

PDF-TN2015010

## 湘鄂情的生死沉浮<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

1. 适用课程：公司治理、公司金融、企业战略管理

2. 适用对象：本案例主要为金融专业硕士、MBA 和 EMBA 开发，适合有一定公司金融理论基础的研究生和有一定工作经验的管理者学习。此外，也可以用于工商管理各本科专业相关课程。

3. 教学目的：本案例总结了湘鄂情上市以来的发展轨迹，根据公司上市以后的扩张行为、转型战略和公司治理实践，主要分析在股权高度集中的治理结构下，企业的投融资行为，以及在经营环境逆转时企业如何战略转型的问题。该案例在中国的民营上市公司中具有一定的代表性，能够为企业改善公司治理，立足长远谋求发展提供借鉴。通过对本案例的学习希望学生掌握以下内容

- 1) 公司治理的重要性。公司治理与公司投资决策、投资效率之间的关系
- 2) 大股东和中小股东之间的利益冲突问题，表现形式以及大股东侵占小股东利益的手段
- 3) 公司并购战略的形成和成功的并购应具备的基本要素
- 4) 公司财务困境理论

---

1. 本案例由上海师范大学商学院的李慧撰写，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。

## 二、启发思考题

- 1、 分析公司在上市之初股权结构合理性，以及这种高度集中的股权结构的利弊。
- 2、 分析大股东历次减持行为的背景、动机、时机选择和市场反应。你如何看待 2014 年控股股东出资收购公司亏损资产的现象？
- 3、 公司在宣布收购中显环保信息后，出现公司债券价格下跌而股票价格走高的趋势？你如何评价这种市场反应，并对其原因进行分析。
- 4、 分析公司上市后对上海味之都的收购行为？如何评价其失败的原因。
- 5、 如何评价湘鄂情对包括中显环保、合肥天焱等在内的四次未能成功的并购？
- 6、 分析公司财务风险的累积过程以及最终的债券兑付危机以及发生的财务困境成本。

## 三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出供参考的案例分折思路，主要是依照思考题的顺序进行。

1、根据控制权和所有权的匹配关系可以划分为强控制权与弱控制权，以及集中的所有权与分散的所有权四种组合。集中的所有权和强控制权就是湘鄂情股权结构的典型特征。这种股权结构下，优势在于能够对管理层形成很强的监督机制，降低由于股东和经理层信息不对称引起的第一类代理问题。劣势在于降低了资产变现能力和增值收购的可能性，大股东和小股东之间的利益冲突即第二类代理问题凸显。公司的非效率投资和各种冒险的投机行为都是公司治理中大股东缺乏权力制衡可能导致的后果之一。

2、大股东掏空上市公司的手段包括无偿占用上市公司资金，利用上市公司的关联担保套取银行贷款、关联交易等（Jiang et al., 2005; 郑建明等, 2007）。在股权分置改革以后，择机进行股票减持也是大股东掏空上市公司的手段之一。在股票减持过程中，大股东作为上市公司信息知情人或控制人，存在侵害其他中小股东利益的可能。本文中，2013 年年初，发布信息预告 2012 年度的盈利增长，并提出高送转的分红方案，加之与朗朗股份建立战略合作协议。受这些利好消息

的推动，股价上涨，大股东借机减持。3 月份同样通过修改折旧政策的方法增加公司账面盈利，推高股价再次减持。这与已有研究（如吴育辉等 2010）结论一致，控股股东，通过操控上市公司的重大信息披露来掏空中小股东利益。由于股票市场供给出现变化，以及透露出大股东的信息优势，减持的确对股票市场产生了巨大影响，并成为侵占中小股东利益的手段。

值得注意的是，在 2014 年 8 月控股股东作为公司控股股东、实际控制人，孟凯先生提出以下支持公司转型措施：根据公司 2014 年半年度财务报告，对于 2014 年上半年未能实现扭亏的酒楼业务公司，由控股股东出资进行收购。2015 年 3 月 11 日，公司再次发布关于控股股东拟减持公司股份的提示性公告，公告称，本次拟减持股份目的是控股股东通过财务资助形式向公司提供资金，用以兑付“ST 湘鄂债”，预计约有 1 亿元左右资金将划入公司债偿债专户。本次减持所得部分资金全部转入“ST 湘鄂债”偿债专户。说明，在公司遇到财务困境时，控股股东为避免未来丧失控制权会改变以往掏空上市公司的做法转而支持公司。

3、在公司面临“一定财务困境时”（但不至于立即违约），股权所有者倾向采用较为冒险的策略，以获取高风险项目的高增加值。但亦将增加风险，而债权人无法获益，从而损坏了债权投资者的利益。这是股东和债权人之间的代理冲突问题。中昱环保既非行业中的佼佼者，也没有强大的盈利能力，湘鄂情作为一家餐饮企业，贸然涉足完全陌生的环保领域，这些因素导致公司未来风险增大，债权人利益受到威胁。

4、公司对上海味之都的收购中，收购目标的选择和收购价格基本合理。在打击三公消费，高端餐饮长期内增长受限的大背景下，公司适当向中低端餐饮倾斜是有道理的，符合并购动因理论中关于低成本进入新领域和重构竞争力范围的动机。齐鼎餐饮在上海餐饮界知名度较高，旗下拥有三个餐饮品牌：味之都主打中式快餐连锁，鼎中鼎为澳门豆捞餐厅，而伊莎贝拉则主营西式比萨。公司对于齐鼎的收购有利于丰富旗下品牌组合，使得公司能够进入低端快餐领域。收购价格 8.4 倍 PE。收购时，味之都年盈利过千万，有利于公司增厚每股收益。但是并购的整合效应存在问题。原有味之都团队仅保留一年，而公司自身长期经营高端餐饮，管理方式与中低端餐饮截然不同，在这期间未能组建强有力的管理团队是本次并购绩效未能达到预期的主要原因。其次，未能持续创新，提高自身的管

理水平，而一贯持续地重点关注研发和创新才能使公司能够在新的领域迅速获得竞争力。

5、从这几次收购的标的来看，均与其主业餐饮风马牛不相及，拟收购的环保和影视彼此行业没有任何相关度，说明湘鄂情的收购战略相当不清晰，多元化并购存在很大的风险，往往是在其他主业保持足够的竞争优势后才进行非相关多元化。且这四次的收购最终都没能成功，一方面与湘鄂情自身的资金压力有关，另一方面反映出公司在并购目标选择上的随意性。但是这几次的并购信息披露均带动了股价的上涨，存在公司操纵股价的嫌疑。

6、公司财务战略管理的原则之一即是现金流平衡原则，即目前现金余额+预计现金流入-预计现金流出=预计现金余额。如果预计的现金余额远远低于理想的现金余额，则应积极筹措资金，以弥补资金的不足。同样的道理，在手持现金余额有限，且面临外部融资约束时，应减缓企业投资现金支出的步伐。公司通过与中科院合作进入大数据领域，进而更名为中科云网的行为与其财务状况是不符的。一方面，湘鄂情自2013年以来亏损幅度不断增加，资金紧张，2013年的定增计划流产，公司资产负债率已经接近50%，财务风险增大。大数据行业技术含量高，技术和市场都处于积累和孕育状态，这样的收购对于资金压力高企，且面临严重融资约束的湘鄂情是危险的。后来的实践也证明了这一点，即大数据产业消耗公司的资金，却无法为公司贡献现金流。

2015年2月4日，公司发布关于实施第一次“ST湘鄂债”回购方案的公告，北京湘鄂情股份有限公司于2012年发行的公司债券期限为5年期，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。债券发行时附有回售权是对债权人利益保护的手段。这对公司造成39,871万元(含利息和税费)的资金压力。控股股东即便出售所有可流通的股票也无法偿还债务，最终造成偿付危机。

公司在面临财务困境的时候，出现了大量高管董事离职，管理团队涣散，同时资产价值以及商誉等无形资产价值大幅缩水。这些都是财务困境，及破产的间接成本，

#### 四、理论依据与分析

## 1、大股东侵占（或剥夺）问题<sup>2</sup>

公司成长需要资金，或依赖留存收益，或发行新股，或举借资金。因此，公司的资金来源必然多元化。如果公司越来越多地依赖于外部融资，那么，就很有可能出现拥有控制权的股东剥夺没有控制权的股东，或大股东压榨小股东的情形。通常将此类问题称为大股东侵占问题。

### 1) 现金流权和控制权

如果按照现金流权（cash flow rights）来定义股东的所有权，那么，公司股东只能按照现金流量的一定比率来分享公司利益，或者说，股东只能按其出资比例分享公司利益。在这种情况下，公司的现金流权和控制权是匹配的，任何股东不会获得超过现金流权的控制权，股东之间（包括大股东和小股东之间）也就不会发生冲突。

事实上，有两类公司的控制者。一类是拥有控股权的大股东，其持股数超过 51%，它们是公司的控制者；另一类是控制权超过现金流权的小股东，尽管持股不多，但是，它们却是公司的实际控制者。控制股东与非控制股东之间必然发生冲突。

### 2) 大股东控制

大股东（控股股东）主要是指显赫家族（如墨西哥的家庭企业）、国家（如中国和新加坡的国有企业）、商业银行（如德国由银行控股的公司）、权益股东（如美国由分散的权益股东控股的公司）。此类公司的现金流权和控制权能够实现形式上的匹配，但是，由于大股东存在私人利益，因此，在所有权分散化程度不高的公司中，大股东（控制股东）往往能够有效地控制管理者行为，可以按照自己的设想制定公司战略，并使得公司按大股东的设想进行运作，满足大股东利益最大化，损害或侵占弱小股东的利益。尽管许多国家的公司治理制度正在向以资本为基础的治理制度转变，资本市场的发展减弱了国家、家族以及商业银行对公司的控制力，但是，在发展中国家和一些发达国家，家族和国家对公司的控制力还是占有重要位置的。

### 3) 中国的大股东侵占问题

与美国公司分散的股权结构不同，像中国的这种新兴市场国家的公司通常

---

<sup>2</sup>朱叶。公司金融，北京大学出版社

掌握在控制性大股东手中。在现有制度安排与法律责任环境下，如何认识大股东的行为选择及其对公司价值的影响都已成为核心的研究问题（徐晓东、陈小悦，2003）。围绕这一问题，前期学者们就所有者与管理者之间、大股东与小股东之间的代理关系对大股东的行为选择和影响进行了分析。主要有两种不同的观点：其一是认为，大股东对管理者产生有效的“监督效应”（Jensen and Meckling, 1976），且他们也会对企业采取积极的“支持行为”（Friedman et al., 2003），进而促进了企业的价值创造。其二是认为，大股东表现出对企业资源的“掏空行为”（Johnson et al., 2000），即在缺乏外部监督的情况下，大股东倾向于通过各种途径掏空公司资源而获取控制权私人收益，损害了公司价值。

大股东掏空上市公司的手段包括无偿占用上市公司资金，利用上市公司的关联担保套取银行贷款、关联交易等（Jiang et al., 2005；郑建明等，2007）。在股权分置改革以后，择机进行股票减持也是大股东掏空上市公司的手段之一。但如果大股东控制权面临着丧失的威胁，他们为确保未来长期控制权收益的获取而尽力支持企业渡过难关（连燕玲等，2012）。

## 1、 并购理论

### 1) 实施收购的原因

#### ● 增强市场影响力

大多数的收购行动都是通过收购竞争对手，供应商、分销商或者与该产业高度相关的业务来达到获取更强市场影响力的目的。

#### 横向收购

横向收购指的是企业收购与其处于同一行业的竞争者的行为。通过横向收购增强企业市场影响力的方式包括以降低成本为基础和以增加销售额为基础的两种不同的协同效应。

#### 纵向收购

纵向收购指的是企业收购其某一种或多种产品和服务的供应商或分销商以及配送渠道等的行为。企业通过纵向收购可以达到纵向整合其业务范围的目的，从而控制价值链上的其他重要环节。

## 相关收购

企业收购与其行业高度相关的公司行为被称为相关收购。为了达到增加市场影响力的目的而完成的收购一般会受到监管层以及金融市场的影响。

### ● 降低新产品开发成本和加快进入市场的速度

通过企业自身的力量在内部开发新产品并将其推向市场往往需要耗费大量公司资源,包括时间成本,因为新产品通常很难在短期内为企业带来投资回报。而且多数企业管理者关心的是如何从资本投入中获得丰厚的回报率。这样,企业收购便成为推出新产品的一条捷径。与企业自己开发比较,收购行为在新产品的前景上具有可预测性。

### ● 实现多元化

收购也被应用于多元化公司业务。根据经验和基于以上分析得来的市场洞察力,企业发现通过市场中已有的企业来推出新产品要相对容易一些。相反,靠企业自身原有的力量来开发其不熟悉的新产品——该新产品于企业原有产品有显著差别——则比较困难。因此,企业往往不会通过自己开发新产品来达到其产品多元化的目的。

很多事实证明,被收购者与收购者的业务越是相关,收购成功的可能性就越大。所以,横向收购(收购行业竞争者)或相关收购最能增加企业的综合竞争力,而收购与自己原来的主业完全不相关或差异甚远的企业,效果往往不理想。

### ● 重构企业的竞争力范围

为了减轻激烈的行业竞争对公司财务状况的影响,企业会采取收购战略来降低其对某种单一产品或市场的依赖程度。而这种对单一产品或市场依赖性的降低就会改变企业原来的竞争力范围。

#### 2) 阻碍收购获得成功的因素

研究表明,大约 20% 的收购是成功的,60% 结果不够理想,最后 20% 可以说是完全失败的。

### ● 整合的困难

不同企业文化的融合,不同财务控制系统的连接,有效工作关系的建立(特别是当两家公司的企业管理风格相左的时候),以及如何处理被收购公司原有管理层人员的地位问题。

实施收购后, 保存目标公司的人力资本是至关重要的。大多数组织知识包括在人力资本中. 被收购公司中关键人才的更换对其有较强的负面影响。关键人才的流失, 例如关键部门经理, 会削弱公司能力, 还会降低公司的价值。最好在考虑一项潜在的收购之前, 对被收购公司的人力资本进行尽职调查以及确定该公司的人力资本对整个收购会起到正面的作用, 同时还要确认在收购发生后不会出现大规模的人才流失现象。如果能有效地弥补, 收购可以对目标公司经理产生积极影响, 减小其流失的可能性。

- 对收购对象评估不充分

**尽职调查** (due diligence) 指企业对于收购对象充分评估的过程。有效的尽职调查过程要评估涉及各方面的上百条项目, 包括: 收购的财务问题; 收购方与被收购方的企业文化差异; 收购带来的税务问题; 以及如何整合各自原来的员工队伍等问题。

- 区域非正常水平债务

- 难以形成协同效应

对于股东来说, 协同效应为他们赢得了财富, 而他们自己使用多元化组合的方法是不可能达到或超过这些效应的。通过来自规模经济、范围经济和兼并业务中的资源 (例如人力资本和知识) 共享产生的效率, 将产生协同效应。

高度多元化对公司的长期业绩也可能有负面的影响。例如, 一系列多元化后业务范围的扩展使经理们更多地依赖于财务指标而不是战略控制来评估各业务部门的表现。由于缺乏对业务部门战略目标的深刻理解, 这些管理者更多地依赖财务控制来评价业务部门及其经营者的表现。财务控制以目标评估体系为基础, 例如公司的投资回报率 (ROI)。当为了短期利润的提升而使长期投资降到一定程度时, 就会影响到公司今后的发展。另一个问题是公司会倾向于用收购行动来代替自我创新。

### 3) 成功收购的特征

特征	效果
被收购方具有与收购方互补的资产或资源	通过保持优势取得协同效应和竞争优势
收购行为是善意的	迅速有效的整合; 可能较低的费用
收购方认真谨慎地选择和评价目标公司 (财务、文化和人力资源)	购得最具有互补性的公司, 并且避免了超额支付
收购方有宽松的财务状况 (良好的现金或债务状况)	较易以低成本获得融资



被收购公司保持中低程度的负债水平	低融资成本、低风险和避免高负债带来的负面效应
一贯持续地重点关注研发和创新	在市场上保持长期的竞争优势
具有管理变化的经验，具有灵活性和适应性	快速有效的整合为达到协同效应提供便利

郎咸平的研究（1994，journal of policial economy 第102期第6册，1248-1280页）表明那些本身业绩差的公司试图通过多元化寻求 增长机会，虽然公司不能从多元化中收益，但短期内也不一定会受损。多元化会使公司的资金链条和管理架构变得脆弱，公司经营者必须巧妙的把公司各项业务进行行业和时间搭配，使整个公司的发展速度和方向保持在一个稳定的波动幅度之内。

## 2、 财务困境理论

### （1）直接破产成本

直接破产成本包括：破产程序中支付给律师、会计师、资产评估师等的费用，破产清算过程中存货的贬值、设备和建筑物的损耗。

### （2）间接破产成本

公司破产会使经理层采取一些有利于自己但有害于企业的短期行为，由此产生的成本为间接破产成本。当供应商和客户发现企业陷入财务困境、支付困难时，为维护自身的利益，往往采取逃避的行为，比如缩短收款期等，这些行为增加了公司的成本。企业一旦陷入财务困境，资本市场对该企业的态度就会发生变化，公司会发生融资困难，即使能筹集到资金，也必须付出高额的融资成本。

### （3）债务的代理成本

债券融资在缓解经理和外部股东之间的冲突的同时，产生了新的利益冲突，即公司股东（代理人）和债权人（委托人）之间的冲突。在自有资金很少的融资结构下，公司股东也具有很强的利用债务融资进行投资的冲动。即便投资成功的概率很低，他们也会乐意为之。理由是：如果投资成功，股东获得大部分收益，如果投资失败，债权人将承担大部分损失。

债权人会采取有效的方法来阻止这种行为，他们愿意用债务契约来限制经理和股东引起债务价值减少的行为，在债务契约中加入详细限制条款，这些条款能够限制经理们诸多不利于债权人的行为。从而形成了由债权人对经理和股东进行监控和管束带来的代理成本。

## 五、关键点

1. 理解、掌握股权高度集中时存在的第二类代理问题。理解大股东掏空、大股东制衡的概念，股权制衡的机制以及理解股权结构与公司投资行为之间的关系
2. 大股东掏空上市公司的动机和手段。大股东信息披露控制，减持行为和市场反应之间的关系
3. 企业面临财务困境时，股东和债权人之间的利益冲突问题。
4. 企业并购战略与财务战略的匹配，财务困境等问题。

## 六、建议的课堂计划

在课堂上讨论本案例前，应该要求学生至少读一遍案例全文，对案例启发思考进行回答。具备条件的还要以小组为单位围绕着所给的案例启示题目进行讨论。本案例的教学课堂讨论提问逻辑为：

1. 董事长兼创始人孟凯先生持有公司超过50%的股票，此外公司不存在持股百分之十以上的法人股东。这种股权结构将会带来哪些潜在的问题？
2. 公司精准入股ST中农，以及乌龙的土地交易？其动机是什么？你如何看待公司的这些投资行为？
3. 公司高端餐饮遇到外部经营环境的恶化，公司采取哪些措施应对？如何看待这些措施的利弊？
4. 自股票解禁后，大股东一共进行几次减持？每一次大股东减持时，是如何公告其减持原因的？你如何看待公司的这些信息披露？
5. 公司在2014年频繁发布并购信息，每一次发布后公司的股价会如何反应？
6. 自上市以来，公司的资产负债率呈现怎样的变化趋势？变化背后的原因是什么？公司的资本机构是否符合公司当时的发展状况？

## 参考文献

- [1] 吴育辉, 吴世农. 股票减持过程中的大股东掏空行为研究[J]. 中国工业经济, 2010, 05:121-130.
- [2] 黄志忠, 周炜, 谢文丽. 大股东减持股份的动因:理论和证据[J]. 经济评论, 2009年第6期.
- [3] 王建文, 国艳玲, 王丽娜, 韩飞飞. 重要股东市场行为引导下的利益趋同与壕沟防守效应[J]. 中国管理科学, 2015, 03:76-81.
- [4] 刘志远, 靳光辉. 投资者情绪与公司投资效率——基于股东持股比例及两权分离调节作用的实证研究[J]. 管理评论, 2013, 05:82-91.
- [5] 连燕玲, 贺小刚, 张远飞, 周兵. 危机冲击、大股东“管家角色”与企业绩效—基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2012, 09:142-155.
- [6] 迈克尔·A·希特等著. 战略管理[M]. 中国人民大学出版社, 2009年6月.
- [7] 朱叶. 公司金融[M]. 北京大学出版社, 2013年2月.
- [8] 小约翰·科利等. 公司治理[M]. 中国财政经济出版社, 2007年5月.
- [9] BorjaLarrain, FranciscoUrúa I., Controlling shareholders and market timing in share issuance, Journal of Financial Economics, Volume 109, Issue 3, September 2013.
- [10] Kee-Hong Bae, Jae-SeungBaek, Jun-KookKang, Wei-LinLiu. Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence[J]. Journal of Financial economics, 2012(105):412-435.
- [11] Zouaoui, M, Nouyriat, G, & Beer, F. How does investor sentiment affect stock market crises? Evidence from panel data [J]. The Financial Review, 2011( 46) :723 — 747.
- [12] Sander J.J. Konijn, Roman Kräussl, Andre Lucas, Blockholder dispersion and firm value, Journal of Corporate Finance, Volume 17, Issue 5, December 2011
- [13] Fuxiu Jiang, Kenneth A. Kim, Corporate governance in China: A modern perspective, Journal of Corporate Finance, October 2014.
- [14] Katherine Guthrie, Jan Sokolowsky, Large shareholders and the pressure to manage earnings, Journal of Corporate Finance, Volume 16, Issue 3, June 2010.
- [15] 马克·格尔根. 公司治理[M], 机械工业出版社, 2014年1月第一版.
- [17] RedouaneElkamhi, Jan Ericsson, Christopher A. Parsons, The cost and timing of financial distress, Journal of Financial Economics, Volume 105, Issue 1, July 2012
- [18] AmiyatoshPurnanandam, Financial distress and corporate risk management: Theory and

evidence, Journal of Financial Economics, Volume 87, Issue 3, March 2008.

[19]Larry Lang, R. Stulz. Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance, Journal of Political Economy Volume102, 1994.

中国金融专业学位案例中心