

B.7

“宝万之争事件”的管理启示

中国管理科学学会企业管理专业委员会

摘要： 本文简要介绍了本次万科股权之争有关各方的基本情况，论述了本次事件的基本过程及最新进展，梳理了有关各方的代表性观点，最后对其进行分析，得出启示。

关键词： 宝万之争 万科 宝能系 华润

一 企业简介

（一）宝能系

1. 宝能系

宝能系是指以宝能集团为中心的资本集团。公开资料显示，深圳市宝能投资集团有限公司，是宝能系的核心。工商资料显示，宝能集团成立于2000年，注册资本3亿元，姚振华是其唯一的股东。宝能集团旗下包括综合物业开发、金融、现代物流、文化旅游、民生产业等五大板块，下辖宝能地产、前海人寿、钜盛华、广东云信资信评估、粤商小额贷款、深业物流、创邦集团、深圳建业、深圳宝时惠电子商务、深圳民鲜农产品多家子公司。

2. 钜盛华

前海人寿与深圳市钜盛华实业有限公司，是宝能系进行资本运作的核心。作为宝能系的金融平台，前海人寿51%的股权由钜盛华持有，而钜盛华则有67.4%的股权被宝能集团所持。而前海人寿的其他股东，包括深圳

市深粤控股有限公司、深圳粤商物流有限公司等绝大部分皆为宝能系成员。

3. 前海人寿

作为保险界的一匹黑马，前海人寿是宝能系大量投资的主要筹码。前海人寿 2011 年 9 月获准筹备。2012 年 2 月获得保监会批准成立，2013 年度规模保费就突破百亿元，达 143.1 亿元，在全国人身险公司中排名第 13 位。2014 年达到 348 亿元。2015 年前十个月，前海人寿保费规模已达 618 亿元。前海人寿 2014 年公开宣称的目标是，当年（规模）保费达 500 亿元左右，2015 年目标 1000 亿元。

（二）万科

万科企业股份有限公司成立于 1984 年 5 月，是目前中国最大的专业住宅开发企业，也是股市里的代表性地产蓝筹股。总部设在广东深圳，至 2009 年，已在 20 多个城市设立分公司。2010 年公司完成新开工面积 1248 万平方米，实现销售面积 897.7 万平方米，销售金额 1081.6 亿元。营业收入 507.1 亿元，净利润 72.8 亿元。这意味着，万科率先成为全国第一个年销售额超千亿元的房地产公司。这个数字，是一个让同行眼红，让外行震惊的数字，相当于美国四大住宅公司高峰时的总和。在企业领导人王石的带领下，万科通过专注于住宅开发行业，建立起内部完善的制度体系，组建专业化团队，树立专业品牌，以所谓“万科化”的企业文化（简单不复杂；规范不权谋；透明不黑箱；责任不放任）享誉业内。

二 事件回顾

（一）事件经过

2015 年 1 月：宝能系开始买入万科股份；

7 月 10 日~8 月 26 日：宝能系连续三次举牌，成为万科第一大股东；

8 月 31 日~9 月 1 日：华润两度增持万科，持股比例升至 15.23%，重



夺第一大股东之位；

11月27日：钜盛华买入万科股份，宝能系再次成为万科第一大股东；

12月4日~12月7日：宝能系增持至20.008%，安邦系买入万科5%股份；

12月10日：深交所向钜盛华发出关注函，宝能系将战场转至香港市场；

12月11日：截至12月11日，宝能系共持有万科约22.45%的股份，占第一大股东宝座；

12月15日：钜盛华回复深交所质询函：资金来源合法，信息披露合规；

12月17日晚8点左右：万科董事会主席王石就宝能系举牌，万科内部讲话流出，措辞强硬，称不欢迎宝能系成为第一大股东；

12月18日凌晨4点：2015年12月18日，宝能集团在官网发表声明称，公司重视风险管控，重视每一笔投资，恪守法律，尊重规则，相信市场的力量；

12月18日：宝能系于12月15、18日两次增持万科A股后，持股比例上升至24.26%，万科A股深交所申请下午13:00起停牌；

12月19日上午8点多：王石微博转发题为“这两个人的对决，决定了万科股权大战的走向”的文章，暗指宝能系来者不善；

12月20日：宝能系旗下前海人寿发布声明，对外界关注的万能险以及自身经营的合规性进行了说明；

12月23日：万科和安邦保险同步官网发文支持对方，显示拥有万科6.18%股份的安邦保险正式和万科结盟，共同对抗宝能集团；

12月26日：万科A另一份公告称，公司管理层希望获得所有股东的支持；

12月29日晚：万科发布澄清公告，就有媒体报道万科与宝能系、安邦三方召开和谈会基本达成和局，且安邦未来有可能受让宝能系股份成为本公司大股东一事进行说明，称公司从未参与传闻所述会议，对传闻所述内容亦

不知情，该传闻不属实；

2016年1月5日深夜：万科发布公告，公司H股于1月6日复牌，A股继续维持停牌。

（二）后续发展

1. 华润发声

2016年3月8日，全国政协委员、华润集团董事长傅育宁遭遇记者围堵，被问及有关万科股权之争时，傅育宁表示，现在市场比较敏感，不能多说。但他认为万科是个好企业，华润集团会全力支持。作为万科原第一大股东，华润在万宝之争期间一直保持沉默，此番是第一次发声支持。

2. 与深圳地铁合作

2016年3月12日万科与深圳市地铁集团签署合作备忘录，万科将购买地铁集团下属公司的全部或部分股权。目标公司在双方签署正式的交易文件时，地铁集团将注入部分优质地铁上盖物业项目的资产。初步预计交易对价介于400亿~600亿元。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。

3. 华润再次发声

2016年3月17日，万科A（000002）继续停牌的议案获得股东大会高票通过，但万科的第二大股东华润集团却发出了不一样的声音。一直在万科背后默默支持的华润，在股东大会上却发出了不同的声音。在股东大会结束后，华润方面代表，突然对万科与深铁合作中的一些程序性行为提出异议。上述华润集团股东代表表示，万科与深圳地铁合作公告，没有经过董事会的讨论及决议通过，是万科管理层自己做的决定。

4. 华润联手宝能

华润有意接手“宝能系”所持万科股份，但双方因交易价格等问题，目前尚未达成一致方案。这意味着万科的股权争夺战还远未结束，而大家也似乎都明白了华润何以在3月17日万科临时股东大会结束后对万科管理层意外呛声。



5. 万科公告与股东大会

2016年6月26日，万科公告宝能系提请召开临时股东大会，以罢免王石、郁亮等董事会全体成员和除职工监事之外的监事会成员，该议案在市场上引起轩然大波。在6月29日召开的万科年度股东大会上，万科总裁郁亮称，罢免议案提出后，部分已经签约和销售的项目面临解约风险，银行对万科的信用评级慎重考虑，合作方调整条款，猎头在打万科员工的主意，“管理层感到有心无力”。

6. 万科股票

2016年7月4日，万科A股复牌，截至午间收盘，万科A股报21.99元，跌9.99%。与此同时，万科H股开盘小幅下跌后转涨，截至午间收盘，涨8.68%，报16.52港元。

7. 恒大增持万科

2016年8月5日，恒大发布公告，称此次以财务投资者的身份，耗资91.1亿元人民币，持股万科的比例已达总股本的4.68%。

三 各方观点

2016年7月中国管理科学学会下属单位中国房地产经理人联盟（以下简称中经联盟）就万宝之争进行了学术研讨，中国房地产经理人联盟秘书长陈云峰主持了本次会议。

中经联盟第三任轮值主席、润物控股总裁陈顺：到今天我们如何看待这个事情，由于每个人经历不同、位置不同，对这个事情有不同的观点，今天是畅所欲言的会议。随着社会发展和各种各样的事情发生，万科可能不是第一类，只不过由于万科是地产界一个旗帜，王石是充满魅力的一个人，你看他今年65岁，仍然担任亚洲赛艇协会的主席。这样的人、这样的企业使得这个事情非常引人注目。以后资本市场中各种各样的事情还会出现很多，有些和房地产市场瓜葛少一些，实际上也是一样的事情。现在自媒体非常发达，上市公司信息披露和自媒体发声，还是有一些时间差，我认为在这起事

件中，有关各方应当给予对方包容和理解，达成合作。另外，相关的信息披露不够及时和充分，例如宝能并未及时披露自己增资万科的资金来源，万科的信息披露也稍显被动；政府在此事件中不应过度干涉，让市场处于主导地位。

首都经济贸易大学土地系主任、教授赵秀池：第一，王石与姚振华并无对错，作为股东，谁对谁错，谁能给我带来盈利，谁能让我赚钱，我支持谁。第二，他们产生矛盾原因，西方经济学已经给出答案，就是市场失灵时产生的委托－代理问题。姚老板作为委托人追求的是利益最大化；而王石作为代理人追求的是工资最大化，此外，还可能要兼顾其他目标，或者有情怀，或者做公益等，这就可能与股东利益不一致，出现委托－代理问题。委托－代理问题的原因就是目标不一致，信息不对称。解决之路，按照中国传统，中庸之道。坐下来谈这个问题。第三，对行业有什么好处？包括政府部门，将来行业会越来越规范，包括收购、兼并、重组。职业经理人要做好分内的事，必须换位思考，为对方考虑，位置才能坐得好，坐得稳，实现多赢、共赢。

北京联合大学工商管理系主任、教授陈琳：无所谓对错，但是结果对谁有利，要衡量，对万科有利，还是利益相关者，还是对政府有利，这是一个平衡现期利益与未来长远利益的问题。第一，从这个角度来分析中国民营企业的上市，一般要经过一个比较痛苦的蜕变过程。民营企业家族制企业改造成公司制企业，但仍保有家族式企业作风，有创始人管理风格，这是一个基因，已经埋在里面。这样的企业在改制以后有一些风险，比如说它的公司控制权可能随时会失去，在市场经济比较健全的法律制度下，创始人失去控制权是一种常规事件，按理说不会引起很大争议，可是为什么今天万科引起大家这么关注，可能就是和我们的传统文化、传统家族式企业管理冲突，和我们的情怀冲突。这方面我认为对于行业的启示，无论房地产行业，还是其他行业，上市的时候要充分估计到可能会对企业，对创始人，以及相关者、社会、中小股民来说，带来哪些风险，并且能不能在之前制度设计当中，公司章程当中将其考虑在内。比如说万科，万科在公司章程当中，尤其在股权比



较分散情况下，有没有把这个风险考虑到，这是很重要的方面，我们要懂得这个制度，懂得这个制度可能给我们带来的风险。第二，这样一个事件，其实对我们这个国家市场经济体制来说应该是一个拐点，我在观察包括政府相关部门的一些行为。政府应该真正找准自己的位置，有所为，有所不为，市场能够解决的，市场解决，只有这样的环境下，才能让企业大浪淘沙，实现成长，尽管过程很痛苦，有风险。第三，如何理解人力资本——最重要的资源？知识资本在投资运作、价值创造当中如何计量？传统资本和人力资本之间怎么在分配当中体现，这对于我们职业经理人的地位以及未来的发展成长，甚至对整个行业发展来说，都是很重要的问题。如果还是工业经济条件下，可能资本说了算，但是今天也不完全是这样，还是需要尊重、协商。

中经联盟监事会主席、天同安泰地产总裁王哲：第一，站在历史的角度来看这个事情，王石在万科的真正角色并非职业经理人，好比华远的任志强，王石是万科的创始人，精神支柱。第二，万科股权之争是在特定时间、特定行业以及特定的人之间发生的，具有很强的偶然性和特殊性，类似事件发生的可能性很小。第三，这件事对于全行业影响，可能今后经营权、所有权界定会发生巨大变化，包括很多有抱负、有想法的经理人，创业的时候也可能把这次事件当成典型案例。可能也会对公司法，包括公司章程的制定起到一个重大推动作用。

中国管理科学学会秘书长张晓东：十三五规划，今年开始，未来五年，我个人认为，是中国发展非常关键的五年，矛盾非常多，万科股权的事出在这个点上，我们的看法与其说坏事，不如说是好事。它对于转型和变革，对于进入到深入阶段的中国经济，对于国家治理管理规范，意义非常大。从管理角度，对所有行业，所有管理，无论学术还是真正的实践和国家治理，有重大意义。

中国管理科学学会企业管理委员会秘书长，北京理工大学 MBA 教育中心主任周毕文：通过万宝事件反思，在现行制度中，应该更加尊重和发挥职业经理人的作用。认为：第一，职业经理人地位应当上升到人力（智力）资本地位。第二，企业制度和企业家或者说资本家和职业经理人要共同发挥

作用，使企业可持续发展。第三，资金资本所有者，即资本家、大股东，要充分尊重人力（包括智力、知识）资本创造的价值，实现企业、资本家、职业经理人、劳动者、股民多方共赢！

东湖集团武汉公司总经理孙德刚：第一，当前形势下，从人性角度讲，经理方与投资方达到一定程度，冲突不可避免，我们的经营管理层需要自律，自律也是对自己的保护，同时也需要有自己的组织，能够发出自己的声音，能够对损害经营管理层利益的这种行为和实践有自己的发声渠道。第二，宝能收购万科是合理合法的，政府保持克制态度，我还是点赞，有利于今后公司章程、公司治理向法制化方向发展。第三，本次事件至少是一个转折点，标志着资本市场上企业收购与并购已经成为常态，在此之前也是常态，只不过没有这次事件影响大。要习惯这种场景，习惯对于自己未来退出机制进行规划，无论投资方、创始人，还是管理层，发展到一定层次就会有人夺你的股权，自己会失去公司控制权、经营管理权，实属正常，虽然情感上难以接受。游戏规则之下，更多要思考，之前我们与投资方之间关系怎么定位，我们与资本方之间如果一旦有资本方入侵怎么抵御，同时自己怎么退出，要有自己的退出机制。

盛同华远董事长胡碧绅：未来股权变更会成为常态，我们应学会适应并做出积极应对；万科股权之争不同于20世纪的股权变更，它更为复杂，在此过程中难分对错，只是如果事先有足够的沟通和协商可能效果会更好。

中经联盟文化艺术俱乐部主席、凯德中国质量督导王越：从情感层面，2003年，我跟王石一块在深圳吃一次饭，当时不太熟悉，很低调的一个人。他的谈吐非常有个人魅力。我很崇敬他。我在龙湖做过几年，很多方针政策方式模仿万科。万科确实是中国房地产历史发展当中的标杆企业。有一句话，人民创造了历史，英雄创造了奇迹，我的心目当中，王石应该是属于英雄人物。技术层面考虑，凯德跟万科做过很多次交流，有很多合作，我们很佩服的国内标杆企业。我们公司在一些实际操作过程当中，对万科工匠精神，也是特别赞许。但是我觉得将来不管资本方还是管理方，我们都不希望万科倒下去，还是希望万科继续作为中国标杆走下去。



识博教育总经理车肇恩：第一，朋友角度认为万科是一个非常优秀的企业，它有着很强的盈利能力和一支优秀的团队。第二，万科知名度可能比宝能高一些，一开始情绪化姿态，觉得宝能道德角度上来说不是特别好，其实我个人感觉无可厚非。法律法规角度讲它并没有做错什么，是正确的，我们应该很客观、公正判断一个企业的行为。第三，从社会公众角度，王石个人身份并不是企业家，有点像影视明星，才会出现这么热的关注。其实这种举牌收购在资本市场，尤其现在资本市场开放，三板，注册制，社会化企业越来越多，每天都存在，只是大与小，牵扯金额多少。资本合作，合纵连横，每天都存在，成为社会经济生活当中不可或缺的一部分。我们没必要评是非对错，存在即合理，然后每个人从自己的角度，从事件上获取一些进步和收益，这也是最好的。

人民交通出版社文化创意发展中心主任邵江：无论我们身处何种情况，都应该遵守游戏规则；职业经理人分很多种，有对公司未来长远负责的经理人，也有只对目前的高薪负责的经理人，无论怎样的经理人都值得资方去善待；投资方与管理层相互关系处理三阶段：彼此接受、充分沟通、相互融合。

中经联盟秘书长陈云峰：法制化环境尤为重要，站在资本与经理人的角度都不希望万科倒下。确实最近咱们国家热点不断，包括昨天南海，包括经济界的万科股权之争，加上咱们社会还有很多热点。因为中国改革开放现在进入深水区，在十三五期间各种矛盾仍然会激化，关键是什么？关键就是法制。这次万科股权之争研讨会，最后结论，法制条件下，应该去行政，应该去情怀。可以做道义上声援，但要从国家层面完善法律环境，在企业层面遵守法律；在知识经济、互联网经济来临的时候，资本方要摒弃工业时代一言堂的工作习惯，更尊重职业经理人群体；而职业经理人群体也要学会尊重资本在法律上的权力。这个事有现实意义，否则就会出现大股东提交议案，要求董事会开会，议题是什么，罢免董事会，结果董事会开了一个会，决议就是我们不同意罢免董事会。这是真实发生在我们身边的事。所以我们更愿意看到这个事，能够让中国法制环境更加健全。特别是在资本马上就会大规模

进入房地产行业，资本风暴来临的时候，法制应该更加健全。中经联盟定位为职业经理人鼓与呼，但经理人中很多人创业了，也许企业会寻求上市，知道股权多么重要。对应你对企业的管控方法，应该更加科学。董事会权力、股东权力、监事会权力，包括章程里，也有经理人权力。这些权力，都应该更加严谨科学，这个才是这次万科股权之争能够给行业、中国所带来的学术意义和价值。像各位嘉宾所表述的，我们希望看到一个前进的万科，我们希望看到资方能够行使自己的法律权力，但是优秀的管理团队，不应该被大规模撤换。为什么？让企业能够像原来一样，带领行业向前走。万科提倡住宅产业化，走向国际化。这个过程当中，我们多么想看到万科更好，而不是眼睁睁地在我们面前倒下去。如果从这件事之后，万科一蹶不振，王石出局创业，郁亮带着团队出来创业，万科不再是原来的万科，业绩下跌马上体现在报表里，这是全社会不愿意看到的现象。我们倡议所有房地产行业的职业经理人，大家都从维护行业健康发展，维护法律环境角度，去表态、发声、参与，让行业更健康。因为房地产行业在整个经济发展当中确实太重要了。中国正在改革奋进，别袖手旁观，你我都是历史见证者和亲历者，更是参与者，让我们祝福我们的万科企业，能够一如既往发展，让我们祝福我们的房地产行业能够更加造福中国经济，祝福我们的祖国能够在法制环境道路上，走得越来越好。我们希望这次的万科股权之争成为一件好事，能够让中国的上市公司治理环境更好。讲法亦当有理有情，资方和经理人应该学会互相尊重，这是一个重要课题。

四 分析与启示

（一）宝能收购万科的动机

1. 垂涎万科廉价资金

万科作为房地产行业龙头的最大优势——低廉的融资成本及 3A 的信用评级。万科 2015 年 11 月发行债务的票面利率为 3.5%，宝能 2014 年贷款的



融资成本大于10%。宝能收购万科的目的之一：其未来可能把自身的地产项目注入万科，借助万科的品牌上市平台获得低廉的融资成本。

2. 改善财务报表的现实需求

岁末之际，宝能及其一致行动人前海人寿频频举牌或许出于其改善财务报表的现实需要。以前海人寿来说，按照保监会的要求，保险公司无论上市与否都要公开披露年报，而年底举牌可以增加投资收益和增厚净资产，提高偿付能力。

3. 提高收益的需要

目前，中小保险公司主要依靠扩大万能险和分红险等保险规模在业务上寻求突破。以万能险为例，其结算利率普遍在5%以上，保单负债端成本较高，加之渠道费用及管理费用，实际负债端成本大致为7%~8%。因此，为了追求更高收益，在固定收益类产品收益率无法覆盖保险资金负债成本的情况下，加大权益类投资力度便成了必然选择。

4. 觊觎万科的地产

无论宝能系是不是财务投资，其巨量买入万科股份都不会吃亏。让前海人寿最为觊觎的是万科即将生产出的庞大的商业地产、物流地产、养老地产。前海人寿可以凭借巨量股份在万科董事会上拥有话语权，然后促成万科商业、物流、养老层面的持有经营物业与前海人寿深度合作。

（二）宝能收购万科的资金来源

一是股权质押。宝能系主要通过钜盛华和前海人寿、宝能地产和举牌的万科进行股权质押，从去年至今累计质押宝能地产6.7亿股，质押前海人寿22.1亿股，质押万科A7.1亿股。姚振华还将宝能的30%的股权进行质押。

二是资管计划融资。通过7个带杠杆的资管计划共取得资金182.5亿元。

三是前海人寿保费收入。前海人寿的资金大部分来自两款万能险，即海利年年和聚富产品。其累计耗资100多亿元，约有75亿元来自保险产品资金，约有22亿元来自自有资金，另有8亿元来源暂且不明。当然，上述只

是我们在网络上找到的一些数据，对于其真实性，尚且无法判断。事实上，依靠万能险扩大保费规模参与资本市场投资并非个案。

（三）险资持股产生的风险

大同证券首席策略分析师胡晓辉指出：“险资带着巨大的杠杆进入，存在很多的不确定因素，建议观望。”上海明伦律师事务所律师王智斌就表示：“使用杠杆资金收购万科股权的确会存在较高的风险。因为恶意收购的情况通常会引起被收购公司的不稳定，使得双方内购加剧，这样公司股价也有可能存在极不稳定的状态，一旦下跌到一定幅度，买入方也将面临被强行平仓的风险。”

（四）险资持股的原因

一是经济及利率下行的资产荒。在经济下行期及利率下行期，资产端收益覆盖负债端成本的压力较大。因此，在有限的资产配置渠道下，为了追求更高收益，部分保险公司加大了高收益权益资产的配置。同时，由于理财性险种的险期较短，配置流动性较差的非标类产品，一旦下一年保费销售不达预期，将会带来流动性偿付风险，因此也使保险资金加大了对流动性更好的二级市场投资。

二是享受会计处理变更带来的投资收益。我们认为，保险公司选择年底增持，与保险公司对股权投资的会计处理有关。年底举牌主要原因在于增加投资收益和增厚净资产，提高偿付能力。目前保险公司持有的股票类资产会计处理主要分为交易性金融资产、可供出售金融资产和长期股权投资。保险公司年底举牌增持，除了提高投资收益和净资产外，更重要的是享受会计处理变更带来的投资收益。如安邦财险 2014 年公司年报显示：公司投资收益中“公允价值计量转权益法核算确认的当期收益”达到 184 亿元，主要由所持有金融资产公允价值升值贡献。以安邦保险为例，旗下各子公司 2014 年安邦财险、安邦人寿、和谐健康实现投资收益 226 亿、137 亿和 43 亿，同比分别增长 275%、2000% 和 187%。2014 年安邦财险的净利润达 163 亿



元，但已赚保费仅为 50.3 亿元，承保利润仅为 1.34 亿元，盈利主要依靠高达 225.97 亿元的投资收益和交易类金融资产的公允价值变动收益。

（五）万科管理层为什么反对收购

一是万科股权分散，管理层地位岌岌可危。以王石为首的万科管理层所持有的万科股份非常少，万科的整个管理层所持股份比例仅有 4.14%，王石个人持股仅 5712901 股，占总股份（11014968919）的 0.0518%。所以王石于万科来说，本质上就是一个打工仔（职业经理人）而已。这些年来，以王石为核心的公司管理层能够完全掌控万科，全赖万科第一大股东华润的支持。而且华润的特殊能力，给万科推荐的独立董事李小加（后为港交所行政总裁）和陈茂波（前为香港会计师公会会长，后任职香港政府）都是行业翘楚，在万科的公司治理结构上扮演重要角色。所以一旦第一大股东的地位易主，以王石为核心的管理层的绝对领导权就岌岌可危了。

二是宝能系信用不够，能力不够。宝能系的信用不够，宝能的发家靠“一进、一拆、一分”，成为万科大股东会影响万科的信用评级，进而影响万科的营运成本，损害中小股东的利益。宝能系的能力不够，“去年宝能的整个房地产交易几十亿元，其中一部分还是关联交易，通过这种水平的系统，来管控万科，能力是远远不够的”。宝能系是走钢丝的暴发户，“宝能系层层借钱，循环杠杆，没有退路，一旦撑不下去，后果不堪设想，1990 年美国有接近 60 家寿险公司破产”。宝能前靠万能险，后靠短期杠杆层层借钱，质疑宝能购买万科股票的钱是从哪儿来的。

（六）万科反收购的策略思考

1. 毒丸计划

万科要实施毒丸计划，也面临着两道坎。其一，华润是国企，且处于反腐等多事之秋，其介入重大资产重组，需要严格而烦琐的申报手续，其应该不会贸然卷入这场资本市场的战争。其二，万科能否实施“定增”的核心在于定增方案能否通过股东大会决议，稳坐第一大股东的宝能系必然反对万

科管理层的方案。万科管理层唯有获取多数中小股东的支持才有获胜的把握，但这绝非易事。

2. “白衣骑士”资金困难

(1) 王石想要对宝能系构成防御阻击之势，须至少增持 10% 方可确保胜算。而万科 A 总市值 2699 亿元，万科企业总市值 2531 亿港元。王石方面以最低成本增持 10%，也需要至少 253 亿港元，更何况抢筹过程势必推动股价上涨（受近期股权之争影响，万科股价至 18 日停牌已上涨近六成），直接导致交战各方的增持成本上升。(2) 为了吸引“白衣骑士”，当然也要付出一定代价。比方说给予白衣骑士一些优惠条件，以便购买目标公司的资产或股份。这也使得资金需求更大。

（七）启示

1. 为什么万科成为猎物

(1) 股权分散。万科作为国内最著名的房地产开发商之一，早年即已通过上市实现了公司的股份化、市场化改革，在此次宝能系“入侵”之前，虽然万科也有华润这个大股东坐镇，但实际上华润在万科更像是一个财务投资者，因而可以认为万科的股权比较分散化，并不存在具有实际控制权的大股东，万科的实际控制人是王石和郁亮带领的万科职业经理人团队。这种结构为万科的壮大提供了机制上的基础，但同时也埋下了控制权争斗的隐患。

(2) 制度不健全。虽然万科很早就上市，但是关于预防被恶意收购的制度却没有建立起来，而且万科的管理层早年间通过大量的减持套现，持有万科的股票本身就比较少，所以导致容易被恶意收购。所以其他房企，尤其是家族类型的房企，需要在这方面作出修改。包括在公司章程等方面，需要建立一个有防火墙机制的公司治理模式。

2. 相关监管机构的启示

宝能收购万科股份的操作模式具有示范效应，如果金融监管层对于用高杠杆资金收购蓝筹股和权重股的行为置之不理，那么，资本玩家就会用高杠杆配资放肆地控制越来越多的中国蓝筹股和权重股，后果将是毁灭性的。



五 结论

关于“万宝之争”见仁见智的评论很多。笔者的看法颇为简单：一切应以《公司法》《证券法》以及其他相关的法律和监管条例，再加上万科的公司章程为准绳。大框架确定之后，就是凭证据说话，而不是拿“莫须有”来说事。至于万科及其管理层对中国经济和房地产业的贡献之类的煽情说法是无法与法律、监管条例和公司章程的原则“叫板”的。再伟大的企业及其管理层都必须服从其股东或主要股东的意志，在既定的法律和监管原则下运作，包括以各种方式竞争及保护自己的权力和利益。实际上，资本市场的运作原则与民主选举颇为相似，只不过不是以合格的选民（即不包括其他无投票权的公民）为计量单位，而是以股票为计量单位：一股一票，少数服从多数（一定的提案需要参加投票的 2/3 多数的支持）；董事会服从股东大会的多数意志（包括治理结构和程序）；管理层执行由董事会根据股东会多数意志制定的公司治理和战略；监管部门确保所有参与者（股东，董事会成员，管理层）都根据法律、监管条例和公司章程行事。人们只要将参与者假设成合格选民（当然也有放弃投票权的），民意代表机构（但是不是“立法”机构，虽然在法律和监管框架下制定和执行公司章程）、行政单位，以及政府立法和监管部门就是一个具备各基本要素的民主程序。如果我们的专家、学者可以更多地从各种相关的“规矩”上考虑和分析“万宝之争”，较少地从包括管理层在内各参与者的“背景”、特点和动机来评判各种行为和说法的话，“万宝之争”则不仅是一个提高投资者成熟度的案例，而且也是立法和监管部门值得研究，并且也许需要调整相关法律和条例的案例。