

股票质押导向的停牌操纵

——以 A 股股灾中的停牌潮为例

目录

论文摘要.....	I
一、 引言.....	1
二、 制度背景与文献评述.....	2
（一） 停牌制度.....	3
（二） 股票质押.....	3
三、 理论分析.....	4
四、 经验证据与分析.....	6
（一） 数据来源与数据处理.....	6
（二） 统计分析.....	7
（三） 7、8 月对比检验.....	10
（四） 事件影响.....	11
五、 结论.....	13
注释.....	13
参考文献.....	13

【论文摘要】 本文研究了 2015 年 A 股股灾期间出现的停牌潮现象，提出上市公司股东有动机为规避股票质押补仓、平仓风险而进行停牌操纵的假设。通过对全年股价、停牌情况与股票质押数据的面板数据分析，运用核密度曲线、均值差异检验，证实了停牌潮中停牌公司的股票质押仓位水平要显著低于同期未停牌公司。本文进一步分析认为，这次停牌潮是一次市场自发性的局部熔断，并从制度缺陷、政策干预以及长期风险扩散角度进行了分析。本文结论可概括如下：（1）股票质押、停牌制度缺陷是这次停牌潮的重要原因，大面积停牌未必能起到良好的避灾效果，却势必牺牲大量市场流动性。（2）长远来看，救市政策干预使得股票质押失去其应有的风险控制作用，再次掩埋了在股灾才得以暴露的风险链条，进而削弱了金融市场的资源配置效率。

【关键词】 停牌操纵 股票质押 政策干预 资源配置

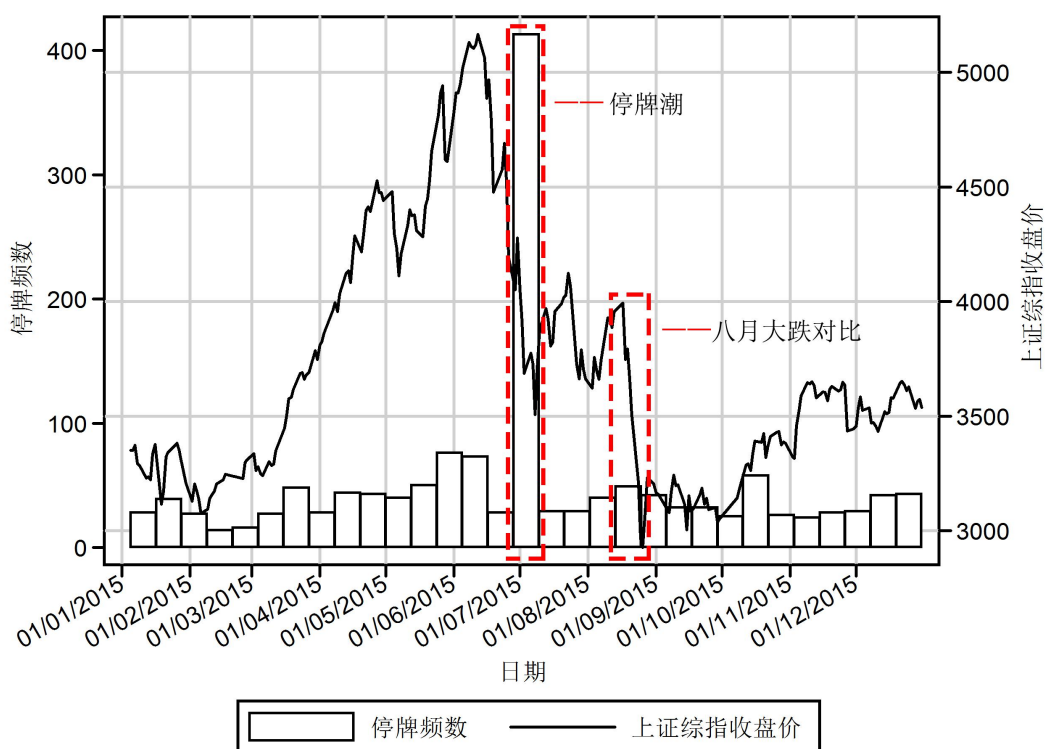
[Abstract] This paper studied the “tide of trading halts ” during the A share market crash in 2015, and raised the hypothesis that the shareholders of listed companies have the incentive to manipulate trading halts in order to avoid the margin call and the liquidation. Using kernel density curves and mean difference test to analyze the panel data of the whole year, we confirmed that the stock price-mortgage ratio of halting companies is significantly lower than those who don't halt. This paper considered this tide of trading halts as partial circuit-breaking. Further analysis is conducted from the views of system deficiency, policies interpretation and long-term risk spread. The conclusions of this paper can be summarized as followed: (1) The stock mortgage and the deficiency of trading halts system is an important reason to this tide of trading halts. Halts might not allow the listed companies to dodge the market crash ,but definitely led to a great sacrifice of market liquidity. (2) In the long-run, the bailout policies made the stock mortgage lost its risk controlling function, and further weaken the resources allocation efficiency of the financial market.

[Key Words] Trading halts manipulation; Stock mortgage; Policies interpretation; Resources allocation

一、引言

在 2015 年 A 股市场股灾期间，出现了历史上罕见的“停牌潮”现象。Wind 数据显示，2015 年 7 月 6 日—7 月 9 日，有超过千支股票同时处于停牌状态，数量达到 A 股股票总数的一半。至于停牌的原因，有 92.33% 的上市公司在停牌公告中声称“有重要事项未公告，需要刊登重要公告”。但实际上，这部分公司大都未对其“重要事项”作出详细说明。因此，当时的市场反应普遍认为上市公司真正的停牌原因并非是其所谓的“重要事项”，而是希望借由停牌来暂时回避市场的短时快速下跌。然而，我们事后可以观察到，大市在 8 月 18 日到 26 日又再出现了一次大幅度下跌，上证综指跌幅达到 1000 点，与七月初停牌潮期间的跌势相仿。但这一次却没有再出现类似的大规模停牌现象，见图 1。

图 1 2015 年指数走势与停牌情况



资料来源：根据 Wind 行情序列、CSMAR 停复牌数据库相关数据编制

因此我们可以认为，单纯的短期避灾动机对股灾期间的停牌操纵行为虽有一定的解释力，但仍不足够。而当时另有一部分观点认为，企业停牌有规避股票质押补仓、平仓的考虑（何方竹，2015）。股票质押，简单而言即股东将股票作为质押品，从金融机构处获取贷款的一种债务融资手段。股价低于事先划定的警戒

线、平仓线水平时，即会依次触发补仓要求和强制平仓。本文即以股票质押为切入点，通过对全年股价、停牌情况与股票质押数据的面板数据分析，运用核密度曲线、均值差异检验，证实了停牌潮中停牌公司的股票质押仓位水平要显著低于同期未停牌公司。

本文的主要贡献可能体现在以下方面：以往文献往往只会独立对股票质押和停牌操纵两个话题进行研究，例如：郝硕超和梁琪（2009）研究了最终控制人股权质押对小股东的利益侵占影响；张陶勇和陈焰华（2014）则研究了股权质押所得的资金投向与公司绩效的关系。券商研报的着眼点则更多集中于投资策略和后市走势的分析上，并不对交易制度缺陷与系统风险做更多分析。例如：何方竹（2015）、王子赫（2015）均对上市公司股票质押情况以及针对性投资策略进行了分析。而由于股票质押杠杆的平仓风险往往在股灾才得以显现，以往较少有学者关注。另一方面，国外金融市场关于停复牌的交易规定相对成熟、不存在太多操作空间。Greenwald 和 Stein（1991）认为停牌可以为投资者提供在交易前获得更多信息的机会，从而能做出更有利的交易决策；Christie 等人（2002）则认为与停牌相联系的不确定性在复牌时并未消除，复牌后的价格波动性更大。国内文献中廖静池（2009）、王博（2013）对我国 A 股停牌制度实施效果进行了实证检验；吴育辉（2013）研究了定向增发、停牌操控与控股股东掏空的关联。本文则以 A 股市场数据研究股票质押与停牌操纵这两者之间的联系，并试图阐释其后隐藏的制度缺陷与系统风险传导链条。

本文分为五个部分：第一部分为引言；第二部分为制度背景与文献评述，回顾已有研究的同时介绍相应制度和相关业务概念；第三部分为理论分析；第四部分为实证研究与分析；第五部分则为结论。

二、制度背景与文献评述

本节将分别介绍停牌制度背景和股票质押的具体概念，具体包括停牌设计的基本目标、2015 年股灾发生时的相应制度状况；股票质押的基本概念、业务特征以及相近概念的辨析。同时将对以往文献进行简要评述。

（一）停牌制度

停牌是指证券交易的暂时中断，既可以由发行人提出停牌申请、交易所审批通过后实施，也可由交易所自行决定实施，同时证券监督管理部门也有权指令停牌。其主要目的是为了让投资者在停牌期间获得充分对称的信息，维护市场的高效、透明和有序（黄本尧，2003）。

黄本尧（2003）对当时中外主要证券交易市场的停复牌规则进行了详尽的对比研究，认为我国境内市场停牌的类型、次数和时长都要多于境外市场，交易所对停牌信息并未进行实质性判断而导致停牌形式终于实际，而且只针对少部分特殊停牌规定有强制复牌措施。其后廖静池（2009）、王博（2013）均对 A 股市场停牌制度的实施效果进行了实证检验，结论均为停牌制度缺乏效率，并提出了相应的改进建议。方一舟（2012）则基于沪深 32 家上市公司对停牌信息披露机制的有效性进行了实证分析。吴育辉等人（2013）研究发现控股股东对上市公司定向增发前的停牌操控，是导致不同增发对象发行折价率差异的一大原因。

随着学界研究的深入和市场实际运行的反馈，上交所和深交所都陆续在对停牌制度进行了改革，例如定期报告和临时报告类例行停牌就在 2008 年 10 月的上市规则中取消。而上海证券交易所先后于 2014 年 11 月 16 日和 2015 年 1 月 8 日开始执行《关于规范上市公司筹划非公开发行股份停复牌及相关事项的通知》和《上市公司重大资产重组信息披露及停复牌业务指引》。也就是说，在 2015 年的股灾发生前，A 股市场停牌制度一直在发展和改进。但依然缺乏严格的停牌审核标准和强制复牌措施。

（二）股票质押

股票质押本质上是股东以股票作为质押物，向金融机构取得贷款的一种债权融资手段。对上市公司而言，股票质押则可以使其更方便地资本市场上进行再融资，因为上市公司的股票流通性强、报价即时而公允，在金融机构眼中一般都属于优质资产。理论上说，股票质押业务多集中于房地产（融资需求巨大）和新兴成长性行业：如 TMT、生物医药等（没有太多实体资产可供抵押）。

李芬（2005）对中德股权质押制度进行了比较研究。郝硕超和梁琪（2009）

以实证研究证明最终控制人股权质押存在明显的弱化激励效应和强化侵占效应。张陶勇和陈焰华（2014）则发现控股股东更倾向于为自身或第三方融资提供质押担保；而当控股股东股权质押资金投向自身或第三方时，公司绩效显著低于投向股权被质押上市公司。李旻和郑国坚（2015）以上市公司控股股东的股权质押行为为切入点展开研究，发现市值管理有助于控股股东进行外部融资。

关于“股票质押”和“股权质押”这一对相似概念，我国《担保法》第四章第二节“权利质押”中的第七十五条规定：“下列权利可以质押：……（二）依法可以转让的股份、股票”。《物权法》第十七章第二节“权利质权”中的第二百二十三条规定：“债务人或者第三人有权处分的下列权利可以出质：……（四）可以转让的基金份额、股权”。而余俊福（2004）也对股票质押和股权质押进行了法学辨析。本文认为两者的区别更多在于法学上的细致差异，并不影响本文的研究。

另外，“股票质押式回购”本质上属于股票质押的概念范畴，一般与“约定购回式交易”相区别。根据深圳证券交易所定义：股票质押式回购交易，是指符合条件的资金融入方以所持有的股票或其他证券质押，向符合条件的资金融出方融入资金，并约定在未来返还资金、解除质押的交易。而约定购回式证券交易，是指符合条件的客户以约定价格向托管其证券的证券公司卖出标的证券，并约定在未来某一日期由客户按照另一约定价格从证券公司购回标的证券，证券公司根据与客户签署的协议将待购回期间标的证券产生的相关孳息返还给客户的交易。

以上所述几个概念本质一致，其中些微区别并不对本文的研究造成影响。而且本文采用的 Wind 数据提供“是/否质押式回购”加总计算后的股票质押未解押余额^①。因此，本文不对“股权质押”、“股票质押”、“质押式回购”三者进行区分，统一称为“股票质押”。

三、理论分析

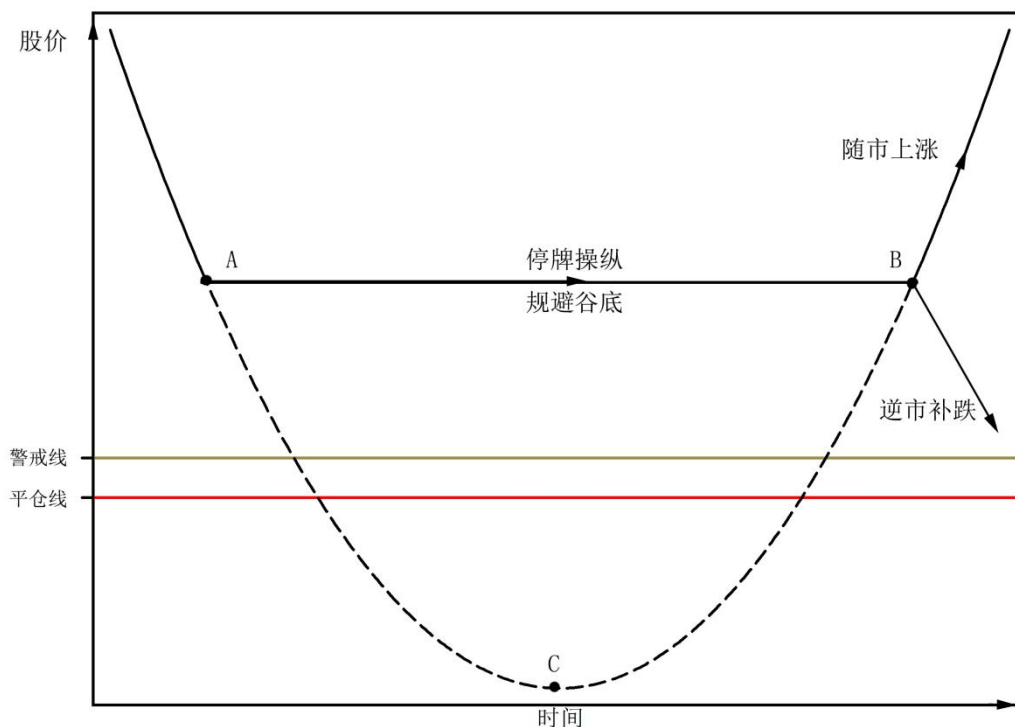
根据市场择时理论（Market Timing Theory），上市公司倾向于在公司市值较高时进行增发，以把握时机融取更多资金（Stein, 1996）。类似的，上市公司股东同样可能倾向在公司股价较高时进行股票质押，套取更多现金，从而形成杠

杆风险。

股票质押业务的几个关键点如下：出质股票后获得的贷款总额与出质时的股票市值直接挂钩，并在出质股票市值基础上以一定折扣率确定授信额度，此折扣率则称为“质押率”（如：总市值 10 万元的股票出质，获得 5 万元的贷款，此例中的质押率即为 50%）。贷款方即质权方，为保障资金偿付安全，会在质押比率的基础上再以一定比例划定警戒补仓线和强制平仓线。质押股票股价触及警戒线时，借款人即会被要求追加质押品；如若借款人未能及时追加保证或是追加保证后质押股票价格仍跌穿平仓线，质押股票则会被立即抛售套现平仓。（如：在 50% 的质押率下以 150%、130% 的比例划定警戒线和平仓线，即在股价下跌至本来市值的 75%、65% 的情况下，会依次触发补仓要求和强制平仓）。

如图 2 所示，通过主动停牌操纵，上市公司有机会可以跳过股价下跌的“谷底”部分（即从正常持续交易的 A——C——B 变为停牌的 A——B），从而规避补仓警戒线和强制平仓线，也就避免了补仓带来的财务流动性紧张和强制平仓造成的股权转移。（当然，复牌之后依然有补跌的可能性）。因此，在股灾期间，有大量未解押股票质押余额、股价同时又相对较低的上市公司在理论上将更有动机进行停牌操纵。

图 2 股票质押与停牌操纵示意简图



由于股票质押是持股股东和金融机构双方的交易，质押率以及相关的警戒线、平仓线水平也由双方商议确定，合同内容不会直接公布。但涉及上市公司的股票质押交易根据规定仍然需要公示质押股数、所涉及股权占比等情况。我们可以从 Wind 数据库中获取到未解押余额、未解押股票参考市值等相关数据资料。

而金融业的同业竞争态势接近完全竞争，因此可以认为，质押率、警戒线、平仓线在一段时期内应该是相对稳定而集中的。这是本文的基本假设。

尽管停牌潮中大部分停牌公司在停牌公告中都并未详细解释其具体停牌原因，但由于补仓、平仓直接由其现时股价与质押参考价格的相对水平决定，我们仍然可以通过分析这一水平来研究其停牌决策与股票质押的联系。

定义“仓位水平” (Position Level) 如下：

$$PL = \frac{\text{现时公司股价}}{\text{质押参考股价}} = \frac{\text{现时公司股价}}{\text{未解押余额参考市值} / \text{未解押股数}} \quad (1)$$

通过上述分析，我们预期可能观察到以下结果：

1. 如果停牌个股的仓位水平分布比较均匀，那么停牌有与股票质押无关的正当理由。
2. 如果停牌个股的仓位水平分布有相当一部分集中在小于 1.0 的某一个(或几个)比例附近，那么停牌有为了规避警戒线补仓和平仓线强平的考虑。
3. 如果停牌个股的仓位水平均值要显著低于未停牌个股，那么停牌有为了规避警戒线补仓和平仓线强平的考虑。

四、经验证据与分析

(一) 数据来源与数据处理

本文使用 2015 年全年上证 A 股日度数据，其中：股价行情数据来自 Wind 日度交易行情序列（一律采用“前复权”处理）。股票质押数据根据 Wind “股票质押”专题统计逐日整理而成^①。停复牌数据则来自国泰安停复牌数据库。原始数据中的股票数量合计 1086 支，去除*ST 股票和年内退市、暂停上市的若干股票，最终剩余股票 1032 支。

另外，“停牌公告日期”与“停牌开始日期”一般都非常接近，事实上本文

所用数据中两者不相符的记录仅有五条，本文一律采用“停牌开始日期”进行研究。

（二）统计分析

从图 1 中可以直观的看出停牌潮出现在七月初，但我们还希望更精确地把握其具体时间窗口。下面则是上证 A 股于 2015 年全年内具体停牌开始日期的前十位（从高到低排列），见表 1。

表 1 停牌开始日期（前十位）统计

停牌日期	频数	百分比	累积百分比
2015 年 7 月 8 日	194	12.75%	12.75%
2015 年 7 月 9 日	101	6.64%	19.38%
2015 年 7 月 7 日	43	2.83%	22.21%
2015 年 7 月 6 日	27	1.77%	23.98%
2015 年 7 月 3 日	14	0.92%	24.9%
2015 年 8 月 25 日	14	0.92%	25.82%
2015 年 5 月 28 日	13	0.85%	26.68%
2015 年 10 月 19 日	13	0.85%	27.53%
2015 年 5 月 5 日	12	0.79%	28.32%
2015 年 6 月 8 日	12	0.79%	29.11%

数据来源:CSMAR 停复牌数据库

可以清楚地看到，在 7 月 6 日到 9 日仅仅四天时间内开始停牌的停牌记录就占到全年停牌总次数的 23.68%。我们的研究首先就将集中于这一时间区域内。将 7 月 6 日—7 月 9 日这四天记为“停牌潮窗口”。

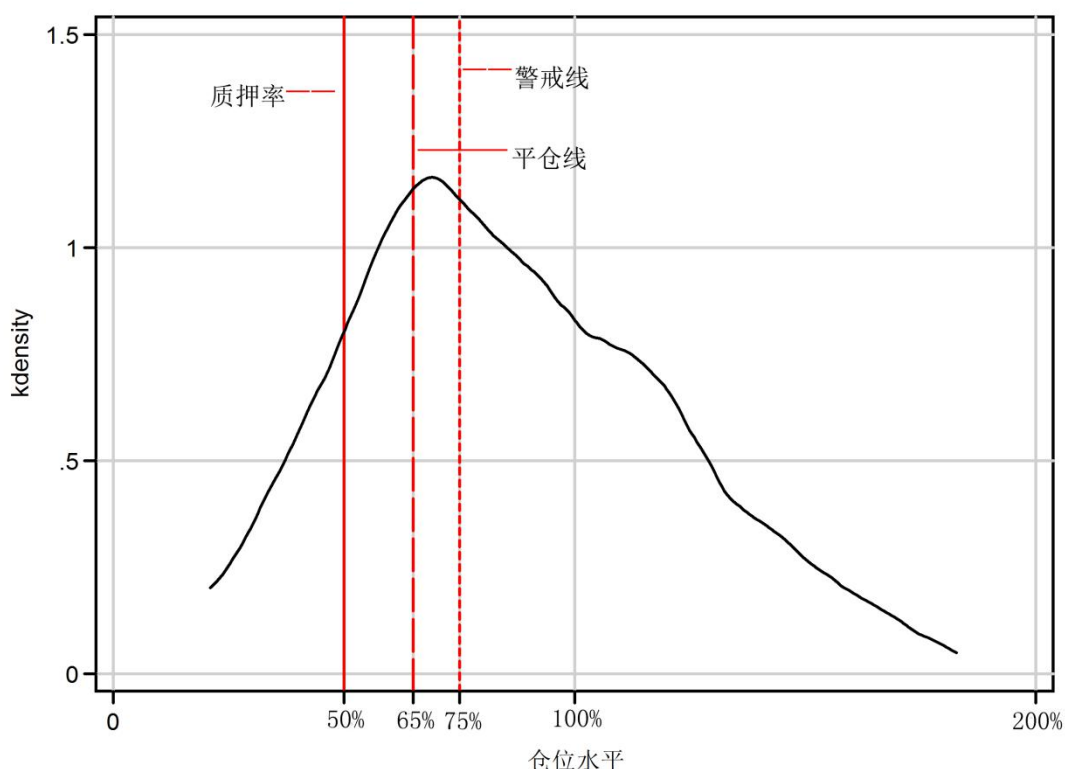
按照前面的研究设计，我们逐一计算停牌潮窗口内的停牌记录对应的仓位水平（以停牌开始前一天的收盘价代替现时点股价）。其具体的分布情况如表 2 所示。再将其总体分布绘制成图，如图 3 所示。可以看到仓位水平的分布大体与我们的预期结果 2 一致。

表 2 仓位水平分布

N	mean	sd	min	max	p25	p50	p75
165	0.86	0.35	0.21	1.83	0.62	0.79	1.08

结合图 3 和表 2，可以看出停牌个股仓位水平的均值非常接近预想警戒线水平（按业内最高的质押率 60%和常见的 150%警戒比例计算）。预期结果 2 得到了初步支持，停牌潮中的停牌操纵确实有规避补仓和平仓的考虑。

图3 7月6日-7月9日停牌个股之仓位水平分布



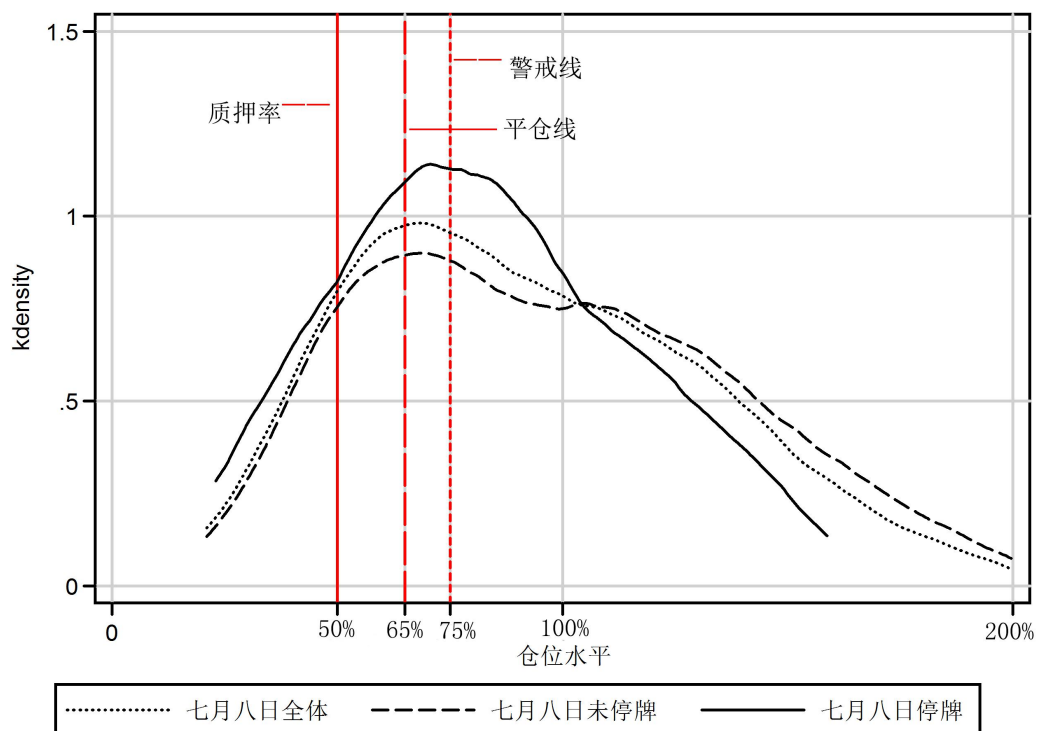
仓位水平大于 200% 的样本数量极少，进行截尾处理。图中红色辅助线自左向右分别为质押率水平、平仓线水平和警戒线水平（以 50% 的质押率为基础，平仓线、警戒线按业内常见的 130%、150% 划出，即平仓线 $65\% = 50\% \times 130\%$ ，警戒线 $75\% = 50\% \times 150\%$ ）^③

为进一步验证停牌操纵与股票质押有关的结论，我们对停牌潮内停牌个股、未停牌个股的仓位水平进行横向对比以验证预期结果 3。图 4 则为同一日内停牌、未停牌与全体股票之仓位水平分布对比（以 7 月 8 日为例）

然而我们发现，未停牌股票仓位水平的分布特征也和停牌股票的很相似，因而预期结果 2 的有效性受到了质疑。但同时从图中可以直观地看出，仓位水平分布在停牌个股与未停牌个股之间有相当差异。下面将进一步以均值差异检验证实这一点。

表 3 则为个股仓位水平每月平均后的分布组间均值差异检验结果。可以看出，停牌组均值在全年范围内一直都显著低于未停牌组，预期结果 3 得到支持。综上，我们顺利以仓位水平指标为工具，证实了停牌操纵与股票质押之间存在联系。

图 4 7 月 8 日个股之仓位水平分布



仓位水平大于 200%的样本数量极少，进行截尾处理。图中红色辅助线自左向右分别为质押率水平、平仓线水平和警戒线水平（以 50%的质押率为基础，平仓线、警戒线按业内常见的 130%、150%划出，即平仓线 $65\% = 50\% \times 130\%$ ，警戒线 $75\% = 50\% \times 150\%$ ）

表 3 仓位水平每月均值组间差异检验

月份	7 月 6 日—9 日 未停牌组 仓位水平均值	7 月 6 日—9 日 停牌组 仓位水平均值	均值差异
一月	1.212	1.062	0.150***
二月	1.250	1.092	0.158***
三月	1.453	1.231	0.223***
四月	1.654	1.423	0.230***
五月	1.744	1.525	0.218***
六月	1.911	1.642	0.269***
七月	1.330	1.072	0.258***
八月	1.256	1.058	0.198***
九月	1.039	0.870	0.169***
十月	1.133	0.997	0.136***
十一月	1.241	1.121	0.119***
十二月	1.291	1.165	0.126***

*表示在 0.1 的置信水平上显著；**表示在 0.01 的置信水平上显著；***表示在 0.001 的置信水平上显著。

（三）7、8 月对比检验

大市在同年八月下旬的新一轮下跌形成了良好的前后对照。该轮下跌不但下跌速度与七月初停牌潮时相仿，而且最低点时上证综指更是跌穿 3000 点。根据上文逻辑，这时应当会出现一次相似的停牌潮，但实际上八月下旬停牌的情况却反而大幅减少。虽然根据表 2，8 月 25 日的停牌记录仍然是紧接在七月停牌潮之后的第六位，但其绝对值已经回落到正常水平。从图 1 中也可以直观的看出八月停牌数量甚至不如上半年的一些月份、而八月下旬的跌势主要从 18 日持续到 26 日，将这段时间记为“八月窗口”。全体股票于两次时间窗口内的具体停牌情况见表 4。

表 4 停牌潮窗口与八月窗口停牌个股统计

		8 月 18 日—26 日停牌		合计
		否	是	
7 月 6 日—9 日 停牌	否	712	18	731
	是	280	22	302
合计		993	40	1,032

数据来源:CSMAR 停复牌数据库

可以看出，上市公司在停牌潮窗口与八月窗口的停牌决策并未体现出一致性。另一方面，我们也可以从表 4 中注意到市场整体（无论是否曾在停牌潮窗口中停牌）在八月份的仓位水平都较七月份更低；均值组间差异虽有缩小但依然达到显著的 0.198。而且实际上不只是七、八月份，2015 全年的数据都支持我们的预期结论 3，也就是说股票质押带来的补仓、平仓压力并没有随着时间而发生改变。

相似的大跌、相似的股票质押压力，但却没出现第二次停牌潮。究其原因，本文认为是 7 月份股灾开始到 8 月份这期间推出的一系列救市政策，尤其是 7 月 9 日中国银监会发布题为《中国银监会支持资本市场稳定发展》的四项重要通知：

1. 允许银行业金融机构对已到期的股票质押贷款与客户重新合理确定期限。质押率低于合约规定的，允许双方自行商定押品调整；
2. 支持银行业金融机构主动与委托理财和信托投资客户协商，合理调整证券投资的风险预警线和平仓线；

3. 鼓励银行业金融机构与中国证券金融股份有限公司开展同业合作，提供同业融资；

4. 支持银行业金融机构对回购本企业股票的上市公司提供质押融资，加强对实体经济的金融服务，促进实体经济持续健康发展。

其中的第一点直指股票质押业务，不但允许股票质押重新展期，还允许自行商定押品调整。解除了股东补仓、平仓的压力。第四点更鼓励金融机构进行更多的质押业务。这就意味着质押贷款得到了政府的间接背书，已经不能再简单地以仓位水平来衡量股东面临的补仓、平仓压力。

7月6日—9日停牌个股选择复牌的时间点亦同样支持以上结论，见表5。

表5 7月6日—9日停牌个股复牌时间（部分）统计

复牌日期	频数	百分比	累积百分比
2015年7月7日（周二）	8	2.19%	2.19%
2015年7月8日（周三）	22	6.03%	8.22%
2015年7月9日（周四）	57	15.62%	23.84%
2015年7月10日（周五）	34	9.32%	33.15%
2015年7月13日（周一）	195	53.42%	86.58%
2015年7月14日（周二）	13	3.56%	90.14%
2015年7月15日（周三）	10	2.74%	92.88%

可以看到，有90%以上的停牌股票选择在7月9日及以后才复牌，日内复牌最多的一天则是刚过周末的7月13日。正是7月9日银监会释放的信息被充分消化，决策者观望稳定并与金融机构完成新一轮磋商后的时间点。

至此，我们通过政策出台前后对照的方式，再次证实了股票质押是停牌操纵的一大原因。

（四）事件影响

1. 短期影响

股灾期间的停牌潮可以认为是一次市场自发的局部熔断。股民、上市公司、监管方，甚至包括提供贷款的金融机构在内的四方达成了默契的共谋：持有该公司股票的股民迫切希望公司能积极管理市值、停牌避灾；公司则在股东授意下利用停牌申请审核不严、没有强制复牌措施等制度漏洞，为了规避股票质押补仓带来的流动性紧张和强制平仓造成的股权转移而进行停牌操纵；银行等金融机构的

关注重点则是还本付息。只要认同公司股价被严重错估，并且对企业的偿债能力有信心，金融机构自然不希望立即套现、放弃未来的利息收入，所以同样可能支持停牌；监管方则希望稳定整体市场、止住急剧的跌势。一段时间的交易暂停确实有让投资者充分消化信息、稳定市场情绪的作用，所以监管方也就对集中的停牌操纵睁一只眼闭一只眼。几乎所有市场参与方都认可了这次停牌潮，也就没人追究停牌是否有充足而正当的理由来支撑了。

从市场整体来看，随意混乱的停牌实则牺牲了大量的市场流动性，使得愿意以当时市场公允价格买入/卖出的市场参与者的无法进行正常交易。

因此，A股停复牌制度，具体包括停牌审核和强制复牌措施都需要完善。不可让奇葩停牌公告浑水摸鱼，扰乱市场正常交易秩序。

事实上，上交所于2015年11月6日发布了《关于进一步规范上市公司停复牌及相关信息披露的通知（征求意见稿）》，表明自2014年的两份加强停复牌管理的通知后，“随意停牌、长时间停牌、停牌期间信息披露不充分等现象时有发生”，并表示将进一步加强停复牌审批和管理。这与上述结论与政策建议完全吻合，也从政策和实务层面肯定了本文的研究意义。

2. 长期影响

从更长的时间尺度着眼，大范围强平抛售带来的助跌效应虽然会使得股市受到重创，下跌过程中踩踏出走的银行等金融机构也可能在这一过程中受到一定损失，但此时风险仍然被抑制在金融中介内部。

而股灾期间的多项救市政策则大幅放松了股票质押以往的规范，使得风险同时跨过了金融机构和股票市场，扩散到了实体经济中。

从获益最大、最直接的股东来看，停牌操控手段使得他们有机会（永远）逃避被强制平仓的潜在风险，实际上得到条件较一般情况更优惠的贷款。而上市公司即便实绩不佳也可以凭借上市地位，通过股票质押快速而低风险地进行再融资套现，而由于种种原因未能上市的优秀企业则无法得到金融资本的足够支持，金融市场失去了其应有的资源配置效率，进一步推高壳资源价值，进而损害实体经济发展。

本来或许可以借由这一次难得的股灾，以一时阵痛的代价挤掉的过度杠杆泡沫，由于政策干预而继续留存。短暂浮现的系统风险链条又一次被深埋掩盖，并

继续向未来扩散延伸。

五、结论

本文以 2015 年股灾中出现的“停牌潮”现象作为切入点，通过分析全年股票质押与停牌数据以及重点对比七、八月份两次大市的大幅度下跌，证实了停牌潮期间上市公司停牌的动机中，确实包含股东规避股票质押补仓带来流动性紧张以及强制平仓造成股权转移的考虑。

本文进一步分析认为停牌潮牺牲了大量市场流动性、损害了市场的正常运行。A 股停复牌制度，具体包括停牌审核和强制复牌措施都需要完善。而救市政策则使得上市公司可以继续凭借其上市地位进行低风险的再融资，损害了金融市场的资源配置效率。

注释：

①Wind“股票质押”专题统计中对每一条记录都有“是否质押式回购”的区分，单支股票提供的股票质押余额则默认为两者的加总数。更详细的数据说明见数据来源部分

②尽管 Wind 没有提供其参考市值的具体测算方法，但只要其对所有个股使用的都是同一种方法，个股间就具备横向可比性。可以确定的是：所有股票质押数据均为历史成本数据，不会进行逐日盯市调整。质押统计起始时点均选为 2012 年 1 月 1 日，举例而言：某股票在 4 月 1 日的质押余额即只统计该股自 2012 年 1 月 1 日起到 2015 年 4 月 1 日这一期间内进行的股票质押交易。另外，由于 Wind 股票质押专题统计不支持序列导出，本文股票质押数据为逐日导出后整合而成。

③质押率根据深圳证券交易所披露的每周平均质押率粗略估计，平仓线、警戒线比例根据券商研报常用比例划定。

参考文献：

1. 方一舟. 中国股市停牌信息披露机制的有效性研究——基于沪深 32 家上市公司的实证分析[J]. 中国集体经济, 2012(13):112-114.
2. 黄本尧. 中外停牌制度比较研究. 深圳证券综合研究所, 深证综研字第 0078 号, 2003 年
3. 郝项超, 梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么?[J]. 会计研究, 2009(7):57-63.
4. 何方竹. 上市公司停牌比突破 50%, 背后股权质押链条风险隐现[J]. 中国经济周刊, 2015(27):52-54.
5. 李旎, 郑国坚. 市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J]. 会计研究, 2015(5):006.

6. 李芬. 中德股权质押制度比较研究[J]. 中德法学论坛, 2005:010.
7. 廖静池, 李平, 曾勇. 中国股票市场停牌制度实施效果的实证研究[J]. 管理世界, 2009(2):36-48.
8. 廖凯敏, 陈焰华, 丁宏娇, 等. 控股股东股权质押对现金股利分配倾向的影响研究[J]. 中国管理信息化, 2014(16):116-118.
9. 王博. 中国 A 股市场新版停牌制度实施效果的实证研究[J]. 财务与金融, 2013(6):1-8.
10. 吴育辉, 魏志华, 吴世农. 时机选择、停牌操控与控股股东掏空——来自中国上市公司定向增发的证据[J]. 厦门大学学报:哲学社会科学版, 2013(1):46-55.
11. 王子赫. 股权质押悬顶[J]. 证券市场周刊, 2015(34).
12. 余俊福. 是股票质押, 还是股权质押?——兼谈《担保法》及其司法解释的疏漏[J]. 晟典律师评论, 2004(00).
13. 张陶勇, 陈焰华. 股权质押、资金投向与公司绩效——基于我国上市公司控股股东股权质押的经验数据[J]. 审计与经济研究, 2014(6):63-70.
14. 《股市动态分析》研究部. 上市公司股权质押危机榜[J]. 股市动态分析, 2015(37):6-11.
15. Christie W G, Corwin S A, Harris J H. Nasdaq Trading Halts: The Impact of Market Mechanisms on Prices, Trading Activity, and Execution Costs[J]. Journal of Finance, 2002, 57(3):1443-1478.
16. Greenwald B C, Stein J C. Transactional risk, market crashes, and the role of circuit breakers[J]. Journal of Business, 1991: 443-462.
17. Stein J C. Rational capital budgeting in an irrational world[R]. National Bureau of Economic Research, 1996.