

PDF-CASE2016014

## “野蛮人”缘何敲门——对万科股权结构的思考<sup>1</sup>

案例正文：

**摘要：**2015 年下半年，我国资本市场上掀起了一场备受瞩目的股权争夺战——“野蛮人”宝能系入侵地产龙头万科。迫于现金流断裂的困境，再加上万科股权分散的诱惑力，宝能系对万科逐步实施了高杠杆的敌意收购。本教学案例以万科股权结构为主线，从万科股权争夺的起因、万科反击宝能系的缘由以及“万科股权之争”的始末三个方面对本次收购进行了深度剖析。同时，结合美国历史上由敌意收购大潮启发的企业股权结构管理，辩证分析万科分散的股权结构，进一步引发对我国上市公司股权集中度的思考。

**关键词：**股权结构；反收购策略；敌意收购；杠杆收购

### 0. 引言

2016 年 4 月，中国深圳市盐田区大梅沙环梅路 33 号万科中心，王石先生刚刚结束讨论资产重组的会议，长舒了一口气。过去的大半年里，对于王石以及万科来说，都是一段很艰难的时间。

自 2015 年 1 月起，宝能系不断买入万科股份，意图最终夺得万科实际控制权。宝能系垂涎于万科充足的现金流，而万科分散的股权结构又给了它机会，于

---

1. 本案例由同济大学经济与管理学院钟宁桦教授，金融硕士郑庆明、董俊玲合作撰写，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. 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. 本案例仅供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

是，宝能系开始了收购万科的计划。

恶意收购，最早起源于 19 世纪末，到 20 世纪 70 年代开始在全世界范围内发展起来。回首美国史上的三次收购兼并，不难看出其三大显著的特点：（1）目标公司的股权十分分散；（2）社会资本积累相对充裕；（3）金融资本存在套利空间，杠杆收购在 20 世纪 80 年代达到高潮。

而这次却在中国资本市场上演了一场真实而激烈的恶意收购和阻击。

## 1. 万科股权之争的起因——宝能陷入困境，垂涎万科股权

宝能系，并非只是一家公司，而是指以宝能集团为核心、前海人寿及钜盛华作为核心资本运作平台的资本集团。经过二十余年的发展，宝能集团目前已成为涵盖金融、地产、现代物流、商业运营、文化旅游及民生产业六大板块的大型现代化集团公司。而万科是房地产行业的领军企业和市场上最为优质的上市公司之一。自 2015 年 1 月起，宝能系（前海人寿）便开始买入万科 A 股股票，为什么宝能系想迫切地收购万科呢？

### 1.1 宝能系现金流断裂急需奇招扭转局面

作为宝能系支柱的宝能地产，资金链断裂、销售力坍塌、项目停工，充分暴露了现金流极度紧绷的问题。截至 2014 年底，在建项目将近 40 个，预计投资总额超过 850 亿元，实际已完成投资 218 亿元，资金缺口超过 600 亿元。据宝能地产 2015 年半年报披露，货币资金在总资产中的占比仅为 3.13%，同期经营现金流出现 7.43 亿元缺口，净亏 3.15 亿元。在资金链异常紧张的情况下，宝能地产的销售业绩却始终难见起色。由于宝能早年的地产项目主要布局在三四线城市，而近两年三四线城市的房地产销售大幅下跌，去库存压力巨大，使得宝能地产的销售收入自 2012 年以来出现持续下滑。2012-2014 年宝能地产的销售收入分别为 21.58 亿元、10.80 亿元、8.37 亿元，2015 年上半年宝能地产全部 16 个在售项目销售业绩不到 30 万平米，签约金额 22.7 亿元，实际回款 2.22 亿元。销售无力、巨大财务压力迫使宝能地产在短期内叫停了在一线和二线城市的优质项目，上海、广州、大连等 8 个城市多个在建项目均已停工或即将停工，最长停工时间已接近一年，停工项目总面积已达 832.5 万平方米，占在建项目总面积的 22.8%。

相反，万科销售呈现稳健增长、财务健康、资金充足。在 2014 年全国房地产销售面积同期出现负增长的情况下，万科销售能力在逆境中依然强势：全年累计销售面积上涨 21.1%，全年累计销售额突破 2000 亿元，较 2013 年同比上升 25.9%，同时市场占有率达到 2.82%，创下历史新高。此外，2014 年末万科货币资金达到 627.2 亿元，而净负债率仅为 5.4%，经营活动净现金流达到 417.2 亿元，为万科的长期经营提供了充足的现金流。回顾万科发展长达三十年的历史，万科凭借良好的信用评级可以以不到 4% 的低利率发行债券，相比之下，具有同样地产融资项目的“宝能系”其融资成本却达万科的 3 倍之多。

因此，宝能系若能夺得万科控股权，一方面可以借助万科在地产业界的影响力重新救活“奄奄一息”的地产项目，另一方面又可为公司的持续经营获得充裕的现金流，这对于完全靠大量融资支撑的宝能系而言无疑是一个“一石二鸟”的奇招。

## 1.2 万科分散的股权结构终成宝能系眼中“猎物”

在万科的发展过程中，股权一直处于分散的状态，华润长期作为万科的第一大股东，仅持有不足 15% 的股权。从一定程度上来说，从创始人王石引入大股东华润，自己转身成为专业职业经理人开始，万科实际上是一家没有实际控制人的公司。1994 年的“君万之争”成为万科史上首次重大股权变化事件，以君安证券为首的几大股东联合“逼宫”企图改组万科董事会从而夺取万科控制权，但最终以失败而告终。2000 年 8 月 10 日，王石与万科管理层引进大股东华润，当时华润直接受让万科总股本的 8.11%，并通过子公司华润北京置地持有万科 2.71% 股份，总持股比例 10.82%。2004 年至今，华润系对万科持股比例均维系在 15% 左右，2006 年曾达到过 16.3% 的峰值。大股东华润一直是纯粹财务投资者身份，不插手万科经营事务。如表 1 所示，华润股份有限公司及其关联公司合计持有万科 A 股股份仅占 14.89%，而包括王石、郁亮等高管在内的管理层持股总数只有 1% 左右。正是这种极为分散的股权结构给宝能系散发出极强的诱惑力。

表 1：万科前十大股东（截至日期：2015 年 7 月 3 日）

排名	股东名称	持股数量（百万股）	占总股本比例（%）
1	华润股份有限公司	1645	14.89
2	香港中央结算（代理人）有限公司	1315	11.9

3	国信证券-工商银行-国信金鹏分级1号集合资产管理	457	4.14
4	GIC PRIVATE LIMITED	152	1.38
5	刘元生	134	1.21
6	MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	116	1.05
7	中国人寿保险股份有限公司-个人分红-005L-FH002深	101	0.91
8	中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	82	0.74
9	万科企业股份有限公司工会委员会	67	0.61
10	UBS AG	58	0.52

资料来源: Wind, 万科公司公告

### 1.3 宝能系孤注一掷实施高杠杆收购计划

面对现金流断裂的窘境、万科股权分散的诱惑力,宝能系依靠高杠杆操作以短债长投的杠杆配资意图增持万科股份并终夺控制权。宝能举牌万科的巨资来源主要是与银河、华泰等证券公司签订收益互换协议,但该种方式多被认为是带有对赌性质的融资方式,利率会依据配资比例而成倍扩大。2015年8月4日,前海人寿(5.93%)和钜盛华(4.07%)合计持有万科10%的股票,同时钜盛华手中持有的万科股份(3.81%)大多是通过证券公司的股票收益互换业务而购入,即将抵押品以现金形式转入证券公司,证券公司依比例进行配资并买入万科股票,但钜盛华需定期向证券公司支付高额利息。同时,如表2所示,高杠杆的资管计划让宝能融得202.5亿资金。高杠杆操作无疑让原先债务累累的宝能系进一步暴露了严重的偿债风险,而万科也丝毫不情愿宝能成为控股股东,但宝能却依然孤注一掷利用高杠杆对万科实施恶意收购。正如上文提及,其主要原因在于万科分散的股权结构给了宝能系入侵万科的底气。

表2: 通过带杠杆的资管计划,宝能系(钜盛华)共融资202.5亿元

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
	广炬1号	24	30	广发银行	2	11月26日
	广炬2号	24	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2日
	金裕1号	36	30	建行深分	3	12月2日
泰信基金	泰信1号	24	37.5	民生银行	2	11月30日

资料来源: Wind, 万科公司公告

## 2. 万科为什么不欢迎宝能?

宝能系短债长投、循环杠杆的赌博最终会引发多米诺骨牌效应。如美国上世纪 80 年代的垃圾债券及杠杆收购，举债时承诺的高收益在投资后却成为过往云烟，导致数十家美国保险公司破产。这种高风险操作让王石认为毫无退路可言，同时宝能系的信用不足、王石对股权结构的信仰都将宝能拒之门外。

## 2.1 信用不足无法替代大股东华润之位

作为评级为 AAA 的万科而言，正是因为品牌的力量支撑着三十余年的发展历程。而宝能系作为一家少有名气的区域性企业，其现金流断裂、高管层频繁变更、实际控制人“姚氏兄弟”接连遭受举报等事实无不暴露了公司的信用风险和经营风险。一旦宝能系成为万科控股股东，各方评级机构则会重新调整信用评级，对长期以来建立的品牌效应大打折扣，从而提高公司融资成本，拖累万科的可持续发展。相反，大股东华润作为国际化、世界 500 强企业，与万科的业务板块相互融合，相互借鉴。长期以来，华润充当万科第一大股东角色，不管是在股权结构稳定、业务管理还是国际化方面均扮演着十分重要的角色，“先天不足，后天无力”的宝能系始终无法取代华润而夺得万科一把手的话语权。

## 2.2 王石的信仰—分散的股权结构

万科一直是高度分散的股权结构，中小股东即为大股东，虽然没有绝对控股但是有相对控股。国际上许多成熟公司的股权都很分散，王石坚信万科会像这种健康公司持续发展。在长达三十余年的发展历程中，万科管理层有绝对发言权，作为行业内的标杆，万科管理层通过股权激励等举措给股东带来了稳定的回报，得到股东们多年的支持，对做大做强企业起到至关重要的作用。而对于长期稳居大股东之位的华润并非一味谋取私利，在过往时间内都是万科背后的支持者，承担更多的责任。因此，宝能系的野蛮入侵将会打破王石所信仰的股权结构，“一股独大”的格局将会严重损害各大股东利益，与万科管理层的作风格格不入。

## 3. 万科股权之争始末

这场轰轰烈烈的万科股权之争，从 2015 年 7 月拉开序幕。表 3 是 2015 年 7 月 10 日到 2015 年 12 月 18 日万科股权的变化，从表 3 中可以看出宝能系如何一步一步地收集万科以及王石面对这次宝能系的突袭如何扭转乾坤。最终，2016

年3月，万科给了宝能系致命一击，即引入深圳地铁集团作为大股东之一。

表3：万科股权变化（2015年7月10日至2015年12月18日）

万 时	宝能系旗下： 前海人寿	宝能系旗 下：钜盛华	宝能系（前海 人寿+钜盛华）	华润	安邦
7月10日	5.00%	0.00%	5.00%	14.89%	0.00%
7月24日	5.93%	4.07%	10.00%	14.89%	0.00%
8月26日	6.66%	8.38%	15.04%	14.89%	0.00%
9月1日	6.66%	8.38%	15.04%	15.23%	0.00%
12月4日	6.66%	13.35%	20.01%	15.23%	0.00%
12月7日	6.66%	13.35%	20.01%	15.23%	5.00%
12月10日	6.66%	15.08%	21.74%	15.23%	5.00%
12月11日	6.66%	15.79%	22.45%	15.23%	5.00%
12月15日	6.66%	16.86%	23.52%	15.23%	5.00%
12月18日	6.66%	16.86%	23.52%	15.23%	7.01%

资料来源：Wind，万科公司公告

接下来，从宝能系如何实行万科收购计划以及万科的反收购两个方面来详细地介绍“万科股权之争”。

### 3.1 宝能系的“突袭”

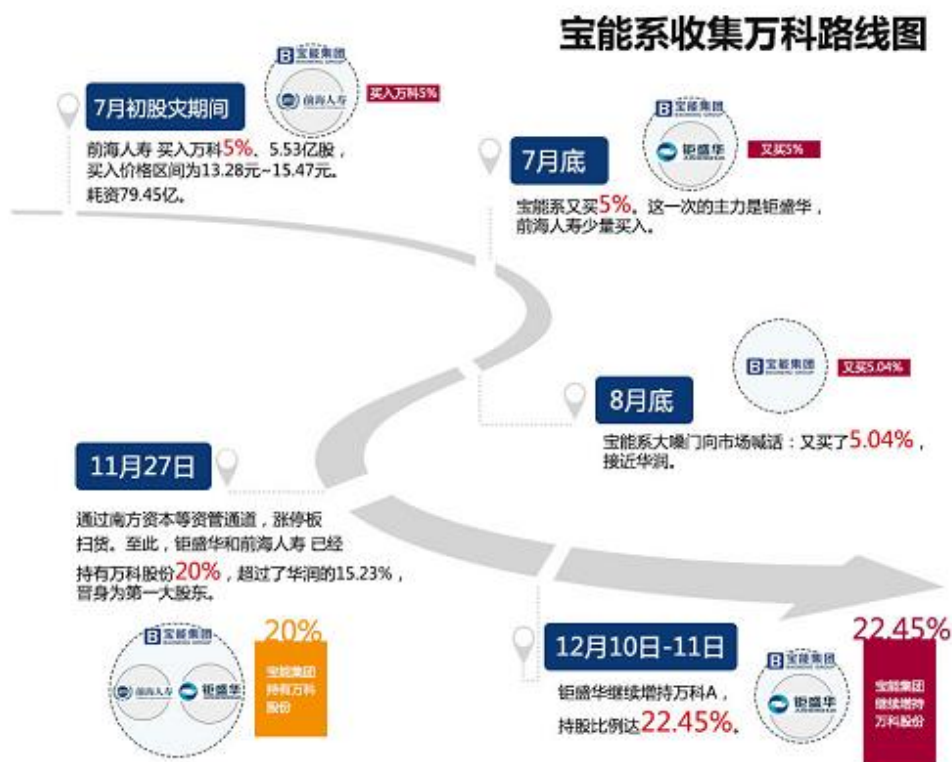
2015年1月，前海人寿作为宝能系的“先锋部队”，先行买入万科A少量股份，随后又有数笔少量卖出记录。前海人寿的试探性动作并没有引起万科管理层的注意。

2015年6、7月，A股市场的下跌行情给了宝能系一个大举进攻的契机。

前海人寿在7、8月间密集增持，旗下的两只产品——“海利年年”和“聚富产品”分别以3.5亿股和2.18亿股位居第四、十名。前海人寿合计持有万科约5.68亿股，占公司总股本的5.14%。此后，前海人寿止步不前，钜盛华却多管齐下，连连增持万科股票。

宝能系对万科的恶意收购行为可以分成图1中的几个阶段：

图 1：宝能系收集万科路线图



图片来源：Wiki百科

7月10日，宝能系旗下前海人寿首次以15.47元均价加仓万科，获得1.22亿股，耗资18.95亿元，持股占比首达5%。随后仅隔10天，前海人寿在22日再次以14.316元每股的均价加仓至6.27%，耗资18.06亿。

7月24日，宝能系下钜盛华继前海之后，开启举牌之旅。以15.61元均价加仓2.75亿股，耗资42.99亿元，单方持股比例达5%。

8月25日，钜盛华明确宣布将与前海人寿达成一致行动人开启第二阶段举牌。宝能系自24日起以13.21元、13.16元、12.87元均价分别连续3天购入2.2亿股、1.94亿股、1.15亿股。耗资达69.49亿元，持股占比14%。

随后在沉寂3个月后，12月起宝能第三次开启疯狂举牌之路。12月1日到4日，宝能以15.58元、17.84元、18.59元增持5.48亿股，持股比例上升至20.01%，耗资96亿元，首度坐稳第一大股东之位，双方公开宣战。

截至12月18日万科停牌日，宝能再度分别以19.33元、19.728元、23.3元均价，购入3.51亿股，耗资近95亿元，持股占比则跃升至24.26%。

### 3.2 王石带领下万科的“反击”

### 3.2.1 股份回购计划意图减少总股本

2015年7月以来，宝能系的两次举牌，某种程度上打乱了万科在股权控制层面的原定布局。2015年7月6日，万科公布百亿回购计划。万科董事会通过100亿元额度内回购A股股份计划，拟在不超过13.70元/股条件下以自有资金进行回购，预计全额回购的股份将不低于6.60%。后因分红派息方案实施后，公司回购价格调整为13.20元/股。该回购计划除了稳定市场信心，另一作用是，如果能顺利实施，支持万科管理层一方的股份随之增加。这一招将在很大程度上阻止宝能系的敌意收购。

但是，回购计划刚一公布，万科立刻遭到前海人寿强势买入。

2015年9月18日万科实施首次回购，但从10月开始，万科的股价因“宝能系”疯狂增持而暴涨，市场没有再给万科回购的机会。截至回购期限结束实际仅回购约1.6亿元，占100亿元回购份额不到2%。王石对此解释称，执行回购是要相应注销总股本，股东持股比例相应上升，但实际变化幅度有限，并不能有效抗衡“野蛮人”的大手笔增持。同时万科股价三季度上涨过快，很快就错过了回购的时间窗口。

### 3.2.2 华润增持万科股份

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，但华润没有支持。“宝能系”三度举牌后，事情比较危险，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。

华润在2015年8月31日、2015年9月1日两次增持万科，分别以均价13.37元每股增持约752.15万股；以均价13.34元每股增持约2974.3万股，两次增持共耗资约4.97亿元。增持完成后，华润股份共计持有约16.9亿股万科股份，占万科A+H总股本的15.23%，加上旗下全资子公司中润国内贸易有限公司持有的股份，华润共计持有万科15.29%股份，超过“宝能系”0.25个百分点。

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。

2015年12月18日，万科停牌之后，提出与华润置地重组的建议，但华润表示资金不足，而且房地产并非华润主业方向。

### 3.2.3 万科A紧急停牌公告称筹划新股发行



面临“宝能系”的不断增持，万科最终还是使用了传统的拖延战术——停牌。

深交所 2015 年 12 月 18 日午间公告显示，万科因正在筹划股份发行，用于重大资产重组及收购资产，经申请，该公司股票（000002，万科 A）自当日 13 时起停牌。万科 H 股也同时停牌。

一旦扩股，宝能系此前所持有的股份将被稀释。至 2015 年 12 月 20 日晚，万科再度公告确认，本次停牌将涉及重大资产重组，预计在不超过 30 个自然日的时间内披露重组方案。

在当前大资金持续疯狂买入的大背景下，万科突然启动停牌，不仅规避了潜在的被“闪电夺权”的风险，同时也强行切断了险资持续增持股票的通道。

### 3.2.4 安邦落子万科

安邦旗下和谐保险、安邦养老、安邦人寿管理的多只保险产品早在 2015 年 11 月、2015 年 12 月间多次买入万科 A 股，买入每股价格区间在 14.28 元至 19.75 元之间，共计约 5.53 亿股，达到 5%的举牌红线。

此后，安邦接连增持万科股票。在 2015 年 12 月 17 日、18 日，安邦分别以每股成交均价 21.808 元买入 1.05 亿股、23.551 元买入 0.23 亿股，耗资逾 28.32 亿元。增持后，安邦累计持有万科 6.83 亿股，占有万科 A 股股份升至 7.01%，约占万科总股本的 6.18%，是目前排在“宝能系”和华润集团之后的第三大股东。

安邦此时的立场至关重要。截至 2015 年 12 月 15 日，宝能系持有万科股票 26 亿股，持股比例升至 23.52%。《证券法》第八十八条规定，通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到 30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。若宝能系如与安邦保险结成一致行动人，持有的股份比例已合计接近 30%，将触发要约收购。但是，若安邦倒向万科，则万科合伙人、华润等一致行动人同盟合计持股约 20.64%。宝能系持股 23.52%。则安邦的助阵将使天平向王石倾倒。

最终，安邦还是选择万科。2015 年 12 月 23 日，万科集团官网挂出一份《关于欢迎安邦保险集团成为万科重要股东的声明》。随后，安邦集团亦在其官网醒目位置发表声明。万科表示，欢迎安邦保险集团成为万科重要股东，安邦则声明

“希望万科管理层、经营风格保持稳定”。至此，万科获得了一张至关重要的好牌。

### 3.2.5 深圳地铁集团或成万科第一大股东

在万科 A 股股票停牌近三个月之后，万科筹谋许久的资产重组事项终于有了实质性进展。公司 3 月 12 日与深圳市地铁集团有限公司签署合作备忘录，根据备忘录内容，万科将在本次重组中购买深圳地铁集团下属公司的全部或部分股权，由此实现“地铁集团部分优质地铁上盖物业项目”资产的注入。

进一步来看，双方本次交易对价初步预计在 400 亿-600 亿元之间，具体交易对价以独立第三方的评估结果为依据。在此基础上，万科拟采取以向地铁集团新发行股份为主，如有差额以现金补足的方式收购地铁集团持有的目标公司全部或部分股权。

根据估计，万科注入深圳地铁集团后，股权结构会发生重大改变，如表 4 所示，深圳地铁集团将以 17.8%到 24.5%的持股比例，成为第一大股东。而华润、宝能系的原持有股份因万科发行新股而被稀释，华润和宝能系所持股份分别变为 11.5%-12.5%和 16.9%-18.5%。

表 4：深圳地铁集团资产注入后万科主要股东股权的变化

主要股东	注入前持股比例	注入后持股比例(估计)
深地铁	-	17.8%-24.5%
宝能	22.40%	16.9%-18.5%
华润	15.20%	11.5%-12.5%
安邦	4.50%	3.4%-3.7%
万科管理层	4.10%	3.1%-3.4%

资料来源：Wind，万科公司公告

除此之外，资料显示，深圳地铁集团是深圳市属大型国有独资企业，承担深圳城市轨道交通投融资、建设、运营，目前净资产 1503 亿元，总资产 2411 亿元。秉承“建地铁就是建城市”理念，深圳地铁集团依托快速发展的城市轨道交通网络，通过轨道交通上盖运作物业开发，目前已拥有地铁上盖物业开发项目 10 个，分布于前海蛇口自贸区、深圳湾超级总部基地以及福田、龙华等深圳市各重要发展区域，总建筑面积约 500 万平方米，产品涵盖住宅、商业、写字楼、酒店等多种业态，均为大规模城市综合体项目。

万科和地铁集团通过本次合作将共同实施“轨道+物业”的发展战略，且未

来随着地铁线路的延伸，万科将有机会以合理价格获得源源不断的开发资源，化解核心城市土地资源紧缺的问题。

此次与深圳地铁集团合作，是万科重组的重大突破，有助于解决万科近期面临的股权问题，也为万科与深圳地铁双方的长期业务合作奠定基础，一石二鸟。

### 3.2.6 万科 A 继续停牌 实施重组计划

2016 年 3 月 17 日，万科在深圳大梅沙总部举行了备受瞩目的 2016 年第一次临时股东大会，采取现场投票和网络投票相结合的方式表决《关于申请万科 A(24.43, 0.00, 0.00%) 股股票继续停牌的议案》。万科副总裁谭华杰对于提请延期复牌的原因说明如下：一是避免内幕交易；二是涉及国有资产转让；三是重大资产重组需要时间。

由于在临时股东大会之前万科披露了增发新股以引入深圳地铁的战略合作，因此此次临时股东大会的结果，决定着万科的上述计划能否得到股东同意并得以实施。

万科 A 股股票继续停牌的临时股东大会议案获得 87 亿股投票，其中赞成 84.5 亿股，占比 97.13%；反对 2.2 亿股，占比 2.59%；2000 多万股弃权。由此，万科将继续停牌至 6 月 18 日，在此后的 3 个月时间，万科将为迎来深圳地铁这个股东而继续筹谋规划。

至此，这场万科股权之争中，万科获得安邦的支持以及“白衣骑士”深圳地铁的及时出现，基本也就暗示着宝能系的恶意收购以失败告终。

## 4. 万科股权结构：悬念重重

万科上市前，王石拥有公司 40% 的股权。1989 年万科上市时，王石放弃了万科的原始股份，从而放弃了成为万科老板的机会，成为一个职业经理人。王石对自己职业经理人的身份非常满意。

“之所以放弃资产，第一，我觉得这是我自信心的表示，我选择了做一名职业经理人，不用通过股权控制这个公司，我仍然有能力管理好它。第二，在中国社会尤其在 80 年代，突然很有钱，是很危险的。中国传统文化来讲，不患寡，患不均，大家都可以穷，但是不能突然你很有钱。在名和利上只能选一个。我的本事不大，我只能选一头，我就选择了名。”

分散的股权利弊兼具。一方面，万科的公司治理结构完善，公司管理层素质高且强势，股权分散事实上削弱了上市公司大股东对管理层的干预程度。另一方面，过于分散的股权结构可能会遭恶意收购导致控制权不稳定。

在 2014 年，万科集团内部期刊中就写道：

*“一个幽灵，事业合伙人的幽灵，在大梅沙游荡。为了对这个幽灵进行神圣的围剿，旧房地产圈的一切势力，野蛮人和黑嘴、带路党和五毛、香港的激进派和华尔街的资本家，都联合起来了。”*

此时，就已经有“野蛮人”想入侵万科。而 2015 年宝能系不断增持万科股份，让王石担心的恶意收购最终激烈地发生了。

万科这次所面临的恶意收购，让我们想起 20 世纪 80 年代美国出现的恶意收购大潮。恶意收购给企业带来了巨大的风险，甚至有近半被恶意收购的公司最终不复存在。不少恶意收购方，原本的打算就是买下资产雄厚但市值不大的企业后分拆出售获利。即便不将企业大卸八块，收购过程中的大幅举债、加杠杆的代价，也终将落在被收购的企业身上。另一个常见的现象则是恶意收购方扩张过快，债台高筑，最终在市场逆转中无法支持而崩溃。

也正是在这一背景下，美国许多州从 80 年代末开始修改公司法，允许经理对比股东更广的“利益相关者”负责，从而给予了经理拒绝“恶意收购”的法律依据。因为尽管“恶意收购”给股东带来暴利，但却损害了公司的其他“利益相关者”。

分散的股权结构有利于利益各方基于公司绩效迅速做出反应，提高了股东之间、股东与管理者之间以及潜在利益相关者与现存的利益各方之间博弈的灵敏度，使得决策和资源配置的效率提高。然而，股权分散的企业需要严格的法律规制来保护。

相比较于美国发达的资本市场，中国这一新兴的资本市场还有很多不完善的地方。在目前的中国市场，过于分散的股权结构是否合适？如果万科是传统的高度集中股权结构，那么是否就不会出现这次股权之争？但若增强股权集中度，与王石的信仰并不一致，三大股东与王石之间的博弈如何？经过此次重大资产重组后，万科一直所信仰的分散股权结构是否还会继续？万科会不会告别无实际控制人时代？王石先生又不禁陷入了沉思。

（案例正文字数：8415）

## **A reflection on the equity structure of Vanke—based on the event of leverage buyout of Baoneng**

**Abstract:** There was an equity contention that Baoneng strived for Vanke's ownership in China capital market in the second half of 2015. Faced with the predicament of the serious insufficient cash flow and the temptation of the decentralized equity of Vanke, Baoneng implemented hostile takeover with high leverage to Vanke. This case centered around Vanke's equity structure, analyzing the leverage buyout on depth from three aspects, which are the cause of the ownership contention, the reasons of why Vanke stricken back Baoneng and the process of anti-takeover. In addition, combined with the equity management in American, this case discussed the advantages and disadvantages of dispersed equity structure and sparked the consideration for ownership concentration of the listed companies in China.

**Key words:** Equity structure; Anti-takeover strategies; Hostile takeover; Leveraged buyout