

股权质押虽是大股东个人获取资金的一种方式，但因其身份特殊性会导致其个人行为对整个公司造成影响，在贵人鸟公司这样股权集中度高的民营上市企业中，大股东不仅是公司治理的重要力量，也是公司财务决策的重大影响者。

贵人鸟公司控股股东在进行频繁的股权质押业务后，控制权和现金流权的差距严重拉大，“掏空”持股公司所需成本低、收益大，同时为了避免高比例股权质押潜藏的一系列风险隐患，控股股东有充足的动机和机会凭借其控制地位影响上市公司的治理与管理，从而对上市公司的价值产生负面影响。

加大控制权和现金流权的分离程度

我们以贵人鸟为例，控股股东林天福在整个实施股权质押的过程中，由于所拥有的贵人鸟公司股份数额始终不会减少，其所拥有的控制权也一直不会改变，而随着处于质押状态股份的比例越来越大，控股股东现金流的权利不断减少，从而导致了两种权利的差距拉大。

贵人鸟公司自2014年成功上市开始，随着股票质押规模不断扩大，控制权与现金流权分离程度自然逐渐加大，2018年拥有现金流权利仅剩余0.75%，两权分离程度拉高至75.47%；

随着质押比例的连年升高，控股股东融得了大量的资金，同时也实现了使用极少的资金流来对上市公司进行实质性的控制。

在2018年显示的这种极端的情况下，贵人鸟公司第二类代理问题更加恶劣，代理成本走高，对公司价值产生负面影响。

降低控股股东的掏空成本

股权质押行为给控股股东带来了一种选择权，贵人鸟集团在进行股权质押后，可视到期日的发展情况自由选择是否赎回所质押的股权。

如果质押到期日被质押的股权市值损失至不足以覆盖大股东的质押借款，作为理性“经济人”的控股股东，可能会主动或被动地放弃股权，由于他们质押股权所筹集的资金已经足够偿还前期购买相关股权的成本，在这种情况下，掏空成本非常低。

贵人鸟控股股东持股公司的股份市值远远低于通过股权质押套现得到的资金金额，这意味着控股股东侵占公司几乎不存在一点成本，控股股东对持股公司良好经营的意图将减弱，掏空企图增强，对公司价值十分不利。

假设上市公司在进行股权质押时股价为10元/股，质押打折率为40%，控股股东通过股权质押获得了4元/股的现金，质押到期时，如果股价低于4元/股，控股股东则很可能选择放弃股权以逃避清偿融资，通过股权质押将风险转移给了质权人。

在贵人鸟公司控股股东股权质押的案例中，以每次质押起始日的当日收盘价作为每股的参考股价计算当次股权质押的参考市值，截止到2018年12月31日，控股股东尚未解押的34464万股参考市值为71.8963亿元，平均每股参考股价为20.86元。

而此时贵人鸟的最新收盘价仅为5.77元，
也就是说，贵人鸟控股股东的掏空成本几乎为0。

股权质押给上市公司埋下风险隐患

股权质押本身并不是风险事件，但高比例股权质押给上市公司埋下了风险隐患，一旦出现负面因素引发上市公司股价下跌，其潜在风险随时可能触发。频繁公告质押

的贵人鸟公司对于股价的变化已经十分敏感，一旦股价受到影响在短时间内持续走低，很容易陷入到平仓危机。

2018年6月，贵人鸟股价历经了一次暴跌，已被质押的大部分股权开始面临平仓风险，贵人鸟集团不得不将其持有的剩余6200万股流通股份分别补充质押给渤海国际信托与平安信托。

截止到当年年末，贵人鸟集团持有的全部质押股权均已跌出平仓线，而这时集团却已再无股份能继续质押，当股价下跌至平仓线而又无法补仓时，公司控制权稳定性很容易被影响。

2019年8月，公司因与中原信托有限公司的借款合同纠纷案件，贵人鸟集团所持公司67.86%的股份、共计42654.73万股被施加冻结，因公司股价早已跌破曾与有关机构约定的履约保障比例平仓线，贵人鸟集团持有的股份仍然存在被轮候冻结的风险，一旦接下来被司法处置，实际控制人将不再是贵人鸟集团。

从某种角度来看，实际控制人地位的稳固是上市企业有序经营的有力保证，控制权如果转移势必会增加企业方方面面的成本，影响发展的稳定性和持续性。

投资策略激进

由于受到高比例股权质押的影响，大股东的风险偏好与公司、中小股东的不一致程度逐渐加深，贵人鸟公司走上了一条愈发激进的投资之路。

如果在股权质押期间投资成功，股票价值迅速上升，控股股东无疑还是最大受益者；如若投资决策失败，受股权质押制度的影响，大股东完全可以选择放弃还款。

信息不对称的存在使得投资活动是广大投资者判断企业价值的重要方面，扩大对外投资规模传递出控股股东看好公司未来的发展前景的信号，有助于短期内股价的维

持与提升。

在
这样
的机制下

，控股股东在过度

股权质押后对风险的偏好很可能与原本不同，

投资决策变得更为冒险激进，即使投资失败，也有质权人接盘，大大影响了投资效率，而投资活动是否成功是直接影响企业价值的重要因素之一。

贵人鸟自2014年股权质押以来，大力进行收购投资，累积投资金额超过20亿元，横跨“互联网+体育”，体育经纪、保险、游戏，赛事主办等多个领域。

2015年，贵人鸟先后通过泉翔投资入股虎扑体育，联合虎扑和景林资本合作成立规模达到20亿的体育产业基金，以超过2亿元分别出资康湃思网络、康湃思体育管理、康湃思体育咨询，其全资子公司贵人鸟香港以2000万欧元投资西班牙公司BOY；

2016年，贵人鸟以1亿元出资体育游戏公司星友科技，以3.83亿元受让杰之行股权并对其增资，并收购了篮球品牌AND1。2016~2017年，公司累计以7.5亿元全资收购名鞋库；

2017年，公司又出资2000万美元收购美国运动品牌PRINCE，并打算以27亿元的不合理高价收购威康健身100%股权，此次拟收购在9月份以失败告终。

2018年，贵人鸟继续花费9000万元分别在上海、厦门

贵人鸟公司投资活动为公司贡献的现金流量为负，虽然扩张举动不间断，取得的投资回报却极少。

2018年，公司减少了投资支出，开始抛售曾经投资的子公司，杰之行发生业绩亏损，三年整体业绩承诺无法实现，以低于投资成本价转让其全部持有股权，产生投资亏损等损失1.12亿元，继而公司以2.73亿转让间接持有虎扑13.66%股份缓解危机，BOY公司年度亏损17.95万欧元。

因收购名鞋库产生的商誉计提减值9320.32万元，贵人鸟频繁的投资活动以失败告终，给公司带来了严重的财务负担，使公司面临着较大的风险。

控股股东股权质押行为改变了其投资偏好，而其可以继续凭借股权质押后保留的控制地位影响公司的投资决策，最终引发了投资过度，这种现象会随着控股股东质押比例的不断加大而变得更为显著，严重损害公司与中小股东的利益。

利用关联担保侵占公司利益

民营上市公司大股东“一股独大”现象仍然普遍，在这种集中化的股权安排下，控股股东可以更方便地实施利益侵占行为，尤其在控股股东进行股权质押后，掏空成本进一步降低。

贵人鸟集团几乎将其累计全部股权予以质押，借新还旧
延长资金使用期限，提供借款担保给关联公司，
在这期间产生的大额借款费用，却是由公司和其余中小投资者共同负担。

贵人鸟公司财务费用在整个五年期间持续上涨，2018年财务费用相较于2014年上涨率高达355%，并且变化趋势节点与通过股权质押获取资金的时间节点相吻合，贵人鸟股权质押行为发生的高峰期为2016、2017年，而2016~2017年恰好为公司财务费用上升幅度最大的期间。

根据贵人鸟已披露的股权质押公告显示，

公司曾屡次质押超过5亿股为其他公司提供借款担保，受担保对象为三家贵人鸟公司的关联公司。

涉及自有财产给其他债务人提供担保时，被担保公司的财务状况与盈利水平理应成为控股股东决策是否为其融资提供担保的衡量标准，控股股东为其提供担保，代表看好被担保公司的发展前景，被担保公司至少应具备良好的财务状况以确保能够偿还贷款。

否则，关联担保作为一项或有负债，一旦被担保企

业到期无法及时偿还借款，公司不得不付出代价。

这将会加大控股股东所面临的一系列股权质押风险，控股股东为规避风险而产生对公司的利益侵占的动机将会加强。

在被担保公司中，海浩文化就是一家亏损公司，公司虽然已经成立多年，但未有过实际业务，截至2018年4月，公司净资产为-1547.47万元，净亏损299.26万元，即使这样，贵人鸟公司还两次进行股权质押，为其提供借款担保，并在公告中公布其具备偿还能力和良好的抗风险能力，很难被信服。

其实我认为，贵人鸟集团凭借其控制地位为关联公司提供借款担保，目的是为了解决公司非上市体系中遗留的问题，却使得上市公司承担了连带风险，进一步引发股价下降，公司价值降低。

2018年6月，贵人鸟发布公告称拟购买海浩文化房产用于满足生产职工的住宿需求，在为没有营业收入的海浩文化提供借款担保后，此次关联交易很有可能是为了输送资金给海浩文化偿还相关到期借款，这些证据表明关联担保很可能是控股股东林天福掏空上市公司的一种方式。

干预信息披露

在信号传递理论框架下，上市公司信息披露

会向市场传递不同的信号，上市公司存在着机会主义

信息披露行为，大股东为了维持投资者信心，更愿意披露利好消息，然后传递积极信号，尤其在质押行为发生后，加剧了公司信息不对称程度，投资者会放大对股价波动的敏感。

这时，控股股东出于缓解股价下跌、尽量规避质押风险等考虑，不希望有不好的消息流出企业，这种对不利消息的隐瞒虽然在短时间内可以帮助企业留住些许投资者，但是长期来看不利于企业的发展，一旦延迟的负面消息积累超过上市公司对坏消息的能够隐瞒程度时。

这些负面消息涌向资本市场，股价会发生波动，上市公司很容易陷入到股价崩盘的困境之中。

2015~2017年，公司不间断地为其经销商提供财务支持，三年里累计资金资助高达51.06亿元。

此重大资助行为完全达到了贵人鸟股东大会的审批标准，控股股东却利用其职务便利一方面独自决策，事前并没有经过股东大会同意。

另一方面，直到2018年公司才不得不在年报问询函的回复公告中公布此行为，设法干预信息披露，影响了报表结果，进而对投资者产生了误导。

本就处于财务约束下的贵人鸟，还长期采用“提供无息短期资金支持”的办法扶持经销商，无论出于什么样的目的，如此大额的经销商资金支持款项的占用，无疑为上市公司资金链“雪上加霜”。

在公司的资金压力下，这样的经销模式很可能是难以被广大投资者所理解与接受的，控股股东想要通过隐瞒不良信息来控制股价，一旦等到这些消息被迫释放时，会对上市公司股价产生更为恶劣的影响。

事实证明，高频率的股权质押不断向市场传递上市公司资金紧张的消极信号，对广

大投资者的信心已经产生了一定的影响，等到负面消息再经公告，很容易引发投资者的恐慌情绪，股价波动更为剧烈，股价大幅下跌甚至闪崩，继而导致市值大量蒸发。

2018年6月13日，贵人鸟公司拟向海浩文化购买相关房产的关联交易一经公告，此后一个交易日迅速遭遇闪崩，股价遭受到严重的冲击，随后再无反弹，连续六个交易日跌停，市值蒸发超过百亿。