



金融法院第一案： 质押违约只是冰山一角

放眼来看，许多在股权质押市场濒临爆仓风险的上市公司，大多都有难以治愈的内部顽疾。

文 | 夏木

2018年8月20日，上海金融法院揭牌成立后受理了第1号案件。原告是东方证券股份有限公司（以下简称东方证券），被告是北京弘高中太投资有限公司（以下简称弘高中太）。案由并不复杂，是一起质押式证券回购违约。2018年11月，法院判定弘高中太质押式证券回购违约，偿还东方证券公司融资款本息、违约金及律师费等合计1.2亿余元。

然而，质押违约只不过是弘高中太这家上市公司（甚至许多上市公司）治理不规范的冰山一角，冰面下暗藏着巨大的危机。

还不出钱的股东，不再值钱的质押

2016年4月21日，东方证券和弘高中太签订股票质押式回购交易业务协议。通过质押上市公司“弘高创意”股票2896万股，弘高中太得

以从东方证券融资 1.1 亿元。双方约定，分三段计算利率，每段最低履约保障比例为 140%。但是，弘高中太在 2018 年 1 月 5 日日终清算后，交易履约保障比例低于合同约定的最低比例，且未进行提前购回或采取相应履约保障措施。此外，原本合同约定每季末 20 日结息，但弘高中太自 2017 年 12 月 20 日起的 6 个交易日未按时支付利息，触发了违约条款。于是，作为债权人的证券公司将两年前的“金主”诉上法庭，要求其偿还东方证券融资款本息、违约金及律师费等合计 1.2 亿余元。

其实，这起案件只是今年以来股票质押业务违约频发的一个缩影。截至 10 月 19 日，A 股质押股数已达 6427.95 亿股，占总股本的 10.01%。在近来市场明显波动的背景下，一些大股东此前质押的股票面临被平仓的风险。今年，已经有多达 11 家券商股票质押诉讼缠身。其中，5 家券商诉讼涉及金额超过 10 亿元，分别为太平洋证券、中信建投证券、兴业证券、西南证券和西部证券。太平洋证券涉案金额最高，达 15 亿元。

在这 11 家券商中，兴业证券和中信建投两家券商今年诉讼频次最高，据不完全统计，今年以来，两家券商诉讼次数分别为五次和四次，合计涉及金额超过 25 亿元。其中涉及金额最大的一笔，是兴业证券诉 ST 长生副董事长案。而最为知名的“股票质押坑”，则是乐视网。西部证券不幸“踩雷”，至今无处说理。而西南证券则受累于财务状况堪忧的东方金钰——这家公司逾期债务已达 21.89 亿元，股票更是早就不再值钱。

前面说到的“弘高创意”股票质押案也是一样。双方虽然约定于 2019 年 4 月 19 日赎回，但是，由于弘高中太在 2018 年 1 月 5 日日终清算后的交易履约保障比例已低于合同约定的最低比例——也就是说，用于质押的股票就算全部变卖，也偿还不了债务本息。在此情况下，一般要启动提前购回，或补充更多的股票进行质押，以确保

债权人有足够的质押物保障其权益。如果不能补充，那么债权人难免会担心到期偿还不能。而且，弘高中太自 2017 年 12 月 20 日起再未付过利息，不能不让债权人心中生忧。对此，东方证券多次向弘高中太发出通知，要求其履行相应合同义务，然而未果。

于是，东方证券只能选择诉至法院，请求判令弘高中太返还融资款，支付本金违约金、利息违约金、延期利息及律师费等共计约 1.2 亿元，并要求对质押股票享有优先受偿权。对此，弘高中太也有话说。一是协议规定的购回日期尚未到期，现在主张返还没有道理；二是协议无法正常履行，并非被告恶意违约，而是相关股权被司法冻结所致，因此不应承担违约责任。三是股权质押合同关于违约金的约定，属于格式条款，违约金过高，请求法院依法调整。四是东方证券未提供质押登记相关证据，不享有合同项下的股票质权。

不过，上海金融法院并未采信被告的抗辩理由，认定股权质押合同成立。弘高中太的股份在其他诉讼中被司法冻结并不构成免除其承担违约责任法定事由，应当根据合同约定向原告支付本金违约金、利息违约金及延期利息。

混乱的内部治理，可疑的资本运作

其实，质押违约不过是这家上市公司内部治理不规范的冰山一角。早在 2016 年 6 月 21 日，公司董事长何宁、副董事长甄建涛、财务总监薛彤、职工监事甄秋影就曾因涉嫌违法违规被证监会立案调查。一年后，所有被调查高管除董事长外，最终全部离职。当前，弘高创意已“披星戴帽”，更名为 *ST 弘高。

谁能想到，就在四年前，弘高创意刚借壳东光微电上市。当时，弘高慧目、弘高中太通过置入弘高设计 100% 的股权，合计持有公司约 59.90% 股权，何宁、甄建涛夫妇成为公司的实际

质押违约只不过是弘高中太这家上市公司（甚至许多上市公司）治理不规范的冰山一角，冰面下暗藏着巨大的危机。

当证券公司发现有爆仓风险时，往往会不计代价卖出脱身，于是进一步加剧了股价的下行。最终受到冲击的，往往是散户股民。

控制人。然而问题在于，公司合并报表中归属于母公司的所有者权益账面值 41761.54 万元，评估值 283750 万元，增值额 241988.46 万元，增值率 579.45%。如此高溢价借壳推高估值的同时，少不了业绩对赌。根据《重组协议》中的承诺协议，弘高设计 2014 年度至 2016 年度实现的净利润（以合并报表中扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润为准）要分别不低于 2.19 亿元、2.98 亿元、3.92 亿元。

然而，弘高创意业绩情况堪忧，已经面临业绩对赌失败的风险。到了借壳业绩对赌最后一年，即 2016 年，公司开始状况频出。在两度变更审计机构后，公司 2016 年年报依然被出具非标意见。会计师事务所认为，这家公司财务部关键岗位人员出现离职和变动，导致财务核算出现混乱。在销售与收款环节、采购与付款环节的内部控制上出现了重大缺陷，严重影响财务报表的可靠和公允。

由于达不到业绩承诺，弘高创意董事长被列入失信黑名单。因为借壳后不能履行并购重组业绩承诺，而被列入失信黑名单，弘高创意是首例。不过，借壳后业绩“失诺”的上市公司并不少。据中证中小投资者服务中心梳理，2015 年至 2017 年实施的 807 件重组案例中，有 164 件未按约定完成承诺业绩，其中 33 件未实现承诺业绩且未履行或未完全履行承诺义务。

一方面是内部治理混乱，经营业绩惨淡；另一方面则是高管涉嫌“中饱私囊”、内幕交易。但在 2016 年 2 月 16 日，跌跌不休的弘高创意突然直线拉升，并封上涨停板，就在市场正纷纷猜测涨停原因时，弘高创意在当日晚间推出了 10 转 15 股派 1.5 元的“高送转”预案。随后弘高创意在短短 6 个交易日里大涨 55.66%。2016 年 4 月，这一异动引来证监会调查，当年 6 月对实际控制人甄建涛等人以涉嫌内幕交易立案。尽管目

前尚未调查完毕，但已有媒体透露：甄建涛利用内幕信息知情人的便利，在年报披露、“高送转”两个窗口期进行建仓，涉及金额大约为 3000 万元，获利近 1000 万元，其中，在内幕信息敏感期内的获利金额差不多有 700 万元。

根据相关规定，在内幕信息敏感期内从事或者明示、暗示他人从事或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易，获利或者避免损失数额在七十五万元以上的，应当认定为《刑法》第一百八十条第一款规定的“情节特别严重”。《刑法》规定，情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。尽管最终调查结论未出，但如认定属实，弘高创意的实际控制人恐怕将难逃一劫，而弘高中太欠东方证券的上亿债务，恐怕也将陷入困难之中。

谁之过，谁受罪？

何宁夫妇并不甘心就这样放任公司日渐下滑。2017 年 11 月，公司表示准备履行业务承诺，拟以股份结合现金的方式进行业绩补偿，其中合计应注销的股份数量 1.39 亿股、合计应返还给公司的现金金额 1392.03 万元。然而，在完成 707.82 万元现金支付后，还有 684.21 万元现金未支付给上市公司；股份补偿更是没有看到——原因是，大股东股份因诉讼而被冻结。更有意思的是，将大股东告上法庭的，不是别人，就是弘高创意自己。在大股东绝对控股的情况下，这一手“自己告自己”令市场大呼看不明白。

或许这也能够解释，为何当东方证券将弘高中太诉上法庭，要求其返还本息及违约金，弘高中太的反馈是“股份涉诉被冻结，没办法”时，这一理由没有被上海金融法院采信。“涉诉”如果只是“自己告自己”，那股份被冻结又如何能作为不还钱的正当理由呢？现在，弘高创意能做

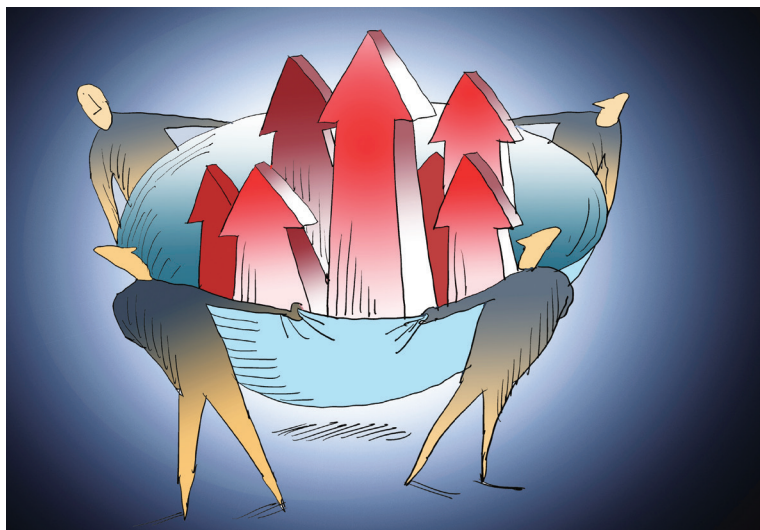
的只有两件事：一方面正积极寻找战略投资者接盘公司股份，另一方面申请政府纾困基金、期待借助政府的钱舒缓资金压力，通过这两手准备，解决由于股票被冻结和质押带来的爆仓等潜在风险。

然而，无论是外部投资者还是政府纾困基金，都只能解燃眉之急。弘高创意内部治理结构的症结仍然解不开。

放眼来看，许多在股权质押市场濒临爆仓风险的上市公司，大多也有着难以治愈的内部顽疾。经常发生的是，业绩跳水—股价下挫—质押爆仓—卖壳还债。例如，2017年净利润达到1.64亿元的天海防务，今年开始净利润闪崩。前三季度，其巨亏13.24亿元。随后，二级市场上的股价也闪崩。今年4月，股价还有7.85元，到了10月，股价最低只有2.55元，最大跌幅为67.52%。

随着股价大幅下跌，大股东质押股权爆仓。截至目前，公司控股股东、实控人刘楠股权质押比仍高达99.85%，质押股票已跌破平仓线，且部分股权被司法冻结。迫于这一压力，天海防务只能选择卖壳。然而此时已成了买方市场，壳已经不那么好卖，交易价格已经缩水了27.23%。这边是利润跳水，股价下跌，质押随时要爆仓；那边是高层大换血，公司独董、董事、财务总监、董秘等6人纷纷辞职。这边是卖壳连卖两次都没卖出去，那边是公司股东在抽血——12月5日晚，天海防务公告称，公司第二大股东李露拟在未来六个月内减持不超过871万股，对公司的市值难免又会造成打击。

如果说质押爆仓的背后，有不规范的治理结构，有较为冒进的资本运作，还有欠缺公心的管理层，那么质押爆仓的受害者又是谁呢？表面上，是接受了质押、借出了钱的证券公司，而更深层来看，其实受害者不限于他们。因为，当证券公



> 截至10月，A股质押股数已达6427.95亿股，占总股本的10.01%。在市场明显波动的背景下，一些大股东此前质押的股票面临被平仓的风险。

司发现有爆仓风险时，往往会不计代价卖出脱身，于是进一步加剧了股价的下行。最终受到冲击的，往往是散户股民。特别是有些证券公司，担心爆仓消息一出自己的股票就卖不出去，还配合公司管理层以假消息、假动向，先拉升一把、再趁机出货。这样，被坑的不但有老股民，还有误以为有人接盘而进来的新投资者。

2018年3月12日正式实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》，从个股质押比例、质押折扣、集中度等方面设置了更高的门槛。然而，为了控制风险而制定的新规，又要求“个股质押比例不得超过50%”，导致高质押比例的个股无法继续质押来进行融资，一定程度上导致风险提前爆发。不过，从长远来看，监管层的努力仍然将有助于规范这个市场，通过对融入方资质、资金用途以及质押率上限的规范，不断引导资金脱虚向实，实现市场风险的可控可防。E