

分类号 F23/1092
U D C 0006077

密级 公开
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 欢瑞世纪控股股东股权质押风险研究

研究生姓名: 史瑞

指导教师姓名、职称: 万红波、副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的科研成果。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： 史瑞 签字日期： 2024.5.30

导师签名： 王红 签字日期： 2024.5.30

导师(校外)签名： 王红 签字日期： 2024.5.30

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， (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： 史瑞 签字日期： 2024.5.30

导师签名： 王红 签字日期： 2024.5.30

导师(校外)签名： 王红 签字日期： 2024.5.30

Research on the Equity Pledge Risk of Huanrui Century's Controlling Shareholders

Candidate : Shi Rui

Supervisor: Wan Hongbo Wang Qiming

摘 要

我国资本市场发展迅速，随之而来的还有上市公司对资金极大的需求，传统的融资方式难以满足新的资金缺口，股权质押便应运而生。股权质押是一种具有较多优势的融资方法，广受市场的青睐。影视产业由于具有“轻资产”的特征，在日益严格的贷款制度和监管背景下，影视公司尤其热衷股权质押融资方式，既以高效率筹得所需资金，又保留了公司控制权不丧失。但是，高比例高频率的股权质押会给公司经营带来一系列风险，使得公司难以维持正常运营。因此，研究影视公司控股股东股权质押案例，对风险进行全过程的管理，对于维持公司正常经营意义重大。

本文选择影视行业多次进行股权质押业务的欢瑞世纪作为案例研究对象，研究控股股东股权质押的风险。首先，从股权质押动机、股权质押风险和风险防范三个方面对国内外文献进行梳理，奠定后文写作的理论基础；其次，对相关概念进行界定，并且阐述了文中所用到的理论；接着，对欢瑞世纪和股权质押概况进行介绍；然后，分别对股价波动风险、控制权转移风险、利益侵占风险、财务风险进行识别和评价，使用了事件研究法、Z 值模型等定量研究方法，保证研究结论的科学性；再然后，从公司内部和外部进行风险成因的分析；最后，从上市公司、质权人和监管部门三个角度提出了防范措施。

通过研究本文得出以下结论：第一，股权质押是一种具有较多优势的融资方式；第二，股权质押风险不可忽视；第三，股权质押风险产生的原因分为内部和外部；第四，可以从上市公司、质权人、监管部门多方合力降低股权质押风险。通过本文的研究，希望能给同行业公司开展股权质押业务提供借鉴经验，降低股权质押带来的风险，维持公司正常经营，保证资本市场健康发展；同时也督促监管部门及时改进相关法律法规，使股权质押业务能够行稳致远，更好地发挥自身融资优势。

关键词：控股股东；股权质押；股权质押风险；欢瑞世纪

Abstract

With the rapid development of China's capital market, there is also a great demand for funds from listed companies. The traditional financing method is difficult to meet the new fund gap, so equity pledge comes into being. Equity pledge is a financing method with many advantages, which is widely favored by the market. Due to the "asset-light" characteristics of the film and television industry, under the background of increasingly strict loan system and supervision, film and television companies are especially keen on equity pledge financing, which not only raises the required funds with high efficiency, but also retains the company's control. However, the high proportion and frequency of equity pledge will bring a series of risks to the company's operation, making it difficult for the company to maintain normal operation. Therefore, it is of great significance to study the case of equity pledge of controlling shareholders of film and television companies and manage the whole process of risk for maintaining the normal operation of the company.

In this paper, Huanrui Century, which has conducted equity pledge business for many times in the film and television industry, is selected as the case study object to study the risk of equity pledge of controlling shareholders. First of all, from the motivation of equity pledge, equity pledge risk and risk prevention of three aspects of the literature at home

and abroad to lay the theoretical basis for the writing; Secondly, the relevant concepts are defined, and the theories used in the paper are expounded. Then, introduce the general situation of Huanrui Century and equity pledge; Then, stock price fluctuation risk, control transfer risk, benefit embezzlement risk and financial risk are identified and evaluated, and quantitative research methods such as event study method and Z-value model are used to ensure the scientific conclusion of the research. Then, from the company's internal and external risk causes analysis; Finally, from the listed companies, pledgees and regulatory authorities three aspects of prevention measures.

The following conclusions are drawn from the research: First, equity pledge is a financing method with many advantages; Second, the risk of equity pledge cannot be ignored; Third, the causes of equity pledge risk are divided into internal and external reasons; Fourth, the risk of equity pledge can be reduced through joint efforts of listed companies, pledgees and regulatory authorities. Through this study, we hope to provide reference experience for companies in the same industry to carry out equity pledge business, reduce the risks brought by equity pledge, maintain the normal operation of the company and ensure the healthy development of the capital market. At the same time, it also urges the regulatory authorities to improve the relevant laws and regulations in a timely manner, so that the equity pledge business can be stable and

long-term, and better play its own financing advantages.

Keywords: Controlling shareholder; Equity pledge; Equity pledge risk;
Huanrui century

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容和方法	3
1.2.1 研究内容	3
1.2.2 研究方法	4
1.2.3 技术路线图	5
1.3 创新点	6
2 国内外研究现状	7
2.1 股权质押动机	7
2.1.1 国外研究现状	7
2.1.2 国内研究现状	7
2.2 股权质押风险	8
2.2.1 国外研究现状	8
2.2.2 国内研究现状	8
2.3 股权质押风险防范	9
2.3.1 国外研究现状	9
2.3.2 国内研究现状	9
2.4 文献述评	10
3 相关概念和理论基础	12
3.1 相关概念	12
3.1.1 控股股东	12
3.1.2 股权质押	12
3.1.3 股权质押风险	12
3.2 理论基础	13
3.2.1 两权分离理论	13

3.2.2 信号传递理论	13
3.2.3 控制权私利理论	14
3.2.4 风险管理相关理论	14
4 欢瑞世纪概况和控股股东股权质押概述	16
4.1 欢瑞世纪概况	16
4.1.1 公司简介	16
4.1.2 欢瑞世纪经营状况	16
4.1.3 欢瑞世纪股权结构	17
4.2 欢瑞世纪控股股东股权质押概述	20
4.2.1 股权质押动因	20
4.2.2 股权质押过程	21
4.2.3 股权质押结果	23
5 欢瑞世纪控股股东股权质押风险识别和评价	24
5.1 股价波动风险	24
5.1.1 利益相关者信息不对称导致股价波动风险	24
5.1.2 市场反应分析	25
5.1.3 股价波动风险评价	27
5.2 控制权转移风险	29
5.2.1 股价跌破平仓线导致控制权转移风险	29
5.2.2 股价和平仓价分析	30
5.2.3 控制权转移风险评价	32
5.3 利益侵占风险	32
5.3.1 两权分离导致利益侵占风险	33
5.3.2 控制权与现金流权分离计算分析	33
5.3.3 利益侵占风险评价	35
5.4 财务风险	36
5.4.1 高比例高频率股权质押导致财务风险	36
5.4.2 Z 值模型分析	37
5.4.3 财务风险评价	40

6 欢瑞世纪控股股东股权质押风险成因和防范	42
6.1 风险成因分析	42
6.1.1 上市公司成因	42
6.1.2 质权人工作不到位	43
6.1.3 相关法律法规不健全	44
6.2 风险防范措施	44
6.2.1 上市公司角度	44
6.2.2 提高质权人风险意识	46
6.2.3 完善相关法律法规	47
7 结论与展望	48
7.1 研究结论	48
7.2 研究展望	49
参考文献	50
致谢	54

1 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

改革开放以来，我国资本市场迅猛发展，经济活动日益丰富，货币流通速度显著加快，上市公司如雨后春笋般涌现出来，与欣欣向荣的资本市场一起到来的是上市公司对资金流的极大需求。面对银行愈加严谨的贷款机制，发行股票融资速度缓慢的种种弊端，传统融资方式已然不能满足企业发展需求，股权质押便应运而生，其以融资速度快、成本低、方法简单、用途广泛等优点快速捕获了上市公司的青睐，保证资本市场正常运行。股权质押将股东的股权进行质押，在不丧失股东控制权和决策权的前提下，将静态的股东权益转变成动态的流动资产，有效解决了上市公司的融资困难。

我国的股权质押业务相比国外起步较晚，但随着我国资本市场的发展，股权质押制度也在不断完善。1995年《担保法》出台证明股权质押是一种合法的融资方式，我国的股权质押制度由此建立。2000年《证券公司股票质押贷款管理办法》对质押各方以及相关事项都做出了明确规定。2013年《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》（试行）对股权质押的操作方法进行了规范表述，表明股权质押正式进入股票市场，2018年对质押率、融资门槛等概念进行了诠释。人行在2021年《中国金融稳定报告（2021）》中指出要加强对股权质押的审查力度，做好风险评估，规范交易活动。据东方财富网显示，截至2023年年底，A股质押总比例3.88%，质押总股数为3533.14亿股，质押总市值达到2.76万亿元，质押公司数量有2440家，占上市公司总数的47.72%。2018年以来，股权质押的上市公司数量不断下降，但股权质押融资整体规模较大。



图 1-1 A 股股权质押公司数量趋势图

资料来源：东方财富网

股权质押帮助解决了上市公司的财务困难，但受两次金融危机爆发、市场行情不景气的影响，股权质押也产生了一系列风险，它的“双刃剑”特征逐渐显现出来。在质押过程中，如果股价跌到预警线以下，出质方不能及时补充保证金，被质押的股票可能被质权人出售，出质人就有失去公司控制权的风险。随着公司名誉受损，经营业绩也受到了影响，可能引起投资者的非理性判断，造成股价波动。近些年不断爆出的爆仓、崩盘现象已屡见不鲜，使得公司后续融资难度加大，影响公司的正常经营。因此，要重视股权质押风险，合理的经营能有效缓解资金压力，降低风险。综上所述，我国股权质押融资市场尚不成熟，还存在各种风险，研究如何防范风险很有必要。

影视行业因其独特的行业属性和轻资产经营模式，相比其他行业拥有更高的核心业务价值，但也有资金回笼速度不快、资金链容易断裂的缺点。除此之外，国家对影视行业的监管日趋严格，银行等金融机构的贷款难度增大，由于行业的种种特性，股权质押成为适合影视公司的融资方式。公司可以通过股权质押的方式筹得资金，但由于股价下跌或其他原因导致无法及时补充资金，造成资金链断裂，进而可能引发一系列风险，严重影响公司正常运营。因此，研究影视公司股权质押产生的风险以及如何防范风险很有必要。在此基础上，本文选择欢瑞世纪作为案例公司，探究其实施股权质押的动因是什么？产生了哪些风险？风险的产生机制是什么？对这些风险如何进行识别、评价和控制？研究清楚以上问题，希望可以对我国影视行业进行股权质押产生一定的借鉴作用，提高风险防范意识，使公司能够更好地发展。

1.1.2 研究意义

股权质押融资从 1995 年出现以来，由于政府的支持与企业的青睐，成为上市公司普遍采用的融资方式，随着质押次数增多与质押规模的扩大，各种风险也接踵而来。许多上市公司的股价出现异常波动，引发了更为严重的系统风险，这与我国经济高质量发展的要求背道而驰。因此，正确使用股权质押融资方式，充分识别股权质押风险，提出相应的防范措施，才能保证我国经济健康发展。

(1) 理论意义

股权质押历来是专家学者研究的热点，无论是研究的内涵还是外延都具有可观的研究成果。但我国的股权质押业务起步晚于国外，尚有不足之处需要完善。目前对股权质押的研究多是关于质押动机、质押目的、经济后果等方面，针对股权质押风险的研究较少。绝大多数采用实证研究方式，较少有文献通过结合案例公司年报和财务数据具体进

行分析，研究结论具有普遍性，不利于具体情况具体分析，帮助陷入股权质押融资困境的企业解决困难。本文使用了案例分析法，具体分析了欢瑞世纪控股股东股权质押的动机和风险产生机制，力求提出有效的防范措施，丰富了股权质押相关研究。

（2）现实意义

近些年我国股权质押业务发生频繁，规模巨大，但缺乏完善的法律法规制度，股权质押引发的一系列风险受到广泛的关注。关于股权质押业务具体案例的选择，我国以房地产、金融、服装等行业为主，对于影视行业却鲜有提及。本文选择欢瑞世纪作为案例研究对象，通过分析案例公司股权质押前后股价、两权分离程度、财务数据等的变化来研究股权质押风险，希望可以提出针对性的防范措施，有效降低股权质押风险，避免公司控制权发生转移，谨防爆仓事件。这对于影视行业其他公司控股股东进行股权质押提供了借鉴，减少了股权质押风险。同时监管部门可以针对具体案例对股权质押业务进行整改，从根源上把控风险。

1.2 研究内容和方法

1.2.1 研究内容

本文主要研究的是欢瑞世纪控股股东股权质押风险识别、评价及防范问题。针对欢瑞世纪控股股东股权质押引起的各种风险，使用不同方法进行研究，最后提出防范措施。主要研究内容有以下几点：

（1）对选题的研究。主要包括研究的背景和意义。

（2）对理论的研究。涉及相关概念和理论基础。界定相关概念，梳理两权分离理论、信号传递理论、控制权私利理论及风险管理理论。此外，对股权质押风险作用机制在风险识别章节进行了阐述。

（3）对案例公司的研究。主要针对欢瑞世纪股权结构、财务状况进行介绍，并对公司股权质押的动机、过程和结果进行描述，为风险分析做好准备工作。

（4）对模型方法的研究。使用事件研究法对公司的股价波动风险进行研究，使用预警线和平仓线计算分析公司的控制权转移风险，使用 Z 值模型评价公司的财务风险，通过计算控制权与现金流权分析公司的利益侵占风险。

（5）对模型应用的研究。通过全面的分析总结出欢瑞世纪控股股东股权质押风险的成因，对风险进行充分识别和评价，并针对性地提出防范措施，以期有效降低股权质押风险。

1.2.2 研究方法

（1）事件研究法

借助 Excel 软件工具，通过事件研究法研究欢瑞世纪控股股东股权质押的短期市场反应。通过股权质押公告前后五天的股价计算正常收益率、超额收益率等指标，以此来分析评价市场的反应。

（2）案例研究法

通过分析案例公司欢瑞世纪的资料和相关财务数据，对欢瑞世纪的股权质押状况进行分析，发现其股权质押风险，然后对风险进行评价，并对风险成因进行分析，提出防范措施，以期为我国的同行业企业股权质押提供经验。

（3）定量分析法

计算欢瑞世纪控股股东股权质押后的预警线和平仓线，分析控制权转移风险；使用 Z-score 财务风险预警模型，分析财务风险；对控制权和现金流权计算分析，衡量公司的利益侵占风险。

1.2.3 技术路线图

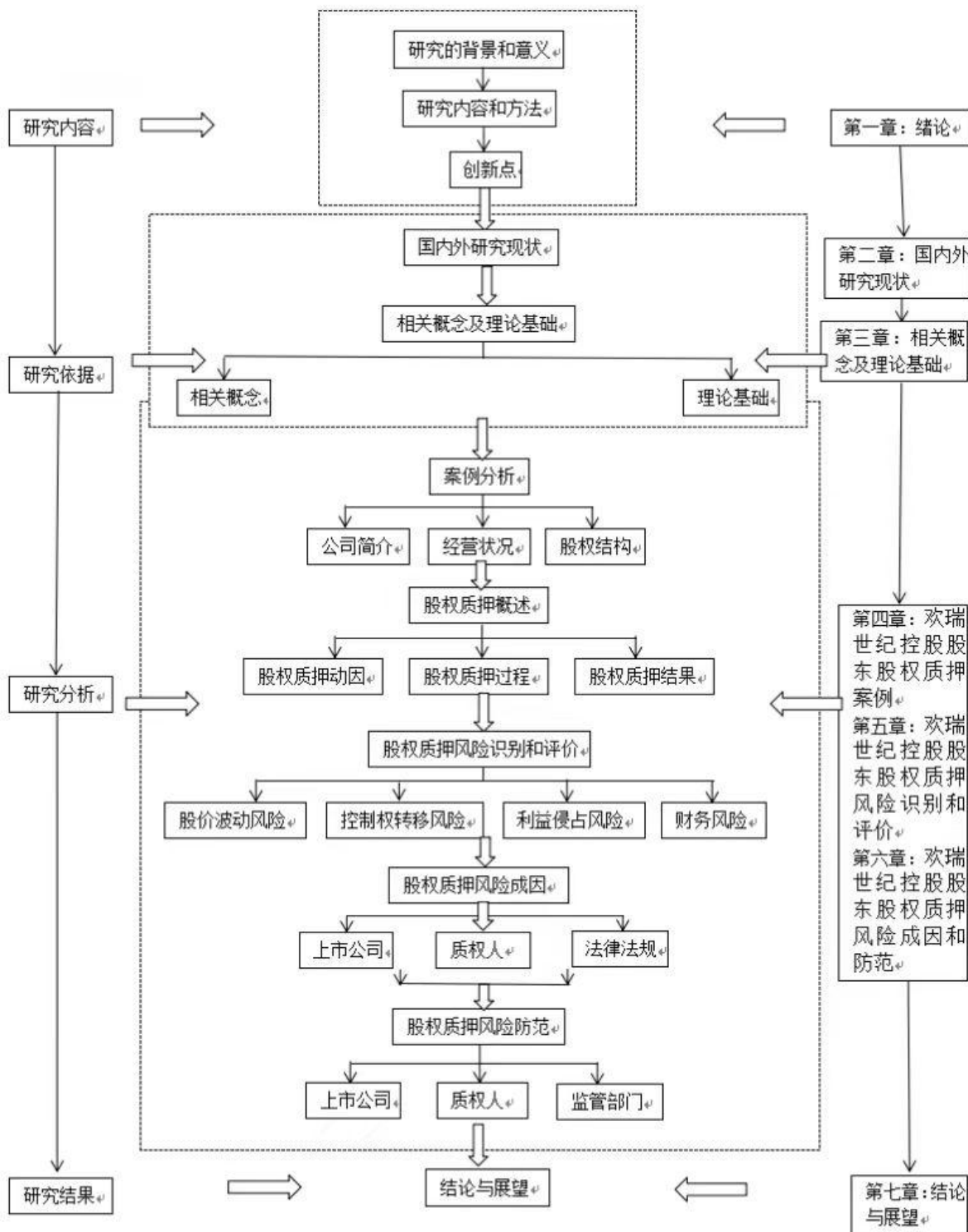


图 1-2 技术路线图

1.3 创新点

(1) 目前关于股权质押这个主题的研究多是股权质押经济后果、对公司价值的影响研究,较少有文献从股权质押风险识别到防范进行研究。本文结合欢瑞世纪控股股东股权质押的实际情况,先识别股权质押风险,其次运用量化方法评价风险,最后提出防范措施,对股权质押风险进行了全面的研究,丰富了股权质押风险的文献。

(2) 国内外文献关于股权质押风险的研究多为实证研究,缺少案例研究,不能很好的观察股权质押风险。本文通过案例研究,可以直观地了解股权质押风险产生的过程,对相关理论进行了证明,丰富了研究成果。

2 国内外研究现状

2.1 股权质押动机

国内外关于股权质押动机有善意动机和恶意动机。善意动机可能是获得资金、维持公司控制权等，恶意动机可能有侵占中小股东的利益、操纵利润等。

2.1.1 国外研究现状

国外的研究起步较早，研究成果较为丰富。Goldman and Strobl（2013）指出上市公司控股股东身处信息优势地位，可以利用股权质押公告发布前后向市场传递利好信息，有助于提升公司股价。Deren（2018）认为上市公司股权质押的主要目的是满足公司正常经营的资金需求，维持公司正常运营，保持公司良好形象。Yin and Yuan Jing（2021）发现上市公司股权质押出于维持公司股价、保留公司控制权的目的，还因为股权质押融资方式具有便捷性的特征。

恶意动机也不乏少见。La Porta（1999）首次提出最终控制人的概念，他认为如果控股股东的控制权和现金流权相差较大，就有牟取私利的可能，现金流权缺失还可能导致公司侵吞不良资产，逃避法律追责。Konan Chan 等（2018）指出股票质押融资是上市公司采取的普遍做法，但当股票价格跌到了一定水平，就会改变股票质押的原本目的，控股股东有条件也很可能利用公司资源为自己牟取不正当利益。Michae and Steven（2021）使用实证研究方法，研究了上市公司股权质押和企业流动性的关系，得出股权质押的恶意动机越大，上市公司的流动性风险也随之加大的结论。

2.1.2 国内研究现状

国内关于股权质押的动机研究成果丰富。胡凯和漆圣桥（2019）认为实体抵押和质押不能满足中小企业正常经营所需的资金，因此选择股票质押作为补充来筹措资金。杜丽贞等（2019）采用实证分析方法研究得出股权质押动机是不会丧失公司控制权，控股股东仍然能够对企业事项做出决策。郭勇（2020）将股权质押的动机分为两种，一种是能在较短的时间内满足企业的资金需求，另一种是保留了控股股东原有的领导地位。张庆和张文瑶（2020）认为股权质押可以转移风险，缓解公司的债务担保压力。在股权质押期满的时候，股东同时拥有流动权和选择权。赵开琴等（2022）认为上市公司将股权质押融得的资金用于扶持其转型升级，帮助公司顺利渡过经营危机。

但股权质押依然存在不同的恶意动机。陈泽艺等（2018）指出上市公司控股股东股

股权质押是为了侵占股权质押筹得的流动资金。何威风等（2018）采用实证研究方法证明了控股股东如果不采取合理的应对措施来稳定股价，很可能发生股价暴雷事件。李姝等（2020）通过制造业上市公司的案例研究得出股权质押可能在一定程度上影响企业的成长速度。孙会会等（2022）指出企业多次股权质押是为了侵占公司利益，不利于公司的持续发展。党宏欣（2022）认为公司股权质押后存在掏空动机，这种行为使得公司容易陷入财务困境。

2.2 股权质押风险

国内外关于股权质押风险的研究丰富，与企业相关的有股价波动风险、利益侵占风险、控制权转移风险、财务风险等，其他方面包括违约风险、法律风险、金融风险等。

2.2.1 国外研究现状

国外认为股权质押风险有利益侵占、财务风险、控制权转移等。Johnson 等（2000）首次提出隧道效应，认为大股东有途径对中小股东进行利益侵占，有损公司利益。Cheung（2006）研究得出如果公司追求盲目投资扩张，不仅对公司经营造成恶劣的影响，还会损害公司价值。Brumm（2015）研究得出股权质押剥夺了股权的转让权，使企业对外担保能力降低，公司可能面临长期债务风险。Chan（2018）研究得出在质押比例高、追加保证金不及时的情况下，质押人可能遭受控制权丧失的风险。Wang Y（2020）采用实证方法研究得出在货币政策的影响下，上市公司频繁进行股权质押会加剧股价波动程度。Zeineb Barka（2020）指出随着上市公司控股股东控制权和现金流权分离程度越大，公司的绩效就越差。Brumm Johannes（2015）认为质押的股权在使用和转让方面都受到限制，也没有对外担保的功能，收益的不确定性增大，质押资产的对外担保能力降低。RongXu（2019）发现股票停牌的时间随股权质押的时间延长，公司发生股价崩盘的可能也越大。Wang Liang（2023）发现股权质押比例越高，质押率变化变缓，出质人违约的可能性随之降低。

2.2.2 国内研究现状

国内和国外关于股权质押风险的研究有相似之处。姜付秀等人（2020）发现如果上市公司有多个大股东共同进行股权质押，那么股东发生利益侵占的可能性就会显著降低，有利于提高公司经营业绩。刘金银和宋丹（2021）通过实证研究发现股权质押比例越大，股价波动程度也越大。王新红和曹帆（2021）研究指出股权质押会加剧公司的财

务风险，随着股权质押比例的上升风险预警等级也要相应提高。周盈盈和花冯涛（2021）通过实证研究发现股权质押比例与债务融资成本呈现正相关的关系，股权质押使得企业的融资成本提高。顾海峰等（2021）通过研究 A 股上市公司的年度数据得出大股东股权质押会引起企业过度投资，加剧企业经营风险。梁毕明等（2022）指出大规模高比例股权质押向市场传递出公司经营不善的信号，就会引起股价下跌，造成控制权转移风险。李红权等（2022）认为机构投资者如果能发挥作用，可以降低股权质押股价崩盘风险。陈娜（2017）质权人可能面临流动性风险、道德风险、法律风险等，这些风险是由股权质押的股东带来的。李常青等（2018）补充认为质权人除此之外还面临着处置风险。王文兵等（2020）从股权质押的产生机制出发，将质权人的风险分为六类，补充了评估风险和资产减值风险。郭思永和杨鲁（2020）股权质押使股票丧失流动性，影响了证券市场的发展。王家升（2021）研究发现股权质押造成了控股股东的信用风险，进而影响上市公司的信用评级，导致债券违约的可能性增大。

2.3 股权质押风险防范

针对如何防范股权质押风险，对国外研究现状只进行简单的梳理，而将国内研究现状分为质权人、上市公司和监管部门三个角度，为本文研究结论奠定基础。

2.3.1 国外研究现状

国外关于股权质押风险防范的研究历史悠久。Bester（1985）认为可以从股权质押前和质押中两个时间来降低股权质押的违约风险，在质押前充分了解企业的经营状况，在质押过程中对企业财务状况做到及时的掌握。Kao and Chiou（2004）研究发现股权质押会产生代理问题，代理问题干扰了会计信息的有效利用，监管部门可以对此起到抑制作用。Jiang（2010）以作为质权人的金融机构为研究对象，认为质权人在股权质押行为刚发生的时候，会对质押物设定一个范围，可以降低由股价下跌损害企业利益的风险。Vikrant（2013）依然从质权人角度进行研究，认为在股价快要触及平仓线的时候，质权人应该充分利用财产清算权利，保证自己作为投资者的合法利益，最好的办法是将财产清算权利在股权质押开始前就在协议中包含进去。

2.3.2 国内研究现状

首先从质权人的角度梳理防范措施。宋迪和杨超（2018）认为防范质权人风险可以从质押前和质押中两个时间分别入手，质押前充分了解所要质押股权的质量，股价波动

小的股票市场风险也小；质押过程中时刻注意股票的市场状况，利用好处置权以防股价下跌带来的损失。廖珂等（2018）提出三条措施来维护质权人的权益，分别是保证抵押物的充足降低抵押风险、掌握融资企业的资金用途降低信贷风险、合理评估质押方的还款能力降低违约风险。王文兵等（2020）提出可以通过充分调查目标股权、规范信息披露制度、充分计提减值准备等方式来维护质权人的利益。

其次从上市公司角度展开论述。谢德仁等（2018）从公司治理的角度研究如何降低股权转移风险，他认为在市场行情不景气时，如果公司的经营状况良好、具有很强的价值创造能力，那么就能及时稳定股价，降低股权质押风险。李晓庆和杨帆（2020）认为化解股权转移风险需要从三个层面着手，分别是董事会层面、股权层面和高管薪酬层面，如果这三个层面的治理机制得到完善，就能有效降低股权质押风险。胡聪慧等（2020）提出了从盈余管理、税收规避和增持三个方面来对股权质押风险进行管控。熊礼慧和董希淼（2021）研究得出对管理层的行为产生约束可以有效缓解股东个人的自利行为，这就需要建立健全公司治理机制和内部控制制度，以此来降低股权质押风险。

最后从监管部门角度进行风险防范。沈冰和陈锡娟（2019）认为监管部门和金融机构可以加大股权质押前的审查力度，避免市场出现消极反应。杨青等（2020）指出提高质权人的准入门槛、对质押比例进行限制，可以规范企业的股权质押业务。与此同时，监管部门也要对机构投资者加以引导，保持股票市场的稳定，提供良好的股权质押环境。杜勇和陆鑫（2021）持有相同的看法，也认为监管部门应该限制股权质押比例。另外，宋坤和田祥宇（2021）与众不同，他们研究股权质押的企业控制权转移后的经营状况，发现当新的控股股东为国有企业时，实际上对企业发展起到了积极作用，企业可以享受更多的优惠政策，融资更加方便。杜丽贞等（2021）对金融机构提出了具体的建议，认为将股权质押划分为增量和存量业务，采取不一样的管理办法，保障了实体企业的资金需求，有效降低了股权质押风险。欧阳红兵等（2022）提出通过加强企业内部信息披露制度建设来降低上市公司控股股东的股权质押风险。

2.4 文献述评

通过梳理国内外相关文献，发现关于股权质押、股权质押风险、股权质押风险防范已取得丰富的研究成果。通过这些研究可以看出股权质押是上市公司普遍采用的融资方式，但其带来的风险同样不可忽视。关于股权质押的动机分为善意的和恶意的，虽然股权质押的根本目的是融资，但在这个过程中股东为了自己的利益不可避免地会损害到

公司利益。股权质押的风险也有其各自的产生机制，查明风险产生的原理才能有效降低风险。关于股权质押风险防范本文分为上市公司、质权人和监管部门三个角度，质押各方共同作用以期做好风险防范。通过阅读还发现关于股权质押的研究多为实证研究，缺乏案例研究中对实际质押情况的分析，对现实中的股权质押业务起不了借鉴作用。

综上所述，国内外丰富的研究成果为本文写作提供了良好的思路，本文选择多次触及平仓线，被证监会立案调查的欢瑞世纪作为研究对象，首先分析股权质押的动机，其次对股权质押风险作用机制进行研究，然后运用量化模型对风险做出评价，最后根据风险成因提出防范措施，以期为同行业公司提供借鉴，使股权质押业务健康发展。

3 相关概念和理论基础

3.1 相关概念

3.1.1 控股股东

根据相关法律法规的规定，我国按股东个人股份占公司总股份的比重，将控股股东分为绝对控股股东和相对控股股东。当这个比重超过 50% 的时候，股东处于绝对控股地位，对公司重大事项具有决策权；当比重不足 50%，却仍能对企业董事会、股东大会拥有较高话语权的时候，股东就处于相对控股的位置。

在现实中，控股股东不一定是单一的个体。实际上，上市公司的控股股东和实际控制人控制的组织，还有控股股东和实际控制人作为自然人时的配偶与子女，同样被认定为控股股东身份。本文除了参考控股股东的持股比例来划分控股股东，还将一致行动人纳入考虑范围。因为欢瑞世纪的前几名控股股东股权较为分散，控股股东个人行为对公司的影响不大，将一致行动人作为一个控股股东，视为公司的实际控制人，能够对公司的重大事项拥有极大的话语权，地位实际上可以比肩绝对控股股东。

3.1.2 股权质押

股权质押是一种融资方式，上市公司股东将他们拥有的股权质押给银行等金融机构，在不丧失控制权的情况下筹得资金。质押股权的股东是出质人，金融机构是质权人。股权质押因保留了控股股东的控制权和投票权，质押出去的股权也仍然属于公司资产，控股股东可以继续享有股票收益。除此之外，股权质押因其与传统融资方式繁冗复杂的手续截然不同的简单审批程序和较低的融资成本受到了资本市场的广泛青睐。

股权质押将公司静态的股权转变成动态的现金流，利用筹得的资金满足公司的经营活动，或者将资金用于投资高回报率的项目，以获取超额收益。但是，由于股权质押质押的股权价值具有较高的不确定性，容易造成公司股价不正常的波动，一旦股价跌到警戒线，质权人就会要求股东补充质押。如果股东不能满足质权人的要求，股价继续跌到平仓线，质权人就会将股票进行清算，强行出质即平仓，这会导致公司丧失控制权，不利于公司的正常经营。

3.1.3 股权质押风险

股权质押作为一种融资方式，它的风险是指企业在资金运用时由于各种不确定因素

造成的风险。由于我国证券市场还处在发展阶段，尚不够成熟，股权质押的参与各方因为信息不对称问题无法对股价走势做好准确的判断，无从得知公司的实际经营状况，股权质押背后的风险也变得不可捉摸起来。

在筹集资金时，控股股东可能只是为了满足自己的私利，以股权质押方式进行大量套现，不顾及公司的经营发展，对公司造成恶劣的影响。在股权质押过程中，如果股价下降至警戒线，股东难以补充质押，股价继续下降至平仓线，就会面临被质权人强行平仓的结果，导致了控制权的丧失。在偿还资金时，质权人可能面临出质人不愿意归还资金赎回质押股权的风险，也可能存在因为股价下跌的太低难以处置股权的风险。还有其他与股权质押相关的风险，都应该得到有效的控制，否则会对公司经营产生不利的影响。

3.2 理论基础

3.2.1 两权分离理论

两权分离的两种权利是指公司的控制权和现金流权。控制权是指上市公司的股东依据持股比例对公司的经营活动产生影响的权力：如果持股比例在 30%以上，股东可以对公司的日常活动产生重大影响，实际上拥有了公司的控制权；如果持股比例超过了 50%，股东对公司的重大事项拥有很大的决策权，居于公司的绝对控股地位。现金流权是股东从其所持有的的股权中获得收益的权力，股东的控制权和现金流权通常相等，在发生特定事项时股东的两权就会发生偏离，造成两权分离的现象。

股权质押不伦是何目的，都会导致股东的控制权和现金流权发生偏离，因为股权质押只是将股东的现金流权转移给质权人，控制权依然掌握在股东的手里，保留了股东的控制地位。股东将静态的股权质押出去，变现了持有的股权，导致了控制权和现金流权的分离。两权分离程度随质押比例的增大而加深，大股东对中小股东产生利益侵占的可能也随之增大。本文在第 4 章会对两权分离产生的利益侵占风险进行详细分析，通过控制权与现金流权的分离计算对欢瑞世纪的利益侵占风险进行合理的评价。

3.2.2 信号传递理论

信号传递理论是由 Spence 在 1973 年首次提出的，它是针对信息不对称问题提出的解决办法，信息优势方利用信息传导机制将信息传递给信息劣势方，以达到市场均衡发展的目的。但在实际生活中，这种行为不太可能出现。信息优势方往往利用自己掌握的优势地位，用欺骗市场的手段达到为自己谋利的目的，反而加重了对信息不足方的利益

侵害。

控股股东股权质押是信号传递理论的生动体现。控股股东熟悉公司的实际经营状况和还款能力，处于信息优势地位，利用对外公告披露对自身发展有利的信息，向市场传递公司发展前景良好的信号，吸引外部投资者做出不理智的投资行为，损害了投资者的利益。本文利用信号传递理论解释了控股股东在股价下跌时为了不被强行平仓，只向市场公布利好信息隐瞒不利信息来平稳股价，营造虚假繁荣现象的原因。这样的信号传递实际上加重了股权质押的风险，因此提高信息透明对降低股权质押风险很有必要。

3.2.3 控制权私利理论

控制权私利理论是由 Grossman 和 Hart 在 1987 年提出的，他们将股东拥有的控制权分为公共收益和控制权私利。控制权公共收益是由全体股东共享的，股东可以通过参加公司重大决策、制定公司战略发展目标、对管理者行为进行监督等途径获得；控制权私利是由控股股东通过牺牲其他人的利益牟取的不正当超额收益。控制权私利还可以根据控股股东侵占公司利益的方式进一步划分为货币性和非货币性收益。

控股股东股权质押的比例越高，控制权和现金流权分离程度越大，公司的现金流权远远小于控制权，此时控股股东的权利和义务明显不对等，控股股东的利益和公司的利益也出现了冲突，控股股东很可能为了自身利益做出有损公司利益的决策。在两权分离程度很大的时候，控股股东进行利益侵占的成本也有所下降，控股股东有动机也有条件“掏空”公司，利益股权质押获得资金，将股份转移，对公司经营产生不利的影 响，引发了一定的风险。本文用控制权私利理论证明控股股东进行高比例股权质押引发了控股股东的利益侵占风险。

3.2.4 风险管理相关理论

风险管理理论最早是由美国的 Wayne Snider 博士提出来的一种管理风险的方法，它要求首先对风险进行了解，然后通过全员、全程、全面的方式来降低风险。风险管理涵盖了风险识别、风险评估、风险预警、风险防范等全过程，面对我国资本市场上风险问题猖獗的现实情况，风险管理发挥着举足轻重的作用。

股权质押风险不仅影响企业的正常经营，对利益相关者乃至整个资本市场也会产生不利的影 响，对控股股东股权质押做好风险管理十分有必要。首先要尽可能充分地识别出股权质押产生的风险，然后对风险进行准确的评估，认清风险产生的来源才能有效降低风险，最后就是针对性地提出防范对策，将风险降至可以接受的水平。总而言之，风

险管理就是用最低的成本实现最大可能的降低风险，只有对风险充分的了解和把握，才能有效的降低风险。本文第 5 章和第 6 章就是对风险管理理论的实际应用。

4 欢瑞世纪概况和控股股东股权质押概述

4.1 欢瑞世纪概况

4.1.1 公司简介

欢瑞世纪联合股份有限公司（以下简称欢瑞世纪），成立于 2006 年 9 月 29 日，注册资本为 9860 万元，是一家影视集团公司，公司的法定代表人是赵枳程，也兼任董事长和总经理。2016 年欢瑞世纪与星美联合上市，登陆 A 股主板市场（股票代码 000892）。目前公司的主要经营业务包括影视剧的投资、制作和发行，以及艺人经济方面。公司在深耕主业的同时，近年来也向 AI 虚拟艺人、新媒体、电商、综艺、文旅、衍生品等方向积极探索，力图建立影视文化行业完整的生态体系。

欢瑞世纪具备完整的影视剧发行制作条件，同时拥有众多的版权和演员经纪人等资源，公司借助这些优势制作出众多口碑不错的影视剧，目前稳居影视行业上市公司的发展前列。但是影视行业轻资产的特性使得欢瑞世纪难以维持公司正常的经营，只能依靠不断地补充质押筹得公司运营所需资金，目前还有大量股权处于冻结当中，引起一系列的经营风险，对公司的股权质押业务进行风险识别，做好防范对保持公司健康发展具有重要意义。

4.1.2 欢瑞世纪经营状况

欢瑞世纪的经营业绩是先下降后上升的，通过以下几个指标进行分析：

表 4.1 欢瑞世纪 2019-2023 重要指标

	2019	2020	2021	2022	2023
	年报	年报	年报	年报	年报
营业收入	5.4 亿	1.85 亿	3.88 亿	5.96 亿	3.36 亿
同比	-59.35%	-65.76%	109.71%	53.73%	-43.67%
利润总额	-6.16 亿	-7.98 亿	-3.25 亿	-3859 万	-4.02 亿
净利润	-5.51 亿	-7.85 亿	-3.39 亿	765.7 万	-4.09 亿
同比	-270.50%	-42.39%	56.86%	102.26%	-5446.41%
净资产收益率	-18.81%	-34.71%	-19.64%	1.19%	-30.10%

资料来源：东方财富网

由上表可以看出，欢瑞世纪的营业收入 2020 年最低，正是股权质押最频繁的时候，利润总额和净利润同年也处于低谷。截至 2022 年公司净利润逐年增加，股权质押近几年有所下降。但是目前还有大量的股权处于冻结当中，2023 年年报披露的净利润急剧下降，可见公司的经营有很大的问题。通过净资产收益率可以发现公司的盈利能力不足，影响公司的正常经营活动。

根据公司年报的管理层讨论与分析部分得知，公司面临着侵权盗版行为影响收入、艺人自身过失对公司产生的损失、影视剧发行和收款时点的时间差带来的资金不能及时回收的风险，影响了公司的短期业绩。对于不能及时收回的款项，可以采取催收款项的方式加快资金回笼，或者提高预收款来平滑资金波动。通过这些措施，可以有效降低公司的经营风险，维持公司的长期发展，提高行业地位。

表 4.2 占公司 2023 年半年度主营业务收入前五名的项目情况

序号	项目名称	主营业务收入	占半年度主营业务收入比例 (%)
1	部分电视剧多轮授权	2337 万	24.42
2	艺人一	1985 万	20.74
3	电商	1531 万	15.99
4	艺人二	1498 万	15.65
5	电影《熊出没·重返地球》	626 万	6.54
	合计	7976 万	83.34

资料来源：公司 2023 年半年报

根据 2023 年半年报数据，艺人经济收入之和已经超过了同时期电视剧的播放收入，可见艺人经纪成为了欢瑞世纪的主要收入来源。

4.1.3 欢瑞世纪股权结构

欢瑞世纪的重要股东持股情况如下表所示：

表 4.3 2023 年欢瑞世纪前 10 名普通股股东持股情况

序号	股东名称	股东类型	持股比例
1	欢瑞联合	境内非国有法人	10.87%

续表 4.3 2023 年欢瑞世纪前 10 名普通股股东持股情况

序号	股东名称	股东类型	持股比例
2	钟君艳	境内自然人	6.17%
3	睿嘉天津	境内非国有法人	5.91%
4	浙江欢瑞	境内非国有法人	5.01%
5	南京顺佑	境内非国有法人	3.64%
6	睿嘉东阳	境内非国有法人	2.46%
7	青宥仟和	境内非国有法人	2.34%
8	弘道天华	境内非国有法人	2.34%
9	青宥瑞禾	境内非国有法人	2.34%
10	包头龙邦	境内非国有法人	2.19%
	合计		43.27%

数据来源：公司 2023 年年报

另外，欢瑞世纪公司内有三组一致行动人，一致行动人是指投资者通过协议或其他安排等手段增强其对公司的控制程度，对公司重大事项进行表决时，一致行动人通常表达出相同的意愿。欢瑞世纪的控股股东为欢瑞联合，控股股东的一致行动人为睿嘉天津和赵枳程先生，合计持有本公司股份 169,333,995 股，占比 17.26%。实际控制人赵枳程先生及一致行动人的股份情况如下表所示：

表 4.4 赵枳程等一致行动人持股情况

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	欢瑞联合	1,066,51,376	10.87%
2	睿嘉天津	57,938,783	5.91%
3	赵枳程	4,743,836	0.48%
	合计	169,333,995	17.26%

数据来源：公司 2023 年半年报

公司持股 5%以上股东钟君艳，与浙江欢瑞、陈援、钟金章、陈平、钟开阳共为一一致行动人，合计持有本公司股份 123,754,012 股，占比 12.62%。

表 4.5 钟君艳等一致行动人持股情况

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	钟君艳	60,569,259	6.17%
2	浙江欢瑞	49,194,111	5.01%
3	陈 援	10,463,094	1.07%
4	钟金章	2,357,412	0.24%
5	陈平	1,088,036	0.11%
6	钟开阳	82,100	0.01%
	合计	123,754,012	12.62%

数据来源：公司 2023 年半年报

公司股东青宥仟和，与青宥瑞禾、深圳弘道、弘道晋商、弘道天华共为一致行动人，合计持有本公司股份 95,014,046 股，占比 9.69%。

表 4.6 青宥仟和等一致行动人持股情况

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	青宥仟和	22,935,921	2.34%
2	青宥瑞禾	22,935,779	2.34%
3	弘道天华	22,935,779	2.34%
4	深圳弘道	20,693,850	2.11%
5	弘道晋商	5,512,717	0.56%
	合计	95,014,046	9.69%

数据来源：公司 2023 年半年报

由此可见，实际控制人所在阵营的股份与其他两组一致行动人股份之和较为接近，可以起到相互制衡的作用。因为欢瑞世纪控股股东作为一个个体股份占比不高，控股股东的个人行为对公司影响不大，因此将一致行动人视为公司的控股股东，对公司的重大事项拥有表决权，地位上实质可以比肩控股股东，以此来研究股权质押产生的风险。

4.2 欢瑞世纪控股股东股权质押概述

根据中登网的数据，欢瑞世纪控股股东自从2016年借壳星美联合成功上市以来，一直不停地进行股权质押，截至目前共发生22笔股权质押业务，质押数量达到了35117.48万股，占公司总股本的35.80%，可见质押规模之大。欢瑞世纪的股权质押业务集中发生在2016、2017和2020年，目前质押出去的股票有已经解除质押的、冻结的以及还处于质押过程中的。受我国对股权质押业务新规的影响，欢瑞世纪控股股东逐渐减少了股权质押数量，但是股权质押仍然是公司融资的重要选择。

4.2.1 股权质押动因

欢瑞世纪选择股权质押方式进行融资主要有以下几个方面的考虑。

（1）满足融资需求

欢瑞世纪作为影视影视公司，具有独特的“轻资产”特征，即流动资金占比较高，固定资产或长期资产不足，还考虑到影视公司的资金回笼速度慢、周期长的特点，这些情况都导致了公司经营过程中对营运资金的极大需求。加之欢瑞世纪为了成功上市，付出了很大的代价，对资金产生了迫切的需求。但通常影视公司处于资金回收阶段的收入是小于新剧制作所付出的成本的，如果公司的现金流出大于现金流入的，满足不了影视剧从投资、制作到发行全过程对资金源源不断的需求，这就迫使股东需要进行融资来获得资金。股权质押不同于传统的融资方式，省略了审批制度，质押双方只要按照法定程序进行操作就可以获得资金，融资时间快，提高了融资效率，解决了质押公司财务困境，金融机构也获得了一定的收益。如果运用得当，股权质押是个双赢的融资策略。

（2）转移潜在风险

欢瑞世纪自上市以来，多次爆出“黑天鹅事件”，还涉嫌财务造假，被证监会立案调查。这些问题使得公司股价低迷，总体呈现不佳的发展态势，欢瑞世纪控股股东进行股权质押，并不单纯是股东的个人行为，还对公司的经营产生了影响。如果控股股东在股价降低时能够及时补充质押或者还款，稳定公司的股价波动，那么对公司就不会造成太大的影响。但是如果不能及时补充质押，风险就会转移给金融机构。控股股东股权质押也会对公司的中小股东产生风险，虽然他们参与不了控股股东的决策，但控股股东进行股权质押却会对中小股东产生影响。

（3）维持公司控制权

股权质押是一种只将股东的现金流权质押出去的融资方法，并不会丧失股东的控制

权，维持了股东的控制地位，降低了控制权转移风险。欢瑞世纪作为“轻资产”公司，不能通过抵押固定资产的方式向银行借款，再加上由于明星偷税漏税事件造成监管层对影视行业更为严格的监管，使得公司经营发生困难。通过发行股票融资虽然能暂时缓解公司资金压力，但面临公司股权被稀释的问题，影响股东对公司的控制，进一步可能影响市场上的投资者对公司的态度。股权质押没有这种顾虑，在欢瑞世纪持续不断高比例高频率股权质押的背景下，控股股东的控制地位依然得到了保证。

4.2.2 股权质押过程

欢瑞世纪控股股东从 2016 年上市以来不断进行股权质押，现根据公司年报和查询到的资料，对股权质押的过程进行整理，如下表 4.7 所示：

表 4.7 欢瑞世纪控股股东股权质押情况

序号	质押日	出质方	质权方	股数（万股）	占持有（%）	占总股本（%）
1	2016. 4. 30	青宥仟和	哈尔滨银行	2000	70.66	4.83
2	2016. 7. 28	青宥仟和	哈尔滨银行	500	17.66	1.21
	2016. 7. 28	深圳弘道	哈尔滨银行	1000	48.32	2.42
3	2016. 10. 28	深圳弘道	国盛证券	1034.69	50	2.5
4	2016. 11. 26	天津欢瑞	国盛证券	2460	42.46	5.94
5	2016. 12. 16	陈援	中信证券	881.31	100	1.09
	2016. 12. 16	钟君艳	中信证券	5663.89	100	7.03
	2016. 12. 16	浙江欢瑞	中信证券	4919.41	100	6.11
6	2016. 12. 29	天津欢瑞	联讯证券	543	9.37	0.67
7	2017. 1. 6	天津欢瑞	新时代证券	2150	37.11	2.19
8	2017. 1. 21	青宥瑞禾	哈尔滨银行	2293.58	100	2.34
	2017. 1. 21	青宥仟和	哈尔滨银行	2293.58	44.76	2.34
9	2017. 2. 8	天津欢瑞	方正证券	10550.46	98.92	10.76
	2017. 4. 27	天津欢瑞	新时代证券	280	4.83	0.29
10	2017. 4. 27	天津欢瑞	国盛证券	167.88	2.9	0.17
	2017. 4. 27	青宥仟和	天风证券	1246	24.32	1.27
11	2017. 5. 16	钟金章	华创证券	160	67.87	0.16

续表 4.7 欢瑞世纪控股股东股权质押情况

序号	质押日	出质方	质权方	股数（万股）	占持有（%）	占总股本（%）
	2017.5.16	钟金章	华创证券	75.74	32.13	0.08
12	2017.8.1	陈援	中信证券	97.62	9.97	0.1
	2017.8.1	青宥仟和	天风证券	210	4.1	0.21
13	2017.8.17	青宥仟和	天风证券	290	5.66	0.3
14	2018.1.8	天津欢瑞	国盛证券	543	5.09	0.55
15	2018.2.9	陈援	方正证券	165	13.83	0.17
16	2019.8.24	青宥仟和	袁灵芝	2830.58	55.24	2.89
17	2019.12.25	钟君艳	方正证券	393.04	6.49	0.4
18	2020.1.21	青宥仟和	李俊	2830.58	55.24	2.89
19	2020.4.23	天津欢瑞	新时代信托	5641	97.36	5.75
20	2020.6.30	青宥仟和	陈婷	2830.58	55.24	2.89
21	2020.10.16	深圳弘道	深圳保成	1034.69	50	1.05
22	2021.9.30	赵枳程	方正证券	474.38	100	0.48

数据来源：巨潮网

根据对欢瑞世纪关于股权质押公告的整理，可以发现控股股东质押的股份经常超过其拥有股份数的 50%，甚至几次进行了 100% 的股权质押，这向市场传递出公司经营出现问题的信号。根据信号传递理论，投资者可能对公司丧失信心，不利于公司长远发展。公司的出质方大部分是青宥仟和和天津欢瑞，质权人数最多的是哈尔滨银行，总共 5 次；其次是中信证券和国盛证券，都发生了 4 次。

2016 年，欢瑞世纪的第一大股东天津欢瑞将其拥有的接近一半的股份进行质押，共计 2460 万股。同年 12 月，陈援钟君艳夫妇和他们的一致行动人浙江欢瑞将他们各自的股份全部质押出去，合计共占公司股份的 14.23%。在此之后，天津欢瑞、浙江欢瑞和其他控股股东纷纷质押自己的股份，使公司产生了财务隐患。欢瑞世纪接连爆出财务造假的消息，引起证监会的监督调查，导致了公司股价下跌，影响了公司的经营发展。欢瑞世纪采取停牌策略应对公司股价跌破平仓线的情况，同时公司连续发布利好消息，比如大型项目的剧集售卖合作，以及通过补充质押的方式来稳定股价，提升投资者对公司的信心。但是受到影视行业阴阳合同事件和明星偷税漏税的恶劣影响，欢瑞世纪也受到

了严重的打击，影响了公司的经营业绩，导致了资金的短缺。即使欢瑞世纪一直采取补充质押和试图延长质押期限的方式来平稳股价，但是效果不是很明显。除此之外，经查证欢瑞世纪确实发生了违规操作的事件，证监会对公司的处罚也加重了利益相关者的担忧，公司股价呈现出不佳的结果。

4.2.3 股权质押结果

欢瑞世纪从上市以来一直采用股权质押的方式融资，刚解除质押的股份立马又被重新质押出去，股权质押次数频繁、质押比例高的特征，影响了投资者对公司的态度，导致公司的股价不稳，经营出现风险。截至 2023 年年报公告披露日，公司的实际控制人赵枳程已将他拥有的股份全部质押出去，他的一致行动人欢瑞联合将自身所持股份的 98.92% 质押出去，占公司总股本的比例是 10.76%。公司的另外两组一致行动人股权质押的股份还有很大比例处于冻结当中，如果质权人将冻结的股份强制拍卖，就会导致公司丧失控制权，严重影响公司的后续发展。

欢瑞世纪在年报中仅仅将股权质押的目的归纳为担保和补充质押，也就是说控股股东通过对股票的担保来获得经营或投资需要的资金，稳定了投资者的信心。比如在 2023 年年报中，披露的短期借款中质押借款的部分由母公司欢瑞世纪提供连带责任保证担保。此外，通过查阅欢瑞世纪关于股权质押的公告可以发现，股权质押的目的大部分是融资担保，公司在近几年接连发布重大合同的筹划声明，可见控股股东及其一致行动人将股权质押筹集的资金用在了公司的实际经营当中。

5 欢瑞世纪控股股东股权质押风险识别和评价

控股股东股权质押已经是一种普遍的融资行为。若使用得当，公司在维持自己控制权的同时还把质押风险转移给了其他利益相关者；但是如果公司经营不善，不能按时解押或补充质押，就会产生一系列的股权质押风险。本章通过结合理论和公司年报数据总结出欢瑞世纪控股股东股权质押主要涉及四种风险，分别是股价波动风险、控制权转移风险、利益侵占风险和财务风险。针对每一个风险，本章先对风险产生的机制进行分析，然后通过量化方法做出适当的评价，以期提出合理的防范措施。

5.1 股价波动风险

上市公司的股价是利益相关者们及其关心的一个指标：股价上涨意味着股东的财富增加；股价下跌则表示股东的利益受到了损害。从前面的分析可以看出上市公司控股股东频繁股权质押向市场传递出消极信号，即公司陷入了资金紧张的处境，经营情况不容乐观。再加上控股股东对筹集资金的用途不能详细的公之于众，加重了短期投资者和中小股东的担忧，他们就会将自己手中的股票抛售，造成股价下跌，引起股价波动风险。

5.1.1 利益相关者信息不对称导致股价波动风险

上市公司的股价能直接的反映公司的经营情况，结合欢瑞世纪的实际情况和信号传递理论，在公司发布股权质押公告前后，股价发生了明显的波动，这说明股权质押行为对于股价的影响是直接的，理清股价波动风险产生的原因，才能从根源上降低风险。

股价波动风险存在一定的传导机制。当上市公司频繁发布股权质押公告时，向市场传递出公司的营运资金严重不足，财务状况不佳的负面信号，这不仅打击了投资者的信心，还会引起利益相关者的恐慌。因为股民不知道公司的真实经营状况，只能从公司多次的股权质押行为中推测公司经营可能出现了问题。公司的中小股东虽然不参与股权质押行为，但为了不遭受更多的损失，一旦这些利益相关者将所持股票抛售出去，就会造成股价短时间的迅速下跌，也影响了公司价值。

上市公司发布股权质押公告引起股价波动风险分为短期股价波动和长期股价波动。一方面，上市公司频繁发布股权质押公告，对于时刻关注股价的股民来说是一个负面信号，为了自身的利益不被损害，就会抛售自己手中的股票，引起了股价的短期波动。另一方面，随着股权质押比例的上升和质押规模的扩大，上市公司的投资者和中小股东会对公司经营产生不好的预期，再加上影视行业更为艰难的市场行情，连年不佳的经营业

绩，加重了利益相关者的恐慌心理。如果上市公司的股票被大量抛售，公司的股价就会“跳楼式”下跌，一旦跌到预警线或平仓线以下，控股股东若不能及时补充质押，或者提前赎回质押的股份，就会面临被强制平仓的结果。强制平仓的消息又加重了投资者的恐慌心理，可能造成股价的进一步下跌，引起公司的长期股价波动风险。

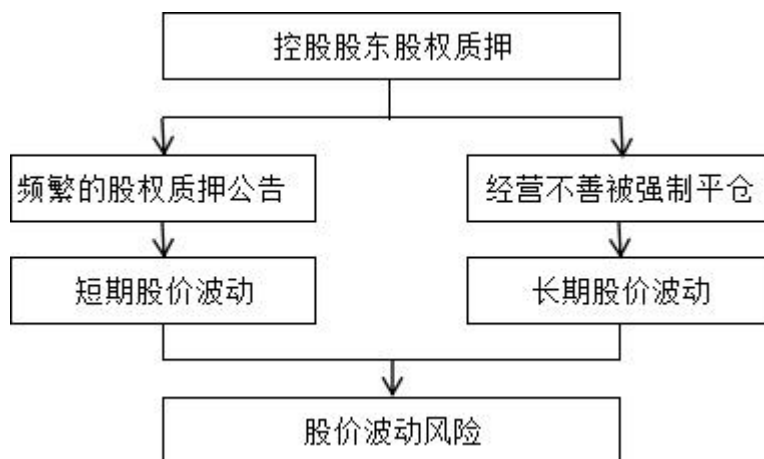


图 5.1 股价波动风险传导机制

5.1.2 市场反应分析

根据股价波动风险作用机制和数据分析发现，欢瑞世纪控股股东股权质押前后的股价发生了明显的波动变化，本文选择欢瑞世纪规模较大的三次股权质押行为，使用事件研究法，通过计算每日超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR，来判断股权质押对股价波动产生的影响。本文使用事件研究法所用数据均来自于同花顺。

(1) 确定事件日及窗口期

本文选择特定事件遵循以下几个原则：首先，质押规模比较大；其次，质押期内没有发生除股权质押以外的重大事项；再次，公司股票没有出现长时间的停牌；最后，这三次股权质押的时间间隔不能太短，否则会影响估计窗口，造成研究结果的不准确。因此，本文选择 2016 年 12 月 16 日、2019 年 8 月 24 日和 2020 年 4 月 23 日这三个做出股权质押公告的日期作为事件日，记为 $T(0)$ 。事件窗是研究股权质押行为对股票价格产生影响的时间范围，本文选取公告日前后 5 天作为事件窗口期，记为 $T(-5, +5)$ 。估计窗选择股权质押公告做出的前 70 日，记为 $T(-76, -6)$ 。

(2) 计算预期收益率

根据事件研究法的原理，本文将事件窗之前的 70 个交易日作为样本数据，个股回

报率 R 是被解释变量，市场收益率 R_m 是解释变量， α 是常数项， β 为回归系数，带入资本资产定价模型，回归计算欢瑞世纪的预期收益率。具体公式为：

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} \quad (\text{公式 5.1})$$

R_{it} 表示在 t 日欢瑞世纪不考虑现金红利的日个股回报率， R_{mt} 表示在相同时间的市场收益率。使用一元线性回归依次计算出计算三个事件日的预期收益率方程，分别是：

$$R_{it} = -0.0180 + 1.5712R_{mt} \quad (\text{公式 5.2})$$

$$R_{it} = -0.2635 + 1.0763R_{mt} \quad (\text{公式 5.3})$$

$$R_{it} = -0.2964 + 1.2183R_{mt} \quad (\text{公式 5.4})$$

然后，将窗口期 $T(-5, +5)$ 的 R_{mt} 代入公式，得到事件窗的预期收益率 $E(R)$ 。

(3) 计算超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR

超额收益率 AR 是用事件窗的实际收益率 R_t 减去预期收益率 $E(R)$ ，公式为：

$$AR_t = R_t - E(R) \quad (\text{公式 5.5})$$

累计超额收益率 CAR 是由事件窗口期的 AR 汇总得到，公式为：

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (\text{公式 5.6})$$

如果 $CAR_t > 0$ ，则表示该事件对股价产生了正向影响；如果 $CAR_t < 0$ ，则表示市场对该事件不看好，造成股价降低。

(4) 统计结果

通过计算得到欢瑞世纪三个事件窗口期的超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR，如下表所示：

表 5.1 欢瑞世纪三个事件窗口期 AR 和 CAR 统计

区间	2016/12/16		2019/8/24		2020/4/23	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
T(-5)	-2.0820	-2.0820	-1.2100	-1.2100	1.6451	1.6451
T(-4)	0.4541	-1.6279	0.8277	-0.3823	-0.8537	0.7914
T(-3)	-0.1476	-1.7756	-1.1265	-1.5088	0.4221	1.2135
T(-2)	0.0164	-1.7592	-0.2319	-1.7408	0.1722	1.3857
T(-1)	-0.1934	-1.9526	1.6406	-0.1002	0.2372	1.6229
T(0)	0.6982	-1.2544	0.4036	0.3034	-1.9745	-0.3516
T(+1)	-0.5564	-1.8108	-1.7417	-1.4383	-0.3133	-0.6648

续表 5.1 欢瑞世纪三个事件窗口期 AR 和 CAR 统计

区间	2016/12/16		2019/8/24		2020/4/23	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
T (+2)	0.1693	-1.6415	1.9816	0.5433	-1.3147	-1.9796
T (+3)	-0.0147	-1.6562	1.9772	2.5204	-1.5562	-3.5358
T (+4)	0.3323	-1.3239	2.6157	5.1361	-0.3698	-3.9056
T (+5)	1.2220	-0.1019	-3.8898	1.2464	0.7663	-3.1392

数据来源：通过计算得出

5.1.3 股价波动风险评价

基于计算结果绘制出事件一的 AR 和 CAR 折线图，对欢瑞世纪在第一个事件日的市场反应进行分析。在股权质押发生前后 5 天内，AR 和 CAR 呈现出相似的变化趋势，上升或下降的变动方向相同。虽然事件一的 AR 在 0 上下波动变化，从 T (+2) 开始，CAR 呈现上升的趋势，但 CAR 一直都是负值，这说明欢瑞世纪的这次股权质押行为，让市场产生了消极的态度，说明股权质押这一行为造成了公司股价波动。

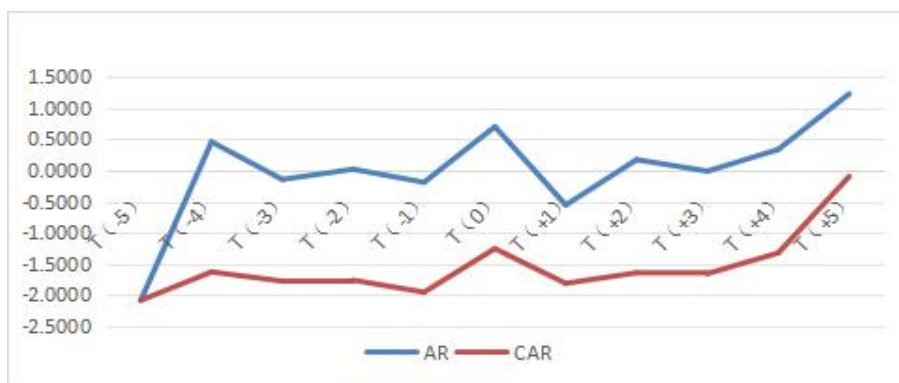


图 5.2 事件一 AR 及 CAR 走势图

接着，结合图 5.3 的 AR 和 CAR 折线图对事件二做出评价。在这次股权质押中，AR 和 CAR 的波动趋势仍然呈现出相似的效果，同时上升或者下降。在股权质押事件日之前，AR 呈现波动趋势有正有负，CAR 全部为负值。在股权质押事件日当天，AR 和 CAR 都大于 0。股权质押次日，AR 急剧下降，CAR 也随之大幅度下降。之后 AR 和 CAR 虽然短暂的上升了几天，但之后整体呈现下降的趋势。说明股权质押传递给市场

的仍然是消极的信号，投资者产生不好的预期，会加剧公司的股价波动风险，有损公司价值。



图 5.3 事件二 AR 及 CAR 走势图

最后，结合图 5.4 分析事件三的 AR 及 CAR 走势图，发现事件三的 AR 及 CAR 走势仍然呈现相似的变化趋势，上升或下降趋势基本吻合。在事件三发生之前，公司的 AR 在 T(-4) 明显下降，其他时间也呈现整体下降的趋势，CAR 下降不明显。在事件日当天，AR 及 CAR 同时由正变负，在此之后，两者一直为负，且整体呈现下降趋势，CAR 在 T(+4) 日达到了最低值-3.9056，可见股权质押对公司股价造成的消极影响，股权质押增大了公司股价波动风险。



图 5.4 事件三 AR 及 CAR 走势图

综上，结合事件研究法得出的三次结论来看，上市公司的股权质押行为给市场带来了消极的负面的反应，公司的股价短期内呈现下降的趋势，频繁的股权质押行为增大了股价波动风险。这不仅损害了公司价值，而且对投资者和利益相关者也带来了一定的亏

损，对经营活动产生不好的影响，不利于公司长远发展。

5.2 控制权转移风险

控股股东拥有着对上市公司的控制权。当上市公司控股股东股权质押的时候，公司会及时做出公告，投资者和其他市场主体会针对公司公告做出判断，以此来改进后续的投资计划，减少由于股权质押使股价下跌产生的控制权转移风险。

5.2.1 股价跌破平仓线导致控制权转移风险

控制权转移风险存在一定的风险传导机制。上市公司控股股东发生股权质押行为，如果公司股价没有产生太大的波动，那么质押的股票价值也不会发生太大的变化。但是如果股价急剧下跌，股权价值也会随之下降。当股价跌到警戒线的时候就应该引起管理者的重视，应及时采取措施稳定公司股价。股价一旦跌到平仓线以下，控股股东就不得不面临被强行平仓的后果。但通常情况下，控股股东没有资金赎回质押的股权，反而还要依靠补充质押来维持公司经营，公司就有可能被质权人强制平仓，失去对质押股票的控制权，产生了控制权转移风险。

当股价跌破平仓线的时候，控股股东接连发布股权质押公告，这向市场传递出经营不善的信号，进一步造成股价下跌，公司经营陷入了恶性循环。质权人大多数是金融机构，它们不是以经营为主要目的，也没有能力管理好公司，为了减少自己的损失，就会将质押的股份进行转移，加大了控制权转移风险。与此同时，市场上的投资者也会对公司经营产生消极的预期，影响公司正常经营。

假如上市公司控股股东的控制权发生了转移，公司将会迎来更大的经营风险。因为伴随新的控股股东一起到来的是新的经营战略和发展方向，对原本已经稳定的治理结构的挑战，其结果不一定是积极的，可能会对公司经营造成不好的影响。所以上市公司应该尽量避免控制权被转移的情况。

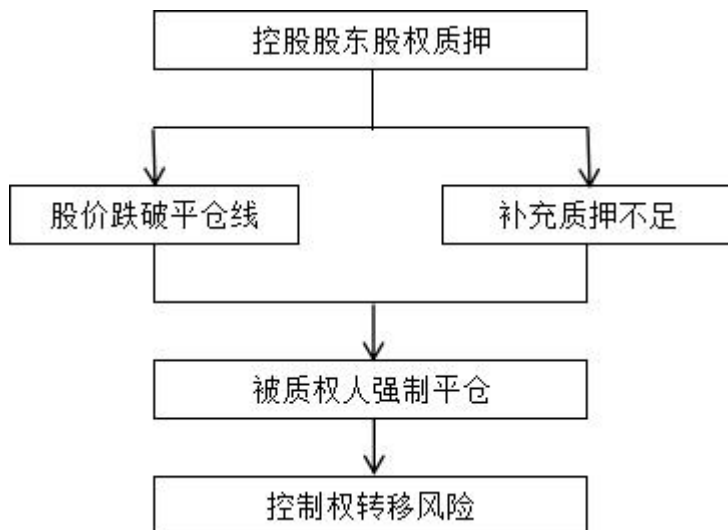


图 5.5 控制权转移风险传导机制

5.2.2 股价和平仓价分析

在如今的资本市场上，控股股东为了维持对公司的控制权，一般采用股权质押的方式进行融资。欢瑞世纪从 2016 年上市以来，共进行了 22 次股权质押，多次出现满仓质押的情况，导致投资者对公司失去信心，从图 5.6 可以看出股价呈现连年下跌的趋势。股价急剧下降的年份，实际上就是公司高比例高频率股权质押的时候。近两年欢瑞世纪减少了股权质押的频率，公司的股价才稍微有所提升。



图 5.6 欢瑞世纪 K 线图

资料来源：同花顺财经

影视行业近几年发展形势不好，业绩下滑资金流不足，投资者对其缺乏信心，股票本来就呈现下跌的趋势。欢瑞世纪高比例高频率的股权质押更是使公司股价雪上加霜，

股价出现持续下跌的状况。如果股价短期内大幅下跌，质押股份就会被质权人强制平仓，当份额足够大时，控股股东就面临控制权转移风险，给公司经营带来不好的影响。为了准确衡量控制权转移风险，使用预警线和平仓线两个指标进行分析。

如果股价没有达到预警线或平仓线，那么控股股东和质权人的利益都没有损失。一旦跌到平仓线以下，就会面临失去控制权的风险。欢瑞世纪使用的预警线和平仓线标准分别是 160%和 140%，股权质押率设定为 40%，股权质押当天的预警线和平仓线如下表 5.2 所示：

表 5.2 欢瑞世纪控股股东股权质押平仓价情况

质押日	质押日收盘价（元/股）	预警线（元/股）	平仓线（元/股）	质押日	质押日收盘价（元/股）	预警线（元/股）	平仓线（元/股）
2016.4.30	15.14	9.69	8.48	2017.8.1	9.46	6.05	5.3
2016.7.28	15.81	10.12	8.85	2017.8.17	8.04	5.15	4.5
2016.10.28	15.78	10.1	8.84	2018.1.8	7.76	4.97	4.34
2016.11.26	15.11	9.67	8.46	2018.2.9	7.20	4.61	4.03
2016.12.16	13.72	8.78	7.68	2019.8.24	3.59	2.3	2.01
2016.12.29	13.86	8.87	7.76	2019.12.25	5.76	3.69	3.23
2017.1.6	14.04	8.99	7.86	2020.1.21	6.16	3.94	3.45
2017.1.21	12.65	8.1	7.08	2020.4.23	4.17	2.67	2.34
2017.2.8	13.37	8.56	7.49	2020.6.30	4.21	2.69	2.36
2017.4.27	10.23	6.55	5.73	2020.10.16	3.64	2.33	2.04
2017.5.16	10.09	6.46	5.65	2021.9.30	2.81	1.8	1.57

数据来源：东方财富网

根据表 5.2 所示，欢瑞世纪控股股东股权质押的平仓价也一直在下降，从第一次股权质押时的 8.48 降到了最后一次股权质押时的 1.57。虽然是根据市场情况做出的估计，但对提醒控股股东预警平仓风险起到一定的作用。从欢瑞世纪发生股权质押业务以来，公司连续发布股份减持的公告，一定程度上缓解了股权质押的压力。

通过查阅相关文件，发现欢瑞世纪曾经多次出现触及平仓线，公司采取了停牌的措施

施来稳定股价。但是复牌之后，公司的股价仍然下跌，公司重复着补充质押和触及平仓线的经历，直到控股股东质押了全部的股份，在无股可押的情况下只能采取延长质押期或降低平仓线的方法维持对公司的控制权。截至目前由于控股股东不能按时还款，也不能再补充质押，还有较高比例的股权处于被冻结当中，如下表 5.3 所示：

表 5.3 欢瑞世纪控股股东股权冻结情况

控股股东	冻结股数（万股）	冻结部分占公司总股本比例（%）	冻结部分占控股股东持股比例（%）
钟君艳	6056.9259	6.17	100
浙江欢瑞	4919.4111	5.01	100
青宥仟和	2293.5821	2.34	100
弘道天华	2293.5579	2.34	100
青宥瑞禾	2293.5779	2.34	100

数据来源：2023 年年报

欢瑞世纪几位控股股东全部的股权都处于被冻结中，如果欢瑞世纪的控股股东和质权人不能通过协商解决被质押股权的问题，质权人一旦强行处置被冻结的股份，就会产生控制权转移风险，导致欢瑞世纪的实控人发生变更，影响公司正常经营。

5.2.3 控制权转移风险评价

欢瑞世纪对控股股东股权质押的情况都进行了说明，无论是股权质押的具体情况，还是平仓风险或被动减持的公告，进行了详细的披露。从发布的公告中得知，控股股东及一致行动人一直在采取延长质押期限的方式来降低平仓风险。目前，欢瑞世纪被冻结的股权比例较高，如果欢瑞世纪不能赎回被冻结的股权，质权人可能走司法程序，将冻结的股权进行拍卖，导致公司的控股股东股权占比降低，控制权受到损害，公司的实控人发生变更。

5.3 利益侵占风险

根据控制权私利理论，控股股东为了满足自己的利益，可能会采取非法的手段牟取中小股东或其他利益相关者的利益，甚至影响了公司的经营发展。关联交易是一种利益

侵占的方式，欢瑞世纪历年的年报中缺乏对关联交易的详细披露，证监会经过调查发现欢瑞世纪存在控股股东及关联方占用资金的情况，产生利益侵占风险。

5.3.1 两权分离导致利益侵占风险

控股股东股权质押的利益侵占风险是指控股股东对中小股东的利益产生侵害的可能性，其发生存在一定的传导机制。

首先，从股权质押的动机进行分析。如果控股股东进行股权质押不是为了公司经营，而是为了满足自己的个人利益，故意将质押的股权变现，将资金攥到自己的手里，不顾公司的经营发展。在这种情况下，控股股东的个人利益与公司产生了背离，股权质押就会引起利益侵占风险。

其次，根据两权分离理论，控制权和现金流权分离程度和股权质押比例成正比。当两权分离程度不大的时候，控股股东的利益和上市公司一致，控股股东利益侵占的可能性较小。随着股权质押比例的上升，控股股东的收益较之前有所减少，付出的成本和获得的收益明显不对等。控股股东的利益和公司利益产生了冲突，所以很可能为了满足自身的利益需求，通过关联交易等手段牟取不正当收益，侵害中小股东的利益，产生利益侵占风险。

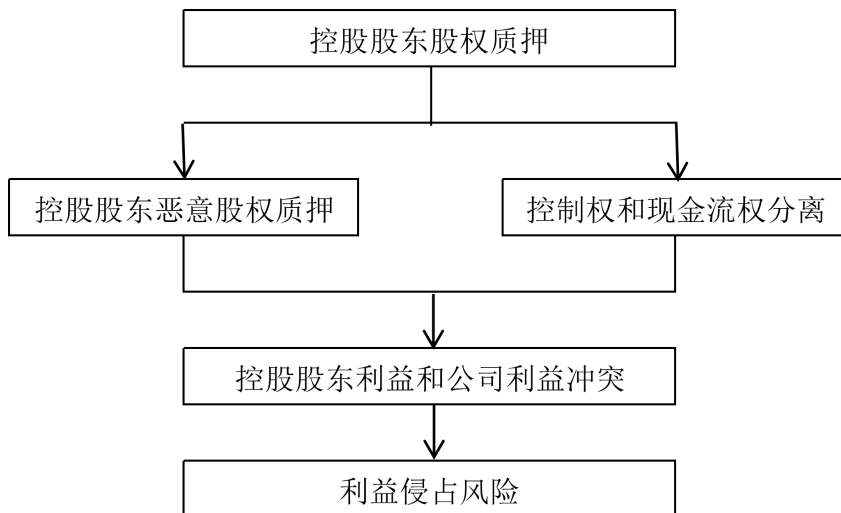


图 5.7 利益侵占风险传导机制

5.3.2 控制权与现金流权分离计算分析

本文通过计算股权质押前后的控制权和现金流权来对利益侵占风险进行衡量。根据 La Porta 的理论，控股股东因为对公司拥有绝对的控制权，没有交叉持股的情况，所以

控股股东拥有的股权就是公司的控制权。控股股东没有质押出去的股份就是现金流权，控制权和现金流权的计算方法如下所示：

$$\text{控制权} = \text{控股股东持股总股数} / \text{总股数} \quad (\text{公式 5.7})$$

$$\text{现金流权} = (\text{控股股东持股总股数} - \text{股权质押股数}) / \text{总股数} \quad (\text{公式 5.8})$$

表 5.4 为欢瑞世纪历年控股股东股权质押前后的现金流权计算结果：

表 5.4 欢瑞世纪控股股东现金流权计算统计表

年份	股东持股总 股数	股东质押总 股数	质押后剩余 股数	总股数	质押前 现金流权	质押后 现金流权
2016	212,771,369	181,209,854	31,561,515	805,521,760	26.41%	3.92%
2017	369,045,002	319,567,799	49,477,203	980,980,473	37.62%	5.04%
2018	405,742,744	330,710,706	75,032,038	980,980,473	41.36%	7.65%
2019	347,803,961	338,647,512	9,156,449	980,980,473	35.45%	0.93%
2020	426,436,594	405,404,437	21,032,157	980,980,473	43.47%	2.14%
2021	449,372,328	356,994,437	92,377,891	980,980,473	45.81%	9.42%
2022	449,372,373	356,994,437	92,377,936	980,980,473	45.81%	9.42%
2023	424,547,458	318,341,748	106,205,710	980,980,473	43.28%	10.83%

数据来源：根据年报计算得出

理论上讲控股股东股权质押期间不发生控制权的转移，所以公司股权质押前后控制权不发生变化，只有现金流权才会随着质押出去的股份数量增加而有所降低。本文通过计算股权质押前后现金流权的变动情况，以及控制权和现金流权的绝对差异和相对差异来衡量两权偏离的程度，如下表 5.5 所示：

表 5.5 欢瑞世纪控股股东股权质押前后的控制权与现金流权

年份	股权质押前		股权质押后		绝对值 差异	相对 比值
	控制权	现金流权	控制权	现金流权		
2016	26.41%	26.41%	26.41%	3.92%	22.49%	6.74
2017	37.62%	37.62%	37.62%	5.04%	32.58%	7.46

续表 5.5 欢瑞世纪控股股东股权质押前后的控制权与现金流权

年份	股权质押前		股权质押后		绝对值 差异	相对 比值
	控制权	现金流权	控制权	现金流权		
2018	41.36%	41.36%	41.36%	7.65%	33.71%	5.41
2019	35.45%	35.45%	35.45%	0.93%	34.52%	38.12
2020	43.47%	43.47%	43.47%	2.14%	41.33%	20.31
2021	45.81%	45.81%	45.81%	9.42%	36.39%	4.86
2022	45.81%	45.81%	45.81%	9.42%	36.39%	4.86
2023	43.28%	43.28%	43.28%	10.83%	32.45%	4.00

数据来源：根据年报计算得出

从表中可以看出，欢瑞世纪从 2016 年发生股权质押业务以来，随着质押股份数量的上升，现金流权不断下降，控制权和现金流权偏离的程度也越来越大。2020 年绝对值差异最大，达到了 41.33%；2019 年相对比值最大，达到了 38.12。再加上由于影视行业整体不景气的市场环境，使得欢瑞世纪的经营状况一直得不到好转，影响了公司的长远发展中。

但看欢瑞世纪控股股东股权质押后的现金流权，在 2016 到 2018 年逐渐上升，2019 年跌到了最低值 0.93%，从 2019 年开始到现在又在不断上升。现金流权上升是因为公司当年赎回了部分质押的股权，现金流权下降就是因为公司当年增加了质押出去的股份数量，欢瑞世纪控股股东在 2019 年几乎将所有的股份质押了出去，造成现金流权的数值急剧下降。根据表中的数据，可以得出两权分离程度和股权质押比例是成正比的，公司股权质押规模越大，两权分离程度就越大，控股股东对中小股东利益侵占的可能性就越大。

5.3.3 利益侵占风险评价

欢瑞世纪控股股东股权质押产生利益侵占风险除了通过两权分离进行实施，还有其他实现的路径。回顾欢瑞世纪的上市流程，控股股东不是用现金，而是将公司的全部股份作为对价进行交易，欢瑞世纪作价 30 亿，评估增值率高达 278.90%，实现了高溢价收购，实质上是控股股东在变相侵害中小股东的利益。由于欢瑞世纪是借壳星美联合上市的，还可以通过对比控股股东每股质押价格与收购时的成本，判断控股股东是否回笼

了资金。如果股权质押产生的收益远远超过付出的成本，那么控股股东更有动机侵害中小股东的利益。

除此之外，控股股东也可能通过非法侵占公司资金、操纵股价、溢价并购等方式侵害中小股东的利益，严重影响了公司的正常经营发展。深交所对欢瑞世纪的年报中流动借款的用途提出了质疑，证监会对此进行了立案调查，并且证实公司确实存在财务造假的情况，并对此进行了惩罚。

从这些现象可以看出，欢瑞世纪的控股股东有动机也有能力对中小股东进行利益侵占，所以有必要提出相应的对策对这种行为加以防范，保护中小股东的合法利益。

5.4 财务风险

欢瑞世纪上市以来一直进行高比例高频率的股权质押，虽然一定程度上缓解了公司资金压力，但也增加了公司的资金杠杆率，引起了财务风险。为了准确衡量股权质押产生的财务风险，使用 Z-score 财务风险预警模型进行分析。

5.4.1 高比例高频率股权质押导致财务风险

股权质押的实质是一种融资行为，上市公司采用股权质押方式融资，资产负债率变大，财务杠杆也随之变大，财务风险增加。股权质押产生财务风险存在一定的传导机制。

首先，从控股股东进行股权质押的动机来看，是为了筹得公司经营所需的资金，股权质押相当于控股股东和质权人签的债务合同。随着质押比例的上升，需要偿还的债务增加，公司的资产负债率增加，财务杠杆增加，财务风险也随之增加。如果有影响公司财务状况的偶然事件发生，则会进一步加大财务风险。

其次，从股权质押筹得资金的用途进行分析，如果进行高风险、激进型的投资项目，甚至过度投资，不能合理地使用资金，就会损害公司的利益，产生财务风险。控股股东存在投资成功的可能，也许会获得额外的收益；但是不能忽视一旦投资失败产生的恶劣影响，控股股东或许可以从套现中弥补自己的损失，但是相应的风险会被转移给其他利益相关者，引起公司价值下降，增加了财务风险。

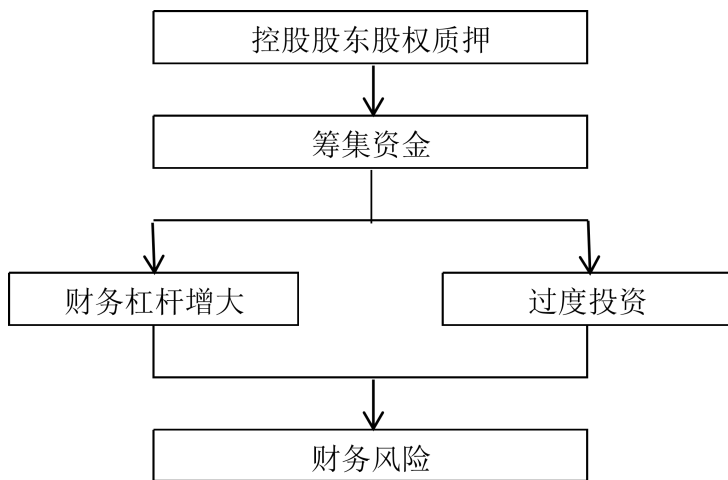


图 5.8 财务风险传导机制

5.4.2 Z 值模型分析

Z-score 财务风险预警模型将财务风险进行量化衡量，Z-score 模型赋予 5 个财务指标不同的权重，通过加权计算得出一个综合 Z 值，与临界值进行比较来判断公司的财务风险大小。

Z-score 模型的公式为：

$$Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.999X_5 \quad (\text{公式 5.9})$$

公式中各具体指标的含义如下：

$$X_1=\text{营运资本} / \text{总资产} \quad (\text{公式 5.10})$$

$$X_2=\text{留存收益} / \text{总资产} \quad (\text{公式 5.11})$$

$$X_3=\text{息税前利润} / \text{总资产} \quad (\text{公式 5.12})$$

$$X_4=\text{股权市值} / \text{总负债} \quad (\text{公式 5.13})$$

$$X_5=\text{销售收入} / \text{总资产} \quad (\text{公式 5.14})$$

表 5.6 是 Z-Score 财务风险预警模型的判断标准：

表 5.6 Z-Score 财务风险预警模型判断标准

Z 值	判断标准
$Z < 1.8$	破产区，财务风险很大
$1.8 \leq Z < 2.99$	灰色区，财务状况复杂
$Z \geq 2.99$	安全区，财务状况良好

从理论上讲，Z 值越小，财务风险越大。本文选择欢瑞世纪从 2017 年以来的财务数据分别计算出各个具体指标，然后加权计算出综合 Z 值，与判断标准进行比较分析公司的财务风险。

(1) $X_1 = \text{营运资本} / \text{总资产}$

X_1 越小，表示公司的短期偿债能力越差，表 5.7 是欢瑞世纪 X_1 的计算结果：

表 5.7 X_1 值计算表

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
流动资产	399022.69	473196.31	331686.00	238851.47	212992.20	200019.97	147350.41
流动负债	98382.74	140523.09	86937.95	69001.50	86771.80	74945.27	63140.38
营运资本	300639.95	332673.22	244748.05	169849.97	126220.40	125074.70	84210.03
总资产	410471.83	492509.94	354976.00	264521.28	237743.44	229210.50	176928.41
X_1	0.73	0.68	0.69	0.64	0.53	0.55	0.48

数据来源：东方财富网

(2) $X_2 = \text{留存收益} / \text{总资产}$

X_2 表示公司的累计获利能力， X_2 越大，公司的获利能力越强。留存收益是盈余公积和未分配利润之和，表 5.8 是欢瑞世纪 X_2 的计算结果：

表 5.8 X_2 值计算表

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
盈余公积	3083.55	3083.55	3083.55	3083.55	3083.55	3083.55	3083.55
未分配 利润	97780.23	126379.39	50995.63	-27489.90	-60858.11	-59063.04	-98776.26
留存收益	100863.78	129462.94	54079.18	-24406.35	-57774.56	-55979.49	-95692.71
总资产	410471.83	492509.94	354976.00	264521.28	237743.44	229210.50	176928.41
X_2	0.25	0.26	0.15	-0.09	-0.24	-0.24	-0.54

数据来源：东方财富网

(3) $X_3 = \text{息税前利润} / \text{总资产}$

X_3 表示在不考虑税收和融资的情况下, 公司资产的生产能力。 X_3 越大, 表明资产的利用程度越高。表 5.9 是欢瑞世纪 X_3 的计算结果:

表 5.9 X_3 值计算表

单位: 万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
利润总额	45318.38	35105.70	-61612.47	-79800.47	-32541.91	-3859.11	-40247.45
财务费用	881.02	1116.08	2254.68	922.14	-445.82	-1845.90	-30.53
息税前利润	46199.40	36221.78	-59357.79	-78878.33	-32987.73	-5705.01	-40277.98
总资产	410471.83	492509.94	354976.00	264521.28	237743.44	229210.50	176928.41
X_3	0.11	0.07	-0.17	-0.30	-0.14	-0.02	-0.23

数据来源: 东方财富网

(4) $X_4 = \text{股权市值} / \text{总负债}$

X_4 表示公司股权结构的稳定性, X_4 越大, 公司的股权结构越稳定。表 5.10 是欢瑞世纪 X_4 的计算结果:

表 5.10 X_4 值计算表

单位: 万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
股权市值	763202.83	466946.72	491471.23	256035.91	442422.21	440460.24	401221.02
总负债	98382.74	151768.09	89644.66	77624.02	88399.89	79101.21	67763.69
X_4	7.76	3.08	5.48	3.30	5.00	5.57	5.92

数据来源: 东方财富网

(5) $X_5 = \text{销售收入} / \text{总资产}$

X_5 是总资产周转率的计算公式, X_5 越大, 表明公司对资产的利用程度越高。表 5.11 是欢瑞世纪 X_5 的计算结果:

表 5.11 X_5 值计算表

单位: 万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售收入	156721.41	132846.70	54004.73	18493.56	38781.94	59619.88	33584.52
总资产	410471.83	492509.94	354976.00	264521.28	237743.44	229210.50	176928.41
X_5	0.38	0.27	0.15	0.07	0.16	0.26	0.19

数据来源: 东方财富网

(6) 综合 Z 值

通过将 X 值进行加权计算，得出综合 Z 值，与临界值比较，判断公司的财务风险，表 5.12 为欢瑞世纪的 Z 值计算表：

表 5.12 Z 值计算表

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
X_1	0.73	0.68	0.69	0.64	0.53	0.55	0.48
X_2	0.25	0.26	0.15	-0.09	-0.24	-0.24	-0.54
X_3	0.11	0.07	-0.17	-0.30	-0.14	-0.02	-0.23
X_4	7.76	3.08	5.48	3.30	5.00	5.57	5.92
X_5	0.38	0.27	0.15	0.07	0.16	0.26	0.19
Z 值	6.63	3.54	3.93	1.71	3.00	3.83	2.80
财务状况	良好	良好	良好	较差	良好	良好	复杂

数据来源：计算得出



图 5.9 欢瑞世纪 2017-2023 年 Z 值趋势图

5.4.3 财务风险评价

通过运用 Z 值模型对欢瑞世纪控股股东股权质押的财务风险进行衡量。首先分析各个 X 值对财务风险的影响。从 2017 年欢瑞世纪控股股东股权质押开始，X1 整体上呈现出下降的趋势，说明公司的短期偿债能力降低，这与公司多次进行股权质押融资相对应，正是因为缺乏资金才会用股权质押的方式融资。X2 在 2017-2019 年为正数，2020-2023 年变为负值，说明公司从 2020 年起一直在亏损，获利能力很差。X3 在 2017-2018 年为

正值，2019 年开始到现在一直是负值，说明公司对资产的利用效果不好，公司经营水平不高。X4 从 2017 年起呈现波动变化，说明公司的股权结构不稳定，容易造成财务风险。X5 从 2017 年整体呈现下降的趋势，在 2020 年达到了最低值 0.07，说明公司对资产的管理能力也不足。综上，欢瑞世纪在股权质押以后 Z 值模型的各个具体指标都呈现出不好的发展趋势，使得公司的财务风险增大。

其次分析综合 Z 值对财务风险的影响。从图 5.9 可以看出欢瑞世纪的 Z 值整体呈现下降趋势，2016 年欢瑞世纪开始股权质押，2018 年 Z 值表现出急剧下降的趋势，是因为欢瑞世纪在这两年发生了多次股权质押，向市场传递出消极信号，引起股价降低，X4 减小，Z 值也减小，产生了财务风险。2019 年欢瑞世纪减少了股权质押的次数，Z 值稍微有所回升。虽然这几年 Z 值表现出下降的趋势，但都大于 2.99，处于安全区，说明公司的财务状况不是很糟糕，公司能够控制股权质押产生的财务风险。直到 2020 年，Z 值降至最低 1.71，财务风险突然进入了破产区，这表明公司的财务风险比较严重，公司的财务状况前景堪忧。结合当年公司年报可以得知，造成 Z 值急剧下滑的原因是投资方向的不正确，造成公司业绩下滑，降低了营业收入，造成 X5 减小，加大了财务风险。近三年 Z 值有所回升，但在 2023 年又降到了灰色区，说明公司财务状况比较复杂。通过 Z 值模型分析得出，欢瑞世纪控股股东股权质押确实引起了公司的财务风险，造成公司财务状况的恶化。公司应采取措施降低财务风险，保证财务安全，公司才能正常经营。

6 欢瑞世纪控股股东股权质押风险成因和防范

股权质押是上市公司普遍采用的一种融资方式，但是不能忽视由它产生的各种风险，通过分析各种风险传导的机制，对风险产生的原因也有了一定的了解。由于我国股票市场整体呈现下降趋势，再加上“股权质押新规”的出台，使得股权质押业务受到了更加严格的限制，股权质押面临着来自外部的风险。除此之外，欢瑞世纪作为影视公司，其本身的治理结构和经营状况就存在着问题。本文分别从内部和外部两个角度探索股权质押风险产生的原因，并针对原因提出合适的防范措施。

6.1 风险成因分析

上市公司控股股东股权质押风险产生有上市公司、质权人和法律法规三个方面的原因。具体包括上市公司股权结构不合理、信息披露不全面、投资策略不佳，质权人工作不到位和相关法律法规不健全。

6.1.1 上市公司成因

（1）股权相对集中，不能有效制衡

欢瑞世纪的股东里面有三组一致行动人，其中欢瑞联合及其一致行动人占有公司总股份 17.26%，钟君艳等一致行动人占有公司股份 12.62%，青宥仟和等一致行动人占有公司股份 9.69%，三组一致行动人总共占据公司股份的比例高达 39.57%，公司的股权集中度较高，控股股东能够对公司施加控制。控股股东可以利用控制权优势更加方便地进行股权质押交易，其他中小股东无法对其产生制约。随着股权质押比例的上升，控股股东凭借其对公司的影响力可能去侵害中小股东的利益，利益侵占风险又加剧了公司的财务风险。与此同时，过于频繁的股权质押行为使市场上的投资者产生消极预期，引起股价波动，严重时会引起控制权转移风险。正是由于欢瑞世纪过于集中的股权才使得公司控股股东控制权太大，对他们缺乏有效的制衡机制，才引起了股权质押风险。

股权结构失衡还使欢瑞世纪内部治理出现了问题。由于控股股东拥有绝对的控制权优势，他们能对公司的重大事项产生影响，导致不利于公司经营的事件发生。虽然欢瑞世纪已经建立了制约机制，但效果并不理想：控股股东及其一致行动人的主导地位使得公司股权结构不均衡，公司的发展受到阻碍，治理效果不佳。

（2）信息披露不足，缺乏风险提示

市场上的投资者通过企业披露的信息来了解公司的经营情况，做出投资决策；利益

相关者也通过上市公司公告的信息保证自己的利益不受侵害，健全的信息披露制度对市场上的主体有着重要意义。如果上市公司在信息披露中隐瞒不利的消息甚至做出虚假的陈述，将会引起一系列风险。

从欢瑞世纪历年股权质押公告披露的内容来看，公司并没有进行充分的信息披露，不能满足深交所对于公司股权质押公告内容的要求。首先，欢瑞世纪没有对筹集资金的具体用途加以说明，只有补充质押或是担保的简单描述。外部投资者无法得知资金的准确去向，就会对资金用途产生质疑，担心控股股东存在利益侵占的可能性，引起股价降低，损害了公司价值。其次，欢瑞世纪仅仅只在股权质押发生时进行了公告，没有对后续使用情况的跟进披露，只在公司股价跌破平仓线时，才不得不做出公告，导致了中小股东的利益受到侵害。

欢瑞世纪从上市以来发生了多次股权质押行为，这无疑向市场传递出公司经营不善的信号。为了维持投资者对公司的信心，公司可能做出隐瞒不利消息的行为，加重了信息不对称程度。欢瑞世纪在 2017 年因为信息披露违规被证监会立案调查，2019 年因涉嫌财务数据造假被处以行政处罚。可见上市公司为了自身利益，违法违规地进行信息披露，会导致公司陷入风险之中。

（3）投资策略失误，资金使用欠佳

一般情况下，上市公司进行股权质押是为了将筹得的资金用于公司经营，解决公司资金紧张的困难，缓解公司的财务状况，提升公司业绩。但是如果对资金的使用不佳，投资方向出现了偏差，反而会加剧公司的经营风险。

欢瑞世纪作为影视公司，具有明显的轻资产特征，公司需要一直进行股权质押来筹得经营所需的资金，如果使用得当，能够及时还款，公司的经营就不会出现问题。但是欢瑞世纪选择了不恰当的战略投资方向，多元化地扩张公司业务，比如游戏、动漫、“影视城”建设，非但没有使公司迈上更高的行业地位，反而分散了对主营业务电视剧制作发行的投资力度，使主营业务的发展受到了冲击。电视剧制作原本占据公司业务的优势地位，但近些年因为剧集质量不高、观众期待值低、不能吸引广告商投资等问题，不能获得理想的收入，累计的坏账损失高达 1.16 亿，公司整体业绩出现下滑，出现无钱还债的困境，所引起的股价下跌加剧了股权质押风险。

6.1.2 质权人工作不到位

质权人作为股权质押的其中一方主体，如果没有尽到应尽的职责，就会加剧股权质

押的风险。例如，如果质权人在股权质押前没有对出质方进行严格的资信评估，对出质方的资产负债状况和经营业绩缺乏充分的了解，忽视出质方盲目投资可能会引发风险的问题，依然多次为其办理股权质押业务，股权质押会产生风险也就不足为奇了。质权人经过详细的调查和合理的评估，判断出质方是否具有按时还款的能力，再做出是否借款的决定。在股权质押发生后，质权人没有对质押公司的股价做出及时的反应，等股价跌到了平仓线再进行补救，就会遭受一定的损失。欢瑞世纪 2017 年股价曾经 3 次跌破平仓线，就是因为质权人对公司的股价变动没有做出及时的处理，使得股权质押产生了风险。

6.1.3 相关法律法规不健全

由于复杂多变的市场环境，我国现行关于股权质押的规定还存在一些不足之处，关于股权质押的法律法规还处于不断完善中。比如，我国相关政策缺乏对股权质押交易完整性的强制规定，欢瑞世纪在股权质押公告中只公布了质押数量和质权人的信息，没有详细说明资金的用途，可能引起投资者的怀疑，进而引发一系列的风险。还有，我国股权质押的规定大部分是为了防止大方向上出现错误，包含了质押率、预警线平仓线的设置、质押担保时限这些基本的规定，但缺乏配套的处罚制度，使得股权质押的违规操作需要付出的成本相比可能获得的收益不值一提，质押主体就很可能故意去违规操作，获取不正当的收益。最后，监管机构的监管力度不大也是造成股权质押产生风险的原因。在监管机构之间缺乏信息互通的媒介，达不到沟通的效果，就无法合力对质押主体做出有效监管。

6.2 风险防范措施

通过对股权质押风险产生原因的分析，可以针对性的提出对股权质押风险防范措施。本文从上市公司、质权人和监管机构三个角度，分别提出相应的措施。

6.2.1 上市公司角度

(1) 优化股权结构，完善内部治理

为了减少公司股权过于集中带来的股权质押风险，欢瑞世纪应该建立起股权制衡机制，分散控股股东对公司的控制权，优化股权结构，提高治理效果。股东之间如果可以相互制衡，彼此的行为都会受到约束，容易形成良好的公司环境，有利于公司长远发展。为了对欢瑞世纪的股权结构进行制衡，可以从以下三点入手。首先，公司应该通过改革

优化股权结构，建立规范股东行为的规定，让股东之间互相监督，就可以对股东行为进行约束；其次，公司可以引进战略投资者，其拥有雄厚的资金实力或是专业的知识储备，还可以凭借掌握的信息优势对公司的经营方向作出指导，避免控股股东侵害公司利益；最后，应该完善公司的奖惩制度，提高员工参与公司治理的积极性，强化员工的风险意识，利用员工持股计划使员工利益与公司一致，不但降低了股权质押风险，还有利于完善公司股权结构。

除了在股权结构上进行完善，欢瑞世纪还应该加强公司的内部治理，提高公司根据环境变化处理股权转移风险的能力。欢瑞世纪可以从以下三点展开工作。首先，应该建立强有力的独立董事制度，增加独立董事的人数，加强对控股股东行为的监督，在人员选拔上选择中小股东作为独立董事，增强他们的话语权；其次，公司应增加公司监事会的人数，将公司员工纳入监事会名单，可以更好地发挥监督作用，降低股权质押风险；最后，应该促进内部审计部门发挥作用，保持内部审计部门的独立性、客观性和权威性，提前建立好风险预警，以防股权质押风险发生。

（2）加强信息披露，降低信息壁垒

完善公司的信息披露制度，可以帮助中小股东和其他利益相关者及时掌握公司的经营状况，减少信息不对称的问题，做出有利于自己的决策，降低股权质押风险。首先，欢瑞世纪应该完善股权质押公告披露的内容，即使现有的法律法规没有对披露的内容做出强制规定，但是控股股东有义务保障中小股东的利益，除了不能公之于众的商业秘密，公司应该对股权质押的资金流向和后续使用情况进行说明，进行最大程度的披露。除此之外，当股价跌到预警线或平仓线时，应该及时地做出公告，保证相关人士的知情权，降低信息不对称程度，减少股权质押风险。另外，欢瑞世纪应该将公司的财务状况及时进行披露，让外部投资者能够准确了解公司的真实业绩，合理评估股权质押的风险，改进自己的行为决策。如果外部投资者对公司缺乏了解，对公司的偿债能力存在怀疑，对控股股东是否能按时还款没有信心，就会减少投资不利于公司发展。详细的信息披露可以避免这些问题，能够控制公司股权质押比例，降低股权质押风险。

（3）谨慎投资方向，合理使用资金

为了合理地使用资金，降低股权质押风险，欢瑞世纪应该重视对资金的管理，谨慎地选择战略投资方向，增加盈利能力，提高经营业绩。欢瑞世纪应该在保证资金充足的情况下，将工作重心放在主营业务影视剧制作发行上，而不是盲目的追求扩张，进行多元化投资，使得原本的主业遭受损失的同时，新生业务也没有取得理想的收益。欢瑞世

纪在使用资金的时候，应该根据公司实际情况做出合理的判断，理性地进行投资，合理地配置资金，避免对一个项目过度投资，发挥股权质押的作用。可以在公司成立专门的委员会对投资项目进行充分的调查研究，委员会成员除了公司的管理层，还应该由中小股东、监事会成员和聘请的外部专家，经过理性评估做出投资决策，降低公司的损失。欢瑞世纪除了在投资之前进行评估，还要对资金的后续使用情况进行管理。如果投资项目达不到预期目标，对公司发展带来不利的影响，公司需要对投资活动进行全面的分析，理清投资项目产生风险的原因，总结失败的经验，以此来吸取教训，避免后续出现同样的错误，发挥股权质押的作用。

6.2.2 提高质权人风险意识

质权人应该将股权质押比例控制在合理的范围内，严格限定股权质押的上限，避免因股权质押比例过高产生风险。欢瑞世纪可以采取两种措施降低股权质押比例：其一是对公司和股东个人的质押比例都进行限定，以防股价下跌时控股股东丧失控制权；其二是对公司的两权分离程度做好实时跟踪和记录，当分离程度大到容易引起风险时要及时调整股权质押比例。除了限定股权质押比例，预警线和平仓线也是防范风险的两个标准。当股价跌到预警线，应该启动风险预警程序，提醒控股股东及时采取补救措施，谨防发生平仓风险；当股价跌到了平仓线，只能进行平仓。所以，质权人需要对这两个指标进行严格的把控，我国规定的预警线和平仓线标准分别是不低于风险成本线的 135% 和 120%，但是质权人应该根据欢瑞世纪的行业特征，对标准进行适当的提高调整，以满足公司的资金需求。除此之外，质权人应该谨慎选择质押标的物，最好是建立一套完整的股权质押实施标准，详细地评估出质方的财务状况，提高股权质押的门槛，降低股权质押风险。

银行、证券机构等质权人如果能够提高风险意识，时刻保持谨慎的态度，对股权质押业务进行全过程的审查管理，就能有效地降低股权质押风险。在签订合同前，应该做好审查工作，对质押公司的财务状况、经营业绩、资信水平都做到充分的了解，能够合理判断公司的盈利和偿债能力，以此为基础对公司股票做出合理的评估，做出是否借款的决定。在签订质押合同时应该对不能及时还款的情况做好规定，有利于后续对公司的监管。贷中管理主要是把控好公司股价和预警线、平仓线的关系：在股价跌到预警线的时候出质人及时做出警告，保证资金的安全；当股价跌到了平仓线，如果公司无法采取补救措施，质权人就会将质押的股票冻结进行司法拍卖，以防自己的利益受损。同时质

权人可以成立专项小组查明资金的去向，谨防出质方使用资金的方式与预期设定的计划背离，造成风险隐患。最后，质权人应该加强股权质押后续管理，对质押股票的价格实时关注，对股价的涨跌变化做到心中有数，充分收集公司在财务状况和经营业绩方面的信息，以及控股股东的资信状况，通过分析这些信息，及时调整股权质押的内容，以便维护自身的利益。

6.2.3 完善相关法律法规

政府作为权力最大的监管机构，应建立健全股权质押方面的法律法规，将股权质押的有关程序纳入法律规定，方便进行监管。我国现行关于股权质押的法律法规不够全面，要求披露的基本信息不够充分。在实际进行股权质押行为时，面对的情况更为复杂，监管部门应该对股权质押操作规范进行规定，将股权质押申请条件、质押合同详细内容、股权质押的流程等内容加快纳入法治轨道，让违法违规操作没有生存空间。监管机构应要求公司将真实财务状况，筹集资金的具体用途加以详细说明，提高信息的透明度，减少由于信息不对称问题产生的股权质押风险。可以成立专门的股权质押监管组织，依照法律规定做好监督工作，随时监测股权质押融资的情况和市场上的风险变化，提前识别股权质押风险，做好风险防范措施。

要实现对股权质押风险的有效把控，就要建立全方位全过程的监督管理体系，使股权质押的所有主体参与进来，尽到自己的职责，积极地应对股权质押风险。政府要发挥好金融管理者的角色，提高信息披露的力度，方便质权人和投资者及时识别风险，降低遭受损失的可能性。行业协会和新闻媒体也应参与监督行动，提高监管部门的执行能力，减少信息不对称的情况，使投资者能够做出正确的决策。央行、交易所等机构发挥协同作用，积极推行融资优惠政策，帮助企业解决资金难题，助力企业健康发展，形成良好的股市环境，促进资本市场繁荣。

7 结论与展望

7.1 研究结论

本文以欢瑞世纪作为案例对象,研究控股股东股权质押风险的相关问题,通过研究,了解到股权质押是我国上市公司普遍采取的一种融资方式,但由于相关法律制度还没有建立到位,使得股权质押的风险成为影响公司发展的不可避免的问题。针对我国资本市场上不断出现的爆仓事件,借助欢瑞世纪的案例,找到风险产生的原因,提出有效的防范措施,降低股权质押的风险,发挥这种融资方法的优点,助力上市公司更好的发展。

首先对股权质押风险方面的国内外文献进行了梳理,从股权质押动机、股权质押风险和股权质押风险防范三个角度进行整理,为后文的写作打好了框架。接着介绍股权质押风险所使用的概念和理论,奠定了写作的理论基础。然后对欢瑞世纪进行案例介绍,对公司股权质押风险进行具体的分析,最后提出防范措施。通过研究得出了以下结论:

第一,股权质押是一种备受上市公司青睐的融资方式。其具有融资效率高、限制条件少、融资成本低、筹集资金多等优点,而且不会使股东丧失对公司的控制权,保留了股东的控制地位,这些优势使得股权质押融资方式发展迅猛。

第二,上市公司控股股东股权质押产生的风险不可忽视。股权质押的风险是随着质押比例的上升而增大的,通过对股权质押全过程的分析,得出股权质押的风险主要有四个,分别是股价波动风险、控制权转移风险、利益侵占风险和财务风险。公司应该及时采取措施来降低这些风险,以免对公司造成更大的损失。

第三,股权质押风险产生的原因有几个方面。欢瑞世纪的股权集中度高,股东之间不能相互制衡,公司的内部治理不够完善,信息披露的质量不高,对筹集资金的使用不合理,融资结构不科学,股权质押比例过高都是股权质押风险产生的内部成因。质权人工作不到位和缺乏相关法律规定是风险产生的外部原因。这些原因使得欢瑞世纪控股股东股权质押风险加大。

第四,根据风险产生的原因,从上市公司、质权人和监管部门三个角度提出了针对性的防范措施。上市公司应该优化股权结构,加强信息披露,合理使用资金和拓宽融资渠道;质权人应该对股权质押相关事宜设定合理的标准,在股权质押的全过程都要有风险防范意识;监管机构应该建立全面的监管体系,提高所有参与主体对风险防范的积极性,保证股权质押交易的安全。

总而言之,股权质押确实是一种方便且高效的融资方式,但上市公司如果不能合理

地运用这种融资方式，带来的风险更是不可忽视的。尤其在股价低迷时期，股权质押爆仓事件已经屡见不鲜，对整个资本市场造成了恶劣的影响。因此，要加强对股权质押风险的把控，以便发挥这种融资方式的优势。

7.2 研究展望

欢瑞世纪控股股东股权质押风险并不是个别公司的小概率事件，而是市场上上市公司普遍存在的行为。通过研究希望可以为具有相似经历的公司起到警示作用，提高它们的风险防范意识，更好的发挥股权质押融资优势，促进公司健康发展。鉴于本人分析风险的水平不高，对信息的搜集不够全面，可能提出的措施不是很恰当，希望本文的撰写能吸引更多学者对股权质押风险进行研究，提出改进的防范措施，有效的发挥股权质押的正面效用。

参考文献

- [1]Brumm J,Grill M,Kubler F,et al.Collateral requirements and asset prices[J].International Economic Review,2015,56(01):1-25.
- [2]Chan K,Chen H K,et al.Share pledges and margin call pressure[J].Journal of Corporate Finance,2018,52:96-117.
- [3]Deren,Ke.Share pledging by controlling shareholders and real earnings management of listed firms*[J].China Journal of Accounting Studies,2018,6(02):109-119.
- [4]Goldman E,Strobl G.Large shareholder trading and the complexity of corporate investments[J].Journal of Financial Intermediation,2013, 22(01):106-122.
- [5]Jiang G, Lee C MC, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(01): 1-20.
- [6]Kao L, Chiou J R, Chen A. The agency problems, firm performance and monitoring mechanisms: the evidence from collateralised shares in Taiwan[J]. Corporate Governance: An International Review, 2004, 12(03): 389-402.
- [7]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. The journal of finance, 1999, 54(02): 471-517.
- [8]Liang Wang, Xiao Sheng. A study on optimal share pledge rate based on bilateral risk-CVaR of pledgee[J]. Heliyon, 2023, 9(05).
- [9]Michael R. Puleo, Steven E. Kozlowski. Asymmetric information and opportunism in insider share-pledging[J]. Managerial Finance, 2021, 47(10): 1385-1407.
- [10]Rong Xu, Jialu Chang, et al. Research on the influence of equity pledge on stock price crash risk: based on financial shock of 2015 stock market crisis[J]. Economic and Political Studies, 2019, 7(04): 480-505.
- [11]S Johnson, RL Porta, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(02): 22-27.
- [12]Screenings B H. Rationing in Credit Market With Imperfect Information[J]. A merican Economic Review, 1985, 75(04): 850-855.
- [13]Vikrant vig. Access to Collateral and Corporate Debt Structure: Evidence from a Natural Experiment[J]. Journal of financial, 2013, (03): 881-927.
- [14]Wang Y. The Impact of Controlling Shareholder Equity Pledge on Stock Price Fluctuation[J]. World Scientific Research Journal, 2020, 6(02): 110-123.

- [15]Yan-Leung Cheung,P.Raghavendra Rau,Aris Stouraitis.Tunneling, propping, and expropriation:evidence from connected party transactions in Hong Kong[J].Journal of Financial Economics,2006,82(02):343-386.
- [16]Yin Changlie,Yuan Jing.Financing constraints,equity pledge and the quality of information disclosure[J].E3S Web of onferences,2021,253:1-6.
- [17]Zeineb Barka,Taher Hamza.The effect of large controlling shareholders on equity prices in France: monitoring or entrenchment?[J].Journal of Management and Governance,2020,24(03):769-798.
- [18]陈娜. 金融去杠杆背景下股权质押融资业务的思考[J]. 上海金融. 2017(08):78-84.
- [19]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.
- [20]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):61-78.
- [21]杜丽贞,马越,陆通. 中国民营上市公司股权质押动因及纾解策略研究[J]. 宏观经济研究, 2019(07):148-160.
- [22]杜勇,睦鑫. 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.
- [23]顾海峰,刘子栋. 大股东股权质押、非效率投资与企业风险承担——基于中国 A 股上市公司的证据[J]. 科学决策, 2021(11):1-17.
- [24]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.
- [25]郭勇. 上市公司股权质押融资的风险研究[J]. 现代营销(下旬刊), 2020(11):104-105.
- [26]何威风,刘怡君,吴玉宇. 大股东股权质押和企业风险承担研究[J]. 中国软科学, 2018(05):110-122.
- [27]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.
- [28]胡凯,漆圣桥. 股权质押融资的优势、缺陷与改进[J]. 财务与会计, 2019(24), 63-64.
- [29]姜付秀,申艳艳,蔡欣妮,姜禄彦. 多个大股东的公司治理效应:基于控股股东股权质押视角[J]. 世界经济, 2020, 43(02):74-98.
- [30]靳晓东, 闵俊, 剧锦. 中国股权质押政策演进——基于政策文本分析

- [J]. 2022 (07) :79-88.
- [31]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.
- [32]李红权, 曹佩文. 大股东股权质押、机构投资者与股价崩盘风险[J]. 湖南师范大学社会科学学报, 2022 (06) :68-78.
- [33]李姝, 翟士运, 孙兰兰. 大股东融资方式影响了企业创新吗?——基于股权质押的视角[J]. 管理评论, 2020, 32 (10) :120-134.
- [34]李晓庆, 杨帆. 控股股东股权质押经济后果的影响机理分析[J]. 财会月刊, 2020 (20) :146-151.
- [35]梁毕明, 徐晓东. 大股东高比例股权质押的风险传导逻辑——以吉药控股为例[J]. 财会月刊, 2022 (16) :126-131.
- [36]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.
- [37]刘金银, 宋丹. 控股股东股权质押与股价波动——基于公司创新投入的中介效应研究[J]. 现代管理科学, 2021 (05) :63-77.
- [38]欧阳红兵, 方雅萌. 控股股东股权质押与股价崩盘风险——基于信息披露质量的视角[J]. 武汉金融, 2022 (12) :33-43.
- [39]沈冰, 陈锡娟. 控股股东股权质押公告的市场反应研究[J]. 云南财经大学学报, 2019, 35 (10) :104-112.
- [40]宋迪, 杨超. 控股股东股权质押、分析师关注与股利政策[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2018, 33 (06) :102-112.
- [41]宋坤, 田祥宇. 国资驰援是“国进民退”还是“国进民进”——基于股权结构变动的分析[J]. 财经问题研究, 2021 (06) :70-79.
- [42]孙会会. 股权质押相关研究回顾与展望[J]. 中国集体经济, 2022 (04) :72-75.
- [43]王家升. 债券市场的参与者关注大股东股权质押吗? [J]. 财会通讯, 2021 (08) :86-90.
- [44]王文兵, 丁明丽, 干胜道. 质权人视角下股权质押风险诱因及其防范[J]. 财会月刊, 2020 (22) :119-126.
- [45]王新红, 曹帆. 控股股东股权质押是否增加企业的财务风险?——来自民营企业的经验证据[J]. 南京审计大学学报, 2021, 18 (03) :42-50.

- [46] 谢德仁, 王康, 廖珂. 市场化方式化解股票质押风险 [N]. 中国证券报, 2018-11-24(08).
- [47] 熊礼慧, 董希淼. 股权质押、融资约束与企业金融化 [J]. 金融经济学研究, 2021, 36(01):136-150.
- [48] 杨青, 叶莹莹, 沈红波. 股权质押对企业风险的杠杆效应 [J]. 上海金融, 2020(10):37-48.
- [49] 张庆, 张文瑶. 上市公司股权质押纾困新思路 [J]. 财会月刊, 2020(03):24-30.
- [50] 赵开琴, 王文迪, 张陶勇, 刘刚. 控股股东的股权质押动机研究——以东方雨虹为例 [J]. 管理案例研究与评论, 2022, 15(06):652-672.
- [51] 周盈盈, 花冯涛. 大股东股权质押影响上市公司债务融资成本吗? [J]. 南方金融, 2021(03):52-6.

致谢

时光飞逝，三年的研究生生活已经步入尾声，回首过去，感慨良多，在收获知识和阅历的同时，人生经历也添上了浓墨重彩的一笔。在此，我想做一个总结，感激重新给我学习机会的兰财，感恩指点我成长的老师们，感谢赋予我平淡生活色彩的朋友们，以及向我的父母致敬！

我所在的校区是一个身处闹市中的“世外桃源”。春夏有五彩缤纷的花朵愉悦身心，昼夜有醒目的时钟提醒游子向学之心，图书馆似为我量身打造的桌椅，麻雀虽小五脏俱全的规划布局，这一切使得校园成为发挥我“懒人”特性的最佳场所。言归正传，学校是学习的天堂，尤其对于重返校园的我来说，格外珍惜来之不易的学习机会，徜徉在知识的海洋，聆听谆谆的教导，开阔局限的视野，兰财不仅丰富了我的知识储备，更淬炼我的人生底色。

老师是大学最大的财富，我深以为然。有学界泰斗给予我醍醐灌顶的启发，有大公无私的老师分享他自己的智慧结晶，有孜孜不倦的老师让我对知识融会贯通，有尽心尽力的老师指引我正确的人生方向，更有亲切的导师，教会我一生应该坚守的品质——坦坦荡荡、光明正大。我选的是校外导师，让我有机会进入梦寐以求的兰大，游览校园风光，领略浓厚学风，品尝美味佳肴，圆梦自己的祈望。

没有朋友的人生是不完整的，我不在其列。我很怀念和 honey、darling 在一起学习玩耍的时光，那将会是我一生铭记的过往。我很欣喜与三位舍友相识相知，我们心心相印，学习上互相帮助，生活中陪伴鼓励，相逢已是上上签，惟愿大家都有光明的未来。也很感谢我的同师门朋友们，大家一起历经竞赛的洗礼，组会的熏陶，爬山的锻炼，美食的抚慰，丰富了我的校园生活。也很感谢我的父母，让我能够没有压力地继续学习，在我迷茫时鼓励我，在我受挫时安慰我，永远是我的退路，希望我不会辜负他们的培养。

最后，感谢从论文选题、预答辩到答辩给我指导修改意见的老师们，让我能够顺利完成论文，也希望老师们工作顺利，身体健康！