

PDF-TN2016014

“野蛮人”缘何敲门——对万科股权结构的思考¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

本案例教学使用说明以《公司金融》课程中的公司治理专题部分为基础所撰写，亦可应用于《企业并购与重组》课程中对敌意收购部分的学习探讨。如将本案例应用于其他课程教学安排需做一定的调整，本案例使用说明可供参考。

1. 适用的课程

本案例适用于《公司金融》、《企业并购与重组》及《公司治理》课程，也可以将本案例作为《战略管理》课程的辅助案例。

2. 适用对象

本案例适用对象包括金融学、管理类专业本科生、金融硕士研究生（MF）和管理类研究生。

3. 教学目标规划

本案例结合财经热点“险资举牌”题材，引入“野蛮人”宝能系入侵万科的典型敌意收购事件，以股权集中度为主线，着重从宝能收购动机、万科抵制收购缘由及反收购策略三大方面还原事件的全过程。本案例所覆盖的知识点包括上市公司股权结构管理、敌意收购、反收购策略以及对上市公司股权结构的辩证评价，其涵盖的能力培养训练点包括：（1）学会分析敌意收购的驱动因素，并通过对目标公司的分析抓住收购的主要根源所在；（2）基于案例中的反收购举措及结果，

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. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

培养学生的角色思维，结合国内相关法律法规，让学生在复杂的环境里提升综合分析能力；（3）以股权集中度的探讨培养学生思考问题的辩证思维，并联系我国实际情况对具体问题应如何提出可行性方案。

二、启发思考题

1. 上市公司一般有哪几种股权结构？分析每种股权结构的利弊。结合我国资本市场的实际情况，分析万科这种股权结构在市场上的适用性。
2. 常见的公司控制权之争有哪些？万科这次的控制权之争属于哪种情况？
3. 我国收购上市公司有哪些方式？宝能系采用的是何种方式？
4. 面对敌意收购，目标公司会采取哪些反收购策略，并结合万科的情况，分析万科所用的反收购策略。
5. 如果你是万科管理层，经过这次事情之后，你会对公司的治理以及股权结构等方面提出哪些建议？

三、分析思路

1. 上市公司的股权结构相关理论，不同股权结构有不同的特点，有利有弊。万科的股权结构也是我国资本市场上比较特别的一种，宝能系能够接连增持万科股票在某种程度上也是和万科独特的股权结构有关。
2. 了解我国所规定的上市公司并购方法，结合宝能系所采取的措施。
3. 分析反收购策略的理论依据以及实践时可能会面临的挑战，万科在这次反收购大战中准备了很多方案，分析使用这些方案可能会产生的后果。
4. 万科股权之争实质上是万科的控制权之争。万科管理层解决这次控制权危机后，将会对万科的股权结构或者管理做出怎样的改变呢？

四、理论依据与分析

（一）理论依据

股权结构的相关理论；收购策略与目标公司的反收购策略；公司治理

（二）具体分析

1、上市公司一般有哪几种股权结构？分析每种股权结构的利弊。结合我国资本市场的实际情况，分析万科这种股权结构在市场上的适用性。

股权结构有三种类型：一是股权高度集中，绝对控股股东一般拥有公司股份的 50%以上，对公司拥有绝对控制权；二是股权高度分散，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；三是股权制衡，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。

关于这三种股权结构的利弊看下表：

股权结构	利	弊
股权高度集中	①形成“控制权共享收益”，控股股东的控股行为可以给公司整体（包括大小股东在内的所有股东）带来收益；②解决了“搭便车”的问题，大股东有动机、也有能力去监督公司的管理层，使股东与管理者的代理摩擦减小；③足够的投票权往往可以保证控股股东本身或其代表直接参与公司经营，由此促进企业经营，提高企业的效率水平并增加全体股东的财富；④一定程度的股权集中可以降低股东与管理者之间代理成本。	形成“控制权私人收益”，控股股东利用其控股地位从上市公司转移资产和利润，从而损害了中小股东和上市公司的利益。当大股东的控制权缺乏公司其他利益相关者的监督和制约时，大股东就会采取“隧道行为”为自己谋取控制权私利，损害众多小股东的利益。
股权高度分散	①可以降低股东持有股票的流动性风险，带来股票二级市场流动性收益；②有利于经营者创造性的发挥；③在股权高度分散的情况下，股东持股数相近，权力分配较为平均，在股东之间存在一种制衡机制，有利于产生权力制衡与民主决策。	①由于股东“搭便车”的行为和监督成本的存在，经营者往往利用自身的信息优势，采取机会主义行为，侵害广大股东的利益；②公司股东无法在集体行动上达成一致，可能会降低公司的反应速度，使公司错失机会，降低工作效率。
股权制衡结构	①由于股权相对集中，大股东有加强监督减少经理的私人收益的激励；②由于大股东各自的利益最大化约束以及利益分配不均衡，常常会使得一些可能损害中小股东利益的决策不能达成一致，大股东之间无形中构造了一种利益均衡机制，有效降低了对小股东利益的侵害，即讨价还价效应；③共享控制权意味着更少的少数股权需要出售以满足融资需求。这样，控制集团可以在更大程度上将企业价值内部化，这将会降低他们为了增加私人收益而以损失效率作为代价的从事商业决策的动机；	①这种讨价还价也可能引起大股东关注于控制权争夺，导致公司的业务瘫痪，使小股东利益受损；②大股东对投资项目的前景、回报率、各自所承担的成本与享受的收益的看法可能不一致，并且由于存在多个大股东，通过谈判形成一致意见的难度增加，从而使一些具有正的净现值的投资项目被放弃，最终造成投资不足；③对管理层的监督活动是一个“公共品”，大股东之间存在搭便车的动机，最终造成监督不力，而一股独大在解决此类问题时可能更有效。

在我国 A 股市场中，上市公司的股权结构普遍呈现出“一股独大”的结构模式即股权高度集中，然而，在这种市场环境下，万科却保持了股权结构分散的模式。不仅第一大股东华润的持股比例长期控制在 15%以内，而且万科的管理团队也是长期没有持有公司股权。

这种股权结构模式可以避免股权高度集中下公司治理上所存在的很多问题。万科的第一大股东华润，很少插手万科的经营管理活动，放手发挥万科团队的聪

明才智。实际上，万科能够发展成为现在的万科，除了以王石为代表的优秀管理层的贡献，与华润的“放手”也是分不开的。可以说，正是这种股权分散的“万科模式”成就了万科今天的辉煌。

当然，这种模式存在一个重大弊端，那就是容易受到资本市场“野蛮人”的入侵。因为股权结构分散，在“野蛮人”疯狂地在二级市场买入股票的情况下，很容易成为公司的第一大股东甚至是控股股东。

2、我国法律所规定的收购上市公司有哪些方式？宝能系采用的是何种方式？

按照目前中国证监会《上市公司收购管理办法》第三条规定，上市公司收购的收购人可以通过协议收购、要约收购和证券交易所的集中竞价交易方式进行上市公司收购。从而获得对一个上市公司的实际控制权。

方式一：协议收购

协议收购，是指投资者在证券交易场所之外与目标公司的股东（主要是持股比例较高的大股东）就股票价格、数量等方面进行私下协商（相对公开市场而言），购买目标公司的股票，以期达到对目标公司的控股或兼并目的。

协议收购在证券交易场所场外通过协议转让股份的方式进行；协议收购实施对持有股份的比例大小并无限制；是收购者与目标公司的控股股东本着友好协商的态度订立合同收购股份，以实现公司控制权的转移，所以协议收购通常表现为善意的。协议收购中收购人大多选取股权比较集中、存在控股股东的目标公司，以较少的协议次数、较低的成本获得控制权。

协议收购的双方可以临时委托证券登记结算机构保管协议转让的股票，并将资金存放于指定的银行。采取协议收购方式的，收购人收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购一个上市公司已发行的股份达到30%时，继续进行收购的，应当向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。但是，经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外。

方式二：要约收购

要约收购是指收购人向被收购的公司发出收购的公告，待被收购上市公司确认后，方可实行收购行为。它是各国证券市场最主要的收购形式，通过公开向全体股东发出要约，达到控制目标公司的目的。

要约收购是一种特殊的证券交易行为，其标准为上市公司全部依法发行的股份。其最大的特点是在所有股东平等获取信息的基础上由股东自主做出选择，因此被视为完全市场化的规范的收购模式，有利于防止各种内幕交易，保障全体股东尤其中小股东的利益。

要约收购包含部门自愿要约与全面强制要约两种要约类型。部分自愿要约，是指收购者依据目标公司总股本确定预计收购的股份比例，在该比例范围内向目标公司所有股东发出收购要约，预受要约的数量超过收购人要约收购的数量时，收购人应当按照同等比例收购受要约的股份。

方式三：证券交易所的集中竞价方式

证券交易所的集中竞价方式是一个在二级市场连续收购流通股而实现控股上市公司目的的行为，是一种敌意收购行为，它是未和上市公司大股东进行实时沟通或沟通未果后的行为。

通过二级市场集中竞价交易方式收购达到控制目标公司，如宝安收购延中、君安投资有限公司和广东三星有限公司争夺申华实业等。这些成为收购目标的上市公司的共同特点是小盘、股权分散、社会公众股占股份总额的全部或绝大多数，形成了颇具中国特色的“收购概念”。

从宝能系一点点地从二级市场买入万科的股票可以看出，在这次宝能系收购万科中，宝能系所采取的是集中竞价方式。

3、面对敌意收购，被收购方会采取哪些反收购策略，并结合万科的情况，分析万科所用的反收购策略。

策略一：资本结构变化 (capital structure change)

资本结构变化主要是指通过调整目标公司的资本结构以增强公司抗收购的能力。资本结构变动的主要形式有四种，即资本结构调整、增加债务、增发股票和回购股票。

策略二：白衣骑士 (white knight)

白衣骑士是企业为了避免被敌意并购者而自己寻找的并购企业。企业可以通过白衣骑士策略，引进并购竞争者，使并购企业的并购成本增加。另外，还可以通过锁住选择权条款，给予白衣骑士优惠购买本企业的特权。

策略三：毒丸计划 (poison pills)

毒丸计划是指敌意收购的目标公司通过发行证券以降低公司在收购方眼中的价值的措施，它在对付敌意收购时往往很有效。毒丸计划是美国著名的并购律师马丁·利普顿 1982 年发明的，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。

策略四：中止协议（standstill agreement）

中止协议是指目标公司与潜在收购者达成协议，收购者在一段时间内不再增持目标公司的股票，如需出售这些股票目标公司有优先购买的选择。

策略五：绿票讹诈（green mail）

绿票讹诈是指目标公司溢价收购公司股票以防敌意收购。

策略六：白衣护卫（white squire）

白衣护卫是一种与白衣骑士很类似的反收购措施。这里，不是将公司的控股权出售给友好的公司，而是将公司的很大比例的股票转让给友好公司。

策略七：金色降落伞（golden parachute）

“金色降落伞”指的是雇用合同中按照公司控制权变动条款，对失去工作中的管理人员进行补偿的分离规定。一般来说，员工被迫离职时（不是由于自身的工作原因）可得到一大笔离职金。它能够促使管理层接受可以为股东带来利益的公司控制权变动，从而减少管理层与股东之间因此产生的利益冲突，以及管理层为抵制这种变动造成的交易成本。

在“万宝之争”中万科主要采用的有：

拖延战术：2015 年 12 月 18 日，万科发布停牌公告。不仅能阻击资金进入，为万科争取更多时间来进行反击，而且可以让宝能系为杠杆资金支付高昂的资金成本。而拖延战术并不是解决问题的办法。

资本结构变化：面对宝能系一开始的增持，万科公布了回购股票计划，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。可是，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%。

寻找白衣骑士：万科曾表示希望华润增持，但是华润只是象征性地增持了万科股份，很快就被宝能系超越成为第一大股东。而在 2015 年 12 月 18 日，持有

万科股份 7.01%的安邦也未表明态度，就在外界纷纷猜测安邦和宝能系为一致行动人时，2015 年 12 月 23 日，安邦和万科表示了互相支持。获得安邦的支持是万科获取这场“宝万之争”胜利的开始，而后，白衣骑士深圳地铁的出现，则是给了万科一颗定心丸。

4、常见的公司控制权之争有哪些？万科这次的控制权之争属于哪种情况？

公司的控制权之争一般分为内部管理层、股东之间的矛盾和资本市场上别的企业觊觎该公司的控制权。详细可以分成以下五种：

管理层收购：股权过于分散的企业，极有可能被管理层收购股权。

引入外来资本：一般有两种形式：一种是外来资本直接购买股份，如 VC/PE；另一种是管理层与外来资本联合，一起进行的管理层收购。收购完成后原企业管理者取得企业控制权，外部投资者在适当的时候通过向管理者或其他投资者转让股权退出企业。

第二大股东“篡权”：在股权分散型企业，第二大股东与第一大股东争夺控制权的情况非常多。

限制性条款：限制性条款对争夺控制权有附加和约束作用。限制性条款分为两类，一类是一票否决权，如限定重大事项的决定，或是某个交易的规模、商标适用的限制，全部董事通过才可执行，99%都不行。另一种限制性条款存在于公司章程。

反击性的反收购：此措施是针对已经发起的敌意收购而采取的反收购措施，主要通过降低自身公司的吸引力，或增大对方收购成本等方式达到阻碍收购的目的。具体方法有白衣骑士、白衣护卫、交叉持股等。

很明显，万科这次的控制权之争并不是内部管理层之间的争斗，也不是管理层引入外来资本，而是由宝能系敌意收购开始的资本市场上各家公司之间的博弈。

5、如果你是万科管理层，经过这次事情之后，你会对公司的治理以及股权结构等方面提出哪些建议？

这次恶意收购最终以万科和深圳地铁并购重组结束，经历这次事件之后，以王石为代表的万科管理层，肯定会对万科的公司治理和独特的股权结构进行反思。万科的分散股权结构和优秀的管理层在某种程度上成就了现在的万科，却也

是因为分散的股权结构给了宝能系收购的可能。

结合案例材料和自己的理解，对万科的公司治理提出可靠的建议，并给出理由。

五、关键点

本案例分析关键在于对企业股权集中度的分析，理清宝能系收购万科背后的主要动机以及万科反对宝能成为控股股东的缘由，由万科股权结构的特点引发对我国上市公司股权集中度的辩证探讨为本案案例教学的重点所在。教学中的关键点包括：

1. 股权结构理论及其利弊分析；
2. 企业收购的资金来源，以国外收购案为参考分析杠杆收购产生的影响；
3. 各项反收购策略并联系我国实际情况分析其可行性；
4. 企业管理层的角色定位、考核与激励；
5. 自由现金流对企业做强做大、实现可持续发展的重要性。

六、建议课堂计划

本案例可作为课程专门的案例讨论课来进行，为学生能够完整理解案例并学习相关理论，建议安排 2 个课时，以下是依据时间进度拟定的课堂计划建议：

（1）课前计划：提前让学生了解本案例的背景并完成初步阅读；

（2）课中计划：

①教师开启话题(10 分钟)：结合近两年房地产行业形势及 2015 年下半年我国 A 股股灾话题，引入“万宝之争”，简明扼要，突出主题；

②分组讨论(30 分钟)：阅读案例，对启发思考题进行充分讨论并提炼提纲；

③小组展示(30 分钟)：每组根据讨论结果派代表进行结果汇报，每组时间控制在 5 分钟以内；

④教师总结(20 分钟)：根据小组展示的结果进行归纳总结，提炼重要知识点，并引导学生进一步思考。

（3）课后计划：要求学生上网充分了解万科的具体资料，跟踪事件的最新动态，以小组为单位对“上市公司股权结构管理”提交案例报告。明确各同学在

小组中的职责分工，为后续章节的深入学习打好基础。

七、案例后期进展

本案例讲述了宝能系杠杆收购万科以失败告终的敌意收购案，进而激发对公司股权结构的思考。深圳地铁集团的入注让激烈的“万宝之争”落下帷幕。2016年3月12日，万科发布公司公告就拟议交易与深圳地铁集团签署合作备忘录，地铁集团将注入部分优质地铁上盖物业项目的资产。深圳地铁集团在深圳拥有充分禀赋，为市属大型国有独资企业，目前净资产达1503亿，总资产为2411亿元。虽然该合作尚处于待审批阶段，但笔者认为此次合作终将成型，万科也将有望借此深入深圳市场获取优质项目，未来将可能带来大股东的变化。目前，万科A股仍继续停牌，但其2016年第一季度业绩十分抢眼：公司分别实现营业收入和归母净利润146.1亿元、8.3亿元，同比增长64.3%和28.1%；同时，万科的房地产业务增长迅猛，一季度公司累计实现销售额达752.4亿元，增速创下近五年来同期最高（59.5%），万科的长期发展依然值得可期。

八、参考文献

- [1] 高贤莉. 谁动了我的股权[J]. 首席财务官, 2016(03): P64-66.
- [2] 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(02): P99.
- [3] 曹猛. 基于恶意收购的上市公司反收购策略研究[D]. 河南大学, 2013(05): P13-31.
- [4] 邱龙广, 刘星, 李满升. 美国上市公司股权结构分析与启示[J]. 重庆大学学报（自然科学版）, 2005(03): P150-154.
- [5] 郑闵钢, 梁小翠. 大家之风，止于至善——万科 A2015 年年报点评. 东兴证券研究报告, 2016.03.14.
- [6] 周雅婷, 陈弘涛. 资金充足，谨慎布局——万科 A 年报点评. 中山证券研究报告, 2016.03.31.
- [7] 陈慎. 期许新未来——上市公司动态. 中信建投证券研究报告, 2016.04.11.
- [8] <http://wiki.mbalib.com/wiki/万科股权之争>.
- [9] 宋清辉: 宝能系即使最终退出股权大战，已达目的. 搜狐财经.
- [10] 十大问题看明白“万科宝能之争”究竟在争什么？中国经营网.
- [11] http://wenku.baidu.com/link?url=2FB3MbdXxhoyxvAB9_FAdamveWQChpfeFwXEWk4X6lfakDDyJVLfmijH8odBaQ2xIL7Gyu1xA-fC7JvBqoAtH6BGC3U22SIv5XVSoMva2Jq

（案例使用说明字数：6927）