



# 上市公司股票质押风险和应对机制

□黄 俊

[摘 要] 当今我国股票质押存在股票估值不易确定、股票变现不易、违规操作、监管不易和利益输送五大问题,这些问题伴随着2015年证券市场多次的千股跌停奇观而更加突出,导致质押权人的风险大幅增加,波动的原因既可能来自系统风险或者公司风险,也可能来自财务风险或者经营风险。质押权人应该从定性定量两方面,参照《证券公司股票质押贷款管理办法》,从事先审查、事中监督和事后监督三方面来合理有效地应对这种股价波动幅度过大而导致的质物过快贬值的风险。

[关键词] 质押;上市公司;银行;原因;风险应对

[中图分类号] F832.5 [文献标识码] A [文章编号] 1006-5024(2016)01-0188-05

[DOI] 10.13529/j.cnki.enterprise.economy.2016.01.033

[基金项目] 教育部人文社会科学研究项目“民办高校大学生社会适应与创业能力培养研究”(项目编号:10YJA630220)

[作者简介] 黄 俊,重庆人文科技学院政治与法律学院讲师,研究方向为民商法。(重庆 400700)

**Abstract:** Such problems as indefinable stock evaluation, difficult stock liquidation, illegal operations, ill supervision and profit transfer are the five major ones of China's stock pledges. These problems, together with the wonders of regular limit in the stock market in 2015, become more prominent. These contribute a substantial increasing risk to the pledgees. The cause of the volatility may come from systemic risk or company risk. It may also come from the financial risks or operational risks. With reference to Measures for the Administration of Stock Pledge Loan of Securities Companies, the pledgees should response reasonably and effectively from those three aspects as prior review, supervision and post supervision, to the risk of quick devaluation caused by too much stock price volatility.

**Keywords:** pledge; listed companies; bank; reason; risk response

股票质押包括上市公司股票质押和非上市公司股票质押。本文以上市公司股票质押为主要对象,分析目前我国上市公司股票质押存在的问题。作为一种风险和收益并存的担保模式,自从《证券公司股票质押贷款管理办法》颁布以来,我国沪深两市近一半上市公司通过股票质押方式进行短期融资,虽然这对银行开展业务创新和解决上市公司的短期资金难题具有积极意义,但同时由于证券市场的周期性而导致股票的大幅波动,从而在变现价值上存在极大的不确定性。从质权人(银行)的角度来看,如何更好地进行风险控制和评估股票的内在价值,如何合理

衡量股票质押的安全性,成为该业务是否可行的重要内容。本文力求从质押权人角度来分析股票质押存在的问题、风险及其应对机制。

## 一、股票质押存在的问题

### (一)股票估值不易确定的问题

首先,从财务管理理论的角度看,股票价值分为内在价值、市场价值、公平价值和账面价值。内在价值需要通过考虑企业的偿债能力、成长能力、盈利能力来认定,具有一定主观性;市场价值一般是以证券

市场的市价作为主要标准;公允价值是以交易双方彼此认可的价值而定;账面价值则以资产负债表为依据<sup>[1]</sup>。《证券公司股票质押贷款管理办法》(以下简称《办法》)直接规定了以市价为标准,但是这种标准是否合理,是否真实反映了内在价值是一个值得质押权人(银行)高度重视的问题。以2015年上市的暴风科技为例,其发行价只有7.26元,2个月内暴涨到327元,暴涨45倍,而公司半年报业绩平平,难以支撑如此高的股价,而其后股价又大幅下跌,如此大幅波动产生的风险不可小视。换言之,如果在最高价时把暴风科技质押给银行,半年后由于借款人无法偿还贷款从而拍卖暴风科技的股票,那么会使得银行产生高额坏账。

## (二)股票变现不易的问题

股票质押虽然给了质押权人从股票变现价值优先受偿的权利,但是这种权利是一种未来的权利,其是否安全取决于资本市场是否完善。众所周知,我国资本市场存在有的上市公司失信、财务造假、维权困难、监管不易等众多问题,有时还存在由于上市公司造假或者财务经营困难而导致退市而无法交易的问题。股票价格在一定意义上取决于买卖双方的博弈,换言之,公允价值或许更是双方博弈或者市场认可的结果。如果一家明显高估或者财务破产的上市公司的股票想要出售,就无法找到合适的买家。根据《最高人民法院关于人民法院执行工作若干问题的规定》第52条的规定:人民法院可以扣押出质的股票,并强制出质人按照公司法的规定转让;也可以直接采取拍卖、变卖的方式处分,还可以直接将股票抵偿给债权人,用于清偿被执行人的债务。如果商业银行因行使质权而取得上市公司的股票,则必须于取得之日起一年内予以处分。按照该规定,一般是采取在交易市场上出售的方式来实现债权,但是出售的时机,出售的价格、潜在的买家都是债权人无法估计的,如果抵债给银行一年后还是无人购买该股票又如何处理,便是一个必须面对的问题。

## (三)违规操作的道德诚信问题

股票质押是否安全本质上取决于上市公司的诚信及其投资价值<sup>[2]</sup>。一家诚信的值得投资的公司往往股价相对稳定,反之一家存在造假违规等多种问题的公司股价往往长期下跌。还有部分公司把股票多次质押从而取得更多资金。作为质押人追求的是

一种风险可控的安全价值,力争在股票质押业务中做到盈利性和安全性的平衡。按照《办法》规定的市价为标准模式是否可以真正反映这种安全价值或者平衡是一个值得银行思考的问题。《办法》本身只是从外部监管角度谈风险,但是银行自身从内部监管的角度如何控制风险也是一个需要完善的问题。

## (四)监管不易的问题

对国内外的证券市场来说,监管都是一个难题,需要证监会、银监会、保监会、财政部、人民银行等多个部门的共同努力。很多问题在牛市一般不容易爆发,而在熊市则非常容易爆发,从而导致证券市场的系统性风险。2015年从牛市到熊市转变速度之快让所有部门始料不及,不论是股票、基金还是期货外汇,都出现了多年难遇的暴跌行情。金融市场是一个相互关联、相互作用的市场,很容易导致一荣俱荣,一损俱损的现象发生。2015年的这场股灾如果全强制平仓,那么可能导致可以交易的股票严重不足从而影响证券市场的流动性,同时还会给上市公司的控制权带来负面影响,对银行来说还可能产生大量的坏账。根据《办法》中的立法理念,为了能合理及时地评估股票价值,银行要随时了解公司的财务经营情况。这就需要银行长期动态地监管企业的模式是否会增加银行的成本,是否会导致银行干预企业的经营。因为股票质押本质上不限制质押人的经营权,所以银行强行干预企业的经营可能是侵权行为。

## (五)利益输送问题

股票质押一般存在于控股股东(大股东)为了缓解资金压力而把持有的上市公司的股票质押给银行<sup>[3]</sup>。因此,在公司治理中如何约束大股东的行为甚至违法行为一向是一个难题。换言之,如何在制约大股东保护小股东和公司利益之间保持平衡是监管层的核心问题。大股东利用多种手段掏空上市公司的例子屡见不鲜,虽然证监会颁布了《上市公司治理规则》,但是每年上市公司违规现象仍屡禁不止。一般而言,股票质押取得的资金有几种用途:第一种是为了大股东的个人利益;第二种是为了被质押上市公司的正常经营;第三种是为了第三方。第一和第三种明显对公司的股票价格和经营有负面影响,第二种的影响相对中性。《办法》完全从部门监管角度来约束质押权人,而没有从质押人角度来约束大股东的行为,这仍存在一定的隐患。

## 二、股票质押的主要风险和产生原因

### (一) 主要风险

1. 股票价格波动的风险,这也是股票质押中最核心的风险。比起存单质押或者仓单质押来说,股票价格的大幅波动直接导致股票的变现价格(交换价值)大幅波动,并且多数时候这种波动是无法避免、无法预见的。2015年的证券市场创造了多个记录,多次千股跌停引起证监会、银监会、证券交易所等多个部门的密切关注。关于股票质押既有担保法的相关规定,又有很多部门规章,体现出行政法和民商法的双重特性。因此,如何加强风险控制,弥补股票质押过多强制性规定的不足,成为上市公司和银行需共同面对的重要问题。换言之,股票价格跌到什么程度采取什么措施进行警戒或者平仓(强制变现),是监管层和相关当事人之间的重要问题,而目前我国的法律对此虽然有规定,但仍需要在总结实践经验的基础上参考国外的相关立法机制对其进行完善。

2. 股票无法变现的风险。2015年的证券市场出现了一个非常奇特的现象,很多公司为了避免股价暴跌被强行平仓而宣布公司股票长期停牌,曾经超过30%的上市公司采取了这种临时手段,这就导致一旦质押期限届满质押权人无法变现的风险<sup>[4]</sup>。这种长期停牌是否和质押期限相矛盾,是否是严重违约行为,是否可以成为免责事由都是一个非常现实的法律问题,对此我国相关法律法规还没有明确规定。上市公司既可以上市,也能因部分原因而退市,例如,破产或者责令关闭或者连续3年持续亏损的退市。退市导致股票无法变现,同时部分公司宣告破产也会对质押权人的利益造成极大损害,在国内外资本市场上还出现过证券交易所关闭或者证券市场崩盘的个别极端现象。

3. 评估失误的风险。股票价格在质押合同设立时到合同期限届满之间有很长的时间差。按照《办法》第十条的规定:股票质押贷款期限由借贷双方协商确定,但最长为一年。借款合同到期后,不得展期。相比而言,时间越长,预计股票的到期交易价格就越难,风险也就越大,同时在决定贷款金额和利率时,要准确评估股票的市值(价格),因为股票市值直接决定了贷款金额和利率。根据《办法》第十三条的规定:股

票质押率由贷款人依据被质押的股票质量及借款人的财务和资信状况与借款人商定,但股票质押率最高不能超过60%。质押率上限的调整由中国人民银行和中国银行业监督管理委员会决定。从财务管理理论而言,目前还没有一个权威或者科学的评估方法可以准确评估出公司股票的价值。换言之,评估值是一个预期值,预期会受到行业环境、乐观或者悲观的心态、未来发展前途、财务经营风险等多种因素影响,从而导致评估风险无法避免,同时如果是定期高频率的评估,则会增加交易成本。

4. 违法导致的风险。股票质押的相关法律涉及到民商法和行政法等多部法律法规,并不是所有条款都是可以自由约定的,例如,根据《财政部关于上市公司国有股质押有关问题的通知》,质押股权如果是国家股或国有法人股,需提交国有资产管理部门或其他有权部门出具的同意质押批准文件<sup>[5]</sup>;股票质押首先要确定公司内部股东大会的决议是否合法,是否涉及到为了高管人员利益而进行质押。其次,很多质押要经过相关部门的批准和登记,同时质押合同还受到贷款合同效力的极大影响,在任何一个环节出现了法律问题或者纠纷,都会导致股票质押合同由于违法而无效,而无效以后的责任承担和损失的弥补也是一个非常现实的问题。

### (二) 主要原因

1. 上市公司经营不善导致的股价波动。一般而言,公司经营的好坏会直接通过公司的股价来反映。而影响公司经营好坏的关键就是主打产品的成本利润情况,产品滞销或者利润率不断下滑或者市场占有率大幅下降,都会直接反映在股价上。对质押权人(银行)而言,上市公司的经营情况会直接导致贷款风险或者说坏账风险,因此,准确了解公司的经营情况,也是一个重要的问题。

2. 上市公司偿债能力波动导致的股价波动。偿债能力反映了公司现金流的稳定性和公司破产的可能性。如果一家上市公司资产负债率高居不下,现金严重短缺,因债务违约导致了多起诉讼,信用评级为CCC级(最差评级),那么这些重大利空消息会导致其股价的大幅下跌。所以,对于质押权人(银行)来说,研读公司近5年的资产负债表、利润表、利润分配表和现金流量表,从而准确分析对方的偿债能力也是一个必经阶段。而一个公司的偿债能力本身也



是波动的,不同阶段不同时间都有所不同。不论是经营问题还是偿债能力本身,都是相互影响相互作用的,一个经营良好的公司一般偿债能力也会不错,反过来,一个偿债能力良好的公司经营良好的可能性会很大,这对于从事股票质押业务的相关人员来说既要非常熟悉法律法规等实务,还要有非常扎实的财务知识和审计知识,否则就很容易被表面现象所蒙蔽,因为部分上市公司为了取得贷款不惜财务造假的案例并不鲜见。

3.其他外部原因。首先是行业环境。行业环境对公司的经营和偿债能力都有影响,从而间接影响股票价格。部分传统行业以及国家限制或者夕阳行业一般容易长期亏损或者在破产边缘,这类公司想进行股票质押相对较难。其次是资本市场。资本市场对公司的影响也不容忽视。2015年的资本市场大幅震荡导致了很多银行对股票质押更加严格。资本市场的牛市或者熊市的周期性波动无疑是一种无法避免的风险,同时也为上市公司和银行之间的博弈增加了不确定的因素,部分银行一般首先考虑盈利性好、行业有前途、股价长期比较稳定的公司作为贷款对象,从而来避免股票质押导致的坏账损失。再次是政策变化。政策变化是国家进行调控的重要手段,具有极大的不确定性。股票质押涉及到银监会、证监会、国资委等多个监管部门。由于股价的暴跌会引发系统性金融风险,导致银行出现巨额坏账,上市公司出现经营困难或者其他严重违约行为,股票发行或者融资功能严重削弱等多种连锁反应,从而引发了学界和相关部门对股票暴跌导致平仓和预警机制的重视。最后是其国际因素。当今各国处于一个你中有我、我中有你相互影响的经济模式中,例如外贸、汇率、国际资本市场、全球性金融风险等很多因素都会在国内证券市场有所反映,而这些不可控因素也是在质押合同设立时无法预计和避免的。

### 三、股票质押风险的相关应对机制和完善

#### (一)事先审查机制

事先审查是有关监管部门对从事股票质押业务的当事人的资质财务情况进行审查。不论是交易风险保证金还是资本充足率、风险控制比例等指标,都起到一定的事先监管作用,但还是有些规定无法进行定

量分析和监管。以《办法》第八条第(五)款的规定为例,贷款人应有专门的业务管理信息系统,能同步了解股票市场行情以及上市公司有关重要信息,具备对分类股票分析、研究和确定质押率的能力;或许预防的关键在于贷款人(债权人)是否有对股票的评估能力,全面客观的相关信息是评估的前提。作为外部人士,银行很难比企业更了解自己,同时对股票价值的评估不论是市盈率、市净率还是市销率都有各自的优点和缺点,这点在国内外都无法有一个较为权威科学的评价标准,对这种主观性很强的监管如何进行细化或者追究责任也是立法中需完善的重要问题。笔者认为,可以参考评估的错误率或者相对比率等模式进行量化,同时对错误原因不同导致的责任进行细化。特别是和正在修改的证券法中的信息披露制度相结合,来分清信息错误的原因来自于上市公司还是贷款人自身。

#### (二)事中审查机制

《办法》规定了主要对合同内容的审查作为重点,例如合同标的物(股票)、贷款利率、质押率、质押期限,如第十二条用于质押贷款的股票应业绩优良、流通股本规模适度、流动性较好。贷款人不得接受以下几种股票作为质物:(一)上一年度亏损的上市公司股票;(二)前六个月内股票价格的波动幅度(最高价/最低价)超过200%的股票;(三)可流通股股份过度集中的股票;(四)证券交易所停牌或除牌的股票;(五)证券交易所特别处理的股票。以上是针对相关风险而进行的强制性规定,如果股票本身失去了流动性或者说无法变现,那么股票质押合同是没有任何实际意义的。目前实务中针对《办法》中规定的业绩优良、流通股本规模适度、流动性较好这种较为主观的认定标准如何量化或者把握是一个需要进一步细化的规定,这点应该和证监会的相关规章相协调,来进一步制定出具有操作性的指标。根据《办法》第十三条股票质押率由贷款人依据被质押的股票质量及借款人的财务和资信状况与借款人商定,但股票质押率最高不能超过60%,目前实务中针对不同股票设定了不同的质押率(贷款金额/股票市值),创业板一般是30%,中小板40%,主板蓝筹股50%-60%,这个指标的关键是股票市值的确定。从相对比例来看主板蓝筹股更容易取得更多贷款,从绝对数值来说创业板会取得更多贷款,因为创业板整体60倍市盈率

远远高于主板 15 倍的市盈率,并且很多商业银行更愿意接受以创业板股票为标的质押,因为创业板由于流通盘偏小更容易变现或者说更容易实现质权。同时,主板虽然市盈率整体偏低,但是个别股票的波动幅度也不小。以牛市上市的中石油为例,开盘 48 元,当天收盘 40 元,半年时间跌至 7 元。截至 2015 年 10 月 1 日,还在 8 元左右徘徊,这种一刀切模式是否真的能控制风险,是值得监管层思考的问题。

### (三)事后审查机制

事后审查主要体现在借款人的通知义务、合同的变更条件和关于警戒线平仓线的规定中。借款人的通知义务主要体现在第二十二条:借款人出现下列情形之一时,应当及时通知贷款人:(一)预计到期难以偿付贷款利息或本金;(二)减资、合并、分立、解散及申请破产;(三)股权变更;(四)借款合同中约定的其他情形。通知义务是合同诚信原则而导致的附属义务,办法列举的原因基本都是属于重大利空消息,不论是来自经营还是财务原因,而在实际操作中,很多公司隐瞒重要的利空消息,因为利空消息的出现会导致股价暴跌而强制平仓,本来股票质押合同法定时间只有一年,出现特殊情况会导致提前解除合同以及偿还相关贷款,这无疑是不愿意看到的现象。

关于合同的变更条件主要规定在《办法》第三十一条第三十二条,它赋予了借款人在征得贷款人同意的情况下可以提前处理股票或者置换其他质物的权利,笔者认为,该规定应该同时以量化指标的方式提供一个参考标准,因为股价大幅上涨是一个双赢的结果。股票涨到什么幅度提前处理股票或者股票跌到什么程度置换其他质物可以参考欧美的实践来进行细化。

关于设立警戒线和平仓线在国外立法中已成惯例。《办法》第二十七条规定:为控制因股票价格波动带来的风险,特设立警戒线和平仓线。警戒线比例(质押股票市值/贷款本金 $\times 100\%$ )最低为 135%,平仓线比例(质押股票市值/贷款本金 $\times 100\%$ )最低为 120%。在质押股票市值与贷款本金之比降至警戒线时,贷款人应要求借款人即时补足因证券价格下跌造成的

质押价值缺口。在质押股票市值与贷款本金之比降至平仓线时,贷款人应及时出售质押股票,所得款项用于还本付息,余款清退给借款人,不足部分由借款人清偿。笔者认为,《办法》中规定的比例是否能应对股票价格波动的风险值得探讨。我国证券市场实行 10% 的涨跌幅限制,一只基本面恶化的股票 2 个交易日 2 个跌停板就实现了市值从 135% 到 115%,达到了平仓线,如果以 2015 年证券市场连续几日千股跌停的话,大量质押的股票会被强制平仓,从而引发更多连锁反应。另外,不分股价下跌是来自系统风险(无法避免)还是公司风险,一律设置统一的警戒线、平仓线比例也不尽合理。因此,细化不同原因引起的波动而约定不同的比例,从而使股票质押具有一定的弹性或许更符合我国国情。

笔者认为,不论作为质押权人的商业银行还是行业主管部门,需要完善以下几个方面:首先,慎重选择合适的质押标的(股票),特别是曾经多次质押或者质押比例过高(质押股票占总流通股股票比例)的要非常慎重。其次,针对不同股票进行不同的质押比例(质押率)、质押期限、警戒线平仓线的控制。最后,合理确定贷款利率中风险溢价和风险补偿的比例,以转移相关风险。换言之,贷款合同偿还情况的好坏要和股票质押、股票价格管理相结合。总之,该办法仅仅作为部门规章效力级别较低,因此,如何与相关法律法规配套,如何细化一些具体指标还需要进一步完善。

### 参考文献:

- [1]谭燕,吴静.股权质押具有治理效用吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2013,(2).
- [2]徐海燕.有限责任公司股权质押效力规则的反思与重构[J].中国法学,2011,(3).
- [3]王珉,王全弟.股权质押标的研究[J].法治研究,2012,(9).
- [4]李曙光.关于“股灾”与“救市”的法学思考[J].中国法律评论,2015,(3).
- [5]李莉.论上市公司股权质押的实现[J].证券市场导报,2014,(6).

[责任编辑:李小明]