

去年7月下旬，宝能集团及其旗下公司迅速在二级市场收购万科股票，成为万科第一大股东，随后万科为阻击“野蛮人进攻”宣布停牌。今年3月，万科宣布将引进深圳地铁作为战略合作者，该方案遭遇宝能系及事件角力另一方华润的明确反对。6月26日，宝能系提议召开临时股东大会，罢免包括王石、郁亮等在内的董事、监事，万科股权之争骤然升级。7月6日，宝能系占万科总股份的比例为25%。

经过近一年台面下争斗，该事件已不仅限于万科高管、宝能、华润三方之间的博弈，还有资金来源、杠杆风险、中小股东权益等众多新问题，以及无法绕开的金融监管关注……

# 宝万

宝能系实际控制人姚振华

万科董事会主席王石

## 起底宝能系资金链

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。

### 增持万科三步走

#### 图解

#### 博弈

### 三大争端各执一词

#### 观念之争——针锋相对

“我们投资万科既是去年股灾时响应国家号召的救市行动，又是‘新国十条’背景下保险资金对接实体经济的内在要求。”姚振华说，我们投资万科股票是希望分享投资回报，做万科的战略投资人。

“我刚开始接触姚振华时，他说宝能是想做财务投资者。”王石说，但明显宝能是想控制公司，做一些“想做的事”。

#### 利益之争——锱铢必较

今年3月，万科宣布将以定向增发的方式引进深圳地铁作为战略合作者。这一方案遭遇宝能系及事件角力另一方华润的明确反对。“该重组方案严重违背上市公司和股东利益最大化原则。”姚振华说，经测算，万科对深圳地铁增发后，现有股东的权益将被摊薄约5%。

“引入深圳地铁既能解决万科的股权之争，又符合万科的战略转型需求。具体的增发价格还可以谈，是个技术问题。”王石说，从长远利益看，由于获得了深圳地铁优质项目的“优先权”，所有股东几年后的收益就足以覆盖摊薄产生的成本，合作能得到资本市场的最大认同。

#### 人事之争——罢免董事

6月26日，宝能系提议召开临时股东大会，罢免包括王石、郁亮等在内的董事、监事，万科股权之争骤然升级。

姚振华表示，作为万科的第一大股东，投入最多，迫切希望万科能够健康发展。但本届董事会无视股东利益行事，强行要引进深圳地铁，我们这才提议罢免董事会和监事会，符合条件的人选依然可以通过选举重回岗位，这并非是外界所说的“血洗”董事会。

王石则说：“宝能成为大股东才几个月，就要罢免整个董事会、赶走整个管理层。他们真有能力管好这家公司吗？这像一般投资者的想法吗？”

### 监管部门高度关注

围绕万科控制权争夺，舆论广泛关注。国资委、证监会、保监会等监管部门都对此作出回应。

证监会新闻发言人张晓军7月1日表示，万科事件各方应着眼长远，把保护投资者利益、促进公司长远发展放在首位。

(新华社北京7月7日电)

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。

第一步，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%。(见图一)

第二步，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与中信、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%。(见图二)

第三步，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。(见图三)

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230亿余元。

### 银行理财和保险是资金主力

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。这笔巨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

上市公司金融股权，不可用于股票市场二级投资。

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。(见图四)

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。

### 杠杆倍数成迷局

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，完全处于安全范围以内。

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。

除此之外，有参

与调查的人士  
怀疑，浙  
商宝  
能

投入钜盛华的200亿元资金中有不少70亿元用于收购前海人寿老股东的股权，而相关老股东与宝能集团有明显的关联关系，这部分资金可能

回流至宝能系

内。如果扣除这一部分，宝能的杠杆比例应该更高。

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。

中国政法大学民商经济法学院副教授王军认为，高杠杆带来较高风险，法律和监管当局应要求收购方进行更多、更细致、更深入的信息披露，增强透明度。

记者赵晓辉、许晟、杨毅沉、潘清(新华社北京7月7日电)

