

上市公司股票质押风险特征、 应对模式及风险防范

高伟生*

摘要:近年来,股权质押已成为上市公司股东满足自身融资需求的常用工具。伴随其快速发展,股权质押风险日益频发。本文通过对股票质押风险案例的分析研究,总结股票质押风险事件的风险特征,探讨股票质押业务的风险应对措施。本文指出,股票质押部分风险事件呈现融资人质押比例高、融资主体存在诚信问题、标的证券基本面差等基本特征;通过对股票质押风险应对的实务操作,总结了四种应对模式:融资人主动解决债务、流通股二级市场处置的威慑作用、限售股的司法处置及质权人的救助措施,特别是对于优质上市公司,质权人通过救助措施以上市公司的长期稳定发展降低股东股票质押的短期平仓风险。控制融资人质押比例、提升风险应对能力、保障上市公司稳定发展等政策建议成为防范股票质押业务风险,保障资本市场健康发展的应有之义。

关键词:股票质押 风险应对 稳定发展

2018 年以来,股票质押式回购业务市场规模、参与标的证券数量、质押的市值延续 2017 年的增长趋势,截至 2018 年 4 月 30 日,场内质押规模为 1.58 万亿元,虽然相较于 2017 年 12 月 31 日的业务规模 1.64 万亿元下降 446 亿元,但整体业务规模处于高位震荡、缓慢下行的过程中;3461 只 A 股股票中,质押股票 3333 只,占比 96.3%;股票质押市值 5.36 万亿元,占 A 股总市值的 8.62%。但实际运行中爆发了一些大股东股票质押风险事件,比如贾跃亭质押的乐视网、王靖质押的信威集团、王辉质押的

* 上海财经大学公共经济与管理学院博士研究生,德邦证券股份有限公司经纪业务管理总部融资融券部总经理。
本文仅代表作者个人观点,作者观点与所任职机构无关。

华泽钴镍等,大股东股票质押的平仓风险对上市公司和资本市场产生短期和长期的负面影响。从上市公司的角度来看,短期内大股东平仓风险引发股价的下跌,股价的下跌进一步加剧平仓风险,大股东的平仓风险传导到上市公司,强化了上市公司资金链断裂的正向效应;长期来看,大股东的平仓风险可能引发上市公司股权变更、对外融资渠道萎缩、投资者损失、股票退市风险增加;从资本市场的角度来看,短期内股票质押的平仓风险成为股价高波动的重要来源,加剧投资者情绪和市场的波动;长期来看,因股票质押的平仓风险引发的停牌和信息披露问题,持续引发市场主体对市场的股票停复牌制度、信息披露制度的质疑,不利于构建稳定的资本市场环境。因此,如何防范和化解股票质押业务的风险成为保障资本市场稳定发展的重要内容。本文旨在通过对股票质押风险案例的分析研究,总结股票质押风险事件的风险特征,探讨股票质押业务的风险应对措施。本文第二部分介绍了中安消股票质押的风险案例,从质押行为、融资人特征及质押标的三个角度总结股票质押风险事件的特征,第三部分分析了股票质押风险应对模式,最后总结本文的结论以及后续发展股票质押业务风险控制措施。

一、股票质押风险特征

根据交易所与登记公司发布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》(2018年修订),质权人直观上根据履约担保比例对股票质押项目进行逐日盯市,当履约担保比例跌破平仓线,上市公司大股东没有采取补仓措施时,质权人采取平仓措施维护债权的安全,上市公司公告大股东存在平仓风险,此时可认为质押项目出现风险。因此对于融资人来说,保证项目安全性的前提即保障履约担保比例高于平仓线,另外低于平仓线时也能采取相应的补仓措施。因此一个股票质押项目的安全性直观上取决于两个要素:股价的稳定性和质押比例的合理性。表1估算融资人不同质押比例不同折扣率下一个质押项目能承受的跌幅。根据2018年1月1日至2018年10月17日上市公司涨跌幅的数据,假设融资人的质押比例为100%,标的证券的折扣率为40%,融资人自1月1日质押至今,有1146只标的证券跌破平仓线,如果融资人的质押比例为80%,那么只有414只标的证券跌破平仓线,如果质押比例只有50%,只有51只标的证券跌破平仓线,因此如果融资人质押比例越低,在市场下跌时,能采取更多的补仓措施来确保项目的安全性。而实务中,股票质押风险项目的上市公司大

股东在质押融资时,除谋求更高的折扣率外,整体质押比例也较高,因此市场出现持续下跌时,无券可补,使质押项目出现风险。(见表1)

表1 不同质押比例不同折扣率能承受的跌幅

折扣率 能承受的跌幅		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
质押比例 为100%	触及预警线的跌幅	52.00%	44.00%	36.00%	28.00%	20.00%	12.00%	4.00%
	触及平仓线的跌幅	58.00%	51.00%	44.00%	37.00%	30.00%	23.00%	16.00%
质押比例 为90%	触及预警线的跌幅	56.80%	49.60%	42.40%	35.20%	28.00%	20.80%	13.60%
	触及平仓线的跌幅	62.20%	55.90%	49.60%	43.30%	37.00%	30.70%	24.40%
质押比例 为50%	触及预警线的跌幅	76.00%	72.00%	68.00%	64.00%	60.00%	56.00%	52.00%
	触及平仓线的跌幅	79.00%	75.50%	72.00%	68.50%	65.00%	61.50%	58.00%

注:预警线为160%,平仓线为140%,本文的计算有两个假设条件:一是质押价格以市价;二是不计算每日利息。不同质押比例不同折扣率能承受的跌幅函数为:承受的下跌幅度=1-平仓线×折扣率×质押比例。

质押项目的风险除与质押高比例和高折扣率相关外,也和融资主体的诚信问题和上市公司基本面差相关。在股票质押中,如果融资主体存在诚信问题,^①特别是控股股东在会计处理、业务承诺、信息披露、环境保护、税收政策等方面违背监管规定和行业基准,容易受到监管机构处罚或者新闻媒体的质疑。根据减持新规的规定,^②大股东被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间,以及行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月的,不得减持股票。这意味着标的证券在6个月内没有流动性,而且股票质押合同基本约定:如果面临监管处罚,融资主体的股票质押须采取提前购回措施,如不采取提前购回措施,将导致违约。上市公司基本面差包括以下三种情况:一是上市公司持续亏损,特别是扣除非经常性损益后的净利润持续为负,部分年份扣非后净利润亏损严重;二是上市公司业绩内涵增长乏力,特别是部分上市公司通过高杠杆的外延并购和业绩承诺实现收入的大幅增长,业绩承诺具有基准完成年份较多且业绩承诺期限后业绩下幅较大;三是交易所的上市公司信息披露考核等

① 2018年3月28日中国证监会发布第139号令《证券期货市场诚信监督管理办法》,从2018年7月1日起构建了全行业的诚信数据库。市场诚信信息查询平台的网址:<http://shixin.csrc.gov.cn/honestypub/>。

② 减持新规是指2017年5月证监会颁布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》及上海证券交易所颁布的《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》、深圳证券交易所颁布的《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》。

级较低,处于 C 级或者 D 级水平或者部分年度考核等级变动幅度大。从 A 级或者 B 级下降到 C 级或者 D 级,不仅显示上市公司的治理水平较差,而且显示上市公司对于信息披露不规范、不透明。

以中安消股票质押风险事件为例。中安消的前身为老八股之一的飞乐股份,2013 年 7 月 15 日飞乐股份发布重组预案,通过向深圳市中恒汇志投资有限公司发行股份购买中安消技术有限公司 100% 股权,并于 2015 年登陆资本市场。自 2015 年 1 月 19 日开始中恒汇志投资开始以中安消循环质押融资,截至 2017 年 4 月 21 日,中恒汇志投资累计与 22 家机构和个人累计质押了 4.79 亿股,占其 5.34 亿股的 89.7%;从质押时段来看,主要集中于 2015 年 1 月 19 日到 2016 年 8 月 16 日中安消股价持续上涨期间,股价从 9.70 元上涨到 21.5 元,涨幅 116.52%,股价最高冲到 47.07 元。然而 2016 年 12 月 22 日中安消被证监会立案调查,2017 年 5 月 3 日上市公司被会计师事务所出具了无法表示意见的审计报告。同时上海证券交易所对上市公司实行退市风险警示,而后中恒汇志投资的质押存量项目因债务纠纷等案件被司法冻结和多轮轮候冻结,多种的负面消息导致 2017 年 5 月 26 日中安消复牌股价经历 17 个跌停,从 17.43 元下落到 6.6 元,跌幅高达 62%,按照 40% 的折扣率、140% 的平仓线,该笔质押能承担近 50% 的跌幅,而股价的跌幅过大使该笔质押触及平仓线,即使中恒汇志投资将全部股票补仓也没有办法承受如此的跌幅,进而引发了上市公司中安消股票质押的危机。

其次自借壳上市以来,中安消基本面逐步转差,主要表现在以下方面:一是上市公司负债持续上升,资产负债率从 2015 年半年报的 39.4% 上涨到 2016 年半年报的 61.41%,2016 年年底更是高达 72.48%,负债总额也从 2015 年半年报 18.8 亿元上升至 2016 年年底的 76.6 亿元,负债结构主要以短期负债为主,短期负债的占比从 2015 年的 69.9% 上升至 2016 年的 79.57%。短期负债占比过高意味着资金需求量大,期限错配较为严重,上市公司的流动性风险较大。二是上市公司收入增长质量差,2015 年、2016 年上市公司进行了大量对外并购,累计收购了 11 家主体 33.18 亿元,大量的对外并购形成了大量的商誉,2015 年商誉占净资产的比重为 26%,2016 年更是达到了 62%,商誉总额从 7.6 亿元增长到 18.31 亿元,而 2015 年、2016 年上市公司营业收入分别为 19.8 亿元、34.8 亿元,分别增长 25.18%、62.68%,但经营性现金净流量却与营业收入呈相反方向变化,2015 年下降到 -11 亿元,2016 年进一步下降到 -12.7 亿元。经营性现金流的巨亏表明上市公司虽然确认了相关收入但是收入质量差,而

且一旦被并购标的的业绩出现问题,商誉减值被计提,对公司资产以及净利润将产生巨大的负面影响。三是业绩承诺完成差。借壳上市时,中安消技术有巨额业绩承诺,但是中安消技术连续3年未到达盈利预测承诺,2014年业绩承诺完成率为87.62%,2015年为70.59%,2016年为46%,业绩承诺没有完成,融资人没有采取措施对上市公司进行补偿,上市公司的基本价值没有支撑,股价进一步下跌,全面加剧了融资人和上市公司的债务危机。

中安消的诚信问题主要体现在借壳上市过程中和年报审计中:一是在借壳上市过程中,中安消采取提前确认收入、虚增资产等财务造假手段提升估值。证监会处罚告知书显示,中安消技术虚构2014年、2015年盈利预测和虚增2013年营业收入,其中中安消技术资产评估金额虚增54.46%,中安消技术将部分项目不符合收入确认条件提前确认收入,虚增了2013年年度营业收入5515万元;二是会计师事务所对2016年度年报出具否定意见,系中安消部分子公司内控缺失、合同缺失,会计师事务所无法确认相关营业收入、营业成本、应收应付及预付款项。因借壳上市过程中的财务造假及被审计机构出具否定意见,中安消2016年至2017年交易所的上市公司信息披露考核等级直接被定为最低等级D。

二、股票质押风险的应对模式

股票质押风险事件的应对有多种模式,概括而言,主要有四种:一是融资人主动解决债务问题,通过出售旗下资产或者转让部分股权,回收部分流动性;二是融资人无法筹集资金,质押标的证券进入处置程序,如果质押标的是流通股的,根据减持新规的要求,履行相应的信息披露程序,采取二级市场卖出的方式回收资金,但考虑减持新规的影响,卖出的量较为有限,二级市场卖出更多的是作为一种威慑措施;三是如果质押标的是限售股的,通过司法途径,司法拍卖融资人的股权;四是质权人对于优质企业通过在困难时期与企业同舟共济,采取多种救助措施帮助企业度过困难时期,谋求融资业务的长远发展。

(一) 出售资产或转让股权回收现金

通过出售资产解决质押债务问题以洲际油气的股票质押风险为例。2017年7月25日,洲际油气公告其大股东广西正和因跌破平仓线没有采取补仓措施,被质权人平安银行采取强制平仓措施。同时2017年7月27日,平安银行采取诉前财产保全措

施,冻结了广西正和持有的洲际油气全部 6.65 亿股股份,冻结融资主体的全部持仓对广西正和其他债权人产生显著的风险溢出效应,引发其他的债权人陆续采取司法冻结或轮候司法冻结措施冻结融资人及上市公司持有的资产。2017 年 8 月 2 日、2017 年 8 月 4 日、2017 年 8 月 7 日,洲际油气持有的焦作万方股份被武汉市中级人民法院、上海市第二中级人民法院司法冻结和轮候冻结。2017 年 8 月 8 日,债权人海通恒信国际租赁诉广西正和,广西正和持有的洲际油气股份被轮候冻结。债权人采取的诉前财产保全措施,在一定程度上也促使上市公司及融资人加快处置资产的步伐。2017 年 8 月 29 日,洲际油气公告将其持有的焦作万方股份转让,作价 10.86 亿多元。在获得转让款后,广西正和逐步归还了平安银行的质押融资款和其他债权人的负债。2017 年 9 月 13 日,洲际油气发布公告广西正和已全部清偿平安银行的质押负债,平安银行解除了对广西正和洲际油气股份的司法冻结,同时其他质权人也逐步解除对广西正和上市公司的冻结。

(二) 流通股的强制平仓

流通股的强制平仓以徐蕾某皇氏集团股票质押为例。2016 年 11 月 16 日皇氏集团董事徐蕾某向东方证券以 1600 万股皇氏集团质押融资 1 亿元,截至 2017 年 6 月 29 日徐蕾某向两家质权人质押了 2327.99 万股,占其持股的 99.91%。自 2016 年 11 月 16 日开始,皇氏集团股价持续下跌,从 16.03 元跌到 2017 年 11 月 16 日的 8.18 元,跌幅达到 48.78%,2016 年 11 月 16 日的质押已跌破平仓线,徐蕾某未能采取补仓措施且未能到期回购,徐蕾某的质押项目实质违约。2017 年 11 月 16 日,徐蕾某和东方证券签署了《关于无条件同意违约处置的情况说明》,徐蕾某同意东方证券自主选择处置质押标的证券的方式、价格、时机、顺序,2017 年 11 月 21 日东方证券强行平仓徐蕾某 649,187 股,收回负债约 500 万元。(见表 2)

表 2 徐蕾某股票质押情况

初始交易日	购回交易日	质权人	质押股数	融资金额	平仓线	预警线
2016 年 11 月 16 日	2017 年 11 月 16 日	东方证券	16,000,000	100,000,000	8.75	10.00
2017 年 2 月 9 日	2018 年 2 月 9 日	东方证券	5,270,000	30,000,000	7.97	9.11
2017 年 6 月 29 日	2018 年 6 月 29 日	上海通华商业保理有限公司	2,000,000	—	—	—
2017 年 7 月 18 日	2017 年 11 月 16 日	东方证券	9954	—	—	—
汇总	23,279,954					

徐蕾某皇氏集团的股票质押平仓案例引起市场广泛的关注,主要围绕以下三个问题:第一,信息披露要求。根据减持新规的规定,上市公司“董监高”通过集中竞价交易减持股份,应当在首次卖出的15个交易日前向交易所报告并预先披露减持计划,^①然而皇氏集团董事的股票质押强制持仓并没有履行该项信息披露程序,在交易所问询后,上市公司反馈因疏忽没有查收邮件通知而没有及时进行信息披露,徐蕾某也因强制平仓给上市公司造成负面影响而主动辞职。根据现有的业务规则,上市公司履行股东被动减持的信息披露要求是采取强制平仓的前提,但上市公司信息披露完成后,证券公司即可启动强制平仓措施而不用等15个交易日的信息空档期,但是证券公司该平仓行为会导致上市公司股东因敏感期减持而受到监管机构的监管措施。第二,强制平仓的威慑作用。强制平仓事件发生后,徐蕾某通过部分还款偿还现金1192万元,另外,采取抵押房产等补充质押物的方式,提高履约担保比例,将质押项目短期维持在平仓线以上。第三,业绩承诺股的质押问题。徐蕾某持股的皇氏集团是2015年7月上市公司跨界收购北京盛世骄阳文化传播有限公司而认购的股份,带有3年业绩承诺,但是在2015年精准完成业绩承诺后,2016年和2017年均没有完成业绩承诺,徐蕾某需要进行现金补偿和股份补偿。根据2018年4月24日上市公司的公告,徐蕾某在东方证券的股票质押不仅被动延期,还面临着司法诉讼和上市公司的业绩补偿注销股票风险,因此流通股虽然可以通过强制平仓解决短期内履约担保比例过低的问题,但项目的安全性还是需要综合考虑质押行为、标的证券、融资人信用等全面信息,另外自有资金出资业绩承诺股份的股票质押须采取充足的风险控制措施。^②

(三)限售股的司法处置

限售股的司法处置具有较大的可行性,主要原因是:一是待限售股限售期满采取二级市场卖出的模式容易受到解除限售的阻碍,如果融资人是持股5%及其以上的大股东或者“董监高”,违约处置会加剧上市公司股价的剧烈波动和市场舆论的广泛关注。上市公司基于股价稳定性和市场舆论的考虑,倾向于不给融资人办理解除限售或者拖延给融资人解除限售,而解除限售的不确定性不利于质权人质押债权的安全,

^① 根据上海证券交易所和深圳证券交易所2018年修订的《股票质押式回购交易业务会员指南》,对于融入方为上市公司控股股东、持股5%以上的股东及其一致行动人,上市公司“董监高”或特定股东等情况,证券公司采取违约处置前也须提交处置报告报备交易所。

^② 中国证券业协会2018年1月12日发布的《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》第13条规定,集合管理计划和定向资产管理计划不得作为出资方参与业绩承诺股的股票质押;而作为自有资金参与,应识别和评估其特殊风险。充足的风险控制措施包括较低的折扣率、控制融资主体的质押比例并预留充足的股票被注销、控制单户的融资规模、增加资产担保等组合措施。

质权人此时只能通过司法诉讼的模式强制解除限售,并进行二级市场卖出。二是强制执行的问题。实务中对于限售股的股票质押交易,质权人一般会将该笔质押交易的质押合同进行强制执行公证,一旦出现需要实现债权的情形,质权人可向公证机关申请出具执行证书,并依照该执行证书向有管辖权的人民法院(一般是上市公司注册地的人民法院)申请司法强制执行,以有效实行质权。但是如果融资人提出执行异议,或者上市公司注册地的法院处于地区司法保护的原则不配合办理强制执行,强制执行的操作将面临较大的不确定性。三是诉讼程序的可操作性强,大幅减少过程的不确定性,质权人可自身的注册地直接起诉,在经历诉讼程序后,法院将融资人的股权进行司法拍卖。拍卖以网络拍卖为主,淘宝网拍卖是目前使用最多的途径,如果经三次拍卖仍不能成交时,法院会将股权按第三次拍卖的保留价折价抵偿给债权人。^①

以东方证券盈方微股票质押的司法处置为例。2014年9月11日、2014年12月26日和2015年3月12日,盈方微电子分别将其持有的2800万股、4100万股、400万股盈方微限售股质押给东方证券,融资3.24亿元。因质押的股份为限售股,东方证券与盈方微电子的质押合同均由上海市黄浦公证处出具公证书。然而2016年4月29日盈方微2015年年报被会计师事务所出具无法表示意见的审计报告,深圳证券交易所对盈方微股票实行退市风险警示。2016年10月15日,盈方微被证监会立案调查。2017年3月29日,盈方微电子所持有的盈方微股份全部被司法冻结。考虑到质押股份出现司法冻结、质押标的被立案调查且盈方微电子未按期支付利息,东方证券采取了违约处置措施,向上海市黄浦区公证处申请签发强制执行证书并于2017年5月16日获得执行书。2017年5月23日,东方证券根据其中2笔交易(2800万股、4100万股的质押)的执行书向上海市第一中级人民法院(以下简称上海一中院)申请并获执行立案。但2017年6月盈方微电子向上海一中院提出执行异议,2017年7月下旬上海一中院作出裁定驳回异议,2017年8月盈方微电子向上海市高级人民法院提出复议,2017年9月15日被上海市高级人民法院裁定驳回。2017年11月,上海一中院取得对应质押股票的执行权,并于2018年3月14日至2018年3月15日在淘宝网网络司法拍卖6900万盈方微股票,但第一轮拍卖流拍;于2018年4月21日至2018年4月22日在淘宝网进行第二次司法拍卖,再次流拍;2018年5月14日上海一中院出具《执行裁定书》,将盈方微电子持有的6900万盈方微股票作价3.14亿元交

^① 蔡笑等:《股票质押回购业务的风险管理体系与处置实务研究》,载《中国证券》2018年第4期。

付东方证券抵债。2018年5月17日盈方微发布权益变动公告,东方证券持有盈方微6900万股,位列上市公司第二大股东,持股比例8.45%。

(四)质权人的救助措施

上市公司作为资本市场的基础,维护上市公司的稳定发展是市场各方的共同愿望,当大股东因股票质押带来的平仓风险或者司法诉讼会传导到上市公司层面,对上市公司的团队稳定性、业绩、投资、经营情况等带来十分负面的影响,进而影响资本市场的稳定。实践中,股票质押作为一项融资业务,是帮助上市公司稳健发展,而不是消灭上市公司,因此质权人对于大部分优质的上市公司因股东的股票质押平仓风险一般采取多种救助措施。一般而言,优质上市公司具有以下几个标准:一是上市公司是细分行业的龙头,具有投资价值;二是符合国家的产业方向,特别是医药、智能装备、生物医药等方向;三是公司治理规范;四是企业经营稳健,财务指标健康,过去几年没有受到监管机构的处罚或问责等。采取的救助措施大概有以下几种方式:一是对于优质的上市公司,不采取强制平仓或者司法诉讼措施,而是与融资人协商,通过融资人的增信措施、部分归还负债、降低平仓线、出具保函等形式维护上市公司的稳定;二是与地方政府合作,成立救助基金,采取质权人出一部分资金、地方配套部分资金的模式给上市公司提供流动性,缓解上市公司的融资困难,保障上市公司的稳定经营;三是通过发债等模式筹集低成本的长期资金给企业提供长期流动性,以上市公司的长期稳定发展降低大股东股票质押的短期风险,谋求股票质押融资业务的长期可解决方案。

三、股票质押的风险防范措施

现有股票质押业务部分风险事件呈现融资人质押比例高、融资主体存在诚信问题、标的证券基本面差的三个基本特征,在实际操作中,有四种股票质押风险处理方案:一是通过出售资产或转让股权回收现金,解决流动性问题;二是如果质押的股份是流通股,根据减持新股的要求,采取二级市场卖出的方式;三是如果质押的股份是限售股,通过司法处置;四是质权人对于优质企业通过在困难时期与企业同舟共济,采取多种救助措施帮助企业度过困难时期,谋求融资业务的长远发展。为了更好防范股票质押式回购业务的风险,应在事前风险识别、事后应对和投资者教育方面,采取相应的措施。

第一,从事前风险识别的角度:(1)严格控制融资人质押数量占其持股总数的比例,

规避融资人高比例质押的情况;(2)采取多种措施对融资主体的诚信情况进行严格的调查,通过证监会的市场诚信信息查询平台查询融资主体在资本市场的诚信情况,通过中国法律文书裁判网查询融资人的司法诉讼情况,通过天眼查查询融资主体旗下所有子公司的诚信记录情况,通过中国执行信息公开网查询融资主体的失信及执行情况,在展业过程中规避诸如财务造假、被立案调查、被司法强制执行、在途诉讼金额巨大等没有诚信的融资主体,对诚信瑕疵的融资主体,评估诚信瑕疵的可接受度,在可接受范围内,采取控制单一客户和单一标的融资规模、增加担保等多种增信措施;(3)重点关注上市公司基本面情况,综合分析上市公司的资产质量、收入质量以及现金流情况,规避资产质量差、收入基本由外延并购支撑、现金流差、上市公司信息披露考核等级差的上市公司,上市公司具备基本的投资价值是确保股票质押项目安全的最终保障。

第二,从风险应对的角度:(1)提升风险应对能力,对于过度融资、无序融资、资金投向“两高一剩”、不符合国家产业政策、不采取自救措施、高位套现等扰乱市场正常融资模式的质押融资行为,质权人应采取二级市场卖出或者司法诉讼的模式维护债权安全,在处置过程中,遵守减持新规的要求,做好相关通知的留痕管理,积极督促上市公司进行信息披露;另外组建专业的律师团队也是威慑融资主体不解决债务纠纷的有效措施。(2)对于优质的上市公司,因股东股票质押平仓风险而对上市公司产生负面效应的要区别对待,采取协商、成立救助基金等多种模式谋求上市公司稳定发展,以上市公司的长期业绩保障质押融资的安全性。

第三,从投资者教育的角度:(1)规避上市公司大股东股票质押风险共性特征的股票,特别是融资人高质押比例和信用差导致的平仓风险。在标的证券业绩差的情况下,将持续引发标的证券的持续下跌风险和融资人的控制权转移风险,两种风险叠加将严重损害上市公司的投资价值。(2)区分股票质押的市场风险和流动性风险。股票质押的市场风险整体可控,平仓金额较小,^①低于平仓线时,大股东一般采取协商、补充质押或者提供其他资产作为增信措施,质权人一般也会采取相应的救助措施,以上市公司的长期稳健发展谋求质押融资的解决,因此一些标的证券业绩较好、因股东短期流动性风险导致股票质押平仓风险的上市公司在市场逐步回暖时,仍具有较大的投资价值。

^① 根据2018年6月25日沪深交易所披露的数据,约有5000亿元,平仓风险概率约占整体规模的1/6;风险解决方案以协商为主,二级市场平仓不是首选方案,部分监管局采取审批制要求券商报送处置方案;根据交易所披露的数据,6月19日平仓金额1900万元,6月20日平仓金额3000万元,6月21日平仓金额4900万元,占市场整体的交易量比重较低。