

PDF-TN2016013

## 鄂武商控制权争夺战案例分析<sup>1</sup>

案例使用说明：

### 一、教学目的与用途

1. **适用课程：**企业兼并与收购

2. **适用对象：**本案例适用于 MBA、EMBA 和金融学专业硕士的相关课程。

3. **教学目标：**通过介绍鄂武商股权争夺战的具体过程，旨在通过这一案例启发思考企业收购与反收购的策略选择及其影响，为国有上市企业在股权分置改革的背景下争夺企业控制权提供借鉴。

结合相关理论，具体目标分为以下三个方面：

1. 基于股权分置改革的相关理论基础、实际政策以及资本结构控制权理论，理解并掌握股改将对国有上市企业的控制权变动带来什么影响，国有企业是否应当积极参与企业控制权的市场竞争。

2. 基于企业收购与反收购的相关理论，理解并掌握案例相关的具体策略的实施及影响，进一步学习其他收购与反收购策略。

3. 基于本案例中所体现的鄂武商在控制权争夺战中的种种表现和最终结果，深入思考国有上市企业在应对企业控制权的市场竞争时，该如何应对才能更好的发挥在国民经济中的应有作用。

### 二、启发思考题

- 
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。

1. 在银泰系收购鄂武商 A 的股份之前，鄂武商的股权结构如何？联系资本结构代理理论的讨论，尝试分析这样的股权结构会带来怎样的问题。

2. 银泰系的股权收购行动可以从多个方面来理解，尝试从股东的角度说明为什么对鄂武商的收购是有利可图的。

3. 面对银泰系的收购，国资系主要采用了“白衣骑士”的反收购策略，试分析这种策略的优势和劣势。国资系能采用的反收购措施还有哪些？

4. 在鄂武商的控制权争夺中，双方多次对簿公堂。查阅相关法律法规，分析双方是否存在违反法律的行为。

5. 鄂武商的股权之争反映出股权分置改革后，国有企业，尤其是国有上市企业的控制权暴露于市场竞争的风险之下，试分析国有上市企业该如何面对控制权的市场竞争？

### 三、分析思路

本案例通过对国资系和银泰系争夺鄂武商控制权的分析，主要是想探讨在股权分置改革背景下，国有上市企业的控制权被暴露在市场竞争的环境中，各方尤其是国有资本该如何应对收购与反收购的交锋，以积极应对市场形势的变化，结合案例材料和思考题，分析思路如下：

首先分析在股改之前，鄂武商的股权结构是怎样的，此种股权结构存在的问题；在股权结构分置改革之后，股权结构趋于制衡性和多元化，国有股比例下降，这将给鄂武商的控制权变动带来怎样的影响；在这样的背景下，内在价值较高的国有上市企业的控制权必然成为各方争夺的目标，结合案例材料分析鄂武商为何成为银泰系收购的目标；面对虎视眈眈的收购方，鄂武商该不该积极的参与企业控制权的争夺，其中原因又是什么。

其次，本案例重点关注两轮控制权争夺过程中双方使用的收购与反收购策略及其效果。如本案例中，银泰系主要采取的是在二级市场的增持策略，而国资系主要使用“白衣骑士”策略进行应对，分析双方为何选择以上策略以及它们的实际使用效果如何，各存在着何种优势和劣势；也可进一步思考在收购与反收购战中，双方尤其是国资系还可以使用哪些策略和方法进行应对；还要注意的，对于案例中提到的，双方互称对方在实际操作中存在违法违规问题的现象，查询相

关法律法规，思考应该如何利用现有法律法规来规范市场中类似的商业行为，进一步也可思考我国应当在哪些方面继续完善相关规定，以创造和维护更加积极的市场竞争氛围。

再者，在两次失利之后，银泰系最终选择放弃对鄂武商控制权的争夺，分析此种决定可能是出于何种考量，以及股权分置改革后，面对企业股权结构的变化，该如何平衡各方势力，才能使企业及其他股东的利益避免成为大股东相争的牺牲品。

最后，鄂武商事件具有代表性，应通过本案例的启发进一步思考国有上市企业在股权分置改革之后，面临企业控制权的市场竞争风险时，该如何应对以保持其对企业的控制权，以便更好的发挥其在国民经济中的应有作用。

## 四、理论依据与分析

### (一)理论依据

#### 1. 股权分置改革的相关理论

股权分置改革是指通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制，消除 A 股市场股份转让制度性差异的过程。结合我国股权分置改革的基本政策，可以分析这将对以鄂武商为代表的国有上市企业的股权结构带来的影响。

#### 2. 资本结构控制权理论

资本结构控制权理论就是以融资契约的不完全性为研究起点，以公司控制权的最优配置为研究目的，分析资本结构如何通过影响公司控制权安排来影响公司价值。股权分置改革导致了国有企业资本结构的改变，相应的企业控制权也将存在转移的风险，结合案例可以分析以鄂武商为代表的国有企业应该以何种姿态面对这一风险，才能更好的实现企业价值。

#### 3. 收购与反收购理论

企业收购是指企业通过购买目标企业的股权或资产，控制、影响目标企业，以增强企业的竞争优势、实现价值增值；反收购是指目标公司管理层为了防止公司控制权转移而采取的旨在预防或挫败收购者收购本公司的行为。本文想要重点强调的是反收购理论，包括鄂武商采用过的“白马骑士”的策略，以及中止协议、“白马护卫”和员工持股计划等。

## （二）具体分析

下面结合以上理论和案例材料，对启发思考题进行具体分析。

### 1. 在银泰系收购鄂武商 A 的股份之前，鄂武商的股权结构如何？联系资本结构代理理论的讨论，尝试分析这样的股权结构会带来怎样的问题。

股权结构方面，鄂武商的国有股权“一股独大”、内部股权比例偏低。主要的几个大股东如武汉市国有资产经营公司、武商联和武汉市经济发展投资公司等都具有国资背景，并且公司实际管理者的个人持股比例普遍偏低。

资本结构代理理论认为企业所有者和管理者之间的委托代理关系使得两者之间存在利益的不一致，责任的不对等和信息的不对称，这些因素导致了一系列的代理成本，如委托人的监督成本，代理人的保证成本和剩余损失等，这也是本案例中鄂武商主要体现出的代理成本。

具体来看，在以鄂武商为代表的众多国有企业在进行股权分置改革之前，普遍存在国有股“一股独大”的现象，公司董事会、监事会和经理层主要由大股东委派，公司法人治理结构存在明显的漏洞，各种严重违规现象时有发生，小股东的利益很难得以保证。而且国有股的委托代理层次较多，利益驱动激励机制不够完善，有时甚至还会出现所有者主体缺位的现象，造成大股东虽有监督的权力却不够得力，结果形成了事实上的公司“内部人控制”现象，对实际管理者进行监督的成本就会增大，这些都将造成较高的代理成本。其次，国有企业中的董事会成员和高级管理者，往往持股比例很低，但是却拥有着企业的更大决策权，这导致我国上市公司的实际管理者为了自身利益不惜牺牲股东利益的情况时有发生，给国家和其他股东的利益造成的剩余损失，都属于代理成本的范畴之一。因此，鄂武商之前的股权结构会导致企业承担较高的代理成本。

### 2. 银泰系的股权收购行动可以从多个方面来理解。尝试从股东的角度说明为什么对鄂武商的收购是有利可图的。

股东关心的是企业的经营利润和盈利能力，而银泰系收购鄂武商顺应以上准则，符合股东利益，下面将从三个方面分别说明。

#### 1) 鄂武商的发展潜力巨大，利润可观

由案例材料来看，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（2005 年前后）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进入其他同等规模城市更大的前景。

## 2) 鄂武商价值被低估

2004 年，鄂武商新管理层上任后，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，实则有着巨大的盈利空间。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，增强公司整体盈利能力

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，增强整体盈利能力。

# 3. 面对银泰系的收购，国资系主要采用了“白衣骑士”的反收购策略。试分析这种策略的优势和劣势。国资系能采用的反收购措施还有哪些？

“白衣骑士”策略，即当公司成为其他企业的并购目标后（一般为恶意收购），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，而这家“友好”公司被称为“白衣骑士”。让白衣骑士与敌意收购方竞价收购，以此来增加敌意收购者的收购难度，驱逐敌意收购者或者即使无法挫败敌意收购也可

以抬高竞价，以此来达到反收购的效果。

优势：

1) 使目标公司避免面对面与敌意收购者展开大范围的收购与反收购之争。

2) 目标公司可以通过增加竞争者使买方提高购并价格，这种反收购策略将带来收购竞争，有利于保护全体股东的利益。

在本案例中，前期的收购与反收购较量中，国资系多次寻找同样持有鄂武商股份的友好公司形成“一致行动人”关系，避免了在二级市场上与银泰系的正面交锋，在一定程度上保存了实力，赢得了喘息之机。

劣势：

1) 充当白衣骑士的第三方公司必须有着相当的实力已经极快的决策力，因此其很难有充裕的时间去考虑收购的后果，这样会给白衣骑士带来极大的收购风险。

2) 目标公司为了吸引白衣骑士的帮助，往往会给予白衣骑士特定的优惠条件，如签订股份锁定协议或者资产锁定协议，但是目标公司不得给予白衣骑士任何形式的财务资助，这样也客观上造成了该反收购措施的可行性下降。并且，由于我国大多数上市公司都是国有控股公司，管理层工作常由上级调动，公司发展战略难以保持延续性，在这样的情况下，我国上市公司反收购战中“白衣骑士”有被管理层滥用的可能性。

其他可行的反收购策略主要有：

1) 员工持股计划。公司鼓励自己的员工持有公司股份，而员工为自己的工作及前途考虑，不会轻易出让自己手中拥有的本公司股票。如果员工持股数额庞大，则目标公司的防线就比较牢固。对于鄂武商这样的国有企业而言，通常有着“利为民所谋”的经营目标，员工福利待遇相对较好，总体上乐于维护国企员工的身份，是可以争取作为与国资系共进退的力量，因此可以尝试鼓励员工持股，从而壮大国资系的阵营防线。

2) 白衣护卫。白衣护卫是一种与白衣骑士很类似的反收购措施。区别在于，不是将公司的控股权出售给友好的公司，而是将公司很大比例的股票转让给友好公司，借助“白衣护卫”的力量共同实施反收购策略。本案例中，国资系可以寻找实力更加雄厚的友好公司，如相关的国资企业或者其他企业，暂时将股权转让

给“白衣护卫”，在自身实力尚不占优势的情况下避免单独与收购方正面交锋。面对银泰系不断通过二级市场增持股票的行为，联合“白衣护卫”的力量，不论是与其针锋相对的在二级市场增持，或是继续寻找其他方法实行反收购，都将会获得更多选择。

3) 中止协议。中止协议是指目标公司与潜在收购者达成协议，收购者在一段时间内不再增持目标公司的股票，如需出售这些股票目标公司有优先购买的选择。在本案例中，国资系可尝试与银泰系签订中止协议，在形势紧迫的情况下为自己赢得喘息之机，在协议期间，结合其他反收购策略，如寻求更强的资金支持，相关友好企业的协助，鼓励员工持股等办法，扭转局面，协议期结束后，再与收购方正面交锋，胜算更大。

#### 4. 在鄂武商的控制权争夺中，双方多次对簿公堂。查阅相关法律法规，分析双方是否存在违反法律的行为。

首先关注国资系阵营的开发投状告浙银投的理由，是“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。”

根据 2006 年 1 月 5 日颁布的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，“外国投资者可以按照相关规定对国内上市公司进行战略投资，但必须限于协议转让、定向增发或国家法律规定的其他方式取得 A 股上市公司股份。”武开投方面认为，浙银投在性质上应属外商独资的投资性公司，因此不得在二级市场自由买卖上市公司 A 股股份；而浙银泰方面称，根据《证券法》规定，“A 股投资者为中国境内的机构、法人和自然人及合格的境外投资者”。浙银泰是在中国注册的外商独资企业，也是中国法人，具有投资股票的权利。况且，战略投资特指持股超过 10% 以上的股东，浙银泰目前持有鄂武商 1.86% 股权，远不足 10%。所以不构成战略投资，不适合该办法，从这一角度来看，浙银泰确实不违反相关规定。

事实上，近年来，外资收购上市公司的例子并不少见，其形式大致分为协议收购、向外资定向增发 B 股或者 H 股收购、成立合资公司收购、以及通过取得上市公司大股东的控股权收购等四种。像银泰系这样在二级市场上收购的情况并不多见，此案最终情况还是要看法院的具体判决。

然后关注银泰对武商联等公司、鄂武商董事长及相关中介机构提起的诉讼，

理由是“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”。

涉嫌在一致行动人协议中制作虚假文件，主要是指武商联把两家已经吊销、注销了的公司拉进来“一致行动”，如阿华美制衣公司早在9年前就被武汉市工商局行政处罚吊销了营业执照，若银泰系所指内容属实，则此种行为违反了《证券法》和《上市公司收购管理办法》等法律法规中关于“一致行动人”的有关规定。

严重违反上市公司信息披露准则，指银泰系委派在鄂武商的董事称，鄂武商发布的武商联签署一致行动人协议的公告和重组事宜，他们在公告发出之前并不知情，整个过程中国资系方面始终没有向董事会提交任何只言片语的方案。若所指内容属实，这违反了《上市公司信息披露管理办法》相关规定。

违规增持股票则，指的是根据《深交所主板上市公司规范运作指引（深证上【2010】243号）》中的有关规定，“在重大交易或重大事项决定过程中至该事项公告后两个交易日内，控股股东、实际控制人不得增持股票”。银泰系认为，武商联及其一致行动人在中止重组复盘当日即大举买入股票，违反了此条规定。不过该条款明确表明，其适用对象是连续12个月持股达到30%以上的股东及其一致行动人，武商联的增持行为应当并不在该指引的限制范围内，不属于违法违规行为。

**5. 鄂武商的股权之争反映出股权分置改革后，国有企业，尤其是国有上市企业的控制权暴露于市场竞争的风险之下，试分析国有上市企业该如何面对控制权的市场竞争？**

股权分置改革使股权结构趋于制衡性和多元化，也削弱了国有股东对控制权的掌控，为企业控制权的市场竞争提供了必要条件。就“鄂武商事件”而言，国资系与银泰系的对控制权争夺的主要目的在于鄂武商对于武汉商业圈的重要战略价值。控制权是有价值的企业资源，国有企业也可以争夺和维护控制权。只要竞争的方式符合市场规则，就是一种合理的市场行为，并不会碍于市场资源的配置。在这样的情况下，国有上市企业应该积极参与到控制权的市场竞争中，不应该拱手让人。

本案例中，国资系在控制权竞争中更多的是使用联合一致行动人的方式，短



期来看也许是便捷和有效的,但是从长期来看,却不利于贯彻“鼓励和支持个体、私营等非公有制经济参与国有资本调整和国有企业重组”的基本原则,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:交易的决策程序不够灵活,还承担着非经济目标和社会责任,如提供就业岗位,调节收入分配等。这也使得国有企业和员工之间形成了较为稳定的长期契约。

因此,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。当国有企业职工拥有话语权时,非国有股东的接管者要想获取控制权,不仅要满足股东的要求,还要满足国有企业职工的补偿要求,能够在一定程度上平衡国有股东的竞争约束,不失为一种可行的办法。

总的来说,对于股改之后面对的企业控制权竞争问题,在某些领域,在不影响资源配置效率的前提下,国有企业应当选择合适的方式积极参与竞争,这也有利于发挥国有资本在经济中的主导作用。

## 五、关键点

关键分析点:

1. 股权分置改革后,国有上市企业的股权结构变化及其对企业控制权变动的影响
2. 在控制权争夺战中,对双方采取的收购与反收购策略的认识
3. 启发思考国有上市企业应对企业控制权市场竞争的策略与方法

关键理论点: 收购与反收购策略的选择

关键能力点: 分析与综合能力、批判性思维能力以及解决实际问题的能力

## 六、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课进行,如下是按照时间进度提供的教学计划参考,时间控制在 90 分钟左右。

课前计划: 给出案例材料和启发思考题,推荐阅读相关论文和有关的新闻报道,加深对案例的认识。

课堂计划:

- 1) 课堂前言 (5 分钟左右): 开门见山, 点明主题
- 2) 小组讨论 (30 分钟): 要求准备发言纲要
- 3) 分组发言 (每组 5 分钟): 可以事先准备 PPT 等辅助措施, 总的时间控制在 30 分钟左右
- 4) 归纳总结 (20 分钟左右): 引导全班同学进行补充和再讨论, 小组之间进一步交流探讨, 最后进行归纳总结

课后计划: 请学生查阅相关资料, 了解案例最新进展情况, 结合课堂讨论结果, 分组撰写案例报告; 也可推荐其他类似案例引导学生深入研究相关理论和问题, 必要时可以尝试联系目标企业进行实地调研, 为进一步的学习和研究做好铺垫。

(案例使用说明字数: 7086)