

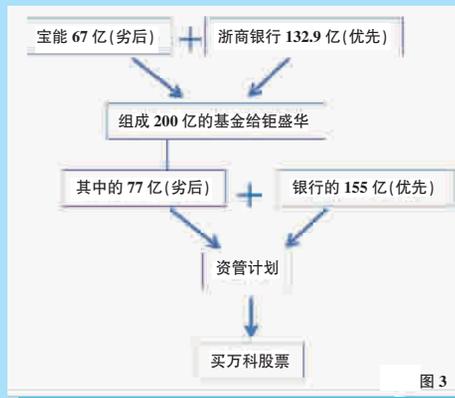
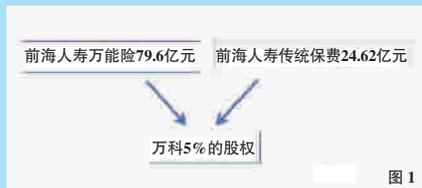
英雄不问出处,但英雄的钱要问明来路

# 宝能系资金到底来自哪里?

自有资金 62 亿元,撬动资金 262 亿元,杠杆倍数 4.19,总耗资约 430 亿元,购入占比 24.27%的万科股票,账面浮盈超 230 亿元。

这份关于宝能购买万科股票的账单来自监管部门聘请专业机构所做的核查报告。数据截至去年 12 月份万科停牌前。

宝能是如何筹集到这么多资金的?又是如何一步步增持成为万科第一大股东的?新华社记者近期就此进行了调查。



万科股权之争绕不开监管

## 怎么管? 补漏需跨几道坎

复牌四个交易日,万科A股市值蒸发超过540亿元。这家陷入控制权争夺风波的知名上市地产企业,已经不仅限于万科高管、宝能、华润三方之间的博弈,资金来源、杠杆风险、中小股东权益等众多新情况,指向了无法绕开的金融监管难题。

7月4日至7日,万科股价连续两个跌停后,于第三个交易日翻红,7日再度下跌达4.95%。不仅万科的中小股东损失惨重,人们更担心这会暴露宝能买入万科带来的一系列风险问题。

事实上,对于宝能买入万科股票的这种行为,业内普遍认为只要市场行为合法合规即是中性的,但是购股资金背后的合法合规性、杠杆风险等问题,则难以绕开监管。

凯石益正资产管理有限公司研究总监仇彦英表示,无论是融资融券,还是银行理财资金、万能险资金,所有的杠杆都依赖于二级市场价格的上涨来实现兑付。一旦万

科股价持续下跌,或股市出现趋势性下行,风险可能沿着杠杆资金链条跨市场、跨行业传递。

对此,北京大学国家发展研究院教授周其仁认为,金融活动需要行为主体、买方投资者及政府三方监督。“特别是权威的第三方,即以合法强制力为后盾,在法律规范范围内该过问就问。”

既然不应绕开监管,那该如何出手监管?

——明确对资本市场并购事件的监管原则。

同济大学财经与证券市场研究所所长石建勋教授说,对于万科股权之争,监管者应着眼于是否合规合法,是否对中小投资者等其他公众投资者利益形成侵害。如果其整个过程符合现行法律和监管框架,则监管部门不应对其进行过多干预。

——改革现有的监管框架,强化功能监管。

多位专家提出,顺应金融创新和综合经营快速发展的形势,

按照金融业务行为性质,对跨市场、跨行业的金融行为实施穿透式监管,统一各类结构化产品的杠杆规制,实现监管对真空和盲点的全覆盖。

在分业监管体制下,各监管部门应对于不同行业功能相似的业务,如银行理财产品、保险资金投资股权制定统一的监管规则和政策,防范规避监管,进行套利。

——消除监管“真空”,强化风险识别和预警。

万科股权之争,从二级市场看不到的增持,到宝能、华润、万科管理层之间公开争夺博弈,让一个原本不为人所知的宝能站到了人们视线中央。这对金融控股集团监管提出挑战。专家指出,要按照整体、关联和系统的监管理念,制定并出台集团整体监管框架和规则,切实降低金融控股集团监管真空对金融体系稳健性的影响。

新华社记者 杨毅沉 潘清 赵晓辉 许晟 (据新华社北京7月7日电)

### 增持万科股票三步走

记者从多个渠道获得的调查信息显示,宝能购买万科股票可以分为三个阶段。

第一阶段,主要是用前海人寿的保险资金购买,共斥资104.22亿元,其中包括万能险账户保费资金79.6亿元和传统保费资金24.62亿元。根据公开披露,截至去年7月11日,前海人寿持股万科比例达到5%(见图1)。

随后,在从去年7月下旬开始的一个多月时间里,除继续通过前海人寿增持万科占比1.66%的股票外,宝能通过旗下的钜盛华公司大举买入万科。

根据记者获得的资料,这一阶段钜盛华以自有资金约39亿元,以1:2的杠杆撬动券商资金约78亿元,购买万科股票。这期间的杠杆主要是通过和中信、国信、银河等券商开展融资融券和收益互换实现的。至此,前海人寿和钜盛华持股万科比例合计超过15%(见图2)。

此后,在2015年9月份之后,宝能的“金主”从保险和证券变成了银行。这一阶段,银行理财资金通过两种方式成为宝能购买万科股票的主要来源。

一方面,银行理财资金置换券商资金。宝能引入建设银行理财资金约78亿元替换前期的券商收益互换等带来的资金。

另一方面,银行理财资金成立投资公司间接增持万科。2015年11月,宝能出资67亿元作为劣后,浙商银行132.9亿元作为优先,通过华福证券、浙商宝能资本构建有限合伙基金,规模最终达200亿元。这笔资金通过增资、股东借款等形式进入钜盛华。此后,钜盛华用其中的约77亿元作为劣后,广发、平安、民生、浦发等银行出资155亿元作为优先,共计约233亿元,通过证券公司和基金公司资产管理计划,继续增持万科(见图3)。

此外,记者调查发现,民生银行还通过民生加银的资管计划向宝能系钜盛华融资8亿元。

截至2015年12月24日,宝能系持股万科合计24.27%,其中前海人寿6.66%,钜盛华17.61%。至此,宝能系买入万科股票耗资430亿元左右,账面浮盈230亿元。

### 银行理财和险资是主力

记者调查发现,截至去年12月万科停牌前,宝能已使用的430亿元中,有104亿元来自前海人寿的保险资金。

据知情人士透露,宝能首先把保险资金运用到了极限。截至停牌前,前海人寿持股万科占比6.66%的股票,这个比例已经接近保监会对保险资金投资股市要求的上限。

在后半期,浙商银行的132.9亿元资金发挥了重要作用。这笔大额资金通过成立浙商宝能合伙基金进入到钜盛华,钜盛华又拿出77亿元资金作为劣后通过资管计划买入万科股票。在这一环

节,多家银行的理财充当了优先级,按照两倍的杠杆向宝能提供了资金。

“很难说这些银行理财资金直接进入了股市,从这一点来说没有违规迹象,但是实质上银行理财资金间接投资了二级市场,并在其中发挥了重要作用。”一位知情人士说。

除浙商银行之外,宝能系资金中出现了多家银行的身影。根据记者获得的资料,2015年10月19日至11月19日,钜盛华分10笔通过鹏华资管的定向资管计划向深圳市建行办理了股票质押,由此获得总计78亿多元的银行理财资金,用于置换券商收益互换购买的股票。

据了解,钜盛华之所以拆分为10笔进行操作是因为置换过程需要首先归还收益互换的借款资金,股票过户后才能再作股票质押,这就需要一笔过桥资金。钜盛华无力一次完成置换。

“每次质押,钜盛华会买入1万股中集集团的股票一并质押,这是根据深圳建行的需求,将质押的股票由单一股票变为股票组合。”一位知情人士告诉记者。

对宝能资金的相关问题,宝能负责人姚振华在提供给记者的书面回复中说,前海人寿投资万科的资金属于保险资金,完全合规合法。钜盛华投资万科的资金来源包括自有资金和依法合规的外部融资,外部融资方式包括两融、资管计划和收益互换。上述资金来源风险可控、合法合规。

### 对杠杆倍数说法不一

对于宝能买入万科股票,业内普遍认为这种市场行为本身是中性的,但是购股资金背后的合法合规性、杠杆风险等问题,给我国金融监管带来了新的挑战,这正是万科事件深层次制度问题。

记者调查发现,由于很多信息没有公开且官方亦没有权威发布,目前对于宝能购买万科资金的杠杆倍数说法不一。

姚振华在提供给记者的书面回复中说,宝能资金实际杠杆倍数为1.7,最高不超过2,完全处于安全范围之内。

根据其他渠道反映的数据,宝能资金的杠杆倍数可能超过这个数据。监管部门组织的调查显示,宝能购买万科股票所用资金的杠杆倍数达到4.19。

有专家认为,宝能购买万科股票的资金有一大部分来自前海人寿,实际上宝能以11.8亿元的净资产撬动了前海人寿104亿元的保险资金投资万科。考虑这一因素后计算,宝能资金杠杆为4.9。但这一说法并未得到专业机构的确认。

北京大学教授周其仁认为,英雄不问出处,但英雄的钱要问明来路,尤其是用于大型上市公司收购的钱,特别要清清楚楚交代。因为自家的钱还是借来的钱以及用不同方式借来的钱,内含不同的行为逻辑。

新华社记者 赵晓辉 许晟 杨毅沉 潘清 (据新华社北京7月7日电)

增持股份达25%发布详式权益变动报告书

## 钜盛华希望万科董事会合理改组

本报讯(首席记者 连建明)在持有万科股权达到25%之后,深圳市钜盛华股份有限公司昨晚按规定发布了详式权益变动报告书。不仅披露了钜盛华的财务报告、资产来源等信息,而且提出希望能够通过前期提案以及后继进程,推动万科董事会与监事会的合理改组,通过全体股东的充分协商和决策选出能够为公司全体股东负责的董事会和监事会。

报告书显示,2015年12月9

日至2016年7月6日,钜盛华通过资产管理计划在二级市场合计增持万科A股份548749106股,占万科总股本的4.97%,宝能系持股比例也由此达到25%。

本次购买万科股份所支付的资金总额为1111810.8万元,以此计算每股成本为20.26元。钜盛华表示,资金来源于本公司自有资金和金融机构的融资。111亿的资金中,钜盛华出资超过37亿元,另外74

亿元为优先级委托人出资。杠杆比例也就是2倍,并不高。

对于前期提出的罢免董事提案,钜盛华表示,希望能够通过前期提案以及后继进程,推动万科董事会与监事会的合理改组,通过全体股东的充分协商和决策选出能够为公司全体股东负责的董事会和监事会,推动万科成为真正具有优良治理结构的上市公司,回到依法治理的轨道上来。