



上海交通大学财务系列教材

The Cases of Corporate Finance

公司财务案例

胡奕明 陈亚民 主编



中国财政经济出版社

公司标的股票的收盘价或前收盘价... 2006年中期经审计的每股净资产... 因此,中信证券议案中的初次... 51.3005,并派出... 上海交通大学财务系列教材

还包括了三位监事。而在《试行办法》... 以及由上市公司控股公司以外的人员担任。

公司财务案例

名独立董事构成,不得将《试行办法》... 号024521第(2006)年第1000号

从上面的分析我们可以看出,中信证券的... 胡奕明 陈亚民 主编 迟迟没有... 券的股权激励要想得到有关部门的批复,还需要进行更... 信证券将来将如何按照《试行办法》更改其股权激励方案。

20.4 小 结

现对本案例中的主要观点加以简要归纳:

1. 中信证券股改支付的对价方案为10送3.5,作为证券行业... 认为该对价方案尚可;
2. 根据测算,中信证券股改后股价水平在4.94~5.43之间;
3. 中信证券提出了股权激励计划草案,但由于一些条件与国家... 悖,因此若公司的股权激励计划得到批准,还需对其不合规处进行一...;
4. 我们认为,中信证券的股权激励条件应当综合考虑公司... 二级市场表现等... 的设定上,应吸取其他公司的长处。

(资料来源:新浪财经网)

中信证券招股说明书 2006年6月17日

1. 06年6月17日,中信证券招股说明书... 第二十一次会议决议公告

2. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

3. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 第五次会议决议公告

4. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

5. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

6. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

7. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

8. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

9. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

10. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

11. 06年7月20日,中信证券招股说明书... 2006年7月20日

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务案例/胡奕明, 陈亚民主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2007. 12
(上海交通大学财务系列教材)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0386 - 7

I. 公… II. ①胡…②陈… III. 公司 - 财务管理 - 案例 - 高等学校 - 教材
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 187450 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

三河市欣欣印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 29.5 印张 551 000 字

2007 年 12 月第 1 版 2007 年 12 月河北第 1 次印刷

印数: 1—2 060 定价: 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0386 - 7/F · 0319

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序

近年来,中国资本市场得到空前的发展,上证指数从1 000点起步在两年的时间里上升到6 000多点,市值翻了好几番。人民币升值压力巨大,市场流动性泛滥,房地产价格上升势头甚猛。这一切告诉我们,中国已经从一个资金缺乏的国家逐渐变成一个资金充裕的国家,从一个家底单薄的国家逐渐变为家底殷实的国家。随着国民财富的持续增长,个人财产性收入的不断提高,如何管理好自己的“财富”,或者说如何做好“理财”,就成了一个全社会关注的问题。

社会需求对于一个学科的发展来说至关重要。过去,在计划经济体制下,企业谈不上有真正的财务,资金来自上级的下拨、利润是上级下达的指令性计划,没有自主的融资、投资和分配活动。改革开放之后,企业和政府的关系逐渐得到理顺,在经营计划、物质分配和利润分成方面有了很多的自主权,企业开始对投资有了回报要求,积极开展引资活动,利润成为企业自主追求的目标,财务管理最主要的工作是融资和投资。不过在企业内部,财务和会计通常归属在一个部门,在很多人的概念中,财务就是会计,会计就是财务。财务管理则是会计学中一个分支学科。

随着市场经济的发展,财务的作用越来越大,除了传统的融资、投资、利润分配和日常营运资金的管理外,实务中财务经理们遇到的新问题不断出现,财务开始有了许多专门化的领域,如财务分析、税务筹划等。金融市场的发展,又极大地推动了一些新领域的发展。各种金融创新产品的出现,丰富了企业财务管理工具,拓展了理财视野。金融市场本身的千变万化,促使财务管理变得更加灵活,拓展了理财的深度和广度。金融风险管理、收购兼并、企业价值评估等不断被纳入到财务学的范围中来。此外,随着中国经济在世界经济中的地位和作用不断提升,跨国经营已成为未来企业发展的必然趋势,财务又面临一个如何在跨国背景下运作的问题。所有这些都加剧了财务学本身内涵的迅速扩张,也使得当今的财务学与金融市场的关系越来越密切。

《上海交通大学财务系列丛书》就是在这样一个背景下推出的。这个系列丛书包括财务学中的几个主要领域:公司财务、跨国公司财务、财务分析和企业价值评估、金融风险管理、收购兼并财务、税务筹划、公司治理等。公司财务是整个系列丛书的核心,因为后者均可以看成是公司财务中的一些专门问题。丛书以

教材为主、配套有相应的案例集。这些案例集与教材之间有一定的呼应,但每一本也是自成体系、相对独立的。

编写这套丛书的一个基本思想是：(1) 着眼中国实际。首先在资料的收集上，将以中国企业的实例为主，将中国企业在财务管理整体环境变迁下的种种变化呈现给读者，让人们能够用一种历史的眼光看待财务学在中国的发展；其次，丛书还将特别关注中国企业当前财务管理中的一些热点问题，特别是跨国经营和创新金融领域，介绍国外最新发展动态，丰富国内企业这方面的知识和经验；(2) 比照国际一流商学院的财务类教材，在内容选择、素材采集、写作风格等方面展现自己的特色，一改过去国内教材拼凑、剪贴、刻板的面孔，丰富和发展国内的财务类高端教材。

[Handwritten signature]

前言

“公司财务”一词的英文是“Corporate Finance”，而“Finance”一词近年来渐渐演绎出三层意思，一是指宏观的金融体系、制度、以及货币银行等金融领域，二是指证券、期货等与资本市场相关的金融领域，三则是指企业中的财务管理工作，主要偏重企业的投融资、日常资金运作与购并等，没有将成本管理、预算和财务分析等包括在内。因此“公司财务”一词更多的是着眼于企业层面涉及金融市场、金融行为的管理活动，与以财务数据为基础、对企业实行有效控制的财务管理不完全相同。

本书共收集整理20个案例，按前面的界定，属于“公司财务”的范畴。这些案例主要涉及公司融资，如首次公开发行股票、发行各种类型债券、运用创新金融工具，还有以公司估值为基础的投资分析，涉及股利分配和管理层持股的利益分配，以及财务日常运作，如应收账款管理、金融风险管理等。此外，考虑到企业规模的差异，还收集了两个案例，一个主要反映创业型小企业的财务管理问题；另一个则反映集团型公司的财务管理工作。

说起编写本案例集的动机，当时主要有三点考虑：一是案例素材已非常丰富；二是国内目前有关的案例整理还很少；三是与正在编写的《公司财务学》一书形成配套教材。

我本人自第一次教“公司财务”课程到现在也已有十来年时间了，教过的学生从本科生、研究生，到MBA和EMBA，各个层次都有。当时，选择的教材只有国外教材，案例很少，选用的案例也大多以国外案例为主。但是，从书本到书本，没有自己熟悉的环境事物，只能生搬硬套，因此这样的案例教学似乎从一开始就注定效果不佳。当时为了收集案例，一些来自实务界的学生成了大家的老师，他们自身从事的许多工作，成为我们的第一手素材。但是现在，公司财务素材已大大丰富了。

国内经济的快速发展，成了案例取材的巨大天然来源。应该说，随着我国经济、社会的不断发展，企业内部管理水平的不断提升，以及在经济、金融和贸易的全球一体化背景下，国外比较先进的管理理念和管理工具正被越来越多的国内企业所采用。“公司财务”在实践中已经从模仿、学习的初级阶段发展到自如运用、不断提炼和创新的高级阶段。国内这些年来出现了大量公司财务方面的事

例，它们或成功、或失败，但都不失为案例教学中的好题材，如蒙牛海外融资的成功、德隆资金运用上的失败等。

然而，国内公司财务方面的专门案例集却很少。在国内作者编写的教材中可以找到一些公司财务方面的案例，但受教材内容和篇幅的限制，这些案例的介绍和分析都不可能非常深入。在一些学术性期刊上，也有作者发表案例研究，如《管理世界》期刊。这些案例研究有一定深度，收集的资料也较有说服力，但研究性论文有其自己的风格和要求，与一般人试图通过案例了解财务活动本身的出发点大不一致，导致这些案例的实际应用价值被打了折扣。有好素材，却疏于整理，不啻于浪费。

正因为公司财务国内实践的迅速发展，也让我们有了编写一本以中国国情为背景的《公司财务》教材的想法。与其他教材不同的是，该教材的宗旨是“让更多的国内财务实践为国际所知”，而不是早期的以介绍国外情况为主。这样，与教材相配套，就需要将国内的案例进行提炼、加工和整理，以强化教材所体现的这一思想。

要编写一本以国内公司财务实践为主体的案例集，就必须注意到国内案例与国外案例的不同。我们认为，国内案例有这样两个特点：一是案例产生的背景或跨越的时期虽然不长，但其当事人却处在一个急速变化的经济环境中，使得案例本身对后人的昭示作用可能“时过境迁”，然而却能充分体味到一个新兴市场国家企业的发展，它从无到有、从小到大、从不规范到规范、从国内走向国际；二是案例素材丰富，但公开、可靠的资料或数据偏少，这就在一定程度上限制了对案例的深度挖掘，这与国内各类信息披露的管制有一定关系。

鉴于上述两个特点，我们在选择案例时依循如下原则：（1）案例要有代表性，选择一些经典案例，如民企蒙牛的成功上市、打破多项世界记录的中国工商银行 IPO、曾令市场争论不休的用友现金股利、以及国内第一个蝶式期权武钢期权等；（2）要能反映国内一些重大的市场变迁或规范事件，如上市公司清欠工作中的金花股份公司对清欠问题的解决、股权分置改革中的招商银行方案、管理层股权激励试行中的中信证券等；（3）要能体现一些国际通行、国内逐渐接受的公司财务学理念，如对基金和网盛股票进行投资价值分析；（4）目前在一些发展较好的企业（包括外资在国内开设的企业）中正在应用的公司财务理念和方法，以体现国内公司财务实践的当前风貌，如 AMC 公司对应收账款的管理、YD 公司对租赁项目风险的管理以及烟草行业的集团化财务管理等。

案例来源主要有两类：一是从公开媒介上发掘有价值的题材，这类媒介以财经类报刊为主，如《21 世纪经济报道》、《第一财经》、国内三大证券报、以及有关财经类网站等；二是我们自己的积累，有的是过去亲身参与过的工作，有的则是为案例专门进行的调研。在这些案例中，我们收集了 3 个 MBA 或 MPAcc（会

计专业硕士)学生自己总结的实践经验和体会,还有1个是由本科生完成的小型社会调研报告。

随着国内企业逐渐向海外发展,国外跨国公司进入中国,公司财务也从过去单纯以国内环境和发生事件为主,逐渐有了更多的国际化色彩,使得公司的财务活动有时分不出国内还是国际。为更好地展现国内公司财务近年来的实践情况,我们同时还编写了另一本案例集《跨国公司财务案例》。以国外财务活动为主的,如涉及国际项目融资、债券发行、汇率风险管理等方面的放在《跨国公司财务案例》一书中。而本案例集则主要以国内财务活动为主,但有的也会涉及国际资本市场,如国际股权融资,有时企业本身可能就是跨国公司在我国的子公司,但它们根据中国国情调整了它们的财务管理工作。

本书各案例的编写风格比较统一,大体模式是:背景介绍、事件主体、分析。背景介绍包括当事人公司及行业基本情况、相应的国内经济和法律、法规环境等。事件主体则阐述某项财务活动的内容、过程,尽量做到客观、公允。所用材料以公开披露或自己调查的为主,尽量避免使用推测或演绎的方法。在分析部分主要运用相关财务理论知识,对事件本身的性质、利弊、以及利害关系等进行探讨,分析方法包括多项对比、财务比率分析等,如蒙牛一例中根据各避税地的规定对蒙牛上市前股权结构调整产生的税收利弊进行了比较分析,在缺乏关于德隆集团财务数据的情况下,运用其下属上市公司这个窗口,分析整个集团资金链的紧张态势。

与国外同类案例集不同的是,我们的案例不是单纯的教学用案例,只提供背景、事件主体,基本不作分析,我们的案例更多地像在“讲故事”。先把故事本身、发生的背景讲清楚,再加上自己的分析,分析这样做或那样做可能的原因或后果,以加深对读者对故事本身内涵的理解。我们也没有在案例集中布置思考题,但每个案例开始都有一小段“开场白”,在这里我们会提出各案例最核心的问题,让读者在阅读故事的同时与我们一起分析、思考。

本案例集的编写可以说从收集素材、选择主题时就开始了,而这一过程可以追溯到十年前。那时候,为丰富教学内容,我们收集了不少相关题材,如20世纪90年代的发行企业债券、南宁化工发行可转换债券、康恩贝买壳上市、房地产投资方案比较、三九企业集团内部资金运作、辽房天公司与万华建设投资公司的资产置换等,但这类案例大多资料不足、有的公司甚至已不复存在了。在教学中还经常用到一些例子,虽然信口拈来,但有的已经找不到出处了。还有不少素材是来自报刊的剪报,但其中一些剪报业已黄旧不堪。过去一些好的学生习作还留存着,看到十年前学生的名字陡升亲切感,然而这些同学有的失去联系甚久,编写案例时若要再做补充,可能连当事人自己都无法做到了。有的案例甚至我们的老师或学生还亲身参与,但受保护商业机密的限制,也不可能毫无保留地提

交。诸种不便，也就使得题材的选择成了一项不小的工程，颇费心思。

题材选定之后，接着就是分头收集更详尽的资料。从资料收集到确定写作大纲，通常也要有个来回。因为收集到的资料可能与最初的设想有差距，想写的东西又没找到相关资料。但是，“山重水复疑无路，柳暗花明又一村”，从收集到的资料中常常会发现新的亮点，然后重新确定写作重心。像准备蒙牛案例时，手头除了一般新闻报道外没有任何其他资料，重点写什么也不清楚。在采用地毯式资料搜索后，找到不少国外避税地方面的材料，结果在对蒙牛上市前股权结构调整动机的分析上就多了避税这一层。

题材和资料收集好之后是最后确定故事的主题和亮点，这一环节也颇费脑筋。这就像一部美术作品，绘画材料都差不多，但创意如何就决定了整个作品的品格。案例编写同样有问题。譬如选择德隆这个题材时，市面上已有不少有关德隆的书籍，加上对德隆庭审的跟踪报道，资料多得可谓铺天盖地。从哪个角度写、写什么主题，就成了最关键的问题。考虑到资料的可靠性和可获得性，以及我们自己在财务分析上的优势，加上公司财务中日常资金运营最核心的问题是流动资产和短期负债的合理搭配，最终确定写德隆的资金链问题，而这一问题也正是德隆帝国崩溃的根本原因。

全书各章节的分工情况如下：第一章由胡奕明、李国君编写，第二章由陈亚民、马玲编写，第三章由胡奕明、杜旻、王静编写，第四章由胡奕明、孙泽夏编写，第五章由陈亚民、马玲编写，第六章由胡奕明、孙泽夏编写，第七章由胡奕明、蹇中华、孙泽夏编写，第八章由胡奕明、杜旻编写，第九章由胡奕明、王静编写，第十章由胡奕明、杜旻编写，第十一章由胡奕明、夏钦编写，第十二章由胡奕明、王静编写，第十三章由胡奕明、夏钦编写，第十四章由王辉、胡奕明编写，第十五章由胡奕明、蹇中华编写，第十六章由陈欣、罗维思编写，第十七章由胡奕明、蔡震东、马绍松、刘磊、孙岚、潘旻岚、印子健、李爽、周妍编写，第十八章由郭世阳、胡奕明编写，第十九章由陈亚民、马玲编写，第二十章由胡奕明、夏钦编写。

案例集的编写是上海交大公司财务研究中心近年来的一项重点工作，也是交大会计系财务系列教材的组成部分。本书的编写得到上海交通大学经济与管理学院院长王方华、管理学院院长陈方若等人的支持，还得到中国财政经济出版社徐洁等人的帮助，在此一并表示感谢。因自身水平有限，书中难免有一些疏漏和错误，希望读者能予斧正。

编者

2007年10月于上海

目 录

第 1 章 蒙牛公司香港上市的资本运作	(1)
1.1 蒙牛公司的股权安排和上市过程	(1)
1.2 关于蒙牛股权安排的分析	(8)
1.3 小结	(23)
第 2 章 无锡尚德的海外 IPO	(26)
2.1 发展初期	(26)
2.2 IPO 之前的重组	(28)
2.3 公司上市	(36)
2.4 小结	(38)
第 3 章 中国工商银行 IPO	(40)
3.1 公司背景	(40)
3.2 所在行业概况	(42)
3.3 工行上市概览	(46)
3.4 工行上市前的基本财务状况	(49)
3.5 工行估值	(56)
3.6 A+H 模式	(60)
3.7 如何保障“巨无霸”的顺利上市	(65)
第 4 章 德隆资金链的断裂	(69)
4.1 德隆帝国的崩塌	(69)
4.2 德隆的产业并购战略及实施	(74)
4.3 德隆系上市公司：五次配股融资	(75)
4.4 德隆系上市公司：获取银行信贷资金	(78)
4.5 德隆系上市公司：经营性现金流短缺	(84)
4.6 德隆系上市公司：维系高股价/大量资金被占用	(88)
4.7 小结	(90)

附录1 德隆有关金融机构状况	(92)
附录2 德隆上市公司部分并购、收购大事记	(94)
附录3 德隆内部整体资金链状况	(96)
第5章 苏宁环球的买壳运作	(99)
5.1 交易各方背景	(99)
5.2 吉林纸业的债务重组	(104)
5.3 苏宁的买壳运作	(107)
5.4 买壳效果的分析	(110)
5.5 小结	(113)
第6章 茂炼转债的转股风波	(114)
6.1 中国可转债市场的发展	(114)
6.2 茂炼可转换公司债券发行背景	(118)
6.3 茂炼转债转股风波	(125)
6.4 小结	(136)
第7章 电广传媒的以股抵债	(138)
7.1 电广传媒公司简介	(138)
7.2 以股转债方案的实施	(141)
7.3 其他方案的可行性分析	(145)
7.4 关于以股抵债的讨论	(148)
7.5 市场对以股抵债方案的反应	(153)
7.6 小结	(155)
第8章 *ST金花的大股东占用资金清欠	(157)
8.1 案例公司简介	(157)
8.2 清欠工作的政策背景	(162)
8.3 资金占用的形成	(165)
8.4 上市公司的清欠方案	(167)
8.5 *ST金花清欠的特色	(171)
第9章 债务危机——严介和如何应对	(175)
9.1 债务危机的爆发	(175)

9.2	严介和的起家与变身	(177)
9.3	探析债务危机产生的原因	(179)
9.4	债务危机的处理	(183)
9.5	拨云见日——“在风暴中成熟”	(188)
第 10 章	武钢的创设期权及其市场表现	(191)
10.1	案例公司简介	(191)
10.2	武钢的股改方案	(195)
10.3	权证带来的投资机会	(197)
10.4	权证的市场表现	(199)
附录	权证基础知识	(206)
第 11 章	基金的投资价值分析——基金泰和	(210)
11.1	基金泰和简介	(210)
11.2	基金的投资价值分析	(214)
11.3	泰和基金的业绩分析	(216)
11.4	小结	(231)
第 12 章	网盛科技的价值分析	(233)
12.1	公司介绍	(233)
12.2	所在行业简介	(235)
12.3	公司财务状况	(241)
12.4	网盛科技的盈利预测与估值	(244)
第 13 章	招商银行股改估值	(250)
13.1	招行简介	(250)
13.2	招行的股改方案	(252)
13.3	股改对价及权证价格计算	(257)
13.4	招行股改对价的合理性分析	(262)
第 14 章	融资租赁项目的风险管理	(268)
14.1	融资租赁业务相关背景	(268)
14.2	F 总院项目背景及基本情况	(272)
14.3	F 总院项目风险管理	(274)

14.4	F 风险管理总体策略	(281)
14.5	小结	(285)
附录 1	医疗设备融资租赁简介	(286)
附录 2	融资租赁项目风险要素分析	(287)
第 15 章	用友公司：高现金股利政策	(291)
15.1	现金股利政策的影响因素	(291)
15.2	中国上市公司股利政策现状	(296)
15.3	用友公司及其股利政策简介	(299)
15.4	用友公司的股利政策分析	(302)
15.5	横向比较——关于用友股利政策的进一步分析	(309)
15.6	市场的选择	(313)
15.7	小结	(315)
第 16 章	AMC 公司的信用风险管理	(317)
16.1	案例背景	(317)
16.2	实行客户资信管理	(320)
16.3	赊销与授信管理	(329)
16.4	应收账款管理	(338)
16.5	AMC 公司信用风险管理的成效	(347)
第 17 章	创业投资项目分析	(350)
17.1	童家眼镜店	(350)
17.2	极浪运动工厂	(355)
17.3	美美地球村	(360)
17.4	“点留”的创业	(366)
17.5	花缘小苑	(373)
第 18 章	烟草行业的集团财务管理	(379)
18.1	案例背景	(379)
18.2	集团化财务管理的规划	(385)
18.3	集团化财务治理：权限与组织	(387)
18.4	基于分类的集团财务管理	(389)
18.5	集团化财务管理的推行	(395)

附录 集团化财务管理的几种模式.....	(412)
第 19 章 宇通客车的 MBO	(418)
19.1 案例背景.....	(419)
19.2 MBO 之路	(428)
19.3 市场质疑.....	(432)
19.4 各方获利情况分析.....	(436)
19.5 小结.....	(440)
第 20 章 中信证券的股改与股权激励	(442)
20.1 中信证券简介.....	(442)
20.2 中信证券的股改.....	(446)
20.3 股权激励计划.....	(451)
20.4 小结.....	(457)

第 1 章

蒙牛公司香港上市的资本运作^①

随着中国金融市场的逐步开放，越来越多的企业将走出国门，到资金实力更雄厚的国际市场中融资，同时越来越多的投资机构也正涌入中国，期望能够从中国蓬勃的经济中分一杯羹。为了能在与海外投资机构的交锋中尽量争取最为有利的条件、为企业做出最优的融资安排，了解国际资本市场中常见的资本运作方式就显得非常必要了。

2004年蒙牛集团在香港上市是近年来众多红筹公司上市的一个缩影，它走的是红筹公司上市的一贯步骤：海外避税地注册—股权重组—资产注入—壳公司上市。但是由于涉及了一些国内不常见的资本运作方式，蒙牛在整个上市过程高潮迭起，精彩纷呈，堪称近年来IPO（initial public offering，首次公开发行）的经典之作。事实上，蒙牛公司能在短短的3年内成功在香港上市，并且从一个默默无闻的中型乳制品企业一跃成为全国三大乳品巨头之一，这其中的原因和此次上市以及相应的资本运作不无关系。

1.1 蒙牛公司的股权安排和上市过程

1998年建立的蒙牛公司起初只是一个普通的民营企业，但拥有远见卓识的领导团队，以牛根生为首的管理层很早便认识到，要想在国内竞争激烈的乳制品行业创出一片天地，资金和先进的治理结构是至关重要的基础，因此也就有了以后的蒙牛与摩根斯坦利合作创造的上市神话。

1. 初始股权安排

1999年8月18日内蒙古蒙牛乳业股份有限公司（上市公司主营子公司）成立，股份主要由职员、业务联系人、国内独立投资公司认购，股权结构也十分简单，见图1-1。其中，发起人占73.5%，其他股东占26.5%。

^① 本案例完成于2007年6月。

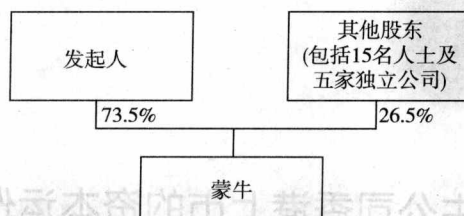


图 1-1 蒙牛公司的初始股权安排

2. 首轮投资前的股权安排

要在海外成功上市，首先要有资金让公司运转起来。然而蒙牛的原始股权结构过于僵硬，对大量的资金注入以及资本运作活动都将产生桎梏作用，因此蒙牛在风险投资团队的指导下，自 2002 年起就开始逐步改变股权结构，以便为日后的上市创造一个灵活的股权基础。

从 2002 年开始，蒙牛先后在避税地注册了四个壳公司，分别为英属处女（或维京）群岛（也称 BVI）的金牛、银牛公司，开曼群岛公司以及毛里求斯公司，见图 1-2。其中金牛和银牛公司的股东主要是发起人、投资者、业务联络人和职员等，通过这种方式，蒙牛管理层、雇员、其他投资者、业务联络员的权益都被悉数转移到两家公司中。透过金牛和银牛两家公司对蒙牛乳业的间接持股，蒙牛管理层理所当然成为公司股东。开曼群岛公司和毛里求斯公司是两家典型的海外壳公司，作用主要在于构建二级产权平台，以方便股权的分割与转让。这样，蒙牛不但可以对风险进行一定程度的分离，更重要的是可以在不同情况下根据自己需要，灵活运用两个平台吸收外部资金。

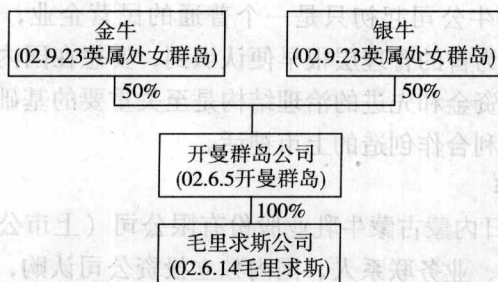


图 1-2 蒙牛的海外壳公司股权结构图

3. 首轮注资

2002年9月24日,开曼群岛公司进行股权拆细,将1 000股每股面值0.001美元的股份划分为同等面值的5 200股A类股份和99 999 994 800股B类股份。根据开曼公司法,A类一股有十票投票权,B类一股有一票投票权。次日,金牛与银牛以每股1美元的价格认购了开曼群岛公司1 134股和2 968股的A类股票,而MS Dairy、CDH和CIC三家海外战略投资者则用约为每股530.3美元的价格认购了32 685股、10 372股、5 923股的B类股票,总注资约为25 973 712美元。至此,蒙牛完成了首轮增资,三家战略投资者MS Dairy、CDH、CIC被成功引进,而蒙牛管理层与外资系在开曼公司的投票权是51%:49%;股份数量比例是9.4%:90.6%。^①

紧接着,开曼公司用三家金融机构的投资认购了毛里求斯公司98股股份,而后者又用该款项在一级市场和二级市场中购买蒙牛66.7%的注册股本,蒙牛第一轮引资与股权重组完成。

值得一提的是,随着首轮投资的引入还有一份外资和蒙牛管理层的协议:如果蒙牛管理层没有实现维持蒙牛高速增长,开曼公司及其子公司毛里求斯公司账面上剩余的大笔投资现金将要由投资方完全控制,届时外资系将控制蒙牛股份60.4% ($90.6\% \times 66.7\%$) 的绝对控制权。如果蒙牛管理层实现蒙牛的高速增长,一年后,蒙牛系可以将A类股按1拆10的比例转换为B类股。这样,蒙牛管理层可以实现在开曼公司的投票权与股权比例一致。即蒙牛系真正的占开曼公司的51%的股权。

2003年8月,蒙牛管理层提前完成任务。同年9月19日,金牛、银牛将所持有的开曼群岛公司1 634股(500股开曼群岛公司最初成立时金牛所持股份+1 134股管理层于首次增资前认购的股份)、3 468股(同上500股+2 968股)A类股票转换成B类股票,持有开曼公司51%股权和投票权。到此时,蒙牛系持有蒙牛股份的股权为67.32% ($67.32\% = 51\% \times 66.7\% + (1 - 66.7\%)$),外资持有蒙牛股份为32.68% ($32.68\% = 49\% \times 66.7\%$)。参见图1-3,即首轮注资后的股权结构图。

^① 具体的股份数来自于《蒙牛资本狂奔寓言》一文,而后面的比例来自招股说明书中首轮注资中结构图上标的比例,其中投票权比例指的是管理层股东合共持有约51%,股份数量比例按面值计算占本公司已发行股本的比例。我们估算,A股管理层拥有的是全部的5 200股,除去金牛银牛的4 102股(1 134 + 2 968),剩下的1 098可能是管理层直接持有或者其他方式,B股则是发给三家战略投资者的总和48 980股(32 685 + 10 372 + 5 923)。因此,管理层拥有的投票权为 $5\,120 \times 10 / (5\,120 \times 10 + 48\,980) = 51\%$;股份数量比例为 $5\,120 / (5\,120 + 48\,980) = 9.4\%$ 。