

E-House

万科之战：抵制敌意收购



Sponsored by



2018年7月



万科之战：抵制敌意收购

从2015年中至2017年，中国重要房地产开发商万科陷入了一场旷日持久的敌意收购中。这场斗争始于一个并不出名的激进投资者-总部位于中国深圳的宝能集团-悄然开始买进明星房企万科的股份。到2015年底，宝能成为万科第一大股东。万科的主要竞争对手恒大也加入了收购行动。两方联手希望推翻万科现有的管理层，包括其国际知名的创始人王石。然而他们的努力失败了。反之，中国政府介入并收紧了杠杆收购战略，并最终将中国的旗舰地产商之一万科转变为国有企业。毫不意外的是，这起万科案引发了一场关于中国资本市场、公司治理、当然还有政府在经济中长期角色的全国性公开辩论。

背景：中国房地产行业概览

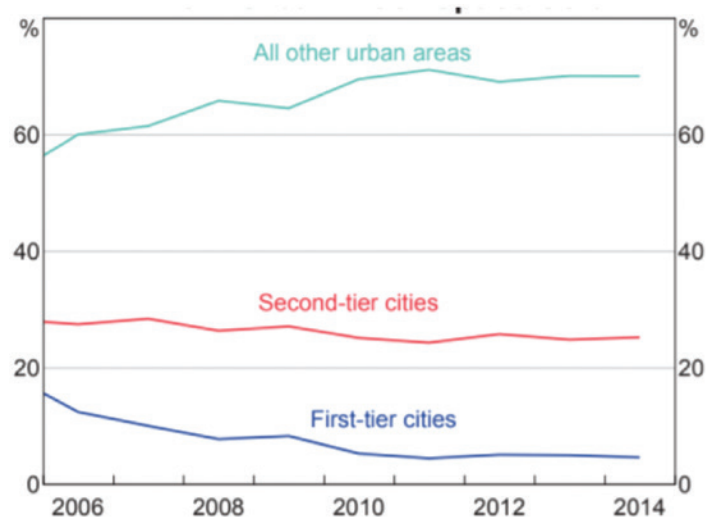
为了理解这一事件发生的背景，关键是了解房地产开发，尤其是住宅地产开发，在中国经济活动中占有相当大的比重，并且对近几十年来整体经济增长做出了重大贡献。换句话说，房地产业的健康状况对于中国整体经济和社会福祉至关重要。而支撑房地产行业的是中国的金融市场，公司治理法规以及公民对分享经济发展红利的期望。这一期望是通过购买为其他业务

融资的金融公司出售的房屋或投资产品来实现的。

尽管需求持续存在，但中国房地产价格却呈现出明显的周期性趋势。比如，价格上涨速度可能差异很大。再比如，一线城市的住宅物业价格增长势头尤其强劲，但二线城市和其他小城市的价格增长相对较慢。¹ 因此，以销售面积衡量，大部分城市地产销售主要位于一线和二线城市之外（图表1）。

1 一线、二线和其他城市分别定义为人口达到1700万、900万和500万人的城市。

图表一：中国城市房地产销售面积



来源：中国经济数据库（CEIC）数据

虽然中国地产开发的影响是全国范围的，但该行业仅由少数几个巨型房企主导（图表2）。这些明星房企不仅受益于近期的地产业整合浪潮，而且也受益于早期政府旨在刺激房地产市场的政策。例如，经过2010至2012年的一段市场低迷期后，中国政府（a）为首次购房者提供了更方便的贷款渠道；（b）降低了首付要求；（c）下调了抵押贷款利率；（d）取消了某些购房限制，允许投资者购买多套物业，并允许非居民购买房产；以及（e）重新定义首次购房者并包括那些已经还清了第一笔房屋贷款的人。

每次房地产销售达到新高时，这些巨型房就会受到进一步敦促以加快其收购计划。事实上，市场整合的时机早已成熟。根据国家统计局数据，中国有9万多家房地产公司，但其中盈利的只有10%。²

有鉴于此，自由扩张理所当然地让位于整合趋势。仅在2016年，中国房地产开发商就创纪录地花费了276亿美元用以收购竞争对手或他们的资产。³ 预计到2020年，中国地产开发商的总数将缩减至3000家。按照中国指数研究院的数据，排名前20位开发商的年销售总

额高达5200亿美元（3万亿人民币），占全国房地产销售的25%以上（图表3），预计到2020年将增长到35%。

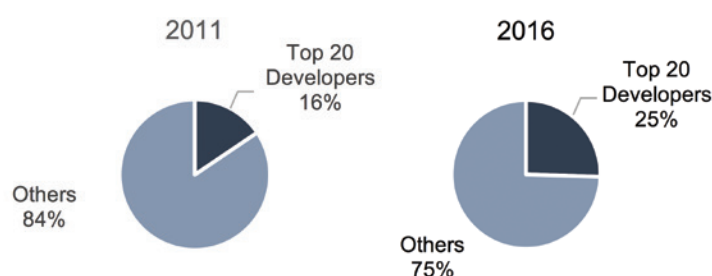
图表二：中国前10大房企（2016）

	合同销售 (10亿美元)	销售面积(百万平方米)
中国恒大	60.5	45.8
中国万科	57.5	27.6
碧桂园	49.0	37.3
绿地集团	40.9	20.2
保利地产	33.3	15.9
中国海外发展有限公司	32.0	13.9
中国融创	23.8	7.2
华夏幸福	19.0	10.0
绿城中国控股	18.0	6.2
华润置地	17.1	7.8

来源：Capital IQ 数据, 公司年报

万科长期以来一直是中国经济增长和转型奇迹的一部分。在过去的十几年间，该公司雄踞中国房企排名第一。直到2016年，恒大终于超越万科，成为中国最大的房地产开发商。那一年恒大合同销售总额为3737亿元人民币（539亿美元），比上年增长85.4%。而碧桂园排名第三。这三家房企均位于广东省，2016年它们的总销售额高达1万亿元人民币（1600亿美元）。

图三：中国排名前20位地产商的总销售额



来源：国泰安金融数据库（CSMAR）；澳洲储备银行（RBA）

2 中国国家统计局

3 根据彭博数据整理。

万科：公司概况

中国万科企业股份有限公司成立于1984年。经过30多年的发展，公司已成为中国领先的房地产公司和城市开发服务提供商。万科的项目集中在全国最具活力的经济中心以及中国其他一些枢纽城市。2016年7月，该集团首次上榜《财富》“全球500强”并名列第356位。2017年，集团这一排名上升到第307位。为了说明其规模，仅在2016年，万科就在全中国25个城市销售了超过2000万平方米的公寓，合同销售额达3650亿元人民币（560亿美元），净利润达到280亿人民币（40亿美元）。⁴

万科经历了几次主要的所有权结构改革。第一次改革始于1988年，政府将其持股比例增加到60%，其余由员工持有。也正是在这段时间，王石放弃了对该公司的直接管理，而选择了由一位职业经理人领导公司。1991年，万科成为中国首批上市公司之一，上市也稀释了政府和员工的股份。

第二阶段的改革是从1993年到2011年，当时有几个股东试图推翻王石及其管理团队但没有成功。为了对抗这些挑战，万科引入了新的投资者，特别是华润成为其最大股东。华润集团是一家拥有众多业务的国有企业集团，2017年在《财富》“全球500强企业”排名第86位。此后，华润集团与万科的管理团队建立了积极的合作关系。除少数投资外，华润很少介入管理团队的日常决策。具有意义的是，万科长期以来一直与国有企业合作，作为其自我防御手段。

2015年中开始的敌意收购开启了万科所有权重组的第三阶段。万科的整个管理团队再一次成为被试图驱逐的对象。由深圳政府控股的深圳地铁集团以“白衣骑士”投资者的身份入驻，最终成为万科的第一大股东，持有该公司29%的股权，结束了这场引人注目的

所有权争夺战。⁵ 2017年，王石卸任万科董事长，从而永久退出了他33年前创立的公司。

收购之战

仅仅几年以前，外界预计万科创始人兼董事长王石将以中国最伟大公司之一的领导者这一荣誉身份退休。他在中国享有跟比尔·盖茨，理查德·布兰森和其他传奇人物一样的名人身份。然而，到了2015年下半年，王石的职业生涯却即将遭遇一个令人失望的结局，而这一切都是由当时44岁的宝能集团老板姚振华引发的。

宝能收购万科股份

2015年7月10日，深圳宝能集团董事长姚振华通过宝能子公司前海人寿收购了万科A股5%的股权。在接下来的160天内，宝能持续买进万科股票，直至超过华润成为万科最大股东，持股比例为24.26%

宝能集团是一家低调的深圳综合企业集团，业务范围从房地产、小额信贷一直到保险。宝能集团及其所有人姚振华在2015年之前并不为公众所知。但由于对万科的投资，姚振华成为了中国排名第四的富豪。

王石对这一不请自来的竞购者表示了强烈不满，并称其为“敌意收购”。作为回应，万科于12月18日暂停了H股和A股的交易，等待关键性重组。2016年1月6日，万科H股恢复交易，但其深圳上市A股仍然暂停交易以抵御宝能的攻击（图表6）。

4 万科2016年报。

5 “Shenzhen Metro to become biggest China Vanke shareholder as Evergrande cashes out”. June 9, 2017. Accessed April 19, 2018. <http://www.scmp.com/business/companies/article/2097697/shenzhen-metro-become-biggest-china-vanke-shareholder-evergrande>

图表四: 中国万科A股价格



来源: 雅虎财务

抵制宝能：一场多方混战

宝能和万科之间的战斗很快演变成了一场多方混战。2016年3月，万科与政府支持的深圳地铁集团签署备忘录，引入后者作为防御宝能潜在敌意收购的“白衣骑士”。

万科的提案受到第二大股东华润集团的挑战，华润集团在2000年至2015年间一直是万科的最大股东。引入深圳地铁集团作为主要投资者将会削弱万科与华润集团之间的良好关系。因此，2016年6月，万科的两大股东宝能和华润集团拒绝了深圳地铁列入股万科的提议。雪上加霜的是，宝能提议罢免万科董事会全体成员，但随即遭到否决。⁶

随着越来越多的大型公司，其中也包括万科的竞争对手，开始竞购万科股份，这场争夺战进一步恶化。2016年8月4日，中国恒大宣布购入5.17亿股万科A股。截至2016年8月中旬，中国恒大集团收购了万科

6.82%的股份，成为公司的第三大股东。2016年11月下旬，中国恒大进一

政府干预

2016年12月初，中国监管部门开始遏制股市中杠杆收购的行为，并派出检查组前往恒大和宝能的保险部门调查违规行为。中国保险监督管理委员会暂停宝能旗下的前海人寿销售“万能寿险”产品，直至其解决风险监控和客户账户管理问题。之后，宝能董事长姚振华被禁入保险业10年。中国保监会也禁止恒大旗下的保险公司投资股票。

随着监管机构的介入，这场争夺战的主要参与方纷纷开始改变阵地。根据中国主要财经媒体之一金融界的新闻报道，恒大地产很快宣布无意争夺其竞争对手万科的控制权。⁷

⁶ 来源: 公司文件。

⁷ <http://money.jrj.com.cn/2017/06/13142022603696.shtml>

图表五: 万科遭竞购前后的股权结构

竞购前 (2014)		竞购后 (Oct 2017)	
股东	股权占比 (%)	股东	股权占比 (%)
华润集团	14.91%	深证地铁	29.38%
香港中央结算有限公司	11.91%	香港中央结算有限公司	11.91%
国信证券	3.30%	宝能	8.39%
安邦保险	2.13%	前海保险	5.15%
		国信证券	4.14%

来源：企业中期报告，企业年报。

万科成为地方性国企

政府介入后，万科的主要投资者开始出售他们的股票。2017年，万科的长期股东华润集团以亏损的方式将其全部股权（15.3%）出售给深圳地铁集团。⁸ 中国恒大集团同样将其14%的万科股权出售给深圳地铁，亏损人民币71亿元（10亿美元）。中国恒大宣布撤资是出于对“公司战略发展需求”的考虑。但是，自从恒大选择将其资产亏损出售给国有企业之后，大多数观察人士认为这表明该公司是被迫退出，否则将面临政府制裁的风险。至此，深圳地铁以29.3%的股权获得了对万科的控制权（见图表7）。宝能声称它欢迎深圳地铁投资万科，尽管它不得不接受新的现实，即宝能主导万科未来发展的能力现在已大大减弱。

这场收购战为何意义重大？

监管保险公司的投资活动的

宝能集团的保险业务部门通过激进的投资，能够在高风险的情况下实现高回报。因此，它的产品对寻求更高资产回报率的中国人十分具有吸引力。除了增持万科的股份外，宝能还在其他八家A股上市公司持有从7%到28%的股份。2015年，宝能的投资收入几乎翻了

三倍至112.8亿元人民币（16.9亿美）。

据路透社报道，整个行业范围内，2015年中国未上市保险公司的资产增长率接近60%，而相比之下大型上市保险公司则为14%。⁹ 一些保险公司试图通过高风险股权投资来增加收益，进一步加剧了中国股市的波动。中国保险监督管理委员会（CRIC）曾经警告这些企业集团不要将其保险子公司作为这些高风险投资的资金来源，但却无济于事。2016年，保监会主席刘士余甚至将这种做法形容为业界的“野蛮人”。

保监会决定暂停宝能的前海人寿销售其“万能寿险”产品并禁止恒大保险集团恒大人寿进行股票交易。这些惩罚措施也向观察者表明，政府监管未能跟上这一增长的行业内金融创新的步伐。最终，保监会通过降低用于投资高风险产品的保险资金上限而收紧了监管规则。

中国的公司治理

万科以其分散的所有权结构而闻名。截至2014年底，公司约60%的股份由多家小股东持有。华润集团作为万科之前的第一大股东，仅持有万科15%的股份。正是这种分散的所有权结构让恶意收购有机可乘。事实

⁸ “Shenzhen Metro to become biggest China Vanke shareholder as Evergrande cashes out”. June 9, 2017. Accessed April 19, 2018. <http://www.scmp.com/business/companies/article/2097697/shenzhen-metro-become-biggest-china-vanke-shareholder-evergrande>

⁹ <https://www.reuters.com/article/us-china-vanke-m-a-insurance/inside-china-vankes-power-struggle-an-unlisted-insurer-idUSKC-N1080P4>

上，万科创始人王石及其管理团队在宝能发起攻击时只持有该公司约0.2%的股份。¹⁰

由于缺乏股东权益计划（又称“毒丸计划”），中国公司的所有者在面临敌意收购时几乎别无选择，只能暂停交易，这也正是王石的选择。然而，这一举动也伤害了股东的利益，因为他们当时也被阻止出售其股票以降低风险和保护收益。因此，两种“中国式”公司治理模式依然存在：（a）所有者和管理者之间的界限不明确，这使得管理者能够通过公司持股来指导企业战略并阻止恶意收购；（b）当市场发生可能影响社会和经济秩序的变动时，需要依靠国有企业扮演“白衣骑士”的角色来应对。

10 <https://www.businesslive.co.za/bd/world/asia/2017-01-13-new-twist-in-chinas-first-blue-chip-hostile-takeover-battle/>

附录：万科收购战的时间表

2015年

7月：宝能集团开始购入万科的股票。

12月4日：宝能在将股权增加至20.008%后成为万科的第一大股东。

12月18日：董事长王石表示，该公司不欢迎宝能的介入，后者当时持有万科24.26%的股份，随后万科的股票暂停交易。

2016

1月6日：万科股票在香港恢复交易，但其深圳交易股份仍然暂停交易，等待资产重组以对抗宝能。

3月13日：万科引入政府支持的深圳地铁集团以“白衣骑士”的身份抵御宝能潜在的敌意收购。

6月17日：万科的两大股东宝能和华润集团在董事会会议上拒绝了万科与深圳地铁重组的提议。

6月26日：宝能提议罢免万科董事会全体成员，但被董事会否决。

7月4日：万科在深圳停牌七个月后复牌。

7月19日：万科表示，宝能进一步增持股份至25.4%。

8月15日：中国恒大集团收购万科6.82%的股份，成为其第三大股东。

11月30日：恒大进一步增持股份至14.07%。

12月3日：监管部门开始遏制股市杠杆收购，并派遣检查组到恒大和宝能的保险部门检查是否存在违规行为。

12月5日：中国保险监督管理委员会暂停宝能旗下的前海人寿销售“万能寿险”产品。

12月9日：随后保监会禁止恒大地产的保险部门恒大人寿进行股票交易。

2月17日：恒大表示无意获得其竞争对手的控制权。

2017

1月12日：华润同意将其在万科的全部股权（15.3%）出售给深圳地铁。

1月13日：恒大表示无意进一步增持万科股份，宝能表示欢迎深圳地铁。

3月：万科在三年任期届满后重新选举所有11位董事。

6月：深圳地铁成为万科的第一大股东，终结了这一收购战。