

PDF-TN2016003

门口的野蛮人？——万宝股权争夺战¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

本案例主要适用于《公司金融》和《企业并购》课程。案例的教学目的在于通过对万科和宝能股权争夺战进行回顾和分析，引导学生了解部分企业内部存在的股权结构分散问题，同时学习各企业不同的经营理念和运作方式。案例重点阐述宝能通过各种渠道筹集资金并通过子公司钜盛华和前海人寿购买万科的股权成为其第一大股东，描述了万科通过停牌、拟定向增发、“合纵连横”、施加舆论压力等方式进行反击；最后分析了截至目前万宝之争的现状和发展趋势，引发同学们对事件的进一步关注和思考。

二、启发思考题

1. 宝能系能展开“蛇吞象”战争的关键在于精心策划了购股战略，那么宝能系主要是通过哪些方式购入万科股份？这些方式都各有哪些特点？
2. 何为敌意收购？宝能系收购万科的行为是否构成敌意收购？面对宝能系收购，万科集团可采取哪些反收购策略？
3. 什么是股权结构？股权结构的主要类型有哪些？万科集团被攻击的主要

1. 本案例由重庆大学经济与工商管理学院的皮天雷副教授和硕士研究生汪辰媚、廖颖、高昱共同编写。作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。未经允许，本案例的所有部分都不能以任何方式与手段擅自复制或传播。

2. 本案例授权全国金融专业学位案例中心使用，全国金融专业学位案例中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

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。

5. “门口的野蛮人”指华尔街通常用来形容那些不怀好意的收购者。

原因在于股权结构欠缺合理性，试分析万科集团的股权结构？

4. 试阐述股权结构对公司治理的作用机理？并针对我国当前股权结构现状，提出优化股权结构与公司治理的建议？

三、基本分析思路

1. 回顾宝能购买万科股份的系列动作来看，这是一场蓄谋已久、精心准备的攻击，而从总资产来看，宝能规模远远小于万科，那么宝能是如何筹集资金完成“蛇吞象”的计划，这也是我们应该学习并掌握的。

2. 从宝能购买的万科股份数量来看，这已经形成了收购行为，但是宝能的收购让万科猝不及防，不得不让人思考这是否为敌意收购，而如梦初醒的万科又采取了怎样的反收购策略，这些策略是否合理可行，我们应该进一步分析。

3. 结合 1994 年的“君万之争”，万科两次被攻击的主要原因都是股权过于分散。可查阅资料了解股权结构的概念和类型，并根据实际情况进行股权结构分析。

4. 公司治理结构是一种对权、责、利的分配和制衡关系。股权结构连接了出资者与公司之间的利益分配关系和控制关系和公司与外部利益集团之间的关系。因此，于是很大程度上决定了股份公司的治理结构，并通过公司治理影响公司运作的绩效。查阅资料了解我国当前股权结构的整体状况，并根据实际情况对公司治理提出建议。

四、理论依据与分析

1. 宝能系能展开“蛇吞象”战争的关键在于精心策划了购股战略，那么宝能系主要是通过哪些方式购入万科股份？这些方式都各有哪些特点？

(1) 融资融券

概念：融资融券交易(Securities margin trading)，也被称为证券信用交易或者称为保证金交易，具体是指投资者通过向具备融资融券交易资格的券商公司提供担保物，以融入资金买进上市公司的证券（融资交易）、或从券商融入证券进而出售套利（融券交易）的行为。

其中，融资交易又被称为卖空交易或者融资卖空，当投资者对后市看多，预

期某支股票的价格将要上涨,即可付出一定比例的保证金于证券公司,证券公司则借钱为其买入该股票,融资交易期限到时投资者按规定偿还证券公司买入股票的本金和利息,并且在双方交割期间投资者还须将购入的股票暂时存放在证券公司的指定账户作为抵押物。

融券交易也被称为卖空交易或是融券卖空,当投资者对某一股票抱有下跌的预期时,向证券公司提供一定保证金之后证券公司向其借出股票,等到期时投资者向证券公司归还数量相同的同种股票,并支付相应的利息,在双方交割期间,投资者通过卖出股票所得的资金须先存放在证券公司指定的账户中。

融券卖空交易根据投资者在卖出股票前其个人的账户中是否拥有相关股票,又可以分为持有卖空和普通卖空,我国的融资融券制度是不允许裸卖空交易的,即投资者若想要卖出股票,必须保证其个人账户中已拥有相关的股票,像某些发达国家的股票市场先行交割而后再借入股票的交易行为,在我国是不被允许的。

特点

A. 杠杆效应

这是信用交易与普通证券交易之间的本质区别,即投资者在买卖证券的时候,并不需要交纳足额资金,而是以一定比例的资金作为保证金,然后借入数倍于保证金价值的资金或证券,这便是所谓的杠杆效应。杠杆效益带来了更大的流动性、更大的风险,是金融衍生品市场发展的核心。

B. 交易条件

投资者要进行融资融券交易之前,需要先在国家批准的、拥有进行融资融券交易资格的证券公司开立专门的账户,包括信用资金账户和信用证券账户,这一账户和投资者的普通账户需要分别开立,不能通用。

C. 风险共担

普通股票交易中,投资者运用自有资金买卖股票,盈亏自负、风险自担。但是在融资融券交易中,证券公司亦作为债权方,若投资者在到期日没有能力偿还相应资金或股票,则证券公司也要蒙受相应的损失。

D. 市场参与的门槛高

由于融资融券交易的高风险性,以及证券公司在交易中承担连带责任这一现实,政府对于参与融资融券业务的券商和个人都设置了更高的门槛,如对券商净

资产最低额的要求，以及对个人在券商处所开立账户的最低资产总额的要求。除此之外，各家券商对个人投资者也有着不一样的要求。

（2）收益互换

概念

关于股票收益互换业务的定义表达有很多种。通常，股票收益互换业务（the Stock Return Swap）是指交易双方（即投资者与证券公司）中至少有一方的收益表现与股票或股票指数相联结，他们所签署的股票互换合约是一个收益互换的协议，即根据协议约定某单一股票或股票指数收益与另外一种股票或股票指数的浮动收益互换，或者是某单一股票或股票指数与固定利率互换。

由上述定义可见，股票收益互换是一种合约，或者称其为协议。股票收益互换的实质与其他互换合约一样，就是协议双方对未来对两组收益的现金流进行交换。股票收益互换是指投资者和证券公司同意以名义本金为基础，进行现金流的交换。合约中的名义本金不需要进行真正的交换，它只是作为双方在计算互换收益时所使用的参考金额。

股票收益互换业务共有三种操作模式：一是投资者将固定利率收益与其交易对手的某一股票或股票指数的收益进行互换；二是投资者将某一股票或股票指数的收益与其交易对手的固定利率收益进行互换；三是投资者将某一股票或股票指数的收益与其交易对手的另一股票或股票指数的收益进行互换。

特点

A. 股票收益互换业务需要在场外进行交易，具有较强的私密性

大部分金融衍生品不是在金融交易所内进行交易，而是在场外金融市场通过双方协商，进而达成交易。相对于交易所交易市场而言，场外交易市场更加开放，因为投资双方可以当面协商确定各交易条款，并且在时间上也比较灵活。股票收益互换业务就是在这样的场外市场进行交易的，投资者与证券公司一对一的进行价格协商与交易，交易信息仅限制在交易主体内部，因此其具有极强的私密性。

B. 股票收益互换业务的结算方式是差价结算

差价结算原来是指在期货合同到期时，交易双方做相反方向的交易来冲抵清算，最终只是对两笔交易的差价进行结算的一种结算方式。股票收益互换业务的结算方式与此类似，比如交易双方进行固定利率收益与某一股票收益的互换，在

合约到期时，支付固定利率收益的一方会同时获得相应的股票收益，如果其支出大于收入，那么，该交易者需要向其交易对手支付该支出与收入的差价；如果其收入大于支出，那么，它将会获得该收入减去其支出的差额。

C. 股票收益换业务是一种信用交易

信用交易是指由证券公司或金融机构为投资者垫付资金，使其可以从事买空和卖空的一种交易制度。在这种交易制度下，投资者可以通过向证券公司或者是金融机构交付保证金的形式进行买卖交易，而不必动用自己所持有的资金，这种交易又被称为是垫头交易或者保证金交易。股票收益互换业务的投资者可以通过预测未来经济变量的市场走势，以支付少量保证金，与证券公司签订互换协议，因此，投资者能够实现较小的资金投入、较大的预期收益。

(3) 大宗交易

概念：各个国家对于大宗交易的定义并没有一个统一的标准，一般来说主要有以下三种标准：

A. 以成交量为标准，该标准要求一笔交易的交易量超过某一规定要求，则为称该笔交易为大宗交易，台湾及新加坡证券交易所就是采用此方法定义。

B. 以成交金额为标准，该标准认为一笔交易的成交金额达到某一要求时，则该笔交易为大宗交易，东京及澳大利亚证券交易所是采用该方法定义。

C. 以成交量及成交金额共同为标准，也就是当一比交易的交易数量及交易金额分别都达到某一值时，称该笔交易为大宗交易，这种定义方法为大多数证券交易所使用，例如纽约、多伦多等交易所。通常说来，一国采用哪个数量或金额标准来定义大宗交易，部分取决于该国证券市场的流动性，当市场流动性越强则定义的标准就越高。

特点：

A. 大宗交易时间

大宗交易时间和普通交易时间是不同的，每个国家对大宗交易时间都有相关规定，一般来说有以下几种：全天均可进行，例如伦敦、巴黎和澳大利亚等证券交易所没有时间规定，即可以全天进行大宗交易；和普通交易同时进行，这是大多数国家采取的方式；有些交易所规定大宗交易只能在普通交易之后进行（如台湾证交所）。

B. 大宗交易方式

在证券市场中，交易制度会对该市场上的交易者数量、交易效率、市场的流动性产生巨大的影响，因而交易制度的制定对市场而言非常重要。大宗交易之所以能对证券市场起到举足轻重的作用，原因在于大宗交易的交易量往往占据了市场总交易量的很高比例。机构投资者的大宗交易和散户投资者的小额交易在交易成本、交易数量以及对市场的影响上均有所不同，这些不同导致大宗交易必须采取和普通交易不同的交易制度，以让交易制度能更好的发挥出作用。各个国家采取了和普通交易不同的交易方式进行大宗交易，一般来说有以下几种方式：

a. 普通交易系统

在一般委托方式下，交易系统对委托数量没有最高额的限制，投资者若想进行大额买卖，只需直接提交订单，无需事先找好买卖对手方，只是大宗交易的成交时间和成交价格无法事先知道。

b. 大宗交易专用竞价系统

大宗交易专用竞价系统的运行时间通常与市场的正常交易时间一致，但一般采用集合竞价方式进行撮合。专用竞价系统的隐蔽性相对较差，但撮合效率较好。

c. 盘后交易模式

也就是在普通交易时间之外进行交易撮合，这种模式由于是集中处理，所以效率较高，但是交易的时间有限。东京、台湾等证交所就是采取的这种交易模式进行交易。

d. 会员转账

采用该种交易方式的投资者事先要商量好大宗交易的交易价格，然后以会员的身份进入到系统内进行交易。目前大部分国家都使用该方式进行交易，例如巴黎、东京等证交所。除此之外，像伦敦等证券交易所可以让会员先进入系统进行交易，之后在报告交易成交成功与否。

e. 场外交易模式

使用该方式进行交易的市场也叫“楼上”市场，这种方式适用于没有大宗交易机制的交易所，投资者只能通过场外的电话等方式进行协商，如果交易双方协商达成了一致，则通过场外的系统进行交易。场外交易模式的特点是具有较高的隐蔽性，但搜索成本也较高。

表1 各国证交所大宗交易方式比较²

交易方式		证券交易所								
		纽约	巴黎	德国	伦敦	澳洲	东京	韩国	香港	台湾
普通交易系统	一般委托（无申报数量上限）					●	●			
	冰山委托（隐藏式委托）		●			●				
	一般配对交易		●			●				
专用交易系统（大额或盘后交易系统）				●			●			●
会员转账	会员通过系统转账		●		●	●	●			
	会员通过专业会员转账	●	●							
	与大额自营商转账交易	●	●							
	事先申报，再由交易所转账							●		
	内线电话商谈或面对面协商								●	
	会员自行转账，再向交易所申报				●					
柜台买卖							●	●		

注：表中●表示该市场允许此种大宗交易方式。

C. 大宗交易的成交价格

大宗交易的成交价格和普通证券交易不一样，它不完全由交易双方竞价决定，不同国家对于大宗交易的成交价格有着程度不同的限制，一般来说可以分为以下三类：

a. 无价格弹性

即大宗交易成交价格是一确定价格，大宗交易双方完全不能影响价格的决定。台湾证交所就是采用该定价方式，即令成交价等于大宗交易当天市场的收盘价格。

b. 有限价格弹性

对于使用普通交易系统来进行交易的大宗交易而言，大宗交易成交价格可以商定，但只限制在当日最佳买卖价格范围之内，使用这种定价方式的国家有巴黎和澳大利亚证券交易所。而对于使用专用交易系统来进行交易的大宗交易而言，其交易价格虽然不是既定的，但是也要参考当天二级市场中的价格。

c. 完全价格弹性

即证券交易所不对大宗交易价格进行限制，大宗交易价格完全由市场参与者

² 资料来源：施东辉、孙培源：《市场微观结构——理论与中国经验》，第89页

决定，使用该种方式定价的地区和国家有香港、伦敦、泰国和澳大利亚等。

(4) 集合资管计划

概念

目前取得客户资产管理业务资格的券商可以从事以下三类业务：为单一客户办理定向资产管理业务、为多个客户办理集合资产管理计划、为客户办理特定目的专项资产管理业务。其中本案例中宝能系使用的是集合资产管理计划。

集合资产管理计划是证券公司通过设立计划产品、与客户签订集合资产管理合同、将客户资产交由具有客户交易结算资金法人存管业务资格的商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管，通过专门账户为客户提供资产管理服务的一项业务。

该业务是券商把社会上零散的资金集中起来，由专家进行管理。它和证券投资基金一样，都属于资产管理业务类型，它们之间在业务开展上有很强的互补性，可以满足不同投资者的投资偏好。它是由券商推出的、管理形式类似于基金，但属于私募性质的一种理财方式。

集合资产管理计划依据中国证券监督管理委员会公布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》运作。其门槛相对较高，限定性产品最低参与金额为 5 万元，非限定性产品最低参与金额为 10 万元。限定性集合资产管理计划的资产应当主要用于投资国债、国家重点建设债券、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券以及其他信用高且流动性强的固定收益类金融产品；投资于股票和股票型证券投资基金的资产，不得超过该计划资产净值的 20%，并应当遵循分散投资风险的原则。非限定性集合资产管理计划的投资范围则由集合资产管理合同约定，不受前款规定限制。

表 2 集合资产管理计划类型 33

分类	类型	概念
按资产组合的比例	限定性	主要投资固定收益类金融产品，投资风险类比例一般不超过资产净值 20%；投资参与起点 5 万。
	非限定性	投资范围由集合资产管理合同约定，不受前款规定限制。

33. 注：2014年6月1日起大集合停发。

客户参与人数、参与起点和规模	大集合	募集规模 5 亿到 10 亿之间,单个客户认购起点为 5 万到 10 万,投资者超过 200 人。
	小集合	募集规模低于 50 亿,单个客户认购起点为 100 万元,客户人数在 200 人以下,单笔委托金额在 300 万元以上的客户数量不受限制。
实际运作	货币市场型	以投资低风险货币市场为主,风险收益较低,流动性好。
	偏债型	以持有固定收益证券为主,风险收益低,一般为限定性产品。
	混合型	投资范围广泛,风险和收益介于股票型和债券型之间。
	偏股型	以投资权益类资产为主,风险和收益较高,适合追求高收益投资者。
	FOF	基金中的基金,间接持有股票、债券,适合中等风险承受能力投资者。

特点

A. 自有资金参与

为了增大产品对客户的吸引力,证券公司可以以自有资金参与设立的集合理财产品,即所谓的“隐性保本条款”。自有资金参与可使券商在实际运作中更注重风险,优化投资组合。

B. 业绩报酬提取

券商集合资管计划可在合同中规定业绩报酬提取原则,即:设定一定的年化收益率作为业绩计提起点,对于业绩超过年化收益率部分提取固定比例或者分段累计提取业绩报酬。允许券商提取业绩报酬可以有效将证券公司和客户利益捆绑在一起,不断激励管理人追求绝对回报,充分调动其为投资者资产增值的积极性。

C. 投资门槛高

限定性产品参与起点 5 万,非限定性参与起点 10 万。2013 年 6 月出台的新规明确指出合格投资者的界定,个人或者家庭金融资产合计不低于 100 万,机构净资产不低于 1000 万。因此,券商理财产品主要面向中高端客户,投资门槛较高。

D. 私募性

证券公司可以自行推广或者委托托管行代为推广,但不得通过广播、电视、报刊、互联网及其他公共媒体推广产品。券商只需定期或临时披露产品运作相关情况,无需向公众披露。

E. 投资范围广、投资比例灵活

集合理财产品投资范围广,限制较少。新规不断增加投资范围,放松投资比例限制,如出台的《证券公司客户资产管理业务管理办法》删除“双 10 限制”,即:证券公司管理的集合理财产品投资于一家公司的证券不得超过发行量的 10%,一个集合理财产品投资于一家公司的证券不得超过该产品资产净值的 10%。

F. 适度封闭运作，流动性略差

集合理财产品成立后一般设有封闭期，为了避免投资者频繁申购、赎回开放期设置一般也是固定的，一般为每月固定的几天，适度的封闭运作造成流动性较差，但同时能提高产品收益。

G. 费率设置灵活

集合理财产品在管理费、业绩报酬、参与和退出费率上设置灵活，可根据实际情况设计出不同收费模式的产品。

2. 何为敌意收购？宝能系收购万科的行为是否构成敌意收购？面对宝能系收购，万科集团可采取哪些反收购策略？

(1) 敌意收购的含义

敌意收购（Hostile Takeover）是指收购公司在目标公司（Target company）管理层对其收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下，在证券市场上向目标公司的股东购买大量流通股份，对目标公司强行进行收购的行为，有的学者将其称为“黑衣骑士”。在此种收购中，收购公司往往会采取突然收购的手段，提出苛刻的兼并条件，而使目标公司不能接受，而敌意收购的目标公司经营者，经常采用反收购的措施来阻碍收购者完成收购行为；同样，收购公司在得知目标公司的激烈反应后，也会采取一些手段强迫目标公司被迫就范。收购公司与目标公司之间的这种激烈的互动，常常使收购活动演变为一场你死我活的战争。

敌意收购作为要约收购的产物和形式，在 20 世纪 70 年代的美国开始盛行，它大大推进了公司收购的进程，对企业经营和证券交易市场的运行及相关案件的司法处理也产生了巨大影响。但在此种收购中，收购方避开目标公司管理层而通过公开要约收购的方式，直接与股东进行股份转让交易，可能会导致目标公司启动反收购机制，或防止收购的发生，或挫败已发生的收购，这将不可避免地导致目标公司内部权力结构的重新配置和各方利益的冲突与再分配。

(2) 宝能系收购万科的行为

根据敌意收购含义的描述，宝能系收购万科的行为构成了敌意收购。首先，是前海人寿从 2015 年 6 月开始以“大笔买入，小笔卖出”的形式，连续三个月“低调”买入万科股份，总持股比例达 6.66%，一跃成为万科 A 前十大股东之一，整个过程“短、频、快”，不给万科留足反应的时间，符合敌意收购采取突击的

行为；再看宝能系的另一个战将—钜盛华，在7月开始通过四种方法：融资融券、收益互换、大宗交易、分级资管（大约优先劣后1：2），买入万科股份。

截至2015年12月4日，宝能系持有万科A股股数为22.11亿股，占万科总股本的20.008%。从宝能系买入万科股份的过程来看，这是一场精心策划好的预谋，战术策划精密，各战队配合度高，进攻干净利落，且避开目标公司万科管理层而进行公开要约收购。

而在2015年8月王石游学回国的第一回应就是“不欢迎”，认为一旦宝能系控股，大的投资公司、大的金融机构以及商业评级机构就会对万科的信用评级重新调整。随后，2015年12月18日，万科申请停牌进行重大资产重组，开启反收购行动。截至目前，万宝之争引发的利益链冲突仍在发酵。

（3）万科可采取的反收购策略⁴

面对宝能的敌意收购，万科管理层及股东可采取如下措施：

防卫战略

最佳的防御是早作准备。收购发生前的反收购策略可被视为“防卫战略”。

A. 合理股权安排

要想从根本上预防敌意收购，适当的股权安排是最佳的策略。参照反收购可能出现的结果，公司首先应该做到的是，建立合理的股权结构。最为有效和简单的方式是自我控股。就是公司的发起人或者大股东为了避免被收购，而在开始设置公司股权时就让自己拥有可以控制公司的足够的股权，或者通过增持股份增加持股比例来达到控股的目的。

从数字上来看，显然自我控股达到51%肯定不会出现恶意收购情况，收购与反收购的情况也不会发生。理论上是低于51%就可能发生恶意收购，但实际上，当股权分散后，一般持有25%的股权就可以控制公司，因此必须找到一个合适的点来决定控股程度。万科之所以成为宝能的目标，很重要的一个原因就是其股权过于分散。

此外，交叉持股或相互持股也是反收购的一个重要策略，也就是关联公司或关系友好公司之间相互持有对方股权，一旦其中一家公司遭到收购，相互持股公司之间容易形成“连环船”的效果，从而大大增加了反收购一方的实力。

⁴本题可以运用罗斯等《公司理财》中第8篇第29章“收购、兼并与剥离”的相关知识点进行阐述说明。

B. 驱鲨剂条款

为了防止公司被恶意收购而在公司章程中设立一些条款,通过这些条款来增加收购者获得公司控制权的难度,这类条款被称为“驱鲨剂”条款,主要有:董事会轮选制、董事资格限制及超多数条款。

C. 金色降落伞

金色降落伞(Golden Parachute)这个有趣的术语是指接管时,收购方解聘管理层要提供丰厚解聘补偿。这个观点是说金色降落伞可以通过增大收购的成本来阻止接管。然而,一些权威人士认为这种阻止效果不会很明显,因为解聘补偿就算在丰厚,也可能只是收购一家企业的成本中的很少一部分。而且,有些人士还认为金保护伞事实上促进了接管的发生。理由是有着失业威胁的管理层会倾向于阻止任何接管,而巨额的解聘补偿会缓和接管对自己的影响,反而降低了管理层对接管的阻止。

虽然我们前面提到最佳的防御是早做准备,但在遭遇接管投标时,金色降落伞仍会被起用。例如,当 Scotville 董事会接受了 First City Peoperties 的 5.23 亿美元收购要约时,向 13 玮最高总裁支付了大约 500 万美元的一次性补偿。

D. 毒丸计划

毒丸(Poison Pill),正式名称为“股权摊薄反收购措施”,最初的形式很简单,就是目标公司向普通股股东发行优先股,一旦公司被收购,股东持有的优先股就可以转换为一定数额的收购方股票。1982 年美国并购律师马丁·立普顿(Martin Lipton)发明了毒丸计划。1985 年,美国德拉瓦斯切斯利(Delawance Chancery)法院判决毒丸术合法,确认毒丸术的实施无须股东直接批准即可实施。毒丸计划因此在八十年代后期在美国被广泛采用,它是过去 20 年中最受美国公司欢迎的反收购策略,美国有超过 2000 家公司拥有这种工具。

作为已流行 20 余年的资本市场反收购必杀绝技,“毒丸”有若干形式:“翻出”(flipout)是目标公司向现有股东发行配股权,只要董事会批准兼并,股东即可低价买进续存公司的股票。“翻入”(flipin)是只要收购人得到目标公司一定的股份(通常为 20%),目标公司的股东即可以优惠价购买目标公司已被批准但尚未发行的股票。这两种做法都是为了摊薄目标公司的价值,让收购人得不偿失。毒丸有效是因为此举事先即由股东授权,董事会不必再召开股东大会即

可作出决定，进退自如。

因为其独特的股权抬价和反收购作用，包括新闻集团、惠普、雅虎在内，美国 2000 多家公司都握有“毒丸”预案。随着资本市场上敌意收购增多，“毒丸”经常被抛出。甲骨文收购仁科案，仁科就曾预设了“毒丸”。盛大收购新浪，新浪就抛出了“毒丸”⁵。

但随着新《上市公司收购管理办法》的实施，中国资本市场上已经缺乏实施毒丸计划的法律依据。该法第三十三条列举了对目标公司禁止的反收购措施，按照这一规定，毒丸计划已经被明文禁止⁶。

抵抗战术

A. “白衣骑士”

“白衣骑士”（White Knight），是指目标企业为免遭敌意收购而自己寻找的善意收购者。公司在遭到收购威胁时，为不使本企业落入恶意收购者手中，可选择与其关系密切的有实力的公司发出邀请，参与收购战，以更优惠的条件达成善意收购。

在“白衣骑士”出现的情况下，目标公司不仅可以通过增加竞争者使买方提高购并价格，甚至可以以“锁住期权”给予“白衣骑士”优惠的购买资产和股票的条件。“白衣骑士”的反收购行动在美国屡见不鲜，美国许多创业投资公司常常充当“白衣骑士”的角色，甚至筹建反收购基金以保护其投资对象免遭毒手。一般地讲，如果收购者出价较低，目标企业被“白衣骑士”拯救的希望就大；若买方公司提供了很高的收购价格，则“白衣骑士”的成本提高，目标公司获救的机会相应减少。

此策略在我国同样被采用。2002 年，东盛科技恶意收购丽珠集团。丽珠集团的管理层引进太太药业作为“白衣骑士”，在收购过程中，对太太药业采取了

5. 毒丸一旦敌意收购者所收购的新浪股权超过20%，除其之外的在2005年3月7日工作日结束时登记在册的新浪普通股股东便将有权执行“毒丸计划”所赋予的权利，获得价值等于其执行价格双倍的优先股。实际上，股东可以有两种选择：以 150 美元的价格，从公司赎回现金 300 美元，或者获得千分之一的优先股。载《南方日报》2005 年 2 月 24 日。）

6. 《上市公司收购管理办法》第三十三条：收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。

较为积极配合的态度，2002 年，东盛科技恶意收购丽珠集团。丽珠集团的管理层利用太太药业让其他潜在收购者望而却步。从目前的法规看，中国证券市场管理者还是比较倾向于支持这种反收购策略的，因为这将带来收购竞争，有利于保护全体股东的利益。

B. “焦土战术”

“焦土战术”（Scorched Policy）同样是一种两败俱伤的策略。作为阻击收购的手段，“焦土战术”包括负债计划和人员计划，前者包括出售“皇冠上的珍珠”⁷与虚胖战术。出售“皇冠上的珍珠”是指目标公司在收购威胁下，可能将引起收购者兴趣的“皇冠上的珍珠”出售，使得收购者的意图无法实现，作为替代方法，也可把“皇冠上的珍珠”抵押出去。虚胖战术其做法有多种，或者是购置大量资产，该种资产多半与经营无关或盈利能力差，令公司包袱沉重，资产质量下降；或者是大量增加公司负债，恶化财务状况，加大经营风险；或者是故作一些长时间才能见效的投资，使公司在短时间内资产收益率大减。

目前，依据《上市公司收购管理办法》第三十三条的规定，中国不允许目标公司采取“焦土战术”进行反收购。

C. “帕克曼”⁸防御

“帕克曼”（Pac-man）防御指当敌意收购者提出收购时，以攻为守，针锋相对地对收购者发动进攻，也向收购公司提出收购，或以出让本公司的部分利益，包括出让部分股权为条件，策动与目标公司关系密切的友邦公司出面收购公司，从而达到“围魏救赵”的目的。

帕克曼防御是企业反收购防御战术中最无可争议又最咄咄逼人，同时也最能体现防御方与目标公司共存亡的决心与实力的战术。进攻是最好的防御，帕克曼防御战术的实施，不但使原来的进攻者变成了防御者，而且可使实施此战术的目标公司处于进退自如的境地。“进”可使目标公司反过来收购袭击者；“守”可迫使袭击者返回保护自己的阵地，无力再向目标公司挑战；“退”可因本公司拥

7. 在并购行业里，人们习惯性地把一个公司里富于吸引力和具收购价值的部分，称为“皇冠上的珍珠”。它可能是某个子公司、分公司或某个部门，可能是某项资产，可能是一种营业许可或业务，可能是一种技术秘密、专利权或关键人才，更可能是这些项目的组合。

8. “帕克曼”原是八十年代初流行的一部电子游戏的名称，在该游戏中，任何没有吞下其敌手的一方反遭到对方的毁灭。

有部分收购公司的股权，即使最终被收购，也能分享到部分收购公司的利益。此战术尽管有这些优点，但其风险较大，目标公司本身需有较强的资金实力和外部融资能力，同时，收购公司也须具备被收购的条件，否则帕克曼防御将无法实施。

D. 法律诉讼

通过发现收购方在收购过程中存在的法律缺陷，提出司法诉讼，是反收购战的常用方式。诉讼策略的第一步往往是目标公司请求法院禁止收购继续进行。于是，收购方必须首先给出充足的理由证明目标公司的指控不成立，否则不能继续增加目标公司的股票。这就使目标公司有机会采取有效措施进一步抵御被收购。不论诉讼成功与否，都为目标公司争得了时间，这是该策略被广为采用的主要原因。1994年的“君万之争”中就使用的这个策略，万科紧急停牌三天，在联系各方大股东争取支持的同时，查出了对手开“老鼠仓”的形迹，寻得对手软肋所在，万科随后向证监部门举证。

在我国，目标公司对收购公司进行法律诉讼的主要依据有：《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》（试行）、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《关于企业兼并的暂行办法》、《国有企业财产监督管理条例》以及《上海证券交易所交易市场业务试行规则》等。

诉讼的主要内容包括两方面：一是明知故犯的违规操作，二是既不能称之为“合法”，又不能称之为“违法”的法律“灰色区域”。不能称之为“合法”，是因为这些收购行为不但违反国际惯例，而且也违反“三公”原则，但也不能称之为“违法”，因为在中国现行法律中找不到其违法的理论依据。其实，法律的“灰色区域”，就如一把双刃的剑，它既能为收购公司所利用，同样也可为目标公司的反收购服务。

E. 公关行动

a. 发布文件

称赞自己的业绩和前景；嘲笑收购价格和收购逻辑、融资方式和捕猎者的以往纪录。批评收购逻辑和收购价格，建议目标公司股东不要接受。

b. 发布利润报告 / 预测

报告或预测以往或当前年度利润的增长，使出价看起来太低。或许诺将来红

利更高，以增加对股东的回报；削弱收购者对更高回报的许诺。

c. 资产重估

在现行的财务会计中，资产通常采用历史成本来估价。普通的通货膨胀，使历史成本往往低于资产的实际价值。多年来，许多公司定期对其资产进行重新评估，并把结果编入资产负债表，提高了净资产的账面价值。由于收购出价与账面价值有内在联系，提高账面价值会抬高收购出价，抑制收购动机。

d. 游说

争取工会 / 工人，让他们去游说反垄断部门或政客，并批评收购方对目标公司的计划。争取顾客 / 供应商，让他们游说反垄断部门，或表示如果收购者获胜，就会损坏与这些部门的关系。

e. 转移注意力，批评收购者（万科之争中，万科已经使用）

f. 以广告掀起损害收购方名誉的传媒宣传运动（万科之争中，万科已经使用）

F. 股票回购

公司在受到收购威胁时可回购股份股票，回购视发生时间不同也分为两种：

a. 资本重组

这是一种典型的防卫战略。公司将可用的现金分配给股东，这种分配不是支付红利，而是购回股票；或是换股，即发行公司债、特别股或其组合以回收股票，通过减少在外流通股数，抬高股价，迫使收购者提高每股收购价，而且，还减少可能落到收购者手中的股票。但此法对目标企业颇危险，因负债比例提高，财务风险增加。

b. 反绿色邮件条款

绿色邮件（Greenmail），又译作绿票讹诈或讹诈赎金，是指目标公司通过私下协商从特定股东手里溢价购回其大量股份。溢价回购的目的是消除恶意并购者的敌意接管威胁。

目标公司在溢价回购本公司股票时，为了防止本公司近期再遭袭击，往往与袭击者签订“停止投资协议”（standstill agreements）约定被溢价回购股票的袭击者（主要指套利者），在未来一段时期内不能继续“投资”该公司的股票。

G. 定向配售、供股、重新评估资产等方式

定向配售是指向某人发行较大比例的股票；配股是指按比例给老股东配股。这两种方式都可以增加股票的总量，稀释袭击者手中股份比率，使之难以达到控股的目的。目前我国具备实施定向配售之法律环境。我国上市公司增发新股时，可向战略投资者配售大量股票。不过，目前我国从董事会公布增发新股到真正实施尚需相当长的一段时间，恐怕远水不解近渴。

此外，还可以采取重新评估资产的方式。资产重估是面临收购时的一种补救措施。在现行的财务会计处理中，资产通常采用历史成本来估价。普通的通货膨胀，使历史成本往往低于资产的实际价值。多年来，许多公司定期对其资产进行重新评估，并把结果编入资产负债表，提高了净资产的账面价值。由于收购出价与账面价值有内在联系，提高账面价值会抬高收购出价，抑制收购动机。同时，我国房地产、无形资产如商誉、商标、专利等普遍存在低估的倾向，可通过重新评估资产提高每股的资产净值，促使股票价格上涨，增加收购成本和收购失败风险，使收购者不敢轻举妄动。

3. 什么是股权结构？股权结构的主要类型有哪些？万科集团被攻击的主要原因在于股权结构欠缺合理性，试分析万科集团的股权结构？

（1）股权结构的含义

公司的股权结构是指公股东的构成。也指股东的类型及各类股东持股所占比例，股票的集中或分散程度，股东的稳定性，高层管理者的持股比例等。对于大多数的上市公司，股东包括个人、非金融企业、非银行金融机构、政府、国外投资者、高层管理者或一般职工。其中各类股东持股比例主要包括两个方面：一是哪些股东持有公司股份；二是各股东所持股份在公司总股份中所占的比重多少。前者说明持有股份的股东的性质，是体现了股权结构的质，后者则是表明股权集中或分散的程度，是股权结构量的体现。

（2）股权结构的主要类型

股权结构按照不同标准可以分为不同类型。主要标准有股权的集中度，股权的构成，企业剩余控制权和剩余收益索取权的分布状况与匹配方式。股权的集中度一般是指前五大股东持股比例。股权结构从股权集中度可分类为：高度集中型、过度分散型和适度分散型。这也是国际上比较常用的分类方法。

高度集中型股权结构

主要特征是第一大股东持股比重很大，一般在 50%以上，可以说基本是处于公司绝对控股的地位，其他股东所持有股数极小。

高度分散型股权结构

表现为公司没有大股东，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，相当数量的股东持股数相近，单个股东的作用有限。

适度分散型股权结构

表现为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 10-50%之间。

股权的构成，即各种不同背景的股东所持有股份的多少。在国际上看，一般可分为个人投资者，机构投资者和公共部门（包括政府及其代理人）集中类型，其中机构投资者，一般是指以社会投资人的专业代理投资者的身份持有股份的主体。美国学者布莱尔认为，机构投资股东包括共同基金、养老基金、投资公司、私人信托机构和捐赠的基金组织、银行和储蓄机构、保险公司等。在我国，由于存在非流通股的特殊问题，在研究股权结构时根据股东所持有的股份能否流通分为流通股与非流通股；或者按照持股的主体不同，分为国家股、法人股（国有法人股和非国有法人股）、社会公众股、公司内部职工股等。

（3）万科集团的股权结构

从万科集团的前十大股东持股比例来看，在 2015 年 6 月“万宝之争”初期，第一大股东为国有控股企业华润股份有限公司，持股比例未超过 15%；第二大股东 HKSCC NOMINEES LIMITED⁹持股比例也是在 10%左右；但再看其他八位股东的占股比例均在 5%一下，大部分为 1%左右，持股比例过小。前十大股东累计持股比例为 25.33%，由此可见万科是典型的大众持股公司，其股权分散程度在中国证券市场中是少见的，很容易被恶意收购。

9. HKSCC NOMINEES LIMITED: 香港中央结算有限公司 (Hong Kong Securities Clearing Company Ltd. (HKSCC)) 经营香港的中央结算及交收系统，乃认可的结算机构。香港中央结算有限公司是港交所全资附属公司。

2015-12-31	2015-09-30	2015-06-30	2015-03-31	2014-12-31		
前十大股东累计持有: 411295.05万股, 累计占总股本比: 25.33%, 较上期变化: 5153.41万股 ↑						
机构或基金名称	持有数量(万股)	持股变化(万股)	占总股本比例(%)	实际增减持(%)	股份类型	持股详情
华润股份有限公司	164549.47	不变	14.89	不变	流通A股	点击查看
HKSCC NOMINEES LIMITED	131493.47	↑ 0.64	11.90	不变	流通H股	点击查看
国信证券-工商银行-国信金鹏分级1号集合资产管理计划	45699.32	不变	4.14	不变	流通A股	点击查看
GIC PRIVATE LIMITED	15192.10	不变	1.38	不变	流通A股	点击查看
刘元生	13379.12	不变	1.21	不变	流通A股	点击查看
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	12404.90	↑ 6274.04	1.12	↑ 102.34	流通A股	点击查看
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002深	9599.97	新进	0.87	新进	流通A股	点击查看
万科企业股份有限公司工会委员会	6716.85	不变	0.61	不变	流通A股	点击查看
中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	6339.99	新进	0.57	新进	流通A股	点击查看
UBS AG	5919.86	↓ -3812.18	0.54	↓ -39.17	流通A股	点击查看

图1 2015年6月31日万科A前十大股东持股情况

从股东数量来看, 在2015年3月31日, 万科股东总数达到652130人。但从2015年6月开始, 受宝能收购影响, 万科股东总数急剧下降, 截至2016年2月29日, 股东总数降至272167人。虽然数量下降迅猛, 但与同行业股东人数作比(同行业股东人数基本在20万以下), 万科股东数量仍然偏多, 且多为小股民, 持股比例小。



图2 万科A近期股东数量变动情况

同行业股东人数增减量前10名			同行业股东人数增减量后10名		
股票名称	股东人数	较上期变化	股票名称	股东人数	较上期变化
财信发展	40776	365.05%	园城黄金	13715	-28.47%
天业股份	79813	274.20%	嘉宝集团	44812	-27.06%
莱茵体育	91258	164.80%	首开股份	105897	-24.99%
大名城	98083	89.31%	金地集团	54288	-23.54%
中体产业	131121	79.08%	信达地产	44369	-22.63%
滨江集团	105323	76.89%	保利地产	347293	-22.19%
中茵股份	19155	71.42%	新城控股	128088	-19.86%
西藏城投	48025	62.58%	华夏幸福	62999	-19.67%
冠城大通	112939	51.50%	海德股份	16200	-15.91%
中国武夷	50749	50.33%	城投控股	114369	-13.76%

图3 同行业股东人数增减变动情况

综合来看，万科集团的股权结构过度分散，所有权与经营权基本完全分离，相当数量的股东持股数相近，单个股东的作用有限。且原第一大股东华润股份有限公司属于国有控股企业，其主要精力不会放在公司治理和优化发展上面。因此，股权问题是万科遭受“入侵”的主要原因。

4. 试阐述股权结构对公司治理的作用机理？并针对我国当前股权结构现状，提出优化股权结构与公司治理的建议？

(1) 股权结构对公司治理的作用机理

股权集中度对公司治理机制的影响

公司治理结构是一种对权、责、利的分配和制衡关系。股权结构连接了出资者与公司之间的利益分配关系和控制关系和公司与外部利益集团之间的关系。因此，股权结构作为现代股份制公司中财产结构的主要形式，于是很大程度上决定了股份公司的治理结构，并通过公司治理影响公司运作的绩效。在长期的公司治理实践中，随着公司治理制度的不断完善，形成了一套相互联系的公司治理机制体系。股权集中度对公司治理机制的影响根据三种主要类型分别进行如下讨论：

A. 公司股权高度集中，存在绝对控股股东

如果上市公司属于绝对控股模式，在此类股权结构下，股东的行为具有两个方面的特点：一方面大股东由于持股比重较高，所以对行使权力具有较高的积极性，一般控股股东的直接代表是董事长或者是总经理，因而他们的利益与股东的利益高度一致。

另一方面，小股东由于所占份额过小因而常常忽视了其权利的行使，必要时通常选择“用脚投票”¹⁰的机制。由此，大股东没有了来自公司其他股东有效的制衡和约束，因而他可以对公司的经营者进行干预，也可以强迫经营者与其合谋造成小股东权益的损失。这造成了委托代理关系下的治理效率难以得到有效的提高，公司的整体效益也就受其影响。

B. 公司股权高度分散

10. 用脚投票一词来源于股市，要理解用脚投票一词得先明白什么是用手投票。用手投票：在股份公司中，产权是明晰的，投资者以其投入资本的比重，参与公司的利润分配，享有所有者权益；以其股权比重，通过公司股东代表大会、董事会，参与公司的重要决策，其中包括选择经理层。反之，投资者还拥有另一种选择权，即选择离开，理都不理你的“用脚投票”——卖掉其持有的公司股票。现在通常用来比喻对某事的失望或抵触，从而选择离开或者放弃。

由于企业股权的高度分散，恶意接管的潜在威胁随时存在，从而对公司管理层的经营形成了较强的监督和约束作用，外部接管市场对公司管理层产生很大压力可以促使他们努力工作。

但在过度分散型结构下，股东行为也并不理想，股权的分散使得股东们形式权利的积极性普遍受到抑制，不能被充分调动。如果没有有效的激励机制，股东肯定不希望比别人付出更多的努力，这是因为监督和运营商必须付出成本，这将导致股东在公司监督时产生“搭便车”的机会主义行为。因此，委托代理关系下的效率损失仍然严重影响了公司的业绩。

C. 公司股权相对集中，存在相对控股股东

这种股权结构较为合理，它解决了怎样在股东之间建立起有效地激励和制衡机制的问题，使股东在前两种结构下的行为非理性得到一定程度的改善。各股东基于其持股比例，从而决定其行使权力的努力程度。各股东在持股比例有适当差异的情况下，都能够适度的参与到公司的治理过程中来，相互制衡约束，从而大大的降低了委托代理成本，为提高公司的效益创造了条件。

但由于各股东均处于参股地位，前几大股东的持股比例相对比较接近，董事会成员便代表了不同股东的利益，各董事均没有绝对的决策权，重大决策和经营管理可能存在较大分歧，难以在短时间内达成一致有效的解决方案，有可能延误了最佳的解决时机。

不同的股权结构会带来不同的监控效率，从而影响整个公司的治理效率。

表 3 不同股权结构所对应治理机制效率¹¹⁾

股权结构 治理机制	高度集中型	过分分散型	适度分散型
经营绩效	好	差	一般
收购兼并	差	好	一般
代理权竞争	差	差	好
监督机制	一般	差	好

由表 3 可以看出，不同的股权机构对公司治理机制的影响效果不同。在经营绩效、收购兼并、代理权竞争以及监督机制方面，适度分散型股权结构总体好于高度集中型与过度分散型。

11. 资料来源：孙永祥，《公司治理结构：理论与实证研究》，上海三联书店，第125页。

股权属性对公司治理绩效的影响

不同类型的股权类型对应着不同的权益主体,而不同的权益主体对公司治理的参与和影响也不同,不同股权持有者的特性决定了其在公司治理结构中发挥着不同的作用。以下通过对持有不同属性股权的投资者的行为进行分析,对股权属性与上市公司治理绩效之间的关系作进一步的探讨:

A. 国家股与公司治理绩效的关系

国家股一般是指国家投资或国有资产经过评估并经国有资产管理部门确认的国有资产折成的股份。国有股东因为多重委托代理关系和其目标函数的多维性,除了在特殊行业外。其余的行业并不具备效率上的优势。

B. 法人股与公司治理绩效的关系

从产权性质看,法人股指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体,以其依法可经营的资产向公司非上市流通股部分投资所形成的股份。由于法人股具有相对明确的投资主体身份,法人股比国家股更具有“经济人”的人格化特征,且法人股的高比例有助于实现经营者控制权实施的独立性;有利于经营者决策的独立性,从而调动经营者的积极性,所以法人股对上市公司治理绩效大体为积极的影响。当然,法人持股对公司绩效也有负面影响,熟知的上市公司重筹资、轻转制的现象都可能对公司绩效产生负面影响。

C. 社会公众股与公司治理绩效的关系

我国的社会公众股是境内的个人和机构所持有的可上市流通的部分。社会公众股股东比较注重二级市场的价差,它的投机性较强,对于公司的长期发展不太关注,而且稳定性差,也没有效率上的优势。

(2) 我国当前股权结构现状

由于历史原因,我国上市公司的股权结构极为复杂,在发展过程中具有了一定的中国特色。上市公司的股权结构从总体上看主要表现出以下几方面的特征:

股权结构复杂

A. 股票发行种类繁多

从流通性角度划分,可以分为流通股和非流通股。流通股由A股、B股和境外上市的H股等构成;非流通股由国家股、法人股(境内法人股、境外法人股和募集法人股)、个人发起人股和机构配股构成。

B. 不同种类股票的流通转让规则各不相同

不同种类的股票在股价、流通性和转让程序等方面都有很大的差异，形成了同股不同价、同股不同权，发行市场和流通市场彼此分制的状况，违背了股权平等原则。由于人为划界和层层分制，严格规定股权的性质和持有人，从而造成清晰明了的股权结构变得复杂。

股权结构不平衡

A. 各类股票比例均衡

尤其非流通股与流通股比例不均衡，非流通股占比过大。而在非流通股中，国有股和法人股占据了绝大部分，流通股所占的上市公司股份的比重较小。由于非流通股所占比重较大，占上市公司股份比重较小的流通股在二级市场上无法买卖或者基本不发生控制权的转移，导致破产兼并等机制残缺，股东对经理人员及企业行为的约束机制弱化。

B. 股权高度集中现象严重

我国股权高度集中主要体现在两个层面，第一是国有上市企业中国有股“一股独大”；第二是民营上市企业中，例如家族股东之类的股东集权现象。

C. 机构投资者比重少

上市公司机构投资者规模明显偏小，市场投资者结构不平衡的状况十分突出。这使得股权结构集中度两极分化严重，非流通股中国有股占比大，但国有股东并不关心公司绩效；而小股东所占比例少且股权分散，对公司治理也是“有心无力”或者直接“用脚投票”。

D. 金融机构股东相对缺乏

在我国，金融业不得混业经营，银行业也不准许开展证券业务，银行只能以债权人的身份而不是股东的身份参与公司治理。从国外经验看，金融机构在监督管理人员行为方面有相当的优势，但是我国缺少金融机构的股东，造成了监督者的一定缺位，进而造成一定的代理问题，加剧了股东与管理层控制权的不平衡。

（3）优化股权结构与公司治理的建议

就目前中国上市公司的现状来看，公司受外部的经营环境和自身条件的制约，我国上市公司的股权结构和公司治理的优化目标是形成适度集中而权利制衡的股权结构，并在此基础上形成以公司内部治理为主的公司治理模式。这种有相

对控股股东的股权结构，不仅有利于发挥大股东对公司的治理，有效防止外来入侵者的恶意收购，而且在弥补小股东对公司治理的不足的同时还能够抑制大股东的权利侵占，使所有者与经营者之间的权责关系得以合理的配置，从而为上市公司治理结构的完善和真实体现市场价值创造条件。优化股权结构和公司治理的具体建议如下：

提高非流动性股票的流通性

解决股权分置，赋予非流通股流通的权利，摒除同股不同权。在股票具有正常的流通性的前提下，形成“同股同权，同股同利”的经济局面。

统一股票种类

统一股票市场绝非易事，会射击到许多具体的问题。例如国有股、法人股的流通方面的问题，怎样对接 A 股与 B 股。在现有条件下，短期内 A 股和 B 股的对接工作难以完成。

减持国有股，逐步实现投资主体多元化

要真正落实公司法人的自主经营权，必须做到公司法人结构中的董事会、监事会、股东会以及经营者之间相互制衡制约的机制正常运行。同时限制大股东的权力，保障公司中小股东的权益，使股东会所作决议不仅代表大股东的利益，更能代表全体股东的利益，使中小股东对企业有足够的信心，不会轻易抛售手中股份。

积极培育机构投资者

当前，我国市场上的机构投资者主要有信托公司、保险公司、投资基金和社保基金等。引入上述机构投资者有利于形成几个持股比例较大的大股东相互制衡的股权结构。在我国证券市场发展缓慢，股民的投资行为缺乏理性的情况下，充分利用机构投资者在资金规模、专业知识、信息等方面的优势可以在一定程度上解决股权高度集中的问题，对于优化股权结构具有重要作用。由于机构投资者持股比例高，他们抛售公司股票的行为势必会引起股票价格下跌，从而减少自身收益。因此，机构投资者不同于单纯的个人投机者，他们作为投资者真正地参与到公司治理当中，参与制定公司的重要决策，决定公司的重大经营战略。

为推进我国机构投资者的发展，应该从我国的实际国情出发，积极引进非国有机构投资者，发展投资公司，逐步引导基金、保险和养老金机构持股，改善投

资主体结构，进一步扩大机构投资者的比重，积极引导他们介入公司治理，促使上市公司改进治理结构，提高公司经营业绩和绩效。

鼓励企业间交叉持股

交叉持股指的是企业法人之间相互投资，通过互相持有对方的股权而成为对方的股东。这一举措不仅可以改善股权结构，还能增强企业间的相互合作，降低被恶意收购的风险。

大力发展银行持股模式

在日、德的上市公司中，银行持股占有很大的比例。银行等金融机构的持股成为对上市公司经营管理进行监控的一种有效方法。在我国国有企业改制的过当中，如果能够允许银行在一定额度范围内持有具有信贷关系的企业的股份，并对企业的经营管理活动进行有效的监督，这样就能够很好地解决银行对企业贷款失控的问题。另一方面，银行在外部治理中发挥着重要的作用，可以对经理人员形成有效的约束，减少“内部人控制”现象的发生。因此我国有必要不断推进银行与企业间的合作，加强银行对企业信贷的内在约束。

完善公司内部治理

股权机构优化并不等同于公司治理制度的完善优化。公司还应注重内部治理，主要有以下几点：

A. 重视董事会建设

无论是国外还是从我国的公司治理的现有框架体系看，董事会都是公司治理的核心机构。首先，应追求董事会主题多元化，保证各方利益；其次，董事会必须保持其独立性，同时赋予他们更大的权力，构建独立董事与公司中小股东对话的平台。

B. 重视监事会的建设

抬高监事会在公司中的地位，赋予其一定的实权。太高监事会在公司中的地位，监事会才能真正的肩负起对董事会的监督职能，进而预防公司运行中董事会权利滥用、权利失控、严重犯罪等行为的迫切需要。

C. 完善内控制度和内审制度

一些上市公司对于内控制度和内审制度尽管做了相关的规定，但是在实施过程中却只是走形式，这些制度并没有发挥响应的作用。对于这种状况，上市公司

应该加大这些制度的实施力度。例如，对于内审人员的资格和业务能力有更严格的考察要求，同时对内审和内控工作进展情况通过季度或者年度报告的形式进行信息披露，使内部监督透明化，促使上市公司决策更加科学，发展更加规范。

建立完善的上市公司信息披露制度

我国上市公司信息披露的信息不对称，加大了分散的中小投资者的投资风险，严重影响了股东对上市公司的信心。有效的信息披露制度可以在投资者和公司管理人员之间建立起良好的合作关系，使得投资者可以对上市公司做出公平公正的评价，提高公司的声誉，督促管理者提高公司治理水平，努力提高公司的治理绩效，从而实现投资者与管理者的共赢。

对于上市公司来说要加强信息披露，有关监督机构和市场中介机构要积极发挥市场监督作用，建立便捷的信息网络体系，有效降低大股东成员的监督费用。因此，必须落实股东的知情权、质询权和提案权，让非控股股东有权就股东大会议程中的相关事项质询董事会、监事会和经理层。同时，加强公司信息披露的充分性、透明性，提高财务报表的有用性，规范财务信息披露行为。

五、关键点

本案例有两个关键点：

一是，万科自成立以来，经历了众多风风雨雨才逐渐形成独具特色的企业文化和经营理念，并成长为中国最大的专业住宅开发企业。而内部股权分散问题一直是万科存在的一大诟病，特别是在股权高度集中现象严重的中国市场上，万科的股权分散程度是少见的。如果万科能合理解决股权分散带来的一系列隐患，那么对中国上市公司的股权结构和公司治理问题的改善将会起到推波助澜的作用。

二是，通过本案例我们可以意识到，当前的中国经济正处于转型升级的关键时期，过多的流动性与有限的投资机会之间存在着巨大的矛盾，这种供给不平衡的状况，将导致凶猛的资金不断攻城略地。这将进一步促使资本市场的各方博弈越来越复杂化，资本为王的特征更加彰显，在这样的资本环境下，还会有越来越多的保险资金举牌上市公司，也会有更多元化的资本去试图夺取上市公司的控股权，然后通过并购重组、资产整合等各种方式达到各自的目的。各上市公司如何防范成为举牌目标？各监管机构如何更好的维护市场秩序？这是我们应该进一步

研究和思考的。

六、建议案例使用安排

由于案例信息量较大，并且万宝股权之争事件在不断推进，案例课堂计划可以根据学生的差异，尤其是对案例的阅读和课前对相应知识的掌握程度来经行有针对性的设计。本课程中案例分析主要根据专业方向的不同进行课程设计，同时建议学生结合案例内容，自己搜集最新资讯，进行自主性思考。

具体安排如下表：

安排 A（学术型学生）		安排 B（专业型学生）	
金融本科	金融学硕	金融专硕	MBA
<p><u>学术型学生侧重于对理论知识的理解和分析，建议课堂案例分析作为辅助引导，课后安排学生形成学术型课程报告。</u></p> <p>➤ 课前：阅读相关资料</p> <p>➤ 课堂（90 分钟）：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 案例介绍：10 分钟 2. 小组讨论：30 分钟 3. 集体讨论：30 分钟 4. 老师总结：15 分钟 <p>➤ 课后：（一周后）提交课程报告</p>		<p><u>专业型学生侧重于实践操作和案例剖析，建议提前一段时间发放案例和资料，学生自行组队讨论分析，课堂作为分析成果展示平台。</u></p> <p>➤ 课前：（一周）</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 班内自行组队 2. 查阅资料和相关文献 3. 进行案例讨论和剖析 4. 形成小组分析成果并制作 PPT <p>➤ 课堂（3 小时）：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 各组成果展示 2. 其他小组成员提问 3. 老师总结 <p>注：1. 课前具体时间分配学生自行安排</p> <p>2. 课堂具体时间分配视学生组数而定，组数较多时可增加案例分析课时</p>	

七、相关附件

参见案例文字后面的图表。

八、其他教学支持

本案例的教学支持主要有两个方面：

一是投影设备，主要用于案例背景、课堂要求、教学目的等内容的展示，以及小组发言结果的展示；

二是网络资源。可供老师和学生到网站下载相关资料以补充自己的观点，如视频广告、视频报导等。案例使用者还可参考视频网址：

1. “万宝”股权之争白热化 万科盘中临停或谋“反击”
http://www.le.com/ptv/vplay/24234471.html?ch=360_kandsp
2. 万科申请继续停牌至 3 月
<http://v.ku6.com/show/jfr-YhcWAsK2wqsxvHiYEA...html>
3. 宝能安邦持股近 30% 万科流通筹码或只剩 24%
<http://tv.cntv.cn/video/C11348/2c8301718a434b058de6b5c6ab2ed911>
4. 万科安邦宣布“在一起”“万宝之争”突生逆转 子午线 151224
http://v.youku.com/v_show/id_XMTQyMzExMzY0OA==.html?tpa=dW5pb25faWQ9MTAyMjEzXzEwMDAwMl8wMV8wMQ
5. “万宝之争”最新进展：万科 H 股今日复牌 舆论战持续
<http://tv.cntv.cn/video/C11348/a92aa4b5d7b94ed196cdc8e2a7ea863b>
6. 万科搭上深圳地铁，万宝之争大局已定？
http://www.le.com/ptv/vplay/24875294.html?ch=360_kandsp
7. 十大问题看清楚“万宝之争”在争什么？
http://www.le.com/ptv/vplay/24292665.html?ch=360_kandsp
8. “万宝之争”谁主沉浮
<http://tv.cntv.cn/video/VSET100147902268/20900e345f2946088d36ec3933da7da3>

九、参考文献

- [1] 蔡笑.融资融券对股票市场的影响研究[D].江苏：苏州大学.2010.
- [2] 马哲光.融资融券对我国股市波动性的影响研究[D].重庆：西南大学.2014.
- [3] 冯玉梅、陈璇、王亚男.融资融券对标的股票价格变化影响的实证研究[N].山东财政学院报.2005.5（10）
- [4] 肖浩、孔爱国.融资融券对股价特质性波动的影响机理研究：基于双重差分模型的检验[J].管理世界.2014（8）.
- [5] 顾海峰、孙赞赞.融资融券对中国证券市场运行绩效的影响研究——基于沪深股市的经验证据[N].南京审计学院学报.2013（1）.
- [6] 王旻、廖士光、吴淑琨.融资融券交易的市场冲击效应研究——基于中国台湾证券市场的经验与启示[J].财经研究.2008（10）.
- [7] 王晋忠、文艳军、王茜.融资融券交易对我国股票市场影响的实证分析[J].理论探讨.2013（7）.
- [8] 陈海强、范云菲.融资融券交易制度对中国股市波动率的影响——基于面板数据政策评估方法的分析[J].金融研究.2015（6）.
- [9] 崔媛媛、王建琼、卢涛、汤弦.融资融券运行现状分析及问题剖析[N].证券市场导报.2010.
- [10] 张婧熠.解密券商收益互换：高杠杆工具的创新之路.第一财经日报.2015:7.
- [11] 惠婷婷.中国股票收益互换业务的发展研究[D].辽宁：辽宁大学.2014.
- [12] 张玉.大宗交易对二级市场价格影响的实证研究[D].江苏：南京大学.2013.
- [13] 曾肖怡.我国大宗交易对股票价格和流动性的影响[D].广东：暨南大学.2014.
- [14] 谢贞联.大宗交易对股票价格和流动性的影响：基于我国股市交易数据的实证

研究[D]. 广东：暨南大学.2007.

[15] 陈沅.试论我国国有资产管理体制的改革和完善[D].安徽：安徽大学.2003.

[16] 何丽娟.券商集合资产管理计划综合绩效评价[D].浙江：浙江工商大学.2014.

[17] 陆静怡.集合资产管理计划在中国证券市场的运作研究[D]. 江苏：苏州大学.2011.

[18] 代欣.敌意收购及其法律规制研究[D].吉林：吉林大学.2003.

[19] 陈斌.上市公司反收购策略研究[D].北京：对外经济贸易大学.2006.

[20] 范珊梅.上市公司反收购研究[D]. 广东：暨南大学.2003.

[21] 吴斌.目标公司反收购法律问题研究[D]. 江苏：苏州大学.2006.

[22] 曹猛.基于恶意收购的上市公司反收购策略研究[D].河南：河南大学.2013.

[23] 张晨.由胜利股份反收购事件对我国上市公司敌意收购与反收购的思考[J].商业研究.2005.

[24] 马连福.股权结构的适度性与公司治理效率[J].南开管理评论.2000(4).

[25] 胡鹏.由康佳股权之争引发的股权分散化利弊思考[J].财务与会计.2015(23).

[26] 王旭静.上市公司的股权结构与公司治理关系研究[D].辽宁：大连海事大学.2013.

[27] 张伏波.上市公司股权结构与公司治理[D].上海：华东师范大学.2004.

[28] 岳云霞. 上市公司股权结构与公司治理行为：来自中国的实证研究[D]. 北京：对外经济贸易大学.2005.

[29] 王俊韡.股权结构与公司治理绩效研究[D].山东：山东大学.2005.

[30] 吕敏.上市公司股权结构与公司治理绩效的关系研究[D].湖南：湘潭大学.2013.

[31] 邱国栋. 股权结构与公司治理的相关分析——理论、实践的比较与借鉴[J].中国软科学.2003(2).

[32] 龙翠红.论我国上市公司股权结构与公司治理的关系[D].湖南：湘潭大学.2005.

[33] Charoenruek,A & H.Daouk.A study of Market-wide Short-selling Restrictions[R].Working Paper,Cornell University,2005.

[34] Bris,A & W.Goetzmann.Efficiency and the bear:Short sales and markets around the world[R].Working paper,Yale International Center for Finance,2003.

[35] O'Hara M.Oldfield G.The microeconomics of market making.Journal of Financial and quantitative analysis,1986,21:361-376

[36] Modigliani,Franco,and Leah Modigliani,Risk-Adjusted Performance.Journal of Portfolio Management,pp.45-54.Winter 1997.

[37] Fama E.F.,K.R.French,Common risk factors in the returns on stocks and bonds,1993,Journal of Financial Economics,Vol.33,3-56.

[38] Saleem Sheikh and William Rees.Corporate Governance and Corporate Control[M].Cavendish publishing limited,1995:2.

[39] Frank H.Easterbrook and Daniel R.Fischel.The Economic Structure of Corporate Law[M].Harvard University press,1991:38.

[40] Bhagat,S.and R.H.Jefferis,Jr.(2002),“The Econometrics of Corporate Governance Studies”,MIT Press, Cambridge.

[41] Stephen Prigge.Corporate Governance In East Asia:A Framework for Analysis.World Bank Working Paper,2000.Governance, Shanghai, October.

[43] John G.Matsusaka.Corporate Diversification,Value Maximization,and Organizational Capabilities.Journal of Business,2001.

案例番外篇——“假途灭虢”

万宝之争最大的野蛮人 也许一直是华润¹²¹⁰

姚振华斜进三步，搂头一记泰山压顶。傅育宁沉腰踏马，左手一记欲拒还迎，接下姚振华的千斤蛮力。右手看也不看，反手一记大力金刚掌，拍向王石。王石饶是夙夜苦练勤修，猝不及防之下突遭重击，也不由得气血翻涌，腾腾腾大步后退丈余方拿桩站稳。

权利的游戏

因为华润的变脸，宝万之争被拍成了《权力的游戏》，一集接一集的没完没了。2016年4月10日《财新》杂志的报道，又掀起了新波澜。

或许大家对钜盛华和前海人寿之间的股份倒手不太关注，但报道指出了两点很劲爆：

1. 华润和宝能春节前有过可能不止一次的接触，明示华润意欲接盘。
2. 华润与宝能过往有着很紧密的合作关系，这个有暗示。

这两点，无疑进一步暴露了更多真相，结合着华润最近的变脸，笔者的判断是：一直沉默的华润，实际上也许是宝万之争中最大的“野蛮人”。

甚至有一种预感：宝万之争的真相，比暴露出来的会更为复杂，而且，这个真相可能一时半会儿不会浮出水面。

财新报道里有这么一段话：“一名知情人士向财新记者透露，华润和宝能春节（2016年2月8日）前就开始谈判接盘万科股份事宜，但当时华润出价过低，宝能不愿“贱卖”。在万科与深圳地铁重组的意向披露后，“宝能系”实际控制人姚振华颇为欣喜，认为此事可增加议价筹码，而华润方面则“非常恼火”。

另一名要求匿名的信源告诉财新记者透露：“华润和宝能春节前曾在新加坡开会，商讨万科股份转让一事，但当时讨论的方案未获华润高层认可。”

事件另类剖析

2015年6月，华润与宝能一份募资36亿元的信托计划到期结束，华润持有

12. 摘自：新浪财经，新浪乐居，网址：<http://finance.sina.com.cn/stock/s/2016-04-11/doc-ifxrcizu3946433.shtml>

的宝能地产股份也于次月全部转出，并在深圳联合产权交易所完成交割。同时，就在7月10日，姚振华买入万科股票超过5%公告线。至8月26日持股15.04%，首超华润成为万科第一大股东。这个时间点很巧合，不由得让人心生疑虑。

在“宝能系”第一次举牌后，万科曾向华润提过要引入财务投资者，防御“野蛮人”入侵，但华润没有支持。这个消息说明万科的管理层在去年7月就开始积极备战了，而外界对华润增持的呼声也很高。但大股东华润的态度有些费解，也许华润当时觉得事情不大。

“宝能系”三度举牌后，事情比较危险了，王石、郁亮造访傅育宁，争取后者支持。其后，华润出手增持万科至15.29%，超过“宝能系”0.25个百分点，象征意味太过明显，但此后再无增持举动。2015年12月4日，“宝能系”持股增至20.01%，将华润甩开近5个百分点，稳坐第一大股东之位。

这个时候，舆论界对华润的做法有些不明白了，因为华润的增持太过象征性，明显没有要捍卫自己大股东地位的雄心，这一点当时舆论的解读有两方面：一方面华润和宝能可能有一腿，理由就是华润和宝能有过信托合作。但主要是解读为华润当时因为宋林案未结，不合适太高调。但从后来华润对深圳地铁的鲜明态度来看，这个理由根本站不住脚。

12月17日，王石单挑姚振华，万科12月18日停牌之后，曾提出与华润置地重组的建议，但华润当时表示资金不足，而且房地产并非华润主业方向。

这则消息，华润的态度更加让人费解。因为，华润置地和万科重组的设想，已经酝酿了10多年了，华润方面一直想做，是王石一直反对。但这次万科提出重组，华润却不同意了，也可能是因为重组方案大家没谈拢，但是华润给的上述理由却实在是不能服人。

2016年春节之前，万科与深圳地铁接触，洽谈重组，并在春节之前和华润董事进行过沟通。春节前，公司管理团队拜会华润董事时，曾经明确提到公司有意和深圳市地铁集团进行战略合作，并提到了存在向地铁集团增发股票的可能性。

这则消息，说明华润在春节之前知晓万科的底牌，更知晓万科和深圳地铁的合作事项，但未必知道更多细节。

2016年春节（2月8日）之前，华润和宝能春节前曾在新加坡开会，商讨万

科股份转让一事，但当时讨论的方案未获华润高层认可。

不知道谁先找谁，但这则消息，应该万科管理层不知晓，但这是华润自家的事情。

两会期间，傅育宁公开表态，支持万科。

傅育宁这个表态当时给外界的信号是：华润会投票给万科。这个事后看起来，有点像烟雾弹。

2016年3月12日，万科公告与深圳地铁达成合作意向，后者计划向万科注资400亿-600亿元，有望成为万科第一大股东。

3月17日，万科临时股东大会，宝能、华润都投了赞成票，支持万科继续停牌。但会后，华润突然反水，主动约见媒体指责万科程序违规。再后一天，傅育宁在北京接受媒体访问，也公开批评万科管理层不讲规矩。

华润的变脸，万科管理层应该是非常蒙圈的，媒体也是非常蒙圈的，多少年的铁杆盟友突然一下子好像变成了敌人一样，事情一下子变得复杂了。

番外观点

第一，在宝万之争的全过程中，华润并没有真正的支持万科，没有出手捍卫自己第一大股东的身份和利益。按正常逻辑，华润应该出手、也有能力出手，但华润没有出手。根据后来发生的事件来看，华润有更大的企图心，之前的沉默只是在静观其变。如果华润真的支持万科，那么他有很多次机会可以逼退宝能，即便是他没有立即对抗姚振华可以勉强解释是在静观宝能耗尽弹药再出手收网，但是华润后来以不合规为由批评万科（实质是反对引入深圳地铁），却实在是不合常理。万科即便是有错，顶多也是技术瑕疵，毕竟华润并不是不知道这事。

第二，华润控盘万科的企图心一直没有忘却。这一点历史上有过证实，但是从华润反对深圳地铁更能看出来，华润一直没有放弃做万科大股东的梦想，甚至这一次是想做控股股东。如果说华润没有对抗宝能，是因为他对自己大股东的身份不在乎，那么在万科公布引入深圳地铁进来之后，华润不会从一开始就反对，更不会如此高调的反对。我在之前的文章里已经分析过，如果深圳地铁进入，未来的万科就是一个“新万科”：深圳地铁、万科，宝能、华润、安邦，这些巨头们合计可以控制万科总股本的70%股份，而在其中，深圳地铁、安邦、万科以及一系列铁粉这三个“盟友”可以控制40%左右的股份，华润的股份会在12%左右，

宝能会在 20%左右。那么就意味着，11 名董事会成员里面，华润的代表可能会从现在的 3-4 名一下子降到 1 名。华润绝对不会接受这样的结果，这是他为什么一反常态那么反对深圳地铁的原因。

第三，华润也许是想借道姚振华实现控盘万科的梦想，但深圳地铁的引入打乱了华润的布局。也许华润和宝能有关系，也没有什么关系，这个我实在猜不出来，我只能说，姚振华强叩万科的事件发生后，也许让华润看到了机会。反正我自己也不能控盘万科，就让这局面先乱上一阵子，边走边找机会。后来，预判到宝能资金实力不足，华润就想杀价当接盘侠，从而一石二鸟，一方面可以逼退宝能，一方面可以控盘万科。但是，深圳地铁这匹黑马的出现，打乱了华润的计划。也许华润已经开始在筹划针对深圳地铁的盘算了，但是华润没有料到事件的进展会这么快，万科一下子就公布出来了。被打得措手不及的华润，才在最后时刻不得已表明自己一直以来隐藏的真实态度。让所有人都误以为这个沉默的像个大山一样的前大股东碌碌无为的时候，华润爆发了一把，也让外界看到了华润的底牌。

第四，华润一定会选择把深圳地铁挡在门外。现在的现状是：万科引入深圳地铁，大部分股东都赞成，包括姚振华，大概率不会反对，但华润绝对不会赞成。现在摆在华润面前的任务是，把深圳地铁挡在门外，如果挡不住。华润就得把宝能的股份全部接下来，才能坐稳头把交椅，这个估计不可能。

总之，宝万之争这部剧情跌宕起伏，就是一部《权力的游戏》，你根本不知道真正的主角是谁。到了今天，随华润的发声，才可能逐步的进入尾声。

相信在这一场狂欢的博弈中，很多人都忽视了像影子一样的巨大的华润，一开始，人们担心宝能要把万科吃掉了。然后，安邦进来了，很多人认为安邦才是背后的黄雀，要收网了。可是直到最后，我们才看到，从始至终，万科面临的最大的“野蛮人”，不是宝能，不是安邦，也许，就是那个躺在万科枕边 10 多年的，华润。