

# “掏空”视角下控股股东股权质押经济后果

## ——以A企业为例

陈洪明, 李小军, 池康成

江西理工大学经济管理学院, 江西 赣州

收稿日期: 2023年12月5日; 录用日期: 2023年12月15日; 发布日期: 2024年1月12日

### 摘要

股权质押可在不改变股权结构的情况下快速获得资金, 降低资本成本, 但也存在市场风险, 道德风险, 财务风险等问题。本文基于“掏空”视角, 采用因子分析法、Z与F计分模型对A企业2016~2022年财务绩效进行深入研究, 结果发现: 随着股权质押频次增加和质押率上升, 控股股东可能会采取更为激进的经营决策, 以追求短期利益, 牺牲企业长期发展, 加剧企业财务风险。本文揭示了股权质押的经济后果, 为企业内部规避质押风险, 外部强化监管提供一定的参考。

### 关键词

股权质押, 掏空视角, 财务绩效, 风险研究, 因子分析法

# The Economic Consequences of Controlling Shareholders' Equity Pledges under the Perspective of “Hollowing Out”

## —Taking Enterprise A as an Example

Hongming Chen, Xiaojun Li, Kangcheng Chi

School of Economics and Management, Jiangxi University of Science and Technology, Ganzhou Jiangxi

Received: Dec. 5<sup>th</sup>, 2023; accepted: Dec. 15<sup>th</sup>, 2023; published: Jan. 12<sup>th</sup>, 2024

### Abstract

Equity pledge can obtain funds quickly without changing the equity structure and reduce the cost of capital, but it also has market risk, moral risk, financial risk and other problems. Based on the

perspective of “hollowing out”, this paper adopts factor analysis and Z and F scoring model to conduct an in-depth study on the financial performance of Enterprise A from 2016 to 2022, and finds that: with the increase in the frequency of equity pledge and the increase in pledge rate, the controlling shareholders may take more aggressive business decisions to pursue short-term interests at the expense of long-term enterprise development, and aggravate the financial risk of the enterprise. The results show that with the increase of equity pledge frequency and pledge rate, controlling shareholders may take more aggressive business decisions to pursue short-term interests at the expense of long-term corporate development and aggravate corporate financial risks. This paper reveals the economic consequences of equity pledges, and provides certain references for enterprises to avoid pledge risks internally and strengthen supervision externally.

## Keywords

Equity Pledge, Hollowing out Perspective, Financial Performance, Risk Study, Factor Analysis Method

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. 前言

党的二十大报告指出,为促进资本市场的健康发展,提高直接融资的比重至关重要。股权质押作为一种直接融资方式,具有融资效率高、手续便捷、成本低、融资门槛低等优势。根据中登公司数据,截至2022年底,中国A股市场有超过5000家上市公司,其中2481家(占比49.62%)进行了股权质押,质押总市值达3.2万亿元,占A股市场总市值的3.65%。A股上市公司几乎呈现出“无股不押”的局面。

股东掏空一直是公司治理领域的核心话题。2000年,Johnson首次提出“掏空”一词,指公司内部或外部的人利用各种手段,将公司的资产转移或挪用,导致公司资产流失,甚至破产(Peng, 2011) [1] [2]。根据委托代理理论,公司股东之间存在一种委托代理关系,即大股东代表小股东行使决策权和控制权,而小股东将自己的权益委托给大股东管理,由于彼此间信息不对称,因此容易产生利益冲突(刘有贵、蒋年云, 2006),加剧代理问题(Yeh等, 2003) [3] [4]。吕长江、肖成民(2006),郑国坚等(2014),李常青等(2018)等学者通过案例或者实证研究均发现,控股股东在公司遇到困境、风险时,容易通过各种手段侵占公司利益,掏空企业资产以谋取私利[5] [6] [7]。控股股东还可能将风险转嫁给银行等第三方,以达到最大程度保护自身利益的目的(何娜娜, 2010) [8]。对此关于如何遏制控股股东的利益侵占行为,目前学界已有较为深入的研究,如李旒、郑国坚(2015)对2006~2011年A股上市公司进行实证分析,研究结果表明,采用市值管理策略可以帮助控股股东获得外部融资,并减少其对上市公司的利益侵占行为[9]。此外,面对股权质押风险还可通过税收规避(王雄元等, 2018),强化审计监督(翟胜宝等, 2017),完善公司治理水平(Xiao等, 2021),加大政府补助(Hong等, 2022)等方式降低[10] [11] [12] [13]。

目前股权质押对经济后果的具体研究方法方面有杜邦分析法、平衡记分卡法、经济增加值法、因子分析法等。然而杜邦分析法只反映了企业的财务情况,不能为管理者从长远发展的角度制定计划,导致企业偏向短期行为;平衡记分卡法由于指标过多,权重难以确定,增加了实施成本,限制了推广;经济增加值法无法反映企业的价值创造过程,容易受到主观和恶意操纵,降低了可靠性。相比之下,因子分析法通过提取高相关性的共性因子,用较少的因子反映原始指标的大部分信息,达到评价绩效的目的。

因此，为探究股权质押的经济后果，本文采用因子分析法，Z 和 F 计分模型进行综合财务绩效评价，并借助 A 企业这一具体案例分析股权质押过程中存在的问题，旨在为今后规范股权质押行为提供参考。

## 2. 案例背景

### 2.1. 企业简介

A 企业于 1999 年 7 月在大连注册成立，2015 年借壳美罗药业上市，目前是中国最大的乘用车经销与服务集团，主要为消费者提供汽车租赁、二手车、维修保养、佣金代理等一站式综合服务。据企业 2022 年财务报表披露，企业注册资本 81.1 亿元，总资产 1263 亿元，净资产 440.8 亿元。

目前企业前三大股东分别为新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司(以下简称“广汇集团”)、China Grand Automotive (Mauritius) Limited 和 Blue Chariot Investment Limited，共计持股 43.37 亿股，持股比例为 53.47%。A 企业的第一大股东为广汇集团，广汇集团实际控制人孙广信持有集团 50.06% 的股份，作为第一大股东的实际控制人拥有 A 企业的绝对控制权。A 企业是汽车行业中的典型企业，其质押比例在二级汽车服务行业最高，质押时间长，研究结论具有代表性。

### 2.2. 质押特点

1. 股权质押频次高，质押比例大。据巨潮资讯网披露，A 企业 2016~2022 年股权质押次数 7 年间共计 77 次质押操作。具体来看，2018 年的质押次数最高，达到 18 次，而 2017 年的质押次数仅为 2 次，其余年份的质押频率相对均匀，年均质押次数为 11 次，质押频率高，且质押比例大，常年维持在 30% 以上。频繁的质押行为暗示着 A 企业在经营资金方面面临较大压力，存在一定财务风险。

2. 质押资金用途披露较单一。A 企业 2016~2022 年股权质押公告在提及质押目的时常以贷款、补充质押、担保等概括，但并未说明具体需要融资周转的项目或需要补充质押的内容，外界无法从公告中获取详细信息。这无疑加剧了中小股东和大股东之间的信息不对称问题，容易被市场解读为消极信号，不利于企业股价提升和外部投资者做出投资决策。

3. 频繁补充质押。从 A 企业 2016 年上市以来股权质押信息披露来看，控股股东在 2018 年之前主要通过补充流动资金或日常经营性资金进行股权质押；然而在 2018 年后频繁的补充质押行为开始出现，并伴随着贷款和偿还借款的目的。特别是 2020 年 A 企业出现 3 次股权质押达到预警线，说明股票价格下跌、市场不稳定、控股股东和企业现金流面临着巨大压力。

## 3. 案例分析

### 3.1. 数据来源与选择

本文数据来源为国泰安数据库、东方财富网、Choice。为增加结果的真实性、可靠性、客观性，本文在数据选择上做了以下处理，最终筛选出 269 家企业符合条件：

1. 选择申银万国行业分类 2021 修订版中的汽车行业；
2. 选择 A 股 2016~2022 年上市企业财务数据；
3. 剔除含 ST，\*ST 企业。

### 3.2. 选择财务指标

汽车行业属于资本密集型行业，其制造和销售需要大量的资本投入，包括生产线设备、生产工艺技术、研发投入、销售渠道等。行业的成本结构相对复杂，通常需要长期投入才能获得回报。因此，本文从盈利能力选取资产负债率、总资产净利润率、净资产收益率和营业净利率；经营能力选取流动资产周

转率、总资产周转率和应收账款周转率；偿债能力选取流动比率、速动比率、现金比率、资产负债率、有形资产负债率和产权比率；发展能力选取资本保值增值率、总资产增值率、每股收益增长率、净利润增长率和可持续增长率等 18 个代表性指标衡量行业财务绩效[14]。

### 3.3. 因子分析

因子分析法主要用于降低所分析变量的数量，并提取高度相关的共性因素，利用较少的因子来有效地反映原始指标的大部分信息，以便进行全面的财务绩效评价。经计算本文巴特利球体检验值小于 0.05，KMO 值等于 0.733，变量之间的共同性较高，适合进行因子分析。

#### 3.3.1. 提取公共因子

见表 1，本文前 6 个因子的累计贡献率达到了 86.392%，说明所选取的因子可以较好地代表原始变量的差异，足够解释大部分原始变量的方差，可以作为公共因子使用。经公因子方差计算，18 个财务指标均大于 0.5，因此前 6 个公共因子是合理的，它们能够很好地代表原始变量的信息。

Table 1. Total variance explained

表 1. 总方差解释

成分	旋转载荷平方和		
	总计	方差百分比	累积 %
1	3.789	21.049	21.049
2	3.769	20.937	41.986
3	2.298	12.764	54.750
4	2.178	12.100	66.850
5	1.762	9.787	76.637
6	1.756	9.755	86.392

#### 3.3.2. 公共因子命名

根据公共因子的因子载荷矩阵给 6 个公共因子命名，以便 18 个财务指标之间建立更强的联系，提供因子背后经济意义的解释。流动比率( $X_8$ )、速动比率( $X_9$ )、现金比率( $X_{10}$ )、资产负债率( $X_{11}$ )和有形资产负债率( $X_{12}$ )命名为偿债能力因子( $P_1$ )；总资产净利润率( $X_2$ )、资产报酬率( $X_1$ )、营业净利率( $X_4$ )和可持续增长率( $X_{18}$ )命名为盈利增长因子( $P_2$ )；产权比率( $X_{13}$ )和净资产收益率( $X_3$ )命名为资本结构因子( $P_3$ )；总资产周转率( $X_6$ )、流动资产周转率( $X_5$ )和应收账款周转率( $X_7$ )命名为周转能力因子( $P_4$ )；净利润增长率( $X_{17}$ )和基本每股收益增长率( $X_{16}$ )和净益增收因子( $P_5$ )；总资产增长率( $X_{15}$ )和资本保值增值率( $X_{14}$ )命名为发展能力因子( $P_6$ )。为使每个成分在变量之间具有更清晰的解释，本文采用主成份分析得到旋转后的成分矩阵，具体结果见表 2。

Table 2. Component matrix after rotation

表 2. 旋转后的成分矩阵

	成分					
	1	2	3	4	5	6
流动比率( $X_8$ )	0.960					
速动比率( $X_9$ )	0.953					
现金比率( $X_{10}$ )	0.902					
资产负债率( $X_{11}$ )	-0.657	-0.335	-0.369	0.344		
有形资产负债率( $X_{12}$ )	-0.651	-0.369	-0.361	0.343		
总资产净利润率( $X_2$ )		0.953				

续表

资产报酬率(X <sub>1</sub> )		0.947			
营业净利率(X <sub>4</sub> )		0.830			
可持续增长率(X <sub>18</sub> )		0.782	0.498		
产权比率(X <sub>13</sub> )			-0.962		
净资产收益率(X <sub>3</sub> )		0.346	0.885		
总资产周转率(X <sub>6</sub> )		0.318		0.833	
流动资产周转率(X <sub>5</sub> )	-0.362			0.774	
应收账款周转率(X <sub>7</sub> )				0.763	
净利润增长率(X <sub>17</sub> )				0.933	
基本每股收益增长率(X <sub>16</sub> )				0.931	
总资产增长率(X <sub>15</sub> )					0.906
资本保值增值率(X <sub>14</sub> )					0.886

### 3.3.3. 综合得分和计算排名

通过对表 6 中各个公共因子的得分系数矩阵进行分析, 本文可以得到每个公共因子的得分函数, 以帮助本文更好地了解每个公共因子在整体因子模型中的权重和影响力, 详情见表 3。

$P_1 = -0.029X_1 - 0.021X_2 - 0.049X_3 + 0.005X_4 + 0.11X_5 + 0.054X_6 + 0.155X_7 + 0.307X_8 + 0.307X_9 + 0.305X_{10} - 0.126X_{11} - 0.122X_{12} + 0.022X_{13} - 0.028X_{14} - 0.046X_{15} + 0.018X_{16} - 0.003X_{17} - 0.052X_{18}$ , 其余 5 个公共因子得分函数同理。

Table 3. Matrix of component score coefficients

表 3. 成分得分系数矩阵

	成分					
	1	2	3	4	5	6
资产报酬率(X <sub>1</sub> )	-0.029	0.322	-0.145	-0.025	-0.017	-0.026
总资产净利润率(X <sub>2</sub> )	-0.021	0.321	-0.136	-0.032	-0.014	-0.033
净资产收益率(X <sub>3</sub> )	-0.049	-0.081	0.450	0.030	0.020	0.015
营业净利率(X <sub>4</sub> )	0.005	0.263	-0.111	-0.029	-0.026	0.017
流动资产周转率(X <sub>5</sub> )	0.011	0.050	-0.002	0.350	-0.001	-0.079
总资产周转率(X <sub>6</sub> )	0.054	0.082	-0.056	0.398	0.000	-0.058
应收账款周转率(X <sub>7</sub> )	0.155	-0.165	0.072	0.458	-0.021	0.109
流动比率(X <sub>8</sub> )	0.307	-0.030	-0.060	0.110	0.019	-0.021
速动比率(X <sub>9</sub> )	0.307	-0.034	-0.067	0.113	0.018	-0.012
现金比率(X <sub>10</sub> )	0.305	-0.046	-0.062	0.154	0.015	0.006
资产负债率(X <sub>11</sub> )	-0.126	-0.046	-0.107	0.101	0.033	0.089
有形资产负债率(X <sub>12</sub> )	-0.122	-0.060	-0.096	0.104	0.031	0.089
产权比率(X <sub>13</sub> )	0.022	0.166	-0.532	-0.011	-0.021	-0.002
资本保值增值率(X <sub>14</sub> )	-0.028	-0.072	0.022	0.010	-0.012	0.541
总资产增长率(X <sub>15</sub> )	-0.046	-0.023	-0.052	0.011	-0.004	0.552
基本每股收益增长率(X <sub>16</sub> )	0.018	-0.041	0.023	0.024	0.534	0.004
净利润增长率(X <sub>17</sub> )	-0.003	-0.020	0.020	-0.042	0.535	-0.021
可持续增长率(X <sub>18</sub> )	-0.052	0.179	0.125	0.013	0.000	-0.051

$$P = 21.049/86.392 * F_1 + 20.937/86.392 * F_2 + 12.764/86.392 * F_3 + 12.1/86.392 * F_4 + 9.787/86.392 * F_5 + 9.755/86.392 * F_6。$$

最后根据之前的分析步骤以及对 269 家公司 2016~2022 年的 18 个财务指标数据进行计算, 本文得出

A 企业 2016~2022 年的财务绩效综合得分和行业内排名，具体结果见表 4。

**Table 4.** Score and ranking of Enterprise A from 2016 to 2022

**表 4.** A 企业 2016~2022 年得分与排名情况

年份	P <sub>1</sub>	P <sub>2</sub>	P <sub>3</sub>	P <sub>4</sub>	P <sub>5</sub>	P <sub>6</sub>	P	行业排名
2016	-0.36612	-0.71368	1.04505	1.33668	0.72218	0.07939	0.14	53
2017	-0.43760	-0.16981	1.74531	1.10912	0.44803	0.20443	0.35	36
2018	-0.30128	-0.08039	2.23793	1.06470	1.04208	-0.39585	0.49	25
2019	-0.10811	-0.02292	1.37127	1.78560	0.39242	0.15948	0.52	16
2020	-0.66144	-0.09873	2.42109	0.58809	0.23615	0.43663	0.33	38
2021	-0.55594	0.20801	2.97543	0.72425	-0.06279	-0.00479	0.44	30
2022	0.22364	-1.13932	0.01275	3.83474	-3.23219	0.05564	-0.04	161

偿债能力因子对 A 企业财务绩效的影响最大，P<sub>1</sub> 贡献率为 21.049%。2016~2022 年偿债能力因子负值居多，意味着负债总额超过了可用的资产，视为财务危机的信号，暗示着债务人面临较大的风险和不确定性。导致 A 企业偿债能力偏弱的原因可能为：控股股东前期股权质押主要是为了满足大规模的并购扩张以寻求资金支持，广汇集团通过向上市公司注入关联方资产，获取高额溢价收益。例如 2017 年 A 企业以 95 亿元收购了宝信汽车 75% 的股权，而当时宝信汽车的市值仅为 67 亿元。收购整合成本高，企业债务负担重，控股股东为了保护自己的利益，加剧“掏空”动机，利用自己的控制权，将企业的优质资产或现金转移出去，以减少债务人的追索范围。其次，盈利增长因子贡献率为 20.937% 仅次于偿债能力因子。P<sub>2</sub> 负值占多数，表明存在企业债务压力和财务困境。尤其是 2022 年末，A 企业总负债 835.78 亿元，其中有息负债 555.8 亿元，占比高达 65%，其中短期有息负债规模近 600 亿元，占比超过 80%，而其账上货币资金只有 154.93 亿元，现金短债比仅为 0.37。2022 年企业业绩亏损、债务负担重、资金周转困难、再融资难度大和资产质量差等因素叠加使得企业财务健康状况进一步恶化，P<sub>2</sub>、P<sub>3</sub> 和 P<sub>5</sub> 值越来越小。

结合 A 企业 2016~2022 年股权质押情况与企业行业排名分析可知：2016~2019 年期间控股股东高比例的股权质押在短期内会提升企业价值，改善企业财务绩效。A 企业前期通过并购扩大市场份额，实现规模经济效益，增加企业竞争力，这时候企业财务绩效表现较佳。但 2020~2022 年期间控股股东并未停止并购步伐，反而选择激进的投资行为，继续采用股权质押缓解资金压力，不仅未带来业绩上涨，反而增加企业的财务费用和 risk 溢价。持续高质押率让 A 企业对股票市场的波动更加敏感，加深投资者对企业的经营状况和未来发展的怀疑态度，控股股东利用自己的影响力，将企业的资金投入到自己或关联方控制的其他项目中，以实现利益最大化。最终导致企业财务绩效大幅度下滑，尤其是 2022 年归属于母公司股东的净利润为 -26.69 亿元，实现上市以来首次亏损。

### 3.4. Z 与 F 计分模型

为预测股权质押行为对 A 企业财务方面的潜在风险，本文引入 Z 和 F 计分模型，作为评估企业经营状况的依据。

#### 3.4.1. Z 计分模型

考虑到我国股市中非流通股没有市场价格，并结合其他因素，本文对 Z 计分模型中各项指标进行了以下设定调整：

$$Z_1 = \text{营运资金} / \text{总资产} = (\text{流动资产} - \text{流动负债}) / \text{总资产}; Z_2 = \text{留存收益} / \text{总资产} = (\text{股东权益} - \text{股}$$

本 - 资本公积)/总资产;  $Z_3 = \text{息税前利润}/\text{总资产} = (\text{利润总额} + \text{财务费用})/\text{总资产}$ ;  $Z_4 = \text{股东权益市价}/\text{总负债} = (\text{股票市值} * \text{股票总数})/\text{总负债}$ ;  $Z_5 = \text{营业收入}/\text{总资产}$ ;  $Z = 1.2Z_1 + 1.4Z_2 + 3.3Z_3 + 0.6Z_4 + Z_5$ 。

Z 值越小意味着企业发生财务风险的可能性越大[15]。当 Z 值小于 1.81 时, 表明企业存在很大的财务危机; 当 Z 值大于 2.99 时, 说明企业的财务状况良好, 风险较低; 如果 Z 值在 1.81 至 2.99 之间, 意味着企业的财务状况不稳定, 有可能面临财务困难。A 企业 2016~2022 年 Z 计分情况见表 5。

**Table 5.** Z-scores for Enterprise A from 2016 to 2022

**表 5.** A 企业 2016~2022 年 Z 计分情况

	$Z_1$	$Z_2$	$Z_3$	$Z_4$	$Z_5$	Z
2016	-0.006	0.135	0.054	1.419	1.209	2.420
2017	0.104	0.167	0.061	1.554	1.188	2.679
2018	0.065	0.172	0.058	1.351	1.175	2.497
2019	0.043	0.164	0.054	1.275	1.200	2.425
2020	0.089	0.176	0.036	1.232	1.078	2.289
2021	0.048	0.184	0.040	1.228	1.112	2.295
2022	0.056	0.182	0.001	1.207	1.057	2.107

从 A 企业 2016~2022 年 Z 计分情况来看, 企业自上市以来 Z 值均介于 1.81 至 2.99, 表明企业财务状况不稳定, 特别是 2022 年 Z 值最低。过去大规模的扩张行为导致 A 企业财务费用不断增加, 常年维持在 20 亿元以上, 加之频繁的质押行为给外界传递着企业资金短缺的负面信号, 可能会影响其融资能力。于是为了满足日常经营或偿还债务, A 企业选择股权质押作为一种筹资途径, 进而陷入了质押循环, 导致企业面临日益增大的财务风险。

### 3.4.2. F 计分模型

此外, 为了弥补 Z 计分模型未考虑到现金流量对财务绩效的影响, 本文加入 F 计分模型, 提高预测准确性,  $F = -0.1774 + 1.1091F_1 + 0.1074F_2 + 1.9271F_3 + 0.0302F_4 + 0.4961F_5$ 。

其中,  $F_1$ 、 $F_2$ 、 $F_4$  与 Z 计分模型相同,  $F_3 = (\text{净利润} + \text{折旧})/\text{平均总负债}$ ,  $F_5 = (\text{净利润} + \text{利息} + \text{折旧})/\text{平均总资产}$ 。当 F 值小于 0.0274 时, 企业发生财务风险可能性非常大; 相反地, 当 F 值大于 0.0274 时, 企业财务风险较低, 发生破产的可能性较小; 当 F 值介于 -0.0501 至 0.1049 之间时, 无法准确判断企业的状态。A 企业 2016~2022 年 F 计分情况见表 6。

**Table 6.** F scoring for Enterprise A from 2016 to 2022

**表 6.** A 企业 2016~2022 年 F 计分情况

	$F_1$	$F_2$	$F_3$	$F_4$	$F_5$	F
2016	-0.006	0.135	0.067	1.419	0.030	0.018
2017	0.104	0.167	0.056	1.554	0.021	0.121
2018	0.065	0.172	0.048	1.351	0.015	0.053
2019	0.043	0.164	0.040	1.275	0.008	0.007
2020	0.089	0.176	0.023	1.232	-0.002	0.021
2021	0.048	0.184	0.024	1.228	-0.001	-0.021
2022	0.056	0.182	-0.025	1.207	-0.034	-0.124

从 A 企业 F 计分情况来看, 企业 2016~2022 年 F 值均小于 0.0274。与 Z 计分模型结果一致的是 2022

年 A 企业受股权质押比例过高、不利的市场环境以及过度依赖股权质押等因素影响, 企业财务风险大。根据 A 企业 2016~2022 年因子分析得分情况以及 Z、F 计分模型的结果, A 企业前期发展态势较好, 但随着股权质押频次增加, 质押率上升, 控股股东将更多的股权用作抵押品, 促使企业采取更激进的经营策略, 追求短期利益而牺牲企业的长期发展, 从而加大企业的财务风险。

## 4. 结论与建议

### 4.1. 研究结论

本文以 A 企业控股股东股权质押行为产生的经济后果为研究对象, 对 A 企业股权质押的特点、动机、影响机理进行分析。通过此案例可得出以下结论:

1. 高比例的股权质押在短期内能够增加融资额度, 满足企业的资金需求, 这意味着企业可以获得更多的流动资金, 用于扩大生产规模、增加市场份额、改善经营状况等。特别是对于一些成长性强、盈利能力高、但缺乏抵押物的企业来说, 股权作为一种有价证券, 可以为贷款提供一定程度的担保<sup>[17]</sup>。此外, 股权质押不需要支付现金利息, 而是以股息或增值收益作为回报。这样可以减少企业的现金流出, 增加企业的净利润, 短期内有利于提升企业财务绩效。

2. 高比例的股权质押长期来看增加了企业的财务风险。由于股权质押是以股价为基础的, 一旦股价下跌, 就可能触发平仓风险, 即金融机构要求控股股东追加保证金或者强制平仓。这样控股股东不仅会失去控制权, 还可能引发连锁反应, 导致上市公司的稳定运营受到影响。

3. 高质押率会加剧控股股东“掏空”动机, 导致公司价值缩水和利益受损。控股股东需要维持股价稳定, 避免平仓风险, 可能会过度关注短期业绩, 牺牲长期发展战略。控股股东利用其在上市公司的控制地位, 按照个人意志左右企业发展战略, 不顾企业经营状况和发展前景盲目扩张, 增加风险暴露, 最终导致企业财务状况恶化。

### 4.2. 对策建议

#### 4.2.1. 企业内部

(1) 制定合理质押比例。企业应选择适合自身需求和风险承受能力的质押比例, 避免过高的负债风险。一般来说, 质押比例越高, 融资额度越大, 但风险也越高。根据《关于规范上市公司股东及其一致行动人股份质押行为的指导意见》, 上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人质押股份的比例不得超过其所持有上市公司股份总数的 50%, 其他股东质押股份的比例不得超过其所持有上市公司股份总数的 60%。作为法律规定的上限, 企业应根据自身情况, 尽量控制在一个更低的水平。

(2) 积极拓宽融资渠道。合理的股权质押是一种有效融资方式, 它可以促进企业绩效的提升。以 A 企业为例, 其平均股权质押比例约为 51%, 最高曾达到 60% 左右, 质押比例存在不合理性。因此, 企业应该积极探索更多的融资渠道, 降低预警和平仓风险, 缓解控股股东侵占利益的动机, 改善企业资金状况, 促进企业的可持续发展。

(3) 持续优化股权结构。通过增资扩股、股权转让、股权激励等方式, 降低控股股东的持股比例, 增加其他法人或个人在公司中所占的比重。实行股权分散可以稀释控股股东的的影响力, 增加其他利益相关者的话语权和监督力度, 也可以增强股权的流动性和市场化程度。同时引入战略投资者可以增加企业的资金实力和市场竞争力, 也可以制约控股股东的利益侵占行为, 促进企业治理结构的优化和平衡。

#### 4.2.2. 外部监管

(1) 规范股权质押频次。根据 A 企业发布的质押公告, 年均质押 11 次, 频繁的质押行为会向外界传递不良信号。为此, 监管部门可以制定股权质押的次数限制, 例如规定一年内不得超过特定次数的质押,

以减少频繁的股权质押行为，有助于稳定市场预期，降低投资者的不确定性，促进市场的健康发展。

(2) 公开质押公告细节。监管部门应督促上市企业加强对质押目的等信息的披露，并要求明确资金的用途是为了股东个人还是企业发展。同时，监管部门和审计部门联合对股权质押所筹集的资金进行审查，以确保资金的流向与公告所述一致，避免发生控股股东谋取私利的情况。

(3) 严惩上市公司违规。例如 A 企业 2018 年存在违规行为，然而监管部门仅以警示函责令其改正，并未给予过重的惩罚，违法成本低而收益高，这助长了控股股东侵占中小股东利益的动机。为确保各方利益平衡，监管部门应加强对违规行为的监督和处罚力度，如限制其融资能力、业务发展，以保障投资者和质权人的合法权益。

## 基金项目

江西理工大学研究生科研创新基金(项目编号: XY2023-S192)。

## 参考文献

- [1] Johnson, S., et al. (2000) Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, **58**, 141-186. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00069-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00069-6)
- [2] Peng, W.Q., Wei, K.C.J. and Yang, Z. (2011) Tunneling or Propping: Evidence from Connected Transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, **17**, 306-325. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.002>
- [3] 刘有贵, 蒋年云. 委托代理理论述评[J]. 学术界, 2006(1): 69-78.
- [4] Yeh, Y.H., Ko, C.E. and Su, Y.H. (2003) Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan. *Academic Economic Papers*, **31**, 263-299.
- [5] 吕长江, 肖成民. 民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究[J]. 管理世界, 2006(10): 128-138.
- [6] 郑国坚, 林东杰, 林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报, 2014, 17(9): 72-87.
- [7] 李常青, 李宇坤, 李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入[J]. 金融研究, 2018(7): 143-157.
- [8] 何娜娜. 控股股东股权质押对公司绩效的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 长沙: 湖南大学, 2010.
- [9] 李旒, 郑国坚. 市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J]. 会计研究, 2015(5): 42-49+94.
- [10] 王雄元, 欧阳才越, 史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究, 2018, 53(1): 138-152.
- [11] 翟胜宝, 许浩然, 刘耀淞, 唐玮. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. 管理世界, 2017(10): 51-65.
- [12] Xiao, H., Chen, X., Fang, H.Y. and Zhang, Y.F. (2021) Insider Share Pledging and Firm Value Consequences under the COVID-19: Evidence from China. *Applied Economics*, **53**, 6522-6534. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1946476>
- [13] Hong, X., Hu, Y. and Zhang, W.T. (2022) Share Pledge Risk and Government Bailout Fund. *Accounting & Finance*, **62**, 4831-4848. <https://doi.org/10.1111/acfi.13010>
- [14] 王全在. 基于因子分析模型的汽车制造行业绩效评价研究[J]. 会计之友, 2017(23): 25-30.
- [15] 熊鹏飞, 汪锦琪, 张珍贤. 我国上市公司财务风险预警研究——基于 Z 计分模型评价公司财务风险状况[J]. 现代商业, 2018(5): 193-194.