

CHINA-CO

观念战争系列图书

华 | 彩 | 咨 | 询 |

企业如何在“资本黑暗森林”摘得“丛林之王”的宝座
在不确定因素极多的资本市场中，怎样实现企业的基业长青

治理炼金术

白万纲◎著

在防御、进化、进攻的资本市场生态循环中培养学习能力，
才能在“资本黑暗森林”中摘得丛林之王的宝座。

“宝万之争”背后折射出的是抽水机效应，既有对子公司治理体系的干扰，
又有治理运作过程中的操控，还有通过子公司治理体系以及影响子公司治理的支撑要素的运作
形成子公司价值向母公司的输出，从而构成价值攫取的虹吸效应



金城出版社
GOLD WALL PRESS

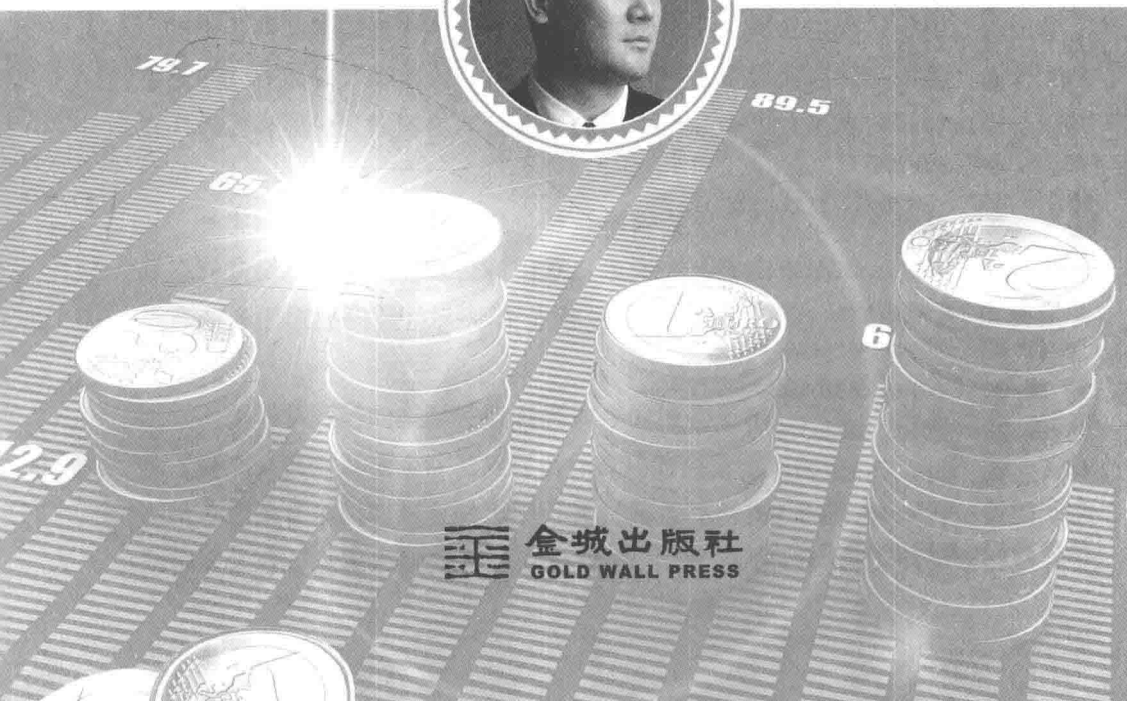
CHINA-CO

| 华 | 彩 | 咨 | 询 |

观念战争系列图书

治理炼金术

白万纲◎著



金城出版社
GOLD WALL PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

治理炼金术：从“宝万之争”看集团治理 / 白万纲

著. —北京：金城出版社，2017.8

ISBN 978-7-5155-1528-1

I. ①治… II. ①白… III. ①企业集团—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.244

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 202305 号

治理炼金术

作 者 白万纲
责任编辑 刘 荔
开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16
印 张 24.75
字 数 400 千字
版 次 2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷
印 刷 三河市百盛印装有限公司
书 号 ISBN 978-7-5155-1528-1
定 价 78.00 元

出版发行 **金城出版社** 北京市朝阳区利泽东二路 3 号 邮编：100102
发 行 部 (010) 84254364
编 辑 部 (010) 64210080
总 编 室 (010) 64228516
网 址 <http://www.jccb.com.cn>
电子邮箱 jinchengchuban@163.com
法律顾问 陈鹰律师事务所 (010) 64970501

“宝万之争”沸沸扬扬发展至今，各路人马轮番上阵，让人目不暇接。从“门口的野蛮人”伏伺已久后的致命一击，到王石等职业经理人的紧急应战；从万科管理层和大股东的“兵戎相见”，到“大当家”华润的摇摆不定；从万科管理层“背水一战”的悲情宣誓，到恒大的突然插手，各方势力围绕万科的股权争夺、内部人控制、股东文化展开了焦灼的争斗，“万宝华”三大主角的一举一动都引人瞩目。特别是新近华润集团始料未及般的清仓退出，宝能系前海人寿被罚，万科董事会换届选举在即，后续局势更加变化多端，无论结果如何，“宝万之争”在中国公司治理发展史上必将留下浓墨重彩的一笔。因此，本书将围绕“宝万之争”背后的集团治理展开深入的研究，力图解决以下几个问题：

- 万科之所以成为今天资本市场的肥肉，人人可以得以侵犯，是由什么引发的？在面临“野蛮人”的入侵时，万科又是如何进行反击的？宝能如何在万科占有股份？如何在万科里形成抽水机效应，从而将万科的价值抽取到宝能？

- 宝能除了获得因万科股价被低估而占有其市值的补涨效应之外，还能从万科获得什么？宝能能否利用万科强大的品牌和房地产开发能力与宝能的地产业务形成协同效应，从而促进宝能地产业务更上一层楼，获取价值最大化？

- 华润从万科的实际控制人到如今的清仓退出，其在“宝万之争”中经历了什么，其对其他企业又能提供什么样的经验教训呢？

- 恒大在危机时刻突然出手万科，其意图何在？2017年3月，许家印表示恒大人寿有意卖出所持有的万科股份，但一年锁定期内不会出手。恒大此

举，是何原因？

• 在现代产权制度的基础上，大股东和管理层到底如何相处？怎样形成相互制约的权力结构，防止内部人控制和一股独大？……

稍作思量之后，我们可以发现，“宝万之争”背后折射出的是抽水机效应，即：既有对子公司治理体系的干预，又有治理运作过程中的操控，还有通过子公司治理体系以及影响子公司治理的支撑要素的运作来形成子公司价值向母公司的输出，从而构成价值攫取的虹吸效应。

众所周知，现代企业制度中所有权和经营权往往是分离的，万科就是一个典型的所有权和控制权分离的公司。在万科内部，管理层手握大权，股东会和董事会功能失效，内部人控制现象严重。正是由于万科强大的内部人控制，才导致了万科目前的困境。一般来讲内部人控制与集团治理相悖，前者追求的是本级价值最大化，而后者追求的则是集团整体价值最大化。因此，不管上市公司是否有母公司或者强势股东，更不管上市公司的实际控制人或者控股股东对于资本市场所持有的态度是战略性投资还是财务型投资，都有权利和义务为上市公司进行集团治理角度的治理体系设计。

因此，本书借由对“宝万之争”抽丝剥茧的分析，通过三个篇章，以万科股权之争为线索，为集团公司、上市公司在本层级、跨层级角度提供全面的集团治理思考。同时，基于万科在资本市场上遭遇的围猎，为其在市值管理与资本运作方面提出解决方案和优化建议，从而力图为当前处于或即将走进“资本黑暗森林”的中国企业提供有益的指导和帮助。

《治理炼金术》二十大定律

定律一：集团的精髓在于控制力层次放大：集团公司以自身优先股权和资本，通过多层次控股来实际控制数倍的资产，在子公司和孙公司进行杠杆放大，最终达到以极少量母公司出资驾驭大量子孙公司出资的效果。

定律二：集团公司可以发展出多个业务增长极，推动成熟产业板块上市，通过实业资本和金融资本双管齐下，壮大产业。在此基础上通过各个产业上市平台建立起巨大的资金平台，解决多元化产业发展过程中的障碍，促进集团健康运作。

定律三：不管上市公司是否有母公司或者强势股东，更不管上市公司的实际控制人或者控股股东对于资本市场所持有的态度是战略性投资还是财务型投资，都有权利和义务为上市公司进行集团治理角度的治理体系设计。

定律四：公司治理与公司管理是不同的概念，两者最重要的不同点是其目的。公司治理的目的在于利益相关主体之间权利的制衡，在一个相对均衡的状态下实现各自利益最大化，是从股东的利益角度出发。而公司管理的终极目标是实现公司的价值最大化，是从公司的利益角度出发的。这样的根本性差异是引起公司治理和公司管理之间委托代理问题的根源。

定律五：治理是并购的基础保障：一个集团在并购之时首先涉及资本结构理论，其次是运营资产结构。并购会形成高于集团本身出资比例的控制，也会形成多层次控股杠杆。母公司在形成层层金字塔式治理结构的基础上需要具备规则修改权。如果母公司不具备规则修改权，那么其层层治理金字塔就是无效的。

定律六：资本方最后的奥秘在于形成多层次控股杠杆：母公司控制子集团的治理结构，再通过控制子集团的治理结构来间接控制孙公司的治理结构；再通过孙公司的治理结构，把打折多次的控制力通过其他辅助手段进行强化。

该奥秘可以通过治理模式设计、运作和保障的铁三角式集团治理结构来实现。

定律七：治理模式设计的内在逻辑是通过理顺本级及跨层级治理，基于集团与不同产权结构子公司的关系，对子公司的治理体系进行调整和优化，以此强化集团跨层级控制力，保障出资安全和子公司经营稳健。其中治理设计是资产保值增值的基础，母子公司在治理上的权利划分是管控的基础。

定律八：针对出资情况的不同，对于控股子公司要树立“控股占主导”的治理运作思维；对于合资公司要明确“合资靠博弈”的治理运作思维；对于参股公司要力争“参股不吃亏”的治理运作思维。

定律九：集团整体治理设置的根本源于对资本意志、资本结构、产业结构以及产业运营的选择，到底是把资本意志贯彻下去，还是把一整套的资本结构贯彻下去，还是把规划好的产业结构贯彻下去，乃至做好产业运营模式进行向下灌输和控制。

定律十：集团治理思维一方面赋予集团公司安全性，另一方面赋予集团在资本市场上抵御秃鹫、饿狼、逐利者对上市公司的脆弱点、价值错配点、经营低落点、价值低估点、决策失误点和类似脆弱时期攻击的重大武器——进攻，使之可以对外杀伐；防御，可以使之避免受伤；学习与进化，可以使之变得越来越聪明、越来越适应竞争环境。

定律十一：集团尤其是上市公司要具备两重人格的治理思维，围绕市场规律、照顾所有利益相关者的市场化人格，以及围绕控股股东或实际控制人价值最大化的控股化人格。这样才能使得集团或上市公司在资本市场实现防御、进攻、进化的动态平衡。

定律十二：母公司对子公司的抽水机效应，既有对子公司治理体系的干预，又有治理运作过程中的操控，还有通过对子公司治理体系以及影响子公司治理的支撑要素进行运作来形成子公司价值向母公司的输出，从而构成价值攫取的虹吸。

定律十三：治理机制管理能力越强的公司，或者公司治理水准越高的公司，越是被投资者看好，其吸纳社会资本的能力越强，股价溢价能力就越强，市值就越大。这种由治理机制的管理水平所引起的公司股价增加和市值放大，即为市场所给出的治理质量溢价。

定律十四：市值管理是上市公司将其一切经营行为都紧紧围绕价值最大化这一目标来完成，带动公司经营哲学和经营理念的深刻变革。上市公司应

有意识地、主动地通过制定正确的发展战略、完善公司治理、改进经营管理、培育核心竞争力，实实在在地、可持续性地开展市值管理工作，创造最大化的社会经济效益和股东价值。

定律十五：市值管理牵扯到一家上市公司的发展状况、约束激励机制、外部投资环境等多个方面，目标是实现“市值增长”和“战略性突破”的良性循环。判断一家上市公司的市值管理做得是否合格不能仅仅依据股价高低，股价只是一个侧面体现。

定律十六：市值管理战略是通过构建型战略设计完成的，与分析型战略不同，构建型战略基于结构企业发展规律，先演绎出整体设计，再推理局部，最终完成生态链到产业链再到价值链的构筑。构建型战略是一种突变战略，更适合动荡和不确定性环境。

定律十七：上市公司标准化运营带来的开发、成本、团队管理等其他优势，能够反哺公司管控高效、运作高效，从而形成良性闭环循环，进一步优化标准、放大规模、增强品牌效应。

定律十八：上市公司如果要想保持良好的发展态势，必然要保持股权结构的分散。但保持股权结构的分散又必然会招致不怀好意者的觊觎。要解决这一矛盾体，上市公司必须做好市值管理工作，用市值管理手段阻绝恶意收购，同时提高企业的融资效率，减少融资成本。

定律十九：上市公司在相当长一段时间里的市值管理模式主要采用的是市值溢价管理模式，即集中在三个主要方面，投资者偏好溢价、管理溢价和主业溢价。无论上市公司的管理层对自身的市值管理水平有多自信，都不应存在侥幸心理，而应该将市值管理作为一项战略意义的工作。

定律二十：当前上市公司的资本运作模式主要有：直接收购模式，以自有资金和自身公司股权为基础，通过融资发债、股权质押和银行信贷融资等手段募集资金，再用所募集到的资金收购目标公司股份；“保险+地产”模式，这种模式打通了险资公司资金“泄洪”和地产公司资金缺口的通道。

第一篇 宝万之争

第一章 宝万之争角逐梳理	3
第一节 宝能三次出手 第一股东易主	3
第二节 险资轮番上阵 遥相喊话叫阵	5
第三节 树欲静风不止 台前台后过招	7
第四节 H复牌A停牌 重组各方亮牌	7
第五节 董会表决过招 票战决胜身后	9
第六节 中国版纸牌屋 监管下战求和	10
第七节 群雄逐鹿万科 股权争夺未了	12
第八节 第二股东易主 新一轮博弈开启	13
第九节 董事会改选在即 席位之争扑朔迷离	14
第二章 万宝华三角图谋梳理	17
第一节 万宝华三者之间的关系	18
第二节 宝能图谋	27
第三节 万科图谋	33
第四节 华润图谋	39

第二篇 治理炼金术

第三章 集团治理理论	47
第一节 集团本级治理理论	47

第二节	集团型公司跨层级治理理论	69
第三节	上市公司治理理论	168
第四章	以华润为例的跨层级治理理论应用分析	202
第一节	控股投资人的跨层级治理	202
第二节	其他投资人的跨层级治理应用分析	208
第五章	以万科为例的本层级治理理论应用分析	224
第一节	万科的发展简史	224
第二节	万科的困局	227
第三节	万科治理分析	229
第四节	万科的治理优化建议	262

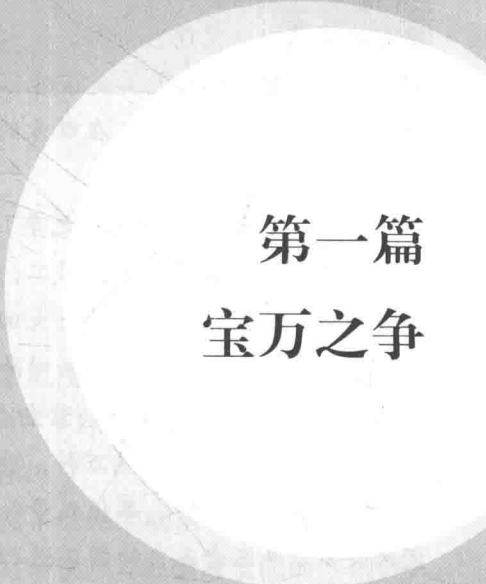
第三篇 市值管理

第六章	市值管理理论	273
第一节	市值管理理论基础	274
第二节	市值管理七大战略构建	278
第三节	市值管理六大管控设计	296
第四节	市值管理评价体系	302
第七章	上市公司市值管理应用分析	304
第一节	万科市值溢价管理模式	304
第二节	万科市值管理分析	307
第三节	万科市值管理的优化建议	310

第四篇 资本运作

第八章	恒大资本运作之路阐释	327
第一节	恒大集团的发展简史	328
第二节	恒大的资本市场布局	333
第三节	恒大的资本运作手段	339

第九章 宝能资本运作之路阐释	350
第一节 宝能的发展简史	350
第二节 宝能的资本运作模式	352
第三节 宝能资本运作之资管计划	361
第四节 宝能资本运作的未来发展趋势	364
第五节 宝能系本家——潮汕系资本运作之路阐释	366
后 记	379



第一篇
宝万之争

“宝万之争”作为资本市场上演的一部连续剧，深受社会各界关注。在这部连续剧中，宝能、华润、恒大、安邦等各方势力纷纷亮相，并曾图谋在万科占据一席之地。尤其是宝能系，通过多次举牌在短短两个月之内便成为万科第一大股东，后续又在双方的较量中，夯实了其第一大股东的地位，这期间的过程值得我们注意。

因此，本篇将对“宝万之争”进行全面的梳理。主要从两个方面进行：第一，万科控制权的争夺；第二，万宝华三者之间的图谋以及最新进展。在第一部分，我们将从宝万的七大回合进行梳理：宝能三次出手，第一股东易主；险资轮番上阵，遥相喊话叫阵；树欲静而风不止，台前台后过招；H复牌A停牌，重组各方亮牌；董会表决过招，票战决胜身后；中国版纸牌屋，监管下战求和；群雄逐鹿万科，股权争夺未了。第二股东易主，新轮博弈开启；董事会改选在即，席位之争扑朔迷离。在第二部分，我们将从万宝华之间的关系以及三者各自的图谋进行梳理。并对宝万之争最新进展进行适当跟进与分析，以飨读者。我们希望通过这两个部分的梳理，能够彻底理清“宝万之争”的来龙去脉，从而揭示其背后折射的问题，进而为后面的篇章做铺垫，此外基于发展的眼光来看，无论如何，我们坚信，一场世纪并购的圆舞曲正在落幕，宝万之争的结果其实已不重要，但对资本市场以及公司治理的影响正刚刚开始。



第一章

宝万之争角逐梳理

引 言

最近市面上沸沸扬扬，资本市场掀起了风波。老牌资本帝国万科被宝能突袭，无疑将成为中国资本市场风起云涌的一个标志性事件。在此次事件中，“宝万”之间的股权是怎样一步步进行角逐的？

2015年夏，“宝万之争”开始，民营资本巨鳄宝能系、大型央企华润集团、万科管理层等展开了一场激烈的博弈与斗争。万科面对宝能的“凶悍入室”，表现出来的措手不及和束手无策，让其在第一轮防守战中彻底失败。

在此之后，“险资轮番上阵，遥相喊话叫阵”，于是万科进行了再次还击，此次还击犀利程度到底有几分？宝能系该如何接招，华润集团和安邦保险的风向又将如何偏转？从“宝能三次出手”、“监管下战求和”，再到“群雄逐鹿万科”，“宝万之争”的脚步从未停止，再到现阶段华润集团的清仓退出，宝能解除质押万科1.82亿股股份，也并非意味着“宝万之争”走向终结，而未来将走向何方仍需进一步观察。

第一节 宝能三次出手 第一股东易主

2015年夏天开始的“宝万之争”，无疑将成为中国资本市场风起云涌的

一个标志性事件。围绕着全球最大的专业住宅开发商——万科集团、民营资本巨鳄——宝能系、大型央企——华润集团、万科管理层等展开了一场激烈的博弈与斗争。

2015年7月6日，万科公司董事会审议并通过了关于在100亿元额度内推出公司A股股份回购方案的议案^[1]。公司将根据该方案实施期间股份市场价格的变化情况，并结合公司目前的经营状况和每股净资产值，拟在不超过13.70元/股条件下以自有资金进行回购。

万科公告发出短短四天之后，宝能系便突袭而至。2015年7月10日，宝能系旗下保险公司前海人寿耗资79.45亿买入万科5%股份，十天之后，旗下钜盛华和前海人寿联手再次买入万科集团5%股份。到万科集团首次实施股份回购方案期间，宝能系一路高歌猛进，8月26日，再次买入5.04%股份，至此宝能系共持有万科15.04%股份，超过原大股东华润（持有14.89%），成为第一大股东。

面对宝能系的“强盗”入室行为，万科集团管理层的反对情绪十分强烈。万科董事长王石在临时股东大会上表示，某些投资者的疯狂买入行为是他们自己的选择，并声称公司很多股东对于万科都是非常支持的，包括华润在内，他们并没有做过有损公司利益的事情^[2]。

在宝能的咄咄逼人之下，万科强势的管理层不得不回头求助于自己的第一大股东，希望华润集团在关键时刻能够挺身而出，救自己于水火之中。

然而，意料之外的是，面对宝能的凌厉攻势，华润集团仅仅耗费4.97亿元分别于2015年8月31日和9月1日进行了两次增持，最终达到占比15.29%，以微弱的优势重新成为万科第一大股东。虽然重新登上第一大股东的宝座，但是华润对万科不予干涉的经营策略以及继续观望的态度并没有从根本上阻止宝能的进军。

宝能系是资本运作高手，追溯宝能系以往收购企业的经历，无论是当初

[1] 万科集团在其实施的股份回购方案中，回购了537.67万股，占公司总股本的0.049%，最高成交价13.16元/股，最低成交价13.10元/股，支付总金额为7069万元。截至回购期限结束日2015年12月31日，公司回购A股股份数量为1248.03万股，占公司总股本的0.113%，实际仅回购约1.6亿元，占100亿元的回收份额不到2%，无异于杯水车薪。

[2] 资料来源：搜狐网，《万科控股权大战，王石不欢迎钜盛华》，Gatesby，http://www.sohu.com/a/49243319_233223。

的深业物流还是建业集团，原有管理层最终都失去了公司控制权。深业物流原本计划整体上市，最后被宝能拆分；建业集团被宝能控制后，变成宝能重要的关联交易对象，最终沦为一系列复杂资本运作中的一枚棋子。

此次“宝万之争”就是宝能在资本市场的一堂资本运作课。宝能系以迅雷不及掩耳之势在两个月之内连续举牌万科集团，占股 15.04%，一举超越华润成为万科第一大股东。由此，在万科和宝能的第一回合较量后，万科处于下风。

第二节 险资轮番上阵 遥相喊话叫阵

在经历第一回合的较量之后，万科的百亿回购计划，加上此时华润集团一旁观望的态度，更是加剧了宝能继续增资扩股的野心。

2015年9月，在华润夺回第一大股东之后（持股 15.23%），宝能系进一步从 11月27日开始，多次增持万科 A 股，截至 12月18日，宝能系持股比例达到 24.26%，远远超过华润，夯实了第一大股东的地位。此后，万科多次宣布停牌：12月18日下午，首次宣布停牌，之后又分别于 21日、28日和 29日发布了重大资产重组停牌进展公告，我们认为万科多次停牌主要是为了增加“宝能系”资金的时间成本，从而迫使宝能系“退兵”。

宝能系在大规模增持万科集团的过程中，旗下金融平台“前海人寿”以及“钜盛华”逐渐成为公众关注的焦点公司。钜盛华和前海人寿在宝能系的投资图谱中处于金字塔的低端，两者都是通过一系列复杂的资管计划，进行高杠杆融资。如此一来可能会出现关联交易、挪用资金等潜在问题。因此，这使得宝能系频繁的资本运作、复杂的关联交易成为人们关注的焦点，加之宝能对资金的来源鲜有披露，不禁让市场人士怀疑资金使用是否存在违规之处。

除了高调的宝能之外，作为万科第三大股东的安邦保险集团是“宝万之争”中的关键力量。在宝能系大规模买入万科股份的时候，安邦保险集团一直静观其变，没有进行明确表态。万科停牌之前，安邦保险耗资约 22.976 亿元分别于 17日和 18日增持万科股份，持股比例达到 7.01%。安邦对于万科未来的发展前景抱着积极的态度，表示会支持万科的发展。

但是，从过往的发展历程来看，安邦保险集团在资本市场一直很活跃，

其金融业务的帝国版图一直在不断扩张。安邦保险集团目前拥有财险、寿险、健康险、资产管理、保险销售、保险经纪、银行等多种业务，旗下有安邦财险、安邦人寿、安邦资产等十家一级子公司。公开信息显示，安邦集团总资产达7000多亿元^[1]。

安邦在增持过程中一直强调自己财务投资者的身份，从控股民生银行到布局远洋地产、金融街、华亚地产，其一直秉持彪悍的风格。然而，安邦在被举牌的地产企业中充当的角色并非都是财务投资者，比如在金地集团和金融街，安邦都曾尝试加强话语权。因此，虽然此次增持万科比较低调，且在表面上站在万科的阵营，但是随着华润的倒戈相向，万科管理层并未控制局势，反而互相暴露了对方的底牌。这也从侧面反映了作为险资的安邦系可能并不甘愿做财务投资者，而且可能会成为“宝万之争”中隐藏的杀手。

面对回购计划的失败、宝能的步步紧逼，以及安邦的“渔翁”心思，万科管理层一方面打出“感情牌”，在内部讲话中积极褒奖华润时代，深挖宝能系深圳黑历史，以此来争取华润、中小股东以及社会舆论支持；另一方面积极策划股票发行计划。

从分析来看，如果万科集团的股票发行对象是华润，那么华润集团通过资产注入将确保其第一大股东地位，如果发行对象另有其人，只要发行量足够大，也能将宝能系拉下第一大股东的宝座。所以，此时万科股票发行成败的关键因素是如何选择发行对象以及注入资产，来获得股东大会的支持。

很明显，股票发行计划可谓万科精心布置的棋局，在现有竞争局势不变的情况下，无论计划是否成功都会对万科管理层产生有利影响：如果能成功发行股票，引入新的大股东，将有效稀释宝能的持股比例；如果股票发行失败，会引起万科股价暴跌，一旦股价暴跌，宝能必须增加大量的保证金，否则股票将会被强制平仓，并引起连锁反应，这对靠高融资杠杆的宝能系的打击是致命的。

另外，宝能在万科停牌期间需要交纳大量的资金利息，也会导致收购成本增加。万科这次的还击到底有几分犀利度？宝能系该如何接招，华润集团和安邦保险的风向又将如何偏转呢？

[1] 资料来源：新华网，《你以为万科是王石的？那就 out 了》，大咖财经，http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-12/09/c_128513504.htm。