

股票质押回购业务的发展壮大，拓宽的不只是股东的融资渠道，还有资本运作的思路。在部分上市公司的资本运作大戏中，常见到股票质押的深度参与。

利用股票质押平仓造成“不得已”的控股权转让已有先例，而通过股票质押融资实现加杠杆收购和资金快速回笼，则更为常见和普遍。有了“神来之笔”，再配以重组或资产剥离，经常能够实现与借壳高度一致的效果。

9月8日，沪、深交易所就修订股票质押式回购交易业务规则，向社会公开征求意见。多位分析师测算，此次修订对股票质押市场存量业务的冲击有限；但仍有观点强调，此次修订对于融入方、融资投向的从严监管，将让“杠杆买家”和“壳股玩家”受到明显冲击。

此外，减持新规的实施已对股东减持行为形成了强有力的规范约束，并购重组新规也对各类交易进行全面从严监管，这些都将与未来的股票质押业务新规形成共振，推动资本市场良性发展。

### 控制权腾挪的迷魂阵

明修栈道，暗度陈仓。通过股票质押而转移上市公司控制权，悄然成为资本运作中颇为成熟的模式。这类操作的套路多变：可以是因股票质押平仓而“不得已”转让股权，亦可以利用股票质押而先行锁定控制权。

通过质押平仓风险而引发控制权转移，同洲电子（002052.SZ）可谓鼻祖。去年1月，同洲电子公告称，实际控制人袁明质押给国元证券的1.22亿股触及平仓线。在此后的筹资补仓阶段，袁明与小牛资本就借款事项进行接洽时，对方表示有意接手其持有的公司股份，双方就此签署并公告了意向书。但此后，袁明与小牛资本一直未能就股权转让的条件达成一致意见。最终，由小牛资本的关联方小牛龙行量化投资企业(下称“小牛龙行”)提供 8.7 亿元的借款，袁明还承诺在借款解除债务危机后将尽快归还。

然而，整个事件因为一起诉讼而发生了转折。袁明此后未按约定还款，小牛龙行向深圳仲裁委员会申请仲裁。由于袁明称“确实无法筹足资金偿还借款”，双方最终达成和解方：袁明将所持有的1.23亿股股份抵偿给小牛龙行，用于清偿借款。若股权转让完成，小牛龙行将持有上市公司16.5%的股份，成为新任第一大股东。同洲电子的控股股东、实际控制人易主。

与小牛资本的股权转让合作未果，转而向后者关联方质押股份并最终“以股抵债”，这本身就已引发市场质疑；而在仲裁结果公布后，小牛龙行两笔合计超过6亿元的“补偿款”和“奖励金”更显蹊跷。

同洲电子去年4月公告，在仲裁机构裁决袁明将所持股份抵偿小牛龙行8.7亿元本金后，后者将向袁明支付3.3亿元“补偿款”和3亿元“奖励金”。深交所随即下发询问函，追问设立奖励金的原因。在双方此后的回复中，腾挪“净壳”的意图显露得更为明显。按照双方当时的约定，在上述股份过户至小牛龙名下之后的半年内，如果小牛龙行决定剥离原有资产，则袁明有义务承接购买;如果不剥离资产，小牛龙行则新设一家子公司承接同洲电子原有资产、业务和人员，而袁明则应予以配合。上述运作完成后，小牛龙行将向袁明支付奖励金。

不仅如此，袁明在当年6月辞去董事长等上市公司所有职务。随后，上市公司总经理、财务总监等也悉数辞职。去年三季度开始，同洲电子已经开始频繁对外转让子公司股权。就在今年4月，同洲电子还将所持的共青城猎龙公司17%的股权转出，而接盘方则是袁明控制的企业。

虽然截至目前，袁明与小牛龙行上述股权转让仍然未完成过户，但一场由股票质押而起的控制权转让大戏已经过半。而类似的剧情，已经开始在A股市场被复制和效仿，且手法更为隐蔽。

勤上股份(002638.SZ)的跨界转型之心，市场皆知晓。早在2016年1月，勤上股份宣布20亿元作价收购龙文教育100%股权，进入半导体与教育双主业运行阶段。此后截至今年，勤上股份先后发起了7次产业并购，均为教育产业标的。尽管上市公司的主业已发生重大变化，但股权结构一直很稳定。

发展轨迹在今年4月出现反转。公告显示，勤上股份的控股股东勤上集团、实际控制人李旭亮及其关联人李淑贤的部分质押在当时接近平仓线。从质押情况来看，三者的股票质押基本都集中于去年10月与12月期间，并且几乎都是全仓质押。

为了应对此次危机，勤上集团进行了增资扩股，北京均远投资管理公司(下称“北京均远”)、南京纯悦企业管理合伙企业(下称“南京纯悦”)分别以1.5亿元、认购勤上集团25.5%的股权。各方还约定，勤上集团6个月后将按初始投资额回购两家股东单位所持的勤上集团股权。

同样股票质押危机、同样是资产加速整合，但与此前案例所不同的是，勤上股份控股权变更的最后一步是在控股股东层面实现的，且手法更为隐蔽。按照公告，新进两家股东单位合计持有股份达到51%。这也意味着，如果无法按期回购上述股权，勤上集团51%的股权将旁落他人。如此设置之前已经引发市场对后续运作的诸多猜想，认为是为此后控制权易主留下后门。

值得注意的是，尽管股票质押已逼近平仓“火烧眉毛”，但上市公司却仍能同步在剥离原有LED资产。今年4月，勤上股份还将主要投资于LED产业的广东慧勤产业投

资基金99%出资额度转让;7月，上市公司将旗下半导体照明业务相关资产及负债无偿划转给全资子公司勤上光电。这也意味着，上市公司的资产划转已经到位，只差最后剥离。

然而，就在今年6月底，两家股东单位随后宣布结为一致行动人，转身夺权。这场风波，由于两家股东单位未完成实际出资、被勤上股份接触股东资格而稍作平息。

### 配合“一揽子”交易

除了创造“平仓”的机会之外，股票质押也现身在控股权腾挪的“一揽子”方案中，用以提前锁定控股权。

在今年4月，亿晶光电(600537.SH)实际控制人荀建华将持有的7.59%的股权转让给勤诚达投资，次月，又将所持有的1.46亿股、12.41%的股份质押给勤诚达投资。上海证券交易所四次下发问询函，追问股份转让和股票质押是否为“一揽子”交易。荀建华终于在最后一次问询的回复中承认，早在今年1月时双方就签订有一份股份转让协议。

按照这份抽屉协议，荀建华将以29亿元作价、分两期转让所持20%股份，这将使得上市公司控制权发生变更。但荀建华当时是上市公司董事长和总经理，受限于董高监的减持规定，无法立即完成20%股份的转让。协议再做规定，荀建华应当在第一期完成过户登记的次日，辞去亿晶光电的董事长、总经理职务，并同意向勤诚达投资质押不少于第二期标的的股份。

值得注意的是，各类配合控股权转让的隐秘操作，在“穿透式”监管、减持和质押新规等出台实施后逐渐变成“高危板块”。当利益格局受到搅动，暗下结盟到反目成仇的资本故事频现，暗中勾结的细节也浮出水面。

亿晶光电的情况就令市场咋舌。此前秘密签订的转让协议，正是由勤诚达向宁波证监局交代披露才得以公布。此后，荀建华与勤诚达投资对对方均有微词，陷入互相指责之中。

根据今年5月发布的减持新规，董高监在任期届满后6个月内亦需要遵守相关规定，这已给第二期股权转让增加不确定性。荀建华还在公告中称，自年初签署股份协议后，勤诚达及其实际控制人已多次要求修改协议约定，并针对荀建华增设了承担上市公司相关损失、接受部分原有资产的要求，以及对业绩表现和分红的相关约定。在其看来，相关责任分属并不合理。其还透露，勤诚达已经存在剥离光伏类资产或股权的考虑，与之前其所提出的看好光伏产业等表述不符。

而来自勤诚达方面的指责则指出，公司最初要求按照20%股份转让的情况进行信息披露，但荀建华坚持分期披露，进而造成公告内容与实情不符。此外，勤诚达还表示，双方目前针对交易履行发生严重争议，且亿晶光电一季报大幅下滑，与公司高管此前交流时告知的业绩预期差异较大。

值得注意的是，5月17日晚，亿晶光电刚刚回复过上证所的第三次询问，否认“一揽子”交易。5月18日，勤诚达代表赴宁波监管局交代了本次信息披露存在的问题。从上述双方的表态来看，继续推进二期股权转让的可能性降低。而今年6月，亿晶光电还被证监会立案调查。

在上述勤上光电的案例中，两家股东单位突然宣布一致行动人关系，并宣布上市公司控制权易主，其中真实原因目前亦尚不知晓。但出乎上市公司和市场意料的同时，此举也让更多合作细节搬上台面。

上市公司公告称，引入两家公司的投资性质是“明股实债”，北京均远和南京纯悦在协议签署前并未要求对勤上集团进行尽职调查和财务审计，没有要求勤上集团提供影响其投资决策的必要文件资料；在北京均远和南京纯悦按1:1比例认缴增资出资时，也没有任何客观评估依据，不符合一般的投资逻辑和理念。然而，就在双方争夺控制权的同时，勤上股份和李旭亮因涉嫌信披违规，在今年9月8日被证监会立案调查。

### 资金快速回笼的利器

帮助上市公司达到借壳的运作效果，除了充当控制权转让的重要通道之外，股票质押还是资金链条中的关键一环。

科林环保(002499.SZ)在去年10月公布的实际控制人变更的公告。公司实际控制人宋七棣及其控制的江苏科林集团有限公司和其它股东，以协议转让的形式向重庆东诚瑞业投资有限公司(下称“东诚瑞业”)转让科林环保19%股份，转让价格15.61亿元。加之其它股东委托的表决权，东诚瑞业最终拥有投票权的股份比例达到28%，成为上市公司新控股股东。

次月，东诚瑞业就将所持全部3591万股质押给中信银行深圳分行，质押目的为融资。而根据此后交易所问询的回复内容来看，这笔质押是作为上述股权认购时并购贷款的担保措施之一，所获资金用途正是作为股份转让的部分对价款。

在今年7月18日，科林环保盘中紧急停牌，上述质押已触及约定质押率。东诚瑞业随后约定追加保证金。而此时，新任控股股东对科林环保的资产腾挪也开始提速。8月，上市公司公告称转让克林技术100%，这也是上市公司的核心资产。更值得注

意的是，接盘方正是科林环保原实控人、现二股东宋七棣及其配偶。至此，科林环保的运作轨迹逐渐清晰：东诚瑞业使用股票质押等形式加杠杆收购上市公司控股权，且开始逐步剥离原有资产。

事实上，类似的手法早已不鲜见，四川双马(000935.SZ)、尤夫股份(002427.SZ)等上市公司均在控制权变更后，均出现新任大股东迅速进行股票质押的现象。在市场人士看来，股票质押融资也已经成为并购重组、再融资等资本运作中重要的融资途径之一，而在壳股交易中，先买壳、再通过质押实现资金回笼更是常见套路之一。

9月8日，沪、深交易所就修订股票质押式回购交易业务规则，向社会公开征求意见。根据多位分析师的测算，对于股票质押市场存量业务的冲击有限。但有券商人士却强调，此次修订严防资金的脱实向虚，明确规定融入方不得为金融机构或其发行的产品，融入资金应当用于实体经济生产经营，这将让“杠杆买家”和“壳股玩家”受到明显冲击。此外，减持新规的实施已对股东减持行为形成了强有力的规范约束，并购重组新规也对市场各类交易进行全面从严监管，这些都将与未来的股票质押业务新规形成共振，推动资本市场良性发展。