

大股东股权质押如何影响市值管理和公司价值?

鲁银梭, 钱芳璐

(浙江农林大学 经济管理学院, 杭州 311300)

摘要: 大股东通过股权质押获得融资的同时,也面临着补充质押风险和控制权转移风险。为平滑股价、规避风险、平稳市值,大股东在股权质押后有动机且有能力采取市值管理行为。单独研究股权质押和市值管理的文献相对丰富,但股权质押行为如何影响市值管理方式的选择?市值管理行为对公司价值的影响路径如何?尚缺乏深入探究。基于信号传递理论和市值管理理论,对光一科技的“股权质押行为—市值管理方式—市值管理绩效”的研究显示:频繁且高比例的股权质押加剧了质押风险,增强了市值管理的投机行为,虽短期内平滑了股价,但并不能改善企业的长期经营业绩。研究可为投资者识别企业股权质押动机与分析企业真实内在价值提供参考,对监管机构规范上市公司股权质押与市值管理行为有启示作用。

关键词: 股权质押;市值管理;内在价值;价值实现

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A **DOI 编码:** 11.7511/JMCS20220508

0 引言

股权质押是股票持有人(出质人)以其所拥有的股权作为质押标的物,向金融机构申请贷款或为第三方贷款(质权人)提供担保的行为^[1]。股权质押因具有融资便捷、成本较低、资金用途不受限制等特点而被上市公司所青睐。2015年以来,大股东股权质押在我国资本市场开始盛行。根据证券时报网2021年6月28日发布的《2532家公司股权存在质押 累计质押市值4.29万亿元》中的数据,截至2021年6月,普通股资本市场上被质押股权的上市公司达2532家,质押次数达2.14万笔,总市值达4.29万亿元。频繁的质押次数和庞大的质押规模正备受关注。

大股东股权质押在拓宽融资渠道、激活市场的同时,也引发了一定的质押风险。在股价下跌的过程中,大股东将面临补充质押和控制权转移风险,并对公司持续经营产生重大影响。

为规避股价下跌引发的股权质押风险,一方面,大股东可能会通过加强上市公司治理和提高公司价值来稳定股价;另一方面,大股东倾向采取以市值管理为主的短期应对策略来刺激股价,使之保持在预警线以上^[2]。事实上,由于大股东很大程度上掌握了上市公司的经营决策权,因此大股东主观上存在市值管理意愿,客观上应具备市值管理能力^[3]。

2014年5月,国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(简称新国九条)明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”,鼓励上市公司综合运用多种手段实现公司价值的最大化,追求长期、持续、健康的市值最大化。然而,一些上市公司市值管理过程中的机会主义行为,扭曲了市值管理的初衷,损害了公司长期价值的实现。

当前,单独研究股权质押和市值管理的文献相对丰富,而研究股权质押与市值管理关系的文献相对较少。股权质押对公司价值的影响

收稿日期: 2021-12-25

基金项目: 浙江省科技厅软科学重点项目“浙江星创天地运行绩效评价及其优化路径研究”(2021C25008),杭州市哲学社会科学规划课题“创业生态系统的动态演化与价值共创机制——以杭州市为例”(G21JC010)

作者简介: 鲁银梭,女,安徽芜湖人,博士,浙江农林大学经济管理学院副教授,研究方向为财务管理、公司治理;钱芳璐,通讯作者,女,浙江宁波人,浙江农林大学经济管理学院硕士研究生,研究方向为财务管理。

路径复杂,股权质押后的市值管理行为是否能提升企业价值?市值管理行为如何影响公司价值?这非常值得深入探讨。本文基于行为—手段—绩效的研究范式,通过对光一科技股权质押行为、市值管理手段、市值管理绩效的详细分析,深入探讨股权质押如何影响市值管理,并对市值管理的效果进行评价。

1 文献回顾与研究框架

1.1 股权质押与公司价值

控制权理论认为,控制权是一组排他性使用和处置企业稀缺资源的权利束,控制权具有收益性和可转移性。股权质押后,拥有控制权的大股东有能力制定战略决策和采取市值管理行为;当面临股价下跌引发的补充质押风险及控制权转移风险时,拥有控制权的大股东也有动机采取市值管理行为以抬升股价,维护市值。

股权质押相关研究主要集中于股权质押的动机和经济后果。高兰芬将质押动机归纳为投资动机、投机动机和现金增资^[4],龚俊琼将股权质押的动机总结为资金需求、维持或增加控制权、风险转移和利益侵占^[5]。

就经济后果而言,股权质押是一把双刃剑。一方面,股权质押有助于改善公司经营、提升企业价值、抑制违规倾向。从财务效应而言,股权质押资金用于公司经营管理,能有效改善公司业绩^[6];从激励效应而言,股权质押激发了大股东改善业绩的动力^[7];从监督效应而言,股权质押增强了质权方和监管机构的监督,有助于强化公司治理、抑制违规倾向^[8-9]。另一方面,股权质押可能增加公司风险、加剧股东占款掏空、抑制创新研发投入、弱化内部控制、损害上市公司价值。股权质押会增加公司风险,加剧大股东与中小股东之间的利益冲突^[10];大股东股权质押会弱化股东的激励效应,强化对中小股东的侵占效应,损害公司价值^[11]。股权质押下,大股东有动机通过削减研发费用、创新投入等来修饰财务报表,从而平滑股价,且质押比例越高,股权质押对创新研发的抑制作用越强^[12]。股权质押降低了企业风险承担水平,从而抑制创新活动^[13]。大股东质押行为将会降低企业内部控制有效性,且质押程度越高,对企业内部控制的损害越严重^[14]。

1.2 股权质押与市值管理

信号传递理论认为,上市公司内部优势信息需要通过上市公司公告、路演等公开方式传递给外部投资者,以达到稳定上市公司股价、强化投资者信心的目的。然而实践中,具有信息优势的上市公司大股东和管理层为谋求自身利益最大化,往往会有选择性地向信息劣势方输出利好信号而隐瞒负面消息,通过控制信息的发布时间及发布内容来影响信息劣势方的投资决策。

市值管理的战略性行为可以缓解股票固有风险和公司治理风险,抑制大股东对上市公司的掏空、侵害行为^[15],使企业内在价值与外在价值趋于一致,促进证券市场良性发展。然而股权质押背景下,大股东可能策略性地传递股利信号、利润信号和融资信号,影响投资者判断,拉升股价、规避股价崩盘带来的质押风险,甚至可能采取延迟披露、遗漏披露以及虚假陈述等行为^[16]。大股东还可能会操纵临时公告的信息披露方式,公布更多利好消息,回避或隐藏负面消息,降低信息披露质量^[17]。基于A股上市公司2005—2015年的股权质押公告的实证研究显示,股权质押后,上市公司的送转倾向和送转比例都有显著提升,送转的股利政策既能在短期内刺激股价上升,也能部分替代现金股利^[18]。当控股股东质押股份比例很高时,上市公司更可能推出“高送转”股利政策,回避或降低现金股利的倾向更大^[19]。股权质押后,盈余管理也是企业市值管理的重要手段,如果运用得当,盈余管理可以增强企业财务柔性;如果运用不当,操纵盈余可能成为掩盖真实财务情况的“遮羞布”^[20]。

1.3 市值管理的绩效评价

市值管理理论的核心在于提升企业内在价值以实现企业价值创造最大化,并通过合法、合理、合规的资本手段对企业市场价值做出引导,力求达成企业价值最优化,最终实现企业内在价值与市值的稳健增长^[21]。2014年5月,“新国九条”明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。上市公司采取的市值管理手段对公司价值实现(企业市值)与价值创造(企业内在价值)均会产生影响。

施光耀等提出构建上市公司市值管理评价指标体系,认为市值管理绩效需要从价值创造、价值实现、价值关联度三方面进行全面评

价^[22]。其中价值创造是基础,价值实现是目标,价值关联度用来测量价值实现与价值创造之间的差异。价值创造通过上市公司的价值创造量(EVA)、价值创造效率(EVA率)和盈利能力(ROM、ROE、EPS)衡量,价值实现用市值(MV)和市场增加值(MVA)衡量,价值关联度用价值创造和价值实现在当年全部A股公司中的排名差异来评价。张济建和苗晴分析了市值管理的三大环节:价值创造、价值经营和价值实现。其中价值创造产生当前经济价值,价值经营产生潜在经济价值,当前经济价值与潜在经济价值共同反映上市公司的内在价值^[23]。

1.4 研究框架

上市公司市值管理手段丰富,股权质押与市值管理的作用路径复杂,基于控制权理论、信号传递理论和市值管理理论及相关文献的梳理,本文尝试构建股权质押行为—市值管理手段—市值管理绩效的研究框架(图1),通过对光一科技的股权质押行为、市值管理手段、市值管理效果进行分析,以挖掘股权质押对公司价值的影响机制。本文借鉴施光耀等构建的上市公司市值管理评价指标体系^[22],通过价值创造、价值实现、价值关联度等指标衡量上市公司的市值管理效果。

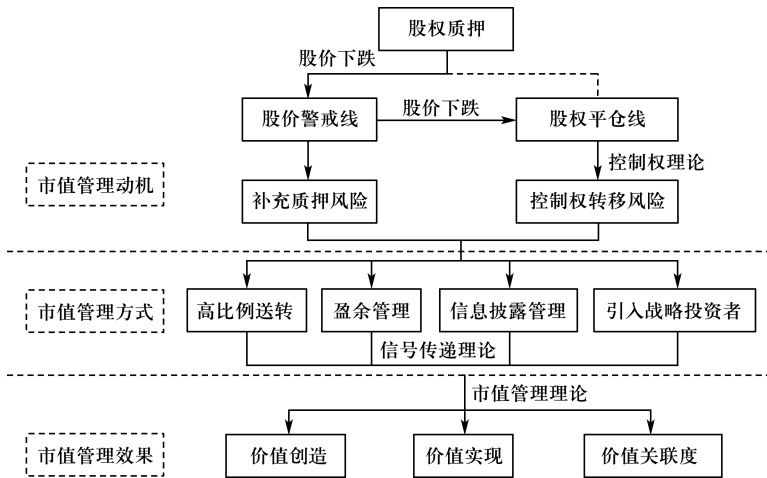


图1 研究框架

Fig. 1 A research framework

2 研究设计

2.1 研究方法

案例研究能深入解释“为何”和“如何”的问题,有利于挖掘变量间的影响机理。本文的研究主题是“股权质押行为如何影响市值管理手段的选择”“市值管理如何影响公司价值”,因此案例研究方法契合本文的研究主题。本文采用单案例研究方法,遵循案例选择、数据收集、案例分析、结论形成的研究思路,基于行为—手段—绩效的范式,通过对典型案例的挖掘,提炼复杂现象背后的作用机理。

2.2 案例选取

综合考虑案例的典型性和代表性,数据的丰富性和可得性,本研究选择了光一科技为研究对象。光一科技成立于2000年4月,并于

2012年10月在深交所创业板上市,是一家以信息服务为中心,集智能用电业务、数字版权管理、健康医疗管理等领域发展为一体的多元化上市公司。

光一科技的股权质押行为非常典型,大股东质押次数频繁、质押金额巨大、质押风险突出。截至2020年年末,大股东累计质押股权91次,累计质押股权市值约59.53亿元,2015年底以来,光一科技股价持续下跌,光一科技累计补充质押28次,累计被动减持2802.84万股,司法拍卖4406.75万股。

光一科技的市值管理手段相对丰富,股权质押期间,光一科技采取了引入战略投资者、实施盈余管理、策略性信息披露、推行“高送转”股利政策等市值管理手段。这些市值管理手段虽短期内缓解了股权质押风险,但未从根本上提

升企业内在价值、改善公司业绩,致使光一科技后来仍出现融资紧缺、业绩下降的现象。

2.3 资料来源

作为一家上市公司,光一科技的股权质押、股利政策、财务数据等信息公开可得。本文收集了光一科技自上市以来的历年财务报告;收集了股权质押、解除质押、质押回购、补充质押、股权冻结、股权司法拍卖、股份被动减持等相关公告,共计89份;收集了光一科技相关财经报道、查阅了国泰安数据库等,并结合案例主题对资料进行提取和分析。根据案例研究的要求,将不同来源的信息交叉检验,确保案例数据的真实性和可靠性。

3 案例描述

3.1 光一科技的公司概况

光一科技于2000年4月在江苏省南京市注册成立,并于2012年10月在深圳证券交易所创业板上市。光一科技上市初期以电力设备为主营业务,受国家电网投资周期及细分行业发展规划影响,主营业务面临招标规模下降、行业竞争加剧的市场风险。为此,光一科技进行资源整合与业务拓展,通过收购兼并,逐渐向互联健康、版权管理、食品溯源三个领域拓展。截至2020年报告期,光一科技前十大股东持股情况见表1。

表1 光一科技前十大股东持股情况

Tab.1 The shareholding of top ten shareholders of Elefirst

股东名称	股东性质	持股比例	报告期末持股数量/股
江苏光一投资管理有限责任公司	境内非国有法人	16.54%	67 476 018
湖北乾瀚投资有限公司	境内非国有法人	9.14%	37 297 027
龙某某	境内自然人	4.50%	18 345 029
任某某	境内自然人	1.71%	6 981 540
谢某明	境内自然人	1.11%	4 526 065
汤某某	境内自然人	1.08%	4 388 000
谢某龙	境内自然人	0.57%	2 309 700
任某晶	境内自然人	0.55%	2 230 855
陈 某	境内自然人	0.54%	2 199 100
李某某	境内自然人	0.54%	2 190 500

数据来源:上市公司公告。

光一科技的第一大股东为江苏光一投资管理有限责任公司(简称光一投资)。龙某某为光一投资和光一科技的实际控制人,兼任光一科技的董事长和总裁。龙某某及其配偶分别持有光一投资61.50%和16.50%股份,拥有光一投资的绝对控制权。光一投资以16.54%的持股比例获得对光一科技的相对控股地位,龙某某个人持有光一科技4.50%的股份。综上,光一投资及其一致行动人龙某某及其配偶共持有光一科技合计21.04%的股份,乾瀚投资及其一致行动人合计持有光一科技11.40%的股份。本文将光一投资及其一致行动人龙某某及其配偶合称为光一科技大股东。

3.2 大股东股权质押概况

自2012年上市至2020年年末大股东股权

质押数据显示,光一科技大股东股权质押呈现质押次数频繁、质押融资数额较大、质押风险突出的特点。

(1) 股权质押次数频繁

光一科技自上市以来,大股东开展了较为频繁的股权质押业务(图2)。截至2020年年末,大股东累计质押股权91次。光一投资于2013年8月5日开始第一笔股权质押,累计质押股权58次。实际控制人龙某某及其配偶于2015年8月28日开始第一笔股权质押,累计质押股权33次。2015年至2017年大股东股权质押次数明显增加,2017年质押次数高达34次。

(2) 质押融资数额较大

截至2020年年末,以大股东质押股权当日光一科技股票的收盘价为基准,8年间光一科

技大股东累计质押股权市值高达 59.53 亿元 (图 3), 其中, 控股股东光一投资累计质押股权市值达 45.77 亿元, 实际控制人龙某某夫妇累计质押股权市值达 13.76 亿元。

(3) 股权质押风险突出

图 4 显示, 自 2013 年大股东开始股权质押

以来, 累计股权质押比例持续攀升且居高不下, 2017 年下半年开始股权质押比例一度高达 90%。而其股价则持续下跌, 光一科技大股东面临质押股权价值下降带来的补充质押风险和质押股份不断被动减持带来的控制权转移风险。

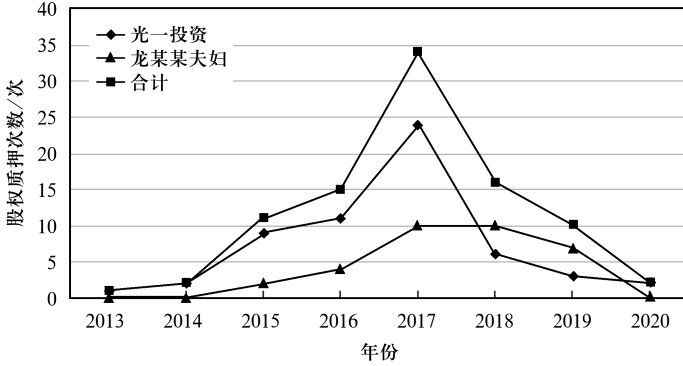


图 2 大股东股权质押次数

Fig. 2 The frequency of equity pledges by major shareholders

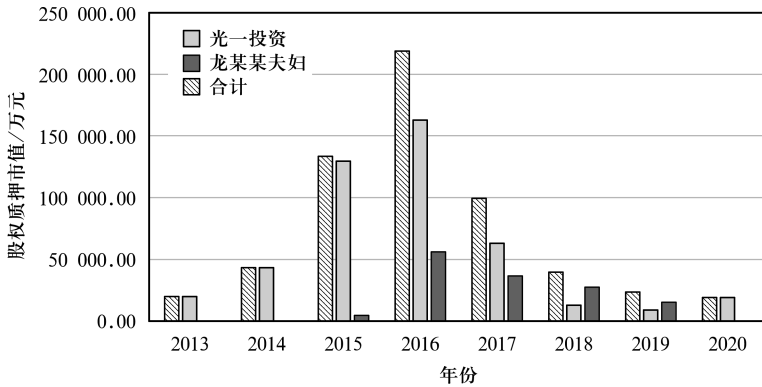


图 3 大股东股权质押市值数额

Fig. 3 The amount of equity pledges by major shareholders

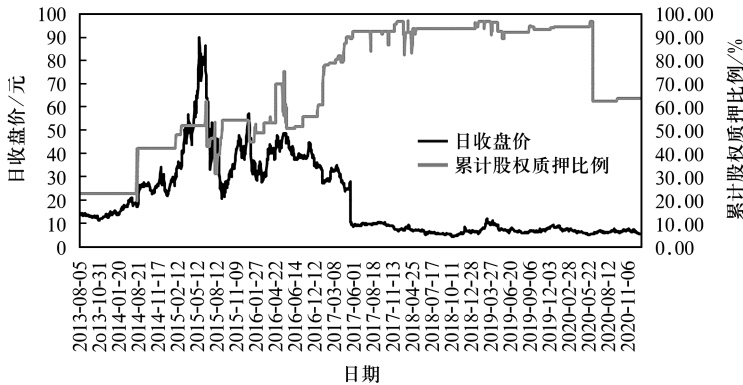


图 4 大股东股权质押风险

Fig. 4 The risk of equity pledges by major shareholders

4 案例分析

4.1 股权质押下,市值管理动机强烈

(1) 缓解补充质押风险

股权质押下,质押股权的价值随着被质押上市公司股价的波动而变动,当质押股权的股价跌至警戒线时,质权人为保障自身利益,有权要求出质人进行补充质押以维持质押物价值稳定。2015年中起,光一科技股价进入下跌状态,股市收盘价由2015年5月21日的90元/股下

跌至2016年12月30日的34.55元/股,股价下跌致使质押股权严重贬值。自2016年12月起,光一科技大股东陷入补充质押困境,自2016年12月至2017年12月(表2),光一科技大股东累计质押37次,累计质押股权市值达10.96亿元,其中补充质押25次,累计补充质押市值达4.71亿元。如若股价继续下跌,大股东可能面临资金紧张、甚至因高比例质押而无股可押的困境,因此大股东有动机通过市值管理手段平滑股价、抑制股价下跌以缓解补充质押风险。

表2 大股东2016年至2017年股权质押用途明细

Tab.2 Details of the use of equity pledges by major shareholders from 2016 to 2017

质押用途	质押市值/万元	质押次数
补充质押	47 059.57	25
补充流动资金	26 688.67	5
项目投资	17 358.40	3
归还贷款	11 868.00	1
资金周转	6 487.60	2
未说明	143.80	1
合计	109 606.04	37

数据来源:上市公司公告。

(2) 防范控制权转移

大股东持续的补充质押加剧了资金流动的压力,当大股东无充足资金按期赎回质押股权及对已触及警戒线甚至平仓线的质押股权进行补充质押时,质押股权将被动减持或面临司法拍卖,大股东控制权转移风险加剧。自2018年9月起,因光一科技大股东无法按期赎回质押

的股权,导致质押大量违约,股权持续被动减持。截至2020年12月末,大股东合计被动减持6.85%的公司股份(表3),8.44%的股份陆续被司法拍卖(表4)。因此,在控制权变更风险加剧的情况下,大股东有动机通过市值管理手段引导股价抬升,规避控制权转移风险。

表3 大股东质押股份被动减持情况

Tab.3 Passive reduction of the pledged shares of major shareholders

公告日	股东名称	被动减持股数/万股	被动减持股数占公司股本比例/%	减持后持股总数/万股
2018年9月10日	光一投资	4.00	0.01	10 646.00
2018年12月26日	光一投资	386.00	0.94	10 260.00
2018年12月29日	光一投资	233.59	0.57	10 026.41
2019年3月27日	龙某某夫妇	239.32	0.59	3 938.88
2019年4月1日	光一投资	343.87	0.84	9 674.70
2019年4月1日	龙某某夫妇	74.38	0.18	3 864.50
2019年4月2日	光一投资	189.36	0.46	9 221.23
2019年6月28日	光一投资	335.51	0.82	9 049.29
2019年6月28日	龙某某夫妇	210.03	0.51	3 654.47
2019年9月30日	光一投资	44.53	0.11	9 004.76

(续表)

公告日	股东名称	被动减持股数/万股	被动减持股数占公司股本比例/%	减后后持股总数/万股
2019年10月25日	光一投资	211.61	0.52	8 211.16
2020年1月9日	光一投资	182.82	0.44	8 028.34
2020年4月1日	光一投资	4.32	0.01	8 024.02
2020年6月30日	光一投资	283.50	0.70	7 740.52
2020年6月30日	龙某某夫妇	60.00	0.15	3 594.47
合计	—	2 802.84	6.85	—

数据来源:上市公司公告。

表4 大股东股份司法拍卖情况

Tab.4 Judicial auction of the shares of major shareholders

公告时间	股东名称	拍卖股数/ 万股	拍卖股数占 个人持股比例/%	拍卖股数占 公司总股本比例/%	拍卖价款/ 万元
2019年10月25日	光一投资	582.01	6.62	1.42	3 181.50
2019年10月25日	龙某某	508.43	17.65	1.24	2 800.00
2020年6月18日	光一投资	992.92	12.83	2.43	5 403.64
2020年9月14日	龙某某	478.40	20.68	1.17	2 920.00
2020年9月14日	龙某某配偶	316.42	100.00	0.78	1 883.76
2020年12月21日	龙某某	572.00	31.18	1.40	3 156.00
合计	—	3 450.17	—	8.44	19 344.90

数据来源:上市公司公告。

4.2 股权质押下,市值管理手段多元

(1) 发布高比例送转股利政策

光一科技2016年业绩表现良好,实现营业收入81 429.81万元,同比增长15.07%,利润总额8 358.36万元,同比增长32.65%。然而资本市场股价走势却不尽如人意。2017年2

月21日,大股东质押股权合计4 678万股,占其总持股比例78.87%。在大股东深陷高比例质押且不断补充质押困境下,光一科技于2017年2月22日盘后发布“高送转”预案^①,次日股价大涨,预案发布后10个交易日内股价有明显提升(图5)。

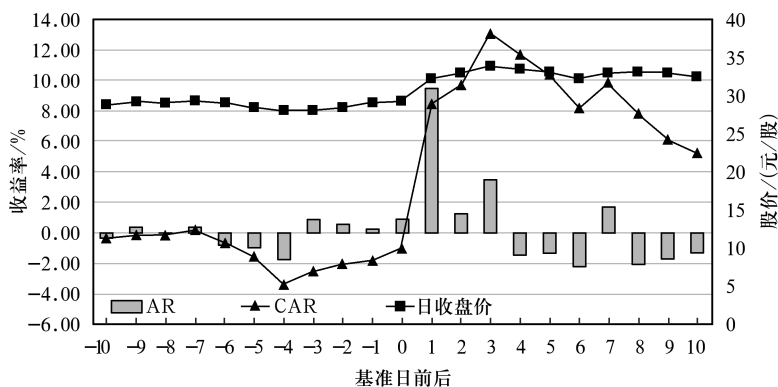


图5 光一科技高送转短期市场反应

Fig. 5 The short-term market reaction to the “high dividend paying policy” of Elefirst

^①2017年2月22日,光一科技发布2016年股利分配预案,采用资本公积转增股本的形式,向全体股东每10股转增15股,共转增249 182 772股。

高比例送转虽仅是内部所有者权益的变动,未对企业价值造成实质影响,但其“价格幻觉效应”向外部投资者传递了积极的股利信息。在短期内,高比例送转预案的发布抬升了股价,缓解了大股东补充质押风险。

(2) 计提商誉减值,向下操纵应计盈余

2018年4月11日晚间,光一科技发布修正业绩快报,表示“公司对下属重要子公司的商誉计提资产减值损失并对部分收入确认予以调整,其中对重要子公司的商誉计提资产减值损失约为3.9亿元,对部分收入确认时点重新进行调整,影响利润约为-4463万元。受前述原因影响,光一科技2017年度归属净利润由4765.55万元修正为亏损约3.84亿元。”而此前,光一科技在4月10日、4月11日连续收获两个涨停板,且在光一科技发布修正业绩预告前一日,控股股东光一投资解除了先前质押给华泰证券(上海)资产管理有限公司的股权合计710万股,剩余质押的股权大多暂无触及警戒线的风险。

光一科技净利润骤降的主要原因是湖北索瑞电气有限公司与江苏德能电力设计咨询有

限公司全额计提了商誉减值准备,若是2017年度光一科技不计提巨额商誉,该笔商誉减值仍将会在今后年度影响利润。光一科技大股东可能为强化投资者对主营业务转型的信心,规避补充质押风险的目的,进行计提商誉减值准备,向下操纵应计盈余。

(3) 削减酌量性费用,向上操纵真实盈余

酌量性费用包括管理费用、销售费用、研发费用等。光一科技管理费用自2016年至2018年期间逐年下滑(图6),管理费用中职工薪酬下滑明显,由2016年的2706.69万元下降至2020年的2557.80万元。2018年光一科技研发费用也发生较大数额下滑,且研发费用下降与上市公司的战略扩张和产业布局^①不相匹配。而此期间,光一科技大股东陷入高比例质押且不断补充质押的困境,最高累计质押股份占股东持股比例达96.63%。由于酌量性费用影响当期现金流,对利润的增减起到立竿见影的作用,故而在股权质押风险较高的情况下,大股东可能采取削减酌量性费用的手段以增加企业盈余、平稳股价,以缓解大股东补充质押风险。

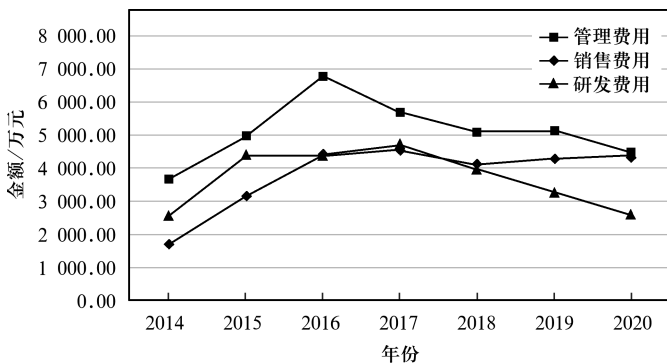


图6 光一科技2014年至2020年酌量性费用分析

Fig. 6 An analysis of the discretionary cost of Elefirst from 2014 to 2020

(4) 延迟披露负面信息

自2018年9月起,光一科技股价暴跌致使大股东股权质押风险凸显,在高比例质押且无法补充质押的情况下,大股东所质押的股份不

断被动减持和被司法拍卖。自2019年起,中国证券监督管理委员会江苏监管局先后发布三则针对光一科技信息披露问题的警示函,包括江苏监管局文号(2019)57号、(2020)119号、

^①2017年光一科技在年报中明确指出,为应对国家电网招标规模下降等市场风险,电力业务将通过加强研发投入、提升技术力量进行新产品开发创新。与此同时,2017年公司确立了版权云业务作为未来上市公司深耕发展的主要业务,内容包括采用自主研发方式对版权云生态产业链的重要环节进行产业布局。

(2020)120号文件,内容涵盖光一科技未按规定预先披露减持计划、延迟披露公司重大诉讼、延迟披露相关关联交易、延迟披露重大资产重组终止信息、延迟披露股东股份被司法冻结与拍卖等负面信息。由此可见,在大股东高比例股权质押且上市公司股价持续下跌的情况下,大股东未及时向上市公司履行告知义务,未及时配合上市公司履行信息披露义务,意图通过延缓负面信息披露的时间来缓解股价下跌趋势。

(5)引入战略投资者

大股东引入战略投资者进行债务重组是解除股权质押危机最直接有效的手段。企业通过债务重组进行自救,能够有效缓解流动性风险,预防质押的股权被平仓。2018年6月27日,

公司实际控制人龙某某累计质押股份占其所持公司股份总数的87.63%,光一投资累计质押股份占其所持公司股份总数的99.85%,其中,质押到期尚未偿还的股份占两者合计持股总数的59.66%,公司股票收盘价格为5.99元/股,低于预警线的股份数量占两者合计持股总数的12.38%。2018年6月22日,光一科技公布关于控股股东引入战略投资者(上海东源汇信股权投资基金管理有限公司)的公告。图7显示,事件发生日后10个交易日内光一科技的累计超额收益率明显由负转正,重组预案为上市公司带来短期有效的超额收益,重组公告的发布短期拉升了光一科技股价,缓解了大股东的股权质押危机。

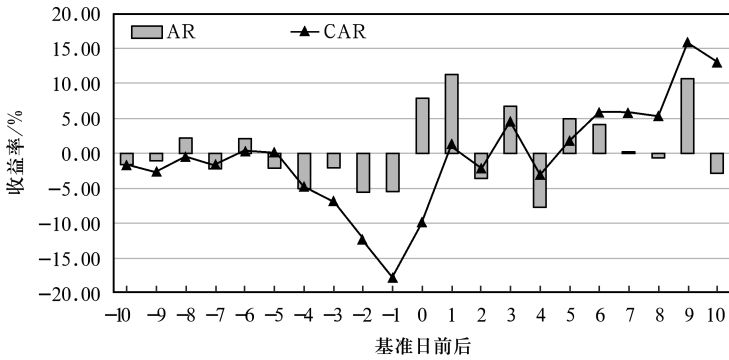


图7 光一科技引入战略投资者的短期市场反应

Fig. 7 The short-term market reaction to the introduction of strategic investments

4.3 股权质押下市值管理初衷遭扭曲

(1)短期达成价值实现

自2015年光一科技大股东频繁进行股权

质押业务以来,光一科技总市值(MV)与托宾Q值总体呈现下降趋势(图8)。在光一科技大股东陷入补充质押风险与控制权转移风险时,

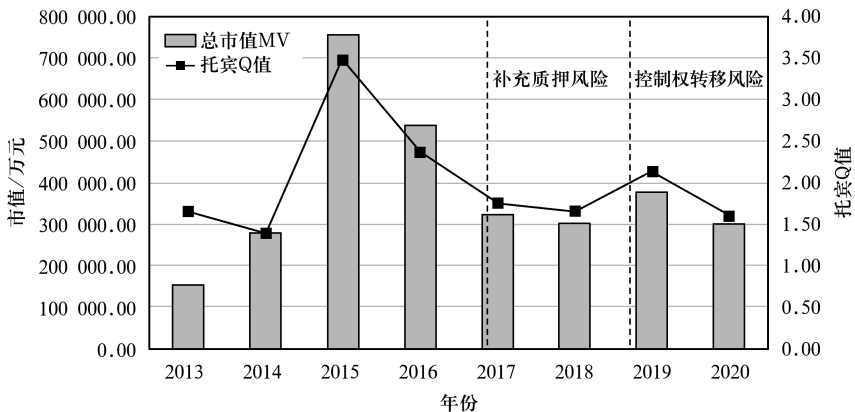


图8 光一科技2013年至2020年价值实现分析

Fig. 8 An analysis of the value realization of Elefirst from 2013 to 2020

市值与托宾 Q 值总体下降趋势逐渐平缓,2017 年至 2020 年市值维持在 29.87 亿元至 37.42 亿元之间,托宾 Q 值维持在 1.60 至 2.13 区间。在此期间,高比例送转的股利政策抬升了股价,盈余管理也在报表层面美化了业绩,平滑了股价,引入战略投资者引发了市场正向反应,而延迟负面信息披露延缓了股价下跌,以上市值管理手段,在一定程度上维护了市值,取得了一定的短期成效。

(2) 长期弱化价值创造

经济增加值(EVA)将企业的增量价值创造作为评估标准,旨在准确反映公司为股东创

造的真实价值。表 5 显示,2013 年至 2020 年间,光一科技经济增加值(EVA)始终为负,且总体呈现下降的趋势,由 2013 年的 -646.82 万元下降至 2017 年的 -18 740.55 万元。在 2017 年管理层计提巨额商誉减值、向下操纵应计盈余后,EVA 值于 2018 年有所回升。可见,通过盈余管理、高比例送转等市值管理手段仅能实现报表层面的企业利润美化,对企业内在价值提升并无显著改善。自 2018 年 9 月起,光一科技大股东质押股权不断被司法拍卖、被动减持、债务重组失败等使光一科技企业价值不断受损、持续下跌。

表 5 光一科技 2013 年至 2020 年经济增加值分析

Tab. 5 An analysis of the economic value added of Elefirst from 2013 to 2020

年份	税后净营业利润/万元	资本总额/万元	加权平均资本成本/%	经济增加值/万元
2013 年	4 370.93	73 112.28	6.86	-646.82
2014 年	2 842.42	135 536.92	5.58	-4 725.56
2015 年	5 817.66	142 713.59	6.30	-3 175.29
2016 年	6 772.79	148 099.69	8.13	-5 262.03
2017 年	-8 992.61	134 620.40	7.24	-18 740.55
2018 年	5 936.27	147 789.86	6.27	-3 328.08
2019 年	5 950.10	142 027.06	7.01	-4 003.70
2020 年	-4 736.65	161 156.89	6.40	-15 047.59

数据来源:国泰安数据库。

(3) 市值管理目标扭曲

以光一科技所属行业(制造业——电气机械及器材制造业)同行企业数据进行横向排名比较,将 EVA 指标排名与托宾 Q 指标排名差额绝对值作为衡量企业价值与市值关联度的指标,差额绝对值越大,表明上市公司价值创造与价值实现越不匹配,存在企业价值被低估或是企业市值被高估的可能。

表 6 显示,2014 年至 2020 年企业 EVA 值排名百分比的均值为 79.54%,表明光一科技内在价值行业排名较为落后,上市公司提升企业内在价值的能力弱于同行大部分企业。然而,自 2015 年光一科技大股东股权质押业务逐渐频繁开展以来,上市公司托宾 Q 值由 2014

年的行业前 81.41% 一跃而上至 2015 年的行业前 25.90%,且后续年度基本稳定维持在行业前 40% 左右,这表明光一科技采取了市值管理手段以维持企业市值稳定,并且达成了较好的效果。然而,2013 年至 2020 年光一科技市值指标排名始终高于价值指标排名,上市公司企业内在价值与市值并不匹配。光一科技虽采取市值管理手段抬高了市值,但企业内在价值并未得到同步提升。市值管理的目标旨在实现内在价值与外在价值的统一,而光一科技内在价值与市值(外在价值)的关联度显示,光一科技的一系列市值管理手段扭曲了市值管理的目标。

表6 光一科技2013年至2020年价值关联度分析

Tab. 6 An analysis of the value correlation of Elefirst from 2013 to 2020

年份	市值管理								价值关联度 排名差额
	价值创造				价值实现				
	EVA	总样 本量	行业 排名	排名 百分比/%	托宾 Q值	总样 本量	行业 排名	排名 百分比/%	
2013年	-646.82	147	63	42.86	1.65	147	62	42.18	1
2014年	-4 725.56	156	131	83.97	1.39	156	127	81.41	4
2015年	-3 175.29	166	133	80.12	3.48	166	43	25.90	90
2016年	-5 262.03	186	132	70.97	2.36	186	76	40.86	56
2017年	-18 740.55	214	207	96.73	1.75	214	99	46.26	108
2018年	-3 328.08	229	177	77.29	1.65	229	63	27.51	114
2019年	-4 003.70	233	149	63.95	2.13	233	42	18.03	107
2020年	-15 047.59	258	216	83.72	1.60	258	138	53.49	78

数据来源:国泰安数据库。

5 研究总结

5.1 研究结论

本文基于控制权理论、信号传递理论和市值管理理论,分析了光一科技的市值管理动机、市值管理手段、市值管理效果,案例揭示了大股东股权质押对市值管理手段和市值管理效果的影响、比较了不同市值管理手段的实施前提和实施效果,研究结论包括:

(1)股权质押增强了上市公司市值管理的投机行为

首先,股权质押增强了市值管理的诉求,在所有权与经营权重叠的情况下,大股东能够直接对上市公司经营治理做出决策;当面临股价波动引发的补充质押风险及控制权转移风险时,大股东有强烈动机采取市值管理行为来引导股价抬升,以缓解质押风险和规避控制权转移。因此,股权质押下,大股东有动机有能力采取市值管理手段平滑股价、稳定市值、规避风险。

其次,高质押风险易引发市值管理的机会主义行为,随着股权质押频率和质押规模的增加,大股东通常面临显著增加的补充质押风险和实际控制权转移风险。此时,大股东市值管理的动机和机会主义行为会愈加强烈。通过努力经营提高企业内在价值、引导股价提升的方式往往见效缓慢。大股东更倾向于通过高比例送

转、操纵盈余管理、操纵信息披露等机会主义行为来实现抬升股价与维护市值的目的。

最后,高比例质押易扭曲市值管理的初衷,虽然市值管理的初衷是通过企业内在价值的提升来实现企业市值的增长,实现企业内在价值与市场价值的契合和共同正向发展。但高比例质押的大股东往往急于缓解眼前危机,试图获得立竿见影的效果,因而扭曲了市值管理的初衷。延迟负面信息披露、操纵盈余等手段虽然可以短期粉饰业绩、平滑股价,但对企业内在价值的提升却无显著作用,甚至对企业内在价值造成损害。

(2)不同市值管理手段的实施前提和经济后果各异

在面临股权质押风险时,上市公司通常综合采取高送转股利政策、应计和真实盈余管理、延迟负面信息披露、引入战略投资者等多种市值管理手段。不同市值管理手段有其不同的实施前提和经济后果,上市公司应综合分析企业面临的客观环境、评估不同手段的实施效果,因时制宜、因势施策地选择有利于企业价值创造和价值经营的市值管理手段。

高送转股利政策需以公司的内在价值为依托,并以公司股票市场价值受到低估或者不存在高估时为政策推行的时间窗口。高送转股利政策虽有助于提高股票流动性、提振投资者信心,但如果公司的发展能力与盈利能力不能支

撑股本扩张,则会造成每股收益降低、每股净资产降低的“摊薄效应”。

应计盈余管理利用会计准则的选择性和会计估计判断调整会计盈余在各期的分布以粉饰企业真实业绩。会计准则是应计盈余管理的重要制度框架,盈余管理的操作必须顺应会计准则的要求,在会计准则限定的范围内进行。不断完善的会计准则和相关监管政策压缩了应计盈余管理的可操作空间。

真实盈余管理通过操纵真实业务活动如研发支出、资本性投资、生产销售安排等调高盈余、修饰业绩以向市场传递积极信号。其基于真实业务活动且符合会计准则要求,是上市公司更加隐蔽的市值管理手段。然而真实盈余管理易导致企业的经营活动偏离最佳经营决策,并对企业的可持续发展能力造成损害。

策略性信息披露通过谨慎选择信息披露的内容和时机来稳定股价。信息披露延迟虽然短期维持了交易日至信息披露日之间的公司股票价格,但该行为不仅可能涉嫌违规,还会损害公司诚信。

引入战略投资者的短期市场反应最为积极有效,但其对公司长期价值的影响取决于战略投资者在经营管理中能否通过协同合作和资源整合来改善经营管理、实现价值创造。

5.2 理论贡献与局限

本文主要的学术贡献在于:①揭示了股权质押下上市公司扭曲市值管理的路径,有助于投资者识别企业动机和真实价值,有助于监管机构规范上市公司的股权质押行为和市值管理行为;②从企业内在价值和公司市值两方面对市值管理效果进行评价,更全面地揭示了市值管理对公司价值的影响路径。

本文可能存在的局限:①本文的研究数据来源于上市公司年报、公告及各类数据库,对于上市公司未公开披露的信息无法做出分析;②鉴于2021年5月31日光一科技被实施其他风险警示,变更为“ST光一”,本文仅针对光一科技2012年至2020年数据进行研究。

5.3 实践启示

大股东股权质押作为上市公司常用的融资方式,其利益与风险并存。股权质押虽然缓解了融资约束,但也面临着股价崩盘而引发的补

充质押风险和控制权转移风险。为了规避风险,大股东有较强的动机采取市值管理的机会主义行为,损害企业内在价值。为此,股权质押背景下,上市公司需强化内部控制机制,抑制大股东的机会主义行为,保障利益相关者的合法权益;监管机构需建立风险预警机制和动态监管机制,持续跟进高比例股权质押、股价触及质押警戒线或平仓线的上市公司,动态评估风险、及时给予中小投资者风险提示。价值创造是上市公司市值管理的基础与核心,上市公司应积极采取战略性行为,提升公司价值创造能力,实现企业内在价值和公司市值的同步提升。

参考文献

- [1] 谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 管理世界, 2016(5): 128-140.
- [2] 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.
- [3] 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(4): 172-189.
- [4] 高兰芬. 董监事股权质押之代理问题对会计资讯与公司绩效之影响[D]. 台湾:成功大学, 2002.
- [5] 龚俊琼. 我国上市公司大股东股权质押的动机及后果[J]. 当代经济, 2015(20): 12-13.
- [6] 张陶勇,陈焰华. 股权质押、资金投向与公司绩效——基于我国上市公司控股股东股权质押的经验数据[J]. 南京审计学院学报, 2014, 11(6): 63-70.
- [7] 王斌,蔡安辉,冯洋. 大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J]. 系统工程理论与实践, 2013, 33(7): 1762-1773.
- [8] 王斌,宋春霞. 大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式[J]. 华东经济管理, 2015, 29(8): 118-128.
- [9] 吕晓亮. 控股股东股权质押与公司违规[J]. 山西财经大学学报, 2017, 39(11): 84-96.
- [10] Anderson R, Puleoa M. Insider share-pledging and firm risk[R]. Southwestern Finance Association, 2015.
- [11] 郝项超,梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么?[J]. 会计研究, 2009(7): 57-63.

- [12] 朱磊, 孙成, 王春燕等. 大股东股权质押对企业创新投资的影响分析——基于创业板上市公司的经验证据 [J]. 证券市场导报, 2019(2): 26-34+76.
- [13] 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(5): 110-122.
- [14] 富钰媛, 苑泽明, 李田. 大股东股权质押与企业内部控制 [J]. 财经论丛, 2019(1): 71-80.
- [15] 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.
- [16] 张晨宇, 武剑锋. 大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗? [J]. 外国经济与管理, 2020, 42(5): 29-41
- [17] 李常青, 幸伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露 [J]. 统计研究, 2017, 34(12): 75-86.
- [18] 陈德棉, 何旭. 送转是为控股股东股权质押“保驾护航”吗? [J]. 上海金融, 2019(10): 28-35.
- [19] 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(4): 172-189.
- [20] 宋岩, 李帅, 宋爽. 股权质押与市值管理的内在机理研究——基于中介效应的检验 [J]. 烟台大学学报: 哲学社会科学版, 2020, 33(1): 106-120.
- [21] 施光耀, 刘国芳. 市值管理论 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2008.
- [22] 施光耀, 刘国芳, 梁彦军. 中国上市公司市值管理评价研究 [J]. 管理学报, 2008(1): 78-87.
- [23] 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.

How Do Equity Pledges of Major Shareholders Affect Market Value Management and Corporate Value?

LU Yin-suo, QIAN Fang-lu

(College of Economics and Management, Zhejiang A&F University, Hangzhou 311300, China)

Abstract: While obtaining funds through equity pledges, major shareholders also face the risk of supplementary pledge and control rights transfers. In order to smooth stock prices, avoid risks and stabilize market values, major shareholders have the motivation and ability to adopt market value management behaviors. The literatures on equity pledge and market value management are relatively rich, but there is a lack of in-depth exploration on how equity pledge affects the choice of market value management and the impact of market value management on corporate value. Based on the signal transmission theory and market value management theory, this paper takes Elefirst Technology as an example and discusses how equity pledges of major shareholders affects market value management, and what are the financial effects of different market value management methods. The study finds that frequent and high proportions of equity pledges exacerbate the risk of equity pledges and enhance the speculation of market value management. Although it smooths the stock price in the short term, it doesn't improve the long-term performance of enterprises. The study also provides a reference for investors to identify corporate motivations and analyze the real internal value of enterprises, and provides suggestions for regulators to regulate the equity pledge and market value management of listed companies.

Key words: equity pledge; market value management; intrinsic value; value realization