

万科 18 亿增持能否吓退“野蛮人”？

■ 吴黎华 高伟 报道

在即将打通香港市场之后，万科正在竭尽全力地高筑城墙来抵抗徘徊在门前的“野蛮人”。然而，在房地产下行周期大势已定的今天，万科这种程度的抵抗到底能否彻底打消潜在收购方的觊觎之心仍然难以预料。

“野蛮人”还是“稻草人”

所谓徘徊在万科门口的“野蛮人”，到底是一场迫在眉睫的危险，还是万科管理层自己制造出来的旨在提高内部黏性与凝聚力的幻影？

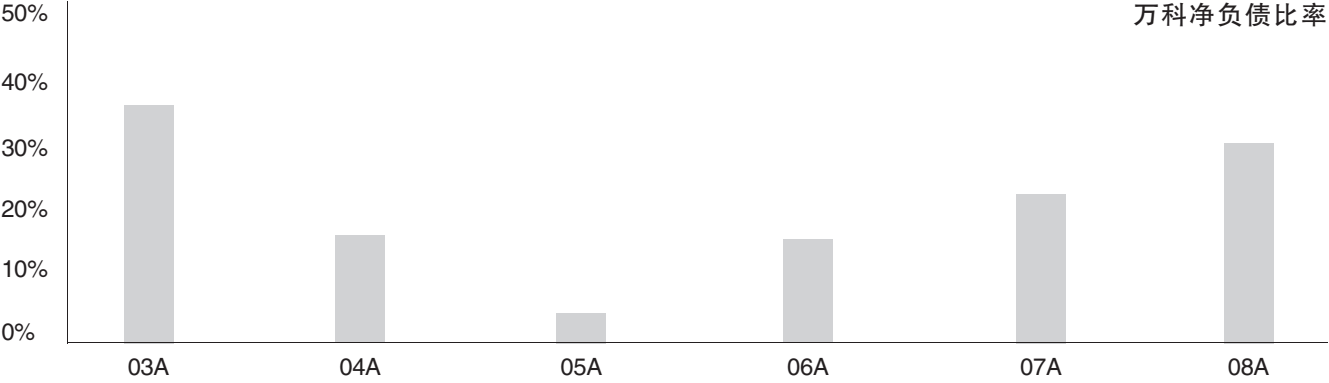
在今年 3 月中旬的春季例会上，万科总裁郁亮曾重提 20 年前著名的“君万之争”，并透露近期已有若干家机构前来“联系”[举牌]。郁亮担心地说，“目前万科股价很低，买下万科只需 200 亿元。在这个情况下，‘野蛮人’来万科敲门是很正常的，他们会怎么行动呢？如果能成为大股东，获得绝对控制权，这是最简单的，如果不能获得绝对控制权，可以通过股东大会、董事会来捣乱，比如投反对票、利益要挟等等。”

从二级市场的股价来看，截至 6 月 19 日收盘，万科 A 收报于 7.99 元 / 股，总市值为 880 亿元，市净率为 1.28 倍。自今年 3 月份以来，万科 A 股价已经累计上涨了 18.90%。从这个角度来看，即使门口真的有“野蛮人”徘徊，现在想要通过二级市场的收购获得万科的控股权也需要付出更大的代价。考虑到这种收购本身会带来的股价波动，“野蛮人”将付出远远超过此前的代价。从某种意义上来说，郁亮的“野蛮人威胁论”已经在一定程度上达成了目的。

那么，这个“野蛮人”到底存在吗？众所周知，万科的股权极度分散。数据显示，截至一季度末，万科的前十大股东合计持有万科的比例仅有 22.72%，其中，华润股份持有 14.94%，为第一大股东，除此之外，前十大股东中，仅有自然人刘元生持有 B 股的 HTHK/CM G FSG U FP 持股比例在 1%以上，除此之外的其他 7 家机构，持股比例均不足 1%。按照 6 月 19 日的收盘价格，如果某个“野蛮人”要在二级市场上实施恶意收购的话，要成为第一大股东，仅仅需要 132 亿元人民币的价格。相对于这个价格水平，毫不客气地说，觊觎万科控制权的“野蛮人”绝对不在少数。

另一方面，5 月 22 日，万科发布公告，香港联交所原则上批准公司 B 转 H 方案。经过一年多的努力，万科 B 转 H 方案即将进入最终的实施环节。截至 2014 年 5 月 23 日收市时，万科已发行 B 股总数为 131.5 亿股，占总股本的比例为 11.94%，B 股市值约 160 亿港元，超过大部分香港上市企业市值。截至 5 月 7 日收盘时，万科超过 93%的 B 股由境外投资者持有，90%以上由境外机构投资者持有。

可以想象，一旦未来在港股上市以后，万科所要面临的“野蛮人”就不仅仅是境内的了。业内人士分析，H 股的上市，也给海外投资者提供了收购的窗口。比如老牌杠杆收购基金 KKR 就喜欢收购万科这样的标的物。一是低估值、低市盈率；二是管理层牛；三是现金流很强；四是变卖的



家当有很多。

君万之争旧事

郁亮所提及的“君万之争”，虽然已经过去整整 20 年的时间，但对于万科的管理层来说，却是一个始终挥之不去的梦魇与警示。

1994 年 3 月 28 日，深圳市新一代实业有限公司等 4 家万科主要股东授权君安证券有限公司作为财务顾问。3 月 30 日，君安代表新一代公司、海南省证券公司、香港俊山投资有限公司和创益有限公司（4 家共持万科股份占其总股本的 10.73%）召开新闻发布会，向万科全体股东倡议：对万科产业结构及董事会作重大改组。

虽然名为“倡议”，但在万科彼时的管理层看来，这更像是一场精心策划的争夺万科控股权的“突袭”。“君万之争”当天，王石得知君安将在当天下午 3 点有所行动的之后，在 30 分钟内与在美国、加拿大、北京、青岛等地的 13 名董事取得联系。王石向万科最大的股东——国有股发出了求援。3 月 30 日，君安代表部分万科股东举行新闻发布会后，万科两次向深交所提出停牌申请，并就有关情况予以公告。深交所也接受其申请，使其 A 股停牌两天，B 股停牌一天。

3 月 31 日上午，万科在位于深圳罗湖区水贝工业区的公司总部举行情况说明会。时任万科财务部经理的郁亮宣读了张西甫授权王石代表“新一代”的声明，称君安以“新一代”的名义在新闻发布会上公布《告股东书》和《改革倡议书》是不对的，并宣布取消君安财务顾问资格。君安则认为，万科复杂的多元化经营结构分散了公

司的资源 and 决策层的经营重心，已不能适应现代市场竞争。对此，倡议书提出了收缩其他业务，扩大主营项目比重的具体措施。

4 月 4 日，深交所副总经理柯伟祥约见君安证券公司总经理张国庆和万科董事长王石，张国庆和王石接受了此次“调停”，“君万之争”最终以握手言和告终。

20 年过去后的今天，万科的处境与当日颇为神似：在房地产整体下行的大背景下，今年一季度，万科归属于母公司股东的净利润为 15.30 亿元，同比下滑 52.3%，营业收入则大幅下滑了 32.16%。万科总裁郁亮更是声称，中国房地产行业的“黄金时代”已经结束。2009 年 11 月，郁亮高调宣布新战略，万科未来将加大持有型物业的储备，并将陆续推出养老物业、酒店及商业配套等多种物业类型，住宅与开发持有物业比为 8：2。在今年 5 月 26 日的记者会上，郁亮虽承认住宅是万科的最主要业务，但同时也描述了一个多元化的生态系统。然而，王石反对万科多元化早已在行业内众所周知。

值得想象的是，在现在房地产整体下行的大趋势下，会不会如 20 年前一样，有某个类似君安的“野蛮人”跳出来反对万科的多元化战略，并借此实施恶意收购呢？可以想象的是，面对目前地产的低迷行情，许多小股东可能乐于见到这场收购引发的上市公司股飙升。

半月增持 18 亿 浮亏已近亿元

今年 4 月 23 日，万科召开了合伙人创始大会，共有 1320 位员工率先成为首批万科事业合伙人。与此同时，万科开始筹

备事业合伙人持股计划。所有事业合伙人均签署了承诺书，将其在经济利润奖金集体奖金账户中的全部权益，委托给盈安合伙的一般合伙人进行投资管理，包括引入融资杠杆进行投资。而盈安合伙的第一次投资行为，选择的的就是购买万科股票。

5 月 28 日，代表全体万科事业合伙人的盈安合伙首次以约 3 亿元在二级市场购入 3584 万股万科 A。为了加大购买力度，盈安合伙引入了融资杠杆。根据公告，盈安合伙此次购买万科股票的资金中，一部分来自事业合伙人集体委托管理的经济利润奖金集体奖金账户，剩余为引入融资杠杆而融得的资金。盈安合伙表示，基于投资判断及对公司未来持续稳健发展的强烈信心，未来将继续在二级市场购买万科 A 股股票。

据了解，盈安合伙此次购买公司股票的 3 亿资金中，约三分之一来自于集体奖金账户，其余部分则来自于融资杠杆。万科 2013 年报显示公司已提取尚未分配给个人的经济利润奖金余额为 100.5 亿。按此杠杆比例估算，盈安合伙未来可用于增持公司股份的总金额约为 30 亿，按当前股价估计，可增持公司股份 3.75 亿股，约占公司总股本的 3.4%。

WIND 统计数据显示，自 5 月 28 日以来的短短半个月中，盈安合伙已经连续六次对万科股票进行了增持，累计增持万科 A 2.11 亿股，占总股本的 1.92%，平均交易价格为 8.42 元 / 股，累计增持市值为 17.79 亿元。按照上述杠杆比例，盈安合伙可用于增持的资金已经耗费过半，并且已经在事实上形成了浮亏，浮亏金额达到了 0.91 亿元。考虑到杠杆融资高达 8%左右的年利率，在过去的半个月中，盈安合伙付出不小。但这个程度的增持，能否吓退在门口的“野蛮人”，仍然难以预料。

（接 1 版）我写了几句顺口溜献给潘自航教授及千千万万个癌症患者：

自古病魔逞凶狂，
华佗在世亦无方；
万民企盼仙人露，
岁岁年年望断肠。
忽如一夜春风降，
驱走病魔见阳光；
自航灵丹宝中宝，
造福人类功无量。
20 多年过去了，李广智仍然健康！

吉林联合大学闾桂萍老师给潘自航来信说：“我患了全颌下腺癌、脑膜转移癌，剧烈疼痛折磨得我死去活来，我写了遗书，准备到松花江边去自杀，正当这时，同事杨老师劝阻了我，他说：“我妹夫患胰腺癌肿瘤 6 公分，服用自航牌灵芝孢子粉四个月，现在已红光满面的上班了”。当晚，我和爱人到杨老师妹夫家中，问明了情况，立即到北京买到自航牌灵芝孢子粉，服用三个月，现在完全康复上班了！在这充满爱的世界上，活着该有多美好！”

安阳市郊区农行副行长申保林 2005 年 9 月胃癌手术，肚子上的刀疤一尺多长，后淋巴转移，有幸吃上自航牌灵芝孢子粉，彻底康复后，多次写信潘自航，并将动手术留下的刀疤照片、转移后和康复后的病历全部送给潘自航，为感谢救命之恩，申行长赠诗一首：

自古灵芝称仙草，
可叹仙草极罕少；



● 中共中央纪律检查委员会干部武风云和丈夫王中伟先生在潘自航办公室

先生奇人立奇志，
加工提炼成药品。
更有灵芝孢子粉，
自航起飞鹏程远；
仰望灵芝出国门，
百病能祛有奇效。
踏遍青山也难找，
人工培植种仙草；
疑难杂症攻克掉，

医治癌症效果好。
在华佗人称道，
成为世界药瑰宝。

北京科技大学医院医生王延京给潘自航教授送来感谢信：“我外婆刘秀珍 89 岁时昏迷十天，针药无效，我们已经失去信心，无奈准备后事，寿衣、冥纸、孝服都已准备好。对于服用自航牌灵芝孢子粉也只是慰藉晚辈的一份孝心，并没有抱太大的希

望，没想到奇迹出现了，十天米粒未进的老人能吃东西、会说话了，第二天、第三天……手脚能动，能翻身、能大小便……日渐好转，醒来的第十五天，已经能用筷子夹花生米了，太神了，我们全家五十多口人齐声向您们致敬、致谢！孢子粉是灵丹济众生，保康健救老人获重生，感谢自航赐福、赐寿、赐平安！”

（转 4 版）

玉航观察·肖玉航专栏

“有进有退”是资本市场健康发展的关键

新一轮 IPO 发行已经拉开大幕，而从中国资本市场来看，未来股市的扩容仍将继续，股票供给是市场不断主题，但从市场健康发展来看，如果只进不出，不能体现资本市场“有进有出”的市场规则，那么这个市场无论规模多么庞大，最终将导致资源配套失效，经济结构扭曲、投资风险聚集，也无法体现风险投资市场优胜劣汰、自由竞争的运行原则。

从世界任何一个资本市场来看，上市与退市构成了一个重要的对冲，因为市场经济条件下，不可能所有的上市公司都要能够体现长期运行优势，企业竞争与行业风险导致的企业优劣循环，必将导致上市公司体现出上市与退市规则的触发，进而体现出有进有出的资本市场运行格局。

研究中国 A 股市场阶段进程来看，新股发行制度与上市公司退市制度，是资本市场中相互平衡的两项基础制度。随着新股发行通道逐步打开，资本市场的新陈代谢正在恢复。但是，近年来持续进行的退市制度改革，并没有形成真正有效的机制。

2014 年 3 月证监会主席肖钢表示，下一阶段退市制度改革的办法正在研究中，同时还拟于年内出台多层次市场间的转板安排，总体目标是建立市场化、多元化、常态化的退市机制。时过三个月，2014 年 6 月，证监会主席肖钢再次组织专家学者就改革退市制度进行了座谈，本次座谈的主要议题是“改革完善和严格实施上市公司退市制度”。可以说顶层管理方面已意识到建立有进有出的资本市场的重要性与复杂性。

实际上，对于退市制度，世界主要资本市场都有其严格的标准与规则体现，比如美国《纽约证券交易所上市规则》在第八章“暂停上市及终止上市”中明确退市标准；《纳斯达克交易所上市规则》第 5450 条规定了纳斯达克全球市场的上市除了满足“持续上市”的最基本要求，即股价不得低于 1 美元，且至少需要有 400 位股东；东京证券交易所《证券上市规则》第 601 条规定的 7 条摘牌标准；香港联合交易所《主板上市规则》第 6.01 条退市规定及《创业板上市规则》第 9.04 条退市等；这些退市制度与上市规则紧密相连，体现出境外资本市场对于股票上市与退市所形成的“有进有出”的一种平衡市场，让市场优化资源配置、打击欺诈发行与违规交易的法律严肃性。

事实表明，严格的退市制度对于资本市场的健康发展形成了标尺式的衡量，其并不会因为严格退市而使得整体市场出现崩溃。相反，其对于优胜劣汰机制与市场资源优化起到了至关重要的推动。

统计显示，自 1995 年至 2012 年，纽交所共有 3000 家左右公司退市，纳斯达克共有 8000 家左右公司退市，数量相当可观。从 2005 年至 2012 年，纽交所退市公司市值高达 3.1 万亿美元，而新上市公司市值仅有 1.3 万亿美元，退市股市的市值是新上市公司市值的 2.5 倍，如此之高的退市率，分化与退市共存使得市场投资者相对理性，市场建设相对健康稳定，风险与收益对垒，机构淘汰与发展共存。

值得关注的是，目前证监会提出自主退市引导，而作为资本市场必备的机制之一，退市制度实质上是保持市场资源的有效配置和强化市场自我纠错、公平竞争的体现。对此，我国上市公司与投资者还存在一些认识误区，总认为只有劣质企业才退市。其实，退市与否并非是衡量企业好坏的标准。在发达国家股市上，经营好的企业也可退市。比如 2007 年 9 月，德国化工巨头巴斯夫就从纽交所退市，其总裁贺斌杰称，退市的主要目的是“为了节约成本”每年可节约 500 万欧元的费用，并非是公司业绩出现什么问题。

历史数据显示，资本市场最为强大的美国市场，其退市制度相对有效而体现出严格的市场化、法制化特征，纽交所自主退市与强制退市的比例大约为 3:1，纳斯达克的这一比例为 1:1。这也符合企业生命周期理论，成熟期的企业自主退市，推动了美国股市行业结构的变迁，使股市能更好地反映实体经济结构。

从我国资本市场上市与退市运行来看，只进难出的情况非常明显。尽管近年来在主板、中小板、创业板等市场规则中提出了退市标准，监管层也多次提出“强制执行退市制度”的喊话，但一直难以有效落实。近期证监会表示将制定“有关改革完善并严格实施上市公司退市制度的规章”，并向社会公开征求意见。这也体现了建立有进有出市场的一个信号，但从运营与实际运作来看，依然任重而道远。

总体来看，资本市场上市与退市构成了运营结构的双向性，任何市场经济国家的股市都会出现优势与劣势企业，也会有这样与那样的违规产生，如何从规则与法律层面、引导退市层面，投资者充分认识层面等着手改善，直接关系到资本市场的健康运行。只有建立“有进有出”的资本市场体系，其才可能实现优胜劣汰、资源有效配置的资本市场作用，因此笔者认为，“有进有出”的运行规则是我国资本市场能否健康发展的关键。

（作者简介：资深市场研究人士，在国有企业、美资公司从事高级管理工作多年，并在证券公司、证券投资咨询机构执业证券市场研究 10 年以上，多年来在国内外主流媒体发表财经、证券从业资格等近 10000 篇文章，具有国家证券执业一级资格证书，研究方向为市场经济与证券市场策略、公司研究）