

基于信息不对称视角的股权质押 影响股价波动性分析

邱 慧

中泰证券股份有限公司计划财务总部, 山东 济南

收稿日期: 2022年9月15日; 录用日期: 2022年11月8日; 发布日期: 2022年11月15日

摘 要

股权质押是指股权持有者将其持有的股票作为标的物而设立的质押, 以此向金融机构换取流动资金的行为。基于信息不对称理论视角, 分析大股东的股权质押行为对股价波动的影响。主要的研究结论: 上市公司大股东的股权质押行为会对股价的波动产生影响。相比于短期的股权质押, 大股东股权质押的总期限越长, 对股价波动影响程度越大。

关键词

股权质押, 股价波动, 信息不对称

Analysis on the Impact of Equity Pledge on Stock Price Volatility from the Perspective of Information Asymmetry

Hui Qiu

Department of Finance, Zhongtai Securities Co., Ltd., Jinan Shandong

Received: Sep. 15th, 2022; accepted: Nov. 8th, 2022; published: Nov. 15th, 2022

Abstract

Equity pledge refers to the pledge established by the equity holders to take their stocks as the subject matter, so as to exchange liquidity from financial institutions. Based on the theory of information asymmetry, this paper analyzes the impact of major shareholders' pledge on stock price fluctuations. The main conclusions are as follows: The pledge behavior of major shareholders of listed companies will have an impact on the fluctuation of stock prices. Compared with short-term

equity pledge, the longer the total term of equity pledge of major shareholders, the greater the impact on the fluctuation of stock price.

Keywords

Equity Pledge, Stock Price Fluctuation, Information Asymmetry

Copyright © 2022 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

近年来,随着我国资本市场的发展,各类新式的融资方式也越来越被市场参与者所认识、了解和使用,股权质押融资已成为上市公司股东获取资金的手段之一,在缓解上市公司资金短缺问题上发挥了十分重要的作用,逐渐成为上市公司大股东进行融资的主要手段之一。与其他融资方式相比,股权质押更加灵活便捷,其重要性不言而喻。通过研究与剖析股权质押现象,对企业规范运营、投资者科学决策、金融机构防范信用风险等方面具有现实意义。从理论方面而言,目前中外学者对股权质押已有部分研究结果,一部分学者认为股权质押可以提升公司业绩、提高公司价值;另一部分学者则指出大股东的股权质押行为会引发委托代理问题、现金流权与控制权两权不匹配等一系列问题,大股东侵占公司资源,导致公司价值降低,同时股权质押也会给大股东带来强平风险,使得公司的经营风险增加。可见学者对于股权质押的研究结论还存在分歧,未能统一。

2. 信息不对称理论的主要观点

信息不对称是指不同个体对于同一事件所了解的程度会因获取信息的能力以及其他要素而出现差异。信息不对称理论于1970年代由 Michal Spence、J.E. Stiglitz 及 George Akerlof 等几位学者进行关注与研究,并在后续学者的拓展研究下衍生出了其他理论。该理论主要研究经济个体如何能够在信息非对称的前提下共同制定并达成各方均能接受的协议,并依据时间的先后划分为事前、事后两种信息不对称。而后学者通过归纳总结,将事前的信息不对称衍生为逆向选择理论,将事后的信息不对称衍生为道德风险理论,其中逆向选择是指一方故意隐瞒部分讯息使得自身获益、对方受损;而道德风险则是指一方会采取损人利己的行为,且另一方无法对其行为进行观测与监督。逆向选择问题可通过信号显示等措施进行规避,道德风险问题则宜采取激励措施解决。

市场中存在着大量信息不对称的现象,例如销售市场中的买方与卖方,股票市场中的经营者与投资者,借贷市场中的贷款人与金融机构等,其共同特点便是一方相较于另一方拥有更多的信息,从而有一定概率引发逆向选择或是道德风险的问题。由此可见,信息不对称的存在会降低市场的效率,损害特定经济个体的利益。信息的及时披露是降低信息不对称程度的有效手段,不仅可以加深中小投资者对于企业的了解,也能降低公司大股东或实际控制人转移公司利益的可能性。因此有关部门应当采取措施促使上市公司及时进行信息的披露,提高市场信息的透明程度,维护资本市场稳定运行。

3. 股权质押影响股价波动的机理分析

股权质押是指上市公司的大股东将手中持有的股权作为标的物,将其质押给金融机构以获取资金以满足

自身或企业流动性的行为。与股权转让不同，股权质押仅仅转让了出质人对股票的财产权，而对于出质人拥有的其他权利不会造成任何影响，这便使得出质人在获得流动资金的同时，保留了自己作为公司股东参与公司决策的权利。在大多数国家的金融市场中，股权质押被认为是大股东的私人行为，因而无需进行披露；我国证监会则规定持股 5% 以上的上市公司股东在进行股权质押时，上市公司应及时向证券交易所进行披露。

在上市公司大股东采取股权质押这一行为后，信息不对称便会体现在上市公司与外部投资者、大股东与中小股东、大股东与金融机构之间。其中，上市公司与外部投资者之间的信息不对称直接体现在股价的高波动性上；大股东与中小股东的信息不对称体现为委托代理问题以及控制权与现金流权不匹配的问题；大股东与金融机构之间的信息不对称则会加剧大股东对公司控制权风险的转移，这两类信息不对称均会导致股票价格更高的波动性。

3.1. 大股东与外部投资者之间的信息不对称

大股东对公司的经营发展了解程度更高，因此会根据公司的实际运营状况来确定是否选择质押以及质押的比例，其质押的真实目的究竟是促进公司发展还是侵占公司利益，只有其本人最为清楚。相对而言，外部投资者掌握信息少，既不了解公司实际情况，对股东质押的真实目的也不得而知。而通过信号传递理论可知，上市公司向外界传递的信息会通过大股东的行为表现出来，大股东进行股权质押可以反映出公司正面临资金短缺的困境、流动性较差等负面信息，从而使得部分投资者认为公司处于衰落的状态；同时我国股票市场中的投资者多注重短期收益，而股权质押这一行为存在被强平的风险，甚至会导致未来股价的暴跌，面对股权质押所致的未来不确定性，外部投资者因此会选择“用脚投票”，卖出股票，引发股票价格的异常性波动。此外，大股东在股权质押后，为维持质押标的的安全性会采取各类手段尽量防范股票价格的下跌，信息不对称的存在提高了其隐瞒公司利空消息的概率，导致利空消息逐渐积累，外部投资者却对此一无所知、毫不知情；当此类消息积攒到超出上市公司的最大承载能力之时，积攒的利空消息会在短时间内集中爆发，对公司价值造成难以预估的影响，导致股价大范围的剧烈波动。

3.2. 大股东与中小股东之间的信息不对称

委托代理问题以及控制权现金流权分离问题会因两者间的信息不对称而产生。我国大部分上市企业股权集中，大股东的意见也因此对公司治理具有决定性作用。股权质押的特殊性不仅使得大股东在获得更多现金流的同时，还能够不放弃对公司的完全控制，因此大股东在股权质押后可能更加注重质押的安全性，在进行公司治理时会有更大的可能性使公司采取对自身有利的政策，甚至是谋取私利，使得决策首先满足大股东自己的收益，外部投资者及小股东的权益是否受到损害则不在其考虑范围之内，公司治理结构因此被弱化。同时，公司的现金流本属于公司全体股东，大股东通过股权质押这一方式所获取的资金本质上就是对公司未来现金流的提前支取，导致中小股东最终获取的资金流减少，若这部分现金流未被大股东用于扩大公司规模、促进生产发展，不仅会对小股东利益造成损害，也会降低公司价值，引发大幅度的股票价格波动。

3.3. 大股东与金融机构之间的信息不对称

大股东为通过股权质押资格的审核，会采取一系列的捂盘行为，此时如若金融机构的审查不严格，随意将资金借贷给大股东，则会导致信用风险的增加。如果大股东的实际目的为侵占公司利益，则其大概率不会按期还款付息，其后果便是质押到期后金融机构为收回本金将标的股票强制平仓，一旦控股股东质押的股份较多，则会导致公司控制权的更迭，这对于上市公司的未来发展极为不利，造成股票价格的剧烈震荡。

4. 股权质押影响股价波动的分析结论

4.1. 基于股权质押效应的分析结论

通过上述机理分析可知, 股权集中的存在使得大股东拥有对公司更大的控制权, 同时对公司信息了解的程度更高, 这使得中小股东与外部投资者无法了解大股东股权质押的真实用意。委托代理问题和两权分离问题则指出股权质押会致使大股东有更大的可能性危害公司整体利益或是小股东的权益, 最终降低公司价值。信号传递理论则表明中小股东与外部投资者更有可能认为大股东所采取的质押这一行为向外传达了公司的消极信息, 从而提高了他们卖出股票的概率, 加剧股票价格下跌的风险。

上述分析表明了股权质押的“消极效应”, 即股票价格下跌的可能性会加大, 然而部分学者通过对股权质押进行研究, 发现股权质押也会产生“积极效应”, 即在股权质押后, 大股东为防范股票价格跌破警戒线带来的强平风险, 会采取盈余管理等方式来维持股价的平稳, 或是推动股价的上涨; 亦有学者认为股权质押本身就体现出大股东对于公司发展的关注, 质押后的资金也会有很大的可能性流向企业, 大股东在质押后会对公司更为负责, 推动公司产品研发创新, 提升公司收入, 促进股价的提升。

无论股权质押产生更多的“积极效应”, 亦或是“消极效应”, 均会带来股价的波动, 因此第一条分析结论为: 上市公司大股东的股权质押行为会对股价的波动产生影响。

4.2. 基于股权质押期限的分析结论

一些学者认为相比于短期的质押, 大股东长期反复地质押不会增加公司风险, 因为此类质押会受到质权人的多次筛选。某些上市公司大股东在几年的时间里重复采取股权质押的操作, 即在质押到期之时归还质权人资金, 收回质押股权, 而后将股票再次质押给该质权人或其他质权人, 循环往复, 表面上看对公司经营无任何影响, 实际上却已然成功“掏空”公司。例如王博杨(2020) [1]发现 ST 飞马的两位大股东在 2014 年开始反复股权质押 30 余次, 原本现金流权与控制权均为 62.75%, 多次质押后大股东的控制权虽然保持不变, 但现金流权降至 15.40%。可见大股东通过股权质押套取了本应属于全体股东的现金流, 而后大股东为质押而维持股价稳定的一些行为, 例如信息披露违规、关联方资金占用也于 2017~2018 年被陆续爆出, 利空消息的集体爆发致使股价一路下跌, 公司中小股东及外部投资者的利益受到严重损害。可见通过一些特殊方法手段, 大股东使用股权质押危害公司利益的目的在短期内并不会被发现。

已有文献研究发现部分大股东在进行股权质押后为降低控制权转移的风险会采取销售操纵、费用操纵等盈余管理的手段提高盈余[2], 或是采取高送转的股利政策推动股价的上涨[3], 亦或是控制公司仅向外界公布利好消息、隐瞒利空消息[4]等。这些手段本质上不会提升公司价值, 仅能在相对短期的时间内将股价维持在稳定的水平, 长期来看此类股价操纵的行为必定会被外部投资者以各种方式所了解, 利空消息在后期的集中爆发会对公司价值造成更大的损害。信号传递理论同样可以说明质押时间越长, 越能体现出公司资金短缺的严重性, 引发外部投资者撤出投资, 从而出现股票价格在股权质押后近期稳定、远期大幅波动的现象。

基于上述分析, 得出第二条分析结论: 相比于短期的股权质押, 大股东股权质押的总期限越长, 对股价波动影响程度越大。

参考文献

- [1] 王博杨. 控股股东股权质押诱发掏空行为研究——以 ST 飞马为例[J]. 全国流通经济, 2020(5): 155-157.
- [2] 廖珂, 崔宸瑜, 谢德仁. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J]. 金融研究, 2018(4): 172-189.
- [3] 黄登仕, 黄禹舜, 周嘉南. 控股股东股权质押影响上市公司“高送转”吗? [J]. 管理科学学报, 2018, 21(12): 18-36, 94.
- [4] 施先旺, 胡沁, 徐芳婷. 市场化进程、会计信息质量与股价崩盘风险[J]. 中南财经政法大学学报, 2014(4): 80-87, 96.