

PDF-TN2016011

秋明软件：股权变更引致控制权失控之困¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1. 适用课程：《公司金融》、《公司治理》课程中有关公司股权结构和控制权的内容。

2. 适用对象：本案例适合金融专业硕士、MBA 和 EMBA 学习，也可以用于工商管理、应用经济学各本科专业相关课程。

3. 教学目的：本案例总结秋明软件企业的股权结构变动导致企业经营陷入困境的实践，围绕秋明软件上市融资过程中，不同资本运作导致的股权结构变动，分析股权结构变动对控制权的影响路径，以及控制权配置的影响因素。为高科技企业在筹备上市过程中，如何优化股权结构设计，防止控制权失衡提供启示与借鉴。通过教师对案例的引导和学生的深入讨论以期达到如下教学目的：

- (1) 了解股权结构的内涵和分类；
- (2) 理解引起股权结构的变化原因及路径；
- (3) 理解股权结构与控制权之间的关系，及对公司治理的影响；
- (4) 探究股权结构变动对控制权的影响，以及由此带来的对公司绩效的影响。

1. 本案例由北京航空航天大学经济管理学院牟晖、欧阳桃花、邢洁撰写撰写，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、什么是股权结构？秋明软件不同发展时期，股权结构的变化与特点是什么？

2、秋明软件的股权集中度为什么从相对集中到相对分散？乔梁为什么在股权结构的变化中失去控制权？唐仁瑞如何通过变动股权结构进一步掌握控制权？

3、秋明软件是通过什么方式引入外部投资者的？外部投资者的引入对公司控制权和绩效产生了哪些影响？

4、董事会为什么要辞退唐仁瑞？如果您是唐仁瑞，并有东山再起的机会，将如何防止股权变动对公司经营的影响？

三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标灵活使用本案例。以下提出的案例讨论思路和问题仅供授课老师参考。根据理论分析由浅入深的原则，教师可按如下步骤引导学生思考：

1、梳理秋明软件发展过程中几次股权结构的变化，明确股权结构的概念和类型。

2、分析不同的资本运作方式，如何影响公司股权结构。

3、分析股权结构变动如何影响控制权，进而影响公司价值。

4、从股权结构与控制权的关系角度，探讨高科技企业在发展过程中，如何防范控制权失衡。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

本案例的主要理论依据是股权结构理论。股权结构是公司治理结构的基础，公司治理结构则是股权结构的具体运行形式。不同的股权结构决定不同的公司治理结构，最终决定公司的行为和绩效。通过股权结构的分类、股权结构的变动原因、股权结构的影响因素，以及股东所有权与控制权的关系，分析股权结构

变动对控制权的影响路径，及其对公司经营的影响。

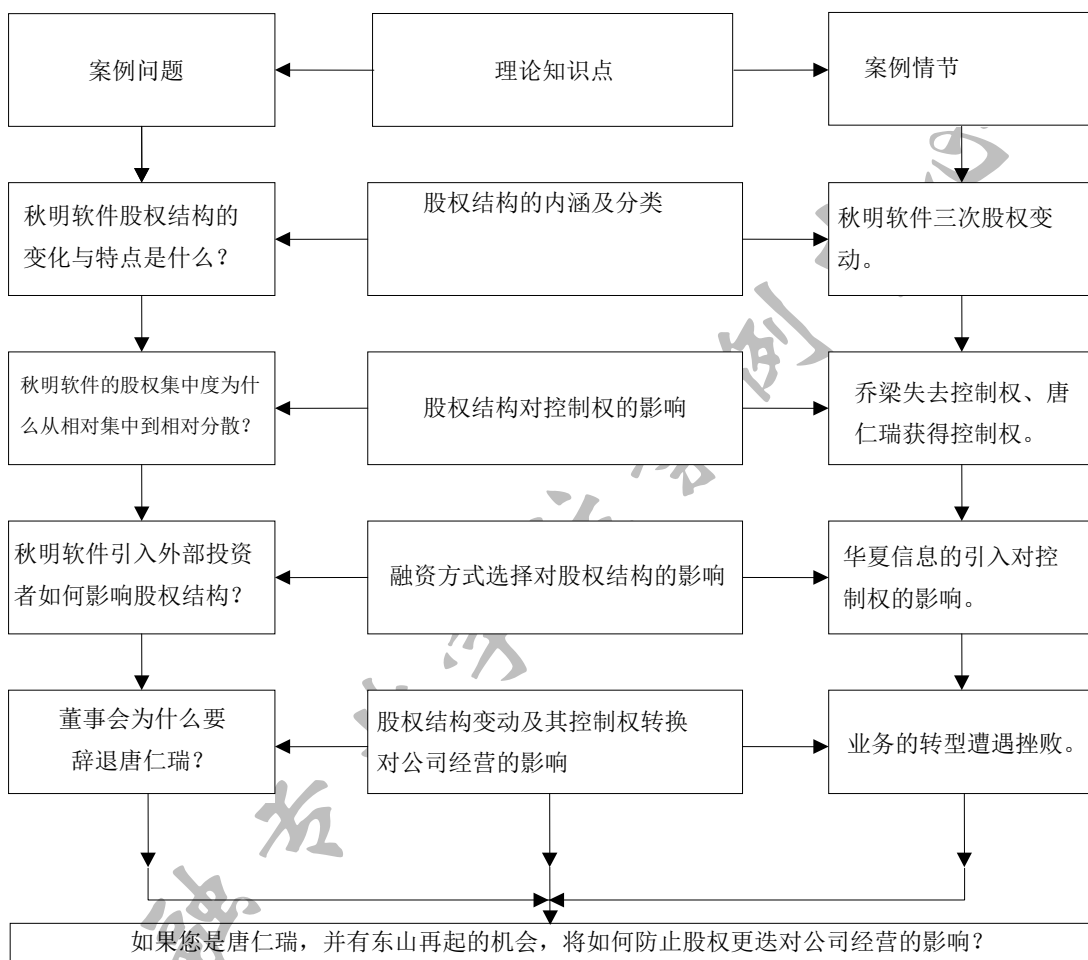


图1 案例分析思路与步骤图

（二）案例分析

1. 什么是股权结构？秋明软件不同发展时期，股权结构的变化与特点是什么？

股权结构指股份制公司中各类型股东所持有股份占公司总股本的比例关系，包括 股权集中度和股东性质两个方面。股权结构有两层含义：第一个含义是指股权集中度，即前五大股东持股比例。第二个含义则是股权构成，即各个不同背景的股东集团分别 持有股份的多少。在我国，就是指国家股东、法人股东及社会公众股东的持股比例。 根据股权结构的不同含义，股权结构有两种

分类。根据股权集中度的不同，股权

结构有三种类型：一是股权高度集中，绝对控股股东一般拥有公司股份的 50%以上， 对公司拥有绝对控制权；二是股权高度分散，公司没有大股东，所有权与经营权基本 完全分离、单个股东所持股份的比例在 10%以下；三是公司拥有较大的相对控股股东， 同时还拥有其他大股东，所持股份比例在 10%与 50%之间。根据股权构成的不同，股 权结构可以按企业剩余控制权和剩余收益索取权的分布状况与匹配方式来分类。从这 个角度，股权结构可以被区分为控制权不可竞争和控制权可竞争的股权结构两种类型。 在控制权可竞争的情况下，剩余控制权和剩余索取权是相互匹配的，股东能够并且愿 意对董事会和经理层实施有效控制；在控制权不可竞争的股权结构中，企业控股股东的控制地位是锁定的，股东对董事会和经理层的监督作用将被削弱。

纵览秋明软件的发展过程，共发生了股份制改革、增资扩股和股权转让三次股权集中度的变化，秋明软件的股权结构变化过程如图 2 所示。

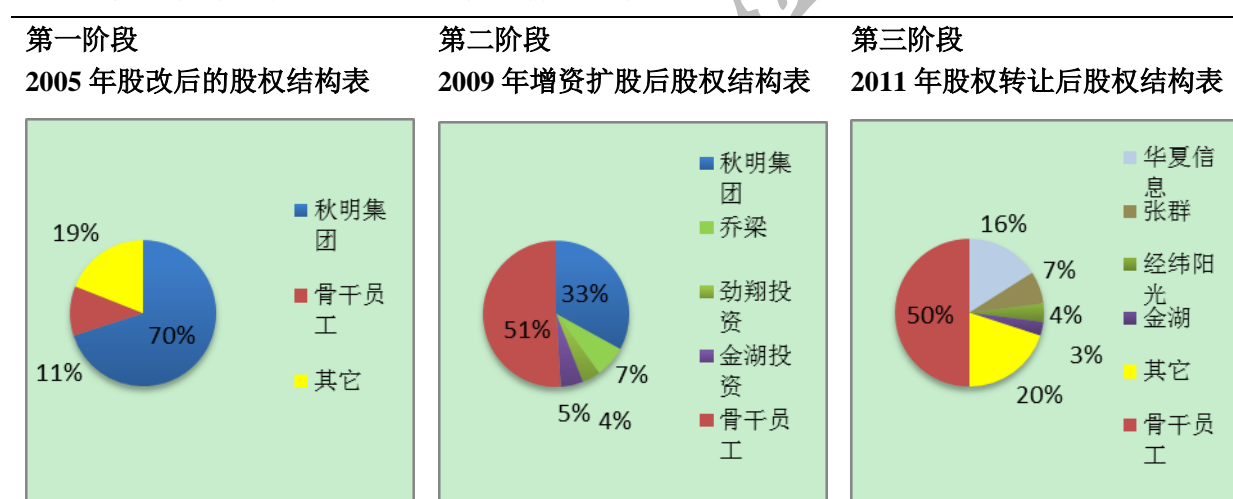


图 2 秋明软件股权结构变化图

在企业创立之初，秋明商用的股权结构属于股权高度集中的类型。最初的秋明商用注册资本为 6000 万元，主要由秋明集团投资设立。2005 年，秋明集团进行股份制改革。股改后秋明商用建立了现代企业管理制度，调整了公司的管理模式，由公司高管与集团共同持股，将公司的部分股份发放给高管。其中秋明集团持股 70%，公司高管持股 11%。大股东控股超过 50%，属于集团绝对控股。虽然控股股东控制权不可竞争，但是公司采用总经理负责制，集团将公司经营的

权力下放到以总经理为首的高管团队，集团派驻的董事长只负责监管集团的投入的资金。

2009年，秋明商用进行了增资扩股，增资8000万元，中层管理人员和骨干员工可以按比例出资购买公司股份，同时还引进了两个外部机构投资者。秋明集团股份稀释但仍旧一股独大，持有秋明软件33%股份；乔梁成为董事长，持股7%为第二大股东；两家机构投资人分别持股4%和5%；128名骨干员工合计持股51%。公司的股权结构属于相对控股，第一大股东秋明集团持股在10%到50%之间。集团持股比从70%减至33%，虽被稀释但仍一支独大。在这个时期，作为大股东的秋明集团不参与企业的直接经营，仅通过董事会来参与企业管理，控制管理层。乔梁作为秋明软件的董事长持股7%为第二大股东，掌握实际控制权与话语权。

2010年华夏信息总经理张群以华夏信息100%股权以及现金2000万出资购买秋明集团的21%股权成为第一大股东，剩余股份由3家机构投资人购买，秋明集团彻底退出，乔梁亦离开。而总经理唐仁瑞通过收购乔梁等人的股份以及联合数家机构投资人在资本控制上可以与张群制衡，掌握实际控制权。这个阶段秋明软件股权结构属于股权高度分散，单个股东所持股份的比例在10%以下，大股东没有实际控制权，所有权与经营权基本完全分离。管理者通过资本运作改变企业的股权结构，从而增强其对企业的控制力度。

2、秋明软件的股权集中度为什么从相对集中到相对分散？乔梁为什么在股权结构的变化中失去控制权？唐仁瑞如何通过变动股权结构进一步掌握控制权？

股权结构是公司治理机制的基础，它决定了股东结构、股权集中程度以及大股东身份，导致股东行使权力和效果的区别，进而对公司治理模式的形成、运作及绩效产生重要影响。股权结构与公司治理中的内部监督机制直接作用，主要表现在：

(1) 股权结构和股东大会。在控制权可竞争的股权结构模式中，剩余控制权和剩余索取权相互匹配，大股东有动力去向经理层施加压力，促使其为实现公司价值最大化而努力；而在控制权不可竞争的股权结构模式中，剩余控制权和剩余索取权不相匹配，控制股东手中掌握的是廉价投票权，它既无压力也无

动力去实施监控，而只会利用手中的权利去实现自己的私利。所以对一个股份制公司而言，不同的股权结构决定着股东是否能够积极主动地去实施其权利和承担其义务。

(2) 股权结构与董事会和监事会。 股权结构在很大程度上决定了董事会的人选，在控制权可竞争的股权结构模式中，股东大会决定的董事会能够代表全体股东的利益；而在控制权不可竞争的股权结构模式中，由于占绝对控股地位的股东可以通过垄断董事会人选的决定权来获取对董事会的决定权。因而在此股权结构模式下，中小股东的利益将不能得到保障。股权结构对监事会影响也如此。

(3) 股权结构与经理层。 股权结构对经理层的影响在于是否在经理层存在代理权的竞争。一般认为，股权结构过于分散易造成“内部人控制”，从而代理权竞争机制无法发挥监督作用；而在股权高度集中的情况下，经理层的任命被大股东所控制，从而也削弱了代理权的竞争性；相对而言，相对控股股东的存在比较有利于经理层在完全竞争的条件下进行更换。总之在控制权可竞争的股权结构下，股东、董事(或监事)和经理层能各司其职，各行其能，形成健康的制衡关系，使公司治理的内部监控机制发挥出来；而在控制权不可竞争的股权结构下，则相反。

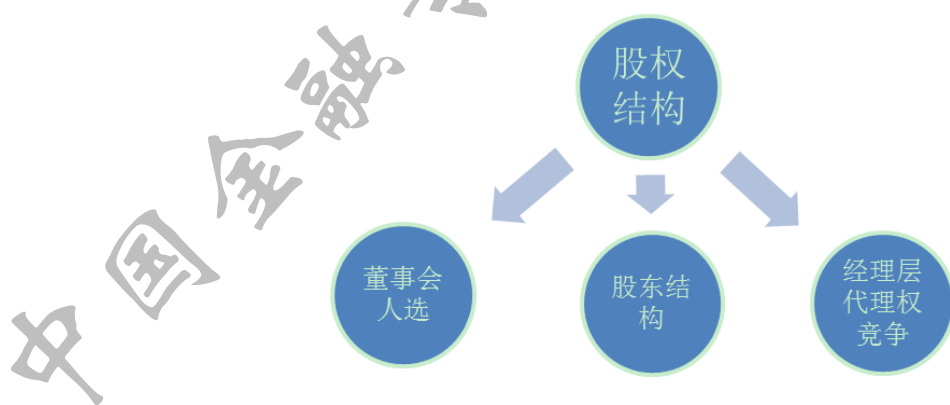


图3 股权结构与公司内部控制机制

秋明软件的股权集中度从相对集中到相对分散，主要原因是管理层希望能拥有更大的话语权和控制权，因此通过股权变动使各股东的持股比例发生变化。实现路径是 将原控股股东秋明集团将所持的 33%股权进行转让，引入新的投资者华夏信息，成为 新的控股股东持有最多股权，其他股东的相对持股比例

也发生变化，公司的股权结构从原来的绝对控股变为相对控股。进行该项运作的原因是：一方面，唐仁瑞希望通过股权结构的分散安排，提高公司的管理自主权，进而提高自己对公司的控制权；另一方面，外部投资者华夏信息想要通过股权比例的增大，拥有更大的话语权。而此时，集团因为多元化发展转移了主要产业目标，又急需资金进行新的投资。由此，三方达成一致，唐仁瑞主导了华夏信息对集团股份的收购。华夏信息总经理张群以华夏信息 100% 股权以及自有资金 2000 万出资购买秋明集团的 21% 股权。余下股份被 3 家机构投资人所持有。因此，秋明软件的股权结构从集团相对控股，变为股权相对分散。

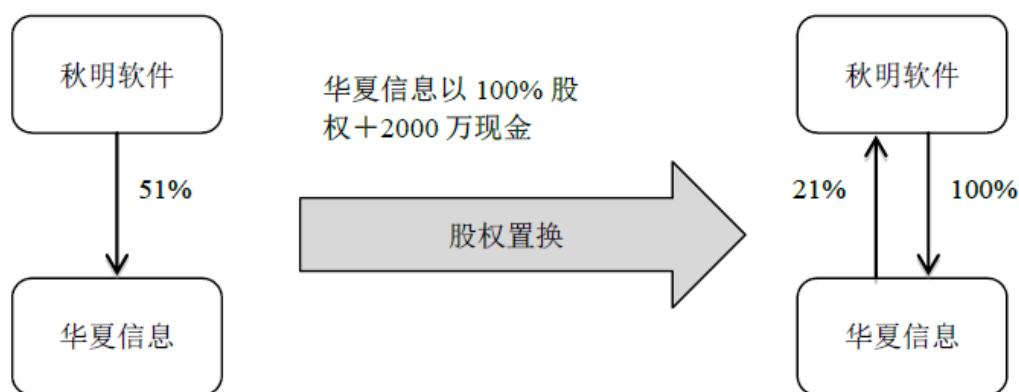


图 4 华夏信息股权转让示意图

此次股权更迭对秋明软件的股东关系产生极大的影响，也影响了公司的控制权分配。公司控制权是一组排他性使用和处置公司稀缺资源（包括财务资源和人力资源）的权利束。熊道伟（2004）提出，公司控制权不是单纯的决策权，而是对公司的经营管理进行决策、行使和监督的权力的组合，体现企业所有者和管理者对企业资源的控制程度，是对企业拥有的关键资源进行处置做出决策的实际权力组成的公司控制权体系。在不同的发展阶段，决定控制权的关键资源不同，导致控制权的分配也不同。

公司初创阶段，决定其成功与否的关键性资源因素包括背景资源（政府支持、集团出资、高校技术研发扶持）、产品和技术优势、市场营销等。秋明软件所属的信息技术服务行业在当时的国内市场刚刚起步，行业门槛高，对于技术支持和政府政策方面的依赖很强。秋明软件借助于集团的支持拥有良好的先天性资源优势。集团作为大股东虽不直接参与企业的经营，但掌握绝对控股权

和关键资源，并且无为而治将这些资源优势下放到当时的董事长乔梁手中。经理人乔梁与集团拥有一致的利益驱动，乔梁的技术背景和业务能力也取得集团的完全信任和支持。乔梁作为第二大股东同时掌握企业的实际控制权，作为企业的创始人之一也全面控制着企业的市场资源、客户资源，拥有初始核心业务团队的拥趸和信任，乔梁基本具备了作为初创期企业的灵魂人物的必备要素：掌控资本、领导力和关键资源。因此，在初期对公司拥有强控制权。

在公司发展阶段，关键因素包括获取社会、市场、资本等相关资源。业务扩张或者产品的多元化都将带来融资的需求，公司战略开始影响管理层权力，公司治理结构制约控制权发挥。唐仁瑞提出做“大软件、大服务”的战略目标，并开始为企业上市做准备。他在短期内多次实施增资扩股和引进风险投资的举措，为企业的技术研发团队和平台孵化提供了资金流，亦通过并购拓展了业务板块，其资本运作能力和决策能力得到股东层面的认可。在公司内部的影响力迅速上升，并渴望获取更大的控制权。

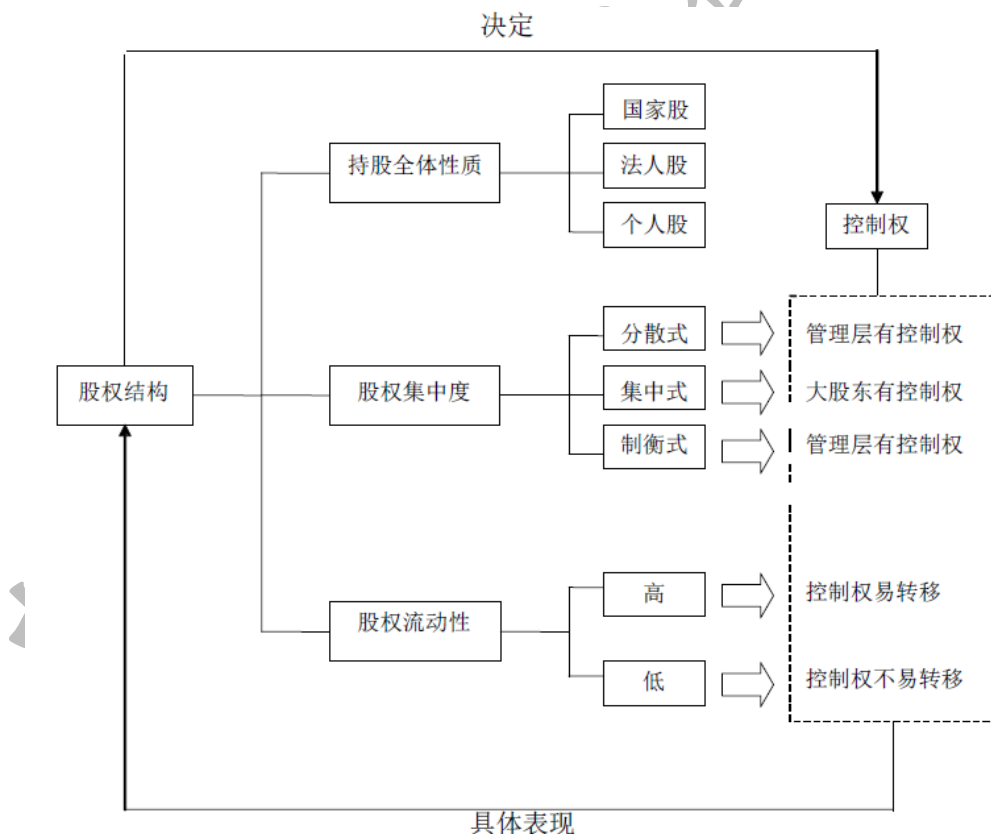


图5 股权结构与控制权分配

在唐仁瑞策划并推动的对集团股份的收购行动中，张群及华夏信息系统

的强势入主直接撼动了秋明董事长乔梁的控制地位。张群和华夏信息新持有公司 21%的股份，加上张群原来的个人持股 2%，共持有集团 23%的股份，是第一大势力。而乔梁只有 7%的公司股份，即使老部下合力占股的比例也难以与华夏新系统抗衡。作为新进公司大股东，为确保自身利益，华夏信息系统要求在公司董事会的 9 个席位中至少占有 2 个席位，成为在董事会席位最多的一方。乔梁通过做业务把公司做大做强的主张，没有获得股东们的支持，而唐仁瑞打造品牌做上市的主张，获得大家支持。2010 年 11 月末秋明软件召开的临时股东大会，对董事会成员进行了重新选举。华夏信息系统推荐的常盛华成为秋明软件新一任董事长以平衡各方势力，原董事长乔梁落选，丧失对秋明软件的控制权。

而总经理唐仁瑞，则通过收购离开后的乔梁等人的股份，以及联合数家机构投资人在资本控制上可以与张群制衡，掌握实际控制权。唐仁瑞代表的是企业管理者，追求控制权带来的个人威望和个人战略理念的实施，他所主张的上市计划先于乔梁踏实做大做强企业的计划，上市即意味着将股东权益最大化，他的工作经历和资本运作能力说服了张群等投资人和公司的部分股东，通过增资扩股、兼并收购、股权转让等运作，一步步稀释集团股份比例和乔梁的股份占比，公司股权结构走向分散，作为管理层代表的唐仁瑞则最终掌握了实际控制权。

由此可见，公司治理的关键在于掌握实际控制权，而控制权的获得一方面来自直接控股，另一方面，则在于其核心人物对于不同资源获取和整合的能力。在企业不同的发展阶段，对于哪些资源的依赖程度越高，控制权的配置就会倾向于掌握这些关键资源的一方。进入权理论认为，管理者的权力除因持有股权的投票权外，还包括管理权赋予其接触和逐渐控制企业关键资源的机会。创始股东一般掌控企业的关键资源，在引入外部股权融资和经理人后，需要更加注重对控制权的巩固。

3、秋明软件是通过什么方式引入外部投资者的？外部投资者的引入对公司控制权和绩效产生了哪些影响？

秋明软件通过股权融资、兼并收购和股权转让的方式引入外部投资者。前期，公司通过股权融资引入金湖投资和劲翔投资。作为高科技企业，产品的研发、渠道的开拓都需要投入大量资金，融资是企业各个阶段得以快速发展的必

要手段。企业的融资方式主要有债权融资和股权融资两种。债权融资主要指银行贷款，债权人基本不参与企业经营，企业控制权转移的风险很低，但需要企业按期归还本金和利息，融资成本较高。权益融资的融资规模相对较大，融资的限制性条件较少因而融资效率高于债权融资，利于企业优化组织结构，但是会影响公司的股权结构和现有股东的控制权。在创立初期，秋明软件通过增资扩股的方式，引入了金湖投资和劲翔投资两个机构投资者，为企业发展注入资金，为企业扩大规模和业绩增长提供助力。

中期，公司现金购买华夏信息 51% 的股份，通过并购的方式引入华夏信息。华夏信息的引入，为完善其运维服务，扩大业务范围，开发新的利润增长点发挥重要作用。随后，通过股权转让的方式，收购华夏信息 100% 的股权，华夏信息交叉持有秋明软件 16% 的股份，成为秋明软件的第一大股东，并推选出新一届的董事会。华夏信息推选的代表成为董事长，引发公司控制权转移，原董事长乔梁带着骨干业务团队离开，公司业绩开始下滑。

后期，为了增加业绩，达到连续三年盈利的上市目标，秋明软件又以现金和股权的混合方式收购智擎网讯，使其持有 4.12% 的秋明软件股份，成为第三大股东。唐仁瑞借此平衡了董事会的权力分布，并将公司更名为博智集团，希望重塑品牌形象。为了完善业务架构，保持业务增长，在之后的一年时间，继续收购数据专注于不同行业的同类型公司，使得机构投资者在董事会中席位超过半数。但是这一时期的收购策略收效甚微，对公司业绩的作用不明显

表 1. 财务投资者和战略投资者的比较

	财务投资者	战略投资者
投资目标	资本回报	产业链扩张
管理控制	一般不参与日常管理	参与日常经营管理，有公司控制权要求
持股比例	少量持股	以控股为最终目的
行业背景	风险投资基金	同行业或相近产业企业
投资作用	资金支持	管理/业务支持
投资时间	短，以上市为推出途径	长期稳定持有
同业竞争	基本没有同业竞争	可能存在同业竞争
优势	有助于提升资本市场对被投资企业的认可程度。	被投资企业可能从管理能力、技术、资源等多方面获益，产生协同效应。
劣势	对投资收益有要求，只注重企业的短期获利能力	存在公司控制权争夺问题

秋明软件引入的机构投资者，主要分为财务投资者和战略投资者两大类。他们由于投资目的不同，管理目标不同，对企业的控制权和经营绩效的影响也不同。前期加入秋明软件的金湖投资和劲翔投资属于财务投资者，只提供资金，基本不参与企业日常管理，有效的促进了企业的发展。而后期引入的张群及其企业华夏信息是典型的同行业战略投资者。唐仁瑞吸收张群及华夏信息的大量资金，目的是借张群之力收购集团的股份，得以与乔梁抗衡，实现自己的战略目标。同时希望在获取资金支持的同时，也获得华夏信息在公司技术或市场方面的优势资源。而作为同行业投资者，张群对秋明软件进行的股权投资属于战略性投资，短期的财务回报不是其投资目标。出于对资源、业务板块、市场渠道等方面的综合考虑，获得更好的企业发展平台是其为华夏信息设计的长期发展战略的一部分。这样就注定其对董事会所占席位比例上的要求会更多，会较多地介入管理，有掌握公司控制权的动机。后期张群全面接管秋明软件也印证了其初衷。华夏信息的引入，是导致秋明软件两次控制权转移的重要原因。华夏信息入主董事会，是导致原董事长乔梁离开企业的直接原因，也是后期唐仁瑞被迫交出控制权的推力，是导致秋明企业业绩开始走向下坡的转折点。

4、董事会为什么辞退唐仁瑞？如果您是唐仁瑞，并有东山再起的机会，将如何防止股权更迭对公司经营的影响？

在唐仁瑞的带领下，博智集团在不到一年的时间里不断以签订对赌协议的方式收购了数家专注于不同行业的软件开发与服务公司，力求完善博智集团的业务架构，保持业务增长。与竞争对手相比，博智集团将主要优势行业集中在金融软件开发领域，削弱系统集成业务；在专业服务方面以服务管理咨询、软件开发和技术服务三大领域。但结果是，非但收购策略不见成效，业务的转型也遭遇挫败。软件开发前期成本回收周期很长，需要大量研发资金投入，仅靠银行贷款很难维持，财务成本居高不下。

此时的董事会成员中有半数席位为机构投资者驻派，在投资收益不被看好的时候毅然对现任董事长兼总经理唐仁瑞的业务能力和行业经验提出严重质疑，甚至提出通过审计公司对唐仁瑞进行尽职调查。后期唐仁瑞卖出部分股份，引起股东的不满，动摇了股东的信心。正是由于投入资本运作精力太多，忽视了公司的主业，导致唐仁瑞被辞退。并且，引入的机构投资者很多，逐渐失掉

公司控制权，在董事会决议时也没有力量阻止。

一般来讲，随着企业的发展与成熟，其控制权会逐步从创始股东手中转移到职业经理人手中，控制权与所有权的关系也会经历一个两权结合到两权部分或全部分离再到两权部分结合的过程。股权结构与控制权的相互影响，以及两者对公司治理结构的影响直接决定了公司的权力制衡和委托代理关系，这两个方面恰恰是公司治理的核心。股权结构的设计是以股东持股比例为基础，同时根据股东权利、公司章程中关于股东会以及董事会的表决权的規定所调整的结构体系。在秋明案例中，控制权的更迭至最终失衡反映出公司股权结构设计不能适应公司发展需要。

		控制权	
		弱	强
分散的 所有权	分散的	组合 A：分散的所有权和弱控制权	组合 B：分散的所有权和强控制权
	集中的	组合 C：集中的所有权和弱控制权	组合 D：集中的所有权和强控制权

图6 股东所有权与控制权组合

如果唐仁瑞能够东山再起，他要改进的地方有：从公司治理的角度，优化股权结构设计；处理好业务发展和资本运作的关系，以公司价值为优先考虑；处理好内部融资和外部融资的关系，选择好融资方式和对象。

1) 优化股权结构设计

股权结构是公司治理的核心问题。合理的股权结构是公司得以有效治理的基础，也是影响公司控制权分布的决定性因素。最优股权结构是使一个公司价值最大的不同股东的持股比例。最优的股权结构是股权集中与分散相权衡的产物。影响最优股权结构的因素是大股东的监督和风险分担的权衡。通常来讲，股权结构可以达到三种均衡：一种是股权结构由一个控股股东和无数小股东组成，一种是完全由大量的小股东组成的，还有的是由多个大股东组成的。因此，最优股权结构不只是大小股东二者的博弈，还存在着多个大股东制衡的形式。股权制衡即是指控制权由几个大股东分享，通过内部牵制，使得任何一个大股

东都无法单独控制企业的决策，达到大股东相互监督的股权安排形式。股权制衡的效果，与三个因素密切相关：一是股东之间的利益必须是独立而非趋同或者附属的，此乃制衡作用的根本和基础；二是必须有合适的和有治理动力的股东；三是完善的法律环境。

在实际中，股权结构往往是由控股股东决定的，实现的是大股东的最优股权而非公司治理的最优化。但是股权结构同时又受到制度环境、社会环境、经济环境等多方面的影响，因此，并没有一个固定的适合所有公司的最优股权结构。但是存在一个合理的股权结构。合理的股权结构应满足风险与收益对称的原则，是每个股东的风险和利益直接与所持股份数额挂钩，任何股东都不能侵犯其他股东的利益，同样也不能将自己的风险转嫁给别人。能使得公司实现价值最大化，对高科技行业，由于人力资本的重要性和不可分离性，实行股权的高度集中，在初期有利于提升公司的治理绩效。在秋明最初的股权结构中，秋明集团是第一大股东、创始人，公司所遵循的是集团式的公司治理模式，符合公司的股权特点。随着公司的发展，特别是作为创始人的秋明集团和乔梁退出董事会后不能再对公司实施直接管理，股权结构发生根本性的变化，呈现股权分散的特点，公司治理模式则要向以职业经理人为中心的治理模式转变，并以此来构建新的公司治理模式。唐仁瑞作为公司管理层的代表，要么提高自己的持股比例，要么平衡大股东的股权比例，以实现相互制衡的股权结构。

2) 不断提升公司核心竞争力

1990年，美国著名管理学者加里·哈默尔和普拉哈拉德的核心竞争力（Core Competence）模型是一个著名的企业战略模型。他们认为，企业的成功是企业核心竞争力的外在表现。按照他们给出的定义，核心竞争力是能使公司为客户带来特殊利益的一种独有技能或技术。企业核心竞争力是建立在企业核心资源基础上的企业技术、产品、管理、文化等的综合优势在市场上的反映，是企业在经营过程中形成的不易被竞争对手仿效、并能带来超额利润的独特能力。作为公司创始人之一的乔梁与集团拥有一致的利益驱动，乔梁的技术背景和业务能力也取得集团的完全信任和支持。乔梁组建的业务团队在忠诚度、心理情感和价值观方面赋予乔梁在企业中极大的影响力，适合在创业初期求生存的过程中带领队伍打硬仗。这个时期秋明软件的资源、战略和企业发展周期的

匹配度良好，企业拥有者和管理者的控制权结构稳如泰山。当乔梁带领数个主干业务团队离开秋明软件时，秋明软件便丧失了代表企业价值的核心竞争力，给秋明软件的业务开展带来重创。

随后，唐仁瑞虽然通过多次收购专注于不同行业的软件开发与服务公司，想要完善公司的业务架构，保持业务增长，却难见成效，无法重振公司业绩，最后导致自己也被董事会辞退。因此，保持公司的核心竞争力，才是公司能持续稳定发展的基础，也是管理者自我实现的根本所在。上市融资计划应该服从于公司业务发展状况，以公司核心竞争力的提升，公司价值不断增长为基础。

3) 合理选择融资方式和融资对象

作为高科技企业，产品的研发、渠道的开拓都需要投入大量资金。在企业的每个发展阶段，融资都是企业得以快速发展的必要手段。在企业的不同发展阶段，融资的需求和渠道的选择也会不同。选择合理的融资方式将直接影响企业的股权结构，从而影响控制权的配置。企业的融资策略要与其发展阶段相匹配，合理选择融资对象。资金的充足与否一直是高科技民营企业发展成败的关键要素。企业应关注各种融资渠道的综合运用，建立银行信贷、股权融资并重的融资结构，恰当选择融资方式与融资规模，采取契合企业发展阶段和符合行业特点的融资策略。案例中秋明软件在企业创始阶段实行股改，以内部权益性融资的方式完成了企业的原始资本积累；在企业成长阶段，秋明软件引入了财务投资者即外部机构资本使企业实现了稳定快速的发展；这两个时期的融资策略都是合理高效的。

在采用外部权益融资的时候，要谨慎选择外部投资者，以完善公司治理结构为优先考虑。选择外部投资人时，应首选财务投资者进入，因其注重资本收益，投资目的更加单纯。财务投资者一般只在企业业绩不佳时有参与企业管理的动机，且会在合适的时机退出企业。高科技企业多会在发展期引入战略投资者获得资金以及其它资源的互补，对于战略投资者的引入应避免对于单个战略投资者进行规模过大的融资，并且引入多个战略投资者更有利于在各个投资者之间形成相互制约的关系。这样企业可以降低战略投资者觊觎控制权的风险。如果企业引入与企业存在上下游关系的战略投资者以求完善业务板块或者达到

上市的目的，那么引进的投资者有可能成为企业潜在的竞争对手，同时与战略投资者的关联交易无法避免也会使得企业上市中审核受阻。

本案例中，唐仁瑞联合华夏信息董事长张群一起全面收购集团持有的股份之后，秋明软件董事会9名董事中除3位独立董事之外，张群与华夏信息占领3个董事席位，总经理唐仁瑞通过收购乔梁等人的股份以及联合数家机构投资人在资本控制上才与张群制衡。此时，唐仁瑞开始醒悟过来华夏信息最终目的不单是获取投资收益，而且想要获取公司控制权。这个时期的股权已经高度分散，张群作为个人最高持股人，具有争夺控制权的实力。在公司业绩不佳时，联合其他机构投资者，辞退唐仁瑞，夺得企业控制权。可见，引入战略投资者有风险，特别是在有大量财务投资者同时引入资金实力强大的战略投资者的情况下，财务投资者的表决权有可能转向支持另一方，引起企业控制权的转移。

五、关键点

1. 关键点：本案例结合股权结构理论、控制权的配置理论深入剖析秋明软件由胜至衰的原因，探讨了企业在持续发展过程中股权结构和控制权配置的重要性。

2. 关键知识点：结合秋明软件企业的案例，学习股权结构的内涵和分类，以及股权结构设计与公司治理模式的关系；探讨如何通过股权结构设计，实现合理的控制权配置，以防范企业引入外部投资者过程中的控制权失衡。

3. 能力点：分析与总结能力、批判性思维能力以及解决问题的实际能力。

六、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，下面是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

本案例建议在《公司金融》课程的股权结构专题中讨论。整个案例课堂讨论控制在80-90分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。课堂讨论前言：教师简单扼要地介绍讨论主题（2-5分钟）

分组讨论：每组 4-5 人，分组讨论，深入理解秋明软件股权结构的特点和变化过程，以及控制权失衡导致公司价值受损，陷入经营困境。（20-25 分钟）

引导讨论：以本教学使用说明中“分析思路”为线索，逐步抛出案例讨论问题，引导学生深入讨论案例企业股权结构变化的特点、股权结构变化的过程和原因、股权结构与控制权的关系等等，在课堂讨论的高潮阶段推出案例企业经营困境，询问学生问题的本质和解决方案，促使学生真正理解股权结构的相关理论和知识，思考影响股权结构和控制权配置的关键因素。（控制在 55 分钟内）

讨论总结：教师对案例讨论进行归纳总结，并进一步提出发散性问题让学生进行课后思考（5 分钟）

课后计划：请学员上网搜索有关国美控制权争夺的有关案例，以及高科技企业通过引入外部投资者成功上市融资的案例，采用报告形式分析企业在不同时期如何处理好股权结构和控制权的关系。

七、案例后续进展

在经历重重波折之后，秋明软件更名为博智集团，以新的面貌在行业中持续前行。在之后的两年时间里，博智集团从董事会、高管层至各个事业部和职能部门等层面重新进行了梳理和架构，逐步形成稳定的局面。博智集团目前以华夏信息的运维业务为主要盈利版块，逐步引进新的硬件业务团队、行业软件外包业务团队，弥补了之前业务团队的流失；同时加大在金融业务板块的研发投入力度，打造企业的核心竞争力。

IT 信息技术行业发展飞速，博智集团在动荡中也得以继续发展，一方面对原有传统业务板块进行精简和调整，一方面开拓新的领域诸如云计算和数字媒体领域。至 2015 年，博智集团基本实现了扭亏为盈，重新步入稳健发展的局面。

参考文献

- [1] 刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益[J],经济研究,2007 年第 2 期,第 86-96 页.
- [2] 徐细雄, 刘星. 创始人权威、控制权配置与家族企业治理转型——基于国美电器“控制权之争”的案例研究[J],中国工业经济,2012 年 2 月第 2 期,第 139-148 页.
- [3] 张维迎. 高新技术企业的成长及其影响因素[J]. 管理世界, 2005(10):

94-112.

[4] 刘磊, 万迪昉. 企业中的核心控制权与一般控制权[J], 中国工业经济, 2004 年 2 月第 2 期, 第 68-76 页.

[5] 祝继高, 王春飞. 大股东能有效控制管理层吗——基于国美电器控制权争夺的案例研究[J]. 管理世界, 2012, (4): 138-152.

[6] 陈晋平, 文央漾. 控制权转移公司的股权融资: 机会与绩效[J]. 经济理论与经济管理, 2005(12): 13-17.

[7] 陈亮. 资本结构、控制权配置与公司价值关系研究[J]. 财会通讯, 2009(17): 40-41.

[8] 李文江. 我国民营企业融资现状及对策[J]. 企业研究, 2010, 5(10): 43-44.

[9] 王百强, 戴彦雄. 苏宁、国美股权融资对控股股东控制权的影响[J]. 财务与会计, 2011(08): 17-18.

[10] 王桂英, 张晶晶. 关于我国中小企业股权融资的研究——基于公司治理的角度分析[J]. 中国总会计师, 2012(01): 88-89.

[11] Alan V.S. Donglas. Capital Structure and the Control of Managerial Incentives [J]. Journal of Corporate Finance, 2002 (8): 287-311.

[12] Holderness C.G. A Survey of Blockholders and Corporate Control [J]. Economic Policy Review, 2003, 4: 51-64