

案例正文：

并购与反并购¹ ——万科股权之争

摘要：万科作为房地产行业最大的上市公司，其股权结构较为稳定，其中具有国企背景的华润以长期持有约 15%的股份成为第一大股东，但近期宝能系发动对万科股权的收购行动，使后者面临被宝能系控股的可能，并引发了社会各界的广泛关注。本案例重点描述宝能系并购万科、万科反并购的经过，并探讨市场经济条件下公司采取不同并购与反并购策略的应用效果及其影响。引导学生思考：宝能系举牌收购万科是否能够成功？股权之争的深层原因又是什么？

关键词：股权收购；反收购；杠杆收购；一致行动人

场景一

宝能二度夺取股东首席，万科暂时停牌予以应对

2015 年 12 月 17 日，北京万科会议室里灯火通明，万科高层聚集到这里召开紧急会议，商讨如何应对宝能系收购。后者无所畏惧、来势汹汹，就在 12 月 11 日，宝能系第二次超过了原第一大股东华润，持股比例达到 22.45%。面对万科即将易主的困境，王石和他的管理团队自然不能坐视不管，随即召开紧急会议商讨对策。在会议中，董事会决定于第二天也就是 12 月 18 日停牌，寻求对策对抗宝能系。

对于宝能的收购意向，王石在发言中明确表示不欢迎：“宝能的信用不够，目前不具成为万科大股东的资格”。王石观点代表了绝大多数管理层人员的看法，毕竟，如若宝能系“入主中原”，今天在座的各位高管都会面临被调动或辞退的职业风险，这对在万科打拼多年的他们来说，无疑是一场灾难。且更重要的是，如果宝能系控股万科，势必会改变万科的经营策略，正如王石所说“万科就不是今日的万科了”。

但停牌毕竟只是宝万之争前戏，万科应该明白，停牌是一张有时限

1. 本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、李艺菲、陈翼撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、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。

的盾牌，本身并不能击败对手；宝能系也很清楚，虽然宝能暂时攫取股东席位，但万科发展多年，高管层大多有着华润背景，具有国资“撑腰”的万科自然不会坐视宝能系毫无阻拦地闯入。股权之争，狼烟四起。

0 引言

作为 2015 年最受人瞩目的股权争夺大戏，宝能系意图用“杠杆撬地球”的打法从国企华润集团手中夺第一大股东交椅。王石、郁亮带领下的万科集团自然不会袖手旁观、任人宰割，一定会想尽一切办法，誓死捍卫万科控股权。万科除了寻求原大股东华润集团的帮助以外，也积极游说中粮集团、安邦保险、瑞士信贷和万科小股东，甚至是动用舆论的力量为万科造势。

股权之争的高潮发生在 8-11 月份，在这期间，进攻方宝能系加速收购步伐，接连行动，杠杆资金循环操作，迷雾重重；防守方万科从被动防御到积极应战，从孤军奋战到与多方一致迎敌。其他参与方的态度尤为多变：华润从支持到沉默再到不满，安邦从沉默到支持，监管层从观望到插手，这些变化不时地影响着战局走势。

除了资本市场上的杀机重重、风起云涌，社会公众及舆论各方同样热闹非凡各抒己见。不同的利益主体对于宝万之争的观点自然不同。《每日经济新闻》对私募人士发起支持万科还是宝能系的投票结果显示支持宝能系的占多数。其主要观点大多是：万科需要新思维，宝能通过二级市场举牌万科，只要合理、合法，对双方都具有激励作用。而王石支持者、某位知名财经专家认为：“务实的人不应该被务虚的人打败，否则就再也没人去务实，全务虚去了。”^[1]

不得不说，这场宝万之争实在是高潮迭起、一波三折，作为一个局外人，无论最终是宝能系成功控股万科还是王石保卫战取胜，在事件发展过程中，多方参与者所采取的并购与反并购策略都值得我们仔细思考和研究。

1 起底“宫斗”主角——万科和宝能系的背景介绍

1.1 万科的发展历程²

成立于 1984 年的万科，是目前中国最大的房地产商。自成立之初至今的三十一年间，王石带领万科从地方性房地产公司做到房地产为龙头、物业管理为补充的大型跨国企业。万科发展历程中经历了以下里程碑性事件（表 1-1）：

1988 年，是极其重要的一年，被称为万科发展史上的“遵义会议”。这一年，王石来到万科，出任董事长兼总经理，并带领万科进入房地产行业。同年，万科在深圳证券交易所 A 股上市，成为我国首批上市的公司之一。

2 万科发展历程相关数据、资料见万科集团官网（<http://www.vanke.com/>）

2015 全年，万科实现销售金额 2614.7 亿元，从 2015 年第三季度季报披露的财务信息来看，万科总资产已达到 5710 亿，第三季度营业额为 273 亿元。

表 1-1：万科集团的发展历程

1984 年	万科在深圳成立，成立初期主要从事进出口业务。
1988 年	王石进入万科，担任董事长兼总经理的职务。 万科在 A 股上市。
1991 年	房地产业务扩展到深圳以外，开始逐渐布局全国性的地产版图。
1993 年	万科发行 B 股股票。
2001 年	万科专注房地产行业，并逐步发展为全国房地产龙头企业。
2006 年	万科完成了股权分置改革，逐步向现代化企业迈进。
2013 年	地产版图扩展到海外，年销售破千亿元。

1.2 万科的股权结构

从万科股权分布来看，万科的股权相对分散，第一大股东华润集团仅持股 15.23%，证券公司和资产计划持有 17%，代表万科管理层的盈安合伙仅占 4.14%，其余超一半股权由散户持有（如图 1-1）。分散的股权使得万科在资本市场被收购变的更加容易。

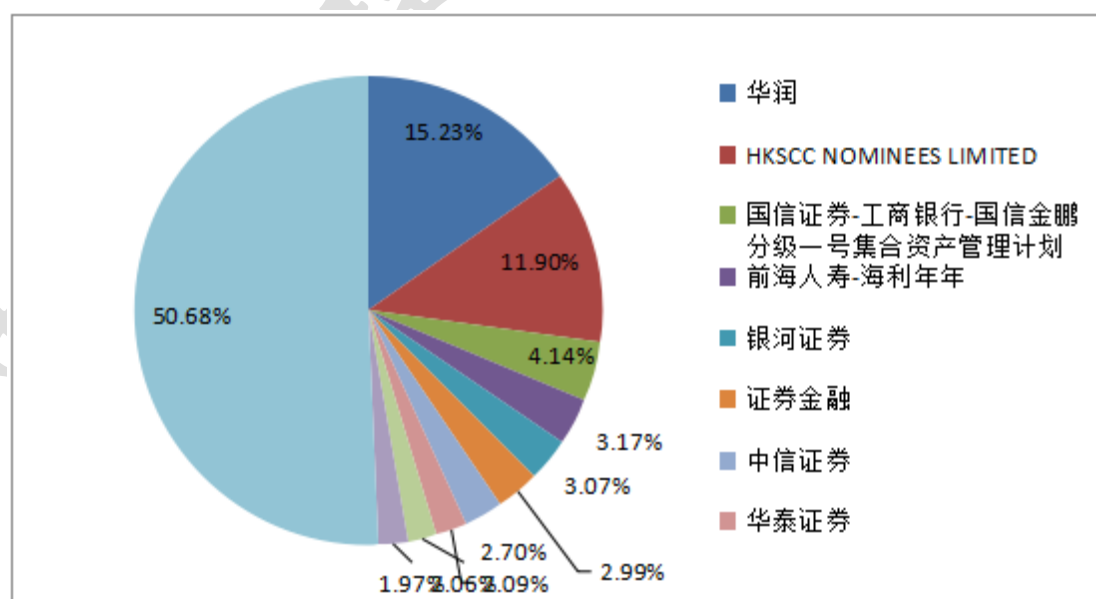


图 1-1：万科股权结构分布

1.3 宝能系组成和其发展历程³

宝能成立于 1992 年。目前，宝能的掌门人为“姚家二兄弟”：前海人寿、宝能投资的实际控制人姚振华以及宝能控股、深业物流的实际控制人姚建辉^[2]。

宝能系起步于贸易行业，并逐步扩展至房地产等涉及民生的多个产业。其中，通过资本市场的运作促进实业业务发展是宝能系的重要策略之一（具体见表 1-2）。至 2015 年底，经过 23 年发展的宝能系大致分为四个板块，分别是宝能控股、宝能集团、前海人寿及与金融相关的公司，旗下包括一系列子公司和控股公司，涉及实业、文化旅游、建材、进出口、保险、物流和房地产开发、金融等十多个产业^[3]。

表 1-2：宝能系的具体发展历程

1992	宝能在深圳成立，最初从事贸易相关业务。
1997	宝能进军综合物业开发，并创新资产证券化。
2000	宝能深圳总部成立。
2002	正式进军物流业，创新引领现代物流发展。
2009	宝能的业务范围扩展至全国，逐步布局其全国性商业网络。
2010	成立粤江春餐饮公司，进军餐饮业。
2011	成立深圳粤商小额贷款有限公司，布局金融业。
2012	宝能作为主要发起人，成立了前海人寿保险股份有限公司。

1.4 宝能系的股权结构

宝能系的股权结构具有连环控制的特点。股权之争中，举牌万科的是钜盛华和前海人寿，宝能系通过这两家子公司间接持有包括万科在内的数十家上市公司股权（见图 1-2）。

钜盛华全名深圳市钜盛华股份有限公司，是宝能系的全资子公司，也是宝能系最主要的投融资平台之一。近年来，除了举牌万科以外，钜盛华同时持有韶能股份、南玻集团、中炬高新和华侨城等多家上市公司股份。钜盛华的控股公司，也是举牌万科的关键致行动人：成立于 2012 年的前海人寿，全称深圳市前海人寿保险有限公司。钜盛华与前海人寿接连举牌，在宝能系收购万科时扮演“前锋”的角色。

³ 宝能系相关资料、数据来自宝能集团官网（<http://www.baoneng.com/web/>）

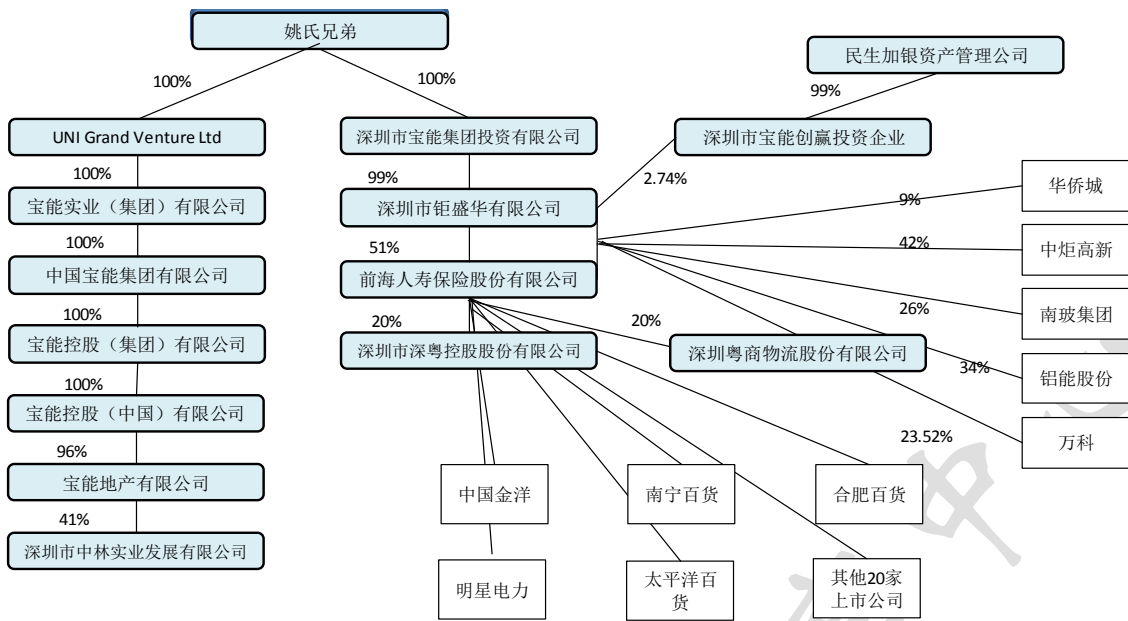


图 1-2：宝能系的股权结构图

1.5 你来唱戏我来和——其他参与主体简介

安邦保险⁴

安邦保险集团股份有限公司（以下简称“安邦集团”）于 1993 年在北京成立，目前位列中国保险行业大型集团公司之一，总部设在北京,总资产规模达 16500 亿元。

安邦集团旗下拥有保险公司、资产管理公司、金融租赁公司、农商行等多家子公司，其中保险细分为财产险、人寿保险、健康险、养老险、保险销售、保险经纪等多项业务（见表 1-3）。

表 1-3：安邦集团发展历程	
2004 年	安邦财险在浙江宁波成立，注册资本 5 亿。
2005 年	安邦与上海通用汽车签订战略合作协议，办理车险业务。
2005 年 6 月	安邦第一次增资扩股至 16.9 亿。
2006 年 5 月	安邦第二次增资至 37.9 亿。
2007 年	安邦两次增资，分别达到 46 亿，51 亿。
2008 年	安邦获批在全国范围内进行电话营销业务。
2009 年底	收购成立和谐健康保险。
2010 年	成立安邦人寿。
2011 年 5 月	成立安邦资产管理，安邦保险第五次增资至 120 亿，成为成都农

4 安邦集团相关资料、数据来自安邦官网（[http:// www.anbanggroup.com/](http://www.anbanggroup.com/)）

	村商业银行控股股东。
2011 年 12 月	更名为安邦保险集团股份有限公司。
2014	国外收购华尔道夫酒店、比利时保险公司和金融德尔塔 劳埃德银行，国内增持招商银行、金融街、金地集团和民生银行等。

华润集团⁵

华润集团（全名华润（集团）有限公司）于 1938 年在香港注册成立，于 1948 年改组更名为华润公司，1952 年隶属关系由属于中共中央办公厅变更为商务部，并于 1983 年再次改组，成立华润集团。

华润集团是全球五百强企业，其核心业务单元包括金融、医药、燃气、房地产。电力、水泥等，有五家公司在香港上市，分别为华润水泥（01313.HK）、华润燃气（01193.HK）和华润啤酒（00291.HK）、华润置地（01109.HK）和华润电力（00836.HK），其中后三家位列香港恒生指数成分股（见表 1-4）。

表 1-4：华润具体发展历程

1938 年	在香港成立“联合行”，为华润前身。
1948 年	改组并改名为华润公司。
1952 年	由原来隶属于中共中央办公厅变为商务部。
1983 年	将旗下子公司改组为股权控制结构，并改组更名为华润集团。
1999 年	脱钩商务部，列为中央管辖。
2003 年	直属于国务院资产监督管理委员会。

2.年度“宫斗大戏”——万宝之争的始末

2.1 第一回合：“嫔妃”宝能来势汹汹，“皇后”万科免战应敌（2015.7.1--2015.12.18）。

万科与宝能系的股权大战酝酿了近半年之久：2015 年 7 月份（见表 2-1），钜盛华买入万科 A 股股票 4.5 亿股，8 月份继续增持，买进 4.76 亿股。7、8 月份，宝能系三度举牌万科，共持有万科 15.04%的股份，此时，宝能已经超越了华润，成为了万科的第一大股东。万科这一全球销售规模最大的房地产商的第一大股东交椅 15 年来首次易主，并引发多方关注。宝万之争正式进入社会公众的视野。

在这里，为了更好理解双方行为，我们需要对宝能系和万科的实力情况进

⁵ 华润集团相关数据、资料来自华润集团官网（<http://www.crc.com.cn/>）

行对比。鉴于子公司具有独立法人地位，在此对宝能和万科的资本实力进行对比时，按照举牌的深圳市钜盛华股份有限公司的财务数据加以分析。与万科几近 6000 亿总资产的规模相比，钜盛华总资产仅为 524 亿元，不及万科的十分之一^[4]。（实力对比见图 2-1）

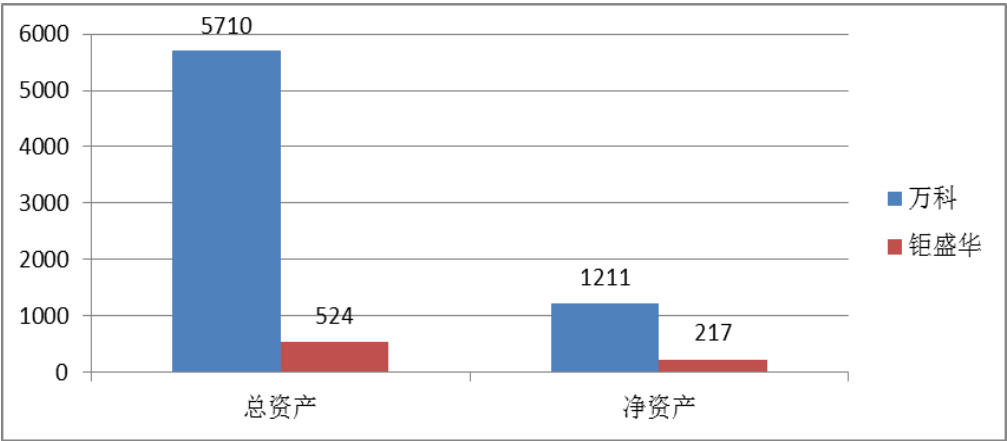


图 2-1：双方实力对比情况

央企华润集团曾为万科最大股东，其资本实力雄厚，宝能系猛烈的进攻不仅仅刺激了被收购方万科的神经，同时也对华润集团形成一定冲击。于是，华润集团迅速采取行动，在 8 月底至 9 月初时进行了反击，增持万科股份至 15.29%，重新夺回万科第一大股东席位（具体见表 2-1）。至此，万宝之争拉开帷幕。

表 2-1：2015.7.1--2015.12.18 双方交战记录	
2015 年 7-8 月	宝能系三度举牌万科，共持股 15.04%，成为万科第一大股东，大股东 15 年来首次易主。
8 月 31 日到 9 月 1 日	华润进行反击，持股比例增至 15.29%，夺回第一大股东地位。
11 月到 12 月 6 日	钜盛华通过资管计划融资买进万科股份，6 日万科公告显示，宝能占据股本 20.008%，再次成为第一大股东。
12 月 8 日	安邦保险加入万宝股权之争，持有 5%的万科股份。
12 月 11 日	宝能通过港股，继续增持，持股比例达到 22.45%。

12月15日	宝能再次增持，比例达到23.52%。
12月17日	王石发声：不欢迎宝能系，称其“信用不够”。
12月18日	万科紧急停牌，计划进行资产重组应对宝能收购。证监会表示：只要是合法的收购行为，监管部门不会干涉。宝能回应，称“相信市场力量”。

从11月底至12月6日，钜盛华通过资管计划杠杆融资，耗资百亿继续买进万科A股，持股比例达到20.008%，此时已超越华润集团份额。在12月10日至11日，宝能系继续增持，比例达22.45%，坐实万科第一大股东，停牌前宝能持有份额的最终数据为23.52%。宝能系动作之快着实让万科和华润来不及反应。同时，安邦保险在12月8日悄悄加入增持万科股份的行列，持有5%的股份，并于17、18日再次增持至7.01%（见图2-2）。虽然相较于第一大股东宝能系高达23.52%的份额来说，安邦持有7.01%的份额并不明显改变万科股权结构，但其适时的增持行为可能使得安邦集团成为不久之后决定宝万之争走势的关键力量。

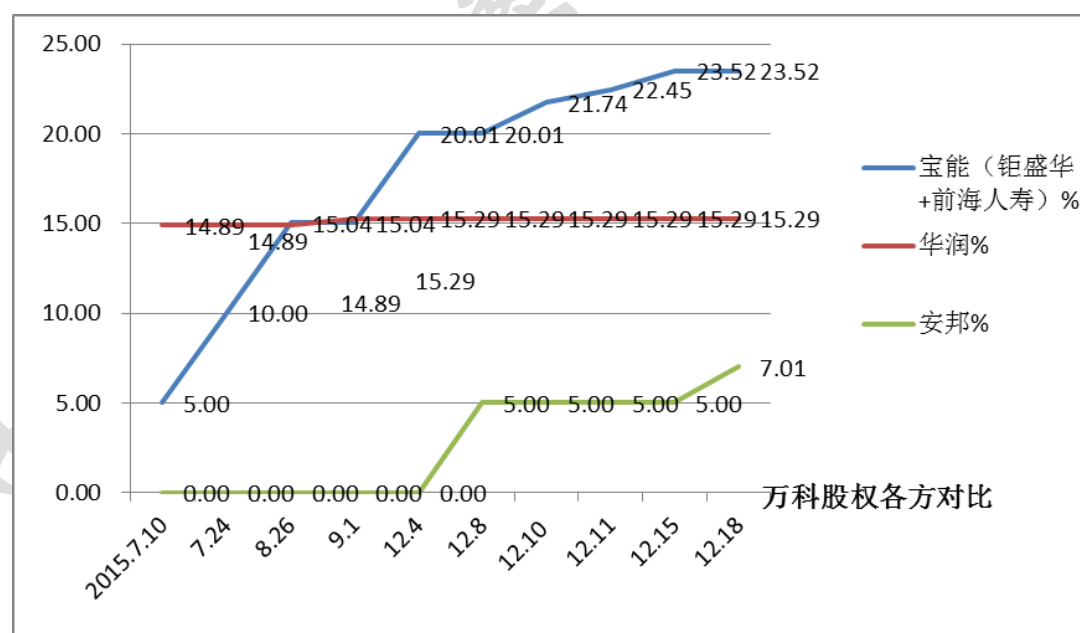


图 2-2：万科停牌前股权各方对比情况

至12月8日，国企华润集团所持股份份额第二次被宝能系反超。12月17日，万科召开内部会议，王石在谈到宝能系增持万科股份的事件时这样说：“不

欢迎宝能系成为万科第一大股东，理由很简单：信用不够。”一时激起多方讨论。隔天，也就是12月18日，宝能系发表声明称：“本集团恪守法律，尊重规则，相信市场力量。”也颇有公开宣战的意思。紧接着，证监会发表声明表示只要合法合规，就不予干涉，此时的监管层持观望态度，并不打算出手。

面对宝能系的“来势汹汹”、监管层的“隔岸观火”，万科被迫采取被动防御措施：12月18日宣布停牌30日。万科通过采取停牌策略来暂时阻止宝能系继续举牌收购，拖延时间的同时争取拿出解决方案。当然，停牌只是权宜之计，如何真正逼退宝能系，是万科所面临的主要问题。

2.2 第二回合：关键角色姗姗出场，万科前景柳暗花明 (2015.12.18---2015.12.22)

万科停牌之后，宝能将暂时无法从二级市场继续增持万科股份，这为万科留出争取控制局势的时间。有媒体报道称，王石在停牌后马不停蹄地拜访了华夏，国富等大型公募基金(见表2-2)，同时也同国企中粮集团以及华润集团高层会面并交换意见。可见，万科在抓紧时间积极寻找一致行动人，争取多方支持，通过壮大管理层的话语权，达到逼退宝能系的目的。

表 2-2：2015.12.18---2015.12.22 双方交战记录

12月20日	有报道称，王石拜访多家公募基金，并传出中粮集团给予了万科200亿资金支持，但被中粮否认。
12月21日	面对舆论批评，王石发微博解释对宝能“信用不够”的评判，是客观的风险考量，并无主观个人情感。
12月22日	银监局要求各银行报送“宝能系”全口径信贷情况，监管部门正式介入万宝之争。
12月23日	万科访问瑞士信贷，表示不会采取“毒丸计划”；同日，安邦和万科发文表示“相互认同”。万宝之争出现转机。

宝能系这边，其资金来源引起了监管层的注意，银监局于2015年12月22日要求各家商业银行报送“宝能系”全口径信贷情况，对宝能收购万科的资金来源和运作情况进行调查。

停牌期间华润持股15.29%，万科管理层以及一致行动人持股5.35%（其中万科管理层（盈安合伙）持有4.14%，万科最大个人持股者刘元生持有1.21%），两者相加达20.64%，与宝能系23.52%的现有持股比例相差不大，除此之外的最大股东安邦持有7.01%股份。对万科和宝能系来说，无论是谁能取得安邦的支持都会使胜算大增。

在梳理宝能与安邦的复杂关系时可以发现：安邦为民生银行第二大股东，民生银行控股民生加银基金管理公司，而后者又控股宝能创赢，且宝能创赢投资是钜盛华四大股东之一。因此，公众分析安邦站在宝能系一方的几率较大，且此时两者的股份相加超过 30%的要约收购红线，只要宝能系和安邦发表联合声明，就可以对万科开展要约收购。但事情的发展往往不按常理出牌，眼看事件发展向一边倾倒时，23 日，一直没有明确表明态度的安邦和万科同一天发文表示“相互认同”，安邦的态度很明确：决定站在万科这一边，安邦的加入使支持万科的队伍顺势壮大。

场景二

万科寻求一致行动，宝能应对监管调查

2015 年 12 月 19 日，也就是停牌后的第二天，万科紧急召开高层会议，商讨采取何等措施应对宝能系的收购。在 18 日万科公告中，万科提到停牌的原因是计划股份发行，用于资产重组和收购资产。此时的万科管理层都很清楚，万科停牌只是权宜之计，积极寻找更有效的策略才是当务之急。

王石站在演讲台上这样说：万科发展至今日，不是没有问题，但换一个角度看，这说明万科还有很大的发展空间。万科的发展，靠的是小股东的支持，万科的小股东就是万科的大股东，万科首先应以众多小股东的利益为重。“毒丸计划”不好实施，也不能实施。不到万不得已，决不能作出这么大牺牲。

就目前情形来看，寻找“一致行动人”或者“白衣骑士”或许是万科最好的解决方式，对此，总裁郁亮表示，就算华润不再增持，也依旧是万科有力的支持者：“过几日我跑一趟华润，能获增持自然是好，若不能，也能表明双方立场。”王石也表示，无论如何，此时万科的管理层应该团结一致，共同应对。但是对于一致行动人和“白衣骑士”这两个万科首先考虑的战略，看似无害，实则并不简单。一致行动人的战略目标应该大体一致，且合作应该本着多方利益最大化的原则进行，在与一致行动人交涉的过程中必然涉及到多方博弈。

这边万科狂刷朋友圈，那边宝能也没有闲着，想尽方法应对万科反收购的同时还需对监管层做出资金来源方面的解释。宝能打监管的“擦边球”，资金来源迷局被层层剥露，虽然宝能在 27 日回应称从未过度使

用杠杆融资，但是错综复杂的戏法还是让人看花眼。

2.3 第三回合：“皇帝”出手查资金来源，万科拖字诀一用到底 (2015.12.23---12.31)

再看宝能系方面：24日，也就是万科宣布和安邦“结盟”的第二天，宝能系掌门人“大姚”姚振华发表声明：“王石是我非常尊敬的人。”并表示在和万科做积极的沟通。不知道宝能所言“沟通”的下一步策略是鸣金收兵、与万科各退一步又或者继续进发，外界对此议论纷纷。

同时，舆论和监管层的注意力转移到了宝能系收购万科的资金来源上，随着调查的继续深入推进，我们发现其资金来源较为复杂，宝能系通过运用循环滚动、多倍加杠杆的方式来筹集资金，单股权质押就让人眼花缭乱：宝能质押了子公司钜盛华的股份，钜盛华质押了前海人寿的股份、宝能投资集团的股份以及之前买来的万科股份来购买新股。不仅如此，宝能系还签订了7个资管计划，并通过补充协议锁定对万科的表决权，这些资管计划将0.8设置为强制平仓线，也就是说，一旦万科复牌之后股价波动剧烈，降幅超过20%，就会触及红线强制平仓（见表2-3）。

表 2-3：2015.12.23---2016.1.29 双方交战记录

12月23日	监管层介入，保监会发布《保险公司资金运用信息披露准则第3号：举牌上市公司》。
12月23日晚	舆论向万科倾倒：有报道称“宝能系”举牌资金来自于浙商银行的理财资金，融资杠杆率达14.29倍。
12月24日	浙商银行回应万宝之争资金来源：132亿理财资金仅用于钜盛华收购非上市公司；宝能系掌门人姚振华表示：在与万科做良好沟通。
12月27日	宝能回应，从未过度使用杠杆。
12月29日	报道称万科、宝能和安邦达成和解，未来安邦可能将万科股份转让给宝能，随后万科否认。

前文分析到宝能系和万科的实力对比悬殊，那么宝能系为何会有这么大勇气举牌万科，并坐实万科第一大股东，逼迫后者暂时停牌并考虑资产重组来应对其收购呢？想要弄清宝能系的收购资金来源，需要简单介绍一下钜盛华和前海人寿发展情况。在查阅相关信息时，我们不难发现：从2014年8月开始到15年底的整个收购万科过程中，钜盛华的实收资本增长迅速，从14年7月份的17.6亿到15年12月份的163亿元^[5]。而钜盛华的“小伙伴”前海人寿同样发

展迅猛。2013 年底资产规模仅为 170.39 亿元，在不到 2 年的时间里，至 2015 年 9 月 30 日，已经迅速扩张至 1260.26 亿元，虽然与保险巨头中国平安 46671 亿元和中国人寿 23224 亿元的规模相比还有很大距离，但发展速度之快很难不引起公众注意^[6]。

按照常规思维，资产对比处于弱势地位的宝能如何能撬动万科这个“庞然大物”呢？双方实力对比确实是极其悬殊，万科的净资产高达 1211 亿，收购四分之一的股份至少需要耗资 300 亿元，且随着股价上涨，万科市值随之水涨船高，宝能最终拿下 23.52% 的股份斥资超过 400 亿。通过对宝能收购的主要操作主体前海人寿和钜盛华的筹资行为进行分析帮助我们看清宝能系的资金来源。

宝能系融资过程

2015 年 7-9 月份，前海人寿和钜盛华共同行动，增持万科股份至 15.04%，此时的资金来源主要为宝能将商业地产注入钜盛华和质押融资。宝能的地产注资行为扩大了钜盛华的资产规模，方便钜盛华进行质押融资。钜盛华和其一致行动人抵押资产及持有的前海人寿股权进行融资，同时以 2:1 杠杆成立 210 亿的资管计划。在 7、8 月份，钜盛华主要通过融资融券和收益互换买入万科大约 8% 的股份，在 10、11 月份，则通过大宗回购互换权益的方式继续增持万科，并于 11 月底质押买入的万科股份；12 月份则通过资产管理计划买入股票，共涉及到 7 个资产管理计划^[7]。（见表 2-4）

表 2-4：前海人寿和钜盛华融资过程及金额

时间	融资方式		金额	合计
2015 年 7-9 月	股权质押	钜盛华及一致行动人质押前海人寿股权融资	27 亿	27 亿
2015 年 10 月	外部借款	钜盛华向关联方或第三方融资，找金融机构抵押资产融资	161 亿	188 亿
2015 年 11-12 月	股权质押	钜盛华质押前海人寿、万科股权	62 亿	250 亿
2015 年 11-12 月	股权质押	姚振华质押宝能，宝能质押钜盛华股权	32 亿	282 亿
2015 年 12 月	资管计划	成立 2:1 资管计划，宝能出资 67 亿，获得 200 亿资金	133 亿	415 亿

事情还没有结束，随着监管层对宝能资金来源越来越重视，媒体也来插一脚，加入挖掘宝能系隐藏的资金链条的队伍。而随着多方挖掘，事情逐渐浮出水面。12月23日，有媒体报道称，“宝能系”举牌万科的资金大部分来自于浙商银行的理财资金，且杠杆率达14.29倍（见图2-2）。

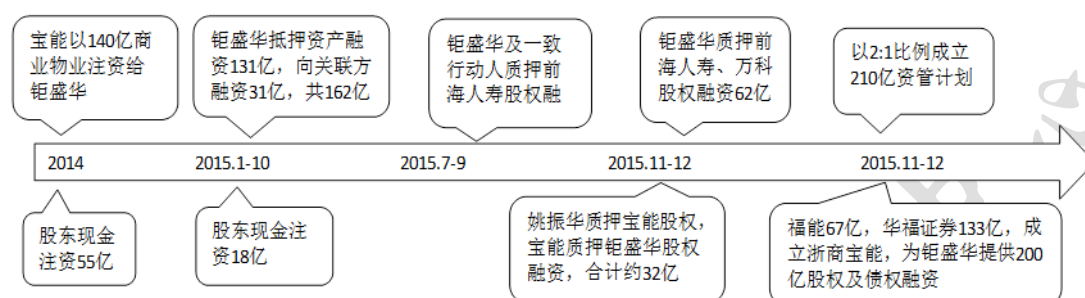


图 2-2：宝能系的资金来源

通过前文分析宝能系的股权结构我们发现，宝能旗下掌握数十家公司，这些低调运营的子公司中不乏仅用于资本运作的空壳公司，涉及实业和资本的方方面面。宝能系经过连环控股和杠杆融资的方式扩张，其资金成本高达10%。早在2012年，宝能系就吹响了举牌资本市场的号角，曾与深圳国资委争夺深振业的控股权，通过旗下子公司作为一致行动人三度举牌深振业。宝能系剑指全国，高资金成本必然束缚了宝能系的扩张。与宝能系的高资金成本相反，万科作为评级为AAA级的企业，发债利率不足4%，宝能系或许看中了万科极低的融资成本，如果宝能系成功入主万科，并将其地产项目注入万科，就能凭借着万科的品牌和平台获得低廉的资金支持。

尽管宝能系动用多层杠杆融资引发社会关注，其风险敞口未知必然存在一定风险，就作者完稿前，相关监管机构并没有查证出宝能系的杠杆融资存在明显的违法违规行为。但不可否认的是，面对万科停牌拖延战术，其加杠杆筹集到的资金必然面临着高成本压力。

2.4 第四回合：万科深铁或“牵手”，惹得华润表不满（2016.1.5-2016.4.6）

那边宝能系忙着解释资金来源，这边万科两次延长复牌期限，一拖再拖。在万科停牌期间，全球股市哀鸿遍野，已经复牌的万科H较复盘前的最大跌幅已达四分之一，可以预见的是，在全球股市不振的大背景下，一旦万科A复牌，无论宝能系作何反应，万科股价都极有可能面临下跌风险，这是万科和宝能系都想极力避免的结果。停牌期间，万科并没有闲着，一直在积极寻找“白衣骑士”，计划通过定向增发摊薄宝能系股份，增加其持有的成本从而达到击退宝能系的

目的。（见表 2-5）

表 2-5：2016.1-2016.4.6 交战记录	
1 月 5 日	公告万科 H 股于次日复牌，万科 A 继续停牌
1 月 29 日	公告称若 2016 年 3 月 18 日未能复牌，将继续停牌至 6 月 18 日
3 月 12 日	万科与深圳地铁集团签署了战略合作备忘录
3 月 13 日	万科发布 2015 年年报
3 月 17 日	万科继续停牌获得股东大会高票通过，宝能系投赞成票
3 月 17 日	华润集团表示万科与深圳地铁签订的合作备忘录没有通过董事会决议，对其合法合规性提出质疑
4 月 6 日	万科公告称钜盛华将所持万科股份的表决权转移给前海人寿，使后者共持有 6.66%的股份和 20.01%的表决权。

于是，在 3 月 13 日，万科披露公司已于 12 日与深圳地铁集团签订一份合作备忘录，按照备忘录内容，深圳地铁将入股万科，如果顺利完成资产重组计划，深圳地铁将持股 19.7%，同时，宝能系的持股比例将被稀释到 19.6%以下，如此一来，宝能系将难以与万科及其一致行动人相抗衡。

万科在 13 日当天还发布 2015 年年报，其中多组数据令人瞩目。2015 年，万科实现销售面积和销售金额的两位数增长，收入与利润相比 2014 年有较大提速。同时公布的还有 2015 年年度分红派息预案，计划每 10 股派送人民币 7.2 元。

万科于 3 月 17 日召开股东大会，而发布于大会之前的万科年报和分红派息预案，在一定程度上起到了激励万科股东的作用。大会中关于继续停牌的议案获得高票通过，其中宝能系派出财务总监参会，并投出赞成票。当人们密切关注宝能系对万科深铁“牵手”的反应时，华润先于宝能系坐不住了，参会人员于股东大会结束后对万科的资产重组程序提出异议。华润方面貌似“倒戈”的反应并不是“无理取闹”，因为万科一旦成功进行资产重组，对万科原大小股东均造成一定程度的伤害，华润集团的股份将会被稀释至 12%左右。万科想要顺利实施计划，必须取得股东支持，其中，华润集团和安邦保险的态度尤为重要。以华润、宝能系和深圳地铁为代表的央企、民营资本和国资势力在万科股东席位上狭路相逢，三足鼎立，万科想要在 6 月 18 日复牌之前顺利完成资产重组的难度不小。

随着事件继续发展，原本默无行动的华润似乎按耐不住了。2016 年 4 月 6 日，万科公告称钜盛华将所持万科股份的表决权无偿转移给前海人寿，使后者

握有 6.66%的股份和 20.01%的表决权，同时有报道称，华润有意接手宝能系所持万科股份。当公众还等待着万科和深铁传出新的合作消息时，宝万之争的主角似乎换了对对象。华润能否成功收购万科股份、宝万之争能否实现软着陆、如果宝能系和华润成为一致行动人并成功控股宝能后，如何解决两者之间在决策和管理方式上的不统一，我们静待时间给我们答案。

3 尾声

作为 2015 年备受瞩目的事件，万科股权之争之所以能进入公众视野，不仅是因为对战双方为中国最大的房地产商万科集团和是实力对比悬殊的宝能系，还因为参与股权之争涉及多方主体，每一方参与者的行动都可能影响事件走向，其复杂程度令人眼花缭乱。宝能系运用杠杆资金举牌收购万科股份；万科采取停牌策略予以应对，并积极寻找“白衣骑士”和“一致行动人”，安邦适时表明身份的同时扭转了战局；监管层出手彻查宝能系资金来源；万科寻找到“白衣骑士”后，华润集团却表示不满，这些不断出现的变数让人们不到最后一刻很难猜出宝万之争的最后胜出方究竟是谁。

此外，该案例也给人们带来了对于上市公司如何进行股权管理、如何进行资本运作等命题更深刻的思考。面对层出不穷的并购，我们需要深入案例，分析具体的并购和反并购策略，重点关注不同策略的特点和适用性，同时能够针对不同的情境提出不同解决方案。对防守方万科来说，应该从这次股权争夺中吸取教训，着手改善股权结构，并能够有预见性的在公司章程中加入相关反并购条款，防止再次面临被收购的风险；对进攻方宝能系来说，上市公司通过收购能够迅速将业务做大，满足不同阶段的战略需求，值得注意的是，需要在举牌收购之前制定出多种方案，以应对目标公司采取的反收购策略，争取达到利益最大化，避免两败俱伤。

截至作者完稿时，万宝之争并没有结束。

至 2016 年 3 月份，万科成功寻求到深圳地铁的支持，但是华润集团先于宝能系做出反对，“二人转”变成了“三国杀”。4 月份，报道称华润有意收购宝能系所持万科股份和表决权，如果成功，将与宝能系成为一致行动人，成为万科控股股东，万科的股权结构将面临大洗牌。

宝万之争，花落谁家，须待时间检验.....

（案例正文字数：10679）

Mergers And Acquisitions, Anti-mergers And Anti-acquisitions

——Vanke's equity battle.

Abstract:

Vanke, as the biggest listed company in real estate industry, has a relatively stable shareholding structure until recently, of which Huarun stands for about 15 percent as Vanke's largest shareholder for a long time. Yet the recently moves which Baoneng system initiated on acquiring Vanke's equity in open market, has made Vanke face the possibility of changing of the largest shareholder, and attracted wide attention from all sectors of society. This case study described the process of Baoneng system's moves and Vanke's reactions, and analyzed the real-field effects and influences of diverse tactics of M&A and anti-M&A in market economy environment, aiming at inducing students to discuss whether Baoneng system can make a success and what is the deep reason for the Vanke's equity battle.

Key words: equity acquisitions; anti-mergers and anti-acquisitions; leveraged buyouts; persons acting in concert

相关参考资料:

[1]调查显示仅两成私募支持王石，每日经济新闻

<http://xw.qq.com/finance/20151223010024/FIN2015122301002402>

[2]起底宝能系:王石所称的野蛮人，腾讯财经

<http://xw.qq.com/finance/20151207019370/FIN2015120701937004>

[3]宝能集团大起底：四大产业齐头并进姚氏兄弟“野蛮”扩张——探秘宝能集团系列报道

<http://sz.winshang.com/news-510751.html>

[4]揭秘万科股权结构历史上三度动荡：“君万之争”、事业合伙人机制、百亿回购计划，投资界

<http://news.pedaily.cn/201509/20150901387774.shtml>

[5]王石凭什么血战到底？，新浪财经

<http://finance.sina.com.cn/zl/stock/20151218/101724039759.shtml>

[6] 百亚静,独家：“宝能系”资金脉络大梳理：一条层层传导的链条，每经网

<http://www.nbd.com.cn/articles/2015-12-24/972786.html>

[7]宝能系金融版图：集齐金融全牌照两年内或布局银行，中国基金网

http://www.cnfund.cn/news/detail_52191.html

[8]面对宝能系的大举增持，万科管理层如何才能守住公司的实际控制权？，知乎日报

<http://daily.zhihu.com/story/7644876>

[9]11 月约 30 款万能险结算利率超 7% 多数网销产品仍停售，每日经济新闻

http://finance.ifeng.com/a/20151230/14141388_0.shtml

中国管理案例共享中心