

借壳上市与杠杆增持下的并购风险叠加

——基于上海斐讯借壳慧球科技的案例研究

梁上坤, 李丹, 谷旭婷, 马逸飞

[摘要] 借壳上市是中国公司上市资格稀缺背景下的热点问题,其中的借壳风险受各方关注。同时,利用杠杆增持股票是近年来中国资本市场上的新手段,其中蕴含的机遇与风险也值得考察。借助上海斐讯多次杠杆增持慧球科技但最终借壳失败的案例,本文立足法律风险和财务风险两个视角,研究了借壳上市与杠杆增持两种方法并存下的风险叠加问题,具体分析了杠杆增持背后的原因、渠道及后果。研究发现,战略发展、定增失败、控制权危机等原因促使上海斐讯选择了杠杆增持这一“快捷”方式。然而,杠杆增持高股价、高杠杆、高平仓线的特性埋下了“爆仓”隐患,最终造成借壳上市失败。由于杠杆增持借壳上市中涉及的股份和金额数量巨大,其成功与否和过程起伏会对投资者的利益和金融市场的稳定造成巨大的影响,本文的研究和发现因而具有较大的警示性。本文的研究有助于全面理解杠杆增持的利弊得失,并为借壳方、被借壳方、投资者和监管机构提供了一些前瞻性的建议和启示。

[关键词] 借壳上市; 杠杆增持; 上海斐讯; 慧球科技; 风险叠加

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2018)06-0136-20

一、问题提出

随着经济活动的日益深化和竞争的加剧,出于发展壮大的目的,除了常规式的发展,不少中国企业开始尝试并购重组这一资本运作和产业融合的手段。自2009年以来,中国的并购市场整体处于上升趋势。根据中国证券监督管理委员会的统计数据,中国上市公司并购重组的交易金额从2013年的8892亿元已增至2016年的2.39万亿元,年均增长率超过40%,交易金额居全球第二位^①。而对于拟上市公司,在当前上市核准制以及上市资源稀缺的背景下,更是借助并购演化出多种方式以实现借壳上市,借助杠杆增持以借壳上市正是其中新近涌现的一种。党的十九大报告指出:“建设

[收稿日期] 2017-10-20

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“国企高管行政级别与公司财务决策:理论与实证”(批准号71402198);北京市社会科学基金项目“高管激励创新与费用粘性:针对北京市制造业企业的考察和研究”(批准号15JGC176)。

[作者简介] 梁上坤,中央财经大学会计学院副教授,管理学博士;李丹,中央财经大学会计学院博士研究生;谷旭婷,中央财经大学会计学院硕士研究生;马逸飞,中央财经大学会计学院硕士研究生。通讯作者:梁上坤,电子邮箱:Liang_sk@126.com。衷心感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

^① 相关报道参见:中国证券监督管理委员会2017年8月15日发布《上市公司并购重组服务实体经济转方式调结构取得明显成效》(网址:http://www.csre.gov.cn/pub/newsite/gjb/dyxc/201708/t20170815_322153.html)。

现代化经济体系,就要健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线。”那么,作为一种新兴出现的金融现象,杠杆增持以及借壳上市其中蕴含的机遇及风险值得关注。

杠杆增持指的是在增持过程中,股东通过与基金公司、券商或银行的合作,以商定的杠杆比例出资购买公司股票的行为^①。通过杠杆增持,股东可以以较少的自有资金持有更大规模的公司股份。在2015年的股灾中,多部门表态支持中央企业与国有企业的增持行为,中国证券监督管理委员会也要求上市公司通过多种方式稳定股价,其中之一便是大股东增持。大股东增持可以提振市场对公司的信心,同时低价增持也可以降低资本成本,因此2015年下半年起A股市场出现了大量的大股东增持行为^②。然而,随着2016年股票市场的整体低迷,上述增持中有一半曾跌破成本价,有17%跌幅达到20%。慧球科技、鼎立股份、金洲管道等甚至先后出现了第一大股东资产管理计划“爆仓”的事件,前两者更是遭遇强平。这一系列负面事件引发了社会各界的广泛关注和热烈讨论。

杠杆增持可以帮助股东在资金短缺的情况下收购数量更多的股份,甚至为借壳上市提速。然而作为一种高成本的上市方式,借壳上市存在法律、财务、信息、整合等多方面的风险。并且,在中国目前壳资源稀缺的背景下,壳资源的价值往往被炒作,进一步加大了借壳方的资金压力与财务风险。那么新兴出现的杠杆增持方式,在借壳上市过程中得到了怎样的应用?其中的风险如何?对借壳方、被借壳方的行为有何影响,后果如何?这些问题值得探究。

本文借助案例研究,围绕上述问题展开探索。以上海斐讯数据通信技术有限公司(PHICOMM,以下简称“上海斐讯”)实际控制人顾国平杠杆增持广西慧球科技股份有限公司(以下简称“慧球科技”,股票代码:600556)借壳上市的案例为对象,本文对杠杆增持的动机、杠杆增持的手段、杠杆增持对风险的影响以及杠杆增持被“强平”的后果进行了分析。研究发现,战略发展、资金短缺等因素导致上海斐讯急于借壳上市,加之定增失败,上海斐讯被迫选择了杠杆增持。然而杠杆增持高股价、高杠杆、高平仓线的特性埋下了“爆仓”隐患。由于他方势力介入和市场变化,资产管理计划被“强平”,造成借壳上市失败。本文的研究表明,在中国股票市场系统性风险较高,壳公司股价异常、借壳方资金短缺的情况下,以杠杆增持这种方式获取壳公司的控制权会增大借壳方的成本与风险,并可能带来多方不利的结果。

本文的研究贡献表现在以下三个方面:①并购交易中的风险识别和防范是本文关注的核心问题。本文选取了中国资本市场上大股东首次遭遇“强平”的案例,针对多方关注的借壳上市与杠杆增持问题进行研究,提供了杠杆增持对借壳上市风险影响的直接证据,具有较强的现实意义。②本文对借壳上市风险的文献进行了完善和补充。借助上海斐讯借壳慧球科技的失败案例,本文对于新兴市场背景下的并购交易风险类别进行了细致的梳理与分析,将杠杆增持放大风险纳入分析框架,为日后的大样本实证研究提供了思路。③本文从信号传递、概念炒作、财务风险等多个角度对案例进行剖析,并系统分析了杠杆增持的动因、渠道与后果,有助于全面理解杠杆增持的利弊得失,对借壳方、被借壳方、投资者和监管机构均有一定启示。随着《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》、《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》等规定的实施,监管机构对杠杆交易愈加重视。但是在注册制尚未实施的背景下,借壳上市将依然会受公司及投资者的热捧。考虑到杠杆增持借壳上市中涉及的股份和金额数量巨大,其成功与否和过程起伏会对投资者的利益和金融市场的

① 杠杆增持的概念在媒体报道和证券交易所的文件中广泛出现,比如上海证券交易所《关于对新湖中宝股份有限公司股东增持事项的问询函》(上证公函[2017]0254号)等。

② 根据券商中国统计,截至2016年1月,A股市场累计发生10499次增持事件,增持股数达207.53亿股。在这轮增持浪潮中,杠杆增持闪耀登场,多家基金甚至为大股东增持量身定做了相应的资产管理产品。

稳定造成巨大的影响,因而在股票市场波动、杠杆失衡、借壳上市火热的局面下,本文的研究和发现将具有极大的警示性^①。

二、文献综述与理论框架

1. 借壳上市

借壳上市指的是非上市公司使用资产置换、股权交换等方式控股一家已上市公司,以达到自身上市的方法(邓路和周宁,2015)。Arellano-Ostoa and Brusco(2000)认为,潜在的高增长和高收益公司倾向于IPO上市,而效益不好、未来获得盈利项目可能性较低的公司只能另寻出路借壳上市。邓路和周宁(2015)进一步指出,当借壳公司价值被高估时,其倾向于发起反向并购实现上市,并倾向于选择价值被低估的壳公司。相对于首次公开募股(IPO)的方式上市,借壳上市具有短期收益高、制度制约低等优势(Gleason et al.,2006)。由于中国证券发行实施核准制,IPO进程一直存在排队公司多、审核时间长、条件苛刻等特点,一些公司出于择机和加速融资等目的,往往青睐成本相对较高但速度更快的借壳上市方式。其一般流程是:非上市公司收购壳公司,在获得壳公司的控制权后,由壳公司通过配股等“反向收购”的方式,注入借壳方的资产,从而完成借壳上市。虽然借壳上市操作方便,时间成本低,能短期内实现融资目的,并且因为资产置换,壳公司的盈利能力会大幅提高,股价可以迅速提升,创造出巨大的收益,但是由于中国资本市场不成熟、法律法规不完善等条件的限制,借壳上市的行为往往会埋下多方面的风险。

并购风险可以理解为企业并购失败及因此引发的市场价值降低与管理成本上升的风险(Healy et al.,1992)。Borghese(2002)指出,并购方与被并购方的战略不匹配也会增大并购风险。对于借壳上市而言,并购方与被并购方的战略差异往往更大,其中的并购风险更加不容忽视。根据以往研究总结,借壳上市的风险主要包括法律风险、财务风险、信息风险和整合风险。

(1)法律风险(监管风险)。在中国,企业间的并购市场并不发达,借壳上市的公司往往缺乏经验,并且借壳过程可能存在较多的不规范之处。陈威和曹丽萍(2009)研究了青岛中金借壳国药科技的案例,指出“不干净的壳”存在债务多、经营亏损、涉及法律纠纷、有违反上市交易规则等问题,将为借壳方遗留大量的不良资产。而有些公司法制观念较为淡薄,“重上市,轻改制”,在借壳上市成功后违规操作,无视监管,由于不能合法规范重组很快会变成新的壳公司(朱三英,2006)。如果借壳重组中涉及利益输送,还可能引发中小股东抵制等问题(周业安和韩梅,2003)。此外,中国目前规范企业借壳上市行为的法律法规尚存不足,并购立法滞后于并购现状,加之监管机构的执法力度有待提升,这会进一步加大借壳上市的风险。

(2)财务风险。因为人为干预和壳资源的稀缺性,借壳的成本往往较高,而相对便宜的壳公司一般会拥有较高的负债率。较高的收购成本将增大公司投资的回收期,而新股东的加入也会降低每股净收益,导致股价下跌和原有股东收益的减少。除了收购时的高成本投入,收购后借壳方还要不断投入资金与资源以维持壳公司的运营,保持和提高业绩。如果存在剧烈的市场波动,没有足够资金实力的借壳方将难以承受与维持。此外,如果借壳引发了被借壳方的反收购或其他势力的觊觎,那么恶性的股价竞争将更大幅度地提升借壳成本。即使取得了公司的控制权,后续的重组同样需要付出大量成本。重组后的上市公司若经营业绩不佳,达不到再融资的要求,那么借壳方将很难实现通过上市进行融资(叶育甫和沈卫,2002)。

(3)信息风险。借壳上市能否最终成功在很大程度上取决于借壳双方掌握信息的充分程度。孙

^① 本文案例涉及的股份超过3000万股,金额超过6亿元。

军和刘莉(2008)指出,借壳上市中存在着信息风险,信息的不对称将增加交易成本和不确定性。一方面,目前的国内资本市场仍存在着较为严重的信息不对称问题,投资者难以知晓壳公司真实的经营和发展情况,从而给予正确的定位与估值。壳公司还可能通过有目的的包装,以提高壳价值。若目标公司故意隐瞒问题或收购方自身判断能力不足,则在未探明目标公司生产、管理、市场等情况下,收购方很可能做出错误的并购判断(Bruner,2002)。另一方面,借壳方为了成功借壳,也可能夸大自身的实力与业绩。由此,双方信息的披露都可能不充分或者失真,这会为之后的重组埋下巨大的隐患。另外,借壳上市还会涉及保密风险;如果借壳上市的消息提前泄漏,将导致壳公司股价大幅上扬,增大收购成本,甚至导致借壳失败(徐超,1999)。

(4)整合风险。叶育甫和沈卫(2002)指出,如果壳公司重组后仍未形成核心竞争力,业绩和效益未能取得提升,以至于无法达到公司配股、增发等再融资的规定要求,则意味着重组失败。此外,王芳(2001)提出壳公司一般经营困难,借壳后买方往往需要担负改良原公司资产的责任,短期内非但不能融资,反而可能需要承担不良资产处置带来的损失。由于借壳公司和壳公司通常存在着差异化的技术优势、管理风格和文化理念,若重组方式和整合策略不当,或注入资产的质量不符合壳公司改善业绩的要求、作价过高、支付方式不当,便会不可避免地发生各种冲突,影响重组后的绩效(陈小林,2005)。

2. 杠杆交易

杠杆交易是中国资本市场的新生事物,起始于2010年3月的融资融券业务试点。但受制于融券资源不足以及融券成本较高等因素,融券业务开展的比例很低,不及整体业务的1%(褚剑和方军雄,2016)。2014年7月股市行情启动后,投资者积极加大杠杆,融资余额快速攀升。然而郭彦金(2015)指出,杠杆增持行为对金融稳定会产生一定影响。杠杆交易规模的快速上升加剧了A股市场的波动,并直接引发了市场的暴涨暴跌,对资本市场的监管提出了巨大挑战。为了提高行业监管政策的稳定性,2016年中国证券投资基金业协会对2015年3月颁布的《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》进行了修订,在部分机构间征求意见。随后出台的《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订征求意见稿)》对资产管理计划杠杆倍数进行了较为严格的限制,针对不同类别资产管理计划设定了不同的杠杆倍数限制,并加强了风险披露要求^①。

西方的金融市场比中国发达,杠杆交易出现得也更早。在美国1929年的股灾中,杠杆交易便被认为是主要诱因之一。其实,危机发生前已经有各种“红灯”预警信号,但直到“事件”发生,人们还总抱着侥幸心理(Reinhart and Rogoff,2008)。Geanakoplos(2010)发现杠杆周期在美国金融史上反复出现,通过模型推导,文章显示在繁荣时期均衡的杠杆水平过高,而在萧条时期均衡的杠杆水平过低。此外文章还指出了通常情况下,坏消息引发的不确定性和违约、担保比例的快速上升以及最乐观的杠杆投资者破产是杠杆周期终结的三方面主要原因。Gromb and Vayanos(2002)以及Fostel and Geanakoplos(2012)针对历史上出现的金融危机,检验了杠杆融资与股票市场流动性之间的因果关系,并提出识别与隔离影响交易者杠杆融资能力与市场流动性变化的共同因素是此方面研究成功实施的要点。

由于杠杆交易目前在国内并不成熟,因此国内这方面的研究较为有限。货币政策驱使、金融企业的去中介化等原因导致了近年来杠杆交易的盛行,而券商渠道的融资融券、股票质押业务及银行信托渠道的伞形信托则是杠杆资金入市的三大渠道,并且杠杆资金对市场流动性扩张和收缩有放

^① 比如明令禁止机构“向投资者宣传预期收益率”等。

大效应(邓雄,2015;林采宜,2015)。而对于如何发展杠杆交易,任泽平和宋双杰(2015)在总结美国、日本、中国香港以及中国台湾历史上股灾经验教训的基础上,提出A股市场需要从践行法治、推动注册制改革等方面加强制度环境建设,以实现健康持续发展。同时,推进养老金、企业年金等长期资金入市,改善投资者结构也非常重要(赫风杰,2015)。这一举措可以降低散户对于杠杆交易过高的参与度,提升市场的稳定性。而对于杠杆交易的恶性循环机制,学者们的意见基本一致:信用交易泛滥会导致高杠杆交易,高杠杆促使股票交易稍有波动便需要追缴保证金,而一旦股价波动剧烈且保证金不足,将导致股票被大量平仓抛售,加剧股价下跌,造成自我强化的恶性循环。

3. 股东增持

股东增持是上市公司的股东在二级市场上买进上市公司股票、增加持股比例的行为(姜英兵和张晓丽,2013)。有关股东增持直接的研究文献较少,但股东增持在一定程度上与股票回购相似,股票回购的相关理论对股份增持的作用有较强的借鉴意义。公司股份回购的相关研究中最著名的当属信号传递假说,即要约回购的行为将向市场传递公司运作的信息(Dann,1981)。Dittmar(2000)针对以往提出的股票回购的信号传递假说、自由现金流假说、财务杠杆假说等进行了比较研究,发现信号传递假说对股票回购的动机最富解释力。信号传递假说同质于价值低估假说,即因为公司内部人与外部之间存在信息不对称,当公司内部人认为公司的价值被低估时便展开回购,那么股票回购就向市场传递了公司价值被低估的信号。另外当市场不是完全有效时,具有一定成本的股票回购可以更有力的向市场传递公司未来现金流和盈利将会增加的积极信号(Vermaelen,1981)。Ikenberry et al.(1995)和Chan et al.(2004)的研究都表明市场对上市公司股票回购释放的信号做出了积极反应,尽管短期看市场反应不足,但长期市场反应符合股价低估假说。

在中国,股票回购仅限于以减少注册资本为目的的交易,并且针对股份回购行为的监管也较为严格,这无疑促使增持成了中国上市公司向外部传递利好信号的选择。上市公司增持公告日及前后1日的累计异常回报率较高且公告效应持续性较强,增持行为对市场的影响可能是由于增持被视为一种具有价值含量的信息(李俊峰等,2011)。唐松等(2014)以2012年发生大股东增持事件的上市公司为样本,研究发现股价的低估程度会显著影响非国有大股东的增持决策,而对于国有大股东的增持决策则无显著影响;且国有大股东增持后的股价长期改善程度比非国有大股东要低。所以他们推断,非国有大股东的增持是为了经济利益最大化,而国有大股东的增持更可能是一种短期的政策性行为^①。

梳理以上文献可以看出,大股东的增持行为虽然有时是一种政策性行为(尤其是国有公司),但是很大程度会被投资者视为一种具有价值含量的信息,会向市场传递利好信号,提振市场信心。对比西方股票市场,中国当前的股票市场一方面依然以散户投资者为主(温军和冯根福,2012;孔东民等,2015),另一方面即使是被认为更专业、更理性的机构投资者也普遍存在着羊群效应(蔡庆丰等,2011;许年行等,2013)。在这一背景下,大股东如果连续增持极可能引发市场的过度反应,加剧成本和风险。

4. 研究框架

本文的研究核心是杠杆增持与借壳上市中的风险识别与防范问题。鉴于并购风险的研究基础较为丰富,而杠杆增持的相关讨论较为少见,因而本文以并购风险的分析框架为基准,纳入杠杆增

^① 沈艺峰等(2011)通过2008年8月30日至2009年2月5日上市公司增持股份的样本研究发现,2008年8月《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》出台后,上市公司的股份增持行为主要出于政治动机,而非一般意义上传递积极信号的财务动机。

持引发的风险进行分析。通过研究资料的初步归纳,在上海斐讯借壳慧球科技失败的案例中,其呈现的表层原因是上海斐讯的实际控制人顾国平所持的部分股份因诉讼而被冻结。然而深入思考后,本文认为借壳上市与杠杆增持引发的风险叠加是造成这一结果的深层原因。对于借壳上市而言,这一过程本身即包含诸多风险,比如法律风险(监管风险)、财务风险、信息风险和整合风险。鉴于本案例的收购行为尚未进入实质整合阶段,因此后两项风险未明显暴露,而主要在于第一项法律风险(监管风险)和第二项财务风险。这两项风险又受到中国新兴市场的法律和经济背景的影响,包括上市资格管制以及投资者不成熟等基本环境。

在上海斐讯借壳慧球科技的案例中,实际控制人顾国平正是同时采用了借壳上市与杠杆增持这两种方式,结果造成风险叠加,持仓被强平,不仅借壳失败,也引发了较大的市场波动。对此,本文构建了图1所示的理论框架,用于后续分析。

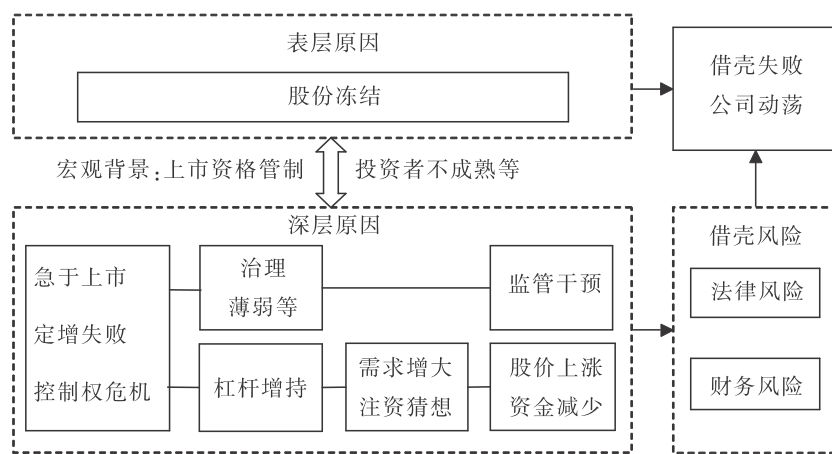


图1 本文的研究框架

三、研究设计及案例介绍

1. 研究方法

本文的研究方法是案例研究法。相比其他研究方法,案例研究法更加深入,容易将事件的因果关系解释清楚,也适合研究新兴的趋势和现象。本文研究的对象是上海斐讯借壳慧球科技事件。该事件是A股市场上的首个大股东爆仓事件,影响深刻,具有较强的典型性和时效性。此外,由于该事件影响巨大,相关的新闻报道比较丰富,可以提供充足的参考和比对^①。

2. 案例介绍

(1)公司概况。被借壳方:慧球科技。慧球科技原为北海通发实业股份有限公司,成立于1993年。1998年,公司更名为广西北生药业股份有限公司,2001年8月7日成功在上海证券交易所挂牌上市,属于民营控股企业。公司上市后的经营状况并不是特别理想,先后3次被ST,两次被*ST,上市15年来,六度变更经营主业。2008—2012年,慧球科技先后与中能石油、尖山光电、罗益生物等计划借壳重组,但皆因各种原因未获成功。

借壳方:上海斐讯。上海斐讯是一家成立于2009年的高新技术企业,主要的经营范围是向客户

^① 限于篇幅,主要参考的报道请详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

提供移动终端、数据通信、云计算等技术设备及整体解决的方案和服务。在公司发展的早期,上海斐讯以其路由器产品被人们所熟知。在 2011 年,公司进军智能机行业。虽然上海斐讯在该领域的起步较晚,但多元化的产业分布为其终端产品线打下了良好的基础,使之成为通信设备行业备受瞩目的新锐品牌。

(2)借壳事件介绍。第一阶段:北生药业重组失败,顾国平间接入主。2014 年 6 月 2 日,上海斐讯期望通过反向收购的方式借助北生药业(慧球科技前身)实现借壳上市。但由于广西与上海地方政府就未来上市后公司注册地引发的税收归属问题存在分歧,导致重组失败,这是北生药业近年来第六次重组,在第六次重组失败后不到 30 天,2014 年 7 月 29 日,北生药业以其新业务——智慧城市募集资金,以 3.6 元/股的发行价,拟增发 6.44 亿股,实现募集资金 23.5 亿元。其中,顾国平及其一致行动人拟认购 2.92 亿股。若定增成功,顾国平及其一致行动人将持有北生药业 28.17%的股份。北生药业随后的第七次重组终告成功,大股东变更为瑞尔德嘉。2014 年 11 月 12 日,瑞尔德嘉向中信证券出售了北生药业 1500 万股,背后的真实买家是上海斐讯的所有者顾国平。由此,顾国平间接持有了北生药业 3.8%的股份。伴随着李占国等曾在上海斐讯任职的人员进入北生药业董事会与监事会,顾国平成为了公司的实际控制人。

第二阶段:定增失败,第三者低价抢位大股东,顾国平高价杠杆增持。2015 年,北生药业更名为慧球科技,并不断释放出关于智慧城市项目的利好消息,推动了股价的大幅上涨。但是伴随着 2015 年下半年股票市场的震荡下行,慧球科技股价从最高时的 36.98 元/股一路下跌到了 8 元/股左右。其中一名叫陈建的自然人在低价时购入了 1890 万股,持股比例 4.79%,超过了顾国平间接持有的 3.8%,成为第一大股东。但由于定增方案正在审核之中,一旦通过,顾国平可以以远低于市场的价格获得大量股份。

然而 2015 年 10 月,由于智慧城市项目信息披露存在问题,中国证券监督管理委员会否决了慧球科技的定增方案,顾国平失去了超低价增持股份的机会。此时股价相较最低点已开始回升。顾国平因急于提升自己的持股比例恢复第一大股东地位,且资金有限,从 2015 年 10 月 23 号开始通过华安汇增 1 号、华安汇增 2 号、华安汇增 3 号及德邦慧金 1 号,分别以 13.92 元/股、14.13 元/股、16.07 元/股、19.27 元/股、21.44 元/股及 25.45 元/股的价格买入 610 万股、100 万股、643.70 万股、526.51 万股、500 万股及 841.50 万股。加上 2014 年从瑞尔德嘉收购的 1500 万股,合计持有 3471.69 万股,超过陈建,重新成为第一大股东。这 4 个资产管理计划的出资比例均为 1:2,德邦慧金的补仓线与平仓线分别为 0.91 与 0.88。在股价上升的背景下连续的杠杆增持为后来的“爆仓”危机埋下了祸根。

第三阶段:顾国平遭遇强平,公司紧急宣布重组。在 2015 年 12 月 21 日达到 29.04 元/股的高点后,慧球科技股价在短时间内出现了大幅下跌。2016 年 1 月 18 日股价下跌至 17.56 元/股,在 16 个交易日下跌幅度超过 41%。2016 年 1 月 18 号,在股价已低于平仓线的情况下,德邦创新的优先级份额委托人浦发银行将资产管理计划持有的慧球科技股份全部卖出,提前结束了德邦慧金 1 号资产管理计划。这导致顾国平所持有的股份由 8.79%降至 6.66%。同时伴随着股价的持续下跌,其华安汇增 1、2、3 号资产管理计划同样面临“爆仓”风险。顾国平为防止资产管理计划的进一步瓦解,于 2016 年 1 月 20 日追加资金 2000 万元,解除了短期的风险。为了止跌,慧球科技于 2016 年 1 月 25 日宣布将进行重大资产重组,拟将上海斐讯部分资产注入公司。

第四阶段:长期停牌重组失败,顾国平退出。然而,上述重组计划一波三折。起初停牌的理由是将上海斐讯的部分资产注入公司。但是 2016 年 3 月 9 日,慧球科技发布公告称与上海斐讯重组失败,转而与上海远御接触。但 2016 年 4 月 26 号,公司再次宣布重组失败。同年 5 月 4 日,慧球科技

再次宣布将与上海斐讯进行重组,此次是将上海斐讯所有的资产注入到慧球科技中,并以国资委审批为由延长停牌两个月。6月,慧球科技披露与上海斐讯的重组事项正在稳健开展。然而就在投资者期待上海斐讯成功借壳之际,7月4日慧球科技突然宣布由于顾国平上海斐讯的股份被冻结无法注入,导致重组失败^①。慧球科技股份随之暴跌,顾国平的华安汇增2号与3号资产管理计划分别低于平仓线。由于顾国平未再进行补仓,上述资产管理计划被强行平仓,顾国平的股份随之降低至5%以下。此时和熙2号与顾国平一致行动人的条件也不再具备,一致行动关系被解除。至此,顾国平持有慧球科技的股份仅剩710万股,约占1.8%。

2016年7月18日,顾国平辞去了一切职务,其他上海斐讯系董事会、监事会成员也相继离职。随后7月30日慧球科技披露,新设立的四家子公司与原凹凸董事长鲜言控制的深圳柯塞威基金管理有限公司之间存在联系。8月9日慧球科技聘请鲜言为公司证券事务代表,众多曾任职于凹凸的高管人员入职,自此慧球科技初步完成了由上海斐讯系到鲜言系的控制权过渡。

综上,上海斐讯借壳慧球科技事件的全过程概括如图2。

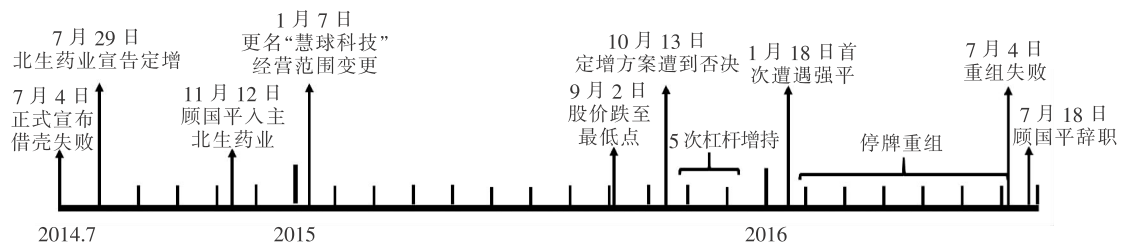


图2 上海斐讯借壳慧球科技事件的全过程

四、增持动机及杠杆增持动机的分析

1. 增持的动机分析

(1)被借壳方:慧球科技经营业绩差,成为壳公司。慧球科技的前身北生药业自2001年成立起多次向银行贷款,自身债务负担较大。公司2006年、2007年连续两年亏损,变为*ST。为改善财务状况,北生药业亟需资产重组,实现主营业务的转型升级。自2008年起,北生药业相继与中能石油、郡原地产等尝试重组,但由于双方无法达成协议或拟注入资产行业低迷,最终皆以失败告终。2013年北生药业净资产由年初负值转为年末正值,公司向上海证券交易所提出撤销*ST的申请,上海证券交易所于2014年5月6日同意了此申请。但2014年第一季报显示其经营状况并未得到实质性改善,所有者权益再次成为负值。而分析其2013年的财务报表可以发现,北生药业净资产由负转正的主要原因是公司获得了郡原地产3200万元的债务豁免,审计师对年度的财务报表出具了带强调事项段的无保留意见。董事会在年报中也注明,尽管公司扣除非经常性损益后每股收益为正,但公司持续经营能力有待加强,需寻求优良资产注入。

从股权结构看(如表1),北生药业在上海斐讯借壳前的股份结构较为分散。因为北生药业以资本公积转增股本偿还债务,使得中国工商银行广西分行被动地成为了北生药业的第一大股东;而因为涉及诉讼,第二大股东北生集团所持股份全部被保全。北生药业前五位大股东的持股比例差距较小且持股比例均低于10%,这些情况为借壳上市提供了便利条件。

^① 从2015年10月起,慧球科技的实际控制人顾国平及标的资产上海斐讯作为共同被告或被申请人涉及四起民事纠纷,同时对方亦向相关人民法院申请对顾国平所持有的上海斐讯股权进行财产保全。

股东名称	持股比例/%
中国工商银行股份有限公司广西壮族自治区分行	9.2830
广西北生集团有限责任公司	7.0966
北京瑞尔德嘉创业投资管理有限公司	6.9975
北海腾辉商贸有限公司	4.1120
吴鸣霄	3.5462

资料来源：根据北生药业 2014 年第一季度报整理。

(2)借壳方：上海斐讯上市多次尝试失败、急于注资上市。上海斐讯成立于 2009 年，其 2009 年、2010 年、2011 年的销售收入分别是 0.6 亿元、4.5 亿元和 11.8 亿元，2012 年的销售额突破了 30 亿元，2013 年销售额高达 65 亿元。公司快速发展的背后是对流动资金的极度渴求，上市提升公司和品牌的知名度尤为迫切，所以上海斐讯在 2013 年年底就提出了上市的想法。但当时国内的 IPO 已经停止，因此其打算转战香港。然而上海松江区国有资产投资经营管理有限公司于 2011 年对上海斐讯投资 7000 万元，获得 11.67% 的股权，并在 2012 年松江区内部文件中提出要继续增资上海斐讯。国有资本的介入使得中国证券监督管理委员会未通过其赴港上市计划。几番尝试未果，上海斐讯寄希望于借壳，通过业务分拆进行上市。北生药业于 2014 年 6 月 2 日发布公告称，拟采取以发行股份购买资产的方式与上海斐讯进行重大资产重组，并进行配套融资。然而业绩急剧上升的上海斐讯为上海松江区的财政收入做出了巨大贡献，而借壳后公司注册地将影响到广西与上海的税收分配，两地政府就此问题存在较大的分歧，最终导致借壳失败。

由于北生药业股东持股极度分散，那么通过增发成为大股东，再注入资产看起来不失为曲线借壳上市的妙招。但是，当定增预案被否、资产重组计划泡汤、顾国平成为实际控制人的愿望落空时，上海斐讯被迫加速了借壳的重组进程，希望最后一搏，争取实现借壳上市。2016 年，慧球科技连续两次启动计划收购上海斐讯，希望将上海斐讯整体注入。因上海斐讯资产存在争议，重组最后终止。

从以上分析看，慧球科技的前身北生药业历经多次失败的重组后，仍因经营困难需要进行重大重组，恰好上海斐讯意欲上市，两者一拍即合。但由于两地行政机关注册地的税收利益存在冲突，最终借壳失败。接着，上海斐讯的大股东顾国平开始从北生药业的控制权入手，首先接受北生药业的定增方案。在定增被否决，其控制权受到威胁时，他不顾后果地在北生药业股价持续走高的状况下以极高的平仓率进行杠杆增持。当其面临平仓危机，被迫补仓后，已受其控制下的慧球科技接连启动收购上海斐讯的计划，第二次希望能将上海斐讯整体注入。此时，顾国平的目的已经非常明显：先获得控制权，然后将资产注入。这无疑是一条借壳上市的道路。因此，顾国平投资慧球科技的多次努力的根本目的一直是借壳上市。

2. 杠杆增持的动机分析

首先，当时上海斐讯资金链紧张。公司曾在红岭创投发布 1.5 亿元的融资公告用于公司周转，资金链紧张可见一斑。在智慧城市项目中，顾国平个人垫资高达数十亿元。同时为了拓宽海外市场，2015 年 9 月上海斐讯耗资 7500 万美元，对 UT 斯达康（在美国纳斯达克上市）实施了 30% 的股权收购。且公司计划对 UT 斯达康实现绝对控股，预计为此将再支出 1.5 亿美元。这一系列操作使上海斐讯在很大程度上陷入了资金短缺的困境，其后来的众筹、员工融资、裁员及借款等行为亦可从侧面予以佐证。

其次，从顾国平的视角看，杠杆增持算是当时最合适的选择。在决策时点，可供顾国平考虑的方

案主要有:协议收购、负债收购、股份转换和杠杆增持。协议收购是借壳上市中较为温和的方式,可以以较少的协议次数、较低的成本获得控制权,但是对于顾国平来说并不适用,因为协议收购的一般前提是目标公司股权集中、存在控股股东,可是慧球科技股份结构较为分散,借壳前前五大股东的持股比例均未达到10%,且无控股股东和实际控制人。负债收购也很难进行,因为当时上海斐讯本身资金链紧张,通过其实施众筹、借款等行为,可以推测其负债率应该不低。而随负债而来的巨额利息也将是一笔沉重的负担,故负债收购极可能对其带来较大的财务压力。股份转换常在借壳上市案例中出现,是指一家公司(目标公司)的全体股东将其持有的本公司全部股权转让与给另一公司(并购公司)作为对价,以缴足公司股东承购另一公司所发行之新股或发起设立所需股款的法律行为,股份转换结束后,目标公司的全体股东成为并购公司的股东,并购公司则成为目标公司的母公司。但可惜的是中国的《公司法》尚未规定股份转换制度,所以这个方式在中国资本市场上很少使用。另外,股份转换也需要上市主体发行权益性工具“购买”非上市主体这一步骤,而之前的定增方案被否,也一定程度表明这个方案实现的难度很大。出于谨慎和对相似错误的回避心理,顾国平不会中意这一方式。而顾国平开始期望采用的是定增获得壳公司这种安全低成本的方式,然而一年多后,中国证券监督管理委员会因公司项目信息披露存在问题,否决了慧球科技的定增方案。出于对定增方案通过的乐观,顾国平在股价低位的最佳增持时机无动于衷,甚至在2015年6月还抛售了慧球科技的部分股票。由于自然人陈建在股价低位的大幅增持,顾国平的控制人地位岌岌可危,而不太具备金融风险意识的顾国平为了维持自己第一的持股比例,慌乱之下才急迫地选择杠杆增持。

此外,当时使用杠杆是一种较为流行的增持方式。自2015年6月的股灾之后,监管层鼓励上市公司加入救市,不少上市公司都采取了通过银行配资发产品、券商收益互换以及资产管理通道加杠杆增持。即使2016年已经出现多起爆仓事件,但是2017年一季度,资产管理计划等带有杠杆效力的工具已占上市公司增持金额的31%。杠杆工具的吸引力可见一斑。看好上市公司价值,利用杠杆撬动更加丰厚的收益本无可厚非。而对于顾国平来说,杠杆增持可以使其利用较少的资金获取更大的股权,而在得到壳公司控制权的诱惑面前,杠杆的风险就容易被忽视,或者说即使知晓杠杆交易的危险,仍自认为能承担风险。2018年顾国平接受记者采访时,就将自己增持慧球科技失败的原因归结为不懂资本市场及运气不佳。他表示,在借壳慧球科技这个事情上,自己在“股灾”期间加杠杆买股份是错误的,其所有的信息都是透明的,而潜在对手的目的很难判断;实业思维的他对于资本市场并不是很了解,缺乏资本市场运作经验和风险意识,对于平仓线没有概念,且平时对股价涨跌不敏感,以至于出现爆仓窘境。

五、杠杆增持带来的成本和风险分析

1. 杠杆增持带来的股权结构变化

借壳上市过程中,收购成本的波动会显著地影响资金链脆弱的上海斐讯的财务风险。由于大盘暴跌,慧球科技年中股价下跌幅度超过75.6%,其一方面使得公司的市值缩水,另一方面也是借壳方低价重组的良机。然而顾国平在股价两轮下跌均无重大增持行为,其主要原因是慧球科技定增方案的存在。定向增发股票的价格按要求不低于定价基准日前20个交易日股票均价的90%。该阶段北生药业营收惨淡,2013年第一、二、三季度均告亏损,同时尚未转型至智慧城市概念,因此股价一直处于疲软状态。

然而在定增方案被否后,上海斐讯不仅失去了通过定增的方式超低价获得股权的机会,而且第一大股东地位易主,同时股灾过后智慧城市板块被热捧,股价开始上扬。面对急于上市、控制权危机

和资金短缺的局面,顾国平选择了使用 1:2 的杠杆,分五次以 13.92 元/股到 25.45 元/股的价格通过资产管理计划增持,最终将持股比例提升至 8.79%,重新成为公司的实际控制人。从表 2 可以看出,顾国平通过资产管理计划合计买入 3221.69 万股,不及定增计划的 12%,而加权平均股价却为 19.41 元/股,达到了定增价格的 5.3 倍。考虑到顾国平使用了 1:2 的基金杠杆,顾国平实际出资金额约为 2.08 亿元,成本远高于定增,略低于股价下跌时直接买入,但风险却非常之高^①。顾国平在股价持续上涨背景下的不断使用杠杆方式增持股票,极大地提升了收购成本,恶化了现金资源,导致了潜在的杠杆风险。

表 2 上海斐讯增持方式成本分析

增持方式	价格(元/股)	增持数量(万股)	总成本(亿元)	持股比例(%)
低成本增持行为(未发生)				
定增	3.6500	29200.0000	10.6600	28.1700
股价最低点买入	8.6600	3221.6900	2.7900	8.1604
实际增持行为				
响应国家号召增持	14.1300	100.0000	0.1413	0.2533
华安汇增 2 号资产管理计划	16.0700	643.6600	1.0344	1.6304
华安汇增 1 号资产管理计划	13.9200	610.0000	0.8491	1.5451
华安汇增 3 号资产管理计划	19.2700	526.5100	1.0146	1.3336
德邦慧金 1 号资产管理计划	21.4400	500.0000	1.0720	1.2665
德邦慧金 1 号资产管理计划	25.4500	841.5200	2.1417	2.1315
平均价格与合计持股数	19.4100	3221.6900	6.2500	8.1604
卖出				
和熙成长型 2 号基金	13.0800	250.0000	0.3270	0.6332
和熙成长型 2 号基金	21.4400	50000.0000	1.0720	1.2665

资料来源:根据慧球科技公司公告整理。

2. 杠杆增持带来的股票价格变化

壳公司的市值决定了借壳方购买该公司的成本与难易程度。市值被低估的壳公司是借壳方理想的目标公司。但是在中国借壳上市盛行的背景下,“壳资源”甚至被作为一个概念板块为投资者所追捧。在借壳消息泄露后,壳公司股价往往会出现不同程度的上涨,加大公司收购的成本。

对于慧球科技,情况则更为复杂。一方面,其前身北生药业从 2008 年开始先后尝试了 7 次重组,一直被市场认定为“壳公司”。但在 2014 年年底顾国平及上海斐讯入主后,公司变更其主营业务为智慧城市,并更名为慧球科技。其也一反壳公司业绩低迷的普遍特点,依托上海斐讯的技术支持,在智慧城市领域业务拓展迅速,与多个城市签订了智慧城市合同。业绩上一改之前北生药业依靠巨额营业外收入扭亏的局面,在前三个季度均报盈利,且增速良好。2015 年其一直以智慧城市板块的概念股形象出现在各大证券网站的报道与推荐中,业界对其业务普遍持乐观态度。伴随着智慧城市这一新兴概念的热捧,智慧城市板块在股灾过后呈上扬态势。慧球科技的股价也随之回升。但是作

^① 顾国平分别在 11 月 11 日与 12 月 3 日将原通过和熙成长 2 号基金持有的 1500 万股(即原持有的 3.8%的股份),卖出 250 万股与 500 万股。而卖出的对象正是顾国平的华安汇增 2 号与德邦慧金 1 号资产管理计划。其行为可能是通过将原有非杠杆股份转化为 1:2 的杠杆,获得更高的持股比例。

为热门板块的股票,慧球科技的股价涨幅远远领先于同板块公司。以2015年10月8日为基准点,从2015年10月8日到11月5日慧球科技与对比公司英飞拓及先锋电子涨幅相近,均为30%左右。但是2015年的11月5日后,慧球科技股价上涨速度异军突起,与对比公司的差距越拉越大。到2015年12月24日,慧球科技累积涨幅达162%,同期先锋电子与英飞拓分别为72%与44%,而大盘则相对平稳,累积涨幅为14.9%(见图3)。由此可见慧球科技股价在顾国平杠杆增持期间出现了迅猛的上涨。

然而,这样的增长有多大程度是顾国平增持行为驱动的呢,是否是经营改善等其他原因带来的呢?对此本文进行三个方面的分析。

(1)比较智慧城市板块公司在2015年各季度的经营状况。图4显示,慧球科技的资产收益率(ROA)表现在同板块公司中并不突出,第三季报甚至在4家对比公司中仅居第三。同时市盈率的比较更为异常,2015年底慧球科技市盈率高达2085,而同板块对比公司最高仅为140。作为市场热门板块,市盈率偏高有一定道理,但是超过2000的市盈率则意味着其股价被严重高估。结合资产收益率(ROA)和市盈率的分析,本文认为公司经营业绩外的其他因素导致了股价的高涨。

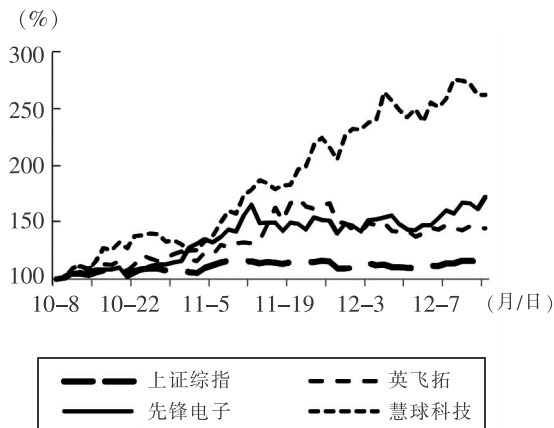


图3 慧球科技与同板块公司及上证综指涨幅对比

资料来源:根据国泰安数据绘制。

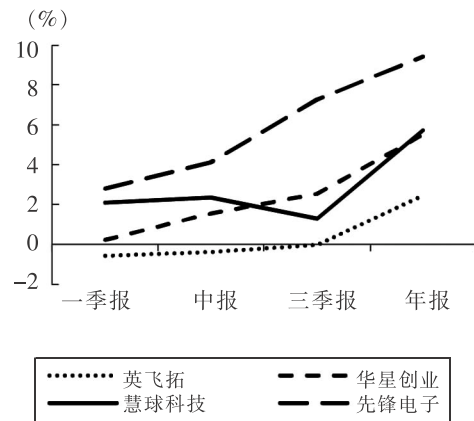


图4 2015年智慧城市板块公司资产收益率(ROA)比较

资料来源:根据国泰安数据绘制。

(2)分析慧球科技2015年末各重大事件的市场反应。2015年10月至2015年年底,除去大股东增持公告,在顾国平12月4日最后一次通过杠杆增持之前,慧球科技仅有签订重大合同这一重大利好消息。在此期间公司公布的三季报业绩不如人意,同年11月宣布第一大股东发生变更。而证券公司对于慧球科技的推荐及“买入”评级的变更,主要发生在2015年12月22日后。通过计算这段时间内主要事件的累计超额收益率(如图5),可以发现公司签订重大合同(事件1)、增持华安汇增1、2、3号(事件3、事件4)及增持德邦慧金1号(事件5)前后超额收益率出现了显著增加,而顾国平宣告增持100万股(事件2)市场反应较为平静,原因可能在于其100万股的增持是响应国家号召,且增持股份相对较少,仅0.25%,向市场传递大股东信心的利好作用较弱。而重大合同签订带来的超额收益率变动相对独立,事前积极影响较为显著,后期则相对平静,这也主要是因为公告日为董事会通过该合同日,之前与政府签订合同存在信息上的提前披露。而宣告通过华安汇增1、2、3号及德邦慧金1号增持前后增长幅度最为强烈,累积超额收益率从20%上升到了80%。由此本文进一步推断推动慧球科技股价高涨的原因主要是顾国平的杠杆增持行为。

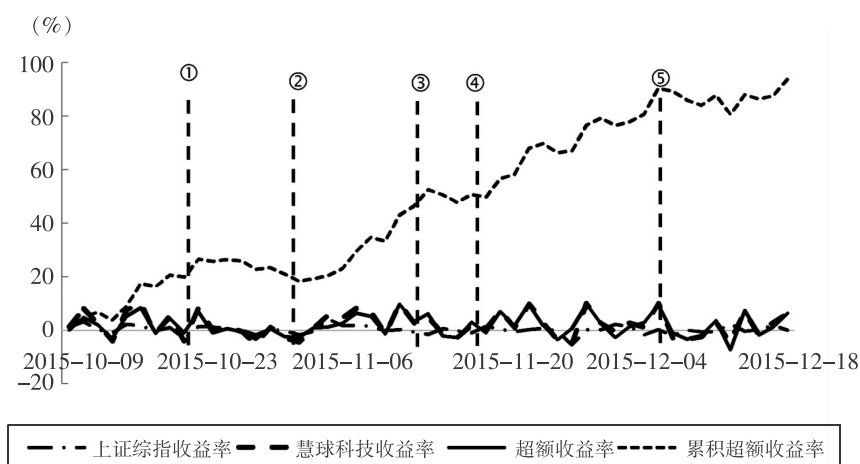


图5 顾国平杠杆增持前后超额收益率情况

注:①公司签订重大合同;②宣布顾国平增持100万股;③公告通过华安汇增1、2号增持;④公告通过华安汇增3号增持;⑤公告通过德邦慧金1号增持。

资料来源:根据国泰安数据绘制。

(3)通过百度指数的需求图谱观察三次公告带来的市场关注变化。^①通过百度指数的分析可以看出,顾国平杠杆增持行为带来了“慧球科技重组”搜索指数的持续上涨,且相关性排名均位列前四之内,仅次于“慧球科技股吧”、“hqqj”与“慧球科技官网”等非事件性检索词。由此本文推测,顾国平多次的杠杆增持行为重新引发了市场对于其与上海斐讯重组的猜测,推升了股价的异常上涨。大股东增持意味着股东对于公司未来的信心,将向市场传递积极的信号。而在短期内连续多次增持,更是提升了投资者对上海斐讯借壳上市决心的认识以及对于借壳上市成功的预期,推动了股价持续上扬。然而这一上扬的负面后果无疑是进一步加大了已面临资金短缺的上海斐讯借壳的成本与难度。增持—股价上涨—加剧增持成本这一循环,不断加深了借壳上市的困境。

3. 杠杆增持带来的爆仓风险

在2015年年中,股票市场经历了从5178—2850点的暴跌,原因之一便是过多的杠杆投资。杠杆投资的风险主要来源于股价波动。顾国平在股价不断上涨时期,通过4个资产管理计划分六次以1:2的杠杆买入慧球科技股票,达到快速提升持股比例掌握控制权的目的。一般杠杆比例为1:3的股票配资平仓线是0.85。与之相比,在2016年万科股权争夺战中,宝能系资产管理计划中的广钜2号,其杠杆比例为1:2,持仓成本价为22.06元/股,平仓线为17.65元/股,即平仓线约为0.80。而交易均价最高的德邦慧金一号资产管理计划的杠杆比例为1:2,其补仓线与平仓线已分别达到0.91与0.88。与顾国平爆仓风波同期的金洲管道约定的预警线和止损线也仅分别为0.85和0.80。由此可见,顾国平选择的资产管理计划相较业界平均水平更为苛刻。德邦慧金一号的增持价格为25.45元/股,即意味着当股价下降至23.16元/股时,即需要补仓,当股价下降至22.40元/股时,即面临平仓。该资产管理计划增持慧球科技时股价已被推至高点,而22.40元/股的平仓线甚至比其前一期资产管理计划开启时的股价21.44元/股还要高,可见风险极大^②。同时,慧球科技所在的板块本身的股价波动就比较剧烈,以2016年10月底为中心点,顾国平增持前后的4个月中,板块的股指波动最高

^① 限于篇幅,百度指数需求图谱的分析详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

^② 21.44元/股及25.45元/股的成交均价对应的市盈率均超过2000。

达到 38%。股价持续升高的现象本身即伴随着较高的风险(Hutton et al.,2009;陈国进和张贻军,2009),而设置苛刻的平仓线无疑进一步加剧了这一风险。此外,多次连续的杠杆增持还会加剧股价下行时爆仓—抛售—股价下跌—爆仓连锁反应的可能性。

除以上分析,本文更直接地测算比较了顾国平第一次取得慧球科技股份有限公司(2014年11月12日)、顾国平第一次通过杠杆增持(华安汇增1号,2015年10月23日)、华安汇增2号生效日(2015年11月5日)、华安汇增3号生效日(2015年11月13日)及德邦慧金1号杠杆购进日(2015年12月4日)的股价崩盘风险,结果如图6、图7所示。通过对负收益偏态系数(NCSKEW)及收益上下波动比(DUVOL)的测算可以看出,顾国平从2015年10月23日第一次开始进行杠杆增持起,其股价崩盘风险便已处于较高的水平,且均显著高于同时期借壳上市标的公司的中位数及进入时点的值。在此背景下,顾国平依然以不断提高的价格多次杠杆购入,并约定相对苛刻的平仓线,无疑为其股权的稳定性埋下了巨大的隐患。一旦顾国平的资产管理计划发生爆仓,一方面其在资金短缺背景下将蒙受大量资金损失,另一方面也将失去通过杠杆获得的公司股权,影响借壳上市。

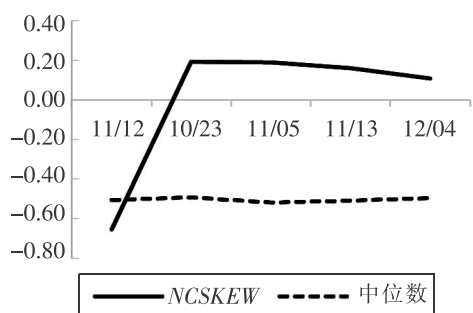


图6 不同时期慧球科技的NCSKEW

资料来源:根据Wind数据计算绘制。

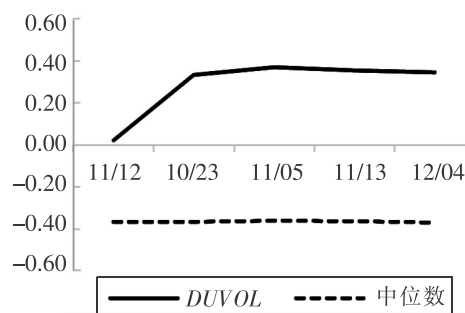


图7 不同时期慧球科技的DUVOL

资料来源:根据Wind数据计算绘制。

六、杠杆增持的后果分析

1. 对顾国平个人的影响

在定增失败后,顾国平急切地希望提高在慧球科技的持股比例,于是通过股票增持以及与一致行动人进行的5次杠杆增持,将持股比例提升至8.79%(如表3)。这一比例是2014年10月以来顾国平在慧球科技最高的持股份额。

然而好景不长,伴随着市场风险带来的慧球科技股价的快速滑坡,杠杆增持背后的平仓风险开始爆发。首先,德邦慧金一号于2016年1月19日触及0.88的平仓线,解除与顾国平的一致行动关系。顾国平及其一致行动人的持股比例降至6.66%。随后,华安汇增2号、华安汇增3号于2016年7月14日因顾国平未能及时补仓,先后解除与顾国平的一致行动关系,导致顾国平及其一致行动人持股比例低于5%。此时,和熙2号与顾国平作为一致行动人的条件也不再具备,因此随之解除与顾国平的一致行动关系。在上述一系列变化之后,顾国平及其一致行动人的持股比例仅剩余1.8%,实际控制人地位名存实亡。7月18日,顾国平辞去慧球科技董事长、总经理职务,自此黯然退出慧球科技。顾国平及其团队累计在二级市场上亏损3亿多元。此外顾国平还借给公司8000万元并承诺注入一处价值5000万的楼房,可谓损失巨大。杠杆增持前后对比见表4。

表 3 顾国平及其一致行动人持股变化情况

持股主体	持股数量(股)			占总股本比例(%)
	1月10日	1月19日	7月15日	
顾国平	1000000	1000000	1000000	0.25
华安汇增1号	6100000	6100000	6100000	1.55
和熙2号基金	7500000	7500000	0	1.90
华安汇增2号	6436601	6436601	0	1.63
华安汇增3号	5265100	5265100	0	1.33
德邦慧金1号	8415174	0	0	2.13
总持股比例(%)	8.79	6.66	1.80	

注:限于篇幅,主要参考的公司公告详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

资料来源:根据慧球科技公司公告整理。

表 4 杠杆增持后果总结

	杠杆增持行为前	杠杆增持行为后
顾国平	稳步控制公司 和熙2号基金收益颇丰 上海斐讯实际控制人	二级市场上的亏损累计超过3亿元 承诺注入5000万房产难以收回 终身禁入证券市场
被借壳方:慧球科技	前三季度扭亏为盈 智慧城市发展顺利、多次签订重大合同	公司控制权之争扑朔迷离 管理、信息披露混乱,被ST
借壳方:上海斐讯	注入“智慧城市”优质资产 依托慧球科技平台,云计算、智慧城市业务发展迅速	借壳上市失败,流动资金匮乏 主业停滞,转型受阻

2. 对被借壳方慧球科技的影响

(1)控制权之争扑朔迷离。随着顾国平控股地位的下降,深圳市瑞莱嘉誉投资公司(以下简称“瑞莱嘉誉”)看准时机介入,从2016年7月21日分三次增持慧球科技,最终持股比例达到4.999978%,逼近5%的举牌线,按照《证券法》与《上市公司收购管理办法》的要求,已触发权益变动披露义务。瑞莱嘉誉随即要求慧球科技发布权益变动报告书,但慧球科技一直拒绝配合。2016年8月5日,在上海证券交易所多次对公司履行权益变动披露义务的告知监督下,慧球科技才召开了董事会,但却以瑞莱嘉誉持股数未触及5%为由否决了披露权益变动报告书的议案。此外,匹凸匹实际控制人鲜言被质疑与慧球科技存在关联关系,“隐身”控制董事会。

(2)公司管理混乱,面临ST。慧球科技自控制权之争陷入混乱后,不配合信息披露监管等问题频繁出现。上海证券交易所无法取得公司董事会秘书的通讯方式,难以进行沟通。上海证券交易所还针对慧球科技多个新设的“三无”子公司是否具备人员、资金、管理团队等可行性条件及其必要性发出监管问询,但均未获得回复。另外,上海证券交易所质疑鲜言在慧球科技中的身份,要求提供书面函件披露鲜言持有慧球科技股份的情况以及对董事会与公司管理和披露事务的控制情况,但鲜言一直未提供相关文件,慧球科技也始终没有回复中国证券监督管理委员会。鉴于以上信息披露混乱、拒不配合监管等情况,上海证券交易所对慧球科技实施纪律处分程序,并暂停了慧球科技信息披露直通车的资格。

3. 对借壳方上海斐讯的影响

(1)借壳上市失败,流动资金匮乏。随着资产管理计划陆续爆仓以及二次重组失败,顾国平及其管理团队逐步退出慧球科技,慧球科技的董事会中已不再包含上海斐讯背景的董事,上海斐讯借壳上市的目的也正式宣告失败。顾国平原本计划对上海斐讯实施注资,以迅速发展公司业务,并且其后根据监管要求转变为现金认购增发股份的方式,但仍遭到了中国证券监督管理委员会的否决。可

以说,在这个时间段借壳上市失败对上海斐讯是雪上加霜。

(2)主业停滞,转型受阻。截至目前,据非官方数据统计,上海斐讯裁员达上千人,比例超过50%,上海斐讯的手机业务停滞。同时在失去了慧球科技这一智慧城市发展平台与上市融资机会后,上海斐讯的智慧城市与云计算的新兴业务发展无疑将面临市场与资金的双重压力。若慧球科技在鲜言等人的股权之争中业绩衰落,影响到已签订的智慧城市合约,无疑将对上海斐讯智慧城市业务产生巨大打击。在借壳上市失败损失大量资金的背景下,上海斐讯的转型将举步维艰。

4. 借壳上市最终失败的根源分析

基于 Healy et al.(1992)等提出的并购风险划分,本文提出了上海斐讯借壳慧球科技案例的理论框架,以探寻其失败的根源。尽管股份冻结、股价波动等诸多因素都作用于最终的结果,但本案例失败的根本原因可以总结为法律风险和财务风险的叠加。

从法律风险(监管风险)而言,中国并购市场的发展时间较短,并购交易的法律建设落后于发展现状。除《公司法》《证券法》等相关法律规定外,上市公司的并购交易行为主要由中国证券监督管理委员会规范管理。茅铭晨(2007)指出,中国的政府管制机构往往是集管制与管理于一身的“综合性管制机构”,拥有巨大的权力。陈冬华等(2008)认为不同的时期,尽管程度上存在差别,中国证券监督管理委员会始终拥有上市公司的遴选权和裁量权。对此,一方面,管制者拥有的裁量权以及不同时期、不同情境下资本市场发展管理目标和手段的变化会增加并购交易的不确定性(陈冬华等,2008;Jiang et al.,2009);另一方面借壳交易中,借壳方往往是未能达到直接上市条件的公司,而被借壳方往往是财务不佳、陷入困境的公司,双方较差的治理和财务状况以及不规范的交易操作极易触发监管风险(比如本案例中多次资产重组失败)。这一点在被借壳方慧球科技体现得十分明显:独立董事监督方面,慧球科技的独立董事花炳灿于2016年1月申请辞去公司第八届董事会独立董事及相应的董事会专门委员会委员职务,然而其于2014年12月被提名,履职刚满一年;外部审计监督方面,2016年1月,慧球科技聘请大华会计师事务所为公司2015年度财务审计机构及内部控制审计机构,但聘期仅一年。2016年12月董事会同意聘请中喜会计师事务所为公司2016年度财务审计机构和内部控制审计机构(但最终却仍是大华所发表审计意见);信息披露方面,2008年10月及2009年2月,上海证券交易所两次公开谴责北生药业履行信息披露义务和重大事项内部审议程序等方面存在违规事项,2014年11月中国证券监督管理委员会因北生药业信息披露违法行为对财务总监刘俊奕、副总经理兼财务部经理姚全作出市场禁入决定。因此,上述的诸多事项显然有违发展健康有效资本市场的宗旨,会引发监管部门的注意和警觉,从而加大借壳方的法律风险。此外,由于涉及对价问题,并购重组可能会带来巨额的资产增值和资产流失问题。当交易双方中存在国有股东时,监管机构会十分谨慎,进一步加大不确定性(比如本案例中涉及到的广西和上海地方政府股东)。

从财务风险而言,由于上市资格管制,上市壳资源在中国十分稀缺,使得壳资源本身即具有较高的价格(陈冬华等,2008)。而一旦出现其他可能的竞争者,壳资源的取得成本和取得风险会急剧增加(比如本案例中出现的自然人陈建)。同时在本案例中,大股东采用了新兴的杠杆增持的交易方式,这一交易方式会引发直接的股票供需变化效应和间接的信号传递效应,不断推高成本和风险。供需变化效应下,大股东连续增持本身会带来短时间内股票需求的大幅增加,推高股票价格,增大未来风险。信号传递效应下,大股东增持会引发市场对于优质资产注入的猜想。在股票市场不成熟的背景下,会引发投资者的盲目跟进,推高股票价格,积聚风险。同时这一过程中增持者的成本也在不断增加,可用现金资源下降,一旦未来出现无法掌控的股价波动,增持者的平仓风险将大大增加。

而一旦爆发一次平仓事件,释放出来的股票抛售将进一步压制股价,引发后续平仓的连锁反应。

在本案例中,法律风险(监管风险)是导火索。由于借壳双方特征的限制,使之难以通过监管方面的各种规则;上海斐讯含国有股不可赴港上市导致顾国平寄希望于借壳上市,而一年多漫长的定增预案审批时间又极具不确定因素,最终因定增预案信息披露不规范导致定增失败,所以顾国平在无更好增持方式的背景下,选择铤而走险,采用了杠杆增持的方式。杠杆本身在其资金链不足的情况下已潜藏极大的财务风险,而在此层风险下又与慧球科技这家本身不太规范的壳公司进行借壳上市,这种备受监管部门关注的操作无疑是险上加险。第一次爆仓后,上海斐讯与慧球科技已成为监管部门关注对象,而慧球科技与上海斐讯后来的资产重组由于顾国平上海斐讯的股份被冻结无法注入,导致重组失败,慧球科技股份随之暴跌,由于补仓不及时,顾国平的另外两支资产管理计划被平仓。所以在法律风险和财务风险两两相生、环环相扣的束缚下,顾国平欲杠杆增持来借壳上市还是以失败告终。

在这场借壳上市的博弈中,就借壳方而言,以顾国平为代表的上海斐讯预期过于乐观,无论是从最初的赴港上市的打算,到定增失败,最后到杠杆增持爆仓,顾国平都低估了其中的法律风险和财务风险。多次成为壳公司的被借壳方慧球科技,因为其经营能力差及多次信息披露不规范,已经受到了监管机构的格外注意。而顾国平在成功掌控董事会的背景下,慧球科技仍频频出现操控信息披露的事件。这些表现不仅没有规避,反而加剧了法律风险,导致了最终的失败。

七、结论与启示

本文以上海斐讯借壳慧球科技为例,研究了杠杆增持与借壳上市中的动因、风险及后果问题。战略发展、资金短缺等因素导致上海斐讯急于上市,又因为前期定增失败,上海斐讯不得已选择了在二级市场杠杆增持的方式借壳上市。然而杠杆增持高股价、高杠杆、高平仓线的特性埋下了“爆仓”隐患。最终由于他方势力介入和市场变化,资产管理计划遭遇“强平”,借壳上市失败。

中国的“核准制”上市制度使得借壳上市成为非上市公司登陆资本市场的重要手段。伴随着公司发展步伐的加快以及中概股回归的浪潮,借壳上市也成为公司实现快速上市的首要选择。然而在这一案例中可以发现,当公司出于自身因素不顾市场时机急于推动上市进程时,往往会付出极为高昂的成本,承担高杠杆带来的巨大风险。在失败后不仅无法享受上市带来的利好,还会严重损害公司及股东的利益。尽管本文研究的是一例个案,但是作为中国股票市场第一个大股东遭遇“强平”的案例,无疑值得深入挖掘。其背后的动因与风险,在股票市场波动、借壳上市火热的背景下具有普适性、重要性和警示性。

杠杆增持作为一种投资方式,最大的特点是通过高杠杆以较少的本金撬动较大的收益。但是杠杆本身兼具高收益与高风险的特性。在股价异常波动、存在较大崩盘风险的背景下,杠杆增持无疑将面临着更大的补仓压力与平仓风险。而大股东以增加持股比例为目的,通过杠杆买进公司股票更将面临股价与股份的双重风险。在本案例中,投资人作为壳公司的第一大股东与借壳方的实际控制人,其增持行为既向市场传递了大股东对公司信心的利好,同时连续的增持行为也引发了市场对于借壳上市的猜想,推动股价持续上涨,市值被严重高估,加大了后续杠杆的风险,也提升了借壳上市的成本与难度。当股价出现下行,不同于普通投资者单纯的投资收益考量,大股东将面临追加本金与保存股份的“两难”抉择。作为借壳方,股份是其实现借壳上市的基础,补仓便意味着借壳成本的上升。本案例中,股价下行压力下借壳方被迫提前与壳公司重组,最终导致借壳失败。由此可见,杠杆增持如一把“双刃剑”,既能在借壳方缺乏资金时助力其对壳公司的控制,也会为借壳方带来股权

和成本上的巨大风险。

中国有关部门已出台了一系列政策规范借壳上市行为,限制壳公司估值的暴涨。但是由于IPO较长的周期以及严格的审核,借壳上市依旧为公司及投资者所追捧。从顾国平成为A股大股东爆仓第一人后,已有多家公司股东跌破平仓线。可见在中国当前的股市背景下,高平仓线及高补仓线的杠杆是极其危险的选择,需要慎重决定。结合以上的案例研究,本文对资本市场参与各方提出了如下建议:

1. 对借壳公司的建议

借壳上市本身就是以高成本换取较快上市速度的一种方式。壳资源的质量、收购成本与方式、企业自身的治理与财务状况等都将影响到借壳上市的风险:①借壳方应当采取风险相对较小的股权收购方式,在成本合理的情况下优先保障未来股权或控制权的稳定性。在无法通过定向增发等相对安全及低成本方式获取股份的情况下,可以采取股份置换甚至负债收购的方式,避免在股价波动严重、存在较高股价崩盘风险的情况下杠杆增持。否则一旦出现股价下跌,则可能需要多次追加资金补仓,导致借壳成本的提高,甚至失去对壳公司的控制。②在收购目标公司时,也应注重对目标公司市值的管理,避免人为推动壳公司股价的上升,导致市值被高估,增大后续收购的成本与难度。③借壳方应努力完善自身的治理水平,同时在选择目标公司时,除成本外,其治理和财务状况也应加以考虑,尽可能减轻借壳过程中的法律风险。

2. 对金融机构的建议

本文认为基金、证券公司应当更为谨慎地对待杠杆增持这类业务。虽然大股东对公司内部状况有一定的信息优势,同时在遭遇股价下跌后有较大的可能进行补仓,风险有所降低。但是相关机构还是应该在全面了解大股东增持动机、公司经营状况及股价崩盘风险的背景下,合理把控该类业务的数量,设置相对合理的平仓线与补仓线,规避可能出现的风险与损失。

3. 对投资者的建议

本案例中,第一大股东的增持行为推动了公司股价的异常上涨以及市值的严重高估,并引发了随后的暴跌。这有悖于Ikenberry et al.(1995)、李俊峰等(2011)等以往有关增持行为正面效应的发现。在借壳上市这样的特殊情境下,市场投资者应当合理解读增持行为背后的行为动机,理性评估壳资源的价值,避免对壳公司的盲目投机与炒作。在公司未来重组及实际控制人情况不明朗的情况下,应合理评估未来风险,做出谨慎的投资选择。

4. 对监管机构的建议

金融市场的发展对于经济增长至关重要。然而从本案例的研究可以看出,借壳上市和杠杆增持会造成并购风险的双重叠加。如果这一资本运作方式被市场中大量的公司同时采用,一旦发生系统性的负面事件,将会引发金融市场的剧烈动荡,带来难以想象的后果。因此本文认为,在公司杠杆增持与借壳上市过程中,监管机构有必要发挥更强的监管作用。比如,加强对壳资源高估值与炒作的控制、规范公司相关信息披露的程序和内容、重点监控此类业务中的平仓线与补仓线等。通过保障市场的合理秩序,避免资本炒作对上市公司正常经营的影响,保护中小投资者的利益,进而提升资本市场和经济运行的稳定和效率。

[参考文献]

- [1]蔡庆丰,杨侃,林剑波.羊群行为的叠加及其市场影响——基于证券分析师与机构投资者行为的实证研究[J].中国工业经济,2011,(12):111-121.
- [2]陈冬华,章铁生,李翔.法律环境、政府管制与隐性契约[J].经济研究,2008,(3):60-72.

- [3]陈国进,张贻军. 异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J]. 金融研究, 2009,(4):80-91.
- [4]陈威,曹丽萍. 民营企业买壳上市风险分析[J]. 财会通讯, 2009,(5):141-142.
- [5]陈小林. 公司控制权的频繁转移、企业业绩与投机性并购[J]. 南开管理评论, 2005,(4):103-108.
- [6]褚剑,方军雄. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J]. 经济研究, 2016,(5):143-158.
- [7]邓路,周宁. 市场时机、反向收购及其经济后果——基于“山煤国际”的案例研究[J]. 中国工业经济, 2015,(1):147-159.
- [8]邓雄. 高杠杆下股市剧烈波动的影响与应对:国际比较及启示[J]. 国际金融, 2015,(12):56-61.
- [9]郭彦金. 正确认识金融发展、改革与稳定的关系[N]. 人民日报, 2015-07-23.
- [10]赫风杰. A股市场杠杆交易与监管[J]. 财经科学, 2015,(11):12-22.
- [11]姜英兵,张晓丽. 上市公司大股东增持的市场时机选择能力及其影响因素研究[J]. 经济管理, 2013,(12):88-99.
- [12]孔东民,孔高文,刘莎莎. 机构投资者、流动性与信息效率[J]. 管理科学学报, 2015,(3):1-15.
- [13]李俊峰,王汀汀,张太原. 上市公司大股东增持公告效应及动机分析[J]. 中国社会科学, 2011,(4):95-110.
- [14]林采宜. A股杠杆交易的风险传导机制[N]. 21世纪经济报, 2015-07-08.
- [15]茅焰晨. 政府管制理论研究综述[J]. 管理世界, 2007,(2):137-150.
- [16]任泽平,宋双杰. “6.15”后的救市退出与制度改革:经验与启示[J]. 中国投资, 2015,(9):34-41.
- [17]沈艺峰,醋卫华,李培功. 增持股份:财务动机还是政治动机[J]. 会计研究, 2011,(1):52-59.
- [18]孙军,刘莉. 民营企业买壳上市要规避风险[J]. 经营与管理, 2008,(8):34-35.
- [19]唐松,温德尔,赵良玉,刘玉. 大股东股份增持的动机与效应研究[J]. 财经研究, 2014,(12):4-14.
- [20]王芳. 风险资本的六种退出渠道[J]. 经济纵横, 2001,(2):24-27.
- [21]温军,冯根福. 异质机构、企业性质与自主创新[J]. 经济研究, 2012,(3):53-64.
- [22]徐超. 企业买壳上市的风险控制[J]. 企业活力, 1999,(1):26-27.
- [23]许年行,于上尧,伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2013,(7):31-43.
- [24]叶育甫,沈卫. 借壳上市与风险控制[J]. 学术论坛, 2002,(5):88-90.
- [25]周业安,韩梅. 上市公司内部资本市场研究——以华联超市借壳上市为例分析[J]. 管理世界, 2003,(11):118-125.
- [26]朱三英. 民营企业买壳上市的法律风险及其防范[D]. 暨南大学硕士论文, 2006.
- [27]Arellano-Ostoa, A., and S. Brusco. Understanding Reverse Mergers: A First Approach[R]. University Calors III of Madrid: Working Paper, 2000.
- [28]Borghese, R. J. M&A from Planning to Integration: Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value [M]. New York:McGraw-Hill, 2002.
- [29]Bruner, R. F. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker [J]. Journal of Applied Finance, 2002,12(1):48-68.
- [30]Chan, K., D. Ikenberry, and I. Lee. Economic Sources of Gain in Stock Repurchases [J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2004,39(3):461-479.
- [31]Dann, L. Y. Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders [J]. Journal of Financial Economics, 1981,9(2):113-138.
- [32]Dittmar, A. K. Why Do Firms Repurchase Stocks[J]. Journal of Business, 2000,73(3):331-355.
- [33]Fostel, A., and J. Geanakoplos. Endogenous Leverage in a Binomial Economy: The Irrelevance of Actual Default[R]. University of Virginia: Working Paper, 2012.
- [34]Geanakoplos, J. Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle [J]. Economic Policy Review, 2010,16(1):101-131.
- [35]Gleason, K. C., R. Jain, and L. Rosenthal. Alternatives for Going Public: Evidence from Reverse Takeovers, Self-Underwritten IPOs, and Traditional IPOs[R]. University of Pittsburgh: Working Paper, 2006.

- [36]Gromb, D., and D. Vayanos. Equilibrium and Welfare in Markets with Financially Constrained Arbitrageurs[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002,66(2-3):361-407.
- [37]Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback. Does Corporate Performance Improve after Mergers[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992,31(2):135-175.
- [38]Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R^2 , and Crash Risk[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009,94(1):67-86.
- [39]Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995,39(2-3):181-208.
- [40]Jiang, D., S. Liang, and D. Chen. Government Regulation, Enforcement and Economic Consequences in Transition Economy: Empirical Evidences from Chinese Listed Companies Conducting Split Share Structure Reform [J]. *China Journal of Accounting Research*, 2009,2(1):71-99.
- [41]Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff. This Time is Different; A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises[J]. *Annals of Economics & Finance*, 2008,15(2):1065-1188.
- [42]Vermaelen, T. Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study [J]. *Journal of Financial Economics*, 1981,9(2):139-183.

Superposition of M&A Risk behind Backdoor Listing and Leveraged Holdings ——Case Study on PHICOMM Backdoor Guangxi Future Technology

LIANG Shang-kun, LI Dan, GU Xu-ting, MA Yi-fei

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: Backdoor listing is a hot issue under the background of the scarcity of Chinese companies' listing qualifications. All parties keep an eye on the backdoor risk. Using leveraged financing to increase shareholdings is a new method in China's capital market, and both the chance and risks involved are worthy of attention. Taking the case of PHICOMM repeatedly increasing holdings of Guangxi Future Technology by leveraged financing but ultimately failing, this paper analyzes the risk superposition in the coexistence of backdoor listing and leveraged financing to increase shareholdings based on the two perspectives of legal risk and financial risk. Specifically, this paper analyzes the reasons, channels and consequences behind increasing holdings in leverage. We find that PHICOMM has chosen the "quick" approach of leveraged holdings in terms of strategic development, failure of private placement, and crisis of corporate control. However, leveraged financing to increase holdings has the characteristics of high stock prices, high leverage, and high close lines, which have laid the hidden dangers of "blowing up" and eventually led to the failure of backdoor listing. Increasing shareholdings by leveraged financing to achieve backdoor listing is characterized by large amounts of shares and money, whose ups and downs will exert a huge impact on the interests of investors and the stability of the financial market, therefore the research and findings of this paper can serve as a major warning. The research in this paper will help to fully understand the advantages and disadvantages of increase holdings by leveraged financing and provides some forward-looking suggestions and enlightenment for borrowers, shell companies, investors and regulators.

Key Words: backdoor listing; leveraged holdings; PHICOMM; Guangxi Future Technology; risk superposition

JEL Classification: G30 G21 D21

[责任编辑:许明]