

# 上海家化控制权争夺案例分析与启示

赵国平

(中国石化股份有限公司荆门分公司 湖北荆门 448039)

**【摘要】**现代企业所有权和控制权的两权分离,使控制权之争在现代社会频繁出现,而这些控制权之争的最后结果大多是以股东的最后胜利而告终。本文以上海家化控制权争夺战为例,分析了其控制权博弈的过程,并将其与国美控制权之争作了对比,从中得到一些经验和启示。

**【关键词】**上海家化 股权结构 控制权之争

上海家化作为我国首家的化妆品企业上市公司,在如今国内市场被外国品牌占领的情况下能够屹立不倒并且迅速的发展壮大的确让我们眼前一亮。年过六旬的葛文耀作为上海家化的核心管理层和精神领袖,从1985年开始担任家化厂的负责人,把当时仅有400万固定资产的小厂变成了现在近百亿元的集团公司,其强势和能力让人侧目。但在2013年5月13日,市场突现重磅消息,平安宣布免去葛文耀上海家化集团董事长及总经理一职,9月下旬,葛文耀卸任。无论是所传言的因为平安为套现家化集团清障还是因为对公司的发展战略的意见不同,总的来说上海家化动荡的实质就是控制权之争。

## 一、上海家化简介

上海家化联合股份有限公司(简称“上海家化”)的前身是1898年成立的香港广生行,借助花露水品牌“双妹”,广生行迅速成为民族化妆品业的领头羊。几经变革与发展,到1990年时,上海家化已位居全国化妆业之首,其中美加净系列产品成为民族化妆品第一品牌,并创下多项全国第一。经过1991年外资合作风云,到1995年上海家化成功回归,开始按当时全球领先的市场管理模式推行品牌经理制度,为转变为现代企业奠定了重要基础。至2000年,上海家化集团诞生。

2001年3月,上海家化在A股主板上市,但是仍然没有摆脱国有体制的束缚,上海家化的运营管理仍然具有鲜明的国有特色,进行改制一直是上海家化的迫切的愿望。终于在2010年12月6日,上海家化发出公告停牌一天,正式拉开了改革的大幕。停牌九个月后,上海家化正式复牌,并以51亿元的金额挂牌出售。在这期间,中信、鼎晖、红杉、平安等投资基金和金融集团跃跃欲试,但是在高额的收购价格面前,大多都望而却步。在竞购的后半阶段,复星、平安、海航进行三国争霸,复星宣布退出后,

平安与海航继续两虎相争。最终,上海家化将橄榄枝抛向平安,2012年1月,平安以51亿元的价格100%进驻上海家化。此时上海家化的股权结构如图所示:

中国平安保险(集团)股份有限公司  
↓99.98%  
平安信托有限责任公司  
↓100%  
深圳市平安创新资本投资有限公司  
↓100%  
上海家化(集团)有限公司  
↓90%  
上海平浦投资有限公司  
↓100%  
上海惠盛实业有限公司  
↓0.81% ↓26.78%

上海家化联合股份有限公司

## 二、上海家化控制权之争的始末

作为财务投资者而非产业投资者的中国平安,追逐利益是其最大的目标,所以在进驻上海家化后很可能将其转手于出价更高的其他企业。这和一心想把上海家化做大做强葛文耀及其管理层的利益就产生了分歧,这就为以后的控制权之争埋下了伏笔。

**1. 控制权之争的起因——意见分歧。**葛文耀2012年11月19日在微博中提到,希望平安可以尊重公司的独立性,并指出“你收的只是集团,间接拥有上市公司27.5%的股份,我这董事长才是代表广大股东利益”。2012年12月平安进驻家化一年后,在家化召开的临时股东大会上,董事长葛文耀对平安插手上海家化内部事务表示不满。相关人士事后认为他们的冲突主要集中在对海鸥表这个投资项目上。葛文耀希望将海鸥表打造成高端名表,并且

非常看好这个投资项目,但是平安在调查过海鸥表厂后,不看好这个项目,其原因是认为其完全不具备这样的实力和潜力。种种迹象表明,董事长葛文耀与平安近期产生的一些分歧和矛盾的核心,主要体现在公司的经营管理与控制权方面。

此次上市家化董事会和高管的变动是被家化管理层主导了。董事长葛文耀在股东大会上表示:“此次总经理的更换,平安没有发表意见,完全由我主导。”他的底气在哪里,他为何敢于直接挑战平安?原因是基金持股。据统计,基金和券商(包括集合理财产品)共持有上海家化1.46亿股,持股比例达到32.6%,平安仅持有上海家化27.6%股权的背景下,平安并未具有绝对的话语权,基金和券商(包括集合理财产品)等机构投资者的话语权超过平安。

葛文耀与基金等机构投资者一直保持着良好的沟通,在2004年股改的时候还亲自到上海、广州拜访基金经理易方达、嘉实基金等,说服这些机构同意家化股改方案。同时葛文耀的高管们在日常企业经营中也是经常和基金公司进行沟通。同时葛文耀的管理经验和营销策略等也得到基金公司的认可。在家化行业的激烈竞争中,立足于公司稳步发展,基金对葛文耀及其管理团队持有无比坚定的支持态度。在与大股东的控制权争夺的第一个回合中,葛文耀暂时领先。

**2. 控制权之争的结局——葛文耀被罢免后辞职。**上海家化在2013年5月11日召开的临时董事会上罢免了葛文耀的董事长和总经理职务,改由家化集团董事、平安信托副总张礼庆接任董事长。对此平安的解释是,自当年3月以来,集团陆续收到内部员工举报管理层存在私设小金库、侵占公司利益的不法行为,并表示具体事项在进一步调查中。平安和家化走到现在孰是孰非众说纷纭。对于这次风波主要有两种看法:

第一种看法是罢免葛文耀的背后是为平安套现家化集团清障。上海家化的一位内部员工指出,这次风波主要是平安为了掌握家化集团的资产处理权,以便于直接出售集团资产。上海家化集团经历了国企改革后,已经成为一家控股公司,主要资产包括1~2块闲置土地、三亚的中高档酒店、两家参股的合资企业、位于上海北外滩的集团办公大楼。由于在收购家化集团的时候平安采用的是以银行并购贷款为资金来源,相对于保险资金追求每年4%~5%的稳定收益,银行并购贷款的高利率大大提高了融资成本,51亿元的收购价格比上海家化的估值35亿元要高出许多,这也给平安带来了很大的“创利压力”。所以平安信托一直有意套现部分物业资产,例如出售一块闲置土地,而家化集团对这样的变现十分反感。平安曾向董事会递交一份如何处理集团资产的建议书,正是由于葛文耀等人的反对,最终未能形成书面文件。

第二种看法是平安要出售上海家化的控制权。在收购的第一天平安也许就明白,如此不菲的收购价格,唯有把家化的控制权转让给产业投资者才能实现其资金的回报。在国内,上海家化是不可能没有接盘方的,唯有把家化卖给像宝洁、欧莱雅这种境外日化产业巨头。然而,对于葛文耀及其管理层来说这是绝对不能接受的。葛文耀虽然接近暮年,但一直是雄心勃勃想把上海家化做大做强,将其打造为具有国际竞争力的日化巨头。这种价值观与平安的理念是相悖的,葛文耀因此出局。

2013年9月下旬,葛文耀宣布因“年龄和身体原因”,申请退休,卸任上市公司董事长一职。至此,上海家化的董事长葛文耀和大股东平安信托的矛盾终于画上了一个句号。

### 三、上海家化控制权之争与国美控制权之争的对比

上海家化控制权之争很容易使我们联想到前几年的国美控制权之争,两者有不少的类似之处。

**1. 股权结构是控制权之争的背景。**上海家化的最大股东中国平安持有27.6%的股权,国美电器的最大股东黄光裕持有35.55%的股权。在股权集中度未达到50%的情况下,股权资本的控制力处于相对不稳定的状态,大股东和管理层,大股东和其他股东均可能引起控制权的争夺。

**2. 董事会是公司的核心机构,公司的控制权之争的关键就是对董事会的控制。**在上海家化的董事会中,管理层的葛文耀亲自担任董事长和总经理,并在2012年12月平安进驻家化一年后的公司临时股东大会上,主导了上海家化的董事会和管理层的更换。同样,在国美电器也是如此,陈晓在很长的一段时间内担任国美的总裁和董事长,截止到2009年8月,在国美的董事会中,陈晓所领导的管理层和支持他的贝恩资本占据了董事会的大多数席位。由此可见董事长和总理由一人所兼任为控制董事会创造了条件,也为后来公司控制权之争埋下了伏笔。

**3. 管理层敢于和大股东进行对抗的一个重要原因是**有其他投资者的支持。葛文耀在和平安争夺控制权中,取得了易方达和嘉实基金及券商的支持。同样陈晓为了和黄光裕对抗引进了贝恩资本,2010年9月15日贝恩资本债转股后,黄光裕的股权由33.985%稀释到30.67%。

**4. 社会资本在控制权的争夺中也是一个重要的因素。**葛文耀在上海家化工作了几十年,培养和提拔了许多人才,形成了很广的人脉关系,其在家化行业影响力是很大的。在国美电器案例中,黄光裕入狱导致其社会资本的断裂,这为陈晓入主董事局主席提拔亲信进入董事会创造了机会,进而使得大股东很难通过社会资本控制董事会和管理层。由此可见作为管理层和小股东的葛文耀和陈晓通过社会资本在很大程度上控制了公司。

总结:葛文耀的“主动辞职”和陈晓的离任,显示这两

个控制权之争都以大股东最后胜利而告终。原因首先是管理层的责任和定位,管理层是受股东的委托为股东服务的,这种位置的局限性决定其很难取得胜利。其次是管理层控制资源的不稳定性,而股东控制的股权资本却是相对稳定的,有一定的股权就能在股东大会上施加自己的影响。基于上述两点,管理层很难在控制权之争中取得胜利。

#### 四、结论与启示

1. 股权分散对于保护投资者利益是一把双刃剑。传统的公司治理理论着重从股权高度集中,股权相对集中,和股权高度分散三个方面研究股权资本和控制权的关系,具体情况如下表:

	股权高度集中	股权相对集中	股权高度分散
公司实际控制者	大股东	股东和管理层	管理层
董事会的组成	大股东主导董事会	股东和管理层共同控制	管理层和独立董事
管理层的任命	大股东意志	多方力量较量	董事会任命

随着社会的发展,上市公司的公众属性越来越高,股权高度分散。通过对股权分散的企业调查显示,多元化的股份设置并没有发挥制衡股权的作用,反而导致更多的控制权争夺。相对于一股独大,股权相对分散下的单个股东通过两权分离,获得的控制权收益会更高,能以自己持有的更少的股权动用属于其他股东更多的经济资源。这种情况下,一股独大的股东掏空上市公司的风险就变得很大。在上海家化控制权之争的过程中,葛文耀通过和其他外部投资者的联合来对抗大股东的控制。所以笔者认为在相对控股的情况下股权资本处于不稳定的状态,出现控制权争夺的可能性依然存在。一个好的保护中小投资者权益不受侵害的法律环境是大股东发挥作用的前提,可以在一定程度上抑制大股东损害中小股东利益。因此在现有的制度框架下,只有健全投资者保护机制与大股东控制综合发挥效应,才能更好地保护投资者利益。

2. 寻求大股东和职业经理人之间共同的利益诉求和信任。在上海家化的控制权之争中,平安方面和葛文耀等管理层最主要的矛盾就是利益的追求不同。葛文耀等管理层一直是想把家化集团发展壮大,做成民族品牌。而平安方面是追求投资收益,这种利益诉求的不一致难免会发生冲突。这说明在进行股权的转让的时候,首先要考虑产业投资者,如果没有产业投资者,在引进财务投资者的同时,可以设置一些限定条件,比如在一段时间内不能出售股权等条件,这样可以在一定程度上避免大股东和职业经理人的利益冲突。同时,许多大股东对职业经理人不够信任,从而插手公司管理,这就和真正的职业经理人管理的现代公司有了越来越大的差距。葛文耀手握对抗平安的利剑就是:认为平安对董事会的改组真正目的是希

望对上海家化的绝对控制,将上市公司变成实现平安意愿的工具。

在现代企业的制度中,大股东必须要从公司的整体利益和所有股东的利益出发,以公司的利益为最大化目标。同时,职业经理人必须遵守上市公司的规则,认真地履行好自己的受托责任。要建立一套激励机制与信托责任并重的职业经理人制度。

3. 要进一步完善公司治理结构。目前我国公司的治理结构是股东大会是权力机构,董事会是决策机构,职业经理人是执行机构,监事会对董事会和管理层进行监督。一般来说公司的董事会代表大股东的利益,但有时候也存在有大股东和董事会发生利益冲突的情况。董事会为了维护自己的利益,经常制定一些保护自身利益的制度措施。当有新的股东加入公司的时候,股东一般都想在董事会中安排自己的人员以体现自己的利益和话语权,这时候新进入的股东和原来的董事会之间非常容易发生控制权的争夺。这就要求我们完善公司治理结构,健全委托—代理关系,使各行为主体做到独立的“人格化”,建立健全职业经理人制度,实现公司治理结构透明化,更好地保护投资者利益,提高企业价值。

完善公司治理结构应该从以下几个方面入手:①完善和规范董事会的运作。我们要首先要按程序组建董事会,同时确保董事会的独立性,明确董事不能随意担任公司的总经理。其次要提高董事的业务素质和责任感,优化董事会结构,防止董事会被个人所控制。最后明确董事会的职责和义务,完善信息披露制度,使股东更加了解董事会的运作效率。②加强监事会职能。我们应加大监事会的监督范围,应在法律和公司的章程制定上面赋予监事会更广泛的监督权力,以实现对公司内部治理结构的有效约束。同时要优化监事会的人员结构,可以提高专职监事的数量,并且选用一些对法律和财务比较熟悉的人来从事监事工作,以确保监事队伍的权威性。③加强外部监督体系的建设。要健全法律法制制度,同时加大政府对市场的监督力度,完善上市公司的监管体系,进一步加强保证上市公司披露信息真实性和完整性的相关法律制度的建设,从而在外部为公司治理营造一个良好的监管环境。

#### 主要参考文献

- 董秀良,高飞.上市公司控制权结构:问题与对策.当代经济研究,2002;3
- 陈植.罢免葛文耀背后:平安信托套现家化集团清障.21世纪经济报道,2013-05-15
- 葛剑秋.上海家化控制权之争的实质.证券时报,2013-05-15
- 杜志鑫.上海家化控制权之争暗流涌动基金力挺葛文耀.证券时报,2012-12-24