

谢德仁 王康 廖珂

在我国股市连续下跌的背景下，上市公司股票质押平仓公告数量显著增长，股票质押业务流动性危机愈演愈烈，引起了监管层的高度重视。面对可能衍生出系统性资本市场风险的股票质押风险，监管层、地方政府和资本市场相关方已经提出和正在采取了一些纾解措施。但在我们看来，对股票质押标的质量缺乏区别的无差异救助行为不可取，故本文特从股票质押标的质量视角对如何市场化纾解股票质押风险做些初步的探讨，以期抛砖引玉。

一、上市公司股票质押业务的制度背景与发展现状

（一）股票质押业务的制度背景

质押是经我国《担保法》、《物权法》确立的一项担保制度，是指债务人或者第三人将其动产或权利移交债权人占有，将该动产或权利作为债权的担保。股票质押则是指债务人（出质人）以股票为担保品，以一定折扣率从债权人（质权人）取得资金，并约定在未来还资金和支付利息、解除质押的交易。股票质押中的相关股份无需过户，原股东仍可继续享有出席股东大会、提案、表决权权利，这为上市公司控股股东在融资的同时不丧失公司控制权提供了制度保障。至于质权人，2013 年以前，主要银行和信托公司；2013 年 5 月沪深交易所和中登公司发布《股票质押式回购交易 登记结算业务办法（试行）》之后，券商也加入质权人的主力军。

（二）股票质押业务的发展现状

得益于市场资金面的宽松 因素，股票质押业务的发展步伐在 2015 年大幅提速。仅就场内质押而言，全市场合计待购回本金规模从 2015 年底的 7000 亿元，发展到 2016 年底过万亿元，再到 2018 年 3 月股票质押新规公布之前的峰值 1.6 万亿元，最终形成了“无股不押”的局面。WIND 数据显示，截至 2018 年 10 月 26 日，股票质押业务的部分市场数据如下：从标的证券数量来看，共有 2483 家企业存在股票质押，占 A 股整体数量超过 70%；从质押股份市值来看，累计质押股票的总市值为 4.54 万亿元，占 A 股市场总市值比例约为 9%；从大股东质押比例来看，A 股上市公司控股股东累积质押数量占持股比例超过 70%的有 864 只股票。其中，有 506 只个股的控股股东累计质押数量占持股比例超过 90%。更有 123 只个股的控股股东累计质押所持股份数量占持股比例达到 100%。

二、股票质押风险简析：股票质押标的质量视角

直接来观察，我国资本市场中股票质押风险产生的原因主要在于：（1）出质人的资产

与负债错配，即出质人利用股票质押融资来进行短借长用，造成资产与负债的时间错配。梳理典型案例可以发现，不少大股东将股票质押融资所获资金用于并购扩张、定向增发、股权投资 高风险、长周期的用途。由于单笔质押回购期限一般不超过一年，大股东不得不进行“借用过桥资金-解除质押-重新质押-偿还过桥资金”的循环融资操作，一旦金融机构信用收缩，其他融资渠道的信用可获得性降低，导致出质人在循环融资受阻时，就会出现股票质押风险。

（2）出质人自身的杠杆过高，补充质押能力不足。如前述，A 股上市公司控股股东累计质押数量占其持股比例超过 70%的有 864 只股票。其中，有 506 只个股的控股股东累计质押数量占持股比例超过 90%；更有 123 只个股的控股股东累计质押所持股份数量占持股比例达到 100%。当股价下跌触及预警线乃至平仓线时，在仅接受股票作为合资格抵押品的情况下，出质人无额外的股票补充质押，场内质押的质权人（主要为证券公司）也无法接受债权人其他财产作为抵押品，客观上迫使证券公司不得不平仓抵押品以降低自身风险，无形中对市场整体造成了压力。（3）2016 年 1 月证监会的《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》和 2018 年 3 月沪深交易所与中证登正式实施的《股票质押式回购交易 登记结算业务办法（2018 年修订）》在降低股票质押的质押率和限制部分出质人的循环质押行为方面产生的影响。

但更深层次来看，我们认为，股票质押标的的质量不高是形成和放大股票质押风险的关键底层因素。股票质押的标的是股票，而股票的质量在于其价值。股票的价值取决于公司的股东价值创造和资本市场的 值水平。资本市场牛熊转换，股票的 值水平自然也随之高低起伏。长期来看， 值水平之高低取决于资本市场的基础资金成本，并不为上市公司 其大股东的主观意志所转移；公司所能够影响的只是其股东价值创造能力。因此，决定股票质押风险的关键根本因素在公司的股东价值创造能力。如果公司股东价值创造能力强，即便遭遇熊市，市场整体 值水平下降，但因其业绩好，其股价下跌幅度还是会相对更小，其发生股票质押风险的概率就会低很多（毕竟 30%左右的股票质押率给予银行和券商 质权人的安全边际已经相对充裕）。此外，对于股东价值创造能力强的公司而言，即使由于出质人的资产和负债时间错配而导致股票质押风险爆发，也会有许多资本愿意来“帮忙”，为其市场化解除风险，而不会放大股票的市场波动风险。

那么，从抵押品的视角来看，什么样的股票质量算高？其一自然是 值水平不能太高，比如市盈率在行业中位数左右；其二是公司股东价值创造能力强。对于后者，我们认为，一个股东价值创造能力强的公司一定是符合高质量发展标准的公司。谢德仁 2018 年 8 月曾在《中国证券报》撰文从现金增加值创造力视角对企业高质量发展的标准加以讨论。谢德仁指

出，长期来看，一个高质量发展的公司应该有着持续现金增加值创造力，应该是自由现金流量（经营活动净现金流量+投资活动净现金流量-利息支出）大于股权资本成本的公司，应该是经营活动净现金流量大于或至少等于“利润（假定利润都来自主营业务）+利息支出+折旧+摊销（含资产减值损失）+股权资本成本”的公司。我们相信，在我国资本市场中，一个符合这一高质量发展标准的公司就是股东价值创造能力强的公司，其股票除非价值水平太高，否则就属于高质量的股票。

三、基于股票质押标的质量来市场化纾解股票质押风险

（一）何谓市场化纾解股票质押风险？

我们认为，市场化纾解股票质押风险就是，在严格区别股票质押标的质量之基础上，“救应救，弃应弃”。换言之，市场化纾解股票质押风险不是一视同仁去救助所有出险的出质人和质权人，而是“有所弃、有所救”。“弃”的是低质量的股票质押标的出质人和质权人，“救”的是高质量股票质押标的出质人和质权人。“弃”就是严格按照股票质押合约来进行合法处置，出质人若不能补充质押或提供还款资金，就应该被强行平仓；“救”则是由包括所谓纾困基金在内的各类资本通过市场化合作来帮助出质人度过股票质押危机。如前述，当高质量的股票作为质押标的时，即便因出质人流动性原因或者市场的确发生系统性金融危机而出现股票质押风险，还是会有很多资本将之视作投资良机而主动参与，这就是市场化纾解股票质押风险的具体表现。若地方政府相关部门牵头或其指令相关机构成立纾困基金（甚至直接或间接地把财政资金投入其中），不加区别地帮助所在地上市公司纾解控股股东股票质押风险，则可能误入非市场化行为的歧途，容易诱发市场参与主体的道德风险，有悖市场公平原则。因此，市场化纾解股票质押风险一定是在严格区别股票质押标的质量的基础上所进行的“弃救结合”的纾解，是出质人和质权人参与风险分担（为各自的道德风险和运营不当付出代价）的纾解。需强调的是，“弃”作为一种“烈度”较大的方式，是市场化纾解股票质押风险的题中应有之义。“弃”与“救”应该都是市场主体经过合理的得失比较之后的自愿行为，是市场化纾解股票质押风险不可或缺的一体两面。

当以高质量股票作为标的而进行的股票质押出现风险时，其价值水平一般已经下降，此时纾困基金前去救助出质人，就不会产生二次金融风险。而对于那些以低质量股票作为标的所进行的股票质押出现风险时，即使价值水平看似已经下降，但其实还是偏高的，因为其公司不具有持续的股东价值创造能力，这类公司的股票其实一文不名。若无A股市场“奇葩”的壳价值，其实早应该归零，纾困基金前去救助这类低质量标的的股票质押出质人，自然会带来二次金融风险，并非是对股票质押风险的化解，而仅仅是风险承担主体的转移。既然如

此，就不应以牺牲纾困基金投资者和纳税人的利益为代价无差别地救助这些公司。其大股东。有一种观点认为，纾困基金进行救助的目的旨在保护因大股东股票质押出现风险的而蒙受损失的中小投资者。在我们看来，这是一种在逻辑上站不住脚的看法。本文后续的分析发现，近期市场上出现大股东质押爆仓风险的股票往往质地较差，这些投机于低质量股票的所谓“中小投资者”实乃“赌徒”，越多的非市场化的“保护”则将滋生更多的赌徒式投机者。其实，A股资本市场上的中小投资者算是中国公民中少有的“巨婴症”程度较低的人群，他们并不需要非市场化的“保护”，只需要符合“三公”原则运行的资本市场。此外，股票质押出险的质权人（包括银行、信托和券商）也应该为自身差强人意的风控“买单”。对于具备很强道德风险的质权人，尤其不能用纾困基金投资者和纳税人的钱去救助。因此，利用纾困基金救助低质量股票出质人是为了保护中小投资者利益的提法只是包括高道德风险质权人在内的某些利益集团谋求自身利益的一个幌子而已，这既会培养“巨婴”式市场参与者，又会使得利益相关者形成更大的道德风险，是对我国资本市场可持续、高质量发展的更大破坏。

（二）近两年股票质押风险出险标的股票质量评估与股票质押风险的市场化纾解

如上述，股票质押风险的市场化纾解应立足于对股票质押标的的质量评估。为此，我们对2017年1月1日-2018年10月30日发布了控股股东、主要大股东（持股5%以上、且为前十大股东）股票质押遭强制平仓或触及平仓线公告的上市公司进行了统计分析，具体如下：

1、总体情况

截至2018年10月30日，共有123家上市公司发布类似公告（以下简称这些公司为“出险公司”，其中控股股东出险公司110家，主要大股东出险公司13家）。从这一数据来看，绝大多数上市公司大股东股票质押风险目前是可控的，“爆仓”与“平仓”仅仅是局部现象。

2、出险公司的股东价值创造能力与价值水平

我们进一步对上述123家出险公司过去5年（2013-2017）的股东价值创造能力和价值水平与非金融行业其他公司（以下简称为非出险公司）进行了分析。结果发现，总体上，在2013-2017年间，无论是相较于全市场，还是相较于同行业的其他上市公司，这些出险公司均呈现出股东价值创造能力较差、价值水平较高特征。具体而言，下面的表格将出险公司与非出险公司主要指标的中位值进行了对比。结果发现，（1）虽然出险公司的资产应计利润回报率（净利润/年初年末总资产平均值）为正值，但他们的资产现金利润回报率（“经营活动净现金流量-折旧与摊销与资产减值损失-利息支出”/年初年末总资产平均值）在2013-2017年间一直为负值，2017年更糟糕，下降至-5.1%。这说明这些公司的应计利润（即权责发生制基础上的净利润）“含金量”一直很低或为零，大都为“纸面”富贵。这也说明这些

出险公司的经营活动净现金流量连投资成本都无法完全收回，甚至连利息支付都覆盖不住，它们符合前述谢德仁（2018）文章所界定的低质量发展公司特征，公司本身也属于结构性去杠杆的目标企业。而非出险公司的资产现金利润回报率虽然也很低（也一直低于其资产应计利润回报率），但在 2013-2017 年间一直是正值，从中位值比较检验来看，出险公司的这一指标一直比非出险公司显著地差。此外，在未列出的表格中，我们也统计了出险公司和非出险公司 2013-2017 年的自由现金流量（经营活动现金净流量+投资活动现金净流量-利息支出），虽然出险公司和非出险公司都是一直为负值，但前者的自由现金流量在统计上是显著低于非出险公司。可以说近 5 年，这些出险公司比起非出险公司处于更显著的“庞氏利息”和“庞氏分红”状态。（2）出险公司的资产应计利润报酬率中位值从 2013 年的 2.4% 下降到 2017 年的 1.8%，且过去 5 年中，除了在 2015 年出现了该指标昙花一现式的改善，其余各个年份均持续显著地低于非出险公司。（3）出险公司的资产负债率从 2013 年末的 38.5% 上升至 2017 年末的 46.5%，且在 2017 年出现明显的上升，并显著地超过非出险公司。（4）无论是市净率、市盈率还是市值/EBITDA，这些出险公司 2013-2016 年间都是显著高于非出险公司，直到 2017 年才降到和非出险公司无显著差异的状态，说明这些出险公司不仅是股东价值创造能力差，同时估值水平长期高于非出险公司。由此可看出，出险公司近两年内股价的下跌的根本原因是对其较差业绩正常的市场反应，也是对其在过往年度过高估值的修正。

表：股票质押出险公司与非出险公司股 价值创造能力与估值水平比较（中位值）

年度	资产现金利润回报率		资产应计利润回报率		资产负债率	
	非出险公司	出险公司	非出险公司	出险公司	非出险公司	出险公司
整体	-0.1%	-2.1%**	3.3%	2.4%**	43.6%	38.5%
	-0.2%	-3.1%***	3.0%	2.1%**	43.3%	41.9%
	0.2%	-1.9%***	3.0%	2.9%	41.5%	40.8%
	0.8%	-2.1%***	3.4%	2.7%**	39.3%	40.5%
	-0.1%	-5.1%***	3.9%	1.8%***	39.0%	46.5%***
	0.1%	-2.6%***	3.4%	2.4%***	41.0%	42.0%
	市净率		市盈率		市值/EBITDA	
	非出险公司	出险公司	非出险公司	出险公司	非出险公司	出险公司
	2.57	3.05***	38.60	57.59***	16.56	26.99***
	3.28	3.71***	48.89	74.88***	21.17	32.44***
整体	5.18	6.39***	77.09	115.99***	34.44	52.24***
	4.03	4.56**	59.17	77.16***	28.28	35.57***
	3.17	3.73	42.31	51.61	21.03	20.89
	3.53	4.29***	50.74	74.95***	23.03	32.13***

注：数字后的***、**、*分别表示出险公司相关指标中位值差异于非出险公司相关指标中位值的显著性水平分别为 1%、5%和 10%。

此外，我们也把这些股票质押出险公司及其各自所在行业非出险公司进行了比较，结果与上表类似，出险公司的股东价值创造能力显著低于所在行业的非出险公司，而 值水平显著高于所在行业的非出险公司。基于上述数据分析可看出，总体上，前述 123 家出现控股股东 主要大股东股票质押风险的公司相对非出险公司来说，股东价值创造能力差， 值水平高，其公司属于低质量发展企业，其股票属于低质量股票。

3、对近两年控股股东股票质押风险出险市场化纾解的应有之道

综合上述经验数据分析，近两年已经出现股票质押风险的出质人基本上不属于市场化纾解股票质押风险时纾困基金应该出手救助的出质人，同时这些股票质押交易中的质权人也存在过度杠杆以 风险失控 问题。对这些出险的出质人，市场化纾解股票质押风险就应该是按照股票质押合约来合法处置（就是前述的“弃”），而不是由纾困基金来予以救助。这些公司不具有可持 续 股东

除了应该在防范出质人资产和负债错配、杠杆过高方面采取措施和改进，包括大股东股票质押融资用途信息披露在内的相关制度安排外，更应该采取市场化的纾解方法。市场化纾解股票质押风险的关键在于严格区别股票质押标的质量（公司的持续股东价值创造能力是否强），然后有所弃、有所救。因此，市场化纾解是“弃救结合”的纾解，是出质人和质权人都要为自身的道德风险和运营不当付出代价的纾解。从数据来看，我国目前正面临着的股票质押风险还是局部可控的，且出险的股票质押标的质量基本不高（数据显示相关出险公司大抵属于低质量发展企业），即使通过“弃”的方式来市场化纾解这些出质人股票质押风险，不但不会带来系统性金融风险，反而会有助于我国资本市场的可持续、高质量发展。至于市场化纾解的具体方法，本文限于篇幅不予讨论。我们相信，市场自有办法，关键是监管层要有尊重市场化纾解机制的智慧和定力，学会“放手”，不乱“伸手”。具体方法可以包括各级政府设立的纾困基金发挥作用，但是纾困基金本身需要增强透明度、改进治理、明确退出机制和遏制道德风险。

（本文以“市场化方式化解股票质押风险”为题发表于《中国证券报》2018年11月4日，前沿视点版。）

（谢德仁感谢国家自然科学基金【项目号为71672098】和财政部会计名家培养工程的支持。谢德仁为清华大学经济管理学院教授，王康为长江证券股份有限公司信用业务部经理，廖珂为武汉大学经济与管理学院助理教授，本文不代表作者所在机构的观点。）

（参考文献：谢德仁，2018，“培育现金增加值创造力 实现企业高质量发展”，《中国证券报》8月11日，前沿视点栏目。）