

# 治理现代化下对上市公司停牌思考

——以万科不对称停牌为例

衣梦涵

(南开大学 商学院, 天津 300071)

**摘要:** 自 2015 年 6 月股市下跌以来, 有超过半数的上市公司申请停牌以求自救, 使投资者承受了巨大的损失, 也扰乱了股票市场的正常秩序。本文以引起热议的万科不对称停牌事件为例, 结合万科集团在停牌前面临的内外部威胁对此次停牌事件进行了深入的分析, 认为“万宝之争”和盈安合伙的干扰是万科迟迟不复牌的两个重要原因。并结合这两个原因, 利用举例分析和对比分析等方法对公司内部的治理结构进行了研究, 认为万科集团内部存在股权过于分散、内部筹资困难、高层管理人员及事业合伙人权利过大等治理缺陷。在上述分析的基础上, 由小及大, 在治理现代化背景下, 对停牌上市公司给予治理建议, 认为上市公司应该从高效化、制度化、民主化三个方面对内部治理进行改进, 在公司章程中增加停牌约束、加强中小股东和监事会等角色在停牌事件中的参与程度。

**关键词:** 万科停牌, 治理现代化, 公司治理

**中图分类号:** F279.23      **文献标识码:** A

## 1. 引言

自 2015 年 6 月股灾发生以来, 多家上市公司采取停牌的方式以求自救。截至 2015 年 7 月, 沪深两市已有 1429 家上市公司申请停牌, 约占所有上市公司的 51%。虽然随着股市的逐渐回升, 停牌的企业有所减少, 但是仍然存在扎堆停牌的现象, 极大地损伤了公司治理的完整性, 且无论对于公司内部的股东还是外部的利益相关者来说都是一种不负责任的行为。而在众多的停牌事件中, 万科集团的不对称停牌引起了巨大的争议。

万科集团是我国资格较老、势力较为雄厚的企业, 其在 2015 年的销售额为 2617.7 亿元, 在我国房地产企业中排名第一。由于其稳定而持续的发展, 万科集团也成为了众多投资者投资的对象。因此, 此次停牌对于股市产生的影响不可小觑。

本文以万科不对称停牌事件为例, 从万科集团内部的利益关系、外部威胁等方面入手, 发现反抗宝能系的收购、维护盈安合伙的利益是本次长期停牌的主要原因。在此基础上, 本文对万科集团的治理结构进行了深入的分析, 发现此次停牌的两个原因皆是由万科集团长期的治理缺陷导致的。万科集团的治理模式是典型的创始人控制模式, 其股权过于分散, 且提出的“大股东——职业经理人——中小股东”的三方博弈模型和事业合伙人策略虽然具有一定的合理性但是并不符合我国目前的发展现状, 且长期坚持下去还会架空大股东的权利, 使企业失去大股东的资金支持, 导致内部融资困难, 很容易发生股权和控制权旁落的现象。

在上述分析的基础之上, 由个体到整体, 响应习近平总书记提出的“国家治理现代化”的号召, 从公司治理的角度给予我国停牌上市公司以切实可行的治理建议, 认为上市公司可从高效化、民主化和制度化三个方面对公司的治理结构进行调整, 一方面要精简公司出台危机应对方案的程序以增加企业的危机应对能力, 另一方面还要通过在公司章程中增加停牌约束、加强中小股东和监事会在停牌过程中的作用等方法提高公司停牌的难度。这些建议具有极强的适用性, 对于停牌上市公司未来的发展、维护股票市场的秩序具有十分重要的意义。

## 2. 文献综述

随着我国房地产行业的发展, 国内外对于我国房地产企业的公司治理, 特别是企业融资、股权结构和公司治理之间的关系的研究逐渐趋于成熟, 不少学者都曾从不同的方面对其进行

过探讨。

在房地产公司内部治理方面：Newell 和 Sieracki (2009) 等对房地产行业现有的公司治理原则进行了总结，探究了其对于企业价值的影响。<sup>[1]</sup> Bauer (2010) 等利用美国领先的公司治理数据库测试了美国上市房地产公司的治理绩效，并对其进行评级。<sup>[2]</sup> 陶新元 (2013) 以公司治理绩效评价理论为基础，运用层次分析和相关性分析等方法发现公司治理绩效对财务绩效表现具有较大的影响。<sup>[3]</sup> 彭中文 (2014) 等对 2003 到 2012 年我国上市房地产企业的面板数据运用固定效应模型进行了探讨，发现提高股权制度、提升股东大会和董事会的会议质量有助于提高企业的治理水平。<sup>[4]</sup> 胡敏 (2015) 以 187 家上市房地产公司为例，对影响的各种因素进行回归分析，发现企业的价值和公司的治理结构有着密切的关系。<sup>[5]</sup> 张红 (2015) 等运用因子分析法分别计算了反应公司治理和企业绩效的指标，发现企业治理状况和企业绩效成正相关关系。<sup>[6]</sup>

在公司治理和企业融资顺序之间的关系方面：黄珺,黄妮 (2012) 借鉴 Richardson 的投资模型对债务融资和企业投资治理方面的关系进行了探讨，发现债务融资可以抑制过度投资现象的发生。<sup>[7]</sup> 林宇 (2013) 等采用三阶段数据包络分析法对影响的变量进行研究，发现企业债务融资效率存在规模递减的现象。<sup>[8]</sup> 周玮,徐玉德 (2014) 发现投资性房地产采用公允价值计量有利于提高债务融资规模，延长债务期限，但是会降低债务资本的使用绩效。<sup>[9]</sup> 张红 (2015) 等人研究了上市房地产公司融资规模对投资行为的影响，发现债务融资会促进投资增长，而股权融资会减少投资。<sup>[10]</sup>

在公司治理和资本结构、股权结构之间的关系方面：金文辉 (2010) 等结合公司动态资本结构模型，发现金融性负债和经营性负债在房地产公司盈利能力较强并且比较稳定时能够取得较好的结果。<sup>[11]</sup> 唐小飞 (2011) 等分类探讨了不同股权结构公司的融资约束，并以此提出了针对性策略以优化公司融资结构。<sup>[12]</sup> 刘彤 (2015) 对上市房地产企业的股权结构和股利政策进行了分析，发现股权集中度和现金支付水平呈负相关。<sup>[13]</sup> 李佳姗 (2015) 等人发现公司的资本结构与公司价值、公司绩效之间都存在密切的关系。<sup>[14]</sup>

上述研究者都分别对房地产公司内部的治理进行了较为深入的研究，并将企业融资顺序、资本结构和治理联系在一起，但是研究缺乏时效性。本文在上述研究的基础上，结合国家治理现代化提出的新的要求，对房地产公司治理进行较为深入的分析。

### 3. 万科不对称停牌的事件分析

#### 3.1 万科不对称停牌的事件回顾

2015 年 12 月 20 日，万科称因为公司内部要发生和深圳地铁集团之间的重大资产重组，所以紧急停牌 A 股和 H 股，令持有其股票的投资者措手不及。随着停牌截止期的临近，万科多次发公告延迟复牌的时间，使此次复牌变得更加复杂。具体经过如图 1 所示：

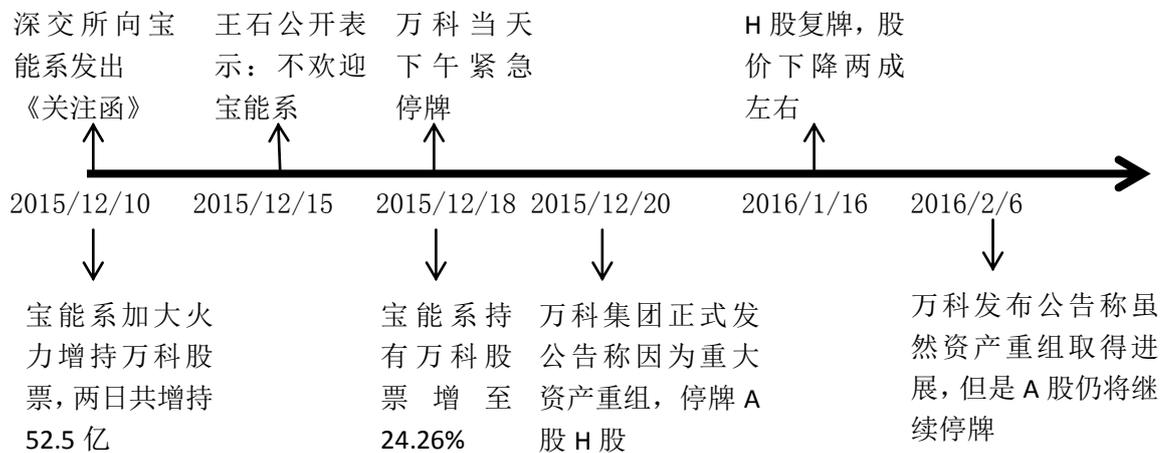


图 1 万科停牌事件过程

从上图显示的过程中可以看出，此次万科停牌事件实际上是在反抗宝能系对其的收购。事实上，在此次事件发生后，众多学者、投资分析家也将目光放在了“万宝之争”上。然而实际上此次停牌事件绝非偶然，早在 1994 年就曾发生过“君万之争”，万科就曾面临被君安收购的威胁，21 年后，万科再次被置于同样的境地。一次可能为“野蛮人”的行为，但是两次便绝非偶然，其反映出了万科集团内部治理结构长期存在的缺陷，提高其治理现代化迫在眉睫。

### 3.2 万科 A 股迟迟不复牌的原因

为了更好地给予万科集团内部治理建议，本文首先对万科集团的股权结构进行了分析，如图 2 所示，目前在万科持有较高比例股份的分别为宝能系、华润股份和盈安合伙。

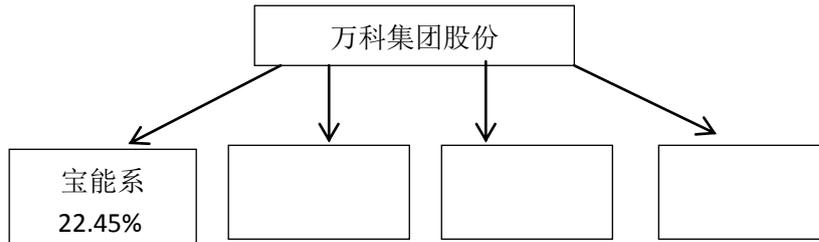


图 2 万科集团股权结构

虽然此次推迟复牌事件的主要原因是“万宝之争”，但是除了这个外部原因之外，还有其他内部原因促成了此次事件。由于万科集团内部治理结构的不合理，另外两个主要股东华润集团和盈安合伙都对此次事件负有一部分责任。导致此事件发生的具体原因如下：

#### 1. 盈安合伙内部操作

盈安合伙代表着万科集团内部 1320 名员工、8 名高级管理人员的利益，由于其增持万科股票的资金多来源于杠杆融资，因此盈安合伙在增持股票过后，便负有巨额的负债。如果 A 股复牌后的股价下降的程度和 H 股复牌后的相同甚至大于其复牌后，则盈安合伙将承受巨额的损失，造成严重的资金短缺。因此盈安合伙自然是希望 A 股越晚复牌越好，直接导致管理层在进行决策时受到干扰。

#### 2. 华润集团拒绝再次投资

作为原万科集团的最大股东，华润集团由于对万科集团执意向深圳地铁增发股票不满以及其他种种原因，除了在最开始短期的资金支持，之后便不在增持万科股票，退出了此次的“万宝之争”中，使万科集团陷入了内部融资的困境中。

#### 3. “万宝之争”

由“万宝之争”导致的停牌一方面是因为万科还没有和深圳地铁方面达成共识，另一方面则是因为以王石为代表的管理团队想在这个期间内耗减宝能系的资金。因为宝能系在采购期间筹集的资金多是采取杠杆方式筹得的，若不能尽快完成收购，则公司内部会出现资金短缺，干扰公司内部正常运行

总的来说，同样是由于重大资产重组这个原因停牌，H 股和 A 股复牌的时间却相差甚远，和深圳集团的资产重组已经不能够成为停牌的全部原因，真正使万科集团迟迟不敢复牌 A 股的应该是由于其公司长期治理结构不善导致的内地市场经营的内忧外患。

### 4. 万科不对称停牌反映出的公司治理的缺陷

#### 4.1 万科集团治理模式的特点

万科集团的治理模式不同于其他企业，具体可以总结为以下两点：

##### 1. 股权过于分散

作为万科集团的创始人之一的王石手中并没有持有大量的股票，股权十分分散，如图 2 所示，在“万宝之争”之前，作为万科集团最大的股东华润集团也才仅仅持有 15.23% 的股份。而在华润集团成为其大股东之前，集团内部几乎没有持有股票数量明显占优势的大股东的存在。

## 2. 三方博弈模型

万科集团为了能够保护中小股东的利益，形成了职业经理人、大股东和中小股东三方博弈的架构。职业经理人在保护大股东的利益的同时还要兼顾中小股东的利益，充分赋予了职业经理人权利。

这种独特的治理模式一开始受到了众多研究者的好评，认为该模式与传统的治理模式相反，能够充分给予中小投资者以保护，也确实赢得了众多投资者的信任。然而在我国目前的经济背景下，这种治理模式虽然看起来科学，但并不合理，很容易导致大股东和职业经理人之间的矛盾。

## 4.2 万科集团治理模式的缺陷

### 1. 股权过于分散导致股权旁落

高度分散化的股权结构导致万科集团缺乏应有的大股东支持，内部融资存在困难。“万宝之争”从根本上来讲就是资金之战，在面对宝能系收购的威胁时，万科集团并不能在其公司内部寻求资金支持，只能转向外界，向深圳地铁集团增发股票。但是根据优序融资理论，内部融资才是最优的融资方案，从这就可以看出公司内部治理的不合理性。如若万科集团日后仍不能改变股权分散的治理结构，则公司的实际控制权仍岌岌可危，被收购的风险便仍然存在。

### 2. 集团内部利益关系过于复杂

相对于其他企业，万科集团内部的利益关系较为复杂。为了维持经营层的控制地位，万科集团出台了事业合伙人制度，即集团内部的管理层可以通过跟投、股票机制和事件合伙等方式持有万科集团的股票。这种制度虽然在一定程度上激励了员工，但是并没有解决根本问题，经营层的持股比例仍然很低，没有起到防止恶意收购的作用。相反，加上公司本身的三方博弈模型，高层管理人员很有可能会捆绑中层管理人员以及中小股东的利益，加大其在董事会的发言权，从而支持有利于自己利益的政策。这就使得公司在决策时利益目标复杂化，不仅仅要照顾股东的利益，还要同时兼顾代表员工和中小股东的事业合伙人的利益，当两者发生冲突时，便会给企业带来负面的影响。

2015 年 6 月份，万科集团提出百亿回购计划，然而最后仅仅成功回购了百分之一。在这其中，高层管理人员为了维护自己事业合伙人的利益，阳奉阴违地执行股东的决定对这次失败负有不小的责任。而此次延迟复牌事件，也有一部分是因为代表万科合伙人利益的盈安合伙的有意推迟。可以说，万科集团提出的合伙人方案和三方博弈模型并不完善，其本身就存在治理上的缺陷，从长期来看不仅加大了公司内部的协调难度，还使其离股权集中的目标越来越远。

### 3. 创始人控制公司治理模式

万科集团是典型的创始人控制公司模式，虽然王石手中的股份占比并不是最多的，但其确实是企业的控制者。此次万科集团如此强烈地反对宝能系对其的收购也有一部分是因为王石对于宝能系的私人情感。而以王石为代表的万科高层管理人员对于本次停牌采取的“内外部威胁一天不解决，就不会复牌”的态度，以及相应的解决办法都体现了其雷厉风行、强势的治理风格，大都为治标不治本、过于依赖外部因素甚至极端的方式，缺乏针对内部治理的改进和对内部因素的重视程度，例如：

#### (1) 毒丸计划

毒丸计划采取对原有的股东先增发优先股，后转成普通股的方法。这种方法虽然稀释了

宝能系持有的股票比例，但却容易通过股权转让增加股权分散的程度。并且就目前的形势来看，该方式成功与否还取决于持有股份 5%的安邦保险是否愿意参与此次股权之争，以高价增持股票。

### (2) “德赢计划”和“金鹏计划”两项资产管理计划

占万科总股本 7.79%的“德英计划”和“金鹏计划”两项资产管理计划都有盈安合伙的参与，虽然万科集团拒绝承认，但是这两项计划确实是针对“万宝之争”的一条策略。但此举再次增加了盈安合伙在企业中的地位，削弱了大股东的地位。

### (3) 依靠深圳地铁公司

此次化解危机最主要的方式就是向深圳地铁公司寻求融资，然而在这个过程中，万科集团一直处于被动的状态，二者的洽谈势必要以万科做出利益上的妥协为结果，成功与否仍然依靠深圳地铁公司的最后决策，且深圳地铁很有可能成为万科集团在拒绝宝能系之后的新的控制权威胁。

从上述分析来看，目前公司采取的策略都过于被动，在损耗宝能系资产的同时也对自身的企业信誉和资金运转产生了十分消极的影响，这与企业管理团队的治理风格是分不开的。要想真正杜绝此类事件的发生，万科集团的管理团队还是应该从更加科学的角度出发，对其内部治理进行系统地整改。

## 5. 公司治理方面的改进建议

万科集团的治理结构从一开始的一片赞扬到如今的漏洞百出，是一个由短期到长期积累的过程，事实上，股市上任意停牌的上市公司都在治理上存在着一定的缺陷。因此上市公司要响应习总书记在十八届三中全会提出的“要推进国家治理体系和治理能力现代化”的号召，从高效化、制度化和民主化三个方面对企业的内部治理进行改革，具体改进的框架如图 3 所示：

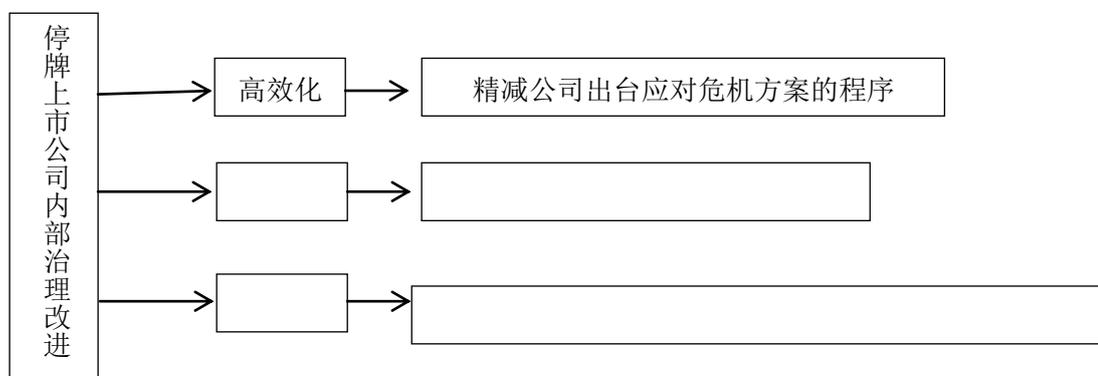


图 3 内部治理改进框架

在上述框架的基础上，本文对每一条治理建议进行了较为详细地阐述，使每条建议更具有可操作性，具体阐述如下：

### 1. 精简公司出台应对危机方案的程序：

上市公司本次任意停牌的主要原因是其在股市持续下跌的情况下寻求自保。大多数停牌的上市公司在股市开始下跌时没有把握住机会及时出台相应的应对方案。错过了最佳时机，公司之后出台的挽救措施效果就大打折扣，导致股价一跌再跌。事实上，能够成功上市的公司必定拥有较为优秀的管理者，当股市开始下跌时也能想出有效的解决措施，然而从措施制定出来到实施的时间却因公司而异，部分上市公司内部存在着较为复杂的审核程序，应对措施在层层提交、层层审核、层层批准的过程中便错过了最佳的时机。

因此，上市公司特别是规模较大的公司可以在内部设立两条审查程序，一条是日常工作中的正常程序，另一条是在较为紧急的时刻，应对措施可以直接提交到董事长，审核过后立刻实行，以免公司错过最佳的时机，加强公司的危机应对能力。

## 2. 增加对公司做出停牌决策的约束

此次上市公司停牌之所以称之为任意就是因为大多数公司缺乏具有说服力的理由。诸如公司内部存在重大资产重组，担心股民没办法承受其带来的股价波动的停牌原因过于主观和牵强。正是因为公司内部缺乏一个准确的标准，才导致可以停牌的程度受决策者的主观意愿决定，缺乏科学性。

因此，本文认为上市公司内部应该在公司章程中根据公司的具体情况各自设立停牌的约束，对于什么情况下才可以停牌要有一个较为明确的标准，如当公司资产重组比例超过多少，或者公司运营的亏损程度达到多少才可以停牌等等。只有公司在章程中明确规定了标准，才能使停牌更加制度化，管理层才有依据阻止决策者主观停牌的决定，减少上市公司任意停牌现象的发生。

## 3. 增加中小股东及监事会对公司停牌的决定作用

以万科为例的创始人控制公司在中国有很多，该类公司最大的特点就是一切决策都以创始人一人的喜好为准，“宝能系”对于万科的合法收购由于王石一人的不喜便导致了停牌的结果，这种治理方式是十分不合理的。

因此，本文认为，对于停牌这种重大的决策，上市公司内部应该征询更多公司参与者的意见。首先，公司停牌受到影响最大的就是公司的股东，除了大股东之外，公司还应该充分尊重中小股东的意见，加强中小股东在停牌中的决策地位，而不仅仅是在停牌决策发布之后单方面告知中小股东。其次公司内部的员工也会因为停牌事件而受到影响，因此也应该加强代表职工利益的监事会在停牌中的地位。总的来说，停牌不仅仅是决策者一个人的事，而是和公司所有参与者的利益相关，只有加强这些利益相关者在公司停牌中起到的作用，才能够有效避免任意停牌事件的发生。

## 6. 结论

万科集团独特的治理模式虽然在一开始受到推崇，被认为是先进的、科学的治理模式，但是当公司发展达到一定规模后，这种模式的弊端便开始体现出来。真正的治理科学化不仅仅要追求先进，更要和环境相适应。同一套管理班子，同一套治理模式，在内地发行的A股就会面临被“野蛮人”强行收购的危险，而在香港发行的H股却没有此类事件的发生，就是因为其治理模式和外部环境的不同关系。因此，真正科学有效的治理模式应该因地制宜、因时制宜，根据不同的市场特点，不同时代员工的价值观采取不同的治理模式。就目前来看，万科集团的管理层应该转变其武断的管理风格，集中力量对内地市场的治理模式进行整改，加强股权集中，限制内部合伙人的权利，制定出真正符合目前经济背景的治理架构。

此次不对称停牌事件不仅对万科集团本身具有十分不好的影响，也同时警醒其他因内部治理存在缺陷而停牌的上市公司。在我国，上市公司主动停牌的主要原因不外乎重大资产重组和对外融资两点，但无论是因为什么停牌，都会给投资者带来损失、损害公司的形象，也正因如此停牌的企业在复牌时，其股票的价格往往会产生剧烈的波动，这种波动对于那些资产重组失败的企业来说是致命的。

因此，上市公司在停牌前应谨慎认真，拒绝任意停牌的现象发生；在停牌中应集中力量解决问题，尽早成功完成资产重组等重大事项，早日复牌；最重要的是在复牌后，要响应治理现代化的号召，对其长期自认为正确的治理模式进行反思，并从民主化、制度化、高效化等几个方面对公司的治理模式进行改进，尽早发现治理隐患，解决早就存在的治理漏洞。这对于提高我国上市公司的治理水平、推动国家治理现代化的发展以及维护股市的秩序具有十分重要的意义。

## 参考文献

- [1] Graeme Newell, Karen Sieracki. Global Trends in Real Estate Finance[M]. Wiley-Blackwell, 2009, pp:239-261
- [2] Rob Bauer, Piet Eichholtz, Nils Kok. Corporate Governance and Performance: The REIT Effect[J]. Real Estate Economic, 2010, 38(1):1-29
- [3]陶新元. 中国房地产上市公司财务与治理绩效评价[J]. 统计与决策,2013,28(07):56-60
- [4]彭中文,李力,文磊. 宏观调控、公司治理与财务风险——基于房地产上市公司的面板数据[J]. 中央财经大学学报,2014,33(05):52-59
- [5]胡敏. 探讨企业价值最大化下的公司治理结构——以房地产上市公司为例[J]. 时代金融,2015,21(35):299-300
- [6]张红,高帅,杨飞. 中国房地产上市公司治理状况与企业绩效关系评价[J]. 清华大学学报(自然科学版),2015,55(02):184-189
- [7]黄璐,黄妮. 过度投资、债务结构与治理效应——来自中国房地产上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2012,32(09):67-72
- [8]林宇,邱煜,高清平. 基于三阶段 DEA 的房地产公司债务融资效率研究[J]. 科研管理,2013,34(08):147-157
- [9]周玮,徐玉德. 投资性房地产公允价值计量对债务融资的影响——基于沪深 A 股上市公司的实证分析[J]. 证券市场导报,2014,23(10):41-46
- [10]张红,高帅,张洋. 房地产上市公司融资模式对投资行为的影响[J]. 财经理论与实践,2015,36(04):80-85
- [11]金文辉,张维,周彬,熊熊. 中国房地产公司动态资本结构研究[J]. 财经理论与实践,2010,31(06):67-71
- [12]唐小飞,康毅,郭达,刘海峰. 我国房地产上市公司融资约束比较研究——基于股权结构的实证分析[J]. 宏观经济研究,2011,30(05):70-74
- [13]刘彤. 我国房地产上市企业股权结构与股利政策关系研究[J]. 时代金融,2015,21(11):127-128
- [14]李佳姍,张建波,于胜楠. 我国房地产上市公司资本结构的影响因素研究[J]. 东岳论丛,2015,36(05):134-138

## The thinking of the suspension of listed companies under the modernization of governance ——take the asymmetric suspension of Vanke for example

YI Meng-han

(The business school of Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Since the stock market fell in June 2015, more than half of the listing Corporation applied for the suspension in order to save themselves, which made investors suffer a huge loss and disrupted the order of the stock market. This paper takes the asymmetric suspension of Vanke for example, combines the internal threats with the external threats of Vanke before the suspension and carries out an in-depth analysis on why this happened. It is held that the struggle between Venke and Baoneng and the Yingan partnership are the two main reasons. Then combine these two reasons, using for example analysis and comparative analysis to analyse the company's internal governance structure. It is found that there are a lot of defects of the corporate governance such as the ownership structure of Vanke is too scattered, the internal financing is difficulty, the excessive power of senior management and business partner and so on.

On the basis of the analysis above, governance suggestions for listed companies which are suspended is given under the background of modernization of governance. Listed companies should improve their internal governance from three aspects which are efficient, institutionalization and democratization. What's more they should increase suspension constraints in the articles of association of the company and strengthen the role of small and medium-sized shareholders and the board of supervisors in the event of suspension.

**Key words:** the suspension of Venke, modernization of governance , corporate governance,

**收稿日期:** 2016.06.30

**基金项目:** 2012 年国家自然科学基金重点项目(71132001) “我国集团企业跨治理与评价研究”、2014 年度教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(14JJD630007) “基金治理和基民利益保护研究”、2015 年南开大学亚洲研究中心资助项目

**作者简介:** 衣梦涵(1994-), 女(汉族), 吉林省长春市人, 南开大学商学院财务管理系本科生; 研究方向: 投资组合。Email: 934600688@qq.com