

# 激进并购下的股权质押：是助力引擎还是定时炸弹——以顾家家居为例

■ 郭震宇，沈 嫔，刘倩男

（浙江工商大学杭州商学院，浙江 杭州，311508）

## 一、引言

自 2014 年以来，中国并购市场迅猛发展，2016 年交易案件数量达到巅峰，2017 年交易规模再创新高，超过 1.89 万亿元。此后两年，中国并购市场逐渐低迷，并购总额和案件数量不断下降，直到 2020 年并购数量才有所回升。Choice 数据库显示，我国 A 股市场的民营企业中：有 926 家企业的股东股权质押比例超过 50.0%，约占民营企业总数的 41.3%；有 464 家企业的控股股东股权质押超过 80.0%，占民营企业数量的 20.7%。高比例股权质押占用大量资金，一旦出现资金困难、发展受阻等情况，企业就会面临控制权转移、组织结构变更等困境。同时，当股价下降到一定程度，股票被质权人强行平仓的风险将大大增加。

随着我国家居市场的竞争日趋激烈，许多企业为保持产品优势和稳固地位，积极并购其他优势企业，整合各方优势，从而提高自身生存发展的能力。顾家家居作为我国家居行业的龙头企业（后简称“顾家”），近年来，其生产经营也遭遇了瓶颈。因此，本文就顾家近年来频繁的并购活动，进行控股股东在并购之下的股权质押动因、风险及其防控的研究，并针对企业激进并购中所面临的流动性风险升高、经营质量下降等问题提供相关经验。同时，通过研究顾家激进并购下的股权质押，探讨这一行为对顾家而言是助力引擎还是定时炸弹，并为其他家居企业的融资选择提供建议。

## 二、案例简介

顾家家居成立于 1982 年，是一家融设计、研发、生产、销售于一体的综合性软体家具公司。在 2016 年成功上市后，顾家便开始了扩张计划。2017 年，顾家质押 4427 万股来补充流动资金，为扩张做准备。2018 年，因为受到上游家居市场的冲击，整个家居市场面临挑战，所以顾家为了寻求模式创

新与突破，提升在行业内的地位，开始不断并购，先后收购了 Rolf Benz AG、玺堡、班尔奇等多家企业。而伴随着顾家在 2018 年的激进并购，其当年的股权质押次数和速度也大幅度提高。从表 1 可以发现，2018 年顾家的股权质押分为两个阶段：上半年为并购提供资金支持，下半年为应对股价下滑带来的平仓风险而进行补充质押。同年，顾家的五大流通股股东纷纷选择减持股票，他们对顾家的市场发展抱着不信任的态度，这使得顾家的股价下滑剧烈，原质押股权贬值。并且，大规模激进并购使得顾家在 2018 年末的负债相比上年增长了 116.56%，给企业带来了很大的债务压力，最终只能通过进一步股权质押来贷款偿还债务。

表1 顾家家居控股股东2018年具体股权质押情况

日期	质押数 (万股)	质押比例 (%)	用途
2018.3.28	3268.4	12.55	贷款
2018.5.28	2616.4	12.45	
2018.6.28	938	4.46	
2018.7.31	1504	7.15	补充质押
2018.8.20	140	0.67	
2018.9.6	140	0.67	
2018.9.17	574	2.73	
2018.10.11	1176	5.59	

数据来源：2018 年顾家家居公司公告

## 三、股权质押动因分析

### （一）激进并购

为走出行业经济疲软、核心竞争力不足的困境，顾家开始积极完善国际化布局，大力塑造旗下的中高端家具品牌形象，并于 2018 年进行了多笔海内外并购。具体来看：2018 年 2 月，顾家以近 3.2 亿元并购了德国著名软体家居公司 Rolf Benz AG 的 99.92% 股权；2018 年 3 月，顾家又以 5.1 亿元并购

了纳图兹 51.00% 的股权,并取得了其在中国的独家经销许可;2018 年 11 月,顾家出资 4.2 亿元并购了玺堡家居 51.00% 的股权,借此弥补床垫出口领域的短板。顾家对海内外多家公司的并购不仅可以获取更加低廉的原材料,还可以使顾家的品牌体系变得更加完善,新增高端品牌和中高端品牌的优质资源。

对国内企业的并购为顾家带来了规模效应,在降低生产成本的同时,减少了竞争对手,提高了经营的稳定性;对国际化企业的并购使顾家获得了大量有关自身短板领域的技术和制造经验,促进了顾家产业链的协同与国际化市场的拓展。根据统计,顾家 2018 年并购耗资超 30 亿元,而股权质押筹资金额达到 37 亿元,并购耗资大部分采用股权质押方式来承担,自有资金比例较低,由此可以看出顾家的一系列并购活动离不开股权质押所带来的资金支持。

### (二) 转移风险

将部分股权质押给金融机构,就相当于把这一部分股权对应的潜在风险进行了转移。根据顾家的历年年报可以发现,其先后对自己旗下的全资子公司进行了担保,担保金额由 2016 年的 1.7 亿元上涨至 2020 年的 26 亿元,增长幅度巨大。

然而,顾家并不能保证每一个子公司都发展良好,一旦子公司经营出现问题,就可能大大增加顾家担保链的资金风险,进而对股东是否收回顾家的质押股权造成影响。当公司股价上升时,股东选择还款收回质押股权;当股价下跌时,顾家选择放弃质押股权,将风险交给质押人承担,控股股东全身而退。

### (三) 保持控制

相较于股权转让、增资扩股等获得资金的方式,股权质押一般不会改变股东的控制权。顾家的家族色彩浓厚,由顾江生家族掌控,他们对于顾家的控制权十分重视。

作为股东融资的一种手段,股权质押不仅易于银行贷款,还能保持原有股东对企业的控制权。相较于在二级市场销售可能出现的恶性收购问题,出质人只要及时解押,就能收回质押股份。因此,股权质押对于控股股东来说,是两全其美的方法。

表2 顾家家居2016—2020年财务指标变化情况

财务指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
流动比率(%)	2.142	1.680	1.375	1.359	1.177
速动比率(%)	1.755	1.332	1.052	1.078	0.830
资产负债率(%)	33.92	38.63	52.28	48.61	45.52
总资产周转率(%)	1.263	1.132	1.057	0.975	1.001
净资产收益率(%)	37.25	22.26	22.96	21.98	13.76
净利润增长率(%)	15.41	43	20.31	17.34	-27.17

数据来源:2016—2020年顾家家居年度财务报告

## 四、激进并购下的股权质押风险分析

### (一) 高比例股权质押带来的流动性风险

根据表 2 可知,在 2016—2018 年,顾家的流动比率和速动比率一路下降,资产负债率却从 33.92% 攀升至 52.28%。由年报分析可得,引起顾家流动性风险增加的内部因素主要包括企业高质押推高杠杆的野蛮并购行为、资产与负债结构不合理、流动性风险管理欠缺等。顾家大股东在 2018 年频繁通过高比例股权质押等手段获取资金,而后又连续花费大笔资金并购国内外企业,通过在杭州大江东等地建设新厂来增资扩能。同时,高比例股权质押推动的野蛮并购导致顾家股价下跌,企业资产结构的稳定性遭到破坏,其不良后果开始凸显。为缓解企业资金压力,顾家在 2020 年的股票质押与解除质押操作更加密集,股东的股权被动减持。由此看来,如果顾家在频繁高比例股权质押下无法合理规划企业的融资来源并建立相应的质押控制机制,其整体资金链将难以满足企业扩张速度需求,进而形成较高的流动性风险,对企业发展造成压力。

### (二) 激进并购后尚待整合的经营风险

如表 2 所示,顾家的整体盈利能力和营运能力呈现下滑的趋势,2016—2020 年净资产收益率从 37.25% 降至 13.76%,总资产周转率从 1.263% 降至 1.001%,这反映出并购并未提升顾家的经营管理效率和盈利水平。结合 2020 年年报可知,除东莞家居之外的所有被并购企业均出现经营亏损。这导致顾家的商誉减值金额高达 4.8 亿元。这说明,这些被并购企业发展不成熟,不但无法发挥协同效

应,反而还会阻碍顾家的发展,降低企业的获利效率。同时,野蛮式并购并未如顾家所愿,完善其企业产品链,反而导致其产品质量不断下降,客户投诉不断。顾家原本计划通过并购方式来完善自身品牌、提高竞争优势,但因为只着眼于前期的并购活动,而忽略了后期更为关键的企业整合,所以使得并购企业无法形成“品牌矩阵”,也无法提高企业的市场份额。同时,顾家成功并购的7家企业中,有4家是海外品牌,其企业文化和组织结构与顾家有着较大的差别,这使得顾家无法快速实现有效整合。并且,这7家企业在同一年完成并购,这给顾家原有的管理团队造成了很大压力,管理团队分身乏术,整合效率低下。由此可见,顾家面临着激进并购后尚待整合的经营风险。

### (三) 股价波动引起的平仓风险

顾家选择激进并购进行战略调整,由此不得不通过股权质押筹集大量资金。由表1可知,顾家多年以来质押比例超过40%。为避免股价下降对自身利益造成损失,在股价下跌到警戒线时,公司便会要求大股东追加股份,当股价跌至平仓线时,质权人可以强行出售股份,企业可以赎回股份并结束交易。顾家控制人以较小的现金流权维持较大的控制权,直接影响企业决策。当董事个人将股权质押给金融机构且企业股价下跌时,大股东将承担补质押的压力。一旦出现套现行为,被质押股票遭到强制平仓,企业所有权便会转移,企业结构也会随之改变,长此以往会影响企业的健康发展。

## 五、应对措施

### (一) 强化资金管理,规避流动风险

顾家高质押推高杠杆的并购形式虽然在一定程度上扩大了企业规模,但这种方式并未给企业带来很大的经营增效,反而增加了企业的流动性风险。鉴于顾家大规模并购筹资所导致的资金链承压、不合理的债务结构、流动性风险高等现象,企业需要在并购过程中加强对并购资金链的管理,以充分防范流动性风险。

企业要想提高资金管理水平,就必须保证稳定的资金来源、合理规划资金使用,同时将债务结构控制在合理范围内。首先,企业需要确保资金来源的稳健性。主营业务是筹集资金的主要渠道,企业可以通过扩大市场份额、增加日常销售业务收入等

手段来保证经营活动资金的健康流入。同时,企业需合理开拓其它的资金来源渠道,保持筹资渠道的多元化,不过分依赖某一种渠道。其次,企业对筹集到的资金应按不同时期的资金需求进行有效分配,同时加快资金回笼和周转,提升资金的使用效率。再次,企业应加强对资金周转的管理,实时监督现金流动,以避免发生资金使用过度集中或散乱的现象。此外,企业需要明确一个适合自身发展的债务结构的合理范围,通过对资产、负债、权益资本等的全面调整,优化企业的债务结构,使其保持合理水平。最后,企业应建立与自身发展状况相适应的流动性风险评估体系,以便对资金流动性进行有效管控,从而合理规避其潜在风险。

### (二) 加强并购规划与整合,化解经营风险

顾家并购的出发点是利用被并购企业的优势家居品类,实现品牌融合碰撞,以此增强自身的市场竞争力。然而,受大规模并购的影响,顾家在完成并购之后被并企业的业绩远低于预期,甚至出现亏损,引起顾家商誉“暴雷”,导致大额商誉减值4.83亿元,顾家的整体利润和资产也随之减损。因此,企业要想顺利实现并购目标,必须加强并购前的规划调查与并购后的整合协同。具体来说,在实施并购活动前,顾家应当投入足够的时间、精力与资金用于规划调查,根据自身的并购动因来确定并购企业范围,逐一筛选,并购后则应当将整合目标着眼于战略资源的协同整合上,大力推进供应链的深度整合和管理方式的融合统一。以上两者能为顾家后续整合的具体实施做好理论与思想上的准备,使其把握好整合方向,提高整合效率,规避经营风险。

### (三) 稳定企业运营,防范平仓风险

根据表1可知,2018年,顾家总共进行了8次质押,是距今为止质押次数最多的一年,总共质押了54.53%的股票。在2018年上半年,顾家为并购筹资陆续进行了4次质押,质押比例达36.61%;在2018年下半年,顾家现金流较同期下滑了33.74%,导致股价下滑剧烈,原质押股权贬值。为提高合约的履约保障比例,顾家陆续进行了四次补充质押,以规避平仓风险。因此,全面提升产品核心竞争能力是企业稳定股价、实现稳健经营的必由之路。企业应当坚持培育产品领先能力,重视对产品的科

技术创新，保证持续的研发投入。企业只有练好“内功”，打造企业核心竞争力，增强投资者信心，才能实现稳健经营，从根本上减轻平仓风险。如果顾家能坚持创新，大力研发，紧跟潮流变化，便可以迅速补齐产品短板，增强企业核心竞争力，逐步促进自身的稳定、健康、可持续发展。

## 六、结论

本文在梳理股权质押已有研究成果和相关理论的基础上，着重分析顾家家居在激进并购下的股权质押是动力引擎还是定时炸弹，最终得出以下结论：股权质押在本质上是一种融资形式，顾家进行股权质押融资的动因主要是为了满足激进并购下的大额资金需求、转移潜在风险及保持控制权等。结合财务指标分析，我们归纳总结了顾家现存的三大风险，即股价波动引起的平仓风险、激进并购后尚待整合的经营风险及高比例股权质押带来的流动性风险。

针对上述三大风险，本文分别提出了不同的防范建议。首先，在并购过程中，企业应加强对并

购资金链的管理，保证稳定的资金来源，合理规划资金使用，充分防范流动性风险。其次，企业在并购实施前，需加强规划调查，在完成并购后，要加强后续并购整合工作，提升企业运营效率，合理规避经营风险。最后，企业需坚持培育核心竞争力，重视对产品的科技创新，以实现稳健经营、稳定股价，从根本上减轻平仓风险。未来顾家家居如何在“红海”竞争中立足，取决于其后续发展进程中的风险应变能力。

【作者简介】郭震宇（2000—），男，浙江湖州人，本科在读，浙江工商大学杭州商学院，研究方向为财务会计、风险管理。

沈嫔（1990—），女，浙江杭州人，硕士研究生，浙江工商大学杭州商学院，研究方向为企业价值评估、无形资产评估、财务管理。

【通信作者】刘倩男（1992—），女，河南民权人，硕士研究生，浙江工商大学杭州商学院，研究方向为财务会计、公司金融、风险管理等。

