

监管层重拳出击 穿透杠杆收购

证券时报记者 张骞爻

从“宝万之争”，再到万家文化收购案，无不伴随着杠杆收购。不同的

是，在“宝万之争”中，收购主体“宝能系”动用了多个资管账户，而万家文

收购案中，赵薇则试图利用借贷资金。

无论是资管账户，抑或借贷资金，

鉴于资金的非自有性，或实际收购人

与资金的权益关系，均会构建不同层

级的杠杆关系。通过比例不等的杠杆，

收购人借以实现资金的以小博大，据

以完成对上市公司的收购。

实务中，杠杆收购形式远不限于

资管账户及借贷资金，还包括合伙企

业、股权质押甚至更为复杂的金融衍

生工具。特别是，近年来诸多案例显

示，将多重杠杆工具打包处理的花式

杠杆、嵌套杠杆亦层出不穷，催生出类

别繁复的杠杆收购。

证券时报记者发现，在现行收购

案例，尤其是涉及上市公司控制权更

迭的案例中，杠杆收购实际上已被广

泛应用，几乎不存在零杠杆的收购案

例。这也从侧面反映出，杠杆收购已经

成为上市公司收购的主要模式。

同时也应该看到，由于杠杆收购

的特殊性及对监管的天然逃避，实务

中不少杠杆收购出现严重的后遗症。

正因为如此，监管层近期频频表

示要对高杠杆收购实行穿透式监管，

期望通过重拳出击规范杠杆收购。

无杠杆不收购

在上市公司收购案中，收购主体直

接出资的比例决定了杠杆的倍数。理论

上，杠杆倍数越低，收购所面临的不确

定性因素将越少，这些不确定性因素包

括监管、审批、资金成本及舆情等。

不过，过低的杠杆倍数将会对收

购规模形成制约。近两年来，A股市场

不乏百亿元级别的巨型收购案例，数

十亿元规模的收购案例则比比皆是。

据不完全统计，去年以来，A股共

有十余家上市公司在杠杆收购中易主，

更多的公司则是被杠杆资金增持、

举牌。另有部分公司曾试图或正在筹

划经由杠杆收购易主。

系列案例中，万家文化运作轨迹

较为突出。去年12月，黄有龙、赵薇夫

妇控制的龙薇传媒拟斥资30.6亿元，

受让万家集团所持万家文化29.14%

的股权。交易完成后，赵薇夫妇将成为

万家文化实际控制人。这桩交易甫一

抛出便备受关注，除明星效应外，收购

资金的具体构成是重要诱因。资料显示

，龙薇传媒注册资本仅为200万元，

赵薇、孙丹分别持股95%、5%，且未实

缴到位。

按照设计，上述30.6亿元资金由

三部分构成。

第一部分龙薇传媒向股东借款

6000万元，利息等资金成本获豁免；

第二部分，龙薇传媒向曾参与过圣莱

达收购案的西藏银必信资产管理有限公

司(下称“银必信”)借款15亿元，年

化利率为10%；第三部分，龙薇传媒

通过股权质押的形式向金融机构融

资14.9亿元，年化利率约为6%。

仅从龙薇传媒作为独立收购主体

的角度而言，此番收购之资金均系杠

杆资金，包括借贷资金及股权质押资

金，杠杆被无限放大。

新黄浦的案例也较为典型。今年一

季度，上海领资股权投资基金合伙企业

(有限合伙)(下称“领资投资”)按

照月均

一次的频率先后3次举牌新黄浦，并

有意继续增持，撼动新黄浦控制权。

3次举牌合计耗资超过15.52亿

元，全部来源于领资投资的合伙人。该

合伙企业包括3名合伙人，认缴总额为

30.01亿元，实缴20.01亿元。其中，普通

合伙人杭州领达资产管理有限公司(下

称“领达资产”)实缴100万元。

有限合伙人几经变更，从最初的单

一有限合伙人王丁辉(融信租赁实控

人、董事长)，再到厦门信托，最后变成

厦门信托与云南信托双有限合伙人。

穿透披露后，王丁辉系领达资产

实控人，亦即领资投资实控人，通过担

任有限合伙人的信托渠道连番举牌新

黄浦。对于王丁辉而言，上述收购便构

成杠杆收购，成功实现以小博大。

资管计划也是收购人惯用手段之

一，“宝万之争”中宝能系举牌万科资

金中相当一部分即来源于资管计划，

顺威股份现实控人蒋九明入主过程亦

是资管计划的撬动效应。

去年4月份，蒋九明与顺威股份

与之相比，汇源通信、顺威股份、

新黄浦等涉杠杆收购案例则更为繁

原控股股东新余祥顺投资管理有限公司、顺威国际控股有限公司签署控制权受让协议(29%)，初期约定的对价为17.28亿元，后改为20.15亿元。

此次入主方案由中山证券汇融1号集合资产管理计划具体实施，该计划设置优先级与劣后级，两者配比为2:1。优先级部分由中山证券负责筹措，劣后级部分由蒋九明自筹，隐含进一步的杠杆计划。

在蒋九明逐步取得顺威股份控制权的同时，独立第三方自然人蒋九明同样通过资管计划“西部利得增盈1号资产管理计划”，受让顺威股份25.06%股权，总代价14.94亿元。该资管计划优先级与劣后级资金配比亦为2:1。

假设蒋九明与文菁华负责的劣后级资金均系自有资金，则上述收购或入股过程的杠杆倍数为3倍，如果劣后级资金存在其他的融资安排，杠杆倍数将更大。

据了解，监管层对杠杆倍数过高的资管计划并不认可，并曾下发有针对性的监管意见。实际操作中，相关收购主体为了充分利用杠杆，往往通过夹层或在劣后级资金方面设置更为精妙的复合杠杆人为扩大倍数。除非监管层严令彻底穿透，否则，收购资金最终来源便始终成谜。

若进一步挖掘，珠海泓沛其中一名有限合伙人宁波梅山保税港区龙知投资合伙企业(有限合伙)也存在杠杆安排。除上述案例外，另有部分杠杆收购案例也较有代表性。

如汇源通信控股股东广州蕙富骐骥投资合伙企业(有限合伙)入主过程中便充分利用了合伙企业的撬动作用，嘉应制药第二大股东深圳市老虎汇资产管理有限公司入股过程中，便借助了股东借款、银行借款等手段。

此外，华闻传媒新的举牌方常州煦沁投资中心(有限合伙)则经由前海开源基金设立的三只资管计划完成举牌，三只资管计划均设置分级计划，常州煦沁投资中心(有限合伙)系直接或间接劣后方，透露出尚有其他杠杆安排。

共达电声潜在新主于荣强(*ST鲁丰前实际控制人)的入主资金是向山东宏桥(中国宏桥关联方)转让*ST鲁丰控制权获得的对价。于荣强初期已做计划，若转让*ST鲁丰控制权失败，他将质押*ST鲁丰取得融资，用以受让共达电声控制权。

如前所述，杠杆资金在上市公司实际收购案例中广泛存在，零杠杆收购是小概率事件。不止于此，实务中的杠杆收购往往不是结构清晰的单一杠杆，而是多重杠杆的叠加混合，杠杆效应愈加明显，穿透难度也更大。

复合杠杆 层级叠加

在上市公司收购案中，收购主体直接出资的比例决定了杠杆的倍数。理论上，杠杆倍数越低，收购所面临的不确定性因素将越少，这些不确定性因素包括监管、审批、资金成本及舆情等。

不过，过低的杠杆倍数将会对收购规模形成制约。近两年来，A股市场不乏百亿元级别的巨型收购案例，数十亿元规模的收购案例则比比皆是。

据不完全统计，去年以来，A股共有十余家上市公司在杠杆收购中易主，更多的公司则是被杠杆资金增持、举牌。另有部分公司曾试图或正在筹划经由杠杆收购易主。

系列案例中，万家文化运作轨迹较为突出。去年12月，黄有龙、赵薇夫妇控制的龙薇传媒拟斥资30.6亿元，受让万家集团所持万家文化29.14%的股权。交易完成后，赵薇夫妇将成为万家文化实际控制人。这桩交易甫一抛出便备受关注，除明星效应外，收购资金的具体构成是重要诱因。资料显示，龙薇传媒注册资本仅为200万元，赵薇、孙丹分别持股95%、5%，且未实缴到位。

按照设计，上述30.6亿元资金由三部分构成。

第一部分龙薇传媒向股东借款6000万元，利息等资金成本获豁免；第二部分，龙薇传媒向曾参与过圣莱达收购案的西藏银必信资产管理有限公司(下称“银必信”)借款15亿元，年化利率为10%；第三部分，龙薇传媒通过股权质押的形式向金融机构融资14.9亿元，年化利率约为6%。

仅从龙薇传媒作为独立收购主体的角度而言，此番收购之资金均系杠杆资金，包括借贷资金及股权质押资金，杠杆被无限放大。

新黄浦的案例也较为典型。今年一季度，上海领资股权投资基金合伙企业(有限合伙)(下称“领资投资”)按月均一次的频率先后3次举牌新黄浦，并有意继续增持，撼动新黄浦控制权。

此番收购的另一部分资金14.9亿元拟通过股权质押取得，即龙薇传媒将拟受让的万家文化全部或部分股权质押给金融机构获得授信，待股权转让交割完毕后，再与金融机构完成实际质押。

这并非龙薇传媒的首创，实务中不胜枚举。曾为德隆系“三驾马车”之一的*ST合金原控股股东2015年1月拟转让控制权，受让方康华投资在向实际控制人借款3亿元之余，还将拟受让的*ST合金股权向中融信托质押融资6亿元，最终杠杆倍数达9倍。

相对而言，万家文化的复合杠杆层级较少，无需深入穿透即可窥见资金结构。对杠杆收购深恶痛绝，不惜动用各种资源抵制杠杆收购。在他们看来，杠杆收购以资本运作为导向，与恶意收购可以划等号，将会扰乱上市公司及实体经济正常的经营秩序。

但在实务中，一些杠杆收购确实演变成了洪水猛兽，部分上市公司及高管对杠杆收购深恶痛绝，不惜动用各种资源抵制杠杆收购。在他们看来，杠杆收购以资本运作为导向，与恶意收购可以划等号，将会扰乱上市公司及实体经济正常的经营秩序。

既然杠杆收购是一种正常的资本运作，为何实务中应用到杠杆资金的收购案例频现障碍？可能有三方面的原因。

记者观察 | Observation

杠杆收购为什么不受待见？

证券时报记者 张骞爻

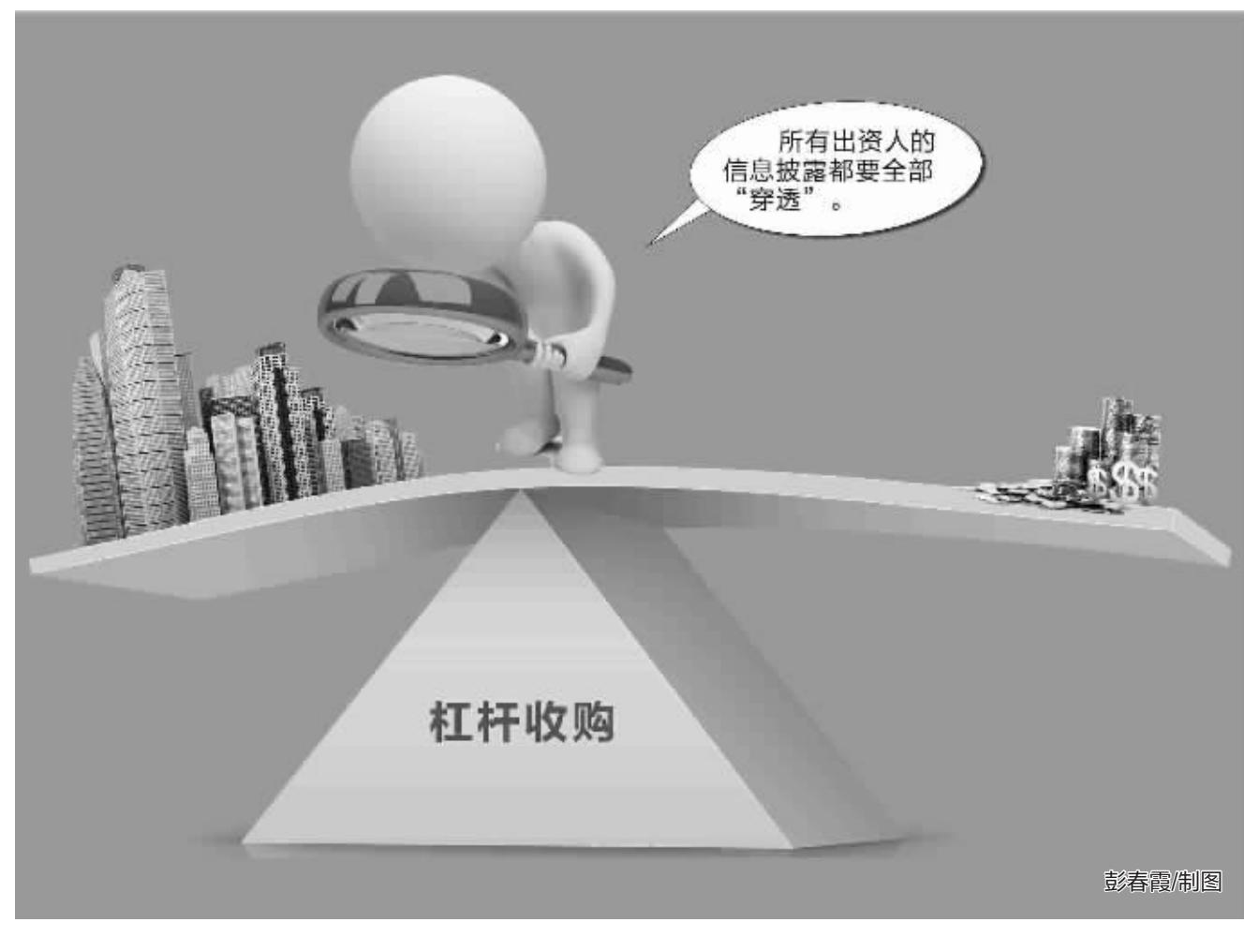
回顾诸多涉及巨额资金的收购案例，若不施以适当的杠杆，则对上市公司的收购行为很难完成。理论上，经穿透后的资金来源合法，且操作流程合规，杠杆收购不存在太大问题。至少，杠杆收购不应该被冠之以“洪水猛兽”的贬损性评价。

但在实务中，一些杠杆收购确实演变成了洪水猛兽，部分上市公司及高管对杠杆收购深恶痛绝，不惜动用各种资源抵制杠杆收购。在他们看来，杠杆收购以资本运作为导向，与恶意收购可以划等号，将会扰乱上市公司及实体经济正常的经营秩序。

从实际案例来看，很难说收购人对杠杆资金有绝对的控制力，往往会造成潜在的风险因素。

第二，杠杆资金涉及的第三方资金都有高低不一的成本要求，收购人面临较大的偿付压力，杠杆倍数则放大了偿付压力。

有些时候，收购人为了更快收购上



4508.7万元，防止爆仓。

几乎同期，鼎立股份控股股东鼎立控股集团通过带杠杆的资管计划增持之股份被平仓。宝万之争期间，宝能系部分资管计划一度浮亏，也被广泛认为接近平仓线。

无论是收购过程中动用杠杆资金，抑或收购之后加杠杆，股价单边下行已成为杠杆资金所有参与主体面临的最大风险。

实务中，收购人基于适当降低风险的考量，会逐步置换高成本及长期杠杆资金。例如尤夫股份现间接控股股东苏州正悦投资去年入主时，曾向浙江三花汽车部件集团有限公司融资15亿元，年化利率高达18%，约占受让总代价的79.11%，杠杆倍数约为4.79倍。另外，该笔贷款还要求苏州正悦投资以间接所持尤夫股份提供质押担保，进一步加杠杆。

监管层旋即下发问询，苏州正悦投资亦无法承受上述高杠杆高成本资金，遂寻求上海贵衡建筑工程有限公司，最终取得年化利率12%的15亿元贷款，完成置换。

但不管如何调节资金成本，均只能起到缓释杠杆风险的作用，而一旦出现汇源通信式的杠杆资金“逼宫”现象，则更加难以约束。