

摘要

中国于 2000 年发布了《证券公司股票质押贷款管理办法》后，股权质押业务得到了快速的发展，采取股权质押方式获得融资的企业逐渐增多。股权质押与传统的融资方式相比，程序较少、速度快、限制条件少，但是近年来越来越多的上市公司采取高比例、高频次的股权质押，引发了控股股东侵占企业利益、企业业绩下降的不良影响。

在该背景下，本文选择了藏格矿业股份有限公司作为案例进行研究。该企业在化工行业中排名靠前，并且其控股股东及其一致行动人在 2016 年-2019 年频繁地进行股权质押，质押比例曾超过 95%。除此之外，藏格矿业还发生过股权质押的合同违约、质押的股票被拍卖、财务造假和退市警告等情况，选择该企业作为研究案例具有代表性且有研究价值。本文把委托代理理论、信息不对称理论、控制权私利三大理论作为理论基础，采用了文献研究法、案例研究法、对比分析法三个研究方法，总体介绍了中国上市公司以及藏格矿业股份有限公司的股权质押的概况，分析了在排除股权质押期之后，藏格矿业股权质押前后给企业带来的风险，通过各类财务指标的变动和 EVA 模型来分析股权质押对企业业绩的影响，并对风险与绩效之间的相关性做了简要的分析。

研究发现，股权质押给藏格矿业带来的风险主要有以下两个：一是股权质押会增加企业控制权转移的风险；二是股权质押会使企业承担风险的能力降低。股权质押对企业绩效的影响主要分为以下方面：一是会使企业的短期偿债能力有些许下降，但是企业的长期偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力都有着一定程度的提升；二是通过 EVA 模型研究发现控股股东股权质押后与股权质押前相比，企业的经济增加值是提高了。综上所述，藏格矿业控股股东股权质押会给企业带来风险的同时也能在一定程度上提升企业的绩效。

针对以上风险，本文从公司层面和政府及监管部门层面提出了一些改进建议。首先是企业层面，企业应加强内部的治理监督体系，发挥企业内部的

监管的作用；还应设定适合自身企业的股权质押比例，在股东质押的股权超出比例时，要适当限制其表决权；其次是政府及监管部门层面，政府及监管部门应优化股权质押相关的政策法规；除此之外政府还应该完善股权质押信息披露制度，加强管理股权质押的披露，增加披露信息的详细程度。

关键词：控股股东；股权质押；风险；企业绩效

Abstract

After my country issued the "Administrative Measures for the Securities Company's Stock Pure Loan Loan" in 2000, the equity pledge business has developed rapidly, and the number of companies that have obtained financing by adopting equity pledge methods have gradually increased. Compared with the traditional financing method, equity pledge is less procedures, fast speed, and few restrictions, but in recent years, more and more listed companies have adopted high -proportion and high -frequency equity pledge financing. The adverse effects of performance decline.

In this context, this paper selects Zangge Mining Co., Ltd. as the research object. The company is at the forefront of the chemical industry, and its shareholders have frequently pledged equity since 2016, with the pledge ratio reaching exceeding 95%. In addition, Zange Mining occurred, which occurred in the situation of equity pledge contract, pledged stocks were auctioned, financial fraud and delisting warnings, etc. Choosing the company as a research case was representative and research value. This article takes the theory of entrusted agency theory, information asymmetric theory, and the theory of private interest in control as the theoretical basis. Overview of the equity pledge of the joint -stock company analyzes the risks that Tibet Mining's equity pledge will bring to enterprises before and after the exclusion of equity pledge, and analyzes the impact of equity pledge on corporate performance through changes in financial indicators and EVA models through financial indicators, and briefly analyzed the correlation between risk and performance.

Through research, the risks brought by equity pledge to Tibigan Mining are mainly the following: first, equity pledge will increase the risk of corporate control transfer; second, equity pledge will reduce the ability of enterprises to bear risk. The impact of equity pledge on corporate performance is mainly divided into the following aspects: First, it will reduce the short -term debt capacity of the enterprise, but the company's long -term debt repayment capacity, profitability, operating capacity and development capacity will be improved to varying degrees; The second

is that through the EVA model research, it is found that after the holding shareholders' equity pledge compared with the pledge of equity, the economic added value of the enterprise is increased, which shows that equity pledge can improve the performance of the enterprise to a certain extent.

In response to the above risks, this article puts forward some improvement suggestions from the company level and the government and regulatory authorities. The first is the enterprise level. Enterprises should strengthen the internal governance and supervision system and give play to the role of internal supervision of the enterprise; they should also set the proportion of equity pledge proportion suitable for their own enterprises. When the equity of shareholders' pledge exceeds the proportion, its voting rights should be appropriately limited. Secondly, at the level of government and regulatory authorities, the government and regulatory authorities shall optimize policies and regulations related to equity pledge; in addition to improving the equity pledge information disclosure system, strengthening disclosure management of equity pledge, and increasing the details of disclosure information.

Key Words: Dominant shareholders; Equity pledge risk; Enterprise performance

目 录

1. 绪论	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容与研究方法	3
1.2.1 研究内容与研究框架	3
1.2.2 研究方法	4
1.3 创新点与不足之处	5
1.3.1 创新点	5
1.3.2 不足之处	5
2. 文献综述、相关概念及理论基础	6
2.1 文献综述	6
2.1.1 股权质押相关研究	6
2.1.2 股权质押与公司风险	6
2.1.3 股权质押与企业绩效	7
2.1.4 文献评述	9
2.2 相关概念	10
2.2.1 控股股东	10
2.2.2 股权质押	10
2.2.3 企业绩效	11
2.3 理论基础	11
2.3.1 委托代理理论	11
2.3.2 信息不对称理论	12
2.3.3 控制权私利理论	13
3. 股权质押制度背景介绍	14
3.1 我国上市企业股权质押现状	14

3.1.1 中国股权质押制度的发展过程	14
3.1.2 总体概况	15
3.1.3 所处行业分布	17
3.2 藏格矿业股权质押概况	19
3.2.1 选择藏格矿业的原因	19
3.2.2 藏格矿业简介	20
3.2.3 股权结构	20
3.2.4 股权质押情况	22
4. 案例分析	26
4.1 股权质押的风险	26
4.1.1 控制权转移风险增加	26
4.1.2 承担风险的能力降低	29
4.2 股权质押对绩效的影响	30
4.2.1 对比数据选取	30
4.2.2 财务指标对比分析	38
4.2.3 基于 EVA 模型分析控股股东股权质押对企业绩效的影响	54
4.3 综合分析	69
5. 研究结论与建议	71
5.1 研究结论	71
5.2 改进建议	72
5.2.1 企业层面	72
5.2.2 政府及监管部门层面	73
参考文献	75
后记	81
致谢	82

1. 绪论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

随着我国资本市场的发展以及经济市场化进程的深入，企业对资金的需求大量增加，尤其是有扩张需求的企业，除了通过常见的银行贷款、定向增发股票等方式进行融资，也有很多企业选择了股权质押方式，因为其有着其他方式没有的优点，例如交易费用较低、效率较高、过程较简单。通过股权质押，控股股东可以在短时间内为公司筹集资金，进而拓宽该公司的融资渠道，并且只要按时解除质押，对于控股股东来说，也不会有什么影响。因此，股权质押在我国越来越普遍。

企业融资一般分为内部融资和外部融资。内部融资是指公司将过去几年保持的净利润转化为投资的方式，但是，如果企业连续多年都亏损，公司将无法内部筹集资金即无法完成内部融资；外部融资是指公司向银行等金融机构借款，或是通过吸引外部股权投资者的储蓄向公司注资，使其转化为自己企业投资的过程。当公司经营盈利能力较差时，可以通过控股股东的股权质押向贷款人借款。同时，质押股票可以在证券市场自由流通，出借人也可以查询标的股票价格。

即使股权质押已经成为了炙手可热的融资方式，但其在飞速发展、给企业带来众多便利的同时也给企业带去了一些风险。2020年，国务院重点指出了上市公司的突出风险——股权质押风险。如果企业经营情况不佳，在追逐利益的本性的驱使下，控股股东很有可能将其变成损害公司利益的手段。也有一些研究人员在研究股权质押行为时发现该行为除了会导致控股股东损害公司利益还可能使股权质押成为变相套现的辅助工具，导致其他股东或利益相关者受到伤害。

目前，我国上市公司的总体的质押股份市值相对较高，而藏格矿业作为

一个隶属于化工行业的龙头企业，其控股股东多次采取股权质押，并且质押比例经常在 50% 及以上，尤其是 2016 年下半年开始整体呈上涨趋势甚至超过 95%，质押的股份的市值高达百亿。在藏格矿业控股股东股权质押的时期内，企业不断发生财务舞弊、非经营性资金占用等情况，这给市场带去的是消极信息，不单单会造成股东风险的加剧，还会对企业的股价带来消极影响。在此背景下，本文选择从风险和企业绩效的角度研究股权质押给企业带来的影响，同时对存在的问题提出相应的建议，使股权质押业务能够更规范。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

我国资本市场与国外相比发展较晚且经验不足，相关政策法规还在不断探索中完善，其中一个突出的问题便是上市公司的融资渠道较单一，股权质押的融资方式则有效缓解了这一问题。由于股权质押有其特别的优势，它越来越成为企业为融资所采取的普遍手段，但因为中国目前对于股权质押的法律法规制度不够完善、对股权质押的研究尚不全面，同时相对于普通股东而言，控股股东拥有着更多的决策权，高比例的股权质押就可能会给企业带去风险。在已有的研究中，控股股东股权质押对企业绩效的影响研究较少。本文采用了案例研究方法，在梳理中国上市企业股权质押现状的基础上，分析了企业绩效受到的影响，进一步完善了控股股东股权质押的相关理论研究。

（2）实践意义

适当的股权质押可以推动企业的发展，只要遵守规则、如期解押便是利大于弊；但是在现实世界中，控股股东更可能利用股权质押侵占企业的利益。本文将理论与实践相结合，以藏格矿业为案例进行展开研究，进一步了解控股股东股权质押给藏格矿业带去的风险，并从财务角度分析控股股东股权质押给藏格矿业的绩效带来的影响，同时针对问题提出相应的解决方案，使股东及其他利益相关者更积极地关注股权质押，争取在防范控股股东股权质押的风险层面起到正面影响。

1.2 研究内容与研究方法

1.2.1 研究内容与研究框架

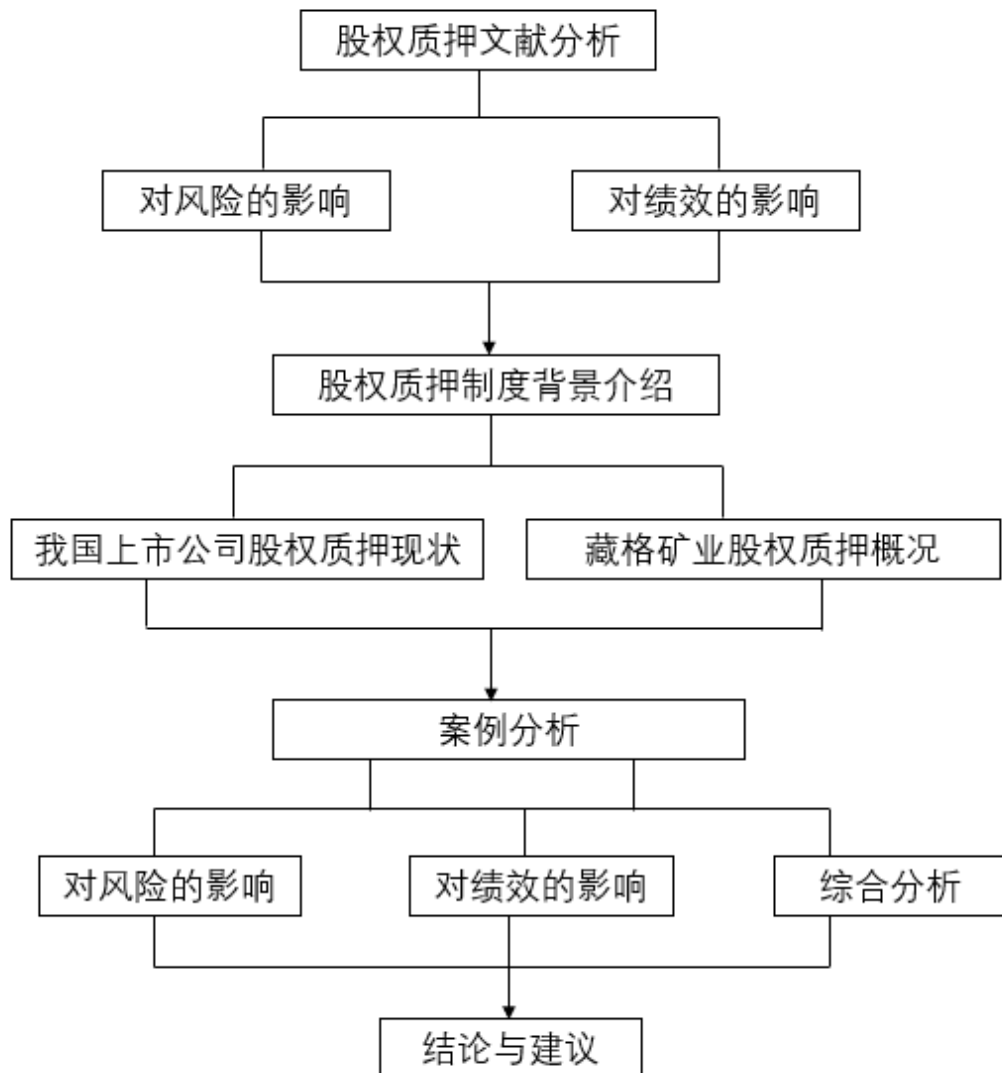
本文在前人研究的基础之上，把藏格矿业股份有限公司作为研究例子，分析其控股股东股权质押行为给企业带来的影响。研究内容大致分为企业控股股东股权质押对企业造成的风险以及对企业绩效的影响两部分，文章主要由以下五个部分构成：

第一部分和第二部分是本篇文章的基础。第一章主要是该篇论文研究背景和意义，总结概括了本文的研究内容以及采用的研究方法，并对国内外有关控股股东股权质押的文献进行了粗略的梳理，最后提出了本篇文章的创新点。第二章主要讲述了与本文有关的概念和理论基础。

第三部分从制度和行业分布等方面具体分析了当前我国上市公司股权质押的现状；除此之外，还对藏格矿业股份有限公司的股权质押情况进行了介绍。

第四部分是本文研究的重点，分为给企业带来的风险和对企业绩效的影响两方面。首先是对案例企业在控股股东采取股权质押后企业所面临的风险进行分析；其次是对企业的财务绩效指标、经济增加值加以分析，然后归纳总结出案例企业控股股东股权质押对企业业绩的影响。

第五部分提出了文章的结论并通过分析提出了改进建议，主要是对案例企业和以后想要采取股权质押的企业，以及监管者、政府部门提出了相应的建议。



1.2.2 研究方法

（1）文献研究法

本文在知网查阅各类文献，大量搜集国内外关于控股股东股权质押的资料的基础上，对与本文相关的文献进行了梳理，分析并总结了有用的信息，为本文之后的写作形成了框架，

（2）案例研究法

本方法是指选取一个合适的企业作为研究对象，搜集与其相关的资料数据，进行系统的整理，然后展开研究以探求其在某事件下受到的影响。本文

以藏格矿业股份有限公司作为案例企业，对其控股股东质押股权获得融资的行为展开研究，分析了该行为引发的各种风险及其对企业业绩的影响。最后，针对相关问题提出改进措施，以期能为以后的企业提供一些启发。

（3）对比分析法

对比分析法是指确定好研究对象在实行某项经济活动之前的基础数与之后的实际数，然后根据自身需求对二者进行比较分析，最后根据差异得出相关结论。本文将藏格矿业采取控股股东股权质押方式前后的数据指标进行纵向的对比分析，并将其与同行业企业和行业平均数据进行横向对比，以此分析企业财务绩效的整体变化趋势。

1.3 创新点与不足之处

1.3.1 创新点

研究领域较新。以往学者们对控股股东股权质押的研究视角多聚焦于房地产、服装零售、医药行业等。因此本文选择的案例企业处于化工行业，可以丰富控股股东股权质押理论在不同行业的研究。

研究角度较新。以往学者们的研究大都是以实证研究建立模型为主，案例研究也多是一个案例；而本文采取了案例研究法、对比分析法，在选取一个主要案例后，添加了两个企业作为对比案例，从计算各大财务指标和经济增加值的角度研究股权质押前后企业的绩效变化，为以后的研究也可以提供一定的经验。

1.3.2 不足之处

本文通过分析藏格矿业控股股东的股权质押行为得出结论，但是由于藏格矿业是化工行业的龙头企业，对该行业的研究相对较少，样本的普适性比较低，个例的研究缺乏代表性。

此外，对相关信息和数据的收集都是来自企业的财务报表、公司公告以及一些经济数据库，藏格矿业对于股权质押相关信息的披露不全面，有些信息无法收集，使本文存在一定的局限性。

2. 文献综述、相关概念及理论基础

2.1 文献综述

2.1.1 股权质押相关研究

股权质押是权利质押的一种，其凭借资金获取时间短、企业贷款成本低、操作流程相对简单等独特优势，逐渐成为大股东首选的一种融资方式。目前学界关于股权质押主要关注点集中在及公司估值、股价崩盘风险、控股股东以及管理层（公司）行为等多个角度（汪先珍和马成虎，2022）。

在实务中，股权质押作为一种融资方式出现。现有研究集中于讨论股权质押所带来的后果，但忽略了其作为融资渠道的优势，也就没有对其影响公司的路径进行完全的分析。首先，股权质押融资的推出，或者说融资渠道的拓展，缓解了上市公司的代理问题和控股股东的投资不足问题，从而改进了社会整体的福利。其次，股东在通过股权质押融资后，将其作为公司资金加以运用，其中就涉及到是否有效利用资金的问题，这直接影响到了公司的业绩（骆正清和任俊倩，2023）。所以本文从股权质押这一行为出发，探究股权质押对于公司风险和公司业绩影响。

2.1.2 股权质押与公司风险

目前学界关于股东股权质押影响公司风险，主要有两种相反的观点。一种观点认为股东股权质押会增加包括追加保证金，丧失控制权以及股价崩盘在内的公司的风险。这主要是因为当股权质押后，公司股价因为股票市场的额外供给出现价格下行的压力，并且管理层为了规避可能出现的追加保证金，会做出损害公司利益的行为，并使得代理问题加剧（Dou et al., 2019）。第二种观点则认为理性的控股股东会为了避免公司陷入因股权质押所带来的风险，控股股东会尽量去维护股价，从而使得股价维持稳定，并且股权质押后引入机构投资者也降低了信息的不对称（汪先珍和马成虎，2022）。

在此基础上，本文梳理了股权质押对企业风险的相关代表文献。由于控股股东相较于企业的利益会更关注自身的利益，质押资金变现后，更可能侵占企业的财产，引起财务风险（Simon, 2003; 谢金贤, 2001）。有学者研究了控股股东股权质押与股票回购之间的关系，还研究了企业的决策如何受到股权质押行为的影响，从而得出结论：当控股股东面临需要追加保证金的情形之时，就可能会采取股票回购的方法，这会让外部投资者意识到回购股票是为了缓解股价的压力，而不是企业的经营状况较好，容易进一步放大市场风险（Konan *et al.*, 2018）。而企业内外的信息越不对称，越难识别控股股东的利益侵占行为，控股股东进行股权质押后对企业的经营决策进行干预的可能性有所提高，造成利益侵占风险的可能性也就越大（Kim and Zhang, 2016; Deren, 2018）。

有学者对企业的股权结构和股权质押的关系进行研究后，得出结论：如果企业的股权较分散、控股股东股权质押的比例较高的话，就会大大增加控股股东侵占企业利益的风险（李益娟等人, 2020）。如果企业选择的股权质押比例较高，股东经常在股价临近要追加保证金的时候出售自己的股票，这会让外部投资者认为企业的资金流比较紧张，进而导致企业的市场风险增加（Chan and Hu, 2013; Anderson, 2020），并且控股股东质押股权越高，发生企业股票价值剧烈下降所带来的追加担保额的可能性越高，企业股价崩盘的风险也会大大增加，不利于市场稳定（Michelle *et al.*, 2019; 胡念佳, 2018; 杨松令等, 2020; 赵立彬等, 2022）。企业控股股东质押股份的比例越高，发生违约事件、股价跌破平仓线的可能性大大提升，导致控制权转移风险上升（Paulina, 2022; 艾大力和王斌, 2012; 何平林等, 2018; 梁毕明和徐晓东, 2022）。

企业控股股东股权质押还会影响企业承担风险的能力，从而影响企业的投资决策，且在高质押比例和民营企业中，企业承担风险的能力受股权质押的影响会更大（蒋华林等, 2022）。

2.1.3 股权质押与企业绩效

大多数学者认为控股股东股权质押会给企业绩效带来消极影响。有学者研究了东亚地区的上市企业，他发现控股股东股权质押会加剧控制权与现金流权分离程度，从而对企业的绩效产生消极影响（Claessens, 2000）。同时控

大股东采取股权质押后更容易偏好投资风险较高的项目，从而导致企业过度融资，降低企业的价值（Kao, 2007; Cai, 2019）；而控股股东质押股份的比例与企业的风险偏好之间是呈负相关关系，平均来看也是对企业绩效不利的（Dou *et al.*, 2019）；有学者直接认为控股股东股权质押比例与企业的绩效之间呈负相关关系，即质押比例上升，企业的绩效反而会降低（陈焰华, 2014; 王新红等, 2018; 刘娅等, 2021）；并且在市场信息不对称的情况之下，控股股东更容易利用股权质押的方式来侵占中小股东的权益，进而导致企业的利益、价值受损（Liu, 2020）。也有学者采用实证研究发现，企业控股股东采用股权质押融资会减少创新活动的投资，从而降低企业绩效（陈丹, 2020）。除此之外，控股股东的股权质押行为还可能是上市公司的财富的“掠夺之手”，会对企业的财务状况产生负面影响（刘艳霞等, 2021），使得控股股东的股权质押行为会使企业的市场价值降低（连玉君和刘畅, 2021）。

有部分学者认为控股股东股权质押与企业绩效之间呈正相关关系。有研究认为股权质押可以提高企业的业绩，增加企业价值（Wang and Chou, 2018），但是控股股东股权质押的比例及规模的差异都会对企业的绩效产生不同的影响，不过总体上来说积极影响，股权质押有利于提高企业的绩效（夏婷等, 2018）。对国有企业和非国有企业进行研究发现非国有企业与国有企业相比，融资渠道和方式较局限，控股股东更爱采取股权质押来得到融资，且其控股股东为了避免股权质押给企业造成的负面影响，会更加完善企业的治理方式、提高企业的运营效率，促进企业业绩上升（郑国坚等, 2014）。还有学者研究了12年间具有代表性的上市企业的数据发现股权质押与企业绩效呈正比例关系（Michelle *et al.*, 2019），并且控股股东股权质押还有利于促进企业的创新行为，提高企业的业绩（朱磊等, 2019）。

还有一些学者认为控股股东股权质押与企业绩效之间的关系是波动的。有学者提出控股股东股权质押对企业绩效的影响是双面的，一方面来说，股权质押可以缓解企业经营所面临的资金困境，提高企业的财务水平；从另一方面来说，控股股东也可能借自己在企业中的有利地位，侵占企业的利益，进而抑制企业的价值上升（隋静等, 2016）。控股股东的股权质押行为与企业绩效之间的关系并不完全是线性关系，当股权质押的比例低于一定值时，提高股权质押的比例可以提高企业的业绩，但超出这一临界值之后，企业的绩

效则会随质押比例的上升而下降（高燕燕和毕云霞, 2021）。并且企业的成长机会因素也可能会对二者之间的关系产生影响，引入该因素后对股权质押和企业绩效之间的关系研究发现在企业目前没有明显的发展潜力时，控股股东股权质押的比例与企业绩效之间是负相关；当企业有明显的发展潜力时，两者之间则呈正相关关系（凌暄等, 2020）。

2.1.4 文献评述

我将国内外的相关文献梳理之后，发现股权质押问题受到国内外学者的广泛关注。从控股股东股权质押给企业带来的风险来说，学者们大都倾向于控股股东股权质押增加了控股股东谋取私人利益而忽视企业利益的可能性，从而引发利益侵占风险和财务风险；股权质押也可能对其企业的股价造成影响，进而影响投资者对该企业的信心，给企业带来市场风险、股价崩盘风险；同时，控股股东采取股权质押后，如果企业股票的价格大幅度下降直到跌破预警线，而控股股东又没有充足的资金时，就会增加控制权转移的风险，企业承担风险的能力也会降低。从另一方面来说，控股股东通过股权质押的方式融资后会增加公司的流动资金，公司可以利用资金进行新项目的投资，这也可能会导致，新的主营项目会增加公司所面临的业务风险。

从控股股东股权质押对企业绩效的影响层面来说，由于我国的上市企业选择股权质押方式进行融资是近年来的全新尝试，虽然我国的企业学习了西方国家关于股权质押方式融资的一些经验，但相对来说经验还是不足，学者们对于这方面的研究也相对较少，同时由于不同的研究理论和方法，学者们对控股股东股权质押影响企业绩效的方面持有不同的看法，有的学者认为呈正相关关系，有的学者认为呈负相关关系，还有一些学者认为股权质押的比例在达到某一临界值前呈正相关，超过该值后则呈负相关。与此同时，A 股的大量实证结果并未证实股权质押会导致公司的市值和业绩下降，这主要是因为股权质押一方面缓解了企业所有者投资不足，另一方面降低了企业的融资成本，这使得公司业绩有所上升。并且股权质押通过引入机构投资者缓解了信息不对称，并且管理者为了避免所有权转移风险也会尽力维护股价，这些都使得公司市值和业绩增加。

本文在过去研究的基础之上，选择藏格矿业作为研究对象，在委托代理

理论、信息不对称理论、控制权私利理论的基础之上，研究了藏格矿业股份有限公司控股股东的股权质押行为给其带来的风险以及对企业绩效产生的影响，并进一步为如何防范风险提出一些建议，由此为股东、投资者、管理层及未来想要采取股权质押方式进行融资的公司提供一定的经验。

2.2 相关概念

2.2.1 控股股东

控股股东是指根据所付出的资金或所拥有的股份比例可以在企业的经营中拥有主导地位的股东。根据所阅读文献以及《公司法》的规定，控股股东分为以下两类：首先是绝对控股股东，指股东付出的资金或持有的股份占公司资本或股本总额的一半以上；其次是相对控股股东，是指其付出的资金或持有股份的比例虽说不到一半，但是依据其付出资金或所占股份比例所享有的控制权足够对企业的决议产生重大的影响。

控股股东不仅是企业治理者，而且是一个具有自己的目标、战略及经济行为的独立法律主体。

2.2.2 股权质押

股权质押是一种权利质押，指出质人已承诺把其拥有的股份作为质押标的物质押给第三方来筹集资金的行为，其从根本上来说是一种抵押融资行为。在控股股东股权质押这一交易中，上市企业的控股股东就是出质人，而接受其质押股权的第三方则为质权人。随着我国经济快速发展，股权质押的融资方式也急速发展，在上市公司之中流行起来，这是因为它相比其他融资方式有着诸多优点：首先是股权质押手续简便，受限少于传统的融资方法，筹资速度快，无需监管部门进行审批，只要出质人与质权方达成一致就可以进行融资；其次是控股股东采取股权质押方式进行融资时，仍然拥有除出质的股权的现金流权以外的股东权益；最后是股权质押可以增强企业资产的流动性，因为企业的限售股也可以作为质押标的物选择抵押，控股股东可以通过质押该类股权提前获得现金，在一定程度上也可以规避限售股权的限制性条件。

虽然股权质押拥有着很多优点，但其也可能会给企业带来一些别的影响。

首先是可能会给企业带来一些风险，例如：如果企业的股价发生崩盘，股权质押可能会导致出质人也就是控股股东的控制权下降。除此之外，股权质押也可能对企业的绩效产生影响。

2.2.3 企业绩效

企业绩效是指企业在一定的运营期间内获得的经济效益。如果企业的绩效较好，产生的股息红利较高，企业的股价也会上涨；反之，如果企业的绩效较差就会导致企业的股价下跌。对于投资者尤其是外部投资者来说，绩效是一个企业价值的最直观的表现，企业绩效水平的高低会影响他们对企业的投资行为。投资者往往会对绩效较良好的公司寄予更高的期望也会对其更为信赖，这样能够提高企业的融资能力，改善企业的财务状况。绩效不好的公司会使投资者对其丧失信心，会增加其融资的难度，导致企业资金链不足，进而影响企业的财务状况。因此，企业的绩效会对股价及财务状况都产生重大的影响，同时股价与财务状况也是反映企业绩效的重要指标。

2.3 理论基础

2.3.1 委托代理理论

Berle 和 Means（1932）第一次系统地定义了委托代理理论，在 20 世纪 70 年代该理论广泛进入了大众视野。该理论主要研究的是委托方与代理方之间的关系，委托方是权利的提供方，代理方是权利的接受方。以前该理论主要阐述的是企业所有者与经营者之间的利益冲突也就是第一类代理问题；但是随着中国经济的发展以及企业不断变化的管理模式，学者们发现大股东和中小股东之间由于对企业的管理程度不同也有利益冲突，这便是第二类代理问题。

在第一类代理问题中，是职业经理人的出现打破了企业所有权与经营权两权合一的情况，职业经理人掌握了企业的经营权，企业的所有者即股东不再负责企业的经营管理，只享有企业剩余利润的分配权利。经营者自身的利益与企业价值的关联性不强，这造成企业的所有者与经营者都希望满足自己的利益，从而导致经营目标不一致的问题。在第二类代理问题中，中小股东

即是委托人，大股东是代理人，因为权利的高度集中，大股东在企业事项的决策中拥有不可撼动的地位，中小股东很难监督大股东对企业的经营管理行为，大股东很有可能将自己的个人利益凌驾于企业利益之上，进而损害中小股东的利益。

代理问题产生的根源是企业股东控制权与现金流权的分离。控股股东的股权质押行为会导致企业两权的分离程度进一步加剧，于是出质人与质权人、大股东与中小股东之间多样的委托代理关系也随之产生。从控股股东的角度来说，较高的股权比例导致他们有着绝对的决策权，每一次决策都会给企业带来较大的影响，他们对于决策的制定、改变都可能会影响中小股东的收益，同时也是因为其拥有控制权才能让他们在企业的长期发展中牟取私人利益。所以，控股股东不会放弃自己的控制权，而采取股权质押的方式进行融资既可以不用影响他们对企业的控制权，还可以满足其融资需求。但是当大股东提前预见到自己没有足够的资金进行偿债，从而无法赎回质押的股权，进而丧失控制权，在该情况下，控股股东极有可能采取某种损害中小股东利益的方式，来防范自身遇到的风险或牟取个人利益，而中小股东因为信息不对称无法提前得知。因此，股权质押或许会促使控股股东与中小股东之间的代理问题更严重。

2.3.2 信息不对称理论

信息不对称最早在美国由 G.Akerlof、M.Spence 和 J.E.Stiglitz 三位经济学家于 1970 年提出。该理论认为：在市场经济活动中的不同人员决定了接受信息的差异，接受信息的时间也有差异，在市场经济活动中处于优势地位的人可以获得更多、更详细、更及时的信息，这些优势使他们可以谋取更多利益。

在股权质押活动中，控股股东与中小股东、质权人之间就存在着信息获取方面的差异。控股股东拥有着对企业的控制权，掌握着企业的真实情况，也更清楚企业的内部信息，占有优势地位；而中小股东与质权人能获得的信息主要来源于企业在市场上的公开信息，很难真正了解企业的内部情况，处于劣势地位。同时，由于控制权转移等风险可能会影响到控股股东的自身利益，其极可能利用在信息不对称的背景下所掌握的优势信息做出利于自己但危害其他股东利益的行为，从而损害企业价值，影响企业的经营。所以，解

决信息不对称问题，可以在一定程度上缓解股权质押所带来的风险。

2.3.3 控制权私利理论

在“双 M”理论的基础上，Grossman 和 Hart 首先提出了控制权私利理论。根据这个理论，控股股东通过自有的控制权可以获得两种收益：控制权私利与控制权共同收益。控制权私利，顾名思义是控股股东独自享有；而控制权共同收益是由所有股东共享。控制权私利体现在控股股东利用关联方交易、非法套现等手段来牟取其个人利益而忽视企业及其他股东的利益。控制权私利现象发生的根源其实是控制权与现金流权的分离，当控股股东质押其股份导致两种权利之间更大的分离时，控股股东仍然拥有控制权同时可以控制企业的决策和管理行为，却无需承担相关义务。此时控股股东在制定企业的经营决策时，就会更加倾向从自身的利益出发，对中小股东及企业的利益可能会造成更大的伤害。两权分离程度越高，控股股东利用自身持有的优势信息谋取私利从而损害企业及其他股东利益的可能性也越高。

3. 股权质押制度背景介绍

3.1 我国上市企业股权质押现状

3.1.1 中国股权质押制度的发展过程

在我国经济急速发展和证券市场制度不断完善的背景之下，股权质押越来越被质权人所接受。在中国的上市企业之中，民营企业占绝大部分，它们的融资渠道相对较少、企业信用较低，在这时，股权质押作为一种融资方式，其效率高、融资门槛低、手续方便等独特优势备受我国民营企业的青睐。

在中国资本市场快速发展的基础上，上市企业更普遍采用股权质押的方式进行融资，这需要我国加快股权担保的发展。因为我国股权质押起步较晚，发展较慢，一直未正式制定股权质押担保的相关法律法规，我国《公司法》也没有明确解释股权质押业务。在 1995 年，中国通过了《担保法》，该法律中的第四章第二节明确表示，在市场上合法流通的股票、股份都可以被质押，这表明股权质押被写入了国家法律并得到了正式法律规定的支持。在 2007 年，中国正式通过了《物权法》，再次明确了股权可以被质押的条例，同时还完善了与股权质押相关的程序，该法的规定对包括股权质押的出质、登记、国家管理部门的审核、股权质押后的转让在内的问题都提出了更为详细的要求，进一步完善了股权质押的相关规则，同时也在一定程度上也促进了股权质押业务的法律风险的降低。2013 年，《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》出台，股权质押业务正式被引入了公众的视野之中，提高了效率，使业务公平、公正、公开，有效保护了各方权益。2018 年，深交所等单位将此前的试点办法进行了一些修改，重新制订了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》并推向了大众视野，标志着出质人与质权人的准入要求有了进一步的严格，同时也进一步规范了股权质押业务协议，着重改善了股权质押的风险管理、识别及控制体系，同时要求接受股权质押方

法的业务机构要建立健全相关机制来防范可能发生的利益冲突。此举规范了股权质押的操作行为，对资本市场长远健康的发展具有重大影响。

3.1.2 总体概况

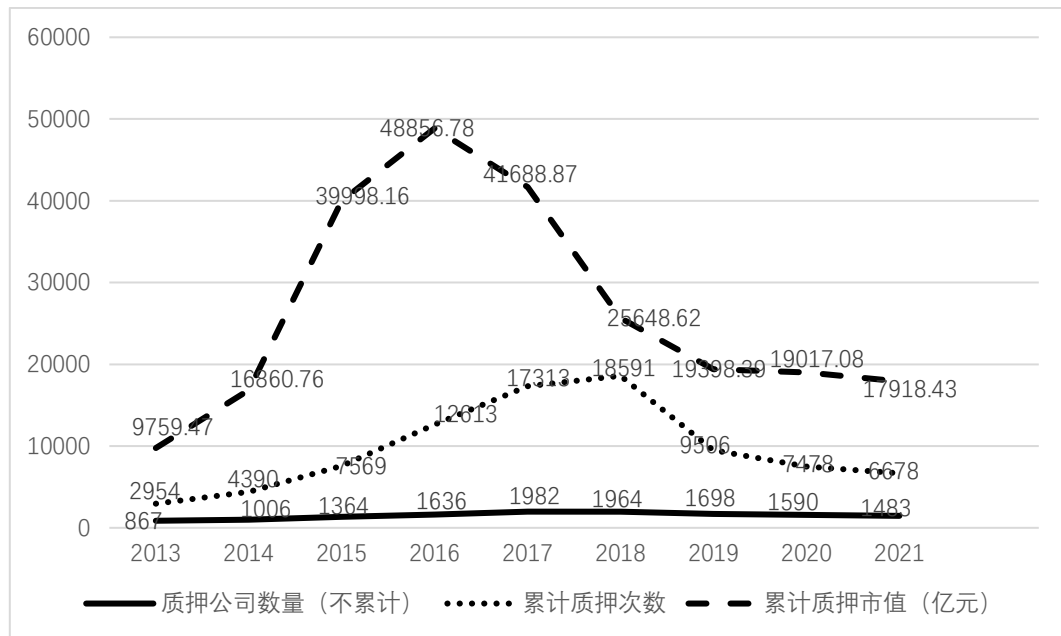


图 3-1 我国上市公司股权质押概况

注：数据来源于 Wind 数据库

如图 3-1 所示，我国采取股权质押的上市公司数量、累计质押股权的次数以及累计质押股权的市值都有一定的增长。

表 3-1 累计质押股份比例排名前十企业

证券简称	累计质押数（亿股）	累计质押总市值（亿元）	累计质押比（%）
海德股份	6.98	110.93	75.09
*ST 雪发	3.73	12.67	68.5
国城矿业	7.49	153.7	65.86
粤泰股份	16.09	26.23	63.45
九鼎投资	2.61	42.73	60.28
*ST 泰禾	14.51	18.86	58.30
泛海控股	30.2	40.47	58.12
*ST 大通	3.03	14.59	57.91
新华联	10.96	27.17	57.77
中央商场	6.42	17.2	56.39

注：数据来源于 Wind 数据库

由表 3-1 可以看出，截至 2021 年，前十大企业股权质押的比例都已超过 55%，其中包括了粤泰股份、泰禾集团、泛海控股、新华联等房地产企业，隐藏的危机不容低估。

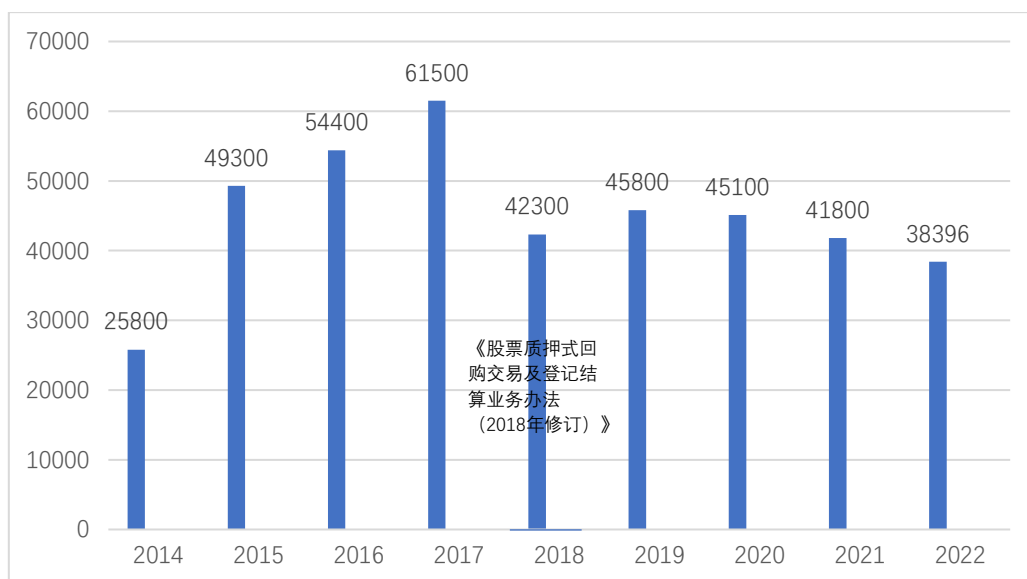


图 3-2 2014-2022 我国 A 股股权质押总市值

注：数据来源于 Wind 数据库

从图 3-2 可以看出，2014 年以来，中国 A 股股权质押的总市值持续上升，截至 2017 年达到了 61500 亿元，也是近几年的峰值。2018 年国际形势和国内经济环境的巨大变化导致中国股权质押的业务规模出现了大幅度的降低。于是，国家相关部门为了更好地稳定资本市场，进一步完善了股权质押业务的法律法规，也进一步规范了业务操作行为，加强了对可能发生的风险的防范。于是在 2019 年，股权质押业务的总市值发生了回弹，资本市场也逐渐趋于稳定。2020 年，由于新冠疫情的发生，各个行业都遭受冲击，在春节的背景下，传统周期制造业也受到复工复产延迟的影响。但中国疫情防控形式良好，国内经济逐渐恢复，股权质押融资业务也趋于平稳。总体来看，虽然近年来我国股权质押业务有所萎缩，但与 2014 年相比仍有明显的增长，从长远来看股权质押业务还是呈健康态势在发展。

3.1.3 所处行业分布

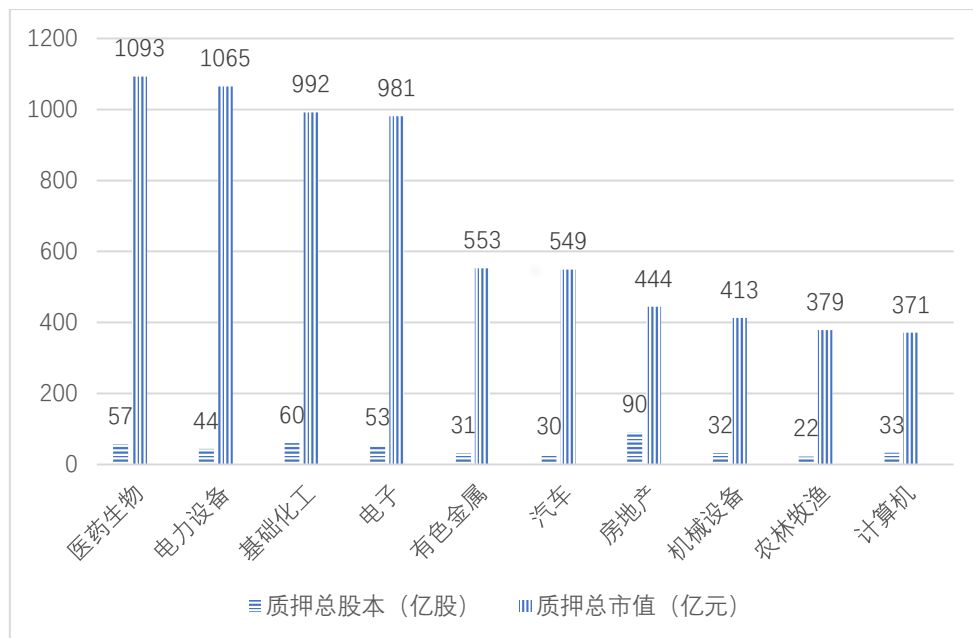


图 3-3 2022 年股权质押市值前十名行业分布

注：数据来源于 Wind 数据库

图 3-3 是我国股权质押市值前十名的行业分布，我们可以看到医药生物行业、电力设备行业、基础化工行业分别位于前三名。

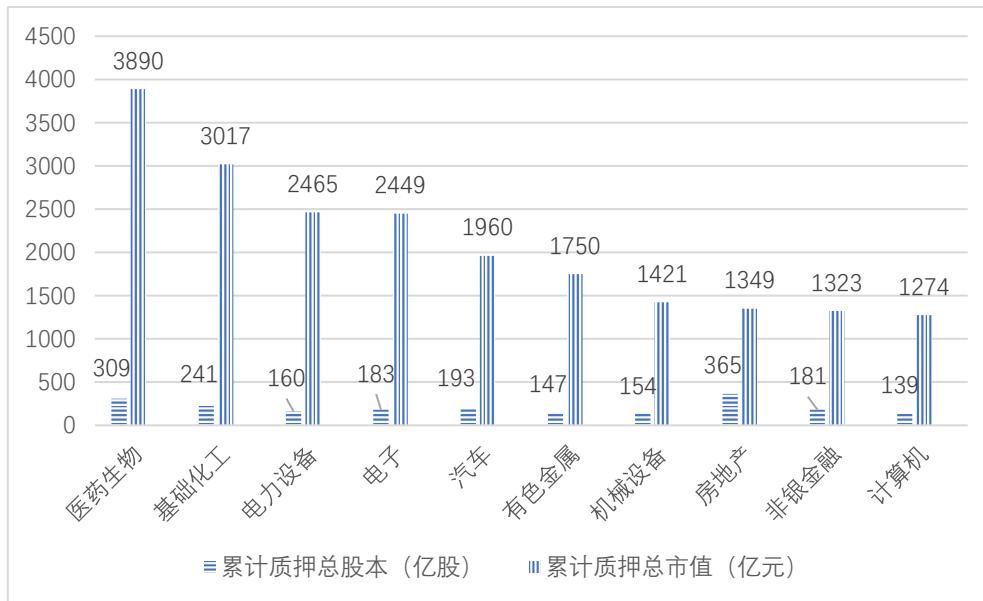


图 3-4 截至 2022 年股权质押总市值前十名行业分布

注：数据来源于 Wind 数据库

据 3-4 所示，由于 2021 年房地产行业出现了下滑趋势，医药生物行业不仅在本年的股权质押市值中排名第一，累计质押总市值的规模占比也排名第一，电力设备、基础化工也均位于前三。结合图 3-3、3-4 可以看到房地产行业在本年的市值仅位于第七，累计总市值更是到了第八位，值得一提的是，农林牧渔在本年股权质押的市值位于前十，但是累计市值却排在后面，非银金融则相反，在本年市值位于十名开外，但累计市值却是在前十位，这说明农林牧渔在本年股权质押金额有大大增加而非银金融则是相对减少。

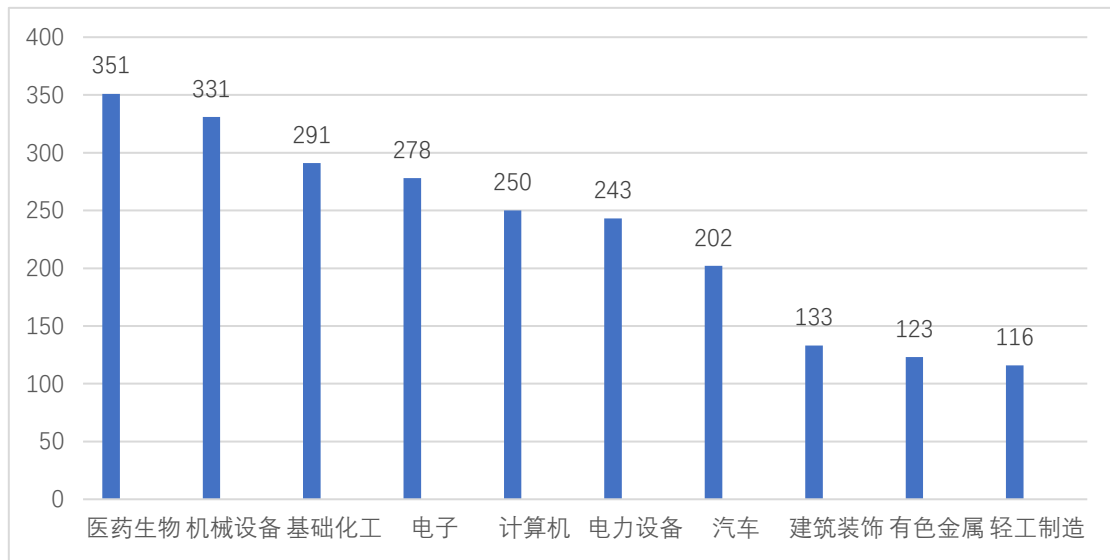


图 3-5 截至 2022 年股权质押公司数量前十名行业分布

注：数据来源于 Wind 数据库

图 3-5 总结了截至 2022 年采取股权质押的公司所在行业，并对公司数量排名前十的行业进行统计。

虽然股权质押可能会增加企业所承担的风险，但是因为其手续简便、成本较低等优势，公司们还是广泛应用。从图 3-5 可以看出，进行股权质押的公司数量最多的是医药生物行业和机械设备行业，都超过了 300 家，第三名的基础化工也是接近 300 的数值，其中前七名都是超过 200 家企业进行了股权质押。目前，我国在经济快速发展的背景下，对各大行业、公司的发展也有新的要求，这意味着企业需要更多的资金来追求更高更快的发展，而股权质押则是较好的融资渠道。

3.2 藏格矿业股权质押概况

3.2.1 选择藏格矿业的原因

结合上述股权质押公司数量的行业分布，可以发现基础化工行业处于第三位，因此，本文选择了化工行业的藏格矿业股份有限公司作为案例企业，其大股东的股权质押符合我国股权质押的总体趋势。且藏格矿业的总市值高达 489.6 亿元，位于行业前列，其在自身行业具有典型的代表性，研究它可

以为以后想要进行股权质押的公司尤其是本行业的公司提供一定的经验。

3.2.2 藏格矿业简介

藏格矿业股份有限公司（以下简称“藏格矿业”，股票代码：000408）成立于 1996 年，于同年 6 月上市。该企业的法人代表是曹邦俊，注册资本高达 199377.9552 万元，该企业最初被命名为邯郸陶瓷集团，之后吸收了四位发起人，同时合并重组了总公司与分公司才成立成为了股份有限公司，名为“玉源控股股份有限公司”，在 2011 年又改为“金谷源控股股份有限公司”；2017 年，经国家工商行政管理总局和青海省工商行政管理局批准后，变更为“藏格控股股份有限公司”；后由于企业业务发展的需要，在 2021 年，经国家工商行政管理总局和海省市场监督管理局批准后名称改为“藏格矿业股份有限公司”。

最开始公司的主营业务为陶瓷的生产和销售，但由于管理不善和持续亏损，企业不得不进行转型升级。2010 年 6 月，该企业向贸易业开始转型，倾向于将企业的主营业务转型成为矿业开发投资。但长期以来，该企业多次向其股东和关联方提供担保，企业的很多资产被法院进行了冻结且拍卖，存在诸多内患。2014 年，企业又将重心转移到化肥及化工产品销售领域。2017 年，企业正式进军新能源产业，并在 2022 年荣获“新能源、新材料领域最具成长上市公司”，但主营业务还是化肥化工产品的生产与销售。藏格矿业从以前创始时期生产、销售陶瓷的公司成为了多方位发展的中国化工行业排名前列的公司。

3.2.3 股权结构

表 3-2 藏格矿业股权结构明细表

名次	股东名称	股份类型	持股数 (股)	占总股本比例
1	西藏藏格创业投资集团有限公司	限售流通 A 股	444,791,624	28.14%
2	宁波梅山保税港区新沙鸿运投资管理有限公司	A 股流通股	287,130,794	18.17%
3	四川省永鸿实业有限公司	限售流通 A 股	174,212,679	11.02%
4	肖永明	限售流通 A 股	155,643,647	9.85%
5	北京联众同行生物科技有限公司	A 股流通股	55,031,595	3.48%
6	藏格矿业股份有限公司—第一期 员工持股计划	A 股流通股	26,574,228	1.68%
7	中国银行股份有限公司—国投瑞 银新能源混合型证券投资基金	A 股流通股	13,043,095	0.83%
8	全国社保基金六零四组合	A 股流通股	10,170,300	0.64%
9	中国建设银行股份有限公司—国 投瑞银先进制造混合型证券投资 基金	A 股流通股	7,848,192	0.50%
10	中国建设银行股份有限公司—信 澳新能源精选混合型证券投资基 金	A 股流通股	7,424,174	0.47%
	合计		1,181,870,328	74.78%

注：数据来源于 Wind 数据库

表 3-2 是藏格矿业截止 2022 年 6 月 30 日排名前十的股东的数据。我们可以看到前十大股东持有整个企业 74.78%的股权，西藏藏格创业投资集团有限公司、宁波梅山保税港区新沙鸿运投资管理有限公司、四川省永鸿实业有限公司和肖永明分别是藏格矿业的前四位股东，他们加起来就一共持有了企业 67.18%的股权，占了绝大多数。虽然肖永明持有的股权是四大股东里最少的，但他是第一大股东西藏藏格的法定代表人且持有 90%的股权，并且肖永明及其一致行动人在四川永鸿实业公司中持股 100%，所以实际上藏格矿业是被肖永明所控制的，持股比例实际接近一半，藏格矿业的股权结构高度集中，股东之间的制衡能力相对较低，很容易发生风险。

3.2.4 股权质押情况

(1) 次数多、占比高

表 3-3 藏格矿业历史股权质押汇总明细

序号	出质人	质权人	质押股数 (万股)	占持股比例 (%)	质押起始日期	质押解除日期
1	西藏藏格创业 投资集团	国信证券	15200	16.80	2016-07-27	2019-07-25
2	西藏藏格创业 投资集团	青海睿鑫低 碳股权投资 基金	15244	16.85	2016-08-01	
3	四川永鸿实业	国信证券	6300	15.44	2016-08-12	2019-08-12
4	西藏藏格创业 投资集团	安信证券	16458.86	18.19	2016-08-15	2019-08-14
5	四川永鸿实业	安信证券	5700	13.97	2016-08-15	2019-08-14
6	肖永明	安信证券	22841.14	100	2016-08-14	2019-08-14
7	四川永鸿实业	国信证券	13382	32.81	2016-08-26	2019-08-26
8	四川永鸿实业	国信证券	3908.7	9.58	2016-08-30	2019-08-30
9	西藏藏格创业 投资集团	国信证券	23300	25.75	2016-09-27	2019-09-26
10	西藏藏格创业 投资集团	包商银行	3949.97	4.37	2016-12-15	2017-12-14
11	西藏藏格创业 投资集团	中国农业银 行	4000	4.42	2016-12-21	2017-12-20
12	西藏藏格创业 投资集团	中国民生银 行	10000	11.05	2016-12-21	2017-12-20
13	四川永鸿实业	华融证券	4279	10.49	2016-12-22	2019-12-19
14	四川永鸿实业	华融证券	7226	17.71	2016-12-23	2019-12-20
15	西藏藏格创业 投资集团	光大兴陇信 托有限责任 公司	7435	8.21	2017-08-01	2020-07-31
16	四川永鸿实业	恒丰银行	700	1.71	2017-08-15	

序号	出质人	质权人	质押股数 (万股)	占持股比例 (%)	质押起始日期	质押解除日期
17	西藏藏格创业 投资集团	中国农业银行	4000	4.42	2017-08-25	2018-08-24
18	西藏藏格创业 投资集团	中国农业银行	4000	4.42	2017-11-10	2018-11-09
19	西藏藏格创业 投资集团	光大兴陇信 托有限责任 公司	2252.25	2.62	2017-12-27	2019-12-26
20	西藏藏格创业 投资集团	恒丰银行北 京分行	1900	2.21	2018-01-08	2018-11-07
21	四川永鸿实业	中国银行	3000	7.75	2018-02-06	2031-02-05
22	西藏藏格创业 投资集团	中国银行	1000	1.16	2018-02-06	2031-02-05
23	西藏藏格创业 投资集团	中国民生银 行	4000	4.66	2018-03-20	2019-03-19
24	西藏藏格创业 投资集团	中国民生银 行	4000	4.66	2018-03-23	2019-03-22
25	四川永鸿实业	国信证券	734.88	1.90	2019-05-07	2019-07-25
26	西藏藏格创业 投资集团	国信证券	2243.12	2.61	2019-05-08	2019-07-25
27	西藏藏格创业 投资集团	青海西宁农 村商业银行	11544	13.44	2019-06-10	2022-06-09

注：数据来源于 Wind 数据库

表 3-3 是藏格矿业进行过股权质押的数据。自藏格矿业 2016 年上市以来，其控股股东股权质押的次数与频率很高，从上表可以看出，上市后质押股权的股东为其中三个大股东，共进行 31 次质押，质押主要发生在 2016 年，光是 2016 年下半年便质押了 14 次，之后普遍都是循环质押。西藏藏格投资和四川永鸿实业在 2016 年 7-12 月的质押呈现出单次质押比例较低、质押次数较多的特点，但是到 2016 年底为止，质押的股份已占其持股比例的 95%以上，与此同时，当时的第三大股东肖永明在 2016 年直接将其当时所持有的所有股权质押给了安信证券 3 年时间。

我国证监会多次发布了公告，提醒上市公司及其股东要注意防范股权质押可能会带来的风险。因为当企业质押的股份高到一定程度后，如果股价跌至预警线，在股东剩余的股份不足补仓的情况下，如果企业也不能及时全额还款，那么很可能会被强制平仓，会给企业带来严重的负面影响，还会进一步影响股价，所以进行质押的股份应该适量。

（2）公告披露不充分

通过藏格矿业对外披露的股权质押公告可以看出，其股权质押信息披露存在诸多漏洞，企业在披露中只包含了股权质押相关事项的基本信息，例如出质人、质权人信息、累计质押股份以及解除质押股份的相关信息，但是关键信息尚未进行披露，比如进行股权质押的原因以及融资的资金用途，一些公告披露了资金的用途，但他们只是简单的描述，对信息使用者没有多大用处。在这种情况下，外部投资者无法知道股权质押获得的资金是用于企业的发展还是被控股股东或其关联公司所使用。并且肖永明在第一大股东和第三大股东的企业中都掌握着控制权，这应该将其相关联的股权质押合并计算，让外部信息使用者更好地了解企业质押股份的情况。其次，在藏格矿业的年报中无法看出企业股权质押比例较高，直到企业自己发布股权质押的公告后，投资者才能知晓，况且其许多股权质押的相关公告还是在发生后的几个工作日才予以披露，有很大的延迟性。此外，藏格矿业的披露中也没有对还款资金的来源、企业的偿付能力等关键信息进行披露。如果控股股东不对信息尤其是关键信息进行详细的披露，投资者及监管者就无法准确判断企业资金的用途，这样可能会对中小股东造成负面影响，也会影响监管者监管企业的准确度。

（3）质押股票多是限售股

如表 3-3 所示，藏格矿业股权质押的三个大股东所持的股份都是限售流通 A 股。原因是我国《公司法》有规定：为确保企业上市后的持续稳定发展，股东在公开发行前持有的股份都有一定的限售期，也就是说一年内可以出售的股票数量占企业股份总数的比例不能超过 5%，两年内不能超过 10%。藏格矿业是 2016 年 6 月上市的企业，按照国家规定来说，2017 年 6 月之前股东出售的限售股数量占其股份总数的比例不能大于 5%，2018 年 6 月之前出售的比例不能大于 10%。因此，股权质押可以在遵守限制条件的基础上也让

其获得所需要的资金，增加了股东资产的流动性。

4.案例分析

本文意在研究藏格矿业在控股股东采取股权质押后，股权质押对其产生的影响，由于藏格矿业在 2016-2019 年均进行了股权质押，且大部分是在 2019 年及其之前就到期，2020 和 2021 年未进行质押，同时企业质押股权得到融资款项后，款项很难立马投入到企业当中就发挥作用而是需要一些时间进而影响企业的财务绩效，因此，本章主要是在扣除藏格矿业质押期间（2016-2019）的基础上，分析藏格矿业股权质押前后给企业带来的风险以及对其绩效的影响。

4.1 股权质押的风险

4.1.1 控制权转移风险增加

目前在中国的上市企业当中“一股独大”的形势比较严峻，控股股东一般掌握着企业生产经营发展的关键要素，而控股股东一旦进行股权质押，控制权转移的风险就容易伴随着其质押比例的上升而上升。如果股东的控制权被迫发生了转移，长期看来就会影响企业的稳定发展。如委托代理理论所言，控股股东的股权质押行为会加剧企业控制权和现金流权的分离，出质人与质权人、控股股东和其他股东之间也随之产生了委托代理关系，同时中小股东一般很难参与企业的决策，在信息不对称的影响下，控股股东就可能采取损害中小股东利益的方式来牟取私人利益。比如当企业的股价下降达到警戒线或是平仓线时，如果控股股东拿不出充裕的股份来进行补仓，就需要提前赎回其之前质押的股权；但在无法补仓的情况之下，控股股东往往也无法为赎回股权筹措充足的资金，在这种时候大股东就有可能为满足自己的利益去损害其余股东的利益，例如在二级市场拍卖、让渡或出售。如果控股股东质押的股票不限制出售，在二级市场通过出售、拍卖的方式处理则可能会面临控制权转移的风险。如果大股东的控制权被迫发生了转移，从长期来看也会影响企业的持续稳定发展。

我国规定控股股东在选择股权质押时，会根据质押日的股票市价的基础上打折，折扣是质押率，质押融资额=股票市价*质押股数*质押率。质押率是由质权人根据质押股票数量以及出质人的财务和资信状况核定，一般最高不超过 60%；警戒线最低为融资金额的 135%，平仓线最低是融资金额的 120%。由图 4-1 可知，藏格矿业的股价在 2016-2018 年的区间在 10-20 元，按 15 元的价格估计其预警线和平仓线，预警线按质押价格的 135%，平仓线按质押价格的 120%，企业公告披露的质押率大多为 40%，经推算：

质押价格=15*40%=6 元

预警线=6*140%=8.4 元

平仓线=6*120%=7.2 元

据图 4-1 可知，企业的股价在 2019 年 7 月以来便跌破预警线和平仓线，质权人有权处置质押的股票，出现强制平仓行为。



图 4-1 藏格矿业 2016-2021 年股价走势图

注：数据来源于东方 Choice 数据库

并且据藏格矿业公告中可以看出，其控股股东在 2021 年出现大量质押业务违约，公告提示，如果质押的股份被拍卖成功，投资者应着重注意企业控制权被转移的风险，从而慎重投资。表 4-1 是藏格矿业股权质押业务违约的情况。

表 4-1 藏格矿业股东股权质押回购业务违约统计

公告日期	相关股东	业务违约	累计将被 拍卖股数	占其所持 股份比例	占公司总 股本比例	拍卖人
2021.03.06	肖永明	安信证券	167,253,623	100%	10.87%	广东省 深圳市 福田区 人民法院
2021.05.17	西藏藏格 创业投资 集团	国信证 券、安信 证券	497,580,155	57.93%	24.96%	广东省 深圳市 福田区 人民法院
	四川永鸿 实业	国信证 券、安信 证券	235,178,181	60.73%	11.80%	广东省 深圳市 福田区 人民法院
2021.05.25	四川永鸿 实业	华融证券	11,505,000	2.97%	0.58%	成都市 中级人民 法院
合计					45.73%	

注：数据来源于 Wind 数据库

藏格矿业的公告表示，其有三大股东到期时未能赎回质押股权，导致了股权质押回购业务发生违约。其中企业实际控制人肖永明 2016 年质押的自身 100% 股权在 2021 年 3 月发生了违约，该部分股权占企业总股本的 10.87%，如果被拍卖成功，他就会失去这 10.87% 的股份。但是单单从这一笔违约来看，就算被拍卖成功也不会转移其对于藏格矿业的控制权，因为在当时肖永明共持股藏格矿业 73.58% 的股份。但是在同年 5 月，该企业的另外两大股东也在回购业务中违约，且都属于一致行动人，他们所持有和质押的股份都应该进行合并计算。据资料显示，西藏藏格创业投资集团和四川永鸿实业在当时一

共持有藏格矿业 12.46 亿股股票，占企业总股本的 62.50%，其中藏格投资持股 43.08%，四川永鸿实业持股 19.42%。如果违约的股份被拍卖成功并成功过户的话，可能会发生两大股东的控制权发生转移的风险。

从当前的情况来看，有一部分股份确实被拍卖成功，并成功过户给宁波梅山保税港区新沙鸿运投资管理有限公司，致使该公司跃居成为藏格控股的第二大股东，虽然企业第一大股东没有发生改变，实际控制权还是在肖永明手中，但是如果股权质押再度违约，股份再度被拍卖成功，极有可能会导致其丧失对企业的控制权，使控制权转移给别人。Bhaumik *et al.* (2012) 研究得出：企业控制权发生转移时，存在控股股东利用股权交易获取控制权私利的行为。查阅藏格矿业公司高管发现，肖永明已卸任公司董事长，现任董事长、总经理和控股股东均属于父子关系，如果企业控制权发生转移，管理层有非常大的可能性帮助控股股东牟取私人利益而不顾企业利益。并且 Dennis and Serrano (1996) 通过对控制权转移事件研究之后发现控制权转移发生后会有一个非常高的高管更换率；Kennedy and Limmack (1996) 研究发生控制权转移的上市公司后发现由于控制权转移会引发大量 CEO 更换的情况。企业控制权转移风险增加会导致管理层发生更换的可能性大大增加，这都会影响企业的稳定发展。

4.1.2 承担风险的能力降低

控股股东采取股权质押的方式进行融资后，可能会给企业带来一些风险，而企业会作出系列决策安排来努力规避相应的风险，从而避免其对企业的长远发展等产生较大影响。但是股东的决策行为也可能会使企业的财务行为发生变化，进而对企业的财务状况以及其所面对的财务风险产生影响。

目前中国债券市场进入到了调整期，股市波动幅度比较大的可能性会增加，股权质押业务所导致企业股价触及到预警线甚至是平仓线的风险也随之增加。

藏格矿业虽是其所在行业的龙头企业，但其控股股东高比例的股权质押行为使企业整体承担风险的能力有一定的下降。股权质押实际上是控股股东的个人行为，其质押自身股权所得款项属于其个人财产，但是由于其质押的股权属于企业的一部分，会影响企业的股价涨跌，与企业的经营发展也有着

密切的关系。藏格矿业的股权质押业务发生了违约，控制权转移风险大大增加，企业更换管理层的可能性随之大大增加，这是在向资本市场传递企业财务状况较差、经营较差的负面讯息，会降低企业的信用评级、影响企业在金融机构的信贷业务，还会提升企业的信用利差，而这些影响都会影响企业资金链的稳定情况，进而导致企业承担风险的能力下降，对企业融得资金、生产经营等方面产生不利影响。

藏格矿业控股股东股权质押在给企业带来了这些风险的同时又会对企业的绩效产生什么影响呢？企业在存在这些风险的同时是否会像许多研究所说给企业的绩效带来负面影响呢？接下来分析的是控股股东股权质押对企业绩效产生的影响。

4.2 股权质押对绩效的影响

4.2.1 对比数据选取

（1）对比公司选取

在考虑对比公司的选取上，本文挑选的标准是从以下几方面进行的考量：第一，为了与本文案例企业形成对比，寻找两个对比企业需在 2016-2019 年未采取过股权质押以及采取低比例的股权质押；第二，为了避免行业因素对本文后来选取的指标造成影响，对比企业需要与藏格矿业处于同一行业且位于同一细分类即化肥工业；第三，考虑到规模效应，对比企业的资产规模应当尽可能与藏格矿业接近。综合考虑以上条件后，本文选择四川美丰化工股份有限公司和江苏华昌化工股份有限公司作为藏格矿业的对比企业。

a. 公司简介

四川美丰化工股份有限公司于 1997 年 6 月成立，并于同年在深交所挂牌上市，现拥有国家级土肥研发中心、农化服务中心等创新平台，公司各项指标和综合实力都保持着国内同行业先进水平。四川美丰公司主营化肥、复合肥、化学肥料及化工产品的生产与销售，与藏格矿业基本一致。公司将以“立足于主业、探索转型发展、依法合规经营”作为原则，按照“两降、两保、两提升”的工作目标，保持“夯基础、严管理、谋发展”的工作理念，努力把四川美丰建设成一个在我国化肥行业有重大影响的大型企业集团。

江苏华昌化工股份有限公司在 1999 年由张家港化肥厂改制成为了股份制企业，是一家以基础化学工业为主，精细化工、生物化工为辅的现代化企业。它的主营业务也是复合肥、化学肥料及化工产品的生产和销售。这么多年来，企业一直坚持以发展和提高为主题的强烈的争先意识；始终瞄准了科技前沿，加大技改投入，努力降低各项消耗，使综合能耗始终在同行业中保持领先。

b.股权结构

表 4-2 四川美丰股权结构明细表

名次	股东名称	股份类型	持股数 (股)	占总股本 比例
1	成都华川石油天然气勘探开发有限公司	A 股流通股	72,053,552	12.30%
2	四川美丰集团有限责任公司	A 股流通股	26,325,360	4.49%
3	叶嘉琪	A 股流通股	12,500,000	2.13%
4	邱锦才	A 股流通股	4,733,300	0.81%
5	庄景坪	A 股流通股	4,573,888	0.78%
6	孙祥	A 股流通股	3,050,000	0.52%
7	缪秉安	A 股流通股	3,000,000	0.51%
8	纪蘋	A 股流通股	2,500,000	0.43%
9	孙玉龙	A 股流通股	2,473,000	0.42%
10	陈离剑	A 股流通股	2,300,300	0.39%
	合计		133,509,400	22.78%

注：数据来源于 Wind 数据库

表 4-2 是四川美丰化工股份有限公司的股权结构明细表，可以看出成都华川石油天然气勘探开发有限公司是四川美丰化工的控股股东。

表 4-3 华昌化工股权结构明细表

名次	股东名称	股份类型	持股数 (股)	占总股本 比例
1	苏州华纳投资股份有限公司	A 股流通股	275,059,519	28.88%
2	江苏华昌(集团)有限公司	A 股流通股, 限售流通 A 股	114,209,198	11.99%
3	江苏华昌化工股份有限公司-第一期员工持股计划	A 股流通股	9,904,936	1.04%
4	香港中央结算有限公司	A 股流通股	8,951,917	0.94%
5	国寿养老策略 4 号股票型养老金产品-中国工商银行股份有限公司	A 股流通股	6,268,515	0.66%
6	中国建设银行股份有限公司-浙商丰利增强债券型证券投资基金	A 股流通股	4,000,000	0.42%
7	颜斌	A 股流通股	3,265,042	0.34%
8	肖志军	A 股流通股	2,780,000	0.29%
9	顾金福	A 股流通股	2,061,500	0.22%
10	上海保港张家港保税区股权投资基金有限公司	A 股流通股	2,000,000	0.21%
	合计		428,500,627	44.99%

注：数据来源于 Wind 数据库

表 4-3 示江苏华昌化工股份有限公司的股权结构明细，可以看出苏州华纳投资股份有限公司及其一致行动人江苏华昌（集团）有限公司是江苏华昌化工的控股股东。

c. 股权质押情况

表 4-4 四川美丰历史股权质押汇总明细

序号	出质人	质权人	质押股数 (万股)	占持股比例 (%)	质押起 始日期	质押解除 日期
1	四川天晨投资 控股集团有限公司	中国工商银行绵 阳市涪城区支行	2744	100	2003-03- 31	-
2	重庆国际信托 投资有限公司	中国工商银行绵 阳市涪城区支行	1862	100	2003-03- 31	2007-12- 31
3	四川天晨投资 控股集团有限公司	华夏银行北京中 关村支行	2744	100	2004-03- 22	2004-08- 16
4	重庆国际信托 投资有限公司	中国农业银行绵 阳市分行	172	9.24	2004-06- 08	2007-12- 31
5	重庆国际信托 投资有限公司	中国工商银行绵 阳市涪城区支行	1513	81.27	2004-06- 08	2007-12- 31
6	四川天晨投资 控股集团有限公司	北京中加阳光投 资担保有限公司	1028	37.47	2004-08- 17	2006-07- 25
7	四川天晨投资 控股集团有限公司	北京中加阳光投 资担保有限公司	1716	62.53	2004-08- 17	2006-08- 23
8	四川天晨投资 控股集团有限公司	中国工商银行股 份有限公司绵阳 涪城支行	200	7.29	2006-07- 28	-
9	四川天晨投资 控股集团有限公司	华夏银行股份有 限公司北京中关 村支行	1280	46.65	2006-08- 23	-
10	四川美丰集团 有限责任公司	华夏银行股份有 限公司成都蜀汉 支行	1531	49.99%	2011-03- 17	-

注：数据来源于 Wind 数据库

表 4-4 是四川美丰化工股份有限公司历年来的股权质押明细表。

表 4-5 华昌化工历史股权质押汇总明细

序号	出质人	质权人	质押股数 (万股)	占持股比 例 (%)	质押起始 日期	质押解除 日期
1	南京瑞茂投资管理合伙企业 (有限合伙)	东方证券股份有限公司	4800	100	2014-01-09	2014-07-08
2	苏州华纳投资股份有限公司	华泰证券股份有限公司	4000	19.81	2015-07-30	2018-07-18
3	苏州华纳投资股份有限公司	华泰证券股份有限公司	4000	19.81	2015-07-30	2018-07-26
4	苏州华纳投资股份有限公司	招商银行股份有限公司苏州 独墅湖支行	4000	19.81	2015-08-10	2018-07-06
5	西藏瑞华资本管理有限公司	上海海通证券资产管理有限公司	700	10.00	2017-07-11	2018-08-17
6	苏州华纳投资股份有限公司	华林证券股份有限公司	1086	3.59	2018-06-27	2019-06-27
7	苏州华纳投资股份有限公司	国盛证券有限责任公司	2867	9.47	2018-07-16	2019-08-09
8	苏州华纳投资股份有限公司	国盛证券有限责任公司	3133	10.35	2018-07-23	2019-08-09
9	苏州华纳投资股份有限公司	国盛证券有限责任公司	3996	13.32	2018-07-16	2020-07-16
10	苏州华纳投资股份有限公司	国盛证券有限责任公司	2700	9.00	2018-07-23	2020-11-05
11	苏州华纳投资股份有限公司	国盛证券有限责任公司	4167	13.89	2018-07-23	2020-12-23
12	苏州华纳投资股份有限公司	国盛证券有限责任公司	3392	12.33	2018-07-23	2021-06-23
13	苏州华纳投资股份有限公司	中国工商银行股份有限公司 张家港分行	8363	30.40	2020-05-11	2022-05-19

序号	出质人	质权人	质押股数 (万股)	占持股比例 (%)	质押起始 日期	质押解除 日期
14	苏州华纳投资 股份有限公司	国盛证券有限 责任公司	1725	5.75	2020-07- 23	2020-12-23
15	苏州华纳投资 股份有限公司	国联证券股份 有限公司	4900	17.81	2020-12- 24	2021-12-21

注：数据来源于 Wind 数据库

表 4-5 是江苏华昌化工历年来的股权质押明细表，从表 4-4、4-5 可以看出四川美丰在 2016-2019 年控股股东均未进行过股权质押，江苏华昌化工在 2016-2019 年控股股东进行过股权质押，有学者提出企业控股股东股权质押的比例分界点为 50%，低于这个值更有利于企业发展（高燕燕和毕云霞，2021）。江苏华昌化工在 2016-2019 年进行股权质押的低于一半。因此，可以将两者与藏格矿业进行对比分析。

（2）对比行业数据选择

为了使对比更合理，并为了进一步观察股权质押对企业各方面产生的影响，本文除了将案例企业与对比企业的相对应指标进行对比之外，还将其与行业均值进行对比。在行业数据的选择中，由于藏格矿业和四川美丰、华昌化工同属于化工行业且细分类也同属化肥工业，因此，本文选择从 Wind 数据库中提取分类为农化制品的行业平均值作为本文用于比较的行业指标。

（3）干扰因素排除分析

在接下来分析股权质押对企业各方面的影响时，为了最大限度地提高比较对象的可信度，本文将研究有哪些干扰因素会对后续研究和分析的影响并对其进行排除。已有研究表示会影响企业财务指标的因素除去股权质押外，还容易受到行业因素（池国华和迟旭升，2003）、销售费用率（黄文群，2015）、财务杠杆（刘明和袁国良，1999；王娟和杨凤林，2002；陈瑜，2011）和企业规模（Wernerfelt，1986；洪道麟和熊德华，2006）等因素的影响。因此，本文将在此对其一一进行分析。

a.行业因素

本文在选取对比企业和行业均值时均选择了与案例企业所在的化肥工业

行业。两个对比企业和案例企业同属于化肥工业行业，行业指标选择了 Wind 数据库中化肥工业相关分类下的数据。

b. 销售投入

销售费用率是指企业销售费用占销售额也就是说营业收入的比例，可以用以判断该企业的销售投入的多少。由于本文探究的是企业扣除股权质押期前后的绩效对比，所以在此只研究 14-15 年、20-21 年两个企业的销售投入情况。藏格矿业在股权质押前和股权质押后销售费用率有所下降，四川美丰、华昌化工的变化幅度与其大致相同，且销售费用率之差下降幅度很小，所以我们可以认为销售投入并不妨碍下文的比较分析。

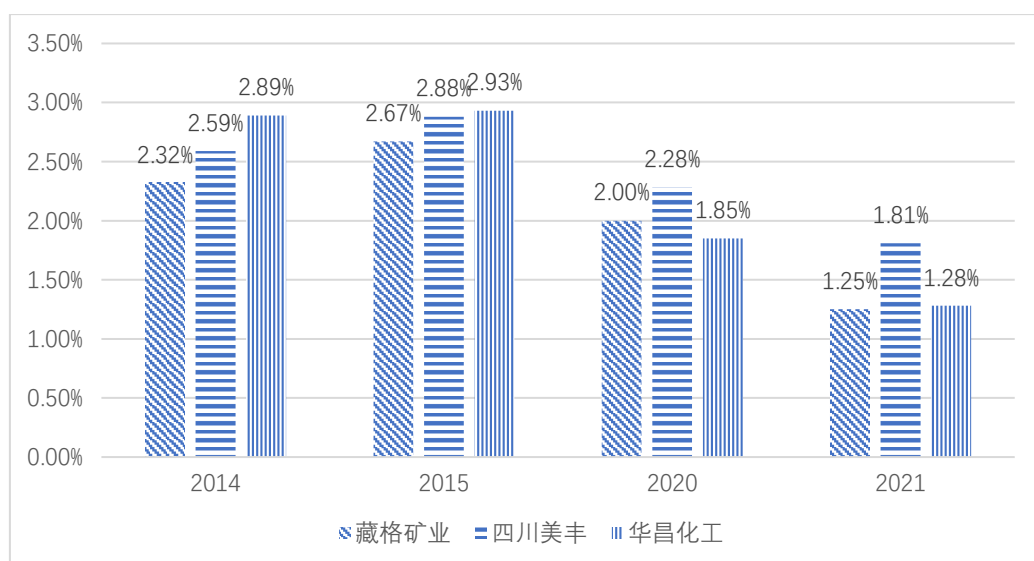


图 4-2 销售投入对比

注：数据来源于 Ifind 数据库

c. 财务杠杆

在判断财务杠杆时将资产负债率作为指标。由于本文探究的是企业扣除股权质押期前后的绩效对比，所以在此只研究 14-15 年、20-21 年两个企业的财务杠杆情况。从图 4-3 可以看出，虽然三个企业的资产负债率都有高有低，但是总体的变化幅度基本相同，因此，我们可以忽略掉财务杠杆对下文分析所产生的影响。

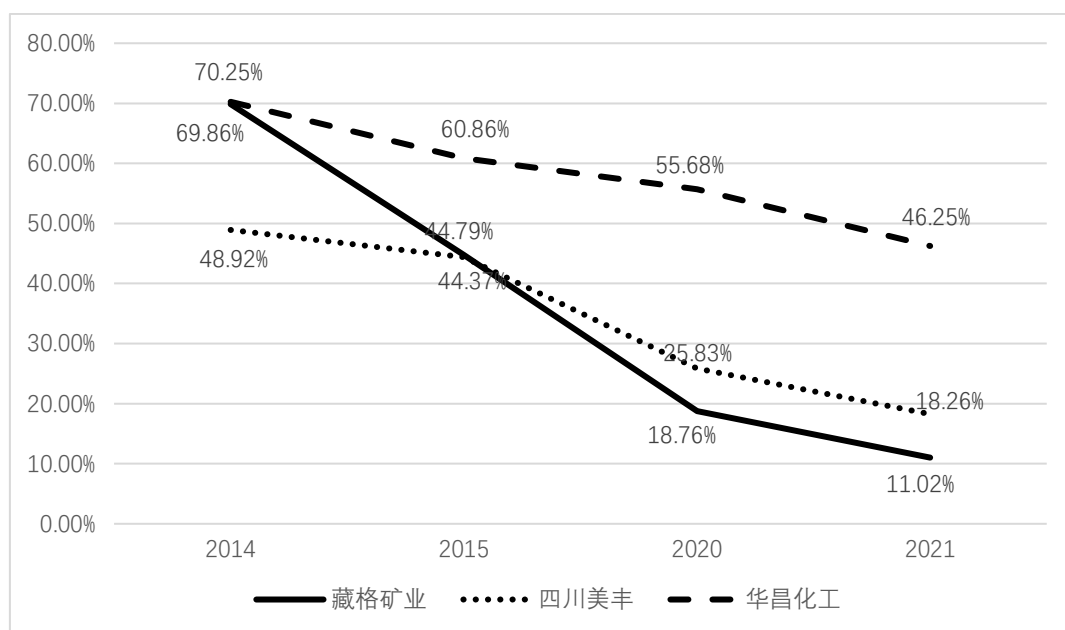


图 4-3 资产负债率对比

注：数据来源于 Wind 数据库

d.企业规模

企业的资产规模普遍被认为是能够对企业的财务指标产生重大影响的因素之一，因为四川美丰、华昌化工与藏格矿业的资产规模存在着一定的差距，所以这里将采用相对指标总资产增长率来观察三个企业在藏格矿业控股股东股权质押前后的相对规模变化。

本文借鉴的是实证研究方法中用总资产对数来判断企业的资产规模。因为藏格矿业 2015 年之前发展较差，资产总额只有几亿，而 2015 年之后因为转型升级，化肥原料的生产和销售较好，资产总额都是 50 亿以上，差距过大，因此，在此采用 2015-2021 年的数据进行对比。从图 4-4 可以看出，藏格矿业和四川美丰以及藏格矿业和华昌化工采取股权质押前后的规模比值都很稳定，因此，在观察藏格矿业股权质押对其产生的影响时可以忽略掉资产规模的影响。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/005304022144011100>