

载入中国资本市场与上市公司治理历史史册的经典案例

万科模式

控制权之争与公司治理

◎ 华生 著

Control and Governance

人民东方出版传媒

 东方出版社

万科模式

控制权之争与公司治理

◎ 华生 著

图书在版编目 (CIP) 数据

万科模式：控制权之争与公司治理 / 华生 著. —北京：东方出版社，2017. 2

ISBN 978-7-5060-9498-6

I. ①万… II. ①华… III. ①公司—企业管理—研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 031166 号

万科模式：控制权之争与公司治理

(WANKE MOSHI: KONGZHIGUAN ZHIZHENG YU GONGSI ZHILI)

作 者：华 生

策 划：轩辕改之

责任编辑：姬 利 王晓枫 李文婷

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市东城区东四十条 113 号

邮政编码：100007

印 刷：三河市金泰源印务有限公司

版 次：2017 年 5 月第 1 版

印 次：2017 年 5 月第 3 次印刷

印 数：17 001—27 000 册

开 本：710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张：27

字 数：570 千字

书 号：ISBN 978-7-5060-9498-6

定 价：49.00 元

发行电话：(010) 85924663 85924644 85924641

版权所有，违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题，请拨打电话：(010) 85924602 85924603

万科之争的意义与遗憾（代序）

万科股权与控制权之争升级以后，不少人问我同一个问题：你作为一个别人眼中事业有成、家庭幸福的知名经济学家，为什么要蹚这一摊浑水，卷入这样一场混战，引起诸多争论和谩骂不说，还冒着声誉被诋毁、人身受威胁的风险。如若没有很大利益在其中，这样做是为什么？值得吗？

是啊，事过之后，出差归国的家人就问过我当时是为何拍案而起，我也曾问过自己。说为国为民，万科之争的起因并不大，也拔不到那个高度。说为利益，我当万科的独董5年多了，既从来没有拿一分薪酬，也与之毫无利益瓜葛。同时有明确规定独董任期不能超过两届，我那时也就只差大半年届满回家，确实并无所求。说为名声，万科之战最激烈的时日，我惨战于一线、伤痕累累，被人一时戏为网红，当形势渐渐明朗，我的许多意见也逐渐变为现实时，我却自然转向需要坐冷板凳的理论性研究，淡出公众视野。到底是什么让我这个平时还算沉稳也早不年轻的人，在万科风雨飘摇之际“路见不平一声吼”呢？

确实，想来想去，起因还就是一个“不平”。而且这个不平最初仅仅是因华润而起。

其实，万科股权控制权之争发生开始的近一年中，我除了对万科的公司治理模式表示肯定、对高杠杆资金收购表示疑问、对王石的某些言行提出批评之外，并没有发表什么有倾向性的意见。直到2016年6月17日的万科董事会上，

华润方面在3月的股东大会上引入深圳地铁的重大资产重组已投下赞成票后，突然坚决反对深圳地铁进入的重组预案，让我大为惊讶，也很不理解。其会后高调声明质疑董事会决议的合法性，更是有违央企行事的常规。华润作为万科的原第一大股东，在遇到他人频频举牌、意欲强行夺取万科的控制权时，正常的反应是全力阻击。以华润作为主力央企的实力和影响，这本来并非难事。但华润其间除了只做了一次象征性的增持外，一直没有任何实际动作，反而在态度含糊和长期拖延后，要万科管理层接受宝能已成为第一大股东的现实。其实华润如果真欢迎宝能入主，只要能说清其对公司发展确有好处的道理，也不是不可以，同样可能获得董事会多数包括独立董事的支持。但华润对宝能不断举牌态度暧昧，而一旦听说别人要进入，就又坚称自己仍要当第一大股东。特别是对万科管理层引入深圳地方国资即深圳地铁集团的努力，令人费解地百般阻挠，甚至不惜以董事会的分裂和万科及华润自身的形象受损将分歧公之于众。这种不与敌意举牌者争夺、非与深圳地铁争第一大股东的事，确实让人费解。身为经济学研究者，又恰在此时为万科独立董事，这时自然不能当个花瓶，而要仗义执言，质疑大股东行为的不合逻辑与缺乏正当合理性。

当然，接下来发生的事情，更让人匪夷所思。早已落为差距很大的二股东华润为了阻挠深圳地铁进入，不仅在6月17日董事会前专门做许多独立董事的工作，给独立董事的投票施加了巨大的压力，而且在深圳地铁重组预案通过后，还花钱委托邀请法律界大佬为其否定重组的种种做法正名背书，以致不明就里的法律界名流事后被人质疑遭遇尴尬。6月23日深夜，宝能发出声明，声称万科已是内部人控制的企业，宝能将在万科股东大会上否决重组预案。华润微信公众号随即回应，采用了与宝能方面几乎相同的用语。6月24日，宝能正式提议召开临时股东大会，要求罢免万科全体董事包括华润派出董事和职工代表以外的全部监事。华润却对别人要罢免自己派出的全部董事沉默以对。6月27日，在万科2015年股东大会上，华润、宝能又共同否决了2015年度董事会报告和监事会报告。以致外界纷纷议论华润宝能已经联手，还传出了让华润方面的人担

任万科董事长的名单。

到这时我才逐步知道，原来华润方面与宝能早有合作，并且正是在2015年7月，宝能首次举牌之时，华润还既是宝能地产的股东，又与宝能新签署了谈了两年、高达200亿人民币的前海开发项目。而且在宝能首次举牌万科之后，因为资金紧张需要筹集增持举牌的资金，无法按期出资，结果华润方面通过接受宝能股权质押的方式允许宝能暂缓出资履约，使宝能得以将资金继续用于对万科的增持收购。同时，在宝能2015年12月坐定万科第一大股东不久，宝能系还正式入主了华润前海有限公司董事会。

显然，华润宝能的行为已经涉嫌形成法规定义的一致行动人关系。6月27日我在《上海证券报》发表的第三篇文章中开始明确提出这一质疑。当日深交所就发函要求华润和宝能自查。华润方面虽然以下属公司行为、自己并不知情这样明显的假话否认指控。但是由于一致行动人质疑引起的舆论大哗和华润方面在万科事件中一再丢分的表现，不仅引起了各界质疑，也引起了上层领导的高度关注。华润被要求不得与宝能一致行动，不得再就万科事件随意表态，任何行动要预先征得国务院国资委同意。6月27日国务院国资委主任也按此精神进一步明确“只要有利于深圳的发展，有利于企业的发展，我们国资委就支持”，表达了支持深圳市和企业健康稳定发展的态度。在这个背景下，华润方面试图部分改组董事会、让王石先出局的意见也自然被上面否决。这样，到7月1日董事会开会讨论宝能要求罢免董监事的议案时，华润方面的董事开始首次投票反对宝能，并从此淡出万科之争直至最后完全退出，按相关协调意见将股权转让给其此前一直高调反对的深圳地铁。华润的淡出被认为是万科之争的一个重要转折点。

所以，持平而论，这次影响如此之大的万科股权之争，首先最失分的就是华润。因为其他参与方都有明确的利益诉求和逻辑，唯有华润，自己始终说不清楚其诉求是什么。要捍卫自己万科的原第一大股东地位？一直没有任何实质性的行动；欢迎宝能入主？从来也没有说出口；不满万科管理层？作为第一大

股东完全可以通过董事会乃至股东大会进行批评直至撤换不称职的经营者，完全没有必要费这么大麻烦涉嫌违规借他人之手；为股权出售卖个好价钱？向深圳国资委要一个高于市场的价、赚国资而不是市场的钱，这谈不上赚钱，况且华润还有那么多土地等项目在深圳，急功近利是赚还是赔还真不好说。

因此，华润在万科的黯然出局，说明了即便贵为央企，也不能随意妄为，更不能与市场上兴风作浪的资本投机大鳄扯得不清不楚，成为别人的遮挡与工具。更不必说华润的现行领导们只是国有股权的代理人，既不能利用权力中饱私囊，也不能滥用职权，意气任性。这可说是万科之争初始的首层意义。

当然，谈万科之争离不开主角宝能以及后来紧追者恒大。这就涉及保险资金和杠杆资金的使用以及上市公司收购的合法合规性问题。从万科之争伊始，保险资金和杠杆资金的激进使用就引起了巨大的争议。有人认为，法无禁止即可行，宝能把保险资金和杠杆用到极致，是人家财技高超，不应苛求。监管部门最初的检查似乎也得出了并不违规的结论。但当时很多人就指出，这种高杠杆的集中使用资金主要撬动的还是银行理财资金。所谓的基金或资管产品，往往做的不过是银行的对外通道业务，在目前银行理财产品几乎都是刚性兑付的情况下，隐藏着很大的金融风险。同时，如我当时在文章中指出的，保险资金入市投资股市是保值增值、分散风险增加收益的有效途径，当然应当值得肯定。但是用保险资金集中持有单一股票并进而配合实际控制人去收购控制上市公司，这不能不触犯风险管理、短钱长用和使用合规等一系列政策法规红线。

进一步的问题是，资本市场上是否就是简单奉行资金为王、赢者通吃？如果资金不问来路，靠金融投机、资本运作和杠杆财技就可以一夜暴富、成为名列前茅的福布斯富豪，而辛辛苦苦创造财富、创出品牌和干实体企业的人只是资本大鳄手中的玩物，随时都可以被掠夺、洗劫，那么谁还会安心辛苦创业，贫富的差距如何缩小，一个国家经济的基础还能稳固吗？保险公司与杠杆投机相结合在资本市场上兴风作浪，在法治健全的西方国家都不可能发生和允许，难道在社会主义市场经济中反而可以畅行无阻吗？因此资本市场必须有法治规

范和功能导向，不能将有规未依、执法宽弛的不正常当成不违规的通行证。对实践中出现的新问题要及时修补篱笆、完善规则，而不能放任纵容。对那些用各种隐瞒关联和代持方式违规控制保险公司、变相放大杠杆比例、涉嫌隐瞒一致行动关系、信息披露不真实的违法行为，必须监管到位，不能姑息养奸。故我当时指出，“纵容这些违法违规的现象发展坐大，我们就会承担更大的金融风险，而且可能影响市场和公众对全面从严治市的信心”。“看来，有关监管当局也要采取更加鲜明的态度和更强有力的措施，才能迫使相关涉嫌方幡然悔悟，回到遵纪守法的轨道上来，从而争取到社会危害最小的结果。否则一味姑息，最后的麻烦和损失反而更大。”

当然应当承认，当时确有不少人认为监管部门态度模糊和不干预是正确的，主张让市场自己去解决问题。一些人进而认为既然人家是利用监管的脱节和不作为、规则的漏洞打擦边球，这就说明本身并不违规，因而不必出手纠正。市场上更有人赞扬和崇拜资本大鳄这种高超的财技创新。的确，当问题还似乎仅仅出现和局限在万科这一家知名企业的时候，这种观点确实会有相当的市场。在我们多头监管的体制本身也存在推诿责任的空间时，就更是如此。但这些人也许没有想到的是，监管者可以警示观望，欲言又止，但尝到甜头的资本大鳄还会见好就收、不撞南墙也主动回头吗？

后来的情况正是沿着这个失控的方向发展。宝能把监管方谴责万科相关股东和管理层，对涉事方各打五十大板的动作看作是被最终放了一马的信号；把监管方为避免资金断裂、诱发局部金融动荡，默认宝能涂改遮盖九个杠杆型资管计划中的敏感条款，看成是自己借钱借到了大而不能倒，政府也有不愿惹火烧身的软肋；把拿到新的财险牌照看成是自己最终涉险过关、监管无牙的通行证，从而不顾有关监管部门的一再喊话，依靠万能险提供的源源不断的资金，在资本市场上不仅没有收敛，相反变本加厉，将股权相对分散、治理比较规范的实体优质企业纷纷列为自己去捞一把的可能猎物，致使许多知名行业龙头企业处于恐慌之中。所谓“搞再多年的实业赚不了几个钱，还是资本运作赚

大钱”的说辞在媒体上传得沸沸扬扬。最后在深圳市政府已被受命协调股东各方以促进万科企业健康稳定发展的时候，还被媒体披露漫天要价。显然，这样一再挑战监管底线，就不可能总是侥幸得手，以致终于被人称为触犯“天威”，沦为被整肃的对象。

带着自己的算盘来救场的恒大，也是好事没做两天，就见财起意，被传在A股和H股市场用各种马甲收购万科股票，自恃财大气粗、背景不凡，不听监管苦心私下警示和领导多方招呼，图谋火中取栗。后来甚至进而将此作为赢利模式，挟险资四处出击，快进快出，一时间为众人侧目。显然，资本投机大鳄这样横行无忌，搅得实体企业惶惶不安，且多靠保险资金激进经营、靠高风险高杠杆迅速做大规模，弯路超车，若不加整肃制止，势必劣币驱逐良币，形成不良示范。长此以往，大中型险企有样学样，金融机构也加杠杆刀口舔血，将与国家鼓励发展实体经济、金融去杠杆和在国内国际复杂环境下特别谨防金融风险的指导思想背道而驰。

正是在这个背景下，中央高层明确表态，不能放任资本大鳄兴风作浪、巧取豪夺、火中取栗。中国证监会主席痛斥“妖精、害人精”的言论震惊市场，保监会部署全面收紧保险资金激进融资渠道，严禁保险公司与实际控制人联手收购上市公司、明确对违规者顶格处罚直至停业停牌的严格监管。情势急变之下，涉事者纷纷立刻转向，充满无辜地称屈服软，似乎完全忘记了自己先前的气势和威风。

因此，回过来看，正是万科之争最早触发了保险资金和杠杆资金使用边界的广泛争论，集中暴露了保险资金使用、上市公司收购法规和分头监管的漏洞，从而大大推动了金融包括资本市场监管的全面强化和制度健全，并让人们提高了纠正脱实向虚的金融投机与防控金融风险重要性的认识，这是万科之争的第二层意义。

万科之争另一个引起特别多分歧与争论的是公司治理结构问题。公司治理的本质是公司控制权的分配。在古典企业中，老板既是所有者又是经营者，所

有权与控制权合一。但在现代股份公司特别是上市公司中，所有权和经营权控制权分离。上市公司的广大公众投资者几乎不参与也往往不关心公司治理，这样上市公司的控制权就很容易落到持股量较大的个别大股东手里。在中国的上市公司中，绝大部分是只持有少数股权的大股东掌控上市公司，成为上市公司的天然代表。上市公司的董事会、监事会和经营管理层往往只是大股东及其实际控制人的傀儡和道具。大股东就是上市公司的主人，实际控制人就是老板，经营者就是为这个老板打工，已经成了根深蒂固的成见。这样，当万科公司的管理层（其实他们本身也持有一定的股份，也是股东）不听命于大股东的号令，独立董事也不赞成大股东而罕见地发出自己独立的声音，就惹起了轩然大波。

不错，上市公司的管理层当然要对其主人或老板负责，但这个老板不是仅仅持有少数股权的大股东及其实际控制人，而是全体股东。同时，由于上市公司是公众公司，除了和为了要向股东负责，还必须向员工、客户、用户、代表社会利益的各监管方等利益相关方负责，否则作为最后剩余索取人的股东也会所剩无几。正因如此，上市公司治理才成为长盛不衰的课题和一门大学问。从上市公司治理结构的历史演变来看，虽然经理人支配与大股东支配都是流行模式，但应看到，经理人支配、所有者监督现已日益成为全球大型跨国公司主导型的治理形式。从一股独大走向股权多元分散也是资本市场发展的必然趋势。过去万科之所以被公认为治理结构透明规范的样板，就是因为其属于这种国际上很主流的模式。万科模式之所以能出现，主要是因为是在国资国企改革的大背景下，其原国有大股东华润大股不控股、支持不干预造就的偶然个案。这样在大股东华润因人事更迭、态度骤变之后，万科管理层还想捍卫这种模式，捍卫自己管理的独立性，就自然被很多信奉资本为王的人视为大逆不道。

因此，万科之争是一场广泛和深刻的关于公司治理的大众知识教育和普及。上市公司不应当仅仅是大股东的工具，全体股东而非大股东才是上市公司真正的主人；股东和相关利益者也有依存关系与制约；一股独大、一手遮天不是上市公司治理的常态，股权多元分散又能形成良好稳健公司治理结构，才是资本

市场法规体系建设健全完善的方向；公司管理层对全体股东及利益相关方有忠实、诚信义务；独立董事不是花瓶而应具有独立和独特的权利、功能作用，等等，这些过去长期被忽略被误解的问题，引起了经济学界、法律界、企业界、媒体乃至一般公众的强烈关注和热烈讨论。显然，公司治理的专业研究深化和知识大普及，是万科之争的第三层意义。

万科之争引出的最后一层更深的意义是关于国资国企改革。如我当时在文章中所说，万科长期以来其第一大股东是央企华润，多年来采取的大股东不经营、监督不控制的态度既使国资获利极其丰厚，也成就了万科这一被誉为业内标杆的上市公司。而正是因为华润新一届领导在万科股权控制权之争中令人不解的摇摆和反复，使华润既丧失了大股东地位，又与万科管理层走向对立，也给万科的发展带来了极大的危机。因此，国资国企如何当股东，就不仅仅是万科的个例或特例，而是一个中国改革发展的大战略定位问题。

我国近 40 年的国企改革虽然有过各种探索和尝试，也取得了相当的进展，但直到今天之所以仍然是个极具挑战性的课题，从现象上看，是我们一直没有能解决从改革之初就提出的政企分开问题，因而国资国企滞后于整个经济体制从计划到市场的转变，仍然处于“一管就死，一放就乱”的两难困境。国企领导也是亦官亦商，身份尴尬，饱受诟病。从根本上说，这是我们一直没有搞清国家出资办企业究竟是为了控制还是为了盈利。如果是为了控制，那么政企分开既不可能，也无必要。历次改革文件提出的政企分开的目标就是不可能完成的任务。国企上市也会造成目标多元冲突，导致市场功能紊乱。如果除少数特殊功能企业以外，办企业是为了盈利，那么资本回报就是主要的考量指标。控制干预就不仅没有必要，而且会破坏市场的公平竞争从而市场效率。这样，立法和法规就要营造经营者支配、所有者监督、股权多元的现代企业制度发育的环境，使得公有资本与其他类型的资本能平等竞争并享有共融合作的混合经济形式。由于在资本形态上和现代企业所有权与控制权分离的公司治理结构中，各类资本包括公有资本并无代理成本的差异，可以实现与市场经济的有机结合。

而公有资本的收益可以直接用于社会福利，有助于缩小贫富差距，又不会有使用税收等再分配工具带来的资源配置扭曲与效率损失。从这个意义上说，国资改革只有走向资本管理和运营，国有企业改革只有在现代混合所有制的经营者支配、所有者监督的公司治理结构中才能真正完成，才能构建社会主义市场经济的微观基础。政府直接或间接控制管理企业即本质上还是国营企业的制度模式或者 MBO 即管理者收购的模式，都是所有者和控制者合一的古典企业模式，因而国资国企改革都不可能从中找到出路，而只有所有权与控制权真正分离、让经营者唱主角、受监控的现代企业制度，才是国资国企改革的方向。

因此，对于怎样打破国企改革兜圈子循环，解决国企改革政企本来无法分开又必须分开、真分开后又必须有市场化的激励与监控的两难问题，万科模式给人们提供了思路和启示。国有资产证券化资本化的运营可以用市场化的形式实现国有资本的配置效率；在所有权与控制权分离的现代企业制度中，给了具有企业家精神的经营者以长袖善舞的平台却不失有效监督和制约，又可以实现国有资本的使用效率，这是万科之争提供的更深一层国资国企改革的意义。

持续一年半有余，吸引了众多眼球的万科之争，终于在 2017 年初迎来了解决问题的曙光。原大股东华润以股权全部转让给深圳地铁而正式宣告离场；始作俑者宝能从频频举牌直逼全面收购、要求罢免全部董事到声明作为财务投资者支持万科健康稳定发展，态度可谓来了个 180 度的大转弯；企图后来居上者恒大则公开声明，无意增持万科，并有多方消息透露其已向深圳市政府表态一切听从安排。所有这些，被视为万科之争接近尘埃落定的信号。惊涛骇浪之后，万科公司无忧，万科模式似乎还可持续，本来应当是皆大欢喜或至少旁观公众值得庆贺之事。不过从各方的反应来看，似乎还没人真正高兴起来。据说主要因参与各方本身均存在若干问题和瑕疵，各自都有难言之隐，局外人也都有困惑不解之处。除了万科管理层算是暂时勉强惨胜之外，结果并非是体面的妥协和各方想要的东西。

这里最大的遗憾当然是如很多人指出的，万科之争的解决结果既非通过市

场本身达成均衡，也非因法规和监管自动引导形成的格局，而是在行政外力之下形成的逆转。故有媒体评论，万科之争谁输谁赢固然重要，但更值得关心的是万科之争将给中国商业生态带来何种影响，是榜样还是教训。因此，在万科之争的意义之外，究竟有些什么遗憾，确实有必要分析清楚。

不可否认，万科之争最后按照高层的意见，由深圳市政府出面协调，确实是有明显的行政性外力介入，否则，华润既不会轻易退出，宝能、恒大更不会一时间服软罢休。这种解决方式确实打上了当前这个特定发展阶段和宏观环境下深深的中国特色烙印。但这里的悖论在于，可以想见若无外力介入，按照许多人主张的政府不要干预，那就是放任监管者所说的“妖精和害人精”兴风作浪、火中取栗，将老老实实做实业的企业玩弄于股掌之间，洗劫跟风的中小投资者，高杠杆高财技高惊险，玩成了自己财富成倍翻番，玩砸了是社会承担金融风险，那样的结果虽然符合了一些人市场说了算的政治正确理念，却给经济和社会带来巨大伤害和隐患，孰轻孰重，显然不难衡量。我们要明白现代证券市场是按照法规塑造的规则博弈的，不同的规则导向会产生完全不同的市场说了算的结果。如 A 股过去长期在控制 IPO、鼓励所谓资产重组规则下，中小盘乃至垃圾股股价被炒上天是市场说了算；改变规则导向，限制炒壳重组，壳资源股价将归零也是市场说了算。这说明在改革和建立合理规则的过渡期，我们不能简单排斥一切政府干预。因此，我们还不能因为有了“外力介入”，就矮化了约束投机资本兴风作浪的意义，就遮蔽了监管归位到位的意义，就抹杀了万科模式得以幸存的意义。从这个角度说，值得遗憾的并非最后的外力干预，而是那些本来可以避免的一系列失误和漏洞为何一再得不到有关参与方的纠正和修补，为何规则和制度没有发挥主导作用，以至最终只能靠政府干预才避免了最糟的博弈结果。

会有遗憾的首先当然是万科管理层。2016 年年初我接受媒体采访时就说过，万科这次面临的危机首先来自万科管理层自身的懈怠和失误。因为经营者支配的万科模式在国际上虽然很普遍，但在中国 A 股上市公司一股独大、大股东说

了算的生态环境中是罕见的异类。过去的延续主要依赖大股东华润的开明，具有相当的偶然性和脆弱性。万科管理层在长期成功后有些飘飘然，对保证经营独立性的平衡股东结构在长时期中重视不足，对大股东也明显尊重不够。而在大股东因人事更迭态度变化、野蛮人敲门的情况下，又应对失当、出言轻率，使自己日益被动。虽然万科目前似已涉险过关，但事情并未结束，各种隐患仍存。万科管理层的代表人物王石一再说，自己个人的去留不重要，关键是能使万科文化和万科模式得以持续和发展。然而，由于在过去的历史条件下缺乏对创业和创新企业家的制度保护，加上他自己的选择、失误和风格客观上也增加了万科之路的艰难，万科模式的未来应该说也在未定之天，这是不能不令人感到遗憾之处。

其次不用说是华润及其领导人。作为声名显赫的央企及受任管理巨额国有资产的代理人，对自己旗下的行业标杆和管理领先的企业，仅因各种琐碎过节，竟与敌意举牌者走到一起，联手指控万科为“内部人控制”，让这家管理历来为人称道的优秀龙头企业，沦落为众人馋涎抢夺的唐僧肉。自己的各种涉嫌违规和逻辑混乱的举动引发高层干预、社会围观，既有损这家有着光荣历史央企的声誉，也增加了监管执法的复杂性。这实在令人惋惜遗憾。

再次，恐怕也是最主要的，是法治的滞后与监管的脱节和不到位。应当说万科之争真正让人觉得困惑和不畅，总感到缺少了什么的是法规的缺失与监管的若即若离。从宝能举牌伊始，各方面对宝能的高杠杆和保险资金的使用方式就有诸多质疑，但据说调查的内部结论是其行为擦边而不违规。2015年年底保监会领导公开批评大股东将保险公司当作融资平台的问题，给人的感觉似乎宝能的做法又涉嫌违规越线。本来违规就当纠正，不违规那就是可行。监管层这种警告喊话而又不明确划线执法的情况长期伴随着万科之争的进程。2016年7月万科控制权之争进入高潮，宝能还获批了新的财险牌照，姚振华担任前海财险董事长任职资格被核准公告，似乎一切已尘埃落定。其间万科长期持股的小股东对宝能、华润涉嫌违规的实名举报也是泥牛入海。另外据称恒大系用各种

马甲在 A 股、H 股大量收集万科股票，在媒体和市场上传的沸沸扬扬，也未见有任何公开查处和追究。但到了 2016 年 12 月则风云突变，“妖精、害人精”的谴责令形势全面逆转，对资本大鳄的声讨更是声势浩大。但这当中究竟谁违了规，违了什么规，该担什么责，人们迟迟不得要领。这样连当事人都似有委屈，旁观者自然有遗憾之感。

当然也许可以注解的是，万科之争伊始，争夺的就是全国知名的行业龙头企业，主角既有级别很高的央企华润，又有手握多个金融牌照、能量极大的潮汕系知名企业宝能，其间还有风靡收购市场的安邦保险插足，后来者更有规模名声了得、扶贫和足球都搞得很转、背景莫测的恒大。故从万科争夺战开始，就有各种“野蛮人”卷入和阴谋论的传言扑朔迷离，让人真假难辨。而且涉入企业的资金杠杆高、负债规模大，稍有不慎就可诱发局部金融风险，这些或许都是分头监管的相关部门欲言又止、出手忌惮的原因。但事情的最终发展表明，只要立足全局，力行大道，事情的逻辑并不复杂，各种兴风作浪的流言和妖风并成不了阳光下的主流。如果我们的各监管部门从一开始就统一协调、依法治市，严格依规则办事，有漏洞也是及时修补规则，让市场参与者明确规则界限，言出必有据，师出必有名，这样受罚者无话可说，参与者和旁观的大众都会受到教育，哪里还有什么遗憾之说呢？

其四，关起门最感遗憾的恐怕是似乎被贴上“妖精”标签的宝能恒大一族。我在最初的文章中说过，“宝能迄今也算个很成功和很大规模的民营企业，奋斗到今天肯定也来之不易，应当有所珍惜和节制……不能投机心太重，更不能觉得自己一时得势就忘乎所以，以为就可以战无不胜、横扫一切了。利令智昏的结果往往会搬起石头砸自己的脚”。恒大进入时我也评论过，说其是打着自己的算盘来万科救场。这两家都是身手不凡，开局一招即奇兵制胜，然后就开始忘乎所以，攻城拔寨，收不住手了。结果人算不如天算，到头来还要犯愁如何全身或瘦身而退之策，并又似乎被戴上了“妖精”“资本大鳄”的帽子。其实，“因嫌纱帽小，致使锁枷扛”，这是许多人的前车之鉴。如果自己的贪欲总是不断膨

胀，不出事不停手，那最后就必然出事，而且出事越晚，往往跟头摔得越大。所谓金融家与资本大鳄只有半步之遥，希望有关当事人这次能真正学到一课，亡羊补牢，犹未为晚。

最后，也许正是因为以上的这种种复杂原因，万科之争对于市场和社会的最大遗憾恐怕是其吸引了如此高社会关注度和经历如此长时间的持续讨论，最后达到的共识并不很多。诸如对万科模式的认识，对上市公司治理中的大股东与经营者各自的功能作用，对资本市场收购兼法规的修订包括上市公司收购和反收购者各自的权利和适用规范，更不用说对现代公司治理结构的国资国企改革意义，人们的认识还有很多盲区和诸多分歧。这也折射了我国的上市公司治理、国资国企改革和资本市场发展来日方长，还会有许多曲折和挑战。对于这种历史发展阶段的局限，就不是人力可以强求的了。

至于在万科之争中由于我自己一时冲动的卷入，既招来了一堆要求有关部门查处追责的投诉，也在社会上引起了对独立董事身份作用毁誉参半的评价，作为个人来说，本来无足轻重。而且如我后来回答朋友询问时所说，虽然当时奋笔疾书未及多想，但若事情重新再来，我想以我的性格还是别无选择，无怨无悔。当然如果有人以此为鉴，得出结论说独立董事与其招惹是非，不如随大流当个花瓶，那就反倒真成了一个遗憾了。

尽管有着这些不足和遗憾，如前所说，万科之争几经曲折，最终走到今天这个看来有惊无险的结果，特别是它多方面的重大意义远远超过了遗憾。人们对其多重意义的认识也会随时间而深化。相信万科股权控制权之争作为题材难得如此丰富的经典案例，会载入中国上市公司治理和资本市场风云的历史史册，成为人们可以长期受益的宝贵教材。

目 录

- 作为独立董事在万科董事会投票立场的说明 / 001
- 为公众股东争取发言和表决权利的投票 / 009
- 没有人能够一手遮天 / 018
- 大股东就是上市公司的主人吗? / 027
- 万科的独董丧失了独立性，还是首次体现了独立性 / 038
- 万科之争的公司治理和国企改革意义 / 056
- 怎样建设一个强大的资本市场 / 072
- “宝万之争” 考验市场主体与市场生态 / 090
- 万科之争大事记 / 101

附 录

- 美国公司治理 / 175
- 德国公司治理 / 240
- 日本公司治理 / 311
- 法国公司治理 / 354
- 中外对比 / 397