

“共生”关系下的控制权防御机制设计^①

——以“万科与宝能系之争”为例

曾 燕¹, 许金花^{2*}, 涂虹羽¹

(1. 中山大学岭南学院, 广州 510275; 2. 广东工业大学管理学院, 广州 510520)

摘要: 搭建了公司控制权防御机制设计的理论框架, 并以万科抵御宝能敌意收购事件为例对理论框架进行了验证. 研究表明: 1) 在“共生”关系下, 公司特质和收购路径特征分别决定了事前(预防型)和事中(主动型)控制权防御机制的设计; 2) 为了缓解控制权防御机制过度保护管理层的现象, 设计维系“共生”关系的制衡机制必不可少; 3) 控制权防御机制设计受制度环境的制约, 并随着制度环境、公司特质和收购路径的变化动态演进. 突破了既有的公司控制权防御机制研究的分析框架, 能为我国上市公司设计控制权防御机制提供一定的参考价值.

关键词: 控制权防御机制; 敌意收购; 共生; 万宝之争

中图分类号: F27 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2018)10-0097-15

0 引言

在传统的中国情境下, 由于制度环境的约束使得控制权转移的交易成本较高, 长期抑制了国内控制权市场的发展. 随着互联网时代信息传播速度加快以及《上市公司收购管理办法》的修订等外部环境的变迁, 降低了控制权转移的交易成本, 进一步激活了我国公司控制权市场, 导致上市公司面临的控制权威胁也不断增加. 近年来我国资本市场中公司控制权之争层出不穷, 如“鄂武商”控制权之争, 雷士“兵变”, “宝能入主万科”等. 为应对与日俱增的收购威胁, 越来越多上市公司试图通过公司治理的制度安排来保护公司控制权. 然而, 限于经济法律和国内资本市场发展程度的约束, 国内有关控制权防御的研究尚不成熟, 与国外存在较大差异^[1-2], 具体表现在缺

乏事前保护控制权的机制设计以及控制权防御策略的适用空间较小等方面. 研究我国上市公司的控制权防御机制设计对于面临外部控制权威胁及外部融资所导致股权不断被稀释的公司创始人具有重要参考价值.

“共生”这一概念起源于生物学进化论, 1879年由德国生物学家 Barry 提出, 强调“相互依存, 相互协同”为基础的共同生存和彼此平衡. “共生”关系不仅普遍存在于生物之间, 也普遍存在于社会组织和个人之间, 其模式之一的互惠共生关系, 实现了组织之间同异类资源的共享和互补, 并创造出新的价值. 已有文献将“共生”概念引入银行等经济金融领域^[3]. 杨松令和刘亭立^[4]首次将“共生”引入公司治理领域, 认为控股股东与中小股东的“共生”关系降低了传统的公司内部利益博弈. 在现实中, 管理层与第一大

① 收稿日期: 2017-02-28; 修订日期: 2018-05-09.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71571197; 71702036; 71771220; 71721001); 教育部人文社会科学青年基金资助项目(17YJC790182); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(17wkzd08); 霍英东教育基金青年教师基金资助项目(151081); 广东省自然科学基金杰出青年基金资助项目(2015A030306040); 广东省哲学社会科学“十三五”规划资助项目(GD16YYJ04); 广东省高等学校珠江学者岗位计划资助项目(2018); 广州市哲学社会科学“十三五”规划资助项目(2018GZQN29).

通讯作者: 许金花(1985—), 女, 湖南长沙人, 博士, 讲师. Email: xujinhua@gdut.edu.cn

股东之间也普遍存在互惠共生关系. 本文借鉴以往研究的做法, 将互惠共生的概念引入上市公司控制权防御机制设计的理论框架中, 并基于管理层与第一大股东的“共生”关系假设, 探究上市公司如何设计有效的抵御外部敌意收购的控制权防御机制.

本文通过研究“万科与宝能系之争”案例(简称: 万宝之争)发现: 1) 在“共生”关系下, 公司特质和并购路径特征分别决定了事前(预防型)和事中(主动型)控制权防御机制的设计; 2) 为了缓解控制权防御机制过度保护管理层的现象, 设计维系“共生”关系的制衡机制必不可少; 3) 控制权防御机制设计同时受制度环境的制约, 并随着制度环境、公司特质和收购路径的变化动态演进.

本文主要工作包括: 第一, 对公司治理而言, 在已有的理论上, 搭建了相对系统的公司控制权防御机制设计的理论框架. 该框架包括控制权防御机制的设立动因, 影响因素, 预防型和主动型控制权防御机制设计及制衡机制设计等4个重要环节; 第二, 对于公司控制权防御机制而言, 已有文献缺乏对中国制度环境本身的讨论, 本文加入了制度环境这一重要的环境因素, 更为全面地使用了系统的动态演进观来看待控制权防御机制与其环境的关系, 弥补了现有西方主导的控制权防御理论研究的不足. 相信本文所搭建的理论框架能为公司控制权防御机制设计提供一定的参考价值.

1 理论基础: 公司控制权防御机制

1.1 公司控制权防御机制: 类型及效果

Gompers等^[5]总结了美国1990年~1998年间20余种控制权防御策略, 包括分级董事会, 金降落伞, 累积投票制, 绝对多数条款, 不平等表决权, 毒丸计划和调整资本结构等策略, 它们分别具有拖延收购进程, 保护董事, 提高表决权比例等效果. 除此之外, 常见的控制权防御策略还有大股东增持, 管理层收购, 员工持股, 交叉持

股, 停牌, 舆论造势和焦土战术等. Patrick^[6]根据控制权防御策略实施时点相对于收购事件发生的先后, 将控制权防御机制分为预防型和主动型两类. 其中, 预防型控制权防御机制是在收购事件发生前预先设计的策略, 包括在公司章程内设置的控制权防御条款(如分级董事会, 绝对多数条款, 累积投票制等章程条款), 毒丸计划, 员工持股和交叉持股等; 主动型控制权防御机制是在收购事件发生后才主动实施的策略, 包括白衣骑士^②, 停牌, 舆论造势, 调整资本结构和焦土战术等.

学术界关于控制权防御机制效果的研究一直没有形成统一的结论. 其中, 认为预防型控制权防御机制有效的研究有: Straska和Waller^[7]认为控制权防御条款提高了公司的谈判能力和谈判地位; Bates等^[8]发现毒丸计划, 绝对多数条款和分级董事会条款能够显著降低并购概率; Ertugrul^[9]验证了分级董事会制度具有增加并购成本的控制权防御效果. 也有实证研究认为控制权防御条款没有显著降低并购概率^[10]; 陈玉罡等^[11]认为, 累积投票制在发达的资本市场上常常被用作反收购手段, 可能成为股权分置改革后中国控制权市场发挥作用的一大障碍; 陈玉罡和石芳^[1]通过检验2007年~2011年间设置了控制权防御条款的民营企业的并购概率, 发现分级董事会条款的控制权防御效果较强, 累积投票制对控制权防御有显著的负面影响, 提名董事的资格限制和董事资格限制对并购概率有正面影响但不显著. 对于其它预防型控制权防御策略, Chaplinsky和Niehaus^[12]发现员工持股显著降低了公司被并购的概率, 控制权防御效果比毒丸计划强. 在主动型控制权防御机制方面, Shleifer和Vishny^[13]发现白衣骑士的存在减少了目标公司潜在并购方数量和控制权威胁, 有增加并购成本的控制权防御效果.

另一方面, 从代理成本和公司价值的角度, 国内外许多文献研究发现控制权防御机制存在过度保护管理层及削弱公司外部治理机制等负面影响, 进而导致代理成本上升和公司价值降低.

② 白衣骑士是指目标公司管理层邀请潜在收购方作为一致行动人, 以更高价格竞购目标公司股权, 协助管理层抗衡收购方^[13].

Meulbroek 等^[14]发现“驱鲨剂”条款(shark repellent)^③容易导致管理层短视而出现长期资产和研发投入减少的情形,反映出“驱鲨剂”条款具有保护管理层懒惰和促使隐性代理成本增加的负面影响; Giroud 和 Mueller^[15]研究发现分级董事会条款也会促使隐性代理成本增加.此外,控制权防御条款在降低被并购概率的同时也降低了公司价值^[1,5,16].

1.2 公司控制权防御机制: 动因及影响因素

控制权私有收益可以解释上市公司建立控制权防御机制的动因. Grossman 和 Hart^[17]首次明确提出控制权私有收益的概念. 刘少波^[18]将控制权私有收益分为两类,一类是用于补偿控制权取得成本,风险溢价和监督成本的正常控制权收益,另一类是源于侵占其他股东利益的超控制权收益. 控制权私有收益的普遍存在促使了公司实际控制人保护控制权以及设计控制权防御机制^[17,19,20].

从影响因素的角度,经营特征,现金流水平和股权结构等公司特质通过影响上市公司的外部控制权威胁,进而影响控制权防御机制的设计. 一方面,根据协同效应理论,目标公司在经营业绩和管理技术的优势越明显,通过并购形成的收入增加,经营和管理效率提升,成本费用降低,现金流和收入稳定增长以及融资成本降低等协同效应越显著^[21,22],也越容易招致外部人的敌意收购. 另一方面,已有文献普遍认为,相比于股权结构集中的公司,股权结构高度分散的公司收购难度较小且成本较低,面临的控制权威胁较大^[23-24]. 因此,经营业绩优良且管理技术先进和股权高度分散的目标公司,其外部控制权威胁较大,对控制权的保护程度也应提高. 从并购路径

来看,当主并公司实施不同的并购方式时,目标公司或企业创始人均可以及时设置主动型反收购策略来抵御控制权的争夺^[25]. 此外,制度环境是影响控制权防御机制设计的另一个重要因素,它对控制权防御策略的适用空间和有效性存在直接且重要的影响,诸如“同股同权”和股票发行核准制等法律规定,缩小了部分控制权防御策略的适用空间,同时也削弱了控制权防御的效果^[26].

1.3 公司控制权防御机制设计的理论框架: 基于“共生”关系的视角

综上所述,公司设计控制权防御机制源于对控制权私有收益的保护,且受到公司特质和制度环境的影响. 设计稳定的控制权防御机制,不仅需要有效的控制权防御策略,还需加强对控制权的制衡以维系已有的“共生”关系.

根据刘少波和马超^[27]对管理层独立性的一体型,依附型和独立型划分,万科管理层无疑属于独立型. 万科管理层作为公司的“实质上”的控制人,选择第一大股东华润作为一致行动人来支持和保护其控制权,从而形成了万科管理层和华润十几年间平衡的委托代理持股的互惠共存关系. 由于管理层和第一大股东是互相选择和保护的,双方利益是分配均衡的,因此可借用生物学中“共生”概念来描述管理层和第一大股东这种“互惠共存,一致对外”的关系. 从万科自主选择华润作为第一大股东,到“万宝之争”前华润从未对董事会议案提出异议,且历年公开承诺支持万科发展的事实,都可以证明它们这种互惠共存关系的长期存在. 基于上述分析,本文从管理层与第一大股东的“共生”关系的角度,构建公司控制权防御机制设计的理论框架,具体见图 1 和图 2.

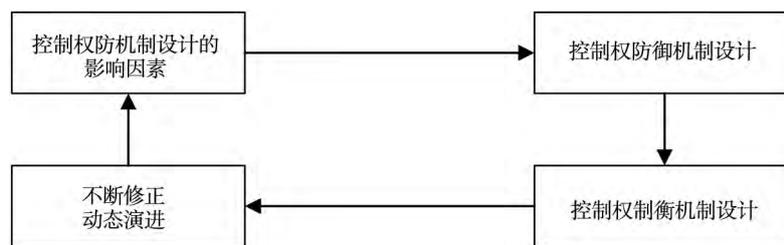


图 1 基于“共生”关系的公司控制权防御机制设计的总体框架

Fig. 1 Framework of corporate control defense mechanism design based on “symbiosis” relationship

③ “驱鲨剂”条款是目标公司在主并购公司收购前,设置的包括章程条款,毒丸计划和其它形式在内的反收购条款^[14]. 资料来源于万科公告《关于深圳证券交易所公司部关注函[2015]第 538 号的回复》.

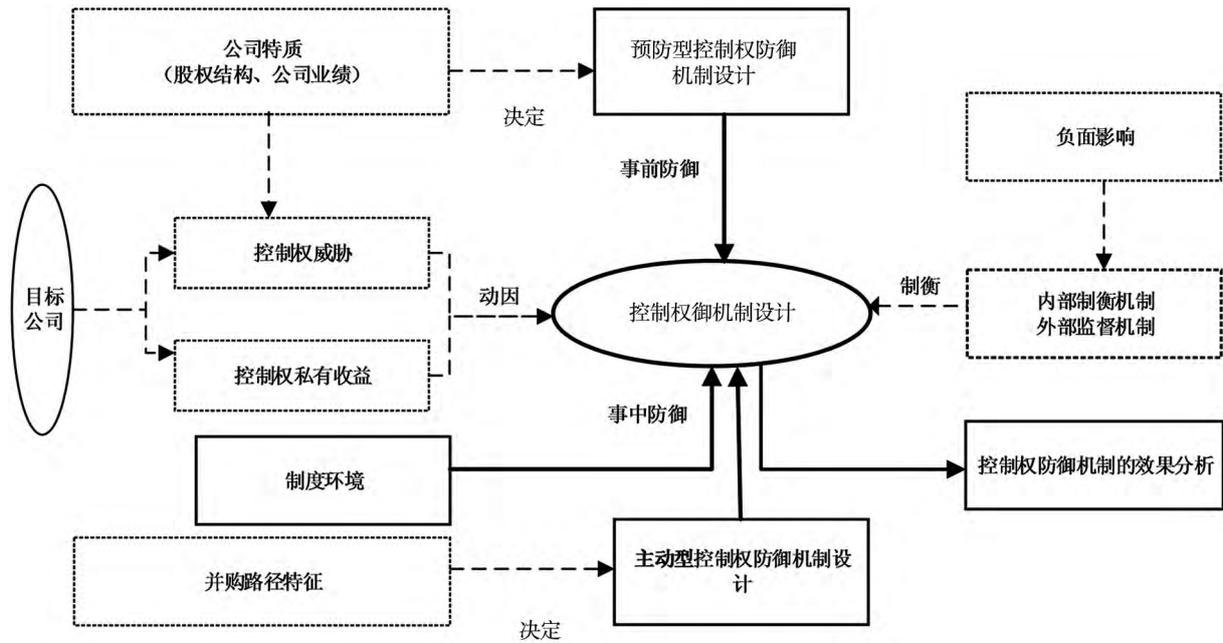


图2 基于“共生”关系的公司控制权防御机制设计的理论框架

Fig. 2 Theoretical framework for the design of corporate control defense mechanism based on “symbiosis” relationship

2 案例介绍 “万宝之争”的控制权防御过程

2015年7月初,前海人寿保险股份有限公司(简称“前海人寿”)举牌万科股份有限公司(简称“万科”),标志着万科与深圳市宝能投资集团有限公司(简称“宝能”)控制权之争(即“万宝之争”)的开始.2015年11月27日,宝能替代华润集团有限公司(简称“华润”)成为万科第一大股东,全面引发公众,网络和社交媒体的热议,万科如何抵御宝能的敌意收购也成为全民关注的焦点.截至2016年6月,“万宝之争”仍悬而未决,在外部股东与管理层之间的外部控制权争夺的基础上,还引发了第一大股东和管理层的公司内部控制权之争.在这个过程中,万科对宝能实施的兼具事前和事中反收购策略在内的控制权防御机制,不仅加深了公众对新并购浪潮下控制权防御新形态的认识,对公司如何设计控制权防御机制也有一定的示范作用.基于万科管理层与第一大股东华润所处“共生”关系的考虑,本案例研究的时间范围截止至管理层引进深圳地铁公告日(2016年6月

18日),即引发内部控制权之争前^④.

2.1 案例主体特征分析

万科于1991年1月29日在深圳证券交易所发行A股股票上市.经过二十多年的发展,万科房地产业务的经营规模和收入稳步增长到行业领先水平.尽管在1988年股改时,王石出于对自身职业经理人的定位放弃控股股东席位,造成万科一直以来的股权结构分散和无实际控制人情形.但公司自成立以来,以创始人王石为首的管理层全权负责万科的经营管理,由此可见,万科的实际经营控制权仍归属于管理层.2000年前,万科第一大股东持股比例仅约为6.45%,股权结构高度分散形成的控制权和现金流权之间的高度不匹配,增加了管理层的外部控制权威胁,引发了君安证券和万科的控制权之争(简称“君万之争”).在平息“君万之争”后,2000年万科管理层引入国企华润成为第一大股东,并开始实施事业合伙人制度.尽管如此,截至宝能敌意收购日之前(2015年6月30日),万科第一大股东持股比例仅提高至14.89%,一致行动人合计持股比例约为20%(见图3),相对分散的股权结构再次成为控制权之争的导火索.

宝能于1992年在深圳成立,是一家以综合物业

④ 后续发展将建立更复杂的模型在以后的研究中分析.

开发为基础的大型民营非上市资本集团，实际控制人是姚振华，其部分股权结构如图 4 所示。宝能一直是国内控制权市场的活跃参与者，自 2010 年敌意收购深振业 A 股票开始，频频参与上市公司的控制权

争夺。仅在 2015 年间，宝能就试图通过资本运营子公司——深圳钜盛华实业发展有限公司（简称“钜盛华”）和前海人寿，对包括万科，中炬高新和南玻 A 等 7 家上市公司展开控制权争夺。

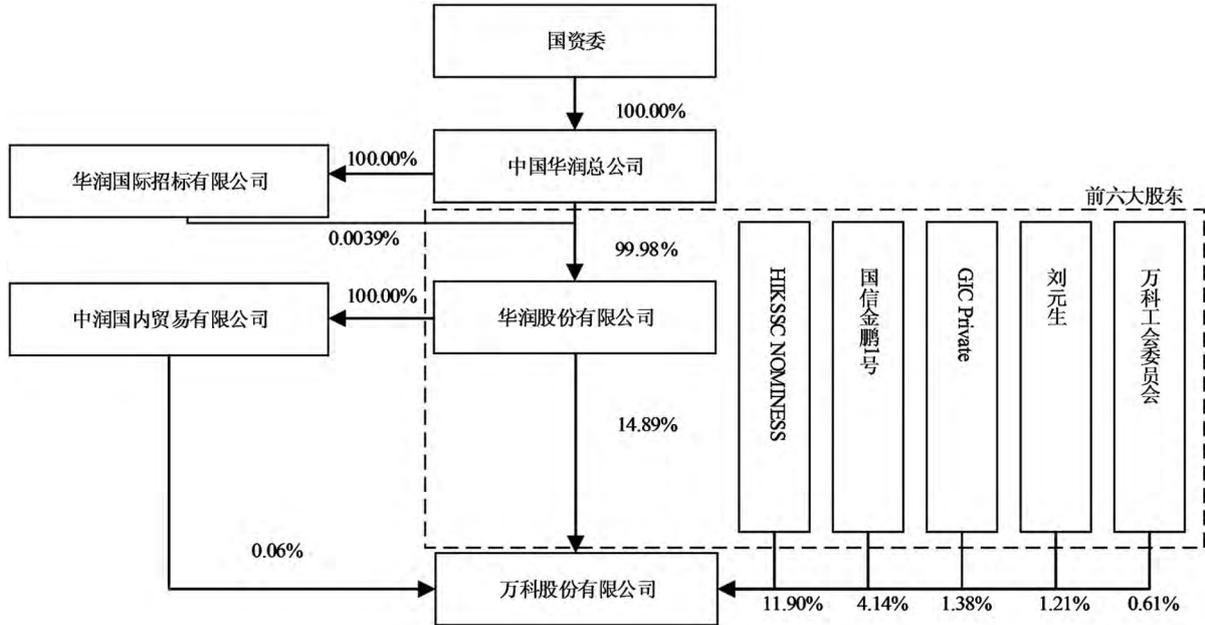


图 3 万科股权结构图 (2015 年 6 月 30 日)

Fig. 3 Vanke's ownership structure chart (June 30 ,2015)

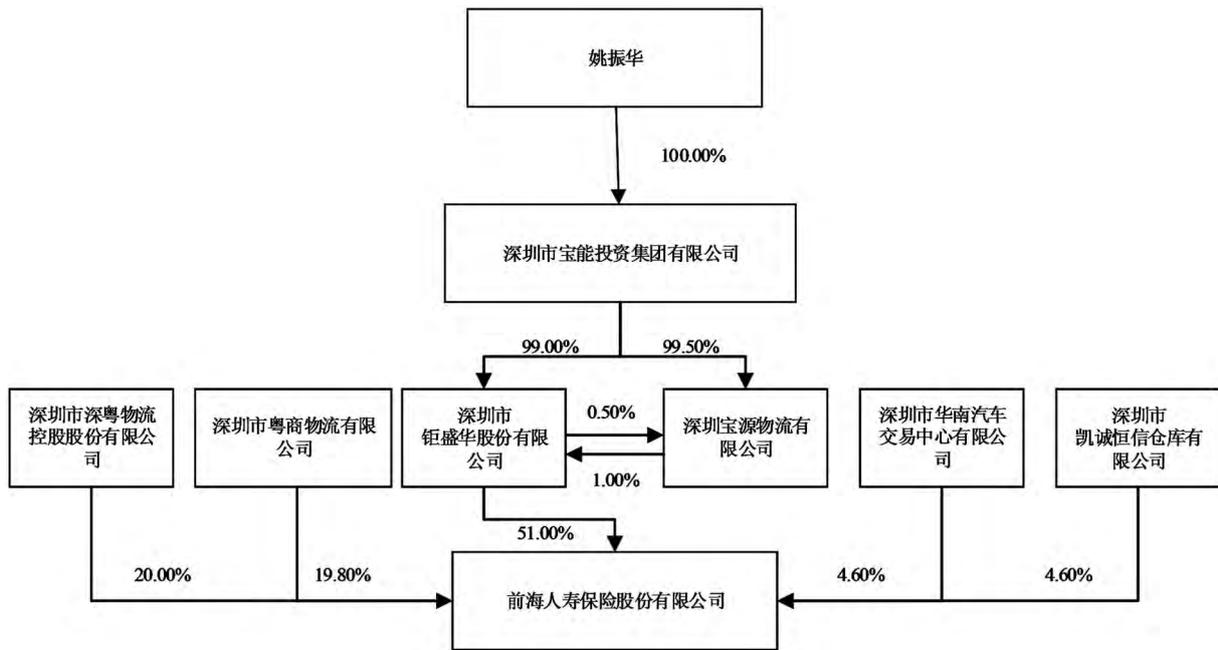


图 4 宝能部分股权结构 (2016 年 5 月)

Fig. 4 Partial ownership structure of Baoneng (May 2016)

2.2 宝能敌意收购路径分析

2015 年 7 月初前海人寿举牌万科，标志着“万宝之争”的开始。通过整理公司公告，本文将

宝能敌意收购进程整理如图 5 所示的 5 个阶段，具体的并购路径见表 1。由表 1 可知，宝能对万科的敌意收购属于二级市场杠杆收购，通过

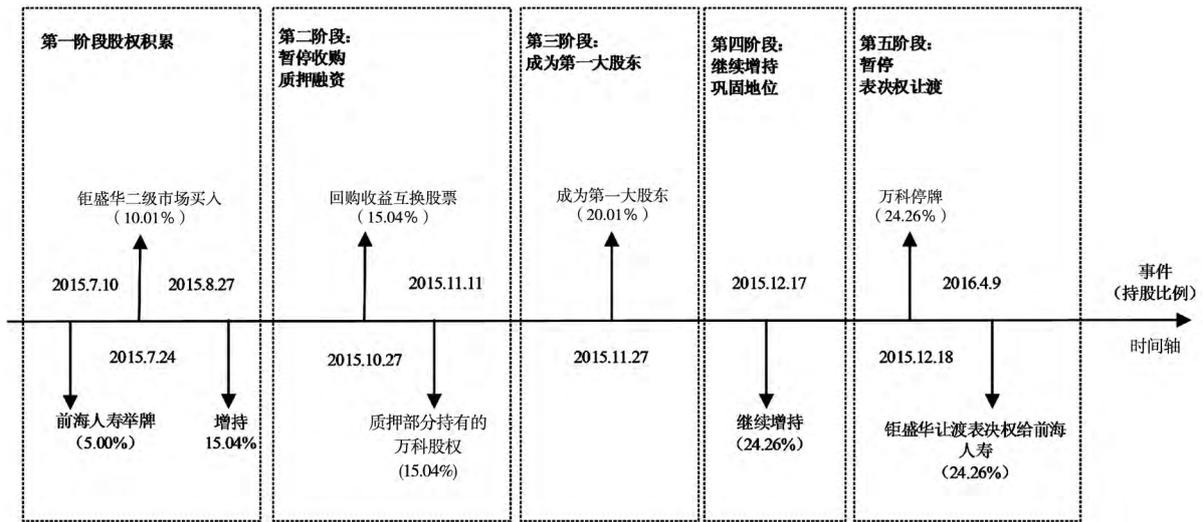


图5 宝能敌意收购进程

Fig. 5 Hostile acquisition process of Baoneng

表1 宝能并购和万科管理层控制权防御路径

Table 1 Path of Baoneng's M&A and Vanke's management control defense

收购阶段 (时间)	收购方	收购方式	持股比例 (%)	管理层控制权防御措施	管理层表决权比例 (%)
第一阶段 (2015-07-10 ~ 2015-08-27) 股权积累	前海人寿	集中竞价	6.66	-	-
	钜盛华	集中竞价	0.26		
		收益互换	8.04		
		融资	0.08		
累计持股比例			15.04		19.64
第二阶段 (2015-08-28 ~ 2015-11-27) 暂停收购, 质押融资回购 收益互换股票	累计持股比例		15.04	发行合计 80 亿的一期公司债券和两期中期票据; 华润增持至 15.29%	20.04
第三阶段 (2015-11-27 ~ 2015-12-04) 扩大收购, 成为第一大股东	钜盛华	资管计划	4.97	-	-
	累计持股比例		20.01		
第四阶段 (2015.12.4 ~ 2015.12.23) 继续增持, 巩固地位	钜盛华	集中竞价	4.26	质疑宝能信用, 收购资金的合法性和风险; 停牌; 寻找白衣骑士	-
	累计持股比例		24.26		
第五阶段 (2015 年末 ~ 2016.6.18) 停牌, 钜盛华将表决权 转让给前海人寿	累计持股比例		24.26	继续寻找白衣骑士, 携手安邦, 拟非公开发行 股票收购深圳地铁集团	26.22

注: 数据根据万科公告和 Wind 资讯整理。1) 根据万科股权变动公告, 钜盛华在 2015 年 6 月 ~ 2015 年 8 月期间与 4 家券商签订收益互换协议买入万科 A 股, 并从 2015 年 10 月中旬开始以大宗交易方式陆续回购该部分万科 A 股, 截至 2015 年 11 月 17 日回购所有通过收益互换持有的股票。2) 2015 年 11 月 27 日 ~ 2015 年 12 月 4 日间, 钜盛华签订了安盛 1 号等 7 个用于投资万科 A 股的资产管理合同, 并约定存续期内表决权归其所有。资管计划的杠杆均为 3 倍, 钜盛华是劣后级委托人。3) 截至 2015 年末钜盛华融券持股增长至 0.34%。4) 宝能持有的 24.26% 万科股权中, 截至 2015 年末, 其中 8.04% 已被钜盛华质押。5) 管理层表决权比例按华润及其全资子公司, 董监高, 工会委员会, 事业合伙人计划(“国信金鹏 1 号集合资产计划”持有) 和安邦财产保险股份有限公司(简称“安邦”) 等一致行动人的合计持股比例估算而得。分别采用 2015 年半年报, 三季度和年报数据。

子公司钜盛华和前海人寿,使用集中竞价,收益互换,向证券公司融资和资管计划等方式在二级市场上收购万科股权,资金来源主要有自有资金,万能险资金,质押股权贷款,向证券公司融资购入股票和资管计划,具有高杠杆和高风险特征.宝能披露的资管计划信息显示,资管计划的杠杆为 3 倍;据全国企业信用信息公示系统显示,宝能已形成了以钜盛华为中心的 3 层连环质押,截至 2016 年 6 月 18 日已累计质押前海人寿 69% 的股权和钜盛华 29% 的股权.

2.3 万科的控制权防御机制分析

前海人寿初次举牌恰逢股灾期间,为稳定股价,万科管理层表示欢迎其收购股权.而到 2015 年 8 月底,宝能持股比例增长至 15.04%,敌意收购的意图已经十分明显,管理层对宝能的态度由欢迎转变为抵御,并实施了一系列控

制权防御策略.根据 Patrick^[6]对控制权防御策略的预防型(事前)和主动型(事中事后)分类方法,万科控制权防御策略具体可分为:在宝能收购前,万科在公司章程内设置了绝对多数条款,累积投票制,解除董事职务限制,提名董事的持股比例和时间限制等 5 项预防型控制权防御条款^⑤;在宝能收购过程中,万科管理层主动实施调整资本结构(发行债券和中期票据),舆论造势,停牌和白衣骑士(联合安邦作为一致行动人,拟非公开发行股票收购深圳地铁集团(简称“深圳地铁”)股权)等 4 种主动型控制权防御策略.其中,预防型和主动型控制权防御策略分别如图 6 和图 7 所示,双方表决权比例的对比由表 1 所示.由此可见,万科采用“事前预防与事中主动反击”的预防和主动策略兼备的控制权防御机制.

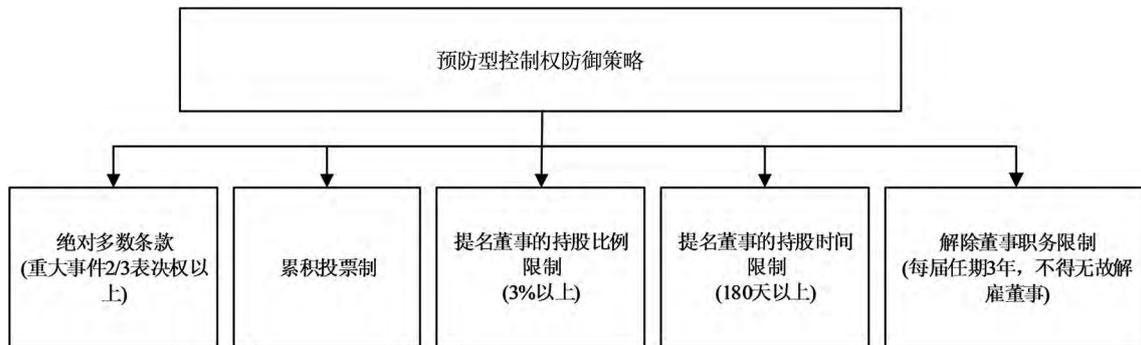


图 6 万科的预防型控制权防御策略

Fig. 6 Vanke's preventive control defense strategy



图 7 万科的主动型控制权防御进程

Fig. 7 Vanke's initiative control defense process

⑤ 各项公司章程反收购条款的相关描述请参照《公司法》及参考文献[1].

3 案例讨论

本节将基于前文构建的控制权防御机制设计的理论框架,对万科控制权防御机制展开详细分析,讨论并验证理论框架的可行性,为国内上市公司设计控制权防御机制提供参考。

3.1 万科控制权防御机制的影响因素

根据理论框架,首先对万科的公司特质,制度环境和宝能收购路径等影响万科控制权防御机制的因素进行分析,并评估万科控制权防御机制的有效性。

3.1.1 公司特质

万科在业绩和股权结构方面具有鲜明的特征。在公司业绩方面,万科一直保持了较强的盈利能力。近五年来,万科多项盈利指标都远高于A股同行业上市公司同期平均水平,即使在所有A股上市公司中,万科也属于“绩优股”。从营运和偿债指标来看,万科在销售,营运和融资方面都具有较大优势,同时现金充沛,信用评级高,说明万科拥有高效的运作效率,充足的现金流水平,优良的融资能力和优质的品牌效应等优势。

在股权结构方面,根据孙永祥和黄祖辉^[24]的定义,万科自成立以来一直保持着高度分散的股权结构。与同行业其它9强A股上市公司(根据中国房地产协会“2015中国房地产上市公司综合实力榜”筛选)相比,2006年~2015年万科平均股权集中度较低,第一大股东持股比例约为14.77%,前十大股东持股比例之和基本不超过30%。

在控制权方面,自公司成立以来,万科管理层作为全权负责公司经营管理的实质控制人,虽持股比例较低,但通过引入华润作为第一大股东构建互惠共存的“共生”关系,形成长期稳定的委托代理持股关系,华润作为管理层的一致行动人,历年支持管理层的各项决定。管理层之所以选择华润作为第一大股东,主要出于其华润的国企身份,一方面,国企破产风险较低,华润持股能够在长期内保持稳定的水平,为管理层提供长期稳定的表决权支持;另一方面,华润仅作为财务投资者,对管理层的控制权不具有威胁。王石多次谈话公开声明对国企作为万科第一大股东的

支持也从侧面证明了以上的推测。

综上,万科优质的运营,盈利和偿债能力及管理层的控制权与现金流权高度分离等公司特质,都加剧了万科控制权所面临的外部威胁,为控制权争夺埋下隐患。

3.1.2 制度环境

新制度主义强调环境对于企业的影响,认为任何组织都必须适应环境而生存,企业行为深受环境的制约和影响^[28]。企业所面临的环境主要包括技术环境和制度环境,限于国内经济法律和资本市场发展程度的约束,与美国相比,目前适用于我国资本市场的控制权防御机制仍较为缺乏,主要有3个方面的原因:1)我国《公司法》对“同股同权”的规定,同股不同表决权的双重股权结构(如AB股制度)在国内无法实现,因此不平等表决权这类控制权防御策略在国内并不适用,持股较少的管理层无法绝对控制公司;2)“同股同权”的规定也限制了毒丸计划设定不平等认购权的实现方式,而只能通过非公开发行优先股或普通股的方式实现,在国内仅能作为敌意收购事中的主动型策略;3)国内股票发行核准制使得公司定向增发所需的审批时间较长,降低了毒丸计划等控制权防御策略的时效性和效果。

3.1.3 收购路径

宝能子公司前海人寿和钜盛华,半年间多次在二级市场上收购万科股权,根据万科公告公布的宝能收购价格区间的均值乘以股数估算,此次杠杆收购的成本超过487亿元,资金主要来自万能险资金,资管计划,连环质押贷款和向券商融资。其中,前海人寿分别使用自有资金和万能险筹集资金收购1.38%和5.28%万科股权,钜盛华分别使用资管计划和券商融资筹集资金收购4.97%和0.08%万科股权。宝能还通过累计质押前海人寿69%的股权和钜盛华29%的股权向银行等金融机构融资收购剩余所持股权,可见其并购路径具有高杠杆和高风险的典型特点。由此,万科事中防御的重点应在拖延收购进程及提高收购成本等方面。

3.2 万科的控制权防御机制设计

3.2.1 预防型控制权防御机制设计

在“万宝之争”前,万科就已设计并实施了两类预防型控制权防御机制,包括五项具有拖延收

购进程,保护董事和增加表决权比例作用的控制权防御条款以及员工持股计划(ESOP)。控制权防御条款在2014年公司章程的修订中得到了体现,2014年修订的公司章程中设置了绝对多数条款,累积投票制,解除董事职务限制,提名董事持股比例和时间限制5个控制权防御条款,分别具有提高表决通过比例,拖延控制权转移进程和保护董事等作用,在一定程度上提高了管理层的谈判地位,具体内容和效果如表2所示。然而在实践中,控制权防御条款约束力不强,且提名董事的时间限制条款不符合《公司法》和《上市公司章程指引》的规定,存在被认定无效的可能^[26]。

关于员工持股计划,已有文献普遍认为其具有较强的控制权防御效果^[12,29]。截至2015年12月31日,万科已实施股票期权激励事业合伙人持股和工会委员会持股3类员工持股计划。其中,员工合计持股8.87%;股权激励和工会形成的员工持股分别为1.14%和0.61%;事业合伙人制

度形成的员工持股相对灵活且不需三会审批,实现的持股比例也相对较高,达到7.12%以上。通过员工持股计划增加了一致行动人的持股比例,其控制权防御目的较为明显,具体运作方式是:使用EP(经济利润)薪酬考核体系(2010年起实施)中的集体部分经济利润作为事业合伙人持股的资金,通过组建的深圳盈安财务顾问企业(2014年5月成立,简称“盈安合伙”)认购“国信金鹏分级1号”集合资产管理计划,在二级市场定向购买万科股票。根据万科年报统计,2010年~2015年末,万科共计提37.87亿元经济利润,其中向个人发放7.87亿元,留存30.00亿元集体部分的经济利润;2014年5月28日~2015年1月27日,“国信金鹏分级1号”集合资产管理计划杠杆累计收购万科4.48%的股票,收购成本约48.77亿(后于2015年2月~6月减持)。员工持股虽然在一定程度上增加了管理层的表决权,但仍未形成相对控制。

表2 万科控制权防御条款内容,效果和合法合规性

Table 2 Content, effect and legal compliance of Vanke's control defense clause

条款类别	控制权防御效果	是否符合《公司法》、 《上市公司章程指引》
绝对多数条款 (重大事件2/3表决权以上)	宝能持股仅24.26%,远低于2/3表决权的绝对多数水平。	符合
累积投票制	不能确定	符合,为公司章程可选项
提名董事的持股比例限制 (3%以上)	将宝能提名非独立董事的资格拖延至2016年1月,有效减缓了控制权转移进程。	符合
提名董事的持股时间限制 (180天以上)		《公司法》未明确规定 [*]

注:详细资料和解释见附录表F-1。

^{*}王建文^[26]认为提名董事的持股时间限制不属于《公司法》和《上市公司章程指引》规定合法的条款,在实施过程中存在因违反股东平等原则被认定无效的可能。

从控制权防御效果来看,尽管万科事前已设计并实施了一系列预防型控制权防御机制,但由于控制权防御条款的约束力不强,以及员工持股比例过低,预防型控制权防御机制并没有很大程度上降低万科面临的控制权威胁,其控制权防御能力仍相对薄弱。但长期来看,随着多年经济利润资金的积累和资管计划的持续收购,员工集体持股比例将逐步提高,管理层有望能够逐步增强控制权,以达到相对控制地位。

综上,万科的预防型控制权防御机制与前文构建的理论框架基本相符,对其他上市公司也具有一定参考价值。

3.2.2 主动型控制权防御机制的设计

万科A股自2015年12月18日开始的长达6个月的停牌策略,不仅中断宝能收购进程,锁定其收购资金和加大其现金流压力,也为公司谋划与实施舆论造势和白衣骑士等主动型控制权防御机制争取了时间,在控制权防御中发挥了核心

作用.与此同时,万科还试图发动利益相关者的力量共同阻碍宝能,如王石屡次公开质疑宝能收购资金合法性的舆论造势策略,在实践中已成功吸引了中小股东,机构投资者,媒体和政府部门的关注并引起他们的调查行为.2015年12月25日的证监会新闻发布会证实,证监会,银监会和保监会正对宝能举牌资金来源进行核实研判,截止至2016年6月18日,许多媒体已对宝能资金来源进行报道,深交所已发多封《关注函》.宝能被查出违法违规,收购势必受到干预,可见利益相关者的关注和调查在控制权防御中的重要作用.不仅如此,2015年12月23日管理层联手安邦成为一致行动人的白衣骑士策略,将其表决权比例提高至26.22%,反超宝能所持有的表决权约2%,作为稳固控制权的实质性一举,在控制权防御中起到关键作用.然而,2015年9月~11月间发行的合计80亿的一期公司债券和两期中期票据^⑥以及第一大股东华润增持0.34%股权等两项调整资本结构策略,尽管它们分别具有增加偿还义务,并购成本和提高管理层表决权的控制权防御作用,但因策略约束力有限和增持比例过低,控制权防御效果并不显著.

从控制权防御效果来看,停牌不仅有效拖延了收购进程,还为白衣骑士和毒丸计划等策略的实施创造时间条件,白衣骑士实质巩固了管理层的表决权,舆论造势也发挥了吸引利益相关者及监管层关注的重要作用.综上,万科的主动型控制权防御机制设计不仅有效验证了前文的理论框架,同时也实践检验了多种代表性的主动型控制权防御机制的效果,有较好的借鉴价值.

3.3 万科控制权防御机制的效果分析

根据有效市场假说,控制权防御作为上市公司的重要事件随着上市公司公告以及媒体报道为投资者所知,其经济后果将反映在股价中.因此,本文参照陈信元等^[30]的市场模型,考察万科控制权防御机制的市场反应,检验其增加并购成本的效果.

本文选取引发投资者广泛关注万科控制权防

御的王石内部谈话事件(2015年12月17日)作为事件研究的基准日(即day 0),以基准日前225个交易日到前40个交易日为估计窗口.考虑到事件被提前预见,泄露的可能性,市场吸收信息速度等因素,以及万科A股从2015年12月18日下午13:00开始的长达6个月的停牌,将事件窗口定义为(-2,1),共4个交易日.以个股所在的市场指数(深证成指)收益率作为市场收益率来估计预期收益,进而计算每日超常收益率(abnormal return, AR)和累积超常收益率(cumulative abnormal return, CAR),其中超常收益率(AR)的计算方式为万科当日实际收益率与预期收益率的差,累积超常收益率(CAR)的计算方式为窗口期超常收益率之和.万科股价收益率,市场收益率和行业收益率数据均来自Wind数据库.

图8显示了万科A在事件窗口期的AR和CAR的结果.从AR来看,仅Day -1交易日为负,其它交易日为正;在内部谈话当日及次日(Day 0和Day 1),市场反应迅速并强烈,停牌前达到9.93%.从CAR来看,内部谈话当日及次日均为正,且短期CAR的最高值达到18.47%,市场表现显著为正.可见市场对万科的控制权防御举措持积极的态度,也验证了万科控制权防御机制对增加并购成本具有显著效果.

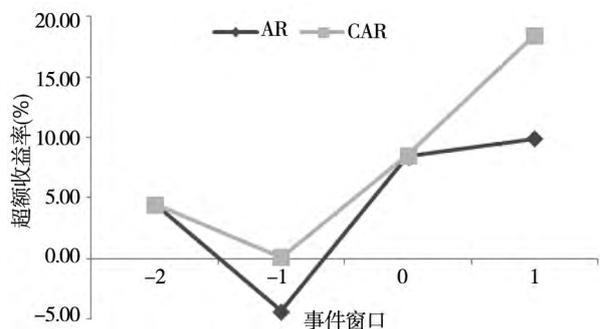


图8 万科管理层控制权防御的市场反应

Fig. 8 Market reaction of Vanke management control defense

注:事件窗口期的AR和CAR的详细数据见附录表F-2.本文还使用双因素模型(采用房地产行业指数)对万科控制权防御市场反应进行验证,得出与市场模型类似的结果,由于篇幅限制,结果未展示.

⑥ 1) 两期共计90亿元的中期票据在2014年第二次临时股东大会上审批通过,并于2015年5月收到中国银行间市场交易商协会注册通知和《接受注册通知书》(中市协注[2015]MTN202号和203号);2) 公开发行债券于2015年8月15日已由证监会核准通过。(摘自万科公司公告).

3.4 控制权防御机制的拓展分析: 负面影响与制衡机制

对照前文的理论框架, 万科并没有设计制衡机制来减缓控制权防御机制可能的负面影响, 也无法对管理层的控制权防御决策权进行约束。随着第一大股东华润无法保护管理层控制权, 万科管理层为保护自身私有收益, 单方面解除与第一大股东的“共生”关系, 不惜侵害第一大股东的利益, 转而寻找更有力的一致行动人——深圳地铁。尽管万科引入深圳地铁作为一致行动人已不满足本文的“共生”关系前提, 不是本文讨论的主题, 但它已充分说明控制权防御机制过度保护管理层, 增加代理成本和降低公司整体价值的负面影响可能依然存在。综上, 设计一定的制衡机制对维系可持续的“共生”关系十分重要, 这也验证了本理论框架中制衡机制设计的必要性。

4 结束语

在“万宝之争”中, 万科的控制权防御机制设计是为数不多的兼具事前预防与事中抵御策略的典型案列。本文以万科控制权防御机制为例, 基于管理层与第一大股东“共生”的关系, 分析并验证了控制权防御机制设计的理论框架。本文的主要结论有: 1) 在“共生”关系下, 公司特质和收购路径特征分别决定了事前(预防型)和事中(主动型)控制权防御机制的设计; 2) 为了缓解控制权防御机制过度保护管理层的现象, 设计维系“共生”关系的制衡机制必不可少; 3) 控制权防御机制设计还受到制度环境的制约, 并随着制度环境, 公司特质和收购路径的变化动态演进。本文的研究结论具有一定的理论和现实意义, 不仅丰富了现有的公司控制权防御研究, 也为政府监管部门完善我国相关的控制权防御法律制度建设提供理论支持, 具体体现如下。

4.1 为上市公司的控制权防御机制设计提供参考

在互联网时代背景下, 信息网络的发展进一步加速了私有信息的显化, 上市公司的私有信息更容易被专业投资人员分析获取, 进一步激活了控制权市场, 上市公司面临的控制权威胁日益增加。回顾 2015 年, 超过 30 家上市公司遭受二

级市场举牌, 包括浦发银行, 兴业银行, 金风科技, 金地集团和金融街等优质大型上市公司。因此, 以万科控制权防御机制为例, 提出并验证控制权防御机制设计的理论框架, 不仅为浦发银行, 金地集团, 格力电器和金融街等已遭举牌的上市公司控制权事中事后防御提供参考, 而且能为如伊利股份和北京银行等目前尚未面临控制权威胁但高盈利高分红, 股权结构分散等优质上市公司, 预先设计全面有效的控制权防御机制提供指导。

此外, 尽管万科控制权防御机制具有一定的示范效应, 但上市公司必须从公司特质和主并购公司的并购路径出发, “量身”定制其控制权防御机制, 而非直接“拿来”。在事前, 分析控制权威胁的根源(公司特质)和控制权防御机制的适用空间(制度环境), 确定预防型控制权防御机制, 实现增加并购成本和难度, 警示和威慑主并购公司放弃收购的目的; 在事中, 根据敌意收购的路径特点, 及时选择和实施主动型控制权防御机制。此外, 为了制约控制权防御机制过度保护实际控制人, 上市公司还应建立健全监督和约束管理层的内外部监督及制衡机制, 如鼓励其他大股东, 中小股东, 员工, 媒体和有关部门的监督行为, 实施员工持股和水平型交叉持股等股权安排以及设置规范信息披露等内部控制制度等。最后, 控制权防御机制设计是动态演进而非一劳永逸的, 应随着外部环境的变化不断修正和完善。

4.2 为政府监管部门提供决策思路

针对前文所分析的制度环境约束与万科控制权防御机制存在的缺陷, 本文进一步思考相应的解决方案, 为政府监管部门决策提供思路, 具体如下。

4.2.1 加快推进我国相关的控制权防御法律制度建设

我国上市公司控制权防御机制设计尚不成熟, 很大程度上是由国内法律制度约束所决定的, 正如前文所提及的“同股同权”和股票发行核准制, 都限制了控制权防御机制在中国的适用性。那么, 在控制权市场进一步激活的背景下, 法律也应加快步伐适应资本市场的发展。因此, 政府监管部门应加快推进股权制度和注册制等资

本市场制度改革,拓宽和增强控制权防御机制的适用空间,进一步提升上市公司控制权防御水平.

4.2.2 拓宽中小股东行使表决权和监督权的渠道

上市公司中小股东作为制约实际控制人的重要力量,应充分支持其独立行使表决权,鼓励其监督管理层以控制权防御为名的自利行为.已有研究发现,监管部门推行的“网络投票”和“网络股东会议”等低成本的方式,极大地激发中小股东参与公司治理的积极性,在一定程度上缓解了公司代理问题^[31],未来可进一步拓宽试点范围并完善监管部门的信息披露渠道.

4.2.3 规范和引导网络社交新媒体的监督作用

在互联网时代背景下, Twitters, 微信和微博等网络社交媒体进一步缓解了信息不对称,并在

一定程度上改善了传统媒体对信息选择性传播,偏向性传播和与上市公司合谋操纵市场的问题^[32,33].例如“万宝之争”发生以来,引起微博媒体,微信自媒体关于控制权防御措施,宝能收购方式及资金来源等多方面的持续的广泛热议.因此,应对网络社交新媒体进行规范引导,进一步减缓上市公司与监管机构,社会公众之间的信息不对称问题.

尽管本文通过具体案例对上市公司的控制权防御机制设计进行了深入分析,但仍存在以下不足:一是缺乏更详细的一手的案例数据资料;二是本文研究的是管理层和第一大股东“共生”关系下的控制权防御机制设计问题,而现实中已出现了内部和外部多个利益相关方争夺公司控制权等更复杂的控制权防御问题,需要更多地研究和关注.

参考文献:

- [1]陈玉罡,石芳.反收购条款、并购概率与公司价值[J].会计研究,2014,(2):34-40.
Chen Yugang, Shi Fang. Antitakeover provisions, takeover probability and firm value [J]. Accounting Research, 2014, (2): 34-40. (in Chinese)
- [2]李善民,许金花,张东,等.公司章程设立的反收购条款能保护中小投资者利益吗——基于我国A股上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2016,19(4):49-62.
Li Shanmin, Xu Jinhua, Zhang Dong, et al. Do anti-takeover provisions protect the rights of minority investors? Evidence from China's A-share listed companies [J]. Nankai Business Review, 2016, 19(4): 49-62. (in Chinese)
- [3]袁纯清.金融共生理论与城市商业银行改革[M].北京:商务印书馆,2002.
Yuan Chunqing. Financial Symbiosis Theory and Urban Commercial Bank Reform [M]. Beijing: The Commercial Press, 2002. (in Chinese)
- [4]杨松令,刘亭立.基于共生理论的上市公司股东行为研究——一个研究框架及设想[J].会计研究,2009,(1):81-87.
Yang Songling, Liu Tingli. A study on the shareholders' behavior of listed company based on symbiosis theory: A research framework [J]. Accounting Research, 2009, (1): 81-87. (in Chinese)
- [5]Gompers P A, Ishii J, Metrick A. Corporate governance and equity prices [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(1): 107-155.
- [6]Patrick A G. Mergers Acquisitions and Corporate Restructurings [M]. New York: John Wiley & Son, Inc., 2010.
- [7]Straska M, Waller G. Do antitakeover provisions harm shareholders? [J]. Journal of Corporate Finance, 2010, 16(4): 487-497.
- [8]Bates T W, Becher D A, Lemmon M L. Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(3): 656-677.
- [9]Ertugrul M. Bargaining power of targets: Takeover defenses and top-tier target advisors [J]. Journal of Economics and Business, 2015, 78(3/4): 48-78.
- [10]Sokolyk T. The effects of antitakeover provisions on acquisition targets [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(3):

612 - 627.

- [11]陈玉罡,许金花,李善民. 对累积投票制的强制性规定有效吗? [J]. 管理科学学报, 2016, 19 (3): 34 - 47.
Chen Yugang, Xu Jinhua, Li Shanmin. Does mandatory provision of cumulative voting system work? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2016, 19 (3): 34 - 47. (in Chinese)
- [12]Chaplinsky S, Niehaus G. The role of ESOPs in takeover contests [J]. Journal of Finance, 1994, 49(4): 1451 - 1470.
- [13]Shleifer A, Vishny R W. Greenmail, white knights, and shareholders' interest [J]. The RAND Journal of Economics, 1986, 17(3): 293 - 309.
- [14]Meulbroeck L K, Mitchell M L, Mulherin J H, et al. Shark repellents and managerial myopia: An empirical test [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(6): 1108 - 1117.
- [15]Giroud X, Mueller H M. Corporate governance, product market competition, and equity prices [J]. Journal of Finance, 2011, 66(2): 563 - 600.
- [16]Bebchuk L A, Cohen A, Ferrell A. What matters in corporate governance? [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22 (2): 783 - 827.
- [17]Grossman S J, Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1/2): 175 - 202.
- [18]刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释 [J]. 经济研究, 2007, 42(2): 85 - 96.
Liu Shaobo. The paradox of private benefits of control and excessive benefits of control: A new theoretical explanation of large shareholders' expropriation of small ones [J]. Economic Research Journal, 2007, 42(2): 85 - 96. (in Chinese)
- [19]Barclay M J, Holderness C G. Private benefits from control of public corporations [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25(2): 371 - 395.
- [20]冉 戎, 刘 星. 合理控制权私有收益与超额控制权私有收益——基于中小股东视角的解释 [J]. 管理科学学报, 2010, 13 (6): 73 - 83.
Ran Rong, Liu Xing. Research on reasonable private benefits of control and excessive private benefits of control: Small shareholders' perspective [J]. Journal of Management Sciences in China, 2010, 13 (6): 73 - 83. (in Chinese)
- [21]Berkovitch E, Narayanan M P. Motives for takeovers: An empirical investigation [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1993, 28(3): 347 - 362.
- [22]Myers S C. The capital structure puzzle [J]. Journal of Finance, 1984, 39(3): 575 - 592.
- [23]Kadyrzhanova D, Rhodes-Kropf M. Concentrating on governance [J]. Journal of Finance, 2011, 66(5): 1649 - 1685.
- [24]孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效 [J]. 经济研究, 1999, 34 (12): 23 - 30; 39.
Sun Yongxiang, Huang Zuhui. Equity structure and performance of listed companies [J]. Economic Research Journal, 1999, 34(12): 23 - 30; 39. (in Chinese)
- [25]梁上坤,金叶子,王 宁,等. 企业社会资本的断裂与重构——基于雷士照明控制权争夺案例的研究 [J]. 中国工业经济, 2015, (4): 149 - 160.
Liang Shangkun, Jin Yezi, Wang Ning, et al. Social capital's break and reconstruction: A case study of the fighting for control right of NVC [J]. China Industrial Economics, 2015, (4): 149 - 160. (in Chinese)
- [26]王建文. 我国公司章程反收购条款: 制度空间与适用方法 [J]. 法学评论, 2007, (2): 135 - 140.
Wang Jianwen. Anti-takeover clause of our company's articles of association: System space and application method [J]. Law Review, 2007, (2): 135 - 140. (in Chinese)
- [27]刘少波,马 超. 经理人异质性与大股东掏空抑制 [J]. 经济研究, 2016, 51 (4): 129 - 145.
Liu Shaobo, Ma Chao. Manager's heterogeneity and its effect on restricting the tunneling behavior of large shareholder [J]. Economic Research Journal, 2016, 51 (4): 129 - 145. (in Chinese)
- [28]North D C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [29]Pagano M, Volpin P F. Managers, workers and corporate control [J]. Journal of Finance, 2005, 60(2): 841 - 868.

- [30]陈信元,陈冬华,时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究[J]. 管理世界,2003,(8): 118-126; 151; 154.
Chen Xinyuan, Chen Donghua, Shi Xu. Corporate governance and cash dividends: A study based on the case of Foshan illumination company [J]. Management World, 2003, (8): 118-126; 151; 154. (in Chinese)
- [31]黎文靖,孔东民. 信息透明度、公司治理与中小股东参与[J]. 会计研究,2013,(1): 42-49; 95.
Li Wenjing, Kong Dongmin. Information transparency, corporate governance and minority shareholders' participation in corporate decision [J]. Accounting Research, 2013, (1): 42-49; 95. (in Chinese)
- [32]Blankespoor E, Miller G S, White H D. The role of dissemination in market liquidity: Evidence from firms' use of twitter [J]. Accounting Review, 2014, 89(1): 79-112.
- [33]董大勇,肖作平. 证券信息交流家乡偏误及其对股票价格的影响: 来自股票论坛的证据[J]. 管理世界,2011,(1): 52-61; 188.
Dong Dayong, Xiao Zuoping. The home bias in the exchange of the stock information and its impact on stock prices: Evidences from the stock forum [J]. Management World, 2011, (1): 52-61; 188. (in Chinese)

Theoretical mechanism of control rights defenses under symbiotic relationship: A case study of control rights fight between Vanke and Baoneng

ZENG Yan¹, XU Jin-hua^{2*}, TU Hong-yu¹

1. Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. School of Management, Guangdong University of Technology, Guangzhou 510520, China

Abstract: A theoretical framework of the control rights defense mechanism is set up firstly, and then the model is verified with the case of Vanke's control rights defense to Baoneng. Conclusions indicate the followings: (1) Based on symbiosis hypothesis, the design of control rights defense mechanism in advance (preventive) and in progress (active) are separately determined by Firm-specific and M&A's path characteristics. (2) To prevent the control rights defenses protect managers excessively, it is necessary to set a balance mechanism to maintain a symbiotic relationship. (3) The design of control rights defense mechanism is also influenced by the institutional environment, and needs to be improved along with changes of firm-specific characteristics, institutional environment and M&A's path characteristics. This paper makes a breakthrough in the existing company control rights defenses frameworks and offers some references to the design of control rights defenses mechanism for China's listed companies.

Key words: control rights defenses mechanism; hostile takeover; symbiosis; control rights fight between Vanke and Baoneng

附录:

1. 万科控制权防御条款内容, 效果和适用性分析

表 A-1 万科控制权防御条款内容, 效果和适用性分析

Table A-1 Analysis of contents, effects and applicability of Vanke's control defense

条款类别	2014 年修订的公司章程条款内容	控制权防御效果	是否符合《公司法》和《上市公司章程指引》
绝对多数条款	增加或减少注册资本, 发行公司债券, 公司的分立、合并、解散和清算, 公司章程的修改, 回购股票和股东大会以普通决议认定对公司产生重大影响等项以特别决议通过.	公司章程的修改和改选董事会需要出席股东大会股东的 2/3 表决权以上通过, 宝能持股仅 24.26%, 远低于绝对多数水平.	与股东大会特别决议事项一致
累积投票制	股东大会在选举董事、监事时, 实行累积投票制.	不明确	符合, 为公司章程可选项
提名董事的持股比例限制	非独立董事候选人名单由上届董事会或连续 180 个交易日单独或合计持有公司发行在外有表决权股份总数 3% 以上的股东提出.	2015 年 7 月初成为万科持股 3% 以上的股东, 至 2016 年 1 月才初具备提名非独立董事的资格. 此条款有效拖延了控制权转移进程.	与“单独或合并持有公司 3% 以上股份的股东, 有权提出股东大会议案”一致
提名董事的持股时间限制			未明确规定
解除董事职务限制	董事由股东大会选举或更换, 每届任期 3 年. 董事任期届满, 可连选连任. 董事在任期届满以前, 股东大会不得无故解除其职务. 但股东大会在遵守有关法律、行政法规规定的前提下, 可以以普通决议的方式将任何任期未届满的董事罢免, 但此类罢免不影响该董事依据任何合约提出的索偿要求.	最新一届董事会于 2014 年 3 月 28 日经股东大会选出, 至 2017 年 3 月 29 日才届满. 宝能目前无法无故解除现有董事, 即使罢免现任董事, 也需承担索偿要求. 此条款起到保护董事不被更换的控制权防御作用.	符合

2. 市场模型下 AR 和 CAR 数据

表 A-2 万科控制权防御的市场反应数据 (市场模型)

Table A-2 Market response data of Vanke's control defense (market model)

窗口期	-2	-1	0	+1
AR(%)	4.47	-4.43	8.41	9.93
CAR(%)	4.47	-0.13	8.54	18.74