

PDF-TN2016032

万科宝能股权之争¹

案例使用说明

在中国经济转型升级的过程中，流动性过多与有限投资机会之间存在一定的矛盾。资本市场这种供求不平衡的情况，容易导致过多的资金涌向有限的投资领域。万科宝能股权之争就是由于资本市场供求矛盾导致的。资本市场最终的目的是合理配置资源，而上市公司的目标就是为股东创造价值。在万科宝能股权之争案例中，万科集团股权结构过于分散是成为被收购对象的主要原因。2015年12月15日，宝能系钜盛华增持1.184亿股万科股份，占有万科A股股份升至23.52%，宝能集团甚至通过涨停的方式来抢筹万科集团股份。2015年12月18日，万科发出公告因正在筹划股份发行用于重大资产重组及收购资产而临时停牌，至此宝能集团合计持有万科22.45%股份，成为万科集团第一大股东。房地产行业2012年-2015年前十名各项指标对比参见表2。

表2 房地产行业2012年-2015年前十名各项指标对比

证券简称	资产总计 (亿元)	营业收入	净利润	市盈率 PE	净资产收 益率 ROE	营业总 收入	三年累计 分红占比%	存货周转 率
万科 A	5084.09	1463.88	192.88	14.43	19.17	13.18	34.22	0.32
保利地产	3657.66	1090.56	142.31	9.15	21.65	13.05	18.52	0.29
招商地产	1516.92	433.85	55.10	24.59	14.68	12.70	14.06	0.30
金地集团	1246.67	456.36	49.64	14.20	13.23	10.88	9.62	0.42
华夏幸福	1139.64	268.86	38.01	17.71	42.83	14.14	29.83	0.26

1. 本案例由广东财经大学金融学院的刘刚、赵子云、吴思虹撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 在本案例中使用的数据均是企业公开披露的数据，来源于万科年报、东方财富网站、深圳证券交易所网站及新浪财经网站等。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

首开股份	976.14	208.51	19.82	14.10	11.80	9.50	24.60	0.21
金融街	875.87	220.36	31.13	10.36	12.61	14.12	17.92	0.33
金科股份	820.66	173.24	8.63	21.76	11.31	4.98	8.23	0.25
荣盛发展	757.92	231.19	34.55	14.34	26.08	14.95	15.94	0.34
泛海控股	708.89	76.16	16.64	22.86	14.44	21.85	115.46	

数据来自：东方财富网

从净资产收益率与存货周转率速度指标上看，万科集团无论在经营管理上还是资产上都属于房地产行业的龙头企业。在财务上，其净利率也在整个房地产行业中的排名第一。这样各方面高价值的公司之所以容易在市场低迷时成为收购的对象，并且能够轻易被外部收购，原因就在于万科集团的股权结构分散的特点。万科宝能之间的这场博弈，透露出了资本市场资源配置以及上市公司股权结构的问题。

一、教学目的与用途

本案例通过分析近期来宝能对万科集团的频繁收购事件，以案件的起因、经过与后续发展为主线，分析杠杆融资工具的作用、上市公司股权结构的特点及上市公司股权结构分散化对公司运营带来的影响，从而揭示中国经济转型升级过程中存在的资本供给不平衡的矛盾给资本市场带来的不同作用。

1. 适用课程：公司金融、金融衍生工具、房地产金融、投资学

2. 适用对象：本案例主要为 MBA、金融专业硕士开发，也可以用于相关专业本科生教学。适合有工作经验的管理人员和投资人员学习。

3. 教学目的：

本案例通过分析宝能对万科集团的频繁增持事件，分析其背后隐藏的上市公司股权结构及监督管理上存在的问题，包括中国上市公司监管研究、如何保护中小股东的利益及最优股权结构及股权制衡问题。通过对案例的学习，帮助学生了解杠杆融资工具的特点及风险，同时探讨如何缓解我国资本市场的供求矛盾，并以万科宝能股权之争案例为例，提出上市公司股权结构过于分散所能带来的风险以及如何解决。

通过学习万科集团股权机构特点，引导学生认识股权结构分散化对企业的影响；通过分

析宝能集团的收购资金来源，了解各类金融衍生工具的特点及风险所在；通过分析万科集团对此次收购能够采取的应对策略，引导学生研究探讨企业如何保护中小股东的利益；本案例主要在引导学生学习股权结构特点与影响、金融衍生工具的职能与风险及中小股东利益保护的问题上具有重要意义。

（1）覆盖知识点

本案例在《公司金融学》课程中应用主要覆盖的知识点有：

- 上市公司股权结构分析
- 毒丸计划
- 融资融券
- 股票收益互换
- 金融衍生工具的风险特点
- 杠杆分析

（2）能力训练点

• 学习公司金融相关法律法规，熟悉最新提出的相关经济政策和倡导。联系万宝之争的案例，分析宝能集团在对万科进行股权收购的过程中涉及到的金融法律，以及分析这种收购现象是否合法，并举例股权收购案例中属于不合法的情况。

• 了解当前我国市场经济转型的现状及面临的困难和挑战。联系我国经济发展的现状，从宏观经济条件着手分析我国市场经济发展中出现的资本供求不平衡的问题以及联系本案例说明这种宏观经济条件对上市公司运营的影响。

• 了解相关杠杆工具，学习上市公司外部融资途径及各种杠杆工具具备的不同的特点，以及什么时候什么情况下能够运用何种杠杆工具进行外部融资。万宝股权之争中，宝能集团运用多种金融杠杆工具撬动大笔收购资金，但万科集团话事人王石称其收购资金风险过大，对其收购行为表示否定的态度。为此，了解金融杠杆工具存在的风险以及其杠杆效应的大小对本次案例学习非常重要。

• 学习上市公司不同的股权结构特点，以及这些特点能够给一个公司带来的影响。不同

的上市公司具有不同的股权结构特点，万科集团由于股权过于分散，导致其股份容易被外界收购。学习分析不同股权结构的上市公司，对深入挖掘此次万宝股权之争的根源具有一定的帮助。

- 学会通过分析上市公司的各项财务指标及年报中披露的各项政策，对一家上市公司进行信用评级，并学习其他外部因素可能对一家上市公司的信用产生的影响。万科集团的信用评级在国内属于 AAA 级高信用企业，高信用企业为何容易成为收购对象？而收购方宝能集团在国内企业中的信用级别如何？在教案中我们将进行探讨公司信用级别在收购与被收购行为中的影响作用。

- 学会上市公司的不同的发展战略，特别的价值增长型公司发展的金融战略。从公司的发展战略中，分析宝能集团对万科股权收购的主要原因。

- 了解一家公司在什么时候会实行毒丸计划，认识毒丸计划是什么，以及这种股权摊薄反收购的措施对一家公司反收购的作用。在万宝股权之争打响后，曾经有报道王石将启动毒丸计划，虽然最后万科否定毒丸计划，但是不排除未来不会使用。万科集团是否真的存在毒丸计划？毒丸计划对于反收购的作用如何？

- 学习了解不同公司的治理模式，以及分析不同公司治理模式的利弊。结合本次案例，分析万科集团在股权之争中能够采取的应对措施，并分析万科在处理问题上的做法是否能够保护中小股东的利益。

（3）观念改变点

在观念上不从表面上认知万科宝能股权之争，而通过其背后隐藏的公司金融方面的相关知识入手，分析此处股权大战背后作用的机理。本案例在《公司金融》课程中股权结构的概念有：

- 股权结构是上市公司治理结构的基础
- 股权分散是上市公司被收购的主要原因
- 以杠杆工具获得收购资金存在一定的风险
- 中小股东在上市公司中的作用不可忽视
- 法律是寻求中小股东利益保护的根本

二、启发思考题

1. 股权结构过于分散的利弊包括哪几点？
2. 万科被收购的主要原因有哪些？
3. 描述股权之争背后中小股东扮演的角色。
4. 中国经济转型升级的过程中，资本供求不平衡的问题该如何解决？如何提高资本市场资源的配置效率？
5. 万科是否真正持有毒丸计划？毒丸计划是什么？什么情况下一个企业会采取毒丸计划？
6. 融资融券和收益互换的特点及其潜在风险是什么？
7. 金融衍生工具包括哪些种类？这些衍生工具各自的特点是什么？金融衍生工具潜在的风险有哪些？请举例说明。
8. 对于万科如何应对本次股权之争，请谈谈你的建议。

三、分析思路

1. 宝能系为什么会选择收购万科股份？

一方面，宝能系希望自己旗下项目的融资成本能够大幅降下来。与万科想通的房地产业务会有很大的帮助。另一方面，收购万科这样的好的上市公司也能给自己带来不错的收益。但“宝能系”收购万科用的不是自有资金，而是主要通过动用资金杠杆、资产抵押等方式进行，会给“宝能系”的收购万科带来极大的风险。

2. 收购资金从哪里来？从宝能收购资金来源看杠杆工具。

宝能系通过杠杆工具收购万科股份，这些杠杆工具包括融资融券、收益互换的方式。收益互换类似于此前热炒的配资业务，能撬动多大的杠杆，主要由标的物和市场情况决定，一般为 1:3。（以万科为例，标的较好，杠杆可以适当加大，上述计算成本时，假设是 1:4。）融资融券利息一般为 8%，配资比例是 1:1。

万科于 2015 年 8 月 21 日公布的股东名录中，前海人寿的资金大部分来自于海利年年、聚富产品两款万能险。前海人寿利用这两款万能险获取收购份额 4.75%。而钜盛华的部分资金或来源于股票套现以及股权质押。这种高风险、高利息的杠杆资金，以及收益互换的时间限制，让宝能长期持有万科股份增添困难。金融衍生产品的特点参见图 3。

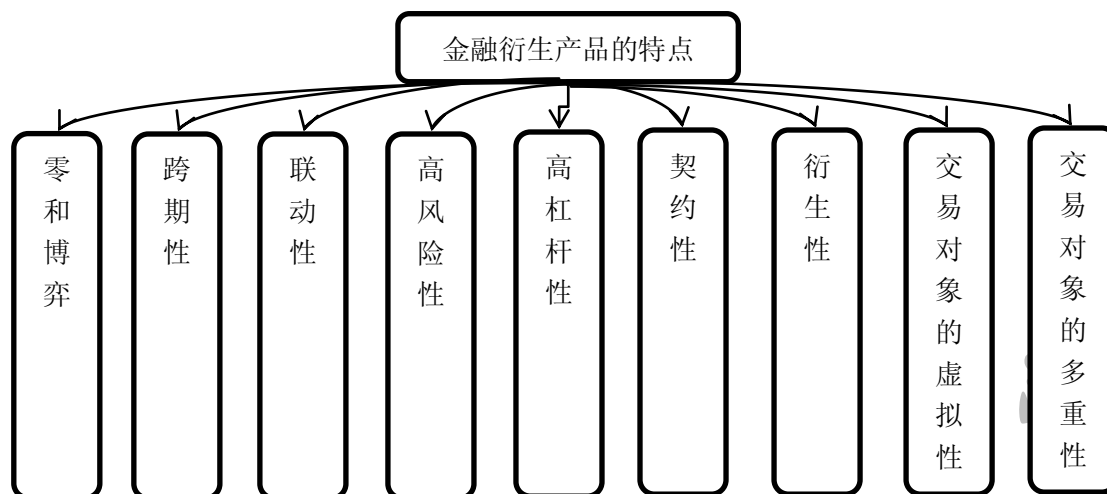


图 3 金融衍生产品的特点

(1) 融资融券

“融资融券” (Securities Margin Trading) 又称“证券信用交易”或保证金交易，是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。包括券商对投资者的融资、融券和金融机构对券商的融资、融券。

(2) 股票收益互换

股票收益互换是指客户与券商根据协议约定，在未来某一期限内针对特定股票的收益表现与固定利率进行现金流交换，是一种重要的权益衍生工具交易形式。对于资质优秀的客户，潜在杠杆率可以达到近 5 倍；

(3) 其他金融衍生工具

金融衍生工具的主要类型有期货，期权，权证，远期合约，互换等。其主要特征有：第一，跨期交易；第二，杠杆效应；第三，高风险性。金融衍生品的主要风险如图 4 所示。

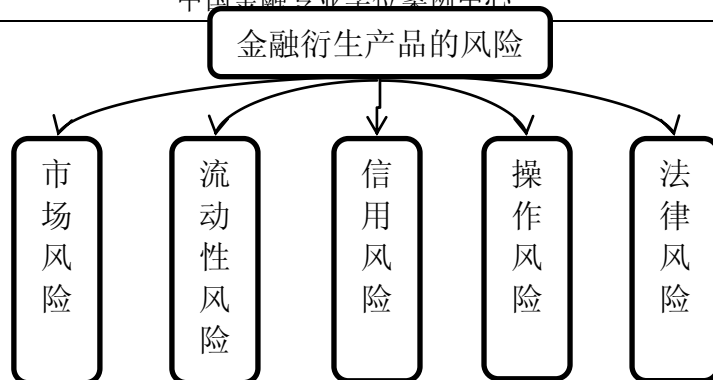


图4 金融衍生产品的风险

3. 万科、宝能集团股权结构的特点是什么？

通过认识万科集团股权结构特点，带动学生深入了解上市公司股权结构的类型与特点，以及对应的可能产生的风险类型。其中，股权制衡理论根据普遍存在的多个大股东互相制衡的现象，指出多个大股东的制衡在减少经理的私人收益的同时，还有助于保护小股东的利益 (Gomes 和 Novaes, 2005)。

4. 万科集团中小股东的利益如何保护？

中小股东在上市公司决策中发挥着重要作用。通过分析在这次万宝之争背后中小股东利益的变化，学习上市公司股权管理方法及如何保护中小股东的利益。

5. 万科应对股权争夺危机所可能采取的应对措施是什么？

通过研究万科在经历股权争夺后可以采取的各种应对手段，分析上市公司在股权分散下面临风险所能采取的应对方法。

6. 万科宝能事件反映了什么问题？

万科宝能事件反映了中国经济转型升级过程中出现的资本供求不平衡的问题。通过研究分析资本供求失衡问题引导学生学习如何提高资本市场资源的配置效率，以及如何扭转我国资本市场供求不平衡的局面。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

1. 上市公司监管理论

上市公司监管的最终目标就是给投资者一个真实的、合规尽责的上市公司。监管的重点主要着眼于少数恶意违规者。坚持披露为本的监管规则，督促上市公司及时、准确、完整的披露重大信息，确保股东的各项权利与义务得以落实。上市公司应对建立和完善类别股东表决机制，使中小股东在关系自身利益的问题上有更大的发言权。随着资本市场的深化发展，上市公司监管模式已经由股东主导型转变为董事会主导型。董事会监管型上市公司能够约束公司内部控制人的道德风险，防止大股东对公司的操纵。通过研究万科集团的监管方案，剖析在新常态下我国上市公司的监管存在的利弊。

2. 最优资本结构与股权结构研究

企业产权理论认为，股权结构（产权安排）作为企业事前融资双方博弈的结果，将对一个企业的基本制度（如合伙制、公司制等）产生影响。通过产权的安排，企业确立了一个正式的权威，使拥有实际控制权的经理人在法律上向产权所有者负有诚信责任，解决了作为企业正式权威的投资者的投资激励问题。而且，通过产权安排所确立的正式权威，将成为公司治理的主体，进而成为各种公司治理机制的设计者和实施者。因此，股权结构是公司治理的核心问题。

（1）万科集团业务发展过程

1984-1993 年：建立多元化的业务发展格局，利润以工业与商贸为主。

1994-2003 年：确立以住宅开发为核心业务，提出住宅产业化。

2004-2013 年：推行绿色、环保、低碳领跑房地产行业

（2）股权结构分析图

深圳市矩盛华股份有限公司股权关系结构图参见图 5；万科集团股权关系结构图参见图 6。

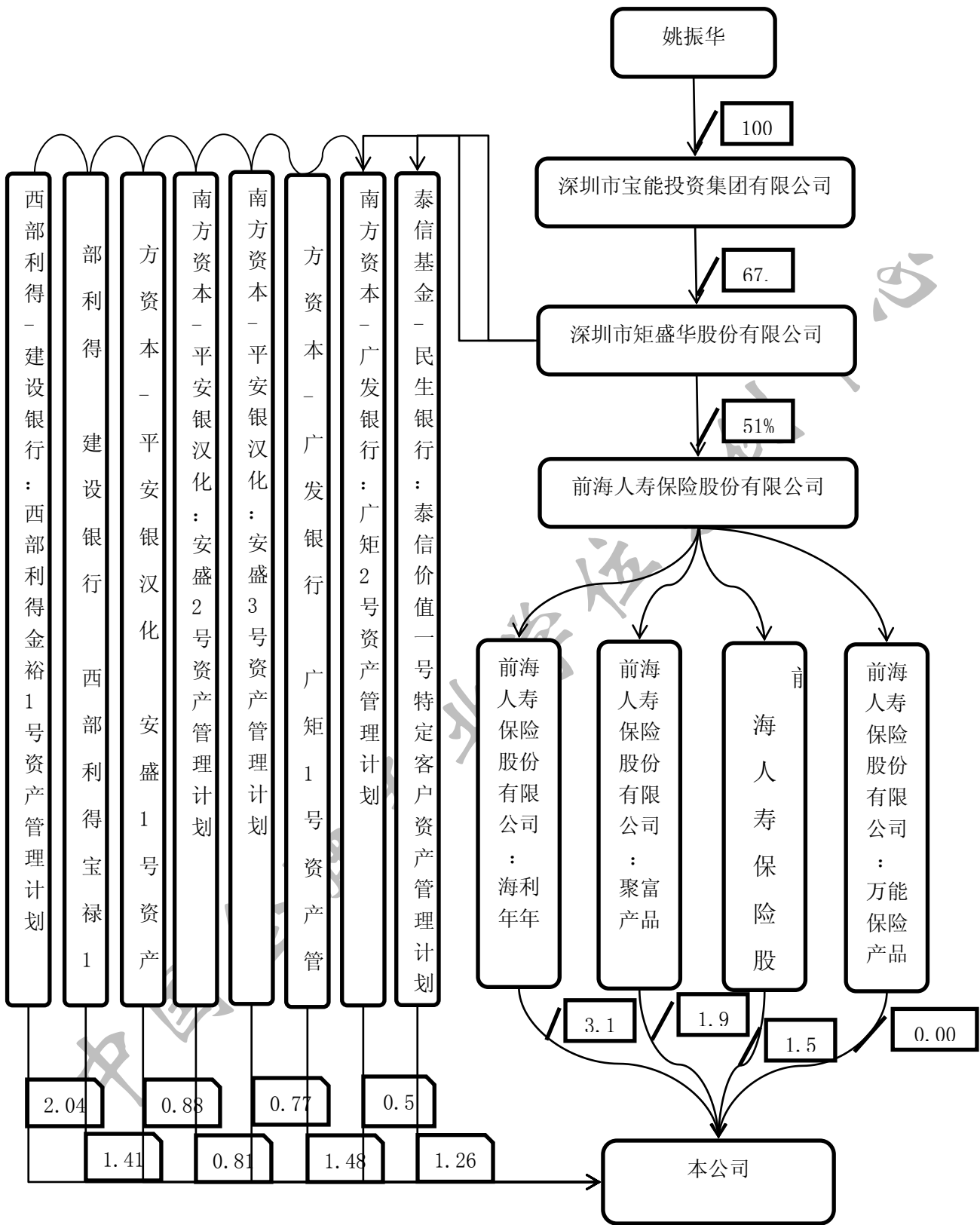


图 5 深圳市矩盛华股份有限公司股权关系结构图

资料来源：万科企业股份有限公司 2015 年度报告

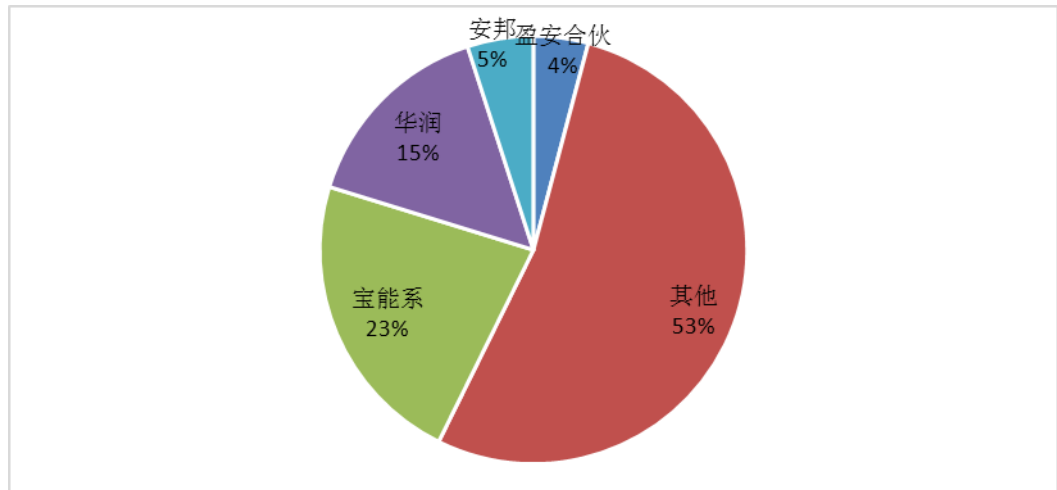


图6 万科集团股权关系结构图

数据来自：万科企业股份有限公司 2015 年度报告

4. 中小股东利益保护研究

法律是寻求中小股东利益保护的根。中小股东的利益应该在法律法规中得到更多的体现，相关权利有：信息获知制度、股东提案制度、累积投票制和大股东表决权限制。小股东表决权的联合主要是指：表决权拘束契约、股东派生诉讼、中小股东大会召集请求权、完善股东大会决议的可撤销和无效程序和建立中小股东赔偿基金。国内目前主要涉及中小股东利益保护的有：《公司法》、《证券法》、《劳动合同法》和《合同法》。

5. 杠杆融资理论

杠杆收购 (Leverage Buy-out, 简称 LBO)，是公司收购中的一种特殊形式, 它的实质在于举债收购，即通过向银行或投资者融资借款来对目标企业进行收购，并以所收购、重组的企业未来的利润和现金流偿还负债的公司并购方式。

杠杆收购融资是以企业兼并活动为背景的，是指某一企业拟收购其他企业进行结构调整和资产重组时，以被收购企业资产和将来的收益能力做抵押，从银行筹集部分资金用于收购行为的一种财务管理活动。

（二）具体分析

1. 万科集团为什么会成为宝能的收购对象？

万科集团是中国房地产龙头企业，在房地产行业总市值排名第一，各项财务指标均在行业中排在中上水平。但由于其股价在 2015 年 12 月长期处于低迷状态，公司没有真正意义上的控股股东，股权较为分散。因此，万科集团的市场价值属于被低估的状态，无论是追求中短期回报的投资者，还是着眼于长线收益成为公司主人的战略投资者，都会在当股价陷入洼地时大举买入。在 2015 年 6 月中国股市暴跌过后，宝能系开始从万科股价洼地大举进入。万科 A 的财务分析及行业排名参见表 3。

表 3 万科 A 的财务分析及行业排名

	总市值	净资产	净利润	市盈率	市净率	毛利率	净利率	ROE
万科 A	2697 亿元	1363 亿元	181 亿元	14.88	2.69	29.35%	13.27%	19.14%
房地产（行业平均）	169 亿元	84.6 亿元	6.94 亿元	24.31	1.99	29.43%	6.61%	8.20%
行业排名	1 137	1 137	1 137	17 137	62 137	73 137	36 137	10 137
四分位属性	高	高	高	低	较低	较低	较高	高

数据来源：东方财富网

1.1 万科集团的股权结构（Shareholding Structure）

股权结构是上市公司治理结构的基础，股权结构有三大类：第一是股权高度集中型，即绝对控股股东一般拥有公司股份的 50%以上且对公司拥有绝对控制权；在这个意义上讲，万科集团与股权高度集中型公司的距离较大。第二是股权高度分散型，公司没有大股东，所有权与经营权基本完全分离、单个股东所持股份的比例在 10%以下。万科集团也不属于股权高度分散性公司。第三是公司拥有较大的相对控股股东，同时还拥有其他大股东，所持股份比例在 10%与 50%之间。这种股权结构的特点比较符合万科集团的实际情况，这种股权结构虽然不是高度集中和高度分散这两种相对极端的情况，但是由于万科集团大股东之间的股权比例非常接近，因此容易造成股东僵局或者公司控制权和利益索取权的失衡。万科集团的股权结构见表 4。

表 4 万科集团的股权结构

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数	2015 年报告期内增减变动情况
华润股份有限公司	国有法人	15.23%	1,682,759,247	37,264,527
HKSCC NOMINEES LIMITED	外资股东	11.90%	1,314,933,176	-6,701
深圳市钜盛华股份有限公司	其他	8.38%	926,070,472	926,070,472
前海人寿保险股份有限公司—海利年年	其他	4.14%	456,993,190	92,957,117
中国证券金融股份有限公司	其他	3.16%	349,776,441	349,776,441
招商财富—招商银行—德赢 1 号专项资产管理计划	其他	2.99%	330,361,206	330,361,206
安邦财产保险股份有限公司—传统产品	其他	2.98%	329,352,920	329,352,920
安邦人寿保险股份有限公司—保守型投资组合	其他	2.34%	258,167,403	258,167,403
西部利得基金—建设银行—西部利得金裕 1 号资产管理计划	其他	2.20%	243,677,851	243,677,851
战略投资者或一般法人因配售新股成为前 10 名股东的情况	其他	2.04%	225,494,379	225,494,379

资料来源：万科企业股份有限公司 2015 年度报告

1.2 宝能集团成为万科第一大股东

从万科集团股权结构的变化中,可以看到其第一大股东从 2015 年 12 月开始发生了变更。宝能集团成为国内地产界龙头万科集团的第一大股东。万科集团股权结构一直存在分散的特点。股权结构过于分散一般是上市公司被收购的主要原因,当上市公司具有良好业绩且股权非常稀释时,这些公司容易成为被收购的对象。2015 年 7 月-12 月万科集团股权结构变化见表 5。

表 5 2015 年 7 月-12 月万科集团股权结构变化

万科股东	7 月 10 日	7 月 24 日	8 月 26 日	9 月 1 日	12 月 4 日	12 月 11 日
前海人寿	5%	5.93%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%
钜盛华	0	4.97%	8.38%	8.38%	13.35%	15.79%
宝能集团(前海人寿+钜盛华)	5%	10%	15.04%	15.04%	20.01%	22.45%

华润	14.98%	14.98%	14.98%	15.23%	15.23%	15.23%
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：万科企业股份有限公司 2015 年度报告

从万科集团股权结构的变化中,可以看到其第一大股东从2015年12月开始发生了变更。宝能集团成为国内地产界龙头万科集团的第一大股东。万科集团股权结构一直存在分散的特点。股权结构过于分散一般是上市公司被收购的主要原因,当上市公司具有良好业绩且股权非常稀释时,这些公司容易成为被收购的对象。

2. 宝能集团的收购资金来源

钜盛华可以说是“宝能系”收购万科股票资金的重要平台。钜盛华向深证证券交易所交代了七个资管计划。总计耗资 96.52 亿元,其中钜盛华实际出资 32.17 亿元。在公开披露的七个资管计划中,平安银行、广发银行、民生银行、建设银行提供优先级资金,共 145 亿,利率在 6.4%-7.2%左右;钜盛华作为劣后级出资 72.5 亿,相当于以 1:2 的杠杆筹集了 217.5 亿资金。

钜盛华通过股权质押,借道浙商宝能有限合伙融资了 132.9 亿;又在投向二级市场中出资了 72.5 亿,甚至更多。这说明,浙商银行的优先级理财资金实际上充当了买入万科股票资管计划的劣后级资金。除浙商银行之外,“宝能系”另一个有限合伙基金——深圳市宝能创赢投资企业(有限合伙),穿透后也可见银行资金。据 12 月 6 日的万科公告,钜盛华注册资本为 163 亿元,由宝能投资持股 67.4%绝对控股,宝源物流持股 0.68%、宝能创赢投资持股 1.92%、浙商宝能产业投资合伙持股 30%。

2.1 “宝能系”股权质押

股权质押(Pledge of Stock Rights)又称股权质权,是指出质人以其所拥有的股权作为质押标的物而设立的质押。按照目前世界上大多数国家有关担保的法律制度的规定,质押以其标的物为标准,可分为动产质押和权利质押。股权质押就属于权利质押的一种。因设立股权质押而使债权人取得对质押股权的担保物权,为股权质押。

简单的说就是宝能将其股权作为“抵押品”,向银行申请融资贷款的融资方式。“宝能系”主要通过钜盛华和前海人寿、宝能地产和举牌的万科进行股权质

押。从 2015 年年底至今，累计质押宝能地产 6.7 亿股，质押前海人寿 22.1 亿股，质押万科 A 7.28 亿股，姚振华还将宝能投资的 30% 股权进行质押，“宝能系”股权质押情况见表 6，具体情况如下：

表 6 “宝能系”股权质押情况

核准时间	公司股东	被质押公司	质押股数	质押方
2014. 10. 31	宝能控股（中国）有限公司	宝能地产股份有限公司	22370 万股	中信银行深圳分行
2015. 06. 16	深圳使中林实业发展公司	宝能地产股份有限公司	40266 万股	中国长城资产管理公司深圳办事处
	宝能控股（中国）有限公司	宝能地产股份有限公司	4500 万股	中国长城资产管理公司深圳办事处
2015. 08. 10	宝能地产股份有限公司	深圳中林实业发展有限公司	41.07% 股权	平安银行深圳分行
	宝能控股（中国）有限公司	深圳中林实业发展有限公司	9.93% 股权	平安银行深圳分行
2015. 08. 25	深圳市深粤控股股份公司	前海人寿	42000 万股	民生银行资产管理有限公司
2015. 09. 07	深圳市深粤控股股份公司	前海人寿	22500 万股	乌海银行乌达分行
2015. 09. 09	深圳市凯诚恒信仓库公司	前海人寿	20700 万股	中诚信托
	深圳市深粤控股股份公司	前海人寿	25470 万股	中诚信托
	深圳市华南汽车交易中心	前海人寿	20700 万股	中诚信托
2015. 11. 11	深圳市矩盛华股份有限公司	万科 A	7.28 万股	鹏华资产
2015. 11. 30	深圳市宝能投资集团公司	深圳市矩盛华股份有限公司	309767 万股	华福证券
2015. 12. 08	深圳市矩盛华股份有限公司	前海人寿	90000 万股	上海银行南京分行
2015. 12. 11	姚振华	深圳市宝能投资集团公司	30% 股权	东莞银行长沙分行

资料来源：深圳市市场监督管理局

2.2 杠杆融资，运用收益互换

杠杆资金是宝能系收购万科 A 股股票的主要资金来源，在万宝股权之争过程中，宝能集团主要运用了融资融券和收益互换的杠杆工具。宝能系举牌万科 A 股股票中，代表宝能系举牌的两个账号分别是前海人寿、和矩盛华。据报告书统计，前海人寿分别于 2015 年 1 月、2015 年 2 月、2015 年 3 月、2015 年 4 月、2015 年 6 月和 2015 年 7 月由证交所买入万科 A 股股票。前海人寿买卖万科股票明细图见表 7。

表 7 前海人寿买卖万科股票明细图

日期	买卖方向	价格区间（元/股）	成交数量（股）
2015 年 1 月	买入	13.13-13.60	1360161
2015 年 1 月	卖出	12.98-13.20	642000
2015 年 2 月	卖出	11.89	1140100
2015 年 3 月	买入	12.44-12.58	30500156
2015 年 3 月	卖出	13.18	100
2015 年 4 月	卖出	14.12-14.83	30499956
2015 年 6 月	买入	14.74	20500
2015 年 6 月	卖出	15.63	100
2015 年 7 月	卖出	13.16	8700
2015 年 7 月	买入	13.28-15.47	552716065

资料来源：万科企业股份有限公司股东权益变动公告

2.2.1 收益互换

股票收益互换是指客户与券商根据协议约定在未来某期限内针对特定股票的收益表现进行现金流交换，是一种重要的权益衍生工具交易形式。它包括以下三种互换形式：（见图 7）

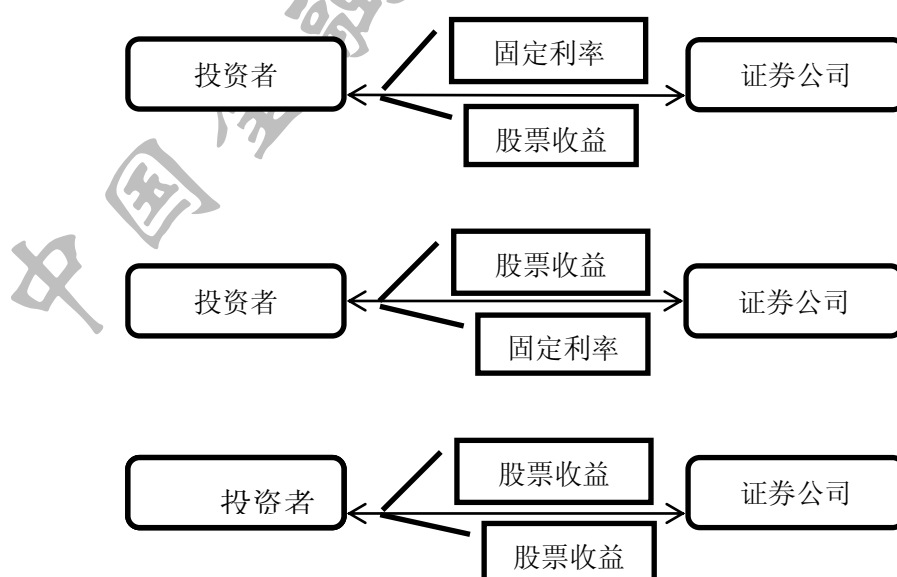


图 7 收益互换的三种形式

2.2.2 宝能使用收益互换杠杆工具

在使用收益互换工具时，机构只能用现金撬动杠杆，而很少使用股权和资产来进行收益互换。这意味着宝能系此前使用收益互换杠杆工具时，其股权与房地产可能尚未派上用场。

使用收益互换能够撬动多大的杠杆主要由标的物和市场情况决定，一般情况下杠杆比例为 1:3。在宝能系 2015 年 8 月前的三次举牌中，后两次举牌时均动用了收益互换杠杆工具。其公告称：“在收益互换合约中，钜盛华将现金形式的合格履约保障品转入证券公司，证券公司按比例给予配资后买入股票，该股份收益权归钜盛华所有，钜盛华按期支付利息，合同到期后，钜盛华回购证券公司所持有股票或卖出股票获得现金。”

2.3 融资融券

“融资融券” (securities margin trading) 又称“证券信用交易”或保证金交易，是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。包括券商对投资者的融资、融券和金融机构对券商的融资、融券。融资融券的交易功能见图 8。

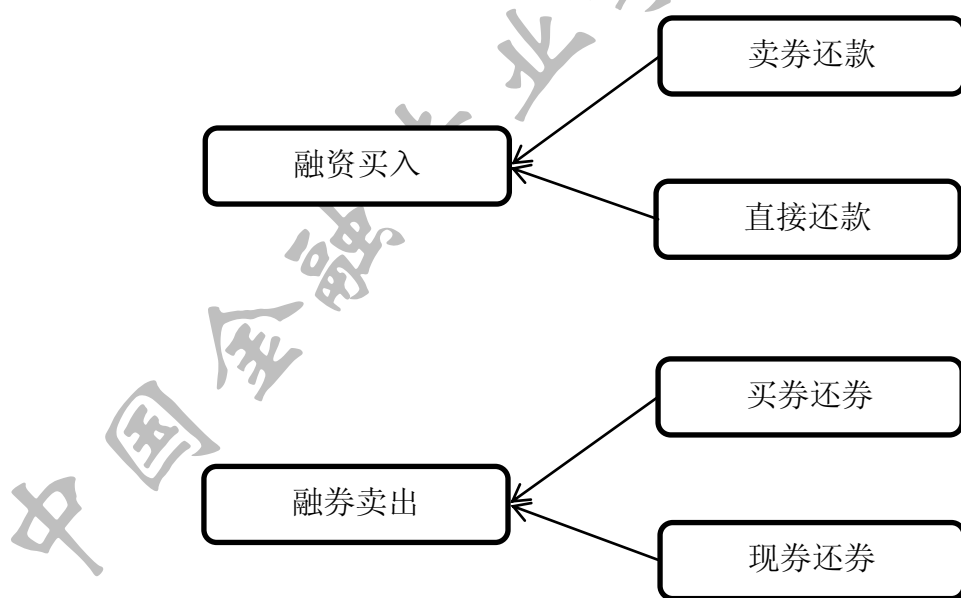


图 8 融资融券的交易功能

“宝能系”主要通过三种方式进行融资，它们分别是：资管计划融资、发债融资及信贷融资。

2.3.1 资管计划融资

资管产品是获得监管机构批准的公募基金管理公司或证券公司，向特定客户募集资金或者接受特定客户财产委托担任资产管理人，由托管机构担任资产托管人，为资产委托人的利益，运用委托财产进行投资的一种标准化金融产品（见图9）。

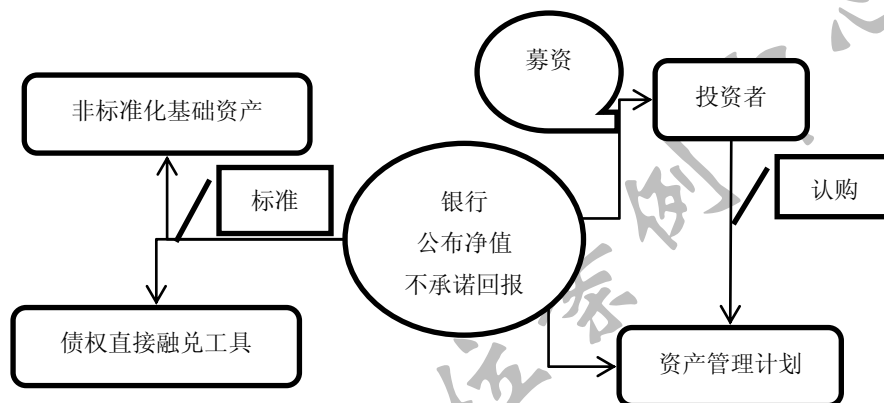


图9 资管计划融资运作

“宝能系”通过7个带杠杆的资管计划，其中包括南方资本旗下的安盛1号、安盛2号、安盛3号、广矩1号；西部利得旗下的宝禄1号、金裕1号；泰信基金旗下的泰信1号资管计划。“宝能系”资管计划融资情况见表9。

表9 “宝能系”资管计划融资情况

通道	名称	期限（月）	规模（亿元）	托管行	分层	报备时间
南方资本	安盛1号	24	15	平安银行	2	11月24日
	安盛2号	24	15	平安银行	2	11月24日
	安盛3号	24	15	平安银行	2	11月24日
	广矩1号	24	30	广发银行	2	11月26日
	广矩2号	48	30	广发银行	2	12月14日
西部利得	宝禄1号	36	30	建行深分	3	12月02日
	金裕1号	36	30	建行深分	3	12月02日
泰信基金	泰信1号	24	37.5	民生银行	2	11月30日

数据来源：基金业协会

2.3.2 发债融资

2015年9月14日，保监会统一前海人寿发行10年期可赎回资本补充债券，发行规模不超过58亿元。矩盛华和宝能地产也分别于2015年11月3日和10月20日向交易所提交“小公募”债发行申请，其额度为60亿元（见表10）。

表10 “宝能系”发债融资情况

发行主体	发行规模	期限	状态
前海人寿	共计58亿元	10年	分三期发行完毕
深圳矩盛华	不超过30亿元	不超过5年	提交材料，交易尚未受理
宝能地产	不超过30亿元	不超过5年	提交材料，交易尚未受理

数据来源：宝能债券募集说明书

2.3.3 信贷融资

宝能控股2015年获得的5笔贷款中，来自平安信托的资金高达34.97亿元，利率为12.5%。来自长城资产和浙江工商信托的资金分别是18亿元和9亿元，成本接近平安信托。宝能控股信贷融资见表11。

表11 宝能控股信贷融资

金融机构	借款起始日	借款到期日	利率	借款余额（万元）
中信信诚资产管理有限公司	2014.1	2016.6	13%	120200
中信城市广场旗舰支行	2014.11	2019.1	6.9%	150000
中国银行	2014.11	2017.11	8.1%	21000
华融资产	2014.12	2016.12	13%	40000
大业信托有限责任公司	2014.12	2016.6	12.8%	30000
工行华强	2014.2	2020.1	8%	93300
中国光大银行合肥分行	2014.3	2016.12	8.3%	26500
四川信托	2014.5	2015.7	13%	5640
陆家嘴国际信托有限公司	2014.8	2016.1	12.8%	65000

中国民生信托有限公司	2014.9	2016.9	11.5%	50000
兴业国际信托有限公司	2014.9	2016.3	13%	24000
杭州工商信托股份有限公司	2014.9	2016.4	13%	64000
杭州工商信托股份有限公司	2015.2	2016.8	13%	90000
平安信托	2015.3	2017.6	12.5%	349750
平安银行	2015.5	2024.5	6.78%	100000
民生银行	2015.5	2018.5	8.05%	37000
长城资产	2015.6	2017.6	12.5%	180000

数据来源：某机构尽职调查报告

截止 2015 年二季度末，矩盛华在各金融机构获得总授信 850000 万元，其中为提用金额为 172375.5 万元。发放贷款的银行主要为工商银行、交通银行、建设银行、农业银行，分别向矩盛华提供贷款 21.54 亿元、10.5 亿元、7 亿元、6 亿元。并且在 2015 年 6 月 30 日，宝能地产已经取得的金融机构总授信额度为 209.77 亿元（见表 12）。

表 12 矩盛华信贷融资 单位：万元

授信银行	授信金额	已提用金额	未提用金额
工商银行	240000	215462.5	24537.5
华商银行	40000	28062	11938
兴业银行	7000	7000	0
华夏银行	17000	17000	0
浦发银行	10000	10000	0
交通银行	140000	105000	35000
建设银行	70000	70000	0
农业银行	75000	60000	15000
杭州银行	4000	4000	0
浙商银行	9000	9000	0
兴业银行	88000	2100	85900
渤海信托	150000	150000	0
合计	850000	677624.5	172375.5

数据来源：宝能债券募集说明书

3. 万宝之争背后的中小股东利益保障分析

在这场管理层与资本的对决中，中小股东无从置喙，只能被动等待裁决。这种被动，或许就是中小股东观赏这场资本大戏的“门票”，是必须付出的成本。到目前为止，万科与宝能双方的争斗都没有脱离规则，都是按照资本市场规定的游戏规则进行。因此，中小股东的利益谁来维护之问，暂时尚未发现由于本次收购造成的中小股东利益受损。无论从情怀还是维护管理层的稳定出发，万科管理层都有必要更好履行对中小股东的义务，尽量在不损害中小股东利益的前提下化解宝能系带来的外部性压力。

4. 万宝之争背后的监管层分析

“万宝之争”中，出自民营资本宝能系的“以小博大”体现了各类所有制资本面对的竞争环境愈加公平，说明在合规框架内，民营资本完全能够按照资本运作规则充分发挥作用，这本身就是资本市场的进步。对于一个自由开放的资本市场，任何案例都有其独特个性，管理层可以介入讨论中来，而不是简单的监管，更不应硬性规定统一的杠杆比例。从长远的角度看，监管机构的及时科学监管利于市场的规范性发展，并可降低随后风险事件的发生概率。

5. 万科如何应对此次收购？

5.1 事前防范

5.1.1 保持一定的持股比例

当原实际控制人、一致行动人在公司持股比例超过 50%时，公司被敌意收购的风险为零，但这是以上市公司的牺牲融资工具为代价。合理的持股比例应当区分持股人的身份（例如机构、一般投资人、管理层、员工），估算各自出席股东会的可能性，合理予以确定。在面临较大规模外部收购时，公司一致行动人应当保持一定的持股比例。

5.1.2 在公司章程中设定相应条款

早公司章程中设定相应条款不仅能够防止敌意收购，而且还能更好的保护中小股东利益。例如，对股东召开股东大会的提议权、股东提名董事的提名权、股东提名董事的人数进行限制，使得敌意收购者预见到即使其收购了足够多的股权，也无法实现对公司的控制，从

而达到使其知难而退的效果。同时，公司章程中应当明确中小股东的利益保护措施，保障小股东的权益不受侵犯。

5.1.3 关注股价，采取措施让股价保持合理价位

关注股价的主要目的在于稳定公司股票的市场价格，在市场低迷时，在股价低位徘徊的过程中，公司可以采取增持、分红等方式提升投资者信心，甚至主动回购股权。并提前设定可能稀释敌意收购者所持股权的权利，这就类似我们上面分析的“毒丸计划”的做法。目前，企业采用可转债、股权激励等方式都可能起到股权稀释作用。

5.2 事中反击

5.2.1 停牌

停牌，股票由于某种消息或进行某种活动引起股价的连续上涨或下跌，由证券交易所暂停其在股票市场上进行交易。待情况澄清或企业恢复正常后，再复牌在交易所挂牌交易。上市公司通过停牌增加敌意收购者的财务成本(在本案例中由于宝能集团大部分收购资金来自杠杆融资，一旦万科停牌超过一定的时间，宝能将增加一笔大额财务成本)，也可以缓解其对市场的冲击。

5.2.2 采取定向增发的方式

定向增发是指上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为，规定要求发行对象不得超过 10 人，发行价不得低于公告前 20 个交易日市价的 90%，发行股份 12 个月内(认购后变成控股股东或拥有实际控制权的 36 个月内)不得转让。万科集团可以通过引入新的股东的方式，稀释敌意收购者的股权和增加其收购成本。

5.2.3 白衣骑士 (white knight)

当公司成为其他企业的并购目标后(一般为恶意收购)，公司的管理层为阻碍恶意接管的发生，去寻找一家“友好”公司进行合并，而这家“友好”公司被称为“白衣骑士”。一般来说，受到管理层支持的“白衣骑士”的收购行动成功可能性很大，并且公司的管理者在取得机构投资者的支持下，甚至可以自己成为“白衣骑士”，实行管理层收购。在一定条件下，万科集团可以考虑引入新的竞争者(“白衣骑士”)，与敌意收购者展开竞价。

5.3 事后对抗

如果敌意收购者已经取得控股股权，可引用公司法、公司章程相关条款，对其权利进行限制。在实践中，原控股股东可能寻找敌意收购者的不合法、不合规的行为，将其诉至法院，请求法院限制其权利。在开南系与新梅一案中，就是采取这一策略。鉴于诉讼策略可能长时间（一两年或者更长）地使敌意收购者的权利或决议处于不确定状态，加重敌意收购者的财务成本，敌意收购者可能知难而套现离去。万科在上述建议不生效的情况下，可以利用法律反攻宝能。

五、关键点

案例的关键知识点是利用金融杠杆工具进行外部融资的特点与风险、股权分散化对公司运营的影响、反收购建议以及如何保护中小股东的权益。

通过对国内外文献查找阅读，A Gomes (2006) 的 *Sharing of Control Versus Monitoring as Corporate Governance Mechanisms*、李勇（2016）的以宝能收购万科为例分析企业的股权结构问题、危凤（2009）的 *杠杆收购：理论及其在中国的实践*、Rafael La Porta、Florencio Lopez-De-Silanes 和 Andrei Shleifer（1999）的 *Corporate Ownership Around the World*，王克敏和陈井勇（2007）的 *股权结构、投资者保护与公司绩效* 对理解本案例的教学极具帮助。

六、建议的课堂计划

(1) A 计划：学生事前预习，通过查找相关参考文献及网页知识了解事件发生的起因与后果，本科生和全日制研究生可以通过小组讨论的方式开展研究。

(2) B 计划：在充分的事前预习后，由教师引导通过实地调查，参观万科、宝能集团，实地了解公司运营模式，事后通过召开研讨会的方式由学生自主发言。

(3) 具体安排如下：

A 计划	<p>学生课前查找相关资料</p> <p>查找相关文献，国内外文献各十篇</p> <p>课前十分钟，学生用自己的语言总结案例</p> <p>分组讨论 45 分钟</p> <p>课堂时间：（90 分钟）</p> <p>案例陈述：（15 分钟）</p>
------	--

	小组讨论：（45 分钟） 总结知识要点：（15 分钟） 问答环节：（15 分钟）
B 计划	学生课前查找相关资料 教师引导安排实地调研 学生记录调研情况，撰写调研报告 课堂时间：（90 分钟） 调研结果陈述：（15 分钟） 案例回顾：（15 分钟） 集体讨论：（30 分钟） 总结知识要点：（15 分钟） 问答环节：（15 分钟）

七、案例的后续进展

本案例描述的是 2015 年 12 月以来万科集团与宝能股份有限公司之间产生的股权争夺战，案例至今尚未结局，目前，万科集团计划引入深圳地铁，根据万科公告，深圳地铁未来会将部分优质地铁上盖资产注入旗下某子公司，万科收购该子公司的全部或部分股权，支付对价在 400 亿~600 亿元，支付方式主要是向深圳地铁定向增发。万科此举会使华润在万科的股东地位或许会有所下降，万宝之争进入白热化时代。案件未来会朝什么方向发展？宝能集团是否能够稳拿万科股权？万科又将会做出怎样的应对方法？案例将对后续发展做一定的前景瞻望。

（案例使用说明字数：11,978）

八、参考文献

- [1]王克敏,陈井勇,股权结构、投资者保护与公司绩效,管理世界[J], 2004(7):127-133
- [2]刘中文,李军,融资融券业务风险与控制研究,经济纵横[J], 2007(6):8-10
- [3]何艾葭,“万宝之争”折射出的市场经济价值[J],经营管理者,2016(5)
- [4]李勇,以宝能收购万科为例分析企业的股权结构问题[J],财经界:学术版, 2016(4)
- [5]王奇波,宋常,国外关于最优股权结构与股权制衡的文献综述,会计研究[J], 2006(1):83-88
- [6]官本仁,股权质押的特征、优势与风险防范,亚太经济[J], 2003(5):93-94
- [7]危凤,杠杆收购:理论及其在中国的实践,厦门大学[M], 2009
- [8]储俊,金融衍生工具风险及其管理探析,浙江金融[J], 2010(2):56-57
- [9]张平,“宝能系”收购万科究竟图个啥,企业观察家[J], 2016, 1
- [10]刘宝,从宝能系举牌万科股票谈上市公司的反收购策略,中国商论[J], 2015(34)
- [11]Sharing of Control Versus Monitoring as Corporate Governance Mechanisms,A Gomes, W Novaes,Unpublished Working Paper[J], 2006, 12(8-9):1309-1327
- [12]Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, Corporate Ownership Around the World, Journal of Finance[J], 1999, 54(2):471-517
- [13]L Laeven, R Levine, Beyond the Biggest: Do Other Large Shareholders Influence Corporate Valuations? Unpublished Working Paper

[14]L Laeven, R Levine, Complex Ownership Structures and Corporate Valuations, Review of Financial Studies[J], 2008, 21(2):579-604

[15]T. J. Lyons, Uncertain Volatility and the Risk-Free Synthesis of Derivatives, Applied Mathematical Finance[J], 1995, 2(2):117-133

[16]LP Cao, The influence of the equity structure on the performance of public companies in China, Journal of Changchun Institute of Technology[J], 2015

[17]Bartram, Söhnke M., GW Brown, Conrad, Jennifer, The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value, Mpra Paper, 2008, 46(4):967-999