

PDF-CASE2019026

山水争夺大战：远比“万宝之争¹”精彩的大戏

案例正文

摘要：2005年我国资本市场的股权分置改革极大地提高了我国资本市场股份的流通效率，增强了资本市场活力，让上市公司的股权结构更加多元化，但是也容易导致控制权争夺事件，而控制权争夺往往会影响公司的正常运营。因此，想要使我国民营企业更加长久、稳定地发展，完善我国民营企业的内部治理结构，强化我国民营企业控制权配置必不可少。本案例选取中国山水水泥集团大股东之间控制权争夺事件，引导学生了解山水水泥控制权争夺的始末情况，了解股权之争发生的原因以及控制权争夺对企业的影响，并进一步思考股权结构分散的企业如何避免控制权争斗的发生。

关键词：山水水泥；天瑞集团 股权之争；控制权之争

-
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。
 5. 万宝之争：万科与宝能之间的股权斗争事件。

0 引言

“万宝之争”想必各位都听说过，那是股权争斗一场大戏！但其实，在风平浪静济南人民的身边，有一件比“万宝之争”激烈 n 倍的故事，那就是“山水争夺大战”。与“山水争夺大战”相比，万宝之争简直“too simple, too native”。山水争夺大战的关键词，不仅仅有股权，还有“司法、维权、清盘。。。”，山水争夺大战的战场，不仅仅是济南乃至大陆，还蔓延至香港、开曼。山水水泥争夺大战的主角，除了山水水泥，还有中建材、亚洲水泥、天瑞集团、香港著名会计师事务所及律师事务所等。山水争夺大战的核心剧情是：一个地位极高的掌门人，意欲将自己一批创始元老和部下逐出，但最终被自己的部下及外来者 pk 掉，这样的逆转是怎么发生的呢？各位看官，且看下文慢慢道来其中缘由。

1 昔日功臣今遭弃 股权不保内讧起

1.1 “铁腕”掌门人张才奎救“山水”于水火之中

1990 年，将济南东方红水泥厂经营的红红火火的张才奎被调任为山东水泥厂厂长，他即将上任的山东水泥厂与东方红水泥厂同为济南市建材局下属企业，东方红水泥厂产量在 30 万吨以上，风头正劲，而山东水泥厂从 1997 年设立以来，其实际产能从未达到过原本设计产能的五分之一，机器时开时停，工人态度散漫。深究其因，是由于厂长更换频繁、内部环境不稳造成的，自建厂以来，山水水泥每任厂长的任期都不足一年，最短的只有半年，其中大多数人是为了增添自身履历而来，并非为水泥厂谋划长足发展。由于长期群龙无首，水泥厂工人大多消极怠工，内部权责不明、小团体众多，十分混乱。张才奎依靠多年管理水泥企业的经验，“严”字当头，从到任伊始就立规矩、明赏罚。其铁血手腕成效明显，在张才奎走马上任的第二年，山东水泥厂就迎来了建厂后首次正利润。1995 年，张才奎在担任山东水泥厂厂长的同时，升任济南市建材局局长。1996 年 4 月，张才奎将“山水模式”推广到建材局下属的各个企业中，由于各家企业的问题大同小异，这样的模式很快收到了效果：当年建材局下属的 16 家企业没有一家亏损，利润总额甚至超过了 1000 万元。1997 年，济南建材局便将下属企业进行改组，2000 年更名为“济南山水集团”，张才奎任董事长和总经理。

在山东水泥厂的发展初期，“铁腕”掌门人张才奎力挽狂澜，成功使山东水泥厂完成了从濒临破产到扭亏为盈的逆袭，进而华丽变身成为济南水泥行业的标杆的转变。在 2004 年，济南山水集团以水泥产量 2000 万吨、销售收入 40 亿元，位居全国水泥行业第二。

1.2 山水集团日渐佳 跻身港股把名扬

为了避免避面山水集团的控制权在国企改制之中旁落，2001 年 8 月张才奎号召集团内 2500 多名职工集资 2000 多万元联合山水集团出资，成立济南创新投资管理有限公司（以下简称济南创新），公司的注册资本为人民币 3020 万元，其中山水集团以公司名义出资 600 万元，其余 2420 万元由山水集团员工以现金形式共同出资。2003 年济南开始国企改革的工作，山水集团的改制计划在此期间得到了济南市政府的批准。2004 年济南创新开始大规模收购水泥企业，至年底，山水集团在山东省内济南市外的水泥企业均被济南创新收购，山水集团逐渐完成了其民营化改制，成为了由员工持股的民营企业。与此同时山水集团开始与国外投资公司进行接触，且多方均有意向山水集团注入资金，在 2005 年山水水泥改制完成后摩根士丹利、鼎辉投资均向山水集团注资，并计划推动其在香港上市。同年 4 月山水投资在香港注册成立，是代替济南创新的新持股平台，主要目的是为了山水水泥具备作为红筹股上市的条件（注册地在海外，同时资产在内地）。此时山水集团的股权结构如下：

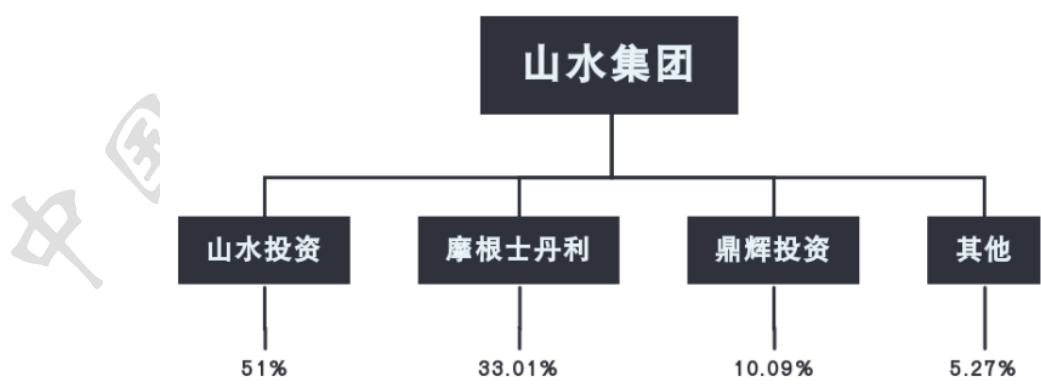


图 1-1 山水集团 2005 年股权结构图

资料来源：根据山水集团公告整理得出
2006 年中国山水水泥集团有限公司（以下简称山水水泥）成立，其注册地

为开曼群岛。2007年，山水投资的全部股东手中的持股比例将股份置换成同等比例的山山水水泥股权。2008年在筹备香港上市期间，张才奎和李延民分别成立了张氏信托和李氏信托，并以酌情信托的方式取得了对员工股权的完全受托管理权。于是张才奎拥有山水投资65.55%的权益（本人13.18%，其他员工52.37%），李延民持有山水投资16.19%的权益（本人6.79%，其他员工9.4%），其他7名高管持有剩余的18.26%股权。自此，近4000名职工的股份分别由张才奎和李延民代持，此时山水投资的股权结构如图1-2所示。终于在2008年7月4日山水水泥成功在港股上市，成为中国首家在香港红筹股上市的水泥企业，张才奎任董事长兼总经理。

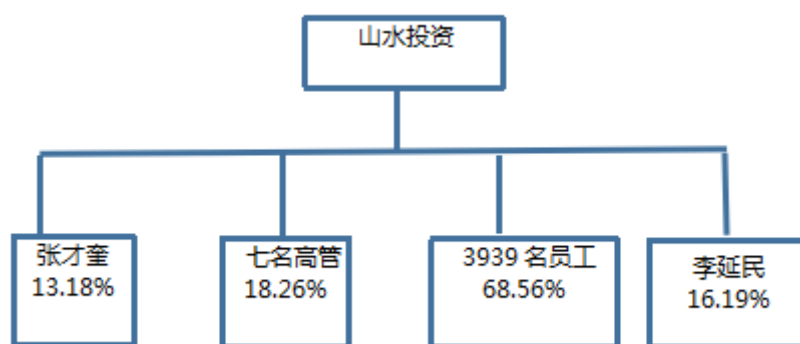


图 1-2 2008 年山水投资股权结构图

资料来源：根据山水投资公开资料整理得出

1.3 掌门称霸起贪心 终致山水内讧起

2011年，李延民退休，所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，成为山水投资绝对控股股东，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。

称霸山水水泥的张才奎本可以继续凭借自己优秀的企业家才能以及个人威信延续由自己亲手建立的强大水泥帝国的辉煌，但无奈此时已年逾花甲的张才奎只想让自己的腰包鼓起来，开始了攫取私人利益的行动。

2010年，张斌接替其父张才奎出任总经理，根据山水水泥的公告，张斌上任当年，公司就为其开出了123.5万人民币的年薪，跻身2010年水泥行业高管薪酬排行榜前十名。与此同时，退居幕后但仍任董事长的张才奎，其年薪超过了3300万元，其中包括3000多万的酌情花红，位列当年水泥行业上市公司高管薪

酬之首，高出第二名华润水泥主席周俊卿的年薪 13 倍之多。这里的酌情花红，源于山水水泥上市之初，与摩根斯丹利、鼎晖投资等机构投资者签订的“对赌协议”，协议中约定，山水水泥每年的业绩增长超过某一规定的增长率时，超额部分的 10% 将作为花红发放给公司高管和表现突出的职工，以资鼓励。但自该项协议自签订以来，所有的酌情花红都被张才奎独吞，未曾向其他员工发放。股东只有直接持有公司股票才能通过买卖股票获取收益，但是山水水泥的员工并没有直接持有山水水泥的股票，因此无法通过买卖股票获得利得。员工持股的目的是为了通过股利分红来改善平时的生活水平，但是山水水泥的员工股东却在持股以来一直没有获得过股利，而作为员工股东的代持人张才奎连续几年都获得了高额的酌情分红，这样的现象与国企改制时员工持股的初衷相违背，与员工股东之间产生了利益矛盾。

而张斌在职期间的表现也欠佳，主导不公平的原料采购交易，名为压缩成本，实则通过隐蔽的非关联交易暗地攫取私人利益，将公司财产装进自己的腰包；擅自操纵工程招标结果，故意选择资质低、报价高、工期长的企业中标，给公司造成了不可挽回的经济损失。

张氏父子的一系列贪图暴利行为终于招来了员工的不满，2013 年 2 月，包括宓敬田在内的 5 名高管集体向张才奎请辞，而这 5 名高管均是持有山水投资股份的显名股东，无一不曾是张才奎的左膀右臂。这五位元老的辞职只是序幕，一场更猛烈的风暴正在孕育之中，这场风暴将 3000 多名员工彻底与张氏父子决裂。

在 5 位高管辞职后，张氏父子的“集权”、“敛财”活动变本加厉，逐渐遭到员工们的反对，后来他们推出的退股方案彻底惹怒了山水 3000 多名员工。2013 年 11 月，张才奎为了使自己成为山水投资唯一的股东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》。前者是针对 3939 名不具名职工股东，后者针对 7 名小股东，这两份文件，对职工股的变现可谓条件苛刻：职工股的变现要分 3 期，共 30 年；变现的股权价值与山水水泥股票价格挂钩，第一期价格打 8 折，第二期打 9 折，第三期不打折。更让职工股持有者及小股东们不满的是，所有股份变现的资金均来源于公司自山水水泥取得的年度分红，而自职工签字同意变现后，便不能再享受分红。这样的变现，被职

工称之为用自己的分红买自己的股票，严重损害了这些职工股东的利益，由此引发了这部分股东的不满，同时山水水泥的内部矛盾爆发，也为天瑞等外部投资者的入侵埋下了隐患。

被彻底惹怒的员工们于 2014 年 8 月将张才奎起诉到香港高等法庭，指摘张才奎意图透过绝对酌情信托，在员工无权过问信托财产分配的情况下，代持 3900 多名员工的股份，变相将股份据为己有；另外，指出张才奎涉嫌滥用公司职权谋取私人利益，包括安排其子张斌接任董事长，以及违反规定将招标工程批给明显不合格的公司等。2015 年 5 月，法院做出判决，原本属于职工的股份，由第三方安永会计师事务所托管，此时安永托管员工 45.63% 的股权。

2 野蛮天瑞抢头椅 掌门大权遭旁落

2.1 引入帮手埋大患 天瑞乘机抢头椅

正在山水投资内部大战打的不可开交时，外部股权侵略者正跃跃欲动，山水水泥控制权争夺大戏即将拉开序幕。

在股权争斗中处于下风的张氏父子，为了预防控制权被剥夺，2014 年 10 月 27 日通过山水水泥董事会向中国建材以超低价定向增发 5.631 亿股股票，增发的股票价格为 2.22 港元/股，双方达成一致行动协议。此时中国建材称为山水水泥第二大股东，持有山水水泥 16.67% 的股份。山水投资的股份则被稀释至 25.09%，要约收购的保护线被打破，各路资本开始竞相争夺资产优良且股权分散的山水水泥股份。2014 年 4 月起，亚洲水泥突然在二级市场增持，到 2014 年 12 月 1 日时，持股 20.9%，反超中国建材，成为当时的第二大股东。资料显示，亚洲水泥此前是山水水泥的战略投资者，曾在 2013 年持股 9%。根据媒体报道，这家来自台湾的水泥企业一度有意主导山水水泥，也曾在前期与前请辞高管团队结盟，不过它最终选择站在了张才奎身边。

实际上，就在亚洲水泥和中国建材跻身山水水泥股东名单之时，天瑞集团悄然而至。2015 年 3 月 31 日，“野蛮人”天瑞集团在山水水泥董事会毫无察觉的情况下通过大宗交易从鼎晖投资购入其所持山水水泥股份，占山水水泥 10.51% 的股份，花费 62 亿港元。在此次大宗交易之后，天瑞集团继续在二级市场买入股份，最终于 2015 年 4 月 16 日购入 17.65% 的股份，所持山水水泥股份增至

28.16%，成为山水水泥第一大股东，这一系列“螳螂捕蝉黄雀在后”式的演出招致张氏父子的不满，张氏父子认为作为同行天瑞集团的此次行为属于“恶意”收购，而天瑞集团则自信通过资本市场购入山水股权没有任何问题。此次天瑞的二级市场扫货导致了公众持有量降至 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。经过天瑞一系列的扫货行为，山水水泥的股权结构如下图所示：

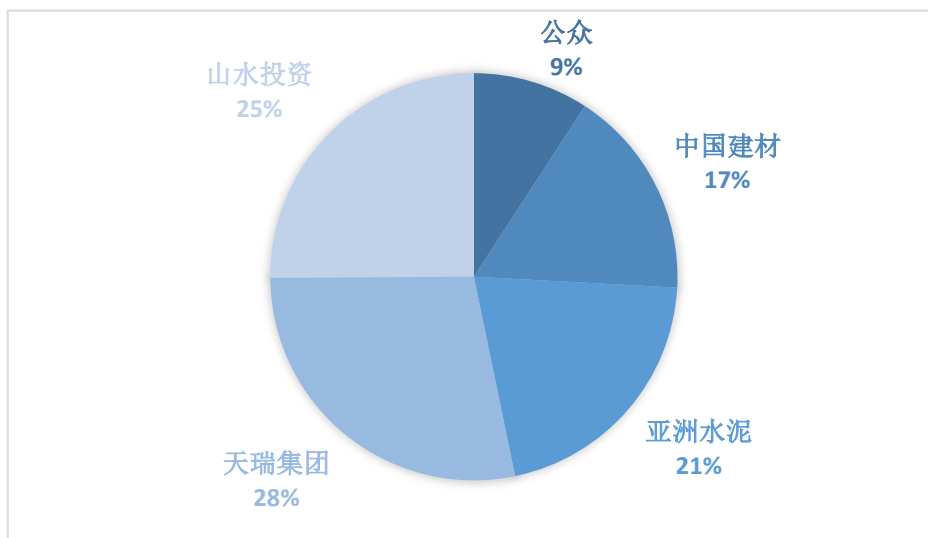


图 2-1 2015 年山水水泥股权结构

数据来源：山水水泥 2015 年年报

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%，相信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。



图 2-2 山水水泥股价走势图

2.2 疯狂扫货入主山水 野蛮人意欲何为

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，旗下有国家重点支持的 12 家全国性大型水泥企业，起源于河南，后逐渐向辽宁发展。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。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，如果能控制住山水水，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。所以天瑞集团悄然入主山水水泥的意图不难发现，其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。

3 大权争夺不停休 结局未知摸不透

在二级市场疯狂扫货后天瑞集团成为山水水泥第一大股东，至此天瑞集团便想向山水水泥的董事会席位发起了进攻，与山水水泥原董事长张才奎的控制权之争也拉开了序幕，可以分为以下四个阶段。

3.1 第一阶段（2015.06-2015.12）：天瑞集团入主山水水泥董事会

表 3-1 天瑞集团入主山水水泥董事会过程

时间	入主提议	股东大会召开时间	入主障碍	结果
2015.06.18	1. 提议罢免张才奎、张斌在内的除一名现任非董事以外的其余 7 名全体董事	2015.07.29	香港高等法院否决了山水投资托管人安永会计师事务所有关罢免山水水泥董事的提议	失败
2015.09.02	2. 提议委任 7 名新董事 1. 提议罢免张才奎、张斌在内的 6 名董事； 2. 提名包括天瑞集团董事长李留法、中国天瑞水泥行政总裁李和平等来自天瑞的 5 名管理层加入	2015.10.13	中国建材的大会主席以第三大股东亚洲水泥有异议为由，剥夺山水投资的投票权	失败 但罢免了张才奎、李长奎、吴晓云三位董事身份

董事会		
	1. 罢免张斌在内的八名原董事；	成功
2015.10.15		
2015.10.28	2. 委任新增李留法、李和平在内的 9 名董事；	天瑞集团完成了对山水水泥董事会的
		2015.12.01
2015.11.06	3. 申请变更会议地址	改组
	4. 由法庭指派主席	

从上面表格中我们可以看出张才奎为争取控制权不被天瑞霸占而做出的努力，但还是抵抗不住作为第一大股东天瑞的强大势力，于是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，张才奎想最后一搏，想了一个玉石俱焚的法子：申请清盘，他的目的是将公司优质资产肢解分割，从中获利。于是 2015 年 11 月 12 日，就在大家都忙着“双十一”抢购时，山水水泥清盘，其公司公告明确表示其因无力偿还于 2015 年 11 月 12 日到期的短融债，以及日后由此违约引起的一系列债务偿还问题，于是公司决定清盘还债。此次清盘申请，天瑞集团、中建材以及亚洲水泥也都极力阻止其发生，而作为大股东的天瑞做出的努力最多，为山水提供了超过 150 亿元的担保支持。最后，山水此次的清盘申请并未能如愿执行，山水水泥在 2015 年 11 月 24 日的最新进展公告中称，开曼群岛法院认为，公司董事无授权或资格代公司提交清盘呈请，除非任何一位债权人代替董事做出申请。因此，开曼群岛法院最终否决了山水水泥的清盘呈请，山水水泥未能进入破产清算程序。

2015 年 12 月 1 日，天瑞集团成功控制山水水泥董事会，但离取得山水的实际控制权还有很遥远的距离，山水水泥控制权之争的大戏仍未结束。因为天瑞集团虽然控制了山水水泥董事会，但是山水水泥是公司总部，负责实际生产运行的还是由张才奎控制的山水集团，山水水泥几乎所有的主营业务和利润都是来自山东山水，天瑞取得山水水泥董事会的控制权并不意味着取得山水水泥实际经营的控制权，因此此次天瑞集团成功入主山水水泥董事会只是阶段性的胜利。

3.2 第二阶段（2015.12-2016.02）：天瑞集团逐步掌握山水水泥控制权

经过第一阶段，天瑞成功控制山水水泥董事会，此时山水水泥董事会的新一任成员已变更为：李留法、李和平等九位成员，其中李留法和李和平均为天瑞集团提名，前者是天瑞董事长，获山水水泥执行董事席位，后者则是当时的天瑞行

政总裁，占据一席董事位置。剩下的几位董事会成员为山水水泥离职高管，于是天瑞集团与山水水泥离职高管接管董事会，然而接管工作并不顺利，下表为天瑞集团接管山水水泥阻碍及进程。

中国金融专业学位案例中心

表 3-2 天瑞集团接管山水水泥阻碍及进程

时间	事件	性质
2015.12.04	山水集团发布公告，不承认新董事会	阻碍
2015.12.07	新董事会开始全面范围内接收集团下属工厂	进程
2015.12.07	新董事会正式接管山东山水水泥原总部	进程
2016.01.30	新董事会顺利接管另外三家工厂	完全取得控制权

至 2016 年 2 月 1 日，山水水泥控制权完全由新任董事会掌控，天瑞集团在山水水泥的控制权争夺中取得了阶段性的胜利，并且山水水泥的实际经营层面则以宓敬田为首的山水集团旧高管负责管理。但因山水水泥的公章、印鉴和账簿等山水水泥公司管理凭证仍掌握在张才奎父子手中，山水水泥新任董事会未能在济南市工商局完成股东变更，于是在济南市区设立了新的山水集团总部，于是两个山东山水总部在济南形成了双头董事会局面，且互不承认对方的合法性。

3.3 第三阶段（2016.09-2018.06）：竹篮打水一场空 天瑞彻底失去控制权

随着山水水泥双头董事会局面形成，山水水泥股东之间的合纵连横亦浮出水面。当时的情况是，大股东天瑞水泥同山水投资（背后是代表员工股权的安永）形成同盟，而山水水泥原董事长张才奎、亚洲水泥、中国建材则为盟友。

然而，三国演义早已言明：天下大势，合久必分。山水投资与天瑞集团的盟友关系也只维持了很短的一段时间，双方关系的转折点发生在 2016 年 9 月，当时山水水泥董事会通过决议，将向不少于六名独立承配人配售不低于 9.1 亿股，配售价格的下限为 0.5 港元。这项配股方案引起了宓敬田等人的抵制，他们的理由是该次配股价格与当时山水水泥 6.29 港元（2015 年 4 月山水水泥已停牌）价格相比，显然过低、影响职工股股东利益。

随后双方的矛盾在 2016 年 12 月集中爆发。当时，还担任山东山水集团副董事长宓敬田向媒体披露公司实现盈利，然而，在山水水泥当时公布的年报业绩却出现亏损。因此，上市公司山水水泥遭到港交所问责。2016 年 12 月 20 日，山水水泥为此中止了宓敬田副董事长的职务，并委派新的管理层暂时替代宓敬田的职务。对于业绩不一致的说法，天瑞集团当时在接受媒体采访时表示：“山水水泥在发展的过程中，曾并购大量企业，这些企业在并购时有较高的商誉。但在 2015 年，由于这些企业很多产生巨亏，造成商誉价值大幅下跌，所以 23.32 亿

元的商誉减值完全在情理之中。对宓敬田所说的经营性盈利，跟上市公司的财报完全是两码事——他所算的经营性盈利，只计算了那些处于正常生产状态的企业收支情况，并未计算那些处于停产状态甚至还被张才奎控制的个别企业的经营情况，也并未计提固定资产损耗等、上市公司财务成本等。”于是山水水泥以泄露内幕消息为由终止了宓敬田副董事长的职务，但宓敬田拒绝接受这样的安排，而山水水泥委派的新管理层也未能顺利进入山水集团，至此，天瑞水泥与山水投资彻底决裂。此后山水水泥陷入了上市公司与核心子公司、境内实际运营实体山水集团之间互撕的状态。这样的状态一直持续到 2018 年，并由于一次结果出乎意料的股东大会迎来了高潮。

2018 年 5 月 25 日早间，山水水泥发布公告，5 月 23 日山水水泥召开的公司股东特别大会以 98.7% 的赞成票，通过了此前持有公司 10.49% 股权的小股东提出的 15 项关于罢免前任董事、委任新任董事的提案，其中包括罢免李留法在公司董事会中的一切职务，重新委任李留法为公司执行董事。至此，山水水泥公司董事会再次大换血，新任董事会成员为执行董事常张利、吴玲绫，以及独立董事张铭政、林学渊、李建伟，常张利当选为公司新一任董事会主席。需要说明的是，山水水泥上一任公司董事长、公司第一大股东天瑞集团董事长李留法并不在这一任董事会名单中，天瑞集团在这一任董事会中没有席位。在获得山水水泥大股东席位 3 年之后，天瑞水泥再次回到三年前董事会“一无所有”的境地，可谓“竹篮打水一场空”。

3.4 第四阶段（2018.09-至今）：争权倒逼申请盘 争斗大戏何时休

在失去山水水泥董事会席位之后，不甘心的天瑞集团当然不会就此罢手，于是便也想出了申请清盘的法子进行绝地反击。2018 年 9 月 4 日，山水水泥发布公告称，公司收到天瑞(国际)控股有限公司(以下简称天瑞控股)向开曼法院提呈对该公司进行清盘呈请，同时，在 8 月 31 日，山水水泥也收到了天瑞控股向香港高等法院原讼法庭提交对山水水泥清盘的呈请。在山水水泥发布的公告里，对于提起清盘的原因，天瑞集团称，在 2015 年 12 月 1 日召开的股东特别大会上，天瑞集团及中国山水投资有限公司(持有已发行股本约 25.09%)投票罢免了山水水泥整个公司董事会，新董事会于 2015 年 12 月 1 日获委任时，山水水泥未能就

山东山水水泥集团有限公司的所有资产行使整体上控制，并且山水水泥的财务状况也未进行全面清查。且新任执行董事常张利及吴玲绫与山东山水水泥集团有限公司被罢免的董事串通，常张利和吴玲绫得到了亚洲水泥股份有限公司（以下简称亚洲水泥）及中国建材股份有限公司（以下简称中国建材）的支持，以期重新获选进入山水水泥董事会，随后再向山东山水被罢免董事提供必要支持，同时亚洲水泥及中国建材已向其作出不公正及压制性行动，使山水水泥的相关事务一直在缺少公正性的情况下进行，因此天瑞控股已对该公司管理层丧失信心，故提起清盘申请。

此次天瑞集团的清盘申请遭到山水水泥的强烈反对，其结果不得而知，而两者之间的股权斗争大戏即将拉开新的一幕，到目前为止，山水水泥股权问题尚无任何实质性的进展，天瑞集团的清盘申请是为其无法参与董事会而倒逼股东的行为，倘若三方能对其达成一致，股权纠纷问题便可解决。股权问题得以解决后，山水便能回归正常经营状态之中，但是三方是否会达成和解，故事的发展是否会朝着这个方向呢？各位看官你们觉得呢？

4 权利角力山水受煎熬 昔日辉煌日渐衰落

山水水泥与天瑞集团的控制权争夺导致了山水水泥的董事会以及管理层的多次变更，对山水水泥的董事会、管理层造成了很大的影响，影响了正常的经营决策，导致公司不能进行正常的经营活动，经营效益已大不如前，经营的稳定性也受到很大的影响。权利角逐下的山水水泥受尽煎熬，昔日的辉煌日渐衰落。

4.1 盈利不佳 效益不尽人意

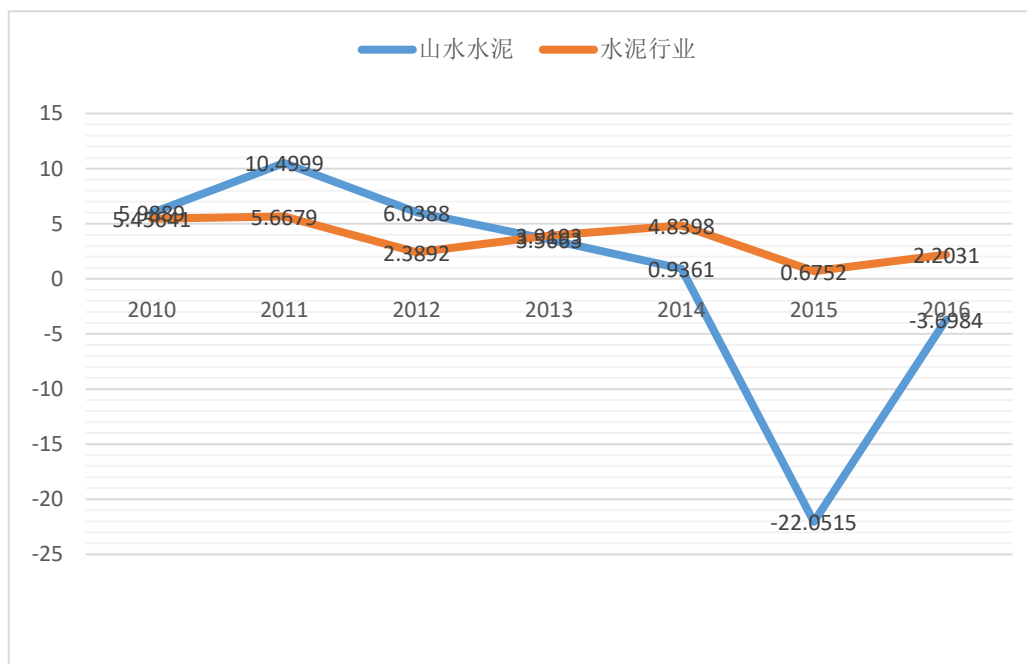


图 4-1 山水水泥与水泥行业总资产净利率 ROA 单位 (%)

数据来源：山水水泥公开资料整理得出

天瑞集团与山水水泥的控制权争夺之战主要集中在 2015 至 2016 年，所以这里我们主要分析 2015 年至 2016 年山水水泥的经营绩效情况。从上图中可以看出，2010 年至 2013 年之间山水水泥的总资产净利率高于行业平均水平，但自张斌接管山水后，山水的经营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到行业平均水平以下。2014 年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，而天瑞集团对于山水水泥的股权收购是恰恰从 2014 年开始，在 2015 年期间，水泥行业整体效益不高，山水水泥在此背景下，又遭受着大股东之间控制权的争夺，山水水泥的经营非常不稳定，在上图中我们也可以看出，2014 年至 2016 年，山水 ROA 一直为负值且远远低于行业平均水平，直至 16 年也并未恢复原先盈利状况。

4.2 融资受阻 违约失信令人嘘

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，引发债券持有人对公司失去信心于是发出提前赎回要求，又公司处于停

牌期间无法获得外部资金对到期债券进行偿还，加上企业在此期间经营业绩不佳，收入缩水，公司的偿债能力急剧下降，造成了债务违约，甚至连续违约，信用等级持续下调的局面。

4.3 几经清盘申请 公众形象受损

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，张才奎申请清盘是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，从而产生不好的心理预期。当一个企业在公众心中留下一个不正面的企业形象，企业的价值（股价）就会受到影响，2018 年 10 月 31 日山水水泥复盘当天股票一路下跌就是最好的证明。



图 4-2 山水水泥 2018 年 10 月 31 日股价情况

数据来源：同花顺

（案例正文字数：9271）

The Battle for The Shanshui:A Drama Better Than The Battle

Between Vanke and Baoneng

Abstract: The reform of non-tradable shares in Chinese capital market in 2005 has greatly improved the circulation efficiency of shares in Chinese capital market. Although it has made the capital market more dynamic and diversified the equity structure of listed companies, it is easy to lead to the event of competition for control rights, which often affects the normal operation of companies. Therefore, it is necessary to improve the internal governance structure of Chinese private enterprises and strengthen the allocation of control rights of China's private enterprises in order to make them develop in a more long-term and stable way. In this case, the competition for control rights between major shareholders of China Shanshui cement group was selected to guide students to understand the beginning and end of the competition for control rights of Shanshui cement, to understand the causes of the competition for control rights and the impact of the competition for control rights on enterprises, and to further think about how to avoid the competition for control rights in enterprises with decentralized ownership structure.