

PDF-TN2019026

## 山水争夺大战：远比“万宝之争”精彩的大戏<sup>1</sup>

案例使用说明：

### 一、教学目的与用途

1. 适用课程：本案例适用于《金融市场与金融机构》、《公司金融》等课程。
2. 教学对象：本案例主要适用的教学对象为金融专业硕士（MF）、工商管理硕士学生（MBA）以及相关专业的本科生。
3. 教学目的：本案例通过对山水水泥控制权争夺大战事件进行深入分析，有助于使学生掌握，思考和理解案例核心问题，达到以下教学目的：
  - （1）培养学生根据实例内容，根据“背景—现象—效果”的逻辑对问题进行层次深入分析的能力。
  - （2）通过分析山水水泥内部股权斗争始末，引导学生思考股权结构与公司控制权之间的关系以及股权结构对于公司经营管理的重要性。
  - （3）通过对天瑞集团恶意收购山水水泥股权进行分析，引导学生思考恶意收购对被收购公司的影响。
  - （4）通过对天瑞集团与山水水泥的控制权争夺大战进行分析，引导学生了解控制权争夺对企业经营管理的影响，并进一步引发学生思考企业如何避免控制权争夺。

### 二、启发思考题

- （5）1. 股权结构对公司治理有何影响？山水水泥的股权结构属于哪一类型？张才奎为何一心想将员工的股权集中到自己手中？

---

1. 本案例由合肥工业大学经济学院的张本照、叶微撰写，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。

(6) 2. 天瑞集团收购山水水泥股权的目的是什么？给山水水泥带来了什么影响？

(7) 3. 天瑞集团与山水水泥的控制权争夺对山水水泥造成了什么影响？

(8) 4. 股权结构分散的公司如何避免股权之争？

### 三、基本分析思路

(9) 教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提供供参考的案例分析思路，主要是依照思考题的顺序进行。以下是本案例的分析思路图示：

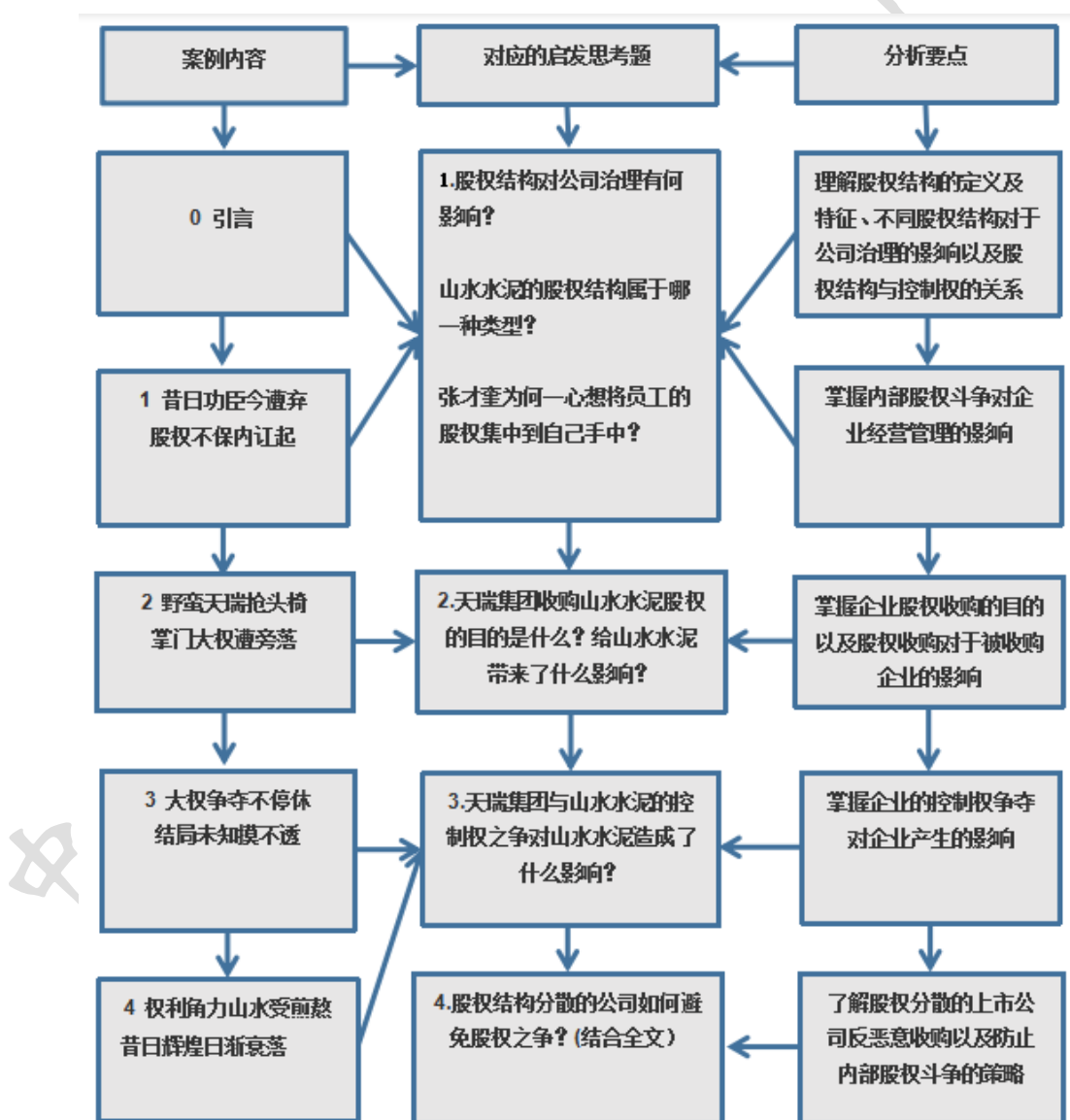


图 1 分析思路图

1. 山水水泥争夺大战之争以内部股权斗争为开端拉开序幕，张才奎在山水水泥上市不久之后通过各种方式不断的将员工股权集中到自己手中。了解了股权结构的定义、特征以及对公司治理的影响，再结合张才奎在集权之后的表现就不难找出张才奎一系列集中股权表现的目的，其目的主要是掌握股东大会中的绝对话语权，并对公司实施控制及进行决策，攫取私人利益。

2. 思考天瑞集团收购山水水泥的目的应建立在对天瑞集团的企业背景以及战略规划的分析上，由于天瑞集团也是一个以水泥生产和销售为主营业务的企业，跟山水水泥同属水泥行业，其对于山水水泥的股份收购很有可能是为了取得山水水泥的控制权从而改变山水水泥的生产经营战略，然后利用产业协同来占据原山水水泥所拥有的市场份额。股权被收购对山水水泥的影响主要是：使其陷入了长时间的控制权争夺之中、股价短时间内上升、经营的稳定性下降、营利下降等。

3. 天瑞集团成为山水水泥第一大股东之后便展开了对山水水泥的控制权的争夺，这种控制权争夺行为会对山水水泥的经营的稳定性、营利性、发展战略造成负面影响。当山水水泥的实际控制权在天瑞集团与张才奎的争夺之中飘忽不定时，外部投资者也会因为控制权的不稳定对企业的经营产生担忧从而做出撤资行为，企业的资信评级也会受到影响。

4. 股权结构分散的企业在面临外部投资者恶意收购时应该积极地采取反收购措施，同时建立合理的内控监督机制提高对股东的监督避免股权之争。

#### 四、理论依据和分析

1. 股权结构对公司治理有何影响？山水水泥的股权结构属于哪一种类型？张才奎为何一心想将员工的股权集中到自己手中？

##### (1) 股权结构的定义与分类

股权结构是指股份公司总股本中，不同性质的股份所占的比例及其相互关系。一般来讲，股权结构有两层含义即：股权集中度与股权构成。

A. 股权集中度即前五大股东持股比例。从这个意义上讲，股权结构有三种类型：

**a. 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，其特征主要是：股权结构高度集中，股权结构相对稳定，股东不会出现大范围流动，且控股股东占据主导地位。股权高度集中的好处是：当股权变得相当集中时，大股东就会丧失由于股权分散而降低风险的好处，企业经营好坏的风险集中到了大股东身上了。于是，大股东就有动力也有能力去加强对经营者行为的监督。高度集中的股权结构刺激了大股东对于经营管理层的监督与管理，减少了公司被接管与兼并的频率，保障公司经营的稳定性，但股权高度集中也有其弊端：控股股东会通过与管理层的控制维护自己的利益，而使得中小股东的权益受损，使得公司成为自己的“私有物”。

**b. 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，其特征主要是：公司缺乏控股股东，股东持有股权份额少且分散，股东流动性比较强，股权结构不稳定。高度分散的结构模式使得中小股东无法参与公司管理与决策，公司的运营更多的是依托董事会作为公司管理层对公司进行实际操控，由此便会引发经营权滥用的问题，使得公司的经营入不敷出，并且公司股东追求的都是公司的短期效益，股东的变换频繁使得公司随时都会陷入被接管与兼并的危机。同时，中小股东话语权的缺失会导致对公司管理层的监管疲软，增加公司代理成本。

**c. 股权适度集中**，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。当企业的股权适度集中时，企业经营绩效与股东自身的利益是密切相关的，此时股东不仅拥有治理权力，并且也能够影响企业决策，起到相互监督的作用，形成利益主体相互牵制的局面，从而保障提高企业的治理效率与经营绩效。

**B. 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。从理论上讲，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，对董事会和经理层的监督作用将被削弱。

## (2) 股权结构对公司治理的影响

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、导致股东行使权力的方式和效果有较大的区别，进而对公司治理模式的形成、运作及绩效有较大影响，换句话说股权结构与公司治理中的内部监督机制直接发生作用；同时，股权结构一方面在很大程度上受公司外部治理机制的影响，反过来，股权结构也对外部治理机制产生间接作用。

### A. 股权结构对公司治理内部机制的影响

#### a. 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，大股东就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。

#### b. 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。

#### c. 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。

## B. 股权结构对公司外部治理机制的影响

公司外部治理机制为内部治理机制得以有效运行增加了“防火墙”，但即使外部治理机制制订得再完善，如果股权结构畸形，公司外部治理机制也会形同虚设。但有被认为，很难说明公司内外部的治理机制谁是因，谁为果。比如，在立法形式上建立了一套外部市场治理机制，随着新股的不断增发或并购，股权结构可能出现过度分散或集中，就易造成公司管理层的“内部人控制”现象，使得公司控制权市场和职业经理人市场的外部市场治理机制无法发挥作用；另一个例子是，由于“内部人控制”现象，公司的经营者常常为了掩盖个人的私利而需要“花钱买意见”，这就会造成注册会计师在收益和风险的夹缝中进退维谷，使得外部社会治理机制也会被扭曲。

### (3) 山水水泥的股权结构类型

2005 年山水水泥的股权结构如下图所示：

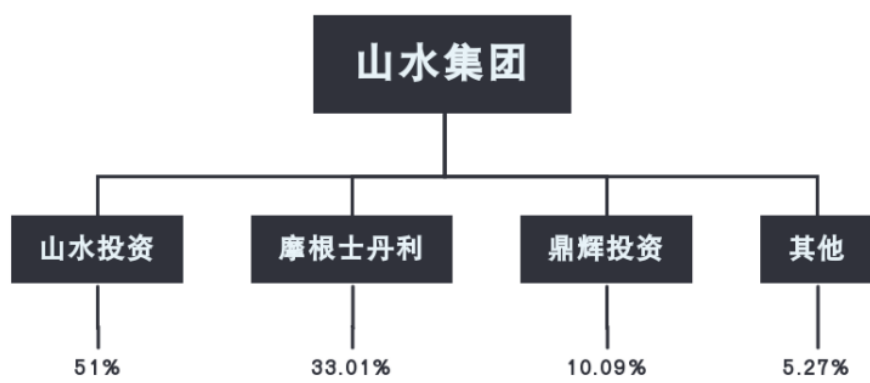


图 2 山水水泥 2005 年股权结构图

此时山水水泥并未成立以及上市，山水集团是其在内地的实体经营公司。观察上图可以发现此时山水水泥的股权结构属于高度集中的类型，山水投资为其绝对控股股东，而山水投资的绝大部分股份掌握在 3000 多名员工的手上，所以此时的山水集团的实际控制人为山水水泥的员工们。后张才奎通过一系列的集权活动，将员工们的股权逐步控制在自己手中并为自己敛财，所以渐渐地山水水泥就成为了张才奎的囊中之物。

张才奎的敛财活动招致员工们的不满，于是山水水泥内部便发生股权斗争事件，不料内忧引来了外患，外部入侵者纷纷趁机收购山水水泥的股份，其中天瑞

集团 2015 年通过二级市场扫货抢占了山水水泥头椅，此时山水水泥的股权结构如下图：

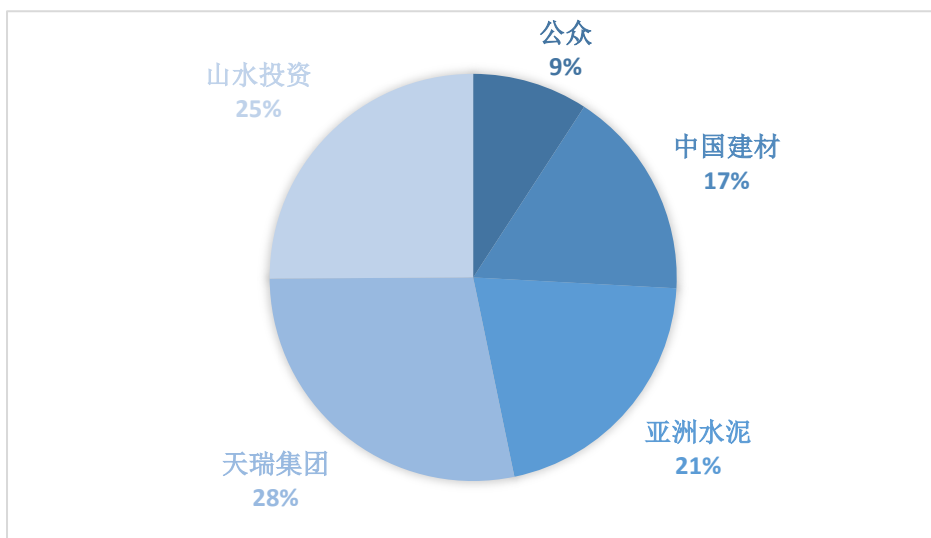


图 3 2015 年山水水泥股权结构

观察上图可知，此时山水水泥的股权结构属于适度集中的类型，按理说这种股权结构能够使得公司股东之间形成利益主体相互牵制的局面，从而能够保障提高企业的治理效率与经营绩效。但是无奈天瑞集团与张才奎都想成为山水水泥的实际控制人，双方谁都不肯退让，于是便展开了控制权争夺大战。

#### (4) 张才奎集中股权的目的

张才奎在山水投资内部系列集中股权的行为如下图所示：



图 4 2008-2013 年张才奎集中股权行为

2005 年山水投资成立之后，张才奎先成立了张氏信托并通过在山水集团多年积累的人脉以及威信以酌情信托的方式掌握了其他员工 52.37% 的股权，此时他手里握有拥有山水投资 65.55% 的权益，后李延民退休之后将他所持有股权均转交张氏信托，张才奎凭借手中山水投资 81.74% 的控制权，成为山水水泥独一无二的终极股东，后张才奎为了使自己成为山水投资唯一的股东，便推出了两套退股方案强制要求近 4000 名职工股东和 7 名高管股东全部撤出山水投资，分别是《境外信托退出性收益分配方案》和《中国山水投资有限公司股份回购方案》。张才奎一系列的集中股权行为都是为了在股东大会中掌握了绝对话语权，可以对公司实施控制并进行决策，攫取私人利益。而其目的在张才奎逐渐控制山水投资之后的表现得到了证明，其以控制权谋求私利行为如下图所示：



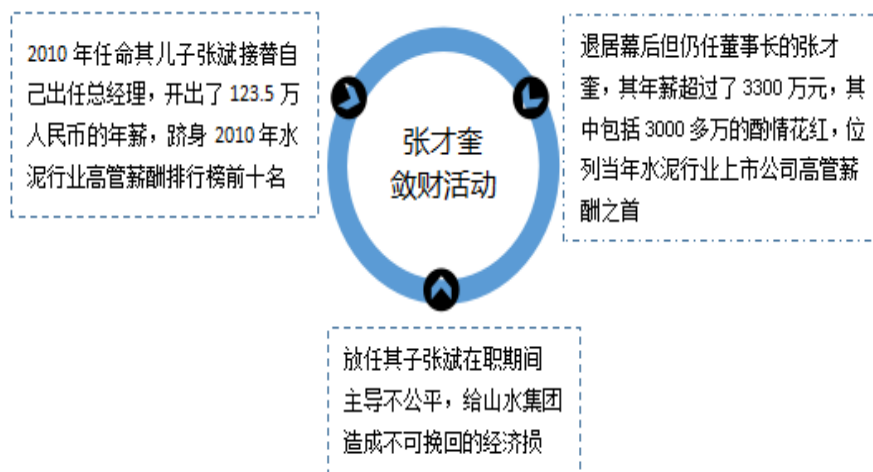


图5 张才奎敛财活动

## 2. 天瑞集团收购山水水泥股权的目的是什么？给山水水泥带来了什么影响？

### （1）天瑞集团收购山水水泥股权的目的

天瑞集团是集水泥、铸造、旅游、矿业、商贸物流和金融等产业为一体的股份制企业集团，旗下中国天瑞集团水泥有限公司是国家重点支持的12家全国性大型水泥企业，历经多年市场耕耘，目前已成长为河南和辽宁两省最大的水泥供应商。天瑞集团的悄然入主山水水泥，不难发现其意图。天瑞集团有意想要扩张天瑞集团的水泥业务，且通过资本运作来实现对产业规模的扩大，而非扩大生产线大方式扩大产能。天瑞水泥的发展起源于河南，后逐渐向辽宁发展。而山水水泥则是山东省的企业标兵，同时还涉足辽宁和山西、内蒙古等地。天瑞集团与山水水泥在辽宁产能重复较大，早前天瑞已经收购了辽宁四家水泥企业，如果能通过收购山水水泥的股权从而取得山水水泥的控制权，那么会加速企业间的协同效应发挥，打破辽宁省市场混乱不堪的局面。同时，天瑞集团也可以通过辽宁直接踏足于东北、华北地区市场。其实天瑞收购山水水泥的目的放在在整个行业大背景下是可以理解的，随着中国水泥市场竞争持续激烈以及水泥行业的发展，已经逐渐出现产能过剩的问题，产能过剩的出现意味着行业整合是大趋势，而天瑞集团收购山水水泥股权则是在行业整合的大趋势中寻找机会并规避其中的风险的行为。

## (2) 天瑞收购山水水泥股权给山水水泥带来的影响

### A. 企业股权被收购的利弊：

a. **好处：**企业可以获得资金技术方面的支持，可以整合资源开展其他业务；同时，可以利用收购企业的品牌优势；企业可以将部分风险转移给收购一方，降低经营风险；企业可以充分利用所获得的资源开展其他业务，专注于某一领域发展，提高竞争力；对于某些衰退行业，企业股票被收购可以实现资产的转移输出，有利于资金的合理利用；行业好且实力强的公司的股价会由于投资者对企业未来生产经营的良好预期而上升。

b. **坏处：**企业员工积极性会受到影响；股票收购方意图难以掌握，对企业的发展会产生重大影响；企业的控股权会产生变动，股东会失去对公司的控制；股票收购方一方文化和经营观念的入住，对被收购公司会产生很大的影响；企业可能会失去某一具有良好发展前景的产业；企业的资源可能会被其他控股公司大量转移，影响发展，增加经营风险。

### B. 天瑞收购山水水泥股权给山水水泥带来的影响

#### a. 股价短暂性地飙升

一般地，企业股票被投资者争相收购则意味着企业的实力较强，所属行业前景光明，而且这种被收购现象越激烈，投资者对该公司并购之后的效益增长的预期就越高，因此，好的行业、好的公司发生的收购事件通常会引起投资者的关注和追捧，股票价格也会因此上涨。自从引入中国建材、亚洲水泥作为战略投资者（潜在收购对象），以及有恶意收购倾向的天瑞集团增持公司股权以来，山水水泥凭借被收购预期股价一路上涨至停牌前，涨幅约 112%，不少机构投资者都忍不住参与其中，毕竟无论最后被哪家收购山水水泥的股东都是受益者。

#### b. 陷入控制权争夺之中

结合天瑞进驻山水水泥的目的，不难预料到天瑞在占据山水水泥第一大股东位置之后将会对山水水泥的控制权进行争夺，因为想要通过与山水水泥之间的企业间协同效应扩大市场份额，天瑞集团则必须使得山水水泥的经营管理战略与自身保持一致，这就要求天瑞集团必须进驻到山水水泥的公司治理之中并掌握绝对的话语权。此后天瑞集团便与张才奎展开了对山水水泥董事会席位之争以及对山水集团旗下 100 多家水泥公司的实际经营权的争夺。

### c. 陷入长达三年的停牌

天瑞的二级市场扫货行为导致了山水水泥股权结构中公众持有量降至 9.18%，不符合上市公司的相关规定，山水水泥开始长期停牌，此次停牌时间长达三年，一直至 2018 年 10 月 31 日山水水泥才得以复牌。在停牌期间，山水水泥由于无法获得外部资金对到期债权进行偿还，便造成了债务违约，甚至连续违约的现象，并且信用等级也遭到持续下调。

## 3. 天瑞集团与山水水泥的控制权争斗对山水水泥造成了什么影响？

### (1) 控制权及其对企业的影响

所谓控制权指通过投票权实现的对企业主要管理人员的任免、对重要经营活动的决策权和监督权。控制权的持有者可以凭借这种权利，使公司按照符合自己利益的方式经营并从中获利。基于控制权的重要性，公司相关利益者难免对控制权进行争夺。控制权的争斗有以下几种表现：以股权优势获得控制权；以管理优势获得控制权；以市场优势获得控制权；以技术优势获得控制权；以资源优势获得控制权。除了“以股权优势获得控制权”之外，任何其他的优势要想获得控制权，都必须以提高企业共同利益权威为前提。控制权对企业的影响体现在方方面面：控制权影响着企业的财务决策，决定着企业的筹资决策、投资决策以及股利分配决策；控制权影响着企业价值，公司所有权以及控制权的分离会严重影响企业的正常经营，从而影响投资者的投资决策；对实际掌握控制权的大股东，会由于对其控制权私有收益的追求影响公司决策，从而影响公司治理。

### (2) 天瑞集团与山水水泥的控制权之争对山水水泥造成的影响

山水水泥的控制权争夺事件，导致了董事会以及管理层曾多次变更，对山水水泥的董事会、管理层造成了很大的影响，同时也对山水水泥公司的业绩产生了非常不良的影响。

## A. 对经营业绩的影响

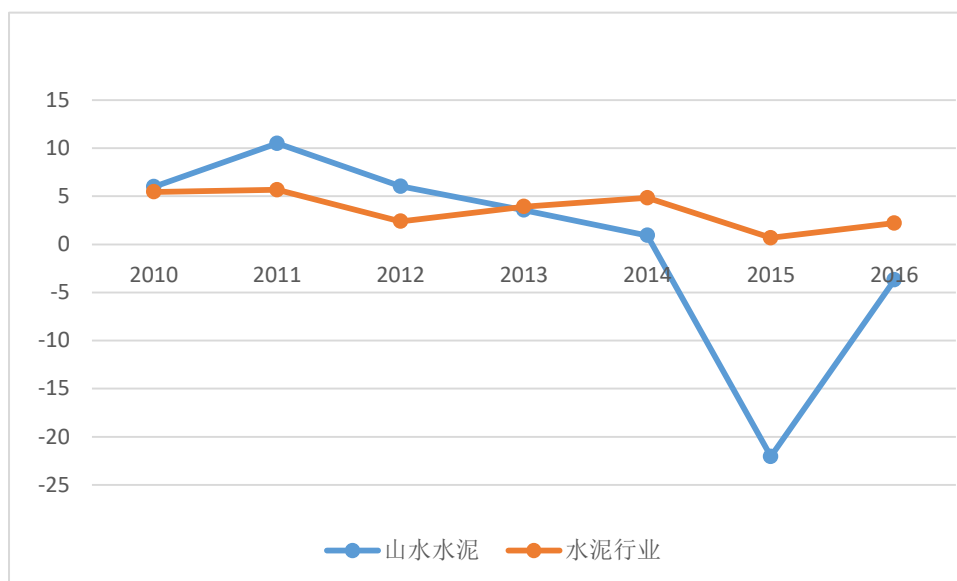


图 6 山水水泥与水泥行业总资产净利率 ROA 单位 (%)

从上图中可以看出，2010 年至 2013 年之间山水水泥的经营表现是高于行业平均水平的，但自张斌接管山水后第一年山水的效益就开始下降并且下降速度快于行业的平均水平，至 13 年爆发内斗后，其经营绩效完全下降至行业平均水平以下，2014 年开始，山水水泥的总资产净利率急剧下降为负值，在 2014 年年末达到了最低值-22.05%，此时行业平均的总资产净利率仍为正值，天瑞集团对于山水水泥的股权收购是恰恰从 2014 年开始，后由于 2015 年天瑞集团与山水集团旧高层合作成功掌控了山水集团大部分子公司，实现了一段时间的稳定经营，所以山水水泥的总资产净利率有所回升，但还是处于负值的水平，也就是说山水水泥的经营状况还是不尽人意。

## B. 对偿债能力的影响

在天瑞集团和张才奎关于山水水泥的控制权争夺期间，由于控制权争夺十分不稳定，引发债券持有人发出提前赎回要求，又由于公众持股小于港交所规定持股比例，导致停牌。在停牌期间，公司无法获得外部资金对到期债权进行偿还，加上企业在此期间经营业绩不佳，公司的偿债能力急剧下降，甚至造成了债务违约，甚至连续违约，信用等级持续下调的局面。

### C. 对经营稳定性的影响

由于天瑞集团与张才奎对山水水泥的控制权争夺反反复复导致董事会不断进行大换班，并且在经营管理层交接时重要文件丢失，影响正常的经营决策，导致正常的经营活动受到严重影响，经营的稳定性也受到很大的影响。

### D. 几次清盘申请对公司公众形象的影响

山水水泥一共经历了三次清盘申请，一次由张才奎主导并于 2015 年提出，张才奎申请清盘为了在第三次股东大会召开之前趁着最后控制山水水泥董事会的机会，将公司优质资产肢解分割，但被香港法院以不满足法律要求驳回，后两次均由天瑞集团于 2018 年提出，天瑞集团的清盘申请是在其彻底失去董事会席位之后，为其无法参与董事会而倒逼股东的行为。无论清盘申请者是谁，目的为何，清盘申请一旦发布于众，公众就会对公司的经营状况产生怀疑，从而产生不好的预期，在公众心中留下一个不正面的企业形象，从而会影响企业价值，2018 年 10 月 31 日山水投资复盘当天股票一路下跌就是最好的证明。



图 7 山水水泥 2018 年 10 月 31 日股价情况

#### 4. 股权结构分散的公司如何避免股权之争？

##### (1) 反外部收购策略

收购与反收购的实质是企业控制权的争夺。产权交易的过程虽是股权的转移，但真正的动因来自于经营者的竞争。如是善意收购，双方握手言和；如是敌意收购，双方将不可避免地展开争夺。具体地，企业反收购策略有：

**A. 法律策略：**主要法律是反垄断法和证券法。反垄断法的目的是反对经济活动中的垄断，保护公平竞争，是政府对企业收购进行管制的重要工具，对企业收管产生了重大影响。证券法则对上市公司收购的条件和程序作出了明确规定。如我国 1998 年颁布的《证券法》中，对任何投资者持有上市公司已发行股份的 5%（以后每增减幅度达 5%）、30% 时，该投资者所负的书面报告、公告及发出收购要约等强制性义务作出了规定。1993 年“宝延”风波中，宝安上海公司及其关联企业即因违反此类规定，没有及时报告、公告（当时有效的是《股票发行与交易管理暂行条例》）而购入上市公司大量股票，受到了中国证监会的处罚。

**B. 管理策略：**若在敌意收购之前，目标公司有所察觉，经营者可采取一些主动的管理防范措施，主要有：

**a. 修改公司章程，以抵御外来的敌意收购。**这包括规定分期分批改选董事，重大决策需经更多的股权代表同意，限制董事的资格等，从而增加收购者控制公司的难度；

**b. 环形持股，以稳定持股结构。**为了防止上市公司的股权过于分散，公司可采取交叉持股的股权分布形式。即关联公司，关系较密切的公司之间相互持有部分股权。一旦其中一家公司遭收购，相互持股公司间易形成“连环船”效果，从而大大增强反收购一方的实力。但其缺点是相互持股往往要耗费较多的资金，从而影响公司的现金流量状况。

**c. 白衣骑士以抬高公司股价。**所谓“白衣骑士”，是指通常与目标公司有密切关系，关键时刻挺身而出，充当“英雄救美人”的角色。面对敌意收购的要约，白衣骑士愿对目标公司的股份支持更高的价格，因此必然引起收购价格的轮番上涨。最后，要么敌意收购者承认收购失败，退出竞争；要么必须付出更高的收购

价才能达到目的。白衣骑士的作用，就是迫使收购者的收购资金增加，收购成本加大，从而自动打消收购念头。

**d. 以攻为守的帕克曼式防御。**即被收购方以攻为守，对收购方发动进攻，收购对方的股份，变被动为主动。但这种进攻风险很大，反收购者本身需有较强的资金实力和外部融资能力。同时，收购方在财务状况、股权结构、股票市价等方面也要具备收购的条件。

**e. 毒药丸子策略。**毒药丸子是指目标公司为反收购而制定的对其控制极为不利的规定，甚至采取严重伤害自己的行动，犹如一剂“毒药”，收购方若想收购则必须承诺吞下毒丸。毒丸策略的典型作法是向公司股东或关系良好客户配售一种权利，即发行带认股权的债权。公司受威胁时，持券者可以购买一定数量的以优惠价出售的新股份。这样，股份总量增加，收购成本增大，同时收购者被歧视性地排斥在认购新股的范围之外，有效地稀释了袭击者拥有的股份。

### **C. 股票交易策略**

**a. 股份回购:**即通过大规模买回本公司发行在外的股份来改变资本结构的防御方法。股票一旦被大量购回，在外流通的本公司股票减少，股价一般会上升。如果目标公司提出以比收购者出价更高的价格来回购其购票，则收购者也不得不提高其收购价格，导致其收购难度增加。我国《公司法》中规定：“公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。”显然，我国目前还具备回购股份的条件。

**b. 员工持股计划:**即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。

总之，企业的反收购策略多种多样。值得注意的是，目标公司在制定自己的反收购计划时，一定要注意当地法律对此种计划所持的态度，履行法定的程序和步骤。因为各国证券法均规定，目标公司管理层在安排反收购措施时，必须充分保护股东(尤其是中小股东)的合法权益不受侵犯，不得因董事、经理的一己私利而牺牲股东的利益。

## (2) 股权结构分散的公司避免股权之争的措施

### A. 避免内部股权争夺的措施

#### a. 强化董事会监督

董事会的董事会结构对于公司治理来说至关重要，董事会的席位不能被实际控制人或者终极控制人控制，非独立董事的席位应该由各个大股东共同承担，达到一种平衡状态，应当鼓励除第一大股东外的股东派驻人员入驻董事会，这样才能对实际控制人或控股股东的行为进行监督，并且在一定程度上满足利益相关者的诉求。另外，对于机构投资者派驻的非执行董事应督促其按时出席股东大会及董事会，降低相应的缺席率。

#### b. 完善独立董事制度

目前，我国关于独立董事制度尚未完善，对聘请独立董事有着很大的操控空间。由于独立董事的工作地点并非是被聘请的企业，大大加大其履职成本，且选举的独立董事如果与董事会成员有着关联，可能是使得独立董事无法做出正确的决策，久而久之，独立董事将无法保持独立姿态做决策，从而丧失其独立性。就如在本案例中，王坚等独立董事都与董事长张才奎有一定关联，因此，独立董事独立性存在形同虚设，并不能对董事会起到监督职能。因此，对于我国民营应该建立健全相关的法律制度，加强对公司聘请独立董事的自主权的监管，不可任由企业聘任明显不能正常履职的独立董事。同时可以设立相关协会等自主机构，对独立董事进行管理。

#### c. 建立有效的股权制衡结构

第一大股东和实际控制控制着公司的情况在我国的民营企业里很常见。随着公司规模扩大，不少机构或者其他投资人的进入公司，就容易出现中小股东和控股股东会出现利益的不一致现象。公司治理的参与者不仅只有公司的实际控制人和控股股东，公司的中小股东同样也有权力来参与公司治理。因此，多元化股权结构建立让大股东在某程度上受到了制约，虽然容易激发控制权的争夺，但是也能够避免大股东一起侵占中小股东的行为，因此公司治理制度的完善是不可缺少的，制衡的股权结构在一定程度上解决了公司治理问题。



#### d. 实现控制权与经营权相分离

在山水水泥的控制权争夺案例里，可以发现，很长一段时间里山水水泥的董事会主席和山水水泥的实际经营人都是由张才奎担任的，与香港联交所规定上市公司董事会主席与公司总经理不能由一人兼任的条例相违背，这也就说明在山水水泥公司的控制权配置机制中控制权和经营权从未实现分离，也是因此引起了山水水泥的控制权争夺的重要原因之一。出现内部控制人的条件，一般为公司的控制权与经营权未实现分离。因此，上市公司引入职业经理人就显得非常有必要。因为职业经理人具有更丰富的专业知识储备和管理经验，能够提升公司的经营管理效率，有利于优化控制权在各个层面的配置。但是在选择职业经理人的时候也要注意几点，首先要根据公司的实际情况选择聘请职业经理人，其次要建立一个公平的合理的薪酬激励机制，最后也要对职业经理人的工作进行监督，避免职业经理人利用权力谋取私人利益。

#### (3) 避免外部股权争夺的措施

股权分散的公司在面临外部投资者恶意收购时应该积极采取反收购策略，保护控制权不旁落。

## 五、关键点

本案例有以下两个关键点：

一是导致山水水泥发生控制权争夺主要原因是控制权私有收益、战略目标分歧、控制权配置失衡等多方面因素。山水水泥案例里，早期张才奎控制的山水水泥之下，张氏父子私吞了控制权的私有收益，多年没有进行现金分红，给董事会成员安排异常高的薪酬，与山水水泥员工股东形成了利益上的冲突，而其提出的利用股份分红回购山水水泥的员工股份激怒了山水水泥员工。其次，山水水泥与外部股东在战略布局上也存在差异。普遍的民营上市公司存在控制权配置机制不合理的现象，与其发展的历程脱离不开关系，一般来说民营的上市公司的创始股东即为公司的实际控制人，他们往往同时拥有股东大会、董事会和管理层三个层面的控制权，作为实际控制人可以利用控制权优势长期操纵信息披露、谋取控制权私有收益，公司监管流于形式，容易引发内部争斗。股权分置改革后导致了

股权集中度的降低，内部矛盾的爆发给外部投资者或者同行业其他企业以可乘之机，导致外部股权争夺的爆发，山水水泥正是因为内部控制人谋取控制权私有收益导致了内部矛盾爆发，让天瑞集团和中国建材、亚洲水泥趁机有机会进入山水水泥参与控制权争夺。

二是控制权争夺的消耗了公司内部资源，降低了公司治理水平，影响股价的稳定性，对公司长久发展产生了负面影响。山水水泥作为中国水泥行业的龙头企业，业绩在业内属于领先地位，但是由于控制权争夺的爆发，让公司的管理体系陷入瘫痪并伴随高额的诉讼管理费用，经营业绩大幅下滑其总资产收益率等指标增速放缓甚至为负，偿债能力迅速降低，企业形象让人大跌眼镜，可以说是由于控制权的争夺使得山水水泥的发展停滞不前。横向与行业相比，在发生控制权争夺前的山水水泥在行业占有较大的份额，属于行业领头人，但是发生了控制权争夺，山水水泥的各项指标能力纷纷低于行业的平均水平。同时，在外部股东入主山水水泥之后，山水水泥股票开始长期停牌，让企业的融资受阻，普通投资者的利益也受到损害，18年复盘之后股价波动形势也不明朗。

## 六、建议课堂计划

由于案例信息量较大，并且山水水泥控制权之争事件在不断推进，案例课堂计划可以根据学生的差异，尤其是对案例的阅读和课前对相应知识的掌握程度来进行有针对性的设计。本课程中案例分析主要根据专业方向的不同进行课程设计，同时建议学生结合案例内容，自己搜集最新资讯，进行自主性思考。具体的课堂计划安排如下：

课堂总时间控制在 90 分钟以内；

**课前计划：**发放《山水争夺大战：远比“万宝之争”精彩的大戏》电子档，供学生在课堂前快速了解事件概要；

**课中计划：**

第一部分：（5 分钟左右）简介案例，导入主题

第二部分：（30 分钟左右）幻灯片辅助，讲解案例所体现的主题

第三部分：（40 分钟左右）进入开放式讨论部分，设置小组发言，必要时可设置不同观点的辩论环节

第四部分：（10 分钟左右）作总结性陈述，归纳讨论主题

**课后计划：**布置课后案例分析报告，要求分析我国上市公司目前的股权结构现状及其现存的问题、解决对策

（案例使用说明字数：11261）

中国金融专业学位案例中心