

# 控股股东股权质押对公司市值管理的影响 ——以苏宁易购为例

刘洁

贵州大学经济学院, 贵州 贵阳

收稿日期: 2024年6月23日; 录用日期: 2024年9月3日; 发布日期: 2024年11月4日

## 摘要

近年来, 股权质押方面相应制度的完善, 加之其操作简单、成本较低, 股权质押逐渐成为了我国上市公司控股股东进行资金融通的重要方式之一。本文从实际案例出发, 本文运用扎根理论的方法对从公司官网、权威网站获得的原始信息资料进行分析研究苏宁易购控股股东股权质押后对公司市值管理的具体影响。从而得出以下三个结论: (1) 增强投资者信心是苏宁易购控股股东股权质押后进行市值管理的主要动机。(2) 股价持续低迷增强了苏宁易购控股股东股权质押后管理市值的动机。(3) 股权质押比例高低是影响苏宁易购控股股东股权质押后市值管理手段的主要因素。

## 关键词

股权质押, 市值管理, 控股股东, 苏宁易购

# The Impact of Equity Pledge by Controlling Shareholders on the Company's Market Value Management —Taking SUNING.COM as an Example

Jie Liu

School of Economics, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Jun. 23<sup>rd</sup>, 2024; accepted: Sep. 3<sup>rd</sup>, 2024; published: Nov. 4<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

In recent years, the improvement of the corresponding system of equity pledge, coupled with its simple operation and low cost, equity pledge has become an important means for the controlling

**shareholders of listed companies in China to carry out financing. Starting from the actual case, this paper uses the method of rooted theory to analyze the original information obtained from the company's official website and authoritative website to study the specific impact of SUNING.COM's controlling shareholders on the company's market value management after the pledge of shares. Thus the following three inferences are drawn: (1) Enhancing investor confidence is the main motivation for market value management after the equity pledge of SUNING.COM's controlling shareholders. (2) The continued downturn in stock prices has enhanced the motivation of SUNING.COM controlling shareholders to manage market value after equity pledge. (3) The proportion of equity pledge is the main factor affecting the market value management methods after the equity pledge of SUNING.COM controlling shareholders.**

## Keywords

**Equity Pledge, Market Value Management, Controlling Shareholder, SUNING.COM**

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

股权质押作为一种以股东股权为标的的质押方式，自 1995 年《中华人民共和国担保法》首次提出其合法性以来，逐步进入资本市场的视野。尽管早期因手续复杂、费用较高和法律不完善而未能流行，但随着监管部门的规范和相关配套措施的完善，如《关于加强商业银行股权质押管理的通知》的发布，股权质押行为逐渐普遍。从 2014 年至 2018 年，A 股公司股权质押的数量和比例不断上升，2018 年质押总市值达到最高的 6.49 万亿人民币。尽管 2018 年后受宏观经济环境下行和政府调控影响，股权质押规模和比率有所下降，但截至 2023 年 12 月 31 日，质押总市值仍占 A 股总市值的 3.88%，共计 1.61 万笔<sup>1</sup>。股权质押作为一种重要的融资手段，近年来在学术界和资本市场均受到广泛关注。市值管理即通过一系列策略来稳定上市公司股价的行为，自 2005 年股权分置改革后逐步受到重视，并在相关法律文献的推动下逐步走向正规化和制度化。由于我国 A 股市场尚未达到强势有效市场状态，控股股东进行股权质押常被视为利空消息，导致股价下跌，从而影响股东财富和公司控制权。因此，控股股东通常会采取市值管理手段以应对股价波动。

本研究通过对苏宁易购的案例分析，探讨控股股东股权质押后的市值管理动机，并发现股权质押比例的高低也会影响市值管理手段，从而丰富了对股权质押动机和市值管理之间关系的理论研究，拓展了现有文献的研究成果，而且通过阐述股权质押对市值管理的影响，为企业在股权质押后如何应对市值管理提供建设性意见，从而促进股权质押融资的发展。这也有助于我国加快完善多层次资本市场建设，推动直接融资发展，为实现共同富裕目标奠定坚实基础。

## 2. 文献综述

### 2.1. 有关股权质押动机的相关研究

目前有关股权质押的相关文献中，多对股权质押的动机进行研究。缓解融资约束，多元化企业融资渠道是其中最主要的一种动机。随着股权质押的正规化，股东进行股权质押为上市公司融资打开了新的

<sup>1</sup> 数据来源：东方财富网(<https://www.eastmoney.com/>)。

大门，提供了便利。相对于其他方式还具有手续简单，防止控制权转移的优点，深受控股股东的欢迎[1]。与传统的不动产抵押和特别动产(车、船等)抵押来说，股权质押在担保设定方面更加便捷和易于操作，可以盘活控股股东的资产，有利于控股股东的融资行为[2]。强化股东控制权，抵御恶意收购也是在股权质押中很常见的一种动机。当面临控制权转移危机时，控股股东可以采取股权质押的方式快速筹集资金，通过增持股票，增加自身所占份额的方式来保持控制权[3]。当公司面临恶意收购时，也可以利用此方法来获取外部资金并增持股票，有助于稳定和提振上市公司股价[4]。还有部分控股股东则是想通过股权质押来对中小股东进行利益侵占，降低自身风险[5]。

## 2.2. 有关市值管理的相关研究

市值管理是上市公司努力实现以内在价值为支撑的市值最大化的管理活动[6]。股权分置改革之后，市值作为衡量公司、经理层业绩的标杆作用越发彰显，使得上市公司不得不为了实现公司经营基本目标——实现股东价值最大化而进行市值管理，同时股权激励常作为上市公司对经理层的长效激励机制，因此管理层基于自身持有的股票和机构投资者的压力进而会对市值保持高度关注[7]。已有研究表明，股价的变动直接影响了股票回购成本[8]、公司再融资收益[9]、公司并购成本[10]以及公司控制权安全[11]。在上市公司发行股票数量不变的情况下，股票价格的上下浮动都直接影响公司市值的变化，因此，维持股价稳定在合理区间对公司股东和其他利益相关者都非常重要。进行市值管理的策略主要有两种方式：以公司盈利能力、产品占有率等为重点进行的产品市场策略[12]和以改善资本市场表现，以资本市场运作为重点的资本市场策略[13]。

## 2.3. 控股股东股权质押与市值管理的关系

控股股东股权质押与市值管理之间存在密切关系。控股股东通常通过股权质押获得融资，但这一行为可能引发市场对公司前景的担忧，导致股价下跌，进而增加质押风险。因此，控股股东往往会通过市值管理手段，如发布利好消息、股票回购或分红等，来维持或提升公司股价，避免质押风险的进一步扩大。同时，上市公司优秀的市值管理，能一定程度上提振股价，也间接促进了股东进行股权质押[14]。

## 2.4. 文献评述

从现有文献来看，控股股东股权质押的动机可分为两类：一类是利好公司所有股东且对公司有积极影响的，如缓解融资约束和促进企业创新；另一类则主要利好控股股东，但可能损害小股东利益，如强化控制权和抵御恶意收购。关于市值管理的研究集中在其通过资本市场和产品市场策略实现市值最大化的本质，然而，由于我国金融市场起步较晚，相关动机和策略研究较少，特别是案例研究匮乏。关于股权质押与市值管理关系的文献表明，控股股东在股权质押后为防止股价下跌，通常会采取市值管理手段，如并购和增持股票。现有的文献提供了非常丰富的理论基础，但缺乏针对具体案例的股权质押对企业市值管理的分析。为此，本文基于现有文献，以苏宁易购为案例研究对象，探讨控股股东股权质押后的市值管理动机，丰富相关案例研究。

# 3. 研究设计

## 3.1. 研究方法

本文选用了极具代表性的深交所上市公司苏宁易购作为案例研究对象，利用东方财富网、Wind数据库以及苏宁易购公开信息和年报资料对其股权质押信息进行了收集整理，结合媒体报道、公司研报，对苏宁易购市值管理行为进行了分类整理，在此基础上对其在股权质押后市值管理方面行为策略差异和市

值管理效果方面的变化进行了详细的分析与判断。

### 3.2. 案例选择依据

本文选择的上市公司苏宁易购在 2021 年度多次采取股权质押的方式筹集资金，同时，苏宁易购于 2004 年上市，是一家在 A 股市场经过股价起伏并存续至今的公司，在市值管理方面经验丰富，信息公开透明。符合本文所研究内容的基本要求。

### 3.3. 数据搜集

本文选取 2019~2023 年苏宁易购公开报告股权质押信息以及其季报、年报等信息，剔除与研究内容无关数据。

### 3.4. 数据分析方法

为了提高本文案例分析的可靠程度以及案例结论的逻辑性与合理性，本文采用扎根理论的方法对从案例公司官网、权威资讯网站获得的原始案例资料进行整理并进行编码分析。本文的编码包括开放式编码、主轴式编码和选择式编码。在编码过程中始终遵循扎根理论范畴归纳的步骤，对所获公司原始资料进行概念化和范畴化，对概念和范畴的归纳尽量贴合公司本意，并根据有关文献对其进行修改和去掉无关信息，尽量避免作者的主观臆断，以此来减少对编码结果造成的主观影响。

## 4. 案例描述

### 4.1. 苏宁易购公司概况

苏宁易购集团股份有限公司于 1990 年在江苏南京成立，是中国零售服务商的头部企业。经营范围广，基本涵盖了日常消费所有领域。其于 2004 年 7 月正式在深圳证券交易所上市。

### 4.2. 公司控股股东股权质押方案

2019 年 3 月 31 日至 2023 年 9 月 30 日期间，苏宁易购前十大股东发生了一些变化，但公司前三大股东分别控股均接近 20%，占公司总比例超 60%，根据控股股东定义，可以将其认定为控股股东，三年里发生股权质押行为共计 16 次，其中只有两次质押后股价在质押解除日期时并未跌至平仓线以下导致被平仓，其余均跌破平仓线。具体看来苏宁电器集团有限公司一共进行了 11 次股权质押，除去已解除的两次，累计所质押股份占总股本的比例为 8.22%；张近东共计 5 次股权质押，累计质押股份占苏宁易购总股本的比例为 15.16%。截止 2023 年 12 月 31 日，质押总比例 17.94%，质押总股数 16.70 亿股。根据股权质押占总股本的不同，将苏宁易购近年来的控股股东股权质押大致分为三个阶段，便于对其市值管理行为进行研究<sup>2</sup>。

**第一阶段：2019 年 1 月~2020 年 12 月。**这一阶段几次大规模股权质押均属于股份被解除质押后开展再质押，因此这一阶段属于企业出于缓解融资约束，多元化企业融资渠道的目的而进行的质押。这一阶段质押比例维持在 14% 左右，属于低比例股权质押阶段。

**第二阶段：2021 年 1 月~2021 年 2 月。**这一阶段由于前期苏宁多元化战略的不断发展以及企业创新、企业并购等资金融通的需要，因此需要通过股权质押来缓解企业现金流的压力。股权质押比例逐步上升，最终质押比例稳定在 16%，属于较高比例股权质押阶段。

**第三阶段：2021 年 3 月~2023 年 12 月。**此阶段的股权质押是出于控股股东苏宁电器集团通过回购协

<sup>2</sup> 以下数据来源于 2019 年~2023 年苏宁易购公开报告中的股权质押信息。

议的方式筹集资金，借以偿还到期债务。在回购协议完成前，股权质押的比例达到了历史最高，占总股本的 26.94%，回购协议完成后，股权质押比例一直稳定并一直保持占总股本的 17.94%，属于高比例股权质押阶段。

#### 4.3. 股权质押后苏宁易购的市值管理行为

苏宁易购控股股东在第一阶段股权质押后，由于我国证监会对股权质押后上市公司信息披露并未做出详细规定，查阅其公告发现，仅对股权质押的股东名称、股份数量、质押机构等基本信息进行了简单披露，对于质押后资金的具体用途、平仓价格等关键信息的描述却非常模糊。上市公司公告一般被认为是公司利益相关者与经营者之间信息交换的途径，但由于质押行为的信息披露并不完全，反而给投资者、债权人带来了很多疑虑，传递出公司经营部不稳定的信号，可能会导致一部分投资者对公司失去信心，导致股价下跌。因此苏宁易购控股股东股权质押后的市值管理行为对稳定上市公司股价有重大意义。结合苏宁易购相关年报数据信息、相关信息资讯以及公司公告对其市值管理行为做出以下归纳：

在低比例股权质押阶段，如下表 1 可知：尽管公司净利润同比增长为负，但为了保持公司股利分配政策的连续性，向投资者传递积极的市场信号，苏宁易购依然采取了现金分红的股利政策；同时在资本市场运作方面，2019 年，苏宁还先后收购了万达百货、家乐福中国。在产品市场上，苏宁易购创立了“智慧零售模式”，在线下门店销售逐渐步入正轨的同时着力发展线上业务，持续推进离店销售和送货到家等业务，其 O2O 模式可以直接进行商品采购并销售给顾客，省去了中间环节，节约了成本，同时也让利给了消费者，2019 年报显示，其年度活跃用户同比增长 20.52%。

**Table 1.** SUNING.COM dividend distribution policy (2015~2019)

**表 1.** 2015~2019 年苏宁易购股利分配政策

报告期	现金分红		净利润同比增长(%)
	分红方案	股息率(%)	
2019/12/31	10 派 0.5	0.54	-26.15
2018/12/31	10 派 1.2	1.03	216.4
2017/12/31	10 派 1	0.78	498
2016/12/31	10 派 0.7	0.67	-19.27
2015/12/31	10 派 0.6	0.54	0.64

在较高比例股权质押阶段，根据 WIND 数据库显示，苏宁易购在这一阶段及时在公司网站、国内各大券商等网络平台共发布公告 43 次，其中包含 3 次股权激励的公告；相较于 2020 年同期共发布公告 22 次增加了近一倍，同时关于股权激励方面的公告，2019 年与 2020 年均只有一次，而在较高比例股权质押后仅仅两个月时间便发布了 3 次相关公告；(全年共计 6 次，同比增长 500%)与此同时，在此阶段召开了 2021 年第 1 次临时股东大会，全年共计 5 次，而在 2020 年同期并未召开临时股东大会，全年共计召开 2 次。同时，通过电话会议、现场参观等方式共计接待 122 家机构进行调研；在产品市场上继续完善物流配送体系，更快地提高了货物配送效率，加强售后服务，提高顾客的购物体验。

在高比例股权质押阶段，除去以上积极公布企业非财务信息、继续实施股权激励政策外，苏宁易购完成了战略股东新新零售基金二期的引进，解决了短期内企业面临流动性压力带来的阶段性问题，有效提升了市场信心，同时与金融机构的合作也在有序的恢复和开展；产品市场上，苏宁易购持续渠道的完

善、市场的下沉，为企业销售恢复及可持续增长积蓄力量。

以上三阶段的市值管理策略虽不完全相同，但都从两方面对股价的提振产生了很大影响。一是在资本市场上，三个阶段所采取的政策都在不同程度上传递了企业积极向好的市场信号，很好地恢复和增强了投资者的信心；此外在产品市场上的运作也都提高了企业的市场占有率、增加了市场竞争优势、增大了顾客的价值感知，对企业内涵价值的提升均有强有力的作用。

## 5. 案例分析

### 5.1. 数据编码与分析

#### 5.1.1. 开放式编码

开放式编码是通过收集大量的原始案例资料来对所要描述现象进行分类、概念化的过程，不但要融合大量案例证据，而且所提取内容要具有较强的概括性。本文通过梳理了上市公司公告、公司年报、媒体资讯等原始案例证据，将这些质性资料逐句贴标签，反复整理分析并形成条目，再进行初步聚类并概念化，最终形成了 30 个子范畴。

#### 5.1.2. 轴心式编码

轴心式编码处于扎根理论逐级编码过程中的中间阶段，目的在于通过对开放式编码中得出的概念化进行一定的联系，将原本并无联系的开放式编码通过某种联系串联起来。本文在已完成的开放式编码中进行归纳、分类，将开放式编码中的 30 个子范畴聚类成了 15 个主范畴。

#### 5.1.3. 选择式编码

选择式编码是在所有已发现的概念类属中归纳总结出的一个核心类属概念。本文从轴心式编码的 15 个主范畴里归纳出了 2 个核心范畴。根据现存文献及学术界常见观点，将“新战略”、“盈利能力”、“顾客价值”、“市场竞争力”、“质量成本控制”、“市场占有率”6 个主范畴归入核心范畴：“提升内涵价值，产品市场策略”。其次，将“现金股利”、“投资者关系管理”、“股权激励”等 8 个主范畴纳入核心范畴：“关注市场信号，资本市场运作”。基于案例资料的编码体系如下表 2 所示：

**Table 2.** Coding based on case data

**表 2.** 基于案例资料的编码

开放式编码	轴心编码	选择编码
A1. 积极推进新战略的落成	新战略	
A2. 产品盈利能力的提高	盈利能力	
A4. 改善供应链，盈利能力保持稳定		
A3. 优化企业增大顾客价值感知	顾客价值	
A6. 物流网络的进一步完善，企业市场竞争力提高	市场竞争力	提升内涵价值， 产品市场策略
B8. 持续发展新业务，扩大市场竞争力		
B7. 提高效率，降低产品成本	质量成本控制	
A8. 市场占有率提高，新战略效果凸显		
A10. 经营规模逐渐扩大，稳步提高市场占有率	市场占有率	
C9. 持续市场扩张，扩大市场占有率		

续表

A9. 现金股利的发放与股票回购	现金股利
B2. 提前公告公司重要信息	
C1. 公布非财务信息	
C3. 发布澄清公告，稳定投资者情绪	非财务信息披露
C8. 为子公司提供担保，彰显对未来信心	
B3. 员工持股，提振市场信心	员工持股
B4. 加强投资者关系管理	
B5. 与投资者的沟通交流	
B6. 与投资者的沟通交流	
B10. 与投资者的沟通交流	投资者关系管理
B11. 与投资者的沟通交流	
C4. 增加股东福利水平	
B9. 股票回购，增强投资者信心	股票回购
C2. 原大股东股权变动	
C5. 股权转让，引入新股东，解决阶段流动性问题	股权变动
C6. 股权转让完成	
A5. 完成家乐福并购	企业并购
A7. 员工持股锁定期满，后续股票出售规定	
B1. 员工持股，实现公司、股东和员工利益的一致性，降低代理成本	股权激励
C7. 更换公司原有管理层	管理层变动

## 5.2. 基于案例的结论

在投资者关系管理主范畴下，原始案例证据如表 3 所示。

从基于案例的编码分析表 2 来看，投资者关系管理主范畴占比最大，包含 6 个原始案例证据，分为两个子范畴，一是加强投资者关系管理，二是与投资者的沟通交流。两者区别主要在于与投资者接触的方式不一样。前者主要是邀请投资者进行实地参观、互动交流等，而后者主要采用网络公告、深交所互动易等方式与投资者进行间接的交流。正确使用高效的投资者互动交流平台，保障投资者及时、准确、平等地获取信息的权利；拓宽与投资者的沟通渠道都有利于投资者对公司进行全方位的了解，增强投资者信心。其次，表 3 案例证据显示，当投资者与董秘进行互动交流有关股价下跌、市值管理等话题时，在董秘的回答中，多次提及积极听取投资者建议和意见，保障投资人利益以及增强投资人信心等关键词，董秘作为公司高管，可以代表整个公司管理层的意图想法。最后，苏宁易购本身就是一家主打家用电器及消费电子为主且多元化经营的互联网电商企业，主要采用 O2O 的商业模式。

从表 4 中我们也能得知，对于很多投资者来说既是苏宁的股东又是顾客，当控股股东股权质押后，对于苏宁来说，稳定投资者市场情绪是最重要的，苏宁易购在尽可能地采取一些福利政策维护投资人，让其保持对公司的信任，这样投资者才能继续从产品市场上和资本市场支持苏宁，一旦投资者对其失去信心，这将是两大方面的损失。基于以上证据，本文提出以下结论：

结论 1：增强投资者信心是苏宁易购控股股东股权质押后进行市值管理的主要动机。

**Table 3.** Original case evidence under the category of “Investor Relations Management”**表 3. “投资者关系管理”范畴下原始案例证据**

原始案例证据	子范畴
B4. 苏宁易购：2021 年 2 月 28 日投资者关系活动记录表	加强投资者关系管理
C4. 问：公司股票创 7 年新低，七年来几乎没有长线投资者能够盈利！长期持续下去公司如何能够说服股东成为忠实的消费者！ 苏宁易购：……公司将保持稳健发展，提升盈利能力，积极做好市值管理工作，公司的发展壮大离不开投资人的支持，我们非常愿意进一步丰富股东福利。公司根据股东的购物活跃度将股东会员分级为金牌股东、银牌股东，为其推出不同的股东福利……	增加股东福利水平
B5. 张近东先生的股权质押接近平仓线了，如果股票继续下跌贵公司有没有应对措施 苏宁易购：……为了增强投资者信心，公司已于 1 月 30 日披露了《2021 年回购部分社会公众股份方案》……	
B6. 问：现在股价创新低了，这么好的机遇，为什么公司不回购股票，提升公司形象呢？ 苏宁易购：……公司将加快从零售商向零售服务商的战略升级，……公司非常重视和投资人沟通交流工作，积极听取投资人的建议和建议，做好市值管理工作……	
B10. 你好董秘！请问下苏宁易购还有市值管理吗？ 苏宁易购：……公司将加快从零售商向零售服务商的战略升级、服务能力升级等工作，推动线上开放平台和线下能力输出的快速发展。公司非常重视和投资人的沟通交流工作，积极听取投资人的建议和建议，做好市值管理工作……	与投资者的沟通交流
B11. 股价创 8 年新低，张近东董事长，苏宁易购市值从 1 千多亿到现在 6 百多亿，各种资金断链的消息接踵而至。 苏宁易购：……公司全面聚焦零售，服务能力升级等工作，推动线上开放平台和线下能力输出的快速发展，并积极做好市值管理工作，切实保障投资人利益……	

**Table 4.** Original case evidence under the category of “Enhancing Shareholder Welfare”**表 4. “增加股东福利水平”范畴下原始案例证据**

原始案例证据	子范畴
C4. 问：公司股票创 7 年新低，七年来几乎没有长线投资者能够盈利！长期持续下去公司如何能够说服股东成为忠实的消费者！ 苏宁易购： 公司将保持稳健发展，提升盈利能力，同时积极做好市值管理工作。请问公司能否加大对股东福利项目建设，加大对股东回报力度？	增加股东福利水平
苏宁易购： 目前针对股东会员，公司根据股东的购物活跃度将股东会员分级为金牌股东、银牌股东，为其推出不同的股东福利，具体链接为 <a href="https://cuxiao.m.suning.com/scms/sngdzxhd.html">https://cuxiao.m.suning.com/scms/sngdzxhd.html</a> 。	
.....	.....

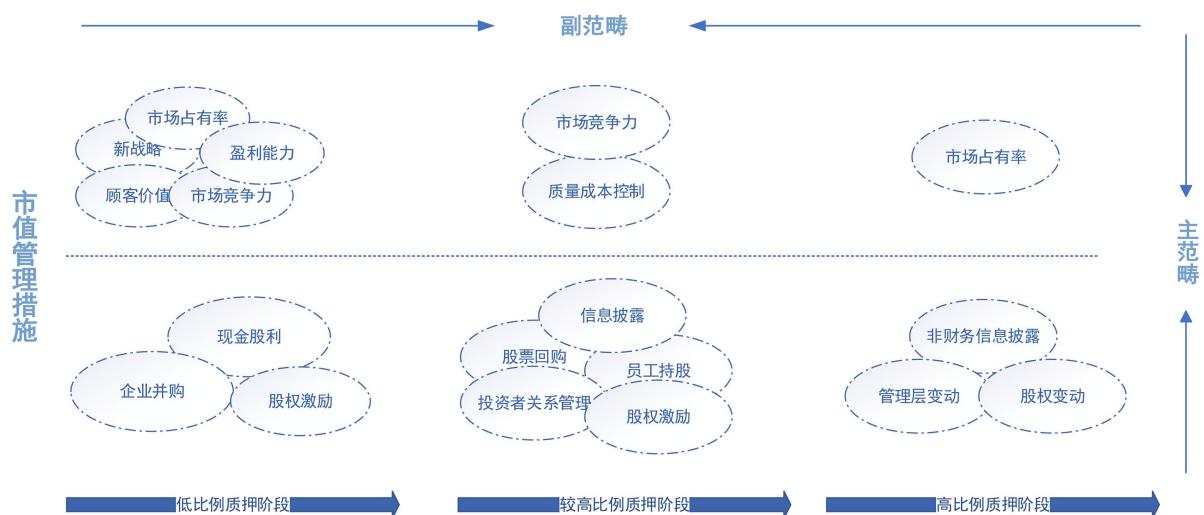
在完美的资本市场上，股价是公司未来现金流折现总和的体现。但在 A 股，由于我国目前还未达到半强式资本市场，因此，股价常常表现为围绕公司内在价值上下波动。作为公司的经营管理者，通常希望股价能向上偏移，得到一个较高的估值。

**Table 5.** Original case evidence under the subcategory of “Communication with Investors”  
**表 5. “与投资者的沟通交流”子范畴的原始案例证据**

原始案例证据	子范畴
B5. 张近东先生的股权质押接近平仓线了，如果股票继续下跌贵公司有没有应对措施 苏宁易购：您好，感谢您的关注，关于股东质押相关情况您可关注公司发布的相关公告。为了增强投资者信心，公司已于 1 月 30 日披露了《2021 年回购部分社会公众股份方案》，公司回购资金总额不低于人民币 5 元(含)且不超过人民币 10 亿元(含)	
B6. 问：现在股价创新低了，这么好的机遇，为什么公司不回购股票，提升公司形象呢？ 苏宁易购：您好，公司聚焦零售主业，聚焦、高质量、脚踏实地发展，在业务层面做精做深、做专做强、做好做优，只要不在零售赛道、脱离商品和用户，都要大胆调整，该砍的砍，该转的转。公司将加快从零售商向零售服务商的战略升级，服务能力升级等工作，推动线上开放平台和线下能力输出的快速发展。公司非常重视和投资人的沟通交流工作，积极听取投资人的建议和建议，做好市值管理工作，公司发布 2021 年回购部分社会公众股份方案……	增加股东福利水平
.....	

从表 5 来看，由于股权质押后，公司股价的持续下跌，导致股价接近股权质押平仓线，这严重影响了投资者对公司的投资信心，易造成恶性循环；同时，股价的稳定，是一个公司稳健经营的必要条件；结合前述信息来看，股权质押的比例与股价呈反比，因此随着股权质押比例的提高，苏宁易购从两个大方向开展了市值管理工作。基于以上证据，本文提出以下结论：

结论 2：股价持续低迷增强了苏宁易购控股股东股权质押后管理市值的动机。



**Figure 1.** Classification of market value management methods at different stages  
**图 1. 不同阶段市值管理方法分类**

由案例编码分析所得图 1 可以得知，在低比例股权质押阶段，苏宁易购多采用如：扩大市场占有率、增强产品竞争力和提高产品盈利能力等提升内涵价值，关注产品市场的方式来进行市值管理。较少使用关注市场信号，资本市场运作的方式来管理市值。随着股权质押比例的不断提高，公司流动性缺失而产品市场策略实施成本较高，时滞较长，因此会更依靠如：非财务信息的及时披露、股权激励等资本市场运作的手段来进行市值管理。基于以上证据，本文提出以下结论：

结论 3：股权质押比例高低是影响苏宁易购控股股东股权质押后市值管理手段的主要因素。

综上，本文通过对相关原始证据的编码分析，得到了以上三个结论。

## 6. 研究结论与启示

### 6.1. 研究结论

本文以 2004 年在 A 股上市的公司苏宁易购为研究对象，选取其 2019 年~2023 年所公开发布的年报信息以及在相关资讯网站所发布的信息为数据源，根据股权质押占总股本的比例不同，将其分为三个阶段：低比例股权质押阶段、较高比例股权质押阶段、高比例股权质押阶段，并通过编码的方式与在不同阶段的市值管理行为相结合进行研究，探究控股股东股权质押与苏宁易购市值管理行为之间的关系。通过扎根理论的方法对苏宁易购进行分析提出了以下三个结论：(1) 增强投资者信心是苏宁易购控股股东股权质押后进行市值管理的主要动机。(2) 股价持续低迷增强了苏宁易购控股股东股权质押后管理市值的动机。(3) 股权质押比例高低是影响苏宁易购控股股东股权质押后市值管理手段的主要因素。

### 6.2. 实践启示

本文的研究结论能为控股股东实施股权质押的上市公司如何进行市值管理提供参考，对如何准确地使企业的市值最大化具有重要启示：

对监管部门来说：(1) 应该制定有关股权质押的信息披露细则，防止公司恶意诱导投资者做出错误选择。(2) 可以对实现股权质押的企业做出一定条件限制，防止控股股东恶意股权质押掏空中小股东利益，对其进行利益侵占。

对企业来说：(1) 股权质押后会有大部分投资者由于存在信息不对称、逆向选择等因素从而丧失对企业投资信心，因此应该快速利用资本市场方式，如：加强投资者关系管理，及时公布财务、非财务信息等手段来缓解消除投资者的疑虑，促使其恢复信心从而避免股价快速下跌，导致发生“踩踏”效应。(2) 当企业控股股东要进行股权质押时一定要做好预期管理，提前公告有关股权质押如用途、平仓价等关键信息以此来缓解市场投资者发生不理性行为给股价带来的巨大冲击。

对投资者来说：(1) 当企业突然宣布控股股东股权质押信息时，没有必要盲目清仓，短期来说，或许是一个值得加仓的好机会。(2) 当企业突然宣布控股股东股权质押消息时，一定要先通过相关渠道了解企业近况，是否出现流动性危机或其他债务问题，查明其股权质押真实意图。

## 参考文献

- [1] 蒋雪琴, 张淑怡. 控股股东股权质押与企业投资效率[J]. 会计之友, 2021(10): 86-93.
- [2] 王皓非, 钱军. 大股东股权质押与债务融资成本[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(2): 86-98.
- [3] 刘信兵. 民营上市公司股权质押融资主要动因、风险隐患及政策建议[J]. 金融经济, 2016(12): 155-156.
- [4] 徐龙炳, 汪斌. 股权质押下的控股股东增持：“价值信号”还是“行为信号”？[J]. 金融研究, 2021(1): 188-206.
- [5] 夏常源, 贾凡胜. 控股股东股权质押与股价崩盘：“实际伤害”还是“情绪宣泄” [J]. 南开管理评论, 2019, 22(5): 165-177.
- [6] 张济建, 苗晴. 中国上市公司市值管理研究[J]. 会计研究, 2010(4): 82-88, 96.
- [7] 李旎, 郑国坚. 市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J]. 会计研究, 2015(5): 42-49, 94.
- [8] Stephens, C.P. and Weisbach, M.S. (1998) Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 53, 313-333. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.115194>
- [9] Teoh, S.H., Welch, I. and Wong, T.J. (1998) Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- [10] Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998) A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0)

- [11] 侯丽雪. 基于市值管理角度的万科控制权冲突研究[D]: [硕士学位论文]. 天津: 天津财经大学, 2017.
- [12] 武永红, 范秀成. 顾客价值导向的企业竞争力及其提升策略[J]. 中国流通经济, 2004, 18(11): 50-53.
- [13] 黄立新, 程新生, 张可. 大股东股权质押对股价波动的影响——基于非财务信息披露视角[J]. 系统工程, 2021, 39(4): 139-150.
- [14] 廖珂, 谢德仁, 张新一. 控股股东股权质押与上市公司并购——基于市值管理的视角[J]. 会计研究, 2020(10): 97-111.