

# 减持新规背景下证券公司股票质押式回购业务发展趋势及风险应对探讨

冯丽<sup>1</sup>, 王雯<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>中国信达资产管理股份有限公司浙江省分公司综合管理处, 浙江 杭州

<sup>2</sup>中泰证券股份有限公司风险管理部, 山东 济南

Email: \*wangwen\_1010@163.com

收稿日期: 2021年6月17日; 录用日期: 2021年7月9日; 发布日期: 2021年7月28日

## 摘要

减持新规的实施对证券公司审慎经营能力与风险管理能力提出了更高要求, 股票质押市场业务发展模式正面临从规模到效益的转变。本文首先结合股票质押业务风险与治理的逻辑关系, 对现行股票质押式回购业务的现状进行梳理; 探讨证券公司实施减持新规对股票质押的影响; 最后, 针对存在的问题与风险, 从监管部门与金融机构两个角度提出了相应的对策建议, 以期为相关部门政策制定与业务的开展提供实用性的建议, 确保业务的稳定发展。

## 关键词

减持新规, 股票质押式回购业务, 风险管理

# Research on Risk Prevention and Development Trend of Stock Pledge Repos against the Background of New Rules about Reduction by Shareholder

Li Feng<sup>1</sup>, Wen Wang<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>General Management Department, Zhejiang Branch of China Cinda Asset Management Co., Ltd., Hangzhou Zhejiang

<sup>2</sup>Risk management Department, Zhongtai Securities Co., Ltd., Jinan Shandong

Email: \*wangwen\_1010@163.com

Received: Jun. 17<sup>th</sup>, 2021; accepted: Jul. 9<sup>th</sup>, 2021; published: Jul. 28<sup>th</sup>, 2021

\*通讯作者。

## Abstract

The imposition of new rules about reduction by shareholder places greater demands on capability in prudential business and risk management capacity of a securities company and the patterns of development shift from scale to effectiveness. Combined with logical relations between risk and governance, this paper summed up the status quo of stock pledge repos, analyzed the effect on stock pledge repos. Finally, aiming at these problems, corresponding measures were proposed from the view point of regulators and financial institutions in order to offer practical suggestions on policy-making and business development to ensure the steady development of financial system.

## Keywords

New Rules about Reduction by Shareholder, Stock Pledge Repos, Risk Management

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

股票质押是融资人以其所持有股票为标的物的权利质押。自 2013 年 6 月业务推出以来,场内股票质押业务引起了证券公司与上市公司大股东的极大关注,显现出巨大的市场需求,业务规模逐年上升。随着我国资本市场纵深化发展,尤其自 2014 年“杠杆牛市”以来,股票质押业务规模呈现“井喷式”增长,截止 2017 年 7 月底沪深两市共有 3253 只个股参与股权质押业务,占 A 股比例高达 98.58%,除部分 ST 股票与新发行股票外,几近“无股不质押”。

然而,股票质押业务的推出犹如一把双刃剑。一方面股票质押业务为股票市场的创新发展注入了新的活力,提供了服务实体、解决融资的新渠道,促进了资本市场与货币市场的有效对接;另一方面,股票质押背后也蕴含着相应的风险。承担质押担保功能的标的物是具有流动性的股票,因此其风险与市场波动休戚相关,并反作用于股票市场。继 2015 年 7 月、2016 年 1 月之后,2017 年 5 月 27 日,证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,新版减持新规进一步规范了股东减持行为,股票质押市场流动性受到明显的冲击,伴随此前股市较长时间的大幅波动,质押股份接近平仓线、警戒线的情况频繁发生,风险进一步集聚与凸显。因此,针对性的抵御日益集聚的股票质押风险,不仅直接关系到融资主体的利益,更关乎金融市场的全局稳定。

回顾有关股票质押的研究发现,已有的研究多是从理论角度进行分析的(刘莉,2013;艾大力和王斌,2014;陈晓芳、王志毅,2015;黄俊,2016) [1] [2] [3] [4],较少涉及到实证数据的支持。鉴于此,本文以股票质押业务实际数据为支撑,立足于分析减持新规这一新形势下股票质押业务现状、特点及所面临风险,并分别从监管部门、金融机构角度深入分析减持新规下股票质押业务的发展趋势及风险应对策略,以期为相关部门政策制定与业务的开展提供实用性的建议,确保业务的稳定发展。

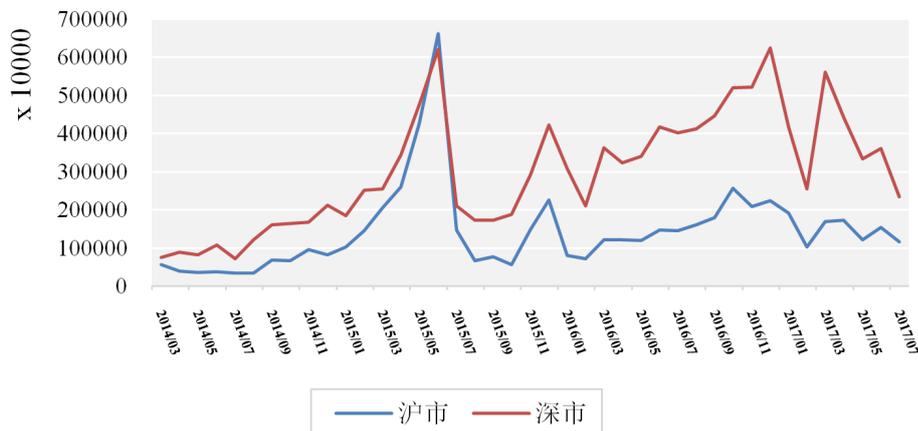
## 2. 当前股票质押业务的现状分析

### (一) 业务规模逐年提升

股票质押业务自 2013 年开展以来,参与主体稳步增加、业务规模日益扩大,如图 1 所示。尤其在

2015 年杠杆牛市作用下, 股票质押业务得到迅猛的发展, 2016 年单一年份共计质押 3276.98 亿股, 涉及市值高达 4.51 万亿元, 逐渐促成了如今市场中“无股不押”的局面。

股票质押业务规模



资料来源: 上海证券交易所、深圳证券交易所

Figure 1. Scale of stock pledge business

图 1. 股票质押业务规模

然而, 在金融去杠杆与持续监管的双重驱动下, 2017 年以来股权质押的业务规模增长有所放缓, 尤其在 2017 年 5 月减持新规背景下, 日均业务规模呈现明显下降态势。新规的实施为股票质押流动性带来了巨大的冲击, 质权方出于平仓风险等多方面的考虑, 更加注重项目风险与收益的权衡, 避免了股票质押规模的盲目扩张。

## (二) 存量业务集中分布显著

根据对存量业务的统计, 如图 2~3 所示, 质押标的以民营企业居多, 占比达 80%; 主要集中于房地产、医药生物、化工和传媒等市值规模较小的行业; 上市公司在创业板和中小板上市居多, 占比超过 80%, 该板块同样以民营企业为主, 中小型民营企业在融资渠道较少, 股票质押式回购更多的满足了该类企业的融资需求。

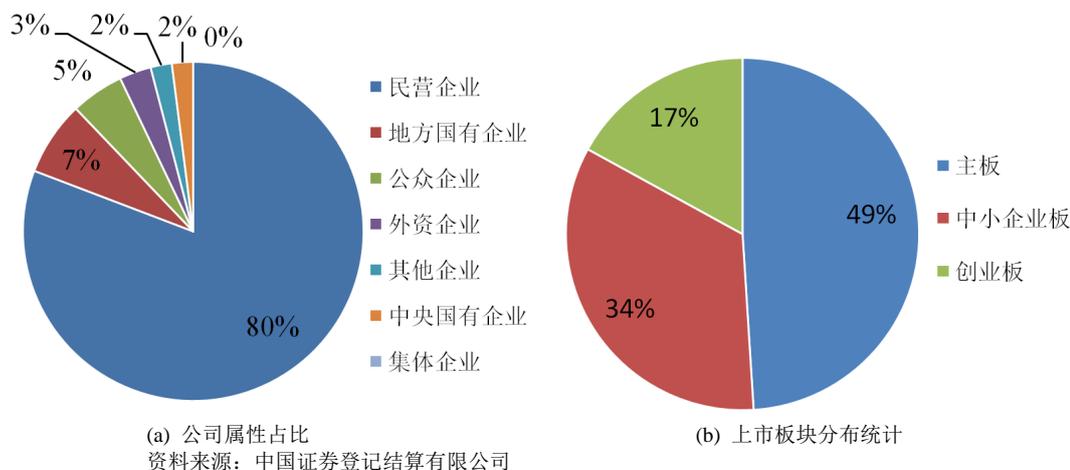
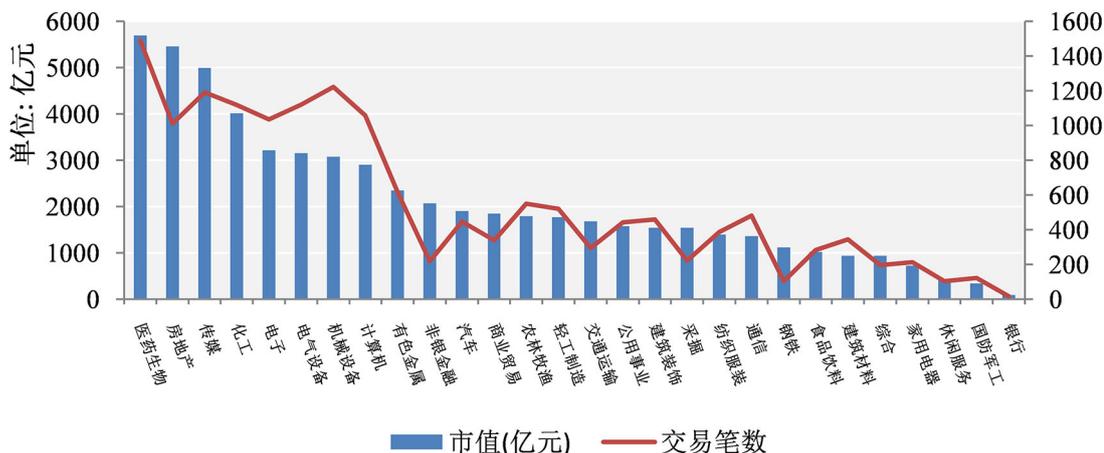


Figure 2. Statistics of unpledged shares

图 2. 未质押股份分布统计

未解押股份分行业统计



资料来源: 上海证券交易所、深圳证券交易所

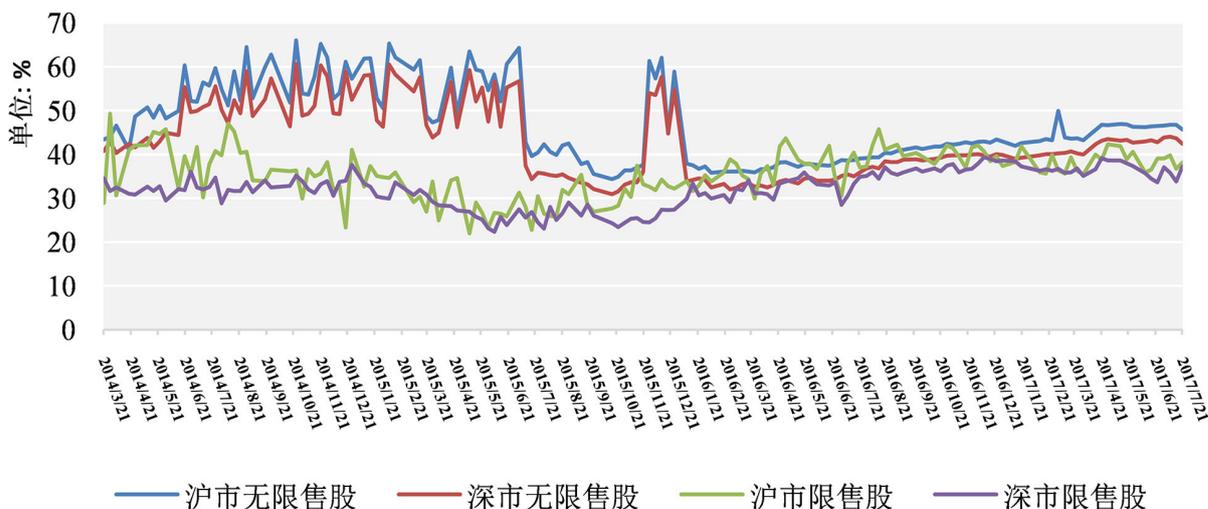
Figure 3. Industry statistics of unpledged shares

图 3. 未解押股份分行业统计

(三) 质押股份以流通股为主, 流通股质押率稳定高于限售股

图 4 显示了沪深交易所流通股与限售股的平均质押率, 可以看出, 限售股质押率长期低于流通股, 然而差异存在逐渐减小趋势。相比之下, 限售股的质押率波动较为平稳, 而流通股质押率波动剧烈, 流通股质押率的波动与股票市场呈现显著的相关性, 2015 年股票市场的巨幅波动下, 流通股质押率显著下降, 而异常波动之后, 流通股的质押率出现巨幅反弹, 质押率的剧烈波动反映了极端风险状况下市场的相机决策。

不同性质股票质押率



资料来源: 上海证券交易所、深圳证券交易所

Figure 4. Share pledge rate of different properties

图 4. 不同性质股票质押率

(四) 质押集中度是最主要风险

控制标的证券的质押集中度对于控制质押风险至关重要。不同性质股票平均质押率如图 4 所示, 在较低的集中度范围如质押集中度小于等于 10%、质押集中度大于 10%且小于等于 20%的范围内, 质押标的证券显著高于大于 50%区间范围, 这从一个侧面说明了, 证券公司通过自律使质押集中度风险得以有效控制(高伟生, 2014) [5]。

### 3. 减持新规对股票质押业务的影响与风险分析

#### (一) 新规简述

证监会继 2015 年 7 月、2016 年 1 月之后持续加强监管, 于 2017 年 5 月发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》新版减持新规, 新规对股东减持行为进一步作出规范, 使股票市场整体的流动性与预期均产生对应变化。新规进一步强化了对减持行为的约束, 涉及股票质押业务的变化主要体现在以下几个方面。

第一, 减持比例限制: 大股东在 3 个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数, 不得超过公司股份总数的 1%, 大股东及一致行动人需合并计算; 这一规定提高了质权人对项目审查的要求, 需要质权人事前详尽了解融资人通过各种架构和方式持有的股票信息, 并在事后持续跟踪融资人后续持股变动(林莎, 2017)。[6]

第二, 限制范围扩大: 新增 IPO 首发及增发解禁同时适应规定、约束范围从大股东扩展为股东。

此外, 新规明确填补规则漏洞, 新增针对大宗交易方式减持条款, 避免大股东的“过桥减持”。因此, 股票质押融出方通过大宗交易平仓的可操作性显著降低。

#### (二) 减持新规对股票质押业务发展的影响及风险分析

结合此前对 IPO 加速、定增再融资、重组并购监管的收紧, 减持新规实现了“首次融资 - 再融资 - 减持退出”的全过程制度管控, 体现了监管层引导市场回归理性的监管思路。

减持新规的实施使资产流动性受限形势下, 融资主体将逐渐形成显著的分化。股票质押市场将失去近乎刚性兑付的低风险属性, 风险收益将实现从高到低的分层。主业较弱、业绩增长乏力、融资要素不合规的融资人将面临融资渠道缩窄、融资成本上升的困境, 若无其他可替代的融资方式, 融资人必定会接受更高价格、更低质押率的方式, 从而提高了项目收益风险匹配程度; 另一方面, 融资人不得不缩减质押融资规模, 通过加强公司的整体运营水平, 贴近各类融资方式的门槛, 选择其他融资方式作为替代, 对应的融资利率也会上升, 短期内这种替代效应的作用还是比较有限。而业绩优良、主业稳定、融资要素均合规的融资人的融资渠道会不断增加, 还会得到补偿溢价, 从呈现出放大效应。适应监管新规的股票质押市场逐步形成, 资产告别了无差别同上的单边趋势, 开启基于风险进行定价的新周期。

在日益增长的股票质押回购业务规模和日益增加的标的参与占比双重因素的作用下, 股票质押风险事件不断频发。数据显示 2016 年以来, 海虹控股、大东南、同洲电子、齐心集团、茂业通信、冠福股份、锡业股份、华仁药业、洲际油气等多只股票因控股股东大比例质押, 在市场大幅下跌时无券可补仓的情况下, 质押项目面临平仓风险。短期内, 新规冲击下存量质押风险或呈现上升趋势。股票质押式回购业务作为金融创新类业务, 主要面临的风险有: 市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险和法律风险等(孙金帅, 2017) [7]。市场风险是由于证券市场行情的变化导致标的证券价格波动所形成的风险。若标的券长期处于停牌状态, 或证券市场总体产生巨幅下跌, 均会导致客户履约能力下降, 进而导致强制平仓或因无法及时处置, 面临流动性风险, 从而形成连锁反应。信用风险是因融资人违约而造成的风险, 具体包括: 融资人提供虚假信息、未按合同约定使用资金、融资方未按合同约定支付本息, 且未采取其他履约保障措施。操作风险是由于工作人员或系统操作上的失误导致金融资产发生损失风险。在股票质押回购业务中, 由于技术系统故障、资金交收或质押与解除质押登记失败、通知与送达异常、证券公司

未履行职责等原因导致的操作风险(孙金帅, 2017) [7]。法律风险是融资方因发生法律纠纷等不可预测的突出事件, 造成包括质押标的证券在内的资产被冻结。目前股票质押业务存在质权效力方面的问题, 无法有效对抗司法冻结。一旦冻结, 将增大质押标的券处置难度(罗小红, 2008) [8]。尤其因减持新规的限制, 加剧了处置质押标的券时面临的流动性风险, 减持新规的推出, 增加了股票质押业务的各项风险承担, 尤其是流动性风险。

#### 4. 针对存在问题所提出的解决措施

针对上述风险情况, 结合减持新规对股票质押业务的影响, 从监管与机构两个角度, 提出如下的风险控制措施, 以保障股票质押式回购业务的健康有序发展。

##### (一) 监管层面: 完善法律体系, 强化立法效应

股票质权立法的根本目的在于依靠担保实现债权保障, 依靠质权限制维护出质权益, 最终将融资双方均置于法律体系, 切实保护双方利益。

而股票质押过程将面临众多不确定因素, 因此, 研究如何使用法律来规避质押风险至关重要。现阶段, 针对股票质押而设计的法规主要有《物权法》、《工商行政管理机关股权出质登记办法》、《公司法》、《担保法》等, 这一系列法律组织层我国股权质押立法体系。虽然法律众多, 但尚未有一部法律是针对股票质押风险规避方法而设计的, 只有在《物权法》中针对其种类和设立方式进行茶树。然后在《担保法》和《公司法》中有对其进行深入探索, 但是仍然没有涉及到风险规避方式(曹士兵 2015) [9]。因此, 在完善股票质权立法体系过程中, 需要考虑股票质押业务的特殊性, 针对业务的经营风险、交易风险等方面的规避和风险分配原则进行立法规定, 以此来强化股票交易中的安全性和有效性。

建议监管部门在股票质押立法过程中, 能够针对业务风险点制定更加具体的规定: 首先, 在订立质押合同过程中, 当事人需要针对质押存续期间内风险分担进行详细规定; 其次是考察《证券公司股票质押贷款管理办法》第二十六条针对平仓线、质押率和预警线三个要素规定来看, 可以依据公司资质来设置上述三个标准, 以此来有效解决质押市场中长期存在的逆向选择问题; 三是双方必须要明确约定如何使用出质中募集到资金, 让质权人可以充分享受资金使用的知情权, 以及让他们在出现违约状况时可以使用终止权; 四是要明确指出股票质押中的具体交易状况、保管交易款项等问题; 五, 质权人和出质人双方在订立合同过程中, 需要由专门管理机关进行管理, 比如具有合法资质的第三方机构, 这类机构在其中将会作为代理机构, 然后由代理双方进行出质股票交易, 同时还可以一定程度上提存保管交易价格, 但是风险则是由质权人和出质人两个主体公共承担。

在此基础上, 监管部门可按照股市整体情况来逆向调节股票质押业务规模, 最终实现对股票质押风险和规模的合理控制。

##### (二) 机构层面: 落实差异化管控, 完善全过程监督

###### 1) 事前: 优化审查流程, 加强风险评估

一方面, 基于规章制度要求, 对相关风险因子进行量化。《证券公司股票质押贷款管理办法》对标的证券主要从其流动性、业绩、流通股本规模、股票质押率等因素进行了主观约束, 机构需要对其作进一步的量化与细化, 设计操作性较强的指标体系, 并加强前端控制。

另一方面, 针对减持新规, 优化项目审查机制。尽职调查工作应尽可能的体现出客户身份、股份的性质(来源)、一致行动人数、是否有承诺、违法违规情形、是否有退市风险警示危险、减持限制等要素, 并将工作底稿常态化、制度化, 避免操作风险。

再者, 进行科学有效的风险评估, 设置动态、差异化的交易要素。针对质押标的券, 需要专业信用评级机构按照企业的经营能力和效益、财务结构、管理状况、发展前景等因素, 对公司的真实信用等级

进行定期评估, 保证对企业真实运营状况的全面、准确把握; 针对自然人客户, 根据客户身份、质押股份性质、减持限制等因素进行客户分类; 基于对质押标的及客户的综合评估, 科学计算业务风险估值, 并结合总体市场态势, 实现资产的差异化定价, 对平仓线、警戒线、质押周期、融资利率及质押比例等交易要素进行差异化设置, 以保证风险与收益相匹配。

最后, 针对新规对质押品流动性的冲击, 考虑采取多途径增信措施。对于特定股份、限售股, 减持新规从一定程度上改变了股票质押业务逻辑, 源于质押品失去流动性, 降低了债权保障能力。因此针对该类质押品, 一方面可考虑强制执行公证措施, 提高风险处置效率。办理强制执行公证是为了保障在项目发生风险后, 公司无需通过诉讼阶段而直接进入法院强制执行阶段, 从而大幅缩短司法处置质押物的时间, 强制公证仅存在意义。另一方面, 可考虑更多的增信措施, 如不动产、动产抵押, 或由第三方对融资本息承担连带赔偿责任, 当融入方没法偿还融资本息时, 由担保方先行垫资用于偿付融出方, 再由担保方向融入方追偿(孙金帅, 2017) [7]。

## 2) 事后: 加强信息披露, 做好存量业务排查

一方面, 加强信息披露, 提高信息透明度。公司经营状况及其股票的市场表现直接影响着股权价值, 因此, 监管机构与质权人需全面并及时掌握企业内部信息, 以保证质权评估过程的安全性。为提高业务参与者之间的信息透明度, 出质人在股票质押过程中不仅需要严格按照强制性信息披露规定, 实现年度、季度和月度财务报告常态化, 同时还需要在质权存续期间, 将股票出质中募集资金使用状况向质权人定期披露, 在做好上述工作后, 还需要赋予质权人查询财务报表以及项目真实状况的权利。

另一方面, 做好存量业务风险排查。对现有存量业务融资人持股情况、盈利数据、质押情况、立案调查信息等进行逐项排查, 通过压力测试等风险计量手段, 对存量业务, 尤其是即将到期业务进行风险预判。

另外, 完善宏观经济金融风险预警机制, 通过防守型条款从宏观层面动态调整警戒线、平仓线等风险要素, 对不同的情况约定不同的比例, 实现业务的逆周期调节, 使股票质押业务具有一定的弹性, 更符合我国国情。

## 基金项目

国家社科基金项目“关联图谱视角下资本市场系统性风险传导及预警研究”(19CJL041)。

## 参考文献

- [1] 刘莉. 股票质押式回购交易制度若干问题分析[D]: [硕士学位论文]. 上海: 华东政法大学, 2013: 56-67.
- [2] 艾大力, 王斌. 论大股东股权质押与上市公司财务: 影响机理与市场反应[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2012, 27(4): 72-76.
- [3] 陈晓芳, 王志毅. 股权质押质权人的风险分析与防范对策[J]. 武汉理工大学学报(社会科学版), 2015(4): 601-604+626.
- [4] 黄俊. 上市公司股票质押风险和应对机制[J]. 企业经济, 2016(1): 188-192.
- [5] 高伟生, 许培源. 证券公司股票质押式回购业务的现状、问题及对策[J]. 证券市场导报, 2014(7): 48-52.
- [6] 林莎. 绳索再收紧—减持新规后股票质押规模难再扩张[EB/OL]. <https://www.163.com/dy/article/CLHTO21405198NMR.html>, 2017-06-04.
- [7] 孙金帅. 证券公司股票质押式回购交易业务风险管理研究[J]. 经贸实践, 2017(8): 89+91.
- [8] 罗小红. 账户质押法律问题研究[J]. 法学杂志, 2008(4): 130-132.
- [9] 曹士兵. 中国担保制度与担保方法[M]. 北京: 中国法制出版社, 2015.