

PDF-CASE2016032

## 万科宝能股权之争<sup>1</sup>

### 案例正文

**摘要：**万科是目前中国最大的专业住宅开发企业，并率先成为全国第一个年销售额超千亿的房地产公司。2015 年 7 月至 12 月，名不见经传的“宝能系”横空出世，先后四次举牌万科，并超越华润稳坐万科的第一大股东之位，万科宝能股权之争一触即发，引发舆论焦点。宝能系是从什么时候开始“盯上”万科的？王石和万科管理层为何不欢迎“宝能系”成为其第一大股东？面对宝能系频频举牌，万科又将如何应对？本教学案例以万科宝能股权之争为背景，阐述股权之争的起因、经过和结果，分析其背后隐藏的上市公司股权结构和监督管理上存在的问题，以及运用金融衍生工具隐含的风险。

**关键词：**股权结构；并购；股份发行；上市公司经营；金融衍生工具

### 0 引言

2015 年 12 月 17 日傍晚，年近 65 岁的万科董事会主席王石在北京万科公司总部召集公司管理层发表内部讲话。他公开了数月之前与深圳宝能系掌门人姚振华的当面交涉，明确表示不欢迎新晋大股东宝能系，因为其“信用不够”，将损

- 
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。

害万科的品牌和信用。会议结束后不到半小时，王石的内部讲话与问答记录全文传出，舆论哗然。这是自 12 月 4 日宝能系持股超过华润、成为万科新的第一大股东之后，万科方面首度正式回应，万科管理层和宝能系终于撕破脸皮，开始正面资本对决。以王石为首的万科管理层遭遇了成立 30 多年以来的最大挑战，面对踢门而入的宝能系，王石和万科管理层奋力反击。“宝万之争”究竟谁能笑到最后？在这场“万宝之争”中，万科、宝能系、安邦、华润几方呈现出错综复杂的恩怨纠葛，究竟谁和谁站在一起，谁又是谁的手对手，成为这场“争权大戏”的终极悬念。

## 1 宝能系“进攻”万科

2015 年以来，以姚振华为首的宝能系连续买入万科股份，经过几次举牌，一举超越万科老股东华润，占据万科第一大股东位置。宝能系哪来的那么大的财力？姚振华是谁？他在资本领域是如何上袖善舞，PK 掉大央企华润，让万科易主的？

### 1.1 大万科与小宝能

1984 年，万科成立。王石苦心经营 31 年，使其成为中国最大的房地产企业，也是股市里的代表性地产蓝筹股，公司价值高达 2700 亿元。万科以简单不复杂、规范不权谋、透明不黑箱、责任不放任的企业文化而享誉业内。其总部设在广东深圳，至 2015 年，已在 40 多个城市设立分公司，经营利润年年攀升（参见图 1）。

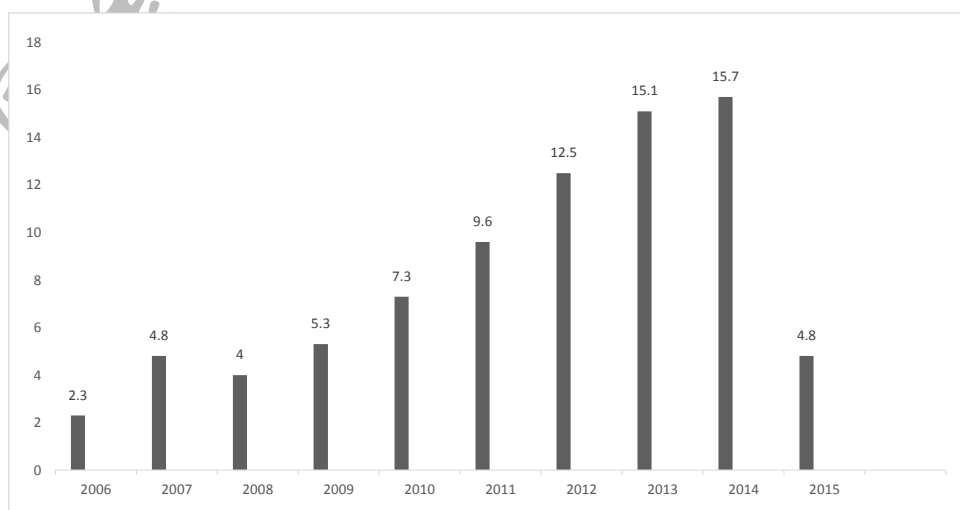


图 1 万科年净利润（亿元）

资料来源：万科年报

在抢筹万科股份的过程中，宝能系闯进了公众的视野。相比鼎鼎大名的万科集团，宝能集团就显得默默无闻。深圳市宝能投资集团有限公司成立于 2000 年 3 月 23 日，注册资本人民币 3000 万元，为个人独资有限责任公司，姚振华先生持股 100%。

姚振华，潮汕人，宝能集团的掌舵人，为人十分低调。在百度百科中搜索姚振华，只有短短 100 多字的简介。除了企业家的头衔之外，他身兼多职，曾任广东潮联会名誉会长、广东省政协常委，并与王石等人一道，成为《特区拓荒牛卅载竞风流》上榜人物之一。从公开资料来看，姚振华 1992 年进入深圳工作，早年靠卖蔬菜起家，几十年间，就将其掌舵的“宝能系”发展成集地产、保险、物流、小额贷款、教育、医疗、农业等众多产业的庞大而神秘的商业帝国。尽管宝能集团在深圳已经潜行多年，但无论是地产圈，还是资本圈，鲜有人能理清姚振华掌控下的宝能系的运作轨迹。宝能集团的主要股权结构参见图 2。

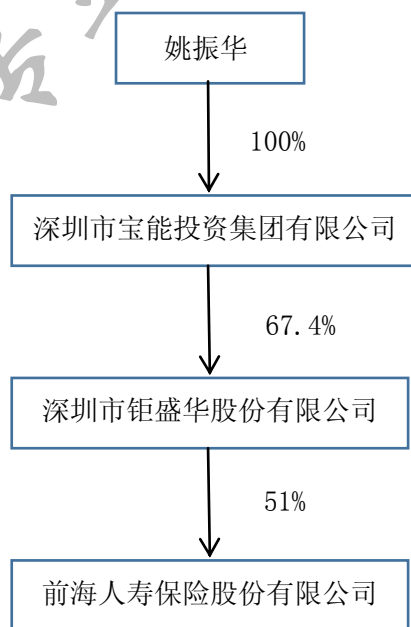


图 2 宝能集团股权结构图

资料来源：万科企业股份有限公司 2015 年度报告

## 1.2 前海人寿买入万科 A 股

宝能系旗下的前海人寿，是举牌万科的先锋。在万科易主之前，前海人寿就以其彪悍的风格闻名于保险界。两年三次增资，狂设分支机构，“3 倍同行工资”挖人，倚赖高现金价值保险拉现金流等等。自成立以来，前海人寿以高速增长的保费和总体营业规模让业界惊叹。据公开资料显示，前海人寿 2011 年 9 月获准筹备，2012 年 3 月正式开业，2013 年度规模保费就突破百亿，达 143.1 亿元，在全国人身险公司中排名第 13 位。前海人寿成立两年就三次增资。前海人寿 2012 年 2 月成立时的注册资本为 10 亿元，在 2013 年 9 月 26 日，保监会批复了前海人寿的增资事项，即该公司的注册资本变为 20 亿元。2013 年 12 月 26 日，保监会再度批复前海人寿的注册资本变更为 25 亿元。

根据万科 A 公告，其实早在 2015 年 1 月，前海人寿（宝能系）就通过证券交易所买入万科 A 股股票，根据披露的信息，前海人寿于 2015 年 1 月、2 月、3 月、4 月、6 月和 7 月都有所交易，而第一次构成举牌在 7 月。万科公告显示，截至 2015 年 7 月 10 日，前海人寿（宝能系）通过二级市场耗资 80 亿元买入万科 A 约 5.52 亿股，占万科 A 总股本的约 5%。

## 1.3 钜盛华：加杠杆的举牌人

宝能先用前海人寿的资金打头阵，在用尽了 30% 的投资限制后，钜盛华成为主力。深圳市钜盛华股份有限公司成立于 2002 年 1 月 28 日，注册资本约人民币 163.04 亿元，经营范围包括：投资兴办实业；计算机软件开发，合法取得土地使用权的房地产开发、经营；企业营销策划、信息咨询；建材、机械设备、办公设备、通信设备、五金交电、电子产品、家具、室内装修材料的购销；国内贸易，货物及技术进出口；自有物业租赁和供应链管理等。2015 年 7 月 24 日，前海人寿及其一致行动人钜盛华对万科二度举牌，持有万科股份 11.05 亿股，占万科总股本的 10%。前海人寿与钜盛华的实际控制人均为姚振华。作为宝能系主要收购平台的钜盛华，截至 2015 年 10 月底，其账面现金仅为 22 亿，营收 4.2 亿，对比万科前三季数百亿现金、800 亿营收，可以说是一起典型的“杠杆式”式收购。

## 1.4 宝能系持股首超华润

2015年8月沪深股市再度探底，万科股价继续下挫，宝能系通过钜盛华的融资融券、收益互换等多种方式，买入4.76亿股，占万科总股本4.76%，前海人寿也买入8000多万股，占总股本的0.73%。两家公司合计再增持，可拥有5%的股份。2015年8月26日，前海人寿、钜盛华通知万科，截至当天，两家公司增持了万科5.04%的股份，加上此前的两次举牌，宝能系合计持有万科15.04%，以0.15%的优势，首次超越了万科原第一大股东华润集团。

## 1.5 华润钜盛华相继增持

2015年9月4日，港交所披露，华润耗资4.97亿元，分别于8月31日和9月1日两次增持，重新夺回万科的大股东之位。截至11月20日，华润共持有万科A股15.29%股份。11月27日至12月4日钜盛华买入万科5.49亿股，合计持有万科A股股票约22.1亿股，占总股本的20.008%，取代华润成为万科第一大股东。12月10日和11日继续增持万科A（24.43, 0.00, 0.00%），港交所数据显示，钜盛华12月10日在场内买入万科A股1.91亿股，每股均价19.33元，涉及资金36.92亿元；12月11日再次场内买入万科A股7864万股，每股均价19.728元，涉及资金15.51亿元。两天合计增持52.43亿元，持股比例达22.45%。截至2015年12月4日，钜盛华和一致行动人前海人寿合计持有万科总股本的20.008%。经过这两天的增持后，钜盛华及前海人寿合计持有万科24.81亿股，占万科总股本的22.45%。

## 2 “万宝之争”打响

面对宝能的野蛮入侵，万科董事长王石明确表示不欢迎，紧接着宝能加速举牌万科，万科宝能的股权战争进入白热化阶段。

### 2.1 安邦保险加入战局

2015年12月6日宝能系宣布成为万科第一大股东后，保险系另一大巨头安邦保险也加入战局。12月8日晚间，万科A发布被安邦保险举牌的公告。截至2015年12月7日，安邦保险通过旗下多个产品购入万科A股5.5亿股，占总股本的5%，实际耗资约百亿元。短期内两大险资斥资约500亿元买入万科27.45%

的股份，安邦保险的站队并不明确，但可以肯定的是“野蛮人”已叩响万科的大门。

## 2.2 欲入万科董事会？

香港联交所数据显示，2015 年 12 月 10 日和 11 日，宝能系再度拿出 52 亿元增持万科股权，最终使持股万科的比例达 22.45%，牢牢占据第一大股东位置。钜盛华通过资管计划买入万科股份，在 12 月 15 日回复深交所问询前，突击签订的补充协议显示，其可以实际支配相关资管计划所持有万科股票的表决权。这些计划的存续期，都设立到了万科本届董事会到任期限的 2017 年之后。同时，还有“如果万科召开股东大会”之类的表述，已显露觊觎万科董事会席位之心。宝能可以借助万科董事会 2017 年 3 月换届的机会提名董事，进而进入万科董事会；或者提请召开临时股东大会，并联合出席股东大会所持表决权 2/3 以上的股东，修改公司章程改选公司董事会。

## 2.3 双方对垒升级

被王石称为“野蛮人”的宝能系进入万科，遭遇了意想不到的强力抵制。2015 年 12 月 17 日，王石在内部讲话中透露，宝能系增持万科股份至 10% 的时候，他曾与宝能集团掌门人姚振华谈话近四个小时，姚振华表达了对王石的一份欣赏，但生性直白的王石当时表态，在那个时间点上选择万科的股票、增持万科是万科的荣幸，“但是你想成为第一大股东，我是不欢迎的。”王石义正辞严地说道，“万科是上市公司，一旦上市，谁是万科的股东，万科是不可能选择的，但谁是万科的第一大股东，万科是应该去引导的，不应该不闻不问。因为我们要对中小股东负责，万科股权分散，我们这么多年，就是靠制度、团队。中小股东这么多年跟着万科，也是看重这个制度和团队。宝能系可以通过大举借债，强买成第一大股东，甚至私有化，但这可能毁掉万科最值钱的东西。”

## 3 杠杆上的资金

对万科多次发布的举牌公告汇总可知，截至 2015 年 12 月 4 日，前海人寿持有万科 A7.35 亿股，占公司总股本的 6.66%，约耗资百亿元；钜盛华持有 14.75 亿股，占公司总股本的 13.35%，约消耗资金 210 亿—235 亿元。王石在内部讲话

中也对宝能系的资金来源提出质疑，认为其“层层借钱，循环杠杆，没有退路，在玩赌的游戏”。

### 3.1 宝能系资金从何而来？

从万宝之争一开始，对于宝能系资金来源的疑问就一直存在。2015年12月15日晚间，钜盛华通过万科A对深交所的九大问题作出了详细回复，包括最近一次举牌万科的资金来源、信息铺路以及表决权归属等问题。答复显示，钜盛华在11月27日至12月4日间通过7个资管计划多次买入万科A股票，最后合计买入万科A股5.49亿股，占万科总股本的4.97%，涉及总资金96.52亿元。其中，钜盛华仅出资32.17亿元，资金杠杆高达3倍。这并不能完全解释外界对其资金来源的猜疑。

### 3.2 资金杠杆升级

自2012年2月成立以来，前海人寿就凭借给营销员高额手续费、从同业高薪挖角、给投资者高的预期回报率迅速崛起。其规模快速增长，主要得益于“保户投资款新增交费”的迅速增加。这也成为近来诸多中小保险公司逆袭的法宝。该项目的大幅增加，意味着人身险公司目前售卖的多为偏投资型的万能险等产品。截至2015年10月，该项目占前海人寿保费规模的近八成，从侧面反映出其发展之激进。

相对于前海人寿的资金来源，钜盛华的资金来源则更为复杂，整个举牌过程中，钜盛华运用了多种杠杆，除了保险资金，还有融资融券、收益互换、具有分级性质的资产管理计划，甚至还有股权质押等。截至2015年8月27日，钜盛华通过融资融券买入万科0.09亿股，通过收益互换形式买入8.89亿股。12月4日，钜盛华又通过分级资产管理计划买入5.49亿股万科股份，动用资金96.5亿元，其中钜盛华出资32亿元，优先级委托人出资64亿元，杠杆比例为1:2，杠杆倍数达到3倍。在利用上述杠杆形式买进万科A股后，钜盛华在万科股权上还加了另一层杠杆，即股权质押。2015年11月11日，万科公告显示，10月15日至11月9日期间，钜盛华将手中7.28亿股万科A股质押给鹏华资产管理（深圳）有限公司，质押股份占万科总股本的6.59%。

## 4 万科的对策

宝能系成为第一大股东，无论其是否“野蛮人”或恶意收购，都是当下市场资本意志的体现，也都给万科公司治理和管理带来新的挑战。资本的意志，是否可凌驾于管理层之上？是否能与公司长期经营发展一致？面对宝能系的步步紧逼，万科是否会强势反击，启动毒丸计划自救？

### 4.1 万科停牌

2015 年 12 月 18 日午间，万科宣布股票紧急停牌，以筹划股份发行，用于重大资产重组及收购资产，打响了反击宝能系的第一枪。万科发布公告称，因正在筹划股份发行用于重大资产重组及收购资产，股票从下午开市起停牌。12 月 18 日万科停牌当天，钜盛华即买入万科 A 股份 8196 万股，均价 23.304 元/股，耗资约 19.1 亿元。

在万科发布公告宣布停牌的两天后，万科于 12 月 20 日公告称，计划于 2016 年 1 月 18 日之前披露重大资产重组信息。而这一公告也一度被市场解读为留给王石以及万科管理层的时间只有短短的 30 天。但实际上，对于何时公布重组方案并没有明确的时间表，如若在 30 天内未能公布重组方案，董事会在提出延期申请并获得交易所批准的前提下，停牌期限可延长。而停牌的这段时间也被认为是王石为对应宝能系找外援预留的时间。

### 4.2 待解的危局

多年来，万科公司没有实际控制人，管理层掌握着公司话语权。因此归根到底，备受关注的万科股权之争，本质上是资本与知识资本、人力资本之争。截至 2015 年 12 月 24 日，从各方持股比例来看，华润万科系持有 15.23%，宝能系持有 24.26%，安邦保险持有 7.01%（见表 1）。安邦立场不明，如果站在宝能系一方，二者合计持股比例高达约 31%，万科控制权岌岌可危。



表1 万科股权各方占比

资料来源：新浪财经网

万科股东	7月10日	8月26日	9月1日	12月4日	12月7日	12月10日	12月22日	12月24日
宝能系旗下： 前海人寿	5.93%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%
宝能系旗下： 钜盛华	4.07%	8.38%	8.38%	13.35%	13.35%	15.08%	16.86%	16.86%
宝能系（前海 人寿+钜盛华）	10.00%	15.04%	15.04%	20.01%	20.01%	21.74%	23.52%	24.26%
华润	14.89%	14.89%	15.23%	15.23%	15.23%	15.23%	15.23%	15.23%
安邦	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	5.00%	7.01%	7.01%
香港中央结算	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%

#### 4.3 毒丸计划

万科以停牌发起资产重组反对宝能入主，随后传出万科可能以“毒丸计划”——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。“毒丸计划”来源于上个世纪80年代美国著名并购律师马丁·利普顿的发明，正式的名称为“股权摊薄反收购措施”。其具体做法是目标公司向普通股股东发行优先股，当有未经认可的一方收购了目标公司一大笔股份（一般是10%至20%的股份）时，毒丸计划启动，导致新股充斥市场，这样可以大大地稀释了收购方的股权，使收购代价变得高昂，从而达到抵制收购的目的。万科2015年12月18日午间的停牌意味着王石正式亮出了底牌：通过定向增发来摊薄宝能系股份，增加其持有成本，并最终将其拉下第一大股东的位置。

#### 5 鹿死谁手

这场股权之争至今还在从各个角度展开演绎，持股各方站队如何，是否会再次生变，宝能系是否还有底牌，尚待继续观察。宝万之争的现象背后，其实是中国经济直面转型升级的当下，过多的流动性与有限的投资机会之间的巨大矛盾，这种供给不平衡的状况，导致凶猛的资金会不断攻城略地。万科的股权争夺战仍在继续，花落谁家仍未可知。这场大战中，作为主角的王石、宝能系都被媒体多

角度挖掘报道。但跳出这场没有硝烟的战争，可以看到，中国波澜壮阔的市场化收购兼并已经开始.....

（案例正文字数：5,662）

中国金融专业学位案例中心

## The Equity War of Vanke and Baoneng

**Abstract:** Vanke -- China's largest professional residential development enterprise, and become the first estate company that own annual sales of more than one hundred billion. In July 2015, a little-known company called "Baoneng" appeared and tried to merge with Vanke for four times, then became Vanke's largest shareholder. The war between China's largest property developer Vanke and its current biggest shareholder Baoneng Group has continued to heat up. When did Baoneng begin to "target" Vanke? Why Vanke didn't want Baoneng to become the largest shareholder? How Vanke to handle it? This case tries to clarify the relationship between Vanke and Baoneng, then analyze the problem of share structure and management of listed companies, and the risk of financial derivatives.

**Key words:** Share Structure, Mergers and Acquisitions, Shares issued, Management of listed companies; Financial derivatives