

资本之道系列丛书

企业创始人面向资本市场的控制权安排与争夺的操作手册！

公司控制权 安排与争夺

马永斌 著

3个控制权安排、5个控制权争夺案例，形成8篇精彩绝伦的商业小说！

让读者在愉悦阅读的同时轻松掌握控制权安排与争夺的逻辑和方法！

ARRANGEMENT
AND
CONTEST
FOR
CONTROL OF THE COMPANY

清华大学出版社

资本之道系列丛书

公司控制权 安排与争夺

马永斌 著



清华大学出版社
北京

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

公司控制权安排与争夺 / 马永斌著. —北京：清华大学出版社，2019
（资本之道系列丛书）

ISBN 978-7-302-51377-3

I . ①公… II . ①马… III . ①公司—企业管理—控制权—研究—中国 IV . ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 233891 号

责任编辑：宋丹青

封面设计：谢元明

责任校对：王凤芝

责任印制：杨 艳

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社总机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：三河市国英印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：185mm × 235mm 印 张：37.25 字 数：490 千字

版 次：2019 年 4 月第 1 版 印 次：2019 年 4 月第 1 次印刷

定 价：138.00 元

产品编号：080174-01

自序

这是一本写给企业创始人的书，尤其是那些想要接触资本进行产融结合，准备利用资本促进 Ze 发展的企业家。本书提供从引入风险投资到 IPO (Initial Public Offerings, 首次公开募股) 再到并购重组全过程的资本市场防黑武器。

生活在今天中国的企业创始人无疑是幸福的，中国资本市场自 2005 年股权分置改革以来，无论用风起云涌还是波澜壮阔，或是惊涛骇浪来形容其发展，都不为过。在进入“资本+”时代的中国，越来越多的企业已经、正在或计划在不久的将来通过主板、创业板上市，利用资本的力量助力实业，从而实现转型升级的目的。

资本的力量无疑是巨大的。获得资本青睐的企业很容易实现从“累加式增长”到“倍增式增长”的转变，从而实现跨越式、可持续的发展。因此对于企业创始人来讲，资本市场最大的吸引力就是可以通过设计并讲述高成长性的故事，从而获得高溢价倍数的股权融资，找到便宜的钱。

但是，天下没有免费的午餐。对于投资人来讲，对任何一家公司的投资只是一个生意而已。投资人愿意给出高溢价倍数的估值，不是因为对企业创始人惺惺相惜，而是被其所讲述的高成长性故事吸引，极其看好企业未来的赢利能力。但是如果企业的故事纯粹是“编造”的，只是以忽悠的方式将投资人的钱圈到手里，投资人必将血本无归。

成熟的投资人在保障自己的利益、控制风险和分配剩余索取权这三个方面功底是非常深的。为了保护自己投入资金的安全，投资人在给出高溢价倍数的同时，会向创始股东索要与其股份比例并不相称的控制权，如董事会席位、累积投票权、一票否决权、对赌协议、业绩承诺、领售权等。

而资本市场对于大多数企业创始人来讲，是一个陌生的战场。由于对低成本资金的渴望，加之对资本市场规则的不熟悉，以及对企业自身能力的高估，使得中国企业在借力资本市场的时候往往出现三种悲催的情况。第一种情况是公司还没有 IPO，企业创始人就出局了，如俏江南的张兰和 1 号店的于刚等；第二种情况是企业 IPO 成功了，但是企业创始人也出局了，如新浪的王志东等；第三种情况是企业上市了，做得还不错，在行业或细分行业中处于领先的地位，但是由于股权分散，在资本市场上遭遇恶意并购，有人要抢企业的控制权，创始人很郁闷，如万科的王石。

对于资本市场上的控制权争夺，企业创始人也没必要恐惧和害怕。各路资本对公司控制权的争夺，在争取自身利益的同时，提升了公司的价值。更重要的是，在资本市场上，公司已经不仅仅是商品和服务的提供者，同时自身也成为可交易的商品，公司的价值被资本挖掘得淋漓尽致。资本对超额利润的渴望，驱动着企业对创新成长的追逐。

对于企业创始人来讲，要在控制权争夺中立于不败之地，就必须掌握好控制权安排与争夺的各种方法。控制权安排和争夺的主要战场包括股权结构、公司章程、投资条款清单和公司治理结构，企业创始人只有在这几个战场中提前作出统筹安排，做好顶层的制度设计，才有可能更好地驾驭资本，抓牢控制权。

本书将从企业创始人的角度出发，按照企业在资本市场的成长路径来讲述控制权安排与争夺的逻辑和方法。基于这种写作思路，本书的主要内容全部围绕着股权结构、公司章程、投资条款清单、公司治理结构四个方面的制度

安排，目的就是找到适合中国企业的控制权安排。本书共分9章，具体内容如下。

第1章是本书最重要的内容，对投融资和控制权的关系进行了阐述，基于人性假说构建了一套控制权安排的方法和分析框架，并指出企业创始人的政治智慧最终决定着公司控制权安排与争夺的成败。

第2~9章选取了在控制权安排和争夺上比较经典的8个中国企业的案例，1个案例1章，应用本书构建的方法论以第三方客观的视角进行剖析。第2~6章选取了在控制权争夺上非常经典的5个案例，第7~9章选取的是在投融资、产融结合中控制权安排得很不错的3家中国企业的案例。

第2章通过分析张兰从俏江南出局的案例，指出投资条款设计和谈判的重要性，分析了反向尽职调查在投融资条款谈判中的重要性和具体做法。

第3章选取的案例是上海家化控制权争夺战，这是一起创始人葛文耀和大股东平安信托围绕控制权博弈多输的典型案例。

第4章讲述的山水股权争夺战将“集权、维权、野蛮人敲门、清盘、流血、武斗……”等多种剧情精彩地演绎到一起，中国古代宫廷的政治斗争手段和资本市场上的各种控制权争夺方法交织在一起，其剧情比任何资本市场的控制权争夺战都要更精彩和丰富。

第5章分析了中国版的门口野蛮人——“宝万之争”，完整地展示了“宝万之争”的全貌，并从控制权的角度出发，揭示了恶意并购与反并购、资金组织和公司治理方面的关键问题。

第6章选取的是中国资本市场上通过要约收购实现恶意并购的典型案例——浙民投对ST生化的要约收购，介绍了要约收购在恶意并购和反并购中的应用。并预判通过要约收购实现敌意接管的现象，在未来中国资本市场上将越来越普遍。

第7章分析了联想“用实业的思路做金融”的产融逻辑，展示了其打造

“专注天使投资的联想之星 + 专注 VC 投资的君联资本 + 专注 PE 投资的弘毅投资”的全产业链投资平台的过程，指出了柳传志在精心布局“联想系”版图的过程中是如何巧妙进行控制权安排的，同时还揭示了控制权安排与争夺的最终结果取决于企业创始人的政治智慧。

第 8 章选取的京东是比较经典地实现了以小博大控制权安排的代表。虽然刘强东所持京东股份比例并不多，但他巧妙地通过组合式控制权安排，始终牢牢掌握着京东的控制权。同时，通过对投资人的反向尽职调查，认真筛选投资方，防止企业出现控制权争夺的情况。

第 9 章选取的阿里巴巴在控制权安排方面堪称中国公司的典范。阿里巴巴合伙人制度的建立将公司章程应用到极致，马云仅凭 7% 的股份比例控制了阿里巴巴集团这个庞然大物；蚂蚁金服的控制权安排体现了阿里巴巴在资本市场的日益成熟和强势，马云通过双层有限合伙的四层金字塔股权架构实现了以小博大的控制权安排；在对外投资的控制权安排上，阿里巴巴俨然已经具备了成熟投资公司的所有特质，收购手法老练而娴熟，但是与一般投资公司不同的是，阿里聚焦的不仅仅是财务回报抑或是单个公司的投资收购，更多时候是在争取整个行业层面的话语权。

马永斌

2017 年 8 月 17 日

目 录

第 1 章 控制权安排的基本逻辑和方法

1. 融资、投资与控制权 / 003
2. 人性与控制权安排 / 009
3. 股权结构 / 012
4. 投资条款清单 / 029
5. 公司章程与治理结构 / 063
6. 企业创始人的政治智慧 / 071

第 2 章 张兰和俏江南的资本故事

1. 餐饮女皇俏张兰 / 080
2. 与鼎晖的恩怨情仇 / 082
3. 对赌的是是非非 / 086
4. 《新财富》的推断 / 089
5. 貌似财大气粗的新股东 / 092

- 6. 引狼入室 CVC / 096
- 7. 可怜王谢堂前燕 / 099
- 8. 投行的苦衷 / 102
- 9. 反向尽职调查的重要性 / 105
- 附录：俏江南大事记 / 110

第 3 章 葛文耀和平安角力上海家化

- 1. 葛文耀和上海家化的成长 / 113
- 2. 平安拿下家化改制的绣球 / 124
- 3. 短暂的蜜月期 / 129
- 4. 葛文耀强势主导董事会换届 / 134
- 5. 不再沉默的大股东 / 140
- 6. 平安获得控制权 / 148
- 7. 没有真正的赢家 / 154
- 8. 平安的得失分析 / 163
- 9. 葛文耀的败因分析 / 171

第 4 章 山水的股权争夺战

- 1. 山水的前世今生 / 182
- 2. “公天下”变“家天下” / 189
- 3. 白衣骑士引发控制权危机 / 194
- 4. 天瑞集团三夺控制权 / 197
- 5. 张氏父子的绝地反击 / 207

6. 昔日盟友反目 / 216
7. 没有赢家的博弈 / 219
8. 张才奎的悲情根源 / 224
9. 天瑞集团的破局关键 / 227

第 5 章 万科和宝能的控制权争夺战

1. 宝能的闪电战 / 234
2. 白衣骑士深圳地铁 / 248
3. 董事会战争 / 256
4. 舆论、诉讼和举报战 / 267
5. 宝能敲门南玻 A 和格力 / 277
6. 深圳地铁最终接盘万科 / 287
7. “宝能系”的恶意收购策略评析 / 292
8. 万科管理层的反收购策略评析 / 305
9. 各方得失总结 / 317

第 6 章 ST 生化的控制权争夺与要约收购

1. 令人垂涎的 ST 生化 / 328
2. 虎视眈眈的浙民投 / 332
3. “活雷锋”信达资管 / 334
4. 振兴集团的“拖字诀” / 339
5. 佳兆业入局 / 343
6. 烽烟再起 / 349

- 7. 孰胜孰负 / 352
- 8. 要约收购与反收购 / 356
- 9. 要约收购与二级市场举牌谁会更流行 / 360

第7章 联想的产融结合与控制权安排

- 1. 柳传志和联想 / 366
- 2. 联想控股的股权结构演变 / 376
- 3. 联想控股的产融结合 / 385
- 4. 联想集团和神州数码 / 395
- 5. 用产业思维做投资的典型案例：神州租车 / 405
- 6. 全产业链投资的天使投资平台：联想之星 / 409
- 7. 全产业链投资的VC平台：君联资本 / 414
- 8. 全产业链投资的PE平台：弘毅投资 / 421
- 9. 柳传志的政治智慧 / 427

第8章 京东的投融资底线是控制权

- 1. 京东的创立 / 438
- 2. IPO前的融资历程 / 441
- 3. 上市前的整合 / 447
- 4. 组合式控制权安排 / 453
- 5. “电商+一站式”综合购物平台 / 464
- 6. “电商+自建物流”的价值提升 / 470
- 7. “电商+金融”的产融结合平台 / 476

8. “电商 +O2O” 的业务整合 / 484

9. 刘强东的格局 / 492

第9章 阿里巴巴的投资逻辑与控制权安排

1. 控制权争夺史 / 500

2. 两段上市路 / 510

3. 三种投资主体 / 521

4. 电商升级：阿里的新零售版图 / 527

5. “电商 +O2O” 的线下生态布局 / 533

6. “电商 + 金融” 的价值链延伸 / 545

7. “电商 + 物流” 的协同模式完善 / 557

8. “电商 +” 的流量引入 / 566

9. 102 年的阿里帝国 / 575

参考文献 / 579

后记 / 581

第 1 章

控制权安排的基本逻辑和方法

1. 融资、投资与控制权
2. 人性与控制权安排
3. 股权结构
4. 投资条款清单
5. 公司章程与治理结构
6. 企业创始人的政治智慧

要想在资本市场上获得控制权安排与争夺的最终胜利，企业创始人必须同时做好三件事。首先，对人性要有正确的认识，利用博弈获得共赢结果，这是资本市场上所有成功交易结构设计的出发点；其次，利用股权结构设计、投资条款清单、公司章程和公司治理结构等武器在顶层设计上做好制度上的预防，这是控制权安排与争夺实践的关键；最后，企业创始人的政治智慧决定着能否获得控制权争夺的最终胜利。

1. 融资、投资与控制权

在资本市场上，交易的不再是产品和服务，交易的标的变成了企业。在交易企业的过程中，企业创始人是融资方，投资人是投资方，双方的利益诉求是有所不同的。

企业创始人的目的是为了在资本市场上找到便宜的钱，用低成本的资金促进企业快速增长；投资人的目的是找到便宜的项目，发现并利用价值错配的机会进行价值投资。在交易过程中，企业创始人和投资人经常在估值上产生分歧，加之投资人为了控制风险、保障自己投入资金的安全，必然在控制权上与企业创始人产生争夺。

（1）企业估值的方法。

在资本市场的交易中，投融资双方最关注的首要问题是对标的企业的估

值。对公司（尤其是非上市公司）估值，是一个非常重要而且具有挑战性的工作。常用的估值方法分为三大类。

第一类是成本法，也叫作重置成本法或重置价值法。基本逻辑是，潜在的投资者在购买企业股份时，所愿意支付的价格，绝对不会超过具有同等效用的全新资产的最低成本。重置成本法以历史财务资料为价值评估和判断的基础，按资产的成本构成，以现行市价为标准，并估算业已存在的各种贬损因素，来评估企业的整体价值。该估值方法比较适用于不容易计算未来收益，市场上又很难找到交易参照物的企业，在风险资本投资市场和二级市场用得较少。

第二类是收益法，又叫作收益现值法、收益还原法或收益资本金化法。通过估测企业未来预期的收益，并以适当的折现率折算成现值，从而得出的企业价值。基本逻辑是，潜在的投资者在购买企业股份时，所付的代价不应高于所购买股份未来收益的现值。预期收益可以是净利润、现金流量、股利等各种财务指标，常用的有净现金流折现法（自由现金流模型）和净利润折现法。收益法是绝对估值法，能够真实和准确地反映企业本金化的价格，但是对未来收益额的预测难度较大，在资本市场并不是企业估值的主流方法，仅用于企业整体资产和可预测未来收益的单项资产评估。

第三类是市场法，又叫现行市价法。利用市场上同行业、相同发展阶段企业近期的交易价格，经过直接比较或类比分析以估测企业的价值。基本逻辑是，投资者在投资某一企业时，所愿意支付的价格不会高于市场上同行业企业的现行市价。市场法是企业估值中最简单、最有效的方法，能够比较客观反映企业的市场情况，评估值更能反映市场的现实价格，估值结果易于被买卖双方理解和接受。在资本实践中，市场法这种相对估值方法用的是最普遍的，常用的有市盈率法、市净率法、市销率法以及 EV/EBITDA 倍数法。

- 市盈率法 (P/E 估值法), 企业价值 = 合理的市盈率 \times 净利润 (也可以表述为: 股价 = 每股盈余 \times 合理的市盈率)。市盈率法是从公司未来收益预期的角度去估计公司股票价格, P/E 越高, 说明市场对公司增长的预期越高, 是中国资本市场常用的估值方法。
- 市净率法 (P/B 估值法), 企业价值 = 合理的市净率 \times 净资产 (也可以表述为: 合理股价 = 每股净资产 \times 合理的市净率)。市净率法是从公司资产价值的角度去估计公司的股票价格, 与 P/E 类似, 越高表示市场对其增长期望值越大。市净率法多用于重资产而且账面价值相对稳定企业的估值, 如银行、保险和房地产行业就比较适合用市净率估值。
- 市销率法 (P/S 估值法), 企业价值 = 合理的市销率 \times 销售收入。从销售收入的角度去估计公司的股票价格, 常用于对没有盈利的公司进行估值。对于贸易公司早期阶段, 业务规模、市场份额要比盈利能力重要, 这个时候公司往往是亏损的, 这个时候对公司估值, P/S 就比 P/E 有用。早年的亚马逊就是用 P/S 估值的, 京东上市前融资以及在美国上市都是用 P/S 估值的。
- $EV/EBITDA$ 估值法, 企业价值 = $EV/EBITDA$ 倍数息税折旧前利润 [$EV = \text{股票市值} + (\text{总负债} - \text{总现金}) = \text{股票市值} + \text{净负债}$, $EBITDA = \text{营业利益} + \text{折旧} + \text{摊销}$]。企业价值等于公司的股权价值与债权价值之和, 这种估值方法考虑到了“股东收益 + 股权市值 + 债权人收益 + 债权市值”, 是从全体投资人的角度出发去估值, 是国外资本市场常用的估值方法。

在市场法估值中, 基本的流程是, 投融资双方首先商定一个估值乘数 (如 P/E 倍数、 P/B 倍数、 P/S 倍数或 $EV/EBITDA$ 倍数), 然后预估一个未来的