

# 股权争夺战一波三折

## 万科管理团队价值何在

□本报记者 张莉

“宝万之争”已延续一年有余，恒大最近又加入战团，安邦持股比例也在悄然上升，万科鹿死谁手尚不可知。公司因股权争斗被卷入“内部控制人”指控，代表其核心竞争力的管理团队去留目前仍是迷局。

近年来，资本入驻后对管理层大换血的戏码并不少见，而万科与华润此前多年形成的“大股东不控股，支持不干预”的默契，使万科公司治理架构成为资本市场上的异类，并推动万科从一家地方性房企成长为世界500强企业。在这个过程中，“万科管理团队”也成为其符号。业内人士表示，从企业发展方面看，不论哪路资本入主，如果将已经融为一体的管理团队强行剥离，或许缺乏几分理性。

今年上半年，上市房企万科、恒大、碧桂园、保利、绿地相继跻身“千亿军团”，房企的整合并购进一步深化。在房地产白银时代，竞争将更加激烈，股东实力是否雄厚、管理团队是否优异都左右着企业的命运。目前“宝万之争”结局难以预料，内部缠斗不休，终会两败俱伤。



CFP图片

### 被指“内部人控制”

6月26日晚，万科一纸公告石破天惊。公告称，大股东“宝能系”要求召开股东大会，罢免王石、郁亮等核心管理层公司董事职务，原因在于“万科已经成为被内部人实际控制的上市公司”。

自其1991年上市以来，万科的股权一直高度分散，实际“话事权”始终掌握在以王石和郁亮为核心的管理团队手中。万科管理团队和大股东之间形成的默契，早已是“路人皆知”。这既有历史渊源，也是历经磨合后各方为追求利益最大化形成的理性妥协。

作为万科创始人，王石1984年组建万科前身深圳现代科技仪器展销中心，并在1988年改组后担任万科董事长兼总经理。当时，第一大股东深特发因业务调整等原因，对万科支持力度不够。经过四年的接触，王石于2000年8月引入华润与深特发签署股权转让协议，华润集团及其关联企业以15.08%的股份成为万科第一大股东。

当时华润也试图控股万科。在华润成为第一大股东后，希望通过定增B股的形式

增持股份，从而实现控股，并最终将“北偏远，南万科”整合成为地产龙头企业。而经历了君王之争、摆脱深特发制约等一系列股东战局的王石也乐见其成。不过，最终这一增发因万科中小股东担心利益受损投反对票而流产。

2001年，时年35岁的郁亮出任总经理，可看作现今万科管理团队班底的初步形成；此外，万科将持有的万佳股权转让给华润，使万科从多元化经营彻底成为专一的房地产公司。

之后的各种阴差阳错，加上万科管理团队的足够优秀和强势，也因为几任华润掌门人的性格和眼光，最终形成了万科在资本市场上极为特殊的公司管理架构。华润十多年来一直对万科采取“大股东不控股，支持不干预”策略，使万科显著有别于董事会和管理层之间传统的委托和代理关系。

从华润入主万科十多年的发展历程看，这种理性选择最终实现了各方利益最大化，同时也强化了这种管理结构。Wind数据统计显示，万科2015年营收1955.5亿元，是2000年华润入主时38.7亿元营收的50.53倍。截至8月7日收盘，万科A股总市值达到2384亿元，是华润入主时88.3亿元市值的约28倍，并早已成为同业市值最大的上市房企。

从2013年至2015年，万科连续三年每年净利润均超过150亿元。对比其他上市房地产企业，除保利地产三年来每年净利超过100亿元外，上市房企行业平均净利连续三年约为25亿元。据第三方研究机构评选的2016年上市房企综合实力榜单，万科公司以企业规模、盈利能力等多项指标占据绝对优势，稳居行业榜首。

在股权结构分散、第一大股东华润更像财务投资者的大框架下，“万科管理团队”也在不断演变发展。“这一演变主要经历了三个阶段：在1999年至2007年间，创始人王石逐步交棒。姚牧民接任总经理一职并短暂过渡后，由郁亮升任公司总经理，新一代管理团队初步形成；2007年至2014年，王石开始逐渐淡出万科日常管理并开始游学，日常业务主要由以郁亮为代表的万科管理团队负责；2014年以后万科提出事业合伙人制，万科管理团队的资本角色作用逐渐凸显”。一位熟悉万科公司背景的资深分析人士表示，如今谈及万科管理团队，其内涵已经发生了巨大变化，从创始人王石的核心形象逐渐倾斜至以郁亮为代表的经理层团队。

不论“宝万之争”如何演变，万科管理团队以及背后形成的机制运作对企业至关重要，管理层的价值观和长期形成的股权激励计划安排，在一定程度上已然构成了企业长期价值创造的竞争力资源。“一家民营企业通过改制、引入大股东成为股权相对分散、由管理层主要负责运作的公司。期间管理层团队确定了以住宅建筑为核心业务的战略发展方向，并设计了灵活的用人制度，从而有了现在成功的万科。”南开大学房地产校友会联系会长刘亦方表示，过去万科管理层的顶层设计安排及团队建设和企业的成功有着密切关系，这也是以企业家为代表的知本控制资本反客为主的成功案例。

### 万科股权之争大事记

● 2015年7月10日 前海人寿通过深交所证券交易系统集中竞价交易买入万科A股55272.7926万股，占万科总股本5%。此次是宝能系第一次举牌，拉开万科股权争夺战序幕。

● 2015年7月24日 宝能系第二次举牌，持股比例达到10%。其中前海人寿通过深交所证券交易系统集中竞价交易买入万科A股10294.5738万股，占万科总股本的0.93%。钜盛华通过深交所证券交易系统集中竞价交易买入万科A股2804051万股，占万科总股本的0.26%；以收益互换的形式持有42157.455万股万科A股股票收益权，占万科总股本的3.81%。

● 2015年10月28日 截至2015年9月30日，华润持有的万科的股份数量达到168275.9247万股，占万科总股本的15.23%。此前半年报显示，华润持有的万科股份数量为164549.472万股，占万科总股本的14.89%，这也意味着华润持股比例增加了0.34%。

● 2015年11月17日 宝能系第三次举牌，其中钜盛华通过普通证券账户持有万科A股88871.3162万股，占万科总股本的8.04%，通过信用证券账户持有万科A股3735.731股，占万科总股本的0.34%；前海人寿通过普通证券账户持有万科A股73587.7445万股，占万科总股本的6.66%。钜盛华和前海人寿合计持有万科A股股票166194.7917万股，占万科总股本的15.04%。

● 2015年11月27日 宝能系合计持有万科15.254%的权益，首次超过万科之前披露的原第一大股东华润15.23%的持股比例。

● 2015年12月4日 宝能系第四次举牌，持股比例达到20.008%。钜盛华通过资管计划在深交所证券交易系统集中竞价交易买入万科A股股票，占万科现有总股本的4.96%。本次权益变动后，钜盛华和前海人寿合计持有万科20.008%的权益。

● 2015年12月4日 万科公告第一大股东变更，钜盛华及其一致行动人前海人寿合计持有万科A股股票221103.8918万股，占万科总股本的20.008%，为万科第一大股东。

● 2015年12月7日 安邦人寿保险股份有限公司、安邦财产保险股份有限公司、和谐健康保险股份有限公司和安邦养老保险股份有限公司分别持有万科2.58%、1.38%、0.8%和0.24%股份，合计持有万科55252.6304万股，占万科总股本的5.0000005%。这是安邦首次加入股权之争。

● 2015年12月18日 万科停牌筹划资产重组，万科A股和H股同步停牌。

● 2015年12月24日 宝能系持续增持万科股票，其中钜盛华持有万科194551.8279万股，占万科总股本17.605%；前海人寿持有73587.7445万股，占万科总股本6.659%，钜盛华和前海人寿合计持有万科24.26%的权益。

● 2015年12月31日 安邦保险以控制的法团的权益身份间接对万科68258.3814万股A股拥有权益，有关股份占万科A股股份的比例为7.0%，占万科总股份的比例升至6.18%。

● 2016年3月13日 万科公告称，已于3月12日与深圳市地铁集团有限公司签署了一份合作备忘录。收购标的初步预计交易对价介于400亿-600亿元之间，拟主要以定向增发股份的方式支付对价。

● 2016年4月8日 万科公告称，公司股东钜盛华于4月6日与其一致行动人前海人寿签署了表决权让渡协议，钜盛华将其直接及间接持有的万科约14.73亿股股份所对应的全部表决权不可撤销的、无偿让渡给前海人寿。

● 2016年5月31日 钜盛华及其一致行动人持股数占万科总股本的24.29%，为第一大股东。华润股份持股数未变，持股比例升至15.24%。

● 2016年6月17日 万科拟以发行股份的方式购买深圳地铁持有的深圳地铁前海国际发展有限公司100%股权，初步交易价格为456.13亿元，全部交易以对价交易发行股份方式支付，初步确定对价股份的发行价格为15.88元/股，若增发成功，深圳地铁将获得万科20.65%的股权。

● 2016年7月1日 万科公告称，公司A股股票将于2016年7月4日开市起复牌。

● 2016年7月6日 宝能系两度增持万科股票，触发第五次举牌。据万科公告，7月5日至2016年7月6日，钜盛华通过资产管理计划在二级市场增持公司A股股份7839.23万股，占公司总股份的0.710%。至此，钜盛华及前海人寿所持股份占公司总股份的比例为25%。

● 2016年7月19日 万科向证监会、深交所等四部门提交一份名为《关于提请查处钜盛华及其控制的相关资管计划违法违规行为的报告》，该报告提及宝能系的九个资产管理计划于二级市场持续增持万科A股，目前合计持股占万科总股本之25.4%。

● 2016年8月4日 恒大正式加入股权混战。据恒大集团公告称，8月4日共计斥资91.1亿元，买入万科约5.17亿股，占万科总股份4.68%。

● 2016年8月8日 恒大买入万科股票，触及举牌线，股权之争再度升级。万科公告称，恒大地产集团一致行动人分别于2016年7月25日至2016年8月8日之间，通过深圳证券交易所集中竞价交易系统增持万科A股股份5.52亿股，占公司总股份的5.5%。

(本报记者 张莉 整理)

### 宝能举牌打破平衡

在大股东和万科高管团队形成这种“让权换利”默契下，万科的治理结构在相当的时间内保持稳定。然而，这一微妙的平衡，伴随宝能的“资本入侵”被打破。仿佛一夜之间，曾被业界视为万科核心竞争力的管理团队和治理架构，在宝能看来则是管理层凌驾股东所有权的“内部人控制”，引来质疑声一片，并直接引发了外界对万科管理团队大动荡的担忧。

宝能在“罢免公告”里明确指出，“于2008年宣布无实际控制人开始，万科已经偏离上市公司规范运作的要求，万科管理层控制董事会、监事会，越过公司股东大会自行其是”。实际上，从万科上市以来，公司始终处于无明显控股股东的状况，华润的股份常年维持在15%左右。

为何同一公司治理结构前后换来的评价迥异？前述熟悉万科历程的人士认为，过去大股东华润“无为而治”，令公司战略决策策方与执行方合二为一，落到了万科管理团队身上，这在一定程度上保证了万科近二十年来高效顺畅运作。新股东加入以后，是继续这种多年以来形成的大股东和管理层之间相互平衡机制，还是重新进行顶层设计，是首当其冲的问题。

值得深思的是，原第一大股东华润在关键时刻倒戈，对深铁重组投下反对票，并未

支持万科管理团队。有业内人士认为，除了万科管理层在此次“宝万之争”中与华润关系处理失分外，此前万科事业合伙人制度的推出，或许也是导致公司管理团队和华润之间发生微妙变化的导火索。

自2013年开始，伴随股市一路下跌，万科的管理团队开始面临新的挑战。“以前股价下跌与我们关系不大，赚好钱，赚增值价值就够了。可是真的够了吗？”在2015年的亚布力论坛上，郁亮表示，面对低迷的股价，传统的职业经理人跟股东诉求出现矛盾，是万科推出事业合伙人制度的初衷。“我过去各家互联网公司，也去过海尔这样的传统公司，包括很多国外公司，KKR、黑石对我们影响很大。其中，最主要不一样的地方是合伙人概念。经过一年多思考、摸索，我们在一年前开始了事业合伙人的尝试，从职业经理人制度升级为事业合伙人。”

万科于2014年开始推行事业合伙人制度，其中包括合伙人持股计划与跟投制度。万科多位高层在多个场合表态称，推行合伙人计划，是为了留住人才，优化项目管理，提高收益，并将管理层利益和股东回报捆绑在一起。不过，在宝能所发的罢免檄文中，直指万科事业合伙人计划是“另建体系”。

对此，上海天铭律师事务所律师宋一欣认为，事业合伙人制若在非上市公司操作，

可能问题不大。但企业上市后，管理层的持股计划本身是否设置隔离、有无做到信披义务等问题都逐渐暴露出来；加上国内股东没有多元化、独立董事不独立等情况存在，这使管理层控制管理公司的案例就会产生很多问题。“由于缺乏合理的制度安排，万科事业合伙人机制推行的股权激励很容易和内幕交易、股价操纵产生关联”，宋一欣指出，“内部人控制”实际上源于日本，法律上目前还没有清晰界定，其主要矛盾是需要界定作为受股东所托履行管理职责的经理层是否有达到忠实义务基本要求、是否滥用权力损害公司。如果真的发现在存在内部人控制的问题，实际上需要监管部门来进行判定。

一位跨境投资顾问公司合伙人则认为，内部人控制的指控是否属实，需要界定两个层面的内容，一是创业者对企业运营存在深度影响，和普通接受聘任的职业经理人团队并不相同；二是管理层是否在架空大股东行为之中获取不正当利益。若不存在这样的利益转移，则不符合“内部人控制”的定义，仅只是股东方与管理层之间发生的董事会权争。也有市场分析人士认为，事业合伙人制度是中国资本市场公司治理进化过程中创举，在管理层和股东利益绑定时，可以最大程度避免出现道德风险的利益输送。从执行层面而言，也保证了公司的高效运作，

以及企业文化的延续。此外，事业合伙人制度的推出，是为改变管理层持股甚微局面，防止外资本的恶意收购。

Wind数据显示，从1991年上市至今，万科公司累计实现净利润达到1280.83亿元，累计现金分红共24次，累计现金分红金额达到268.92亿元。相比而言，保利地产、金地集团、绿地控股等上市房企自上市以来累计分红金额则分别为128.15亿元、51.55亿元、27.3亿元，不同公司的分红规模和次数差异较大。

2015年，万科利润分配为每10股派送7.2元(含税)，远超过过去8年内最低分红水平每10股派息0.7元，与去年每10股派息5元的分红比例相比也有所增长。按此计算，2015年，持股25.4%的第一大股东宝能分红将超过20亿元，成为业绩增长最大受益方。

相比而言，2015年金地集团分红以每10股4.2元仅次于万科，保利地产则以每10股3.45元排列第三。市场分析人士认为，如果仅从股东分红的角度来看，万科事业合伙人制度似乎并没有直接导致股东利益的损害。6月27日股东大会上，郁亮再度表示，2014年万科业务顺利但股价低迷，万科希望通过合伙人计划机制将管理团队利益关注点与股东关注点捆绑起来；万科去年业绩取得和事业合伙人制度息息相关。

2015年，万科利润分配为每10股派送7.2元(含税)，远超过过去8年内最低分红水平每10股派息0.7元，与去年每10股派息5元的分红比例相比也有所增长。按此计算，2015年，持股25.4%的第一大股东宝能分红将超过20亿元，成为业绩增长最大受益方。

此外，还有一种可能的结局，万科管理团队发生调整，即王石彻底退出，而以郁亮为代表的管理团队依然保留，管理架构持续性仍在，而这或许成为各方妥协后形成的答案。在6月股东大会上，王石也透露这种结局的可能，“郁亮现在这个团队比较成熟，被大家认可。如果郁亮带领的团队继续往前走，我可以离开。”

8月8日，恒大集团举牌万科，股权之争再度升级，引发种种猜测。万科管理团队的未来走向如何？万科明天向何处去？谜团依然待解。

业内人士指出，未来不论哪路资本入主，如果大股东和管理团队之间的谈判破

### 合理评估管理团队价值

暗流，使得原本的宝能、华润、万科三方角力，正演变成更为错综复杂的“五角关系”。多家外资评级机构指出，万科管理团队的动荡正在成为影响万科估值的重要因素。

瑞信此前在报告中表示，万科管理层的不确定性是拖累万科目标价的重要因素。穆迪对万科管理层的不确定也表示担忧，称罢免万科现有董事及监事会带来负面信用影响。

“万科管理团队被认为是业内表现优异的团队之一，在作出投资决定时将净资产收益率最大化。过去三十年间，万科核心团队成员未发生变化，公司的卓越表现应当归功于其管理团队。高级管理团队变动，可能导致万科净资产收益率降低，风险状况增加，由此带来融资成本提升。”穆迪大通甚至表示，更换管理层意味着摧毁万科最大的优势。

中国法学会商法学研究会理事苗壮此前接受媒体采访时认为，在原有的控制权框

架下，万科股东是否因强势的管理层而受到损失需辩证看待。从法律规则下，股东方拥有公司决策参与权，这也是资本市场通行的普遍规则。在万科案例中，股东方参与决策运作，能否超越原有管理团队创造的价值并不确定。

“无论是多元的股权结构安排还是独董制度，以及外部资本的恶意收购，实际上都是以制约管理层的平衡力量。而如何通过激励制度发挥管理层的作用同时也确保其履行忠实信托义务、防范道德风险发生，一直以来都是世界性难题”，上海天铭律师事务所律师宋一欣表示，股东方和管理层之间的关系实质上是相互制衡的关系，管理团队是否继续被认可和授权主导公司经营，股东是否直接干预形成新的战略政策，都将是

一个权衡利弊得失的结果。

业内人士指出，未来不论哪路资本入主，如果大股东和管理团队之间的谈判破