

PDF-CASE2016013

鄂武商控制权争夺战案例分析¹

案例正文：

摘要：本案例分析报告对国资系和银泰系关于鄂武商 A 控制权的争夺进行了分析，详细阐述了该并购的背景、动因、控制权争夺过程、银泰系并购失败后的市场和财务表现以及股权分置改革后国有企业面临的市场风险和应对措施。分析表明，控制权争夺战中，国资系主要采用联合一致行动人的方法进行反收购，而银泰系主要通过市场交易方式进行增持。在遭受了银泰系对鄂武商控制权的两次冲击后，国资系虽然保住了鄂武商 A 的控制权，但也付出了惨痛的代价。

关键字：企业控制权、反收购、国有企业

0 引言

作为我国国有企业产权制度改革的重要组成部分，股权分置改革降低了国有企业股权的集中度，推动了股权结构的多元化，同时也为非公有资本竞争国有上市公司的控制权提供了条件。随着越来越多的非国有资本成为国有企业的战略投资者，国有企业尤其是国有上市企业的控制权不可避免地暴露于市场竞争的风险之下。对于国有股东而言，企业控制权的转移已经不仅局限于主动的协议转让，同时也可能遭到被动的淘汰。非国有资本对国有企业控制权的争夺事件逐渐成为股改之后我国资本市场上新的热点。

本案例针对银泰系与国资系在 2006 年、2011 年关于鄂武商 A 控制权的激烈

-
1. 本案例由武汉大学经济管理学院周洋撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

争夺进行了分析。面对银泰系的两次收购，国资系迅速采取了一系列反收购措施予以应对。虽然最终守住了鄂武商 A 的控制权，但在此过程中也付出了惨痛的代价。同时，在鄂武商控制权的争夺战中，国资系运用了联合一致行动人的方式，而银泰系则主要采用市场交易方式。从本案中可以分析出国有股东的市场竞争中优势及其面临的约束。此外，本案还引发了关于国有企业如何发挥在国民经济中的主导作用的思考。

1 全面剖析——参与主体

1.1 收购公司——银泰系

中国银泰投资有限公司总部设在北京，主要投资的产业包括：房地产投资、大型商业百货业、能源产业及酒店业等，与国内外数百家客商建立了长期稳固的业务关系。目前公司总资产为 450 亿元人民币。其下属公司银泰百货集团，是以百货零售业为主营业务的百货零售集团。公司是一家外资企业，于 2007 年 3 月 20 日在香港联交所挂牌上市。银泰的发展战略为“巩固浙江领导地位、复制区域领先优势、面向全国连锁扩张”，始终都有向全国发展的目标，2005 年 10 月与美国华平投资集团签署了战略联盟合作暨投资协议。截止 2005 年 12 月，银泰在大连和重庆也开拓了市场，从 2008 年后，银泰将业务拓宽到了西安、湖北等地，正式开始全国连锁发展。

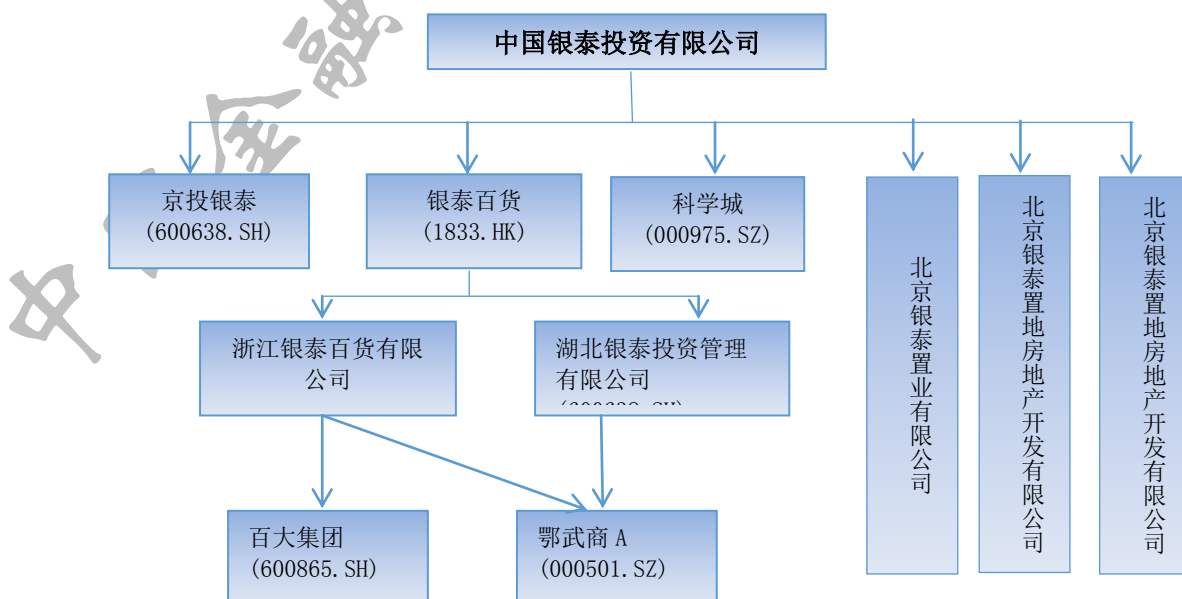


图 1 鄂武商与银泰系之间的股权结构图

1.2 目标公司——鄂武商

武汉武商集团股份有限公司(简称武商)是湖北省最大的商业零售企业之一。1986年,武商在全国同行业中率先进行股份制改造。1992年“鄂武商”(000501)在深圳上市,成为中国商业第一股,是全国最早上市的商业企业。拥有员工近3万名,属下拥有子公司、分公司14个。其中,先后与马来西亚、香港等国家和地区合资兴办了5家合资合作企业。鄂武商的主要市场在湖北地区,包括部分二线城市。其目标是在武汉做强,在湖北做大,努力实现中部地区崛起,为湖北与武汉的经济社会建设做出新的贡献。

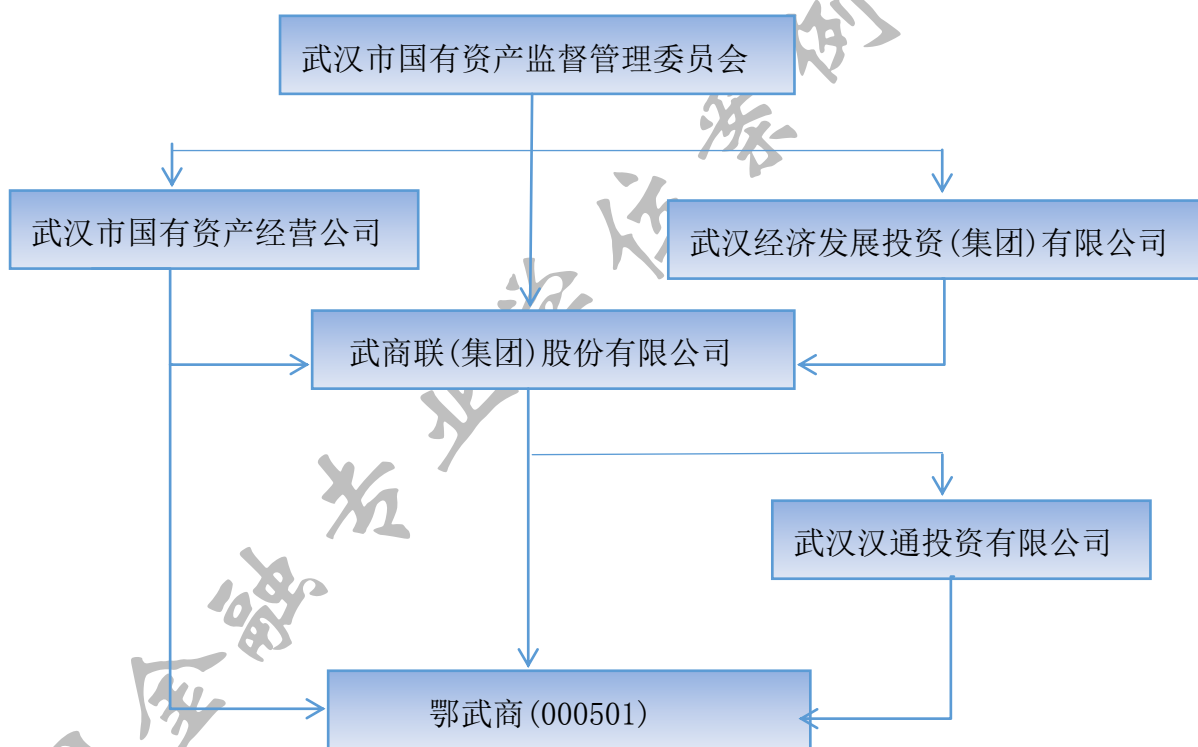


图2 鄂武商与武商联及其关联方的股权关系

1.3 武汉国有资产经营公司

武汉国有资产经营公司成立于1994年,注册资本12.38亿元,是湖北省首家综合性国有控股公司,代表国有资产所有者在授权范围内行使国有资本出资人权利,为武汉市国资委独资企业。公司控股包括中百,武商,中商三家大型商业集团在内的八家涵盖了金融投资地产医药等各类别的集团。

2 事出有因——动因分析

2.1 外因分析

2.1.1 宏观行业推动

我国零售业具有地区性、分散性的特点,除了极少数大型全国连锁零售公司,大多数是具有地方性特点的百货公司。随着中国经济的发展,发达地区的零售业发展速度逐渐超过其他地区,资本的累积驱使这些原先的地区性百货公司寻求进入和占领新兴市场。在这个大的背景下,一些东部沿海地区的百货公司开始寻求在内地增设分公司。然而,由于当地已存在规模较大的百货公司,选择直接进入市场往往会有较大的风险。这时,选择收购当地知名度和规模较大的百货公司会更具有可行性。

2.1.2 有利的政策环境

(1) 国企股权分置改革

股权分置改革是我国国有企业产权改革的重要措施。一方面,股权分置改革使得更多的民营资本进入国有资本,扩大了国企的规模,使得股权结构趋于多元化和制衡性,较好的解决了国企一家独大的状况;另一方面,改革也使得民营企业有机会在以往国家垄断行业里面占据一定的话语权。在改革的大背景下,更多的具有投资意愿的公司做出战略性的投资,响应中央政策的号召,参股将国企转换为混合所有制企业。银泰百货顺应大环境,做出了入股武商集团的决策。由于具有国资背景的企业往往具有更小的风险,同时武商集团作为一家在湖北地区具有较大影响力的知名企业,在市场占有方面具有较大优势。因此,作为民营企业的银泰参股武商,能更快的实现其战略投资乃至吞并的目的。

(2) 地方战略性招商引资

2004年上半年,武汉当局约谈银泰百货高层,希望具有雄厚资本实力的银泰百货公司能作为战略投资者进入武汉百货市场。根据原始构想,武汉当局拟将三家商业上市公司整合在一起。银泰出资5亿,成为新成立集团的二股东,参与到武商、中商、中百三家公司的管理当中。作为招商引资的回报,武汉当局会提供在税务等相关政策方面的优惠。虽然其后由于三家公司的股权分置改革尚未进行而使得该构想流产,但是当局仍旧鼓励银泰参与武汉市场,并提供相当的政策支持。

(3) 有潜力的投资环境

武汉作为交通运输枢纽，具有人口基数大，流动人口多的特点。作为中部地区发展最好的特大城市，武汉持续吸引了来自城市周边地区及相邻省份的劳动力。规模量巨大的劳动力，对于各种零售产品的购买有着极大的需求。进军和占领武汉市场，能够促使百货公司的销售业绩的上升，为公司发展带来极为可观的利润。除此之外，武汉地区零售业格局尚未成型，进入壁垒是银泰百货可以接受和突破的。考虑到武汉当时约 800 万的人口，以及与人口规模不成比例的商铺安置数量，进军武汉零售业确实有着比进入其他同等规模城市更大的前景。

2.2 内因分析

2.2.1 国资委为什么要引入银泰为战略伙伴？

2005 年，武汉市意欲整合市内三大商业上市公司，但困局重重。市政府希望可以借助外力整合。银泰百货的快速发展引起了武汉市政府的注意。武汉市高层领导曾经带领市国资委、商业局领导多次奔赴北京、杭州，到中国银泰和银泰百货考察。紧接着，武汉市长办公会议决定，将银泰百货作为武汉商业重组的战略伙伴之一。

2.2.2 为什么银泰想要获得鄂武商的第一控股权？

(1) 银泰百货战略发展的需要

为应对国内零售业的激烈竞争和国外零售业大举进入中国市场的新形势，进一步确立银泰百货的行内领先地位，银泰百货将按照“积极参与重组国营百货店，有条件开设新的百货店”的战略发展方向，通过自营式发展和投资式发展，打造商业旗舰，发挥规模经济，使银泰百货成为中国一流时尚连锁百货集团，并在亚太地区有一定影响力的地区零售龙头企业。

对于银泰来说，自己买地皮建商场的速度显然太慢，因而更愿意选择通过兼并收购快速扩张，在重要核心城市占据控制稀有的最佳商业网点，创造无法复制的竞争优势。鄂武商 A 是湖北省最大的商业上市公司，亦被称为“中国商业第一股”。入主鄂武商 A，即可迅速夺得当地商业霸主地位。

(2) 鄂武商 A 价值低估

鄂武商 A 处于武汉 4 大零售龙头企业之列。鄂武商 A 旗下拥有 5 家百货门店，自有商业物业经营面积 27 万平方米，其中的 3 家商场位置连成一体，构成武汉最重要商圈——汉口商圈的核心。此外，还拥有 29 家连锁超市以及 1 家电器连

锁企业。公司在 2005 年中国零售企业销售 100 强中排名第 27 位。

鄂武商 A 作为两市首家上市的百货类公司，在传统商业业态面临巨大挑战的市场环境下，鄂武商 A 积极转变经营战略，演绎了独特的商业经营模式，其经营的武汉广场、武汉商场和世贸广场已成为武汉市最大的购物中心群。目前，拥有购物中心、量贩连锁超市、家电连锁三大战略平台，公司旗下的武汉广场，多年来位居全国单体零售商场效益头名。

2004 年新管理层上任后，即在当年把坏账一次性提足，造成当年年报巨亏。但鄂武商 A 从那时候起，就开始“干净”了。公司从 2005 年开始恢复盈利，2006 年上半年的盈利已超过 2005 年全年的利润。同时相对应的，账面利润大亏的鄂武商 A，二级市场也是大跌。2005 年 4 月 22 日，鄂武商 A 的股价跌到了 2.02 元。这样在普通投资者眼中的亏损公司，却成为了银泰的香饽饽。

另外仅以商业地产而论，在上市公司的财务报表上，地产价值是以原值计算的。但目前鄂武商 A 所在的位置，是武汉当地的黄金宝地，仅地产升值一项，就有暴利可期。

(3) 整合区域商业资源，增强盈利能力

商业企业特别是连锁商业企业实际上是准金融企业，其凭借日益稀缺的渠道终端网络资源，占用供应商资金并将其作为无成本融资转作他用，进行资金体内循环实现盈利。于是，渠道价值高低成为决定商业企业盈利能力高低的关键因素。银泰百货以百货业态为主，2005 年之前主要集中在浙江省内，在未来商业领域竞争的焦点——渠道资源的竞争中并不具备突出优势。通过收购百大集团、鄂武商 A 等，银泰百货可在杭州、武汉的核心商圈占据优势渠道资源，并获得区域竞争优势，增强盈利能力。

(4) 收购可能性较大

在银泰系收购之前，鄂武商 A 的股权分布是较为分散的，第一大股东持股比例低于 30%。这为银泰直接通过二级市场举牌收购，从而取得控股地位提供了可能。同时 2005 年 4 月份是鄂武商 A 近几年来股价最低的时候，股市也正处于牛熊交替的时期。银泰从 2005 年 7 月份就开始大量买入鄂武商 A 的流通股，选择这样的时机开始收购，非常有利于减少银泰的收购成本。

(5) 银泰系资金较为充足

2005 年，银泰百货引入著名的美国华平投资集团作为公司的战略发展伙伴。华平间接参股银泰百货和武汉银泰后，银泰就有充足的资金进行收购活动，另外银泰借助中信信托的力量，变相获得融资，也缓解银泰部分资金压力。

3 冲突与谈判—鄂武商控制权之争

3.1 锋芒初露，遗憾收场

从 2005 年 7 月开始，银泰系旗下的武汉银泰和浙江银泰连续增持鄂武商。2005 年底，鄂武商股改方案提上日程，该方案非常有利于银泰方，因此银泰系加大了增股动作。在 2006 年的 1 月 10 日，银泰系的持股比例为 9.44%，同时银泰系还签署了涉及 1860.70 万股非流通股的股权转让协议。上述股权过户完成后，银泰方占鄂武商全部股份的 13.11%。而 1 月 23 日，湖北省国资委批复了武商集团关于股权分置改革的方案，方案中指出非流通股股东向流通股股东每 10 股送 3.5 股，至此，银泰系持股比例增加到了 14.72%。稳坐鄂武商第二大股东的位置。

与此同时，鄂武商第一大股东武汉国有资产经营公司持股比例将由 29.75%，降至 17.23%，再加上已皈依门下的武汉华汉投资管理公司的 2.43% 股权，银泰系的持股只比武汉国有资产经营公司低 0.08% 了，银泰系“坐二望一”已成事实。银泰系不满足于此，继续通过深圳交易所购入鄂武商流通股。截止到 12 日，银泰系共持股鄂武商 18.11%（包括华汉投资未过户给武汉银泰的 2.43% 鄂武商股权），成为鄂武商第一大股东。

事况紧急，4 月 12 日国资公司迅速回应：由于股权尚未过户，华汉投资所持有的鄂武 A 的 2.43% 股权仍在华汉投资名下。由于华汉投资为武汉国资公司的控股子公司，武汉国资公司实际持有鄂武商 A 19.66% 股权，仍为鄂武商 A 的第一大股东。随后，武汉国资公司起诉华汉公司，以资产保全为由将华汉公司持有的鄂武商 1232.2 万股股权申请司法冻结。虽然这是以华汉对国资公司存在欠款为由进行的，但这是国资方面已开始“阻击银泰”的一个重要信号。

双方一直僵持到 9 月。截止到 9 月 14 日，银泰系占鄂武 A 总股本的 20.24%，而国资系持有鄂武商 A 19.66% 的股本，银泰成为鄂武商 A 名义上的第一大股东。在 9 月 20 日，国资委与天泽控股有限公司形成一致行动人的关系，使得国资系的持股比例上升到 22.68%，重新成为鄂武商 A 的第一大股东。

2006年10月18日，鄂武商发布通告称银泰系持有鄂武商A的股权中，华汉公司以其拥有的鄂武商A(占总股本的2.43%)作为出资的股权至今未过户给武汉银泰。经过协商达成协议，武汉华汉投资公司变更出资方式，由股权出资变更为现金出资。

至此，第一轮控股权争斗以武汉国资委险胜落下帷幕，银泰百货争夺控制权失败。

3.2 一波不平，一波又起

从2011年3月开始，银泰系三度发起攻势，重新开始了新一轮的鄂武商A股权争夺。

2011年3月28日，银泰系突然在二级市场增持公司股份。浙江银泰投资有限公司(以下简称“浙银投”)在二级市场增持鄂武商股份，加上之前银泰系已经持有的鄂武商A的股份，三家合计股权占22.72%。而此时国资系合计持股比例仅为22.68%。这再度引发了国资系与银泰系的控制权争夺。国资系迫于危机，迅速于2011年3月29日与武汉经济发展投资(集团)有限公司(以下简称“经发投”，持股0.13%)形成一致行动人关系。此时，国资系合计持有的股权占22.81%，暂时击败银泰系。

2011年4月6日，银泰系第二次增持鄂武商A。浙银投在二级市场增持公司5,663,433股股份，将持股比例提升至23.83%。与此相对的国资系此时仅有22.81%。为了夺回公司控制权，国资系于2011年4月8日与武汉开发投资有限公司(以下简称“开发投”，持股1.18%)签署《战略合作协议》，开发投同意成为武商联的一致行动人。最终，国资系以23.99%的股权暂时保住了鄂武商A第一大股东的位置。但很快，鄂武商很快引来了银泰系的第三次增持。

2011年4月13日，银泰系第三次增持鄂武商A。通过此次增持，银泰系持股24.48%，高于国资系的23.99%。不过和前两次一样，武商联又通过增加武汉钢铁(集团)(持股0.25%)、武汉市总工会(持股0.12%)、武汉阿华美制衣有限公司(持股0.09%)、武汉市住宅统建办公室(持股0.08%)作为一致行动人，合计持有的股权24.52%，最终超过了银泰系。尽管武商联竭尽全力每次均以微弱优势击败银泰系，但仍感控股权难保的危机。

2011年5月，武汉国资公司发现控制权争夺事态难以控制后，其旗下的开

发投声称浙银投涉嫌违反中国外资收购上市公司的法律法规，在二级市场违规增持公司股份，向法院提起了诉讼。随后，银泰也向社会舆论澄清了自己的行为，并对武商联等公司、鄂武商董事长及相关中介机构，就涉嫌在一致行动人协议中制作虚假文件、严重违反上市公司信息披露准则、违规增持股票等违法违规行为，在杭州地方法院起诉，鄂武商的控制权争夺愈演愈烈。

2011年6月2日，国资系与中国电力工程顾问集团中南电力设计院(以下简称“中南电力设计院”，持股0.15%)结盟。至此，国资系及其7个一致行动人合计持有的股权占公司总股本的24.67%，保住了公司第一大股东的位置。

在几个月的时间里，鄂武商曾一度寻找到7个一致行动人，以约11亿元代价暂时稳定了大股东地位。期间，双方还多次对簿公堂。在武商银泰控制权争夺中，武商联把“白衣骑士”这一反收购措施发挥到了极致。

尽管武商联竭尽全力每次均以微弱优势击败银泰系，但仍感控股权难保的危机。于是，国资系于2011年6月9日又斥资5亿元，通过证券交易所的集中交易和大宗交易方式增持鄂武商A 5%的股份。7月15日，国资系继续在二级市场增持后，持股比例已经达到了29.99%。

而鉴于2011年鄂武商A的再融资计划因与银泰系股权之争再度失败，以及武商联欲将旗下的鄂武商A、武汉中商、中百集团三个上市公司进行重组整合因银泰系的反对而失败。为了确保牢固的第一大股东的控股地位与话语权，2011年7月国资系发出要约收购，有意增持至34.99%，拉大与银泰系的持股数量差距，这也是导致其2012年高溢价要约收购的根本原因。

2012年6月21日，鄂武商A发布关于要约收购的公告。公告表明，鄂武商A中的武商联及其一致行动人将以高于停牌前收盘价的价格21.21元/股向广大持有人购买流通股。

《我国上市公司收购管理办法》等规定，要约收购在收购人持有上市公司发行在外的股份达到30%时，若继续收购，须向被收购公司的全体股东发出收购要约；而且以要约方式收购股份的，其预定收购比例均不得低于已发行股份的5%，且对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。因此2011年7月武商联及一致行动人如果想继续增持鄂武商A的股份，则须以要约方式进行进一步增持，而武汉经发

投增持股票的平均价格最高，为 21.16 元/股。因此，要约收购的价格最后确定为 21.21 元。当时鄂武商 A 的股价约 20 元，收购价仅溢价 6%。但后来鄂武商 A 的收购要约获得证监会批准时，历时已近一年。由于世界经济及股市的不景气，A 股大跌，鄂武商 A 的股价在近一年里也由 20 元左右跌到 15 元左右。而我国《证券法》第 91 条规定，在收购要约确定的承诺期限内，收购人不得撤销其收购要约。所以尽管武商联按要约收购股份比从二级市场成本高很多，但武商联仍然别无选择，只能按照原来的要约收购价格高溢价收购。此次要约收购导致国资系股东付出了巨大代价。最终此次要约收购所需资金总额为 5.38 亿元。

银泰系仍可以选择采用比每股 21.21 元更高的价格继续抢夺鄂武商 A 的流通股，但银泰系就需要为此再付出超过 10 亿元的增持成本。这种不计成本地与武汉国资系斗“金钱”的做法显然是不理性和不切实际的。当时银泰系持有鄂武商 A 1.24 亿股票，扣除将近 1 千万尚处于司法冻结状态的股份还有 1.14 亿股，如果都登记即全额接受收购要约，按照最终 8.41% 配购的比例测算，银泰系则有 958.74 万股被要约收购。而银泰系这些股权的持股成本约为每股 6 元，按照每股 21.21 元的收购价计算，则此次要约收购银泰系可以获利 1.46 亿元。经过权衡，银泰系最终选择了放弃控股权之争，全额接受要约收购。这也意味着此轮鄂武商 A 的股权之争正式落下帷幕，银泰系巩固了第一大股东的地位。银泰系通过参与要约收购主动减少持股比例也许也是特定形势下的明智之举，既成全了武商联，相当于向武汉国资系示好，也保存了实力，熊市下大赚了一笔投资收益，为今后的发展打下了基础。经此事件，武商联和银泰之间的持股比例差距拉大到约 10%。

总体上说，鄂武商 A 此次的要约收购是严格按照证券法规等公平透明实施的，是一次完全市场化的、规范的收购行为，信息透明，较好地保护了投资者特别是中小投资者的权益，而这次接受要约收购的投资者也在熊市中获取了不菲的收益。

3.3 艰难的抉择

2013 年 4 月 22 日，鄂武商 A 董事，银泰百货总裁陈晓东因个人原因申请辞去第六届董事会董事职务。银泰系“掌舵人”陈晓东在股权之争中扮演着重要的角色，此次请辞有可能是多年的股权斗争之后银泰系萌生退意的信号。这是继

2012 年银泰百货副总裁王纯离任鄂武商董事会后，又一个银泰系高层离任。早在 2012 年八月，鄂武商独立董事唐德军辞职时，银泰方面表示，在鄂武商的董事会中，银泰系是少数派，所提建议不被采纳，是否有代表银泰的董事并不重要。这反映了自增持以来银泰系在鄂武商公司的话语权并未随之增大，就大股东看来仍旧为可有可无的角色。这也从侧面印证了关于银泰系退出股权之争的推测。股权之争发展至此，鄂武商董事会只剩下一名银泰系董事。

2013 年 5 月初，银泰系提请鄂武商股东大会增加现金分红方案，每 10 股派现金红利人民币 1 元。早在 2013 年 4 月 21 日鄂武商 A 的公告表示 2012 年度不予现金分红。银泰系的这一提议被视为对于夺取控制权无望的无奈反应。银泰系作为一家现金流充足的以零售为重要业务的集团，在没有找到更好的投资项目之前，将持有鄂武商 A 股票作为一种投资，由此谋求分红的行为是极为正常的行为。然而，在 5 月 16 日的股东大会上，该提议经投票表决被否决。根据投票结果显示，约 1.86 亿股对此提案持反对意见，另有约 1.15 亿股对此持赞成态度。根据公司的股权结构，发现反对与赞同部分分别与武商联和银泰系所控股数量大致吻合。该结果反映了银泰系在公司中的尴尬地位，同时也将双方的矛盾公诸于众。也让人愈发关注银泰系的下一步动向。

2013 年 10 月 15 日至 2013 年 11 月 18 日，武商联再度增持，约占总股本的 1.99%。经此增持，武商联及其一致行动人共持有公司 36.31% 的股份，牢牢地坐稳了第一股东的位子。此后一年武商联又经过大大小小的数次增持，始终保证了与一致行动人共同占股比例远超过二股东的战略目标。从 2013 年到 2015 年的这两年中，作为曾经活跃的股权争夺方——银泰系，则更多的扮演一个参股的角色，并未在二级市场上进行过过多的操作。2014 年 5 月，银泰系再度就利润分配方案提出议案，同 2013 年一样，由于占股比例的劣势，武商联为首的反对派否决了该项议案。这是银泰系连续第二年就分红议案被否决。

在长达两年的时间内，股权之争的主体——银泰系，武商联之间的格局，顺应着零售业“国进民退”的趋势，逐渐变的偏向武商联所代表的国有资本。同时，在之前的几年中，虽然经过几轮激烈的控制权争夺，屡败屡战的银泰系并未由于其增持获得更大的话语权，相反双方在重要事宜上的大的分歧使得董事会投票具有一定的恶意性质。在此大环境下，2015 年迎来了银泰系的大规模减持举措。

2015 年 1 月 23 日至 2015 年 3 月 9 日，湖北银泰通过深交所集中竞价方式共减持鄂武商 A 股票 527 万股，占总股数的 1.04%，减持均价为 17.60 元，银泰通过此次减持套现约为 9275 万元。有趣的是，在 2013 年和 2014 年的股东大会上银泰系提出的每 10 股派 1 元的方案惨遭否决，但在 2015 年 4 月份公布的 2014 年年报上，鄂武商 A 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.00 元。此次减持之后，银泰系持股比例下降至 21.53%。无独有偶，2015 年 5 月 27 日至 2015 年 6 月 2 日，银泰继续减持 1.03%；减持后，浙银泰只占 11.62%。至此，2015 年的两轮减持使得银泰系基本丧失了争夺公司控制权的能力。同时，在一年之内如此高密度的抛售股票，也反映了银泰经过长达十年的股权纷争之后，决意退出争夺的想法。鉴于 2015 年中开始的股灾，我们推测极有可能股灾影响了银泰进一步抛售的决策。但是从 2015 年上半句的迹象可以看出，长达十年的“银泰武商联控股之争”至此基本落下帷幕。

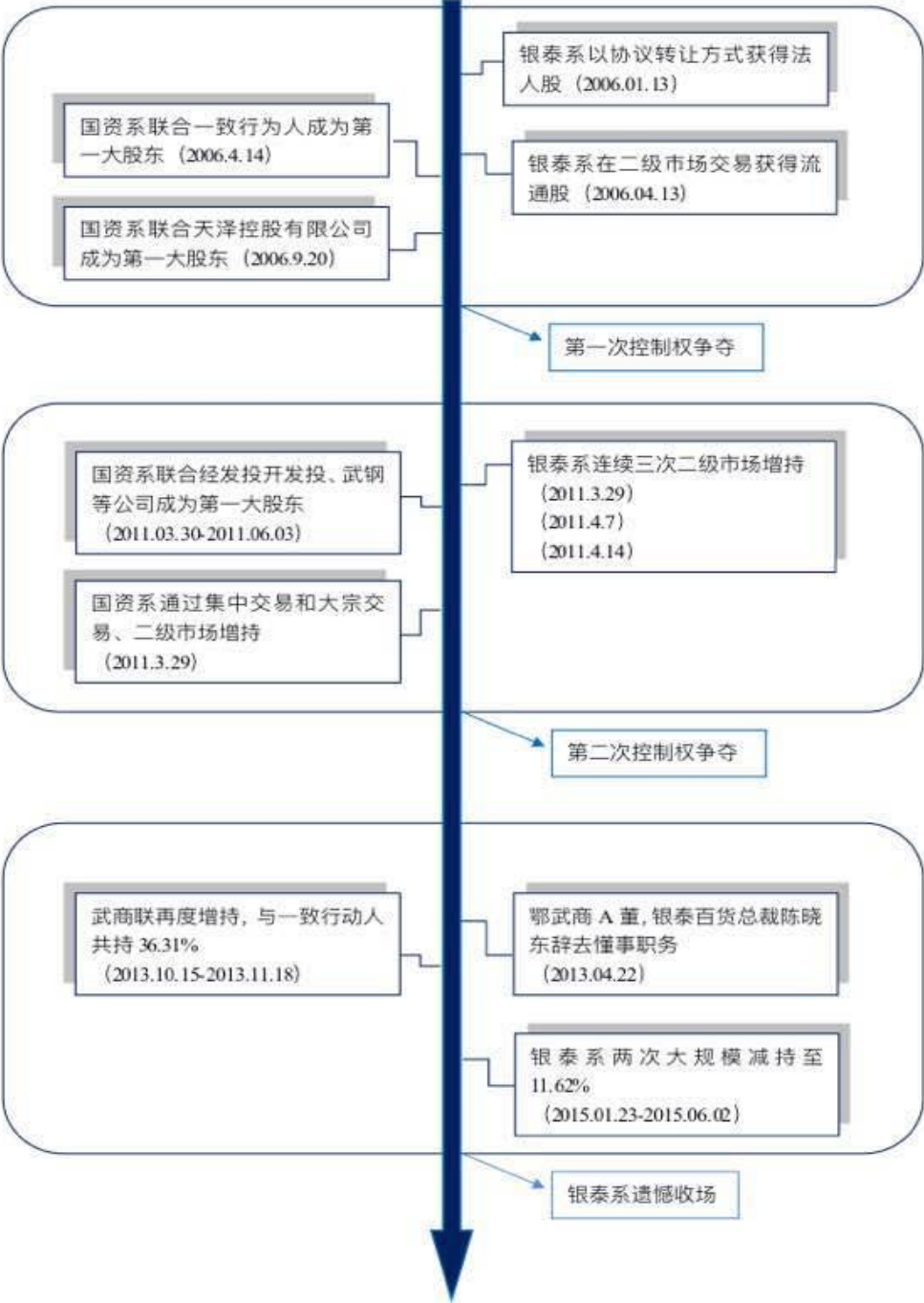


图 3 鄂武商控制权争夺过程图

4 双方角逐——反收购策略分析

4.1 法律途径

2006年4月12日，银泰签署《收购报告书》，报告书中称银泰合计持股已超过武汉国资公司，以微弱优势成为鄂武商第一大股东。而武汉国资公司以资产尚未过户为理由，声明银泰系的第一大股东身份不成立。与此同时，由于华汉与武汉国资公司之间存在债务关系，武汉国资公司紧急起诉华汉，申请冻结华汉所持有的鄂武商A的股份，使得银泰系的实际持股低于声称所持股份。武汉国资公司以微弱的优势保留了第一大股东的身份。通过起诉华汉这一具有国资背景的投资公司，武汉国资公司成功阻截了银泰系成为第一大股东的关键股份，以法律的方式为自己争取了喘息之机，也保存自身第一大股东的身份。

无独有偶，自2011年3月起，银泰三次向控制权发起争夺，尽管每次最后的结果都是武商联及其一致行动人以微弱的优势保住控制权，但是武商联仍深感控制权难保的危机。为了缓解银泰方面的猛烈进攻，武商联及其一致行动人决定采取主动进攻。2011年5月，旗下持有鄂武商1.18%股份的武汉开发投资有限公司声称浙江银泰投资有限公司涉嫌违反中国外资收购上市公司的法律法规，在二级市场违规增持公司股份，向武汉市江汉区人民法院提起诉讼。该项起诉当时引起了巨大的舆论漩涡，使得一直处于进攻地位的银泰系不得不放缓步伐，也给了武商联商讨应对策略以及寻找白衣骑士的充足时间。

4.2 白衣骑士

“白衣骑士”是指当公司成为其他企业的并购目标后，公司的管理层为阻碍恶意接管的发生，去寻找一家“友好”公司进行合并。这是贯穿于整个银泰武商联股权之争的反收购策略。

武商联最早使用该策略始于银泰自2011年3月起的控制权争夺。浙江银泰投资有限公司在二级市场大肆收购，使得银泰系合计持有股份增长到22.72%，超过了武商联所持股份比例22.68%。武商联决意寻求具有湖北国资背景的经发投和开发投的帮助，为此同二者签署了《战略合作协议》。经此协议，武商联及其一致行动人持股比例上升到22.72%，仍保有第一大股东的身份。此后，在两个月的时间里，银泰在二级市场继续大规模的收购。但武商联及其一致行动人均

以微弱的优势继续保持控制权。银泰接二连三的攻势使得武商联意识到，仅寻求两个白衣骑士是绝对不够的。到 2011 年 6 月，银泰一连找到了 7 位白衣骑士，付出了约 11 亿人民币的代价，终于保住了大股东的地位。

通过白衣骑士的帮助，武商联击退了银泰的猛烈攻击，挫伤了银泰收购的锐气，为自己筹集资金以进一步扩大控制权腾出了宝贵的时间。白衣骑士则得到了武商联方面的部分优惠待遇。经此策略，武商联和白衣骑士各自实现了最初的目标：武商联继续保有控制权，白衣骑士获得战略合作中的优惠待遇。银泰则在数次增持“惜败”之后，渐渐停止了进一步增持的计划。

5 风雨之后——并购案的影响

5.1 财务分析

此部分主要通过比较案例发生前后鄂武商的财务数据，一方面是为了展现这段时间鄂武商的成长；另外一方面通过两个财务数据的分析，得到一个对鄂武商基本财务信息的了解。主要关注的时间点有三个，第一是 2004 年，即案例发生之前，一个是 11 年，双方斗争最激烈的一年，此外是 2014 到 2015 年事情逐渐平息的过程。

5.1.1 偿债能力

流动比率和速动比率是衡量鄂武商偿债能力的主要指标。整体而言，鄂武商的短期偿债能力正常，在国际标准 60%左右，其中 2009 年是双方交往较为稳定的年份，但是有不正常的上升。基本上在案例发生的其他年份鄂武商的偿债能力没有受到太大的冲击，案例结束时稍稍低于 40%，企业对财务杠杆利用稍微有点不足。

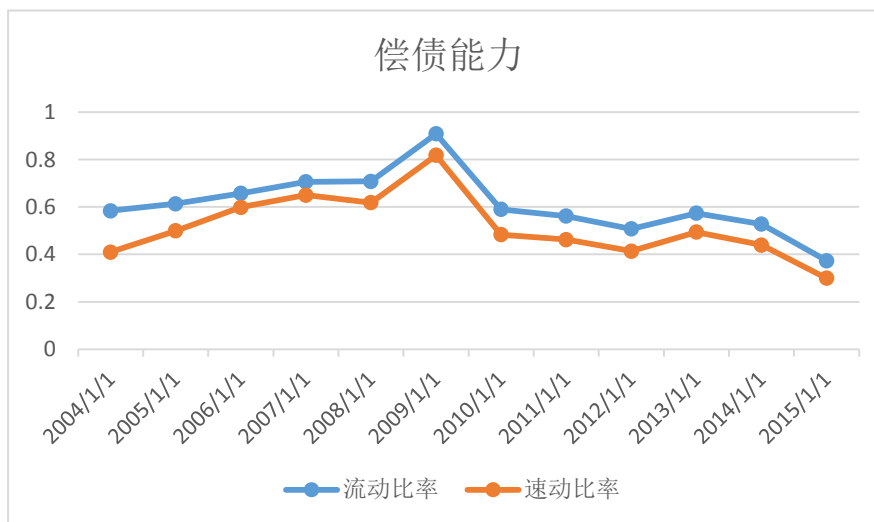


图 4 鄂武商 A 偿债能力变化趋势图

5.1.2 盈利能力

这一部分主要通过总资产利润率衡量鄂武商在案例发生的时间内盈利能力。2004 年的时候鄂武商的盈利能力较差，这和公司本身在 2004 年之前经历了大额亏损有关，之后清理坏账旧账之后走上正轨，ROA 也稳步上升，在 2009 年下降，与上述情况相符，从 2011 年开始银泰减持鄂武商，可能是盈利能力下滑的一个可能解释。

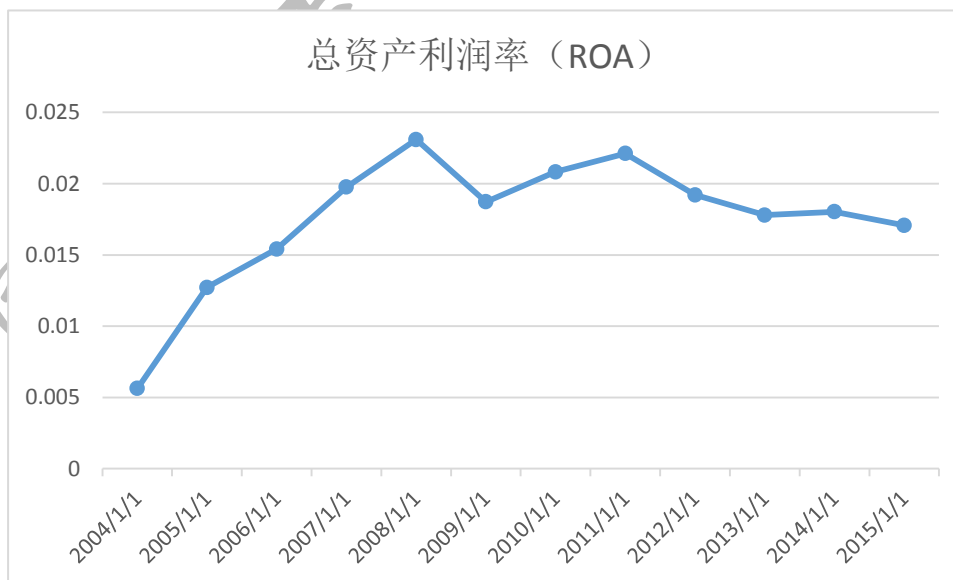


图 5 鄂武商 A 盈利能力变化趋势图

5.1.3 归属母公司利润占比

这一部分利用归属母公司利润占比来反映武汉国资委作为武商联的母公司

所占利润的配比，可以看到这个比率基本稳健上升，而在 2006 年激烈的对抗中略有下滑，之后在 2011 年到 2015 年银泰系逐渐坚持的过程中更加巩固了自己的控制地位。

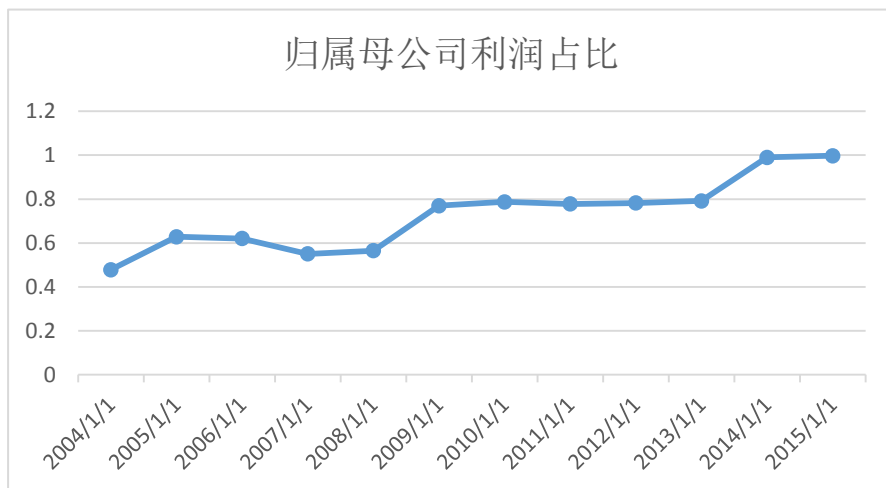


图 6 鄂武商 A 归属母公司利润占比变化趋势图

5.2 市场分析

从图 7 的股价走势图可以看到，2011 年 3 月双方开始进行频繁往复对抗，双方股价均开始下降，我们可以发现市场和投资者因为二者如此争夺控制权的消息而投资谨慎不报看好态度，直到 2013 年底，2014 年初股价才恢复上涨的趋势，这可能是因为 2013-2015 年银泰系更多的扮演一个参股的角色而没有在二级市场上过多的操作。之后再 2015 年初，因为银泰系的频繁减持套现，双方股价上升速度加快，4 月鄂武商向股东派发现金红利，5-6 月银泰再度减持，彻底退出十年争夺，股价在经历下跌之后重新恢复增长。

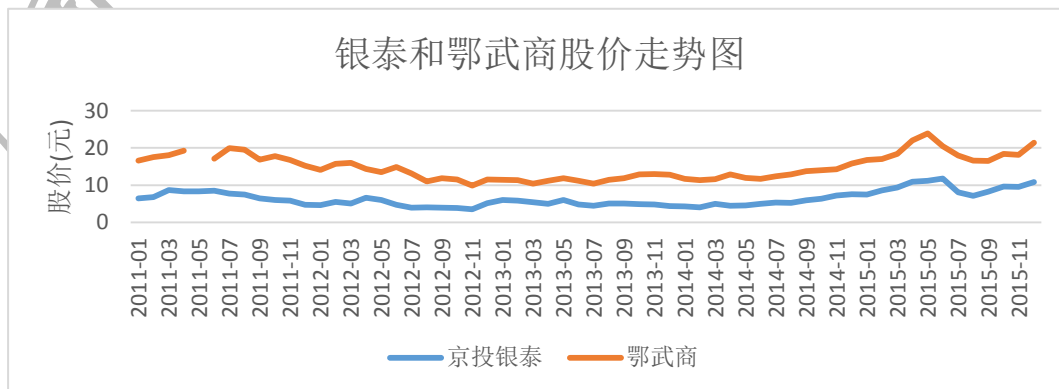


图 7 银泰和鄂武商股价走势图

5.3 事件研究

这一部分通过事件研究法来研究当市场上一个事件发生的时候，鄂武商的股价是否会产生波动时，以及是否会产生“异常报酬率”。借由此种资讯，可以了解到股价的波动与该事件是否相关。我们主要选择了四个时间点的新息进行分析，分别为 2006 年 9 月 20 日的公告国资系联合一致行动人增持并公告仍为第一大股东，2011 年 3 月 29 日银泰系第一次二级市场增持，2011 年 4 月 7 日银泰系第二次二级市场增持和 2011 年 4 月 14 日银泰系第三次二级市场增持。

我们取 2011 年 3 月 28 日银泰系发动第一次攻击前 10 天和 2011 年 8 月 3 日鄂武商发出要约收购后 20 天作为窗口期。因此，整个事件窗口期可用[1, 53]来表示。事件窗口期内双方发动了多次收购攻防战，因此我们将事件窗口期按如下关键时间点划分了几个子区间。第一个子区间是以 2011 年 3 月 28 日银泰系发动第一次攻击公告日为第 0 日，往前取 7 个交易日(10 天)，往后取 4 个交易日(鄂武商 2011 年 4 月 8 日第二次反击之前一个交易日)。第二个子区间是以 2011 年 6 月 9 日鄂武商公开市场增持 5%股份公告日作为子区间第 0 日，往前取 4 个交易日(鄂武商 2011 年 4 月 8 日第二次反击后第一个交易日)，往后取 10 个交易日。在整个窗口期[1, 53]中位于[12, 25]，表示公开市场增持前后事件窗口。第三个子区间是以 2011 年 8 月 3 日鄂武商发出要约收购公告日为子区间第 0 日，往后取到第 20 个交易日。在整个窗口期中位于[30, 53]，表示要约收购前后事件窗口。

从图 8 中 AR 的数据来看，在公告当日的超常收益是-4.830%，说明市场对银泰系发起的控制权之争在事件公布时的反应是负面的；而公告后的第一个交易日，超常收益达到 3.980%，此时也正是武商联联合一致行动人开始的第一轮反击，表明投资者更多地支持国有股东。在整个窗口期内，总体 CAR 检验结果显著小于 0，即控制权争夺给股东带来负的收益，减少股东的财富。

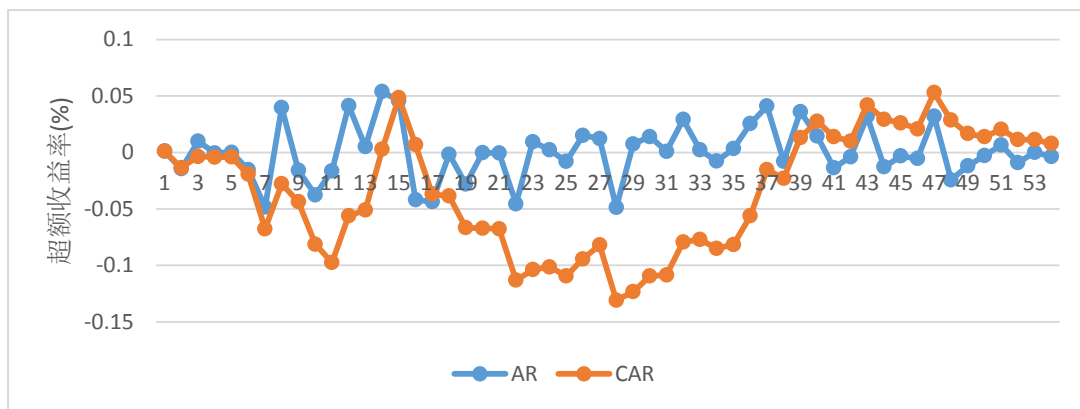


图8 异常收益率和累积超常收益率变化趋势图

2011年6月9日前后(窗口期11左右),武商联及其关联方在二级市场大量增持鄂武商股票,AR都大于0,再次表明市场支持国有股东。

此外,窗口期[30, 35]是武商联及其关联方发布部分要约收购公告日(2011年8月3日)前后。在武商联及其关联方发布部分要约收购公告日子区间内,CAR均上升趋势,并在40以后显著为正。如果武商联及其关联方实现了要约收购,那么国有股东再次牢牢掌握了鄂武商的控制权。从市场反应来看,投资者是支持国有股东的。

6 国企之殇——国有企业控制权研究

6.1 控制权问题

“鄂武商事件”的直接起因是股权分置改革所导致的上市公司股权结构的实质性变化。2006年3月鄂武商实施了10股送3.5股的支付方案,这使得国有大股东(国有资产经营公司)的股权比例由原来的29.75%降至17.23%,同时使由银泰系控制的股权比例由13.11%增至14.72%。双方持股比例差距由原来的16.64%降低至4.21%。

实施股改之后,鄂武商由原来国有大股东占据控股地位的单一集权式结构转变为由持股相近的不同产权性质的大股东相互制衡的多元化股权结构,股权集中度明显降低。图9和图10显示了鄂武商股权结构历年的变化趋势。

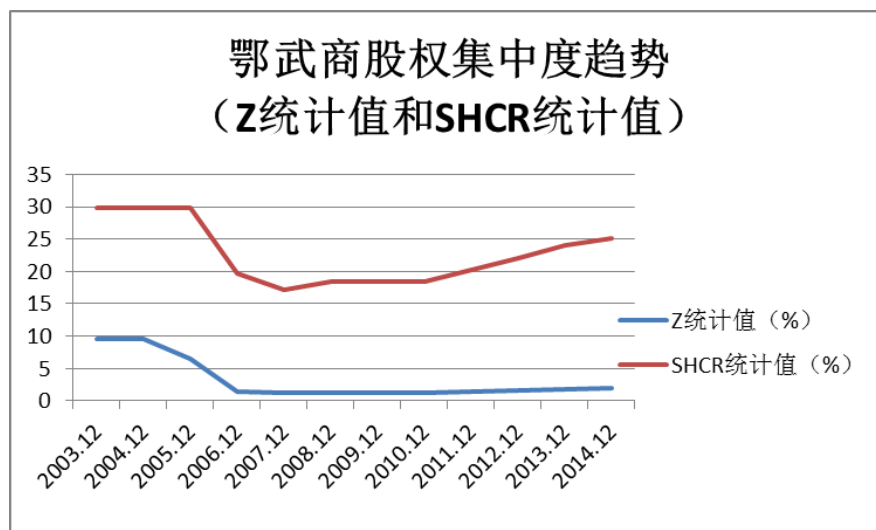


图9 鄂武商股权集中度趋势(Z统计值和SHCR统计值)

本文选择了三个指标度量股权集中度：(1)SHCR 代表第一大股东持股比例；(2)Z 指数代表第一大股东持股比例与第二、三大股东持股比例合计数之比；(3)H 指数代表前三大股东持股比例的平方和。指标的计算数据来自 CSMAR 数据库。

2006 年上半年，即公司股改之后，SHCR 由 29.75% 减至 17.23%；Z 指数由 5.4 降至 1.09；H 指数由 9% 降至 4.23%。其中，代表制衡程度的 Z 指数的相对下降幅度最大。股权分置改革所形成的制衡性的股权结构为鄂武商的控制权之争提供了必要条件，2006 年的控制权争夺就是承接股改而起的。经历了 2006 年第一次控制权争夺之后，鄂武商股权结构的制衡程度进一步提高，Z 指数由 1.09 变为 0.87。除此之外，企业实质权力的制衡程度也进一步加强，尽管银泰系在第一次争夺中未能成功获取控制权，但却获得了董事会的一个席位。制衡性的权力结构为进一步的控制权争夺留下了空间。2011 年国资系和银泰系的控制权之争再起，尽管国有股东在这次争夺中一定程度上拉大了股权差距，Z 值上升至 1.4，H 值上升至 4%，SHCR 值也从 18.4223 回升至 20.17。但是，这基本上没有改变制衡性的权力格局，这意味着国有股东仍然要面对在竞争中失去控制权的风险。2011 年 7 月，鄂武商发出要约收购公告后，国资系以 5.38 亿元的代价，拉大了与银泰系的持股数量差距。自此，国有股东的控制权开始逐步上升，制衡性格局终于开始减弱。直到 2015 年，随着银泰系大规模减持套现，国有股东的控制权进一步收紧，Z 值已经回升至 1.90，H 值达到 6%，SHCR 达到 25.13。股权集中度指标已经回到了 2006 年银泰系第一次收购前的水平，国有股东基本收回了鄂武商 A 的控

制权。

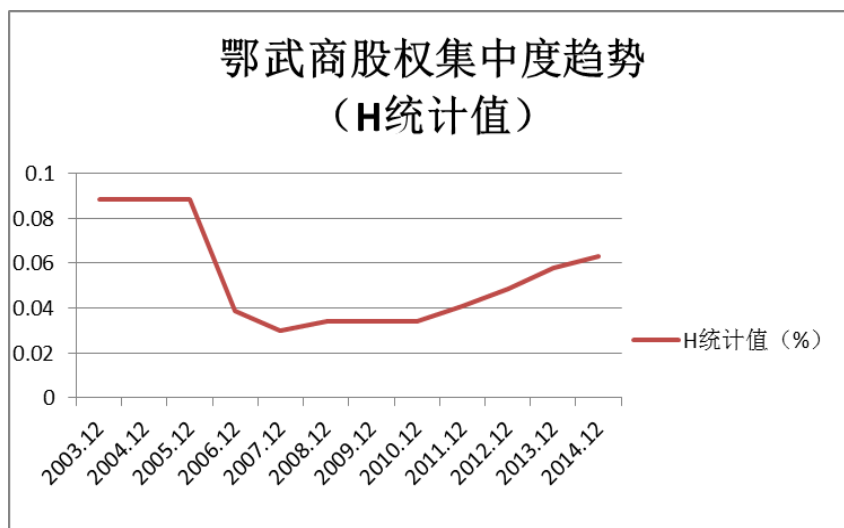


图 10 鄂武商股权集中度趋势(H 统计值)

通过上述对鄂武商事件的简要回顾可以看出，股权分置改革是控制权竞争的基本背景。因为股权分置改革之前，国有股东的股权比例占绝对优势，企业权力结构相对平稳；股权分置改革之后，产生了与国有股东股权实力相当的大股东，这才使得鄂武商控制权争夺战的发生有了可能，而股改是我国国有企业产权改革的重要举措，是国有上市公司共同的制度背景，其最直接的作用是降低了以国有股东为主体的大股东的持股比例，弱化了大股东对公司的控制权，这种作用是系统性的。

6.2 国有股东的市场竞争约束

表 1 列示了“鄂武商事件”国资系和银泰系增持股权的方式和数量。可以看出，国资系采取的主要是联合一致行动人方式，并且从一致行动人的性质来看，国资系的一致行动人大多都是国企。而银泰系主要采取的是市场交易方式。国资系采取联合一致行动人方式增持的股份数量占其增持总量的近 60%。银泰系运用交易方式增持的股份数量占其增持总量的 75%。相对于国资系，银泰系更多地倚重市场手段，所选择的市场竞争方式也更加多样化。

表 1 国资系和银泰系增持方式及数量

		国资系	银泰系
股权争夺方式		增持数量	增持数量
联合一致行动人		7.44	5.67
市场交易	二级市场收购	5.32	11.32
	协议转让	0	5.82
	公开拍卖	0	0.26
合计		12.76	23.07

国有股东要应对控制权的市场竞争，市场交易的竞争方式应该是更为合理和长远的选择。但是，国有股东在市场交易方面存在一些约束因素。除了交易的决策程序不够灵活之外，国有股东的竞争约束还来自于国有企业的非经济目标和社会责任。国有企业是我国资本市场上的特殊主体，这种特殊性表现在国有企业同时拥有非经济目标和经济目标。国有企业经济目标的产生所依托的企业制度基础与一般企业经济目标的产生所依托的企业制度基础有着根本性的差异。一般企业是天生逐利的，而国有企业的逐利动机却与之不同。在国有企业诸多非经济目标中，提供就业岗位，调节收入分配是最为重要的目标之一，这使得国有企业和员工之间形成了较为稳定的长期契约。当国有股东面临控制权市场竞争时，国有企业的雇佣关系对国有股东的竞争力构成了约束。控制权市场竞争是价高者得的游戏规则，其实质是看竞争双方谁能给出更令股东满意的股权赎买价格。给定其他竞争条件不变，相对于国有股东，非国有股东具备通过降薪裁员等手段提高股东价值的灵活性，而国有企业的长期和稳定的雇佣关系却约束了国有股东在这方面的竞价能力。对于国有股东的竞争约束，赋予国有企业员工在控制权争夺过程中的话语权是一种合理的平衡机制。国有企业的职工在企业中的地位不同于非公有企业雇员，这不仅表现为长期稳定的雇佣关系，还在于国有企业所提倡的职工的主人翁意识。这使得国有企业职工的效用不仅来自薪酬和晋升等经济收益，还包括国有企业职工身份所带来的稳定感和荣誉感等心理收益。控制权的转移同时意味着国有企业职工身份的变化，如果赋予职工话语权，国有企业职工会对身份转变所导致的收益变化提出对应的补偿要求。

企业的所有者获取的是企业的剩余利润，这种分配制度使得所有者以其私有财产承担了企业的剩余风险，为了保护其所投资的财产，现代公司制度将企业的剩余控制权赋予了企业所有者，也就是公司的股东。然而，国有企业的职工也应

当与股东一样分享企业的控制权，因为国有企业职工同样承担了企业的剩余风险。国有企业与员工所形成的是一种长期稳固的契约关系。不仅如此，国有企业职工培养的主人翁意识所形成的心理契约在很大程度上巩固了企业和职工之间的契约关系。在这种长期契约关系下，国有企业职工对企业进行的是“人质”性投资，即长期雇佣关系下，员工未来的工资部分其实具有员工对企业进行投资的性质。对职工而言，“人质”性投资也是一种风险投资，因为其可能返还的金额一定程度地取决于企业的业绩和企业的性质，并且长期人力资本的投资一般具有企业的专用性，也会形成“套牢”风险。企业因控制权转移而发生性质改变，意味着上述长期契约的基础发生了改变，为了保护职工的“人质”性投资，应该赋予职工一定的话语权，这是符合契约精神的。

Case Study of the Battle for the Control of Wuhan Department Store Group²

Abstract: This case analyzes the battle for the control of Wuhan department store group between the state-owned assets group and Intime group and in particular focuses on the background and motivations of this acquisition, the process of the battle, the market and financial performance of Intime group after the bid and the market risks and corresponding measures taken by the SOEs after the nontradable shares reform. The results reveal that the state-owned assets group won the battle for the control of Wuhan department store group at a substantial expense. In the battle, Intime group increased holdings through market trading, whereas the state-owned assets group act in concert with strategic partners during the anti-takeover.

Key Words: Corporate Control Anti-takeover SOEs

（案例正文字数：14, 063）

² The author of this case is Yang Zhou, who is an assistant professor at the Department of Finance, School of Economics and Management, Wuhan University.