根据上市公司年报整理



数据来源：根据上市公司年报整理绘制

图 4.3 新光圆成历年关联担保趋势图

除了新光圆成所披露的相关担保外，该公司还有其它没有公开的相关担保事项。中国证监会查明，2017-2018 年间，虞云新与其妻子在未经上市公司内部审批与决策程序同意的情况下，为新光集团与其子公司提供贷款担保用印，并没有及时对外公布。在 2018 年 11 月，新光圆成首次公布了其违规担保的详细信息，共 305,733.250 元，其中，对新光圆成的违规担保占 91.76%，为 280,533.2501.76%。

自 2018 年 9 月起，新光集团作为第一大股东，由于融资困难，导致公司无法按时还款，导致公司于 2019 年 4 月 25 号进入破产程序，连带着新光圆成也陷入了一场重大的担保纠纷，公司背负了大量的债务，部分资产和出售的房产被法院冻结、没收，公司的运营受到了极大的影响。截止到 2020 年 12 月 31 日，在企业对控股股东的关联担保事件中，对 555,267.82 万元的债权金额，计提了 51,976.15 万元的预计负债，占到了期末总资产的 40.90%。在股权质押期间，企业为大股东提供的关联担保金额过大，超过了其所能承受的范围，导致上市公司出现了重大的债务危机。随着大股东持股比例的提高，公司关联担保的结余也大幅增长。很明显，大股东利用了关联担保来获取控制权的私利，从而掏空公司。

#### 4.2.4 第四阶段：质押违约

在新光圆成被虞云新挖走了一大笔钱后，虞云新离开了公司，但他依然是公司的掌舵人，对公司的发展战略、重大决策，都有很大的话语权。

虞云新离职后，经公司董事会调查，发现其在任职期间，有侵害公司利益的情况发生。之后证券监督管理局发布了对周晓光，虞云新的股份质押，信息披露违规，关联方资金占用，关联交易未披露等违法违规情况的初步调查结果，作出了行政处罚。上述消息直接造成了新光圆成复牌后的股票大幅下挫，而下挫的股票价格对于质押人来说明显是个坏消息。尽管设置警戒线、平仓线能够最大限度地减少质押人的损失，但是虞云新的全部股份都已被法院冻结三年之久，对于爆仓的质押股份是不可能强制平仓的，质押人只有承受股票价格的涨跌。

目前，股票质押后再被冻结的案例在我国资本市场上还是首次出现。一般情况下，在股权质押到期解除时，出质人应当支付融资本金和剩余融资利息等费用，从而实现对股权的赎回。此外，股权质押的处置方式有展期、补仓、债转股、强制平仓等。在本案例中，当质权人面临股票质押出现爆仓而又不能强制平仓时，只有通过法律途径要求返还资金和有关费用。但是，大股东的出逃对股权质押制度的履行有直接的影响。尽管名义上虽然表面上的股权并没有发生变化，但是却向外界发出了一个信号，那就是股东们已经放弃了对公司股份的控制和对公司股份的控制。在大股东出逃之后，在股票质押被爆仓之后，没有人可以用股票或者资金来填补股票的仓位，法院会对此做出法院的判决，要求公司将股票返还并进行赔偿。这笔钱，谁也拿不出来。这就是融资融券对质押人而言，是一种不良贷款。对于质权人来说，股权质押的违约会导致公司帐面上出现大量的坏帐，特别是大量的股权质押，很容易对公司的经营产生不利的影响。但是对于周晓光，虞云新，他们在违约之后选择了逃避质权人的责任，只需要支付购买股票的成本和融资的费用就可以得到一笔巨大的资金。从那以后，新光集团的大股东，就彻底掏空了公司，最后落荒而逃。

## 4.3 股权质押下实现掏空行为的原因分析

### 4.3.1 金字塔式股权结构

从2016年开始，新光集团就出现了“一股独大”的情况，虞云新和周晓光分别持有超过60%的股份，将新光集团的控制权牢牢地掌握在自己手中。新光集团内部的股份平衡状况，将成为大股东是否能够成功地将公司掏空的一个重要因素。我们可以用一个指标来衡量一个公司的股权平衡状况，这个指标值较大，说

明一个公司的股东平衡状况较好。依据徐莉萍等人（2006）的研究成果，我们将虞云新夫妇在上市公司前十大股东中所持的股份与其余十大股东在前十大股东中所持的股份分开进行合并，通过对合并后的前十大股东所持股份的总和与实际控制人虞云新夫妇所持股份的比率进行测算和分析，从而对公司的股权制衡情况做出一个估计。

表4.4 新光圆成2016年-2020年大股东股权制衡情况表

年度	虞云新夫妇持股合计	其余前十大股东持股 合计	股权制衡程度
2016年	76.90%	7.71%	0.10
2017年	76.88%	7.71%	0.10
2018年	75.39%	7.71%	0.08
2019年	74.57%	7.71%	0.07
2020年	72.85%	7.71%	0.09

数据来源：根据上市公司年报整理计算

根据表 4.5 的数据，我们可以看到，在新光圆成的股权架构下，其他前十大主要股东对虞云新夫妇股权制衡程度最高仅为 0.1，这表明其他股东无法有效地制约大股东的掏空行为，使得公司的控制权一直把持在虞云新夫妇手里，而这成为了大股东的掏空行为能够顺利进行的重要原因。

### 4.3.2 内部治理制度不完善

在新光圆成 2019 年和 2020 年的内部控制鉴定报告中，中勤万信会计师事务所和中兴华会计师事务所均对其面临的两大内在控制缺陷给出了否定意见，主要表现在：一是在财务报告中存在违规担保和大股东非经营性资金占用；二是在印章的管理和使用方面存在不规范。从新光圆成的内部控制五个方面对其进行了剖析。

在内部环境方面，新光圆成股权过于集中，大股东掌握着上市公司绝对的话语权，公司内部缺少制衡力量，董事会和监事会成员多从上市公司子公司中挑选，缺乏必要的独立性，内部环境的不完善似的公司的内部控制难以正常运转；在风险评估方面，上市公司应及时识别经营风险并做出相应对策，但新光圆成的内部

控制不仅未能识别出大股东违规担保和非经营性资金占用等掏空行为，甚至帮助大股东进行了刻意的隐瞒，这使得上市公司承受了巨大的经济损失；在控制活动方面，新光圆成的内部审批制度存在重大缺陷，大股东违规挪用公司公章进行关联担保签订一系列借款合同，而且一切行为均跳过了公司内部授权审批流程，致使大股东能够顺利实施掏空行为；在信息与沟通上，上市公司中的一些知情的管理层并没有及时地向董事会、监事会及公司内审机构通报大股东的掏空行为。在大股东的掏空行为发生之后，公司也没有及时向外部展开信息披露，公司内外信息传递的不顺畅给大股东的掏空行为创造了机会。关于内部监管，2016-2017年，上市公司的监事会工作报告显示，公司没有出现任何违规行为，但是，事实上，上市公司在2017年，分别与浙江万夏和南国红豆签署了一份虚假的股权转让协议，并且在2018年，以购买股份的名义，将2.6亿元的资金直接转到了控股股东新光公司的账户上，从而表明，监事会没有起到应有的监管作用。

通过上文论述，新光圆成的内部控制制度丧失其应有作用，流于形式，甚至为大股东的掏空行为提供了便利。

#### 4.3.3 法律法规不健全

健全的法律体系和监管体系能够对大股东的掏空公司行为起到一定的制约作用，提高其“掏空”的成本，减少其掏空公司的动力。但是，因为当前，我国资本市场中存在着股权结构过于集中的问题，对中小股东的法治保护体系还不完善，缺乏保护意识，对大股东的监管还存在着漏洞，这就造成了大股东对中小股东的权益的侵害抱有侥幸心理，这就使得在外部层面上，对大股东的挖空行为的抑制能力并没有得到很好的发挥。

2017-2018年，新光集团大股东通过违规担保、关联交易、违规信息披露等一系列违规操作，严重影响了上市公司的正常经营，中国证监会直至2019年年初才开始对其立案，2020年1月才开始对相关人员做出相应的行政处罚，说明我国资本市场的监管体系并没有对其形成有效的遏制，而且处罚力度也不够大，处罚存在着一定的滞后。另外，在惩罚措施缺乏的情况下，大股东和经理们更倾向于为个人利益而承担风险，这也使得这种现象很难被遏制。所以，为了防止这种情况的发生，监管部门应当加大对公司和相关责任人的惩罚力度。

#### 4.3.4 会计师事务所独立性缺失

审计师事务所作为具有独立性能够出具审计意见的第三方机构,在确保上市公司会计信息的真实有效、监督上市公司的合规运营、保障中小股东的合法权益及维护资本市场的稳定性方面,起到了重要的作用。

最近几年,中勤万信会计师事务所负责新光圆成的审计事务,二者之间具有经济利益具有关联,出于谨慎性原则,虽然未在研究中发现控股股东与审计机构之间进行合谋的证据,但本文依旧保持合理怀疑的态度,在审核新光圆成的业务流程中,中勤万信会计师事务所未能发觉潜在经营风险,也未能深度挖掘审计事项。在2017年,中勤万信会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告,未发现大股东对上市公司的资金占用情况,但是,在随后的新光圆成自查中,该审计年度内公司出现违规对外担保行为。直到2018年新光圆成被证监会进行调查和企业自查后,中勤万信会计师事务所才出具了保留意见的审计报告,披露出了大股东资金占用情况。这表明,外审机构在出现情况时会产生迟滞性,缺乏监管辨别的意识。此外,还可能由于缺乏充足的审计证据造成识别偏差,从而造成监督落实不到位。

#### 4.4 股权质押下掏空行为对公司财务及利益相关者的影响分析

##### 4.4.1 对公司财务状况影响

###### 4.4.1.1 偿债能力

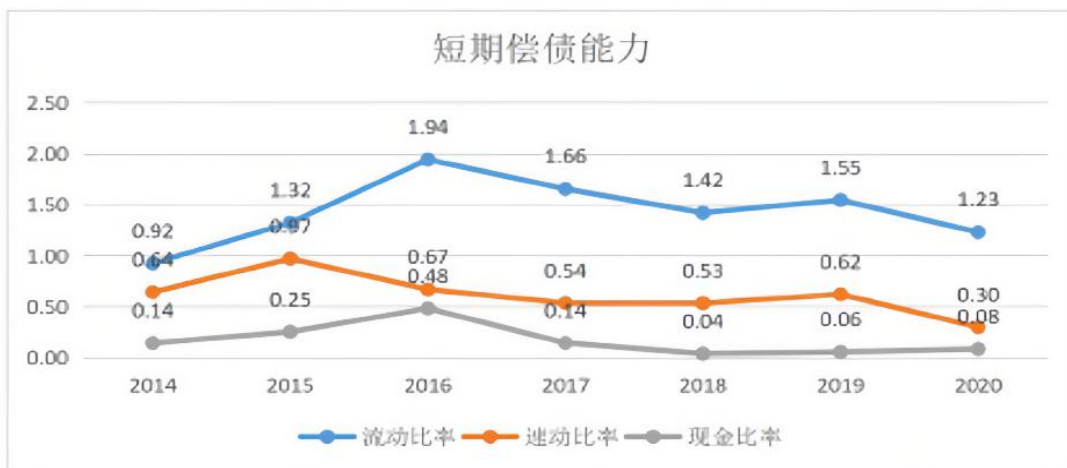
新光圆成的控股股东新光集团利用新光圆成对外借款和违规担保等手段,大量侵占企业资金,致使上市公司流动资金大幅减少,负债大量增加,从而使企业存在着偿债能力不足的经营风险。对于企业的偿债能力,通常可以根据偿还债务的期限分为短期偿债能力和长期偿债能力,本文主要选取了能代表新光圆成相关能力的指标来衡量其偿债能力的大小及变化情况。

表 4.5 2014-2020 年新光圆成偿债能力分析表

项目		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
短期偿债	流动比率	0.92	1.22	1.94	1.66	1.42	1.55	1.23
	速动比率	0.64	0.94	0.67	0.54	0.52	0.62	0.3
	现金比率	0.14	0.25	0.43	0.14	0.04	0.06	0.08
长期偿债	资产负债率	0.36	0.28	0.32	0.49	0.46	0.78	1.02
	利息保障倍数	0.06	0.92	10.66	8.30	0.06	-8.47	-7.16

数据来源:东方财富 choice 数据中心





a 数据来源：东方财富 choice 数据中心

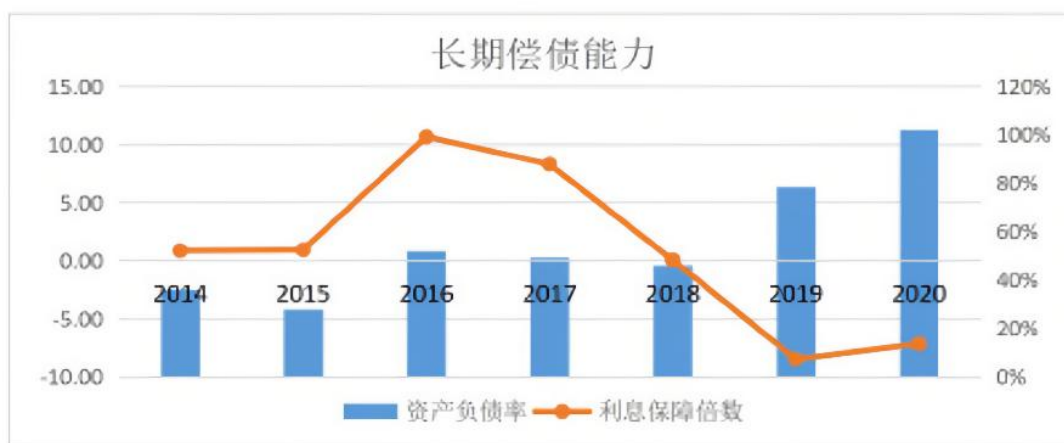
图 4.4 新光圆成 2014-2020 年短期偿债能力指标趋势图

通过流动比率和速动比率可以评估企业的短期偿债能力，反应企业的流动资产情况。业界学者普遍认为，流动比率为 2 和速动比率为 1 是比较合理的，若低于这两个标准值，则说明企业的短期偿债能力和流动性不强，企业会面临财务困境，甚至可能发生破产的情况。根据上图，2015 年上市公司的速动比率高达 0.97，但由于 2016 年控股股东首次质押股权，企业的速动比率开始出现下滑，在 2018 年跌至 0.53，下降幅度达到 45%。此外，企业的流动比率也先升后降，从 2016 的最高值 1.94 一路下跌至 2018 的 1.42。前期上升是因为在很长一段时间内公司的短期偿债能力大幅低于标准值，因此公司管理层采取了一系列措施来改善这一情况，提高了流动比率和速动比率，以防止控股股东高比例的股权质押给企业带来重大影响。然而，由于控股股东股权质押比例的增加，企业的运营能力受到限制，保持流动比率和速动比率在标准值附近已变得非常困难，最终使得两种比率大幅度下降，波动剧烈。通过分析，我们可以发现企业的短期偿债能力非常不稳定。从现金比率方面来看，现金比率在 0.2 以上是比较健康的，然而从上图可以看出，新光圆成的现金比率从 2016 年以来长期处在较低水平，2018 年更是降至 0.04，远低于标准值。综合起来看，速动比率长期处在 1 以下，流动比率也处在 2 以下，现金比率远未达到 0.2 的标准值，这说明新光圆成的短期偿债能力较差，主要是由于企业大量外部借款，导致利息支出高昂，股权质押获取融资也很少能直接投入到公司的日常运营中来，使得企业融资压力极大，短期内不能得到解决，新光圆成的短期偿债能力始终处在不利的状态。

表 4. 6 2014-2020 年新光圆成公司偿债能力与同行业对比情况表。

项目		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
流动比率	新光圆成	0.92	1.32	1.94	1.66	1.42	1.55	1.23
	行业	1.67	2.12	1.83	1.69	1.52	1.47	1.61
速动比率	新光圆成	0.64	0.97	0.67	0.54	0.53	0.62	0.30
	行业	0.46	0.92	0.75	0.62	0.60	0.57	0.85
利息保障倍数	新光圆成	0.86	0.92	10.66	8.30	0.06	-8.47	-7.16
	行业	16.2	9.45	25.43	25.64	12.00	6.50	5.28

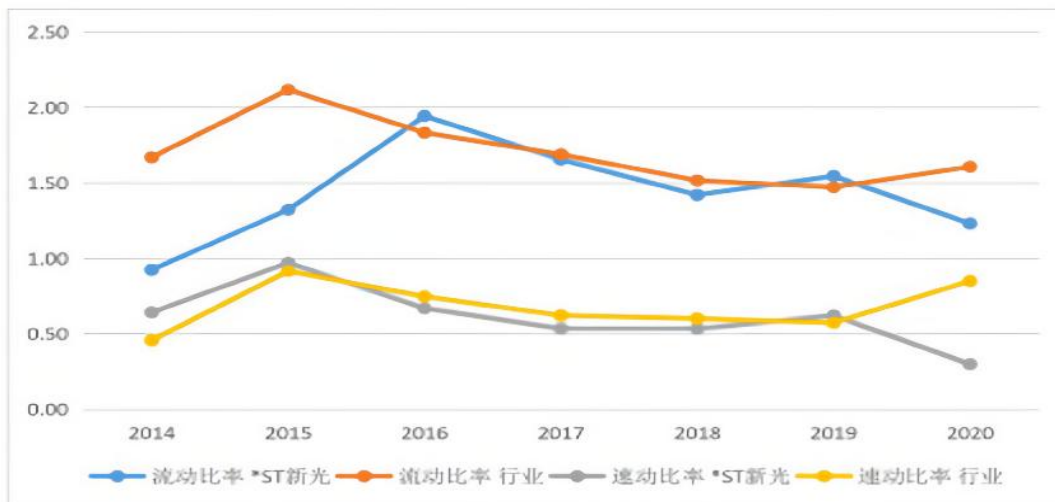
数据来源：东方财富 choice 数据中心



数据来源：东方财富 choice 数据中心

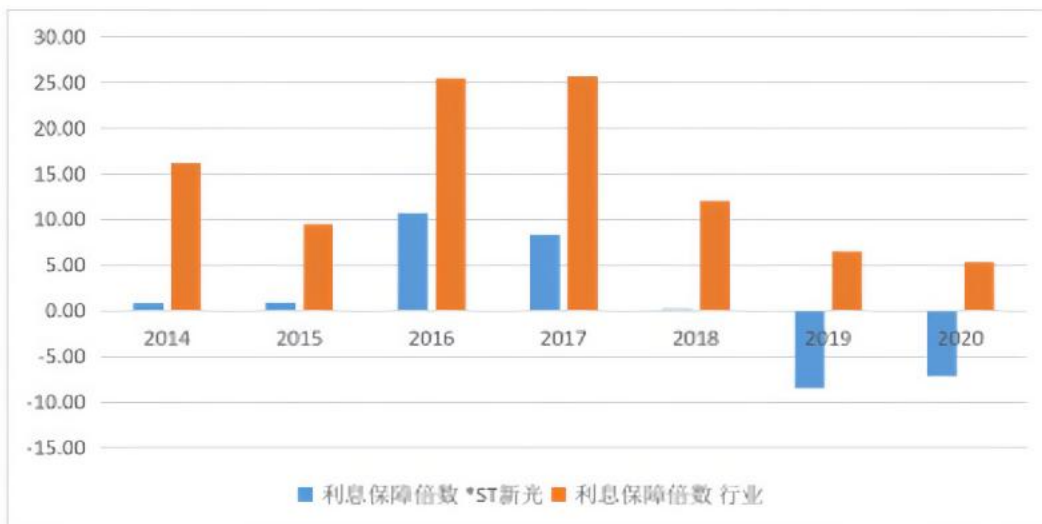
图 4.5 新光圆成 2014-2020 年长期偿债能力指标趋势图

从表 4.6 和图 4.5 可以看出，在 2015 年后，新光圆成的资产负债率一直保持在较高水平，大多数时候都超过了 50%，然而该比率从 2016 年的 52% 一直上升到 2020 年的 102%，说明新光圆成的债务杠杆过高，负债经营程度高，持续还款能力较弱，企业财务结构不合理。这是由于 2015 年以后，企业并购了部分债务资产比例较高的企业，使得企业每股净资产被稀释，而这些被收购的企业业绩不佳，盈利能力非常弱，从而使企业资产负债率上升，长期偿债能力受到负面影响。从 2016 年股权质押以来，利息保障倍数显著下降，从 2016 年的 10.66 一路跌至 2019 的最低点 -8.47，这一指标数值过低，将会严重影响企业的偿债稳定性和安全性。新光圆成通过股权质押获得的融资得以顺利进入高速扩张阶段，土地购买力不断增强，新开发建设项目数量也不断增多。然而，由于房地产存货项目的周期性较长，变现能力较弱，加上受行业宏观调控等因素的影响，企业的房屋销售量和回款速率都在减缓，企业偿债能力变弱，财务风险也相应加大。



数据来源：东方财富 choice 数据中心

图 4.6 2014-2020 年新光圆成与行业流动、速动比率对比图



数据来源：东方财富 choice 数据中心

图 4.7 2014-2020 年新光圆成与行业利息保障倍数对比图

根据图 4.6 和 4.7，随着 2017 年和 2018 年上市公司控股股东频繁的股权质押行为，新光圆成在流动比率和速动比率方面均低于同行业均值，这说明企业短期偿债能力低于行业平均。此外，新光圆成的利息保障倍数比同行业最高值要低于 3 倍以上，这更加凸显出其长期偿债能力的不足。

#### 4.4.1.2 盈利能力

盈利能力是衡量一定时期内企业运营业绩的好坏的指标，它不仅能反映企业的经营状况，还可以帮助企业识别出当前的问题，判断发展前景等，从而制订出

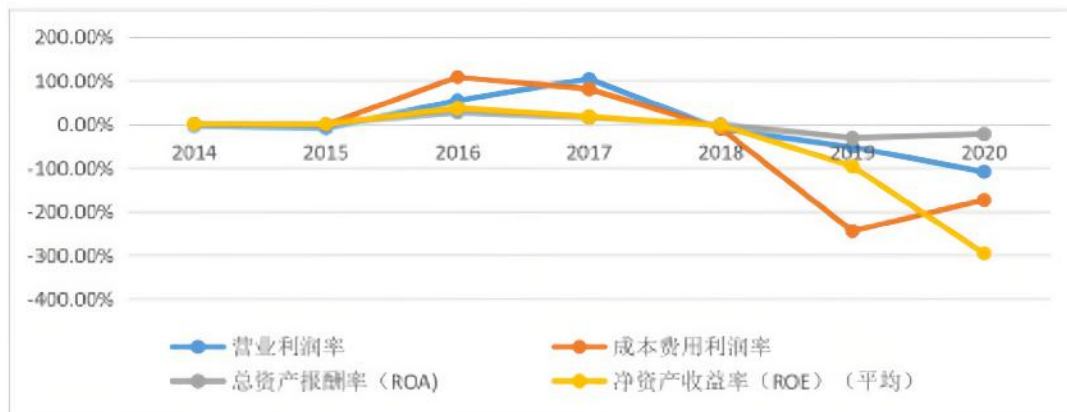
有效的对策。此外，企业的经营管理水平、财务状况以及面临的风险也会对企业的盈利能力产生影响。

新光圆成控股股东违规占用公司资金对上市公司进行掏空，严重损害了公司的经营状况，给公司带来了极大的损失。本文通过对新光圆成股权质押高发期的财务数据和行业平均值的对比分析，发现其大股东的资金占用对企业整体盈利能力有显著影响，具体如下表所示：

表 4.7 新光圆成 2014-2020 年盈利能力情况表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业利润率	-2.70%	-8.78%	54.40%	103.45%	-11.17%	-52.52%	-108.71%
成本费用率	0.46%	-1.16%	107.64%	80.18%	-9.68%	-244.36%	-173.39%
总资产报酬率 (ROA)	1.14%	1.33%	27.33%	14.89%	0.10%	-31.55%	-22.70%
净资产收益率 (ROE) (平均)	0.25%	0.41%	37.32%	17.63%	-2.69%	-96.36%	-295.23%

数据来源：东方财富 choice 数据中心



数据来源：东方财富 choice 数据中心

图 4.8 新光圆成 2014-2020 年盈利能力指标趋势图

根据上图，新光圆成有限公司的盈利能力整体呈现出一个波动性的下滑态势，尤其是在 2016-2019 年，盈利能力的下降速度非常快。表 4.7 和图 4.8 显示，在 2016 年之前，新光圆成的四个指标都呈现出一个上升的态势，但是随着 2016 年新光圆成控股股东首次股权质押情况的发生，尤其是在 2016-2019 年控股股东

的高频率高比例股权质押期间，该公司净资产收益率、成本费用利润率和总资产报酬率均呈现了下滑态势。净资产收益率体现了企业利用资产赚取利润的水平，其值越高且上涨速度越快，就说明企业的对外投资能够取得更多的收益。企业成本费用利润率是体现企业获利能力的指标，其值越高，企业能取得的收益就越多。从图中可看到，净资产收益率下降了 358%，成本费用利润率下降了 327%，这表明收益变差，获利能力减弱。从总资产报酬率来看，下降幅度较小，仅为 215%，而营业利润则先上升后下降，最终下降了 196%。这些指标的分析表明，自公司控股股东开始股权质押以来，盈利能力受到了严重的影响，导致盈利能力出现了剧烈的波动。尽管 2019 年以来，成本费用利润率有所上升，但从 2016 年开始的股权质押活动却严重损害了公司的盈利能力，甚至导致公司价值受到了极大的损害。

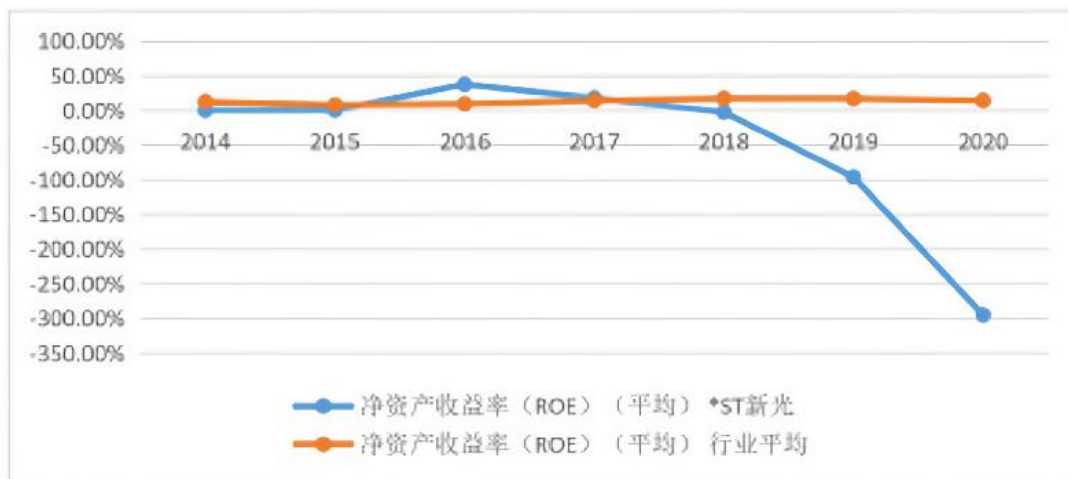
表 4.8 新光圆成盈利能力同行业对比分析表

项目		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业利润率	新光圆成	-2.70%	-8.78%	54.40%	102.45%	-11.17%	-52.52%	-108.71%
	行业	12.62%	9.28%	14.26%	17.73%	18.44%	18.33%	15.61%
净资产收益率 (ROE)	新光圆成	0.25%	0.41%	37.32%	17.62%	-2.68%	-96.36%	-295.23%
	行业	12.36%	7.78%	9.12%	12.95%	17.04%	16.78%	14.06%

数据来源：东方财富 choice 数据中心



图 4.9 2014-2020 年新光圆成与行业营业利润率对比图



数据来源：东方财富 choice 数据中心

图 4.10 2014-2020 年新光圆成与行业净资产收益率对比图

根据图 4.10 和图 4.11，新光圆成的净资产收益率显著低于业内平均值，其中，行业平均营业利润率比率为 20% 以内，净资产收益率也基本维持在 20% 以内。相较之下新光圆成的营业利润率从 2016 年开始出现缓慢上升的趋势，但随着大股东股权质押行为的加剧，在 2017 年达到顶峰之后便开始迅速下降，2018 年以后，新光圆成与行业均值之间的差距越来越大，截止 2019 年，两者之间的差距高达 124.32%。在净资产收益率方面，从 2016 年控股股东首次质押股权开始，公司净资产收益率 (ROE) 出现了显著下降，尤其是在 2018 年之后，下降幅度更加明显。相比之下，行业净资产收益率相对稳定。这说明控股股东股权质押对新光圆成的盈利能力造成了不利影响。

经过以上分析，我们可以发现，随着控股股东首次股权质押的实现，各项反映盈利能力的指标都出现了显著的下滑，而且与同行业的比较也表明企业的经营活动没有给公司业绩带来任何提升，反而使得企业获利能力变弱。在 2016-2020 四年间，新光圆成的盈利能力整体保持一致但呈现出下滑态势，与同行业比较，下滑程度更为显著，而同行业盈利能力的则处于稳中有较小波动的情况。根据对上市公司的相关调查可以得知，在 2016-2020 年期间，新光圆成正在加快扩张，并利用高比例的股权质押进行融资，而盈利能力下滑最快的时期也正是控股股东频繁质押股权的时期。由此可以得知，股权质押这种融资行为对企业的盈利能力造成了不良影响，损害了新光圆成的公司价值。

#### 4.4.1.3 营运能力

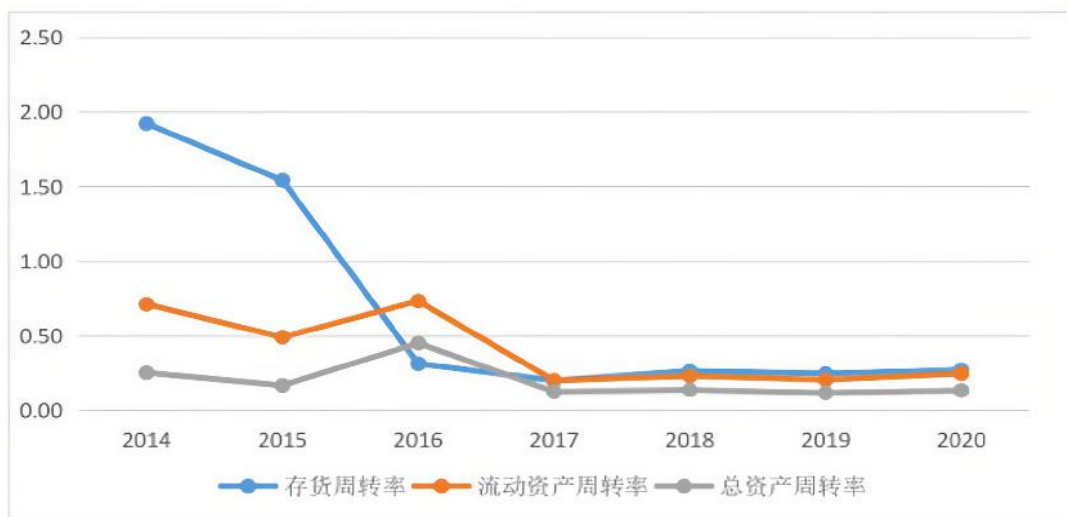
营运能力是指公司如何进行有效地控制和使用各项资产来获取利润的能力。企业资产流动性的强弱主要是通过资产周转率来反映，资产周转率越大，说明企业资产流动性越强，资产获取利润的能力就越强，能为公司创造更多价值。但是，假如公司经营管理不当，就会造成资产流动性减弱，进而影响公司的获利能力。因此，控制各项资产的流动性在合理的范围内对于公司来说十分重要。本文主要通过通过对总资产、流动资产、应收账款和存货四类资产周转率的计算，并与同行业平均值进行比较，反应企业资金周转和使用效率情况，从而衡量企业在股权质押前后的营运能力的变化情况。

表 4.9 新光圆成 2014-2020 年营运能力情况

单位：次

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存货周转率	1.92	1.54	0.31	0.20	0.26	0.25	0.27
应收账款周转率	1.60	0.94	16.18	4.51	5.20	10.09	9.19
流动资产周转率	0.71	0.49	0.73	0.20	0.23	0.21	0.25
总资产周转率	0.25	0.17	0.45	0.13	0.14	0.12	0.13

数据来源：东方财务 choice 数据库



数据来源：东方财务 choice 数据库

图 4.11 新光圆成 2014-2020 年营运能力指标趋势图

根据图 4.12，能够发现财务指标数值之间存在较大差距。在 2014-2017 年间，企业的存货周转率呈下滑态势，幅度较大。2016 年以来，随着公司控股股东股权质押开始，存货周转率的减少速度有所放缓，在 2017 年之后，企业的并购重组活动导致主营业务净利润获得了提升，流动资产周转率也因此出现了先降后升的态势，从 2014 年的 0.61 次上涨到了 0.73 的最高点值。由于 2016 年控股股东首次股权质押，该指标从原先的 0.73 次显著降低至 0.20 次，降幅高达 72%，而总资产周转率也从原先的 0.45 次显著降至 0.13 次。总体上说，2016 年控股股东股权质押后，企业存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均发生了明显的下跌趋势，尽管之后有所稳定，但与质押前相比，这些指标仍然低于前期。这些指标数值的减少，会造成资产流动性减弱，资产获取利润的速率减慢，企业价值能力减弱，这不利于新光圆成的运营能力。



数据来源：东方财富 choice 数据库

图 4.12 新光圆成 2014-2020 年应收账款周转率趋势图

根据图 4.13，新光圆成应收账款周转率在 2016 年前一直处于上行态势，从 2014 年的 1.6 上涨到 2016 年的 16.18，这表明近 2 年来，新光圆成应收账款状况有了明显的改善。2017、2018 年，控股股东大规模质押新光圆成股份，导致应收账款周转率急剧下降至 4.51，降幅达到 72%，而到了 2018 年，这一数值下滑至 5.2。由于控股股东不断进行股权质押，导致企业应收账款大幅增加，而大部分债务都是由其他的关联公司产生的。这说明，新光圆成的控股股东在其股权被质押后，为了最大限度地满足自身利益，就采用了经营性占款的方法，进一步



减小了应收账款周转率，导致了上市公司营运能力变弱。

表 4.10 新光圆成营运能力同行业对比分析表

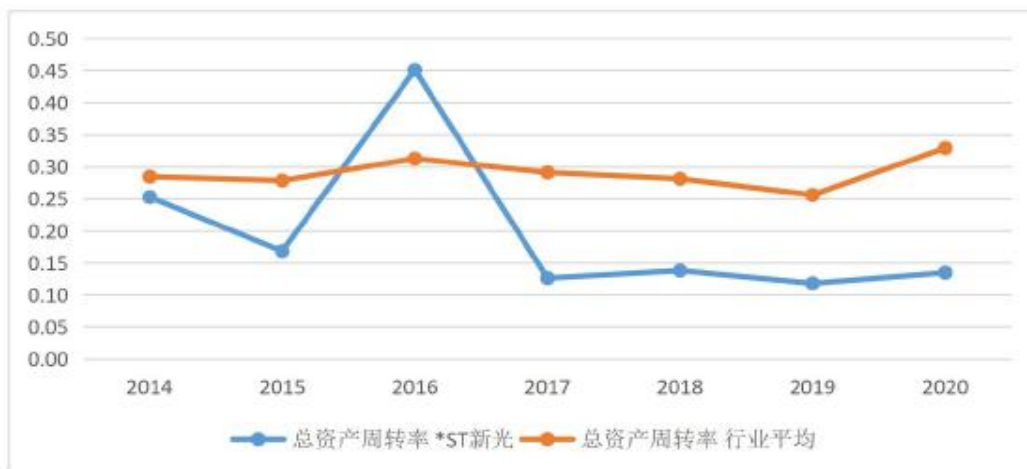
项目		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存货周 转率	新光圆 成	1.92	1.54	0.31	0.20	0.26	0.25	0.27
	行业	0.31	0.80	4.74	11.45	60.69	8.11	37.42
总资产 周转率	新光圆 成	0.25	0.17	0.45	0.13	0.14	0.12	0.13
	行业	0.28	0.28	0.31	0.29	0.28	0.26	0.33

数据来源：东方财富 choice 数据库



数据来源：东方财富 choice 数据库

图 4.13 2014-2020 年新光圆成与同行业存货周转率对比图



数据来源：东方财富 choice 数据库

图 4.14 2014-2020 年新光圆成与同行业总资产周转率对比图

根据以上图表可以看出,在2016年之前,新光圆成的存货周转率一直高于行业内平均值,说明企业存货周转能力较强。然而,由于2016年开始,控股股东屡次实施股权质押,企业存货周转率从2014年的1.92急剧下降至2016年的0.31,降幅高达83%。在2016-2018年,随着控股股东高比例高频率的股权质押开始,新光圆成的存货周转率一直维持在较低水平,而同行业却保持着快速上升的态势,在2018年更是达到了新光圆成的200倍以上。从总资产周转率来看,行业平均的总资产周转率比较平稳,在0.3上下波动,而新光圆成的总资产周转率在2016年前是低于行业平均水平的,且相差幅度较小,在2016年时,其总资产周转率开始高于行业水平,这可能是由于首次股权质押给企业带来了可观的现金流,激活了企业的经营活力。然而自2016年以后,新光圆成的总资产周转率急剧下降,远小于业内平均值,2017年其下降幅度甚至高达同行业的12倍,这说明新光圆成的总资产周转率明显不如行业均值,营运能力减弱

从2014-2020年的营运能力指标来看,大股东的股权质押行为显著降低了新光圆成的盈利能力,导致资产利用率和公司获利能力大幅下降,尤其是2017和2018年,这一情况更加明显,与同行业数据相比,差距甚大,这一结果完全证实了控股股东股权质押对新光圆成的营运能力造成了不良影响,不利于公司价值的提升。

## 4.4.2 对利益相关者的影响

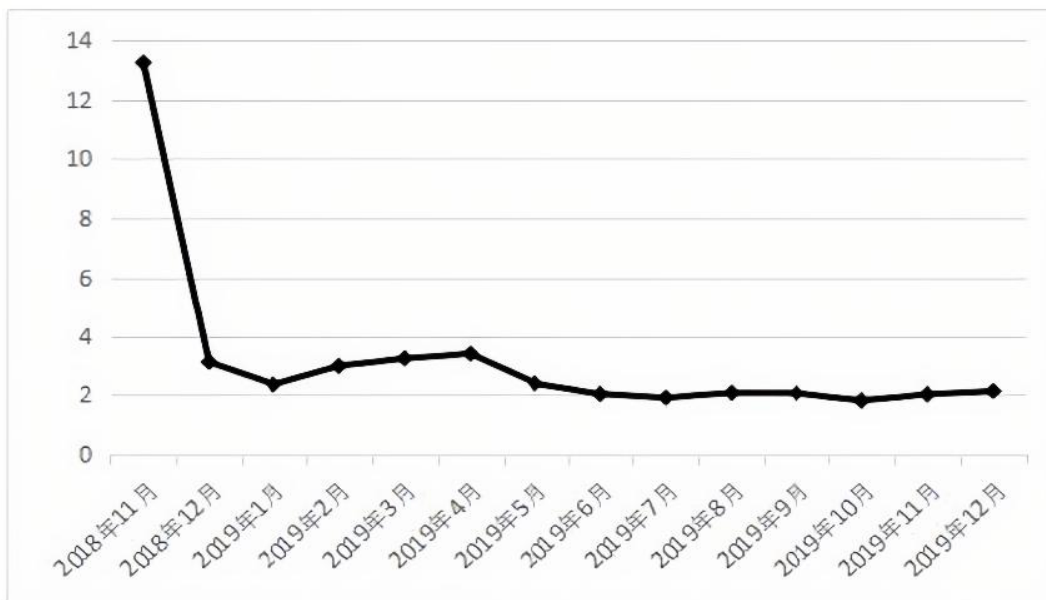
### 4.4.2.1 对中小股东的影响

在公司治理和股权结构方面,中小投资者一直都处在不利的位置,他们不可能获得公司内部的信息,他们唯一能够获得的就是公司的最新决策和财务状况的信息,而这些信息通常都具有一定的滞后性,所以,中小投资者只能被动地接受公司的现状,还可能会面临利益的损失。

上市公司控股股东资金占用是一个严重的问题,它会导致股价下跌,并影响公司的盈利能力和运营能力,难以吸引投资者购买该公司的股票。由于上市公司控股股东资金占用和重大内部控制缺陷等问题的存在,已经被深交所实施了其他风险警示,企业未来是否能持续经营存在很大的不确定性。中小股东可能会考虑撤出投资以保护自己的利益,但由于股市波动剧烈,他们将会遭受难以弥补的股

价下跌损失。

经过分析新光圆成在被曝出控股股东资金占用问题后 2018 年 11 月至 2019 年 12 月期间的股价，可以得知，新光圆成的股票价格一直呈现出下降态势，具体情况如图 4.12 所示：



数据来源：东方财富 choice 数据中心

图 4.15 新光圆成股价走势图

根据上图，新光圆成控股股东资金占用及违规担保等事件曝光后，截止到 2019 年 12 月，股票价格从 2018 年 11 月 1 日的高位 13.28 元大幅下跌至 2 元以下，股价萎缩了约 84%，给中小投资者造成了极大的经济损失。2020 年 1 月，新光圆成实际控制人周晓光和虞云新已向董事会辞职，资金占用的实际获利者却未能为此承担任何损失，而中小投资者则成为了控股股东谋取私利的献祭品，令人唏嘘不已。

#### 4.4.2.2 对债权人的影响

根据上文，新光圆成的偿债能力受到控股股东资金占用的影响不断减弱。截至 2019 年末，新光圆成的控股股东新光集团利用新光圆成的名义对外借款或进行关联担保等形式占用了新光圆成的资金总额高达 45.11 亿元，占新光圆成 2018 年期末净资产的 55.92%。新光集团因流动资金紧张等问题无法偿付大额借款，因此，新光集团试图通过转让或售出股权等方式来解决问题。然而，由于新光集

团的有关股份被司法冻结，它在短时间内无法满足债权人的还款要求。另外，新光圆成作为控股股东新光集团的借款偿债人和担保关联方，肩负着清偿欠款的义务，但由于其存在大额欠款逾期，被债权人起诉，致使公司多个银行帐户、部门股权及财产被冻结，严重影响了企业的营业收入和利润来源，使得企业资金的净流入无法满足到期偿还欠款的需求。新光圆成的诉讼未裁事项也会产生或有负债，致使负债总额增加，给企业带来更多的财务风险。

总而言之，新光圆成存在着大额欠款逾期的情况，但由于控股股东的偿还能力受到限制，加上新光圆成自身现金流量不充足、长期运营情况不稳定等因素，使得债权人的利益得不到有效的保障。

## 5 基于掏空动机视角的控股股东股权质押行为治理对策

### 5.1 对股权质押行为进行约束

#### 5.1.1 明确股权质押的频率及比例

新光圆成控股股东的股权质押显示出两个明显的特征：质押股权的比例极高，质押次数多，频次高，这显然会给投资者带来不利影响，但是却没有引起相关利益方的足够重视。因此限制高比例的质押是非常有必要的，因为这说明控股股东已经获得了足够的现金补偿的同时，弥补了掏空的成本，而且剩余的股份很大概率无法在股价下跌时得到充分补仓，从而导致公司正常经营受到控制权转移的影响，或者因放弃价值缩水的股权而严重损害质权人的利益。此外，股权质押的频次也反映出控股股东对资金的渴求程度，高频次质押通常表明控股股东正在面临财务困境，容易催生出大股东的掏空欲望。因此，应该完善股权质押的相关规定，限制高比例高频率的质押行为，防止公司在利好消息频出的时段操纵相关信息，频繁利用股权质押进行套现。

#### 5.1.2 限制控股股东股权质押后的表决权

由于股票质押导致了两权分离，即便控股股东掏空了上市公司，他们也只需要承担按持股比例的现金流损失的掏空成本，本文的案例企业新光圆成就是因为大股东在股权质押后的控制权大大超过了现金流权，出于为自身攫取利益的动机，利用控制权采用各种掏空手段将上市公司的利益转移到自己名下。两权分离是造成第二类代理问题的根源，所以，如果从限制控股股东股权质押后的表决权这一方面入手，就能够大大减小两权分离带来的影响。比如，当控股股东质押超出 50% 的股份后，已质押的股份不再享有相应的表决权这一手段来限制控股股东的实际控制权。

### 5.2 健全公司内部治理结构

#### 5.2.1 改善股权结构

因为股权的过分集中，控股股东拥有着公司生产经营决策的绝对话语权，使

得公司成为了“一言堂”。虽然这并不能够说明大股东必然会对上市公司进行掏空行为，但是掏空的需求与持股比例有着极大的关联性，随着持股比例的提高，利益在掏空下损失也就越大，股权价值在利润输送中产生的降低对控股股东来说得不偿失。然而新光圆成的控股股东持股比例尚未达到需要付出高额掏空成本的程度，而且公司内部没有可以制衡的大股东，中小股东的比重占了绝大部分，这使得控股股东可以随意对公司的经营进行决策，而且不会因为掏空行为付出较大代价。股权结构的不合理导致掏空成本低廉，催生了大股东的掏空动机使得掏空动机。因此，合理的股权结构能够有效地抑制掏空行为，例如当存在多个大股东时，每个股东很难做到一人独大；此外，机构投资者因其对公司经营的关注度高、对信息的分析和利用能力强，并能有效地监督公司内部违规行为，故为了改善“一股独大”的局面，可以考虑引入机构投资者或者鼓励员工持股，以此加强公司内部的股权制衡度。

### 5.2.2 健全董事会、监事会制度

监事会应当由股东、职工和债权人等利益相关者构成，并对各利益相关者的代表比例进行规定。此外，还可以对其日常工作进行细化与划分，比如，将其分为财务监督、人事管理监督等。除此之外，还可以对工作成效建立一个问责制，对本应避免但因监事会成员监督不力而导致的损失，应该给予一定的处罚。在引入独立董事制度的上市公司中，首先要确保受聘者的独立性，避免出现这种情况。这一制度更是被董事们利用来控制董事会。与此同时，也应该尽快建立起一套专门针对“独角兽”的制度。对董事制度进行立法，以明晰其法律责任，从而促使其更好地发挥其监督权力。

此外，还可以为独立董事创建一个职业档案，在其任职期间，将公司的发展情况和违规记录等信息都记录下来，并制定出相应的衡量标准，如果连续不能达到要求，就可以对其进行限制，甚至取消其担任上市公司独立董事的资格。

### 5.2.3 完善内部控制

经过对新光圆成的内部分析研究，发觉其内控存有许多缺陷，使得大股东的掏空行为有机可乘，因此，健全内部控制制度对企业的持续经营和正常发展尤为重要。首先，应当加强人力资源管理，提高员工的专业技能、道德素质和企业内部控制意识。其次，要完善公司董事会及监事会的结构，保障董事会人员选聘的

公证透明，保证监事会能独立运行，在这个基础上，可以考虑引入外部董事来专门监督董事会的运营情况，并且提高外部监事的比例以保证其公证性。再次，公司应当健全企业的风险评估体系，设立专门的风险评估部门，整理和改进企业业务流程体系，确立关键风险辨识点，及时识别并上报企业运行中的异常经营风险。最后，在信息与沟通方面，为了确保公司内部信息的有效和畅通，公司可以建立投诉热线和奖惩机制，并且确保公司任用的内部审计人员具备足够的专业知识和技能，以便能够有效地完成审计和监督工作，在日常的工作中也应加强对审计人员专业素质的培训。

## 5.3 优化外部治理结构

### 5.3.1 完善法律法规，提高掏空的违规成本

尽管我国于 2021 年颁布了更加严厉的股票质押制度，但是，通过前文的分析，我们可以看到，该制度仍然有许多有待完善之处。为了保护投资者的利益，保护投资者的利益，新规规定，单个 A 股股票的总体质押率不能超过 50%。但是，即便是现在，超过 50% 的公司也有数百家，其中 30%-50% 的公司就有 600 多家。像新光圆成这样的公司，实际控制人虞云新的股票已经质押了百分之三十多的股票，所以即便是控制了股票的总质押率，也无法将风险降到最低。本文认为可以在此基础上，对各股东的质押比例进行进一步规定，比如各股东所持股权的质押比例不超过 70% 等细则。

在目前的几起大股东滥用股权质押的典型案件中，大股东为了一己私利，使其募集的资金极度不可控，致使上市公司的资金流失严重。尽管股票属于个人所有，但是股票质押的风险也会对公司的价值产生一定的影响，所以必须对股票的使用加以限制。除了新规中规定的用于实体经济之外，还可以规定，以个人需求为理由，筹集到的资金中，应当有不少于 30% 的比例，用于公司的发展和建设，从而减少股东通过股权质押提前套现，从而将其掏空的可能性降到最低。

最后，因为新法规采取的是新老划断的原则，所以这并不能对当前已经有爆仓风险的公司产生实质的约束和缓解作用，所以仍然需要对这些公司进行有针对性的干预，从而将风险降到最低。比如，政府可以建立一个救援基金，帮助那些处于爆仓边缘的公司。

### 5.3.2 提高中介机构的客观独立性

中介机构是独立于企业之外的一个外部组织，它所表达的观点往往既有客观的独立性，又有一定的专业性。因此，大部分投资者都愿意信任和接受中介机构出具的报告和意见。但是，这些会计师事务所、证券公司等机构在作出与真实情况相违背的判断时，往往会对投资者产生误导，使其蒙受损失。

在此案例中，证券公司为新光圆成提供了多份推荐性研究报告，甚至在新光圆成被立案调查之后，证券公司还继续提供该报告，因此，证券公司的客观独立性值得怀疑。证券市场是证券市场的重要组成部分，证券市场是证券市场的重要组成部分。比如，对于除信用评级之外的证券机构，对于连续3年降级或连续3年保持在劣级的公司，应该给予警告等处罚措施。

因为证监会几乎只有在事件发生后才能对其进行处罚，所以要想有效地提升中介机构的客观独立性和专业性，还得依靠机构自身。首先，券商应该在公布研究报告之前，派人对报告进行审阅，以提高报告的可信度。对于同一家上市公司，还可以安排多个人参与研究，并进行轮流撰写研报，这样可以确保研究人员的独立性和客观性。而且，还有要通过培训学习等方式来强化证券从业人员的专业素质，并对其进行完善的考核机制来督促其勤勉尽责。

所以，有关部门应该加强对中介机构的监督与处罚，拓宽对中介机构的追责范围，应该加强对违法者的惩处力度，对罚款上限进行严格的规定，并督促其认真履行自己的责任，始终保持公正公平。与此同时，还应该加强对各类技术人员的服务技术培训，注重绩效考评，提高他们的道德修养和执业能力。

### 5.3.3 增强中小股东防范意识，完善保护措施

由于大股东对上市公司具有绝对控制权，中小股东居于劣势位置，几乎没有发言权，因此他们能够通过股权质押来实现掏空上市公司。而这些行为往往会使得中小股东对公司内部状况缺少认知，只能依赖于企业粉饰过后的财务报表来开展投资项目，从而使得他们对企业的状况过分乐观，缺少风险防范意识。

中小股东应该学会通过企业发布的公告来判断企业的经营情况。如果发现大股东的股权质押比例过高时，应该立即警惕，并密切关注企业的后续公告，注意大股东是否将融资用于其他目的。如果投资风险较高，可以考虑抛售股票以减少风险。此外，可以在中小股东中选出代表，担任企业独立董事，积极参与公司决



策，及时向中小股东传达企业的讯息，提高他们在企业中的参与度。

鉴于中小股东的力量较弱，当其利益受到侵害时，维权就成为一个重要的问题。因此，应该采取更加积极的措施来维护中小股东的权益，不仅要在公司内部提高中小股东的地位，还要在企业外部加强对中小股东权益的保护，以确保他们的合法权益获得可靠的保证。为此，可以借鉴美国投资者交易市场上实行的集体诉讼制度，让个人或部分股东为全体股东的利益而向企业起诉，该种方式在中国资本市场上也已经有了成功的例子，康美药业的股东正是采取这种措施来维护自身利益。建立对中小股东的保护机制，确保他们的权益获得有效保障，同时也为大股东起到有力的威慑，以促进企业的长期发展。

## 6 研究结论与展望

### 6.1 研究结论

本文通过对新光圆成的案例分析,探讨了大股东在如何股权质押下掏空上市公司的行为及产生的经济后果。本文分别从股权质押对大股东掏空的理论原理、掏空的渠道、股权质押下能够得以实现掏空的原因以及后果等四个方面进行研究,并得出了以下结论。

第一,股权质押会造成上市公司控股股东控制权和现金流权的分离,并进一步降低掏空成本,而这可能是刺激控股股东掏空公司的主要原因。通过案例研究可知,大股东的控制权并没有受其高比例股权质押影响,只是其现金流权有所减少,而且大股东掏空成本得以明显降低,使得大股东新光集团的掏空动机显著增强,实际上,大股东对上市公司的掏空程度也在随着股权质押比例的增加而不断加深。

第二,上市公司的财务状况和整体经营状况会由于大股东的掏空行为而产生极其严重的消极后果。公司大股东对公司进行掏空后,其偿债能力和盈利能力就一直减弱,财务状况不断恶化,最终引发了债券违约事件。随着公司市值的不断下跌,证监会也开始对其债券违约事件进行调查,这家曾经被众人看好的行业黑马最终不得不面临被强制退市的命运。

第三,为了防止大股东在股权质押下的掏空行为,公司应当从对内部和外部两个方面着手。对内应当改进股权结构,健全董事会和监事会制度,完善职能,并强化内部控制制度。外对外需要监管机构认真行使其监管职责,不断提高监管力度,健全有关法律法规,加强对掏空行为的处罚力度。此外,审计机构也应当提高审计质量和道德水平。最后,中小股东应当加强自身的风险防范意识和维权意识,并充分运用法律武器来保护自己的权益。

### 6.2 展望

文章围绕着股权质押这一核心问题,通过个案分析的方式,简要论述了股权质押的类型、方式和原因。但是,鉴于我国股票质押制度的内容非常丰富,所涉

的领域也相对较广，所以，本论文在对股票质押制度的研究中还存在着许多不足，有待于进一步改进。

首先，由于上市公司的信息披露非常有限，因此，单纯的案例研究方法并不足够，因此，我们不能准确地了解实际控制人的真实意图，也不能准确地了解到他们的资金流动情况，这将会影响到我们对相关指标的分析。在用某些财务指标对公司经营业绩和公司价值进行计算和分析时，却没有将其他因素的影响一起考虑进去，这就会造成研究结论不够精确。另外，本文只针对一家上市公司进行了研究，不能完整地反映目前上市公司的股权质押风险。最后，由于知识水平的限制，所提的对策和建议也缺乏针对性和实效性。

伴随着资本市场的不断发展与变革，伴随着技术创新、互联网经济等活动的发展与升级，在未来，大股东可能会使用更隐蔽或更技术性的手段，对上市公司进行利益侵占，或是有更多的方法来规避监管，这可能会给中小股东造成更大的利益损害。本文在这里展望，随着法律制度的不断完善，以及技术的不断进步，对大股东利益侵占的防范措施将会变得更加完善，越来越多的防范研究将通过实践的检验，可以让证券市场中的广大中小投资者的利益不受到大股东的侵害，让资本市场可以持续稳定发展。

## 参考文献

- [1] La Porta , Lopez—de—Silanes F, Shleifer. A Corporate ownership around the world [J].Journal of Finance,1999,54(2):471—517.
- [2] Friedman E, Johnson S & Mitton T. Propping and Tunnelin [J]. Journal of Comparative Economics,2003,31(4):732-750.
- [3] Liu Q, Tian G. Controlling shareholder,expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese Non-tradable share reform[J]. Journal of Corporate Finance,2011,18(4):782-803.
- [4] Chan K, Chen H, Liu Y. Shares Pledged and Corporate Repurchase[R]. Working Paper.2013.
- [5] Yeh Y H, Ko C E, Su Y H.Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders[J]. New evidence from Taiwan.Academic Economic Paper,2003,31(3):263-299.
- [6] Chen Y, Hu S Y. The controlling shareholder's personal stock loan and firm performance[J].Department of Finance,2001,fax:886-2.
- [7] Brumm J, Grill M, Kubler F, et al. Collateral requirements and assetprices [J].International Economic Review,2015,56(1):1—25.
- [8] Chan, Lobo G J, Wang Y Y, et al. Loan.Collateral and Financial Reporting Conservatism[J].Chinese Evidence.Journal of Banking,2015(17):84-95.
- [9] Ronald A, Michael P.Insider share-pledging and firm risk[R].Working Paper, 2017.
- [10] Johnson, S, La Porta, R, Lopez-de-Silanes, A.Shleifer. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000,22-27.
- [11] Bebchuk L A. Rent-Protection Theory of Corporate, Ownership and Control[R].Working Paper, Harvard Law School, 1999.
- [12] 吴秉恩. 台湾电子业上市公司内部关系人股权质押与股价关系之研究[D]. 台湾:台湾高雄第一科技大学, 2001, 52 (2) :257—310.
- [13] 高兰芬. 董监事股权质押之代理问题对公司会计资讯与公司绩效之影响[D]. 成功大学会计学研究所博士论文, 2002.

- [14] 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.
- [15] 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 3-70.
- [16] 王亚茹,赵耀,乔贵涛.控股股东股权质押对权益资本成本的影响[J].财会月刊,2018(21):59-68.
- [17] 官本仁.股权质押的特征、优势与风险防范[J].亚太经济,2003(05):93-94.
- [18] 龚俊琼.我国上市公司大股东股权质押的动机及后果[J].当代经济,2015(20):12-13.
- [19] 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.
- [20] 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.
- [21] 王雄元,欧阳才越,史震阳.股权质押、控制权转移风险与税收规避[J].经济研究,2018,53(01):138-152.
- [22] 李永伟,李若山.上市公司股权质押下的“隧道挖掘”-明星电力资金黑洞案例分析[J].财务与会计,2007(02):39-42.
- [23] 谭燕,吴静.股权质押具有治理效用吗?-来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2013(02):45-53+95.
- [24] 张祥建,徐晋.大股东控制的微观结构、激励效应与堑壕效应——国外公司治理前沿研究的新趋势[J].证券市场导报,2007(10):33-41.
- [25] 何娜娜.控股股东股权质押对公司绩效的影响研究[D].湖南大学,2010.
- [26] 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.
- [27] 谢金贤.台湾上市公司董事会股权结构及持股质押因素与企业风险、经营绩效关联性之研究[D].厦门大学,2001.
- [28] 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.
- [29] 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.

- [30] 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.
- [31] 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]. 金融经济研究, 2017, 32(02):92-105.
- [32] 张爱民, 桑银银, 陆韵石. 政治关联、产权性质与高管薪酬粘性——来自沪深A股上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2016, 30(02):54-66.
- [33] 向群. 控股股东股权质押的风险分析——基于债权银行视角的一项研究[J]. 华东经济管理, 2007(12):140-142.
- [34] 唐建新, 李永华, 卢剑龙. 股权结构、董事会特征与大股东掏空——来自民营上市公司的经验证据[J]. 经济评论, 2013, (10):86-95.
- [35] 叶飞洋, 朱玲芳. 小股东控制结构、控股股东利益合谋与掏空——基于时代科技的案例思考[J]. 财会月刊, 2012(12):76-79.
- [36] 汪赛徽, 裘益政. 金字塔结构与掏空行为——基于美的并购小天鹅的案例研究[J]. 中国乡镇企业会计, 2016(06):38-42.
- [37] 贺建刚, 刘峰. 大股东控制、利益输送与投资者保护——基于上市公司资产收购关联交易的实证研究[C]. 公司财务研讨会论文集, 2004:67-86.
- [38] 梁上坤, 陈冬华. 大股东会侵犯管理层利益吗?——来自资金占用与管理层人员变更的经验证据[J]. 金融研究, 2015(03):192-206.
- [39] 杨七中, 马蓓丽. 权力强度、内部控制与控股股东掏空行为抑制[J]. 山西财经大学学报, 2015(07):47-59.
- [40] 吴星翰, 傅颀. 控股股东股权质押下的掏空行为研究——来自ST中南案例[J]. 现代商贸工业, 2019, 40(27):132-134.
- [41] 熊家财, 苏冬蔚. 股票流动性与代理成本——基于随机前沿模型的实证研究[J]. 南开管理评论, 2016, 19(01):84-96.
- [42] 彭文静. 外部治理环境、控股股东股权质押与现金股利政策[J]. 财会月刊, 2016(14):19-25.
- [43] 陈泽艺, 李常青, 黄忠煌. 股权质押、股权激励与大股东资金占用[J]. 南方金融, 2018(03):23-32.
- [44] 张原, 宋丙沙. 控股股东股权质押、公司治理与财务风险[J]. 财会月

- 刊, 2020(20):152-160.
- [45] 吴国鼎. 控制权转移对企业绩效的影响——基于代理成本中介效应的检验[J]. 中央财经大学学报, 2021(09):100-112.
- [46] 肖嘉宁. 股权质押下控股股东掏空行为及经济后果研究——以索菱股份为例[J]. 财务管理研究, 2021(09):41-45.
- [47] 张新民, 葛超, 杨道广. 内部控制能否抑制避税所引致的大股东掏空风险?[J]. 南京审计大学学报, 2021, 18(06):61-69.
- [48] 党宏欣. 控股股东股权质押、掏空与公司财务困境[J]. 财会通讯, 2022(03):61-64+78.
- [49] 田苑洁. 大股东股权质押、掏空与债务融资成本[J]. 商业经济, 2022(05):71-73.

## 后 记

光阴似箭，日月如梭，三年的硕士研究生求学即将结束。回想期间的学习和生活，面对培育我的母校，心中无限感慨。

首先，需要感谢的是我的父母，他们是最坚强的后盾，也是最温暖的港湾，在二十年的求学路上给了我无限的支持与鼓励，希望未来我能够成为父母的依靠，一直陪伴他们左右。

其次，还要感谢我的研究生导师。在三年的研究生生涯中，老师不仅督促我的学习，更悉心观照我的生活。与老师的交谈让我对以后的学习生活有了更明确的目标与规划。三年的教诲与鼓励会成为我以后生活中最宝贵的回忆。

最后，要感谢我的室友们，在学校的生活我们相互照应，相互鼓励，希望曾经鲜衣怒马的伙伴们都能拥有最美好的明天。