

万科之争屡上头条 輿情争议三大焦点

中国上市公司輿情中心
黄帆 马建勋 邹惠康

持续大半年的万科股权争夺战,随着剧情的不断发展,持续引发輿论和市场的关注。

2015年7月11日,万科A公告,前海人寿保险股份有限公司于7月买入公司股份5.53亿股,占公司总股本的5.00%。当时公告称,前海人寿不排除进一步增持上市公司股份的可能性。数周后,万科再在7月24日公告称,前海人寿和钜盛华已持有万科A股11.05亿股,占万科总股本的10%。

此后,前海人寿、钜盛华和安邦等都分别买入并增持万科股票,万科第一大股东在15年稳定不变后,首次发生改变。

11月27日至12月4日,钜盛华等再通过资管计划买入公司A股股票5.49亿股,占公司总股本的4.969%。自此,钜盛华及其一致行动人前海人寿合计持有万科A股股票22.11亿股,占总股本的20.008%,取代华润成为公司第一大股东。不过,当时就有媒体质疑,宝能系“是否只甘心做财务投资者,而宝能系的资金来源也被媒体陆续披露。

12月17日,王石首次表态,不欢迎宝能系成第一大股东,认为其信用不够。王石称“万科是上市公司,一旦上市,谁是万科的股东,万科是不可能一一选择的,但谁是万科的第一大股东,万科是应该去引导的”,宝能系可以通过大举借债,强买成第一大股东,甚至私有化。但这可能毁掉万科最值钱的东西。”18日,万科AH股开始临时停牌,指要“筹划股份发行用于重大资产重组及收购资产”。市场的各个参与方则开始隔空喊话。

2016年3月初,万科公告称,与深圳市地铁集团签署合作备忘录,地铁集团将注入部分优质地铁上盖物业项目的资产,宝能对此没有作出公开回应。不过媒体引述宝能方面人士称,投票时就知道态度。2016年3月17日,万科召开临时股东大会,审议“关于申请万科A股股票继续停牌的议案”。宝能系投赞成票,议案获得通过。

然而,万科的第二大股东华润对此表示了异议。华润股东方代表表示,虽然投了赞成票,但万科与深圳地铁合作公告,并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。万科方面则反驳,有关的重组事宜,早就和华润董事进行过沟通。万科公司管理团队在2016年春节前,拜会华润董事时,曾经明确提到公司有意和深圳市地铁集团进行战略合作,并提到了存在向地铁集团增发股票的可能性。

进入6月,股权之争有白热化的趋势。6月17日,万科A董事会表决增发股份引入深圳地铁重组预案,虽然以7票同意、3票反对、1票回避表决的结果,通过重组预案,但却引发巨大争议。华润不但没投反对票,更向万科发出了律师函,坚持投票结果无效。

此后数日,华润持续通过公开声明表达不满,明确表示股东大会将继续投反对票。钜盛华和前海人寿则要求召开临时股东大会,罢免王石等董监高职务。华润对此表示异议,称会从有利于公司发展的角度,考虑未来董事会、监事会的改组。

对此,王石则以一条“哭要下雨、娘要改嫁”的朋友圈喊话华润“遮羞布全撕”。另一方面,万科则再发信,指“我们不是资本的奴隶,过去不是未来也不是”。

由于万科两大股东均发声明确反对万科重组预案,更认为万科已成为内部人控制企业,有关华润宝能是否为一致行动人引起市场热议。6月28日,深交所对华润、宝能分别下发关注函,要求二者进行自查并说明是否存在一致行动人关系。

争议三大热点

中国上市公司輿情中心注意到,在万科股权和控制权的争夺中,一些基于公司治理的概念被反复提及。这些概念构成了輿论中各类论调的立论基础和前提。在未来一段时间,它们依然是资本市场輿论场中的热点。

輿论中最大的争议围绕“股东资本主义”这一话题而展开。绝大部分“支持”宝能或者华润的观点,都自觉或者不自觉地秉承了“股东资本主义”的观点。股东资本主义曾是英美法系下公司治理的金科玉律,核心思想就是“企业存在的目

的就是为了扩大股东的财富”而存在。管理团队的天职就是为了“股东利益最大化”而服务,更有可能对股东(身份)挑三拣四。按照这样的逻辑推演,甚至会有这样的观点:有人说,房地产市场整体不景气,万科股价低不赖管理层。问题在于,谁规定万科只能做房地产了?股东投资是为了赚钱,不是为了一定要通过房地产赚钱。苹果如果只生产PC,不转而造手机,能有今天的辉煌吗?”

经过2008年的全球性金融危机之后,在欧美以及中国的輿论场中,已经出现了“对股东资本主义的反思”。2010年4月,Loizos Heracleous和Luh Luh Lan在《哈佛商业评论》发表了《股东资本主义的迷思》一文,借由卡夫收购吉百利一案提出,“公司董事如何能违背股东的意愿,以维护其他利害关系人的价值?而那种价值,往往比收购企业的价钱还不易衡量”。两位作者在梳理一个世纪以来的法律理论和判例发现,“股东并不拥有公司,公司本身是具有自主性的法人。过去20年来,大企业股东企图透过官司,把董事赶出董事会的案例,仅发生过24件,而且只有8次成功”。媒体人秦朔也在文章中提出,“股东资本主义对管理者施加的‘利润最大化’和‘市场价值最大化’的压力,常常导致短期行为盛行,为‘做利润’、‘拉股价’而不惜牺牲企业健康和道德根基。”

围绕“股东资本主义”的争论一直在继续——上市公司如果不以股东为核心,还以什么为核心?债权人、员工、消费者还是政府?无论是阿里巴巴的“合伙人制度”,还是京东的“AB股”,还是更普遍的中小股东对控股股东一股独大的“免费便车”,在具体的公司治理实践中都有其合理成分。在相对成熟的欧美资本市场,完善的监管机制可以弥补股权结构带来的内部监控不足的问题,而在市场程度不高的资本市场,相对集中的股权结构可以加强内部的监控机制。从历史视角看,这是万科股权争夺给资本市场建设的第一个思考。

第二个争议焦点是内部人控制。有輿论说,王石在担任万科董事会主席期间到欧美游学,脱离岗位并领取千万年薪;或者万科在没有明确重组对象的情况下A股长期停牌;在董事对董事会决议有争议的情况下公告董事会决议通过,这些都是内部人控制的例证。有輿论指出,明明房地产市场整体已经乏力,但对职业经理人来说,最优选择仍然是在原有地盘内简单扩张规模,冒风险开拓新领域那是承担全部财务责任的企业家才会做的事。”

关于内部人控制(Insider Control),通说认为,“企业股东和债权人为了他们的出资寻找高回报,但是决定投资回报率日常决策是由公司的管理层做出的。这样一来,自然有公司利益和管理层个人利益的潜在冲突。因此,内部人控制往往追求自身利益,损害外部人利益。”

对此类批评和指控,万科管理层的支持者们针锋相对反驳道,如果没有王石的理想主义和情怀,万科能不能在中国这样的转轨经济体中成为公司治理的典范,取得超越行业水平的经营业绩,就是未知数。财经媒体人曹山石援引万科前董秘肖莉的观点称,万科管理层“试图证明一个遵循现代商业理念并不断为股东和客户创造价值企业也能够生存。打造一个如此阳春白雪的现代型企业,其难度是做过企业或投资的人难以想象的”。

同样的问题是,相对于万科这样的上市公司,宝能系“作为私人企业,内部人控制的问题可能更多。有輿论称宝能比过高的杠杆率可能会侵害到投保人的利益,比如多重交叉性的持股,会将原有的债权性资金变成股权性资本,继续往上加杠杆”。

如果说张利平的回避表决只是引发了此番宝能独立性问题讨论的导火索,那么,另一位经济学家独董华生的“抢钱”则彻底引爆了輿论。在华润对重组预案获得通过的结果向管理层表达异议,并以诉诸各监管机构的方式彻底与管理层撕破脸皮后,投了“赞成票”的华生以《我为何不支持大股东意见》为题连发三文,向外界还原了董事会成员投票的详情,并陈述了不支持大股东意见的若干理由。但同时,这也为其带来了“偏袒管理层”以及“独董不独”的质疑。

就此问题,虽然当下輿论仍有争议,但更多的观点倾向于认为华生作为独董摆脱了该职务在A股上市公司中固有的“花瓶”形象,做到了为全体股东说话。本报早前曾刊文指出,难道华生认可大



批评者指出,万科业绩不错,但第一不怎么做分红,第二股价长期低迷,第三趁着股价低搞管理层持股,第四重组方案又摊薄股东权益,都是对中小投资者权益的侵犯。

但是深究下去,中小股东跟着宝能、华润一起走,其利益就能得到保护?这仅仅是一种可能性。根据李维安、郎咸平等学者的研究,当中小股东与大股东的意志一致时,被大股东意志吸收,当中小股东与大股东的意志不一致时,则被大股东的意志所征服。更普遍的情况是,中小股东权益保护问题实际操作起来比较难。在监管层面看,较为有效的办法是提高上市公司的信息披露质量、建设网络投票平台,交给投资者自己来判断。

正如全国政协常委傅成玉和重庆市市长黄奇帆指出的那样,宝能举牌万科的资金一部分来自前海人寿“万能险”的投资者,一部分来自券商的收益互换,以及股权质押。对宝能来说,举牌万科的资金是对万能险投保人和券商的债务,到期是要偿还的。宝能对万科狂飙突进,首先要对上述债权人和股东负责。但是对万科的股东来说,潜藏的风险是,宝能会不会用万科的钱给自己的债务买单?这也是王石所谓“野蛮人”问题的核心。

我们认为,中小股东权益的保护并不是大股东或者管理层的托词,而是资本市场必须解决的问题,大小是相对的概念,股东权益平等才是关键。对于市场化的资本运作行为,需要各方参与者敬畏法制与规则,诚实勤勉,各个市场主体之间的良性博弈有助于达成最大程度的共识。此外,我国应该鼓励完善股东集体诉讼制度,有效分配举证责任,使受害者从民事诉讼中得到补偿并尝到甜头,使破坏商业信用的人从中付出巨额代价。

股争乱象凸显 制度建设待完善

自万科董事会决议公告拟引入深圳地铁后引发华润、宝能和管理层“大战”起,汹涌的资本市场輿情态势早已超出公司股东间的矛盾范畴,上升至资本市场的制度发展建设层次,其中,以独董独立性、险资投票权以及资本与人的关系三大问题最为引人关注。

首先,过去多年屡被质疑的A股上市公司独董独立性问题再次因华生的“抢钱”而凸显。事件初始阶段,独董张利平在董事会就重组预案投票时选择了回避表决,使得管理层和华润就“算术题”问题形成对垒。其有关任职机构黑石与万科存在关联关系的回避理由将自己变成媒体热议的焦点之一。

对此,輿论的质疑有二。其一,如果黑石与万科存在关联关系,张利平是否还具备万科的独董任职资格?应在得知黑石与万科存在关联关系后主动辞职?其二,即便黑石与万科存在关联关系,但这并不影响其判断万科引入深圳地铁是否有利于公司发展,不应回避。

如果说张利平的回避表决只是引发了此番宝能独立性问题讨论的导火索,那么,另一位经济学家独董华生的“抢钱”则彻底引爆了輿论。在华润对重组预案获得通过的结果向管理层表达异议,并以诉诸各监管机构的方式彻底与管理层撕破脸皮后,投了“赞成票”的华生以《我为何不支持大股东意见》为题连发三文,向外界还原了董事会成员投票的详情,并陈述了不支持大股东意见的若干理由。但同时,这也为其带来了“偏袒管理层”以及“独董不独”的质疑。

就此问题,虽然当下輿论仍有争议,但更多的观点倾向于认为华生作为独董摆脱了该职务在A股上市公司中固有的“花瓶”形象,做到了为全体股东说话。本报早前曾刊文指出,难道华生认可大

股东的做法或者保持沉默就是独立吗?独立董事是为公司服务,独立与否的关键,在于是否根据所掌握知识和信息,权衡利弊,挑选出有利于公司的判断。从华生的选择来看,他的确做到了独立判断,很难看到里面有私心。

因而,无论万科事件的最终走向结果如何,但以华生为代表的万科独董在上市公司重大事件中扮演的角色值得监管层就该职位设置对上市公司治理的意义进行深思。例如,独董能否由大股东推荐?如何避免其决策受大股东影响?除上市公司外,还有独董获取报酬的其他途径吗?

其次,万科股权之争行进至此,輿论的目光又被几位资本市场知名人士拉向险资的资金安全和投票权问题,直指目前A股监管制度的不完善之处。实际上,这是一个老话题,在股权争夺初期(2015年底)就有媒体对宝能举牌资金进行追溯。

中央财经大学中国企业研究中心主任刘姝威撰文指出,万科股权之争的关键问题是宝能收购万科股份资金是否合法,宝能是否拥有合法的万科股东大会投票权。因此,金融监管部门必须要求宝能公布收购万科股份的资金来源和举牌目的,并据此判断宝能是否有万科股东大会的投票权,因为这是关系到中国股市法投建设的重大问题。

对此,傅成玉亦有类似的疑问。他表示,万科是中国资本市场稀缺的良治公司之一,大力保护促进和发展良治公司也应该是中国资本市场监管的目的之一。对万科来说,担心宝能介入会毁掉万科的核心价值是有其理由的。首先,宝能是保险公司,仅从其偿还短期债务压力看也必须通过万科尽快变现,他无法从万科长远发展思考问题,从而迫使万科偏离其长期坚持的公司价值观。其次,宝能要实现其投资效益最大化,也必须通过万科这个平台来不断套现以体现其投资价值。

有关投票权的问题更是无“章法”可循,多家大型金融机构独董刘锋指出,按照现有法规,证监会、银监会对宝能系产品的管理人代理行使投资人投票权的规范没有相关界定,因此对这一问题的争论是希望有益于未来制度建设。显然,这一问题亟待监管层正视和设计,正如刘姝威所言,假如未来其他同类优质上市公司被险资以短期资金疯狂介入,怎么办?险资有投票权吗?这是万科事件推动资本市场制度建设的又一要义。

最后,万科事件也引发了公众对资本和人才之于企业经营孰轻孰重问题的思考。仔细分析此次铺天盖地的报道,指责资本和管理层的声音都不少。就此问题,被资本方平安信托排挤出去的原上海家化董事长葛文耀或许最有发言权。

他的观点是,资本投资在中国兴起十几年来,在中国企业的发展方面起到了不少有利作用,资本可能有好有坏,创业者和经营团队也不一定就绝对正确,在规则的框架内要遵从股东意志。虽然听起来不偏不倚,但就万科一事,葛老貌似更偏向万科管理层,他表示,从公司发展的角度考虑,在“经得起查”的前提下,希望王石、郁亮为首的万科管理团队能够留下,因为“企业文化听上去虽然虚幻,但是在公司治理与发展上却是影响深远的”。

A股上市公司輿情双周榜

中小股东否决一汽议案 ST宏盛三百多天未复牌

中国上市公司輿情中心 郭少珊

一汽“承诺延期”之请遭否 中小股东难言胜利

6月初,原本承诺到今年6月28日前要解决同业竞争问题的一汽股份,突然告知旗下的一汽轿车(000800)和一汽夏利(000927),由于宏观经济环境变化等原因,拟恳请股东大会同意将承诺期再延迟三年作为过渡期。这场持续将近一个月的两个上市公司与投资者“互撕”违约事件,随着6月27日的表决,最终中小投资者表面上战胜了大股东一汽股份,履行期限议案”在两家上市公司股东大会上都被否决。

事实上,一汽股份后期的履约措施、超期未履行承诺的具体补偿措施也引起了监管层的重视,针对一汽违约的监管也正不断升级。

对于此次事件中的中小投资者在该事件中如何维护自身权益,某律师事务所表示,如果上市公司怠于维护自己权利的,连续180日单独或者合计持股超过股本1%的投资者可以通过法定程序提起股东代表诉讼,代表上市公司起诉控股股东”。

ST宏盛停牌超300多天 华侨城入主遥遥无期

ST宏盛(600817)从去年8月24日宣布停牌之后,仍然未见复牌。在最新的公告中,对于停牌筹划的重大事项进展,公司称,“因公司本次重大资产重组涉及深圳华侨城股份有限公司控股的深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司从新三板退市及可能涉及分拆上市,该事项属于资本市场重大无先例,公司已向有关部门进行了政策咨询,目前正在审慎论证中,同时,公司也正与交易各方保持密切沟通。”

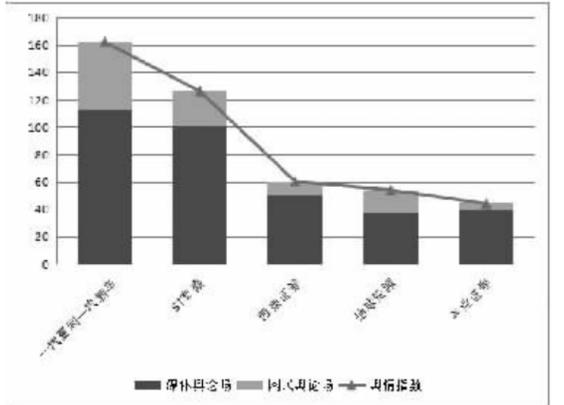
而公司重组的对象,也在一年多的时间里几次更迭,从尼日利亚4G项目到石材类企业,再到龙文教育和华侨城文旅科技。在公司漫长的停牌时间里,监管部门出台了多项规定,涉及上市公司停复牌、卖壳等事项。有分析人士认为,其实这些企业迟迟不能复牌也从侧面反映出其经营出现了较大风险,值得投资者警惕。

兴业证券拟设5.5亿先行赔付基金

深陷欣泰电气欺诈发行一案的兴业证券(601377)6月27日发布公告称,公司于6月24日召开第四届董事会第十八次会议,通过了“关于欣泰电气事件的报告”等议案。

该议案称,如果欣泰电气被中国证监会认定欺诈发行而受到处罚,董事会同意公司对依法承担的责任主动进行先行赔付,同意公司使用自有资金5.5亿元人民币设立欣泰电气适格投资者先行赔付专项基金,用于先行赔付适格投资者的投资损失,赔付发生后将会对公司业绩产生影响。

这是中国证监会新股发行制度改革引入保荐机构先行赔付制度以来的首个先行赔付案例。此前,A股已经有两起先行赔付的案例。



注:“上市公司輿情热度”是中国上市公司輿情中心根据传统媒体、网络媒体、网民、輿情分析师的评价,对一定时间段内沪深两市上市公司輿情热度作出的综合评估,系综合传统媒体报道量、新闻网络转载量、网络用户检索变化情况、輿情分析师评分等数据计算得出。

更多资本市场热点輿情分析,敬请扫描二维码或添加微信号 gongsiyuqing,关注中国上市公司輿情中心官方微信。

