

摘要

自从股权质押在我国开始实施，由于限制条件相对较少、交易方便快捷、不影响控制权等因素，上市公司对股权质押的运用已越来越普遍。在股权质押交易迅速普及的同时，股权质押伴随的风险也显露出来，由于质权人强制平仓引发股价崩盘、控制权转移等事件频发也引发了广泛关注。

论文选取了近年来频繁进行高比例股权质押融资的房地产行业上市公司蓝光发展作为研究对象。采用文献研究法和案例分析法，对蓝光发展质押股权的动因、股权质押对外部投资者预期和公司内部治理的影响、对公司价值的损害进行分析研究，以此提出相关建议。通过对蓝光发展的行业背景和公司概况、股权质押融资的过程、特点、现状进行了解和复盘，结合公司年报等资料，基于优序融资理论分析其股权质押的动因。研究发现控股股东为满足公司业务扩张产生的资金需求，同时面临着高负债率的资本结构约束，对股权质押融资有一定的依赖性，在公司上市后频繁质押股票获得融资。在股权质押对公司价值的影响方面，基于信号传递理论和委托代理理论，分别从外部投资者、公司内部治理两个角度展开，对外部投资者的影响体现在股权质押公告日前后股票超额收益率的降低、融资约束增强；对公司内部治理的影响体现在两权分离诱发掏空行为、过度投资。最后对财务风险和经济增加值进行了分析，直接体现了股权质押期间蓝光发展公司价值的下降。

根据这些分析可以得出结论：（1）蓝光发展控股股东股权质押的主要原因在最初上市时是为公司的发展战略进行融资；（2）频繁进行股权质押交易并不被投资者看好，造成公司股票超额收益率的下降和融资环境恶化，损害了公司价值；（3）对公司的内部治理产生了消极影响；（4）在股权质押期间蓝光发展的公司价值逐年降低。最后论文从融资、股权质押制度、公司内部治理三个方面提出建议：拓宽融资渠道；完善股权质押制度，限制股东质押股权的比例和质押股票的投票权；优化公司内部治理，合理规划质押股权获得的融资，完善股权质押信息披露机制。希望有助于减少上市公司运用股权质押对公司价值造成的消极影响。

关键词：控股股东；股权质押；公司价值

Abstract

Since the implementation of equity pledge, it has become more and more common for the controlling shareholders of listed companies to finance through equity pledge due to relatively few restrictions, convenient and fast transactions and no impact on the control right. With the rapid popularity of equity pledge transactions, the risks associated with equity pledge have also been exposed. Due to the frequent events such as stock price collapse and control transfer caused by the pledgee's forced liquidation, it has also attracted attention.

This paper selects BRC Development, a listed company in the real estate industry that has frequently carried out high proportion equity pledge financing in recent years, as the research object. Using the methods of literature research and case analysis, this paper analyzes the motivation of equity pledge financing of its controlling shareholders, the path of equity pledge affecting the company's value and the damage to the company's value, so as to put forward relevant suggestions. Through the understanding and resumption of BRC Development company's industry background and company profile, the process, characteristics and current situation of equity pledge financing, combined with the company's annual report and other materials, this paper analyzes the motivation based on the priority financing theory. The study found that in order to meet the capital needs generated by the company's business expansion, the controlling shareholders face the capital structure constraints of high debt ratio while maintaining control, have a certain dependence on equity pledge financing, and frequently pledge shares to obtain financing after the company is listed. Based on the signal transmission theory and principal-agent theory, it is carried out from the perspectives of external investors and governance of company. The impact on external investors is reflected in the reduction of stock return and the enhancement of financing constraints before and after the announcement date of equity pledge; The impact on governance of company is reflected in the hollowing out motivation and over investment induced by the separation of two rights. Finally, it analyzes the financial risk and economic added value, and directly withdraws the decline of the value of Blu ray development company during the equity pledge period.

Based on these analyses, we can draw conclusions: (1) the main reason for the equity pledge of BRC Development is to finance the company's development strategy at the time of initial listing; (2) Frequent equity pledge transactions are not favored by investors,

resulting in the decline of the company's stock excess return and the deterioration of the financing environment, which damages the company's value; (3) Equity pledge has a negative impact on the company's internal governance; (4) During the period of equity pledge, the company value of Blu ray development decreased year by year. Finally, the paper puts suggestions: financing, equity pledge system and corporate internal governance: broaden financing channels and reduce dependence on equity pledge; Improve the equity pledge system and limit the proportion of shareholders' pledged equity and the voting right of Pledged Shares; Optimize the governance of company, reasonably plan the financing obtained by the pledged equity. Hope to help reduce the negative impact of listed companies using equity pledge.

Key Words: Controlling shareholder; Equity pledge; Company value

目 录

第 1 章 引言.....	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.3 内容与框架结构.....	6
1.4 研究方法.....	7
1.5 创新和不足.....	7
第 2 章 相关概念和理论基础.....	9
2.1 相关概念.....	9
2.1.1 股权质押.....	9
2.1.2 控制权和现金流量权.....	9
2.2 理论基础.....	9
2.2.1 优序融资理论.....	9
2.2.2 信号传递理论.....	10
2.2.3 委托代理理论.....	11
第 3 章 蓝光发展股权质押案例介绍.....	12
3.1 行业背景与公司概况.....	12
3.1.1 行业背景.....	12
3.1.2 公司概况.....	14
3.2 蓝光发展股权质押概况.....	16
3.2.1 股权质押的过程.....	16
3.2.2 股权质押的特点.....	17
3.2.3 股权质押的现状.....	18
第 4 章 蓝光发展股权质押案例分析.....	20
4.1 股权质押动因分析.....	20
4.1.1 业务扩张产生的资金需求.....	20
4.1.2 公司资本结构的约束.....	23
4.2 对外部投资者的影响.....	25
4.2.1 股票超额收益率变动情况.....	25
4.2.2 融资约束程度.....	28
4.3 对公司内部治理的影响.....	29
4.3.1 控股股东的掏空行为分析.....	29

4.3.2 股权质押资金运用分析.....	31
4.4 对公司价值的影响.....	34
4.4.1 财务风险分析.....	35
4.4.2 经济增加值分析.....	38
第5章 结论与建议.....	41
5.1 结论.....	41
5.2 建议.....	41
5.2.1 拓宽融资渠道.....	41
5.2.2 完善股权质押制度.....	42
5.2.3 优化公司内部治理.....	42
参考文献.....	44
致谢.....	47
附录 A 2015-2021 年蓝光发展控股股东股权质押明细.....	48
个人简历、在学期间发表的学术论文及研究成果.....	51

第 1 章 引言

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

自从《股票质押贷款管理办法》在 2004 年实施以来，上市公司的股权质押交易已在我国资本市场上普遍存在。由于我国金融市场的融资渠道有限，得益于无需监管部门的繁琐审批、也不会分散控制权等优点，股权质押得到广泛运用。根据东方财富的相关统计显示，截至 2021 年底，A 股平均质押比例为 5.02%，共有 2520 家上市公司存在股权质押交易行为，年内共进行了约 1.99 万笔股票质押，质押总股数达到 4291.74 亿股，质押总市值约为 4.21 万亿元，与近三年相比并无较大变动。其中，质押股数占总股本的比例在 50%及其以上的有 36 家，30%-50%的有 229 家；在重要股东股权质押方面，已达平仓线或预警线有 6496 笔，未达预警线有 15842 笔。股权质押具有相当程度的潜在金融风险，由于无法赎回质押的股票导致股东的资产被冻结、所持股票被强制平仓等新闻也屡次传出，冲击了资本市场的稳定性。

A 股上市公司普遍具有股权高度集中的特征，控股股东的股权质押状况基本上能反映出其所在上市公司的股权质押状况。WIND 数据显示，上市公司第一大股东持股中质押股票的占比近三年都保持在 50%左右的平均水平，表明股权质押已成为了控股股东的主要融资方式之一。研究表明，股权质押会影响公司价值，质押股权后，股东为了保证控制权，会避免股价下跌至预警线或平仓线，从而采取一系列措施支撑股价。频繁的股权质押会降低外部投资者对公司发展前景的预期，融资约束程度也相应提高；在股价下跌并接近平仓线时，股权质押造成的两权分离，使控股股东侵占上市公司资产的成本更低，损害了公司价值，此时股权质押更多地会造成消极影响。

为了更全面地研究股权质押对公司价值造成的影响，从而为上市公司和投资者提出启示和建议，论文选择近年来股权质押比例较高的房地产行业频繁进行高比例股权质押的上市公司蓝光发展作为研究案例。据东方财富相关数据显示，蓝光发展的控股股东蓝光投资集团及其实际控制人的质押股数占上市公司总股本的比例从 2015 年 4 月 17 日刚上市时的 2.47%，到 2017 年规模最高时的 47.94%，之后规模虽然有所降低，但截至 2021 年 12 月 31 日这一比例仍然达到 29.79%，远高于同一时刻 A 股 5.31%和房地产行业 23.65%的股票质押比例。

1.1.2 研究意义

(1) 在理论方面，随着对股权质押的普遍运用、交易规模的不断扩大，股东将其所持股权进行质押已经成为了一种重要的融资方式。而控股股东由于持有大量股权，是股权质押的主要交易对象，通过股权质押侵占公司资产、损害中小股东利益时有发生，有必要深层剖析上市公司控股股东质押股权对公司价值的影响。在以往的研究中学者们大多从上市公司特征、管理者行为等内部角度和投资者预期、监管政策、机构关注等外部角度，运用实证分析方法研究整个 A 股市场股权质押影响公司价值的一般性，而结合具体案例进行分析研究的则相对较少。

论文以蓝光发展作为研究案例，具有较强的代表性和典型性。首先是由于其所在的房地产行业在国民经济中具有重要地位，房价长期居高不下、房地产公司高杠杆和高周转的特点、地方政府对土地资金的依赖等话题受到各方长期关注，第十三届全国人大常委会授权国务院在一部分地区试点房地产税也引发了热议，房地产行业的平均股权质押比例长期居于 A 股市场行业前列，截至 2021 年底以 23.65% 的平均质押比例在各行业中排名第二，在股权质押方面具有突出的行业代表性；其次是蓝光发展自 2015 年上市以来，质押比例在整个 A 股市场都位居前列，控股股东股权质押具有明显的典型性。

(2) 在现实方面，质押股票被强制平仓造成的股价暴跌多次发生，也揭示了股权质押这种融资方式的潜在风险。由于上市公司不断增长的融资需求，同时面临相当程度的融资约束，股权质押已经是一条重要融资渠道。与银行信贷和发行新股等融资方式相比，股权质押在保持股东投票权不变的同时，具有更加快速便捷、质押时间自由度较高等优点。但不断曝出的上市公司控股股东质押股票被冻结、强制平仓的事件，使得股权质押交易会对公司价值产生怎样的影响成为学者们重点解析的主题。2021 年 6 月以来，蓝光发展由于流动资金紧张而陷入难以赎回质押股票、股票频繁被质权人冻结和强制处置的困境，通过分析该公司质押股权对公司价值的影响，给投资者了解上市公司的股权质押行为提供参考，以此提出相关建议，希望能够减少股权质押造成的消极影响。

1.2 文献综述

自从股权质押交易开始实施，上市公司股权质押交易量逐渐增加的同时，股权质押相关制度也在不断完善。然而，由股权质押引起的股票被质权人强制平仓造成公司股价暴跌的事件近年来愈发频繁，给投资者造成损失的同时加剧了资本市场的价格波动。因此股权质押引起了广泛关注，学者们对股权质押融资进行了诸多研究。

1.2.1 股权质押的动因研究

关于股权质押融资的动因，现有研究大致包括三点：价值投资、财务上的杠杆

投资、缓解企业营运资金周转困难。

(1) 在价值投资方面,有研究指出控股股东进行股权质押融资是为了进行价值投资。考虑到金融资产流动性较强、又能反哺实业,在质押期间投资金融资产可以分散业务风险(王海芳和张笑愚,2021)。在股票回报率较高时(李旄和郑国坚,2015)或者在股价被高估时(徐寿福等,2016),控股股东质押股权会更加频繁。超额商誉规模越高,股价越会被高估,控股股东会选择在公司商誉较高时增加股权质押融资额(何苏燕和任力,2021)。

(2) 在杠杆投资方面,有学者根据资金用途,将质押股权的原因分为主动和被动。主动质押即股东将其所持有的股票作为质押担保,从金融机构借入资金,主动将股权转化为流动的财务资金,发挥了杠杆效应;被动质押是由于股东面临经营上的财务资金困难而被迫将股权进行质押套现(艾大力和王斌,2012)。

(3) 控股股东频繁进行股权质押交易是由于迫切需要流动资金(王亚茹等,2018; Mu et al., 2020)。股权质押可以补充营运资金或者投资于新的项目(张陶勇和陈焰华,2014);控股股东通过股权质押将股权部分变现,还可以将遭受经营损失的风险转嫁给质权方,当公司面临危机时,大股东通过质押股权把自身的风险转嫁给中小股东和债权人(KAO 和 Chen, 2007; Dou et al., 2019)。

1.2.2 股权质押对公司价值影响的研究

MM 资本结构理论认为,公司价值即总资产的市场价值,包括了权益资本部分和债务资本部分的市场价值。公司价值在短期内受股票价格的影响,而股价体现了投资者的预期,因此股权质押会通过投资者预期产生影响,使股价变动,进而影响公司价值;内部治理会对公司价值产生长期影响,股权质押造成的现金流权与控制权相分离会对经营、管理、投资等公司内部治理活动产生影响,进而作用于公司价值。关于股权质押对公司价值的影响,现有研究包括积极和消极两种结论,以消极影响的结论为主。

(1) 积极影响

在积极影响方面,首先,有学者认为股权质押是一种控股股东对上市公司进行支持的方式,给投资者传递了积极预期的信号。控股股东由于自身的利益与上市公司的发展联系紧密,当公司面临盈利能力较差、融资约束程度较高、立足地区的金融发展程度较低等情况时,通过将自己的股权质押,承担着失去控制权的可能性,将所融资金以同等成本投入上市公司,展现了对公司前景的乐观信心,给外界传达了积极的信号,有利于减少信息不对称,提高投资者预期,也有助于降低公司融资成本(李常青等,2021),同时也不会对股价崩盘风险产生明显影响(Li 等,2019)。还有学者发现上市公司控股股东股权质押比例的提高会增加进行股票回购的动机,

由于股票回购可以向资本市场传递积极信号，支撑股价，从而短期内可降低控股股东面临的股票质押危机（王国俊等，2021；何威风等，2021）。

其次，质押股权有利于提升绩效。股权质押行为对公司绩效的积极作用通过提高资金流动性实现（林艳等，2018）；还有利于企业对创新研发投入的增加，表明控股股东通过股权质押融资行为可以向市场传达积极面消息（Ouyang et al., 2019；舒鑫和于博，2020）。有学者从公司营运资金方面，检验了控股股东质押股权支持上市公司的机制，将质押股权获得的资金再投入公司，减少了公司在营运资金上的压力，降低了应付账款、现金-现金流的敏感性，一定程度上缓解了融资约束，同时公司能够将更多的经营性现金流投入进行扩大再生产，而不是作为现金留存，对公司价值有正向的提升（李常青等，2021）。股权质押期内控股股东出于“蓄水池储备”的动机更有可能投资于金融资产，因为通过多元化的金融资产投资可以分散质押期内的业务风险，资产可以实现跨期的保值增值，对冲实体经营风险，提升真实业绩（王海芳和张笑愚，2021）。

（2）消极影响

在消极影响方面，既有研究指出，第一，股权质押增加了上市公司的股价崩盘风险。有学者将股权质押喻为随时会暴的“雷”（被质权方强制处置），运用双重差分研究股权质押前、中、后不同阶段股价崩盘风险的变化，认为在发生股权质押交易后，控股股东会采取一系列措施降低股价的崩盘风险，但这并不能对股价崩盘产生长期持续的效果（谢德仁等，2016）；信息的透明情况越差，股权质押越容易使股价发生崩盘（夏常源和贾凡胜，2019）；股权的集中程度在股权质押增强股价崩盘风险的作用当中起到了明显的正向调节效应（卜华等，2020）；也有学者从同群效应方面来进行研究，认为控股股东股权质押的同群效应对上市公司的股价崩盘风险有加剧作用，但这样的作用在经济发达、市场环境好的地方并不明显（杨松令等，2020）；在控股股东质押股权会增加股价崩盘风险这一前提下，公司的产权类型也会对这种影响产生作用，在非国有上市公司中这种影响更明显，而在国有企业中并不明显，更进一步提出经济政策的不确定性较高时，股权质押增加股价崩盘风险的影响更高，高于经济政策不确定性较低的时候（王培辉和王双微，2021）。股权质押新规对股东股权质押的比例作出了规定，明确其质押股票不得超过所持股份的60%的上限，有学者通过自然实验指出质押比例上限的规定在短期内会对个股股票收益率造成负面影响，总体上加剧了股票市场的波动（熊海芳等，2020）；还会增大上市公司股票的误定价程度，即股权质押会造成股价高估，由于股权质押后控股股东采取的盈余管理等提振股价的手段，使得投资者的情绪高涨，增大了股票的误定价程度（陈泽艺等，2021）。

第二，股权质押带来的两权分离引发控股股东的掏空行为，会损害公司价值。

《担保法》规定在质押期间内，出质人拥有其质押股票的投票权，质权人拥有收取质押股票产生的法定孳息的现金流量权。有学者指出，现金流权与控制权相分离，分离程度随着股权质押比例的提高而加深，两权的不对等使控股股东谋取公司资产的成本更低，从而侵占中小股东利益、占用上市公司的资金谋取私利等（陈泽艺等，2018；Chan et al., 2018）。控股股东在股权质押后进行的占用资金会对企业的市场价值造成更大损害（李旒和郑国坚，2015）。

第三，股权质押后控股股东采取市值管理行为会损害公司价值。股权质押虽然是股东自己做出的财务决策，但是由于控股股东的影响力和控股地位，会对公司治理和创新决策造成较大影响，可能会做出损害企业市场价值的决策（万赫等，2020）。控股股东市值管理的一般方法还包括盈余管理（谢德仁和廖珂，2018）、高额分红（黄登仕等，2018）、购买审计意见（曹丰和李珂，2019）、巨额并购并承诺业绩（徐莉萍等，2021）等。进行了股权质押交易公司的控股股东会提高业绩披露频率，同时隐藏、延期发布不利消息，这样的行为发生在非国有企业中相对更多（钱爱民和张晨宇，2018；李常青等，2018）。存在股权质押的企业与投资者的信息交流频率降低、沟通的信息质量下降，造成股价对信息的反应出现时滞，从而降低了股票的定价效率，网络交流中管理者信息回复的滞后进一步延长了市场发现质押股票价格的时间（安维东和刘伟，2021）。

《担保法》中明确规定，若是股价跌破平仓线，质权人有权对手中的质押股票进行强制处理。因此，股权质押后，控股股东普遍面临着股价下跌伴随的控制权转移风险。迫于股权质押期内股价下跌压力，企业通常会通过调控信息披露等方式稳定股价，甚至还通过选择性慈善捐款的形式强化与地方政府的联系，从而降低质押股票被平仓的风险（Wang et al., 2020；胡珺等，2020）。控股股东还会通过规避税收来降低控制权转移的风险，因为存在股权质押的上市公司更容易出现规避税收（王雄元等，2018）。股权质押会加剧实体企业的金融资产投资，由于在质押期间控股股东通过投资金融资产可能获得高额收益，掩饰其主营业务收益从而提振股价；金融资产的公允价值计量方式为控股股东操纵利润提供了便利（王海芳和张笑愚，2021）。

1.2.3 文献评述

综合以上研究，关于股权质押对公司价值的影响，学者们进行了大量的研究，并且得出了积极和消极两个方面的竞争性结论，且大多数文献都认为进行股权质押损害了公司价值。但股权质押产生的消极影响大多发生在公司股价连续下跌接近预警线或平仓线时，当股价远高于平仓线，控股股东出于支持公司而质押股权，也对公司价值有一定的积极影响。学者们运用实证研究的方法，对股权质押产生作用的不同条件和对象都进行了深入的研究，但相关的案例研究还相对较少。

1.3 内容与框架结构

第一章为引言。主要阐述股权质押影响公司价值的背景、研究意义。通过对国内外相关文献的梳理概括，了解该领域的研究现状，结合案例确定研究内容。

第二章为相关概念和理论基础。简介股权质押、控制权和现金流权的概念，以优序融资、信号传递、委托代理理论为基础，为分析股权质押对公司价值产生的影响提供了理论依据。

第三章为案例介绍。先对案例公司所属的房地产行业近年来的发展状况及股权质押情况、蓝光发展的公司概况进行简述，结合年报数据介绍公司上市以来的资本结构，之后阐述蓝光发展的控股股东进行股权质押的过程、特点和现状。

第四章为案例分析。运用年报数据计算各类指标，详细分析蓝光发展的控股股东蓝光投资上市以来频繁进行高比例股权质押的动因。以优序融资理论为基础，通过分析公司的资金需求、控股股东保持控制权以及公司资本结构的约束，来说明蓝光发展在融资方式上对股权质押的依赖性。之后从外部投资者预期、公司内部治理两个途径说明了股权质押使投资者产生消极预期、融资环境恶化，两权分离促使控股股东通过关联担保侵占公司资产、将股权质押融资进行过度投资，损害了公司价值。

第五章为结论与建议。根据前文的论述和分析得出结论，希望能减少质押股权对公司价值的负面影响，同时给投资者评估上市公司的股权质押行为提供参考。

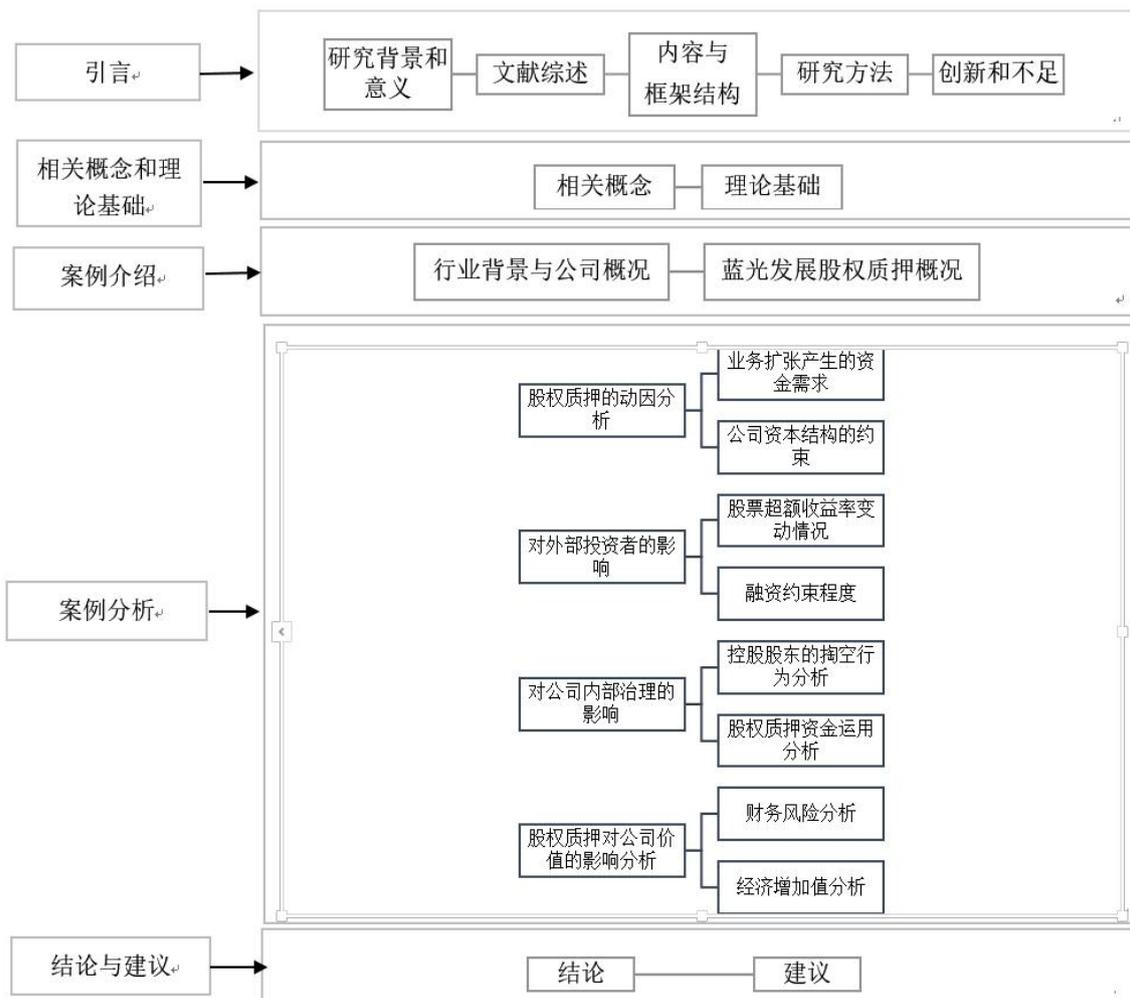


图 1.1 论文框架结构

1.4 研究方法

(1) 文献研究法：通过搜集、翻阅大量国内外有关股权质押的研究文献，概括控股股东股权质押影响公司价值的研究方法、研究结论，结合本案例梳理结构，从中寻找创新且有研究价值的方面，并结合相关数据、资料和事件对观点进行论证，做出边际贡献。

(2) 案例分析法：论文所选案例是一家在主板上市的房地产公司，其在上市以来就频繁质押股权进行融资，2021 年质押股票屡次遭到质权人冻结或强制处置，具有股权质押方面的研究价值。通过查询机构的研究报告、公司公告、年报等资料，分析蓝光发展控股股东进行股权质押的动因，并从不同路径分析对公司价值的影响。

1.5 创新和不足

论文的创新主要体现在案例选择和分析方面。首先在案例选择方面，选择了 A 股市场中平均股权质押比例最高的行业之一——房地产开发业，该行业的上市公司蓝光发展在 2021 年 6 月开始不断曝出有关股权质押的负面消息，案例选择新颖；其次，在股权质押的动因分析中，以案例公司自身的情况为基础，结合资本结构来分析控股股东对股权质押融资的依赖性，对蓝光发展股权质押资金运用进行研究，通过详细分析主营业务的投资、收入、股权质押期限频数分布，论证了股权质押造成了蓝光发展流动性紧张。

不足之处在于案例公司属于房地产行业的上市公司，论文的结论和建议是否对其他行业、非上市公司具有适用性，有待后续检验。

第 2 章 相关概念和理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 股权质押

股权质押是一种融资方式，股东将所持股票质押给金融机构获得融资，约定在一定期限后还本付息赎回股票。股权质押手续简单，只需登记就可生效，属于权利质押。质押前，双方约定还款期、股价的预警线及平仓线。当股价下跌触及预警线，出质人会被要求进行补充质押；当股价出现进一步下跌，并跌至平仓线，若没有补仓或没有及时将质押股票赎回，质权人有权在二级市场上以当前价格抛售该股东所有质押的股票。

2.1.2 控制权和现金流量权

一般认为，企业的控制权是指利用企业资产的排他性权力，特别是利用这些资产从事一系列投资和经营活动的决策权。控制权产生于股份制企业所有权和经营权相分离的状况，控制权实际上由大股东或经营者掌握。完全合同理论认为，控制权来源于所有者对物质资本的所有权，所有者对代理人提出委托，由代理人选择是否接受，即使存在信息不对称和代理人的机会主义倾向，委托人也可以通过对代理人进行激励和约束，使代理人的行动服务于委托人利益最大化这一目标。控制权可以分为形式和实际控制权两种。形式控制权指做出决策，如股东大会，可以决定公司一切重大事项，但形式控制权的主体未必具有实际控制权；实际控制权是指事实上进行决策的权力，来源于掌握的信息。

现金流量权是指企业的所有者参与分配企业现金流的权力，直接体现了所有权。现金流量权由每一控制链上的持股比例相乘得到。在单层控制链中，即股东拥有一家公司 70% 的股权，则股东所享有的现金流量权也是 70%；在多层控制链中，即股东拥有一家公司 70% 的股权，这家公司又持控股子公司 50% 的股权，则该股东所拥有的子公司的现金流量权为 35%（70%*50%）。

2.2 理论基础

2.2.1 优序融资理论

该理论以信息不对称、交易成本为前提，是有关融资方式优先顺序的理论。在 1984 年该理论由 Myers 与 Majluf 提出，他们在著作中，以信号传递理论为基础，提出了公司融资时选择融资方式优先顺序的假说。该假说的假设条件为：除了信息不

对称，金融市场在其他方面是完全的。他们通过研究，指出由于企业管理者掌握内部信息，能够准确判断股票的真实价格，若股票当前的市场价格被高估时，管理者会倾向于以高估的价格发行新股，从而获得超额收益。外部投资者由于无法掌握内部信息，为了避免被愚弄，会在企业发行新股时降低对股票的估价，此时股票的价格会下跌，同时企业的市场价值也会相应减少。内部融资来源于企业在生产经营、利润分配后保留在企业中的现金流（净利润加折旧减股利），无需订立契约或支付各种融资费用，受限程度低，是企业需要融资时应当最先考虑的方式。之后应当考虑发行低风险债券，因为信息不对称带来的融资成本几乎可以忽略不计，再次是考虑高风险债券，最后才应当考虑发行股票。

优序融资理论以企业融资顺序为核心思想，从管理者的角度、以各种融资途径的不同成本为基础，对最优的融资方式进行选择，即企业获得融资的顺序应当遵循内部资金、外部债务资金、外部股权资金。这为企业在现实中进行融资时提供了两个法则：首先使用内部资金、其次考虑发行低风险证券。后人在此基础上得出了三个相关推论：不存在标准的资本结构、越是盈利的企业使用的债务应当越少、企业偏好财务松弛。

以该理论的核心思想为基础，论文对蓝光发展控股股东股权质押的动因进行分析。依据该理论提出的融资顺序，首先对蓝光发展的内部收益与总资产增长情况进行分析，论证内部盈余不足以满足公司的资金需求；对于外部债权融资，论文通过对公司的资产负债率进行纵向、横向对比，说明了其高财务杠杆的资本结构限制了进行债务融资的空间。因此，蓝光发展对股权质押融资具有较强的依赖性。

2.2.2 信号传递理论

在信息非对称的情况下，信号传递理论提出，外界一般通过关注公司的利润公告、股利分配、融资公告来获取公司信息。在这三种方式中，公司管理者可以对财务报告的会计处理方式进行调整来操纵利润水平；股利分配的信息更能被市场认可；融资公告则要在熟知公司财务状况的同时综合分析。罗斯认为公司对资本结构的改变或调整股利分配，都会成为市场潜在投资者作出投资决策的依据，据此进行交易。由于存在不对称信息，老练的投资者或职业投资经理会依据财务报表、股利分配政策、投资新项目、融资目标等公司重要事项的公告，对公司的经营状况进行研究判断。公司公告融资方式就是传递信号的行为。

论文以信号传递理论为基础，分析了股权质押对外部投资者预期的影响。首先用事件研究法分析股权质押日前后窗口期内蓝光发展股票超额收益率的变动，说明频繁进行高比例的股权质押并不被投资者认可，对外部投资者预期传递了负面的信号，短期内造成公司的市场价值下降；其次，运用 SA 指数在观测期内的变动说明

蓝光发展频繁质押股权恶化了公司的外部融资环境。

2.2.3 委托代理理论

该理论研究企业所有者为了能更快地适应经济环境的快速变动，如何付出最少的代理成本来激励管理者最大程度地将公司经营好。在一个经济体内部，每一个个体都希望在付出最小成本的同时获得最大收益，在融资受到较多约束的条件下，股东将所持股票质押获得融资，简便高效且融资成本也较低，这使得股东乐意选择股权质押来获得融资。在股权高度集中的情况下，控股股东掌握着大部分公司股权，是公司的实际管理者，更有动机通过非常方法谋取私利来满足自身的需求，这也对公司中小股东的利益造成了侵害。股权质押形成的现金流权、控制权相分离，进一步加深了与中小股东的冲突，也就是第二类委托代理问题。

论文以委托代理理论为基础，对股权质押加强了蓝光发展控股股东的掏空动机进行分析。以其他应收款占总资产的比例衡量观测期内控股股东的掏空行为，同时列举蓝光发展对关联公司担保总额占公司净资产的比例，体现了控股股东侵占公司利益。

第3章 蓝光发展股权质押案例介绍

2015年上市后蓝光发展始终保持着高于行业和A股市场平均水平的股权质押比例。在2021年6月蓝光发展质押的股票接连被质权人冻结、强制处置，引起了普遍关注，公司信用评级也随即被多家机构下调，流动性紧张的同时融资也变得更加困难。

3.1 行业背景与公司概况

3.1.1 行业背景

房地产行业是开发、经营土地和建筑物以及提供相关服务的综合产业。该行业具有成本高、周期长、周转慢、涉税多且容易受宏观环境影响等特点。在2019年以前我国房地产业大致体现出供不应求、盲目投资两个明显特点。

首先，购房需求较高，供不应求较为明显。社会经济和城市建设的较快发展，使城市人口大量增长，相对于越来越紧张的城市土地资源，人们的购房需求始终居高不下，房地产的供给并不能满足消费需求。供不应求的状况推高房价的同时，投资者也产生了房价持续增长的预期，于是大量投资于房地产行业。

其次，房地产行业存在盲目投资。由于预期房价上涨会带来的巨大盈利，大量投资者盲目投资于房地产企业。消费需求和投资需求又推动房价进一步上涨，2000年到2020年，我国的商品房平均价格从2112元/平米涨至9310.3元/平米，涨幅约为4.4倍，部分地区的房价涨幅甚至高达20到30倍不止。

针对持续上涨的房价和高涨的投资热度，有关部门在近两年出台了相应的调控措施。2019年6月13日，银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛上关于房地产金融业务风险的发言开启了房地产行业严监管的时代，并在当年出台一系列政策对房地产信托和境外发债进行约束。2020年监管力度进一步加强，8月20日提出了“三道红线”，主要内容有：剔除预收款后，负债占资产的比例小于70%、负债不超过净资产总额、短期负债与现金之比小于1。除此之外，拿地成本和经营性现金流也是监管机构重要的考察指标，房地产企业的有息债务规模也受到限制，该规则已于2021年1月1日起在全行业推行，从2020年7月到2021年年初，已超过27个城市共发布了30次以上关于收紧房地产的调控政策。2021年10月23日，国务院获全国人大授权在部分地区进行房地产税改革试点。对房地产行业的宏观调控改变了房地产企业过去的经营逻辑，高杠杆、高溢价、高速扩张的模式已经无法延续，在新政策的强力约束下高杠杆的房企必须减少负债。债务融资的减少限制了增长规模，拿地成本和商品房销售价格也相继受限，房企的利润空间也随之下滑。

愈发严格的监管要求使得房地产企业面临更高的债务融资成本，同时受限於融资渠道、融资能力，股东普遍开始质押股权进行融资。房地产行业上市公司的平均股权质押比例截至 2021 年年底达到 23.65%，在所有行业中排位第二，更是远远超过了 A 股市场 5.02% 的平均股权质押比例，在房地产行业 124 家上市公司中，只有 59 家没有股权质押，有超过一半的公司进行了股权质押交易。在所有进行股权质押的上市公司中，控股股东累计质押数量平均约为 4.02 亿股，控股股东累计质押数量占持股总数的比例达到 48.51%。

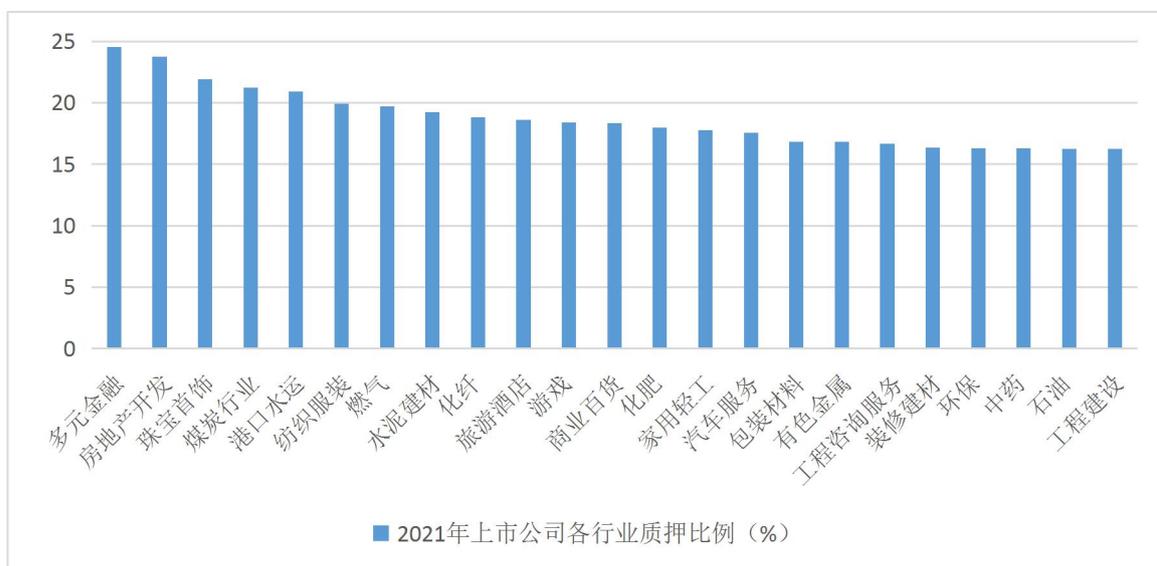


图 3.1 2021 年上市公司部分行业股权质押比例

数据来源：东方财富

自 2015 年上市后，蓝光发展的股权质押比例每年都居于房地产行业前列，并远远高于行业头部上市公司。

表 3.1 2015-2021 年房地产行业部分上市公司与行业平均质押比例 (%)

年份	保利发展	万科 A	招商蛇口	新城控股	行业平均质押比例	蓝光发展
2015	0.62	9.16	0.01	0.01	15.66	33.30
2016	3.18	9.54	0.13	0.05	16.04	46.24
2017	2.58	9.53	0.05	32.67	17.52	42.45
2018	1.67	9.55	0.01	28.91	15.98	37.75
2019	1.16	4.16	13.79	23.87	14.09	28.36
2020	1.47	0.69	13.78	17.37	12.92	20.87
2021	1.41	5.47	17.49	15.71	12.78	29.79

数据来源：东方财富

论文选取房地产行业上市公司中截至 2021 年 12 月 31 日,按 A 股总市值排名前四位的上市公司保利发展、万科 A、招商蛇口、新城控股的股权质押比例作为参照。如表所示,从 2015 年到 2021 年期间,蓝光发展的质押股票占总股本的比例每年均远高于四家行业头部上市公司和行业平均水平,较高的股权质押水平使蓝光发展作为股权质押的研究案例具有明显的典型性。

3.1.2 公司概况

(1) 公司简介

蓝光发展(600466),全称四川蓝光发展有限公司,是一家主要经营和开发房地产的上市公司,开发住宅地产是其最核心的业务,同时也结合了互联网和金融相关的业务。公司在 2015 年 4 月 16 日借壳迪康药业在 A 股上市。上市后蓝光发展继续实施扩张全国的发展战略,在 2018 年品牌价值达到 155 亿元,在同行业上市公司中位居第六。到 2020 年年底,该公司开发的地产项目达到 400 余个,旗下地产遍布全国 80 多座大中城市。

上市后,公司的营业收入便持续上升。从当年 176 亿元增长至 2020 年 429.6 亿元,销售房地产的总面在 2020 年达到了 1095.3 万平方米,比上一年增加了 36.57%,营业利润从 2015 年到 2019 年大致保持增长,但 2020 年出现了下降,比上一年度下降了 5.88 亿元,2021 年大幅下降至-143.3 亿元。

表 3.2 2015-2020 年蓝光发展主要财务数据(单位:亿元)

年份	资产总计	负债总计	股东权益总计	营业收入	营业利润
2015	562.4	448.9	113.5	176	15.1
2016	733.6	593.5	140.1	213.3	14.7
2017	952.4	762	190.5	245.5	18.2
2018	1509	1238	270.9	308.2	35.7
2019	2019	1628	391.2	391.9	55.6
2020	2583	2119	464	429.6	49.7
2021	1746	1676	70	201.2	-143.3

数据来源:蓝光发展各年年报

上表显示,2015 年至 2021 年,蓝光发展的企业规模在以较快的速度不断扩大,但收入和利润的增长却明显较慢。其中资产的年平均复合增长率约为 35.65%,负债的年平均复合增长率约为 36.39%,股东权益的年平均复合增长率约为 32.53%。而营业收入和营业利润年平均复合增长率分别约为 19.54%、26.84%,在 2015-2016 年间、2019-2021 年间营业利润有所下降,由此可知,蓝光发展在上市后实施扩张发展战

略，但并未获得与扩张的资产相匹配的收入和利润。

(2) 股权结构

2015年4月14日蓝光地产借壳迪康药业完成重组上市，重组后持股迪康药业54.06%，从一家房地产公司转变为以房地产为主营业务，同时集合了现代服务和生物医药相关业务，迪康药业也更名为蓝光发展。由下图可知，上市公司蓝光发展的控股股东及其实际控制人为蓝光投资控股集团有限公司和杨铿。

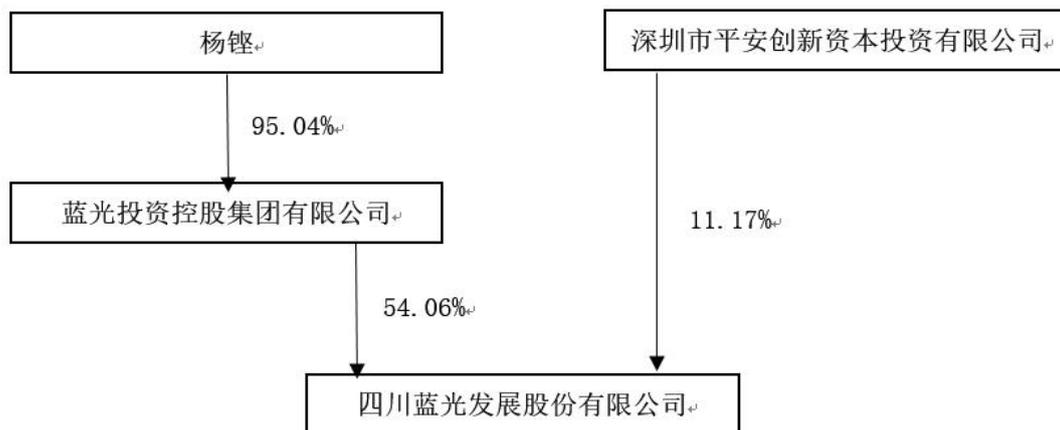


图 3.2 蓝光发展股权结构

根据蓝光发展 2015-2021 年年报整理，公司前十大股东持股比例如下。由图表可知，在 2015-2021 年期间蓝光发展第一大股东持股比例维持在 50%左右。

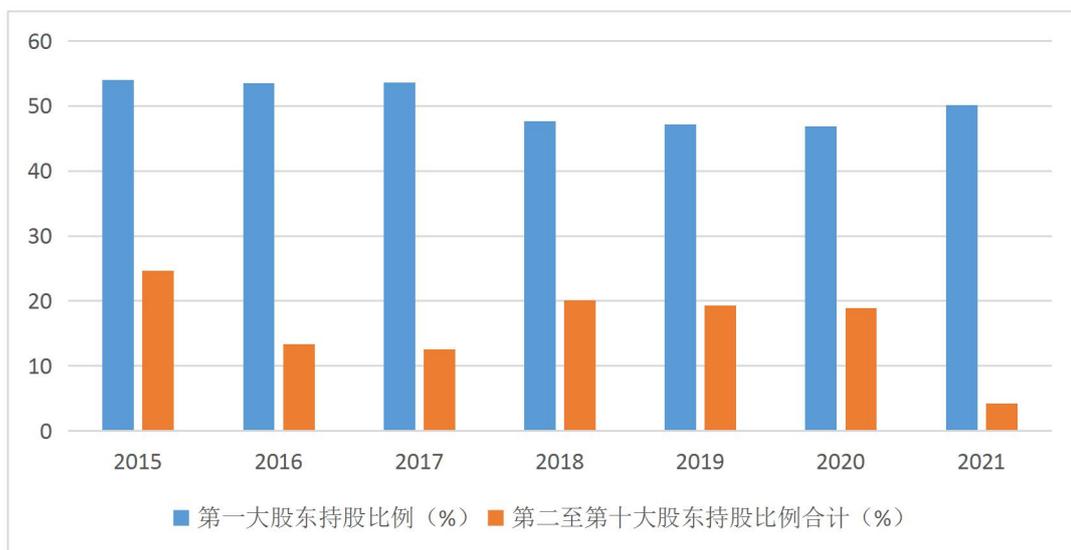


图 3.3 蓝光发展大股东持股比例

数据来源：Choice 金融终端

控股股东一般是持股总数超过 50%的股东，若低于 50%，且股东拥有的投票权能

够对公司决策造成重要影响，也被认为是控股股东。蓝光发展的控股股东蓝光投资持股比例自公司上市以来一直在 50%左右，如下表所示，股权制衡程度（第二至第十大股东持股比例合计/第一大股东持股）没有超过 0.5，表明蓝光发展的股权高度集中于控股股东蓝光投资。

表 3.3 蓝光发展股权制衡度

年份	第一大股东持股比例（%）	第二至第十大股东持股比例合计（%）	股权制衡度
2015	54.06	24.65	0.46
2016	53.53	13.39	0.25
2017	53.62	12.6	0.23
2018	47.66	20.14	0.42
2019	47.21	19.27	0.41
2020	46.86	18.88	0.4
2021	50.13	4.27	0.09

数据来源：Choice 金融终端

3.2 蓝光发展股权质押概况

蓝光发展的股份高度集中于控股股东蓝光投资，只有控股股东通过股权质押能够筹集大量流动资金，对公司价值产生重大影响，而蓝光发展自上市以来绝大部分的股权质押交易都是其控股股东实施的。

3.2.1 股权质押的过程

在蓝光发展上市后，其控股股东蓝光投资频繁质押股权获取融资。根据蓝光发展公告披露显示，2015年4月24日至2021年12月31日，质押次数共计72次，在上市当年累计质押6.859亿股，按照当年平均收盘价估计，质押股票的市值约为55.35亿元，之后每年都进行了股权质押交易，具体情况见如下图表。

表 3.4 蓝光投资持股及质押情况

时间	持股总数 (亿)	持股比例 (%)	累计质押股数 (亿)	质押数占持股数 比例 (%)	控股股东质押数占持 股比例行业平均 (%)
2015	11.44	54.06	6.86	59.97	22.71
2016	11.44	53.53	8.57	74.91	21.90
2017	11.44	53.62	8.67	75.79	24.10
2018	14.22	47.66	11.25	79.11	28.15
2019	14.22	47.21	8.54	60.06	26.17
2020	14.22	46.86	6.33	44.51	23.78
2021	15.21	50.13	9.04	59.42	24.36

数据来源：Choice 金融终端

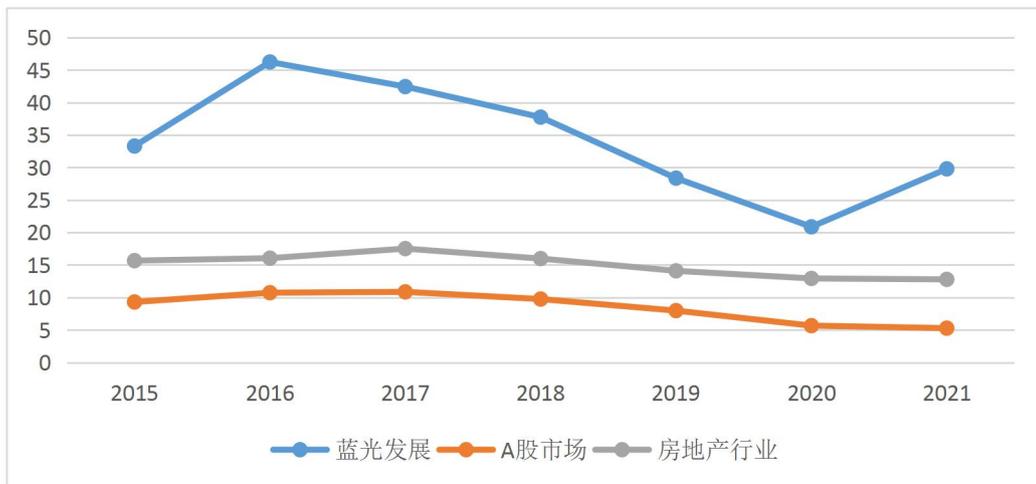


图 3.4 蓝光发展、房地产行业、A 股市场控股股东质押股票占总股本比例

数据来源：Choice 金融终端

如图表所示，蓝光投资质押股数占其持股数的比例大致呈现先上升、后下降的特征。这一比例最高时在 2017 年达到 75.8%，最低时在 2020 年有 44.54%，除 2020 年其余时期都高于 50%，且每个时期都远高于房地产行业该比例的平均值。蓝光投资质押股数占蓝光发展总股本的比例从 2015 年上市前的 2.47%，上升到 2016 年该比例最高时的 46.24%，每年都远高于房地产行业 and A 股市场的平均值。在 2016 年至 2020 年逐年降低，2021 年这一比例又有所增加，达到了 29.82%。这说明，自蓝光发展上市以来其控股股东蓝光投资每年都进行了高比例的股权质押交易，质押比例远高于房地产行业平均水平。

3.2.2 股权质押的特点

根据东方财富相关数据和附表（蓝光投资 2015-2021 年股权质押明细表）的资

料显示，蓝光发展控股股东股权质押呈现出 3 个特点。

(1) 质押次数多。从蓝光投资 2015 年上市到 2021 年的 72 次股权质押交易中，质押期限大部分在 2 年以内；质押次数在 2017 年最多达到 14 次，2018 年、2019 年和 2021 年分别有 13 次，其余年份每年不超过 10 次；质押的股票数量超过 1 亿股有 18 次，最多一次质押了 1.9 亿股，市值达到 22.56 亿元。这些都表明蓝光投资通过股权质押进行短期融资，且对股权质押有较强的依赖性。

(2) 质押机构大多数为证券公司。质押交易的机构包括证券公司、信托公司、资产管理公司，与证券公司交易的次数最多，共有 48 次。作为股票质押交易的质权人，证券公司能接受更高的质押比例、融资更高效，因而更加受到质押方青睐。

(3) 质押目的以贷款为主，最近两年以补充质押为主。在蓝光投资的质押明细中，披露了质押目的共有 46 次，其中 29 次的目的为贷款，其余为补充质押。在 2019 年有 3 次补充质押，从 2020 年开始蓝光投资频繁进行补充质押，达到预警线或平仓线的质押交易有 15 次，直接反映了蓝光发展在最近两年流动资金紧张，控股股东通过股权质押交易借新还旧，蓝光发展逐渐陷入无力赎回质押股票的困境。

3.2.3 股权质押的现状

蓝光发展在 2021 年不断曝出股权质押的负面消息。2021 年 6 月 1 日，蓝光发展发布公告，控股股东蓝光投资集团以持有的股票进行股权质押融资，有 1.82 亿质押股触及平仓线，金融机构将对质押中蓝光发展的股票强制处置；6 月 10 日，蓝光投资因未及时补充质押股票，被司法冻结 1.55 亿流通股，截至当日，蓝光发展股价为 3.28 元/股，被冻结的股票市值约 5.084 亿元。自上市后对股权质押融资的依赖和股价不断下跌，使蓝光发展的资金链更为紧张，最终陷入无力赎回质押股票、缺乏足够的股票补充质押且股票不断被质权人冻结或强制平仓的困境。到 7 月 8 日，蓝光投资及其实控人杨铿总共被冻结的股票约有 5.29 亿，占其持股总数的 30.76%，蓝光投资还被动减持了 1.59% 的股票。

出现这样的情况是由于控股股东流动性紧张所致。质押股票被采取强制措施，公司信用遭到损害，无法再借新还旧保持流动性，加剧了现金流的紧缺状况。蓝光发展公告显示，2021 年 6 月 30 日，货币资金共有 110.16 亿元，但仅有 2.07 亿元可自由使用。截至 2021 年 7 月 12 日，蓝光发展及下属子公司未偿还债务共计约有 45.44 亿元，其中 21.31 亿元已经被债权人向法院申请强制执行。

蓝光发展目前的现状主要是流动性紧张，包括融资受限、现金紧缺，短时间内无法偿还股票质押所融资金。随着股份被冻结，蓝光发展的流动性进一步减弱，资金压力增加，信用评级或将因为股权质押问题而被再度降低，此前，公司的信用评级已被多家评级机构下调。2021 年 5 月起，大公、标普等多家评级机构都将蓝光发

展的评级下调，例如，蓝光发展的长期发行人评级、票据的长期发行信用均被标普下调至 D。评级被下调意味着未来的融资难度会变得更大，运用资本市场各种融资工具也更加不便，或许只有折价出售优质资产、变卖项目、引入战略投资或者进行重大资产重组缓解困境，否则，申请破产清算的可能性会大大提升。

综上所述，蓝光发展于 2015 年完成借壳上市，拥有绝对控股地位的股东蓝光投资集团频繁进行股权质押交易。从上市开始截至 2021 年 12 月 31 日共进行了 72 次，房地产行业的质押比例在 A 股市场位居前列，蓝光投资的质押股数占总股本的比例以及占持股数的比例每年都远高于行业平均水平，质权方大部分为证券公司，质押目的在 2020 年之前以贷款为主，2020 年开始以补充质押为主。由于缺乏流动资金，无力回购质押股票，2021 年屡次被质权方司法冻结或强制抛售股票，进一步加剧了蓝光发展的现金流困境。

第 4 章 蓝光发展股权质押案例分析

股权质押作为一种融资方式，能够在一定时期内增强或削减竞争力，进而对公司价值产生影响。论文通过分析蓝光发展进行股权质押的原因、股权质押对外部投资者预期和公司内部治理的影响，说明股权质押对公司价值的损害。

4.1 股权质押动因分析

融资决策是指导公司筹措资金的一系列纲领或倾向 (Burner, 2005)。融资决策的制定要支持公司的目标和战略，当环境改变时，决策也应随之调整，因此，融资是反应性的，它发生在制定所有的投资和经营决策之后。蓝光发展运用股权质押进行融资的动因主要有以下两点：一是业务扩张产生的营运资金需求；二是公司自身资本结构的约束。

4.1.1 业务扩张产生的资金需求

作为一家区域性房地产公司，蓝光发展在上市前就制定了扩张至全国的战略。在 2009 年已经开始全国化布局，2012 年销售额破百亿，董事长杨铿公开表示将再投资 150 亿元用于储备土地。上市后开始不断提高杠杆、扩大规模，急速向全国扩张，至 2018 年，布局全国基本实现。如下图所示，在 2018 年新增土地储备总建筑面积达到顶峰，为 1496 万平方米，同比增长率也达到最大值约 155%。之后两年新增土地储备依然维持在较高水平，分别为 1121 万平方米和 962 万平方米，2021 年出现大幅度下降。

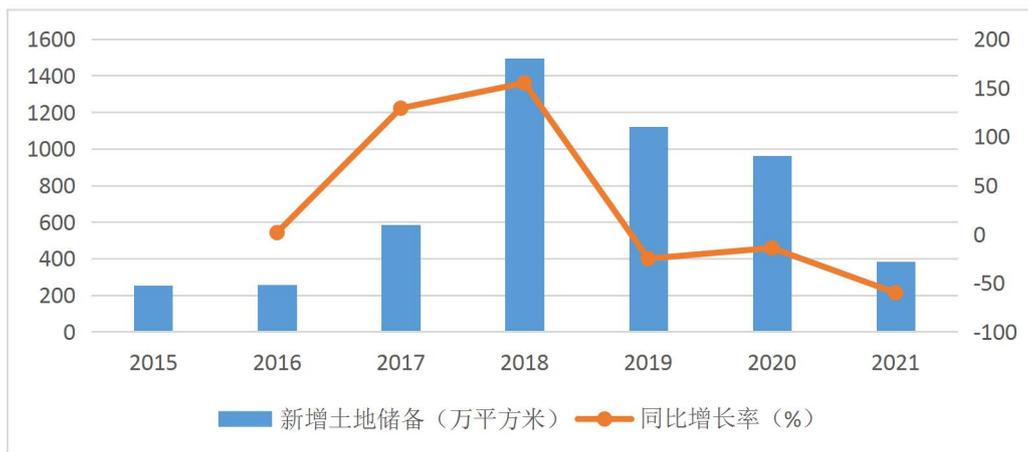


图 4.1 2015-2021 年蓝光发展新增土地储备情况

数据来源：蓝光发展各年年报

在土地储备快速增长的同时，蓝光发展频繁通过高额的溢价率拿地。从 2015

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/217000103011006031>