

上市公司杠杆收购的风险、 治理和监管

曾 斌* 韩斯睿**

摘要:随着对企业融资限制的逐步放宽,杠杆收购在我国资本市场发挥着越来越重要的作用。然而,宝万之争也展示了融资杠杆工具以及不同工具相互嵌套所带来的市场风险及监管挑战。本文基于近两年我国发生的杠杆收购典型案例,以实证视角,对杠杆收购的作用机制及其给我国资本市场和上市公司带来的潜在风险进行分析,并从杠杆率监管、融资方式监管和信息披露监管三个层面提出了监管建议。

关键词:杠杆收购 证券监管 企业融资

随着企业融资限制的逐步放宽,杠杆收购在我国资本市场发挥着越来越重要的作用。在万科与宝能系之间的控制权争夺(以下简称“宝万之争”)中,前海人寿及其一致行动人组成的恶意收购方(以下简称“宝能系”)复合使用保险资金、融资融

* 深圳证券交易所综合研究所公司治理中心研究员,法学博士,经济学博士后。

** 香港中文大学法学博士研究生、金融理学硕士,伦敦大学学院法学硕士。

券及收益互换等券商渠道、银行理财计划、股权质押、债券融资等多重杠杆工具相互嵌套以放大融资杠杆并有效融资以实现万科股权的收购。^[1]

然而,宝万之争也展示了杠杆工具相互嵌套所带来的潜在市场风险及监管挑战。近来,多起上市公司在二级市场杠杆收购受到监管机构的频繁问询;其中,杠杆收购所使用的资金来源和收购后计划等均是监管机构关心的主要内容。^[2]至此,杠杆收购的风险和监管成为市场和监管关注的重点问题。杠杆收购过程中潜在的监管空白、信息披露缺失及市场风险值得全面思考研究。

一、几类典型的杠杆收购现象

杠杆收购(leverage buyout, LBO)的金融学定义是以债务为主要融资方式实现的收购交易。^[3]一方面,杠杆收购帮助拥有较好的现金流预期和资产基础的公司实现较高的回报收益;^[4]另一方面,从传统

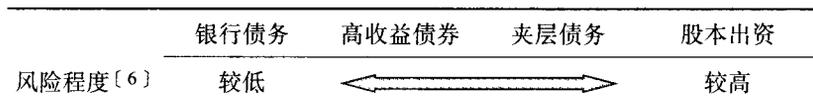
[1] 《中国资本市场正在扮演越来越重要的角色——访中国证监会副主席姜洋》,载《人民日报》2017年7月13日第10版。根据新华社发布的数据,宝能系共耗资430亿元收购万科约25%的股份,成为第一大股东,430亿元中包含自有资金62亿元,保险资金105亿元,券商资金78亿元,银行理财资金185亿元。宝能系采用多重工具参与收购,包括保险账户,券商资产管理计划、有限合伙基金、嵌套的结构化资产管理计划等。每一层架构均为资产管理计划等SPV主体,每一层杠杆比例均不超过1:2,但是通过嵌套组合、股票质押再融资等金融杠杆工具,最终实现了约4.2的杠杆比率。参见《起底宝能系资金链》,载新华网, http://news.xinhuanet.com/2016-07/08/c_129126201.htm。

[2] 其中包括万家文化/合金投资、顺威股份、尤夫股份、潞兴股份、步森股份、银鸽投资等上市公司及其收购方皆为交易所重点关注的对象,后文将详细分析。

[3] 杠杆收购的自有资金一般占30%左右,债务占到融资结构的60%以上。参见[美]罗森鲍姆、珀尔:《投资银行:估值、杠杆收购、兼并与收购》,刘振山、曹建海译,机械工业出版社2014年版,第四章;李明昌:《国外企业杠杆收购股权方式及其启示》,载《国际金融》1996年第2期;赵敏:《杠杆收购在我国并购中的运用》,载《温州大学学报》2000年第1期。

[4] 一般来说,杠杆收购会涉及组合使用多种融资工具进行相互嵌套,以起到放大财务杠杆、有效融资的目的。参见林海涛:《我国上市公司管理层收购的实证研究——兼论对国有企业改革的意义》,载《经济学家》2005年第1期。

的融资工具类型来看,杠杆收购涉及的主要的融资工具及其相应的风险不一(如下图所示);但总体而言,杠杆收购所带来的风险与寻常融资方式相比较为高。^[5]



杠杆收购所涉融资类型及其风险程度

我国主要的并购融资工具包括现金支付、股份支付、债权支付、资产支付、衍生工具支付和混合支付方式等六大类,基本上也形成了低、中、高风险层级的并购融资工具。^[7]虽然杠杆收购推动了市场的发展,但监管机构和市场一直对其合规问题存在诸多质疑。基于此,本文将重点分析银行并购贷款、并购基金、资管计划嵌套、险资等几种形式作为并购融资来源的典型案列。

(一) 缺乏资产支持的银行并购贷款

并购贷款业务是我国杠杆并购金融工具中唯一有针对性制度规范的业务品种,为基于银行中介功能的债务融资业务。^[8]然而,我国并购贷款相关规定在很长一段时间内并不完善。2008年12月,银监会才正式颁布

[5] 与此同时,债务工具在资本结构等级当中的风险等级越低,借出方所要求的各种抵押和担保也越多,比如银行借出方对于公司财务比率的要求也更严格。参见汪恒:《商业银行并购贷款风险控制理论与实践》,载《金融论坛》2009年第7期。

[6] 此图中各种类型的融资方式并不是相互排斥的,两种或者多种融资方式同时使用在上市公司融资实务中亦非常常见。参见[美]罗森鲍姆、珀尔:《投资银行:估值、杠杆收购、兼并与收购》,刘振山、曹建海译,机械工业出版社2014年版。

[7] 与此同时,近年并购市场蓬勃发展,出现了并购基金、资产管理计划、可交换债等许多新型并购融资工具。参见中国财富管理50人论坛、清华大学国家金融研究院联合课题组:《规范杠杆收购,促进经济结构调整——基于“宝万之争”视角的杠杆收购研究》以及李维安:《从“宝万之争”的治理启示解读“杠杆收购”》,载《清华金融评论》2017年第1期。

[8] 例如,在宝万之争中,宝能采用了资产管理计划、嵌套式资产管理计划等方式,运用多重金融杠杆工具,撬动大量资金用以达到收购目的。参见中国财富管理50人论坛、清华大学国家金融研究院联合课题组:《规范杠杆收购,促进经济结构调整——基于“宝万之争”视角的杠杆收购研究》。

有关并购贷款的指引,但相关业务的开展受到了严格的约束和限制。^[9]《中国银行业监督管理委员会商业银行并购贷款风险管理指引(2015年修订)》要求加强防控财务杠杆风险、防范虚假并购行为等。^[10]由于具体配套政策的不完备,银行并购贷款在实际运作中存在许多问题、企业在争取银行授信也存在很大难度。^[11]

与此同时,我国杠杆收购融得的资金往往缺乏足够的资产和其他信用支持,借款方以拟收购上市公司之股权作为质押物担保融资的情况非常常见。此类股权质押安排将并购贷款借贷方之还款能力与拟收购公司股价直接挂钩,潜藏较大的风险传导链条。^[12]比如,2016年11月天津汇泽丰企业管理有限公司(以下简称“汇泽丰”)使用银行借款、举债25亿元收购福建浔兴拉链科技股份有限公司(以下简称“浔兴股份”)25%的股权及公司控制权。^[13]此外,汇泽丰还将其持有的全部浔兴股份质押给了第三方,^[14]覆盖其收购的债务头寸。可以看出,上述并购贷款中银行仅具有中介功能,而25亿元的高额借贷并无可靠的底层资产作为支撑。

可以看出,一般杠杆收购中使用的银行并购贷款存在缺乏足够的信

[9] 参见中国银监会关于印发《商业银行并购贷款风险管理指引》的通知(银监发〔2008〕84号)。

[10] 相关修订包括将并购贷款期限从五年延长至七年,将并购贷款占并购交易价款的比例从50%提高到60%,参见中国银监会关于印发《商业银行并购贷款风险管理指引》的通知(银监发〔2015〕5号)。

[11] 张春英:《我国企业资产并购存在的问题及解决对策》,载《东北大学学报》(社会科学版)2009年第2期。

[12] 艾大力、王斌:《论大股东股权质押与上市公司财务:影响机理与市场反应》,载《北京工商大学学报》(社会科学版)2012年第4期。

[13] 根据收购方汇泽丰在监管函答复中的披露,2016年11月14日,汇泽丰与资金提供方祺佑投资和农业银行唐山开平支行签订《一般委托贷款合同》,根据浔兴股份在11月16日披露的《详式权益变动报告书》显示,此次向农业银行的借款金额不超过25亿元,年利率4.5%,期限为4年。参见《浔兴股份收购价之链 四机构突击入股“抬轿”》,载每经网,<http://www.nbd.com.cn/articles/2017-07-12/1126979.html>,2017年9月19日访问。

[14] 该接受股权质押、为汇泽丰提供收购融资的资方为祺佑投资合伙企业(有限合伙)。参见《浔兴股份收购价之链 四机构突击入股“抬轿”》,载每经网,<http://www.nbd.com.cn/articles/2017-07-12/1126979.html>,2017年9月19日访问。

用支撑的问题。^[15] 2016年12月,西藏龙薇文化传媒有限公司(以下简称龙薇传媒)拟以6000万元用杠杆借贷撬动30.6亿元的股权收购万家文化29.14%的股权以借壳上市,杠杆高达50倍,且融资担保仅来自于公司发起人的个人信用。^[16] 类似地,2016年4月苏州正悦投资管理有限公司(以下简称“苏州正悦”)用15亿元银行借款收购杠杆收购浙江尤夫高新纤维股份有限公司(以下简称“尤夫股份”)。^[17] 与此同时,杠杆并购案例中银行并购贷款的质押信用风险也同样存在于苏州正悦^[18] 嘉应制药^[19] 等相关案例中。

(二)通过股权质押空手套白狼式的质押融资

股权质押是并购融资常见的担保手段,我国杠杆收购中所筹资金时常面对着股价波动带来的还款压力。^[20] 我国杠杆收购相关的质押融资的比率往往比较高,由此所带来的风险和上市公司治理和监管的压力也随之增高。

-
- [15] 近日,为了加强银行并购贷款已经逐步向专业的并购基金放开,机构投资者的介入相信会更好规范市场操作,促进银行并购贷款的健康有序发展。参见并购汪:《并购基金如何取得商业银行并购贷款》。
- [16] 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%。上交所连发17道问询函追问杠杆收购的资金来源。迫于监管压力,万家文化的实际控制权最终以近五折的价格落入另一买家之手。参见《赵薇杠杆收购破灭后续:万家文化被证监会立案调查》,载搜狐网,http://www.sohu.com/a/127414838_153486,2017年9月19日访问。
- [17] 不过与前者相比,苏州正悦用于入主的短期借款利率却要高得多。苏州正悦这项作价18.96亿元的收购案中有15亿元为借款,这笔资金系浙江三花钱江汽车部件集团有限公司通过委托上海银行崇明支行发放,月息1.5%。
- [18] 《杠杆收购尤夫股份一年 80后东家欲套现13亿走人》,载证券时报网,<http://www.stcn.com/2017/0510/13342676.shtml>,2017年10月24日访问。
- [19] 参见《深圳市老虎汇资产管理有限公司关于增持公司股份进展的公告》。
- [20] 上市公司股东的股权用于质押融资时,如果公司股价一直下跌,触及预警线后,股东如果不能及时提供更多的抵押担保,当股价跌至低于平仓价时,质押方有权对其进行强行平仓。参见《风险暴露!近百上市公司股东被迫补充质押》,载凤凰财经,http://finance.ifeng.com/a/20170523/15400506_0.shtml,2017年9月19日访问;《金融机构严防股权质押风险:额度收紧质押率大幅下调》,载腾讯证券,<http://stock.qq.com/a/20170807/003156.htm>,2017年9月19日访问。

的影响力,而在于实现较高的投资回报率。^[27]“私募股权基金+上市公司”模式在我国已经较为成熟。^[28]但是,由于并购基金采用合伙制,因而更容易引入更复杂的资管结构和融资方式,从而增加公司治理和监管层面的不确定性。^[29]

首先,以并购基金“私募股权基金+上市公司”的模式杠杆收购存在披露信息无法穿透的问题。通过资产计划以及私募股权基金的合伙制度的层层安排,实际出资人的真实身份往往能够轻易隐匿;若非监管机构发布问询函给予特别关注,则普通投资者难以辨别其身份。2015年11月,广州蕙富骐骥投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“蕙富骐骥”)斥资6亿元收购四川汇源光通信股份有限公司(以下简称汇源通信)20.68%股权,成为汇源通信的控股股东。根据公告,蕙富骐骥的出资人为广州汇垠澳丰股权投资基金管理有限公司(以下简称“汇垠澳丰”)及平安汇通广州汇垠澳丰6号专项资产管理计划(以下简称汇垠澳丰6号)。^[30]然而,公告并未披露汇垠澳丰6号的资金结构及实际出资方。2017年2月6日,珠海横琴泓沛股权投资基金(以下简称“珠海泓沛”)要求召开汇源通信合伙人大会、撤换蕙富骐骥的普通合伙人汇

[27] 杨明宇:《私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析——兼评海富投资案》,载《证券市场导报》2014年第2期;潘从文等:《私募股权基金治理研究综述》,载《经济学动态》2010年第8期;田满文:《我国上市公司并购融资制度优化新探》,载《宏观经济研究》2010年第1期。

[28] 例如,硅谷天堂资产管理集团股份有限公司与湖南大康国际农业食品股份有限公司(曾用名湖南大康牧业股份有限公司,股票代码002505)2011年发起成立的中国第一家“上市公司+私募股权基金”模式并购基金——天堂硅谷大康股权投资合伙企业。参见方正证券:《详解清华系、安邦系、复星系、硅谷天堂系的并购资本模式》,载《金融界》, <https://www.chinaventure.com.cn/cmsmodel/news/detail/309976.shtml>, 2017年9月19日访问。

[29] 田满文:《我国上市公司并购融资制度优化新探》,载《宏观经济研究》2010年第1期。

[30] 广州汇垠澳丰股权投资基金管理有限公司(以下简称汇垠澳丰)担任蕙富骐骥的普通合伙人 and 执行事务合伙人,系蕙富骐骥有限合伙人的投资顾问,其出资额仅为100万元,占出资总额的0.17%;平安汇通广州汇垠澳丰6号专项资产管理计划(以下简称汇垠澳丰6号)出资6亿元,占出资总额的99.83%。

2016年下半年以来,陕西宝光真空电器股份有限公司(以下简称“宝光股份”)的第二大股东西藏锋泓投资管理有限公司(以下简称“西藏锋泓”)通过大宗交易、司法竞拍等方式大量持有公司股份、争夺控制权的意图明显。^[21]然而,由于证券市场走势持续下行,西藏锋泓补充质押了564.61万股公司股票并将其持有股权的质押比例提升至97.45%、为其二级市场收购的融资提供担保。^[22]最后,由于公司控制权的股权争夺日益复杂、胶着不下,西藏锋泓单方面宣布终止其股权增持计划。^[23]

与西藏锋泓类似,嘉益(天津)投资管理有限公司(以下简称“嘉益投资”)也出于市场波动而被迫补充质押、以保其二级市场股权收购融资。此前,嘉益投资自2016年11月开始持续买入焦作万方铝业股份有限公司(以下简称“焦作万方”)股票至15.64%、接近焦作万方第一大股东持股比例(16.41%)。^[24]由于嘉益投资将股权质押作为并购融资的主要方式,其股权质押比例一度达到了其所持企业股权的86%。^[25]

(三) 并购基金“私募股权基金+上市公司”的模式

“私募股权基金+上市公司”的运作模式在我国资本市场已不陌生,主要方式是上市公司通过设立并购基金,引入资金方作为有限合伙人进行收购活动。^[26]从本质上说,使用并购基金收购的目的在于获得控制权——控制目标公司董事会的主要席位并对其发展战略产生绝对

[21] 《宝光股份:西藏锋泓抛出增持计划 未来或上位第一大股东》,载凤凰财经,<http://ifinance.ifeng.com/15004364/news.shtml?&back>,2017年10月24日访问。

[22] 详见《宝光股份关于股东西藏锋泓投资管理有限公司及其一致行动人股权补充质押的公告》。

[23] 《股价腰斩 宝光股份二股东“爽约”增持》,载新华网,http://news.xinhuanet.com/finance/2017-06/27/c_1121215411.htm,2017年10月24日访问。

[24] 详见《嘉益投资自曝高杠杆 焦作万方两大阵营对决?》,载中国证券网,http://company.cnstock.com/company/scp_gsxw/201702/4027568.htm,2017年9月19日访问。

[25] 详见《嘉益投资自曝高杠杆 焦作万方两大阵营对决?》,载中国证券网,http://company.cnstock.com/company/scp_gsxw/201702/4027568.htm,2017年9月19日访问。

[26] 一般而言,并购基金可引入私募股权基金作为普通合伙人,也可以自己担任普通合伙人。参见黄亚玲等:《我国私募股权基金监管刍议》,载《证券市场导报》2010年第4期。

垠澳丰,但汇垠澳丰就珠海泓沛召开会议的主体适格问题提出质疑。^[31]此时,珠海泓沛汇垠澳丰6号实际出资人的身份才得到披露,其罢免汇垠澳丰的议案实质为劣后出资方要求撤换普通合伙人。^[32]

其次,“私募股权基金+上市公司”的模式允许实际控制人通过对信托基金等机构的控制实现高杠杆收购,容易造成内部人控制情形下的高风险投资行为,若无相应的监管措施将会给并购市场带来潜在风险。^[33]早前,上海领资股权投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“领资投资”)斥资超过8亿元在二级市场增持上海新黄浦置业股份有限公司(以下简称“新黄浦”)不到20%的股份。^[34]穿透披露后,王丁辉系领达资产实际控制人,亦即领资投资的实际控制人,而领资投资的公司实缴出资为100万元,王丁辉通过担任有限合伙人的信托渠道连番举牌新黄浦,成功实现以小博大。^[35]但是,高杠杆所带来的投资风险也是同步提高的;据相关报道,新黄浦杠杆收购一度浮亏4亿元,因市场和监管层高度关注。^[36]

(四) 险资举牌:万能险为自由资金+高杠杆举资模式

在险资进行的杠杆收购中,杠杆资金存在相互套嵌的现象,风险传

[31] 汇垠澳丰认为珠海泓沛不具有合伙人身份无权提请召开上述会议。参见康殷:《汇源通信重组落空汇垠澳丰高杠杆收购套路浮现》,载《证券时报》2017年3月29日A5版。

[32] 珠海泓沛转而以汇垠澳丰6号合伙人名义提议召开合伙人大会,蕙富骐骥的出资安排浮出水面:蕙富骐骥的出资方是由普通合伙人汇垠澳丰和有限合伙人平安—汇垠澳丰6号资管计划构成的,而珠海泓沛正是该资管计划的实际出资方,即劣后出资方。

[33] 《领资投资举牌亏4亿多 新黄浦又要把弄潮儿拍死在沙滩上?》,载凤凰财经,http://finance.ifeng.com/a/20170601/15422720_0.shtml,2017年9月19日访问。

[34] 《领资投资完成增持新黄浦计划》,载<http://www.ccstock.cn/gcsy/gongsi/2017-06-07/A1496788436542.html>,2017年10月24日访问。

[35] 《穿透杠杆收购:看看这些撬动数十亿规模的上市公司收购案》,载证券时报网,<http://www.stcn.com/2017/0425/13303917.shtml>,2017年9月19日访问。

[36] 《领资投资举牌亏4亿多 新黄浦又要把弄潮儿拍死在沙滩上?》,载凤凰财经,http://finance.ifeng.com/a/20170601/15422720_0.shtml,2017年10月24日访问。

导链条较长,一旦存在大面积债务违约,则引发系统性风险的可能较高。^[37]与此同时,以万能险为代表产品的险资在二级市场投资具有资金体量大、收购周期短的特点,举牌收购往往出其不意,也增加了二级市场异常交易监管的压力。2016年安邦资产管理有限责任公司大举买入中国建筑股份有限公司(以下简称“中国建筑”)的股票。与此同时,安邦运用“安邦资产-共赢3号集合资产管理产品”买入中国建筑的近10%股份。^[38]安邦在5个工作日内二度举牌累计斥资约232亿元收购中国建筑,其时间之快、资金规模之巨令人咂舌。^[39]与此同时,在同一时段的中国A股市场,还有吉林敖东、万科等多家公司的股份也受到了保险资金不同程度的青睐。^[40]

(五)资管计划:多重嵌套低调持股模式

资管计划也是杠杆收购融资的惯用方式之一。^[41]在宝万之争中,宝能系的并购资金有相当一部分即来源于资管计划;上文提到的汇源通信现控股股东惠富骐骥背后资金便涉及合伙企业、资管计划等嵌套叠加。与宝万之争相比,汇源通信、顺威股份、新黄浦等涉杠杆收购案例则更为繁复。

此外,广东顺威精密塑料股份有限公司(以下简称“顺威股份”)的实际控制人变更案例中体现的资本链条的杠杆放大效应也值得监管机构特别关注。在顺威股份的实际控制人变更过程中,新任实际控制人蒋九明利用分级式的“汇融1号集合资产管理计划”^[42]作为支付手段受

[37] 宝能系通过前海人寿以及钜盛华收购万科股权,就是典型案例,在此不作赘述。参见中国财富管理50人论坛、清华大学国家金融研究院联合课题组:《规范杠杆收购,促进经济结构调整——基于“宝万之争”视角的杠杆收购研究》。

[38] 《短短七天 安邦二度举牌中国建筑》,载华尔街见闻,<https://wallstreetcn.com/articles/275557>,2017年9月19日访问。

[39] 《短短七天 安邦二度举牌中国建筑》,载华尔街见闻,<https://wallstreetcn.com/articles/275557>,2017年9月19日访问。

[40] 《险资举牌潮涌 七项标准筛选标的》,载新华网,http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-12/02/c_1120036190.htm,2017年9月19日访问。

[41] 典型形式包括银行互相购买理财产品、银行借道信托发放信托贷款或转让信贷资产、银行委外投资、定向通道业务等。参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016年第6期。

[42] 该计划是隶属于中山证券有限责任公司的资产管理计划。

让公司 29% 的股份。^[43] 由于其劣后级的资管计划份额安排,蒋九明仅需要支付原本拟支付的 17.28 亿元对价中的 5.76 亿元。与此同时,相关报道显示在上述 5.76 亿元的对价支付安排内,仍是带有二重杠杆的资本安排。^[44] 因此,通过层层的多重杠杆堆叠,杠杆倍数将进一步放大。监管部门应对此类复合资产计划的杠杆放大效应予以特别关注。^[45]

二、杠杆收购的潜在风险

宝万之争引起了监管以及实务部门对于杠杆融资工具的关注、促进了杠杆收购的研究和讨论。了解兼并收购中出现的高杠杆、复合融资工具给中国资本市场带来的潜在风险,是正确对待、科学有效监管杠杆收购亟须关注的关键环节。我国杠杆收购的案例可以看出,复合融资工具不仅将给上市公司的日常经营和现金流管理带来风险和机遇,还将给中国资本市场降低系统性风险带来挑战。

(一) 上市公司经营层面的风险

1. 流动性风险

流动性风险是收购方在杠杆收购后需要面临的主要挑战之一。2016 年,银河天成集团有限公司被迫为其持有的资管计划追加保证金,以担保其持有的北海银河生物产业投资股份有限公司的相应股份。^[46] 上海鼎立科技发展(集团)股份有限公司控股股东鼎立控股集团股份有

[43] 《A 股易主幻影》,载中国证券网,http://company.cnstock.com/company/scp_gsxw/201611/3956671.htm,2017 年 9 月 19 日访问。

[44] 《A 股易主幻影》,载中国证券网,http://company.cnstock.com/company/scp_gsxw/201611/3956671.htm,2017 年 9 月 19 日访问。

[45] 《穿透杠杆收购:看看这些撬动数十亿规模的上市公司收购案》,载证券时报网,<http://www.stcn.com/2017/0425/13303917.shtml>,2017 年 9 月 19 日访问。

[46] 《北海银河生物产业投资股份有限公司关于控股股东部分质押股份的情况公告》,载深圳证券交易所网站,<http://disclosure.szse.cn/finalpage/2016-01-19/1201924284.PDF>,2017 年 9 月 19 日访问。

限公司的股票份额被强制卖出,原因是其用于持股的资管计划被平仓。^[47]与此同时,宝万之争过程中媒体对于前海人寿的主要关注点之一就在于其资金的平仓风险。^[48]

不可否认,杠杆收购为收购方提供了快捷、有效的二级市场并购融资模式。然而,由于我国并购杠杆融资结构往往缺乏坚实的底层资产支撑,融资后续的还款和流动性风险往往长期存在。实务中,收购人基于适当降低风险的考虑,会逐步置换高成本及长周期杠杆资金,而苏州正悦在取得尤夫股份控制权后的相关资本安排即为此中一例。^[49]除此之外,也有收购方在收购过程中进一步加大杠杆比例的情况,需要监管部门密切关注。浙江步森服饰股份有限公司2016年年底披露将其并购融资方式由股权质押加自有资金改为对外债务融资加自有资金,^[50]经分析,融资方式更改之后的总体杠杆比例略有上升。^[51]

2. 信用风险

杠杆收购的融资结构不仅涉及多个融资以及出资主体的资金安排,

[47] 《上海鼎立科技发展(集团)股份有限公司关于控股股东增持股份被平仓的提示性公告》,载上海证券交易所网站,http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2016-02-02/600614_20160202_1.pdf,2017年9月19日访问。

[48] 《宝万之争的三种结局:和解、要约收购、宝能系被平仓》,载新华网,http://news.xinhuanet.com/finance/2016-01/11/c_128615126.htm,2017年9月19日访问。

[49] 此外,苏州正悦披露称还在通过变卖股权回笼资金,增强流动性。苏州正悦在公告中表示,未来公司拟采取包括但不限于上市公司分红、本公司及实控人蒋勇所控制或参股其他公司的分红、出售本公司及实控人蒋勇所控股或参股其他公司的股权、拆借周期更长或者成本更低的资金等措施来确保后续还款的资金来源。与此同时,苏州正悦表示,其已将所持有苏州获溪四号创业投资中心(有限合伙)98%股权以4800万元的价格对外进行了转让,通过调整自身及实控人名下资产结构,增强流动性。参见《苏州正悦投资管理有限公司关于深圳证券交易所中小板公司管理部〈关于对苏州正悦投资管理有限公司间接持有浙江尤夫高新纤维股份有限公司股份事项的回复函〉的回复函》,载深圳证券交易所网站,<http://disclosure.szse.cn/finalpage/2016-12-01/1202850467.PDF>,2017年9月19日访问。

[50] 《步森股份:关于关注函回复的更正公告》,载新浪财经,http://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=002569&id=2906554,2017年9月19日访问。

[51] 《步森股份:关于关注函回复的更正公告》,载新浪财经,http://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=002569&id=2906554,2017年9月19日访问。

而且还夹杂着不同主体之间的杠杆融资安排的期间、杠杆比率、赎回机制的配合问题。若适配失当,不仅一些关键的投资信息无法得到有效的披露,还可能会引发不同主体之间的利益冲突。因此,杠杆收购涉及的融资结构越复杂,应当披露关键信息就越容易被掩盖,引发信用风险。

此外,杠杆资金对上市公司股价更为敏感。在上文分析的汇源通信案例的三级杠杆结构中,汇垠澳丰出资100万元,即撬动6亿元收购资金、成本收益极为不匹配,过高的杠杆压力也会对利益相关者造成较高的新任成本。与此同时,在包含资管计划的杠杆收购融资方案中,资管计划对于其自身投资人的收益率的要求往往会对于其他的融资或者出资主体形成风险传导。此时杠杆结构中若存在一些复杂的、未得到充分披露的融资安排,容易由于披露不当引发合规风险,增加监管压力。

2016年11月9日,深圳市鳌迎投资管理有限公司(以下简称“鳌迎投资”)通过受让河南银鸽实业投资股份有限公司(以下简称“银鸽投资”)母公司的100%股权而间接控股银鸽投资。不久,北方国际信托股份有限公司(以下简称“北方国际信托”)因为成为鳌迎投资90.57%股权的有限合伙人而成为银鸽投资的利益相关方之一。^[52]然而,由于北方国际信托的利益相关方没有响应的披露记录,与杠杆收购相关的信用风险和合规风险在我国资本市场中确实存在。

3. 公司稳定经营风险

杠杆收购所使用的融资工具错综复杂,稍有不慎就会给公司稳定经营带来风险。日前,宝能系控股的中国南玻集团股份有限公司(“南玻A”)发生高管大面积集体离职的情形,公司日常运营无法保证,给股东、利益相关者和市场带来了负面的影响,也给监管部门带来了新的问题和挑战。

[52] 在上交所的首次问询函中,监管部门就鳌迎投资及其股东方和投资方的关系、股权结构、对上市公司主营业务未来的安排等进行了问询,基于北方国际信托的最终受益人中海控股的地位如此重要但在前期信息披露文件中并没有被涉及,于是上交所又于12月2日第二次下发问询函,让公司说明中海控股参与收购的目的、是否参与上市公司的经营管理、是否有资产注入计划等,以及信托计划的退出条款及其他特殊条款对孟平实际控制人地位的影响。参见《杠杆收购连环套的“多米诺风险”:监管部门对于上市公司杠杆收购的紧箍咒在逐渐收紧》,载界面网,<http://www.jiemian.com/article/1008347.html>,2017年9月19日访问。

随着我国资本市场股权控制权交易的日渐频繁,杠杆收购频发对于我国上市公司日常经营或许会成为潜在的不稳定因子。中房置业股份有限公司(中房股份)的实际控制人曾因管理理念、公司治理、股权结构等多种原因无法合作、导致公司控制人长时间悬空。^[53]而仅在2016年,就已经有多家上市公司高管因为激进的收购安排集体辞职的案例出现。^[54]

4. 公司治理风险

而在公司治理方面,参与杠杆收购的上市公司首先面临的就是融资期限错配问题。与此同时,错综复杂的投资、持股结构也会引发资金来源端的合格投资者问题。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。在万家文化收购案中,根据工商注册资料,龙薇传媒于2016年11月在西藏注册成立,注册资本仅为200万元,且未实缴到位。^[55]

与此同时,许多希冀使用高杠杆、短周期在二级市场买入股份、举牌收购上市公司的收购方的目的往往在于资本运作而非发展实业。在没有坚实的底层资产支撑的高杠杆举资收购的背后可能存在潜在的公司治理风险。苏州青创贸易集团有限公司(苏州青创)从2015年成为东北电气发展股份有限公司(东北电气)控制人到2017年年初将东北电气转卖离场,东北电气的财务业绩和净利润同期比下降了2464.67%。^[56]由此可见,借由杠杆收购入主的控制人并不一定会给公司的经营管理带来积极的改善。

(二) 市场和投资者层面的风险

1. 涉嫌公募资金、理财资金进入市场

由于国内杠杆资金组织形式分散多样,存在券商资管计划、基金

[53] 《中房股份控制权变更 呼健成实际控制人》,载凤凰财经,http://finance.ifeng.com/a/20161223/15099605_0.shtml,2017年9月19日访问。

[54] 《五大原因致上市公司高管一锅端式辞职 今年已有13起》,载腾讯财经,<http://finance.qq.com/a/20160711/014441.htm>,2017年9月19日访问。

[55] 《赵薇杠杆收购破灭后续:万家文化被证监会立案调查》,载搜狐财经,http://www.sohu.com/a/127414838_153486,2017年9月19日访问。

[56] 《海航系接盘东北电气 原第一大股东获利5亿离场》,载新浪财经,<http://finance.sina.com.cn/stock/s/2017-01-24/doc-ifxzutkf2514508.shtml>,2017年9月19日访问。

(子)公司资管计划、信托公司信托计划相互套嵌的现象,当这些资金对接银行理财资金作为优先级时,可能出现风险传导或市场交叉承受。^[57]而且,通道业务的存在直接导致杠杆收购中整体信用链条的延长,这会进一步放大资金杠杆的倍数。^[58]

与此同时,资管计划成为一致行动人可能会损害委托人利益的问题也值得监管机构关注。当资管计划用于二级市场股权收购时,由于股权质押在我国大规模存在,若因为股权质押强制补充质押或者强制平仓可能会损害委托人的利益;^[59]与此同时,由于委托人在资管计划投资决策中一般不占主导地位,委托人的利益也可能会受到管理人及其一致行动人的侵害。^[60]

2. 并购过程长、不确定性大,短期资金面临赎回压力

由于并购交易既要通过公司决策层面的商业考量还需经过监管部门的审批,周期长、不确定性大,短期资金通常难以承担相关的功能。比如,万能险作为险资举牌的主要资金来源的资金错配问题,就可能存在潜在的资金错配风险。

美国的杠杆并购实务中一般比较常见的杠杆债务产品的赎回期限都较长。^[61]相比之下,我国短期即可赎回兑现的万能险产品在市场

[57] 中国财富管理 50 人论坛、清华大学国家金融研究院联合课题组:《规范杠杆收购,促进经济结构调整——基于“宝万之争”视角的杠杆收购研究》。

[58] 金水:《券商基金通道业务被压缩 资产配置荒会更严重 资产配置荒会更严重》,载华夏时报网,<http://www.chinatimes.cc/article/59335.html>,2017年9月19日访问。

[59] 比如,结构化资管计划合同通常规定,在计划份额净值低于一定金额的情形下强制平仓,或者由劣后级补缴保证金,以保护优先级份额持有人的利益。参见中国财富管理 50 人论坛、清华大学国家金融研究院联合课题组:《规范杠杆收购,促进经济结构调整——基于“宝万之争”视角的杠杆收购研究》。

[60] 刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以 SPV 为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016 年第 6 期。

[61] 从高收益债券的发行期限来看,一半以上的债券发行期限在 6~10 年,其次是 1~5 年期的债券,占 17%;11~15 年、16~20 年、21~30 年,以及 30 年以上的分别占到 4%、13%、13%和 1%。参见《杠杆并购的资金来源:美国经验和中国实践》,载凤凰资讯,http://news.ifeng.com/a/20160705/49299413_0.shtml,2017年9月19日访问。就公司融资需求、债券融资汇报以及债券发行期限的关系请参见 Malcolm Bakera, Robin Greenwood & Jeffrey Wurgler, *The Maturity of Debt Issues and Predictable Variation in Bond Returns*, Journal of Financial Economics, 2003。

上非常常见。^[62] 介于近年来日益活跃的险资举牌收购,上述杠杆融资结构荣是否存在期限错配的问题,若出现集中退保的情形保险中介服务机构、市场以及监管部门能否有效应对等,都是值得监管部门、实务以及学术界持续关注的问题。

3. “信用借贷—二级市场收购—上市公司股权质押—股价上涨—还款—套现”怪圈

杠杆收购还是“炒壳套利”的重要环节。由于我国上市监管较为严格,上市公司“壳资源”交易频繁,杠杆收购往往可以使用高杠杆借贷用较短的周期取得上市公司的控制权,并将持有的公司股权质押、偿还高息的过桥借贷并将杠杆率降低等惯常资本操作进行套现,获得控制权争夺所产生的股票溢价。^[63] 然而,若上述过程中的杠杆比率过高,或者存在连环质押的情况,则遇到股市走低的情况,资金链断裂、债务违约的风险可能会大范围地产生。^[64]

4. 非产业资本、实体经济的杠杆收购引发的系统性风险

由于我国并购贷款的限制较多、无法支撑资本市场并购交易举债收购,实务中通过资管计划、信托、股票质押等方式实现高杠杆收购的案例不在少数。杠杆收购在中国快速发展及其呈现出的高溢价、高杠杆为特征的“两高”现象。^[65] 杠杆收购本身并非市场风险的万恶之源,任何市场均需要一定的杠杆融资工具支撑其快速发展。但是,由于目前中国资本市场法制不太完善,收购融资方式的嵌套越复杂,非产业资本、实体经济的杠杆收购的效用将更加明显,也越容易引起系统性危险。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

[62] 《又叫停!保监会频下狠招,万能险的出路在哪里?》,载凤凰新闻,<http://wemedia.ifeng.com/6486432/wemedia.shtml>,2017年9月19日访问。

[63] 相关案例包括步森股份、天马轴承集团股份有限公司(以下简称“天马股份”)、尤夫股份等。参见《危险的游戏:杠杆率飙升下的资金链条风险》,载21世纪经济报道,<http://m.21jingji.com/article/20170113/d95df8e2c6827ac77d04abc5fcd06429.html>,2017年9月19日访问。

[64] 《穿透杠杆收购:看看这些撬动数十亿规模的上市公司收购案》,载证券时报网,<http://www.stcn.com/2017/0425/13303917.shtml>,2017年9月19日访问。

[65] 《穿透杠杆收购:看看这些撬动数十亿规模的上市公司收购案》,载证券时报网,<http://www.stcn.com/2017/0425/13303917.shtml>,2017年9月19日访问。

资金所有参与主体面临的^[66]最大风险。

5. 一致行动人不明

由于杠杆收购在融资结构中往往出现银行贷款、股东/关联方借款、有限合伙与普通合伙身份混杂、股权质押、资管计划嵌套等多种手段同时出现的情况。虽然上市公司对于一致行动人会进行合规披露,但是多重融资结构嵌套之下的一致行动人的实际控制人的真实身份往往成迷。因此,融资结构的复杂化趋势也使得投资人越来越容易规避监管和披露的要求,对上市企业的并购的监管也提出了挑战。

三、杠杆收购的监管路径探讨

并购市场的资金来源愈发广泛,组织形式日益增多,但仍存在诸如融资工具缺乏、对杠杆收购融资工具的风险识别不足、金融中介服务能力有待提高等问题。正是由于这些问题的存在,致使市场并购参与主体在进行杠杆资金的组织时出现了诸多问题。尽管“水至清则无鱼”,但对风险的认识和预防,也许是监管机构应当考虑未雨绸缪的。

(一) 杠杆率监管? ——是高低的判断还是有其他合理的方式?

跟以美国为代表的成熟市场相比,在业内人士看来,中国的杠杆收购发展处于蹒跚学步的状态。^[67] 法律政策的限制、融资工具的匮乏、高素质管理人才的稀缺等都是导致杠杆收购在国内缓慢前行的原因。^[68] 毋庸置疑,杠杆收购可以快速有效实现资本的流动与资源配置,但如果缺乏节制滥用杠杆率就可能会变成危险的资本游戏。

杠杆对于并购是必选项,但是监管机构是否有足够的能力来监管杠

[66] 股市巨震时,崩盘的案例就很多。比如,银鸽投资1月12日收盘11.18元/股,较近期最高价16.79元/股跌幅高达33%;浔兴股份1月12日收盘16.21元/股,较近期最高价22.48元/股跌幅达28%。参见《危险的游戏:杠杆率飙升下的资金链条风险》,载21世纪经济报道,http://m.21jingji.com/article/20170113/d95df8e2c6827ac77d04abc5fcd06429.html,2017年9月19日访问。

[67] 岳振宇:《我国杠杆收购融资的法律困境与出路》,载《甘肃政法学院学报》2010年第3期。

[68] 同注[67]。

杆融资工具的应用是我国杠杆收购发展必须面临的问题。通过对美国2003~2012年十年的杠杆收购案例的统计发现,杠杆率在7.1~9.8之间波动,十年的杠杆收购的平均杠杆率为8.5。^[69]因此,可以看出“谈杠杆收购色变”并不是最合理的方式。应当在鼓励银行进一步放开并购贷款业务的同时对于杠杆收购的融资结构的具体设计进行关注和研究,防止复杂融资结构中存在侵害相关利益方、容易引发违约风险的设置。

(二) 融资方式监管? ——对并购融资工具,证监会的监管边界在哪?

杠杆收购融资方式千变万化,其中涉及的监管领域涉及股市、保险、银行、信托等金融市场的方方面面,给监管部门带来了许多的挑战。就证监会的角度来说,如何监管,监管到什么程度,即证监会对于并购融资工具的监管边界问题是需要首先确定的。

针对杠杆收购融资结构发展迅速、多样化的特点,证监会一定要从准入式监管、价格式监管、审批式监管转为行为式监管。“不管是谁做,什么所有制做,不管杠杆率多高,做了多少嵌套,但背后的逻辑一定是谁的杠杆谁担责,这个对称性一定要逻辑化。同时,杠杆的运用不但要透明,而且一定要把风险向投资者明示。”^[70]同理,股东市场行为的监管应该关注资金来源的产品是否涉及公众投资者的利益,是否可能涉及资金安全问题,这是证监会最需要关注的,同时还应该打通银证保在产品这一领域的监管协调问题。

(三) 信息披露监管? ——美国13D和13G披露

收购信息披露制度主要来源于美国《1934年证券交易法》的相关规定。美国《证券交易法》颁布之初未对公开收购做出相应的披露要求,实行一段时间之后,发现投资人缺乏足够的信息判断公司是否存在被收购的迹象,因而利益受损。1968年《威廉姆斯法》^[71]颁布之后,在《证券交易法》中增加了第13条第4项的规定,即13(d)条款,要求对于达到

[69] [美]罗森鲍姆、珀尔:《投资银行:估值、杠杆收购、兼并与收购》,刘振山、曹建海译,机械工业出版社2014年版。

[70] 全国社会保障基金理事会副理事长王忠民讲话。

[71] Williams Act 1968.

5%以上的股份变动情况进行披露。^[72]之后,美国于1977年制定的《促进国内外投资披露法》^[73]再次对《证券交易法》做出修正,新增第13条第7项规定,强化对于外国投资人及实质持有人之股票持有的公开揭露规范,即13(g)条款。至此,13D以及13G的披露规定构成了现行美国证券法律有关大额持股规范之基础。

就我国的监管实践来说,监管不仅需要透明,而且需要明确投资者之间、投资者和管理者之间杠杆使用背后的利益与风险的一致性。需要将对称的权益与风险在发行产品之际就写入契约之中,而并非未明示风险与收益就拿去作为一致行动人、实际控制人等。从监管的角度来看,无论是二级市场的敌意收购还是通过协议转让进行的友好收购,只要按照规则进行就是市场自发行为,不宜过度干预,改进披露,提高透明度从而促进价格发现机制的完善可能更有利于并购市场的稳定发展。

四、结论

随着对企业融资限制的逐步放宽,杠杆收购在我国资本市场发挥着越来越重要的作用。面临着机遇与挑战共存的局面,分析杠杆收购在我国的主要表现形式和潜在风险具有关键的政策研究意义,从杠杆收购对上市公司治理影响的角度出发,提出如下初步结论和建议:

第一,应对杠杆收购,原则上应本着尊重市场机制,行政监管“保驾护航”的总体思路。杠杆收购对于上市公司的意义重大,也是上市公司扩张和升级的主要手段,但正如前文所述“杠杆率”高低、高杠杆存在多大的风险等问题,某种程度上与公司的资产状况、融资能力密切相关,也因各类不同的收购标的存在差异,因此本文始终建议对杠杆并购的监管应当遵循市场化机制,行政监管更多的是起到规范程序、提

[72] 当初,对于取得或持有大量股票而必须申报之门槛,设定为10%,其后鉴于不少大股东以持有8%或9%之方式,避开该当规定之适用,于1970年之法律修正,将其门槛降低为现行的5%。

[73] Domestic and Foreign Investment Improved Disclosure Act of 1977.

示风险的作用,更重视对事后监管,严查与杠杆收购相关的违法违规行为。

第二,以信息披露为抓手,培育市场投资者的价值发现功能。这是与市场化监管思路相一致的,对并购资金的来源、结构化情况、并购支付工具以及持股目的等均已有的披露要求,但相关风险事件的主要问题是披露不清和违规不披露,从而引发一定的市场波动,从而导致公司业绩和稳定受到影响。通过完善信息披露,可以让更多的专业投资者辨别并购交易对上市公司带来的风险和收益,相关的专业能力得到进一步的培育。

第三,鼓励建立上市公司与外部投资者之间沟通的长效机制。考虑到杠杆收购通常被作为敌意收购的主要方式,除了充分的信息披露,从公司稳定经营和公司治理稳定的角度出发,建议上市公司建立与外部投资者的沟通机制,以公司的长期价值和整体利益为目标,减少因为敌意收购引发的公司经营波动。

第四,对险资及其他大额资金应注意产品结构和参与上市公司的限度问题。险资和大额资金入市参与杠杆收购的案例尽管已经得到了进一步的限制和规范,但是由相关案例暴露出来的资金来源、产品结构和上市公司投资理念问题,对其他大额资金、结构化产品、资管计划等进行杠杆收购仍然值得我们关注。

第五,加强金融监管机构的协调沟通,对杠杆资金来源和运用问题进行协调监管。从杠杆资金来源的角度和并购交易行为的监管看,分属于不同的监管主体,杠杆资金来源于银行、资管计划、保险资金等主要归属于银监会和保监会监管,但是并购交易和上市公司并购行为主要是证监会监管,相关的信息没有得到充分的互通,监管目标和抓手也有所不同,因此对于证券市场可能觉得已经存在一定的风险的问题,对于保险资金或其他资金而言可能尚未达到起风险指标,因此亟须建立协调机制,对建立起产品的统一监管和类证券投资产品的风险识别,达到控制风险的目标。

附表 部分上市公司收购方资金来源以及杠杆情况

股票代码	以下简称	收购方	收购金额	资金来源
002098	浔兴股份	汇泽丰	25 亿元	向农业银行的借款金额不超过 25 亿元
002427	尤夫股份	苏州正悦	18.96 亿元	自有资金与筹措资金之比为 1:3.79
000633	ST 合金	通海投资	8.09 亿元	自有资金与筹措资金之比为 1:3.05
002569	步森股份	星河世界	10.12 亿元	自有资金与筹措资金之比为 1:1.08
600069	银鸽投资	鳌迎投资	31.58 亿元	1 年 + 1 年 + 1 年 + 1 年的信托计划