

步森股份质押面临爆仓 徐茂栋杠杆资本遇险？

本报记者 王迎春 武汉报道

那场股价意外崩盘终于找到原因。2018年1月5日，步森股份

天马、步森同步100%质押融资

2017年12月18日，天马股份、步森股份双双在3分钟内跌停。

2017年12月18日，星期一。早间开盘，步森股份走得无惊无险，成交并不活跃，也没有大额买单抛出，这种情况一直持续到10点20分。10点21分，步森股份股价突然直线下落，直至10点23分，人们还没回过神来，步森股份的股价被结结实实地打在跌停板上，闪崩就这样发生了。

同样的交易事故，3分钟之前刚刚在天马股份身上上演。10点20分，天马股份已经跌停。2017年12月18日，天马股份登上深交所龙虎榜，50分钟的交易时间内成交额超过7300万，超过平时全天成交量。深交所数据显示：12月18日当天，卖出席位前五名分别为：安信证券上海杨高南路证券营业部、九州证券广东分公司、渤海证券上海虹口区大连路证券营业部、光大证券深圳海德二路证券营业部、海通证券广州珠江西路证券营业部。

12月19日，天马股份选择停牌，而步森股份于2017年12月19日直接跌出一个一字板。这一天，中泰证券上海赤峰路营业部脱手成交92.85万元，构成这只股票当日的成交额。深交所当天的龙虎榜单上有了天马股份的名字。2017年12月15日至19日的交易被认为交易异常。

来自深交所的数据显示：这3个交易日期间，步森股份卖出席位前五名分别为：万和证券上海虹口路证券营业部、渤海证券上海虹口区大连路证券营业部、东方证券上海闸北区中兴路营业部、东兴证券上海虹口区广灵二路证券营业部、华泰证券北京月坛南街证券营业部。

对比可知，上述两只股票交易异常期间，卖出席位前五名都有渤海证券上海虹口区大连路证券营业部，10个名单中有6个来自上海，而且部分营业部有重合。

目前两家公司已先后宣布停

(002569.SZ)披露，控股股东正在紧急筹措资金或追加抵押物，以保证那笔100%质押出去的股份不被强行平仓。

牌。对于这一天的市场表现，天马股份方面并不清楚原因，称按照证监会的工作程序不需要召开投资者说明会。

同步闪崩难道真是偶然？

记者了解发现，上述现象有一个相似的背景——背后大股东皆指向同一个人徐茂栋。2016年，他几乎于同一时间通过收购，成为这两家上市公司的实际控制人。

重金拿下控股权后，如果马上撬动资产，可以得到现金流？徐茂栋运用了一致的打法。2016年9月底在刚刚拿下步森股份后，徐茂栋的持股平台在一个月内在将全部股份质押给金融机构。对于天马股份，徐茂栋在拿下控制权后，于2016年12月2日至7日的6天内，将所有持股全部质押给金融机构。为迅速获得资金，在资金方选择上，徐茂栋甚至会选择更高融资成本的非金融机构。

最近两个月来，徐茂栋通过持股平台对步森股份与天马股份的操作也具有 consistency。徐茂栋于2017年10月大笔转让旗下公司对步森股份持股，获得资金超过10.6亿。此时，他也于2017年9月9日宣布旗下公司将减持天马股份。据2017年12月30日披露的结果，上述减持已经完成，徐茂栋旗下持股平台已套现近5000万。仅两个月，徐茂栋通过上述运作回笼资金超过11亿。

截至目前，徐茂栋的持股平台仍保留步森股份13.86%的股权，并控股天马股份。

步森股份后来的接盘人也沿用了几如出一辙的融资手法。对于正在面临的平仓风险，新接盘人正在筹措资金和补充抵押物。而另一边，徐茂栋旗下持股平台也宣布对天马股份的股票质押已经到期，正在与金融机构接触，继续质押融资。

与此同时，控股股东手中握有表决权的、所有权计入另一个股东名下的股份也临近预警线，后者为徐茂栋旗下公司。2017年

资产证券化变现

能通天下一个月估值涨5倍，而彼时这家公司仍处于亏损中。

徐茂栋到底想做什么？

在收购天马股份之时，深交所曾对星河创业背后的老板及其收购资金来源表示出兴趣。从已经公布的回复函中，徐茂栋的面目得以清晰。

徐茂栋先通过位于霍尔果斯的一家公司间接控股北京星河世界集团有限公司(以下简称“星河世界”)，后者全资持有星河创业。另外，星河世界旗下拥有多家上市公司股权，并持有100多家互联网创业公司股权。据记者查询的公开

12月18日10时23分，步森股份股价突然崩盘，同样的事情在天马股份(002122.SZ)交易日先后上演，两场事故相隔不到3分钟。

资料显示，2015年4月，他曾带领电子商务平台窝窝团(WOWO.OQ)赴美上市成功。

在得到步森股份与天马股份控制权之后，原本耕耘于服装、轴承等传统行业的这两家公司开始频频提及转型互联网。一大拨资产收购、新设公司、置出传统资产的公告涌现出来。

对于步森股份，新业务改造只进行到新设子公司这一步，收购资产仅涉及湖州银行不到1%的股权。在投资人所预期的资产收购大

《中国经营报》记者发现，天马股份的实际控制人为徐茂栋，两个月前他亦是步森股份的实际控制人。

还未来开之时，不知何种原因，徐茂栋选择退场。而他之前对这家上市公司的改造正因新控制人的到来而被一一摒弃。根据最新消息，西安星河网络小额贷款公司已被宣布终止参与设立，湖州银行股权全部转让。

不过对天马股份的运作却进行得相当顺利。与浙江诚合资产管理合作，设立总规模超过22亿的并购基金；与恒天中岩投资管理有限公司合作，设立总规模不超过23亿的并购基金。这是储备弹药准备收购资产的前奏。

2017年3月8日一起交易额为零元的关联交易引起了市场注意。徐茂栋实际控制的喀什星河互创业投资有限公司(以下简称“喀什星河互”)将其对一家名为嘉兴玻尔投资的有限合伙的有限合伙人认缴出资义务出让，代价为零元。这份份额涉及5500万出资。转让之时，喀什星河互并未实际出资，三年内缴足即可。

在此之前，嘉兴玻尔投资的有限合伙人仅有一人，即喀什星河互。执行事务合伙人则是另一家面目陌生的合伙公司，出资额100万。2016年6月21日，嘉兴玻尔投资以5520万增资北京能通天下网络技术有限公司(以下简称“能通天下”)。

本报记者翻阅能通天下历次增资情况，发现这家公司于2016年6月至7月，一个月时间，估值从2.1亿跃升至12亿，而彼时这家公司仍处于亏损中。

有意思的是，工商资料显示，能通天下最初的股东是5个自然人，其中包括徐田庆。而巨龙管业(现名为艾格拉斯,002619.SZ)于2014年公布重组案时曾披露，徐

最近两个月来，他对两家公司的运作显示出高度一致性，通过转让或减持已回笼资金超过11亿。

田庆为徐茂栋的哥哥。2013年11月27日，徐田庆的股东身份消失，徐茂栋出场。两年以后，徐茂栋的股东身份隐去，代之以霍尔果斯苍穹之下创业投资有限公司(以下简称“苍穹之下”)，并在2016年6月21日前一直为能通天下的第一大股东，持股比例为22.4943%。记者查询发现苍穹之下为星河互集团有限公司全资拥有。后者的实际控制人正是徐茂栋。

嘉兴玻尔投资超过98%的份额为徐茂栋实际拥有，增资能通天下之时，后者估值2.1亿。2016年6月，在能通天下估值2.4亿的基础上，苍穹天下与个别股东做了一笔交易，扩大了股权。紧接着，2016年7月，苍穹之下以2.9亿为基础做了一笔增资。也就在这一个月，一家名为深圳中科星河壹号的有限合伙对其增资，这一次估值为12亿。这家有限合伙持股40%的股东正是目前处于风浪中的中科招商。

能通天下市值飞升之时，徐茂栋在没有实缴出资嘉兴玻尔投资的情况，扩大自己控制能通天下的筹码，且将一部分股权转让给了上市公司，又拿出一小部分在估值涨了5倍之后卖给了另一家挂牌公司。在这块资产实现证券化之时，它尚未产生利润。

此后，天马股份又展开了一系列资产收购，不过这些资产并非局限于关联公司，可见徐茂栋确实对这家公司寄予一番希望。“目前公司业务重心正以智能商业开放平台AaaS(AI as a Service, 人工智能即服务)为基础，向智能零售与生活服务、智能金融科技及智能城市与政务服务领域开展智能商业应用”天马股份方面回复本报记者称。

大资管时代：券商资管“马太效应”凸显

本报记者 万佳丽 上海报道

2017年，国内资管行业走过五年的快速发展期。从2011年到2016年，五年间年化复合增速高达45%。伴随着券商资管规模的高速增长，刚性兑付、通道业务、多层嵌套等问题也随之而来，资管行业的混业经营与分业监管产打破刚兑

邵宇认为，刚性兑付、资金嵌套(资金池业务)、错配和通道业务等都是券商资管需要解决的问题，而且它们彼此之间并非孤立，而是相互“嵌套”的。比如，正是因为通道业务的存在，才使得机构间的资金存在“嵌套”关系；“资金池”的存在使得同一机构内部的资金存在“嵌套”。同时，由于资金数量、结构和期限存在错配，资管机构才需设立“资金池”纠偏。在各种“嵌套”关系中，原本分业经营的金融机构实际上形成了一个整体，对监管机构而言，就形成了“太关联而不能倒”的困境，也就是“刚性兑付”。

刚性兑付一直是资产管理行业存在的一个隐性规定。目前刚性兑付以银行理财和信托最为直接，券商资管等资管类产品以结构化产品的形式进行类刚性兑付。

“2017年可以看到监管打破刚性兑付的决心，在逐步打破刚兑的过程中，需要提防理财产品的大量赎回导致市场发生系统性的金融风险，以及因投资者认知落后于资管产品调整可能发生投资者群体投诉事件等问

题。监管套利不可避免。

东方证券首席经济学家邵宇告诉《中国经营报》记者，受到2016年底以来的金融去杠杆的影响，以及一行三会监管协同性加强，宏观审慎管理加统一的微观审慎监管框架确立。所有这些政策均指向金融机构监管套利的“影子银行”行为，而过去几年野蛮生长的

“安信证券资管相关负责人强调，这些问题需要监管给予充分的过渡时间安排，防止出现次生风险。其次，要加强投资者教育和投资者的适当性管理，强化投资者风险自担的意识，应提倡投资者和管理人通过合法途径解决争端。”

海通资管副总经理、投资总监张士军认为，就现阶段而言，如果刚兑继续，该有的正常市场化的信用利差没有出现，这可能导致“劣币驱逐良币”。很多信用不良的债权搭了刚兑的便车，能够以比较低的成本，在市场上融到资，损害了经济的效率。而真正有信用的主体，却付出了更大的融资成本。所以，只有打破刚兑才能实现资本的效率。另外，“打破刚兑更加考验券商的风控能力、挑选资产的能力以及流动性管理的能力。考虑到打破刚兑后，投资者对于投资安全的需求并没有减少，机构品牌效应的溢出价格会更高、对管理风格长期稳健并已在投资者心中建立了良好口碑的机构而言，马太效应将更明显。”

2017年11月，一行三会、外

券商资管自然是首当其冲。

随着资管新规出台，监管层明确对资管产品分类统一规划，至此资管行业统一监管的大幕逐渐拉开。短期看会有一些冲击，但长期看，将为证券公司资产管理业务健康发展奠定基础，且有利于回归资产管理业务本源。

管局发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》，要求不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖认为，由于监管禁止非标类的资管产品做期限错配，以后资管机构在产品设计与运作过程中，便只能采取两种手段：一是延长负债资金的期限，与资产端的长期期限相对应；二是将长期期限的非标资产拆解为若干个能够不断续接的短期限融资计划，来匹配短期期限的负债。“但这两种手段在具体实施时都会面临不小的困难，比如说资管机构资产负债之间的利差收窄，找资产更为困难等，非标投资类资管产品未来可能会面临缩量的风险。”

浙商证券研究所所长邓宏光认为，这对全市场非标资产规模产生冲击，社会融资结构由表外向内是大势所趋。同时，2017年部分规模较小的房地产企业发债和委托贷款融资受限转向非标融资，2018年这部分融资渠道将进一步受限。

差异化竞争

对于券商资管来说，2018年是挑战与机遇并存，只有适时转型变革，才能继续求得发展。

张士军认为，整个资管行业将由以前的行业分工转向专业分工，银行系、券商系、保险系资管要结合自身优势去做资产管理。券商天然在股票、债券，特别是交易所的债权(尤其是公司债)方面有比较优势。券商应该重点发展强项，逐步摸索出适合自己的业务发展方向。“资管行业已经进入整合阶段。有长期专业积淀、风控到位的公司，后面有更大的机会，反之，将面临比2017年更不好的环境。”

德邦证券资产管理总部副总经理严晓珺表示，券商资管或向三个方向转型：投行类资管、财富管理以及经纪业务(撮合交易方向)。“券商资管的竞争将是专业化特色的竞争。各家需要根据自身优势特点，逐步形成自身业务特色，差异化竞争。”

随着资产管理业务回归本源，服务于实体经济的目标确立，资产证券化业务也将成为未来券商资管大力发展的一个方向。

回归主动管理

券商资管去通道、回归主动管理是大趋势。各家券商如何发挥自身优势，打造自身资管业务特色，或成为未来券商角逐的关键筹码。

安信证券上述资管经理认为，目前市场上主动管理业务仍存在较大发展空间，具有较强投研实力的资管团队，在发展净值化产品上具有经营优势。

招商资管相关负责人也认为，无论市场、监管等环境如何改变，主动管理能力仍然是券商最重要的核心竞争力，主动管理能力的竞争本质是人才竞争，对人才的引进和培养，将成为券商资管未来加快发展、推动转型的重中之重。

德邦证券常务副总裁左畅也认为，未来金融科技会给整个券商资管带来较大改变，利用互联网提升效率、提高服务质量以及风险管理能力的有效性，德邦证券在消费金融ABS方面一直争取整合线上线下资源，开拓产品类型。目前，德邦证券正在着力打造“资产证券化云平台”和“多元资产投资分析系统”，力求实现资产证券化的主动管理业务全流程系统化、自动化和智能化。

方正证券副总裁吴姚东认为，在统一监管的大方向下，券商资管需要依托自身优势，尽快地做大做强自己的特色业务，有广泛而坚实客户基础的券商资管机构可以为客户提供FOF等新产品选择，或通过全新的金融科技手段提升财富管理服务水平。在资产证券化、主动管理型的固收、权益或混合型产品以及量化产品上，有一定先发优势的机构将迎来更快的发展，品牌影响力得到进一步加强，其业务的“护城河”将加深、加宽。

据悉，2018年方正证券资管在产品方面将重点强调“三个一工程”，一是打造一批有竞争力的产

品，如ABS、上市公司融资等体现投行能力的业务；二是打造一批有影响力的产品，如固收、委外等体现公司传统投研优势的业务；三是打造一批有特色的产品。

安信证券上述资管负责人告诉记者，短期来看，通道业务、分期报价、分级资管产品将会大幅萎缩。由于上述产品目前在资产管理业务中规模占比较高，未来券商资管业务，无论是通道还是主动管理，规模均可能会有所下滑。

虽然多重嵌套、期限错配被禁止，通道业务发展受限，但“2017年券商资管产品创新不断，产品种类得到丰富，投资载体不断加深，定制产品所占比重相对提高，为投资者提供了更多选择。”招商证券资管相关负责人如是说。

此次新规对私募类资管业务提出了详尽的规范要求，私募资管业务门槛提升，资金池类产品会逐渐消亡，刚兑得以打破，对公募基金业务的发展十分有利。“拥有公募基金牌照的券商或能在开发公募资管产品上大力发展。”安信证券某资管经理表示。

金来源之一。日前，方正证券首单“传家有方”家族信托业务落地。方正证券财富管理相关负责人告诉记者，未来方正证券将继续整合境内与境外资源，专注于高净值客户提供专属一站式金融服务解决方案。

从中泰证券的实践来看，居民和企业的理财需求仍非常旺盛。打破刚兑，将理财需求从定价型产品分流至净值型产品。“我们目前准备大力发展资产配置型的理财服务，通过分散化和数量化的手段，为客户提供风险可控、收益可观的产品。”叶展表示，中泰资管的多元配置产品将很快推出。

打破刚兑，将理财需求从定价型产品分流至净值型产品。“我们目前准备大力发展资产配置型的理财服务，通过分散化和数量化的手段，为客户提供风险可控、收益可观的产品。”叶展表示，中泰资管的多元配置产品将很快推出。

打破刚兑，将理财需求从定价型产品分流至净值型产品。“我们目前准备大力发展资产配置型的理财服务，通过分散化和数量化的手段，为客户提供风险可控、收益可观的产品。”叶展表示，中泰资管的多元配置产品将很快推出。

打破刚兑，将理财需求从定价型产品分流至净值型产品。“我们目前准备大力发展资产配置型的理财服务，通过分散化和数量化的手段，为客户提供风险可控、收益可观的产品。”叶展表示，中泰资管的多元配置产品将很快推出。

打破刚兑，将理财需求从定价型产品分流至净值型产品。“我们目前准备大力发展资产配置型的理财服务，通过分散化和数量化的手段，为客户提供风险可控、收益可观的产品。”叶展表示，中泰资管的多元配置产品将很快推出。

打破刚兑，将理财需求从定价型产品分流至净值型产品。“我们目前准备大力发展资产配置型的理财服务，通过分散化和数量化的手段，为客户提供风险可控、收益可观的产品。”叶展表示，中泰资管的多元配置产品将很快推出。

打破刚兑，将理财需求从定价型产品分流至净值型产品。“我们目前准备大力发展资产配置型的理财服务，通过分散化和数量化的手段，为客户提供风险可控、收益可观的产品。”叶展表示，中泰资管的多元配置产品将很快推出。

本报记者王迎春亦有贡献