

华谊兄弟股权质押运用与思考

周运兰 刘剑梅 刘春月

我国自2013年沪深两市同时启动场内股票质押式回购交易,打开证券公司参与股权质押业务的通道后,股权质押业务得以迅猛发展。2018年以来,受我国经济下行压力,加之中美贸易战与资管新规等的综合影响,股价大幅度下跌,致使部分股权质押比例高的民营上市公司触发风险预警或者平仓线,股权质押风险初露,股权质押问题成为资本市场与相关上市公司关注的焦点。例如具有轻资产、重人才特征的影视行业企业,华谊兄弟传媒股份有限公司(简称华谊兄弟)近些年因大股东资金紧张也有较高的股权质押,其在2018年6月6日发布股权质押公告后,引发了股价下跌、市值蒸发等一系列连锁反应,其控股股东股权质押活动备受社会各界关注与质疑,压力尤为明显。

一、华谊兄弟股权质押过程

(一) 2013年至2017年10月

该阶段华谊兄弟的股权质押从一开始采用到逐年增长,但整体比率还不算高,风险不大。2013年1月16日王忠军将其持有的华谊兄弟公司限售流通股8千万股质押给云南国际信托有限公司,市值12.29亿元,于2014年1月17日解除质押,随后陆续又有一些股权质押;2015年6月12日王忠磊将其持有的公司2144万股股份质押给上海国泰君安证券资产管理公司,市值27.25亿元。总之,该阶段王忠军与

王忠磊多次进行股权质押,金额有大有小,根据质押明细,都已解除质押。总体质押比率不算高,风险不大。

(二) 2017年10月至2018年6月10日

该阶段中,华谊兄弟的股价从未跌破8元大关,最高时达到了每股10.50元,总体变动幅度不大,较为稳定,这一阶段的股权质押比例也一直维持在25%左右。

(三) 2018年6月11日至2018年年底

2018年6月5日因崔永元揭发娱乐圈“阴阳合同”曝出的明星资本乱象,引起了网络舆论关注。6月6日华谊兄弟发布股权质押公告,称王忠军持股比例22.07%,质押19.86%,质押率90%,王忠磊持股比例6.19%,质押5.15%,质押率83%。以上控股股东高比例质押信息,加上上述明星阴阳合同负面传闻以及公司本身业绩增收不增利、股市大盘持续下跌等影响,导致公司股价大跌。该阶段的股权质押比例呈现出变动幅度大,质押次数频繁的特征股权质押比例上升到了自2017年10月以来阶段性的新高度,达到了27%。

截至2018年10月15日,王忠军、王忠磊分别质押20.13%、5.99%,仅剩1.89%、0.15%的自由股权,二人质押股权比例占其全部持股比例的92.8%。这种几乎清仓式质押随着股价下跌若不追加保证金,公司将随时面临易主

的风险。

(四) 2019年年初至今

2019年1月8日华谊兄弟发布公告称:因为经营上的需要拟以全资子公司华谊影城、华谊兄弟娱乐等作抵押,申请25亿元银行授信。此外,还将房地产、股权等悉数质押,并抵押了包括7部影片的应收账款,以及10家全资影院管理公司未来的票房收入。而此次华谊兄弟出现股权质押比率上升的原因是公司于2019年1月29日以及4月11日共计有29亿元的债券到期。2019年1月30日华谊兄弟发布公告,预计2018年度亏损9.82亿元至9.87亿元,而2017年度净利润为8.28亿元。2月11日,华谊兄弟又与阿里影业签订战略合作协议,以包括东阳美拉70%的股权等作为质押获取了阿里影业7亿元借款。总之,该阶段华谊兄弟因为偿债需要,大股东股权质押在原来旧的质押解除后又新增加了一些股权质押,不过由于外部经济环境逐渐好转,股权质押规则日渐宽松,公司股价不断反弹上升,股权质押风险相对较小。

二、华谊兄弟股权质押的特点与思考

(一) 华谊兄弟股权质押的特点

从上述华谊兄弟股权质押历程可以看到,大股东于2013年年初开始进行股权质押融资,金额有大有小,在解除了旧的股权质押后再申请新的质

押。股权质押为华谊兄弟解决了资金困境，促进了公司的发展，而在2018年以前总体质押比率不算高，风险不算大；但从2018年6月起，质押率上升，股价下跌让公司面临了很大压力与外界质疑。

因为影视行业具有轻资产、重人才的特点，影视制作公司为拍摄项目通常需要先预付演员薪酬、支付服装制景和剪辑制作等成本，一般要等播出或者上映很长时间后才能收到资金，资金回笼相对较慢，所以影视制作公司通常会采取股权质押等方式来进行筹资以解决经营与投资问题。为此，该类上市公司的股权质押都相对较高。华谊兄弟的很多利益相关者由于是公共关注度高的导演和明星，其较高股权质押加上明星等一些容易引起公众的广泛关注甚至质疑。但股权质押不是“套现”也不是抛售股票，是为了解决融资问题与战略转型及更好发展，而且若股权质押的资金能按照披露信息用于项目投资和股权投资，则不会影响华谊兄弟的股权结构，也不会影响公司的正常经营，反而能为引领行业发展注入新的活力。

（二）华谊兄弟股权质押的思考

1. 适度的股权质押有利于解决融资问题。民营上市公司的大股东在面临一些融资困境问题时，股权质押融资因为无需繁琐的评估手续、操作简便，只要有股份就可以很快取得借款，手续费也相对不高，因此深受很多上市公司大股东的青睐。适度的股权质押融资可以为大股东及上市公司获得发展所需要的资金，这也是近些年股权质押在我国民营上市公司盛行的原因。而进行了股权质押的大股东为了保证自己的利益以及能获得更多的股权质押资金，他们也有动力与压力去做好公司市值管理。

2. 股权质押在股市大跌中风险凸

显。在宏观经济环境较好，资本市场相对平稳的行情中，上市公司的股权质押风险相对较小，利大于弊。但在我国2018年这种经济下行压力不减、资管新规及中美贸易摩擦影响股市大跌的情形下，部分股权质押比例高的民营上市公司触发了风险预警或者平仓线，给股权质押比率高的上市公司特别民营上市公司带来很大风险和压力，甚至还有部分上市公司因无力补仓被强制平仓或者拍卖，从而陷入股权纷争。特别是高比例股权质押、高估值、高市盈率股票质押和高杠杆循环质押等，蕴含着相当大的市场风险，有可能从原本是股东层面的借贷关系，演变为阻止股价下跌的保卫战，不利于资本市场的平稳健康发展。

三、启示

（一）对于大股东和企业的启示

要清醒认识股权质押融资的利弊，采取多渠道融资方式，股权质押要适度。一是避免高质押率、轻资产质押，高估值、高市盈率股票质押和高杠杆循环质押等；同时大股东与公司都要高效合理使用资金，减少无效投资，增强公司实力以减少因公司经营问题导致股价下跌引起的股权质押平仓风险。二是避免大股东利用股权质押输送利益，剥夺中小股东的利益。

（二）对于监管层的启示

1. 制定扶持民营企业发展的相关政策。2018年股权质押风险大多发生在民营上市公司，截至2018年10月15日，共有2483家企业存在股权质押，其中370家为国有企业，2113家为民营企业，占比超过85%。民营上市公司多是民营企业中的佼佼者，其大股东仍旧面临着融资困境，非上市的民营企业融资难问题就更加严重。只有制定相应的扶持民营企业发展的金融等系列支持政策，才能促进其发展。

2. 继续完善解决股权质押问题的法规制度。2018年11月起我国监管层果断采取了一系列化解上市公司股权质押问题的措施，包括为基金“援军”开通“绿色通道”、地方政府支援民企以纾解股票质押困境、允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险等，并初见成效。随后国家还出台了股票质押新规，如合约展期可超3年，借新还违约无质押率上限等。同时，银行与金融机构也应当做好股权质押融资业务的风险管理，在质押品触及止损线时，应当综合评估出质人实际风险和未来发展前景等因素，采取恰当方式稳妥处理。即使出现风险、触发平仓线，也应该积极与相关公司协商，而不是“一平了之”。此外，还应充分发挥保险资金长期稳健投资优势，加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司的力度，以改变以散户为主的市场结构，避免股市大起大落。□

（本文受2019年中央高校基本专项项目“我国上市公司控股股东股权质押融资问题及对策研究”<CSY19023>资助）

（作者单位：中南民族大学）

责任编辑 陈利花

主要参考文献

- [1] 文雯,陈胤默,黄雨婷.控股股东股权质押对企业创新的影响研究[J].管理学报,2018,(7).
- [2] 谢露,王超恩.控股股东股权质押与上市公司过度投资[J].上海金融,2017,(7):43-49.
- [3] 张瑞君,徐鑫,王超恩.大股东股权质押与企业创新[J].审计与经济研究,2017,(4):63-73.
- [4] 徐寿福,贺学会,陈晶萍.股权质押与大股东双重择时动机[J].财经研究,2016,(6).