

PDF-TN2016026

万科股份与宝能集团的股权争夺案例研究¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

- 1. 适用课程：**公司治理、企业收购与兼并实务
- 2. 适用对象：**本案例主要为金融硕士、MPAcc 会计硕士、MBA 和 EMBA 开发，适合有一定工作经验的学员和管理者学习。此外，也可以用于工商管理各本科专业相关课程。
- 3. 教学目的：**本案例描述万科企业股份有限公司在遭遇宝能集团股票增持并逐渐成为第一大股东过程中，以王石、郁亮为首的管理层由于不欢迎宝能集团成为第一大股东而寻求的对策，同时，其他利益团体在双方股权之争过程中扮演的角色。截至案例编写结束时，股权之争仍未落下帷幕。通过案例学习，拟传授学生至少三个方面的知识点。选择收购对象的影响因素；财务投资者和战略投资者；收购与反收购策略；第一大股东与管理层关系；股权制衡等知识点。

二、启发思考题

1. 宝能选择万科作为股票收购对象的可能原因有哪些？你认为宝能集团的收购行为，是财务投资行为还是战略投资行为？
2. 理论上，反收购策略主要有哪几种？不同的反收购策略，对保护现

1. 本案例由重庆大学经济与工商管理学院的张金若、郭城撰写，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、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 本案例所采用数据、资料皆来自公开资料。

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。

有大股东或管理层利益，分别有何差异？

3. 结合万科企业股份有限公司股权结构、公司章程，并且在遵循中国公司法等有关法律制度前提下，万科企业股份有限公司对抗宝能集团收购股票的反收购策略有哪些？如何看待万科管理层和华润集团在宝能集团成为第一大股东过程中的不同行为表现？委托代理关系下，管理层和原有股东在选择反收购策略中分别应该发挥什么作用？

4. 存在绝对控股大股东、存在相对控股大股东、不存在相对控股大股东等对公司治理和公司业绩产生什么影响？股权制衡制度对公司治理和公司业绩产生什么影响？公司创始人团队对公司治理和业绩产生什么影响？

5. 万科股份与宝能集团股权之争对中小股东利益可能产生哪些影响？

三、分析思路

案例分析的基本思路是将案例相关情景材料通过教师事先设计好的提问逻辑引导和控制案例讨论过程。因此本案例分析设计的本质是提问逻辑的设计，案例的决策点是案例分析的关键路线，决策点后隐藏的决策知识要素和决策规则是教学目标。

本案例提出的五个启发思考题，构成了本案例的关键分析点，据此，案例的分析思路应该是：

第一，万科在地产公司的卓越表现、万科长期股票价格低迷、万科长期以来的第一大股东华润集团持股比例较低、地产业务是宝能集团重要业务之一，这些因素可能导致宝能集团选择万科作为股票购买对象。

第二，那么，在宝能集团逐渐加码以至成为第一大股东之中，结合我国法律和万科实际的情况，万科管理层和华润集团的反映策略有哪些？万科管理层采取了哪些行动？华润集团采取了哪些行动？

第三，面对深圳地铁集团可能加入万科并成为新的第一大股东时，华润集团的行为发生了哪些变化，为什么？

第四，如由存在第一大股东但缺乏相对控股能力（更谈不上绝对控股），改为存在制衡的股权结构，对公司治理和公司业绩可能产生什么影响？

第五，在股权争夺过程中，中小股东利益会产生什么影响？

分析该问题，建议从四个方面着手。第一，万科长期卓越、稳定的财务表现，包括盈利能力、成长性、偿债能力等方面，并与行业整体表现进行比较。例如，根据 2013-2015 年（图 1—图 3）杜邦分析可以发现，在房地产市场整体陷入低迷时期，万科仍然保持稳定的不俗的净资产报酬率（主营业务利润率和总资产周转率总体表现稳定）。第二，万科股票价格 2011 年至 2015 年 10 月，一直处于地位徘徊。第三，长期以来，万科股权分散，第一大股东持股比例较低。第四，地产也是宝能集团重要经营业务。也正因为这四个因素，虽然宝能集团下属的前海人寿负责人曾在 2015 年 8 月 27 日表示对万科的投资属于财务投资，但随着万科股价抬升，宝能集团仍然不断增持股票，可以推断它可能不单纯是财务投资者。

图 1: 2015-12-31 杜邦分析



图 1: 2015-12-31 杜邦分析

18,119,400,000

195,549,000,000

195,549,000,000

611,296,000,000

图 2: 2014-12-31 杜邦分析

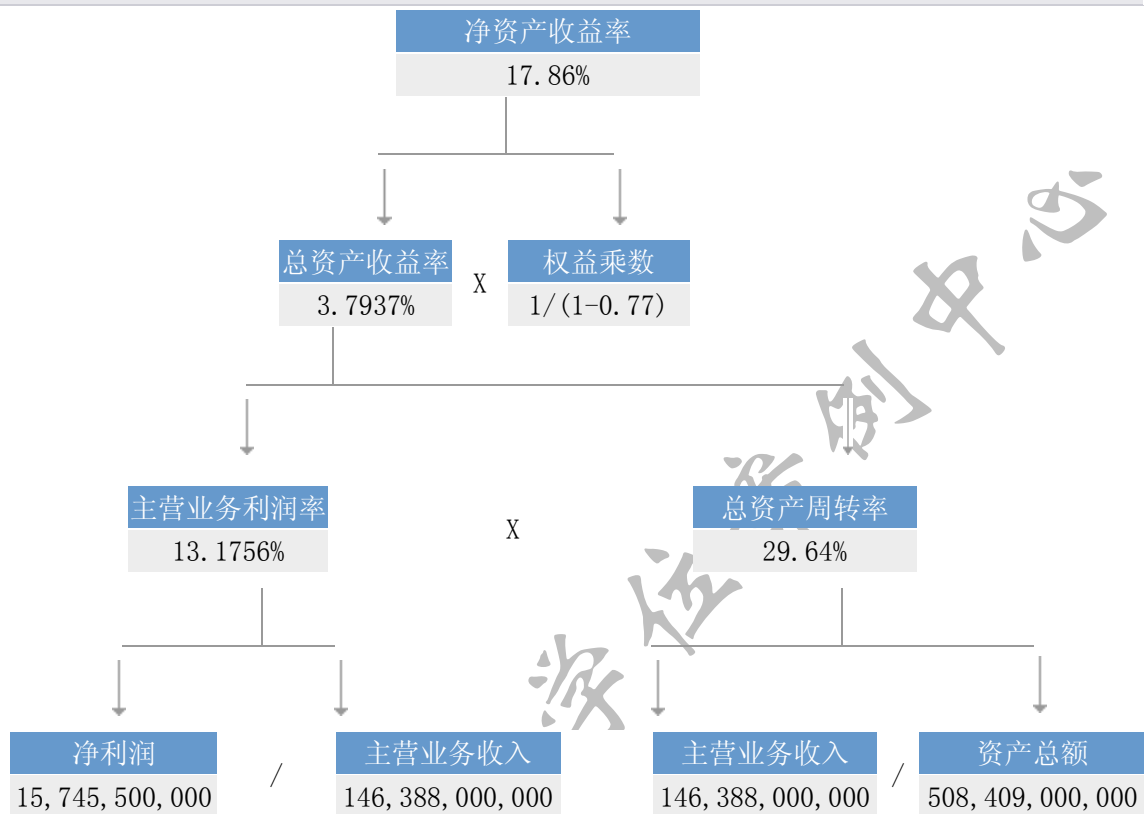


图 3: 2013-12-31 杜邦分析

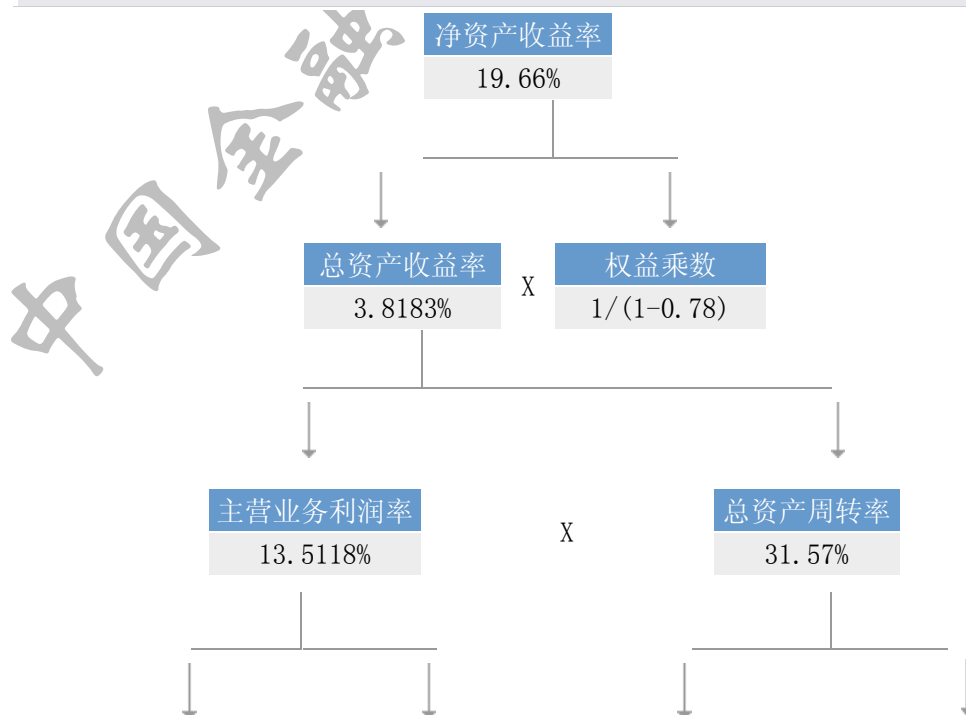


图 1：2015-12-31 杜邦分析

净利润	主营业务收入	主营业务收入	资产总额
15,118,500,000	135,419,000,000	135,419,000,000	479,205,000,000

图 4：万科 2011 - 2015 年股票走势



图 5：万科 2015 年股票走势



（二）收购与反收购

1. 管理层反收购常用策略

根据目标公司管理层对收购交易的态度, 公司收购可以划分为善意收购与敌意收购, 善意收购是指获得目标公司管理层配合的收购; 敌意收购是指未获得目标公司管理层配合的收购。反收购即是针对恶意收购而言, 一般意义上的反收购, 是指目标公司针对确定的或不确定的敌意收购威胁而采取的防御行为, 包括在没有收到收购报价时就未雨绸缪采取预防措施, 以及在收到收购报价后进行的反击 (陈聪等, 2009)。

在公司上市时就会采取防御对策, 管理者会通过股权结构对恶意收购进行防

范。美股市场上，比较普遍的用法是双层股权结构，可以使公司创始人及其他大股东在公司上市后仍能保留足够的表决权来控制公司。在这种股权结构下，企业可发行具有不同程度表决权的两类股票，因而创始人和管理层可以获得比在采用这种股权结构下更多的表决权。而对冲基金和维权股东将更难以掌管公司决策权。Facebook 和 google 是采用这种架构的典型。还有一种更特殊的“合伙人制度”，即在公司章程中设置提名董事人选的特殊条款：合伙人具有董事会过半董事提名权，从而保证合伙人在董事会有过半数的董事，从而实现合伙人对公司的控制。同双层股权结构不同的是，合伙人的董事提名权与合伙人的股份无关，因此，其不受公司股份稀释影响。

敌意收购是一把双刃剑，可能增加目标公司股东的利益，也可能对其利益造成损害（钟洪明，2007）。在实践中，对于反收购，管理者还会通过公司章程作出安排。主要有以下几种情况：①“驱鲨剂”条款，指公司出于反收购的目的，在公司章程中设置的一些作为收购障碍的条款。例如限制大股东表决权条款、董事资格条款和分级分期董事会；②毒丸计划：通过制定特定的股份计划，赋予不同的股东以特定的优先权利，一旦收购要约发出，该特定的优先权利的行使，可以导致公司财务结构的弱化或收购方部分股份投票权的丧失。企业的管理层阵容越强大、越精干，实施这一策略的效果将越明显；③“金色降落伞计划”，这一计划是指董事和高级管理人员在公司被并购接管且自己被解职的时候，可从公司一次性领取高额的安置费；④员工持股：指鼓励公司雇员购买本公司股票，并建立员工持股信托组织的计划。

防御性的反收购措施可以使收购变得困难，却不能确保公司的独立性。为了反收购，主要有以下反击措施：①“白衣骑士”：是指在面临外界的敌意收购时，目标公司寻找一个友好的支持者，作为收购人与恶意收购者相竞争，以挫败收购行为；②“皇冠之珠”：指的是目标公司将其最有价值、对收购人最具吸引力资产（即所谓“皇冠之珠”）出售给第三方，或者赋予第三方购买该资产的期权，使得收购人对目标公司失去兴趣，放弃收购；③帕克曼战略：指目标公司针锋相对地向收购公司发起要约收购；④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。

一般而言，反收购策略，对现有大股东和管理层都有保护作用。对现有大股

东而言，有利于稳固控制权；对管理层而言，保持管理层团队的相对稳定。两者密切相连，相对稳定的管理团队，通常也是现有大股东利益的保障。当然，有些反收购措施，管理层受益可能更大。例如，金色降落伞计划主要是保护管理层利益的反收购策略；“驱鲨剂”条款也可能采用保护现有董事会稳定性的条款，从而也有可能保护管理层利益；皇冠之珠，降低了公司价值，可能有股东利益，但由于降低了公司吸引力，也使得管理层更易保住地位。

2. 万科管理层反收购策略的选择分析

根据前文提到的反收购相关对策，由于宝能集团并未上市，因此帕克曼战略不予考虑，下面对其他对策逐一进行可行性分析。

鲨剂条款，指公司出于反收购的目的，在公司章程中设置的一些作为收购障碍的条款。例如限制大股东表决权条款、董事资格条款和分级分期董事会。对于“分级分期董事会”也称作董事会轮选制度，指公司章程规定董事的更换每年只能改选其中的一定比例，那么收购者即使收购到了足量的股权，也无法对董事会做出实质性改组，因为董事会的大部分董事还是原来的董事，他们仍掌握着多数表决权，进而控制着公司。但是，在宝能购买万科企业股份有限公司股票之前，万科企业股份有限公司的公司章程并未通过制定这类条款，在宝能成为第一大股东之前，万科也未能及时制定类似条款。在宝能已经顺利成为第一大股东时，万科再修改公司章程，补充这类条款的难度可能而知。

② 毒丸计划，万科可以向普通股股东发行优先股，公司被恶意收购时，股东持有的优先股就可以转换为一定数额的收购方股票。一旦毒丸计划被触发，其他所有的股东都有机会以低价买进新股。这样就大大地稀释了宝能集团的股权，但是毒丸计划实施关键在于需要股东大会通过，而以目前的持股比例来看，万科管理层并没有绝对的几率能通过该方案。

如果定向增发和修改公司章程都难以实现，那么万科管理层的下一步动作可能是阻止宝能进入董事会。根据万科的公司章程，成为控股股东须满足以下四个条件之一：（一）该人单独或者与他人一致行动时，可以选出半数以上的董事；

（二）该人单独或者与他人一致行动时，可以行使公司 30%以上（含 30%）表决权或者可以控制公司的 39%以上（含 30%）表决权的行使；（三）该人单独或者与他人一致行动时，持有公司发行在外 30%以上（含 30%）的股份；（四）该

人单独或者与他人一致行动时，以其他方式在事实上控制公司。万科已经停牌时间超过 20 个交易日，如果定向增发不能获得现有股东支持，复牌之后，万科公司的股权之争仍然可能继续上演，宝能集团将可能为 30%的股权努力，可能的“白衣骑士”付出的代价将更高。

3.宝能集团能如愿控制管理层吗

在所筹划资产重组尚无实质性进展的背景下，万科 H 股于 2016 年 1 月 5 日晚 22 点 25 分通过港交所发布公告称，经公司提出申请，H 股于 1 月 6 日开始恢复买卖。万科同晚通过深交所发布的公告则表示，由于公司筹划的资产重组仍存在不确定性，为避免股价异常波动，A 股股票将继续停牌。H 股复牌后，股价持续下跌，宝能集团并没有进一步增持。根据宝能公布的权益变动书中披露，其增持目的主要是对万科未来发展前景的看好。在 2015 年 12 月 4 日，宝能集团合计持有万科约 20.008%的股份后，已经拿下万科第一大股东地位，但之后仍然增持万科股份，说明宝能集团希望拿到万科的控股权，而不仅仅是单纯的财务投资。其目的在与获得较大比例的股权后，意图成为控股股东，进驻董事会。根据《万科公司章程》第九十七条和一百二十一条，万科董事由股东提名。股东可以随时更换董事，无论是否任期届满。倘若宝能能顺利召开临时股东大会，那么它能否一次控制董事会？万科的董事会一届任期是三年，本届董事会任期从 2014 年 3 月到 2017 年 3 月。万科董事会设有 11 名董事，其万科管理层包括王石、郁亮和万科执行副总裁王文金，华润系的分别为华润集团首席战略官陈鹰、华润集团总会计师魏斌、华润集团董事总经理乔世波，还有 1 名来自平安集团的外部董事孙建一和 4 名独立董事。其中独立董事海闻近日因个人原因辞去了万科独立董事的职位。万科董事会目前有 10 名董事。

如果宝能集团想改选董事，根据万科公司章程：董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会决议；罢免任期末届满的公司董事，需要由股东大会以特别决议通过；选举董事、选举和罢免非职工代表担任的监事需要由股东大会以普通决议通过。股东大会在选举董事、监事时，实行累积投票制。那么在这一届董事会任期到期之前，如果要罢免董事，宝能集团也需要申请召开临时股东大会并在股东大会上得到出席股东大户的三分之二以上的表决权支持。宝能集团若要绝对控制董事会，在 11 名董事中须由宝能集团提名 6 名才能实现。即便宝能集团

继续增持到 30%以上，成为控股股东，根据万科公司章程显示，股东大会在选举董事、监事时，实行累积投票制。根据累积投票制计算规则，宝能目前的持股比例在董事会最多能获得 3~4 个席位，想要一次控制董事会需要持股比例达到 50%。

通过以上分析可以看出，宝能集团想要控股万科，要么继续增持，要么召开临时股东大会进军董事会。目前看来，这些方式都过于激进，从国美控制权之争可以看出，大股东如果无法同管理层达成一致，那么控制权争夺最后终有一方会出局。这只会导致万科管理层和宝能集团的两败俱伤，而且创始人离任对公司价值的影响消极，这不是作为大股东的宝能集团愿意看到的。因此可能宝能集团和万科会各退一步，宝能集团减持，而万科让出 1~2 个董事会席位，以保证万科集团的长期发展。

4. 华润集团行动的解释

必须注意到，在宝能逐渐成为万科第一大股东过程中，华润集团仅在 2015 年 8 月 31 日和 9 月 1 日耗资不到 5 亿元，增持万科股份，暂时重新夺回第一大股东位置，且股权相对优势薄弱（15.29%Vs15.04%）。虽然，在宝能集团继续增持股票至 24.26%的过程中，华润集团并未继续增持公司股票。

但是，随着万科管理层与深圳地铁集团（地方国有企业）签订合作意向书使得深圳地铁集团可能成为第一大股东时，华润集团对万科管理层拟引入深圳地铁集团的程序合法性提出疑问，事实上是对引入深圳地铁集团的做法表示不满意。市场上同时产生华润意图接手宝能集团所持万科股票的传闻。

这些行动表明，华润集团极有可能认为宝能集团没有能力继续大比例增持股票以至拥有控制管理层的能力，但是，深圳地铁集团却有可能与万科管理层合谋控制万科，从而可能损害华润集团利益。

5. 根据委托代理关系，公司反收购策略，股东应该是决策者，管理层应该是执行者。

（三）股权结构与公司治理

1. 大股东对公司治理的双面影响及对策

从经济角度看，由于股权分散，对管理层的监督属于“公共品”，中小股东考虑到监督成本会选择“搭便车”，用脚投票，这无法对管理层实施有效的监督。而对于大股东来说，当其获得的控制权私有收益足够覆盖监督成本时，监督管理

层的角色就由大股东承担。为了有严密监督管理层，大股东或控制股东必须拥有足够数量的股权，以有效行使控制权（曾春华，2014）。除了经济因素，法律因素也不可忽略，刘星（2010）指出一个国家的投资者法律保护程度对该国的股权集中度具有显著的解釋力度，投资者法律保护程度较低的国家，投资者由于不能通过法律的途径保护自身的利益不受控制者侵占，而只有谋求自己成为控制者并享有控制权私有收益。

前期学者们就所有者与管理者之间、大股东与小股东之间的代理关系对大股东的行为选择和影响进行了分析。认为大股东对公司治理的影响具有两面性：一方面具有“激励效应”，由于绝对控股控制了监督的成本，也有足够强的实力去严密监督管理者；另一方面具有“隧道效应”，若管理者由控股股东指派，就存在控制权私人收益的问题，即大股东对小股东的利益侵害或对其他投资者、雇员的直接侵占，而且这些交易较为隐蔽，难以发现。其中最突出的就是大股东掠夺行为，具体表现在关联交易、盈余管理、股利分配等方面（封思贤，2005）这两种不同的效应都具有状态依存性，在不同的情景下，大股东的选择不同，但都是出于一个目的，即自身利益最大化（连燕玲等，2012）。大股东对公司的“掏空行为”与其持股比例有关，但不是简单地线性关系，在外部经济环境稳定时期大股东控制权并未受到威胁的情况下，大股东同时存在支持性的管家行为和掠夺性的掏空行为，大股东持股与业绩之间是一种倒U型关系（张学洪，2011）。但当大的危机冲击到来时，由于外部经济环境极度萧条可能导致大股东实际控制权丧失，大股东的管家意识将会增强，更多地表现出支持性管家行为而非掏空行为来帮助企业改善绩效，危机期间大股东持股与业绩之间仅存在正向的线性关系，大股东持股比例越高，支持性的管家角色功能发挥的程度越高，企业价值提升越高（连燕玲等，2012）。

英美国家股权较为分散，因为这些国家相关法律比较成熟，对投资者保护方面比较到位。

在我国证券交易中，大部分上市公司的股权高度集中。这主要是由于我国特殊的经济体制：一些大型国有企业改制为上市公司所形成的。在这些公司中，控制性大股东与中小股东的利益冲突尤为突出。对此我国学者们态度不一，余颖（2001）认为我国应当建立大股东控制性的公司，尤其在目前中国公司控制权市

场尚不能充分发挥其外部监督作用的情况下，股东监督对投资者利益保护是不可或缺的。而王满四（2007）通过对各种主体治理机制进行相关分析，发现尽管大股东治理在民营上市公司中有其存在的合理性，但它确实表现出负的公司治理效应。

多数学者认为大股东控制性治理效率被怀疑的主要理由就在于大股东的“掏空行为”（余颖，2001；封思贤，2005）。而其主要原因在于我国普遍存在对中小股东保护的缺失，缺乏对大股东的约束机制，所以控制权私人收益才广泛存在。既要发挥大股东的监督作用，又要抑制大股东对中小股东的侵害。需要做到以下两点：首先在于提高法律环境水平，尤其是健全中小投资者保护机制（龚光明，2013）。在企业中，第一大股东持股比例超过 30% 时，占优控制性大股东对企业的掏空行为更加严重，而法律环境水平的提高能有效抑制掏空水平（张学洪等，2011）；其次，为了抑制大股东侵害，更有效的途径是进行股权制衡。同一公司中如果存在多个大股东。则这些大股东之间就会相互制约、相互监督，就会使得大股东很难获取私人收益（曾春华，2014）。在股权比较集中且前几大股东彼此牵制时，大股东的监督力度较大且不容易与高管层形成合谋，这使得对于独立董事的需求减少（王满四，2007）。而且考虑到股权结构的内生性和外生性时，股权制衡和公司绩效是一个相互促进的良性循环过程（龚光明等，2013）。陈德萍等（2011）也通过实证证明股权制衡有助于改善公司治理，其他大股东对控股股东的制衡能力越大，公司价值也高。股权制衡的方式可以分作对“股”的制衡和对“权”的制衡。例如：通过增发、配股等方式，逐步稀释第一大股东持股比例，增大其他若干位大股东或者管理层的持股比例；构造利益一体化机制、加强对民营上市公司实际控制人的监督、增强董事会的独立性和有效性加强外部监督等（余澳等，2012）。

2. 企业创始人和控制权争夺

从大量企业的发展经历可以看出，创始人对企业绩效的影响是独一无二的。同一般高管不同，创始人对企业倾注了更多的心血，更关注企业的长期发展。创始人的影响首先作用于企业公司治理，良好的公司治理有利于承载这些影响力，这为创始人的相关政策制定与企业的传承提供了有益的参考，因此最终体现在公司的市场价值上。石晓飞等（2014）以 2003-2010 年民营上市公司为样本，分

析了民营上市公司创始人参与企业管理的过程中对于公司价值与公司治理水平的影响。通过实证分析，发现创始人这一角色对民营上市公司有着重要的作用，创始人的存在显著提升公司治理水平与公司价值。贺小刚等（2013）也得出了相同的结论，即创始人在企业发展过程中具有积极的作用是难以替代的，同时发现，创始人离任将对企业产生显著的消极影响。这主要是因为创始人企业家精神对企业价值具有重大影响，而且企业社会资源的获取和创始人的社会关系网络具有紧密联系（王丽娜，2015）

随着中国经济的快速发展，很多创始人在企业发展中，引入风险资本资本，造就了大量成熟的企业，也为这些风险资本提供了丰厚的回报。但是风险资本和创始人的控制权争夺战也屡见不鲜，例如国美电器控制权争夺战、雷士照明更换董事长事件等等。创始人与投资人的冲突主要有以下两种：①外来资本控股；②第二大股东“篡权”（王丽娜，2015）。而投资者和创始人之间的冲突主要由以下三种：①利益冲突，投资者更关注企业的短期财务增长，而创始人更关注企业的长期发展，因此做出非理性的决策。陈闯等（2012）以2004～2010年间所有中小板上市公司作为初始样本，实证研究发现如果高管团队中创始人比例过高，将会抑制企业的研发投入行为，从而降低企业的创新活动，创始经理人可能会因为抑制企业的风险行为而降低企业长期价值，即对公司治理产生负面效应。②管理冲突，投资者进入公司后，更希望对公司进行标准化改造，而从创始人的角度来看，这变相削弱了其在公司中的控制力，降低了公司的创新能力。而利润冲突中的控制权冲突是核心冲突，并且，利益冲突和管理冲突并不是独立的，而是相互关联互相影响的（周嘉南等，2015）

由于在引进险资时，大多数创始人放弃了对企业的控股权，控股权由风险投资基金掌握。一旦二者发生冲突，由于投资者的绝对控股，创始人出局就具有必然性。因此当下很多投资者陷入了创始人困境：创始人困境：一方面希望引入外部资本发展企业；另一方面又担心控制权被外部资本与职业经理人所取代（邢亚丹，2014）。

（四）股权之争对中小投资者的影响

从中小投资者的角度看，收购行为打破了目标公司旧的利益格局，然而，无论新的利益格局能否得以建立，目标公司的中小股东均处于弱者地位。首先，收购

者在收购前,已经花费了大量的人力财力对目标公司进行详细分析,甚至聘请金融投资方面的专家顾问,因而往往对目标公司有一个较为精确的判断,而小股东不可能做到这些的,信息无法充分掌握。其次,如果发出收购要约,中小股东在面临是否出售股票时如果按收购者的报价出售股票,股东会因为该报价太低而不愿意接受,如果不接受收购者的报价,也可能会遭到更大损失。面对此情形,分散的小股东既没有能力,也没有人愿意花费成本来与收购者进行讨价还价。

由此,中小股东便会委诸于公司的经营者以便与收购者讨价还价。然而,由于前述的利益冲突原因,公司的经营者可能会为了自身的利益而采取反收购措施,赶走收购者,从而失去了一次以绝佳方式高溢价出售其股份的机会。固然,公司的经营者在股东大会的授权下可以采取反收购措施,但由于公司经营者处于一种极其微妙的地位,中小股东的利益也极易成为这些措施的牺牲品。正是由于这些原因,对目标公司的中小股东而言,无论是收购者还是本公司的经营者在公司控制权的争夺战中均是不值得轻信的,无论哪一方在这场角逐中获胜,都改变不了中小股东的弱者地位(陈涛等,2007)。

对于中小投资者来说,宝能集团的增持拉高了股价,但是对于长期投资者来说,王石等一众管理团队是万科得以发展的根本所在,万科的管理团队不可替代,对公司业绩具有重大影响,一旦离开,市场对万科发展的信心会受到强大打击。正如前文所说,创始人对企业家的影响是独一无二的,创始人离任将对导致企业价值降低,具体原因主要有以下三点:①创始人作为稀缺的人力资本能为企业创造高价值;②创始人经营可以有助于企业代理成本的降低;③创始人经营有助于企业声誉的建立和维护(贺小刚,2013)。

在宝能之前,万科的股权分散程度在中国证券市场中是少见的,1993到1997年,最大股东持股比例始终没有超过9%,1998年前10名股东持股比例总共为23.95%,是一个典型的大众持股公司。而如果宝能成为第一大股东,一方面可能发挥大股东的管家作用,有效的监督管理层,降低代理成本,中小股东们可以放心“搭便车”,用脚投票;另一方面宝能作为险资,前期投入大量资金增持万科,在未来几年中需要依靠万科的丰厚利润来规避风险,那么第一大股东可能会侵害中小股东的利益,存在隧道效应,发生掠夺行为。大股东的掠夺行为侵害到了中小股东的切身利益,由于我国普遍存在对中小股东保护的缺失,相关法律体系很

不完善，因此对于法律制度的完善相当有必要。

（五）案例启示

资本市场有很多收购与被收购的案例，正如证监会所言：收购与被收购，是市场自身行为，只要符合相关法律法规规定，监管部门不会进行干预。但对于万科这样一家优秀公司来说，遭遇“野蛮人”收购实在不是一件好事。因为在这种收购得不到公司内部的支持，双方激战已经引起了轩然大波，作为万科方面来说，不仅要消耗人力，而且还要消耗财力。这样的股权之争实际上是不利于万科发展的。尤其是一旦反收购失败，管理层面临重组，对万科未来的发展会有很大影响。

大股东的存在对企业的影响具有两面性，为了既能发挥大股东的监督作用，又能遏制其掏空行为，我国需要尽快出台相关法律对中小投资者进行保护，而公司在治理过程中，也可以考虑股权制衡等方式来降低大股东对公司利益的侵占。控制权之争对企业有利也有弊，在争夺的过程中有利于将无能的管理者“驱逐”出公司，保证公司的良好发展，但另一方面来说，股权争夺中导致的股价起伏可能给二级市场的投资者带了更多损失。

创始人团队对企业发展的价值不可小觑，但是公司一旦上市，为了融资发行股票会大量稀释管理层的持股比例，控制权就可能被其他投资者所获得。因此为了即可以募集资金扩大公司规模，同时避免控制权旁落和敌意收购，可以考虑引进双层股权制度。对于万科这一类股权分散，管理层需要稳固控制权抵御敌意收购的公司，双层股权制度很有必要。但考虑到保护公众投资者的利益，我国目前《公司法》并未明确是否可以实行双层股权制。同时，双层股权制度的弊端在于管理团队对公司发展战略的控制可能侵害中小投资者的利益，投资者无法对公司发展进行有效的监督。因此为了加强市场监管，在实施双层股权制度时，公司应当进行详细的信息披露来描述采用该制度的必要性，监管层也需要运用多元的量化标准对该公司进行审核。

在公司章程中，管理层也可以考虑为了抵御恶意收购，进行一些特殊规定，例如通过制定特定的股份计划，赋予不同的股东以特定的优先权利，一旦收购要约发出，该特定的优先权利的行使，可以导致公司财务结构的弱化或收购方部分股份投票权的丧失；对董事会进入门槛进行限制，增加侵入者进入董事会的难度，将董事会控制权把握在创始人团队手中，可以采用累积投票制等制度。不论万科

与宝能的股权争夺战如何结尾，都将引起资本市场的重视，推动着我国资本市场更加健全。

中国金融专业学位案例中心

参考文献

- [1]陈闯、刘天宇. 创始经理人、管理层股权分散度与研发决策[J]. 会计研究, 2012, (7): 196-206
- [2]陈聪、何礼果. 中国上市公司反收购法律问题研究[J]. 西南科技大学学报, 2009, 26(5): 54-60
- [3]陈德萍、陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009 年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011, (1): 38-43
- [4]陈涛、马金平. 对于反收购中目标公司管理层行为的规制[J]. 西南政法大学学报, 2007, 9(2): 46-53
- [5]窦伟、刘星. 基于控制权私有收益视角的大股东控制与公司治理理论研究综述[J]. 经济与管理研究, 2010, (2): 119-128
- [6]封思贤. 大股东掠夺: 公司治理新焦点[J]. 当代经济管理, 2005, 27(6): 135-158
- [7]龚光明、张柳亮. 股权制衡与公司绩效关系研究——基于内外生双重视角的经验证据[J]. 财经理论与实践, 2013, 34(182): 64-67
- [8]贺小刚. 创始人离任对企业成长的影响分析[J]. 管理学报, 2013, 10(6): 816-823
- [9]侯宇、王玉涛. 控制权转移、投资者保护和股权集中度[J]. 金融研究, 2010, (3): 167-182
- [10]黄晓燕. 财务投资者 OR 产业投资者_双汇发展、苏泊尔分红行为对比研究[J]. 会计师, 2009, 13-16。
- [11]连燕玲、贺小刚、张远飞、周兵. 危机冲击、大股东“管家角色”[J]. 管理世界, 2012, (9): 142-155
- [12]刘崇明、冯雁. 敌意收购中公司反收购策略选择与启示[J]. 会计之友, 2008, (8): 81-82
- [13]石晓飞、马连福. 民营上市公司创始人、公司治理与公司价值[J]. 预测, 2014, (2): 1-6
- [14]王丽娜、高前善. 控制权争夺、创始人离职与企业市场价值波动[J]. 管理现代化, 2015, (3): 46-48
- [15]王满四、邵国良. 民营上市公司大股东机制的公司治理——考虑各种主体治理机制的相关性[J]. 金融研究, 2007, (2): 133-145

- [16]邢亚丹、孙霏.野蛮生长还是制度规范——基于雷士照明控制权争夺的案例研究[J]. 经济管理, 2014, (7): 50-60
- [17]余澳、李昀桦、薛熙.我国民营上市公司股权制衡度与公司绩效关系分析[J]. 经济纵横, 2012, (6): 110-113
- [18]余颖.大股东控制型公司治理的效率评价[J]. 财经科学, 2001, (3): 60-63
- [19]曾春华.基于大股东控制下的公司治理问题研究综述[J]. 中国集体经济, 2014, (22): 55-57
- [20]张艳凯.上市公司反收购措施的理念、原则及制度[J]. 法治论坛, 2010, (3): 302-314
- [21]张学洪、章仁俊.大股东持股比例、投资者保护与掏空行为——来自我国沪市民营上市公司的实证研究[J]. 经济经纬, 2011, (2): 76-81
- [22]钟洪明.上市公司反收购中的章程应用及法律规制[J]. 证券市场导报, 2007 年 5 月 (5).
- [23]周嘉南、段宏、黄登仕.投资者与创始人的争斗:冲突来源及演化途径[J]. 管理世界, 2015, (6): 154-163

五、建议的课堂计划

整个案例课堂时间建议：90 分钟。

内容	时间	说明
课前计划		请学生课前复习收购与反收购、股权结构与公司治理等基本理论；查阅资料了解我国房地产行业发展状况；课前完成案例正文阅读并初步思考
课堂前言	5 分钟	概述性介绍收购与反收购、股权结构与公司治理理论，我国证券监管规定的要约收购基本流程、反收购制度
分组讨论	40 分钟	分组讨论，由学生自由探讨案例可以挖掘的问题，启发学生提问题能力；教师抛出本案例重点讨论的问题。
小组发言	30 分钟	每组发言 5 分钟。
案例总结	15 分钟	针对学员的发言进行点评，特别对有独立见解的学员进行鼓励，必要时引导全班进一步讨论，并进行归纳总结。
课后计划		请学学生上网搜索该企业的相关信息资料，尤其最新信息，采用报告形式给出更加具体的解决方案，或写出案例分析报告(1000-1500 字)；如果对此案例有兴趣跟踪，建议联系案例作者或企业负责人，进行深入研究。明确具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。