

股权战争

当创始人遇见投资人
公司控制权争夺战残酷打响，谁在受益？谁更受伤？

深度解析中国民企股权纷争

苏龙飞◎著

雷士照明“股权连环局”、
阿里巴巴“支付宝争夺战”、
国美“陈黄之争”、
娃哈哈“达娃事件”……

全面描述 高度概括 专业分析

宁向东

清华大学经济管理学院教授

黄嵩

北京大学经济学院副教授

李寿双

大成律师事务所高级合伙人

桂曙光

杰普投资董事

专业点评+联袂推荐



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

股权战争

苏龙飞 著

北京大学出版社

图书在版编目（CIP）数据

股权战争 / 苏龙飞著. —北京：北京大学出版社，2012.11

ISBN 978-7-301-16244-6

I. ①股... II. ①苏... III. ①民营企业—股权—经济纠纷—案例—
中国 IV. ①F279.245②D922.291.915

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第205546号

书 名：股权战争

著作责任者：苏龙飞 著

责任编辑：孙尔春

标准书号：ISBN 978-7-301-16244-6 / F·3308

出版发行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区成府路205号 100871

网 址：<http://www.pup.cn>

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672

编辑部 82893506 出版部 62754962

电子邮箱：tbcbooks@vip.163.com

印 刷 者：北京嘉业印刷厂

经 销 者：新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 18.75印张
307千字

2013年3月第1版第3次印刷

定 价：45.00元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024；电子邮箱：fd@pup.pku.edu.cn

本书案例点评（按姓氏笔画顺序）：

宁向东（清华大学经济管理学院教授）

李寿双（大成律师事务所高级合伙人）

张立峰（莲山合伙投资总监）

卓星煜（联创永宣资本高级副总裁）

桂曙光（杰睿投资董事）

徐 沫（方达律师事务所律师）

符胜斌（任职于中国铜业有限公司投资管理部）

梁 斐（欧泊投资执行董事）

黄 嵩（北京大学经济学院副教授）

目录

[自序](#)

[第一篇 资本局](#)

[第1章 阿里巴巴：股东“三角恋”](#)

[评论 桃园三结义之劫 / 张立峰](#)

[第2章 雷士照明：股权连环局](#)

[评论 雷士博弈的24个关键词 / 张立峰](#)

[第3章 永乐电器：对赌的恶果](#)

[评论 伤人伤己的双刃剑 / 黄嵩](#)

[第4章 中国动向：惊险的赌局](#)

[评论 企业与资本的角色 / 桂曙光](#)

[第5章 人和商业：资本的暗箭](#)

[评论 “滴水不漏”的投资条款 / 桂曙光](#)

[第6章 娃哈哈：非正义的胜利](#)

[评论 “合而不谋”之下的双输 / 李寿双](#)

[第二篇 控制战](#)

[第7章 新浪：城头变幻大王旗](#)

[评论 割不掉的阑尾 / 李寿双](#)

[第8章 国美电器：空前的博弈](#)

[评论 国美变局的标本意义 / 宁向东](#)

[第9章 中芯国际：无奈的内讧](#)

[评论 中芯国际何去何从 / 符胜斌](#)

[第10章 真功夫：从亲属到反目](#)

[评论 真功夫事件五大败笔 / 佚名](#)

[第11章 金山软件：烫手的控制权](#)

[评论 雷军的先抑后扬 / 梁斐](#)

[第12章 太子奶：无言的结局](#)

[评论 三方角力的恶果 / 卓星煜](#)

[第三篇 夫妻劫](#)

[第13章 土豆网：离婚蝶变效应](#)

[评论 “土豆条款”非万能 / 徐沫](#)

[第14章 赶集网：股权分割是与非](#)

[评论 夫妻店投资法则 / 符胜斌](#)

自序

就在本书付梓之前的2012年7月，中国商场上演了一部如火如荼的“年度商业实战大片”——雷士照明的创始人吴长江与雷士照明的最大投资人赛富阎焱，两位强势人物之间围绕着企业控制权的战争，猛烈爆发并一发不可收拾……

赛富阎焱通过董事会程序迫使吴长江离开企业，而吴长江为了重返企业，则祭出了经销商、供应商、员工的“统一战线”反攻大旗。雷士照明的股权连环局，深刻演绎了何谓“股权战争”，该案例也因此而成为本书所完成的最后也是最新一个案例。

虽然2012年还远未结束，但本年的年度商业事件，很可能是“雷士变局”；再往前追溯，2011年的年度商业事件，当属马云与雅虎的“支付宝争夺战”；2010年的年度商业事件，国美的“陈黄之争”当之无愧。

纵观近几年这些极具冲击力的商业事件，都有一个共同特征，与企业的股权有着紧密的关系，相关股东围绕股权爆发的冲突，用“战争”来形容一点也不为过。

在笔者的媒体职业生涯中，因长期从事资本、金融的报道与研究的缘故，跟踪了众多具有代表意义的企业股权事件。除了雷士照明、阿里巴巴、国美电器等标志性的控股权争夺案例之外，还有娃哈哈、太子奶、真功夫、土豆网、中芯国际、新浪、永乐电器等众多曾经轰动一时的同类事件。

笔者在跟踪这一系列股权事件的过程中，可以拿出来分享的有以下几点体会：

第一，创业者对资本游戏规则认知的匮乏。

创业者在创业过程中，总是渴望获得来自风险投资的资金支持，却很少能够看到融资条款中暗藏的玄机。在私募融资过程中，投资者通过董事会条款、对赌条款、防稀释条款、上市调整条款等，将自己的利益保护得滴水不漏，而创业者却因为不了解资本游戏规则陷入被动。中国企业的创业者在这一方面得到的教训太多了，典型者如永乐电器、太子奶、人和商业等。

第二，创业者的草莽英雄主义遭遇西方成熟公司治理规则的不适。

当创业者失去对企业的绝对控股权时，必然会受到董事会的制约，这就容易出现争夺企业控制权的现象，有时甚至还会导致创始人被罢黜。创始者与董事会发生分歧时，是按照公司治理的游戏规则行事呢？还是我行我素以草莽英雄主义对抗董事会？前有新浪王志东，中有娃哈哈宗庆后，后有雷士照明吴长江，在与董事会对抗时，皆呈现出英雄草莽的特征。对于中国的创业者来说，如果不愿意在控制权层面受到西方公司治理规则约束的话，绝对控股权及董事会的多数席位丢不得。

第三，股权纷争背后折射出中国复杂的政商环境。

在中国非完全市场经济的环境下，企业股东之间的争端，总是隐现着政府的身影，太子奶、娃哈哈、中芯国际、雷士照明，无不如此。对于创业者来说，更要考虑清楚，因为政府力量的介入，有时反而会令事情变得更加复杂。

随着中国商界发生的股权争端越来越多，对相关事件进行事后的复盘、剖析与研究，就变得越来越具有实际意义，这是笔者撰写本书的初衷。

本书主要以公司的“控制权争夺”为核心主题，梳理了十四个现实的案例，以讲故事的方式，描述了公司股东之间围绕着股权进行博弈的过程，包括前因后果及案例启示。公司的创业者可以从中获得某些有益的启迪，对资本运作有兴趣的读者，也可以通过阅读这些案例，了解资本的游戏规则。

根据股权争端的不同类型，全书十四个案例分为三篇。第一篇“资本局”讲述创始人与资本方的博弈，第二篇“控制战”讲述联合创业的股东围绕着公司控制权展开的争夺，第三篇“夫妻劫”讲述创始人婚变引发的股权争端。当然，这三种分类并不是完全的泾渭分明，也有一些案例混杂了多种因素在其中。

在本书的写作过程中，笔者力求做到对整个事件的准确还原，相关案例的资料来源主要包括：笔者通过调查、采访获得的第一手资料，相关企业公布的官方文件，上市公司发布的招股书、公报以及权威媒体的相关报道等。

值得一提的是，笔者有幸得到了众多业内专业人士的大力协助，他们不仅从专业角度为本书的相关案例提出很好的建议，而且给每个案例撰写了专业评论。这些评论大大提升了每个案例的专业程度。在此，笔者要特别向为本书撰写评论的专业人士致以诚挚的谢意，他们是（按姓氏笔画）：宁向东、李寿双、张立峰、卓星煜、桂曙光、徐沫、符胜斌、梁斐、黄嵩。

此外，笔者还要感谢自己的妻子。本书写作期间，正值妻子怀孕及女儿降生，正因为妻子的理解与包容，本书才得以顺利完成、出版，因此，本书也是献给妻子及女儿的一份小小礼物。

最后，衷心感谢本书的策划编辑王娜女士，她为本书提供了非常好的策划建议，并为本书的顺利出版付出了辛苦的劳动！

苏龙飞

2012年9月于深圳

第一篇 资本局

企业创业往往需要资本助推，但天下没有免费的午餐。资本是天使还是魔鬼？创始人究竟如何才能更好地驾驭资本、抓牢自己的控制权？

第1章 阿里巴巴：股东“三角恋”

自从阿里巴巴集团形成马云团队与雅虎、软银三足鼎立的股东格局之后，马云便陷入了控制权旁落的潜在威胁之中。

那场引人注目的“支付宝事件”，仅仅是马云与投资人雅虎、软银之间摩擦的一个片段。从某种意义上说，他们之间的三方恩怨，从软银董事局主席孙正义决定给马云投资时起就已经注定。

马云向来视孙正义为“资本恩人”，但是对于雅虎的入股，马云必定是追悔莫及。如果不是那场交易，马云决不可能失去第一大股东的地位，更不可能有控制权旁落的风险。但是历史不能假设。

在中国，“本命年”向来被视作不吉利的年份，2011年恰好是阿里巴巴成立以来的第一个本命年。对于马云来说，这个本命年最重大的事件莫过于“支付宝争夺战”了。

如今，支付宝已经成功地从以雅虎为第一大股东的阿里巴巴单飞出来，落入了马云的私人口袋。对此，雅虎抨击马云是在自己不知情的情况下“窃取”了支付宝，而马云则回应说虽然“不完美但唯一正确”。他所说的“不完美”指的是，单方面取消阿里巴巴与支付宝之间的“协议控制”有违约之嫌；他所说的“唯一正确”指的是，100%遵守了国家法律。

这场持续了一个多月的风波，成为2011年度中国最大的商业新闻之一。虽然事件最终以马云与雅虎及软银达成补偿协议而告终，但马云在此次

事件中的是非对错依然众说纷纭。不可否认的是，马云在此次事件中赔上了惨重的声誉代价。

“支付宝事件”仅仅是马云与投资人雅虎、软银之间摩擦的一个片段。他们之间的三方恩怨，从软银董事局主席孙正义决定给马云投资时起就已经注定。

从某种意义上说，如果没有软银当年的投资，或许不会有今日的马云，也不会有日后孙正义牵线搭桥引雅虎入局阿里巴巴，更不会有马云与雅虎之间旷日持久的矛盾纷争。

因而可以说，马云与资本方冲突的种子，从马云创业首次融资之时起就已经埋下了。

马云创业，蔡崇信助力

据说从马云创业开始，阿里巴巴的每次内部会议都会录下视频，以作为阿里巴巴的史料供后来者看。

1999年2月20日，马云带领“十八罗汉”创立阿里巴巴时的演讲视频至今仍被保存着。在杭州湖畔花园马云那间150平方米居住兼办公的房子里，在这种简陋的办公条件下，马云以他那与生俱来的极具感染力的演讲口才向他的团队宣布：我们要做一件伟大的事情，我们不做门户，我们要做B2B，B2B将成为互联网的下一轮革命性模式。

当时，“十八罗汉”之中还没几个人能弄明白马云说的B2B究竟是什么，大概他们只能根据B2C的亚马逊与C2C的eBay去猜想B2B的模样。他们之中也不知有几个人深信马云说的是美好前景而不是“一个美丽的饼”，但无论是深信不疑还是半信半疑，总之，17个人跟随马云踏上了创业的道路。

1999年3月，阿里巴巴网站正式上线。其实，马云在1997—1999年协助外经贸部做网站时就已经将网站的商业模式酝酿出来了：架设一个连接国内外贸企业与国外进口商之间的业务联系平台，即所谓的B2B（Business To Business）。

当时马云团队能够凑出的资金只有50万元，这样的投资额对于1999年的互联网行业来说，只能用“杯水车薪”来形容。那年的三大网站——搜狐

网、新浪网、ChinaRen的烧钱大战进行得如火如荼，互联网的创业门槛也水涨船高至百万美元级别。

因此，马云靠这50万元资本窝在自己家里“省吃俭用”办公决不是出路，寻求融资成为马云当时唯一的选择。

那时候的马云团队被称为“三无团队”（一无显赫出身，二无成功案例，三无技术优势），这种团队背景是难以入投资人法眼的。马云回忆：“我记得1999年到硅谷寻找资金，跟很多风投、资本家接洽，但是没有人有兴趣投资阿里巴巴，我被一一回拒。”在这种情况下，一个人的出现，对阿里巴巴的首轮融资成功，起到了决定性的作用。

1999年6月，具有华尔街显赫背景的蔡崇信加盟阿里巴巴出任CFO。蔡崇信生于中国台湾，13岁到美国求学，最终获得耶鲁大学法学博士学位，之后长期在华尔街任职。蔡崇信原本是代表Investor AB公司去阿里巴巴考察投资项目的，他当时看到《福布斯》等美国媒体对阿里巴巴的报道，甚至“雅虎酋长”杨致远都对蔡崇信提起过马云（马云1997年帮外经贸部建网站时结识了杨致远），便对这家新生的互联网公司产生了兴趣。

1999年5月，蔡崇信从香港飞到杭州面见马云。谁知，首次见面，蔡崇信便被马云那极富感染力的演说打动了，与马云一连聊了四天。特别是当蔡崇信看到那简陋办公条件下马云团队的创业激情时，他开始确信马云将会是一位独具领袖气质的企业家。

聊着聊着，蔡崇信干脆就直接跟马云提出：“Jack（马云英文名），那边的工作我不干了，我加盟阿里巴巴。”就这样，蔡崇信成为阿里巴巴的新员工。蔡崇信放弃了自己6位数的年薪，而去当一个当时名不见经传的小公司的CFO，并且月薪是几乎可以忽略的500元，他当时的决定至今仍令许多人百思不得其解。

马云能在创业之初就有一位华尔街背景的CFO加盟显然是太幸运了，相比而言，众多知名企业都是在上市前才能有幸请到如此背景CFO的，比如搜狐网的古永锵、当当网的杨嘉宏、乡村基的戎胜文等。

蔡崇信上任之初，干了两件关键的事情：其一是明确并落实了十八罗汉的股权协议，其二是帮助阿里巴巴引进了首轮融资。

在湖畔花园炎热的夏夜，蔡崇信挥洒着汗水在白板前向十八罗汉讲解股份权益，并将18份完全符合国际惯例的英文合同，让马云及其他成员分别签字画押。这意味着阿里巴巴创始人的股东地位已经在法律上得到完全约定，十八罗汉的团队利益从此绑到了一起。如果没有蔡崇信，阿里巴巴也许将成为一家只属于马云两口子的家族企业，而难再有现代公司制度的色彩。正是蔡崇信的出现，改变了“三无团队”的性质，将阿里巴巴做成了公司，并找到了投资，这对阿里巴巴的长久发展而言至关重要。

1999年10月，在蔡崇信的牵线下，由高盛牵头，联合蔡崇信的原东家 Investor AB公司以及新加坡政府科技发展基金等VC，共同向阿里巴巴投资500万美元（如图1-1）。

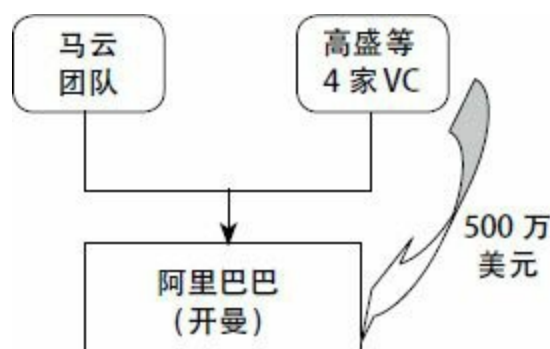


图1-1 阿里巴巴第一轮融资

注：此股权结构仅为示意图，股权比例不详。

拿到融资之后，资金稍显宽裕的阿里巴巴终于告别了马云自住的居民楼，搬到了华星大厦写字楼办公。

孙正义相马，慷慨解囊

就在马云获得第一轮融资之后，日本软银主席孙正义来到中国物色投资项目。当时的孙正义在互联网界可谓如雷贯耳，因为他投资了当时如日中天的雅虎，并且是雅虎的第一大股东，随着雅虎的上市，软银获得超过百倍的回报。

软银邀请了中国当时最为知名的一些互联网创业者，包括新浪的王志东、搜狐的张朝阳、网易的丁磊等人，孙正义给了每个人20分钟时间推介自己的项目，马云获悉这个信息以后也赶了过去。按照马云的说法，他那次并不是为了融资而去，因为刚刚拿到高盛的500万美元，所以并没有太迫切的再融资需求，他只想去跟孙正义谈谈他的阿里巴巴并且听听孙正义对阿里巴巴的看法。

那天马云迟到了，等他到达软银北京办公室时，黑压压一屋子人看着一个身穿破夹克、手捏半张纸的黑瘦男人推门进来，谁都不知是何方神圣。由于前面的人已经讲得差不多了，主持人便告知马云，他只有6分钟的介绍时间。

马云上去就说，我不缺钱，如果你们有兴趣，我可以给你们介绍一下阿里巴巴的情况。于是他不时地看看手中半张纸上草草写就的几个英文单词（似乎是他的演讲提纲），对着孙正义侃侃而谈自己的阿里巴巴。

马云的演讲口才又一次出色地征服了在场的所有人，包括孙正义在内。曾是软银中国区合伙人的吴鹰（孙正义早在20世纪90年代中期投资过吴鹰创立的UT斯达康）回忆道：

他大概写了主要几点，马云是学英文的，所以英文很好，他的语言天赋还是用上了。他在那儿讲电子商务，我当时听得云山雾罩，也不太懂电子商务，就是觉得这个人很有热情，讲得也还是很清楚。他非常自信地讲，“我不缺钱”。

孙正义事后一打听，马云居然已经获得高盛的投资，而且还有一位华尔街投资银行家背景的蔡崇信做他的CFO。孙正义立马决定要投资马云，而且是“必须投”。

随即，孙正义告知马云准备投3000万美元，占股30%。马云经过深思熟虑之后，只接受了孙正义2000万美元，他担心自己的股份被过分稀释。于是在2000年1月，软银联合富达、汇亚资本、日本亚洲投资、瑞典投资、TDF等六家，共同向阿里巴巴投资2500万美元，其中软银投资2000万美元（如图1-2）。

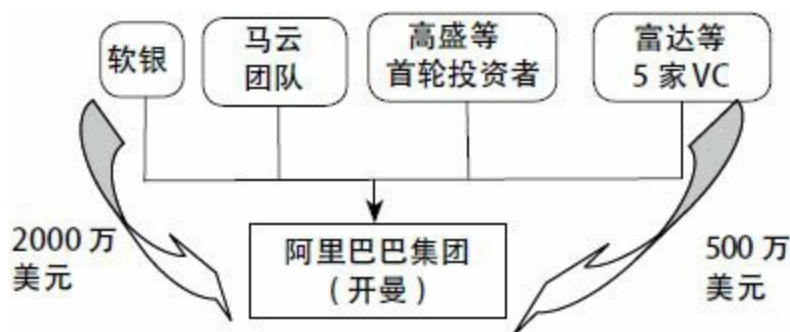


图1-2 阿里巴巴第二轮融资

注：此股权结构仅为示意图，股权比例不详。

外界都说孙正义是马云的第一位伯乐，自从他发现马云之后就一直支持马云，并且持续给马云追加投资。其实，蔡崇信才能称得上是马云的第一位伯乐。在蔡崇信加盟阿里巴巴之前，马云在投资人面前几乎没有任何拿得出手的筹码。如果没有蔡崇信的加盟，就不会有来自高盛的第一轮融资，如果没有蔡崇信的身份背景及高盛首轮注资，孙正义当时即使再欣赏马云的口才及思维，也不至于如此斩钉截铁地给马云投资。

也正是在此次融资时，马云表达出了对控制权的在意，“你要买我股份没问题，但一定要我来掌控这家公司，否则的话，我也不需要你这样的投资”。这也是马云选择只要孙正义2000万美元而不要3000万美元的重要原因。

马云对控制权的在意，除了身为创始人的天然控制欲之外，还与他曾经的经历有关。马云在1995年时曾经创办过一个叫“中国黄页”的网站，后来杭州电信收购并成为该网站的大股东，失去了控制权的马云随之也失去了话语权，最终被迫套现离场。

资本撑腰，冲昏头脑

在不到3个月的时间里，马云先后获得3000万美元的融资，那时候的马云觉得“全世界的钱估计也就这么多了”。被巨额资金冲昏头脑的马云，开始了疯狂的扩张。不仅在上海、北京、香港四处设立办公机构，总部也从杭州迁到了上海，海外办事处更是遍地开花般地开到13个国家和地区。跟随这种地域扩张而来的，便是大规模的市场推广投入。

阿里巴巴这种大规模扩张维持了近一年时间，据说那时平均每月烧掉200万美元，而同期业务因为互联网泡沫的破灭并没有任何的起色。如此算下来，到2000年10月时，马云融得的资金已经耗去2/3，如果再按照相同的烧钱速度，阿里巴巴半年也维持不了了。

此时，马云意识到必须急刹车，否则企业将陷入万劫不复的境地。他脑子里开始闪现裁员的念头，甚至在此前一个月马云主办第一次“西湖论剑”时，在与王志东、张朝阳、丁磊、王峻涛的私密会议上，他提出的第一个问题便是“你们如何开除人”。

关键时刻，马云选择了向包括投资人在内的董事会开诚布公，说明阿里巴巴面临崩盘危局。马云的坦诚获得了董事会的谅解及协助，其中高盛就协助物色到了时任通用电气大中华区高管的关明生，并且说服关明生空降至阿里巴巴出任COO，以协助阿里巴巴渡过难关。

在关明生的参与之下，马云与众高管连续开了三天的闭门会议，这次会议被阿里人称为阿里巴巴的“遵义会议”。在这次会议上，阿里巴巴管理层最终做出了“B2C”的战略决策，即“Back to China（回到中国）”、“Back to Coast（回到沿海）”、“Back to Center（回到中心）”。

接着，在关明生的主持之下，分布在全球各地的办事处被大规模裁撤，美国办事处更是从40人压缩至3人，阿里巴巴的总部也从上海回迁杭州。关明生同时宣布，留下来的员工工资减半但股票期权加倍。经过这一轮的压缩裁员，阿里巴巴的月度运营费用从200万美元成功降低至50万美元。如此下来，阿里巴巴账上的1000万美元至少还能熬一年半以上。

“节流”之后，“开源”成为关明生2001年工作的重中之重。

当时的阿里巴巴不知道该如何向用户收费，在阿里人的概念里，一旦收费就预示着用户流失，而用户流失是互联网公司不能承受的风险。关明生强力主张推出向会员收费的“中国供应商”产品，他认为这种有助于卖家的产品被买家找到的服务，即使收取费用也能被会员接受。按照“谁拍板谁担责任”的逻辑，关明生还是不敢冒如此风险拍板实施，最终马云拍板定调。

为了促进“中国供应商”这项服务的销售，阿里巴巴决定通过人海战术进行地面的强势推广，为此马云与关明生对员工进行了一系列销售培训。

凭借一张三寸不烂之舌，马云鼓动人心的才能发挥得淋漓尽致，甚至于有人觉得马云太像搞传销的了。也正是从那个时候开始，外界觉得阿里巴巴不像是一家纯正的互联网公司，因为其营销文化浓于技术文化。

通过这种“节流与开源”双管齐下之策，阿里巴巴在熬过2001年这最艰难的一年后，竟然在2002年奇迹般地盈利了。正是在这样的背景之下，有这样一个极具传播力的段子广为流传，据说马云当时说：“2001年我们一定能做到盈利1块钱，而且只盈利1块钱。”在众人还在互联网的冬天里煎熬时，马云却说自己能盈利，这的确是个奇迹。

2003年，阿里巴巴更是借助“非典”的机遇（人们无法外出只能借助网络谈生意）强势崛起。阿里巴巴的内部统计数据显示，在“非典”最严重的2003年第一季度，网站的注册用户增长了50%，流量增长了30%。因而阿里巴巴全年实现盈利1个亿，比其他互联网企业更早走出冬天。

现在回过头来看阿里巴巴头两轮融资，马云与资本方之间有哪些得与失呢？

对于马云来说，融资可谓“福祸相倚”。

没有资本方的支持显然不行，但是融资太多也不是什么好事。如果不是头两轮密集融资获得巨额资金，马云也不可能在2000年进行如此疯狂的扩张。马云这种头脑发热的行为，毫无疑问是绝对错误的。但是如果马云少融一些钱的话，哪怕少融500万美元，或许马云就完全没有机会纠正他的错误并且熬过3年漫长的互联网冬天了。

在那个互联网的冬天，只有为数不多的企业成功“过冬”了，它们分为两类：一类是融资额有限，但在战略上并没有犯错，因而得以撑过去了；另一类是融资额足够多，即使犯了战略性错误也依然有足够的余钱来修正错误，因而也见到了曙光。

盛大陈天桥即属于前者，阿里巴巴马云则属于后者。

2000年马云所犯的战略性错误，给了他足够的教训，也促使这家企业格外早熟。

阻击eBay，淘宝网诞生

2002年年底，马云带着团队前往日本向孙正义“述职”，其间孙正义与马云有过一场密谈，而这场密谈直接导致了2003年淘宝网的诞生。

当时孙正义对马云说：你们研究过eBay吗？他们跟你们的平台实际是一样的。马云一时间有些摸不着头脑：eBay不是C2C吗，而我们是B2B，怎么会一样呢？当时孙正义仅仅是点到为止，没有多说。马云隐约觉得似乎有问题，于是与团队一头扎进去琢磨起eBay来。

不研究不知道，一研究吓一跳，eBay虽然只是个人卖家平台，但其产品的陈列同样适合企业卖家。也就是说，只要eBay愿意，它随时能攻入B2B领域，如果再来中国宣传一番，凭借其在全球的知名度与雄厚财力，阿里巴巴的注册用户（大部分以外贸企业为主）岂不全跑到eBay那里去了？

马云当时需要立刻思考一个问题：如果eBay大兵压境怎么办？“进攻就是最好的防守”，马云首先想到的就是，抢先攻入eBay的C2C地盘，以确保自己的B2B地盘不被eBay攻入。马云的想法得到了孙正义的支持，于是回国之后，马云着手秘密研发基于C2C的淘宝网。

2003年4月7日，阿里巴巴的七位骨干员工被马云秘密召见，“我现在派你们去做一个C2C的项目，这个项目目前还处于绝密状态，全公司的人都不知道阿里巴巴会进入到C2C领域。公司派你们去做这个项目，你们不能告诉任何人，包括女朋友、爸爸妈妈。否则，我只能开除你们”。随后这个小团队与公司签订了“保密”协议，并且重新回到湖畔花园马云的家里办公。

此后不久，马云从美国买回来一套C2C交易系统，这支秘密团队便在此基础上开始了淘宝交易平台的研发。2003年5月，淘宝网正式上线，马云随即对外宣布将投资1亿元打造C2C淘宝网，并且承诺三年之内向用户完全免费。

其实，当时阿里巴巴账户里并没有足够的资金去孵化淘宝网，马云之所以有底气宣布1亿元投资淘宝网，是因为在此之前就得到了软银孙正义的投资承诺。

2003年下半年，阿里巴巴正式获得软银、富达投资、寰慧投资和TDF合计8200万美元的投资，其中软银的6000万美元是单独注资给淘宝网的，软银因此成了淘宝网的大股东（如图1-3）。

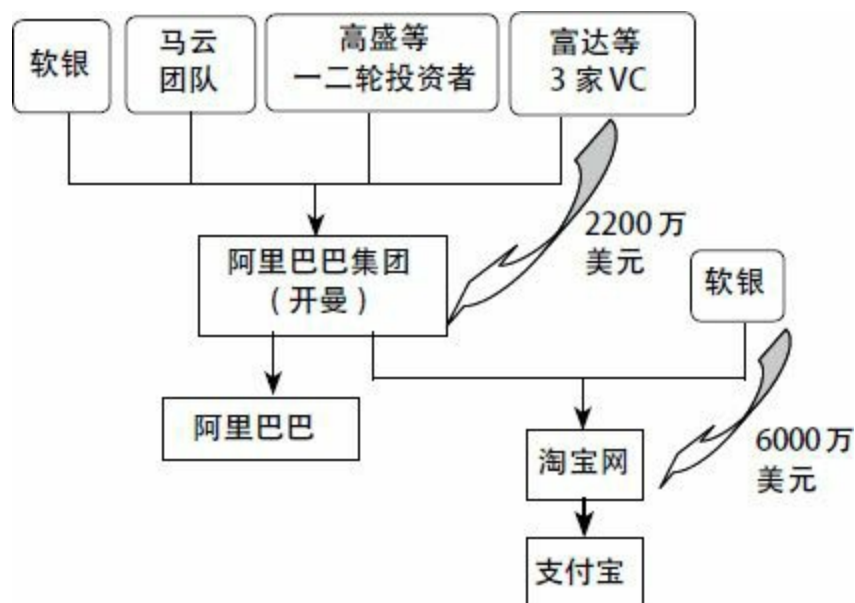


图1-3 阿里巴巴第三轮融资

注：此股权结构仅为示意图，股权比例不详。

其实，在淘宝网诞生之前，eBay已经通过收购易趣网进入中国，那时候易趣网在中国C2C的市场份额高达80%，几乎完全垄断了中国C2C市场。

淘宝网与eBay的正面对抗能有胜算吗？

就在马云宣布投资淘宝网1亿元人民币之后，eBay也随即宣布在中国市场投入1个亿，不过，是美元。按当时的汇率计算，eBay投入的资金量是淘宝网的8.3倍，显然其意图非常明了：通过强力的市场封锁，将淘宝网扼杀在摇篮之中。

当时，eBay以两倍于正常价格的代价，与各大门户网站签订广告合约，唯一的条件便是，对方不得接受淘宝网的广告投放。基于这种绝对的资金优势，eBay的CEO惠特曼甚至扬言：“淘宝网会在18个月内夭折。”

在门户网站广告投放被阻断的情况之下，淘宝网只能退而取其次，在一些站长控制的中小网站投放广告。一时间，国内的中小型垂直网站布满了淘宝网的广告。

双方的“烧钱大战”不仅在线上打得如火如荼，而且还将战火烧向了线下。淘宝网开始在公交站牌、地铁车厢、户外灯箱投放广告，eBay则挟持优势资金跟进，以图全面压制住淘宝网的市场推广。eBay甚至在马云办公室对面的大楼买断一块巨大的外墙广告，让马云抬头就要看到eBay的广告，而马云则买断了eBay中国办公楼附近地铁入口处的广告以示回击。

这种阵地战式的广告比拼，显然不是马云宣布的1个亿能应付得来的。2004年，马云被迫又给淘宝网追加了3.5亿元预算。

虽然eBay以明显的资金优势压制着淘宝网，并且在中国C2C领域的市场份额继续维持着第一的位置，但是淘宝网借助“免费”的策略，用户的增长速度明显要快于向用户收费的eBay，eBay的市场份额相对在下滑。

马云花巨资培育淘宝网的一个意外收获是，支付宝在不经意间迅速做大。

支付宝于2003年10月推出，最初只是淘宝网的一个部门，当时推出支付宝的目的在于，使原本互不信任的买卖双方，能够通过第三方的担保完成交易。支付宝的推出，极大解决了C2C买卖双方在付款环节的相互不信任问题，因而极大促进了网购市场的发展。另外，由于当时没有任何人想到要开发一个网络支付产品，导致支付宝在初期时没有任何竞争对手，从而迅速奠定其垄断地位。

2004年12月，支付宝从淘宝网剥离独立运行，支付宝不再仅仅服务于淘宝网用户，开始向其他B2C和C2C商户公司开放，马云的意图在于将支付宝打造成整个网购行业的支付工具。

支付宝可谓是马云天才般创造力的又一个杰作，借助支付宝，马云迈入了中国商业的纵深——金融领域，支付宝也成为日后整个阿里巴巴最具含金量的一块资产。

eBay逼宫，雅虎入局

进入2005年，淘宝网与eBay之间经过两年的“烧钱大战”仍不见胜负，双方难分难解的较量势必要继续进行下去，而软银两年前投给淘宝网的6000万美元已经接近耗尽，因而急需再获得输血。

所谓“屋漏偏逢连夜雨”，此时马云面临的烦恼远不止于此。

其一，在中国互联网界向来令人生畏的腾讯，居然裹挟着拍拍网杀将进来加入C2C战局，而且也跟淘宝网一样打着免费的旗号，这意味着淘宝网不得不同时面对两个强敌。

其二，这边淘宝网已经很缺资金了，那边阿里巴巴的前几轮风险投资人迟迟等不到阿里巴巴的上市，已经急不可耐地要求套现退出，毕竟他们自1999年起持有阿里巴巴股权已经有四五年时间了，马云不得不想办法为前几轮投资人找到股权接盘者。

其三，eBay正在打着新算盘，所谓“杀敌一千，自损八百”，它不愿意再与淘宝网继续恶战下去，因而向孙正义抛出橄榄枝，谋求收购淘宝网进而实现在中国C2C市场一统江山。而且eBay开出的价钱是令人难以拒绝的10亿美元，孙正义对这个价码动了心。

面对这接踵而来的难题，特别是eBay明确提出收购的逼宫，令马云彻夜难眠。马云不知道孙正义面对eBay的收购邀约最终会做出什么决定，但他深知孙正义的本性，只要利益足够，一切都可以商谈。因而他很难阻止孙正义将股份卖给eBay。

如果eBay真的实现对淘宝网甚至阿里巴巴的收购，那对马云来说绝对是个灾难。因为以eBay首席执行官惠特曼的强势性格，决不可能让马云随心所欲地掌控企业，双方之间的控制权之争将不可避免。马云的这种担心不是没有缘由的，因为eBay收购了中国的易趣网以后，易趣网创始人邵亦波就逐渐失去了对企业的话语权。

因此，对企业控制权异常在意的马云，必然强烈抵制eBay的收购动议。这次孙正义似乎并不愿迁就马云，因为他自己也有套现的需求，况且eBay给出的还是一个不错的价格。于是两人最后只能相互妥协，找一个eBay之外的接盘者，既能够满足孙正义及其他前几轮投资人的套现需求，又能保留马云对企业的控制权，而且还能额外再向马云投资以解决淘宝网后续发展资金的问题。

能符合以上条件的接盘者，似乎只有类似于eBay那样的互联网跨国巨头，于是在孙正义的撮合之下，雅虎得以入局阿里巴巴。

那么，雅虎又为什么愿意做这笔买卖呢？

雅虎在2003年以1.2亿美元的代价收购了周鸿祎的网络实名搜索插件3721公司之后，雅虎中国与3721合并，并且由周鸿祎出任雅虎中国区总裁。

但是雅虎中国与3721合并之后，周鸿祎与杨致远之间却发生了严重的战略分歧。杨致远主张雅虎中国继续门户网站路线，以维护其全球门户形象；而周鸿祎则执意继续3721时代的搜索路线，试图借助雅虎的搜索技术与百度一决高下。在这种战略摇摆不定的情况之下，雅虎中国变成了一个“四不像”，不仅门户方面越来越被三大门户网站边缘化，搜索方面也被百度甩得越来越远。

也正因如此，杨致远与周鸿祎最终交恶，一拍两散。雅虎自1998年进入中国市场以后，尝试了各种方法都未能令雅虎中国的经营有所起色，杨致远也在琢磨着，或者干脆将雅虎中国完全托付给一家本土公司，就像雅虎日本完全托付给软银来经营一样，自己仅仅做财务投资人的角色，只分享收益不干涉经营。

雅虎中国托付给谁呢？或许马云会是个合适的人选，况且还有孙正义从中撮合与游说。

2005年8月，阿里巴巴与雅虎结成战略同盟，后者以10亿美元现金外加雅虎中国的所有资产，换取阿里巴巴40%的股权。

其实，雅虎与阿里巴巴的这场交易，其复杂程度在中国互联网界堪称“前无古人，后无来者”。这场交易的全貌实际由四笔交易组合而成，如图1-4所示：

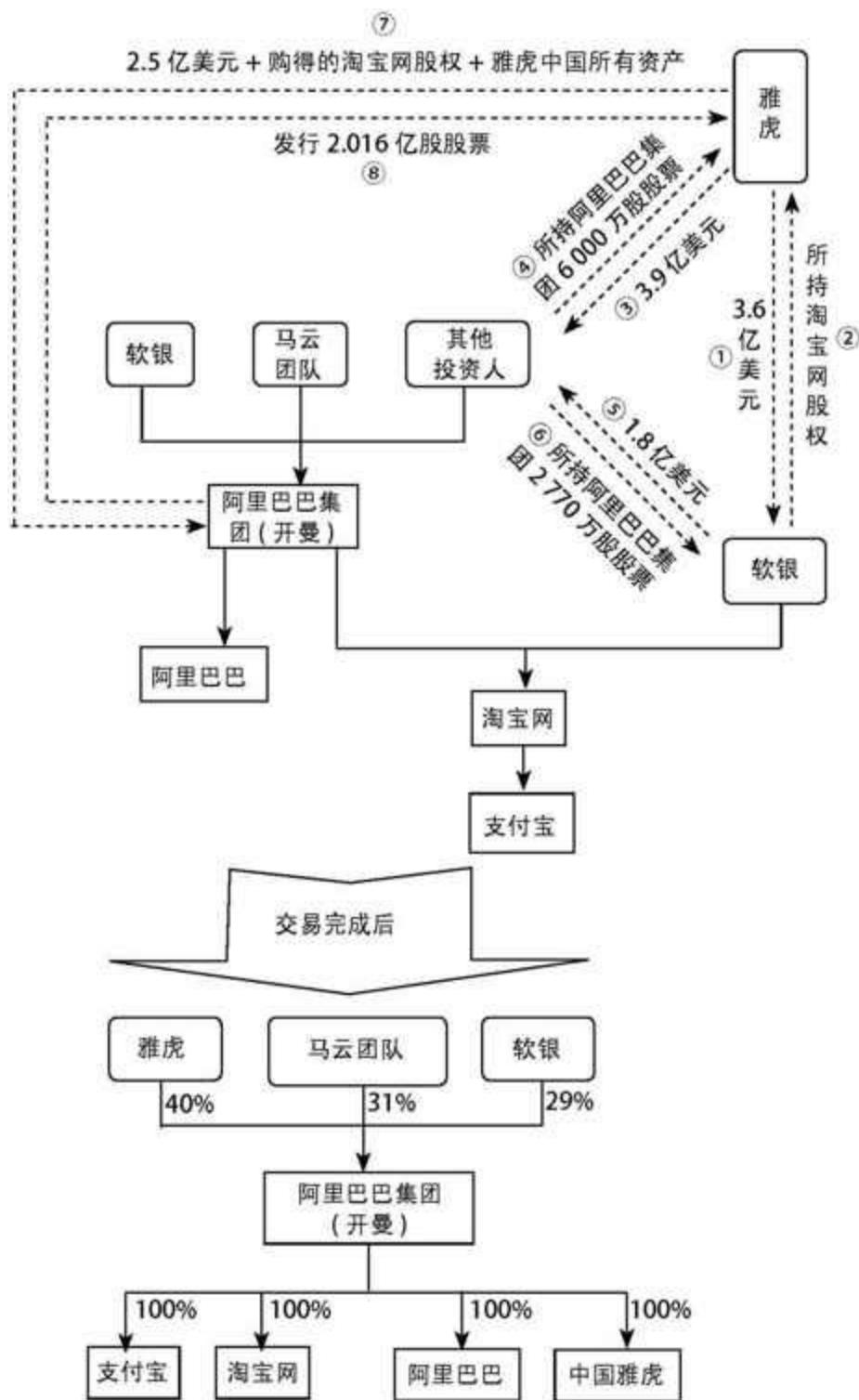


图1-4 雅虎对阿里巴巴的10亿美元战略投资

注：此交易结构仅为示意图，与实际未必完全吻合。

交易一：雅虎以3.6亿美元的代价，收购软银所持有的全部淘宝网股权。

交易二：软银从套现淘宝网股权所得的3.6亿美元中，拿出一半用于接手阿里巴巴前三轮投资人所转让的2770万股阿里巴巴股票。

交易三：雅虎以3.9亿美元的代价，收购阿里巴巴前三轮投资人（除软银外）所持有的剩余6000万股阿里巴巴股票。

交易四：雅虎以“2.5亿美元现金+从软银手上购得的淘宝网股权+雅虎中国的全部资产”，换取阿里巴巴集团向雅虎增发2.016亿股股票。

这四笔交易完成之后，阿里巴巴集团形成了三足鼎立的股东结构，雅虎持股40%，马云团队持股31%，软银持股29%。这意味着，其一，阿里巴巴除软银之外的前三轮投资人彻底套现退出（他们当初投入的总成本是3200万美元，退出时获得5.7亿美元，17.8倍回报）；其二，软银也获得部分套现（软银此前给阿里巴巴与淘宝网总投入是8000万美元，如今不仅获得1.8亿美元套现，而且还继续持有阿里巴巴集团29%的股权）；其三，阿里巴巴集团拿到了雅虎投入的2.5亿美元现金，同时淘宝网、支付宝网、雅虎中国相应地成为阿里巴巴集团的全资子公司。

雅虎的入股，使得马云的难题基本上得到了解决。不仅化解了eBay的收购逼宫，而且淘宝网的后续发展资金有了着落，顺带着也解决了前几轮投资人套现退出的问题，孙正义也实现了部分套现。甚至，这场收购还让马云得到两个意外的“副产品”——雅虎的搜索技术及全球品牌带来的影响力。

当然，马云也要开始面对其最大的隐患：自己的大股东地位不保，雅虎成了阿里巴巴集团的第一大股东，马云有可能丧失对企业的控制权。

据说在雅虎入股之前，马云为了确认杨致远是否有意控制阿里巴巴集团并插手经营事务，曾在美国著名的圆石滩高尔夫球场与杨致远有过一场私人会晤。在此次会晤中，马云反复试探杨致远的真实想法。马云得到的反馈信息很大程度上打消了自己的疑虑，这才最终将意向确定下来。

不仅如此，马云还通过交易合同中的具体条款来强化自己对企业的控制权：

第一，虽然雅虎持有阿里巴巴40%的股权，但只拥有35%的投票权，多余部分投票权归马云团队所有，此条款有效期至2010年10月。

第二，阿里巴巴董事会的四个席位中，马云团队拥有其中的两席，作为大股东的雅虎反而只有一席，软银也只是一席，到2010年10月，雅虎才有权获得与马云团队数量相等的董事会席位。

第三，在2010年10月之前，在任何情况下，董事会不得解除马云的阿里巴巴CEO职务。

与马云相熟的UT斯达康创始人吴鹰的说法也佐证了马云的忧虑：“这么多钱进来，因为要稀释股份嘛，马云也比较重视他的控制权。所以他就说：你虽然占了40%的股份，但是只有35%的投票权；阿里巴巴管理层的投票权是比资金的比例加了5%。还有就是他们不能随便把马云解雇，当然这这也是一个双向的约束。”

阿里巴巴获得新的资金补给之后，马云立刻宣布再向淘宝网投入10亿元人民币，继续免费三年。四年后，淘宝网在与eBay的较量中大获全胜，eBay败走中国。

如果说在2005年、2006年，外界对阿里巴巴的规模、影响力还只有一个相对模糊的概念，2007年11月6日，阿里巴巴B2B公司的香港上市，则给了外界强烈的冲击。

阿里巴巴B2B公司的IPO在当时创造了两个纪录：一是自2004年Google以后全球最大的高科技公司IPO募资额——16.9亿美元（2004年Google的IPO募资额为16.66亿美元）；二是中国市值最高的互联网企业——248亿美元，相当于中国三大门户外加盛大与携程的市值之和。即使马云也对如此高的市值喜形于色，阿里巴巴B2B公司上市那天，他当时特意打电话给吴鹰：“哎呀，吴鹰呐，24.8个billion（十亿）呐。”

阿里巴巴B2B公司上市以后，外界开始惊呼：单一个B2B公司市值就已经轻松超过200亿美元，如果淘宝网与支付宝再分别上市，整个阿里巴巴的市值将会是一个什么概念？恐怕超过五六百亿美元也只是一个保守的估计。按此计算，2005年雅虎以10亿美元拿到阿里巴巴集团40%的股

权，那时估值不过是25亿美元，现在却已经是五六百亿美元，短短两年增值超过20倍。

在阿里巴巴集团强势崛起的同时，雅虎却在美国互联网竞争中逐渐败下阵来，以至于日后雅虎日薄西山之时，阿里巴巴集团的股权成了其最具含金量的一块资产。

“雅巴”冲突，支付宝单飞

在杨致远主政雅虎期间，他确实践行了自己的承诺，基本没有干预阿里巴巴的运营，而且在公开场合他与孙正义从来都是赞扬与支持马云的。这在很大程度上减轻了马云因股份稀释而对阿里巴巴控制权产生的担忧。

2008年，微软公开出价，险些收购了雅虎，着实令马云惊出一身冷汗。如果微软实现了对雅虎的收购，雅虎所持有的阿里巴巴股权则可能发生很大的变数，阿里巴巴董事会也可能因此而改组。

2009年1月，由于雅虎的业绩远未达到华尔街的期望，杨致远被迫辞去雅虎CEO一职，由卡罗尔·巴茨（Carol Bartz）接任。自此，虽然杨致远依然留在雅虎董事会，并且依然是雅虎派驻在阿里巴巴董事会的代表，但是阿里巴巴与雅虎之间的蜜月期已经结束，马云与雅虎之间的矛盾也日益公开化。

关于马云与巴茨的交恶，传得最多的一个段子是：巴茨上任之初，马云携管理层前往美国拜访，巴茨当面指责马云没有把雅虎中国做好，损害了雅虎的品牌声誉。

想想也是，阿里巴巴B2B、淘宝网和支付宝是马云的亲儿子，雅虎中国只是马云收养的干儿子，马云的主要精力当然是花在自己的亲儿子身上，他要的只是雅虎的资金、搜索技术以及品牌影响力，怎么可能花大力气去打理雅虎中国的具体业务呢？

况且，与马云、杨致远同是华人相比，马云与巴茨之间总隔着那么一层文化背景障碍，也就不易于有顺畅而深入的沟通了。

随着马云与雅虎关系的恶化，马云公开表达希望回购雅虎所持阿里巴巴股权的愿望。2010年5月，在香港召开的阿里巴巴B2B公司的股东大会

上，阿里巴巴CFO蔡崇信就表示，只要雅虎愿意，阿里巴巴愿意回购其所持有的阿里巴巴集团全部股份。

甚至双方还真就股权回购一事坐下来谈判过，据说马云方面为了表达其诚意，还特意设计了一套有利雅虎避税的方案，但雅虎却反过来提出阿里巴巴无法接受的条件，最终双方不欢而散。其间，各种大型PE游说马云联手反收购雅虎的传闻更是不绝于耳。

随着2010年10月的到来，马云此前在雅虎入股阿里巴巴集团时，所设置的包括投票权、董事会席位、CEO的任免等一系列有利于马云的控制条款都统统失效。其中最为关键的是，雅虎将有权增派一位代表进入阿里巴巴董事会，而且很可能就是雅虎CEO巴茨本人，以取得与马云管理层相等的董事会席位。

如果雅虎真的行使自己的权利，马云管理层在阿里巴巴董事会中，只拥有五席中的两席，投票权雅虎单家拥有40%，而马云只拥有31%。因而，无论是从股权、董事会席位还是投票权来看，马云皆处于绝对劣势，这对马云来说决不是什么好消息。

所幸的是，可能预料到增派董事成员会引发马云的不合作，以及马云在阿里巴巴不可替代的精神领袖地位，巴茨并未依据条款行使权利，而是温和地表示支持马云及其团队。

而马云在2011年年初接受媒体采访时，也的确做过强硬表态，“外界说2010年10月份（雅虎会行动），现在都1月份了也未见动静。（美国雅虎）即使派十个董事进来，不还是按照正确的事情做？你不派董事进来，我也会听你有没有道理，如果没有道理，一万个董事都没用”。

出乎外界意料的是，2011年5月——2011年6月雅虎与马云管理层之间爆发了最为严重的冲突。

2011年5月10日，雅虎发布了一纸令整个华尔街哗然的公告：马云将支付宝从阿里巴巴集团转移到了马云与谢世煌（阿里巴巴创始人之一）二人设立的“浙江阿里巴巴电子商务公司”（马云占股80%、谢世煌占股20%），而作为阿里巴巴大股东的雅虎，对于马云转移支付宝的行为毫不知情。消息爆出，雅虎股价应声下跌7.3%。

雅虎公告的言外之意是，马云转移支付宝并未获得阿里巴巴董事会的授

权许可，因为代表雅虎的董事会成员杨致远对此事并不知情。这在华尔街看来，是严重违背公司治理规则的。

2011年5月13日，雅虎再次向《华尔街日报》等美国主流媒体发布消息，称支付宝的总转让价格为3.3亿元人民币，其中2009年6月转移70%的股权，2010年8月转移了剩余的30%股权（如图1-5）。

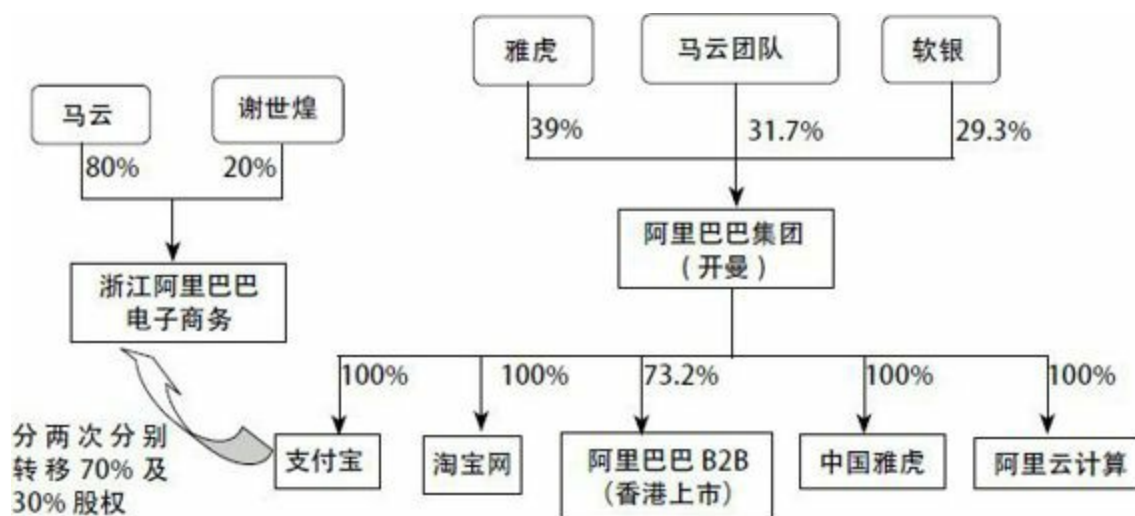


图1-5 雅虎指责马云“私吞”支付宝

注：此股权结构仅为示意图。

此消息一出，美国舆论几乎是一边倒地抨击马云“窃取”支付宝。众所周知，支付宝在中国第三方支付市场占据着50%的市场份额，据业内的保守估值也值数十亿美元，现在却被马云以3.3亿元人民币的价格纳入私人囊中，几乎无异于是“偷”了。

关于此次支付宝的转移，有个关系密切的背景：2010年6月，中国人民银行出台了《非金融企业支付服务管理办法》，规定从事第三方支付的企业必须向央行申请许可证，且申请者必须是“境内依法设立的有限责任公司或股份有限公司”，而对于有外资成分企业的牌照申请则“由中国人民银行另行规定，报国务院批准”。央行政策的言外之意是，申请牌照者最好是内资企业，外资企业要按“另行规定”报批，而这个“另行规定”当时并未出台。

阿里巴巴集团一直由外资控股，且雅虎是第一大股东。而两年来马云又与雅虎屡曝分歧，马云一直在谋求从雅虎手中回购股权，以重新获得控股权以及对企业的绝对控制权。

于是，“支付宝事件”很自然地被外界解读成了“马云借助央行禁止外资的政策机会，以极低的价格私自将支付宝转移到自己私人腰包，进而增强自己与雅虎谈判股权回购的筹码”。

面对雅虎及美国媒体的发难，2011年5月14日，马云在香港召开的阿里巴巴B2B公司股东大会上回应称，转移支付宝“100%合法透明”，并且雅虎一直都是知晓的。而在6月2日，前往美国参加第九届数字大会期间，马云又首度承认支付宝的转移由管理层单方面实施，但强调这是在告知股东后股东不置可否的情况下进行的。

在舆论上，雅虎已经先发制人置马云于不利局面，而马云这种前后矛盾的回应，无疑强化了外界对他的质疑。6月12日，知名传媒人胡舒立的《马云为什么错了》一文，直指马云违背契约精神，将外界对马云的质疑推向了高潮。这一次，一直声誉良好的马云，遭遇了创业以来最为严峻的道德质疑。

其间，巨人网络董事长史玉柱发了一条力挺马云的微博：

恭喜支付宝回归中国。阿里巴巴集团年流水达2万亿元后，集团控股权如果仍在美国人和日本人手里，就涉及中国国家安全问题了。现在就该逼美国雅虎和日本软银向中国政府和企业卖部分股权，如果不卖，就该流氓点，所有新增业务不再放入雅虎和软银控股的集团公司，建议马云做个“爱国流氓”。

然而，史玉柱这条微博不但未能解救马云，反倒起了“火上浇油”的作用。鉴于史玉柱与马云良好的私人关系，他被外界视作知晓内情的人。而史玉柱的这番言论，显然是拿“爱国论”做了违背契约的挡箭牌。如此看来，马云违背股东契约似乎是铁板钉钉的事情了。

面对如潮水般涌来的质疑声浪，马云无法再淡定下去。

6月13日马云从美国回来之后，立刻决定第二天召开媒体沟通会，将事情的原委彻底公布。当着近百家媒体的面，在持续近三个小时的时间里，马云将事件的背景以及与雅虎、软银之间的交锋做了完整的陈述及

问答。

马云在媒体沟通会上最终明确了以下几个关键点：

其一，从央行决定要监管第三方支付业开始，此后的数年时间里，由于政策走向不明朗，阿里巴巴集团每次召开董事会都必定要讨论支付宝如何获取牌照的问题。并且在2009年7月24日，阿里巴巴集团董事会即授权给管理层，将支付宝股权变更成内资持股，以便取得支付牌照。这一点有当日的董事会纪要为证，所以支付宝股权转让绝非雅虎宣称的“不知情”。

其二，支付宝股权转让至纯内资的“浙江阿里巴巴电子商务公司”的同时，后者仍由阿里巴巴集团进行协议控制（如图1-6），这样支付宝就形成了“表面内资持有、实际外资控股”的结构（关于“协议控制”结构，详见本章文末附文《“VIE”科普》）。因此，转移股权所发生的3.3亿元交易，仅仅是“协议控制”架构安排下的一个环节，而不是雅虎误导外界所理解的“马云私下购买支付宝的对价”。

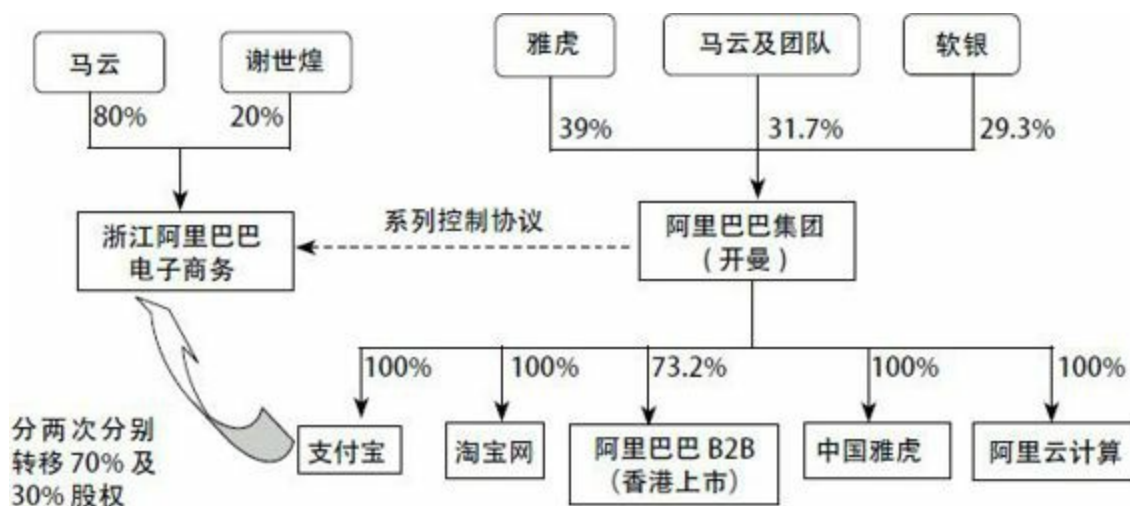


图1-6 马云解释支付宝变身为“协议控制”

注：此股权结构仅为示意图。

其三，2011年第一季度，央行在发放第三方支付牌照的前夕，向所有申请者发函询问是否有外资控股参股（包括协议控股），若有，必须申

报；若没有，则需做书面声明并加盖公章。

其四，马云曾在董事会上提出终止协议控制结构，因为他对政策理解是，央行不允许协议控制。而孙正义（软银方面代表）与杨致远（雅虎方面代表）不同意，认为协议控制可行。马云说道：“我们（为支付宝的事情）争争吵吵，原则上我必须坚持按照国家法规办事，他们（雅虎、软银）认为中国所有的法规都是可以绕开的，没有什么绕不开的。”

其五，考虑到政策风险，马云在申报的前夜，单方面终止了协议控制，以100%内资的方式申请支付牌照，从此浙江阿里巴巴电子商务公司与阿里巴巴集团没有了任何控制关系。而且在终止协议控制的第二天，马云召开董事会告知雅虎及软银两大股东，并提出谈判解决补偿问题。

至此，马云与雅虎、软银两方的核心分歧浮出水面：雅虎与软银希望以“协议控制”的方式绕过监管获取牌照；而马云认为“协议控制”模式获取牌照是违规的，特别是第三方支付业属特殊的金融行业。

对于此次支付宝事件，马云最终的结论是：“不完美但唯一正确”。他所说的“不完美”指的是，单方面取消协议控制有违约之嫌；他所说的“唯一正确”指的是，100%遵守了国家法律。

三方博弈，结局跌宕

对于雅虎与马云之间的此番肉搏，著名天使投资人薛蛮子在微博中做了一番颇具调侃的分析：

遥想当年孙正义识拔马云于草根之中，给钱、给支持、给态度，是名副其实的伯乐。在孙的斡旋下，雅虎出了10亿美元加上雅虎中国全部资产前所未有地放弃控股，只占阿里小股东身份。马云和管理团队在互联网的冬天里得到大发展。

马云不负孙之大信与期望，淘宝完败易趣，支付宝横空出世一统江湖，最具挑战的阿里巴巴B2B也被马兄在香港上市。马之战绩应超过孙先生和雅虎的预期了。阿里数年内羽毛丰满，卓然中国电商一座大山，而雅虎经过谷歌、Facebook 挑战，其地位一落千丈。当年小弟弟长成大爷，而雅虎这当年全球互联网第一品牌变成小三。

事到如今，双方形势改变。阿里的股份是雅虎最有价值的部分，所以视如拱璧。而马云和管理层在阿里其他部门上市或者整体上市前，恐怕身不由己地希望自身的价值最大化。支付宝第三方支付平台执照发放就成了双方博弈的焦点。

马云意在从雅虎手中回购阿里巴巴集团股权，以重获控股权，并彻底掌握阿里巴巴集团的战略方向控制权；而对于日薄西山的雅虎来说，阿里巴巴集团的股权成了雅虎含金量最大的一块资产，决不可能轻易脱手。

原本马云想回购股权，如果雅虎死活不卖或者开出高得离谱的价钱，马云也没辙。然而因为支付宝牌照的发放，央行支付牌照政策的模糊性，使得双方的博弈产生了变数。

站在雅虎的角度，自然是希望支付宝继续留在阿里巴巴集团体内，一来可以支撑雅虎日益缩水的股价，二来也有利于马云回购阿里巴巴集团股权时有一个好的价钱。而站在马云的角度，自然会倾向于将支付宝剥离出去，一来可以完全自主控制一块资产，二来也能为回购阿里巴巴集团的股权增加筹码。

最终，马云以“协议控制非法”为由，终止了控制协议，彻底实现了支付宝脱离阿里巴巴集团。双方博弈到这个程度，雅虎似乎也只能默认这个局面，剩下的就是双方谈判如何补偿雅虎的问题了。现在生米已经做成熟饭，形势显然有利于马云，该补偿多少给雅虎变成马云说了算，况且马云还有可能将支付宝的补偿问题与阿里巴巴集团的股权回购问题捆绑起来谈。

那么，雅虎怎样才能扭转自己的不利局面呢？

如前文所述，雅虎抢先发起了舆论战。但是雅虎不能说“我要马云按照协议控制模式绕开中国法律他不干”，这样将陷自身于极其被动之中，因而只能通过强调“马云违背契约精神”来回避“协议控制非法”的实情。

派代网电子商务分析师李成东分析认为：“雅虎的策略是，以‘马云违背契约精神’的说法来激怒华尔街及美国媒体，给人造成‘马云偷了雅虎资产’的感觉，进而通过华尔街及美国媒体向美国政府施压，再由美国政府向中国政府提出交涉，这样中美两家公司之间的事情，就上升到了两国政府之间的事情（2011年5月举办的中美战略对话，美方提及‘支付宝事件’），以此来向马云施加压力。”

总之，雅虎通过刺激华尔街、鼓动媒体、施压美国政府，在不同层面强化自己的筹码，以便在与马云谈判时占据有利地位。

对于单方面终止VIE的行为，是否夹带了“增加与雅虎谈判股权回购的筹码”的私人目的，马云始终予以否认。当然，他内心是如何想的，只有他自己清楚。

上海泛洋律师事务所合伙人刘春泉分析：“要说马云没有一点利用央行要求内资控股的私心而实现排斥雅虎和孙正义，那是很难让人相信的。但只要马云所说央行不接受协议控制的说法属实，那就是在商言商，合理利用对自己有利的规则，不必上升到丧失诚信的高度。”他的观点代表了大多数人对支付宝事件的看法。

2011年7月29日，阿里巴巴集团与雅虎及软银就支付宝单飞达成补偿协议，支付宝公司每年向阿里巴巴集团支付知识产权许可费与技术服务费，金额为当年税前净利的49.9%，该项费用的支付直到支付宝上市时终止；三方还同时约定，支付宝上市之时，支付宝的控股股东（即马云）必须支付IPO总市值的37.5%（20亿~60亿美元）给阿里巴巴集团。

至此，“支付宝事件”画上了一个句号。

马云最终成功将支付宝脱离了阿里巴巴集团，这意味着支付宝这个阿里巴巴集团最具价值的资产，最终脱离了雅虎及软银的股东控制。但是，除支付宝之外的阿里巴巴集团的股东格局依然如故，这意味着阿里巴巴集团的未来仍然充满变数。

现在回过头去审视2005年的那场雅虎入股交易，如果不是那场交易，马云决不可能失去第一大股东地位，更不可能有控制权旁落的风险。但是历史没有假设，在当时的情形之下，也没有太多可供马云选择的余地，假如阿里巴巴集团股权落入eBay之手，情况只会比现在更糟。

而对于孙正义，虽然他一直以马云的“伯乐”与“坚定支持者”的形象出现，但在利益问题上，同样与马云屡爆冲突。当年eBay提出收购淘宝网时，孙正义面对高价诱惑即动心了，此其一。其二，孙正义反对给员工期权，而马云坚持共享企业的收益，“你看阿里巴巴从成立到今天为止，我的股份就越来越少，基本上就是把自己稀释出去了。他到今天为止，从第一天30%到今天，30%已经过了，一点都没有稀释，你看看他

给不给员工东西”。所以马云给孙正义的画像是，“第一是谈判天下第一，第二是铁公鸡天下第一”。一旦双方产生利益分歧，孙正义只会顾及软银利益，而不可能考虑阿里巴巴的整体利益。

站在企业的角度来说，阿里巴巴、雅虎、软银都是三家独立的企业，每家企业都会谋求自身利益最大化，企业的某些决策符合企业整体利益但未必符合所有股东的利益，那么当阿里巴巴的利益与雅虎、软银作为股东的利益不一致时，雅虎与软银在阿里巴巴董事会上投反对票就是自然而然的了。

虽说过去几年中屡次曝出消息，马云正在联合国际PE与雅虎协商回购其所持阿里巴巴集团股权，甚至在2012年2月之时曾“无限接近双方交易成功”。据说双方达成一项协议，阿里巴巴协助雅虎制定出了一整套税务筹划方案，使得雅虎在出售阿里巴巴集团股权时能够规避巨额的所得税支出，但双方还是在签字前夕宣布谈判破裂。

2012年5月20日，阿里巴巴集团终于与雅虎达成股权回购协议。阿里巴巴集团将支付63亿美元现金和不超过8亿美元的新增阿里巴巴集团优先股，回购雅虎所持有的阿里巴巴20%股权，占雅虎所持阿里巴巴股权的一半。

知名互联网评论家方兴东评论道：“阿里雅虎双方各退半步，不是智慧解决方案：马云肯定希望现在全部回购代价最低，雅虎肯定希望整体上市后退利益最大化。现在雅虎先让出一半，另一半等马云推动尽快上市后退，各让半步，各得其所！从此马云可以高枕无忧，雅虎危机重重时间也耗不起。Facebook之后人类最大的互联网上市，就静待马云了！”

马云是阿里巴巴的图腾与精神导师，他在阿里巴巴的地位无人能替代，他对企业的掌控力甚至不需要靠股权来支撑，这或许是阿里巴巴始终没有被资本方左右的原因之一。但是，只要阿里巴巴的股权继续这种三足鼎立的格局，马云心里的控制权隐忧就始终无法解除，这也是马云急于回购雅虎所持股权的关键所在。

评论

桃园三结义之劫

张立峰（莲山合伙投资总监）

2005年夏天，雅虎、阿里巴巴及孙正义三方达成协议，雅虎出资10亿美元投资阿里巴巴，占40%股份和35%投票权。五年以后，这边互联网新贵族阿里巴巴已然长成、玉树临风，那边互联网老贵族雅虎虎落平阳、险被宰割，在这一起一落之间，马云也就跟着辗转难眠了。一个当初看似各方皆大欢喜的合作，几年后却令马云追悔不已。这次投资事件，多年后竟然险些演变到让他失去控制大权的地步。

从投票权和股权的不一致，能看出双方的角力和妥协，能看出马云对控制权非常地在意。马云也在多个场合讲过“投资人只是娘舅”这样的话，看来马云对控制大权这样的事情，是不愿意让外戚来插手的。

令事情变得复杂的原因，是雅虎在协议里的一系列追加条款：在五年后追加一名董事；追加投票权到40%；可以更换阿里CEO。五年后，雅虎自顾不暇，已经成了插标待售之物，马云盟友杨致远被踢出局。最要命的是随着2010年到来，之前约定的条款将要生效，控股权旁落成了马云的心头大患。

如果马云当初让雅虎少投点资，马云少让出点股份，是不是就不会到这种地步了？历史没有假设，只能说这世界变化莫测，如果当初eBay有更好的开价诱惑孙正义，那么当时马云接受雅虎的条件几乎是“唯一正确但不完美”的选择。难怪传言马云说过“孙正义投资了几百家企业，成事的就我们这样的三五个……”这种到底谁是谁的恩人的话。商业的投资当然是你情我愿、互相成全，但是可以看得出，马云对孙正义这种认钱更亲、不那么够意思的做法有点意见。

不知道当初阿里巴巴是不是也附带了“雅虎被收购或者其他控制权的变化，阿里巴巴有权利回购自己的股权”的条款，就算是有这样的条款，也得等到雅虎被收购才有机会触发，而在此之前，说不定马云CEO的位置已经不保，所以马云着急是必然的。

关于支付宝，坊间曾传闻阿里巴巴想收购一家银行，然后让支付宝洗脚上岸，不用在水里天天扑腾，可能是传统银行对支付宝怪兽上岸的恐惧，不让支付宝这个草根出身的同行有洗白的机会。坊间也曾传出过，

马云将支付宝拱手让给某家大银行，然后该行出钱给阿里巴巴赎身，把在雅虎手里的股票给买回来。但是后来的发展却是，马云借央行发放第三方支付牌照的机会，把支付宝从阿里巴巴这样一个协议控制的结构中抠出来，变成一个百分之百由马云控制的纯内资公司。

“支付宝事件”引得舆论一片哗然，直指马云不诚信，将集团的共有财产转移到自己私人名下。财新传媒的当家胡舒立对马云的质疑，又将马云推到了风口浪尖，彪悍如马云也不得不对质疑进行解释。而对协议控制结构的解释，又让所有外资风险投资机构对马云咬牙切齿，因为马云一句话，差点把他们的饭碗全给砸了。一时间马云是焦头烂额。

实际上，VIE结构是绕开中国现存法律的一个权宜之计，详细追究的话，它是不符合中国法律的。马云也是借此为由，斩断了支付宝公司和阿里巴巴的协议控制，并以内资的身份来申请并获得第三方支付牌照。

马云的谨慎是有道理的，在这之前马云就说过，只要国家有需要，可以随时将支付宝贡献给国家。这话不知道是不是对雅虎等股东的吓唬，但是显然马云不能接受支付宝成为没户口的黑户，哪怕仅仅是一天。这样的风险他是不愿意承受的，那么先内资拿牌照，再对原股东进行补偿就成了唯一的解决办法。

“支付宝事件”只是马云对抗雅虎、争取安全稳定控制权诸多战役里面的一战。2012年5月20日，马云终于与雅虎达成股权回购协议。

马云在下一盘很大的棋。

附文

“VIE”科普

VIE的全称为Variable Interest Entities（可变利益实体），因其由一系列控制协议构成而被俗称为“协议控制”。由于国内某些产业是禁止外资进入的，国内一些民营企业为了解决资金问题，就通过VIE模式绕开法律监管，进而获得境外资本的投资。

VIE模式的通常做法是（如图1-7所示）：

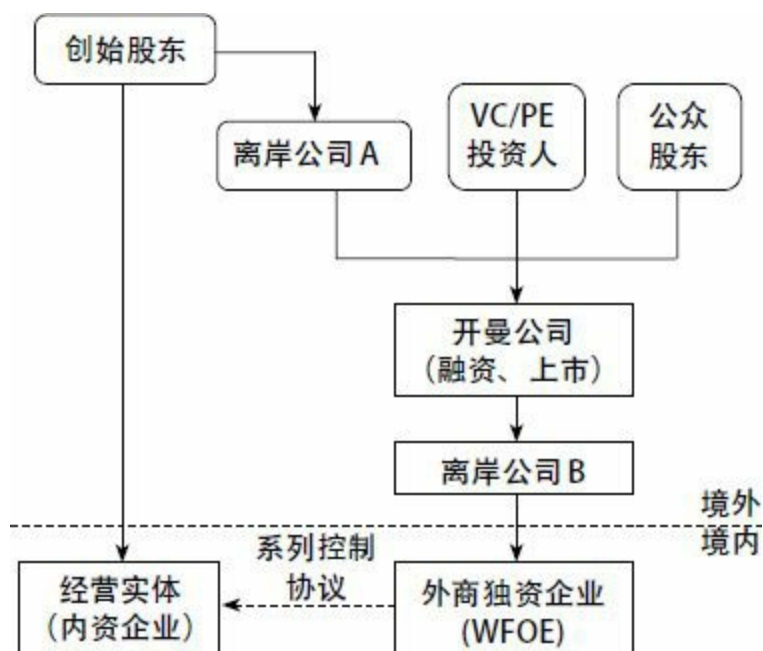


图1-7 VIE控制结构原理

一、企业的创始股东在境外设立一个离岸公司A，比如在维京群岛或是开曼群岛。

二、这个A公司与外资VC/PE及其他的股东，再共同成立一个开曼公司，作为上市的主体。

三、上市公司的主体再在维京群岛或者是香港全资设立离岸公司B。

四、离岸公司B再以外商投资的身份，在国内全资设立一个外商独资企业。

五、该外商独资企业与国内运营业务的实体签订一系列协议，以达到完全控制国内实体企业的目的。这一系列协议主要包括：

贷款协议：即外商独资企业贷款给内资经营实体的股东，股东将资金注入企业发展业务。

股权质押协议：内资企业的股东将其持有的实体企业的股权完全质押给外商独资企业。

独家顾问服务协议：通过该协议实现利润转移，协议规定由外商独资企业向经营实体企业提供排他性的知识产权及技术顾问服务，而实体公司

向外商独资企业支付的费用额为全年的净利润。

资产运营控制协议：通过该协议，由外商独资企业实质控制经营实体的资产和运营。

认股权协议：即当法律政策允许外资进入实体公司所在的领域时，外商独资企业可提出收购实体公司的股权，成为法定的控股股东。

投票权协议：通过该协议，外商独资企业可实际控制经营实体董事会的决策或直接向董事会派送成员。

通过这一系列的控制协议，内资经营实体实质上已经等同于外商独资企业的全资子公司了，所以说这个经营实体称得上是“假内资、真外资”企业了。

第2章 雷士照明：股权连环局

谁也不曾想到，雷士照明的创始人吴长江，会这样毫无征兆地从自己一手创办的企业出局，又曲折地实现了回归。

曾经，他借助资本的力量，完美地解决了创业股东之间的纠纷，而今，他却陷入了又一场资本“局中局”。

此案例留给创业者的最大启示是，“不要轻易将主动权交给投资人，在创业的过程中没有人会乐善好施”（李彦宏语）。

2012年7月，炎炎夏日，中国商界上演了一部如火如荼的“年度商业实战大片”——雷士照明创始人吴长江，与雷士最大的投资人赛富阎焱，两位强势人物之间围绕着企业控制权的战争，猛烈爆发并一发不可收拾。

赛富阎焱通过董事会程序迫使吴长江离开企业，而吴长江为了重返企业，则祭出了联合经销商、供应商、员工的“统一战线”反攻大旗……

事情的导火索源自2012年5月25日雷士照明发布的一则公告：吴长江“因个人原因”辞去公司的董事长、执行董事、CEO，以及下属所有企业的一切职务。此条犹如晴天霹雳的消息一出，不亚于一颗重磅炸弹砸向资本市场，投资者还没反应过来究竟是怎么回事，伴随而来的便是雷士股价即刻暴跌超过三成。

接替吴长江出任董事长的是来自于软银赛富基金——雷士第一大股东——的阎焱；而出任CEO的，则是来自于法国施耐德——雷士第三大股东——的张开鹏。

从这种人事调整来看，似乎是非常典型的两大投资人股东联合向创始人股东发难。

虽然，相关当事人在第一时间均发布微博进行澄清，坚称股东之间没有任何矛盾分歧：阎焱在其微博表示“按上市规则要求，董事会早就安排把董事长和CEO职务分开，吴总本人非常支持”；吴长江也在其微博表示“由于我近期身心疲惫，想休整一段时间，所以辞职，并不是外界猜疑的什么对赌输了出局，也与董事间股东间没有任何分歧矛盾”。

吴长江紧接着发布了第二条微博称，“等我调整一段时间以后，我依然会回来的，我为雷士倾注了毕生的心血，我不会也永远不会放弃，请大家相信我”。这条只存在几分钟即被他删除的微博，引发了外界无限的猜想。

如果细究一下上位者的身份背景，便会发现某种必然的逻辑：软银赛富基金——知名的风险投资者；施耐德——全球知名的跨国产业大鳄。当追求财务回报的风险投资者与寻求行业整合的产业投资者，联合控制了一家企业的董事会，并且创始人股东蹊跷地从企业董事会出局了，这意味着什么呢？

在这场资本“局中局”的盛宴中，呈现出来的是创业者的无奈以及与资本方博弈的稚嫩。曾经，吴长江借助资本的力量，完美地解决了创业股东之间的纠纷，而今，他几乎栽在了资本的手上。这一切的源头，要从吴长江第一次企业出局说起。

雷士第一季：创业三股东分家的往事

股东合伙创业渊源

故事开始之前，先介绍本案例三位重要角色出场。

吴长江、胡永宏、杜刚，三人同为重庆人，高中同窗三年，其中吴长江为班支书，胡永宏为班长。1984年，三人分别考入西北工业大学、四川大学、华南理工大学。毕业之后，三人的工作同样天南地北，吴长江被

分配到陕西汉中航空公司，杜刚进入国有企业惠州德赛电子，胡永宏则进入了成都彩虹电器集团。

1992年，耐不住寂寞的吴长江从原企业辞职南下广东，之后吴长江辗转进入了广州番禺一家叫雅耀电器的港资灯饰企业。

1993年年底，吴长江从这家企业辞职，并筹划在照明行业自己创业。当时，高中同窗的杜刚已经是惠州德赛下面一家二级公司的副总了，于是让吴长江前往惠州创业，好有个照应。

1994年，杜刚联系了三德赛的老总，吴长江拉了大学校友王戎伟，6个人每人出资15000元，总共凑了10万元，成立了惠州明辉电器公司，专做电子变压器的OEM业务。具体工作由吴长江和王戎伟做，其他四个人做股东。企业刚设立之时，工厂就设在德赛厂区，由于德赛是国企，最早用他们的厂房、货车都是免费的。

由于没有厂房投入和租金负担，企业设立当年就盈利100余万元，但因股东数量太多、分歧过大，一年之后的1995年大家干脆把公司卖了，每人分了30多万元。

公司卖给了给他们订单的香港人，后者又把吴长江返聘为总经理，并且给予15%的股份。这位香港商人则在香港成立贸易公司，把明辉电器的产品卖到海外。但后来吴长江发现，香港老板承诺他的15%的股份几乎拿不到分红，因为公司的利润都转到香港去了，中国内地这边的公司赚不到钱。几年之后，吴长江索性离开了企业。

1998年，吴长江决定做照明品牌。他找到了高中同学胡永宏，胡永宏所在的成都彩虹电器集团从事的是小家电行业，而且他毕业十年来一直干着营销工作。由于吴长江擅长的是工厂管理，做品牌光有工厂管理能力显然不够，所以胡永宏的市场营销经验就成为吴长江所急需的。

于是吴长江极力鼓动胡永宏出来创业，“我当时想，我让他过来帮我打工？这不太好，因为我们关系挺好的，所以我说我们一起来创业，我保证你明年就赚回来”。

而尚在惠州德赛的杜刚得知吴长江要与胡永宏联合创业之后，也执意要加入进来。杜刚之前参与明辉电器的投资时已经赚过一笔，显然这次更不想错过。“他说你给我多少股份都可以，因为他第一次在我这儿用1万

多块钱赚到30多万。”吴长江说道。

1998年年底，吴长江出资45万元，他的另外两位同学杜刚与胡永宏各出资27.5万元，以100万元的注册资本在惠州创立了雷士照明。从股权结构看，吴长江是占比45%的单一大股东，而相对两位同学的合计持股，他又是小股东。“当时就这样讲的，他们两个55%，我45%，我说以后如果我吴长江一意孤行，你们两个可以制约我。”

企业创立之时，三位股东进行了明确的分工：胡永宏主管市场营销，吴长江负责工厂管理，杜刚负责调配资金及政府等资源。正是在这种“有控制权、但又被制约”的结构中，三位同窗合力将企业迅速做大，第一年销售额即达3000万元，此后每年以近100%的速度增长。

胡永宏的营销贡献

雷士照明创立伊始即能够实现爆发式的开门红，胡永宏在市场营销层面的拓展功不可没。在当时国内一片散乱的照明行业中，胡永宏进行了一系列的营销创新。

其一，首推专卖店模式。业态单一、市场混乱、模式传统，是当时照明市场现状的真实写照。而胡永宏长期从事的家电行业，营销模式已经呈现出多样化格局，家电专卖店遍地开花。于是，胡永宏将曾服务过的小家电行业运作经验成功嫁接到了照明行业。1999年6月，雷士照明第一家也是照明行业最早的一家专卖店在沈阳成立，随后，雷士专卖店模式在全国各地迅速复制，这为雷士照明在之后的市场竞争中获得了强大的渠道竞争力。

其二，定位商业照明。2002年以前，照明行业尽管品牌众多，但几乎家家都是大同小异，没有明确的市场区隔和定位。胡永宏认为，没有区隔意味着市场可以被细分。有鉴于此，雷士照明在照明行业内首次提出“商业照明”新概念，并将产品聚焦在“商业照明”领域，从而成为商业照明领域的游戏规则制订者和引导者。

其三，独辟隐形渠道。就在众多品牌纷纷仿效“专卖店”经营模式时，胡永宏却在寻求新的突破，这一次他把突破点集中在“隐形渠道”上。据统计，商业照明领域60%以上的灯具使用，都是被工程师队伍所主宰。因而，影响商业照明产品销量的不仅仅是消费者本身，更取决于装修设计公司等隐形渠道对消费群体的影响。于是，胡永宏要求营销团队

和经销商在巩固传统渠道的同时，投入更大的精力开拓隐形渠道，雷士照明的成功很大程度上源于这一点。

其四，打造“光环境专家”。商业照明一个重要特点是讲究灯光效果，于是胡永宏顺势提出了“光环境专家”的概念，并且酝酿出雷士独有的“光环境体验馆”，给人以直观的现场体验感受。这也是雷士照明品牌形象的一大提升，使得其营销理念超前于仍以产品为主导的其他商业照明品牌，“光环境专家”也为雷士的隐形渠道注入了更大的竞争力和活力。

在雷士照明内部员工的心目中，胡永宏的眼光非常独到，“像有响尾蛇那种嗅觉，他能够闻到未来的品牌的运作是一个什么样的方式”。正是胡永宏的这一系列营销领域的创新，为雷士照明收入快速增长奠定了坚实的基础。雷士销售额从2002年超过1亿元，2003年超过3亿元，2004年超过5亿元，到2005年超过7亿元。

逐渐显现的理念分歧

随着企业的做大，“事情也发生了变化”，自2002年起，股东之间的分歧开始悄然孕育，裂痕随即产生。

首先，对于赚的钱怎么用，三个股东的看法就不一样。吴长江一直想把企业往大了做，赚了钱就要投入，而其他两位股东则希望赚了钱要分红。

胡永宏接受媒体采访时就直言不讳道：“吴长江最喜欢读的书就是《毛泽东选集》，他一直想证明自己是伟人的那一种，从一开始就能预见未来一样。任何一个企业一开始的时候绝对是一个求生存的时候，不会有他所说的那种宏伟眼光。”

而吴长江则始终坚持自己的主张：“如果说就是说我违背董事会的原则了，当时如果我一意孤行，你们可以在其他的事上制约我、否定我，那么在这个事上我就很坚持，我就要一意孤行，我不认为是刚愎自用，我认为是自信。”

可以说，这种态度上的差异，与他们各自的职业生涯有着密切的联系。吴长江自1992年离开国有企业之后，就一直在市场上摸爬滚打，所以养成了爱冒险、大手笔的职业习惯。而胡永宏与杜刚从大学毕业起直到创立雷士照明之前，都是一直待在大型国有企业，因而形成了职业上的谨

慎保守风格。

一开始几位股东还会坐在一起讨论，可慢慢地，吴长江开始独自做决断，他把赚来的钱一次又一次地用于扩大规模。吴长江说道：“我也不想跟他们沟通，因为我好像觉得我们沟通起来非常费劲，大家理念思路不一致，后来这块就懒得跟他们解释。”

股东间的矛盾逐渐升温，渐渐地双方都失去了耐心，甚至开始互相挑剔。由此，股东之间的理念分歧开始逐步上升到情绪对立。

由于吴长江是总经理，全面负责企业运营，因而对外总是由吴长江代表企业，外界提及雷士照明，言必及吴长江，其他两位股东觉得自己身份被贬低了。在这种失衡的心态下，分管销售的胡永宏开始越位干涉企业经营，原本只需向总经理汇报的事情，胡永宏也以股东身份要求职业经理人向其汇报，并且单方面下达他的指示。这就造成股东意见不一致时，下属无所适从。随着局势的恶化，但凡公司开会，股东一方提出看法，另一方就表示反对，致使会议无法进行下去。

吴长江提及双方冲突时胡永宏说过的一句情绪话：“他曾经这样讲，中学的时候，你是书记，我是班长，我们两个平起平坐的，现在凭什么我要听你的？”

由于吴长江的步调太快，其他两位股东担心企业根基不牢，吴长江这样搞下去会把雷士搞垮。再加上胡永宏当时已经萌生退意，“那个时候我对雷士的兴趣，包括跟股东之间合作的兴趣已经越来越没有了”，于是索性提出只要公司有收益就马上分红。

此时的吴长江终于开始“品尝”两位股东联手牵制的滋味了，相对他们二者而言，吴长江只是持股45%的小股东。于是，“每月分红”变成了董事会的正式决定。而分红之时，由于吴长江的股份较多，因而所分得的现金也较其他两位股东多。其他两位股东心理进一步不平衡，要求分红也必须一致。

后来妥协的结果是，吴长江把自己的股份向其他两位股东分别转让5.83%，而代价几乎是无偿的。于是三人的股份形成33.4%、33.3%、33.3%的均衡状态，三位股东在企业的工资、分红也完全均等。

股东分家的导火索

股份是均等了，三位股东的关系却并未因此而改善。2005年，由于雷士照明销售渠道的改革，三位股东的矛盾全面爆发，其他两位股东激烈反对吴长江的改革方案。

吴长江打算从全国数百家经销商中，选出规模较大的数十家，并把他们整合成35个运营中心，其角色不再是单纯的销售职能，而是当地的物流、资金和出货平台，肩负区域内的服务与管理工作。其他规模较小的经销商，则与各省的运营中心接触，不再由雷士照明直接统一管理。

而这些运营中心的总经理，都是挑选各省会城市业绩最好的经销商来担任。他们既有自己的直营店，同时兼顾整个区域的运营管理。

吴长江的方案遭到了胡永宏及杜刚的反对，“他们认为这样做风险太大，假如北京原来十个经销商要造反，我可以干掉，不影响我们的业务。如果成立运营中心，他带着大家造反，就麻烦了。我觉得他们这样想太狭隘了，说白了就是不自信”。

因为渠道变革的导火索，股东之间的分歧上升到了企业分家与否的层面，胡永宏与杜刚决定召开董事会。

2005年11月的一天，刚从国外出差回来的吴长江被通知参加董事会，“我刚国外回来还在倒时差，他们说要开董事会，就是他们两个决定了要开董事会就通知我”。这天开会三个人就渠道变革的事情吵了一通，情绪当头的吴长江随口发了一句牢骚：“你们既然这样讲，你们觉得我不行，管得不好，那好，你们来我退出。”

没想到的是，胡永宏顺手接过话柄就谈分家之事。吴长江自知话已经说出口无法反悔，剩下就只能谈分家的条件了。几天之后，吴长江开出了退出企业的条件：企业作价2.4亿元，自己从企业拿走8000万元，作为交换，自己在企业拥有的股权归其他两位股东所有。胡永宏、杜刚二人欣然同意，随即签署协议。

然而，3天之后发生了戏剧性的一幕。

从全国各地赶过来的雷士照明经销商齐聚惠州雷士总部，强势介入雷士股东分家之事，会议厅现场还拉起了“雷士战略研讨会”的横幅。当着全体经销商、供应商还有公司的中高层干部的面，经过五个多小时的协商，最终两百多名经销商举手表决，全票通过吴长江留下。

由经销商投票公决雷士命运的一幕在惠州上演，这种怪事可能是中国改革开放以来第一桩，可就是在雷士身上发生了。

面对此种局面，胡永宏与杜刚被迫接受各拿8000万元离开企业（如图2-1）。

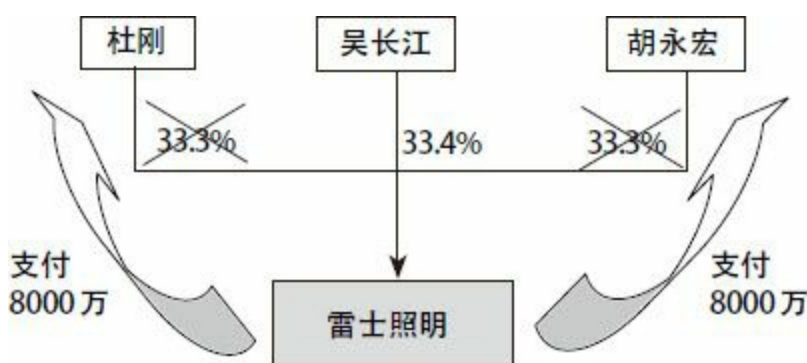


图2-1 两股东撤资形成“股转债”

注：本文的股权结构仅表达基本含义，实际结构图更复杂，下同。

对于这出戏剧性的一幕，胡永宏坚定地认为是由吴长江一手策划的：“我说同学之间有这个必要吗？那肯定是他导演的了，我们肯定是被逼的，所有的经销商都是他亲自打电话叫过来的，他刚给一个经销商打电话，那个经销商就给我打了。”甚至有知情者透露：“策划会议地址在山东临沂，策划人为吴正则，主谋吴长江，主要成员有河南（代理商）曾平、山东刘同光、深圳岳强等，并非一起自发行动。”

这场经销商的倒戈行动是否由吴长江策划并不重要，重要的是经销商最终站到了吴长江这边，这其中的原因值得探究。

按道理说，雷士的营销系统是由胡永宏一手建立，经销商应该是“亲胡派”才对的，为什么关键时刻他们选择了吴长江呢？

说吴长江气场强大、具备领袖气质，这当然是原因之一；经销商不想眼看着雷士这块牌子因为股东不和而倒下，进而断了自己的饭碗也是原因之一。但更重要的是，吴长江提出的渠道变革方案有利于经销商，特别是每个省份最大的经销商。由于各省最具实力的经销商最有可能获得本

省运营中心的机会进而得到雷士的大力扶持，因而他们必然成为吴长江渠道变革方案的坚定支持者。

当时俞保儿、华勇等浙江、上海的总经销商就力挺吴长江。后来，吴长江为了对他们表示感谢，亲口承诺，“只要我吴长江在雷士一天，只要雷士还存在一天，我一定保证俞保儿、华勇在上海、浙江的一切利益”。

虽说吴长江并未承认经销商倒戈是由他策划，但他却公开承认过，“雷士分家这个导火索是我点燃的。因为这个事情迟早要解决，早解决要比晚解决好”。

据说时任摩根士丹利董事总经理的刘海峰曾经和吴长江有过深度接触，并有意投资雷士，后来在尽职调查时发现股东问题是潜在的“地雷”。虽然刘海峰最终未投资雷士，但是他给了吴长江一个忠告：要想获得私募融资，前提是必须解决好股东纠纷问题。

听了刘海峰的忠告，吴长江最终决定彻底解决股东纠纷的问题。他向另外两位股东提出退出企业便成了一种“以退为进”的策略，吴长江自信离开了他，另外两个股东是“玩不转”这家企业的。

这一“赌局”吴长江最终赢了，而且代价低于预期，如果不是吴长江“以退为进”的策略，要想两股东顺利离开，只怕付出的代价远不止1.6亿元。

股东问题是妥善解决了，但是雷士账上并没有足够支付股东款的现金。最终达成的折中方案是，两位股东先各拿5000万元，剩余款项半年内付清。

雷士第二季：吴长江与资本的博弈

千里求助“企业教父”

在兑现了一亿元的股东款之后，雷士账上几乎变成“空壳”，接下来的资金问题才是吴长江真正的挑战。据他自己说，从2005年年底到2006年的下半年，他唯一做的事情就是“找钱”，其他的一概不管。

他将那段时间形容成“度日如年”、“如坐针毡”，面对空空如也的公司账

户心里发虚，但在员工面前还是不得不故作镇定。

2006年3月，吴长江飞到了联想集团的总部。他把情况向柳传志和盘托出，希望这位“企业教父”级的人物能帮他渡过难关。柳传志甚为欣赏这位后辈企业家的理念与魄力，他打算通过旗下的“联想投资”向雷士入股，但是考虑到联想投资的项目决策程序较长，远水救不了近火。“最后他向朋友借了200万美元给我用，我很感谢柳传志”，吴长江表示。

经柳传志介绍，一位与联想控股有合作的低调广东女富豪叶志如，通过其私人拥有的BVI（维京群岛）离岸公司“正日”，借了200万美元给雷士，借款期限为半年（如图2-2）。

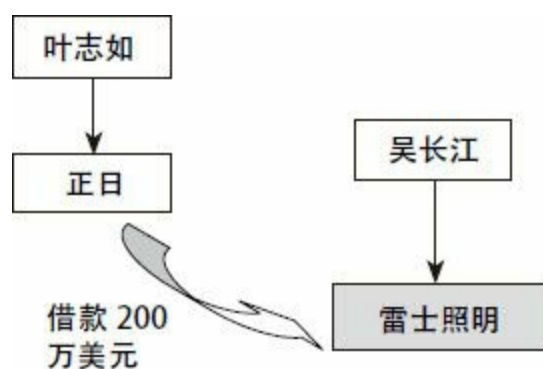


图2-2 雷士获得200万美元借款

与此同时，吴长江也在等待联想投资的决策程序，他期待着联想能给他更大数额的股权投资。

融资中介“乘人之危”

除了向柳传志求救，吴长江几乎尝试了所有可能的找钱办法。也正是在那段时间里，一位叫“毛区健丽”的资本达人出现了，她是亚盛投资的总裁，专门从事融资顾问服务。据吴长江介绍，毛区健丽自2005年年底就开始与他接触。她了解雷士股东纠纷的整个背景，也知道吴长江极度缺钱的状况。

此时，毛区健丽揽起了协助吴长江融资的活儿，她带着自己的团队开始对雷士提供全方位的金融服务，包括帮助吴长江在境外设立离岸公司、搭建离岸股权架构、引进资本方、设计融资交易结构等，外界戏称她为雷士的“金融保姆”。而且，毛区健丽为了显示诚意，先期通过第三方向雷士提供了2000万元的借款，以帮助雷士进行资金周转。

毛区健丽对于雷士融资的细节，总是三缄其口，仅仅表示“只是传递信息”。而其实，她和吴长江之间至少经历了一段时间的心理战。在毛区健丽知悉吴长江去见过柳传志之后，她向吴长江承诺能在3个月内让风投的钱到账。

接下来数月时间内，毛区健丽找到了三个愿意出资的投资人：“涌金系”掌门人魏东的妻子陈金霞、优势资本总裁吴克忠、个人投资者姜丽萍，他们三人合计出资400万美元（陈180万、吴120万、姜100万）。毛区健丽向出资人承诺，投入这400万美元可以获得雷士10%股份，但是有一个条件，他们三人的资金必须先以她的名义投入雷士，之后再将其股份转给这三个人。三人最终允诺。

在3个月之后的2006年6月27日，毛区健丽抢在联想做出投资意向之前，以从吴克忠等人处募集的400万美元、加上自有资金494万美元、再加上应收取的融资顾问费折算成100万美元，合计994万美元入股雷士，占比30%。（如图2-3）

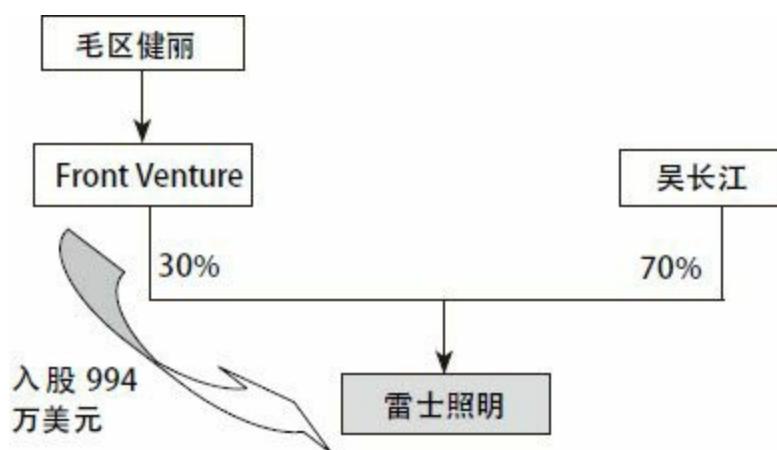


图2-3 毛区健丽入股雷士

注：实际是邓惠芳代毛区健丽持股，下同。

令人惊异的是，毛区健丽所入股的994万美元，对应雷士的市盈率估值只有4.7倍（依据雷士2005年净利润700万美元推算）。通常而言，企业的第一轮融资，投资方给出的估值一般是8~10倍市盈率，吴长江只卖到了正常价格的一半左右。无疑，吴长江把企业的股份卖了个“地板

价”。

为什么吴长江会接受如此低的估值？其实，双方有个心理博弈的过程，吴长江当时迟迟未能等到联想投资的确切信息，而另一方面，他的企业缺钱已经火烧眉毛了，没有大资金进来企业资金链必定断裂，毛区健丽一定程度上是认定了吴长江不得不接受这样的估值。毛区健丽以这种方式“杀价入股”，难免给人以“乘人之危”的嫌疑。

吴长江后来表示：“这里面客观讲有一点误导，我当时也不懂这些，急着要钱。他们是专门运作这些的，说三个月这钱就到，而联想有一个程序，相对慢了一点点，结果我当时就相信了。”

入股交易达成后的第二天，2006年6月28日，毛区健丽随即把雷士10%的股份转手兑现给了出资400万美元的陈金霞等三人（如图2-4）。因而，实际上陈金霞等人是以5.7倍市盈率入股雷士的。

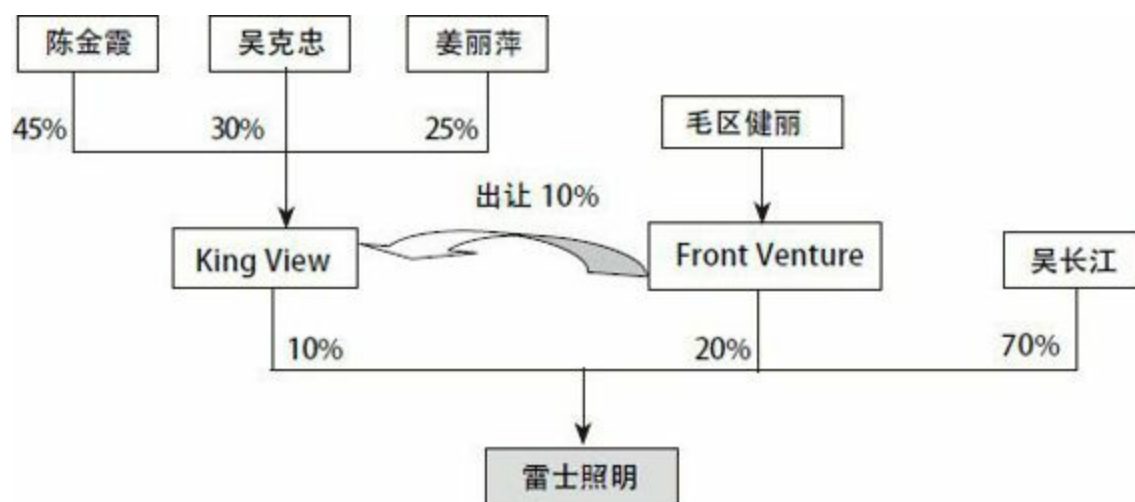


图2-4 毛区健丽出让10%雷士股权

至此，我们可以发现，毛区健丽实际只投入了494万美元真金白银，即获得了雷士20%的股权。相较于陈金霞等三人投入400万美元只占有10%股份，毛区健丽是不是格外划算呢？这背后又意味着什么呢？相当于毛区健丽本人现金出资部分，实际是以3.5倍的超低市盈率入股雷士的。

这就是吴长江后来隐晦表达被毛区健丽“误导”的原因了。

赛富、高盛“粉墨登场”

当然，毛区健丽虽然是趁机“吃”了一把吴长江，但是她并没有“得了好处甩腿就走”，而是继续协助吴长江物色更大的资金进来。虽然毛区健丽东拼西凑加上自己的资金，替吴长江找到了近900万美元的现金，但是雷士的资金缺口依然很大。

一个多月之后的2006年8月，在毛区健丽的牵线搭桥下，软银赛富正式决定投资雷士。8月14日，软银赛富投入的2200万美元到账，占雷士股权比例35.71%。

据此可以推算，软银赛富入股雷士的市盈率估值约为8.8倍。这个价格是毛区健丽先前入股估价的近2倍，客观地说，软银赛富入股的价格相对较为公道。就在软银赛富入股雷士的同时，先前经柳传志所介绍，叶志如对雷士的200万美元借款，也在到期前进行了“债转股”。叶志如对雷士的200万美元债权，转变成3.21%股份（如图2-5）。叶志如的债转股市盈率，与软银赛富入股的市盈率大体相当，约为8.9倍。

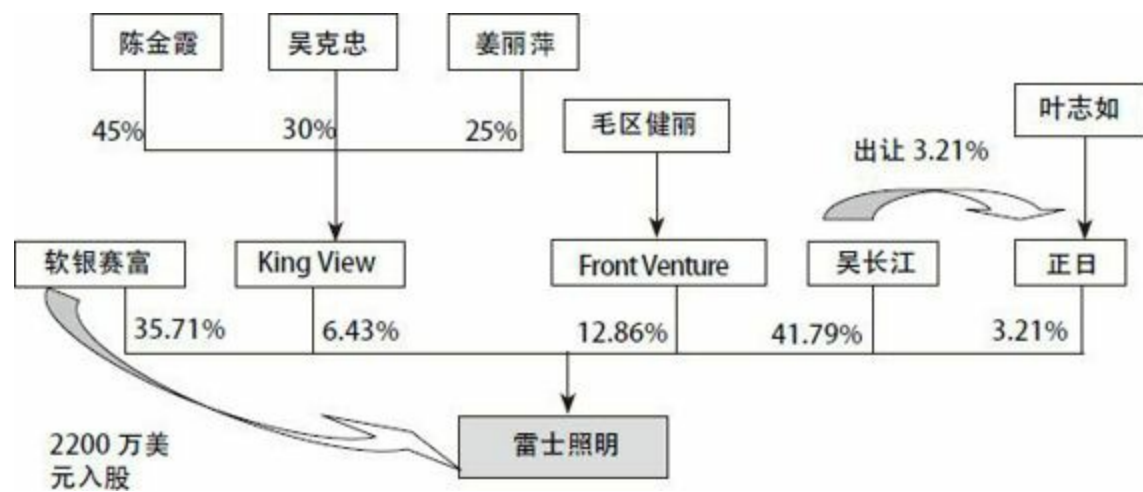


图2-5 软银入股及叶志如债转股

无论是较毛区健丽先注入的叶志如的200万美元资金，还是较毛区健丽后注入的软银赛富的2200万美元资金，入股市盈率皆高于毛区健丽的入股市盈率，由此一来更加凸显出毛区健丽投资雷士“买到了地板价”。

这半年下来，随着三笔资金的先后进入，雷士总共募得资金折合人民币约2.6亿元，除去支付股东杜刚、胡永宏的1.6亿元，还有余款补充运营资金。解决了创业股东问题以及资金问题之后，雷士从此走上了稳健的扩张道路。

两年之后的2008年8月，雷士照明为了增强其制造节能灯的能力，以“现金+股票”的方式收购了世通投资有限公司（其旗下的三友、江山菲普斯及漳浦菲普斯专事节能灯灯管及相关产品的制造），其中现金部分须支付4900余万美元。

当时雷士并没有足够的现金来支付这笔收购款，账上现金及存款仅有3000万美元。为了完成此次收购，雷士照明不得不再次寻求私募融资。在此次融资中，高盛与软银赛富联合向雷士照明投入4656万美元，其中高盛出资3656万美元，软银赛富出资1000万美元。

然而，由于此次融资，吴长江的持股比例因稀释而失去了第一大股东地位，持股34.4%；而赛富则因先后两次投资，持股比例超越吴长江达到36.05%，成为第一大股东；高盛以11.02%的持股比例成为第三大股东（如图2-6）。

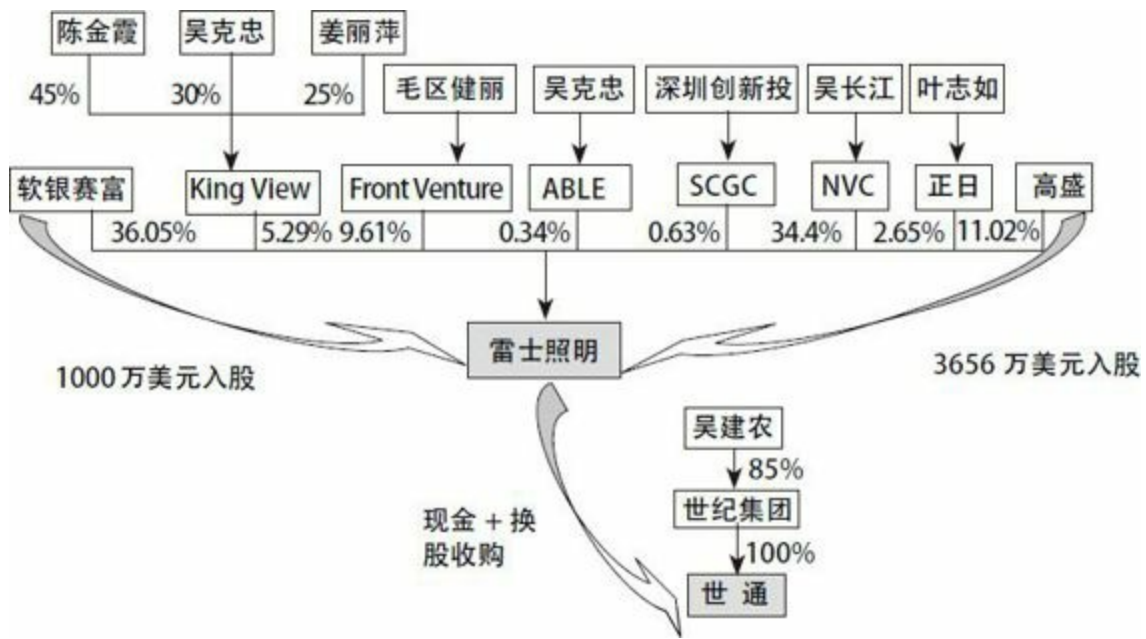


图2-6 为收购世通，雷士再次私募融资

注：ABLE及SCGC所持股权系毛区健丽通过Front Venture转让。

以“现金+换股”方式完成对世通的收购以后，吴长江的持股比例再度被稀释至29.33%，依然低于软银赛富30.73%的持股比例。此持股比例一

直保持到雷士照明IPO之时（如图2-7）。



图2-7 雷士照明IPO前股权结构

注：此前陈金霞、姜丽萍所持股权转让给了吴克忠；竺稼所持股权系毛区健丽转让。

吴长江失去第一大股东地位，这为四年之后吴长江进入另一个股权“局中局”埋下了伏笔。

投资人借IPO赚得“钵满盆溢”

2010年5月20日，雷士照明登陆港交所，发行6.94亿股新股（占发行后总股本的23.85%），发行价2.1港元/股，募资14.57亿港元。

随着雷士照明成功IPO，雷士的各路投资人也获得了最佳套现退出通道，而且按照IPO价格计算，投资人也获得了可观的投资回报。以高盛及软银赛富为例（如表2-1），高盛以3656万美元的投资，最终获得了2.08亿股股票，折合成港元的持股成本为1.37港元/股，相较于2.1港元/股的IPO价格，投资回报为1.53倍；而更早更低价入股的赛富基金收益则更加可观，其以3200万美元的投资额，最终获得了6.81亿股股票，折合港元的持股成本仅为0.366港元/股，按IPO价格的投资回报为5.73倍。

表2-1 赛富及高盛投资回报（按IPO价格计算）

投资人	投资额 (美元)	投资额 (折合港元)	持股数量 (股)	持股成本 (港元/股)	IPO 价格 (港元/股)	投资回报 倍数
高盛	36,555,556	285,133,337	208,157,000	1.370	2.10	1.53
软银赛富	32,000,000	249,600,000	681,152,000	0.366	2.10	5.73

注：美元投资额折算成港元时，按1美元=7.8港元计算。

值得一提的是，在这场资本盛宴中，斩获最多的并非软银赛富，而是当年把赛富引进雷士的毛区健丽。

毛区健丽虽然曾是雷士的融资顾问，也入股了雷士，但是她总是刻意将自己隐藏起来。在雷士的招股说明书中，找不到作为股东之一的毛区健丽的名字，而是由一个名为“邓惠芳”的女性出面替她持股。媒体一问及雷士私募融资交易的细节，她要么语焉不详、要么一语带过，似乎刻意隐瞒什么。

那么，毛区健丽在给雷士投资中究竟“斩获”了多少呢？

如前文所述，毛区健丽个人实际只掏了494万美元现金，购得雷士20万股股票（占当时20%股权，IPO时这20万股实际分拆成了2亿股）。之后的数年时间里，她向其他一些机构投资者及个人投资者，分批出售了部分雷士股票，并从中赚得利润。

图2-8所示是毛区健丽历次出让雷士股票及收益情况，由图可知，截至雷士上市之时，毛区健丽共计套现四次，合计套现近1200万美元。仅此套现金额，已经远高于她当初的投入数额，况且她手头依然还剩有超过1.38亿股股票。雷士上市以后，毛区健丽将这部分股票在股价4港元上方陆续套现大约8000万美元。

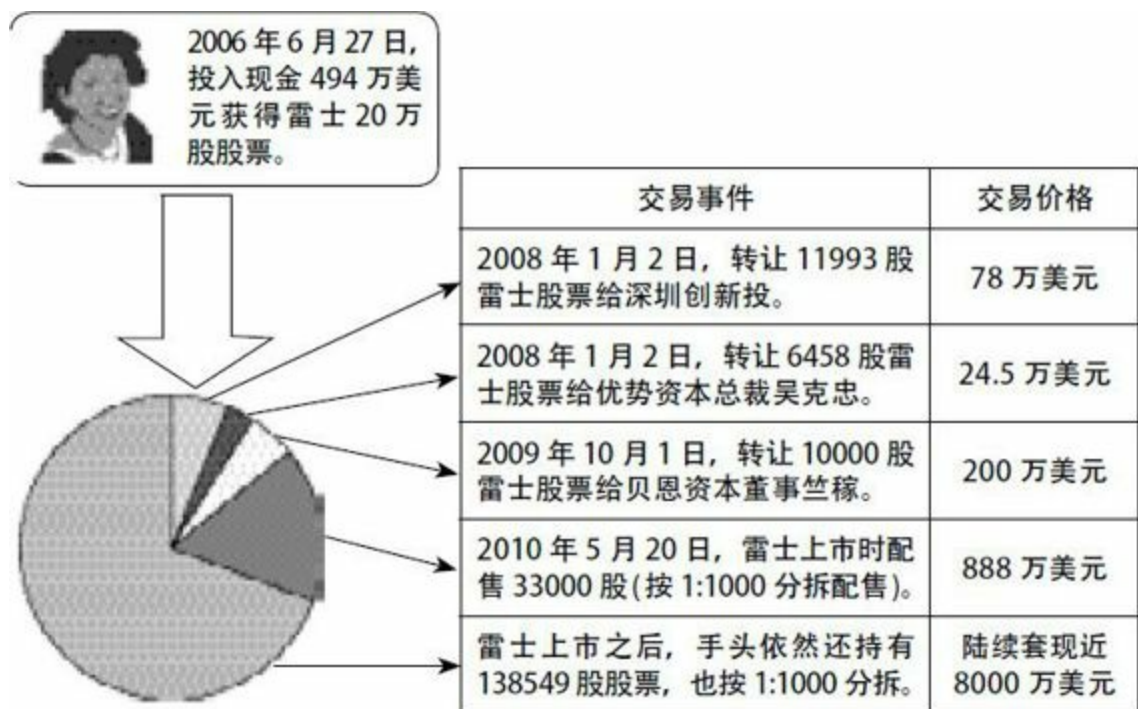


图2-8 毛区健丽历次出让股份收益

综合计算，毛区健丽以494万美元的投入，至今获得了9200万美元的收益，这是令人垂涎的近20倍回报，远高于软银赛富的5.73倍回报。

作为财务顾问，毛区健丽在雷士2006年的融资过程中，无疑表现出了高超的“财技”：一方面设法阻止吴长江获得联想的投资，另一方面又趁着吴长江“火烧眉毛”，有计谋性地让吴接受她的“地板价入股”；入股过程当中又将“顾问费”折算进去，可谓无本生意；之后再将手头股票“转卖套现、收回本钱”，雷士上市之后手头剩余的股票，便是巨额的“纯利润”。毛区健丽俨然是不动声色的“资本猎手”。

毛区健丽某种程度的算计，头一回让吴长江领教了资本方的手段，但是他似乎并未吸取教训，以至于他几年后陷入另一个“资本局”时，仍然浑然不知。

雷士第三季：吴长江败走资本局中局

金融、产业资本联袂布“局中局”

2011年7月21日，雷士引进法国施耐德电气作为策略性股东，由软银赛富、高盛联合吴长江等六大股东，以4.42港元/股（较当日收盘价溢价

11.9%) 的价格，共同向施耐德转让2.88亿股股票。施耐德耗资12.75亿港元，股份占比9.22%（如表2-2），因此而成为雷士照明第三大股东。

表2-2 雷士股东向施耐德转让股份详情

股东名称	转让前		转让量		转让后	
	持股数	持股比例	股份数量	股份比例	持股数	持股比例
NVC（吴长江）	576,734,000	18.42%	96,608,000	3.09%	480,126,000	15.33%
软银赛富	681,152,000	21.75%	102,441,000	3.27%	578,711,000	18.48%
世纪集团	333,321,000	10.64%	50,130,000	1.60%	283,191,000	9.04%
高盛	208,157,000	6.65%	31,306,000	1.00%	176,851,000	5.65%
阎焱	13,108,500	0.42%	3,943,000	0.13%	9,165,500	0.29%
林和平	13,108,500	0.42%	3,943,000	0.13%	9,165,500	0.29%
合计	1,825,581,000	58.30%	288,371,000	9.22%	1,537,210,000	49.08%

与此同时，施耐德与雷士照明签订了为期十年的“销售网络战略合作协议”，据此施耐德的电气产品可以通过雷士照明旗下的3000家门店渠道进行销售。

在吴长江的设想中，与施耐德达成战略合作关系，非常有利于原本就是靠商业照明起家的雷士在大型商业照明工程领域的项目推进。因为施耐德作为电气领域的全球500强企业，楼宇以及住宅电力解决方案是其五大核心业务之一，施耐德每接一个电气工程项目，雷士照明就可以配套上相应的照明解决方案，这种协同效应非常明显。

而施耐德最为中意的便是雷士的3000家销售网络门店，因为施耐德在中国并没有自建零售渠道，雷士照明现成的渠道正好可以拿来“为我所用”。

施耐德得以入股雷士照明，雷士方面的出面谈判人，是身为雷士第一大股东的软银赛富合伙人阎焱。站在投资人的角度，引进施耐德似乎拥有非常正当的理由，介绍各种资源给企业并且实现资源整合，原本就是VC/PE投资人给企业提供的增值服务之一。

可谁也没有意识到，这种看似光鲜的“美满姻缘”，对于吴长江而言却可能是一个资本“局中局”。

当财务投资人股东引荐大鳄型的产业投资人进入企业时，其中暗含的意义已经相当清晰了。以黑石、凯雷、KKR等为代表的PE机构，专门猎食性地入股一些价值被低估或者暂时陷入困境的企业，经过一番整合之后再再将企业打包或者分拆出售给产业大鳄，而PE投资人则借此一进一出获得超额暴利。华尔街著名的纪实商战图书《门口的野蛮人》，已经将此种情形描述得精彩纷呈。

从雷士照明的股权结构来看，创始人吴长江早已失去第一大股东地位，而软银赛富在雷士上市以前就俨然已是相对控股的第一大股东。而失去第一大股东地位的吴长江，并未意识到自己面临局势的危险性。

在此之前，吴长江接受媒体采访时曾说过一段话：“很多人都这样问我：你的股权稀释了，你怎么控制这个公司？他们担心公司会失控，我说我从来不用担心这一点。因为投资机构投资雷士是希望在雷士身上赚钱，希望雷士给他们带来更大的回报。我是一个做事的人，包括高盛、软银赛富在内的投资者非常喜欢我，对我评价很高，他们很难找到我这样一个有这么好的心态，这么尽心尽职，这么不辞辛苦做事的人。他们非常认同我，非要我来做雷士不可。”

吴长江非但不担心自己的控制权旁落，在上市以后反而还大幅减持股票，直到转让部分股权给施耐德之后，吴长江（包括其个人及通过全资子公司NVC合计）的持股比例下降到了17.15%的最低点。而赛富则还拥有18.48%的持股比例。

反观软银赛富及高盛两位投资人，直到施耐德入股之前，两家的持股数量（6.81亿股、2.08亿股）跟其在雷士上市初期的持股量并无二致。换句话说，赛富及高盛在雷士上市以后从来就没有套现一股股票。

这背后有两点令人难以理解的地方：

其一，按照香港的上市规则，VC/PE投资人在企业上市后6个月即可自由套现，而且雷士照明上市满6个月后（2010年11月20日）其股价一直在4港元以上的高位徘徊（如图2-9），此时已经较2.1港元的IPO价格翻了一倍，如果那时软银赛富陆续套现退出的话，将可获得超过10倍的回报。面对如此诱人的回报诱惑，为什么软银赛富与高盛硬是一股都不卖呢？

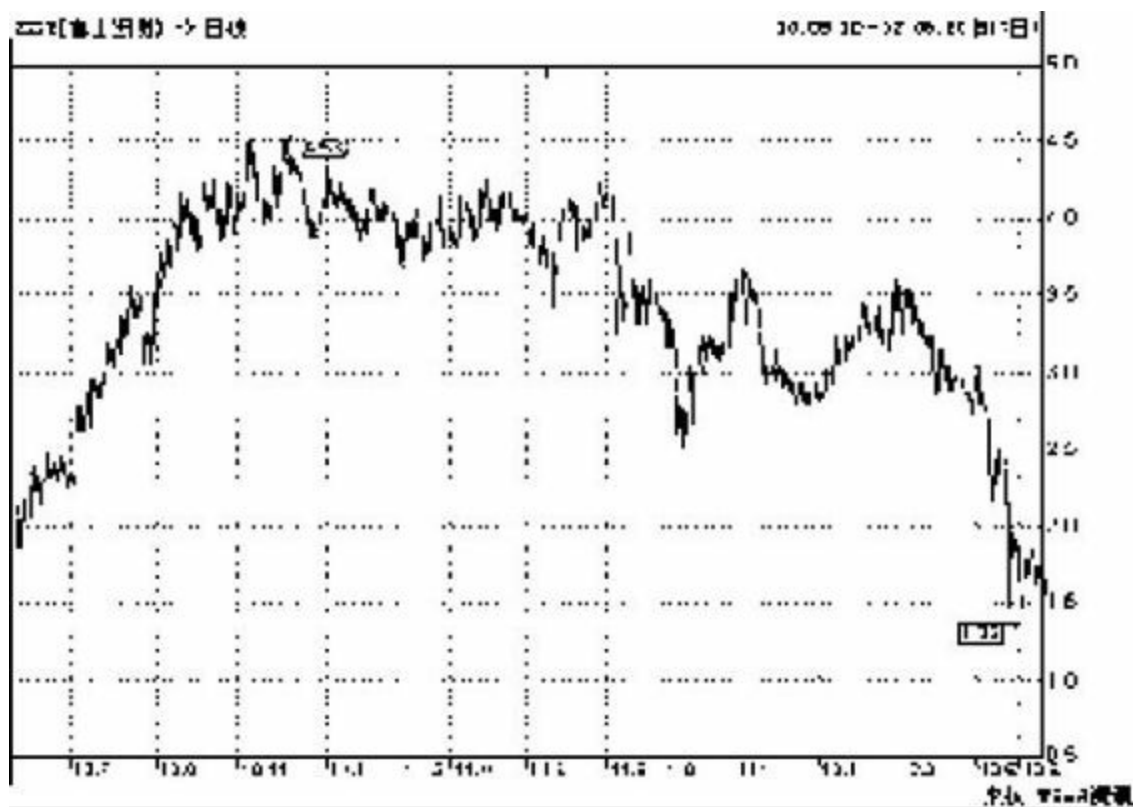


图2-9 雷士照明上市以来股价走势图

其二，软银赛富最早是2006年向雷士照明投资入股，截至2011年已经长达5年时间，按照一般VC基金6~10年的存续期规则，到期就必须将基金清盘结算并将收益分配给VC基金的出资人。因而，到了第5年投资人是非常急于套现退出的，况且软银赛富投向雷士照明的基金未必是刚一募集就投给了雷士，因而5年之后就更应急迫套现了。如此急迫之下，在二级市场大规模套现本身就不是短时期能完成，为什么软银赛富与高盛就是一股都不卖呢？

从这种不合常理的现象来推测，不排除施耐德与软银赛富及高盛有某种程度“合谋”的嫌疑。也许赛富及高盛吃了定心丸，事先知悉有人会高位接盘，不用担心自己套现退出不易，只要施耐德达到了控制雷士照明的目的，软银赛富就能顺利高位套现退场。

这不，2011年7月，施耐德以溢价11.9%的4.42港元/股高价，从软银赛富、高盛等股东手中受让了2.88亿股（占比9.22%）的股权。遗憾的是，当施耐德入股雷士照明时，吴长江非但没有应有的警惕，竟然还跟随软银赛富及高盛出让了3.09%的股权给施耐德，可谓引狼入室而浑然

不知。

果不其然，2012年5月25日，吴长江被毫无征兆地“因个人原因”而辞去了雷士照明一切职务，而接替他出任董事长的则是软银赛富的阎焱，接替他出任CEO的则是来自于施耐德并在施耐德工作了16年的张开鹏。而据雷士内部人士透露，张开鹏与阎焱是南京航空航天大学的校友。

吴长江亡羊补牢但“无济于事”

如今的吴长江不得不吞下因失去控制权而出局的苦果。

当然，吴长江并不是在出局之后才反应过来，而是在施耐德入股不久就已经意识到他对企业控制权的岌岌可危。

2011年9月，施耐德中国区总裁朱海提名其下属李新宇出任雷士照明副总裁，分管商业照明工程及项目审批，而这是雷士照明非常核心的业务部门之一。吴长江终于开始意识到，施耐德最终的目的可能不仅仅是“投资”而已。

于是，吴长江一方面将企业总部从广东惠州搬回了他的老家重庆，以强化他对企业的控制力；另一方面，他开始在二级市场持续增持股份，以图重新夺回控股权。根据香港交易所披露的信息，吴长江通过两种杠杆的方式，用少量的资金增持更多的股票。

第一种：吴长江与汇丰银行于2011年8月31日签订一份“看涨股权衍生品交易合约”。这是一份类似“对赌”的合约，根据合约，吴长江未来6~12个月最多可购买5000万股股票，行使价格为3.7港元/股，如果未来股价高于3.7港元/股（合约签订时的股价为3.52港元/股），则差价部分由汇丰支付；如果未来股价低于3.7港元/股，吴长江也必须支付3.7港元/股，差价由汇丰获得（当然吴长江届时可以放弃行权）。仅签署这纸协议，吴长江就需向汇丰支付3000余万港元。但吴长江认为自己企业股价被低估，因而认定未来股价会高于3.7港元，进而可以从对手方汇丰银行赢得价差收益。此外，这种看涨股票衍生品协议还有一个客观效果便是，对赌的5000万股股票“标的”，暂时是计入认购方账户的，这就可以让吴长江还未行权购买，账户里就能暂时增加5000万股股票。也就是说，吴长江先花3000余万港元就能预先获得5000万股股票，按当时市值计算，杠杆系数达到5倍。

第二种：通过孖展（即向券商贷款买股票）的方式直接在二级市场增持股票。按照香港股市孖展的通常模式，一般只需交30%的保证金即可进行股票买卖操作，剩余70%的资金由券商垫付。比如，价格为10港元的股票，只需按3港元单价交纳保证金，杠杆倍数超过3倍。如果股价下跌超过30%（即缴纳的保证金完全亏掉），则券商会将客户孖展账户中持有的股票强行斩仓，以收回贷款。通过孖展的模式，吴长江自2011年9月起累计增持了近5000万股股票。

之所以采取杠杆化增持，吴长江曾解释：“我很想趁低增持，但增持要花很多钱，如果增持5000万股，当时就要花近两个亿。”通过这种杠杆式增持，到2012年5月15日时，吴长江的持股提升了2个百分点，比例超过19%，高于软银赛富的18.48%，重新夺回第一大股东位置。

但吴长江这种增持是无济于事的，他依然是弱势第一大股东。从持股比例来说，他依然改变不了格局，这点在董事会结构上反映得非常清晰：仅有吴长江、穆宇（雷士照明副总裁）两位代表创业股东，软银赛富的阎焱、林和平在董事会也占据两席，高盛的许明茵占据一席，施耐德的朱海占据一席。软银赛富、高盛、施耐德可视为一致行动人，创业者与投资人双方在董事会的力量对比是2：4。董事会一旦被投资人控制，就意味着企业的控制权落到了投资人手上。

在这种悬殊力量对比背景之下，创始人吴长江最终出局也就没什么意外了。更为关键的是，吴长江空出来的CEO职位，是由施耐德的张开鹏替补上，这就更加强化了施耐德在雷士照明的控制权以及进一步控制雷士照明的企图。

随着2012年5月25日吴长江“辞职”的公告一发布，雷士的股价当日暴跌30%，最低下探至1.46港元/股，全天成交量高达总股份数的15%。由于股价暴跌导致吴长江缴纳给券商的孖展保证金亏损殆尽，情急之下券商将吴长江孖展账户持有的4826万股股票，分别以1.707港元/股及1.789港元/股的价格强行斩仓，该天吴长江被强制抛出的股票占了全天成交量的近20%。

一场刚刚启幕的“暗战”

事发之后，吴长江回绝一切媒体采访，不甘心出局的吴长江正在谋兵布阵中……

吴长江还能第二次“回马枪”吗？这似乎是一个非常有悬念的问题。

前文提及，吴长江一直在二级市场做持续的增持，但如果不进行巨量的增持乃至达到绝对控股地位，有限的增持则是没有意义的。但如果大规模增持的话，一旦触及30%的持股比例，则会触发全面要约收购（意味着吴长江必须具备足够的资金实力将100%的股权买下来），这显然也是行不通的。

那么吴长江在二级市场持续增持的目的究竟是什么呢？一种可能的解释便是，借助一定量的增持，重新获得第一大股东的地位（只要高于软银赛富的18.48%即可），并以第一大股东的身份改组董事会，增加自己的利益代言人进入董事会，进而改变自己在董事会的弱势格局。

在当时双方处于“暗战”的情景下，吴长江与施耐德等资本方都相互在暗中观察对方的动向，吴长江欲强化控制权的行为，资本方当然会有所警觉，或意图抢先通过董事会程序罢免吴长江。

面对董事会的罢免，吴长江是對抗呢，还是干脆顺势主动辞职呢？显然，抗拒是没有作用的，只要经过董事会的法定程序投票表决，吴长江必定出局。

吴长江离开企业之后，施耐德正在试图填补吴长江所留下的权力真空。

2012年6月1日，雷士照明在惠州召开高管会议，董事长阎焱缺席，但是施耐德中国区总裁朱海以及雷士照明新任CEO张开鹏则双双出席并主持会议。看上去，雷士照明已经尽在施耐德的掌控中了。

据说当天会议中还宣布了一项人事任命，由施耐德亚太区灯控事业部总监李瑞，接替雷士照明副总裁杨文彪（此人一直是吴长江的核心助手之一），出任战略业务系统、海外销售系统首席运营。

紧随其后，雷士照明又召集部分雷士经销商开会，施耐德的朱海以及张开鹏又是双双出席，以求安抚经销商实现平稳过渡。

离开董事会之后的吴长江应该不至于坐以待毙，手头也有很多张牌可以打：

首先，创始人出局必定引发股价的暴跌，无论施耐德还是软银赛富，都

会陷入被动的局面。软银赛富手中还持有大量的雷士股票，直接市值缩水，其后续再想卖给施耐德，即使溢价也不可能太高了，而施耐德肯定想低价收了赛富等投资人的股权，但价格太低软银赛富及高盛也不一定愿意出手。只要软银赛富与施耐德之间的股权交易陷入僵局，就会延缓了施耐德进一步控制雷士照明的时间。

其次，股价大幅下降，吴长江恰好可以以更低的成本在二级市场增持股票，重新夺回自己的大股东地位，然后再寻找机会改组董事会。此前吴长江以4.42港元/股的价格转让了9600余万股股票给施耐德，套现4.27亿港元，而今股价仅在1.5港元位置，这笔资金可以增持2.51亿股，如果以孖展的方式增持，则可以增持更多。其实，辞职之后的吴长江依然在增持雷士的股票，6月11日至6月18日，吴长江分6次合计增持了1767.5万股股票。

其三，虽然当时吴长江从董事会出局了，但他以第一大股东的身份，依然有利益代言人穆宇在董事会，吴长江依然可以对企业发挥影响。而且，吴长江作为企业的灵魂人物，其原班高管包括员工，都是心向吴长江的。

其四，渠道经销商只认吴长江，而不认其他人。当年吴长江分家之时，正是依靠经销商的鼎力支持，才杀了个“回马枪”重返企业。而且雷士旗下的3000家连锁销售终端，与雷士上市公司并没有股权关系，仅仅是一般的销售代理关系。吴长江出局以后，渠道商完全可以不听命于上市公司，施耐德并没有足够的把握控制好这个销售渠道。

最后，吴长江无缘故出局，引来的必定是媒体的声援，特别是施耐德作为跨国企业以“入侵者”的姿态出现。在舆论的压力之下，资本方或许要做出不同程度的妥协。

蹊跷的是，6月14日，某媒体发布了一则仅有数百字的简短消息，称吴长江及其夫人因卷入重庆某案而被带走调查，并且隐隐暗示，吴长江辞职是因为涉案被调查。吴长江即时发布微博否认自己被调查，随后又有消息声称此微博并非由他本人发布，而是由他人代为发布。

事件至此更加陷入乌龙局面，究竟是某些人有意放出舆论烟幕弹，意图把吴长江出局董事会的原因，向重庆某案件方向引导呢？还是吴长江涉案真有其事？可以确认的是，吴长江当时并未被带走调查，而是身处香港。吴长江在香港向媒体澄清，并非他自己卷入案件，而是他所聘请的

一位顾问卷入了重庆案件。

谁也无法预测结局会如何，但可以肯定的是，一场更大的“暗战”刚刚启幕。无论结局如何，双方这盘博弈的棋局都充满了想象空间！

风险资本的“红与黑”

谁也不曾想到，吴长江会如此毫无征兆地从自己一手创办的企业出局。曾经，他借助资本的力量，完美地解决了创业股东之间的纠纷，而今，他却几乎栽在了资本的手上。

回顾吴长江这一路来跟资本打交道的历程，在这场资本“局中局”的盛宴中，我们看到的是创业者的无奈以及与资本博弈的稚嫩。

如果说当年雷士创业三股东迫不得已分家，导致风险资本介入是无可避免的话，后续事件的发展，则令豪放而缺乏心计的吴长江一再陷入被动局面。最早向吴长江提供融资的毛区健丽，运用精准的心理算计，以超低估值获得大比例股权，第一次就稀释了吴长江高达30%的股权；待软银赛富及高盛的大金额投资陆续进来以后，吴长江的股权再次遭致巨幅稀释，第一大股东地位荡然无存；在自己已经不再拥有对企业的绝对控制权时，对于软银赛富引荐的产业大鳄背后的企图，吴长江仍然没有丝毫的戒备心理。

对资本方毫无防范的心理，终于令吴长江付出惨重代价。吴长江只知资本方的逐利性，却不知资本方为了逐利可以放弃任何的“江湖道义”。开始资本方似乎是以“救世主”的身份出现，而当资本方知道将企业卖给产业大鳄，可以获得比让吴长江掌控企业更高的回报时，便会毫不犹豫将吴长江“牺牲”掉，毕竟董事会是投资人在掌控着。

当然，我们无法去指责风险资本的某些行为道德与否，毕竟，资本方的信仰是“逐利”。资本方通过驱逐创始人——控制企业——转卖企业，并借此获得更高的回报，只要这一切程序合法，便是天经地义的。

就吴长江本人而言，教训是刻骨铭心的。相较于吴长江应对资本的稚嫩，百度的李彦宏则要老练许多。李彦宏曾说过一句名言：“不要轻易将主动权交给投资人，在创业的过程中没有人会乐善好施。”李彦宏在百度创业过程中，同样因为多轮融资而导致自己股权在IPO之时仅持股20%，甚至还低于雷士照明IPO之时吴长江的持股比例。但是，李彦宏

持有的1股股票所包含的投票权是10票，而其他股东仅仅是1股1票，因而纵然他持股比例仅有20%，但他拥有的投票权超过半数，依然牢牢控制着企业。

吴长江本可以按百度的模式设计投票权，以强化自己的控制权，但由于雷士照明选择是香港上市，香港交易所不允许“同股不同权”存在，因而在关键时刻，吴长江无法保全自己对企业的控制。

于创业者而言，融资稀释股份也许在所难免，但对董事会席位的控制决不能掉以轻心，这是落实控制权的关键。否则，一旦资本方掌控董事会，创始人就可能变成任人摆布的工具。

雷士第四季：无底线的创、投战争

“暗战”升级成“明战”

2012年7月5日，一封来自“PE界从业多年的专业财经人士”的邮件，出现在了众媒体人士的邮箱里。邮件称赛富阎焱刻意逼吴长江去职，是创业资本圈中一个“坏的先例”。此外，邮件更为核心的内容，则指向阎焱涉嫌关联交易：

据多名机构人士透露，吴长江辞职公告发布前，阎焱亲自将该消息告知朋友和机构，并表示可以抄底雷士照明；吴长江辞职公告后，雷士股价果然迅速下跌，公告发布后，阎焱安排林和平（赛富合伙人）及身边的人去找持有雷士照明股票的机构，告诉机构雷士照明利空，他可以接盘雷士照明股票；阎焱多次在公开场合表示，谁放出雷士股票，他都全盘接收；阎焱严重违背职业操守。

很明显，该邮件矛头直指赛富阎焱，因而被外界解读成是吴长江方面或者至少是亲吴长江人士有意向媒体发出的信息。

从6月中旬“吴长江被带走调查”风声的放出，到7月初“阎焱涉嫌关联交易”传言的流出，双方“暗战”的意味已经越来越浓。

针对涉嫌关联交易的指控，阎焱公开回应道：“任何关联交易都可能涉及刑事犯罪。我做基金20多年，从来没有给任何证券公司打过（买卖股票的）电话。我不可能做这种给自己留把柄的蠢事。”

对于吴长江“被逼辞职”一事，阎焱回应称：“我5月23日在香港，突然接到吴总的电话，告知我被中纪委谈话，要求他协助调查他在重庆南岸区的一些事情。并告诉我他人已在香港，并有内部人告诉他要出国躲躲。所以他决定暂时不回国。接此消息，我马上通知了在香港和国内的董事，并让董秘和我们的律师富尔德联系。当时我们已经知道南岸区的夏书记被抓，我们一点不知道吴总的事到底是怎么回事。律师告知这是一个会影响股票价格的重大敏感信息，必须尽快知会联交所并披露。鉴于吴总被调查和短期内不回国，律师告知他已经失去履行董事和高管的法律责任的能力，必须要辞去雷士照明的全部职务……吴总本人同意辞去全部职务，并在辞职书上签了字。”

此外，阎焱还通过财新传媒的采访向吴长江喊话，称雷士照明董事会并没有对他“关上门”，要回来只需满足三个条件：第一，跟股东和董事会解释清楚被调查事件；第二，处理好所有上市公司监管规则下不允许的关联交易；第三，严格遵守董事会决议。

7月12日凌晨零点五十三分，吴长江通过微博对阎焱的指控进行了回应：“这两天有许多媒体都报道转载了阎焱先生允许我回雷士的三个条件。其实明眼人都知道他在批评我、攻击我：1. 说我对董事会隐瞒了真相；2. 说我有不当关联交易；3. 说我不尊重董事会。这三条罪证够大了，但我决不接受！”

关于被调查及辞职一事，吴长江进一步解释道：“5月20号我因公司2009年聘请了一位顾问而协助有关部门询问调查，出于对董事和大股东的尊重，我第一时间告诉了阎焱先生。5月21号阎焱告诉我，经董事们商量，一致要求我辞去董事长、CEO及附属公司一切职务，并要求我先回避一段时间。我就不明白，既然是董事们都已商量决定了，还让我解释什么？”

对于吴长江辞职一事，阎焱先后提出了两种说法：“经董事会与律师协商，律师要求其辞职”以及“主动辞职”，而吴长江自始至终都否认自己是主动辞职的，他认为阎焱“骗取”自己在辞职文件上签了字。

在双方各执一词的情况下，辞职真相已经变成了“罗生门”。虽然双方说法不尽相同，但可以确定的是，吴长江“出国躲一躲”成了他离开董事会以及双方矛盾公开化的导火索。

经过此番公开的交锋，双方之间的较量已经从“暗战”升级成了“明战”。

接下来，创业方与资本方之间一场更大规模的冲突一触即发。

7月12日白天，雷士照明在重庆召开名为“雷士集团高管会暨集团董事见面会”的闭门会议，资方代表阎焱、朱海等人与雷士员工高管层、经销商、供应商等见面，现场一度爆发激烈的冲突。

雷士员工在现场提出的诉求是：第一，改组董事会，不能让外行领导内行；第二，争取更多员工期权；第三，要让吴长江尽快回到雷士工作；第四，让施耐德退出雷士。雷士员工表示，如果阎焱和施耐德等股东不尊重员工意见，就会无限期罢工。

经销商提出的诉求是：第一，外行不能领导内行，吴长江回归；第二，经销商代表进入董事会，两个名额；第三，施耐德出局。如果董事会不同意上述三条诉求，则全体经销商要求雷士退货、清理库存，赔偿渠道建设费以及其他一切经济损失。

阎焱在现场表示，没想到大家对管理层、对施耐德意见这么大，又表示赛富的股权比施耐德高这么多，不会交给施耐德来管理雷士。对于员工及经销商的诉求，阎焱则表示没有办法现场做出明确回复，要按照董事会程序处理。现场人员坚决不同意，没有获得答复则不允许其离开会场。

最后，在当地政府部门的监督下，经销商、员工代表各提交了一份书面诉求文件，以及一份政府请愿书，股东代表阎焱当面签收文件，并承诺8月1日前回复，赛富及施耐德人员遂得以离开现场。

7月12日晚间，在境外滞留了近两个月的吴长江，从香港飞回了重庆。

令外界颇感意外的是，自7月13日起，雷士照明果真开始了激进的罢工行动，条幅、游行、口号等，不一而足。同时，经销商停止进货，供应商停止供货，吴长江阵营的“统一战线”显得空前团结。但是这些过激的罢工举动，遭到外界不少批评。

罢工发生后的7月16日，笔者曾给吴长江发了一条短信：“个人认为罢工的举措有点过激了，脱离了规则框架太远，反而会导致舆论对你的同情转向。”吴长江回复道：“罢工是下面的行为，我已经在阻止安抚，我也不希望这样下去。”

无论罢工举动是否由吴长江幕后导演，外界都会将这笔账算在吴长江头上，进而一个“草莽”的标签便永久性地贴在了他身上。

创始人的公司治理“把柄”

在“投资人赶走创始人”的舆论质疑之下，阎焱向媒体曝出了有关吴长江的一系列“猛料”细节，为自己行为的正当性背书。

其一，在董事会反对的情况下，吴长江强行将总部搬回重庆，这一行为可视为不遵守董事会决议。

其二，未经董事会同意，吴长江私自跟重庆南岸区政府达成协议，承诺规模做到100亿元，南岸区政府则批给雷士一块占地22亩的优惠土地，用来建雷士总部大楼。据财新传媒报道，吴长江只拿到了董事会同意其在重庆成立销售公司的授权，投资额度是2亿元。但重庆后来开出的条件是注册资金10亿元才能上报审批，还需在重庆投资建总部大楼，总部大楼到第五年产值需达到100亿元、税收5亿元，政府方可为此批地。阎焱称至今未看到与重庆政府签署的协议：“到现在为止，他跟重庆签的合约董事会都没有，他就一个人签了，而且盖了公章。”吴长江对此的回应是，董事会给了2亿元的投资授权，而重庆要求10亿元的投资额，于是自己擅自做了主张，在董事会只给了2亿元的授权的情况下，答应了重庆市政府10亿元的投资额，其中2亿元是雷士投资，另8亿元找第三方投资。这个行为有违背董事会决议的嫌疑。

其三，吴长江未将总部大楼地块放入雷士照明名下，而是放入了自己私人拥有的公司名下。这块占地22亩的土地，为吴长江私人控制的“香港无极照明有限公司”通过定向拍卖的方式以起拍价取得，土地款也由该公司支付，而非雷士照明支付。“他以前在重庆万州也就是这样。他背着董事会，在万州建了一个生产基地，为此当地政府给了他一大块优惠的地。他把这块地放到自己公司名下。”阎焱说道。

其四，雷士照明与吴长江的关联公司“重庆恩纬西实业发展有限公司”（以下简称“恩纬西”）存在关联交易。恩纬西并非上市公司雷士照明所有，却为雷士照明提供户外灯具的贴牌生产。吴长江的岳父吴宪明一度持有恩纬西接近50%的股份，据说，“吴长江岳父的公司至今还欠着雷士照明八九千万元”。吴长江回应道：“第一，关联交易公司是已经在上市的招股说明书中提过的，大家都是知道的；第二，目前指责我的，是关联企业拖欠了上市公司的一些品牌使用费，这是经济来往，他

们催我还钱，我咨询了律师，这并不违法，我没有挪用资金，他们可以起诉关联公司，但不能攻击我个人。”

其五，吴长江涉嫌私吞重庆政府给予雷士照明的2000万元奖金。随后，来自重庆市政府部门的消息是，政府承诺的2000万元奖金并未兑现。

迄今为止，雷士照明事件中对吴长江的所有指控，能“做实”的只有两条：其一，在董事会反对的情况下，吴长江强行将企业总部搬迁到了重庆；其二，吴长江背着董事会与重庆政府签署了投资协议。

从明面上来看，吴长江的确有不少违反公司治理规则的行为，这成了他被阎焱指责的“把柄”，就公司治理角度而言，吴长江犯规。

但就这两个“犯规决策”本身而言，究竟是对上市公司有利还是有害，有待进一步论证。至少，作为一个董事长兼CEO，通过搬迁总部、签署投资协议来获取政府向企业提供的优惠政策，是符合“整体上有利于企业”的决策初衷的。

至于在这个过程中，吴长江个人有没有中饱私囊、进行利益输送，干出损害上市公司利益的事情，当时赛富方面没有出示有力证据。

对于吴长江的态度，阎焱总结道：“我还是希望我们能够同舟共济。我欢迎他回来，从来没有不让他回来。只是，以后，关联交易一定不要做了。”

投资人的潜规则“隐秘”

阎焱公开指责吴长江违反公司治理规则，并且存在大量不当关联交易，对此外界一直认为，“游戏规则”是阎焱的优势筹码，因为他作为熟悉资本运作和法律规则的投资人，决不可能在公司治理层面留下把柄，因而阎焱可以站在道德的制高点，高调指责吴长江“违规”。

但没想到的是，7月底吴长江方面也向媒体抖出了“猛料”，直指赛富阎焱不但违背投资人的职业道德索取个人期权，而且赛富本身与雷士照明也存在大量没有披露的关联交易。

据雷士高层披露，赛富基金在2006年投资雷士照明之时，阎焱与另一位合伙人林和平，合计向雷士照明索取了3%的“投资人董事期权”。阎焱

随后承认确实获得了3%期权，但这是公司行为，而非个人行为，并且是赛富投资所有项目的惯例。

阎焱索取期权的消息一出，立即引发资本圈人士大量的私下非议，并称这是投资界的“行业潜规则”。

投资人董事索要期权，在规范运作的VC/PE机构其实是非常罕见的，赛富阎焱却说成是其投资所有项目的惯例，说明其行为跟主流做法背道而驰。期权通常是授予企业执行董事及高管的，投资人派出的是“非执行董事”，通常并不享有期权。因为投资人董事不参与企业经营，理当不能享受期权。

阎焱说这是公司行为，而非个人行为。不知阎焱所说的“公司行为”，是指VC基金还是指作为GP（普通合伙人）的管理公司？

如果“公司行为”指的是指VC基金的行为，则意味阎焱的个人期权是代VC基金持有，也就意味着该期权的收益要跟LP（有限合伙人）分成，VC基金额外拿到了3%的期权，等于是变相压低了企业估值。企业融资实际执行的估值是低于纸面约定的估值的，这对企业创始人来说是不公平的。

如果“公司行为”指的是身为GP的管理公司，则该期权收益或许不跟LP分成，意味着阎焱是以GP合伙人的身份变相向企业索取好处，既损害了企业创始人的利益，又损害了基金LP的利益。

LP将资金委托给GP设立基金，理论上GP的所有收益来源，只能来自于基金的管理费以及基金所产生收益的分成。GP拿了管理费又有收益分成，却还要额外向企业索取所谓“投资人董事期权”。

也许阎焱确实跟LP之间有就“投资人董事期权”的收益分配有约定，不存在损害LP利益的可能性。但阎焱的这种行为至少起了一个坏榜样，为合伙人的私下利益输送打开缺口，或者至少埋下了隐患，本该由LP享有的利益，被GP侵占了。这跟国内A股市场的PE腐败是一个道理，比如在基金之外，个人私下跟投，或者投资人以个人身份向企业索要好处（可以表现为股权，也可以表现为现金）。

除了“投资人董事期权”之外，雷士高层还披露赛富基金与雷士照明也存在隐蔽的关联交易。比如“中山市圣地爱司照明有限公司”及“重庆恩林

电器有限公司”，吴长江的岳母陈敏分别持有这两家公司40.9%及36.2%的股份，这两家公司被视为雷士照明的关联公司，并且在雷士照明的招股书中都有公开披露。雷士照明与这两家公司发生关联交易时，董事会表决吴长江必须回避。

实际上，这两家公司，不仅跟吴长江有关联，跟赛富基金也有关联。赛富基金董事总经理赵延超分别持有这两家公司19.07%及16.8%的股权，赵延超离职以后又将该等股权转让给了赛富副总裁杨建文。对于这种明显的关联关系，雷士照明包括招股书在内的所有公开文件，皆未见任何披露。在涉及这两家关联公司的交易决策投票时，吴长江作为利益关联人需要回避，而同样作为利益关联人的赛富基金董事则没有回避。

比如，重庆恩林以3.8亿元人民币出售资产给施耐德的交易中，按理雷士照明对关联公司的资产有优先购买权，但在雷士照明放弃优先购买权的董事会投票中，吴长江进行了回避，而赛富的两位董事则没有回避。如果赛富基金的董事不回避投票，是不是有可能产生利益输送呢？

此外，赛富基金原董事总经理赵延超，在将圣地爱司及重庆恩林股权转让给赛富基金副总裁杨建文的过程中，按照规则，这些股权雷士照明有优先受让权，但雷士照明并未发布公告是否放弃优先权。

总之，赛富基金在雷士照明的关联公司也存在大量的隐蔽关联交易，这为赛富基金私下利益输送、损害中小股东利益留下了隐患。

有意思的是，就在赛富基金被爆出隐蔽关联交易之时，阎焱此前针对吴长江所说的“只是，以后，关联交易绝对不要做了”，口风悄然变成了“关联交易，不是不能做，而是说，必须是透明的”。

另外值得注意的是，此前阎焱指责吴长江存在不当关联交易的公司，比如香港无极限、重庆恩纬西，赛富在其中是没有任何股份的；而赛富持有大量股份的关联公司，比如重庆恩林、中山圣地爱司，其隐蔽的关联交易，赛富阎焱则闭口不提。

对别人犯规就大肆指责，对自己打擦边球则闭口不言，阎焱的行为也被外界评论为双重标准。

吴长江二度回归的“落定”

虽说创始人与投资人在台面上的舆论交锋不断，但是台面下的私密谈判也在进行着。

就在雷士罢工的第二天（即2012年7月14日），雷士创始人吴长江、赛富阎焱和施耐德朱海三人展开谈判。吴长江在谈判中表示，愿意配合董事会要求解释关联交易质疑，但前提是施耐德的人必须离开。

在公开场合，赛富阎焱及施耐德朱海也都表示愿意和解，欢迎吴长江回归，以促成罢工平息、企业重归正常轨道。施耐德背景的CEO张开鹏也表示愿意离开雷士照明。

鉴于赛富及施耐德方面的妥协表态，外界一度对于吴长江重回雷士照明持乐观态度。但十天之后，对吴长江而言，谈判形势急转直下。阎焱、朱海态度皆产生微妙变化。

7月25日—7月26日，雷士照明董事会召开电话会议，讨论吴长江重返雷士照明一事，但两天下来各方未达成一致意见。

据了解，当时施耐德已经成为吴长江重返雷士的一个关键阻力，接近朱海的施耐德内部人士向笔者表示：“吴长江回来，施耐德的利益谁来保障？现在是玩心理（战）的时候，随便后退就是个死。”

据接近阎焱的人士透露，“阎焱一开始见到罢工吓坏了，过了几天就稳住了阵脚”。这种心理的变化，促使阎焱态度前后发生微妙转变。而施耐德方面则显得相对镇定，施耐德内部人士表示：“法国人，谁还没见过罢工啊？家常便饭。”

该内部人士表示，朱海之所以坚持强硬态度，主要是担心施耐德在中国的其他合资企业群起效仿雷士照明的做法，“如果旗下那么多合资企业有样学样，都照吴长江这种闹法，那可可怕”。

在此之前的7月24日，吴长江阵营获悉阎焱及朱海态度变化之后，公开表态将成立新的品牌另立门户。据称雷士照明36家运营中心已结成联盟，并且已经向重庆工商局申请成立新的企业，计划筹集10亿元资金运作新的品牌。

对于吴长江方面的行动，施耐德方面认为，这仅仅是对方的一种宣传策略，并非真的会付诸实施。“吴长江和36家运营商宣称做新品牌，无非

也是手段而已。那得看二级代理商有多少家跟风。”施耐德内部人士说道。而且，吴长江本人是无法参与新品牌的运作的，因为他本人跟上市公司雷士照明签署了《不竞争承诺》。

施耐德内部人士表示，并非不让吴长江回归，而是要在满足资方的条件下回归，更不是说资方会妥协答应吴长江方面提出的所有条件，“回归当然了，回归的条件才重要，吴长江的压力更大。阎焱和施耐德输得起，吴长江不行。他是赌命，我们不是”。

接下来的局势似乎越来越不受吴长江的控制。7月27日，雷士照明的各地运营中心负责人在广东中山举行新品牌的动员大会。对于经销商另立新品牌的主张，吴长江明确表态不支持，“我不清楚他们谁在背后策划，我也知道他们今天会在中山讨论新公司的事情，但我不会去参加”。

对于雷士的核心高管，吴长江也已经打过招呼：“他们现在都还在雷士，当然不能去管理其他品牌，这是要负法律责任的，他们都不会过去。”

面对经销商的行动，赛富阎焱的表态依然是一如既往的强势：“我们肯定不支持他们这么做，但是没有任何法律说，经销商不能做。你非要做，你去做，我们不在意。但是雷士就不给你做了。”

至此，吴长江与经销商之间的“统一战线”已经开始出现裂痕，经销商的主张已经成为脱离吴长江的独立主张。其实，此前经销商力挺吴长江回归雷士，除了道义层面的因素之外，更重要的是利益因素。因为36家运营中心担心施耐德全面掌控雷士照明之后，董事会将主导实施“削藩式”的渠道变革，废除36家运营中心，而在每个省培育几家相互竞争、相互牵制的区域代理商。

从当时的情况来看，参与一切行动的经销商，皆是以36家运营中心为代表的一级代理商，二级代理商并没有太多跟进。如果二级代理商都选择不跟进的话，那么36家一级代理商的行动就失去了力量支持。

吴长江也表示，运营中心的独立行动是他最为担心的情况，“雷士的优势在渠道，现在渠道却要成立新品牌，形势确实很危急，但我还是希望往好的方面想，我会继续去说服他们。”

7月27日，雷士照明停工员工与董事会达成了一项临时复工协议，员工决定在没有董事会任何书面承诺的情况下临时复工,并将阎焱对吴长江回归与否的最终答复时间从8月1日放宽到了8月10日。这可以视作是吴长江在某种程度上的妥协。

8月10日，阎焱没有如期给予确切答复，他表示：所谓的8月10日最后回复期限仅是经销商的要求，但自己并没有答应，何时回复要看在港交所的流程进展，港交所通知后才会发布公告。

8月14日雷士照明发布公告“董事会认为重新委任吴先生为本公司董事长及董事并不妥当”之后，作为某种程度的妥协，施耐德背景的李新宇、李瑞从雷士照明辞职了。雷士照明公告发布之后，吴长江立刻宣布“正在走程序要求召开特别股东大会”。这意味着双方进入了最后的决战状态：诉诸股东大会投票表决。

随后，双方在媒体上的口水战再次升级，企业也因供应商停止供货而濒临二度停摆的状态。吴长江以大股东身份奔走于各地，试图说服供应商恢复供货，但供应商开出的条件是，因为信不过现任董事会，可以恢复供货，但必须现金结算。

8月24日，雷士争端突然峰回路转，市场传出消息，称在政府官员的斡旋下，阎焱与吴长江重归谈判桌，并且于8月23日签署和解框架协议，吴长江将于雷士照明董事会流程完成之后，正式回归雷士照明。9月4日，雷士照明正式发布公告，吴长江重新回归。

雷士变局发展至今，已经基本尘埃落定。事发前后三个月，不仅仅是吴长江和阎焱的口水战，更核心的是雷士照明全体股东、员工、经销商、供应商的利益都受到了损害。未来祈望各利益相关方能够本着有利于企业发展的初衷，达成各自的利益平衡。

评论

雷士博弈的24个关键词

张立峰（莲山合伙投资总监）

1. 分道扬镳。中国有一句古话深得从商者的认同——合伙的生意做不长久。同窗合伙创业多数是“有善始、无善终”，好一点的结局是大家分道扬镳，差一点的结局是兄弟反目成仇。股东矛盾，向来是“公说公有理，婆说婆有理”，吴长江与另两位股东之间，究竟孰是孰非、谁对谁错，至今依然是个谜团。

2. 以退为进。吴长江定退出价格，就是他退出时拿8000万元，那么他当时肯定是有这个打算，就是如果真的回不去了，8000万元也就认了，拿钱走人。当然，如果说能够利用经销商的统一战线，策反成功，那么他就可以以1.6亿元的代价逼另外二位退出，清退股东，解决控制权问题。2005年净利润700万美元（5600万元），折算股东退出的价格大约4.3倍市盈率。这个博弈价格点，大概也算较低的，甚至略低于卖给毛区健丽的价格，对于原始股东也算是公允的数字。

3. 统一战线。吴长江的统一战线，就是和经销商的关系，这个是可以完成以退为进的前提，否则，他得另想办法。但凡是双方赚钱的企业的经销商们，虽然他们不是企业自己雇佣的人，但双方却有着紧密的合作关系，如果能够得到经销商的支持，就等于能够搞“政变”。在娃哈哈和达能的斗争中，宗庆后也用尽了经销商统一战线的妙处；同样，健力宝当年也和经销商建立了深厚的关系。这个关系，成了吴长江以退为进的有力武器。

4. 空城之计。在股东抽走资本之后，公司剩下一个空壳，处在最危险的时刻。老总肯定心急如焚，但是还是让人看出破绽来了。从这一点上看，吴长江落了劣势，可能也是因为人没钱的时候，的确没有底气吧。就像一个人，为了救孩子，无论多少钱都舍得，救命之钱，贵也得要。

5. 毛遂自荐。毛区健丽的介入，其实扮演的是一个全权的财务顾问的角色。可能还是因为吴长江在这方面不懂，了解的也不多，一个再牛的创业家，一辈子能做几个企业，融几次资，但是资本运作方，天天吃饭喝水一样玩这个，两者肯定不是一个量级的，信息不对称嘛。但是毛区健丽也做出了她应有的贡献。

6. 三国演义。吴长江找钱，找到了柳传志，他找人借钱给吴长江，这就是卡位，先挂个号，然后派自己的投资公司走尽职调查程序，但是时间可能拖3~6个月。吴长江心里没有底一定能够拿到这个资金，所以肯定是多手准备，毛区健丽是他的另一个路子。毛区健丽看到吴长江找到联想，所以也在急行军，攻山头，占高地，所以也卡了个位，通过第三

方借了2000万元给雷士。先锋队占了高地之后，当务之急是抢在联想之前，召集到后面的大部队。

7. 流血之士。雷士的底子，应该说大家都能觉察出不错来，问问经销商，查查之前的账，就能快速做一个判断。虽然失血过多，但是之前这个企业的底子还是不错的。这是毛区健丽快速判断企业和联想四平八稳走程序的差别之处，当然也许是与毛区健丽一直和雷士有交流、较知根底有关。

8. 雇佣之军。毛区健丽以及后面的“涌金系”掌门人魏东的妻子陈金霞、优势资本总裁吴克忠、个人投资者姜丽萍，他们三人合计出资400万美元（陈180万、吴长江120万、姜100万），都是以非正式机构的身份出现的。那么，毛区健丽和他们的关系紧密程度，或者是信任程度，或者是对项目的肯定程度，决定了他们是否出资、何时出资。文章中毛区健丽向出资人承诺，投入这400万美元可以获得雷士10%股份，但是有一个条件，他们三人的资金必须先以她的名义投入雷士，之后再将雷士的股份转给这三人，三人最终允诺。应该说，三个人都是生意人，感情不该是太多考虑的因素，所以三个人可能看到的是，这笔生意P/E低，项目也靠谱、划算，所以，他们愿意跟了，但是他们和雷士不够熟，而且可能毛区健丽有独家协议，所以他们只能借毛区健丽进雷士。

9. 偷梁换柱。毛区健丽投资到雷士包括服务作价的约994（实际为894）万美元，然后倒手给其他三人，这是整个事件的精彩之处。左手跟雷士谈894万美元占30%，右手跟其他人谈400美元占10%，这借别人的钱，给自己抬轿子，中间人必须要设置很多障碍给双方，否则自己没机会了。所以先总包，和雷士谈，然后再转身提价跟三个投资人谈，投资人接受，等于钱的事情妥了，自己留的20%股也升值了。

10. 先来后到。其实之前毛区健丽还借给了2000万元（250万美元左右）给雷士，则毛区健丽的494美元，其实等于有一半是债转股来的。这么说来，毛区健丽就是拿这么低的市盈率也不过分，因为毕竟是救命之钱，不可言贵。所以毛区健丽自己是两次入资，一部分是债转股，一部分是新追加。当然，毛区健丽先债后股，是一个渐进了解雷士的过程，同样另外一个叶女士的200万美元，就选择了在更后期时候，以更高的价格债转股。当然，叶女士风险更小，但是熟悉也是生产力，毛区健丽对雷士情况的了解，应该是好过叶女士，所以她抢先转股、投资。所以叶女士先来，却后到。

11. 再下一城。应该说，毛区健丽是做出了卓越贡献的，她引进赛富，等于给她自己的投资增值。这也显示出了她的真正价值，自己是能够把大块头的投资人拉进来的。反过来看毛区健丽的三步棋：2000万元卡位，994万美元占领高地，2200万美元再注入，帮助雷士完成了蝶变。所以毛区健丽虽手段“毒辣”，但是关键时刻，企业不能犹豫，要有决断，不能怕吃亏。先活下来更重要。

12. 盆满钵满。虽然毛区健丽是够狠、够精明，但是做这些融资，应该也是一个颇费成本的事情，所以不能简单地说这个人怎样怎样，毕竟在关键的时刻，帮雷士解决了问题。所以也该获得应有的回报。入股早，风险大，所以这生意也是艺高人胆大的生意，而且从2006年到2010年，这五年的时间不是每一个人都能熬住的。

13. 暗度陈仓。2008年8月雷士为了布局节能灯收购世通，吴长江不惜让出大股东地位来融得高盛3655万美元和赛富追加的1000万美元投资。借此追加投资，赛富以36.05%的股份超越吴长江的34.4%成为第一大股东，吴长江之所以敢让出第一大股东，说吴长江粗心大意可能太过草率了，或可能是他虽然缺钱扩张，但自恃拥有经销商渠道而足以号令天下，但不管怎样，由此也埋伏下了几年后吴长江出局的种子。

14. 木马之城。收购世通时，赛富已投资雷士两年之久，足以设计一个进退之策，进的话自然是上市，但是赛富持有的股份太多，如果二级市场出售，那得卖得“此恨绵绵无绝期”了，最好能找一个大个顶住然后再撤。赛富拉高盛直投进来，两家联起来唱双簧。而高盛直投都是以短平快的投资见长的，也就说明离上市不会太远了。

15. 接二连三。2010年5月雷士上市，各家皆大欢喜。而赛富还得和吴长江在一个锅里搅生活。控制董事会是控制公司的不二法门，而仅仅赛富和高盛两家，还不足以控制盘面，或许等了许久的施耐德才粉墨登场，这个过程中赛富肯定没有把所有的实话都说了。或许此时吴长江和赛富的关系还是甜蜜蜜的，但到此董事会里的席位2:4的局面，吴长江已经离输不远了。

16. 绝地反击。失去了对董事会的控制，是一个很严重的失误，而改选董事会，不知是吴长江没有能力去阻止，还是认为没啥大不了。但这时已不是谁是单一大股东谁就大的问题，而是比有多少同盟军的问题。施耐德入局后的一系列变化，吴长江肯定醒悟了也后悔了，这才开始借二级市场增持来夺回单一大股东地位。

17. 三振出局。吴长江醒悟后的斗争，虽没公开但是已经很激烈了。吴长江既在二级市场吸筹来增强股东地位，借此努力重新控盘董事会，又开始在家乡重庆加大投资，甚至将雷士总部搬往重庆，借此加强自己在雷士的控制力。但令人震惊的结果是，2012年5月，吴长江出局了，董事长换上了赛富的阎焱，CEO换成了施耐德的张开鹏。在国美的宫斗剧中出现的一幕似乎又再现了。这应该不是吴长江最初希望看到的局面。

18. 恨的根源。都说上市是企业的成年礼。这里的意思也许含有企业从此要像一个成年人，不管在何种诱惑和压力下，都要遵守社会的规范，承担起对各关联利益方的责任，而不能像以前没上市时那样，由着性子来，自己说了算，想怎么玩就怎么玩。阎焱认为企业是所有股东的，吴长江认为企业必须我说了算，不同的认识和相同的固执，导致了“你向左走，我向右走”的尴尬局面。

19. 私募浆糊。若以IPO为中间点，中国的私募股权投资（广义）主要集中在上市前阶段（Pre-IPO），西方发达国家的私募股权投资，包括风险投资（VC）和杠杆收购（LBO），则恰好分布到离IPO较远的两端。这主要是经济发展的阶段不同造成的，中国企业是青春期的困惑，西方企业是老病缠身的烦恼。中国企业大都是创始人兼大股东，当家并当仁不让；西方企业则股权分散，代理问题导致效率低下。连西方的并购大佬凯雷、KKR等在中国都改头换面做成长期的投资了，阎焱于理不一定错，但令他无奈的是，不知道大叔（投资人）要等多久，才能等到中国萝莉（企业家）心智成熟，能一起玩大人的游戏？

20. 鸡同鸭讲。阎焱代表的是西方的观念，企业是股东的，做事要规范，要遵守规矩；吴长江代表的是中国的企业观念，讲个人信义，常突破规则束缚，认为企业是自己辛辛苦苦养大的孩子，认为西方那套水土不服，太脱离中国的实际情况。这两种信仰，在两个不平行的时空里隔空较量。想到深处是拧巴。融资上市拿人钱，代价该付要付点，没人有义务提供免费的午餐啊。上市后，阎焱在“请君上咒，从此西天取经，勿再留恋凡尘”这件事情上肯定苦口婆心过，但是斯人终究不上套，这事也是伤不起啊。

21. 罗生门。在吴长江出局后，两方各祭法宝，各种热闹，阎焱提出“回归三条件”，主要意思仍然是要上套、要上道，但吴长江说我清白干净，根本没胡闹。然后吴长江就联合经销商、供货商乃至员工，大闹董事会、停产大罢工、撺掇高层离职、扬言另立山头，在经历最初的慌乱后，阎焱方稳住了阵脚，开始防守反击。吴长江连指阎焱内幕交易、

关联交易乃至索要期权，阎焱的解释勉强过关，在注重声誉清白的私募界，对关联交易和索要期权问题，也有各种不同的声音。对错与是非，就像各种流言在天上飞。

22. 能否回天。在董事会、企业经营团队和经销商三个层面，吴长江长期优势并不非常明显，董事会在2012年6月19日的重新选举，继续延续了此前赛富和施耐德联合优势的格局；而企业经营层面，就看施耐德们和吴长江各自能争取到多少的中高层管理者了；在经销商层面，如果经销商拥戴吴长江，另立山头，除了威望入股，吴长江能拿出多少资本，统领各路诸侯？是继续做汉武帝，还是被各路诸侯挟持，成为忍辱负重的汉献帝，在夹缝里寻找重振雄风的机会？跟诸侯闹革命有没有那么美好？还是乖乖回来上套？To be or to back，这也是个问题。

23. 各有所失。所谓“神仙打架，凡人遭殃”，在这场多回合的宫斗戏里，最受伤的还是那些中小股东、供应商、经销商、员工等相关利益方。尽管吴长江如愿以偿地重新执掌大权，但大家也看到了他玩的各种无底线超限战，眼看着雷士销售额、利润和股价往下掉。而阎焱强硬地对待创始人，可能会令其他创业企业家的心里蒙上阴影，担心自己也有和吴长江一样被投资人踢出局的一天。这种“创一代”的恐惧将会影响创业方和投资方的合作默契。总之，多种原因凑到一起导致“雷士变局”一案的发生，相关各方都该提高认识，引以为戒。

24. 渔翁得利。两虎相争的结果，却往往给了坐山观虎斗的旁观者以机会，稳健发展的苏宁就在国美内斗的时候，闷声做自己的生意，终于反超国美，成为业内老大。吴长江回归基本已经尘埃落定，但雷士能否快速解决内部矛盾，目前还说不准。缺钱曾是吴长江的宿命，但是吴长江靠输血并购，激进有余；吴长江对董事会控制不吸取教训，疏忽大意，在有弱点的时候连走错棋，终导致大权旁落。

附文

赛富阎焱投资雷士照明的五大隐秘

苏龙飞（《新财富》记者）

背景说明

1. 下面披露的细节，是《雷士照明：股权连环局》中所未披露的。
2. 这些细节信息是吴长江2012年8月16日接受笔者的采访时披露给笔者，之后笔者就相关事实细节采访了阎焱、毛区健丽、黄少康等当事人，并进行了逐一核实。
3. 笔者公布这些细节，只想作为风险投资的案例，就项目投资的操作细节进行探讨，帮助创业者未来与投资人打交道时多一份经验、少一些损失。

隐秘一：阎焱在关联公司的持股是白拿的？

2006年，赛富入股之前，吴长江在雷士照明之外，与经销商合股设立了两家公司“恩林电器”、“圣地爱司”。吴长江是从雷士照明拿了一笔钱作为出资额，但企业工商登记的持股人是吴长江个人。2006年8月，赛富2200万元入股之时，要求在那两家关联公司也必须享有相应比例的股份。最终的结果是，吴长江出让了“恩林电器”、“圣地爱司”数额不等（大约16%~19%）的股权，由赛富内部员工赵延超接手。

吴长江的说法：

“他进来之前，我在外面已经有两个关联企业了，我用的是雷士的钱，以我个人名义投资的。因为当时雷士是我个人的，雷士的钱就等于是我的钱嘛。那两家公司的股份他当时也强制要，说这是公司投资的，（投资关联公司的钱是）应欠公司的款，跟我争这些。后来有人告诉我，那两家公司其实可以撤掉的（不用给股份给他的）。当时我不懂，我也不想跟他们搞得太僵，刚刚进来，还是团结为好，我就把我在关联公司的股份按比例让给他们了。

“8月1号嘛，这个事情曝光了嘛，他就认为是我说的，是我把这个事情捅出去的。这个钱，我敢说基本上是他们自己装口袋了，绝对没有进LP（有限合伙人）的口袋里。电工（注：指恩林电器作价3.8亿元卖给施耐德的资产），他已经套了几千万走了。LP知不知道这个事情？”

向阎焱的核实：

阎焱：因为三家企业当时都是吴长江个人持有的，我们当时是打包估值的，这2200万美元，我们在雷士照明要占多少股份、在恩林电器要占多少股份，在圣地爱司要占多少股份，当时签署的是一篮子协议。

《新财富》：这2200万美元的资金是仅仅打到了雷士照明账上，还是分别按比例打到了三家公司账户上？

阎焱：2200万美元的资金是打到了雷士照明的账上，因为三家企业都是吴长江的，钱到雷士照明账上，吴长江（把这些钱）在内部怎么分我就知道了。

《新财富》：现在在两家关联公司的持股，是GP（普通合伙人）持有还是个人持有？

阎焱：GP持有。

《新财富》：这两家关联公司的收益，要跟LP分成么？

阎焱：要。

《新财富》：分成比例是多少？

阎焱：五五分成。

《新财富》：那这个的分成比例就跟基金的收益分成比例不一致了啊（注：一般VC基金的收益，GP得20%，LP得80%）。

阎焱：哦，不对不对，我记错了，我记成期权的分成比例了。关联公司的收益，还是按照基金的收益分成比例。

《新财富》：如果按照基金的收益来分配的话，为什么关联公司不干脆也由基金来持股呢？而要GP个人来持股呢？

阎焱：基金是外资的，如果基金持股的话，就要做成中外合资企业，处理很麻烦，所以就以中国公民的身份来持有了。

技术讨论：

1. 赛富阎焱索要求关联公司股份的理由充足否？
2. 吴长江是否能够拒绝赛富阎焱的要求？
3. 如果吴长江真不想给股份，应该如何做？
4. 这种关联公司的持股安排，收益真如阎焱所说是按照基金的利益分配规则分配？

专业分析：

还原事情的过程，应该是赛富基金投资雷士照明时，在尽职调查的过程中，发现吴长江用雷士照明的钱以个人名义在外面设立了公司，然后创、投双方就此事的处理产生了争议。

双方的分歧在于，吴长江将另外两家企业视作独立的公司，可以不用给股份；而赛富阎焱将这两家公司视作雷士照明的控股子公司，因而投资额理当要在另两家公司占有股份，于是就要求自己对于雷士照明的投资也视同投资了关联公司，并占有相应股份。

吴长江设立这两家关联公司的行为，实质上是从雷士照明借了钱，然后以个人身份在外面设立了新公司，在会计处理上也是体现为股东借了公司一笔钱。从法律角度而言，涉及股东抽逃资金，只是当时吴长江是雷士照明的唯一股东，从企业拿钱未侵害其他人的利益。

投资人发现这种情况之后，从法律意义而言，合理的处理方法应该是怎样的呢？

第一种方法：按照吴长江个人欠雷士照明的钱来处理，吴长江将欠款还给雷士照明，并且计算该等金额的相应利息。

第二种方法：吴长江将其持有的新公司的股权（即出资额），用来抵债还给雷士照明，这样那两家关联公司变成雷士照明的子公司。

吴长江主张按照第一种方法来处理，赛富阎焱不同意，但赛富阎焱也没有按照第二种方法来处理，而是按照一种不合常理的方法来处理：三家公司在法律上继续保持相互独立，但在本质上视同那两家关联公司是雷士照明的子公司，因而，赛富基金2200万美元投资额在雷士照明占有多少股份，就必须在那两家关联公司折算相应的股份，由吴长江在关联公司的持股中拿出相应比例补偿给赛富。然而，吴长江在关联公司出让出来的股份，不是由赛富基金接盘，而是由身为基金管理人的GP接盘，GP又找一个内部员工来代持。

为什么赛富阎焱要采取这种复杂的处理方式？按照阎焱的说法，基金是外资的，基金持股的话那两家关联公司就要改制成中外合资企业，处理起来很麻烦，所以就以中国公民的身份代持。

阎焱这个说法同样很奇怪，如果怕麻烦的话，为什么不直接按照第二种方法来处理呢？恢复成雷士照明控股那两家关联公司，赛富基金直接在控股母公司层面持股，一切简单明了，也完全避免了关联公司改制成中外合资公司的繁琐。

如果如阎焱所说，GP只是代持，收益依然要按照基金的规则分配给LP，那就更应该按照第二种方式来处理，将关联公司合并到一个控股体系中去。如今，不由基金直接持股，而要GP持股，更为合理的解释便是，便于GP的私下利益输送。GP私下控制的公司，完全可以向LP隐瞒，收益也可以全归GP所有。

以上是从法律处理的角度来说，下面再从风险投资的估值角度来说。

从公开的层面说，赛富基金2200万美元是针对雷士照明的投资，估值也是基于雷士照明的估值进行。

如果吴长江事先对企业进行分红（当时他是唯一的股东，分红的钱也全归他），再用分红的钱抵消从公司借的款，这样就完全能够结清跟雷士照明的债权债务关系，而且这个过程无需走现金，这只是一个会计处理的过程。

这样做是否会影响到投资估值？按道理，分红分走了，企业净利润就少

了，那么企业估值就要相应下降。

但赛富基金对雷士照明的估值，是基于未来预期利润进行的，而不是基于历史净利润进行的。据吴长江所说，赛富投资雷士时设立了2006年1200万美元的业绩对赌，当年他完全实现了业绩目标。换句话说，只要未来的利润指标达到了，就满足了投资人的投资额对应的估值条件，那么赛富基金就完全没有理由去索要吴长江在关联公司的股份，除非赛富额外掏钱。

从这个意义而言，赛富阎焱在雷士照明关联公司的股份是白要的。

由此可见，在这个事件的处理上，阎焱并非如他一贯所宣称的“按法律来，按规则来”的主张，甚至在投资基金的运作上，自己主动留出可能形成利益输送的“后门”。何时按法律规则处理，何时抛弃法律规则，全要看怎么处理符合他的利益。

赛富阎焱所持有的关联公司的股权，收益是否真的会跟LP分成？阎焱说的只是他的一面之词，缺乏证据确认。从基金运营的技术操作来看，对那两家关联公司的持股是游离于基金持股体系之外的，而且赛富基金的出资额从未有一分钱到达过那两家关联公司账上。所以，从理论上来说，如果GP不向LP披露的话，没有任何LP能发现GP对那两家关联公司的隐秘持股。在这种情况下，向LP披露与否，就要考验阎焱作为GP的职业道德了。

据吴长江所说，赛富阎焱在雷士照明两家关联公司秘密持股被曝光之后，阎焱跟他就再也没有电话联系过了。

隐秘二：阎焱口头答应提供过桥资金后又反悔？

事件概述：

2005年年底雷士分家，两个股东从公司抽走1亿元，余款6000万元在半年内付清，付款的最后截止时间是2006年6月30日。赛富入股之前，阎焱与吴长江见面，阎焱口头承诺提供6000万元过桥资金给雷士照明，作为救急，用于支付给分家的两位股东。但是最终阎焱没有兑现其口头承

诺。

吴长江的说法：

“阎焱投资之前在深圳五洲大酒店承诺我，在2006年6月份给我6000万过桥，因为我要还另外两个股东的钱，如果我不还钱，他们会来拍卖我的公司、拍卖我的商标，等等。到了5月底、6月份，阎焱一直都没有给我，一直都没有提这个事情。我被迫低价卖股给毛区健丽还有夏雷他们两个人。我卖了3亿股，当时按两毛四卖的，一共7200万，我是要用这个钱拿来还给两个股东的。这是阎焱说话不算数。”

阎焱的说法：

“我从未承诺过这种事情。”

向毛区健丽核实：

毛区健丽作为当年将赛富阎焱引进雷士照明的中间人，应该知道阎焱是否口头承诺过过桥资金。《新财富》记者致电向其核实，毛区健丽听到记者的问题之后，直接说“我不参与这个评论”，然后就挂断了电话。

技术讨论：

1. 阎焱是否真的曾经承诺过？
2. 如果承诺过，为什么不兑现？

专业分析：

这种口说无凭的东西，如今已经变成死无对证。但从项目投资的角度进行理论分析，则可能存在这样一种谈判策略：先口头承诺稳住对方，然后设法拖延。当时吴长江缺钱，面临现金流断裂，投资人肯定会有这样的考虑，资金给他会不会打水漂？即使是借钱，也有可能对方无力偿还。但是投资人又隐隐觉得，这可能是个潜力项目，还是先观望一下吧。如果他能自救过来，我就投钱进去，如果不能自救，正好我也避免了投资风险。而在这段观望的时间中，以什么合理的理由来拴住对方、稳住对方呢？所以就口头承诺提供过桥资金了。口头承诺了过桥资金之后，一边拖着，一边做尽职调查。等到吴长江已经自己解决了这笔资金的燃眉之急之后，正好也不用兑现了，证明他还有自救能力，后期的入股投资风险也就大大降低了。

隐秘三：阎焱拒绝债权人实施债转股？

事件概述：

2006年3月，在赛富投资雷士照明之前，柳传志介绍其朋友黄少康（其妻叫叶志如），通过其持有的离岸公司正日（BVI），借了200万美元给雷士照明用于应急周转，并且协议约定有权进行债转股。但后来赛富入股，黄少康准备同时实施转股时，赛富阎焱拒绝了。吴长江觉得，黄少康在他最为困难的时候在资金上支持了他，而今度过了危难却要把资金退还给他，不给转股，在情义上对不住黄少康，于是吴长江答应他个人为黄少康实施债转股。接下来，公司将钱原额退还给黄少康，黄少康再将该资金按同等条件从吴长江个人手中买股份。吴长江一共支付了5000万股给黄少康，占当时的股份比例3.21%。

吴长江的说法：

“实际上阎焱投进来以后，我的公司生产经营已经正常了，只是资金有点紧张。真正救我的是柳传志的一个朋友，叫黄少康，他借了200万美元给我，他用的是叶志如的名字出现的，黄少康是正日资本的。就是因为这200万美元，后来阎焱的钱进来之后，他们要还人家的钱（只退钱，不转股）。我当时就说，这样做人不地道，过河拆桥。后来我就跟他争，在股东会上吵。当时按协议是，如果联想进来，黄少康可以按照联想的价格打85折入股。当时联想没进来（他们就不同意转股），这就是他们所谓的契约精神，这就是不地道。所以我就不允许，坚决不允许，我说人家是来投雷士的，不是借钱给我的，必须要给股票给他。最后他还是不同意嘛，说要给你自己给。我是忍气吞声我自己给，给了5000万股给黄少康。后来因为说好按85折转股的，所以我又额外给了800万股给他。这800万股是我上市之后按招股价2.1港元折算成现金给他的。”

向阎焱的核实：

阎焱：这是吴长江跟别人之间的事情，与我们没有关系，我们事先也不知情。

《新财富》：这不是一笔小金额，而且跟公司有关，怎么会不知情呢？

阎焱：我们当时还在进行尽职调查，不知情也很正常。

《新财富》：如果尽职调查没有搞清楚这个，是不是意味着尽职调查没有做到位呢？

阎焱：我们不可能把所有情况都调查清楚。

向黄少康的核实：

黄少康：这个事情，我只能说，（吴）长江没有说谎，阎焱肯定也是知情的。

技术讨论：

1. 阎焱为什么不同意黄少康转股？

专业分析：

赛富阎焱说不知情，尽职调查没查到，这似乎站不住脚。吴长江从公司借款在外面设立关联公司，尽职调查都查到了，而公司从外面获得的借款反而就没查到？这些资金往来都会在公司会计账目上反映出来，何来没查到呢？此事可以作为佐证的是，吴长江向黄少康妻子叶志如持有的正日（BVI）支付股份，在雷士照明招股书上有明确记录。

如果一定要较真，阎焱坚持拒绝黄少康的转股要求，站在法律契约角度而言也站得住脚。因为黄少康的债权转股有个前提条件——如果联想投资进来——这个前提条件没有实现，所以拒绝黄少康转股也不是不可以。

从投资技术分析的角度而言，重点不在于阎焱是否撒谎，也不在于阎焱该不该拒绝，而在于为什么要拒绝黄少康的转股要求。

首先，黄少康的200万美元至少要按照赛富投资的同等条件转股，而且，由于黄少康的资金进入得更早，甚至按85折转股也算公平。但是，按这种条件转股的话，赛富基金的持股比例肯定要被稀释，他为了确保自己的股权不被稀释，不同意转股也就预料之中了。而如果让吴长江个人来给黄少康转股的话，股份稀释就完全转嫁到了吴长江个人头上，赛富基金的股权比例不会有任何的稀释。

财务投资人之精明，一分一毫都会算计得清清楚楚。

隐秘四：阎焱从不平等的对赌协议中受益？

事件概述：

2008年，高盛向雷士照明投资3656万美元（B轮赛富基金跟投1000万美元），高盛入股之时也曾签署基于业绩的对赌协议，但是这个协议签署得有点奇怪。业绩指标达到了，高盛奖励的股份由所有老股东共享，如果业绩指标没达到，赔付给高盛的股份，则完全由吴长江独自承担。之所以会签署成这样，是因为赛富基金作为老股东，不愿承担赌输了支付股份的代价，但赌赢了又想分享股份收益。（注：雷士照明A、B轮融资，签有两份对赌，但是在雷士招股书中只是一笔带过了，未有详细披露对赌详情。）

吴长江的说法：

“软银赛富进来了，我们就是一家人了，高盛再进来的时候，我们也有一个对赌。是不是我该跟阎焱一起跟高盛赌？他说企业是我在经营，不是他在经营。好了，他这么说也行。如果利润指标达到了，高盛奖励的股份全部归我个人所有，输了也是全部由我个人赔，这就公平。但是，不是这样，赢了，老股东共享，输了，我个人承担。

“我为什么签了？一个是2008年那年我自己有信心、有能力把业绩做好，所以我什么条件都没在乎，我就答应了。第二个，如果当时高盛不进来，就是我们俩在董事会吵架。尽管条件是不对等的，但是我还是签了。”

向阎焱的核实：

阎焱：我们只是说，你做不到就别签，要签你自己去签。如果要我参与对赌的话，是不是我也应该拥有管理权呢？

《新财富》：原理上是这样，投资人跟创业者之间的事情，但是如果赢

了全归创业者，输了也是完全由他承担，这才公平啊。

阎焱：你懂不懂什么叫对赌？

《新财富》：不就是基于业绩的股权调整么？

（对话陷入僵局）

《新财富》：那我再跟您核实一下事实，存不存在么一份对赌协议呢？

阎焱：不存在。这些陈年旧事，现在还拿出来扯。你TM签了就得认啊，我们是做商业交易，不是做慈善。

技术讨论：

1. A轮投资人参与的B轮融资的对赌条款，常见么？
2. 如果B轮融资的对赌条款，A轮投资人也要参与，一般会如何约定？

专业分析：

按照风险投资的惯例，企业的B轮融资所设立的对赌条款，是创业者以及A轮投资人共同跟B轮投资人进行对赌：如果业绩目标超额完成，B轮投资人所奖励的股份，由A轮股东及创始人股东共享；如果业绩目标未实现，则由创始人股东与A轮股东共同向B轮投资人赔付股份。

当然，A轮投资人也可以彻底不参与，让创始人与B轮投资人独立去签对赌；如果要参与的话，那在条款上就是应该是A轮投资人与创业者“风险共担、收益共享”，不应该签出只享收益不担风险的条款。

按照国内的法律逻辑，权利义务不对等的条款，是被视作无效条款的，但雷士照明的对赌条款是在离岸签署的，不适用中国法律。

既然，吴长江事先已经知道这个条款是不平等条款，投资人并没有隐瞒实情，而且自己在明了的情况下也签了，那也只能认了。

隐秘五：吴长江替公司的垫资阎焱拒绝返还？

事件概述：

雷士照明上市前夕，第三大股东吴建农（持股14.75%）因为跟公司之间的账务纠纷，要求从雷士照明获得2000余万元补偿，否则作为股东不会在上市文件上签字。为了促成上市，吴长江在获得阎焱口头承诺的情况下，先个人代垫资金返还给吴建农。事后，吴长江向公司索要该笔代垫款时，阎焱拒绝返还给吴长江。

吴长江的说法：

“公司2010年上市，吴建农因为公司财务、账务上的事情扯皮，非要公司补他2000多万，不补他就不签字。我呢，当时看不惯，说实在的，我说不就2000多万嘛，上市后我们的身家都是十多个亿二十亿，这2000多万算什么呢？我就劝吴建农，我当时说了一句话，我说签字嘛，公司不给你我给你。我就说了这一句话，后来他们抓住我这个话，‘你承诺了给他啊’，要我来给，后来我说凭什么要我来给他？我给不给是我的事情，但我没有义务和责任要给的啊，对不对？我在阎焱办公室，阎焱说，老吴你给之后，到时候看怎么从公司里面返给你吧。后来一分钱没补，我找他，他不认账，他说他没说过。我气得要命。没有经过他的同意，我根本拿不回来这个钱，自从2006年赛富入股以后，公司在财务上就是双签字模式，而且CFO谈鹰是他派出的，还没入股就已经派过来了，一直到现在都是，我动用任何一分钱他都知道的。后来吴建农也对他不相信，吴建农跟他谈话还要拿录音机带在身上的。他就是这样，你看50多岁了，他真的可以说话不算数的。而且当面撒谎。”

阎焱的说法：

“我对这个事情从不知情。而且没有经过董事会决议的事情，我不可能认可的。假设你是企业股东，你私下跟谁做了承诺，是否也要公司来承担呢？”

专业分析：

按道理，这是吴建农与公司之间的纠纷，应该由公司出面去跟吴建农协商解决，跟吴长江个人无关。只是，吴长江一时仗义，以个人身份将责任揽了下来，结果又吃了个哑巴亏。

当然，阎焱可以以没有董事会决议为理由，坚持公司不将该笔资金返还给吴长江个人。但是阎焱说他对这个事情不知情，显然是站不住脚的，股东不签字，影响公司上市，他作为当时的第一大股东，能不知情？

还有另外一层考量是，如果将这笔2000万元的资金返还给了吴长江，则意味着上市公司的净利润少了2000万元，假设按照15倍市盈率计算，市值损失将可能是3亿元。

第3章 永乐电器：对赌的恶果

永乐电器之所以成为一个标志性的案例，不仅因为身为行业老三被行业老大吞并所造成的轰动性，更因为这是中国商界第一个因创始人与资本方对赌失败而失去企业的案例。

如果不是因为自己与摩根士丹利的对赌注定要输，他决不至于吞食将企业卖给黄光裕的苦果。陈晓，这位人称“铁算盘”的上海精明商人，最终没能躲过这出“资本劫”。

2006年7月25日晚19点30分。

市场疯传的“中国家电连锁最大并购案”，终于在国美董事长黄光裕与永乐董事长陈晓联合举办的新闻发布会上揭开了谜底：国美电器以52.68亿港元的代价（股票+现金）全资收购永乐电器。

永乐电器，这家在国内排名第三的家电连锁企业，在香港上市不到一年

时间，即宣告被行业老大收购而退市。

发布会现场，主席台背景板上打出的字眼是“国美+永乐= ∞ ”，这显然为了照顾永乐主帅陈晓的面子而采用的委婉措辞。但是，无论使用怎样的措辞，都改变不了陈晓必须将企业拱手交给黄光裕的这个事实。失落、沮丧、心有不甘，应该是陈晓此刻的心情写照，但是在发布会现场，摄影记者们自始至终都未捕捉到他的内心活动，他表现得一如既往的从容。

永乐电器之所以成为一个标志性案例，不仅因为身为行业老三被行业老大吞并所造成的轰动性，更因为这是中国商界第一个因创始人与资本方对赌失败而失去企业的案例。如果不是因为陈晓与摩根士丹利的对赌注定要输，他决不至于面临将企业卖给黄光裕的结局。

改制初创

陈晓，1959年出生于上海市南汇县（今属浦东新区），媒体对于他的身世勾勒，总是离不开“幼年患病（小儿麻痹症）、少年丧父、中年丧妻”等表述，进而试图梳理出他的成长环境与他日后商业作风之间的因果关系。

与向媒体不厌其烦讲述其身世不同的是，对于永乐电器的历史渊源，陈晓似乎总是采取刻意回避的态度。在陈晓的“年历”中，永乐电器是从1996年开始，而且他是无可争议的创始人。

其实，永乐电器的前身可以追溯到20世纪80年代。当时陈晓在国营性质的上海市南汇县供销社工作，供销社下面有个经营单位叫“南汇县家电批发站”。1990年这个家电批发站更名为“永乐家电批发总公司”，这便是日后在上海雄踞一方的“永乐电器”的前身。

据说20世纪90年代中期以前，永乐家电批发总公司是上海的明星企业，总经理杨秋平也是上海的明星人物。同一时期，陈晓仅在该企业担任副总经理。1994年前后，受房地产市场走红的影响，杨秋平动用公司所有资产以及银行贷款大量购买房地产，1995年房地产市场开始低落，公司大量资金被套房地产，企业陷入亏损困境。

1996年，身处困境之中的永乐家电批发总公司，以减轻政府包袱的名义顺势实施民营化改制，由此企业成为杨秋平、陈晓等管理层私人拥有的

民营企业。

据说，永乐家电总公司改制过程中管理层所付出的代价很小，主要是承诺承担原企业所有的债务。对企业职工工龄买断所支付的补偿也相当有限，每人仅2000元～8000元不等。

完成改制之后的永乐家电总公司，其实际掌控人依然为原总经理杨秋平。后因内部派系斗争，创始人杨秋平被以陈晓为首的派系在不到一年时间内架空，并被迫离开永乐电器。

或许是因为永乐改制的某些隐秘，或许是因为陈晓不愿自己与杨秋平曾经的往事被外界知道，所以陈晓日后有意识地将改制前后的永乐进行切割，留给外界的印象便是：永乐电器是1996年创立的，陈晓是创始人。

对赌扩张

完成改制之后的永乐电器，开始走上了真正意义上的稳健发展道路。与国美、苏宁的全国性扩张不同，以陈晓作为上海人的谨小慎微、精打细算性格，永乐电器重点在上海地区发展。在上海家电连锁市场，永乐电器一直保持着60%以上的市场占有率，其上海拥有的门店数量，比其他家电连锁品牌加起来的总和还要多。

即使之后永乐电器开始实施向外扩张，也仅仅是局限在江苏、浙江等华东片区。2002年开始，国美与苏宁逐渐加大了全国性跑马圈地的力度，为了对抗国美和苏宁，永乐与北京大中、河南通利、山东雅泰联合组建了“中永通泰联盟”，其核心在于集中四家的力量打包与上游供应商进行采购谈判，以获得与国美、苏宁同等的进货价格优势。

中永通泰联盟作为“采购共同体”的同时，也达成了划定势力范围的“互不介入”协议，即不得在各自的市场领地开设连锁卖场，这就使得包括永乐电器在内的各成员地域特征更加明显。

进入2004年后，国美与苏宁明显加快了全国性跑马圈地的步伐。国美与苏宁双双提出年内全国新增100家连锁店的计划，这给仅有72家连锁店的永乐电器以巨大压力。如果永乐电器不能跟上这个扩张速度，与国美、苏宁之间的市场份额差距将会越拉越大。基于这样的竞争背景，陈晓也定下了2004年全国连锁店总数150家、销售额200亿元的目标。

在2004年家电连锁市场“市场份额第一位、盈利能力第二位”的竞争格局下，跑马圈地的能力取决于各自的财力。相比而言，国美与苏宁先后在港股及A股实现上市，打通了资本市场的融资渠道，因而有力支持了各自的市场扩张。

而未实现上市的永乐电器在资金供给上则困难多了，为了配合自己的市场扩张，陈晓转而开始寻求私募股权基金（PE）的支持。

经过大半年的洽谈，永乐电器最终于2005年1月获得摩根士丹利及鼎晖的5000万美元联合投资。其中，摩根士丹利投资4300万美元，占股23.53%；鼎晖投资700万美元，占股3.83%（如图3-1）。

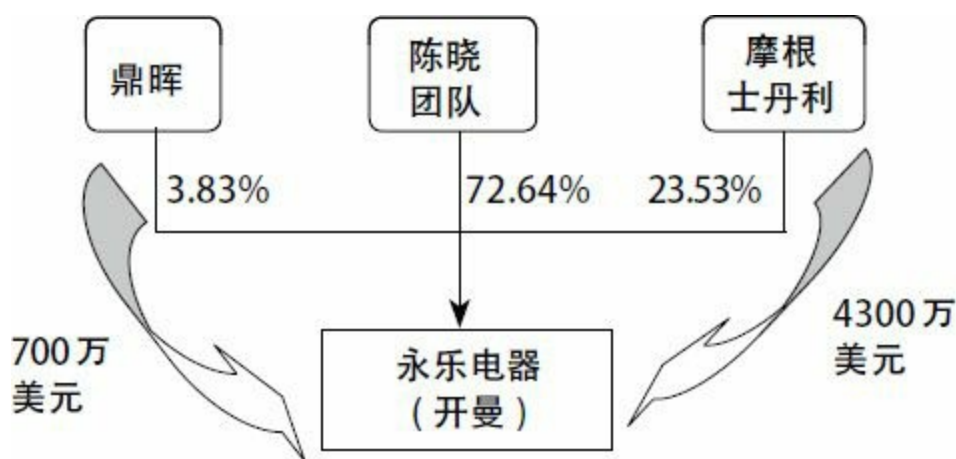


图3-1 永乐电器获私募融资

注：此股权结构仅为示意图，实际结构更复杂。

正是这次融资，让陈晓与包括摩根士丹利及鼎晖在内的资本方签下了一纸“对赌协议”，规定了永乐电器2007年净利润的实现目标，陈晓方面则需要根据实现情况向资本方出让股权或者获得股权。双方的约定具体如下：

其一，如果永乐电器2007年净利润高于7.5亿元，则资本方需无偿向陈晓团队支付3%的股权；

其二，如果永乐电器2007年净利润介于6.75亿元～7.5亿元之间，则双方

不发生股权支付；

其三，如果永乐电器2007年净利润介于6亿元～6.75亿元之间，则陈晓团队需无偿向资本方支付3%股权；

其四，如果永乐电器2007年净利润低于6亿元，则陈晓团队需无偿向资本方支付6%的股权（注：永乐上市后因股权比例摊薄，该数字对应为4.1%）。

从表面上看来，这很像是双方围绕着企业盈利目标进行的一场赌局，陈晓实现了目标就能赢股权，未能实现目标就要输股权。其实，这并不是普通意义上的赌局，而是基于企业未来盈利情况进行的股权调整。资本市场通常以盈利能力作为衡量企业价值的指标，即利润越高企业的价值就越高，在资本方投资额既定的情况下（比如5000万美元），企业的价值越高，投资额对应的股权比例就越低，反之，企业的价值越低，投资额对应的股权比例就越高。

所以，如果永乐电器净利润高的话，投资人所占的股权比例理应更低，而永乐电器净利润低的话，投资人所占的股权比例理应更高。陈晓与资本方之间的股权调整，正是基于这样的原理进行的。

陈晓要想在这场赌局中不赔股权，意味着他2007年至少要完成6.75亿元的净利润指标。问题是，摩根士丹利设立的利润指标是否合理？永乐电器2002年至2004年的净利润分别为2820万元、1.48亿元和2.12亿元，显然这个盈利水平与6.75亿元的目标还差得太远。而摩根士丹利的理由是，永乐电器过去几年的净利润增长一直保持在50%以上的速度，按照这样的速度计算，2007年实现6.75亿元的目标不存在太大的困难。

而陈晓之所以敢签这纸协议，大概因为他自信地认为，企业可以继续保持高速增长并顺利实现盈利目标。况且，精明的陈晓还在对赌协议中加上了一条有利于自己的保障性条款：如果投资人的最终回报达到初始投资额的3倍，即使未来利润目标未达到，陈晓方面也无需支付股权。

然而，陈晓在签这纸协议时，错误地预估了行业的发展形势，导致日后他不得不吞下这纸协议带来的苦果。

回天乏力

获得融资之后的陈晓，明显加快了在全国扩张的步伐。一方面强势扩张自营连锁店，另一方面大肆收购同行。2005年5月至7月之间，永乐迅速收购了河南通利、厦门灿坤、厦门思文等地域性家电连锁品牌。

2005年10月14日，永乐电器登陆香港联交所完成IPO，融资超过10亿港元。

但是，在企业上市的表面光鲜背后，陈晓开始明显感觉到经营寒流的到来，其跨地域扩张的困局开始初现端倪。上市一个月之后，永乐电器无奈对外承认“外地发展不顺”的事实。其2005年全年净利虽然由2004年的2.12亿元大幅增加至3.21亿元，但是其单位面积销售额却下降了2.8%、毛利率下降了0.6%。

很明显，新扩张的店面难以形成有效销售力，导致其单位面积销售额及毛利率下降。

永乐的困境，苏宁总裁孙为民的观点比较具有代表性：“永乐在上海的发展相对来讲是比较成功的。但它在往全国发展的过程中，并没有搭建起很好的管理平台，上海以外的地方短期之内很难产生回报。所以说，从战略上来讲，永乐可能压力很大。”

2006年4月24日，永乐公告披露“预计上半年的利润低于去年同期”。此消息发布之后，永乐电器的股价毫无悬念地连续下挫。永乐的投资人摩根士丹利，也在此期间立刻减持了手中50%的永乐股票。

值得注意的是，这已经是摩根士丹利被允许减持的最大数量。根据港交所的规定，原始股东在企业上市后半年内不得套现，上市后满半年到一年之间最多只能减持50%。2005年10月14日上市的永乐电器，到2006年4月14日正好满半年，摩根士丹利在正好满半年之时就急不可待地减持了手中50%的股票。由此可见摩根士丹利对永乐电器的后市极度看空。

此时牵动陈晓神经的，或许已不再是股价的下挫以及摩根士丹利的套现，而是一年前签下的那纸对赌协议。按照永乐电器披露的业绩预警，2006年的全年业绩很可能低于2005年的3.21亿元，那么2007年要实现6.75亿元净利润的希望就会变得非常渺茫，这就意味着陈晓要赔3%~6%的企业股权给摩根士丹利。

有没有什么方法可以快速增加企业的盈利？

这个问题，陈晓从2006年年初开始就一直在琢磨。

据说2006年春节期间，中国家电连锁前五强的其他四位掌门人——国美黄光裕、苏宁张近东、大中张大中、五星汪建国——皆收到了行业老三永乐陈晓的拜年短信及聚会邀请，这个极为秘密的聚会仅限于五大巨头的董事长参加。

此后的二、三月份，五人聚会极其频繁，至于他们商谈了什么议题，外人不得而知，但是此后巨头之间的并购传言就从未间断过。似乎陈晓一直在设想各种并购的可能性，并为此试探各家的口风。

五巨头中，当属陈晓与张大中的关系最为密切。他们的结识是在一个偶然的家电厂商年会上，张大中扶了差点跌倒的陈晓一把，两人自此成了朋友。之后永乐与大中、河南通利、山东雅泰又联合组建了“中永通泰”的采购联盟，两人关系自然更进一步。

也就是在2006年年初，陈晓向张大中抛出了“两家合并”的方案，当时的大中电器也陷入了跨地域扩张的困境之中。面对陈晓的提议，张大中开始时有犹豫，后来考虑到大中与永乐分别是北京与上海家电连锁业的龙头，两者联手可以在中国最重要的两个城市夺取最大的市场份额，便同意了合并方案。

按照合并方案，永乐将在一年之内对大中实施换股收购，完成之后的新公司由陈晓出任董事长，张大中出任副董事长。但随即出现了一个棘手问题，由于张大中家族持有大中电器100%股权，而陈晓个人实际只持有永乐电器大约14%股权，如果直接换股收购的话，张大中在新公司的持股量将远远高于陈晓，为此陈晓决定由永乐电器拿出一笔现金从张大中手中先行购买部分大中电器的股份，再实施换股收购，以此降低张大中在新公司中的股权比例。

不仅如此，双方还在合并方案中进一步约定，大中在北京和天津的收入将纳入永乐的销售额，其他地区暂时不纳入永乐。但据大中高管对外透露，大中电器只在北京和天津地区赢利，其他地区基本都亏损。

这无疑印证了外界的猜测——陈晓决定收购大中，很大程度上是为了实现对赌协议中设定的净利润目标。

2006年4月19日，永乐与大中签订战略合作的框架协议。然而，二者合

并的消息并未赢得资本市场的认可，永乐的股份随即下跌，摩根士丹利研究部更是下调了永乐电器的目标股价。

寄人篱下

出乎张大中意料之外的是，陈晓在与他商谈两家合并的同时，还暗中跟黄光裕商谈将永乐卖给国美。

陈晓与黄光裕的接触始于2006年年初的“五巨头聚会”。黄光裕说道：“年初时，有幸能够围着同一张桌子面对面讨论行业现状与发展趋势，我和陈晓也就是在那个时候开始熟悉起来的。”陈晓在与黄光裕私聊之时，试探性地抛出话题“如果联手可以一起做什么更大的事情”。商业嗅觉向来灵敏的黄光裕，自然感觉得到陈晓的言外之意。

有了前期一些铺垫之后，陈晓切入主题直接向黄光裕抛出了“两家合并”的提议。虽然橄榄枝是陈晓先抛出来的，但谈判过程却并没有让黄光裕感到轻松，黄光裕甚至将之形容为“最艰苦的一场谈判”：“为了在这些核心对价问题上达成一致，我伤透了脑筋，也做出了相当大的让步。我真是没有想到，明明是陈晓主动先开口提出合并的，但是，在谈判过程中，陈晓总是不愿让步。”

当时，陈晓手中已经握有跟大中之间的合并框架协议，面对可能将行业老三、老四同时收入囊中的诱惑，黄光裕不得不一次又一次地妥协。黄光裕后来说道：“我给陈晓发了一封电子邮件，信中每一个字我都煞费苦心，把我的立场理由充分地体现出来。”

陈晓收到电子邮件后，仅仅用手机短信回复黄光裕五个字：“还要接着谈。”由此可见，陈晓在这场交易中占据着更多的主动权。

2006年5月，陈黄之间的原则性条款基本已经谈妥，陈晓认为到了跟张大中摊牌的时候。从上海飞往北京的陈晓，下了飞机后先到了张大中的办公室，之后将张大中带到了鹏润大厦18楼国美的总部。

陈、黄、张三人坐了下来，陈晓摊牌说他已经跟黄光裕谈好了合并的事情，并邀请张大中也一起加入新国美。

此情此景，面对永乐要卖给与自己同城的竞争对手，张大中无疑是出奇的愤怒：我同意了被你收购，你怎么能背着我把当筹码又卖给了国美

呢？你自己卖了不要紧，可我同不同意把自己卖给国美你问过我的意见吗？

之后，张大中认定这是一场“阴谋”，并且永久性地与陈晓绝交了。

面对外界的追问，陈晓对此的解释意味深长，“小策略服从大策略”。至此，陈晓的算盘越发显得清晰了。净利润目标实现不了，必然导致输掉跟摩根士丹利之间的对赌协议。为了避免这个情况出现，陈晓做了两手准备：一方面，设法提前将企业卖给财大气粗的行业老大国美，使得客观上无法执行对赌协议；另一方面，谋求收购行业老四大中电器，合并两家的营收或许能达到盈利目标，以免输掉对赌协议。

但是，任何一个方案陈晓都没有绝对的把握，所以只能两套方案同时并行了。如果既能达成收购大中的协议，又能达成被国美收购的协议，则会对陈晓更加有利，因为他能在跟国美的收购价格谈判中拥有更多筹码。

2006年7月25日，国美与永乐正式对外公布了两家合并的方案：国美电器通过“现金+股票”的方式，以52.68亿港元的代价全资收购永乐电器，收购完成之后，原永乐的股东全部转变成国美的股东，而永乐则成为国美的全资子公司并从香港联交所退市（如图3-2）。

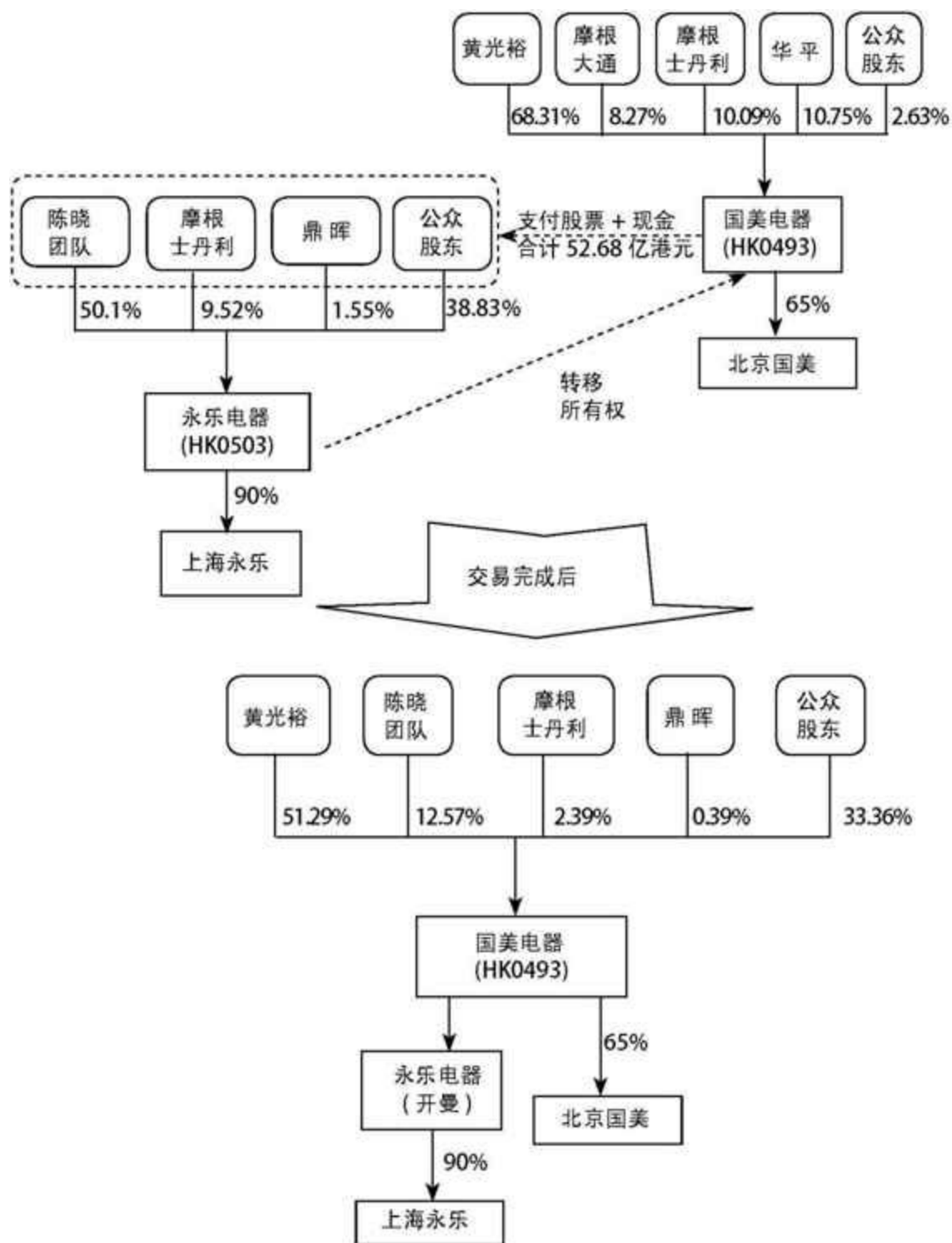


图3-2 国美电器全资并购永乐电器

注：此交易结构仅为示意图，实际更复杂。

有分析认为，这场家电连锁业的大并购，永乐的原投资方摩根士丹利也是幕后推手之一。因为该机构前脚看空永乐并且巨量抛售永乐的股票，后脚却又大幅增持国美的股票。抛售永乐导致其股价大跌有利于国美获得收购良机，而增持国美股票则能事后获得可观收益。

摩根士丹利明知道陈晓的行动是在有意规避对赌协议的执行，为何反而还充当了一把陈晓的推手呢？

如果永乐的盈利状况持续恶化，其股价也必然是持续下跌，那摩根士丹利即使从陈晓手中赢了部分股权，其价值在二级市场上也要大幅缩水。与其这样，还不如推动国美收购永乐，换成持有国美的股票反而有更好的增值空间。

事实证明，永乐的盈利状况确实在急速恶化。2006年8月14日，永乐电器公布了该年的半年报，上半年永乐最终获利1501.8万元，相比2005年同期净利润1.4亿元，跌幅高达89%。

鉴于陈晓已经将永乐卖给国美，永乐与大中此前签订的战略合并协议是否执行就成为一桩“悬案”，一方要求履约另一方要求撤约的口水战也一直未曾间断。

根据大中与永乐于2006年4月签订的协议，永乐获得大中电器的优先收购权，并向大中支付1.5亿元的履约保证金；同时双方约定，如果在规定转让期内因大中方面的原因中止协议，大中须向永乐支付双倍保证金，即3亿元作为补偿；如果大中在签订协议的两年内，将大中股权转让给第三方，除上述3亿元外，大中还必须额外赔付保证金的3倍，即4.5亿元给永乐，作为第二重补偿。

就在7月25日国美和永乐宣布合并的同一天，大中电器随即发表声明称，鉴于永乐单方面与第三方合作，大中与永乐的战略合作协议有待重新协商。

2006年8月15日，大中电器总经理宋红进一步指出，永乐电器单方面与国美合作，已经违反了2006年4月与大中签订的合并协议，大中向永乐发出律师函提出“解约要求”，因为永乐违约在先，之前交付给大中的1.5亿元定金，大中将作为违约金扣留，不予返还。

随着永乐90%以上的股东接受国美的要约收购，永乐电器退市已成定局，永乐方面承诺的以永乐电器（HK0503）股票与大中进行资本层面股权置换已无法兑现，永乐接受国美要约收购直接构成对大中的违约，最终导致双方合作中止。

而永乐方面认为，双方战略合作协议仍然具有效力。首先，协议的甲方是永乐（中国）电器销售有限公司，并非作为母公司的永乐香港上市公司，因此，协议甲方主体并不会因香港上市公司与国美的合并而改变。其次，协议约定，双方有权通过自己的关联公司行使或履行协议，因此，即使国美与永乐合并，一样具备履行合约的能力和权利。

由于永乐电器退市后将成为国美电器的全资子公司，如果大中坚持其与上海永乐所签协议失去效力或拒不返还定金，永乐方面也会坚持协议继续有效，则局面可能演变为永乐的母公司国美电器执行协议吸收合并大中电器。

急于摆脱协议的大中不得不做出妥协让步，9月7日，永乐收到了大中电器的律师函，大中提出与永乐友好协商分手，并同意退还永乐1.5亿元的合作保证金，同时不会索赔。

2006年11月，陈晓低调出任国美电器总裁。虽然他在国美拥有少量股权（不足4%），但显然已经不再是当年永乐时代一言九鼎的大股东了，而更像是黄光裕所聘请的职业经理人。

此时身为总裁的陈晓，多少有些寄人篱下的感觉，这也为几年之后国美的“陈黄之争”埋下了伏笔。

评论

伤人伤己的双刃剑

黄嵩（北京大学经济学院副教授）

诚然，对赌协议能够对企业家起到一定的激励作用。但这种激励作用是一把双刃剑，能不能舞好，不但取决于企业的实际经营情况和企业家的

能力、心态，还会受到时机、运气等一系列外部因素的影响。

从签订对赌协议的那一刻开始，企业家连同他的企业无疑开始了一场豪赌。对赌协议既可能激发公司超常规的快速成长，比如蒙牛，协议双方最终实现了一个双赢的结果；当然，也可能使企业迫于协议业绩的压力而陷入困境，比如文中的主角永乐电器。

简单来说，对赌协议是一种基于公司业绩而在PE和企业家之间进行股权调整的约定，常见的业绩指标包括净利润、用户量等。文中给出了永乐和摩根士丹利之间对赌协议的详细内容，从中可以看出来，对赌协议最大的一个特点是约定是双向的：如果达到预先设定的业绩指标，则PE向企业家无偿转让一定股份；相反，如果达不到预先设定的业绩指标，则企业家向PE无偿转让一定股份。

事实上，对赌协议是“估值调整条款”的通俗叫法，是对企业估值的一种调整机制。这里牵涉到PE对企业估值的问题，估值一般基于企业未来的收益，但是，企业的未来收益是不确定的。PE与企业家签订对赌协议，目的就是确保企业价值的可信度，是投资方锁定投资风险的一种手段。

虽然制订对赌协议初衷是好的，但是问题在于：如果协议的约定有失偏颇，或者企业家盲目乐观自信，对赌协议反而会成为勒紧企业正常发展的绳索，正如永乐电器遇到的情况一样，要想不“输”协议，永乐的年净利润增长率至少要达到50%以上，这把永乐逼得只剩了一个选择，那就是快速扩张。为此，永乐一改“重利润轻扩张”的稳健策略，此时主导永乐经营决策方向的已经不再是管理层的逻辑思维，而是对赌协议的压力，这正是永乐悲剧的关键导火线。

那么，当企业面临对赌协议时，还要不要签？

这个问题很难回答，但我们至少可以从永乐电器的案例中吸取三点经验：

第一，企业家不要对自己的企业发展过于乐观。通常，企业家往往对自己的企业盲目乐观，甚至以为有了资金就可以业绩翻番，因此对融资之后企业业绩指标的预测非常激进。然而，对于企业经营来说，制约其发展的不仅仅是资金，经营管理能否及时跟上是有很大大不确定性的，资金投进来，未必能立竿见影。

第二，不要为了高估值融资设定不切实际的业绩目标。因为企业的估值是根据未来业绩预测的，所以很多企业家为了能够出让更少的股份以融得更多的资金，有时候会抱着赌一把的侥幸心态，设定连自己都不相信一定能实现的业绩目标。这是一种非常要不得的心态，因为具有强势意志的资本（如摩根士丹利）进来后，将迫使企业家（如陈晓）去完成设定的业绩目标，从而可能会产生违背企业本身发展规律的事情，导致企业走向困境。

第三，企业可以增加一些弹性条款，以在特定时期协商调整。比如说遇到不可抗力、金融危机等特殊状况，导致企业业绩不达标时，可相应协商调整。永乐电器的案例中，就可以约定2007年的业绩目标，如遇不可抗力，可延至2008年或2009年实现，以此增加一道对企业的保护机制。

总之，当企业面对“对赌协议”时，还是三思而后行为宜，头脑发热只会为自己套上无形的枷锁。

第4章 中国动向：惊险的赌局

这是一个观察企业如何赢得“融资对赌”的绝佳样本，创始人与投资人之间的对赌博弈，其背后是财务投资者的种种利益考量。

同样是私募融资，同样是创始人与投资人之间的对赌，甚至对赌的资本方都同为摩根士丹利，但是中国动向与永乐电器的结局却截然不同。相较于永乐电器创始人陈晓的惨淡收场，中国动向创始人陈义红最终笑到了最后。

陈义红，这位著名运动品牌李宁公司的开山元老，在为该公司贡献了15载年华之后，最终以两年的闪电时间，实现了自己的创富梦想：他实际控制的体育用品企业“中国动向”，2007年10月在香港上市，上市后陈义红的财富甚至超越了他的老东家李宁。而他本人，也成了李宁在商场上的直接竞争对手。

从某种意义上来说，这一切都是李宁一手促成的。因为，中国动向的前身“北京动向”，曾是李宁公司的控股子公司。李宁为了给陈义红一个创业的平台，拱手将北京动向的控股权让给了陈义红，这也是李宁给予陈义红对李宁公司多年所做贡献的最大回报。

更让人惊叹的是，在后来一次足以决定企业命运的融资过程中，陈义红和摩根士丹利，签下了一纸在当初看来极其危险的“对赌协议”。正是经过这一次“惊险的跳跃”，陈义红才最终得以梦圆IPO。

同样是私募融资，同样是创始人与投资人之间的对赌，甚至对赌的资本方同为摩根士丹利，但是中国动向与永乐电器的结局却截然不同。相比于永乐电器创始人陈晓的惨淡收场，中国动向创始人陈义红最终笑到了最后。

为了清晰理解整个对赌融资过程，让我们把镜头拉回2002年前后的李宁公司。

开山元老，转身创业

2001年，陈义红在董事长李宁的要求下，从李宁公司的CEO岗位上退了下来，转任仅有虚名的法人代表。这一岗位变动背后的原因是，李宁公司的销售额，已经连续4年无法突破10亿元的门槛。

跟随李宁已经10年之久的陈义红，此时心灰意冷，甚至有了辞职单干的念头。但李宁却并不愿意让这个创业伙伴如此离开，他似乎觉得对陈义红有所亏欠。于是，李宁向陈义红表示：“你先不要出去。”

此时，李宁公司刚与意大利品牌Kappa（卡帕）谈妥，获得后者在中国内地及澳门的品牌特许经营权，期限5年。为了专门打理这项业务，2002年4月，李宁公司旗下一个新的子公司“北京动向”得以成立，并且从李宁公司继承了卡帕品牌的特许经营权。而李宁则将这家公司交给了

陈义红打理，此外，陈义红私人控制的“上海雷德”，甚至获得了北京动向20%的初始股权。

这种方式，比起离开李宁公司独立创业，起点显然要高很多。在陈义红的经营之下，北京动向2004年开始盈利（445万元），销售额也突破1亿元大关。

2005年年中，李宁做出了一个惊人的举动：以4481万元的总价格（含债权3620万），将北京动向剩余80%股权出让给陈义红等人（为此，陈义红夫妇、其弟陈义良、北京动向总经理秦大中，共同设立了“上海泰坦”，用于受让这笔股权），所有款项于协议签订后14日内现金付清。

对于这笔股权转让，有人公开嘲弄李宁贱卖资产（因为80%股权的实际价格仅为800余万元）。其实，李宁是有着深层次思考的，他曾表示：“时机成熟的时候，我也不会拦住他发展，就像当初没人拦住我发展一样。”李宁说这句话是有背景的，他当年遭遇运动生涯的滑铁卢时，是健力宝的李经纬收留了他。并且是在李经纬的支持之下，他的李宁公司才得以发展起步。现今，他也希望通过某种形式帮扶陈义红一把，从这个意义来说，所谓的价格高低就无需那么在意了。

为了筹集这笔股权交易的资金，陈义红将他所持有的李宁公司（HK2331）1300余万股股票全部套现，才得以完全支付这笔接近4500万元的现金。至此，陈义红由李宁公司的职业经理人，变身成了北京动向的创业者。

引进资本，收购商标

后来的一件偶发事件，或许多少会让李宁心存一些懊恼。因为当初把股权转让给陈义红时，李宁预估北京动向充其量不过是个“铜矿”。而这件偶发事件，让陈义红有机会将“铜矿”升级成为“金矿”。

这件偶发事件便是，Kappa品牌的所有者意大利BasicNet公司，在2006年陷入巨大的财务危机。为了缓解危机，他们最终决定出售Kappa品牌在部分国家和地区的商标权益。陈义红便借机购得了Kappa品牌在中国内地及澳门的商标所有权，成为Kappa在中国内地和澳门的品牌拥有者。

如果没有这一偶发事件的发生，北京动向充其量不过是Kappa品牌的一

个区域代理商，假若合约期满品牌商不再续约，则北京动向完全是替人做了嫁衣。这也是李宁低估其价值，并且愿意出让股权给陈义红的另一个潜在原因。

2006年3月26日，陈义红与意大利方达成协议，陈义红将通过私人拥有的离岸公司Diamond King，以3500万美元购买Kappa品牌在中国内地及澳门的全部商标权益。（图4-1）



图4-1 动向公司私募前的股权架构

3500万美元，按当时汇率折合大约3亿元人民币。这笔巨额的收购款，当时的陈义红显然是无力支付的。根据当时财报，2005年北京动向的净利润才3781万元，而陈义红拥有的李宁公司股票，早已套现用于收购北京动向的股权。那么，陈义红该到哪里去筹集这笔巨额资金呢？

正是在这样的背景下，摩根士丹利作为财务投资者介入进来。2006年5月10日，陈义红与摩根士丹利正式达成协议，摩根士丹利投资3800万美元，彻底解决了收购资金问题。陈义红之所以能够接触到摩根士丹利这样的国际资本，也是得益于其在李宁公司的经历。2004年李宁公司在香港上市过程中，接触了大量的国际投行。而陈义红作为当时李宁公司的高管之一，显然与他们有着紧密的交往，并且得以熟悉国际资本的规则。

估值分歧，对赌解决

摩根士丹利之所以愿意对陈义红投资，主要是基于北京动向的盈利增长迅速（2004年盈利约450万元，2005年盈利约3800万元，增长近10倍），以及对陈义红团队的认可（在体育用品领域多年的积累）。更重要的是，在摩根士丹利看来，把品牌所有权购买下来之后，这家企业的永续经营问题得以解决，其潜在价值就变得非常值得期待。

有意思的是，摩根士丹利的这笔投资，不是直接的“股权投资”，而是“可转债”（可转化成股权的债权）投资。摩根士丹利这么做的原因，主要是基于投资安全考虑。因为只有彻底完成了商标知识产权在国内及澳门的转移注册等事项，动向公司才算真正拥有了Kappa品牌权益。而在此之前，企业未来依然存在很大变数。显然，摩根士丹利不愿意“押宝”一家前景不明的企业。

因而，摩根士丹利提出，这笔投资先期以“债权”的方式进行。如果动向公司最终未能获得Kappa品牌权益，则该笔债权于2007年5月30日到期，且动向公司须以15%的回报率向摩根士丹利“还本付息”；如果动向公司最终获得品牌权益，则该笔债权转化成股权。

如果该笔债权转化成股权，又牵扯出一个问题：3800万美元可折合成多少股权比例？在这点上，陈义红和摩根士丹利产生了重大分歧。如果按照市盈率估值法，据北京动向前一年（2005年）财报，其净利润大约3800万元，即使按照10倍市盈率的估值，企业总价值也不过3.8亿元，那么摩根士丹利投入的3800万美元，折合成人民币几乎就得占去50%的股权；而如果按照净资产估值法，以当时动向公司4300万元净资产来折算，摩根士丹利的3800万美元更是要占去接近90%的股权。

显然，无论采取哪种估值方式，陈义红都不会接受如此大比例的股权出让。陈义红给出的底线是：最多出让20%股权给投资方。

为了化解分歧，双方之间的“对赌条款”应运而生。双方的对赌，在摩根士丹利占股20%的基础上进行。即摩根士丹利同意其投资额转股时暂定20%的股权比例，然后再依据动向公司2006年和2008年的净利润额，确定最终的股权比例。具体条款如下：

第一，如果2006年和2008年的净利润目标，分别达到2240万美元及4970万美元，则摩根士丹利的股权比例最终确定为20%。（如果2006年目标

实现，则摩根士丹利相当于以8.5倍市盈率入股）

第二，如果届时净利润仅达目标额的90%，则以陈义红为代表的创业股东，必须额外将11.1%的股权比例，以1美元的象征价格转让给摩根士丹利。

第三，如果届时净利润仅达目标额的85%，则以陈义红为代表的创业股东，必须额外将17.6%的股权比例，以1美元的象征价格转让给摩根士丹利。

第四，如果届时净利润不足目标额的85%，则陈义红方面需要额外出让更多股份给摩根士丹利，具体多少根据实际情况确定，但最多不超过总股本的20%（即使出现最坏的情况，摩根士丹利最多只能拥有40%股权，这也确保了陈义红在最坏情况下也能拥有60%的控股权）。

第五，如果届时净利润超过目标利润12%，则摩根士丹利须将1%的股份作为奖励返还给陈义红等人，其实际持股比例变为19%。

红筹重组，吸收注资

双方就以上种种情况达成一致之后，整个融资谈判似乎算是圆满结束了。其实不然，摩根士丹利作为财务投资者参股进来，它必定要谋求未来顺利将股权变现的“退出通道”。

由于境内的IPO退出通道并不畅通（当时在中国A股市场，上市公司的发起人股东有3年锁定期，而且之后在二级市场套现也极不方便），因而大凡有国际资本背景的财务投资者，基本上都以“离岸”的方式进行投资。也就是说，企业搭建红筹架构：实际控股股东在境外设立离岸控股公司，之后财务投资者将资金投入到了离岸公司，离岸公司再全资收购境内的实体公司。这样做是为了使离岸控股公司实现境外上市，以方便财务投资者顺利在境外股市套现退出。

动向公司也不例外，陈义红在与摩根士丹利进行融资谈判的同时，就着手进行股权架构的离岸重组。为此，动向公司的一系列离岸公司先后设立。

2006年4月4日，“香港动向”成立，它以控股公司的身份出现，其下设两家全资子公司Gaea Sports（注册于香港）及Achilles（注册于新加坡）。

其中，前者全资收购了持有北京动向股权的“上海雷德”及“上海泰坦”，从而获得经营实体的实际控制权；后者则从陈义红的私人公司Diamond King，受让了Kappa商标的完整权益。经过这两个步骤，Kappa的经营实体和商标权益，便间接统一到了香港动向旗下（如图4-2）。

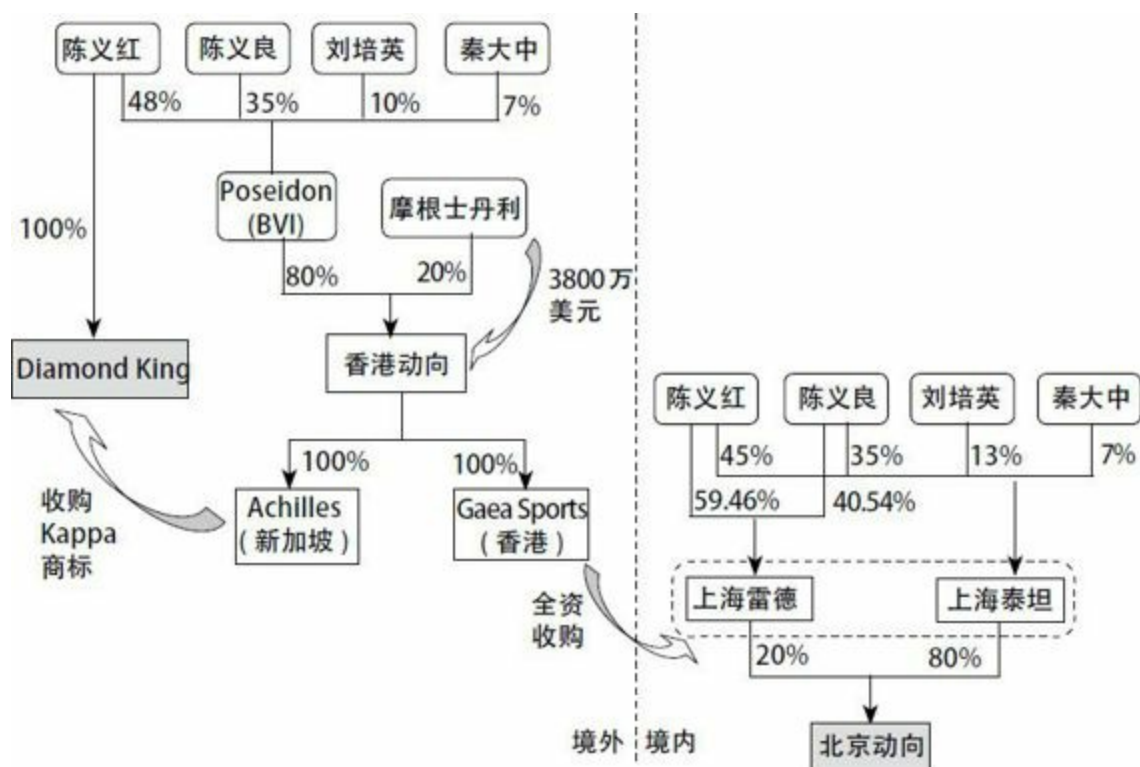


图4-2 动向公司红筹重组

2006年5月10日，摩根士丹利的资金投入到香港动向，同时香港动向（通过旗下两家子公司）向其发行了3800万美元的“可转股票据”，其中3200万美元用于支付购买Kappa品牌权益的余款（先期已支付300万美元订金），600万美元用于内部重组及运营资金所需。

2007年3月底，Kappa商标在中国内地及澳门的商标知识产权转移工作完成。于是在2007年4月20日，摩根士丹利将债权转化成了股权。

摩根士丹利在完成转股的同时，还与陈义红等人签订一纸协议：如果董事会否决公司在境外交易所上市，或者公司未能于2009年5月20日之前实现上市，则摩根士丹利有权要求陈义红等人回购其所持的全部股份；前种情况下须支付25%回报率，后种情况下须支付15%回报率。

签订这纸协议，摩根士丹利的目的在于，即使出现最坏情况（无法上

市），也能确保自己全身而退。当然，这种极端情况并未出现。2007年3月23日，真正的上市主体“中国动向”在开曼设立了，紧接着6月份中国动向（开曼）换股收购了香港动向（如图4-3）。10月10日，中国动向（开曼）于香港实现IPO。

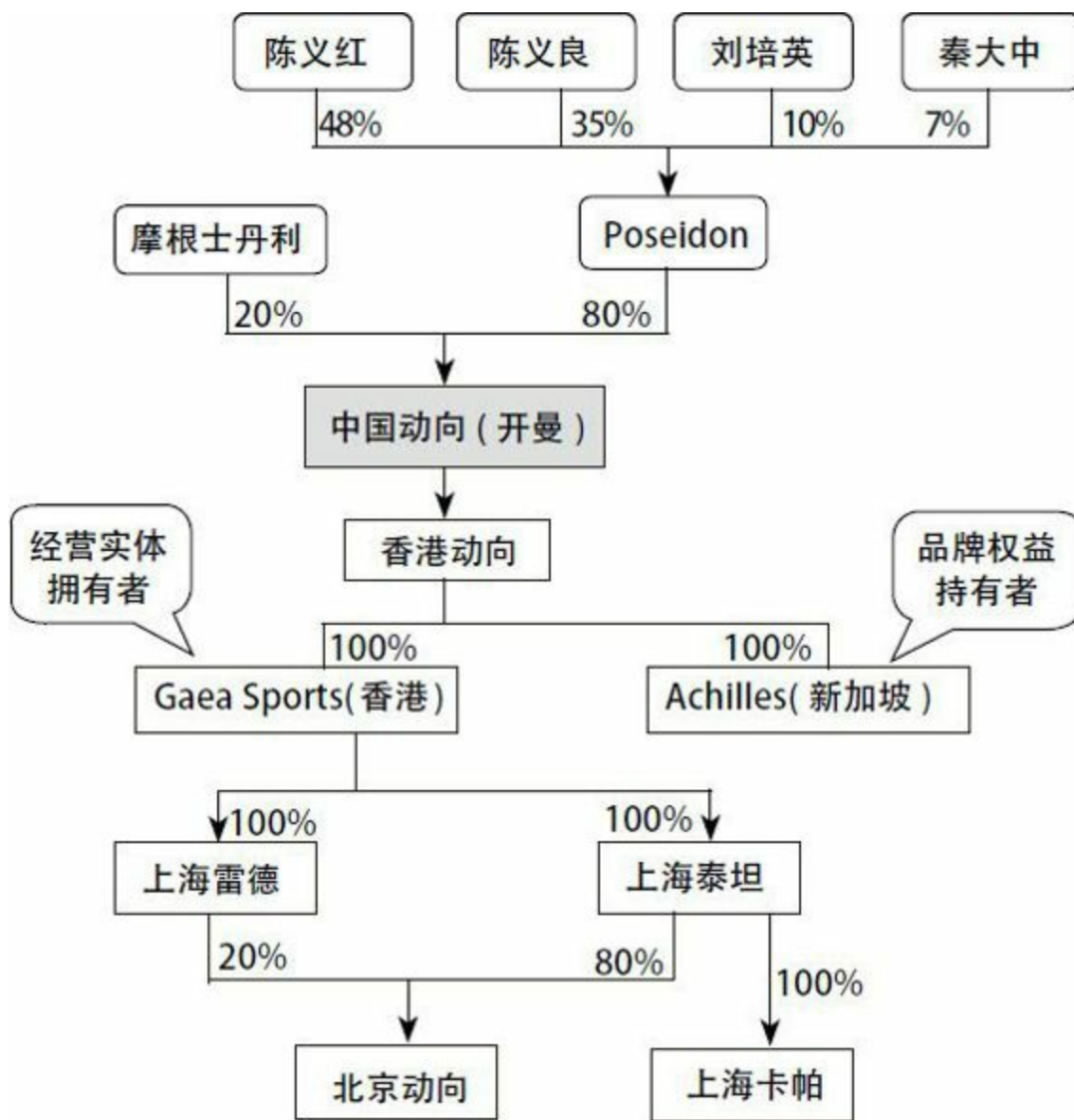


图4-3 动向公司私募融资后的股权架构

避税增收，赢得对赌

如前文所述，陈义红为了获得融资，与摩根士丹利签订了一纸危险的对赌协议，许诺了超高的业绩增长目标。很明显，如果陈义红输了，他将

大幅出让自己的股权给摩根士丹利。表4-1列出了摩根士丹利设定的利润目标，以及中国动向历年完成的净利润额。

表4-1 摩根士丹利设定的利润目标及实际完成情况

年份	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
目标净利润	—	—	2240 万美元 (1.8 亿人民币)	—	4970 万美元 (3.4 亿人民币)
实际净利润	445 万元	3780 万元	3.06 亿元	7.34 亿元	13.68 亿元

2006年上半年，签订对赌协议时，摩根士丹利设定的当年目标净利润为2240万美元，折合人民币大约为1.8亿元，这个目标相较于前一年的净利润，要翻5倍才可能达到。而实际情况是，2006年动向公司实现净利润高达3.06亿元，大大超越目标；2007年再次翻番，达到7.34亿元，甚至提前超越2008年的盈利目标。

如此看来，陈义红非但无需额外出让股权给摩根士丹利，后者反而要倒贴1%的股权给陈义红。那么，陈义红依靠什么来实现如此炫目的业绩增长呢？

对比2004年和2005年动向的盈利状况不难发现，当陈义红2005年由职业经理人变身产权所有者后，其净利润获得近10倍增长。由此可以看出，企业所有权的获得极大地激发了陈义红的创业动力，并且也将继续促使他推动业绩增长。当然，对赌的压力也是动力之一。

中国动向的业绩飙涨，除了陈义红自身的努力之外，当然还有天公作美的因素。自2000年起，中国运动服装市场出现双位数字增长，年复合增长率达到23%，特别是自2006年开始，随着2008年北京奥运会的日益临近，大大提高了中国人对运动及健体的兴趣及关注。在北京奥运会预期的刺激之下，体育用品市场呈现井喷式增长。而Kappa当时独有的“运动时尚”定位，清晰地区隔于其他运动服装品牌，因而呈现出一片蓝海市场，其营业额的高速增长也就在情理之中了。

另一个推动净利润狂飙的原因是，陈义红采取了一系列的避税举措。根据其财报披露的信息，2004年及2005年前8个月，在2005年9月陈义红全面收购北京动向之前，其实际所得税税率分别达到52.3%及62.8%，远高于当时33%的法定税率。究其原因，是北京动向员工工资、福利、广告宣传及捐款等费用，超过税法规定的限额部分不得税前扣除。

于是在2005年9月之后，陈义红将南方的业务从北京动向转移到上海泰坦，北方业务继续保留在北京动向。陈义红之所以将大部分业务从北京动向转移至上海泰坦，是因为上海泰坦注册于上海浦东新区，享有“一免三减半”的所得税优惠。2007年，在上海泰坦的税收优惠即将期满之时，陈义红又在浦东注册子公司“上海卡帕”，并将北京动向及上海泰坦的业务，都转移至上海卡帕，这样得以继续享受税收优惠。

由于中国动向的营业收入连年高速增长，而所得税率又大幅降低（如表4-2），使得净利润得以急速增加。因而这种避税手法，有效帮助了陈义红实现业绩目标，并且赢得与摩根士丹利之间的“赌局”。

表4-2 动向公司历年实际所得税率

年份	2004 年	2005 年前 8 月	2005 年	2006 年	2007 年
实际所得税率	52.3%	62.8%	5.3%	17.6%	4.9%

既然是“对赌”，那摩根士丹利是不是就输了呢？事实并非如此，摩根士丹利只是没有得到那份额外的股份而已，但即便如此它照样赚得盆满钵溢。据中国动向公开披露的信息显示，摩根士丹利3800万美元的投资额，折合成持股成本，仅为0.38港元/股，相较其3.98港元/股的招股价，获得超过10倍的回报。

评论

企业与资本的角色

桂曙光（杰睿投资董事）

中国动向的案例，有几个要点可以谈一谈：

1. 对资金的需求是任何企业都将面临的问题，尤其是那些处于高速增长的企业，更是如此。

在企业发展过程中，有些机遇是千载难逢的。企业经营者能够深刻体会这些机遇的长期价值，并且敢于为此“冒险”，但对于投资机构和银行等

资金方来说，尽管他们不一定完全能够理解其价值，但也可以通过设置合适的投资条款，控制风险，抓住机会。

2. 不同的风险，需要采取不同的规避方式。

（1）对于公司重大事件的处理：

中国动向购买Kappa品牌在国内的商标权益，这件事对于企业未来的业绩和投资成败是至关重要的，一旦拿下，公司的价值大增，可能会吸引很多投资机构的兴趣，投资机构可能面临竞争。但如果这件事失败，公司的投资价值会大打折扣，大笔资金在公司里产生不了太大价值。摩根士丹利以“可转债”的方式投资是平衡投资机会与风险最佳的手段：如果购买失败，可以保证自己的资金安全退出；如果成功，则可以保证继续投资的机会。

（2）对于公司经营绩效的处理：

很多企业对外部融资时，想要蚂蚁吃大象，对资金的需求超过了企业自身的当前融资实力。企业要想用一个暂时还比较小的盘子，募集相对较大数额的资金，采取“对赌”的方式成为一种常见的手段。对赌的目的，就是投资人要企业家对自己的预期发展规划负责，因为投资人是相信你承诺的未来确定估值而决定投资的。如果公司没有实现承诺，投资人给公司的估值就虚高，获得一定的补偿于情于理也说得过去。

摩根士丹利主要是把中国动向2006年和2008年的净利润作为对赌指标，企业实现不了就要无偿转让对应股权给投资人，保证投资人的投资款所获得的股权价值不会损失。摩根士丹利之所以把对赌标的设定为两年，是考虑到利润额度和成长性的双重因素，并在一定程度上避免企业通过控制手段，调整利润的实现。

摩根士丹利承诺在净利润不足目标额的85%时，无偿受让陈义红最多不超过总股本20%的股份。这样即使企业经营出现最坏情况，摩根士丹利最多只能合计拥有40%股权，从而确保了陈义红不会因为对赌失败而丧失企业的控股权，这样他在企业经营过程中少了后顾之忧，不会因为控制权的原因采取不恰当的手段损害投资人、甚至公司的利益。

3. 双向对赌才是真对赌。

“对赌协议”的原意是“估值调整机制”，既然是调整，应该有正反两种调整方式，“对赌”就要相互“赌”。但现实中，通常是“单赌”，很少见到相互赌的情形。企业家给投资人一个未来预期承诺，投资人基于这个预期设定估值，买卖达成，如果将来谁违约谁就承担责任，这是很正常的商业逻辑，但在VC/PE行业，通常不会由VC/PE承担出资之外的义务，即便有，也缺乏对应的违约责任。

企业家没有实现承诺业绩，会启动“对赌”条款，给投资人补偿。但如果企业家超额完成业绩呢？是让投资人白白享受超额收益，还是让企业家获得额外奖励？中国动向给出了一个可以借鉴的模式：在考核期净利润超过目标利润12%时，摩根士丹利需将1%的股份作为奖励返还给陈义红等人。这种安排可谓是一种双赢的安排。

4. 对赌指标的操纵。

摩根士丹利只对中国动向2006年和2008年的净利润指标进行对赌考核，尽管通过两年的考核，一定程度上避免了企业在利润转移方面的“作弊”方式，但公司仍然可以通过合理避税的方式调整利润。当然，对于本案例来说，一则业绩远超对赌的要求，避税没有影响到对赌的成败，二则即便不存在与投资人之间的对赌条款，企业也应该合理避税，并且通过合理避税手段在考核指标临界状态时，让形势变得对自己有利。

第5章 人和商业：资本的暗箭

凡是从风险投资商处拿过资金的企业创业者，都不会不知道Term Sheet（投资条款清单）为何物。早年美国的VC/PE们用巨大损失与惨痛教训换来的投资经验，最终固化成了Term Sheet的系列标准条款，以便全方位地保障自己的投资利益。

人和商业案例的独特之处在于，让公众见识了VC/PE在向企业投资时，对于自身的利益保障，严密到了何种程度。即使企业遭遇百年难见的金融危机流血上市，VC/PE也可以通过事先签订的协议条款确保自身投资收益，而创始人则必须付出向对方无偿出让股权的代价。

发迹于黑龙江省哈尔滨市的人和商业，是一家神秘的商业地产公司，不仅企业当家人从未接受过媒体的采访，外界甚至连谁是企业的实际控制人都不容易确认。

人和商业的最终控股股东叫秀丽·好肯，乍一看还以为是洋人，实际上其本名为戴秀丽，因嫁到英国而从丈夫姓氏改名为秀丽·好肯。身为控股股东的秀丽·好肯并不参与公司经营，仅仅挂名“非执行董事”。而秀丽·好肯的弟弟戴永革，表面在公司并无持股却是董事局主席兼行政总裁。正因为其实际控制人的模糊性，即使是胡润富豪榜进行统计，2008年以前采用的都是戴永革的名字，2009年以后采用的则是秀丽·好肯的名字。

当然，无论由谁实际控制，人和商业都是戴氏产业的产业。

对于鲜受媒体关注的人和商业来说，唯一给外界留下深刻印象的，便是其在2008年10月于国际金融海啸最惨烈之时在香港流血上市。之所以说其是流血上市，首先是IPO的实际招股价（1.13港元/股），远远低于之前公布的价格区间下限（1.4港元/股）；其次是其香港本地发售只得到6.6%的主动认购，堪称历史罕见。

更让人大跌眼镜的是，人和商业该次流血上市，还导致了创始人股东戴氏家族，无偿出让了大笔股份给PE股东（以红杉为代表）。

人和商业这个案例的独特之处在于，让公众见识了VC/PE在向企业投资时，对于自身的利益保障，严密到了何种程度——即使企业遭遇百年难见的金融危机流血上市，VC/PE也可以通过事先设置的协议条款确保自身投资收益，而创始人则必须付出向对方无偿出让股权的代价。

独辟蹊径的商业模式

要说清楚戴氏家族与PE投资人之间的股权纠葛，还必须先介绍一下人和商业的商业模式背景。

人和商业最独特的是其“地下商城”的发展模式。

人和商业先在城市的闹市区兴建地下商城，然后通过出租或者出让地下商铺的经营权获得收益。不过特殊的是，它在地下兴建的商城其实是防空工程，产权归政府所有，战争时期用于防空，和平时期则由人和商业用作商业用途，并加以维护。由于人和商业的“防空工程物业”不被视作房地产，因而可以得到税收、土地出让金等诸多减免，人和商业因此大大降低了开发成本，得以飞速扩张。

1992年6月，人和商业在哈尔滨市开设的首个地下商城开业，该项目位于哈尔滨市繁华的南岗区商圈东大直街地下，占用地下两层，建筑面积约1.59万平方米。

2001年和2004年，人和商业在哈尔滨地下商城的二期、三期陆续开业。

自2007年起，人和商业开始了跨地域扩张，先后在广州、郑州、沈阳等城市的闹市区新建地下商城，并统一命名为“第一大道”。

根据人和商业披露的财务数据显示，2005——2007年间，公司净利润分别为1190万元、4850万元和2.67亿元，年均复合增长率近500%，同期毛利率高达73.8%、76.6%和77.9%，净利润率分别达到18.3%、29.8%和72.8%。可以说，人和商业的盈利能力远远超出各家房地产开发企业的平均水平，连万科、碧桂园等业内领先的地产企业也望尘莫及。

众所周知，土地出让金及土地增值税是房地产开发成本的主要构成部分，占比通常超过50%，而且城市黄金地段的土地出让金更是代价高昂，而根据目前国内法律及规例，人和商业所开发的地下人民防空工程作商业用途，并没有被分类为房地产开发，因此无需缴纳土地出让金及土地增值税。显然，将位于城市黄金地段的人民防空工程开发作为商业用途，比传统的房地产开发业务更具成本优势，投资回报率更高。也就是说，人民防空工程设施当中蕴含着巨大的商机。

不得已的私募融资

然而，人和商业这种因无需缴纳诸多税费而可以实现低成本开发益处的商业模式，也存在不少的局限。

其一，因为不用缴纳土地出让金，因而无法获得土地使用权证，从而就无法凭借土地抵押获得银行贷款以进行地下商城的开发。

其二，地下商铺无法获得独立房产证，其商铺的销售无法按照银行按揭的模式进行，从而不利于其销售及资金的快速回笼。

为了充实自己的现金流，人和商业实施了三个举措：第一，主动向政府缴纳土地出让金，以获得土地使用权证进行银行贷款；第二，向商户一次性预收一年的租金；第三，从早期的出租商铺的模式，逐渐开始向“出售商铺”的模式转型。

严格来说，人和商业的地下商铺不能称之为“出售”，因为商铺没有独立的房产证，人和商业仅仅是将商铺一定期限内的使用权（比如30年）一次性出让给商户，并收取商户的一次性付款。由于总价太高，商户无力一次性付款，商品房按揭模式又行不通，人和商业只有向银行提供担保，由银行贷款给商户。

而人和商业给银行提供的担保物不是别的固定资产，而是其现金存款。也就是说，银行给商户提供一定额度的贷款，人和商业就要在银行指定的账户中存入一定比例的现金（比如30%），如果商户无力偿还则从该账户中扣取。而且，人和商业在该账户中的资金是被银行监管、无法自由支配的。

这种担保销售虽然解决了商户无法一次性付款的问题，但也束缚住了人和商业的大量现金。

因为大规模的滚动投资，到2007年3月，人和商业账上现金仅剩620万元。这对于跨出哈尔滨谋求全国布局的人和商业来说，现金的不足成为最大的瓶颈。

为此，戴氏家族开始寻求私募股权融资。

在2007年年底至2008年年初的1个多月时间内，人和商业前后三次引进了以红杉为代表的6家PE投资者。此6家PE投资者合计向戴氏家族支付了35.8亿元人民币，并且从其手中受让部分股权；戴氏家族拿到这笔资金以后，再将其中的14.3亿元注资到人和商业（戴氏家族实际套现21.5亿元）；交易完成之后6家PE合计拥有人和商业18.87%股权，戴氏家族持有剩余81.13%股权（如图5-1）。

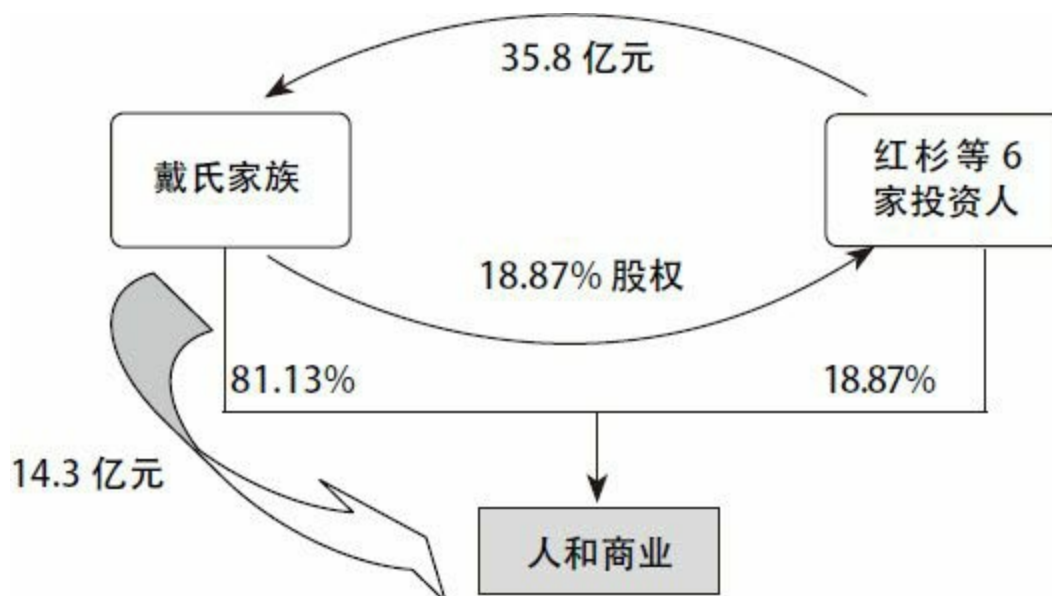


图5-1 六家PE入股人和商业

三重对赌背后的秘密

人和商业的6家PE投资人中，包括人称珠宝大王的香港富豪郑裕彤等人，但最为国内公众熟悉的是沈南鹏领导的红杉资本。这也是红杉所投资的第一个房地产项目，沈南鹏曾公开表示：“在这之前，红杉资本中国基金也考察了好几个房地产方面的项目。之所以看好该项目，主要是认为人和商业的商业模式具有革命性的创新。”

经过此次融资，人和商业的总股本扩充至170亿股，6个PE股东大约持有其中32亿股，以此计算其持股成本约为1.12元/股，按当时汇率折合港元为1.27港元/股。

PE入股之时，与戴氏家族签订了一系列协议，以保障自身的投资利益，其中几条关键的条款在日后人和商业IPO之时对戴氏家族产生了重大影响。

防稀释条款：如果人和商业以低于PE投资成本的价格（1.27港元/股）进行后续融资，那么PE当初的投资额，就必须按新的价格重新计算股份数量，由此产生的股权差额，由创始人股东无偿转让。

对赌条款一（估值调整条款）：如果人和商业2008年及2009年的净利润分别低于16亿元、32亿元，则戴氏家族需向PE股东无偿转让一定数额的

股份，具体数额视距离业绩目标差距的多少而定。

对赌条款二（估值调整条款）：如果人和商业至2009年年底的经营面积低于55万平方米，则戴氏家族需向PE股东无偿转让一定数额的股份，具体数额视距离经营面积目标差距的多少而定。

对赌条款三（上市调整条款）：人和商业若上市，以其IPO价格计算，必须确保PE获得20%的年度回报率，或是35%的资金总回报率。否则，创始人股东必须无偿转让足额的股票给PE投资人，以保证其实现既定的投资回报率。

所有VC/PE在向企业投资时都会与创业股东签署投资协议，它由一系列具体条款组成，以上仅仅是其中四条。站在投资人的角度，这几个条款都好理解，都是VC/PE基于自我保护所做的一种合约设计。

第一个条款，试想PE投资1亿元取得一家公司1亿股，每股成本为1元。而后来公司却以0.5元/股的价格再融资1亿元，新股东相应就有2亿股；如果PE原先的1亿股不作任何调整，其权益价值相较之前就降低了。所以，为了防止自己股权被后续更低价格的融资所稀释，PE会要求按照新价格调整自己应得的股份。

第二个条款，一般企业是按照市盈率进行估值的，假设一家企业预计利润1亿元，按10倍市盈率计算，则企业投资后估值10亿元，那么PE投资1亿元入股，则应占股10%；假如企业达不到这个利润目标，仅实现5000万元利润，按10倍市盈率计算，则企业价值仅为5亿元，PE投入的1亿元就应该占股20%，所以创业股东需要补偿10%的股权给PE。

第三个条款，PE对企业的价值认可不仅仅基于净利润进行评估，还可能基于市场份额、用户数量、经营面积等指标进行评估。比如未来经营面积达到10万平方米，则PE认可企业价值10亿元，那么PE投资1亿元入股，则应占股10%；假如企业经营面积仅实现5万平方米，则企业价值仅为5亿元，PE投入的1亿元就应该占股20%，所以创业股东需要补偿10%的股权给PE。

第四个条款，通常一级市场比二级市场享有溢价，二级市场的估值会明显高于一级市场，企业在正常市场情况下进行IPO，PE获得几倍、十几倍的回报不是稀罕事。因而，在正常情况下，IPO时要求上市回报的意义就不大。而资本市场处于熊市时，投资回报显然会大打折扣，这个条

款的重要性就凸显出来了。为了保证这个“保底”的回报，PE于是就把风险转嫁给了创始人股东——直接向其索要一定的上市回报。

对于做“钱生钱”生意的VC/PE来说，要把投资协议做得“滴水不漏”，这些安排都是最基本的。一般而言，多数VC/PE投资协议中都会有设置对赌条款，但是像人和商业那样设置三重对赌的则较为罕见。

出现这种情况，要么是身为创业股东的戴氏家族对资本游戏没有概念，不知道如何跟资本谈判，因而任由投资人设立各种条款；要么是戴氏家族在投资人面前过于弱势，企业经营前景存在较大风险、不太被投资人看好，为了融资不得不接受投资人开出的各种苛刻条件。

正是这一系列的条款，为人和商业IPO之时戴氏家族无偿出让股权埋下了伏笔。

流血上市的代价

2008年3月，人和商业启动香港IPO进程，并于4月份向香港联交所递交了申请，计划在该年第二季度实现上市。

而当时正是国际金融海啸蔓延肆虐之时，考虑市况不好、股票发行投资者认购可能不足，因而人和商业考虑推迟一段时间看市况能否好转。但进入下半年后，市况非但没有好转，反而更加恶化，等不及的戴氏家族决定逆市IPO。

2008年10月，人和商业开始招股，向全球发售30亿股（占总股本的15%），招股价区间定在1.4~1.7港元/股之间。但在当时的市况下，这个价格区间鲜有投资人响应，为此人和商业不得不大幅下调价格最终定在1.13港元/股，融资规模从最高51亿港元减少至33.93亿港元。

即便如此，此次股票发行在香港本地发售部分也仅仅获得6.6%的超低认购率，认购不足部分不得不转向国际配售。“人和商业上市，几乎动用了所有资源，这是我做过的最辛苦的一单IPO。”人和商业主承销商、瑞银的资本市场部执行董事朱俊伟说。

令众人不解的是，人和商业为何要在如此惨淡的市况之下进行IPO？

显然，人和商业处于极度缺钱的状况。数据显示，到2008年第一季度为

止，人和商业所拥有的现金及现金等价物仅为13.35亿元（包括近2亿元受限制的存款）。而2008年当年已经开工的地下商城有26.75万平方米（郑州一期、沈阳一期），需要耗资至少24亿元。2009——2010年已经立项待开发的地下商城总面积115万平方米（武汉、天津、南昌、深圳等项目），至少需要105亿元。人和商业现有的资金对这个数目来说无疑是杯水车薪。

尤其值得注意的是，人和商业IPO价格1.13港元/股，竟然低于6家PE的私募入股价格1.27港元/股。

这也折射出当时国际金融环境的寒流之深，要么就不去上市，哪有低于私募的发行价上市的？！如果人和商业因为市道不好不上市，可以再进行一轮私募作为代替性融资方案，估计这些PE投资人当时可能不愿意继续追加投资再扛一段时间，而是急于脱手。

正是因为IPO价格低于私募的价格，于是一些意外情况发生了。按照当初PE入股时，戴氏家族与投资人所签订的前述四个协议条款，其中两个条款与IPO的价格直接关联。

首先，人和商业的IPO价格低于此前私募的价格，因而触发了“防稀释条款”。根据该条款，6家PE投入的35.8亿元（40.68亿港元）根据1.13港元/股的IPO价格，重新折算的持股数量为36亿股，较之前32亿股多出4亿股，因而戴氏家族要向6家PE股东无偿出让4亿股股票。

其次，按照IPO的价格计算，PE的投资不仅不赚钱，甚至是亏本的，无法确保20%的年回报率或者35%总回报率，因而触发了“对赌条款三（上市调整条款）”。6家PE投入的35.8亿元（40.68亿港元）如果要达到35%的回报率，则其IPO时的持股市值应该达到54.92亿港元，按照1.13港元/股的IPO价格计算，其持股量应该达到48.6亿股，较36亿股还要多12.6亿股，因而戴氏家族还要再向6家PE股东无偿转让12.6亿股。

二者相加，戴氏家族合计要无偿出让16.6亿股股票给PE投资人，相当于人和商业IPO后总股本的8.34%，这便是戴氏家族为人和商业流血上市而付出的惨重代价（见表5-1）。

表5-1 两个条款引起的股份转让

股东	投资额 (亿元)	IPO 前持 股比 (%)	转让前股份 数 (亿股)	防稀释条款引发 的股份转让	上市调整条款引 发的股份转让	转让后股份 数 (亿股)
6 名 PE	35.8	18.87	32	受让 4 亿股	受让 12.6 亿股	48.6
创业股东	—	81.13	138	转让 4 亿股	转让 12.6 亿股	121.4

所幸的是，前述“对赌条款一”及“对赌条款二”，因人和商业顺利实现相应目标而没有被触发。人和商业2008年及2009年的净利润分别达到19亿元及40亿元，超出原先预定的16亿元及32亿元目标；截至2009年年底，人和商业的总经营面积超过70万平方米，高于原先预定的55万平方米的目标。

总之，人和商业这个案例给出了相当明确的启示，企业经营者应该清醒地认识到：VC/PE在向企业投资时，对于自身的利益保障，严密到了何种程度。即使企业遭遇百年难见的金融危机流血上市，VC/PE也可以通过事先设置的协议条款确保自身投资收益，而创始人则必须付出无偿向对方出让股权的代价。

评论

“滴水不漏”的投资条款

桂曙光（杰睿投资董事）

VC/PE投资一家企业，目的当然是为了获得投资收益，但前提和底线是资金的安全、股权的价值不贬值。

对于人和商业的6个PE股东来说，他们以1.27港元/股的私募价格入股，为了保证此项投资的安全、升值和回报，设计了一些精妙的条款：

1. 对赌条款（上市调整条款）：上市是私募投资选择的最优退出方式，二级市场是VC/PE实现高额回报的最重要渠道。通常VC/PE会在投资协议中约定企业在满足条件3至5年之内完成上市，但较少要求保证“保底”回报的，通常是让市场来决定投资人的回报情况。对于投资人来说，其回报来自于两个要素：一是企业业绩的增长，二是二级市场与一级市场的市盈率（P/E）估值差异，这两个要素的乘积就是投资人的

回报倍数。但是，对于企业家来说，他只能控制企业业绩的增长，而无法控制一、二级市场之间的估值差异。红杉等PE在这里让企业承诺IPO退出回报对创业股东来说是非常不公平的，让创业股东为金融危机买单是不恰当的。

2. 对赌条款（估值调整条款）：如上所述，影响投资人的回报还有一个企业业绩增长的要素，这是企业家可以控制、甚至保证的。在企业不同发展阶段，投资人关注的经营指标不同，因此在设置对赌指标的时候，也有不同的选择。通常来说，净利润是一个常用的指标，还有收入规模、用户数、资源量、合同额、增长率等。指标越多，越能从多方面保障投资人的利益不受损失，企业家想通过人为手段操纵运营指标的难度也越大。

但有两点需要强调：

第一，如果企业家对赌失败，不同对赌指标计算出的补偿措施，他们之间应该是并行的关系，不应该是串行的关系，就是说投资人可以按照不同的对赌结果，选择一个对自己最有利的补偿方案，而不是把不同对赌补偿方案累积起来。

第二，对赌不可无底线。企业终究是企业家的，即便出现经营业绩不达标导致对赌失败，企业家拿自己的股权给予投资人补偿时，也要考虑到企业家对企业的控制权问题。如果因为对赌，让企业家丧失大量股权、甚至失去对企业的控制权，这对企业未来的发展可能是一件坏事。因此，大多数对赌协议中，企业家在拿自己股份补偿投资人的时候，是要保证其最低股份比例的。

3. 防稀释条款：投资人投资后，如果企业发展顺利，估值会不断提升，如果公司需要后续融资，价格越来越高，这种融资对本轮投资人是会产生稀释的，但通常来说，本轮投资人是不会反对，甚至会追加投资的。但如果企业经营不善，或者资本市场不景气，导致后续投资人的投资价格比本轮投资人的价格低，那他的资金价值就是负的，他的股权价值就亏损了，这种情况下的稀释，本轮投资人是不能接受的。于是投资人会启动防稀释条款，调整当初的投资价格，投资人本轮投资额就必须按后续新的价格重新计算股份数量，由此产生的股权差额，由创始人股东无偿转让。

一般来说，投资人会要求按照加权平均的方式调整，即按照公司后续融

资以后的公司估值（融资前估值加上融资额），除以已发行的总股份数（融资前股份数加上新发行股份数），确定出平均价格，这对于投资人和公司来说都是公平的。当然，也有少数强势投资人，会要求将自己的投资价格调整成后续新投资人的价格，这对企业家来说，也是非常严厉的，本案例即是如此。

投资人作为小股东，必须把投资协议设计得尽可能完善、详尽，做得“滴水不漏”，防稀释条款、对赌条款都是需要的，但是像人和商业这样设置多重对赌标的则不多见。当然，如果再加上“5年内如果公司未能实现上市，公司按20%年回报率强制回购投资人股份”的回购条款，那就真的天衣无缝了，至于能否实施，那是另一个层面的问题了。

第6章 娃哈哈：非正义的胜利

曾经轰动一时、持续数年的“达娃事件”，在宗庆后的眼里是“达能强购娃哈哈”，却被外界视作“宗庆后撵走达能”。

在宗庆后的主动爆料下，法国达能与娃哈哈之间那场旷日持久的股权战争，在公众视野之中拉开了帷幕。其实，与其说是达能与娃哈哈的矛盾，还不如说是达能与宗庆后个人的矛盾。

这场争端虽说以宗庆后的“胜利”而告终，但是贯穿始终的是非、对错、公理究竟如何，这些疑问却留在了每位关注者的心里。更加值得拷问的是，这场争端背后的中国市场环境、企业家的契约精神及政府机构的司法公正。

由于当时对商标、品牌的意义认识不清，使得娃哈哈的发展陷入了达能精心设下的圈套。由于本人的无知与失职，给娃哈哈的品牌发展带来了麻烦与障碍，现在再不亡羊补牢进行补救，将会有罪于企业和国家！（达能）一旦得逞，中方将丧失对娃哈哈的绝对控股权。

这是娃哈哈集团董事长宗庆后2007年4月3日在《经济参考报》上就“达能并购娃哈哈”事件的首度公开表态，也正是这次公开表态，使得宗庆后与达能之间那场旷日弥久的股权战争，在公众视野之中拉开了帷幕。

5年之后的今天，再回头看看宗庆后当年这段充满悲情的话语，或许多少显得有些矫情了。因为随着事件的发展以及越来越多隐秘的曝光，我

们已经发现，事件的真相并非完全如宗庆后所形容的那样。

2009年9月30日，宗庆后以回购达能所持娃哈哈合资公司51%的股权，宣告了自己的最后胜利，达能出局了。贯穿这场争端始终的是非、对错、公理究竟如何，这些疑问留在了每位关注者的心里。

引爆“低价并购”事件

2007年4月3日，《经济参考报》首先披露，法国达能集团欲以40亿元人民币的低价，强行并购娃哈哈集团总资产达56亿元、2006年年利润达10.4亿元的其他非合资公司51%的股权，但遭到宗庆后的拒绝。

两天之后，达能召开了临时发布会，其亚太区总裁范易谋表示，确实试图收购娃哈哈非合资公司51%的股权，但这一切都是遵照十年前的协议行事。在既有的达能与娃哈哈合资公司中，达能控股51%，并且占有5个董事会席位中的3个。此次收购非合资公司本是双方坐下来协商解决的事情，娃哈哈方面通过媒体对外发布，达能认为是不恰当的。

关于此次收购，不得不提及双方十年前的合资背景。

1996年，法国达能、香港百富勤与娃哈哈集团共建合资企业，娃哈哈集团拿出旗下五家子公司，用于跟达能及百富勤进行合资。最早的五家合资企业形成的持股比例是，娃哈哈集团持股49%，达能及百富勤在新加坡组建投资公司金加（新加坡）持有合资公司51%的股权。持股公司金加（新加坡）的股权结构则是，达能占股70%，百富勤占股30%。

1998年，东南亚金融危机爆发，百富勤将其在金加（新加坡）的30%股权转让给了达能，自此，达能以金加（新加坡）100%持股人的身份，间接持有了娃哈哈合资公司51%的股权。合资公司董事会席位由原来的娃哈哈集团2席、达能2席、百富勤1席，变成了娃哈哈集团2席、达能3席。

在维系合资合作的十余年时间中，双方所组建的合资公司的数量，从最早的5家一直增加到了39家。

事情的变化发生在2006年下半年，达能发现娃哈哈集团在合资公司之外，另行组建了一系列非合资公司，数量同样达到近40家。而且这些总资产已达56亿元、年利润超过10亿元的非合资公司，涉嫌与娃哈哈合资

公司同业竞争，侵害了达能作为合资公司股东的利益。达能遂向宗庆后提出谈判，要求收购娃哈哈集团非合资公司的51%股权，以便统一纳入合资公司体系中去。

2006年年底，达能与宗庆后签署收购非合资公司51%股权的框架协议，代价是40亿元人民币，但框架协议签署之后，宗庆后在2007年年初反悔了。

作为最后与达能“决裂”的准备工作，宗庆后于2006年年底设立了一家合资公司之外的销售公司——杭州娃哈哈食品饮料营销有限公司（以下简称“非合资营销公司”），并且要求经销商将非合资公司产品的货款另行支付给非合资营销公司。而此前经销商的所有货款，无论是合资公司还是非合资公司的产品，皆存入娃哈哈与达能的合资销售公司——杭州娃哈哈保健食品有限公司销售公司（以下简称“合资销售公司”）。

通知下达给娃哈哈各经销商的初期，各经销商对娃哈哈杭州总部的新政策也有些无所适从。因为即使身为经销商，也很难分辨哪些产品是合资公司生产的、哪些产品是非合资公司生产的，将货款分成两部分分别存入两个不同的账户，就更难了。

此前娃哈哈非合资公司的产品只是在生产层面脱离了合资公司，而现在在销售层面，这些产品也从合资销售公司剥离了出去。

面对娃哈哈非合资公司的强势崛起，达能认为，这是对当前的非常重大的利益侵犯，更是对未来的危险的利益威胁。“值得注意的是宗庆后设立的所谓非合资公司近年来飞速发展，这不得不引我们的警惕。”范易谋接受采访时说道，“在去年12月的时候，经过6个月的谈判，他们跟娃哈哈是签订了一份合同，也就是说，要把这些非合资企业转移到合资企业的，我也不知道为什么在签订合同不久之后，宗庆后先生完全采取了相反的态度，或者是相反的一种做法，决定成立一家销售公司，开展与我们合作企业竞争的业务。事实上，这些非合资企业，按照我们的合同，是不应该存在的，而他现在已经存在了，我们达能也做出了很大的让步，我们也愿意付出高额的代价，把他们转移到我们的合资企业当中去。”

面对达能的收购邀约，不愿就范的宗庆后，选择了主动向媒体曝光。

先发制人的“舆论战”

2007年4月8日，宗庆后做客新浪财经披露强购事件内幕，全面谈及了他与达能之间的矛盾，也彻底引爆了与达能之间的第一波舆论战。

宗庆后在谈话中回顾了与达能十年来的合资历程，并且就与达能之间的分歧阐述了自己的四个观点：

一、我们认为合资合同条款不平等，你限制我们不能生产合资公司竞争的产品，对你没有限制。而你实际上是收购了很多与我们有竞争的产品企业，所以这个条款是不平等的，要修改。要么取消对我们的限制条款，要么你是增加对你限制的条款。而且从你现在已经收购的乐百氏、正广和、深圳益力、蒙牛、光明、汇源全部撤资。

二、我提出来你的商标使用许可合同实际上是一个变相的商标转让合同，我们商标所有权人，使用商标反而受到你被许可人的同意才可以使用.....他同意不再要求转让商标，我们同意合资公司的产品能够特许使用娃哈哈的商标，今后他有新产品的时候，也能自动同意他使用这个商标.....应该说我们同意可以继续允许你特许使用你现有产品使用娃哈哈商标，今后你的新产品我们只要没有授权第三方，也可以让你自动使用娃哈哈商标（注：宗庆后关于商标的说法与事后披露的事实不符）。

三、现在你说我们违背《公司法》，兼任了这么多公司的董事长和总经理。我原来是娃哈哈董事长和总经理，是你们选举我当了39家合资公司的董事长和总经理。既然你说我违法，那么我辞去这39家合资公司的总经理，再准备委派78个董事参加你合资公司的董事会，同时也提醒你，你也必须派不同人担任不同公司的董事（注：达能并非指宗庆后同时兼任39家合资公司董事长不合法，而是指其同时兼任合资公司与非合资公司董事长，违反了竞业禁止的约定）。

四、因为你们说我们的非合资公司生产了跟你有竞争性的产品，违法了。我们认为我们没有违法，一个我们合资公司生产的产品经过你合资公司销售的是代加工性质，而且是你们推崇的一种形式。我们非合资公司使用的商标也是通过你认可的，既然你说我违法了，我们现在不给你加工了。我们生产其他商标的产品。他后来又希望我们非合资公司继续生产这些产品，为合资公司代加工，通过合资公司去销售。一会儿说我们加工违法，一会儿又让我们加工，我们不背这个黑锅。

最终，宗庆后将双方的矛盾定性为，自己当时不懂资本运作让对方占了控股权，在合同上又陷入了不平等条款陷阱，现在对方回过头来又要强

购非合资企业。

就在宗庆后做客新浪财经的第二天，达能发布了一份回应性的声明，表示对宗庆后的谈话表示“强烈不满”，因为其观点不完全符合事实：

1. 1996年，达能集团与娃哈哈一起合作创立合资企业，根据各方达成的协议，外方拥有合资企业51%的股份。外方从合作开始就拥有这个公司的控股权，这里面没有秘密可言。我们跟娃哈哈当初签订的合同完全是公平的、合法的。合作一方如果希望改变当初约定的条款，应该通过正常的协商解决。如果一方想要改变合同，就对外宣称说当初签订合同的时候一方是受到迫使的，或者另一方有恶意的动机，这不公平，也不真实。

2. 根据合资企业合同的双方约定，娃哈哈合资企业享有独家生产、经销、销售娃哈哈品牌的食品和饮料的权利。同样按照合同及协议，宗先生以及其他中方合作者须遵守不从事与合资企业直接竞争的商业行为的规定。如宗先生自己承认的，他组建非合资企业，未经授权使用合资企业拥有的娃哈哈品牌以及原产品配方，进行大量的生产销售活动。这是公然违背双方合作协议，违背《公司法》的行为。这些行为不仅损害了达能集团作为大股东的利益，同时也损害了杭州上城区政府以及娃哈哈企业员工作为股东的利益。

3. 达能集团是一家专业的公司，我们一直尊重合同，尊重合作关系，并坚持与我们的合作伙伴以开放和透明方式进行合作。我们尊重我们的合作伙伴，并以诚信的态度对待合作伙伴。

范易谋接受媒体采访时曾说道：“宗庆后作为商界一位有影响力的人士，说这样不负责的话让人震惊，他那么聪明怎么可能落入我们的陷阱！”

达能的公开声明立刻引发了宗庆后的强力反击。2007年4月10日，娃哈哈方面连续发布三份声明：《娃哈哈集团全体职工代表声明》、《娃哈哈全国经销商代表声明》、《娃哈哈全国销售将士声明》。三份声明的措辞非常激烈，但缺乏实质性的内容，主要表达了几点诉求：第一，强烈声讨达能恶意并购，维护中国的民族品牌；第二，没有宗庆后就没有娃哈哈及经销商的今天；第三，身为宗庆后的“子弟兵”，坚决拥护宗庆后的领导。

这三份没有实质性内容的声明，在理据上基本没有说服力，更多是宗庆后试图在声势上压住达能。自此，宗庆后被外界钉上了“草莽”的标签。

“商标案”浮出水面

2007年4月11日，达能再次举办新闻发布会，重点回应了娃哈哈商标归属问题。范易谋说道：“现在显然两方之间有争论，到底是谁拥有了娃哈哈这个品牌的所有权。那么我认为事实上对于这个问题是不应该有任何争论的，因为在十年前，我们所签订的合同上有明确写明了这个是合法的，而且是受法律保护的，同时也是有执行效应的。那么当时呢，我们在谈判的时候，决定成立一个有51%的股份有限公司，当时他们要把他们的品牌带到这个合资企业，作为他们合资企业的一个投入。”

在当时的发布会现场，达能出示了当年签订的《商标转让协议》，以证明娃哈哈商标属于合资企业。范易谋又接着说道，考虑到商标转让过程有一个时间空档，因而双方又签订了一份《商标使用许可合同》，约定在商标转移到合资公司的相关手续履行完毕之前，合资公司独家拥有娃哈哈商标的使用权。

此前，宗庆后曾在新浪财经表示：“我们响应国家号召，对口支援、扶贫投资，他们都不愿意，我们员工持股会就决定自己投资了非合资企业。”范易谋反驳道：“对于这些非合资企业，我们从来都没有受到过邀请，对这些非合资企业进行投资。”

对于宗庆后指责达能投资了娃哈哈的竞争对手，损害了娃哈哈的利益，范易谋则回应道：“达能也是对其他的企业进行了投资，而且，我们每次都要投资的时候呢，都向宗庆后建议，让他加入进行共同投资。但是每一次他都有自己的理由，不参与进来。但是我想，对于我们的合同，我们达能完全遵守我们这个合同，而且超出我们业务之外的我们都已经承担。”

达能方面特意对收购乐百氏一事澄清道：“我们不认为收购乐百氏损害了合资企业的利益；事实上，正是宗庆后先生将收购乐百氏的机会推荐给我们，并在收购过程中以及收购后向我们提供了很多建议。因此，宗庆后先生本人曾持有达能子公司Calvon Pte Ltd.的股份，我们正是通过这家公司控股乐百氏。随后宗先生将股份回售给达能，获取收益。”

在4月11日的发布会上，范易谋再次强调，给予30天的时间双方友好协

商解决问题，如果宗庆后未能按照合资合同履行，将非合资企业纳入到合资企业体系中，达能将启动诉讼程序。

针对达能新闻发布会所公布的事项，娃哈哈集团2007年4月13日发布了《娃哈哈与达能纠纷的事实真相》一文，这是娃哈哈与达能之间第二个回合的公开交锋，其中重点对商标纠纷进行了具体回应：

达能方向媒体申明，当时签订合资合同的同时，签订了《商标转让协议》，而且是经过政府盖章同意的，因此，合资公司拥有商标的所有权。而由于在商标的有关变更权、商标所有权变更登记没有完全确定下来的情况下，签订了合资企业独家拥有娃哈哈商标使用权的使用合同。事实上，娃哈哈确实与合资公司签订了商标转让协议，地方政府亦同意盖了章，但是地方政府盖章同意的权限是同意娃哈哈向国家商标局申请转让，而真正的审批权是属于国家商标局。娃哈哈报批后，国家商标局从保护自己民族的驰名商标与知名品牌的角度出发，未予批准，因此，该商标转让协议并未生效。外方也曾到商标局交涉，知道商标局没有批准以及不批准商标转让协议的原因，故其又要求签署《商标使用许可合同》。该《商标使用许可合同》名义上虽然是许可，而实质却是一份变相的转让协议，剥夺了中方的所有权，规定了中方使用商标需经合资公司董事会同意方可使用的限制条款……

随即，达能集团再次发布声明，对娃哈哈集团发表的“事实真相”表示“强烈不满”，认为该文“断章取义，进一步歪曲了事实，混淆公众的视听”。达能进一步强调，“关于合同的所有事实，是法律管辖的范围，应该由司法机构做出公正的判断”。

也就在同一天，娃哈哈集团再次祭出“统一战线”大旗，向新浪网提供了十余家地方政府机构向娃哈哈集团及宗庆后发出的、声援宗庆后的函件，这些政府机构所在地无一不是娃哈哈集团进行了投资的地方，比如江西吉安、新疆石河子、湖北红安、重庆涪陵等。

这些政府机构的函件，无一例外都表达了对宗庆后的支持以及对达能的谴责，这些函件字里行间的措辞，再次将商业争端扭曲成了民族主义的较量，从而掀起了新一轮的声讨浪声。

从“舆论战”转入“诉讼战”

“娃哈哈事件”经过一个多月的发酵，自2007年5月9日起，双方从舆论层

面的口水战，升级成了法律层面的诉讼战。同一日，达能集团发布了一则关于事件进展的公告：

2007年4月9日，作为合资企业的大股东，达能集团向娃哈哈合资企业的董事长寄出了正式的书函，要求他代表合资企业起诉未经合法授权、非法销售与合资企业相同的“娃哈哈”品牌产品的杭州娃哈哈食品饮料营销有限公司。这是我们采取法律行动的第一步，并为解决争端设立了30天的期限。

截至今天，娃哈哈合资企业的管理层未对非合资企业的违法行为采取任何行动。在此情况下，达能集团正式启动了相关的程序。

达能所启动的正式法律程序便是，就娃哈哈争端向瑞典斯德哥尔摩商会仲裁院提出8项仲裁申请。根据双方当年合资合同的约定，如果双方就合资事宜产生争议，可就争议事项交由斯德哥尔摩商会仲裁院进行仲裁。

8项仲裁申请中的7项都是外方股东针对中方股东提出的仲裁，内容基本一致，即中方股东未经授权擅自生产与合资企业相同的产品，违反了合资协议的“非竞争条款”，损害了合资企业的利益。双方的合资协议明列，中方股东“不从事任何与合营公司的业务产生竞争的生产或经营活动”。

另外一项仲裁是达能针对宗庆后个人提出的，其仲裁的依据是，合资之时达能与宗庆后签署的“服务协议”。宗庆后涉嫌违反了其中的“非竞争条款”以及“保密条款”。宗庆后既担任合资公司董事长，又担任存在直接竞争关系的非合资公司的董事长。

关于竞业竞争，娃哈哈方面表示，部分非合资企业在合资之前就已经存在，比如，最早娃哈哈拥有10家子公司，达能只选择了其中5家合资，后来新增的非合资企业，外方股东也默认了这些企业的存在以及其生产产品的合法性。

2007年6月5日，达能发布了针对宗庆后所采取的第二项法律行动的公告：

2007年6月4日，达能集团在位于美国洛杉矶的加利福尼亚州最高法院对恒枫贸易有限公司和杭州宏胜饮料有限公司，以及与上述公司有关联的

两名人员（美国公民或美国永久居民）提起诉讼。恒枫贸易有限公司是在英属维京群岛注册的公司。

根据杭州市工商行政管理局的工商登记资料，杭州娃哈哈食品饮料营销有限公司是杭州宏胜饮料有限公司的全资子公司。杭州宏胜饮料有限公司由一家名为恒枫贸易有限公司的外资公司控股。杭州娃哈哈食品饮料营销有限公司以非法的手段销售与娃哈哈合资企业相同的产品，并非法利用达能娃哈哈合资企业的经销商和供应商资源开展业务活动。

达能集团提起这项在美国进行的诉讼，目的是为了制止上述被告集体合谋，以不正当的手段干扰达能娃哈哈合资企业的客户关系和商业前景的行为。

这则公告简而言之，就是达能在美国起诉了娃哈哈非合资公司的境外控股母公司及法人代表。因为非合资营销公司是由境外离岸公司恒枫贸易最终控股的，而这些公司的法人代表——宗庆后的妻女——获得绿卡或已经加入美国国籍，所以达能向美国法院提起诉讼。

6月7日，宗庆后发出了一封《给法国达能集团董事长里布先生及各位董事的公开信》，称“无法忍受合资公司贵方两位董事（即贵集团亚太区总裁范易谋先生与中国区主席秦鹏先生）的欺凌与诬陷，使我的名誉与感情受到了极大的伤害，同时也需要腾出精力和时间来应对贵公司提起的法律诉讼”，因而辞去合资公司董事长职务（注：后由范易谋临时接任董事长）。

公开信中，宗庆后进一步陈述道：

贵方董事一方面对本人提出了每年的利润增长要求，而另一方面又通过其董事会占多数的优势，对本人做出了许多限制条款的决议。例如：要求作为执行董事的我“在每一财政年度结束前至少一个月，应向董事会提交下一财政年度的总预算”，其中包括：“每项主要固定资产开支均需备有一份详细的可行性研究报告（任何金额超过人民币一万元支出项目均视为主要固定资产开支项目）；并规定5项“尤其须经董事会事先批准”的内容.....如果执行这个决议，那我们每一项经营活动均需做一个详细的可行性研究报告，等待董事会的批复，甚至连出一趟差都要等董事会的批复，而这些贵方董事平时在什么地方都不知道，这个企业究竟如何经营下去？如果你不理他擅自干了，他随时可以违约为由砍你的头，如果你守约影响了经营其又可以经营不善为由砍你的头。回想与他

们激烈争斗的11年2个月还算是命大、长寿的，与乐百氏中方经营者早被人砍了头、赶出了疆场相比还是幸运的。

针对宗庆后的公开信，达能发面发布了一则简短的声明，表示“在6月7日的公开信中，宗庆后先生明确承认了斯德哥尔摩仲裁的合法性，对此我们表示欢迎。除此之外，信中所罗列的很多情况均属断章取义，歪曲事实”。

在达能采取法律行动的同时，娃哈哈集团方面也在启动相应的针对性法律程序。2007年6月14日，杭州市仲裁委员会宣布受理了娃哈哈集团提起的仲裁申请，该申请要求确认娃哈哈集团与合资企业杭州娃哈哈食品有限公司于1996年签署的《商标转让协议》已经终止。

7月5日，达能向杭州市仲裁委员会提出仲裁反申请，请求裁决娃哈哈集团立即履行《商标转让协议》，与娃哈哈合资公司共同向国家商标局呈交“娃哈哈”商标转让的书面申请。

娃哈哈商标转让程序悬疑

2007年6月25日，娃哈哈方面发出《十一年合作与纠纷的历史真相》，其中专门提及“范易谋一直认为，国家商标局未予书面答复，故转让手续尚在办理中”，但“国家商标局口头答复实际上已确定了不予转让”。在该文中，娃哈哈集团公布了落款时间为2007年6月7日的国家商标局复函，全文如下：

浙江省工商行政管理局：

你局6月6日《关于要求出具娃哈哈商标转让申请不予核准事由证明的请示》（浙工商[2007]42号）收悉。现答复如下：

国家工商局于1995年12月22日发布了《企业商标管理若干规定》（以下简称《规定》），该《规定》的主要内容是防范和制约企业（包括国有企业和非国有企业）商标权流失，自1996年3月1日起施行，1996年年底，我局在无锡召开了会议，专门就贯彻执行《规定》、防止合资过程中商标权的流失进行了布置。

杭州娃哈哈集团公司于1996年4月和1997年9月先后向我局提交了《关于请求转让娃哈哈商标的报告》和《关于转让娃哈哈注册商标的报告》，

要求将该公司名下的200多件注册商标转让给合资公司——杭州娃哈哈食品有限公司，但我局根据《规定》，均未同意转让。1999年7月，杭州娃哈哈集团公司向我局提交了许可杭州娃哈哈食品有限公司使用其注册商标的许可合同备案申请，我局于同年8月予以备案。

该函件表达的意思，一言以蔽之，国家商标局“未同意转让”娃哈哈商标。然而，2006年7月12日，由国内外6位律师组成的达能律师团，在上海高调举行发布会，质疑宗庆后并未按法定程序向国家商标局申请办理商标转让手续。

达能的代理律师陶武平表示，在报批国家商标局过程中，宗庆后一直以“正在办理”为由，却从未告知达能商标转让不能办理。按照律师的说法，宗庆后当时给出正在办理的理由，一是转让金额太大，需上报国务院，二是如申请“转让”，“驰名商标”要停止办理。

关于国家商标局“未同意转让”的《复函》，达能律师陶武平质疑道：

“商标局对申请转让只有‘核准’和‘驳回’两种行政行为，但商标局对于合资公司申请从未做出过驳回的回函，商标局出具的‘未同意转让’回函，有可能仅是娃哈哈集团单方面进行咨询时得到的解释。

“按照规定，商标由娃哈哈集团转让给合资公司，应该由转让方和受让方共同申请，且由受让方主要作为办理人，但宗庆后同时担任合资公司和集团董事长，实际上并没有按照规定‘走程序’，宗庆后所提‘中方和外方一起去办理转让手续’是不成立的。”

“伪造签名”冲击波

在2007年7月12日达能律师发布会现场，比质疑“商标转让程序”更有冲击力的爆料，是“伪造签名”事件的曝光。

达能在美国起诉宗庆后妻女以后，对其所控制的娃哈哈非合资公司在境外的离岸控股公司进行了一系列调查。而在此过程中，达能发现其中一家离岸公司——荣辉投资有限公司——持有四家娃哈哈非合资企业，该离岸公司的法人代表是一位名为陈仲华的美籍华人，于是达能也将其纳入起诉的被告之一。

在此前的7月6日，达能的美国律师找到陈仲华，并将这几家娃哈哈非合

资企业的工商资料递给陈仲华看，这些工商资料多次出现陈仲华的签名，以及他作为离岸公司荣辉投资的法人代表签名。陈仲华看过之后表示，他从未在这些文件上签过字，而且从未看过这些文件，也从不知道他拥有一家名为“荣辉投资”的离岸公司，并且持有了四家娃哈哈非合资企业。陈仲华认为这些签名都是伪造的。

据陈仲华向达能的律师陈述，他与宗庆后有过几次接触。最早在1995年与宗庆后相识，当时宗庆后正在物色外资进入，于是他与宗庆后成立了一家合资公司，但几个月一直未能找到外资进入，公司便宣布解散。2005年，陈仲华从美国组织了一个考察团来到杭州，参观了包括娃哈哈在内的一些大企业。当时杭州钢铁厂正在寻求外资进入，宗庆后获悉后便与陈仲华一道在中国香港以陈仲华的名义成立了中源国际投资公司和冠军工业公司，以便作为引资的壳公司。后引资未果，陈仲华要求宗庆后撤销此家公司，宗庆后让其签署了两份委托文件。

据达能方面表示，许多涉嫌伪造陈仲华签名的文件分别签署于2006年8月10日和2007年1月4日，但陈仲华护照上的出入境盖章显示，该时间点他并不在中国境内。

对于“伪造陈仲华签名”一说，宗庆后对媒体矢口否认：“没有的事，没有这回事。至今为止，达能并没有公布什么铁证。”达能方面则回应称，陈仲华的证词经过了公证，在美国是具有法律效力的，“这些签名与宗先生的签名出现在同一页上，所以宗先生应该知道是谁伪造了那些签名”。

关于女儿因拥有美国国籍而在美国应诉一事，宗庆后表示：“她已申请取消美国国籍，目前此事已进入向美国当局审查程序。”达能则表示：“某一个人现在放弃国籍并不会改变加州法庭的司法管辖权和裁决效力。如果当宗小姐是美国加州的一个居民时，曾有起诉书所指控的行为，那么法院的司法管辖权和裁决就将基于她当时的行为，而不论她现在是否正在申请取消美国国籍。”

2007年7月19日，达能正式向涉嫌伪造签名的四家娃哈哈非合资公司所在地的工商、招商、外经贸等部门进行举报。达能声称：“这次事件不仅是一起严重侵犯陈仲华先生个人权利的侵权事件，而且更是一场严重违反中国法律以及欺骗政府和社会公众的违法事件。”

宗氏家族离岸资产秘密版图

随着宗庆后妻女在美国诉讼的进展以及“伪造签名事件”的曝光，宗氏家族离岸公司的秘密版图逐渐浮出了水面。

根据诸多媒体陆续披露的信息，以娃哈哈集团名义设立的近40家娃哈哈非合资企业当中，绝大部分并非娃哈哈集团（其第一大股东是持股46%的杭州上城区国资委）所持有，而是由疑似宗庆后家族控制的一系列离岸公司所分别持有。

笔者综合各大媒体的报道，整理出了一张相对完整的娃哈哈非合资公司的股权架构图（图6-1），图中所列出的分布于全国各地的30家非合资企业（方框部分），其中28家由离岸公司控股或者参股，另外2家则由宗庆后直接持有。

意味着娃哈哈集团的三大股东中（杭州上城区国资委、娃哈哈工会、宗庆后），宗氏家族几乎独占了非合资企业的利益。这些非合资企业的法人代表，几乎清一色由宗庆后或者其妻女施幼珍、宗馥莉担任。

如图中所整理，持有这些非合资公司股权的离岸公司，大约有10家（圆框部分）。这10家离岸公司背后的股东不甚明确，但据《中国经营报》的调查，其法人代表却与宗氏家族有着千丝万缕的联系。

作为控制非合资企业最多的离岸公司恒枫贸易，其法人代表即为宗庆后的女儿宗馥莉。恒枫贸易一共大约参股控股了15家娃哈哈非合资公司，其中最早控制的是2003年10月成立的杭州宏胜饮料有限公司，持有该公司90%的股权（另10%股权由宗庆后妻子施幼珍持有）。

控制非合资公司第二多的离岸公司荣辉投资，其法人代表便是其签名涉嫌被伪造的陈仲华，其一共参股、控股了4家娃哈哈非合资企业。

此外，其他一些离岸公司的法人代表也与宗庆后有着密切联系。比如，身为Gold Factory和Great Base法人代表的香港人陈达豪，其另一个身份是韶关娃哈哈有限公司总经理；Bountiful Gold Trading的法人代表陈振兴，他是娃哈哈香港总代理永丰中国的董事。

非合资公司中最早出现离岸公司持股的，是1999年3月设立的“长沙娃哈哈长荣饮料有限公司”，由离岸公司Junjie Investment持股30%，剩余部分宗庆后个人持股30%，长沙当地股东持股40%。

截至2007年4月，最后一家由离岸公司持股的非合资企业，是设立于2007年2月的“巢湖娃哈哈昌盛饮料有限公司”，由恒枫贸易持股70%，荣辉投资持股30%。

正因为这些离岸公司对娃哈哈非合资企业的隐秘持股，外界质疑宗庆后将非合资公司曲线变身成了宗氏家族的私有财产。对此说法，宗庆后则断然否认：“不是。也是员工与各方面朋友共同投资，但委托我家人做董事或股东。成立这些公司的初衷是为了以外资身份合理避税，并享受一些优惠政策。如今矛盾爆发后，我很庆幸这些非合资企业能够保全娃哈哈人的利益。”

宗庆后的此番辩解，多少显得有些苍白无力。他的言外之意是，非合资公司的股权不是他在独享，而是代娃哈哈全体员工持有。即便如此，作

为娃哈哈集团大股东的杭州上城区政府的利益是否受到损害，以及是否涉嫌侵吞国有资产，宗庆后则只字未提。

红帽子企业的隐性MBO

其实，不仅娃哈哈非合资企业跟娃哈哈集团没有任何股权关系，令人大感意外的是，随着来自于达能的另外一份秘密资料的披露，证明相当一部分娃哈哈合资企业的中方持股人也不再是娃哈哈集团。

2002年娃哈哈集团向达能集团发了一封有宗庆后签名的函件，函件称，娃哈哈集团同意让杭州娃哈哈广盛投资有限公司（娃哈哈集团的关联公司）代表娃哈哈集团与达能方面建立新的合资公司。这些新的合资公司与原有的合资公司具有完全相同的地位，纳入统一的管理，享受同等的待遇，并可使用“娃哈哈”和“非常”商标。

按照达能方面的说法，早期娃哈哈合资公司的中方股东是娃哈哈集团，但到了后来，合资公司的中方股东在娃哈哈集团的投资人角色逐渐被杭州娃哈哈广盛投资有限公司、杭州萧山顺发食品包装有限公司、红安永盛投资有限公司和广元金信投资有限公司等4家公司代替了（如图6-2）。

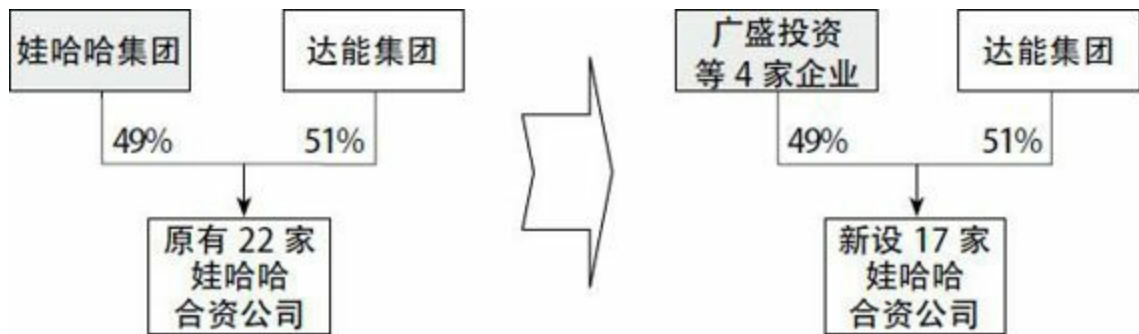


图6-2 娃哈哈合资企业中方出资人悄然变身

这四家公司，并非娃哈哈集团的子公司，除了前两家尚有娃哈哈工会部分持股外，其他全部为个人持股，其中就包括宗庆后。换句话说，代替娃哈哈集团作为合资公司出资人的4家企业中，全然没有了国有股东的身影了。

《中国经营报》的调查证实了这种出资人的转变。2001年8月，也就是双方合资的第五年，“湖南长沙娃哈哈饮料有限公司”和“潍坊娃哈哈饮

料有限公司”两家合资企业成立了，中方股东第一次不再是娃哈哈集团，而是宗庆后控股60%的广盛投资，杭州市上城区国资委在合资公司中的份额首次为“0”。

此后，所有新设立的娃哈哈合资公司中，中方股东几乎全部为宗庆后控股的广盛投资等公司，从而代替了娃哈哈集团的投资人角色。据统计，2001年之后所设立的19家娃哈哈合资公司中，由娃哈哈集团投资的仅有2家——“南昌娃哈哈饮料有限公司”及“白山娃哈哈饮料公司”。

换句话说，与达能合资的39家娃哈哈合资公司中，至少有17家不再由娃哈哈集团持股，而是由宗庆后私人控股的公司持股。

为什么代替娃哈哈集团作为合资公司出资人的时间点会是2001年？

这得从娃哈哈集团2000年开始的改制说起。

娃哈哈集团本质上可以说是民营企业内核的“红帽子国企”，由宗庆后创办于1987年。当时42岁的宗庆后在杭州登记了一家校办企业——杭州市上城区校办企业经销部（后更名为杭州保灵儿童营养食品厂），注册资本10万元，性质为国有企业，这便是娃哈哈集团的前身。

当时该校办企业的启动资金，是从杭州市上城区教育局校办企业办公室借来的10万元。此外，宗庆后还获得了价值10万元的设备划拨，以及一块生产用地与几个工人。在企业的发展过程中，由于娃哈哈的国有企业身份，享受了不少政策上的优惠，但也为宗庆后日后谋求企业产权增加了巨大的阻力。

2000年，娃哈哈集团终于启动了产权改制的过程，杭州市上城区国资委分批次将股权转让给了以宗庆后为代表的管理层及职工持股会。其中，宗庆后个人出资6419.5万元获得了娃哈哈集团29.4%股份。改制之后娃哈哈的股权结构为，上城区国资委持股46%，宗庆后持股29.4%，职工持股会持股21.38%，另外36位高管合计持股3.22%。

虽然国有股东依然是第一大股东，但此时的娃哈哈集团实际上已经变成了宗庆后联合员工绝对控股的“民营企业”了。

完成初步改制后的宗庆后，试图逐步摆脱国有大股东。于是在接下来的运作中，一方面，在新设立的娃哈哈合资公司中，逐步淡化娃哈哈集团

的投资人角色，悄悄以自己私人控股的广盛投资等企业取代；另一方面，抛开达能，另行通过离岸公司大规模设立娃哈哈非合资公司。

宗庆后这一系列的谋划与布局背后，或许存在这样一种设想：等自己通过离岸公司完成非合资企业的布局，基本摆脱娃哈哈集团国有大股东之后，再将达能手中持有的合资公司51%股权回购回来，逐步转移至离岸公司持有。此时，宗庆后也许将以家族企业的形式，彻底完成对“娃哈哈系”的离岸控股架构，从而彻底撇清国有股东，以金蝉脱壳的方式完成其隐性MBO（管理层收购），进而实现娃哈哈的海外上市。

然而，达能与宗庆后合作，其目的从来都不在于协助宗庆后完成MBO，而在于产业控制，因而，要求达能将合资公司的股权回售给宗庆后是不可想象的。

宗庆后在合资公司之外大规模设立非合资企业，达能应该是知情的，而非其宣称的近期才刚刚发现。只是由于2005年以前设立的27家非合资公司拿到了合资公司的商标授权，而且非合资公司的产品都是通过合资销售公司统一销售的（相当于非合资企业给合资企业代加工），在这种情况下，非合资公司的存在对合资公司的利益冲击相对有限，因而达能在相当长时间内都默认了非合资公司的存在。

直到2006年之后，达能发现非合资公司无论企业数量还是产能规模均在迅猛扩张（注：2005年之后设立的十余家非合资企业未能取得商标授权），总资产已达56亿元、2006年年利润达10.4亿元。而且非合资企业公然开始生产与合资企业完全一样的营养快线、思慕C等高毛利产品，更进一步的，2006年年底宗庆后试图另设销售公司销售非合资公司的产品，从而彻底脱离合资企业的销售公司。

达能方面说道：“除了获得授权的公司之外，还有相当数量的非合资企业，在过去两年中建立，这些企业从未获得合资企业董事会授权合法使用娃哈哈商标。非合资企业的数量以及产品销售量在争端公开前的18个月中急剧上升。”

这种情况的出现，已经严重威胁并且侵犯了合资企业的利益，而最终的利益受损者便是作为合资企业股东的达能。于是，达能开始警告宗庆后的行为，并试图收购非合资企业51%的股权从而将非合资企业彻底纳入到合资体系中去。

对于达能提出的要求，宗庆后先同意并签署了框架协议，后又反悔不干。于是，达能搬出合资协议及商标转让协议，控诉宗庆后违反合资协议进行同业竞争以及非法使用娃哈哈商标.....

商标仲裁“一声叹息”

双方矛盾爆发以后，娃哈哈商标的归属问题首当其冲地成为焦点。宗庆后方面的说法是国家商标局“未同意转让”，因而商标转让合同是无效的；而达能方面的说法则是，宗庆后一直都未有按法定程序向国家商标局申请办理商标转让手续。

自从双方就商标归属一案先后于2007年6月及2007年7月提出仲裁与反仲裁之后，这个悬案就落到了杭州市仲裁委员会的案头。

据《21世纪经济报道》的报道，双方于2007年8月16日在杭州市仲裁委员会仲裁庭进行了举证与答辩。

争辩焦点一：娃哈哈集团当年是否积极履行了《商标转让协议》？

娃哈哈集团首先出示了在1996年3月29日和1996年4月24日，分别向浙江省工商行政管理局和国家商标局提交的《关于请求核准转让娃哈哈商标的报告》，以证明自己完成了申请手续。并且，娃哈哈集团又出具了1996—1997年间3次合资公司董事会纪要，以及中方董事杜建英致函外方董事秦鹏，明确告知由于商标局已明确答复“娃哈哈”商标不得转让，因此董事会上应另行商讨《商标使用许可合同》的内容。

达能则质疑，娃哈哈集团提交的《报告》只是单方面的行为，根本就未有履行“转让方、受让方（即娃哈哈集团与合资公司）共同向商标局申请转让”的法定程序。

娃哈哈集团反驳认为，1996年的《企业商标管理规定》规定了商标转让的一个前置程序，即转让人应首先向国家商标局申请商标转让，待核准之后，双方才能共同正式提出申请，因此娃哈哈集团的做法符合当时的法律规定。

达能继续质疑道，假设《企业商标管理规定》当时确实构成了娃哈哈商标转让的法律障碍，但是该规定已于2001年10月23日失效，此后双方共同申请办理转让手续应该不构成法律障碍了。

争辩焦点二：《商标转让协议》是否已经无法履行？

娃哈哈集团出示的最为重要的证据为，2007年6月7日，国家商标局向浙江省工商行政管理局出具的《关于娃哈哈商标转让申请审核情况的复函》（注：前文叙述已经全文引用了该“复函”的全文，此处不再全文引用）。

因而，娃哈哈集团认为，国家商标局的《复函》已经明确答复“未同意转让”，因而商标转让协议已经无法履行。

而达能则认为，根据中国《商标法》、《商标法实施细则》和《企业商标管理若干规定》中，对于商标转让所做出的具体行政行为只有两种：“予以核准予以公告”或“不予核准予以驳回”，且必须以书面形式做出。但《复函》的措辞却是“未同意转让”，只字未提“不予核准”四个字。

达能的观点是，国家商标局实际上已经承认，自己当时并未针对这次商标转让事宜做出过“不予核准、予以驳回”的具体行政行为。因为用“未同意转让”的字眼仅仅反映了当时的一种状态，而不是一个结论性的具体行政行为。因此，达能坚持认为商标转让申请手续处于持续状态，并非娃哈哈所主张的“已经无法履行”。

而且，达能出示相关证据进一步提出，娃哈哈集团当时以商标作价1亿元人民币，其中5000万元是中方作为无形资产出资投入到合资公司（有省市两级政府批文及验资报告为证），另外5000万元的转让费则由合资公司如数支付给了娃哈哈集团，这说明合资公司已经完全履行了《商标转让协议》的义务。

争辩焦点三：《商标转让协议》是否已经被《商标使用许可合同》替代？

娃哈哈集团主张称，1999年的《商标使用许可合同》规定：双方“特此同意在中国商标局审批商标转让注册的期间，签订本许可使用合同以列明双方的权利和义务，并同意如审批被拒绝，双方亦按此合同执行”。由于国家商标局的《复函》已经明确表明不予同意，所以《商标转让协议》中的权利义务已经终止，《商标转让协议》已经被《商标使用许可合同》所取代。

而达能方认为，娃哈哈集团主张的大前提不存在，《商标转让协议》被取代的事实也不成立。原因是，国家商标局没有做出过“不予核准、予以驳回”的具体行政行为，双方也从未就《商标转让协议》终止履行事宜进行过商议并做出决定，如《商标转让协议》被双方约定废止而由《商标使用许可合同》所替代，则合资合同必须修改并重新由政府审批。但双方并没有这样做。

对于这次交锋，杭州市仲裁委员会没有当庭做出裁决，而是在4个月之后的2007年12月6日做出裁决：确认《商标转让协议》已经终止，娃哈哈商标归属娃哈哈集团，无需再注入娃哈哈合资企业。

达能立刻于收到仲裁书的12月10日当天发布了《达能集团关于杭州仲裁案的声明》，全文如下：

我们今天刚刚收到了杭州仲裁庭发出的裁决书。我们对裁决结果感到震惊。因为这一裁决是在杭州娃哈哈集团提起仲裁时依靠的主要证据已被事实否决后做出的。

大家可能都已了解到，杭州娃哈哈集团于6月13日在杭州市仲裁委员会针对合资公司提起仲裁，要求终止《商标转让协议》。对方提起仲裁的主要依据，是国家商标局在2007年6月7日给浙江省工商行政管理局的《关于娃哈哈商标转让申请审核情况的复函》（简称《复函》），杭州娃哈哈集团据此声称商标转让申请早已被国家商标局“驳回”。

对这一《复函》，国家商标局在2007年9月就已在正式的法律文件中做出澄清，明确指出“报告（注：指1996年、1997年杭州娃哈哈集团的两份报告）并非《商标法》、《商标法实施细则》和《企业商标管理若干规定》规定的商标转让法律行为，故我局对该报告的答复，不同于对转让申请的审查决定”，并证实杭州娃哈哈集团从未正式来商标局办理过商标转让的有关手续，因此商标局也就无从做出“同意”或“驳回”的决定。

至此，关于这一仲裁的孰是孰非，已经非常清楚，但仲裁庭却无视上述基本事实，做出了《商标转让协议》已经终止的错误裁决。此外，仲裁庭还认定合资公司要求杭州娃哈哈集团继续履行商标转让的合同义务已经超过了诉讼时效的期限。一般合同争议提起诉讼或仲裁的时效为两年，而合资公司是于2007年6月13日在收到杭州娃哈哈集团《仲裁申请书》后，才知道杭州娃哈哈集团单方面提出终止《商标转让协议》的要

求。因此，合资公司要求杭州娃哈哈集团履行商标转让的合同义务不存在任何超过诉讼时效的问题。

就同一份双方于1996年签署，并经过所有外商投资程序批准的《商标转让协议》，如果在2007年一方提出要求终止时，没有任何的时效问题；而对另一方几乎同时提出的要求履行合同的请求，却以“时效已过”的理由被驳回，这不是一个明显的矛盾吗？

我们稍后将向媒体通报更为详尽的信息，以及我们下一步的行动。

随即，达能就仲裁结果向杭州市中级人民法院提起上诉，要求撤销杭州市仲裁委员会的仲裁。但是杭州市中级人民法院于2008年8月做出了“维持仲裁裁决”的决定。达能集团再次以《达能集团声明》的方式，表达对这一裁决的“遗憾”：

达能方提起撤销仲裁裁决的主要理由，是由于该裁决存在故意和恶意颠倒是非、曲解以及错误适用中华人民共和国法律的情形，属于完全无视事实和法律的裁决。因此，根据中国民事法律的基本原则和中国的司法实践，对于这样一个“枉法裁决”的司法审查，杭州中院理应进行全面的审查，包括仲裁程序合法性的程序性审查，以及杭州仲裁委员会对事实认定与法律适用的正确性与合法性的实体性审查。

令人遗憾的是，杭州中院在本案的审理过程中，仅进行了程序性审查，丝毫没有涉及事实认定与法律适用的正确性与合法性的实体性审查，并据此做出了裁定。就这一法院裁定，达能方将向更高级别的中国司法机关提出申诉。

达能最后表示，将期待斯德哥尔摩仲裁庭就娃哈哈集团违反“合资协议”的行为做出裁定，“无论如何，杭州娃哈哈集团有限公司在‘合资协议’项下的商标出资合同义务至今仍未履行”。

“无奈的败退”与“迟来的胜诉”

2007年12月21日，在中法两国政府的干预下，达能与娃哈哈终于发布联合公告，双方同意结束对抗、回归和谈，并且设定了为期3个月的和谈期，在和谈期间暂时中止一切诉讼与仲裁。

在此前的11月9日及11月14日，因达能在境外的起诉，英属维京群岛及

美属萨摩亚群岛最高法院分别签署了法令，将持有数十家娃哈哈非合资企业的10家离岸公司的资产全面冻结。

回归和谈之后，在中国商务部及法国驻华使馆商务处的主持下，双方于2008年1月份进行了数轮谈判。

据称当时达能提出了一个一篮子解决的方案：将娃哈哈合资公司及非合资公司打包整合，产权合并之后达能及娃哈哈集团皆占有一定比例的股份，同时一并解决国有股东的历史遗留问题，之后再择机将娃哈哈整体上市。据说这个方案得到了双方的认可，只是双方对于具体的股权比例存在严重分歧。

按照宗庆后接受采访时的说法，根据新的合作方案，达能提出将双方所有合资公司和非合资公司重新整合，组成一家新的公司并实现A股上市，由双方各持有其中40%的股份，余下20%作为公众股；若达能对该公司的持股比例低于40%，则须保证该部分股权在上市后市值在500亿元以上。

对于此股权分配方案，宗庆后坚决不同意，而达能也拒绝再做让步。2008年4月，双方谈判最终破裂，双方因纠纷诉诸的法律程序重新恢复。

2008年8月，杭州市中级人民法院做出了不利于达能的商标案裁决。

事件沉寂一年之后，2009年9月30日上午，在中国商务部主持下，达能与娃哈哈签署协议宣告“友好分手”，双方将终止现有合资关系，达能将其在各家娃哈哈合资公司中51%的股权出售给娃哈哈，总价格据说为3亿欧元（大大低于达能最早提出的12亿欧元出价）。

和解协议执行完毕后，双方约定将终止与两者纠纷有关的所有法律程序。

然而，就在当天双方签署和解协议几个小时之后，瑞典斯德哥尔摩商会仲裁院做出裁决：认定宗庆后与娃哈哈集团等严重违反了合资合同，使达能因不正当竞争蒙受了重大损失。

根据中国加入的《纽约承认及执行外国仲裁裁决公约》，中国必须承认和执行国际仲裁庭的裁决。遗憾的是，这一纸“迟来的胜诉”未能在双方

的纠纷处置中起到应有的作用。

评论

“合而不谋”之下的双输

李寿双（大成律师事务所高级合伙人）

2003年，外方投资人将所持福建南平南孚电池有限公司（以下简称“南孚”）的股权转卖给南孚的竞争对手美国吉列公司，此举被称为跨国公司“消灭式合资”，在国内引起轩然大波。更有甚者，将跨国公司在华并购视为商业上的帝国主义，提出应警惕、抵制外资的口号。2006年的“凯雷收购徐工”一案，更是将这波“行情”推向了一个顶峰。实际上，领售权可以说是国际投资中的惯例，大意是在投资人（一般是优先股股东）提出要将目标公司卖给第三方时，其他股东（一般是作为公司创始人的普通股股东）应予以配合。作为一项法律设计，领售权保证了投资人退出的灵活性，本身无可厚非。如果仅因为国内企业在未透彻理解这些法律条款的情况下盲目接受，而在条款执行产生不利后果时，反过来声称外方欺骗或怀有恶意，似乎有“耍赖”的嫌疑，于法于理不通。可惜的是，在南孚事件过去4年之后，这种对国际投资惯例的陌生和误解，在娃哈哈及宗庆后那里依然深深地存在。

宗庆后在其发表的公开信中谈到的对方“罪责”之一就是，“贵方董事一方面对本人提出了每年的利润增长要求.....对本人做出了许多限制条款的决议”。例如：要求作为执行董事的宗庆后“在每一财政年度结束前至少一个月，应向董事会提交下一财政年度的总预算”。照此看来，作为中国著名企业家之一的宗庆后先生，至今也无法理解国际投资合同中所普遍存在的业绩绑定（通常所谓“对赌条款”）、董事会对公司行为的约束（包括投资人委派的董事对公司重大事项的否决权）等条款。诸如此类的条款，包括除此之外的反稀释、优先分红、清算优先权、赎回权、随售权、带领权、知情权、监督权、资金共管等，正是投资者在一个投资项目中出于对自身股东利益保护所惯用的法律武器，这套“组合拳”保证投资人牢牢地把目标公司的重大事项控制在自己的手上，并绑定和激励目标公司团队为公司创造利益，这种安全有效的投资法律合同的体系

化保证，是经过无数次试错之后沉淀下来的投资制度精华，正是跨国资本在国际市场上取得安全稳定的高额回报的“秘密武器”。宗庆后在接受达能合资条款的几年之后，反过头来在公开信中大声喊冤，也反映了宗庆后个人对国际投资惯例的无知，娃哈哈与达能之战中，宗庆后在法律规则上远远输给了达能。同时，宗庆后的输，也从一个侧面反映了我国企业对投资制度的把握和运用还远远“输于”国际成熟标准。事实上，中国目前缺的已经不是资本，缺的正是这种一流的投资制度。

在达能与娃哈哈争端之中，宗庆后更大的“输”，在于绕道MBO的计划未能顺利实现。有分析认为，合资公司当年低价取得娃哈哈商标的合同，是一种改制困境中产生的显失公平的合同，其中暗藏了宗庆后分阶段改变国有独资的冲动。按照宗庆后的算盘，让达能在娃哈哈集团和合资公司那里“占了便宜”，达能就“应当”默许宗庆后在合资公司获得利益或者通过自己控制的离岸公司间接获得利益。但达能公司似乎并不理解宗庆后的“深刻用意”，而且还悍然在美国起诉娃哈哈及宗庆后的关联公司，并揭露了宗庆后离岸公司、美国身份和绕道MBO等方面的灰色作为。这种合资而不合谋，导致了宗庆后绕道MBO的失败，也激怒了宗庆后，导致了宗庆后对达能的强烈对抗。当然，如果像双汇、徐工那样，选择高盛、凯雷这样的财务投资人，“条件”可能要好谈得多，而且对方也乐于“帮这个忙”。达能与高盛、凯雷的区别就在于，它是一家产业投资人而非财务投资人，除了赚钱之外，产业投资人还关心产业和品牌控制。

另一方面，达能在这场争端中同样也是输家。企业家是决定良好公司治理结构的重要因素。达能所代表的国际投资模式在中国遇到了企业家要素这个致命的短板。笔者曾在《中国外商投资法律环境与风险》一书中提出过，中外合资企业由于“生存依赖”引发控制权与剩余索取权错位，而导致公司治理风险的观点。在合资企业中，如果一方控制权达到使得合资企业的生存依赖于己方，而同时不能获得对应的剩余索取权，那么该方有动力通过行使控制权，获取利润分配以外的回报，来达到控制权和剩余索取权的统一。实践中，通常是外方利用技术优势损害合资公司利益，比如在我国汽车合资企业存在的非正常亏损现象。但需要指出的是，滥用控制权是中外合资企业治理制度所造成的机会主义行为，而与中方或外方无关。达能与娃哈哈的争端，根源就在于合资企业依赖于宗庆后的个人能力及其所掌握的市场渠道，但同时宗庆后个人又没有可与之匹配的收益索取权，当宗庆后对合资企业的控制权与其在合资企业的剩余索取权不一致的时候，作为一个“经济人”，宗庆后完全有可能在合

资公司体外建立自己的体系，实现利益上的平衡。

达能的“输”，同时也反映出国际投资模式地方化的失败。国际投资模式的成功，至少依赖于两个要素，一是依赖于本土的企业家团队（Local Talent），需要有接受国际投资模式并为之奋斗的企业家团队支撑，而这首先需要企业家团队对国际投资规则的透彻理解和充分尊重。二是依赖于当地的法律环境，这包括对法律（包括合同）遵守习惯，包括企业家团队的激励制度等。而这几种最起码的要素，在达能与娃哈哈的合资中恰恰是不具备的。首先，宗庆后以及娃哈哈的高管，不仅对投资条款的内在含义及其可能产生的后果毫无概念，而且对合同毫不尊重，宗庆后在公开信中仍然大谈特谈其对合资企业的贡献，殊不知，贡献改变不了对错，即便贡献再大，违约还是违约。其次，我国法律环境对娃哈哈这种半红帽子企业管理层激励制度的缺位，导致宗庆后无法通过正常方式彻底解决激励问题，这也决定了娃哈哈合资企业中必然存在控制权与剩余索取权错位的公司治理风险。从这个意义上讲，达能与娃哈哈的争端，一个深层次的原因即是国际投资模式在中国特殊环境下的摩擦和震荡。

达能与娃哈哈的争端，可以说是一场尴尬的错位。达能欲利用娃哈哈品牌、宗庆后个人能力和娃哈哈的市场网络，实现其投资目的，而宗庆后欲利用与达能的合资实现其事业发展和绕道MBO，但是，双方合资之后，却未进行有效的合作（或“合谋”），达能的投资模式与宗庆后所代表的中国企业家和中国法律制度发生了激烈摩擦与碰撞，达能的产业投资人角色阻碍了宗庆后目的的实现，从而也引发了双方的公开对抗，从这个意义上讲，达能与娃哈哈之战，可谓是一场“合而不谋”下的双输。

第二篇 控制战

联合创业的股东，分歧如何解决？最终依旧是并肩作战的战友，还是变异成水火不容的仇敌？西方的公司治理逻辑在中国会水土不服么？

第7章 新浪：城头变幻大王旗

新浪的王志东辞职事件，或许可以说是国内最早的具有公司治理意义的商业事件。创始人兼CEO被董事会赶下台，这在中国还是头一遭，所以在当时的媒体报道中，王志东被描述成了一个充满悲情的人物。

中国的主流商业文化默认的逻辑是：创始人＝老板＝实际控制人，因而必然是企业的完全掌控者；但西方主流的商业文化逻辑是：创始人/CEO＜董事会＜股东会，并在此基础上孕育出一整套公司治理模式。

新浪是最早在美国上市的中国民营企业之一，因而当西方逻辑与本土思维发生冲突时，初始阶段的不适与不解几乎不可避免。

时至今日，新生代网民们已经极少有人知道王志东是何许人也了。这位带领国内首家互联网企业登陆纳斯达克的新浪创始人，如今基本已经淡出江湖。而在12年前的世纪之交，王志东在互联网界的风头几乎无人可及。

自新浪的前身四通利方诞生之日起，这家先驱型的互联网公司的发展就充满了波折，期间五易其帅。而这诸多波折之中，创始人被驱逐则是最为浓墨重彩的一笔。

2000年秋天，东道主马云在杭州举办的首次“西湖论剑”上，那时候风头正劲的王志东，表现出一统江湖的自信。此时的新浪CEO无论如何也不会想到，自己会在一年之后被董事会罢免执行董事及CEO职务。

王志东出走事件，可以说是国内企业首次以西方成熟的公司治理逻辑解决企业内部的争端。也正是因为王志东事件，使得国内公众第一次近距离接触西方公司治理的游戏规则。

王志东之后，新浪历次换帅皆显得波澜不惊，表面是因其股权过度分散导致“城头变幻大王旗”，但背后却是现代公司治理规则在新浪逐渐落地生根。

新浪可以说是当前中国企业中最接近美国式标准的公众公司：没有一股独大的强势股东、没有真正意义的实际控制人、创始人与企业完全脱离、企业在职业经理人打理下良性运转。

本案例要讲述的便是新浪五次换帅背后的公司治理逻辑。

段永基出资，王志东创业

新浪的前身四通利方诞生于1993年，由王志东在段永基资助下创办。

王志东，1967年生，是国内第一代程序员中的代表性人物，在北京大学无线电电子学系求学期间，就已经靠编写软件程序闻名于北京中关村一带。毕业后短短两三年内，王志东便依靠独立完成国内第一套Windows 3.0汉化系统而声名鹊起。

段永基，1948年生，四通集团董事长，中关村IT业的领军人物，见证了中关村的成长，被称作中关村公认的“村长”。但他在业内的评价却极具争议，有人说他德高望重，也有人说他老谋深算，不过他身上强硬、果决的风格却是没有太多争议的。

由于王志东在当时的中关村已经有了相当的知名度，因而段永基在找他成立四通利方时，王志东有相较其他技术人员更多的筹码来提条件：第一，要四通投资500万港元成立一个高科技公司；第二，在管理上采用总经理负责制，财政、人事权都由总经理负责，四通可以监督但不能直接插手管理；第三，技术和管理人员必须拥有公司的部分股权；第四，不管赚钱与否都只做高科技的东西，不能中途改主意。

没想到，这一系列在当时看来非常出格的条件，段永基竟然都一一满足了王志东。在之后成立的四通利方，王志东作为创始人拥有了21%的股权。但据说这个股权只是口头协议上的，并没有落实到白纸黑字上。

四通利方创立之后，王志东领导的技术团队很快写出了RichWin这样的中文平台。当时微软的Windows还没有中文版，而RichWin是当时国内第一个跨平台、多内码、高兼容性并全面支持Internet应用的中文系统，据说该系统推出之后一度取得了国内微机中文平台预装软件市场80%的占有率。

引资华登国际，转型互联网

1996年1月，王志东结识了时任罗伯森·斯蒂文森公司的中国投资部主管冯波，并且和冯波签订了融资服务协议。

冯波，在中国称得上是名门望族之后了，他的父亲冯之浚曾任民盟中央副主席，由于他父亲的关系，使得他在中国政商两界都有深厚的人脉关系。

在冯波的协助下，经过一年半的努力，四通利方于1997年获得了来自华登国际的650万美元风险投资。来自华登国际的代表茅道临因此而进入

四通利方的董事会。

1996年，四通利方开始尝试向互联网方向拓展。此次的拓展行动有两个背景，其一，王志东主持研发的RichWin中文系统，由于微软大规模进入中国市场而受到强烈挤压，因此王志东需要拓展新的业务领域；其二，1995年美国网景公司的上市，点燃了整个美国的互联网狂热，进而也波及到大洋彼岸的北京中关村。

1996年4月，从法国巴黎大学留学归国的汪延加入了四通利方，主持创建国际网络部，并出任该部门第一任部长。四通利方国际网络部便是今日新浪网的初始源头。1996年4月29日四通利方的第一个站点利方在线中文网站（www.srsnet.com）建设启动，6月，利方在线正式开通。

而让利方在线获得真正发展的，是传播足球比赛的信息。

1997年10月31日世界杯亚洲十强赛，中国队在大连金州主场失利，王峻涛（网名“老榕”）在利方在线写了那篇著名的《大连金州没有眼泪》，此后该文被《南方周末》全文转载。此举让利方在线一举成名，同时还成就了两个人——其一是作者本人老榕，其二是日后成为新浪网总编辑的陈彤。

接下来的1998年法国世界杯，汪延又回到了曾经留学的法国，为利方在线进行前线报道。由于汪延通法语的缘故，在世界杯现场经常被央视等电视台的主持人拉去当翻译，进而结识了国内一大批体育类媒体，这对利方在线进一步提升知名度带来不小帮助。整个世界杯期间，利方在线甚至获得了18万元人民币的广告收入，这在当时绝大多数中国人还不知道互联网为何物的情况下，简直是个奇迹。

此后，负责网站的运营成了汪延的主要职责，王志东相对较少过问互联网这块业务。

与华渊合并，新浪网诞生

1998年9月，在投资人华登国际茅道临的穿针引线下，四通利方开始了与北美华人网站华渊网的合并历程。

华渊网于1995年在中国台湾人曹德丰的投资下，由蒋显斌、林欣禾、洪殷瑞三个斯坦福大学的学生联合创办，并在几年时间内成为北美及中国

台湾最大的中文网站。1996年姜丰年出任华渊CEO，谋求将华渊网打造成全球最大的中文门户网站，于是前来中国大陆物色可能合并的对象，并获悉四通利方旗下有个访问量很大的利方在线。

正是在这样的背景下，华登国际的茅道临居中介绍，四通利方CEO王志东与华渊CEO姜丰年相互结识并探讨两家合并的可能。

此后，双方就合并事项在北京及美国分别进行了两次谈判。在当时的谈判过程中，双方对估值问题产生了巨大分歧。按公允价值计算，当时的华渊网估值为2000万美元，而四通利方的估值为1500万美元。如果按照这个估值双方合并的话，四通利方的股东在新公司中只能占小头，而华渊方面的股东则在新公司中占大头。王志东不能接受这个估值方案，他提出如果要合并的话，四通利方的估值必须达到3000万美元。

在双方谈判陷入僵局之际，华渊方面的姜丰年做出了妥协让步，同意了王志东的条件。1998年10月27日，双方签约，两家合并，华渊占小头，四通利方占大头。

合并之后的网站名称既不用四通利方也不用华渊，而是取名为新浪网。sina一词源于“中国”的拉丁语翻译sino，在拉丁语系中，sino是“中国”之意，而在古印度语中，Cina也是中国的意思，与英语China合并，取名sina，意为“中国”。sina的中文名称“新浪”是王志东翻译的，这个域名表达了新浪网希望自己成为大中华区最大门户的愿望。

合并之后的公司，双方在董事会的话语权大体平衡：华登国际作为投资人占有1席；四通利方拥有3席，包括四通集团的段永基与刘菊芬以及四通利方的创办人王志东各占1席；华渊拥有3席，曹德丰、姜丰年、陈丕宏各占一席。

虽然在股权上四通利方占大头，但在公司运营方面，似乎华渊略占优势，至少董事长是由华渊方面的姜丰年出任的。之所以华渊方面一开始会掌握更多话语权，很大一个原因是合并之前华渊网已经是一个成型的门户，在北美获得了肯定，而利方在线还只是一个草台班子的论坛，上不了台面。而且，在双方合并过程中，姜丰年已经在估值方面做出重大让步，王志东自然不好再去争夺管理权限了。

四通利方与华渊的合并后，华人世界最大的中文门户新浪网即宣告诞生，随即，华登国际的2500万美元第二轮投资注入。

根据记述中国互联网发展史的《沸腾十五年》一书对当时情况的描述，华登国际在第二轮注资之后，希望增补一个董事会席位，以增加对企业的控制权。但此前华登国际在新浪已经有茅道临作为代表出任董事，要求2个董事会席位似乎有点说不过去，于是做了一个变通，茅道临辞任董事出任新浪CFO，空出的董事名额由华登国际总裁陈立武替补上。这样华登国际就实现了只占用1个董事会席位，但在企业又实际拥有2个利益代言人。茅道临出任CFO还有另一个用意，当时双方刚刚合并，尚处于磨合期，华登国际作为投资人，多少需要监管一下企业的资金，派驻一个CFO也就顺理成章了。

合并之后新浪的CEO人选，既没有由华渊的人出任，也没有由四通利方的人出任，而是外聘了一个职业经理人——沙正治。

沙正治是当时硅谷华人中的风云人物，他1994年担任网景副总裁，1995年网景上市使得沙正治也跟着身价猛增。

从公司治理的角度而言，聘请独立第三方的沙正治出任CEO，主要基于几点考量：第一，华渊方面已经有姜丰年出任董事长了，如果再由华渊的人出任CEO，无疑就会导致华渊方面话语权太重，四通利方的人马可能会过分被边缘化；第二，四通利方在股权上是大头，在经营权方面华渊过分强势显然无法让大股东心里舒坦；第三，由四通利方的王志东来出任CEO，也许能起到双方力量平衡的作用，但王志东似乎显得有些“稚嫩”，由他来掌控一家全球最大的华人门户不被看好。因此，作为最后的折中与妥协，只好找一个硅谷的职业经理人来出任CEO了，而且这个有网景背景的职业经理人，分量足够重、拿得上台面，各方都能接受。

沙正治出任新浪CEO之后，带来了自己的嫡系班底，CFO茅道临被取代，CTO严援朝也被替换，王志东被无形边缘化。

然而，好景不长，沙正治半年之后就被下课。

1999年9月，新浪召开董事会，沙正治抛出一个改革计划，并意图进一步清理总裁王志东。此前沙正治已经先后撤换了CFO、CTO，现在又要对总裁下手，其意图控制企业的目的越来越明显。作为职业经理人，沙正治这样的举动是各方不能接受的。

首先，王志东以及姜丰年就不能同意沙正治这样大面积地控制企业；其

次，投资人华登国际也对沙正治严重不满，因为其把自己安插的CFO茅道临给拿下了。

所以，相关的几方一合计，这个职业经理人不靠谱，索性就将沙正治解雇了。王志东坦言：“当时这样做完全是经过慎重考虑后做出的决定，是他和姜丰年采取的一个行动。”当然，华登国际总裁陈立武在此过程中也起了很大的作用。

王志东上位，新浪上市

随着首任CEO的出局，身为总裁的王志东顺理成章上位接任CEO一职，紧接着华登国际的代表茅道临也重返新浪出任COO。

当时的新浪正在谋求纳斯达克上市，随着新浪内部的人事变动，其上市计划也发生些许变动，其中最重要的便是更换上市保荐人。

曾在摩根士丹利任职的曾子墨，在《墨迹》一书中详细描述了摩根士丹利和高盛之间的“新浪争夺战”。摩根士丹利借着王志东新当选新浪CEO的机会，最终反败为胜成为新浪的上市保荐人。她形容新浪确实是摩根士丹利“抢”来的，而且是“明目张胆、硬生生地从高盛手中抢来的”。

当时中国的互联网政策还处于不清晰的状态，信息产业部对境内互联网公司海外上市，更是属于政策空白。因而，这令许多计划于纳斯达克上市的网络公司都未敢轻举妄动。

从1999年9月开始，新浪开始和信息产业部沟通。“当时的想法是，希望公司各地的运营都是合法的。由于国内互联网的发展很快，又没有相应的立法，因此灰色地带非常多。”王志东回忆说。

当年9月底，时任信息产业部部长的吴基传在一次讲话中认定，互联网内容服务（ICP）为电信增值服务，根据中国的政策法规，这块不许外资进入。当时的新浪股东中已经拥有外资股东，便与信息产业部进行了沟通。信息产业部认为新浪当前的股权结构是违规的，需要重组剥离，希望新浪能配合进行一些重组工作。

接下来，新浪便向信息产业部提交了一份重组方案，这便是后来大名鼎鼎的“协议控制”模式（也称“新浪模式”）。根据这个方案，新浪将原有的ICP业务、资产从原母体“四通利方”剥离出来成立全新的纯内资公司

——新浪互联信息服务公司，由王志东和汪延（新浪COO）以自然人身份持股。然后信息产业部将ICP牌照发放给这家新成立的内资企业，取消原母体“四通利方”的ICP牌照。同时，王志东和汪延又以自然人身份，设立了“新浪互联广告公司”，负责经营网站的广告。剥离之后，两家纯内资的“新浪公司”不参与上市，仅把四通利方拿去上市。但是，四通利方和纯内资的两家“新浪公司”签订了一系列控制协议（软件技术服务协议、顾问服务协议、投票代理权协议、股权质押协议等）。通过这一系列协议，四通利方达到了两个目的：第一，将新浪公司的绝大部分利润转移至四通利方；第二，两家新浪公司在法律上是纯内资公司并且不在上市体系之内，但在实际效果上却等同于四通利方的全资子公司（如图7-1）。

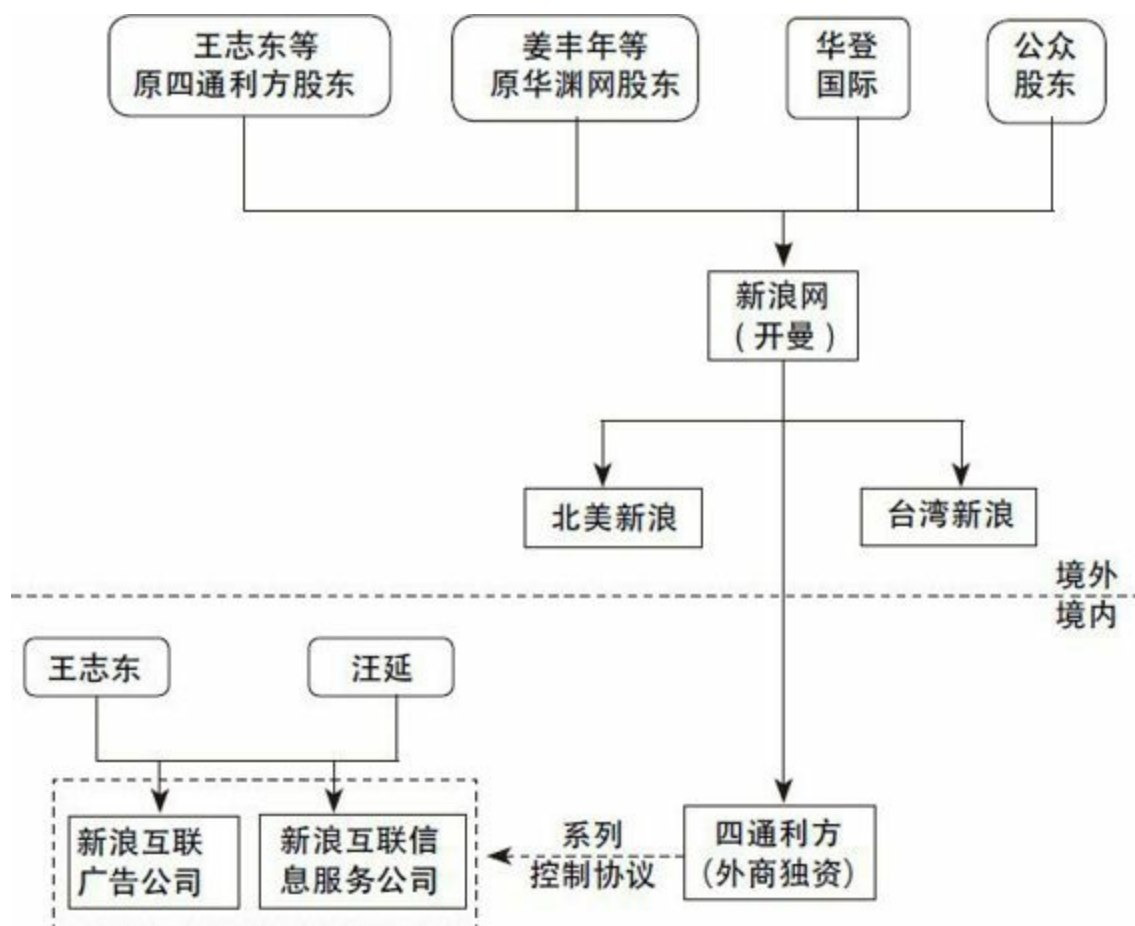


图7-1 新浪控制结构

这个方案最终得到了信息产业部的认可，从而彻底打通了互联网企业境外上市的政策障碍。无论如何，在一个无可选择的政策环境和市场环境下，新浪做了第一个“吃螃蟹者”。这也为其他互联网公司冲出了关键性

的一条道路，给整个互联网产业带来了极其深远的影响，后续所有互联网企业的境外上市模式，皆为新浪模式的翻版。

2000年4月初，新浪上市前夕，纳斯达克的互联网泡沫已经临近破裂状态。王志东回忆道：“我们开始路演的时候，纳斯达克指数是4900点。等一周以后，从新加坡到纽约，纳斯达克变成3400点，一下子缩水了四分之一。当时最恐慌的是，泡沫破灭了。”

正是在这种资本市场异常严峻的形势下，新浪以远低于预期的招股价，逆势登陆纳斯达克。新浪上市当天，原本有11家企业计划上市。但后来有9家企业因股票认购不足而临时撤下来，无限期推迟上市。

事后王志东形容道，“新浪总算是赶上了末班车，是从门缝中钻出来的”。从中不难读出王志东当时“面对复杂局势的焦虑、最终惊险逃过一劫的幸运”的双重心境。

接下来便发生了众所周知的“纳斯达克股灾”，股指被横斩3/4，全球互联网产业进入了长达三年的“冬季”。

战略显分歧，董事会倒王

在新浪上市的光环效应下，王志东成为当时中国互联网界乃至中国企业家界的风云人物。

但随着全球互联网泡沫的破裂，王志东的好日子也没过多久。

上市之后的新浪一直未能实现盈利，股价更是在大环境影响下一路走低，身为CEO的王志东必然受到来自股东及董事会的巨大压力。

王志东与董事会，不仅在盈利时间表上存在明显的分歧，在企业战略方面双方的分歧也日趋扩大。董事会寄希望于将新浪打造成互联网门户网站，而王志东则因为身上“程序员”的基因太重，因而总是期望将新浪向软件公司的方向发展。

王志东曾直言：“其实我一开始就将新浪当做一家软件公司来运营的，新浪是一家软件公司。”虽然新浪在表现形式上是承载内容的门户网站，但在王志东看来，新浪的后台系统本质上就是一个软件平台，不管它上面跑的内容是什么。甚至于那时候王志东并不乐意外界将新浪形容

成“中国的雅虎”。

显然，王志东对新浪的定位，跟整个董事会定下的基调是格格不入的，甚至跟他的下属汪延、陈彤等人的看法也是不一致的，因为汪延、陈彤等完全是靠经营互联网内容而奠定江湖地位的，他们骨子里并没有将新浪视作软件公司。

2001年上半年，王志东提出了一份改革方案，计划将新浪一分为三：一家媒体公司、一家软件公司、一家广告公司，并在此基础上进行组织架构及人事调整。这个方案无疑昭示出王志东想把公司整体带向软件公司的方向。

随着王志东与董事会分歧的日益扩大，新浪董事会决定全体董事于2001年6月1日在美国硅谷举行半年度会议。

当日王志东最后一个抵达会议地点威斯汀酒店，对于可能被罢免CEO职务，他在参会之前没有任何心理准备。

在表决王志东去留的环节，王志东因利益相关而被要求回避，此时他仍不知道究竟要表决关于他的什么事项。最终的投票结果是，除了董事长姜丰年投了弃权票之外，其余董事皆赞成解除王志东CEO职务，包括四通的段永基。

长期大权在握而又毫无心理准备的王志东，断然无法接受突然被免职的决定，特别是在当时他处于中国互联网界如日中天的声望之中。王志东接替沙正治出任CEO之后，新浪花了大把钱在王志东的个人宣传上，使得他的个人品牌与搜狐张朝阳并驾齐驱。由于媒体的追捧使他自视过高，这让他内部越来越难与人沟通。

考虑到这种背景，董事会委派王志东相对敬重的姜丰年来传达董事会的决定。但还是引起王志东情绪上强烈的反弹，据说王志东走进董事们的会场，直接提问：你们不让我干让谁干？全中国再没有一个人干得了！

但董事会决议已定，王志东无法改变局面。另外，考虑到王志东继续留在董事会担任董事的话，可能对未来的管理层班子产生影响，因此，王志东也不再担任董事职务。

作为对王志东去职CEO的弥补，据说新浪董事会给予了王志东相当宽厚

的待遇：其一，继续付其一年CEO标准的薪资，数额为30万美元；其二，豁免其因购买公司股票而对公司欠下的债务约47万美元。如此，王志东在离开CEO职位后仍然握有新浪6.22%的股权，当时价值数百万美元。

这些对王志东的补偿条款，皆由董事长姜丰年向他逐条解释，情绪未平的王志东并没有当场签字，姜丰年则是视作王志东默认了这个结果，并知会董事会。

因此，董事会于2001年6月3日正式对外发出公告，王志东不再担任新浪CEO，理由是“因个人原因辞职”。董事会之所以以此口径对外宣布，也是为了照顾王志东的面子。

舆论喧嚣，王志东反击

新浪对外宣布王志东不再担任CEO职务的消息之后，立刻引发了舆论大爆炸。

这个毫无征兆的“个人辞职”说，显然无法说服媒体。王志东本人不接受媒体采访，新浪官方也没有更进一步的说法，于是各种猜测与真假消息一时间铺天盖地般涌出来。

由于没有更多的信息传递出来，王志东的去职普遍被媒体描述成了“因政变而被赶下台”。显然，这种解读非常符合读者大众的阅读口味。于是，王志东在媒体笔下充满了悲情色彩。

舆论之所以同情王志东的另一个原因是，王志东被视为新浪的创始人，而在中国的主流商业文化里，有一个被默认为的逻辑：创始人=老板=实际控制人，因而创始人被资本驱逐出企业，这是不可思议的，也是中国的传统伦理不能接受的。

面对排山倒海的“挺王”舆论声浪，原本打算默认接受结果的王志东，似乎看到一线逆转局面的希望。在当时并不甘心出局的王志东看来，利用民众的同情心理转守为攻进而重掌新浪，变得越来越具有可行性，毕竟他还没有签署任何去职的法律文件。

于是，戏剧性的一幕出现了。

2001年6月25日，也就是王志东被宣布辞职22天之后，早上9点，王志东重返新浪办公室上班。不过，他这次不是以新浪CEO或董事的身份回去的，而是以“新浪互联信息服务有限公司”法人代表的身分重回新浪的。

当天下午3点，王志东携带一位律师召开相关新闻发布会。发布会上，王志东否认自己提出辞去新浪相关职务，甚至表示董事会解除他职务一事他从不知情。具体发表了如下几点声明：

第一，我从来没有提出过辞职，无论是行政职务还是董事职务，没有签署过任何相关文件。

第二，董事会向我宣布更换CEO，我也没有得到任何通知，但是他们没有对这一行动做出过任何声明或者口头的解释，也没有给我对这一行动进行讨论和解释的机会，时至今日我仍没得到任何通知。我对新浪董事会做出的这种做法，以及这种行为感到震惊和不解。作为这个公司的创始人和执行者，对公司有相当的贡献，并且从创建之日起直至其上市壮大，一直是关心备至的人，我认为应该得到新浪更为合理的对待，我对新浪董事会成员迫使我离开的方式及正当性表示怀疑，我也请我的律师研究这些问题了。

第三，我知道目前新浪网在业务上面临很大的挑战，我认为在这个困难时期，我有责任与公司全体员工一道努力，共渡难关，如果在这个关键时刻提出辞职，那是不负责任的行为。在明知这一行为会损害公司利益的前提下还这样做，更是违反职业道德与规范的。我也清楚，我有义务为新浪网谋求更大的发展，为新浪网股东谋取更大的利益。作为新浪网的主要股东，我也有权要求新浪董事会成员对他们的决定做出解释。

第四，尽管发生这一些事情，我仍然希望我和新浪董事会其他成员能够达成公正、互利的解决方案。我们已经有了初步的沟通，我将继续与董事会成员磋商，我对在过去几周来一直支持我的所有员工、客户和朋友们表示诚挚的感谢。在这段对我个人来说非常困难的时期，我真的感谢你们对我的鼓励。

王志东的举动打了新浪董事会一个措手不及，原先新浪董事会以为王志东已经接受了董事会的决议，因而会跟董事会一样以沉默应对舆论的喧嚣，直到事件自然平息下去。

对此，新浪董事长姜丰年在台北紧急召开记者会。他表示，王志东去职

是新浪召开临时董事会做出的决议，过程完全符合公司章程，当天也邀请王志东出席，只是在讨论王志东去职环节时请王志东回避，且董事会前后也都曾与王志东沟通，整个董事会决议没有任何法律瑕疵。

针对王志东的新闻发布会，四通段永基也做了公开回应：“董事会把自己的CEO给免了，这是再正常不过的了，但是我不知道为什么媒体有那么大的愤怒和热情。在一个公司里，按照现代企业的治理结构，究竟是CEO领导董事会，还是董事会领导CEO？究竟是董事会服从多数股东的意见，还是只能屈服少数股东的意见？我们要搞现代企业公司治理结构建设，这是最基本的东西呀。所以当我看到媒体那种狂轰滥炸之后，看到那种充满了对王志东的同情与对我们资本的仇恨时，感到了一种无言的悲哀。我们的企业理论、我们的企业文化，太苍白和落后了。用这种企业理论和文化来建设高科技文化园区，门儿也没有！”

就在王志东召开新闻发布会之后，新浪再次通过纳斯达克交易所发布一则正式公告：“经公司董事会一致决定，王志东已被终止公司总裁、CEO及董事职务。”此次公告已然不再是“个人原因辞职”了。

情理法皆失，王志东败走

王志东原以为可以利用舆论的同情逆转局面，没想到聪明反被聪明误，他的公开撒谎导致在此后的形势发展中舆论完全转向。

对此，有分析指出，王志东打破的不是沉默，而是此前他与董事会之间达成的默契。这种违背事实的反水，使得他在公众面前失去了道义支持，特别是原先与王志东私交不浅的姜丰年，对他这种行为也感到失望。

此时的王志东已经没有退路，只有将自己的立场坚持下去。况且，他手上还持有一个可以跟新浪董事会谈条件的关键筹码——他是新浪网ICP牌照的持有公司“新浪互联信息服务有限公司”的大股东及法人代表。

如前文所述，为了满足既能实现海外上市又能符合中国政府对互联网的监管要求，上市公司新浪以“协议控制”的方式设立了ICP牌照持有公司“新浪互联信息服务有限公司”，并由王志东及汪延代为持股。

虽然按照美国资本市场的规则，“新浪互联信息服务有限公司”被视作新浪上市公司的全资子公司，但是按照中国的法律来说，王志东才是该公

公司的控股股东。因此，王志东完全有可能撕毁“新浪互联网信息服务公司”与新浪上市公司之间的协议，进而完全“做实”自己的股东身份。但如果此协议被破坏的话，则整个新浪上市公司将崩塌。

由此可见，王志东手中的筹码分量之重。实际上王志东重返新浪办公室，也恰恰是以身为“新浪互联网信息服务有限公司”法人代表为由的，他认为新浪董事会的决定对“新浪互联网信息服务有限公司”没有法律效力。

根据王志东与新浪签订的有关协议，王志东如果从新浪离职，则必须将其所持的ICP牌照公司的股权转让给新浪指定的人士。但从事后的发展来看，王志东并没有当即按照合约执行，而是以此为筹码来跟新浪谈条件。而且，王志东还前往香港聘请了律师担任自己的法律顾问处理此事。

当王志东走出这步棋时，他实际上已经切断了与新浪管理团队之间最后的一点血脉联系，因为当他设法否认“协议控制”模式的有效性时，就已经等于打算摧毁整个新浪的生存基础了。他如此置新浪的未来于不顾，意味着他彻底选择了一条“不归路”。

事已至此，于情、于理、于法皆失据的王志东，无可奈何地败走麦城，最终交出了由其代持的相关公司的股权。

王志东至今认为他的下台是一场阴谋，他的矛头直指段永基。虽说段永基是王志东最开始的投资人，但二人关系并不融洽，早在四通利方时代二人就因为战略分歧而有了隔阂。况且，身为同一股东阵营的段永基在此次罢免王志东的董事会上不仅投了赞成票，而且事先知情的他从未向王志东透露半点风声。因而，王志东甚至认为段永基就是幕后策划人。

其实，王志东的出局，很难称得上是阴谋，因为王志东经营企业的思路，不管是在董事会层面还是在管理层内部，都没有得到有效的支持。管理层内部的想法以曹国伟为代表：

“从客观上看，有没有人因为他走了而辞职？也许下面一个小工程师因为崇拜王志东走了，但高层一个也没有，北京地区那个档次的副总一个也没有走，与他打拼了8年的副总一个也没走，而且他们都很支持董事会的决定。

“新浪一批技术人员认为搞互联网就是搞技术，王志东就比较典型，他

认为新浪的新闻平台是一个软件平台。其实，人家看的是新闻，管你这个平台是四通自己做的，还是微软做的？”

CEO更迭，段永基谋局

王志东出局之后，茅道临被任命为新浪CEO及董事会董事，汪延则被任命为公司总裁。

由于茅道临身为华登国际代表的原因，他更多是维持平衡的过渡角色，以免导致新浪在短期内发生大的波动，并且他缺乏掌控一家大型门户网站的经验，因而这就注定了他的任期不会太长。

茅道临任上唯一的一个重大行动是，领导新浪于2001年9月与吴征、杨澜所持有的阳光文化战略合作，使得新浪朝着跨媒体方向迈进了一步。新浪以10%的股权外加790万美元，换取吴征所持有的阳光文化29%的股权。

吴征在获得新浪10%的股权之后，旋即与段永基的四通集团在香港组建“阳光四通”，而注入阳光四通核心资产的便是吴征及四通各自所持有的10%的新浪股权，这样阳光四通成为新浪第一大股东。借此，吴征进入新浪董事会并跻身成为与姜丰年并列的联席董事长。

富有戏剧性的是，仅仅半年之后，吴征夫妇将阳光四通中有关新浪股票的收益权和处理权转让给段永基，并且辞去了新浪董事会联席主席职务，段永基接替出任联席董事长。

因此，新浪收购阳光文化一事，被认为是段永基达到“一箭双雕”目的的幕后资本运作行为：其一，出任联席董事长，实现了强化对新浪的控制权；其二，借着股权收购为资本市场制造题材，推动股价上涨，段永基可以伺机溢价套现。段永基在新浪推动资本运营也不是第一次了，在王志东出局之前的网络股低潮时，他就曾屡屡动员王志东与中华网商谈合并事项，以为资本市场增加一点故事。

2003年5月，茅道临辞任新浪CEO，汪延接替出任CEO。汪延对外公开表态：“茅道临的辞职与两年前王志东的离职完全不同。上一次是解聘，这一次是交棒。”

在汪延的CEO任上，新浪所发生的最大一件涉及控制权的事件便是“盛

大突袭新浪”。

2005年2月19日上午，在历时一个月、利用四家关联公司在二级市场连续吸纳新浪股票之后，盛大公开发布声明，称已经收购了新浪19.5%的股权，此次购买新浪股票的目的是一次战略性投资。盛大进而表示，可能进一步“通过公开市场交易，以及私下交易或者正式要约收购和交换收购等方式”增持新浪股票，并“寻求获得或者影响新浪的控制权，可能手段包括派驻董事会代表”。

盛大之所以会选择新浪作为收购目标，基于双重考量：其一，当时的盛大正在谋求向“互动娱乐”转型，因此收购新浪符合盛大娱乐公司的发展战略；其二，新浪的股权非常分散，由于前几大股东连续减持，持股最多者也不超过5%，因而盛大有可能以较少的持股比例就能控制新浪。

据说陈天桥在暗中吸纳新浪股票之前半年，就曾私下接触新浪联席董事长段永基。2004年8月，陈天桥与段永基见面，提出以溢价20%收购四通手中所持有的新浪股票。段永基也有意出手，并且他原本就在二级市场持续套现。当时，新浪股价正从2004年年初的最高50美元一路下滑至20美元，盛大的财务顾问高盛认为，这就是新浪股价的最低点。精明的段永基认为新浪当时的股价被严重低估，提出盛大如果要接盘并进入董事会的话，必须按50美元的高点价格交易。

跟段永基及新浪管理层未有谈拢的陈天桥，转而在二级市场持续增持，以逼迫新浪就犯。为了阻击陈天桥的偷袭，CEO汪延及CFO曹国伟建议董事会实施“毒丸计划”。

所谓毒丸计划，就是新浪董事会向除了盛大之外的所有现有股东授出相应比例购股权，如果盛大继续增持新浪股票并超过20%时，这个购股权将被触发，除盛大以外的股东们，就可以凭着手中的购股权以半价购买新浪增发的股票，如此盛大的持股比例将被巨幅稀释至不足3%。

最终，盛大未能继续增持，也未能如愿进入新浪董事会。

其实，汪延出任CEO期间，虽贵为管理层之首，但却是个弱势CEO，而真正的实权更多掌握在联席COO曹国伟及台湾背景的原华渊创办人之一的林欣禾身上。特别是曹国伟，他集总裁、CFO、联席COO于一身，是一个绝对的实权派高管。

特别有意思的是，新浪长时间在多个岗位设立联席制度，比如身为联席董事长的段永基、姜丰年，比如身为联席COO的曹国伟、林欣禾，都是中国大陆、中国台湾各占一个，由此可见新浪的公司治理结构之复杂。

曹国伟上任，**MBO**终结

2006年5月10日，汪延辞去CEO转任副董事长，实权派的曹国伟顺理成章接任CEO职务并进入董事会。

曹国伟上任之后，对新浪董事会及管理层内部进行了大刀阔斧的清理与整合，台湾背景的联席董事长姜丰年、联席COO林欣禾先后辞任。

其实，台湾背景的股东在新浪内部被边缘化也是不可避免的。自从新浪上市之后，新浪北美及新浪台湾（即原华渊网部分）从未实现过盈利，原先的“三地并重”变成了“大陆独大”，整个新浪的营收及利润几乎完全倚重新浪大陆部分，台湾派系的话语权自然要逐渐衰弱。

另外，台湾背景的股东在经历持续套现之后，已经基本不持有新浪的股票了，从公司治理结构来看也已经没有了谋求控制权的必要，因而台湾背景的股东可以和平淡出。

2008年3月31日，段永基辞去新浪董事长、董事职务，副董事长汪延接替段永基出任董事长。段永基离开新浪的情形似乎表明，四通已经完成了对新浪股票的绝大部分套现。其实，早在2004年年底，四通所持新浪股票就已经从最高20%套现至不足5%。

至此，新浪形成了以曹国伟为首的6人管理团队：CEO曹国伟、CFO余正钧、COO杜红、总编辑陈彤、无线总经理王高飞、产品部总经理彭少彬。

2009年9月28日，新浪宣布以CEO曹国伟为首的管理层，以约1.8亿美元的价格，认购新浪定向增发的560万普通股。借此，曹国伟团队占新浪扩大股本后总股本约9.4%，成为新浪第一大股东，大大强化了管理层对企业的控制力。此举被称为中国互联网行业首例**MBO**，即“管理层收购”。

这1.8亿美元来源中，管理团队出资5000万美元，三家私募基金出资7500万美元，美林证券提供5800万美元保证金贷款。

曹国伟上任之后，整个新浪暂时告别了管理层动荡、CEO更迭的状况。

MBO是否能确保曹国伟团队的长久控制力，目前还不好妄加判断。虽然管理团队已是第一大股东，但不足10%的股权依然控制力很弱。

而且，MBO中有私募基金的出资，还有来自美林的贷款，所以管理层不可避免要套现偿还相关资金。其实，管理层已经进行过这类套现。

2011年6月3日，“新浪投资控股公司”（管理层持股公司）与高盛旗下公司签订了一份远期出售协议，约定出售最多不超过125万份前者名下所持股份。这并非管理层第一次售股。2010年12月31日，新浪投资控股公司也曾与美林银行签订了100万股的远期出售协议，当时新浪股价已涨至70美元左右。

曹国伟管理层所谓的MBO，真是为了强化控制权吗？抑或仅仅是一次财务投资行为？

评论

割不掉的阑尾

李寿双（大成律师事务所高级合伙人）

通常，协议控制模式又叫VIE或新浪模式。美国VIE的会计规则是美国财务会计准则委员会（FASB）在2003年12月正式发布的，而新浪早在2000年上市时，就巧妙地通过协议控制的方式“提前享受”了这一规则，可谓是中国VIE帮的创派鼻祖。

但是中国VIE这个新生儿，在基因上就有一些先天性缺陷，因此，从它诞生那一天起，就注定会在后天出现诸多不适。在新浪董事会做出罢免王志东的决议后，谁都没想到的事情发生了，王志东竟然又以“新浪互联网信息服务有限公司”的大股东及法人代表“复活”了。这一下子让人们意识到，原来在新浪模式下，还有一段割不掉的“阑尾”。内资公司一般由作为中国自然人的创始人持股并担任法定代表人，但这只是一个形式，其权利早就通过协议的形式收归外商独资企业所有了。就像人的阑

尾一样，在正常情况下不会发炎，但一旦发炎，却非常要命。阑尾还是能割掉的，但在新浪模式里面，为了能够以内资公司名义拿到外资公司不能拿到的牌照，又必须保留这个内资公司的股权和法定代表人为国内自然人，因此，这就成了“割不掉的阑尾”，成了新浪模式的一个基因缺陷。新浪作为这一模式的鼻祖，没有摆脱“阑尾”发作的命运，后续的支付宝发作得更严重，最近的双威教育更是被这一问题折磨得不成样子。

假定我们是一个公司医生，审视一下这个阑尾炎什么情况下会发作的话，我们会发现，新浪模式的稳定运行实际是建立在“利益平衡”基础上的，换句话说，作为内资公司的股东及实际控制人，之所以愿意将内资公司的权益或利益，让渡给境外SPV（特殊目的公司）控制下的外商独资企业，实际上是一个“左手倒右手”的游戏。而“左手倒右手”的游戏能玩得下去，一个很重要的前提是左手和右手必须都是一个人的手，而不能是从我的左手，倒到你的右手。前面一种叫“倒”，后面一种叫“盗”。从公司架构的角度讲，新浪结构的稳定运行，应当保持内资公司股权结构和境外SPV公司股权结构的基本一致。内资公司是实际控制人的“左手”，境外SPV公司和境内外商独资企业是同一个实际控制人的“右手”，这样才能玩得起来这个游戏。

在上市前，通常这一前提是成立的。因为需要业绩连续计算的话，在会计上也有一个“同一实际控制人”的要求。在后来的外管局75号文中也明确要求内资公司的股权结构要和境外公司的股权结构一致（除投资人外），看来也是深谙此奥妙的。

但在上市后，情况就会发生变化。这一变化首先是不断有公众股和其他新股东的介入，先是IPO的25%，后续再不断融资的话，会不断稀释创始股东的股权占比。而“创始股东”是一个笼统的集体概念，如果创始股东单一还好说，而如果创始股东内部股权比例又极其分散的话，就很容易导致上市后第一大创始人丧失控制权的情形出现。而作为“老大”，一旦在公司的地位或利益受到损害，这一“利益平衡”就会打破。王志东作为新浪的创始人之一，以及“新浪互联信息服务有限公司”的大股东及法人代表，俨然就是公司的“老大”，当“老大”被自己的公司免职的时候，无疑这种利益就打破了。公司董事会的决议是依法做出的，不好挑战，但王志东作为“新浪互联信息服务有限公司”的股东及法人代表则是合法有效、冠冕堂皇的，这就成了王志东跟公司讨价还价的筹码，这条平时形同摆设的阑尾就开始发挥作用了。王志东最后还是理性体面地跟公司达成了和解，消除了这个炎症。但新浪模式之下的这一固有问题却并未

得到根除，而且如同一条割不掉的阑尾，时不时在其他公司中发作。

第8章 国美电器：空前的博弈

陈晓与黄光裕之间那场发生于2010年夏秋之交的“战争”，注定要载入中国商业史册。不仅因为跌宕起伏的剧情，以及所引发的空前关注，更因为这个案例完成了对中国公众最大规模的“公司治理”启蒙。

国美控制权的争夺战，于国美而言，实现了理想的结局。张大中的出山，是各方妥协的结果，在公司治理意义上，既避免了黄光裕的“一股独大”，也避免了陈晓的“内部人控制”。

同时，国美控制权争夺战的不良溢出效应，同样不可忽视。民营企业老板与职业经理人之间的信托危机，令原本就跛脚前行的中国职业经理人阶层，再次蒙上发展的阴影。

2006年11月，出售了永乐电器的陈晓，只身北上低调出任国美电器总裁。

虽说黄光裕是国美的大股东及董事长，但是陈晓年长黄光裕10岁，而且跟黄光裕一样曾经是叱咤家电江湖的风云人物，所以黄光裕在礼节上对陈晓还是保持着应有的尊重。

几则反复被媒体引述的逸事似乎也证明了这点：黄光裕当年更换座驾时买了两辆迈巴赫，其中一辆就是为陈晓备的；北京鹏润大厦的国美总部，黄光裕办公室所在的18楼，黄光裕为陈晓安排了一间面积、装修风格一模一样的办公室；出生于上海的陈晓，到北京就职之后由于不适应北方口味，黄家一度每天给陈晓送饭。

这样高规格的待遇，即使是跟随黄光裕数十年的部下，也从未有人享受过。权威意识浓厚的黄光裕，对于陈晓的意见，完全不是按照处理部下提议的方式来对待。即使在陈晓意见与黄光裕相左时，黄光裕也不会像面对下属那样随性训斥。黄光裕似乎想在国美内部树立一个“陈晓与黄光裕平起平坐”的形象。

但是事实果真如此吗？

貌合神离

黄光裕给予陈晓礼节上的待遇跟陈晓所拥有的实权相比，有着迥然的差异。原国美电器发展战略研究室主任胡刚，曾在黄光裕夫妇的授意之下设计了一套新的国美职权分工体系：黄光裕负责企业战略、资本运作和发展规划；由王俊洲、李俊涛、牟贵先、孙一丁、周亚飞、魏秋立、何阳青七位高管组成决策委员会，负责国美的日常管理决策；陈晓则以“宰相”的角色，一方面协调各部门的人事关系，另一方面贡献自己的行业经验。

按照这套职权分工体系，黄光裕把控战略、资本，七人决策委员会把控日常运营，而作为总裁的陈晓基本被架空，这无疑是黄光裕出于对陈晓的某些提防而做出的安排。如此看来，陈晓初到国美之时，黄光裕对外称赞陈晓“一直以来都是一个出色的有感染力的领袖人物”，是“值得信赖的同事和亲密战友”，从某种意义上来说不过是外交辞令而已。

虽然陈晓在国美拥有少量股权，但显然已经不再有当年永乐时代一言九鼎的大股东地位了，而更像是黄光裕聘请的职业经理人。

陈晓进入国美之后，一直小心翼翼行事，虽然黄光裕给了他名义上“平起平坐”的地位，但是陈晓很清楚自己与黄光裕之间本质上的身份区别。陈晓不仅小心处理与黄光裕之间的关系，甚至面对下属也是极力放低自己的姿态。有国美高管透露，“即便底下的分公司老总跟他汇报工作也都以礼相待”。

由于没有携带一个永乐时期的部下前往国美北京总部就职，外界甚至猜测陈晓出任国美总裁只是一种过渡性安排，一如聚众传媒被分众传媒收购之时，其创始人虞锋进入分众传媒担任过渡性总裁一样。因而难免有国美高管私下议论：“一个败军之将怎么可能在国美站住脚？”

“我2007年年初上任时提出过国美十大目标，但到了2008年几乎一个目标都没有落实，这让我感觉自己没有价值”，陈晓的现身说法是他被架空的直接印证。

作为企业执掌者、向来习惯于按照自己的意志行事的陈晓，甘心自己的经营理念被雪藏么？备感失落的陈晓向黄光裕提出离开国美，“实际上我在2008年的时候，曾经跟黄先生提出来说，我要离开这个公司，在共事的时候，我们有很多一致的地方，也有很多矛盾的地方，当我感到有

些地方特不能接受的话，当然我在这个企业的意义也不大”。

此时身为总裁的陈晓，多少有些寄人篱下的感觉，这是几年之后国美“陈黄之争”所埋下的伏笔之一。

为日后“陈黄之争”埋下的另一个伏笔是，黄光裕在资本市场连续抛售国美股票以及修改公司章程的举动。自国美借壳上市以后，黄光裕为了腾出资金从事房地产及其他投资业务，在香港股市连续抛售手中的国美股票套现百亿资金，使得其股权比例从最初的占股75%下降到2008年的40%以下。

随着自己在国美的影响力从绝对控股变成相对控股，黄光裕对企业的控制力也在不断下滑，至少一些需要股东大会来投票决定的事情黄光裕无法绝对控盘。为了便于自己绝对操控企业，黄光裕于2006年对公司章程进行了一次大幅度的修改，并且推动股东大会投票通过。

经过那次公司章程的修改，国美电器的董事会几乎凌驾于股东大会之上。比如，董事会可以随时任命董事，不必受制于股东大会的限制；比如，董事会可以各种方式增发股票、发行债券而无需获得股东大会的事先批准；再比如，董事会可以随时进行对管理层的股权激励而无需事先获得股东大会投票通过，等等。为此，外界戏称，国美的董事会可能是全球上市公司中权力最大的董事会了。

黄光裕的想法当然是怎么方便自己操控企业就怎么设定公司治理规则，但是他全然没有想到，万一日后他无法出任董事长甚至从董事会出局之时，作为大股东的他如何制约董事会的问题。

公司章程的修改，为日后“陈黄之争”埋下了第二个伏笔。

临危受命

就在陈晓去意渐浓之时，意外情况发生了。

2008年11月，因涉嫌内幕交易，黄光裕及杜鹃夫妇二人先后被警方带走，黄光裕将整个国美的经营权交由陈晓临时执掌，继而2009年1月陈晓接替黄光裕出任国美电器董事局主席。

黄光裕在内心里并不是特别信任陈晓，为什么他会选择将大权交给陈晓

而不是自己完全信任的嫡系人马？

黄光裕出事，必定引发供应商大规模追讨货款、银行集中上门追债等一系列意料之中的事情，企业随时可能因挤兑而导致现金流断裂。而现有高管之中，除了陈晓估计没有任何人能应付得了这种局面，并确保企业能够运转下去。

另外，在黄光裕看来，要全面驾驭得了国美这艘巨型航母的人，一定要曾经亲自掌控过类似大型企业，并且拥有全局性的战略视野。现有高管之中，除了陈晓没有任何人有这样的经验及资历。

因此，陈晓成了接替黄光裕的不二人选。

不过，黄光裕为了制约陈晓，曾提议由其大妹妹黄秀虹出任国美电器总裁职务。但这个提议遭到陈晓等人的反对：“他肯定也知道黄秀虹没有这个能力，他希望说我来辅佐也好、带她也好，董事会主席是我，总裁让她来做怎么样？但这个问题恰恰是我们管理团队激烈反对的。”

作为妥协，黄光裕还是以保证过渡顺利的名义，指定常务副总裁王俊洲、副总裁魏秋立作为自己的私人代表，代为签署相关文件。

黄光裕出事后的国美，果然面临极其复杂的局面。在第一时间里，无论是银行还是供应商，几乎没有人相信国美能化解这个劫难。按照当时国美电器CFO方巍的说法，由于供应商的挤兑，2008年第四季度国美电器的运营资金从60多亿元骤降到10亿元，现金净流入为负，很多银行一度停止了与国美的合作，而且国美当时还面临着52亿港元可转股债提前赎回的危机。

此时的陈晓起到了力挽狂澜的作用，他一方面亲自出面安抚供应商，避免被挤兑货款；另一方面，他将自己的股权质押给银行，以换取银行不对国美提前收贷。当然，陈晓也多少获悉了来自于政府方面的初步意见：将黄光裕与国美进行分割处理，不要因为黄光裕而使得一家有着几十万员工的企业倒下。陈晓带着政府的初步意见去与供应商及银行方面协商，也强化了他的说服力，更在一定程度上打消了相关合作方的疑虑。

董事局主席职务的接任，可以说重新点燃了陈晓掌控一家航母型企业并按照自己的想法来经营的欲望。

自2009年1月起，陈晓开始按照自己的想法改造国美，其中最为核心的就是从“规模优先”向“效益优先”转型。为了落实这种转型，国美对各地分公司的考核指标中，“开店数量”的权重显著降低，而“单店效益”的权重则大幅提升。

陈晓的一系列举措，开始逐步令黄光裕的旧部信服，仅仅将国美带出危机泥潭这一局，就足以让陈晓在国美内部树立起威信了。再加上陈晓待人处事非常谦和，远不像黄光裕那样霸气凌人。后黄光裕时代，陈晓推行他的理念就相对顺利起来。

贝恩入局

对于危机之初陈晓的力挽狂澜之举，黄家上下还是非常满意与认可的。黄光裕对陈晓的猜忌，始于陈晓主持国美电器引进贝恩资本的投资之后。

2008年12月，受困于资金紧张，国美电器董事局提出了一份发行股票或者可转债的融资计划。对于国美的融资计划，陈晓管理层也通过相关渠道请示了失去自由的黄光裕。据说黄光裕向董事会回了一封亲笔信，表示公司缺钱可以进行股权融资，作为大股东的他可以降低股权，“但不能失去控制权”。

2009年4月，国美公布了投资者入围名单，分别是贝恩资本、华平基金和KKR。6月22日，国美公布了详细融资方案：其一，单独向贝恩资本发行可转债融资18.04亿港元，贝恩持有的债券转股之后将成为国美电器第二大股东，持股9.8%；其二，以0.672港元/股的价格，向现有全体股东每100股增发18股股票，合计发行22.96亿股~24.85亿股股票，融资额不低于15.4亿港元；两项合计净融资不低于32.36亿港元。

根据贝恩资本董事总经理竺稼的说法，陈晓管理层代表国美电器与贝恩资本接触，始于2008年年底黄光裕出事一个月后，“真正大规模的尽职调查，是在2009年3月份开始，到6月份签投资协议”。

然而，对于国美与贝恩资本所签订的部分协议条款，黄家事后明显持异议态度。比如，贝恩要求在国美董事会中拥有三名非执行董事的席位，如果触发违约条款，国美要向贝恩做出相当于1.5倍投资金额的赔偿。违约条款包括：与现有核心团队绑定，如果陈晓、王俊洲、魏秋立三个执行董事中两个被免职，就属国美违约（注：这条最终没有写入正式协

议)；陈晓以个人名义为国美电器做贷款担保，陈晓被免即可能触及违约条款；与企业经营的现金流绑定，如果国美电器产生任何一笔1亿元以上的无法支付的款项即属于违约。

在黄家看来，贝恩的条款过于苛刻。贝恩要求三位代表进入董事会，与其投资金额所占的股权比例不成配比关系；另外，投资协议跟陈晓绑定，也被黄家认为陈晓是有目的的。

这些具体的条款，包括黄光裕在内的黄家无人事先看到，他们也是在美国电器发布融资方案公告之后方才获悉。来自于贝恩方面的消息，也佐证了黄家事先不知条款细节的情况：“因为在不清楚大股东态度的情况下投资，如果在董事会没有足够的票数，投资未来面临的风险很大。”

对于黄家的异议，陈晓则解释称，黄光裕身在狱中，不可能将引资文件全部送进去，只能是纸条和一两页的书信沟通。而且按照有关法律，黄光裕并非董事会成员，董事会引资是在股东大会授权范围之内，完全可以不告知黄光裕具体事宜，因而黄家事后获悉是正常之事。

关于绑定管理层一事，陈晓后来在接受央视记者芮成钢采访时，再次披露了具体细节：“绑定管理层，华平2006年投资国美绑定黄光裕先生，像TBG对达芙妮的投资里面也有绑定管理层，像高盛投资吉利汽车，同样有绑定。而我们和贝恩投资在洽谈这个绑定条款的时候，实际上我们做了很多努力。最早的时候，贝恩投资他提出来要绑定我，对他来讲是没得选择，因为大股东已经不在，在牢里，当时我是这个企业的核心领导，他必须绑定我来降低他的风险。但是我没接受，我跟他讲这个不是最妥当，因为我是个小股东，说光绑定我一个人可能不合理，要绑定的话，最起码我退一步，我们当时有三个相对核心的管理层，我和魏秋立副总和王俊洲副总裁，最起码要绑定三个。但是三个里面全部走，可能对投资者来讲风险太大了，最起码要绑定其中两个，两个离开了，或者不在，那么你有些条款还可以协商。最好是不绑定任何的管理层，这样对公司可能更安全一些，更灵活一些。实际上到最终，任何绑定都没有，我们在这个条款上和他们谈了很久很久。”

事后来看，贝恩投资国美一事，黄家似乎有些误会陈晓了，至少以陈晓谨慎的性格来看，引进贝恩谈判之时，他才刚刚上任国美电器董事长，地位远未牢固，应该还不至于夹带私人目的刻意违背黄光裕。

但无论如何，这成为黄光裕猜忌陈晓的开始，特别是考虑到陈晓与竺稼

的历史渊源不简单。身为贝恩资本董事总经理的竺稼，曾是摩根士丹利的董事总经理，2005年1月给当时陈晓执掌的永乐电器投资的正是摩根士丹利，2005年10月永乐电器在香港的上市，也同样是竺稼的摩根士丹利团队做的保荐人。

陈晓“去黄”

陈晓真正萌生“去黄”的想法，应该是在其出任董事局主席半年、国美逐步摆脱了危机之后。

2009年6月30日，在国美一年一度的股东大会上，国美副总裁孙一丁被增选为董事会执行董事。

对于孙一丁入选董事会执行董事，外界曾一直认为是由黄光裕提名、代表大股东的利益。因为孙一丁曾是跟随黄光裕创业并立下汗马功劳的一员大将，他原掌管国美天津大区，后调任国美电器总部，先后担任采购部及连锁发展部等部门的总经理。但实际上此人却是在陈晓的授意之下被提名并经股东大会表决进入董事会的。

陈晓很清楚，要想让国美这家企业完全按照自己的意志来运作，光有接替黄光裕出任董事局主席以及力挽狂澜于危难之中还是不够的。要想彻底清除黄光裕对企业的无形影响，还必须将黄光裕嫡系旧部的人心笼络过来。

紧接着股东大会一周之后的2009年7月7日，陈晓又抛出了针对包括执行董事及高管在内的百余名管理层的大规模股权激励计划。

根据该股权激励计划，公司高管最多可认购国美电器发行的3.83亿股股票，行权价为1.9港元/股。执行董事成员中，陈晓获得2200万股，王俊洲获得2000万股，魏秋立1800万股，孙一丁1300万股，伍健华1000万股。

在黄光裕时代，国美从未有高管享受过股权激励，即使这次推出股权激励，当陈晓通过黄光裕的律师征询黄光裕的意见时，黄光裕也是毅然反对。陈晓事后对外公开表示：“他不同意，反对，这点我就没有听他的。”这也是陈晓进入国美以来第一次公开对抗黄光裕。

陈晓在大股东反对的情况下也可以成功实施股权激励，恰恰是利用了黄

光裕时代所留下的公司章程的有利条款。因为根据黄光裕当时主导设定的公司治理规则，股权激励事项可以由董事会自行决定而无需股东大会表决。以前黄光裕做董事会主席时，为了减少其他股东干涉、方便自己运作，赋予了董事会过大的权力，而如今黄光裕失去董事会成员资格、仅仅是股东之时，即使自己是大股东也无法有效制约董事会的行为。

2009年8月，贝恩资本的投资顺利交割，其所委派的三位非执行董事竺稼、雷彦、王励弘正式进入国美董事会。

无法直接掌控国美董事会的黄光裕，只能隐忍到下年度的股东大会上以大股东的身分表达自己的意志。

2010年5月11日，国美电器年度股东大会再次举办。这次股东大会上，黄光裕出人意料地投票否决贝恩资本派驻在国美的三位非执行董事，使得该三位非执行董事未能获得超过半数的赞成票而出局。

陈晓事先获悉了黄光裕的决定，因而在股东大会投票日上午，陈晓特意在香港约见黄光裕的私人律师邹晓春，并且又打电话给当天要见黄光裕的另一位律师，请他一定转告黄光裕：“这个很重要，你一定跟他讲，这样他投票投下来之后对公司会是什么样的一个后果。”但最终无果，“说明我的说服是徒劳的，他还是投那个票”。

黄光裕完全没有理会陈晓的提醒，他将对陈晓的不满，发泄到了贝恩资本派出的三名代表身上。

中国商业史上经典的一幕随即发生：国美股东大会结束的当晚，董事会随即紧急开会并一致同意，重新委任贝恩的三名代表进入国美电器董事会；第二天，国美电器以董事会公告的形式，否决了股东大会前一天的决议。

缘何国美董事会有如此大的权限，居然能够否决股东大会已经做出的决议？根据黄光裕时代所制定的公司章程，董事会可临时委任董事，直至下次股东大会再通过投票产生董事。

这次陈晓与黄光裕的交锋，意味着双方的公开决裂，黄光裕则将陈晓与贝恩资本视作战略联盟，在跟黄家争夺国美的控制权。

羽翼已经逐渐丰满的陈晓，越来越不将黄光裕放在眼中：“这个阶段不

用太关注他怎么想了。只要我们宗旨是为企业好，只要企业好的事情，所有的股东都应该支持。”

年长黄光裕10岁的陈晓自认为对形势的判断是精准的：“黄光裕始终没有看清楚结局，在这样的情况下，任何政府都不可能让一个经济罪犯再在上市公司发挥重要的支配作用。”黄光裕出事时，正是国际金融危机爆发之时，据说政府不希望国美这个有几十万员工的大型企业不稳定，所以采取了把黄光裕个人和国美这家企业分开处理的策略，因而黄光裕行贿政府官员被定性成“个人行贿”而非“单位行贿”。而具体落实“稳定国美”方针的，正是陈晓。

领会了政府意图之后的陈晓，便有了跟黄光裕公开对抗争夺企业控制权最关键的底气，他甚至一度对外表示：“我们意识到他还会有下一步行动，但是董事局已经做好应对一切危机的准备，可以说我们可以随时让他彻底出局，只是暂时不愿意做得这么绝。”

陈晓所说的让黄光裕“彻底出局”的方式便是，通过增发股票来逐步稀释黄光裕的股权，使其失去第一大股东的地位。而增发股票等事项无需股东大会表决，陈晓所控制的董事会即可决定。

2010年6月27日，陈晓辞任总裁一职，并安排执行董事兼常务副总裁王俊洲接任。此举被外界视作陈晓对黄光裕时代最核心的高管的完全拉拢以及对董事会的完全掌控。

黄家反击

陈黄交锋第一个回合陈晓方面阶段性胜出3个月之后，黄光裕的“下一步行动”最终浮出水面——

8月5日，国美电器发出公告，大股东黄光裕提出举行临时股东大会进行表决，要求撤销陈晓的执行董事及董事局主席职务，要求撤销孙一丁的执行董事职务，并提名其私人律师邹晓春、妹妹黄燕虹进入董事会担任执行董事。

受此消息影响，国美股票第二天大跌超过12%。

黄氏家族将矛头直指陈晓，并且发起了声势浩大的舆论攻势，在媒体面前公开指责“陈晓一直在处心积虑地积极推动国美电器‘去黄化’，其司马

昭之心，路人皆知”！

有接近黄氏家族并对黄光裕的心理颇为了解的人士透露，黄光裕之所以对陈晓的反击如此决绝，还有一个很重要的因素是，他的一审判决结果远远超过了其心理预期，导致他强化了对国美的控制欲。黄光裕原先预估自己或被判8年左右，但一审实际被判处14年有期徒刑，罚金人民币6亿元，没收财产人民币2亿元。在被刑事重判的情况下，国美电器几乎变成了他唯一能够证明自己价值的事业，他岂能容忍陈晓在国美“去黄”？岂能容忍陈晓获得国美的实际控制权？

面对黄光裕如此决绝，似乎不将陈晓从国美彻底出局誓不罢休，陈晓抛出了最狠、也是整个“陈黄之争”中最为知名的一句名言“鱼会死网不会破”——“黄光裕在中国的政治生命其实已经结束，但是他却一直没有看清楚，还在挣扎，这样的结果绝对是，鱼会死网不会破！”

作为对黄光裕提出召开股东大会罢免陈晓的正式回应，陈晓控制的董事会则于第二日发布一则公告，称国美电器将在香港正式起诉大股东黄光裕。这一起诉缘自2009年8月香港证监会的一项调查，黄光裕、杜鹃夫妇还身为国美电器董事局主席及执行董事之时，二人曾策划国美电器在2008年1月——2月用国美电器的公司资金回购黄氏所持有的国美电器股份，促成黄光裕得以将售股所得向一家财务机构偿还一笔24亿元的私人贷款，黄氏夫妇的这种行为涉嫌违反香港上市公司的董事信托责任。此后，香港高等法院冻结了黄光裕、杜鹃夫妇价值16.55亿港元的资产。

统战交锋

当大股东与现任董事长就企业控制权展开公开争夺之时，企业员工必定成为双方的统战对象。

陈晓的统战行动抢先一步。2010年8月6日上午，国美内部召开全国紧急视频会议，国美董事会执行董事、总部各副总裁、各大区总经理、总监、副总监等中层以上的所有成员均被要求参加会议。

此次会议上，总裁王俊洲首先代表高管层表态支持董事会起诉黄光裕，之后另一执行董事魏秋立又宣读了一封落款为“国美电器董事会、国美电器最高管理层”的致全体员工的公开信。

这封公开信的目的在于，向员工传达公司及管理层对于大股东黄光裕罢

免陈晓的态度，并且试图拉国美员工站队：“董事会认为这是黄先生对公司在过去近一年半的短短时间里迅速走出危机，实现业绩恢复的事实漠视，是对所有员工饱受公司创始人个人问题所承担的风险，以及为公司发展付出的不放弃、不抛弃的艰辛劳动的全盘否定。董事会已经做出决议，坚决反对上述要求。”

8月12日上午，国美电器四位副总裁李俊涛、孙一丁、牟贵先、何阳青，以及首席财务官方巍集体接受媒体采访，公开表达他们对“陈黄之争”的态度，表示将与陈晓共进退。孙一丁更是向媒体表示，陈晓出局的情况“是不可能出现的，如果真的出现看不到未来的结果，我们都会选择离开”。

面对陈晓方面的统战攻势，黄光裕方面也于8月17日向国美全体员工发出一封公开信，以争取广大员工对大股东的支持。从公开信的内容来看，黄光裕方面显然事先做了周密的计划与准备，全文表达了三个诉求点：

其一，极力渲染大股东作为创始人与员工之间的深厚感情。“每一个国美人都深深知道国美的历史：在公司创始人黄光裕先生的带领下，全体员工经过20多年的共同努力.....终于成长为行业领先的、具有国际竞争力的大型家电连锁企业！国美20多年的发展历程.....是我们共同的成就和骄傲！”

其二，在道德上将陈晓描绘成伪君子，乘人之危阴谋窃取公司控制权。“大家都清楚，陈晓是怎样加入到国美的，又是怎样凭借大股东的临危托付，一步一步走上国美掌舵人职位的！大家也知道，董事局主席的职位应该是怎样庄严的使命和责任啊！大家已经听到，陈晓是怎样信誓旦旦地表示和黄光裕先生的感情深厚的！大家已经看到，最近陈晓是如何系统阐述他‘鱼死网不破’的决心的！斯言斯行，前后对比，怎不叫我们胆寒啊？！”

其三，系统性揭露陈晓谋求国美控制权的三步棋。“2009年年初，陈晓利用大股东的信任，受托担任国美董事局主席。此后他联手贝恩资本，和他们签订了极为苛刻的融资协议；接着，又笼络了某些高管人员，意图控制整个公司；他不顾及国美的任何历史和感情，不顾一切地推行‘去黄光裕化’.....这是陈晓利用大股东的特殊情况意图控制国美的第一步棋。陈晓的第二步棋：‘慷股东之慨’，不按业绩考核，盲目给部分管理人员期权，变相收买人心。陈晓的第三步棋：控制董事局后，他还

想利用股东大会的信任，继续发行新股（摊薄大股东的持股比例），联手国外资本，妄图使国美电器这个来之不易的民族品牌沦为外资品牌！”

黄光裕的公开信最后总结陈词，“陈晓口口声声为了企业，但实际做法却是为了满足其个人的野心”，并恳请广大员工理解大股东的“倒陈”行动。

奇怪的是，对于高管站队支持陈晓，黄光裕方面并没有在公开信中表示谴责或遗憾，相反也在极力向高管层示好。即使对表态相对出格的孙一丁，黄光裕方面也表示：“无意针对孙一丁，拟撤销孙的执行董事职务，是想让其脱离纷争，专心管理工作，同时也是为了给大股东提名的执行董事人选让位。”

作为对黄光裕这封公开信的回应，国美董事会于8月19日在其内网发出了第二封致全体员工的公开信。此封信不像第一封那样仅仅是个简单说明，而是用4500字的篇幅对黄光裕提出的多项指责进行回答和说明，公开信还呼吁全体国美员工“不传谣不信谣，坚守岗位”。

面对陈黄之间在媒体平台展开的舆论交锋，贝恩资本董事总经理竺稼明确表态支持陈晓领导的现管理层：“现在不是我们要打仗。是某个股东（指黄光裕）对现在的管理层战略不认同，想改变。我对公司的业绩是满意的，现在的管理团队比较好，我想其他股东跟我的想法是一样的。”

增发悬念

黄光裕要实现罢免陈晓的董事局主席职务，必须在临时股东大会上聚集超过半数的投票权，而身为大股东的黄光裕只拥有大约1/3的股权，距离半数还有相当距离。

况且，陈晓控制的董事会还拥有一项权力——可自行决定占总股份数20%以内的股票增发事项，无需获得股东大会的许可。如果陈晓在临时股东大会召开前突击增发，摊薄黄光裕方面的持股比例，则黄光裕将更加难以争取到50%的投票权，不仅难以实现罢免陈晓，连大股东地位都将岌岌可危。

从某种意义而言，取消对董事会的增发授权甚至比罢免陈晓本身还要关

键，所以，在黄光裕提议召开的临时股东大会上，收回董事会增发股票的权力也成为议案之一。

实际上，黄氏家族之所以在8月5日发动突然袭击要罢免陈晓，就是因为陈晓主持的董事会正在酝酿增发股票事宜，黄家面临股权被进一步摊薄的危险。

按照黄光裕方面的说法，他们在7月初听说陈晓私下找过国际投行商谈增发新股的消息之后，立即于7月19日派出代理人与陈晓展开谈判，希望其立即辞去国美董事局主席职务。期间经过多次协商，黄家给出的条件是，高溢价收购陈晓所持的近2亿股股票并给予一定经济补偿，“对此陈晓并没有异议，但是在出让金之外的特殊补偿方面，黄光裕家族提出的条件陈晓不接受”。

最终，双方的谈判不欢而散，黄光裕方面才于8月4日公开发出“要求召开临时股东大会的函”。

陈晓是否会抢在临时股东大会之前实施增发，黄光裕方面无法得到任何确切的消息，这张底牌陈晓始终暗扣在自己手里。

8月23日，国美电器在香港召开2010年中期业绩发布会，宣布上半年净利润同比增长66%，达9.62亿元。国美电器同时还宣布，应大股东要求，将于9月28日召开临时股东大会。业绩发布会之后，陈晓携董事会展开了全球路演，与各机构投资者进行了一系列沟通。

陈晓的路演行动，立刻被黄家视作在为国美电器的增发做准备，很有可能抢在股东大会之前完成增发，毕竟距离股东大会还有超过1个月时间，陈晓部署增发完全来得及。

为此，黄光裕家族向媒体表示：“据我方了解，陈晓私下正在做发行新股的工作，不排除任何可能。但目前，我们并没有看到董事局关于增发的公告。为了避嫌，我们认为，陈晓应该公开承诺在召开股东大会之前，不会增发新股。我们认为，如果董事局在临时股东大会召开前增发，肯定是有损于包括大股东在内的所有投资者利益的行为。对此，我们将坚决反对。目前公司经营稳定，资金充裕，没有必要增发新股，摊薄老股东的权益。”

8月27日，大股东黄光裕向国美电器董事局发出了一封《关于坚决反对

在召开特别股东大会前增发的函》，正式表达了自己的态度。8月30日，黄光裕方面的发言人再次以书面公开声明的方式，表达己方的观点与立场：

1. 国美电器大股东坚决反对在目前国美资金充裕的情况下，在召开特别股东大会前进行增发。因为这必然会伤害到包括大股东在内的所有老股东的权益。这一态度大股东曾多次明确表示过。
2. 如果董事局执意增发，大股东要求参与认购，并给以承诺。
3. 国美电器8月30日公告和新闻发言人的声明断章取义，严重扭曲了大股东在函件中表达的真实意愿。大股东溢价5%认购增发股权的要求符合公司及全体股东的最佳利益。

而国美电器董事会的回应公告则意味深长：“董事会目前并未就根据现有发布许可证发行新股有任何决定”。所谓“没有任何决定”，就是“既没有决定增发，也没有决定不增发”。

不知陈晓底牌的黄家显然不敢掉以轻心，不得不四处筹资备足现金，以应对国美电器随时可能进行的增发。

若按照黄家的公开承诺，愿意以现金溢价5%认购增发部分的55%~65%，则保守估计至少需要20亿港元。而黄光裕一审判决之后，黄光裕被处罚金6亿元、没收个人财产2亿元、其妻杜鹃因内幕交易罪被处罚金2亿元，合计10亿元，因而此时的黄家是极度缺乏现金的。

据说黄家为了筹备现金，寻找了潮汕老乡支持，并且还打算变卖部分地产物业。另有消息传出，原大中电器创始人张大中愿意向黄家提供资金支持。张大大对黄光裕一直怀有好感，因3年前张大大欲将大中电器卖给苏宁电器时，后者给出报价30亿，而黄光裕则掏了36亿元从苏宁口中抢走了大中电器，张大大说黄光裕“够意思”。

有意思的是，直到最后临时股东大会召开，陈晓的“增发牌”也未打出来。

选票拉锯

相较于股票增发博弈，黄光裕阵营与陈晓阵营围绕着股东大会的选票争

夺战，则显得更加激烈。

从投票权来看，虽然陈晓本人仅拥有国美电器1.6%股权，即使加上永乐旧部，也不过5%，显然无法跟拥有34%股权的黄光裕抗衡。但是陈晓拥有贝恩资本这个同盟，如果贝恩资本持有国美的可转债实施转股的话，将拥有9.8%的股权，并且会将黄光裕原有的股权摊薄至30.6%。外加国美电器的机构投资者摩根大通持股8.05%、摩根士丹利持股6.62%、富达基金持股5.93%，三家总计持股20.6%。有消息指出，国美管理层和贝恩走访了20家大机构投资者，他们明确表示不支持黄光裕的做法，对现在的管理层满意。这样陈晓同盟拥有的投票权总数将与黄光裕家族相当。

以前黄光裕时代，国美电器与机构投资者的接洽沟通，主要是由英文流利的黄妻杜鹃负责，自从杜鹃获罪被捕以后，黄家上下就没有了能与机构投资者顺畅对话的人。因而，黄家很难争取到机构投资者的选票。况且，机构投资者也难以相信，黄光裕所推选出来的代替陈晓的邹晓春、黄燕虹，有能力将国美这艘巨轮驾驶好。

为了增加自己的胜算，黄光裕家族不断从二级市场暗中买进国美电器股票，以增加自己的投票权。

8月24日——8月25日，黄光裕家族连续两天，耗资近3亿港元买入占0.8%比例的国美电器股票。8月30日——8月31日，黄光裕再度斥资4亿港元，买入1.77亿股国美电器股票。通过这两次二级市场的增持，黄光裕方面的持股比例升至35.98%（此为贝恩转股前的比例）。为了筹集这些增持的资金，黄家还拿部分股票进行了抵押融资（股票被抵押不影响投票权的行使）。

由于黄光裕方面在二级市场大规模吃进股票，使得国美电器股价猛烈上扬，8月31日全天更是大涨9.26%。这种股价的异动引起了陈晓管理层的警觉，国美电器发言人就此接受媒体采访时表示，公司未能掌握股价上涨的具体原因，甚至还试图向媒体记者打听情报：“我们注意到这种情况之后，也在查找原因，但如果是大股东在二级市场增持，增持比例不会（也不得）超过2%，现在还看不到这种信息。”

而大股东黄光裕方面为了避免打草惊蛇，面对媒体的追问，大股东发言人矢口否认大股东在二级市场增持了股票。

而陈晓方面，被视作陈晓同盟的贝恩资本于9月15日宣布将持有的可转债转股，并获得国美电器9.8%股权。在多数机构投资者倾向于选择支持陈晓的背景下，黄家只能将重点放在寻求散户股东的支持票。同在9月15日，黄光裕以国美电器大股东身份发了一封《致国美股东同仁公开函》，呼吁广大股东支持他提出的罢免陈晓的议案。

然而香港股票市场的一个事实是，国美电器的散户股东对大股东黄光裕并无好感，概因黄光裕屡次在二级市场大规模套现，巨大的抛盘严重打压了股价，使得中小散户难以赚到钱，现在黄光裕要谋求散户投票支持显然困难重重。

黄家如何聚集零碎的散户支持票呢？据《中国经营报》获得的知情人士爆料，黄家为了获得超过半数的支持票，通过如下三种方式进行拉票：

第一种是“委托投票书”。所谓“委托投票书”即原持有国美电器股票的股东，个人主动放弃投票权，并将股票投票权委托给某代理人，由代理人牵头将票投给黄家，而投票权出让者将获得1%的佣金。这类情形以港商陈世雄为代表。

第二种是与黄家相识的朋友出面在市场上增持股票，并将这些投票权投给黄家，对于这些为投票而买入的股票持有者，如赢得“9·28”表决，黄家将给予保底20%的股息回报。这类情形以上海富商郑建明为代表。9月14日郑建明斥资8亿港元收购国美电器股权导致国美电器股价大涨6.3%，9月17日，国美电器股价再次大涨5.49%。郑建明最终持有国美电器约2.4%的股权。

第三种则是争取来自机构投资者的支持。据说黄光裕时代国美电器最早的战略投资者华平基金选择支持黄家。

对于媒体曝出的黄家通过支付经济回报进行“非正常拉票”的行为，以陈晓为首的国美电器管理层于9月22日表示：“已经递交了一份正式信函至香港证监会，并在探讨可能采取的下一步动作。”

9月26日晚间，黄光裕方面再度发表《关于确保国美长久稳定发展的呼吁，国美电器创始股东再致股东同仁公开函》，最后一次为9月28日即将举行的临时股东大会进行拉票。

幕后妥协

陈、黄双方在媒体聚光灯下公开交锋的同时，幕后的谈判也在悄悄地进行着，黄光裕妻子杜鹃重获自由可以说是陈黄之争的关键转折。

2010年8月30日，北京市高级人民法院对黄光裕系列案做出二审宣判，黄光裕妻子杜鹃从一审的三年六个月缩短为三年，并由实刑改为缓刑三年，这意味着杜鹃可以立刻获得自由。

其实，在杜鹃离开看守所之前的8月28日，黄光裕的妹妹黄秀虹就托中间人在香港文华酒店与贝恩资本董事总经理竺稼进行了初步商谈。据《中国经营报》披露，那次商谈中竺稼请中间人向黄秀虹转达五点意见：

其一，贝恩资本不是本次陈黄之争的参与者，黄家不应敌视贝恩资本；其二，贝恩资本与黄家应该在没有媒体聚光灯的环境下进行友好协商；其三，请黄家就国美电器未来5年发展计划进行补充，提出更好发展设想；其四，贝恩资本不同意在当前情况下再次增发股票，这样对现有全体股东都不利；其五，贝恩同意黄家重新再任命两名董事进董事会，但黄家要同意贝恩在国美董事会三个席位。不过，黄家提出的“陈晓必须离开”议题，竺稼没有同意。

杜鹃出狱以后，她取代了黄秀虹、邹晓春，成为黄家的实质性代表人物，也就是从这个时候起，双方之间在舆论层面的措辞明显缓和了很多，不再是之前剑拔弩张的敌视状态了。

8月30日，杜鹃获得自由后首先想到的是跟陈晓商谈，因而她几乎在第一时间给陈晓发了一条短信，希望“见见面”。当时的陈晓正在进行环球路演，说自己9月12日回国，9月13日可以见面。

在陈晓回国之前，杜鹃先行与贝恩资本竺稼进行了商谈。9月6日，杜鹃、黄光裕的两个妹妹黄秀虹、黄燕虹与竺稼面谈，竺稼即表示，大小股东都是股东，目的是要把公司做好，不要搞得你死我活。

接下来，双方就竺稼此前提出的五点意见，进行了细化磋商。不过，就陈晓的去留问题，双方依然未能达成一致。黄家坚持要求陈晓立即离任，竺稼则在原先的立场上退了一步，主张在确保国美经营稳定的前提下陈晓分阶段离开。

9月13日，杜鹃再次与竺稼以及回国后的陈晓在北京见面，但此次谈判

未有实质性成果。

9月15日，黄家以国美电器大股东身份发了一封《致国美股东同仁公开函》，首次披露非上市门店数据，并承诺将推动非上市门店注入国美电器。而在此前的8月27日，黄家向国美电器董事会发去一封《关于附件终止“非上市托管协议”的书面通知》，还威胁称如果黄家的提议在9月28日的股东大会投票中未能获得通过，将终止黄家控制的非上市门店委托给上市公司国美电器经营管理。这种前后态度的变化，被外界认为是黄家拉拢贝恩资本孤立陈晓的实质性举措。因为贝恩一直希望国美的非上市门店能够注入上市公司，以利于贝恩资本入股国美获得更高的投资收益。

同一日，贝恩资本宣布实施债转股，竺稼表示，贝恩资本实施债转股并非“站队”，也不会作为国美电器股票的长期持有人，终会获利退出，因而不会与别人进行“捆绑”。竺稼此番表态，截然不同于8月23日的明确表态：将实施债转股并支持陈晓领导的国美董事局及管理层。这也可以视作贝恩资本对黄家的一个善意回应。

从双方的态度改变来看，至少可以证明杜鹃与竺稼之间取得了某些阶段性的共识，并朝着相互妥协的方向前进。

黄家经过一系列的拉票布局之后，在距离临时股东大会还有三天的9月25日，杜鹃、黄秀虹、黄燕虹、竺稼、陈晓等人再次会面商谈，核心的议题仍是陈晓去留以及董事会架构问题。

陈晓及竺稼提出了最终的和解方案：先引入各方均能信任、且具备公信力的第三方进入国美董事会主持大局，黄氏亦可派代表参与；待公司重上正轨之后，陈晓愿意在1年后沽货全退，贝恩资本也可选择获利离场，黄家则继续拥有国美的控制权。

但是黄家拒绝了陈晓及贝恩的方案，黄家自认为经过一个月的拉票努力，再加上在舆论上占据上风，因而已经胜券在握，陈晓要么现在主动辞职，要么等三天后被选票选下来，决不可能让陈晓在国美再待一年之久。

很显然，这次谈判再次破裂。

2010年9月28日14时30分，国美电器临时股东大会在香港如期召开。最

终的投票结果显示，原先认为胜券在握的黄家遭遇了他们预料之外的败局。

如表8-1所示，投票表决的八项议案中，竺稼以94.76%的赞成比例高票当选国美非执行董事，而撤销对董事会增发的一般授权也以54.62%的赞成比例获得通过。这两项议案的投票结果其实都是双方意料之中的结果，因为在之前的谈判中就已经达成一致：黄家支持竺稼进入董事会，而贝恩则投票支持黄家提出的废除董事会增发权限的议案。

表8-1 国美电器特别股东大会投票结果

序号	议案名称	赞成比例	反对比例
1	重选竺稼为非执行董事	94.76%	5.24%
2	重选雷彦为非执行董事	54.65%	45.35%
3	重选王励弘为非执行董事	54.66%	45.34%
4	撤销对董事会增发的一般授权	54.62%	45.38%
5	撤销陈晓执行董事及董事会主席职务	48.11%	51.89%
6	撤销孙一丁执行董事职务	48.12%	51.88%
7	委任邹晓春为执行董事	48.13%	51.87%
8	委任黄燕虹为执行董事	48.17%	51.83%

双方一直未能达成一致的陈晓去留事项，最终投票结果显示，陈晓以51.89%的支持选票获得留任，也就是说黄家未能成功罢免陈晓。相应的，黄家提出的委任邹晓春、黄燕虹出任执行董事的议案，也未能通过。

黄家不得不面对这个不符合自己意志的投票结果。好在根据国美电器的公司章程，董事会拥有自行聘任董事的权限，也就是说黄家可以继续与现董事会及贝恩方面商谈重组董事会，而无需重新发起临时股东大会投票表决。

紧随投票日之后的第二天，杜鹃与陈晓及贝恩资本又重新坐到谈判桌前。

谈判的起点又回到了之前陈晓及贝恩资本的主张：黄家可增派代表进入董事会，同时需引入各方认可的董事局主席人选，陈晓一年内逐步淡出国美。在选战中失败的黄家不得不接受这个方案。

一个多月以后的2010年11月10日，国美电器发布公告，称与大股东黄光裕达成谅解备忘录：第一，扩大董事会规模，最高人数从目前的11人增加至13人；第二，董事会委任邹晓春和黄燕虹分别担任执行董事和非执行董事。这意味着陈晓离开国美已经进入最后倒计时，就等各方认可的董事局主席物色到位了。

2011年3月9日，国美电器发布公告：陈晓辞去公司董事会主席、执行董事职务；孙一丁辞任公司执行董事，但留任公司副总裁职务；委任原大中电器创始人张大中为公司非执行董事及董事会主席。

从此时的董事会结构来看，体现了一个各方相互制衡的局面：贝恩及黄家核心代表皆只能出任非执行董事，以避免各大股东过度介入企业经营，执行董事由原高管层担任，张大中作为由黄家提名、各方认可的人选出任董事局主席，而为了避免陈晓的情况再次在张大中身上发生，他仅仅是以非执行董事的身份出任董事会主席。

国美控制权的争夺战，于国美而言，最终实现了理想的结局。张大中的出山，是各方妥协的结果，在公司治理意义上，既避免了黄光裕的“一股独大”，也避免了陈晓的“内部人控制”。

国美电器发布公告的当天下午五点，陈晓对外发出了一条短信：“人生最宝贵的东西是什么？是生活！因为我们的一切快乐，我们的一切幸福，我们的一切希望，都和生活联系在一起。祝幸福快乐每一天。”

至此，国美控制权之争正式画上句号。有分析认为：国美股权之争不管事起何因，程序符合香港的法律，双方较量也在公司治理的规则框架内展开。比之同样受刑的德隆总裁唐万新、福禧投资董事长张荣坤，黄光裕的财产权、表决权获得了程序上的保护，这是他的幸运。当然，若非国美电器在法治成熟的香港上市，黄光裕也不会有这般幸运。

表8-2 国美电器董事会结构变化的公司治理解读

时间	董事会成员结构					公司治理解读
	代表黄光裕	代表华平基金	代表贝恩资本	代表管理层	代表第三方独立董事	
2008.9	黄光裕 (主席、执行董事) 杜 鹏 (执行董事) 陈 晓 (执行董事) 伍健华 (执行董事) 王俊洲 (执行董事) 魏秋立 (执行董事)	孙 强 (非执行董事)	无	无	史习平 陈玉生 Mark C. Greaves 刘鹏辉 余统浩 Thomas Joseph Manning	此董事会结构是黄光裕出事前的格局，此时的董事会由三部分利益代表构成：6 位执行董事代表大股东黄光裕利益，1 位非执行董事代表华平基金利益，6 位独立董事代表中小股东利益。
2009.1	陈 晓 (主席、执行董事) 伍健华 (执行董事) 王俊洲 (执行董事) 魏秋立 (执行董事)	孙 强 (非执行董事)	无	无	史习平 陈玉生 Mark C. Greaves 刘鹏辉 余统浩 Thomas Joseph Manning	此结构是黄光裕出事后的董事会格局，唯一变化是黄、杜夫妇因涉嫌犯罪而被迫从董事会辞职，陈晓接任董事会主席，黄家对企业的控制力减弱。
2009.6	伍健华 (执行董事) 王俊洲 (执行董事) 魏秋立 (执行董事)	孙 强 (非执行董事)	无	陈 晓 (主席、执行董事) 孙一丁 (执行董事)	史习平 陈玉生 Mark C. Greaves 余统浩 Thomas Joseph Manning	此结构是国美周年股东大会后的董事会格局，增补了孙一丁作为执行董事，替换了华平的代表孙强。最大的变化是，陈晓、孙一丁实际成为管理层代表，而非黄家利益代表。
2009.8	无	无	竺 稼 (非执行董事) 雷 彦 (非执行董事) 王励弘 (非执行董事)	陈 晓 (主席、执行董事) 伍健华 (执行董事) 王俊洲 (执行董事) 魏秋立 (执行董事) 孙一丁 (执行董事)	史习平 陈玉生 Thomas Joseph Manning	此结构是贝恩入股、实施管理层股权激励之后的董事会格局，反映出三大变化：第一，贝恩资本在美国董事会拥有了 3 位利益代言人；第二，陈晓实施股权激励拉拢高管后，黄家在董事会完全没有了利益代言人；第三，原先代表黄家利益的执行董事，成为代表管理层利益的执行董事。

(续)

时间	董事会成员结构					公司治理解说
	代表黄光裕	代表华平基金	代表贝恩资本	代表管理层	代表第三方独立董事	
2010.11	邹晓春 (执行董事) 黄燕虹 (非执行董事)	无	竺稼 (非执行董事) 雷彦 (非执行董事) 王励弘 (非执行董事)	陈 晓 (主席、执行董事) 伍健华 (执行董事) 王俊洲 (执行董事) 魏秋立 (执行董事) 孙一丁 (执行董事)	史习平 陈玉生 Thomas Joseph Manning	黄家在临时股东大会失败后，与陈晓、贝恩和解，此为谈判和解之后的董事会格局。最大的变化是：邹晓春、黄燕虹以大股东利益代言人的身份进入董事会。
2011.3	张大中 (主席、非执行董事) 邹晓春 (执行董事) 黄燕虹 (非执行董事)	无	竺稼 (非执行董事) 雷彦 (非执行董事) 王励弘 (非执行董事)	伍健华 (执行董事) 王俊洲 (执行董事) 魏秋立 (执行董事)	史习平 陈玉生 Thomas Joseph Manning 李港卫	这是陈黄之争正式结束之后的董事会格局。反映出四大变化：其一，陈晓、孙一丁正式退出国美董事会，张大中出任董事会主席；其二，大股东、二股东、管理层、中小股东等各利益代表，在董事会形成均衡局面；其三，大股东黄家、二股东贝恩资本的核心代表皆只能担任非执行董事；其四，为了避免陈晓的情况再次在张大中身上发生，张仅仅是以非执行董事的身份出任董事会主席。总之，这个董事会结构，既避免了黄光裕式的“一股独大”，也避免了陈晓式的“内部人控制”。

评论

国美变局的标本意义

宁向东（清华大学经济管理学院教授）

陈晓与黄光裕家族的争斗出现后，很多人从股东与职业经理人的角度看待他们的关系。陈晓离职后，也有不少人认为陈晓被赶走了，黄家大获全胜。有人评论这是公司治理的大胜利，也有人说这是一种大倒退。做这种简单推断的看客，其实没有真正理解公司权利结构的内在含义，也就不能从这场大戏中看出真正引人深思的东西。

从法理上来说，由于股东人数众多，上市公司的权力表达只能采用代议民主制的方式，结果就有了股东大会和董事会的设置。即在股东大会上选出董事会，再由董事会的决议体现股东的权利和意志。

股东的权利斗争通过董事会展开，董事会的结构就成为股东实现自己权利意志的重要方式，董事会中的每一个席位都是必争之地，每一个位置上安排什么样的人也是有含义的。从一个公司的董事会配置，可以了解股东的权利结构，从人员身份、关系等特征上一一识别，可以分析出董事会中的实际权利状态。

从现实的董事会运作实践看，单独讨论董事会人数比例是没有意义的。从理论上说董事会实行“票决制”，一人一票，权利相等，内部董事与外部董事的比例，执行与非执行董事的比例，都代表着公司的控制性股东和非控制性股东的力量。但从信息分布、影响力等因素看，事情并不是这样简单，公司的决策也不是通过简单投票的方式做出的。

非执行董事，甚至独立董事也有自己的立场，这些立场也不一定是独立的。在董事会的实际运行中，一个关键人物的影响力可以抵得过其他人的所有表决权，必须要具体分析董事会的人员构成，才能看出公司决策权之间的控制关系。

国美是出身于中国的民营企业，在上市之后，其股权结构和董事会的实际权利结构也不可能脱俗。国美的治理结构还是有着深刻的中国家族企业传统，在黄光裕时代，董事会是绝对个人控制导向的，这也符合亚洲家族公司在治理结构上的普遍逻辑。

我并不认为那种美国式的董事会制度一定适合中国公司，董事会决策也

不是实行了票决制就一定更好。我曾经在一篇文章中提出：即使所有董事都拥有股权，利益的大小都相等，并且也都没有私心，董事会的票决制也不一定能保证有好的结果。国美的治理结构，我不一定赞同，但我理解。

国美的关键问题是，“黄光裕出事”打破了原有权利结构的平衡。黄光裕在没有任何准备的情况下失去了对于公司的控制权，而他又不甘于只当第一大股东，这是一切问题的根源。

即使黄光裕不出事，这种亚洲式权力结构的固有问题也迟早会爆发。因为股权总有一天会被稀释到黄光裕一个人无法说了算的程度，关键股东之间的争斗不可避免。国美故事的核心是权利格局被打破，之后再次形成一种新均衡结构的过程。这应该成为看待国美变局的主要视角。

权利结构变化

国美之变，始于陈晓这个小股东获得了公司董事局主席的位置，并且因为贝恩资本的进入以及与其他机构投资者的联手，而形成了新的权利结构。

很多人把陈晓看成职业经理人，其实大家更应该注意陈晓永乐创始人的身份。永乐系在国美中只持有大约不到5%的股份，但国美依然是他的利益所在。陈晓的做事风格、战略思路与黄光裕有很大差别。坐上黄光裕的位子之后，陈晓作为小股东、经理人，对改变国美的权利结构，进而改变公司的控制结构产生一些想法，其实也很正常。

贝恩资本的进入，以及国美的管理层持股，可以被认为是陈晓改变公司权利结构的重要步骤。在大约两年的时间里，陈晓能够达成自己的愿望，固然有多方面的因素。但国美在黄光裕时代所形成的治理结构，也给陈晓实现自己的目标提供了重要的制度空间。

在黄光裕掌控公司董事会及决策大权时，为了在符合规则的前提下减少运行成本，国美的股东大会和董事会通过特别授权等制度安排，给予了控制者以更多的决策权力。对黄光裕自己的便利，也形成了后来给予陈晓的便利。

唯一的差别是：在黄光裕时代，公司的股东中还不存在具有抗衡力量的权利团体，而在贝恩进入之后，黄家突然发现存在着一个可能的联盟，

并且这个联盟威胁到自己的第一大股东地位。

在今天国美的股东结构中，黄家拥有32.47%的股份，包括贝恩资本在内的机构投资者拥有23.5%，陈晓家族与永乐团队拥有1.67%加3.45%，管理团队拥有0.37%，而其他投资者拥有38.54%。显然，在这样的权利结构下，存在了联盟博弈的基本条件。

2010年9月28日的特别股东大会就显现了联盟博弈的状况。只是之后的权利结构不稳定，是一个无法达成利益诉求共识的状态，这个状态也无法维系。

通过将近一年利益争斗，以及大半年的妥协和利益交换，邹晓春和黄燕虹进入公司的董事会，董事会形成了一种过渡的均衡状态。再随着张大中和李港卫的进入，国美重新形成了黄光裕家族和机构投资者利益相对均衡的新权利格局。国美的新董事会结构，是意味深远的，这一点尤其值得玩味和继续观察。

标本意义

经历了国美之变，我们应该认识到，任何企业都会在不断壮大的过程中经历股权稀释的过程。伴随着这一过程的，往往是股东之间在公司控制权，以及董事会人员安排上的种种争斗。

这种争斗可能是出于人事上的原因，也可能是出于利益上的不同考量，甚至是因为大家对公司愿景和经营战略看法上的不一致。争斗是正常的事情，问题是如何通过事前的有效安排，尽可能避免这种争斗发生，或者即使发生了，也尽量不影响到公司的发展根本。

国美发生一系列的变故，根源在于黄光裕这个大股东与陈晓这个小股东在战略目标以及运作公司的方法上存在着较大的分歧。他们都有各自可以被理解的部分，也都有在做法上让对方恨之入骨的东西。

双方都比较理性，在妥协和克制的大原则下找到了一个解决问题的平衡点。这个平衡点不是双方各自的最大利益之所在，甚至还有令他们不够满意的地方，但这是一个损失较小的解决方案。

无论持股多少，他们都是公司的股东。作为股东，把国美搞糟了，对大家的根本利益都是一个损害。这一点，他们与贝恩资本是不同的。现在

的解决方案，已经是一个不错的方案了。作为国美这样一个有着领袖级影响力的企业，双方把后续动作继续做得妥帖，是更加重要的。

“国美之变”只有一个财务上的赢家，就是贝恩资本。按照有关媒体的计算，仅仅依照2010年9月15日贝恩资本实施债转股当日的国美收盘价2.34港元/股来计算，贝恩资本的投资收益率已经达到了137%。

贝恩资本对于国美的企图远不限于这点财务收益。贝恩资本入主，从根本上改变了国美股权层面的权力结构，也使国美的董事会进入了代表其他利益方的股权董事。权力结构变了，游戏规则也就相应有了变化，同时，其他股东也支付给了贝恩资本比较大的好处。

因此，贝恩资本所得，要多于它能给国美带来的东西。如果贝恩资本是一个长期的持股者，它真正成为一个公司治理的积极参与者，这些成本还说得过去，只有这样的外部力量才有助于给国美带入现代公司治理的新理念。但贝恩资本的行为很可能只是短期的。

我们没有足够的信息了解贝恩资本的后续交易安排，无从分析贝恩资本接下来的退出行动是否会损害广大股东，特别是中小股东的利益。这并不是杞人忧天，因为这是由资本管理公司的战略目标、激励模式所客观决定的事。在所有的资本管理公司里面，经理人控制着主要的操作，而他们的业绩也是决定其收益的主要指标。

无论贝恩资本如何包装自己，它说到底就是玩钱的，能否套现是考量一切问题的出发点。由于这一点，贝恩资本的考虑永远都不会和管理者和创业家族根本一致。这是陈晓出局之后对国美今后的发展留下的最大变数。

国美之变昭示的最核心内容是公司控制问题。控制性股东从IPO的那天起，就会面临融资与控制之间的平衡点选择。为了保持控制，他会努力减少公开发行的股份数量，因为数量一旦超过一定界限，必然面临失控的问题。然而，公开发行并进入流通状态的股份数量少，市场所给出的“公司治理溢价”一定低，公司融资一定会有所减少。于是就形成了一种权衡。

股权控制的收益越高，资本市场的股价越难以上去，即使利用资本市场操作可以获得搭建融资平台的好处，但股价从总体来说多数不会尽如人意，公司需要进一步通过稀释股权获得必要的融资。股权不断被稀释，

总会有一天，公司会面临被其他投资者（或投资者联合体）控制的局面。

即使没有强势股东进入，公司治理问题上的“家族本位”也会在控制人无法亲自掌控的时候，出现“国美之变”的情况。黄光裕出事前的国美，其权力结构是基于“控制需要的”，这符合亚洲公司治理的普遍情况。

我们不能说这个结构一定无助于保护中小股东，但它毕竟不是一个稳定的结构，不是“企业本位”的。所以，才会出现公司的命运随着人走的情况。

黄光裕事先设定的结构在相当大程度上依赖于他作为一把手这个条件，一旦他个人无法亲自管理公司，控制性股东的权利就会大打折扣，甚至瞬间失控。之前为控股股东更容易操作而留下的制度设置，成为后继者实现自己想法、按照自己的战略意图来运营公司的制度空间。这是一件很值得玩味的事情。

国美变局在中国的公司治理发展过程以及中国企业史上都具有标本意义。这种意义不仅仅是对于国美变局的相关者，也对那些处于发展中的家族企业，特别是那些即将交班的家族企业，那些股权稀释速度较快、程度较大的家族企业，那些有比较多的机构投资者介入其间的家族企业。

第9章 中芯国际：无奈的内讧

中芯国际因股东诉求分歧而引发的内讧，被外界认为是典型的控制权之争。中芯国际面临的似乎是公司治理问题，但又决不是单纯的公司治理问题那么简单。中芯国际的问题，与其说是股东之间的利益冲突，还不如说是中国高科技产业发展困境的某种折射。

在东西方冷战余波、国际社会对中国实施技术封锁的背景下，中芯国际为了突破封锁、培育产业，吸纳了各路背景的资金，最终形成了异常复杂的股东结构。而围绕着中芯国际所形成的央企股东、地方政府股东、主权基金股东、台资股东、美国股东，利益诉求各不相同，中间夹杂着中国政府意志、财务投资人意志、产业投资人意志、创办者个人意志，在各方意志无法取得平衡之时，内讧变得无可避免。

中芯国际作为中国半导体产业的龙头企业，从2000年设立以来，一路上可谓跌跌撞撞，期间发生的变局更是令人眼花缭乱——开业十年亏九年、专利诉讼、创始人出局、CEO更迭、派系斗争……这家寄托了中国半导体产业希望的领头羊，何以如此狼狈？

12年前，被誉为华人世界半导体产业的第三号人物、台籍留美人士张汝京，前往中国大陆创办了“中芯国际”。企业创立仅仅几年时间，规模一路高歌猛进，一度挤入全球前三甲。但因为与行业老大台积电之间长达7年的专利诉讼败北，迫使张汝京引咎辞职离开了他一手创办的企业。从此，这家股东结构异常复杂的企业进入了多事之秋。而起着平衡各方利益关键作用的老董事长江上舟的辞世，则直接导致中芯国际内部派系斗争公开化。

中芯国际内讧的爆发，与其说是股东之间利益冲突，还不如说是中国高科技产业在国际技术封锁背景下发展困境的某种折射。因为复杂的股东结构、企业内部的派系林立，本质上皆由国际社会在高科技领域对中国的技术封锁而引发。

中芯国际不幸成为各方角力的一个平台，这家企业究竟会成为先驱还是先烈，目前似乎还无法得出明确的答案。

背景：半导体产业技术封锁

在正式介绍中芯国际的案例之前，有必要先交代一下国际上关于高科技产品技术输出的两个名词——“巴统组织”、“瓦森纳协议”。

冷战期间，美国、西欧、日本等西方阵营国家为了实现对东方阵营国家的技术封锁，在巴黎成立了“巴黎统筹委员会”（简称“巴统组织”），具体实施限制成员国向东方阵营国家出口战略物资和高科技产品，包括军事武器装备、尖端技术产品和稀有物资等。其封锁的最重要目标即苏联与中国。

苏联解体之后，巴统组织于1994年宣告解散，但1996年美国等33个西方国家又重新签订了一个替代性的“瓦森纳协议”，对军事产品及高科技产品的出口实施管制，中国同样在被管制国家之列。

随着电子、IT产业的兴起，中国从20世纪90年代起，逐渐对半导体产品

产生巨大需求。而半导体作为高科技产业，恰恰处于西方国家“瓦森纳协议”对中国实施的严格技术封锁之中。

根据“瓦森纳协议”的规则，西方国家对半导体技术出口，一般都是按照“N-2”的原则审批，也就是说比最先进的技术晚两代，而在审批过程中再适当拖延一下时间，基本上，中国能够拿到的技术设备都会比发达国家最先进的晚三代甚至更长。

当时中国为了突破半导体生产的瓶颈，于20世纪90年代中后期由政府主导投巨资设立了“908”及“909”工程，先后建立了华晶、华虹两家核心国有企业。但华晶、华虹等国有企业到国际市场采购设备都遭遇到了“瓦森纳协议”的限制，基本以失败告终。

美国等西方国家对华出口管制，使得中国半导体设备制造业同国际先进水平存在2~3代的差距，落后国际先进水平10年左右。而这也极大妨碍了中国在半导体价值链生产中的水平升级。

序幕：江上舟搭台

“908”、“909”工程搁浅之后，1999年，当时的信息产业部召开全国集成电路“十五”战略规划研讨会，当时准备花5年时间，投资200亿元人民币，建两条8英寸半导体生产线。在那次会上，参加会议的上海市经委副主任江上舟就表示，必须寻找海外伙伴投资，才可能设法突破“瓦森纳协议”的限制。

此后，江上舟开始了寻找半导体海外合作伙伴的历程。同一时间，本案例的另一核心主角——美籍台商张汝京，正在考虑回中国大陆来投资半导体产业。

出生于1948年的张汝京，被誉为华人世界半导体业的“第三号人物”。他获得博士学位之后于1977年加入美国得州仪器，在得州仪器任职的20年间，8年从事研发，12年从事工厂运营，并协助得州仪器在美国、日本、新加坡、意大利及中国台湾完成了10座半导体工厂的建设、运营。

1997年，张汝京从得州仪器退休之后，在投资人的邀请下回台湾创办了“世大积电”，从事半导体代工。不料2000年1月，世大积电的大股东在张汝京毫不知情的情况下，将企业作价50亿美元卖给了行业老大“台积电”，张汝京被迫离开企业。

于是，张汝京辗转来到中国大陆寻找创业机会。他发现，中国大陆半导体产业无论是在技术还是产业规模上，都远远落后于世界平均水平。

正是在中国大陆考察的时候，张汝京与上海市经委副主任江上舟结识了。对于江上舟来说，张汝京可谓是久觅而不得的栋梁之材，他简直是担当协助发展半导体产业的最佳人选。江上舟力邀张汝京到上海落脚创立半导体企业。

媒体记录了一些关于张汝京的投资选址情况：“当时张汝京到北京考察时，北京市的市长、主管科技的副市长都不在，只有一位无法拍板的人陪同，因而不了了之；而到上海考察时，上海市市长、主管科技的副市长全都在，当即拍板且马上就带去张江选地，想要哪块都可以。”

2000年4月，张汝京在开曼群岛设立了“中芯国际”，并以此为平台募集资金，再以外商投资的身份在上海设厂。中芯国际的首批投资人中，有来自美国的高盛、华登国际，有来自中国台湾的汉鼎亚太，有来自新加坡的祥峰投资，还有中国政府背景的海实、北大青鸟。中芯国际首期募资约10亿美元，募资完成后共计有16名股东，股权非常分散，即使是作为大股东的海实，也不过持股12%左右，而张汝京本人的持股还不足1%。

之所以采取这种股权多样化的股东背景，很重要的一个原因就是吸取“908”、“909”工程国企色彩太浓厚、技术引进时被国际阻击的教训，刻意淡化中国政府在其中的角色背景，以取得国际社会的信任、突破国际对技术的封锁。同时，张汝京本人也不希望企业出现同创办世大积电一样，由于被某一单一大股东绝对控制，存在随时可以将企业卖掉的可能。

而且，就公司治理结构而言，中芯国际的董事会只安排了张汝京一位出任执行董事（代表管理层），而各大股东委派进入董事会的成员，统统只能出任非执行董事，而不得担任执行董事。此举相信是张汝京在公司章程中与股东刻意约定的，目的在于保证中芯国际在经营方面有足够的独立性，以避免各大股东过度介入日常经营并控制企业。

由于江上舟的缘故，在早期中芯国际内部，除了创办人张汝京之外，海实拥有在所有股东中的话语权最为突出。

起步：张汝京唱戏

2000年8月中芯国际投资的芯片厂开始动工，并且创造了全球最快的芯片厂建厂记录。

从当年8月1日在上海打下第一根桩，到2001年9月25日上海第一个8英寸厂正式建成投产，前后只用了13个月。让人不可思议的是，中芯国际在上海一口气建了3座8英寸芯片厂。2002年9月，中芯国际在北京的两座12英寸芯片厂破土动工。2003年9月，中芯国际收购摩托罗拉设立于天津的8英寸芯片厂。

中芯国际的这种投资规模，可以说是当时国内绝无仅有的大手笔了。要知道，一条8英寸芯片生产线要耗资数亿美元，一条12英寸生产线要耗资近10亿美元，更别说多条生产线同时开建了。中芯国际的投资规模，使其产能得以迅速进入全球半导体代工行业的前三甲，仅次于中国台湾的台积电及台联电。

显然，中芯国际设立初期所募集的10亿美元无法应付如此大的投资规模，于是2003年9月，中芯国际再向原有股东和新投资人私募约6.3亿美元。

2004年3月，中芯国际于纽约、香港两地实现上市，融资额近18亿美元。上市后的中芯国际开始了新一轮扩张：2005年成都8英寸工厂开工、上海12英寸工厂开工；2006年武汉12英寸工厂开工；2008年深圳8英寸及12英寸工厂开工。中芯国际最终形成了华东、华南、华北、西部四地的菱形布局。

然而，这种看似豪迈的大手笔扩张背后，却浸染了创办人张汝京为突破国际技术封锁而付出的汗水。

2001年，中芯国际上海工厂还在建设中，张汝京希望从美国进口0.18微米等级的生产线设备，于是向美国政府申请相关出口许可证。就当时美国而言，0.18微米技术已经不是最先进的了（当时美国0.13微米技术已经实现量产），但中国国内即使最先进的技术也不过是0.35微米级别，距离0.18微米还差两代。

由于“瓦森纳协议”的技术封锁，中芯国际引进0.18微米级别生产设备变得困难重重。为了取得从美国进口设备的出口许可，身为基督徒的张汝京前往美国四处游说，并且找齐了全美五大教会为他做人格背书，担保他所说的话都诚实可信，还承诺中芯国际的产品一定只用于商业用途，

不会用于军事用途。最后美国才给他们出具了出口许可。

此后每隔一两年，中芯国际的生产线需要技术升级时，类似的刁难都会出现，0.13微米、90纳米、65纳米的时候都曾出现过。

直到中芯国际申请购买45纳米技术设备的时候，因为有过去六七年的良好纪录，中芯国际一直信守承诺，产品只用于商业用途，美国政府才没有刻意为难。2007年12月，中芯国际顺利拿到了45纳米产品的生产设备，仅比西方发达国家晚了1年左右的时间，2009年1月，中芯国际又顺利拿到了32纳米生产设备的出口许可证。

张汝京接受媒体采访时表示：“45纳米是个很大的突破，以后基本上就和国外同步了，再接下去的28纳米以及更高端产品应该不再会有出口许可的问题了。”

整个中国半导体产业公认的是，如果不是中芯国际，只怕中国半导体产业技术升级远远达不到这种速度。而中芯国际之所以能实现这点，跟其创办人张汝京的美籍台商身份、跟其股东来自全球各路资本，有着莫大关系。可以作为旁证的是，中芯国际建了4座12英寸芯片加工厂之后，国企背景的华虹NEC筹划了多年的第一座12英寸工厂，依然因美国技术封锁而胎死腹中。

分歧：盈利优先还是产业升级优先

虽然中芯国际为国内的半导体产业快速升级做出了不可替代的贡献，但在企业内部，各方的分歧却日趋扩大化。

从利益相关方的角度分析，围绕着中芯国际存在三大力量：政府、股东、创办人。政府的核心诉求在于，通过中芯国际尽快将国内的半导体产业培育起来；创办人张汝京的核心诉求在于，将中芯国际打造成在全球半导体代工领域拥有话语权的企业；股东的核心诉求在于，通过投资中芯国际获得可观的财务回报（特别是考虑到中芯国际创办时绝大部分股东都是财务投资人的角色）。

理论上说，三方的诉求似乎可以实现完美统一：中芯国际成功成长成了拥有国际话语权的企业，国内的半导体产业也实现了快速升级，股东也借此获得财务回报。但事实却是，中芯国际在实际运营中无法做到三者统一。

在部分股东眼里，作为中芯国际唯一执行董事及CEO的张汝京至少有两大“败笔”：其一是长期亏损，其二是盲目扩张。

败笔一：长期亏损。中芯国际自2000年设立直至2009年，从未有过一个完整年度实现了盈利，这对一些追求投资回报的股东来说，显然是难以接受的。

长期亏损对于张汝京来说也是无可奈何的事情，有些瓶颈他无法逾越，而且为了确保中芯国际的长期发展，他也不能将眼光放在短期盈利这个目标上。

首先，国际的技术封锁阻碍了中芯国际的生产自主性，他无法根据市场需求去生产高毛利率的产品。比如，中芯国际进口的12英寸半导体生产线，理论上既可以生产存储器产品也可以生产逻辑器产品，不过后者的毛利率要比前者的毛利率高很多。但是由于技术封锁，中芯国际无法生产高毛利率的逻辑器产品（美方担心用于军事用途），而只能生产低毛利率的存储器产品，而存储器产品的价格波动很大，这就导致其盈利处于某种不可控状态之中。

从技术工人的培养来说，存储器芯片生产的工艺流程不像逻辑器芯片那么困难，有利于生产技术工人的培训，有了存储器产品的技术基础，再去开发逻辑器产品工艺困难会小得多。如果一开始就切入生产逻辑器产品，技术人员的经验不足无法确保生产出合格产品。从存储器产品切入的策略，客观上帮助中芯国际完成了初步的知识产权以及技术积累。张汝京说道：“当时很多人都责怪我，认为我们不应该要做存储器，因为这个产品价格波动很大。但是在当初没有任何基础的情况下，这是没有办法的选择，我们必须做下去。”

其次，为了尽可能快速地跟上整个国际半导体市场的产业升级，张汝京只有打破正常节奏，在还未消化完8英寸生产线的巨额投资成本时，又开始大规模进行12英寸生产线布局，这就使得投资额滚雪球般扩大，而创造的收入无法覆盖投资成本。

张汝京一直坚持认为，如果不投12英寸生产线，中芯国际将是中国大陆所有半导体公司中盈利最好的公司之一，“但是，不做12英寸中芯国际有前途吗？中国的半导体产业有前途吗”。他很清楚投资12英寸生产线对中芯国际意味着巨大的压力。其他半导体厂商都是8英寸生产线折旧完了才投资12英寸生产线，而中芯国际2001年第一个8英寸生产线才建

成，如果等8英寸折旧完再投资12英寸，中芯国际将永远无法跟上全球半导体产业的升级步伐。

所以，张汝京始终认为，分析师们只看到中芯国际业绩差，却不了解其他同行起步比中芯国际早了近20年，所有的折旧都已经结束了，利润自然好看。就这个意义而言，中芯国际是以自身连年的巨额亏损，去拉动整个中国半导体产业的快速升级。

曾任职于中科院微电子所的半导体专家莫大康表示，多亏了张汝京在业内的地位和他那强大的意志力，才能在中芯国际有说一不二的能力，游说董事会去做这个投资，否则中国半导体就不会有今天。

败笔二：盲目扩张。中芯国际成立后的几年时间内，迅速跳出上海，全国扩张，特别是经不住一些地方政府的邀请与游说，在北京、天津、成都、武汉以及深圳设立了众多生产线，内容不仅涉及芯片代工本身，还包括下游封装测试以及芯载彩色滤光镜头等其他领域，规模异常之大，部分项目后来成为中芯国际的沉重负担。

跟各地方政府的合作，张汝京一直认为这是划算的交易，比如武汉的12英寸工厂，前期投资全部由政府代付，委托中芯国际经营，时机成熟时再进行回购。这样中芯国际就减轻了很多财务压力，同时又获得了产能。不过这也让张汝京后来陷入两难，比如12英寸生产线，在北京投了，上海作为大本营，如果不投的话上海领导不高兴，投的话压力太大。作为一家企业，奔走于不同地方政府之间进行平衡，是一件非常困难的事情，稍不小心就很可能让某一地方政府不快。

正是张汝京过于迎合各地方政府，摊子铺得太大，让企业陷入被动之中，更加恶化了企业的局面，因而这点也被股东们所诟病。

不过，此时的三方诉求虽然在目标上无法得到全面满足，但至少创办人张汝京与中国政府的战略诉求还保持着一致，因为无论是企业规模效应还是所带动的整个产业的升级都在蒸蒸日上。因而股东此时也无可奈何，只能对暂时的亏损妥协让步，期待中长期的投资回报。

转折：大唐电信入股

正因为有政府的支持下，张汝京依然可以按照自己的意志经营企业，并且能够在与股东意志相左时让股东做出妥协。

此时中芯国际的经营战略，依然在按照张汝京所设定的、并且也是政府所期望的方向发展，中芯国际依然在大举扩张、大手笔投资。特别是2008年存储芯片价格崩盘，中芯国际深陷亏损困局，急需补充资本。

问题是，钱从哪里来？

由于中芯国际亏损连连，原先的股东面对这家连续亏损的企业，显然已经不再有兴趣追加投资了，只想熬到企业盈利，然后可以趁股价走强逐步套现退出。

一些国际私募股权基金（PE）倒是有兴趣入股，包括黑石、TPG等几家国际知名私募股权基金找到张汝京，表示愿以优厚价格收购中芯国际股权。这几家基金提出的方案不尽相同，从收购20%、35%、50%乃至全部股权都有。

张汝京回忆道：“私募股权基金从2006年开始争相收购待价而沽的半导体企业，典型的交易就是飞思卡尔收购案。私募有很灵活的操作方式，给的价格也很优惠。一旦被他们控制主导权，多半是分拆出售。”但这显然不是张汝京愿意看到的结果。

基于这种形势，张汝京不得不向有关政府部门求援。政府表示如果有机会也愿意投资，并推荐了大唐电信、华润以及中国电子信息产业集团三家央企备选。

股权卖给国际PE还是卖给国内央企，在中芯国际董事会内部产生了很大争论，在张汝京的主张下最终决定将目标选定国内央企。几轮谈判之后，中国电子信息产业集团因为旗下生产部分军用产品被海外股东强烈质疑而出局，华润则因为要求将中芯国际更名而被董事会否定，最后仅有大唐电信一家入围。

2008年11月，央企大唐电信入股中芯国际，并且取代上海实业成为第一大股东。

由于众所周知的央企复杂的审批流程，从谈判到完成投资，前后经历了10个月。而这10个月之中，恰恰是2008年国际金融危机最为肆虐的时候，全球股市暴跌，中芯国际的股价从1.4港元跌至0.4港元，最终大唐控股以1.76亿美元获得了中芯国际16.6%股份，成为最大股东。因为融资额的巨额缩水以及原有股东的股权被过度稀释，张汝京引发原有股东

的强烈不满。

大唐电信的入股，成为中芯国际发展过程中一个不可忽视的转折点，因为这是中芯国际成立以来第一家以产业投资者身份进入的股东。

此前，中芯国际的众多股东中，虽然既有国内股东也有海外股东，既有实业企业股东也有私募股权基金，但他们基本都是财务投资人的角色

（就算上海实业、北大青鸟这样的实业企业股东，由于他们跟中芯国际不在同一行业，他们的投资更多只是谋求财务回报，或者是受政府之命提供财务支持），因而并无在经营层面控制中芯国际的动机。

而大唐电信跟中芯国际同处产业链上下游，其入股中芯国际就是明显的产业资本的角色，而且不排除其想要控制中芯国际的动机。更加值得注意的是，大唐电信要求在中芯国际董事会拥有两个席位，而其他几家主要股东在董事会皆只有一个席位。一般而言，如果作为财务投资者的角色，在董事会会有一个席位就够了，而大唐电信谋求两个席位，其谋求控制权的欲求可见端倪。

大唐电信为什么要入股中芯国际？为什么有控制中芯国际的意图？业界有两种分析可以作为参考：

其一是，大唐电信正在积极发展4G，这需要一个强有力的产业链支持，其中也包括芯片，所以一直希望将中芯国际做成其附属。这也是大唐电信入股中芯国际最重要的目的。

其二是，大唐电信增强对中芯国际的控制权，或在提高自身在央企中的地位。央企一直持续整合，未来计划缩减到100家以内。由于大唐电信在央企中的地位并不强势，它可能想通过控制中国最大的半导体代工企业，以避免被整合。

棋局至此，围绕着中芯国际的利益相关方变得更加复杂起来，原先是政府希望能借此培育发展产业、创办人希望打造一个有产业话语权的企业、股东希望能获得财务回报。而今，股东的利益诉求中，除了原有股东想获得财务回报之外，新进的的第一大股东并不完全关心财务回报，而是希望将其变成自己的附庸、服务于自己的战略目标。多方的诉求变得各不相同，调和起来变得越来越困难。

为此，江上舟不得不于2009年6月以独立非执行董事身份出任中芯国际

董事长。江上舟在董事会不代表任何股东的单一利益，他更多是以政府官员的身份背景，跟创办人张汝京一道协调各方关系，以使企业维系住基本的平衡。

大唐电信带着谋求控制权的想法入股中芯国际，而江上舟及张汝京又极力强调企业的独立自主、不受单一股东控制，特别是不能成为国有股东的附庸，这就为日后的控制权争端埋下了伏笔。

诉讼：压垮张汝京的稻草

令人没有想到的是，一场官司的失败，迫使创始人张汝京引咎辞职，企业内部的平衡关系从此被打破。

2009年11月3日，美国加州联邦地方法院传来消息，半导体代工业老大台积电起诉中芯国际侵犯其知识产权的官司，判决中芯国际败诉。

其实，中芯国际这次败诉，可以看做在国际上对中国半导体技术封锁背景下，台湾方面对张汝京在中国大陆创办中芯国际的具体阻击行动。

张汝京与台积电创办人张忠谋原先同在美国得州仪器任职，并且后者是前者的间接上司。20世纪80年代张忠谋回到了中国台湾创办台积电，开创了半导体行业设计与制造相分离的格局，台积电也成为全球半导体代工企业的老大，张忠谋也被称为“台湾半导体教父”。

由于中国大陆缺乏高端的半导体人才，张汝京创办中芯国际时，基本都是从原世大积电（此时已经属于台积电）挖了一批原先的部下过来。在此后相当长的一段时间内，中芯国际的管理层班底核心都是台湾人马。

由于台湾团队早已经习惯了台积电的工厂运营模式，所以中芯国际的工厂运营模式基本也是复制自台积电的模式。一是挖人、二是工艺流程模仿，这就给日后双方的诉讼埋下了伏笔。

台积电当然不希望养虎为患，坐视中芯国际做大成为自己强劲的对手。于是2003年12月，台积电及其北美子公司向美国加州联邦地方法院提交诉讼状，起诉中芯国际侵犯专利权及窃取商业秘密，并申请对中芯国际实施禁制令处分及赔偿财务损失，起诉对象包括中芯国际在上海及美国的子公司。

台积电表示，在对该公司近期销往美国的产品加以分析，确实查出侵犯到台积电的数项专利证据后，才正式提出起诉。台积电同时还称，中芯国际雇用了超过100名台积电前员工，并让其中一些人提供台积电的商业机密。

而中芯国际除了2004年3月7日向美国加州联邦地方法院提出撤销台积电的侵权指控的声明外，并无采取实质性的应对措施。

2004年3月23日，台积电再向美国加州联邦地方法院提交新证据，称中芯国际180纳米芯片生产线所采用的工艺流程约有90%来自台积电，并且中芯国际以认股权作利诱，向台积电掌握技术机密的高层挖角，窃取生产技术。

双方的知识产权纠纷持续了近两年，最终于2005年1月达成庭外和解，根据和解协议，中芯国际赔偿台积电大约1.75亿美元。

张汝京不得不承认：“我们确实犯了错误”，当初从台积电招聘的工程师习惯了台积电生产线的操作方式，因此来到中芯国际之后照搬了对手的菜单，侵犯了对方的权益。自从2005年达成和解，中芯国际一直努力建造自己的运营体系，“过程远比想象中艰难”。

除了台积电的商业阻击，台湾当局还对张汝京实施政治层面的打压。

2005年3月31日，中国台湾“经济部”以张汝京非法投资为由，对其处以500万新台币罚款，并限期6个月内撤资，否则将连续罚款，直至撤资为止。台湾当局最核心的理由是，半导体产业一直是禁止向中国大陆投资的领域，但张汝京却在2000年12月21日私下经由英属开曼群岛注册的中芯国际集成电路制造有限公司，在中国大陆投资设立中芯国际集成电路制造（上海）有限公司，已构成“违法”赴大陆投资的事实。

据媒体报道，张汝京当初为创办中芯国际而四处奔走募集资金时，台湾当局就已经在横加干涉。当时有不少基金和财团投资给中芯国际，但后来有两家台湾基金股东的名字不慎被泄漏出去，台湾当局马上就逼这两家基金退股。

台湾当局对张汝京的处罚令张汝京大为震怒，他随即发表声明强调：

本人是美国公民，但在中国台湾长大，受教育，服兵役，对台湾有深厚

的感情。1990年自美返台起至2000年，总共在台湾参与和建造了4座晶圆厂。2000年时在中国大陆建晶圆厂，为两岸的半导体产业同样地尽力做一些贡献。

台湾当局的某些人士，对我们在中国大陆的发展一再打压和迫害，本人深表不解与遗憾，已委托律师妥善处理此事。依合法、合情合理的渠道据理力争。希望台湾当局能依法客观公平地处理这件事。

此过程中，据说上海市政府和台湾事务办公室在其中做了不少调解。但是当时台湾当局是由有台独倾向的陈水扁掌控，这些周旋调解收效甚微。

2007年3月，台北“高等行政法院”对中芯国际张汝京投资一事做出判决，撤销台湾“经济部”处罚决定。

判决书表示，中芯国际开曼公司投资上海公司时，张汝京为唯一执行董事、总裁及CEO，但他所拥有开曼公司持股比例低于0.5%，并非主要投资人。并且，开曼公司投资中国大陆是由董事会决定，是公司的行为，而非张汝京个人行为，所以不能把这项投资行为当做张汝京个人所能支配的投资，原处分与诉讼裁决有误，应予撤销。

张汝京与台湾之间的纠葛，可谓“一波未平，一波又起”。2006年8月，台积电又以中芯国际不遵守和解协议为由，再次把中芯国际告上法庭，这场官司一打就是3年。

台积电代理律师指责中芯国际违反了2005年1月双方签署的和解协议。根据该协议，中芯国际需将0.13微米或更先进的技术资料交由第三方托管并不得使用，然而实际运营中，中芯国际继续侵犯台积电相关知识产权。

2008年马英九上台后，两岸关系缓和，张汝京通过各种渠道找到台积电的高层，表达和解的愿望。另一方面，包括国务院台湾事务办公室也在积极协调此事。“我一直认为，如果两岸不和解的话，我们和台积电就不和解，两岸和解的话，我们当然要和。”张汝京这样表示。

据说在张汝京的主导下，双方一度达成了和解的初步框架，但因为双方律师始终无法在细节条款上达成一致，而且中芯国际的代理律师认为，己方证据充分胜算把握很大，所以坚持要打到最后。正是这个坚持，让

中芯国际受到重创。

2009年11月3日，美国加州联邦地方法院判决中芯国际败诉。法院陪审团调查发现，在65个有争议的专利项目当中，中芯国际非法使用了其中的61个。台积电要求10亿美元的损害赔偿。

官司败诉之后，中芯国际不得不重新与台积电谈和解，但此时的和解代价就远非判决之前那么低了。

一审判决3天之后的2009年11月7日，中芯国际董事长江上舟、CEO张汝京以及律师团主要成员紧急飞往香港，与台积电负责此事的副董事长曾繁诚再次进行谈判。一番激辩之后，台积电与中芯国际当天正式达成和解协议：中芯国际分4年向台积电赔偿2亿美元现金，同时向台积电支付8%股权，外加授出2%的认股权。

站在台积电的角度来说，虽然赔偿金额大大低于他所要求的10亿美元，但台积电因此成为中芯国际的第二大股东。当然，江上舟及张汝京为了避免台积电以股东身份过多介入中芯国际的运营，双方约定台积电无权向中芯国际董事会派驻董事，而只能做中芯国际的“被动投资者”。

诉讼和解实现了，但是这次和解的代价是创始人张汝京“下课”。11月10日，中芯国际公告了与台积电的和解方案，紧随其后又公告了张汝京因“个人原因”辞去执行董事、总裁、CEO等职务。

有猜测认为，张汝京的下课，是台积电答应和解的前提条件，但这一点并没有得到台积电方面的佐证。张汝京辞职之后接受媒体采访时说，辞职的决定是他主动做出的，“我尽力了，官司的事让我精疲力竭，对（辞职）这个结果我也感到很失望”。由此可见，即使张汝京是主动递交辞呈，估计他也不是心甘情愿的，也许背后有某种压力。

一方面，官司的败诉使得中芯国际遭受到巨大损失，而张汝京是公司唯一的执行董事，因而他觉得应该为此承担责任；另一方面，股东们对张汝京已经失去耐心、日渐不满——持续亏损、盲目扩张、以低估值引进大唐电信过度稀释老股东权益——张汝京犯的错误已经够多了；而第一大股东大唐电信更是有动机让张汝京出局，以便强化自己在企业的控制权。

因而，输了官司成为一个最佳契机，所有股东都一致同意张汝京辞职。

无论张汝京的功过是非如何，他最终还是下课了。

创始人张汝京的出局，使得中芯国际内部失去了重要的平衡力量，中芯国际从此进入了多事之秋。

平衡：江上舟的运筹

后张汝京时代，江上舟成为中芯国际内部平衡各方关系的唯一关键性人物。

作为张汝京的替补，董事长江上舟先后找来了王宁国接任中芯国际的执行董事及CEO职务，找来了杨士宁出任中芯国际的COO。

王宁国，较张汝京年长2岁，与张汝京一样出生于中国大陆成长于中国台湾，在美国加州大学获得材料科学博士学位以后加入贝尔实验室从事半导体研究，20世纪80年代加入美国应用材料公司任亚洲区总裁。2005——2007年，中国政府有关方面邀请他出任华虹集团CEO。

杨士宁，出生于中国大陆，毕业于上海大学，之后在美国获得材料工程专业博士学位并加入美国国籍。博士毕业之后，杨士宁在芯片巨头英特尔公司工作，有十多年的工作经验。中芯国际创立的早期，张汝京将杨士宁招至麾下出任首席技术官，2005年杨士宁加盟全球第四大芯片代工厂新加坡特许半导体，担任首席技术官。如今，杨士宁重新回到中芯国际出任COO。

王宁国与杨士宁，在中芯国际管理层中分别代表了台湾背景及大陆背景最高职位。

除了解决张汝京离开后的人事空缺，还有一件让江上舟忧心忡忡的事情：如何避免中芯国际被大股东大唐电信所控制？

为了平衡大唐电信的话语权，同时也为了进一步充实企业资本金，江上舟动用自己多年从政所积累的政治资源，说服了中国国家主权基金性质的中投集团向中芯国际入股。2011年4月19日，中央政府背景的中投集团向中芯国际投资2.5亿美元，获得11.6%股权，成为中芯国际第二大股东。

据说，中投原本打算向中芯国际投资3.5亿美元，并获得第一大股东地

位。虽说中投也是带有央企性质的国有资本，但由于中投本身并没有实业，其定位就是从事财务投资谋求财务回报，因而不会在具体经营层面有控制中芯国际的企图。由中投做第一大股东的话，中芯国际的独立性可以确保，同时也能大大稀释大唐电信在董事会的话语权。

岂知，江上舟的主张遭到大唐电信的极力反对，中投最终只投资了2.5亿美元，占股11.6%。而大唐为了确保其股权不被稀释，同期注入1.02亿美元，使其股份占比提高至19.14%，依然牢牢占据第一大股东地位。

这一系列的变化，无论是主动还是被动，中芯国际的国有化色彩越来越浓厚。国有性质的股东，从最早的上海实业、北大青鸟，到后来大唐电信，再后来的中投集团，占股比例也从刚刚设立时的10%左右提高到超过35%。

无论是站在创始人张汝京的角度，还是站在董事长江上舟的角度，他们都不希望中芯国际的国有化色彩太浓厚，因为这会影响到国际社会对中芯国际的性质判断，继而对中芯国际的技术升级带来不利影响。

但无可奈何的是，中芯国际不得不接受国有股所占比例持续扩大的现实。因为中芯国际为了带动产业升级，必须持续进行庞大的投资，因而一直面临巨大的资金缺口。中芯国际最佳的融资对象是海外投资者，但是因为连续多年亏损，海外投资者不愿意投了，要投也是估值非常低，没法接受，所以被迫寻求国有股东的支持。

此时，围绕着中芯国际形成了央企股东、地方政府股东、国家主权基金股东、台资股东、美国股东等复杂的股东结构，各方利益诉求各不相同。

交锋：两大派系争夺控制权

王宁国在江上舟的盛邀下接任张汝京出任中芯国际CEO之后，他最大的任务就是扭转张汝京时代连续多年亏损的局面。

在王宁国时代，中芯国际的核心管理架构是：首席执行官（CEO）王宁国负责企业全面工作，首席商务官（CBO）季克非负责承接业务订单及安排生产计划，首席运营官（COO）杨士宁负责具体的生产制造及技术开发，人称“铁三角”。

为了实现中芯国际的扭亏为盈，王宁国实施了组织精简、人员裁撤、资产压缩等工作，并且处理了张汝京时代投资的太阳能业务。再加上COO杨士宁在技术层面的提升，以及CBO季克非在半导体行业全球性大复苏背景下获得大量订单，中芯国际2010年获得了历史性的全年盈利，销售收入也达到历史最高水平的15亿美元。

然而，由于历史原因，中芯国际内部形成了台湾派及大陆派两大派系。当年张汝京创办中芯国际时，管理层的核心班底基本都是中国台湾人，即使张汝京辞职以后，台籍员工依然占据主要地位。在这种背景之下，台湾派职务最高的CEO王宁国与大陆派职务最高COO杨士宁，逐渐产生间隙。

关于二者存在某些间隙，他们公开表态的口径不一致可以作为一些佐证。杨士宁接受媒体采访时，表示：“我可以负责地说，中芯国际在2010年能够扭亏为盈，技术营运团队在市场旺季的高效营运起到了决定性的作用。”而王宁国在公开场合总结2010年业绩时，则将盈利主要原因归结为企业结构调整及全球性的行业复苏。

客观来说，杨士宁与王宁国之间这种分歧称不上真正的矛盾，充其量是一种各自揽功的行为。

大股东大唐电信的介入，导致了双方的关系日趋复杂化。大唐电信自从2008年入股中芯国际成为第一大股东以后，就逐步表现出了对中芯国际的控制欲。2009年中投集团欲向中芯国际投资3.5亿美元成为第一大股东遭到大唐电信的反对即是一个证明。

但是，股东要强势控制中芯国际并不是那么容易。因为根据中芯国际的章程，所有股东派驻在董事会的成员，皆只能担任非执行董事，而不得担任执行董事，目的在于避免股东对于企业的过度干预，确保企业的独立性。自张汝京时代到王宁国时代，皆只有CEO代表管理层出任执行董事，而且该执行董事不代表任何单一股东的利益，只代表企业整体利益。

作为大股东的大唐电信，派驻了两名代表——陈山枝及高永岗，但是他们都只是非执行董事，也就是说他们不得干预企业的日常运营。大唐电信需要在管理层中扶持一位自己的代言人，以贯彻自己作为大股东的意志。

在现有管理层中，大陆背景的杨士宁成为大唐电信的“意中人”。

碍于董事长江上舟的威望（他也不希望中芯国际被任何股东所控制），大唐电信未有强烈表现出要控制中芯国际的欲望。随着江上舟2011年6月27日因癌症而意外辞世，中芯国际失去了平衡各方股东、企业内部各派系的最关键的力量，企业控制权大战一触即发。

2011年6月29日，中芯国际股东大会，股东投票董事任免。王宁国这位唯一的执行董事，竟然意外落选董事席位，他仅获得41.79%的支持率。而王宁国落选的原因，是大股东大唐电信投下了关键性的反对票，连王宁国本人在现场都觉得事情太突然。

当时的情况是，股东大会的参会股东所持有的股份总数，仅占总股本数的30%多，而其中仅大唐电信一家便拥有近20%股权。因此，大唐电信一家投反对票就能获得超过50%的反对比例。

大唐电信的此举可谓是无征兆、攻其不备的倒戈行动，否则如果其他股东知道的话，参加投票的比例不会那么低。

这样在短短的3天时间内，董事长去世、唯一的执行董事也出局。在王宁国出局董事会之后，大股东大唐电信意图让杨士宁取代王宁国出任CEO，便继续变相要求王宁国辞去CEO职务，条件是给予3倍年薪的补偿，但是王宁国未有接受。

按照公司治理规则，CEO为董事会所聘任，如果某一股东对CEO不满，应交由董事会表决解职与否，无需股东大会来决定。也就是说，大唐电信如果要解除王宁国的CEO职务，必须要经过董事会投票。

股东大会三天后的7月2日，中芯国际董事会召开紧急会议，商讨王宁国去留等事项。董事会中大唐电信仅有2个席位，无法左右董事会决议。最终多数董事并不同意解除王宁国的CEO职务，而王宁国出局董事会执行董事之后的空缺，董事会决定由张文义暂行执行董事职务。

张文义进入董事会，是前董事长江上舟生前的安排，病床上的江上舟力邀其同学、原电子工业部副部长、原华虹集团董事长张文义进入董事会，并建议其未来能担任董事长，代表政府平衡各方关系（尽管如此，在张文义进入董事会的问题上，中芯国际最大股东大唐电信依然投了反对票。最终，张文义以4票通过、2票反对、1票弃权的结果进入董事

会）。

就在董事会为王宁国的去留吵得不可开交之时，内部员工中支持杨士宁与支持王宁国的，也分成了两派相互开火，中芯国际的内网BBS成了双方口水战的战场。为了平息争端，中芯国际不得不将内部BBS关闭，双方又将战场转移到了“百度贴吧”等公共互联网平台。

至今互联网上还留有众多“挺杨派”貌似中肯实为诋毁王宁国及其“嫡系”的帖子，自王宁国以下，CEO王宁国、CBO季克非、CAO关悦生、CFO曾宗琳，所有台湾派高管一个不落。

作为对杨士宁派系的反击，“挺王派”则曝光了一份杨士宁涉嫌逃税的内部审计文件。文件显示，杨士宁的年薪逾180万元人民币，但是通过提供发票冲抵个税的方式，支付的税金仅有5万多元。

这一曝光不仅伤及杨士宁，同时也曝光了中芯国际为众多外籍高管避税的潜规则。为员工工资所得做不合法的避税，或多或少都存在于一些企业之中，但是中芯国际的做法被认为是业界最大胆、覆盖规模最大、持续时间最长的。当年创办人张汝京仗着中芯国际在国内半导体行业的特殊地位和政府官员支持，在公司缴税及为员工避税的方面，一向敢于和税务部门较劲。

为了向公司避税潜规则曝光事件负责，身为CEO的王宁国不得不向董事会提交辞呈。

事态发展至此，似乎正合大股东大唐电信及杨士宁等人的意愿，杨士宁似乎可以顺理成章接任王宁国的CEO职位。但董事会依然未能同意杨士宁出任CEO，而是从华虹集团空降邱慈云过来出任执行董事兼CEO。

邱慈云曾于2001年追随张汝京创建中芯国际，担任该公司高级运营副总裁，一度被视为张汝京身旁最重要的副手。不过，由于在公司运营管理等问题上与张汝京有不同意见，2005年，邱离开中芯国际前往华虹NEC出任CEO。

杨士宁见自己出任CEO已经彻底无望，也萌生去意。2011年8月16日，中芯国际发布公告称，公司首席运营官（COO）杨士宁将辞职，并将于9月5日正式生效。

王国宁与杨士宁先后离开了中芯国际，大唐电信挑起的这场内讧，最终以两败俱伤告终，而其欲控制中芯国际的企图也同样落空了。这场内讧没有赢家，企业反而被拖向伤筋动骨的深渊。

幕后：不可承受之重

邱慈云出任中芯国际执行董事兼CEO，被业内人士形容成“不幸中的万幸”。出生于1956年的邱慈云有超过27年的半导体产业经验，曾在贝尔实验室、台积电等机构长期任职，并且作为早期参与创业的高管，较为了解中芯国际内部情况，因此对于稳定企业会起到一定作用。

中芯国际的内讧已经渐渐归于平静，中芯国际的控制权之争会就此结束么？

只怕前景不容乐观。

中芯国际自创立之日起，从张汝京到江上舟、王宁国，再到张文义、邱慈云，他们都很清楚中芯国际必须独立发展才有出路，由于管理体制、技术封锁等原因，国有企业做半导体就没有成功的先例，央企大唐电信强控中芯国际，中芯国际的未来暗淡，这肯定会损害其他股东的利益。

江上舟生前一直强调，中芯国际要坚持两个“T”发展，即Independent（独立的）、International（国际化），不希望被改造成一个国有色彩浓厚的企业，因为行业特点决定了它不能按国企的模式运营，这也是中芯国际诞生时的良好基因。

而大唐电信当初入股中芯国际，就是带着控制的目的来的，大唐电信作为产业投资者的身份，并非单纯追求财务回报，而是带有一定的战略目的。这就意味着，大唐电信为了拿下中芯国际的控制权，很有可能还有后续动作。

中芯国际因股东诉求分歧而引发的内讧，被外界认为是典型的控制权之争。中芯国际面临的似乎是公司治理问题，但又决不是单纯的公司治理问题那么简单。中芯国际的问题，与其说是股东之间利益冲突，还不如说是中国高科技产业发展困境的某种折射。

在东西方冷战余波、国际社会对中国实施技术封锁的背景下，中芯国际为了突破封锁、培育产业，吸纳了各路背景的资金，最终形成了异常复

杂的股东结构。而围绕着中芯国际所形成的央企股东、地方政府股东、主权基金股东、台资股东、美资股东，利益诉求各不相同。站在政府的角度，希望加快培育半导体产业，以一家企业的亏损换取整个产业的崛起，完全划算；站在财务投资人的角度，企业盈利是唯一目标，其他可以忽略；站在产业投资人的角度，所投资的企业必须匹配自身的战略意图。

这必然导致中芯国际中间夹杂着中国政府意志、海外股东意志、创办者个人意志，在各方意志无法取得平衡之时，内讧变得无可避免。

毕竟，一家企业难以承载多个不同方向的诉求，这样终究会把企业撕裂。

中芯国际的平衡木能走好么？

评论

中芯国际何去何从

符胜斌（任职于中国铜业有限公司投资管理部）

公司的控制权之争有多种表现方式，如控股权之争、代言人之争等。但中芯国际的控制权之争让我们看到了另外一种形式，那就是股权结构高度分散之下，公司发展思路和模式之争，这一点在中芯国际的张汝京时代表现得尤为突出。中芯国际究竟是赶超为先还是盈利为先，直至台积电诉讼案发生而黯然去位，张汝京始终在与中芯国际的各家股东进行着博弈和平衡。其后，虽然有江上舟对股东诉求的尽力协调，但随着其的离开，中芯国际的重要平衡力量被打破，原本隐藏在企业内部的控制权争夺随之表面化，发展路径之争也上升到公司治理结构安排之争。

纷争的源头

中芯国际是一家股权高度分散的企业，在其成立时，就有16名股东。这些股东的构成五花八门，既有国资背景上海实业，又有台资、美资等各种资本。出身的不同造成了看问题角度和解决问题方式的不同。可以

这样认为，中芯国际成立时的股东构成为其后来的发展模式之争埋下了伏笔，但这一定时炸弹一直没有得到拆除，而且随着后期强势股东的介入，问题变得越来越严重。虽然在成立时中芯国际就与其投资者达成相关协议，对投资者介入企业生产经营的程度做出了限制，但从最终执行情况来看，一旦超出股东的忍受程度，股东采取的对策是直接更换掌门人。

也许有人认为，中芯国际之所以选择这样的股东构成，是有不得已的苦衷。为了突破国外的技术封锁，中芯国际必须淡化政府色彩，为了赶超国际先进水平，中芯国际必须依靠大量的资本投入。不可否认的是，在当前的国际政治环境下，具有政府背景的企业在海外扩张上遇到极大的阻力，中铝折戟并购力拓案等诸多例子已很好说明了问题。但这些因素是引起中芯国际控制权之争的根本原因吗？为此，有必要分析一下同为高科技企业，同样遭受国外技术、市场封锁的华为。

华为的解决方案

华为自其成立开始，就面临国外的技术封锁和市场封锁，2003年与思科的知识产权诉讼、2007年收购3COM失败、2011年200万美元收购美国3Leaf公司部分资产被拒等与中芯国际的赶超过程非常相似。但走到今天，华为却是另一种局面，公司国际化成果显著，管理层稳定，企业效益显著。面对同样的环境，为什么中芯国际和华为出现冰火两重天的局面。是不是华为做了中芯国际没有做的事情？或者说，是不是华为做对了什么？比较两者，我们可以发现，在华为的发展历程中，公司员工的参与和企业文化建设起到了非常大的作用。

华为在股权架构上是彻头彻尾的民营企业，没有一点国有成分，这就解决了政府背景的问题。在资本需求上，华为也没有引入各路“神仙”，而是采取员工持股方式解决资本来源和企业控制权的问题。在1987年任正非等6人创建华为时，6人均衡持股，资本金21000元人民币，这与中芯国际创立时募集到的10亿美元资金相差甚远。发展到2009年年底，华为员工持股比例达到98.58%，而公司创始人任正非仅持股1.42%，相信在这几年，华为员工的持股比例有了更进一步的提高。通过员工持股，解决了发展资金问题，使得全体员工能“聚精会神搞建设，一心一意谋发展”，更重要的是，能够形成一种员工持股——促进企业效益提升——促进进一步持股的良性循环，并且使得管理层有充分精力考虑企业发展问题，不会受到控制权争夺的影响。因此，即使华为没有类似中芯国际这样的资本运作和融资平台，但在市场上很少听到华为资金链紧张的消

息。华为不急于上市，并且拒绝众多投行的投资，这与中芯国际间歇性资金饥渴症有着明显的不同。

更为重要的是，华为的企业文化建设独树一帜，《华为基本法》、《北国之春》、《一江春水向东流》等都在社会上引起了很大反响，这些都为华为管理层的稳定、加强企业的控制起到了非常积极的作用。此外，华为在其国际化战略、市场营销战略、技术研发战略等方面也有着独到之处，在此不再赘述。

“幸福的家庭都是相似的，不幸的家庭各有各的不幸”，中芯国际经过这么多磨难，已不仅仅能用行业特点这个客观原因来解释。

投票代理权之疑

中芯国际股权高度分散，强有力股东的缺位，给中芯国际的管理层带来了贯彻自己战略意图的机会。但这里面有一个非常重要的前提条件，管理层的掌门人必须要有很高的威望和公信力，必须要有很强的协调能力和控制能力，比如江上舟。一旦缺失这些能力，高管人员要贯彻自己的意图，一条可选的路径是征集投票代理权。通过征集投票代理权，集合中小股东的力量，实现自己的意图。按照媒体的说法，在表决王宁国能否在董事会中连任时，台积电、华登投资等均投了赞成票，第二、三大股东中投和上海实业选择了弃权，而大唐电信则投下关键的反对票。设想一下，如果王宁国事先能征集到13%的投票代理权，那么肯定不会是现在的局面。究竟是王宁国不能，还是不愿？就不得而知了。

大唐电信的选择

在中芯国际的股东中，大唐电信一直图谋将中芯国际纳入旗下。这次控制权之争的失利，对大唐电信而言，不啻于当头棒喝。摆在大唐电信面前只有两条路，一条是彻底退出中芯国际，另找合适的投资对象，但这条路成本很高，难度很大，合适的投资对象难以找到，大唐电信做出这种选择的可能性不大。另一种选择是在二级市场上进行收购，大唐电信只要能收购上海实业或台积电所持中芯国际的股份，其在中芯国际的话语权必将得到大幅度增加，若为规避要约收购，大唐电信持股可考虑增加到29.9%。但对中芯国际其他股东而言，一旦大唐电信获得控制权，他们则将要面临新的选择。中芯国际的控制权之争将有可能最终上升到股权之争上。

中芯国际的创始人和管理层，一直谋求在获得股东支持和保持独立性之间走钢丝。在中芯国际现有的股权架构和股东背景下，这其实是一个两难的选择。天下没有免费的午餐，股东、机构投资者给你某种支持，必然要求得到某种回报，不同角色的股东对回报的要求不同。中芯国际的中心之争虽已告一段落，但究竟选择怎样的发展路径是当前必须回答的问题，是继续坚持两个“I”，Independent（独立的）和International（国际的）的发展路线，还是依托国企资源进行发展，抑或在二者之间寻求一种新的平衡，都必须由中芯国际自身做出决断，而这需要极大的智慧和勇气。

第10章 真功夫：从亲属到反目

原本是姐夫与小舅子关系的创业伙伴，为了争夺企业的控制权，最终走到了相互敌视、仇恨的境地。

潘宇海与蔡达标两大股东，一位感性而重情义，为了安抚对方甚至愿意让出决策权；而另一位理性却缺乏安全感，为了控制权可以不顾一切。蔡达标有魄力而善于经营，但他生怕控制权被夺走，心存疑虑、不安心，最终干出了一系列事情，撕裂了股东之间的情谊。

有时候，决策的好与坏，全在决策者一念之间。真功夫这个案例，夹杂了太多情绪的失控、权欲的膨胀、人性的自私，值得所有联合创业型企业管理者反思。

自从2009年3月胡姓贵州籍女子在广州街头召开新闻发布会，自曝自己是真功夫董事长蔡达标的二奶起，真功夫这家知名快餐连锁品牌店就进入了多事之秋。前妻财产诉讼、股东关系恶化、上市挫折等，接踵而来。

2011年3月——4月，真功夫再次处在舆论风暴中心。3月17日部分高管因涉嫌经济犯罪被警方带走，真功夫的股东内斗陷入白热化状态：董事长蔡达标失踪、副董事长潘宇海强势介入、蔡达标女儿凌晨发微博求助、董事长委派书真假难辨、财务大权争夺、真功夫密件曝光……

蔡达标与潘宇海，两位共同奋斗了十几年的创业伙伴，如今关系何以恶化至水火不容的地步？期间夹杂了太多情绪的失控、权欲的膨胀、人性的自私，必定要成为股东内斗的典型，值得所有联合创业型的企业反

思。

潘宇海主导草创时代

真功夫前身——168甜品屋——由潘宇海1990年在东莞创立。对出生于厨师世家的潘宇海来说，餐饮业是其一生安身立命之所在。

几乎在同时，潘宇海的姐姐潘敏峰及姐夫蔡达标两口子，也开始了五金店的生意。然而几年下来，潘宇海的小餐馆日渐红火，而蔡达标夫妇的五金店却生意惨淡。

1994年，开五金店失败的蔡达标夫妇，琢磨着加入小舅子潘宇海的餐厅。蔡达标跟潘敏峰商量：“能不能和你弟弟说说，我们合伙做餐饮生意？”在潘敏峰居中游说之下，潘宇海同意了姐夫的加入。于是潘宇海将旧餐馆关闭，双方各出4万元（潘宇海占50%、蔡达标与妻子潘敏峰各占25%），另行选址在东莞长安的107国道旁开了一家新餐厅，名称也由“168甜品屋”更名为“168蒸品餐厅”。

整个早期阶段，餐厅的主导权一直掌握在潘宇海手中，因为他是大厨，亲自研发和掌握着菜品的配方，控制着餐厅的核心——菜品的质量。

每天早上6点钟，潘宇海及其母亲到市场买菜，然后在店里对买好的菜进行加工，并准备好所有待售产品。直到中午11点，餐厅才正式开始营业。而蔡达标与潘敏峰会在10点多到达店里，潘敏峰主要负责收银工作，蔡达标则负责餐厅的接待工作。

据说由于潘宇海的厨艺好，当时168蒸品餐厅的生意好得离谱，这间70平方米的小餐馆每天的营业额总是不低于1万元。随着生意的红火，他们陆续在当地开了三家分店。

1997年，潘宇海与蔡达标在东莞某制衣厂参观时，偶然发现了一款蒸汽炉，就邀请华南理工大学教授在此基础上研制出了“电脑程控蒸汽柜”、“蒸汽锅”等一系列蒸汽保温设备。潘宇海表示，“无论从概念的提出还是研发的全过程，都是由我主导及全程参与”，因为设备的研发涉及与菜品配方配合的问题。

设备研发的成功，实现了中式快餐的标准化、规模化加工。因此餐厅于1997年年底扩大规模，并且力图朝着连锁品牌的方向发展。但是在进行

商标注册时，由于“168”是数字，不允许被注册成商标，因而几个股东共同注册了“双种子饮食公司”，并将“双种子”作为注册商标进行登记，企业的股权结构不变。“双种子”寓意潘、蔡两大股东就像两颗种子，两人同舟共济、共同奋斗。

从创业开始企业即由潘宇海实际控制，而蔡达标在企业经营方面始终缺少话语权。潘敏峰也察觉到丈夫似乎心里很压抑，就和他谈心，蔡达标说自己在公司里不受尊重，员工不把他当老板。据潘敏峰回忆，潘宇海那时也明白蔡达标心里有些不平衡。

因为标准化设备的研发成功，事情有了一些转机，至少减少了企业对潘宇海这位大股东兼大厨的依赖。

2003年，蔡达标与潘宇海做了一次深刻的交谈，蔡达标提出出任公司总裁（此前一直由潘宇海任总裁），并且5年换届一次。潘宇海觉得蔡达标有些策划天赋，有利于公司全局发展，况且潘宇海一直知道蔡达标心里压抑，便同意了蔡达标出任一届总裁，而自己则以副总裁的身份，承担起了全国各地门店的开拓工作。

据潘宇海本人表示，在此后的五年时间里，潘宇海主持开拓的门店由2003年的60多家增加至2007年年底的253家，“在2003年及2004年负责东莞及粤西的全面工作，之后在2005年又负责华北地区的开拓工作，仅用不到两年的时间，使华北地区从零开始到实现盈利；在2006至2007年，全面负责公司的发展工作以及华东地区的全面管理工作，用了不到一年的时间，使华东地区由原来的严重亏损到2007年6月实现首月盈利”。

蔡达标步步为营掌权

潘宇海2003年将总裁职位让位给蔡达标之后，整个企业依然在潘宇海的惯性控制之下，蔡达标获得企业控制权的关键转机发生在2004年。

2004年“双种子”进入广州开分店，但是开局并不理想。于是，蔡达标提议邀请知名策划人叶茂中重新进行品牌策划。叶茂中提出，“双种子”这个名字不利于打开一线城市市场，建议启用“真功夫”新品牌。该方案遭到潘宇海反对，认为双种子品牌经营了7年，具有相当的品牌价值，而启动新品牌市场风险不可评估。为此双方经历了激烈的争吵，但在蔡达标的坚持及说服下，最终还是启用了新品牌。

事实证明，蔡达标这步棋走对了，真功夫的盈利能力及增长速度得以显著提升。正因如此，蔡达标得以确立起他在公司的主导地位。

在日后的时间里，真功夫内部员工越来越趋于一致地认为，蔡达标的经营才能要强于潘宇海。蔡达标有着敏锐的战略眼光，善于把控全局，但是感情内敛，给人捉摸不透的感觉；而潘宇海则注重细节、事必躬亲，且感情丰满、外溢，情绪直接就写在脸上。

随着自己地位的强化，作为总裁的蔡达标也开始以真功夫代言人的身份自居。对外，蔡达标不但隐瞒了真功夫的前身最早是由潘宇海创立的事实，宣称真功夫的一系列标准化设备的研发是他主导的，而且还把“真功夫”品牌的启用及发展壮大的大部分功劳揽到了自己身上，对于潘宇海开拓门店的贡献则基本不提。这就造成了多数媒体普遍报道蔡达标而忽视了潘宇海这位真正的创始人，蔡达标被塑造成了核心创始人。

对于蔡达标的行为，潘宇海非常情绪地表示：“极大地扭曲了真实的历史事实，也严重地损害了原股东之间的情感。”

在内部运作上，蔡达标的强势和运筹能力也逐渐体现了出来。蔡达标的亲属先后控制了真功夫内部的“肥缺”：弟弟蔡亮标垄断了真功夫的电脑供应、大妹妹蔡春媚掌控了真功夫的采购业务、大妹夫李跃义垄断了全国门店的专修及厨具业务、小妹夫王志斌垄断了真功夫的家禽供应。

（如图10-1）

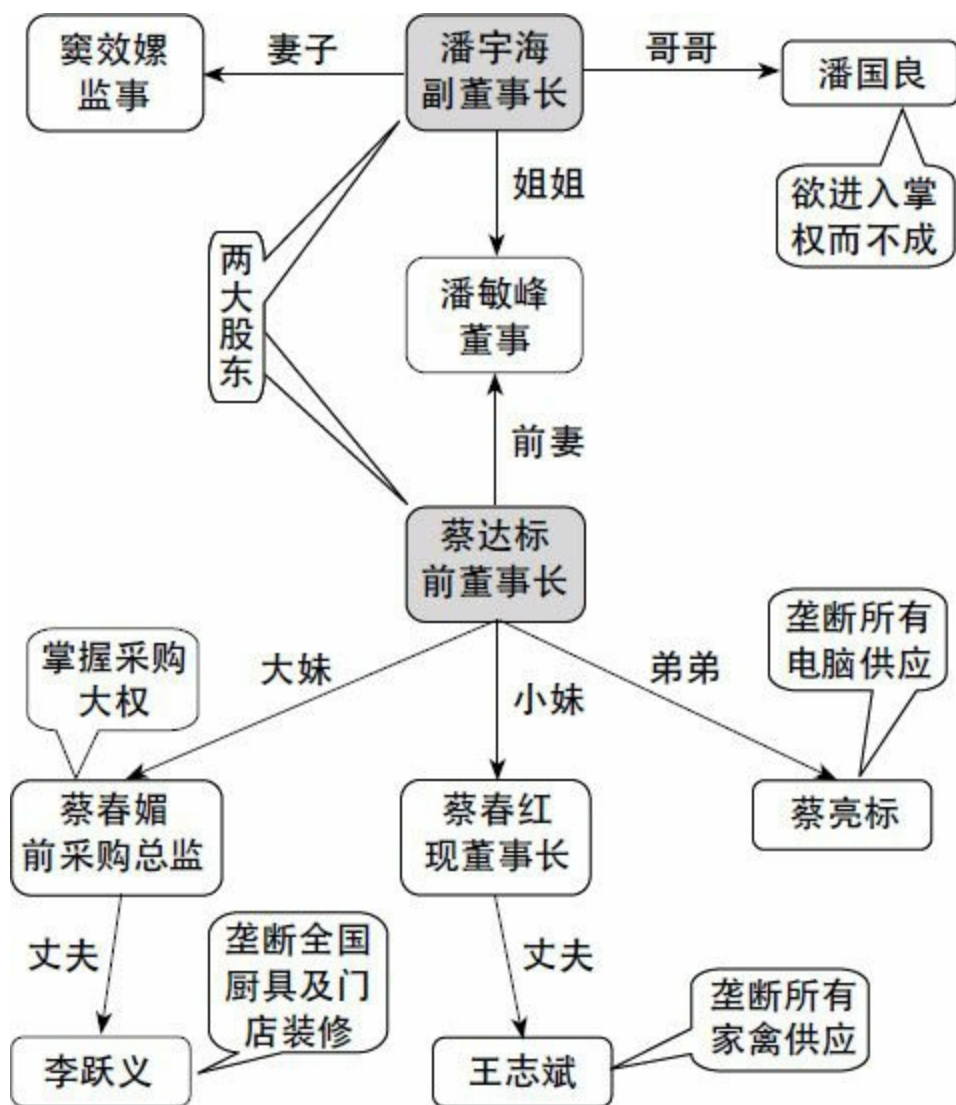


图10-1 真功夫家族关系图谱

2006年9月，蔡达标夫妇感情破裂（据潘敏峰表示，蔡达标早在1995年就开始在外包养情妇），双方协议离婚。潘敏峰将自己在真功夫25%的股权让渡给了蔡达标，以换取子女的抚养权。自此，蔡达标获得与潘宇海对等的股权比例。

据潘敏峰日后表示，离婚之后她与蔡达标依然维系着表面上的夫妻关系，并且与蔡达标的母亲在一起生活了一年多。潘敏峰之所以这么做，一方面是不想让孩子即刻知道父母离婚的真相，另一方面是当时真功夫正在与风险投资谈融资，不想因为离婚的事情影响到企业融资谈判。

当时正在与真功夫接触的，正是今日资本总裁徐新。当时潘宇海与蔡达

标的矛盾并没有太显性化，企业依然在快速发展之中。徐新认为当时最大的隐患在于双方对等的股权比例，谁也没有对企业的绝对控制权，一旦发生争执很容易将企业拖垮。徐新自己也曾表示，创业者最开始就应该把股权比例处理妥当，如果三个人一起创业，股权各占1/3，那么在这个股权结构下，企业失败的概率是95%。

听了徐新的意见之后，蔡达标也曾经尝试与潘宇海协商，希望潘宇海通过股权出让等方式适当降低其股权比例。而潘宇海也明白，一旦他的股权比例少于蔡达标，他将彻底失去控制这家企业的机会，因而拒绝了蔡达标的提议。

作为配合吸引风险投资的举措，2007年开始，蔡达标在企业内部实施“去家族化”改革，推行标准化管理，并从肯德基、麦当劳等引进一批空降高管，比如CFO洪人刚、CMO张帆等。此举使得周明、易伟正等真功夫早期的创业元老先后离去，这又进一步削弱了潘宇海在公司内部的势力。

2007年10月，真功夫成功引进两家风投“今日资本”和“中山联动”各1.5亿元，各占3%的股份，蔡和潘的股权就同时被稀释到了47%。

有些令人不解的是，徐新明知道真功夫这种双寡头的股权结构存在重大隐患，为什么还愿意拿1.5亿元真金白银投进去？徐新表示，蔡达标去丰田汽车参观的举动打动了她，“一个中式快餐的老板要去汽车行业参观访问，说明他已经把管理的流程和标准化学到骨子里去了”。再加上蔡达标从麦当劳、肯德基等引进高管进行管理改革，也获得了徐新的赞许。

两大股东彻底决裂

时间转眼到了2008年，眼看着蔡达标五年一届的总裁任期已到，按照之前他们双方的约定，公司总裁该由潘宇海出任了。

但是，蔡达标食言了，他拒绝交出总裁的职位。

了解蔡达标的人都知道，蔡达标是个极具野心的人，一旦获得了经营控制权就不会轻易松手。蔡达标曾对下属表示：“这个公司是我的梦，也是我的命……”潘宇海在真功夫内部被架空，也已经是既成事实：创业元老已经离开，新进高管基本是蔡达标的人，新组建的董事会中，两家

风投也因蔡达标的经营能力更强而倾向于支持蔡达标。

对此，潘宇海显然难以服气：“在这五年中，我严格遵守当初董事会的庄严承诺，默默做蔡达标背后的支持者，一切外联事务交由蔡达标作为公司代表全权处理，并严格遵守一个核心领导的原则，从不计较个人名誉及利益得失，无论有何不同意见和观点，均维护蔡达标的领导权威。然而，时至今日，蔡达标不仅没有兑现其在当时董事会的庄严承诺，而且还蓄意将我在真功夫内彻底边缘化。”

潘宇海并不甘心仅仅做一个股东，他渴望重新掌控企业。于是在2008年年初，真功夫内部协商出了一个各方接受的妥协方案：成立一个子公司创立新品牌“哈大师”，主要经营牛肉面，这个新品牌完全由潘宇海打理；蔡达标也在董事会表态，投入5000万元支持新品牌的发展。如此，就形成了“蔡负责真功夫、潘负责哈大师”的品牌分工格局，各司其职互不干涉。

然而，哈大师品牌的经营进展并不顺利，潘宇海体会到了再创新品牌的艰难性，一年砸了1600万元却没有什麼效果。更加令潘宇海遭受打击的是，2009年年初潘宇海要求蔡达标兑现剩余的3400万元投资时，蔡达标以现金流紧张、须优先确保真功夫门店的扩张为由，拒绝了潘宇海。

据真功夫内部人士陈述，在2009年春节前夕，蔡达标还干了几件令潘宇海深感心寒的事情。

其一，在2008年年初确定了哈大师新品牌的具体方案时，蔡达标明确在各董事面前表示在年底的年终总结会上会集中两个品牌共同开会。可到了年终总结会即将开始之际，会议议程、日期等相关安排都已通告真功夫的全体人员，而潘宇海作为新品牌的总裁对年终总结会的安排却一无所知，新品牌的相关人员也没有在邀请之列，就连寻找当时负责年会相关工作的HR副总裁了解情况都被断然拒绝。

其二，在2008年年底，单方面停止了潘宇海了解真功夫相关信息的官方窗口——OA系统，在潘宇海以各种形式强烈表达意见后依然不予理会，强暴地剥夺了他对真功夫的知情权。

其三，2009年春节之际，由于停止了年终总结大会，潘宇海以公开信的形式向全体真功夫在职员工拜年。其目的在于表达对广大员工的关心并鼓舞士气，提倡新老高层的有效融合，以促进集团两个品牌的发展。没

想到，竟然又被蔡达标以粗暴的方式强行删除，也就是说，把一个大股东向全体员工说句话的权利都剥夺了。

在真功夫员工看来，虽然潘宇海的经营能力不及蔡达标，但潘宇海是个重情义的人。看到蔡达标做出上述种种行为时，重情义又偏感性的潘宇海被彻底激怒了，此时的潘宇海已经是完全敌视蔡达标了。

为了报复蔡达标，潘宇海同样干了一件不可思议的事情。2009年年初，真功夫向银行成功申请到1亿元的无抵押贷款。潘宇海知悉之后立即向银行表示：股东有矛盾，贷款有风险。潘宇海想把这批贷款搅黄，纵然他是股东，企业拿不到贷款会受损失，他也在所不惜。这事把蔡达标气得暴跳如雷，所幸在风险投资人今日资本及中山联动的联合担保下，真功夫最终还是拿到了这笔贷款。

这件事情的发生，意味着潘、蔡双方的彻底决裂。而2009年8月发生的副总经理委派事件，甚至引发了双方的肢体冲突。

2009年8月12日，潘宇海签名授权其哥哥潘国良出任真功夫副总经理，并欲进入真功夫总部办公。潘宇海的委派理由是，依据2007年风投入股时各方股东签订的框架协议：总理由蔡达标方委派，副总经理由潘宇海方委派。

但是该委派并未得到蔡达标的认同，蔡达标还一再阻止潘国良进入总部办公，双方因此发生冲突。第二天，潘敏峰和潘宇海之妻窦效嫒及潘国良再次来到真功夫公司总部办公室，围堵总部大门长达5小时。

事后真功夫董事会做出决议，谴责个别股东、董事、监事损害和破坏公司的一些行为，并要求蔡达标和潘宇海自行解决有关分歧。董事会的公开谴责行为，可以视作风险投资方今日资本及中山联动实际支持蔡达标的表态。

蔡达标意图“脱壳”

双方闹到如此僵局，继续合作下去基本已经不可能，和平分家的希望也极为渺茫，双方都对企业的控制权志在必得。

于是，已经将企业控制在手的蔡达标，下定决心聘请律师设计方案，以图通过任何可能的方式，一劳永逸解决问题。律师站在法律的角度，基

于公司现有的控制权结构，不仅对蔡、潘双方的优劣势进行了详细的对比分析，而且制定了一整套详细的操作方案，蔡达标将此称之为“脱壳计划”。该计划旨在将现有真功夫的一切资产、业务、供应链、商标等，转移到新的法人主体之下，使得原企业成为一个空壳，从而将潘宇海彻底踢出局。

这套方案大体上可分为三个步骤：

第一步：控制董事会。控制董事会的目的在于，获得董事会多数成员的支持，以便于他后续每一步行动获得投票通过。

2007年10月风险投资入股真功夫之后的股权结构如图10-2所示，在此基础上组建的董事会为：潘宇海、蔡达标、潘敏峰（双种子委派）、黄健伟（中山联动委派）、徐新（今日资本委派），蔡达标任董事长，潘宇海任副董事长、窦效嫒（潘宇海妻子）任监事。

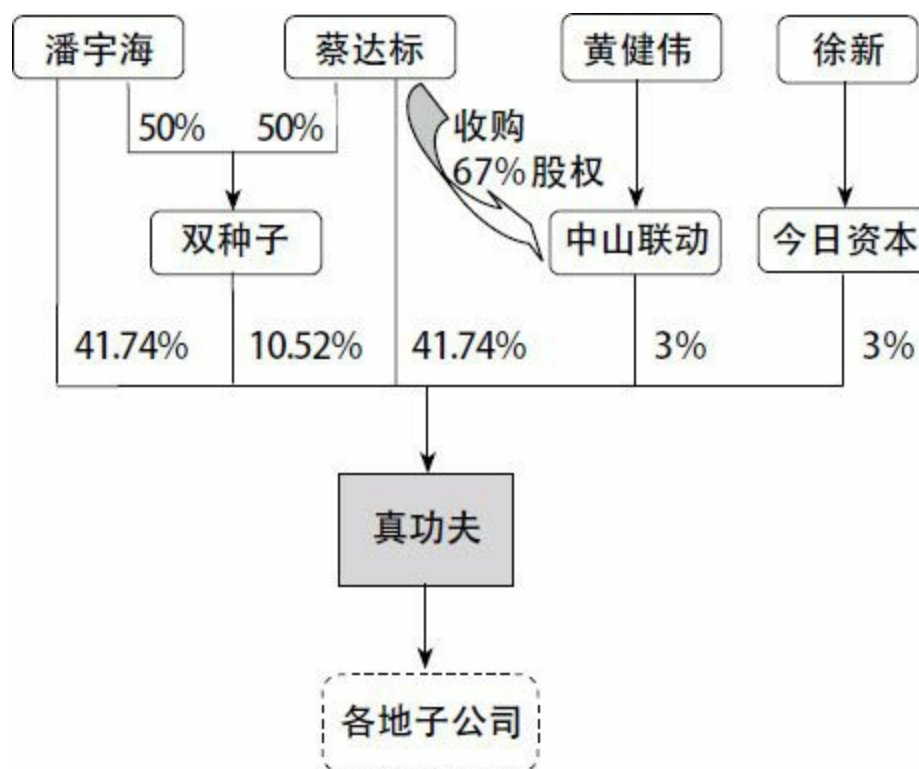


图10-2 真功夫股权结构

为了实现对董事会的控制，蔡达标一方面先行收购了中山联动67%的股权，从而控制了中山联动在真功夫的董事会席位；另一方面，双种子公司经营期限到期（2009年6月30日）以后将其解散清算，在双种子公

清算之后，双种子子公司所委派至真功夫董事会的潘敏峰，自然就失去了董事资格。

此外，蔡达标以现任监事窦效嫫不称职为由，发起董事会投票罢免其监事职务，更换蔡达标派系的人担任。

以上行动的实现将大大削弱潘宇海在董事会的话语权，同时增强蔡达标在董事会的控制力。

第二步：脱壳准备。蔡达标在完成了董事会的控制之后，便可以着手为脱壳做准备，包括相关子公司的清理以及一些法律事务。

如图10-3所示，虚线左侧是脱壳前的体系架构，真功夫母公司旗下一共持有8家全资子公司，其中北京真功夫、东莞哈大师、深圳千百味的法人代表是潘宇海，可以通过董事会投票将这三家子公司的法人代表更换成蔡达标或其信任者。

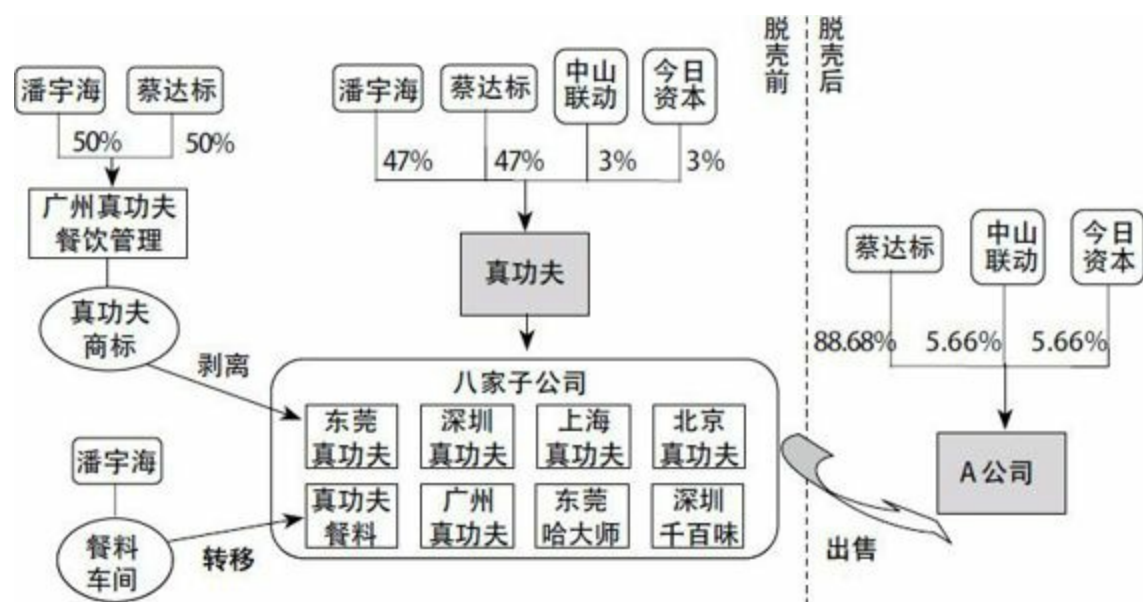


图10-3 真功夫系脱壳示意图

此外，由于真功夫的注册商标挂在“广州真功夫餐饮管理”名下，该公司并不是真功夫的子公司，而是由潘宇海与蔡达标各自直接持股50%。可以通过董事会投票将真功夫的商标剥离，转移给子公司“东莞真功夫”持有。

再者，真功夫的餐料车间由潘宇海直接控制，也不在真功夫的子公司体

系内。可以通过董事会决议新设一家子公司“真功夫餐料”，再将原餐料车间的设备、人员转移过来，以摆脱潘宇海的控制。

第三步：金蝉脱壳。经过前述脱壳准备工作之后，基本上真功夫的所有资产及业务都整合到了八家子公司之中。此时，蔡达标、中山联动、今日资本三方按照88.68%、5.66%、5.66%的股权比例，设立一个新的法人主体——A公司（如图10-3虚线右侧），然后再通过董事会投票，将真功夫旗下的8家子公司，以大约净资产的价格卖给新成立的A公司。

此步骤实现，则蔡达标彻底完成了对真功夫的“金蝉脱壳”，资产业务还是原来的，只不过法律主体已经变了，原先的真功夫公司已经变成一个空壳。股权转让之后，真功夫公司不再控股各地子公司及门店资产，而仅对A公司享有债权（即应收的子公司转让款），真功夫公司收到转让款后再由原先的几方股东按股权比例分配。

至此，潘宇海彻底出局。他除了能按照他的持股比例拿到一笔出售资产的款项，什么也没了。

脱壳未完风波再起

不得不说，律师协助制定的这一整套方案，严重损害了潘宇海作为股东的利益。按照法律人士的看法，蔡达标甚至有可能构成“职务侵占罪”。

就在蔡达标正紧锣密鼓实施其“脱壳计划”期间，他与潘宇海方面的矛盾冲突持续爆发。

2009年3月，蔡达标婚外情曝光，贵州籍女子胡某在广州街头召开新闻发布会，称其是蔡达标的二奶，并与蔡达标生有一子，现年9岁。现欲以儿子的名义起诉蔡达标索要5000万元抚养费。随即潘敏峰起诉蔡达标重婚，并欲索回25%的股权。潘敏峰说道：“我当时没跟他计较，不是不知道他有多少资产，而是想着他总归是孩子的爸爸，所有资产最终还是我们孩子的，谁知道现在又跑出个私生子来。”

2009年8月，潘宇海以大股东身份委派哥哥潘国良出任真功夫副总经理，结果被蔡达标拒之门外，双方爆发冲突。此外，潘宇海要求查看真功夫财务账目也被拒，潘宇海随即起诉真功夫。2010年2月，法院判决真功夫拒绝大股东查账违法，要求其将相关账务信息交给潘宇海委托的会计师事务所审计。

2011年3月17日，真功夫部分高管，包括蔡达标的秘书丁迪和副总裁洪人刚等人，因涉嫌经济犯罪，被警方带走协助调查。董事长蔡达标与任采购总监的妹妹蔡春媚随即也下落不明。自此，潘家与蔡家之间就企业控制权展开了新一轮白热化的争夺。

蔡达标离开当天，签署了两份书面文件：其一是任命了其小妹妹蔡春红出任董事长，其二是提名副总裁、财务总监冼顺祥担任公司总经理。据说此任命及提名得到了真功夫董事会其他董事（包括风险投资代表）的批准，但是潘宇海对此任命不予认可。

据媒体报道，自3月18日起，潘宇海带了一批不明身份人士控制了真功夫总部，蔡春红也在潘宇海的“监视”下办公。3月21日早晨，蔡达标女儿蔡慧婷在微博发出求救信息，将矛头直指舅舅潘宇海（蔡达标的女儿及儿子原本被判给潘敏峰抚养，后蔡春媚将他们接走就再也没有回到潘敏峰身边）。

之后潘宇海曾要求蔡春红交出公司的公章及财务章，但被蔡春红拒绝。3月29日蔡春红对外宣布，存放公司公章、财务章及一些重要文件的两个保险柜丢失及被撬，并且表示已向各政府部门和相关银行发文，必须凭董事长蔡春红本人签名才能办理有关真功夫的所有手续。潘宇海方面随即指责蔡春红冻结公司账户，严重影响公司运作，表示公章与财务章一直在正常使用，并与银行协调解除了账户冻结。

与此同时，潘宇海通过内部发文的方式，对副总裁、财务总监冼顺详、法务经理涂晓翔、人力资源部经理冯静等人做出停职处理。

潘家与蔡家经过近半个月的争夺战，潘宇海基本控制了真功夫总部，新任董事长蔡春红被架空。

2011年4月11日，潘宇海方面公布了一组从真功夫总部保险柜获得的秘密文件，即由律师协助蔡达标制定的《蔡总方面优劣势情况分析》、《潘宇海方面优劣势情况分析》、《真功夫系脱壳工作计划》、《真功夫系正式脱壳运作前的工作安排》等五份秘密文件（即本文前述的“脱壳计划”）。

这些文件的落款显示，这五份文件制定于2009年6月12日至2010年3月2日期间，除了打印体文字之外，还有一些手写体的批注，比如“今日的授权书”、“先做后沟通”等字样。这些文件犹如一颗重磅炸弹，把蔡达

标的隐秘行为彻底曝光。获得这一系列密件之后，潘宇海妻子窦效嫒以监事身份，将蔡达标告上了法庭。随后法院查封了蔡达标通过中山联动所控制的真功夫3%的股权。

4月22日，一直潜逃的蔡达标被广州警方以“涉嫌挪用资金、职务侵占”正式逮捕，5月11日，真功夫公司对外发布声明，由副董事长潘宇海代为行使董事长职务。此声明标志着潘宇海正式掌管了真功夫。

随着潘宇海重新入主真功夫，伴随而来的便是真功夫高层的大换血，一些“蔡达标的人”先后主动或被动离开了真功夫。而离开真功夫的前高管则向媒体爆料说，真功夫发生动荡的这几个月业绩发生跳水性下挫，3月份以前月度净利润基本都保持在800万元，4月份净利润则跌落到了60万元，5月份更是只有6万元。对于前高管的说法，真功夫官方予以否认，并表示保留起诉前高管诽谤公司的权利。

真功夫控制权的斗争，目前依然没有画上一个妥善的句号，但无论如何，两大股东的持续斗争，给企业带来的是巨大伤害。2007年真功夫就宣称2010年年底前要开设1000家连锁店，并实现上市。可如今，其连锁店的数字还停留在400家左右，上市更是遥遥无期。

大体而言，蔡达标有魄力，但是缺乏安全感，生怕控制权旁落，所以心存疑虑，最终干出了一系列事情，撕裂了股东之间的情谊。其实，大家公认蔡达标的经营能力要强于潘宇海，如果他的思想层面再高一点，完全可以表现得更大气一些，不妨暂时让位给潘宇海。此时的真功夫已经不是刚刚创业时的企业了，以潘宇海的能力，不一定能玩得转这家个头已经大了好几倍的企业，当他镇不住时最终还是要让蔡达标出来控局的，潘宇海届时也会心服口服。这样股东间控制权争斗的土壤也就逐渐消失，就可能为后来的股权结构优化铺平道路。

有时候，决策的好与坏，全在决策者的一念之间。

评论

真功夫事件五大败笔

佚名（本评论来自于互联网）

真功夫事件处理中有5大败笔导致矛盾恶化激化。

1. 在股权均衡的双方出现激烈对峙的时候，蔡家不应该采取暗度陈仓、收购中山联动股份的方法，来强化蔡达标对真功夫的控制权，这只能让潘家采取极端措施来保护自己的面子和利益。应该是双方各自寻找自己信得过的投资者按同比例增资扩股，逐步稀释各自的股份。或者是每人推荐一个独立董事，用信任的链接将双方的对立，通过专业理性的方式来慢慢化解，稀释股份的同时也稀释对立情绪。
2. 蔡达标不该在对立情况下再用任人唯亲、家人掌控企业关键岗位的办法来实现自己的目的，这恰好和企业要上市的目标相左，让潘宇海家看出蔡达标的目的是清除异己，而不是把企业做大做强。蔡达标的安排等于释放人性的自私，此时只会让事件朝着更坏的方向发展。
3. 洪人刚作为职业经理人做出的去家族化努力是对的，但应当客观、公正、公平地对待蔡、潘双方，而不是有所偏袒，更要制止蔡家亲属掌控关键利益岗位。洪人刚没有能保证这种人格上的独立和道德上的权威，以致池鱼之殃，惋惜中有教训值得汲取。
4. 战略投资者在矛盾风口浪尖没有能找到解决上策，反而协调出降低潘家股份的中下策，在潘家合法合理利益没有得到兑现的情况下，战略投资者对蔡家任人唯亲的行为又熟视无睹，必然丧失了自身的公正性和权威性。在2009年还通过董事会谴责潘家，在法律上说得通，在情理上有失公正，丧失了化解纠纷、标本兼治的最佳时机，说明创投人士的强硬作风和化解矛盾的智慧不仅没有发挥作用，反而激化矛盾，值得反思。
5. 双方背后的律师没有从积极的建设性解决问题的思路去排解纠纷，只是生硬地从法律角度出发，为维护自己当事人合法利益出谋划策，结果导致双方利益和社会效益都最小化。

第11章 金山软件：烫手的控制权

严格来说，金山的两大股东求伯君与雷军，称不上存在企业控制权的争夺，甚至到了最后两人争着做“甩手掌柜”。

身为职业经理人的雷军，与老板求伯君前后共事20年，最后能够熬成第二大股东，并且相互之间还能相安无事的，除了金山，只怕再也找不出第二家这样的企业了。

雷军之所以最后能取代求伯君掌控金山，并且避免两大股东之间剧烈的控制权争夺，可以说既跟双方的实力消长有关，也跟双方的性格、修养有关。

众所周知，求伯君与雷军是金山软件的“双雄”，求伯君是金山无可争议的创始人，而雷军则是金山无可争议的精神领袖。

在说求伯君与雷军的故事之前，先说一个小插曲。

据说上海一家出版社曾经谋划出一本关于金山创始人求伯君的传记，于是就约当时在IT业拥有巨大影响力的《电脑报》创办人陈宗周来执笔。陈宗周开始答应了出版社的约稿，拉了自己的名记部下林军协助他。当时林军饶有兴趣地等待书稿方案，但过了相当一段时间却不见动静，便忍不住去问自己的老板。陈宗周悠悠答了一句：“要写求伯君，前面的故事不够写本书，但后面的金山的事情一多半是雷军做的，那怎么写？”最终陈宗周推掉了这本书稿。

由此可见雷军在金山的地位以及对金山的实质贡献，用“功高震主”来形容雷军一点也不为过。

1988年求伯君创办金山，1992年雷军加入金山，从此开始了职业经理人与创始人的20年搭档生涯。谁也没有想到的是，身为职业经理人的雷军不仅熬成了第二大股东，还令创始人求伯君将企业控制权拱手相让，甚至是求伯君强制雷军接受。

在视企业控制权如命的中国商界，金山的此情此景，甚是有趣！

求伯君的**WPS**时代

求伯君可以说是中国第一代程序员中最为杰出的代表之一，他与朱崇君、吴晓军一起被誉为“中关村三君子”。

求伯君的程序员之路是从编写打印机驱动程序开始的。1986年，刚刚从国防科技大学毕业两年，还在国企机关的求伯君，在帮助同乡解决计算机

打印的过程中，写出了一套能支持多种打印机的驱动程序。之后这套程序被他的同学推荐到了四通集团，恰逢四通自己的打印机产品正缺一套驱动程序，于是四通便以2000元的价格从求伯君手中买下了这套程序。

接下来，惜才的四通盛情邀请求伯君加入。当时年轻的求伯君为了追逐爱情，答应并申请调到四通深圳分部。

身在深圳的求伯君没能追逐到爱情，却遇上了做IT生意的香港商人张旋龙，在张旋龙的投资资助下，求伯君开始了其软件生涯，这也是金山软件的开始。

求伯君先替张旋龙写出了金山汉卡软件，之后又于1988年5月至1989年9月，花一年半的时间单枪匹马写出了里程碑式的汉字处理软件——WPS（类似于我们今天所用的Word）。

据说求伯君在写WPS 1.0版时，把自己孤身一人关在深圳蔡屋围酒店的501号房，前前后后敲了十几万行程序，期间还三次病发入院。

求伯君写出的WPS一举奠定了他在中国软件业的地位，此后几年，金山软件开始在市场上攻城略地，按每套软件2000元的价格每年要销售3万余套，到1994年时其市场占有率最高时居然超过90%。

这也是求伯君一生中最为辉煌的时刻。

雷军兵败“盘古”

1992年，雷军迈进了金山软件的大门。

这位刚从武汉大学计算机系毕业的小伙子，完全是因为仰慕求伯君而进入金山的。雷军的想法很简单，就是希望自己成为程序员当中的“求伯君第二”。

雷军在求伯君麾下过了几年顺风顺水的日子，因为当时金山的产品完全不愁销量。但好景不长，从1994年开始金山软件即遭遇巨头微软进犯中国市场。

1994—1995年微软携Windows进入中国市场，特别是1995年Windows 95的发布，迅速在国内普及开来，而与其配套的Office Word 95成了金山软件WPS的直接竞争对手。由于Word是基于Windows平台运行的，而

WPS是基于DOS平台运行的，因而无论是操作的便捷性还是视觉的舒适性，WPS都无法跟Word相提并论。

因此，金山在市场上的表现简直可以称为兵败如山倒，其市场占有率在短期内迅速下滑，金山在国内建立的技术优势荡然无存。为了应对微软的大兵压境，求伯君决定基于Windows平台开发出一套WPS的升级版软件——盘古组件，里面包括WPS、电子表和字典。

求伯君为了开发盘古组件，几乎是把当时公司的全部家当都压了进去，而盘古组件的领衔开发者便是当时金山北京分部的总经理雷军。

不幸的是，从1994年到1996年，雷军领导着一帮刚刚大学毕业的热血青年，历经三年时间所开发出来的盘古组件，一面市即遭遇惨败。其在全国范围内总共才卖出2000套，这等于金山为此付出的400万元投资打了水漂。

兵败盘古，雷军有过一番深刻的总结：“从加入金山开始，我就认为DOS一定会被Windows取代，所以研发主要的精力就放在Windows平台上做盘古软件。我认为我们应该是看到了机会，但问题在于：第一，一班刚毕业的大学生，对市场不够了解，对客户不了解，没有营销能力；第二，认识不到中国市场是个非常复杂的市场，当发达地区用Windows的时候，DOS一直延续到1998年都有人用，而我们太早地放弃了DOS市场，把一个还能吃3年的市场完全给丢了。”

盘古一役，金山可以说是一败涂地。当时遭遇如此冲击的不单是金山一家，而是几乎所有本土软件企业都垮了。此时金山公司账上仅剩十几万元人民币，求伯君不得不变卖自己的房产以维持公司运转。

所谓“树倒猢猻散”，员工先后离开公司，最后走得只剩十几人。1996年4月，雷军的“求伯君第二”之梦也彻底破碎了，终于熬不住，提出辞职。

赋闲的雷军一直未能走出失败的阴影，那时的他几乎是没日没夜泡在CFido BBS——当年还默默无闻的丁磊、马化腾皆混迹于此——这是一个IT极客交流技术的论坛。也许是极客之间在网络时空中相互较劲、讨论、共鸣再次激起了雷军的斗志，他需要再次证明自己。

半年之后，雷军重回金山，协助求伯君收拾残局。

联想注资，雷军“出台”

重归金山的雷军一直将WPS与微软Word的竞争态势形容成“熬”，因为WPS再重现辉煌已经不可能，只能在局部市场设法勉强维系。

为了避开微软的正面战场，金山在WPS之外又开发了金山词霸、金山快译等产品，“因为正面战场你得熬着，在熬的过程中你需要子弹和给养，所以我们一步一步地开发了金山词霸这条产品线，因为我们觉得微软肯定是不做这个的”。

1998年10月，联想对金山投入450万美元投资，使得金山终于有机会缓一口气，求伯君不用再为紧绷的现金流而夜不成寐了。

在联想入股之前，雷军通过股权激励陆续获得了金山23%的股权，仅次于创始人求伯君40%的比例。联想在入股450万美元占股30%之后，求伯君及雷军的股权比例被分别稀释至28%及16%（如图11-1）。

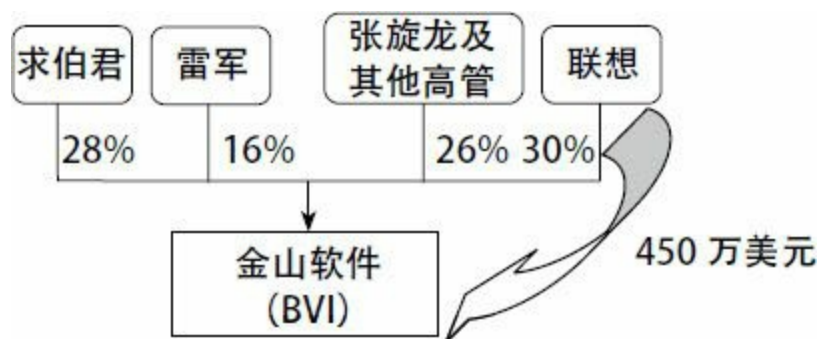


图11-1 联想投资金山软件

获得联想注资之后，求伯君意图从经营企业的苦海中脱身出来，于是把雷军推到了前台出任CEO。

“雷军，要不你上吧！”求伯君带着试探的口吻问道。雷军也试探性地回了一句：“那我先干着，有合适的人时我再让出来。”

雷军正式上任CEO之后做的第一件事情，便是推出了“红色正版风暴”计划。为加强正版软件的推广力度，并挤占盗版软件的市场空间，金山将旗下两款当时市场份额最大的工具软件金山词霸和金山快译的价格，从168元的高位一举降到28元。由于此价格降价幅度巨大，并且突破了30元的网民对正版软件的心理接受价，于是这两款软件在当年最后两个月

疯狂卖了110万套。

雷军会做这种强势营销推广，很重要的一个原因是吸取了WPS兵败于营销不足的教训，“我大概是在微软差点把我们挤垮的那两年才认识到营销的重要性”。

雷军做这次促销，据说也是在投资人联想压力下的冲业绩行为。据说，当时金山董事会中来自第一大股东联想的杨元庆做了表态，如果雷军年底前不能完成营收任务的话，联想软件事业部的韩振江将取代雷军出任金山软件CEO，并且逐步将金山改造成联想的软件事业二部。

幸运的是，雷军借助“红色正版风暴”营销计划惊险过关。从此，雷军从代理CEO干成了专职CEO，这一干就是近十年，并且被认为是中国最勤奋的CEO。

转型互联网的三大战役

从2000年开始，金山开始了艰难的互联网转型。

转型互联网，可以说是金山的一个明智选择。当时现实的情景是，国内的软件公司在微软等巨头的冲击下纷纷死亡，即使活下来的少数公司基本也是苟延残喘，相反，国内互联网业却是一片欣欣向荣。

而当时金山面临的困境是，公司上下所有人只有软件基础而没有互联网基础，他们所开发的所有软件产品，皆属于单机版，不包含任何互联网因素。

其实，求伯君对于进军互联网并没有太大信心，只是雷军强烈主张要向互联网转型。在双方意见僵持不下之时，金山试水性地投资设立了两个网站——逍遥网、卓越网，这两个网站由求伯君及雷军各自独立负责打理，看各自的最终成果会如何。

早在1998年，雷军就曾谋划收购当时处于初创阶段的网易，但被丁磊拒绝了；他也曾考虑过收购Foxmail，但对方开出1500万元的价格，赔上金山多年的利润合计也不够，把当时的雷军吓回去了。

雷军决定投资卓越网的计划来自做个人主页出名的高春辉的一份方案——做软件下载及资讯的网站。雷军决定先投资50万元试试。

卓越网开张之后一直不温不火，似乎软件资讯及下载这个方向有些超前了。2000年5月，雷军决定将卓越网改成电子商务网站，定位为“网上精品店”——只卖数量及品类有限的商品。这样既能快速获得单品的规模效应，又能解决品类太多的库存困扰。

为了经营好“网上精品店”，雷军再次使出了营销招数。首先是借助当时在大学校园中非常流行的周星驰老片《大话西游》，以4元一套外加5元配送费的价格在卓越网上热炒该片的VCD碟片销售。《大话西游》之后，卓越网又开始重点推《东京爱情故事》的套装碟，据说当时一个月的销量相当于北京音像批发中心两个月的总进货量。再接下去是《加菲猫》，其三个月销量相当于北京西单图书大厦同类产品5年的销量总和。

经过轮番的营销策划炒作，卓越网的知名度及网站流量得到迅速提升，几乎垄断了当时的B2C电子商务市场。2004年，雷军成功将卓越网以7500万美元的价格卖给了亚马逊。

投资卓越网，雷军为金山赚回了数十倍回报，极大地改善了金山公司的整体现金流。而同时期求伯君负责的逍遥网，则因为经营不善而倒闭了。这一成一败，使得雷军与求伯君在企业内部地位的高低逐渐拉近了差距，雷军明显有后来者居上之势。

求伯君自从WPS败局之后，一直都没有太大的斗志，逍遥网的失败使他更加淡出了企业的日常经营，越来越像个甩手掌柜。也许他已经放心将企业交由雷军去打理，只想做一个逍遥的大股东；也许他内心深处不愿意让人感觉到，在雷军实干的衬托下他的经营才能显得有些平庸。

金山转型互联网的第二役是布局网游，同样由雷军领衔。

早在2001年金山打算进军网游时，雷军就带队到陈天桥的盛大去考察。当时的盛大在业内还名不见经传，而金山却是大名鼎鼎，因此盛大还隆重挂出了“热烈欢迎金山公司领导莅临参观指导”的横幅。

与盛大靠代理韩国游戏起家不同的是，雷军决定自主研发游戏，因为金山拥有充裕的软件程序人才。

金山公司曾经开发过一款名为《剑侠情缘》的单机游戏，雷军的想法是直接在此基础上将其改为大型的联网游戏。但雷军低估了大型网游的开发难度，原先计划一年拿出产品，可是过了一年半还不见产品雏形，雷

军不得不亲自披挂上阵。

金山搞网游还有一些花絮，金山的一位副总裁说道：“在讨论转战网游时，所有人大眼瞪小眼，都不懂。怎么办？所以雷军布置了一个硬性指标，每个高层管理者必须在游戏里练成一个40级的人物。刚开始做网游的时候，雷军有几个月，基本上白天工作，晚上通宵玩游戏，哪个游戏最火就玩哪个。”

2003年9月，金山首款大型网游产品《剑侠情缘网络版》正式推出，半年之后开始收费。关于《剑侠情缘网络版》，业界曾流传一个网易丁磊跟雷军打赌的故事：丁磊认为这个游戏两年之内在线人数都不能超过5万人，如果到2004年年底能过5万人，丁磊就给雷军10万美元。结果，《剑侠情缘网络版》公测5天，在线人数就超过了5万。

此后金山陆续推出更多网游，其网游收入也一路高涨，最高峰时期占据了金山整体收入的70%。到了后期的金山，说是一家网游公司一点也不为过。

金山转型互联网的第三役是，将自己原先的金山词霸、金山毒霸等传统软件产品，进行互联网化升级。即将原先通过光盘来售卖的方式，改成在线下载、在线升级、在线付费的模式，这样原先光盘版模式下的软件，就变成了互联网模式下的一个客户端。

传统软件完成了互联网模式下的客户端转型之后，金山毒霸的收入也获得迅速增长。

IPO八年抗战

与金山从软件企业向互联网企业转型一样艰难的，是其历经八年的上市之路。

金山的上市是众多泛IT企业中走得异常艰难的一家，与金山同一时代创业的东软、用友、金蝶等软件企业在2001年以前都先后实现了上市，远比金山更晚成立的其他互联网类企业也有许多是以极短的速度实现上市的，唯独金山软件的上市磕磕碰碰、一波三折，久谋上市而不得。

早在1999年，金山就开始谋划上市，当时其主业除了WPS外，还有金山词霸、金山快译、金山毒霸等，可以说是一个完全意义上的软件公司。

不过那时的金山规模还太小，只能勉强达到香港刚刚设立的创业板的要求。后来受东南亚金融危机的影响，金山放弃了香港创业板的计划。

2000年金山转道国内计划推出的创业板，并且还配合完成了股份制改造。但受纳斯达克网络股灾的影响，国内宣布创业板计划推迟。金山这一等就是三年。

2003年，金山再次谋求在国内主板上市，但受限于软件公司净资产相关的法规限制，申请未获通过。

2004年，金山宣布放弃国内主板，转道纳斯达克。但当时金山刚刚开始获得网游的收入，其软件、杀毒、游戏等相关收入没有一个占据支配地位的，因而没有突出的主业，在资本市场给人定位模糊的感觉。

直到2006年，网游逐渐成为金山的支柱性主业，它才以网游为主概念申请纳斯达克上市。后由于种种原因，金山于2006年年底放弃了纳斯达克的计划，最终选定在香港主板上。

2007年10月9日，金山终于在港交所敲钟，完成了马拉松式的IPO。雷军也无奈感叹：“上市是8到12个月的短跑，我们跑成了长跑，8年上市过程能坚持下来的不多，能够不被拖垮已经是奇迹。”

从1988年金山公司成立到2007年金山上市，前后经历19年，这在所有泛互联网企业中是不可想象的大跨度。难怪金山被形容成“起了个大早，赶了个晚集”。

企业上市本该是一件鼓舞人心、再接再厉的事情，但令人诧异的是，金山上市仅仅过了2个月，雷军就撂摊子决意辞去自己的CEO职务。

在2007年12月20日的CEO辞职说明会上，雷军袒露了一段自己的心路写照：

1992年我加入金山到今年，还差15天就16整年了，我从23岁干到了38岁。尤其是我们从1999年开始启动IPO之后，我相信这中间的压力很难用语言来表达。所以在过去的八年里，就像马拉松长跑一样，我只有一个目标，把公司做好，完成IPO。其实IPO只是公司发展的一个阶段，但由于我们不顺利的IPO过程，在我内心深处，IPO就像攀登珠穆朗玛峰一样是我一定要完成的目标。完成这个目标之后有不少朋友问我，我

讲了两个字“还债”。

第一个，要还求总（求伯君）、张总（张旋龙）的知遇之恩，他们给了我这个平台，他们作为金山最早的创办人，我希望他们能够看到这个公司成功，看到自己的心血能使公司到一个相应的规模。

第二个，因为去年的私募融资是我牵头的，我跟不少的投资人，尤其去年的GIC也有一些承诺，我觉得IPO的完成也让他们赚到了钱。

最最重要的，是跟我一起打拼多年的同事们，我开了无数张空头支票，还没有换成钱，这是一个遗憾。

当这个过程完成之后，我以为只是自己累，董事会也很慷慨地给了我四个（礼拜）假期。我看有传闻说我从来没有上班，这不是事实，我只休整了四个礼拜。四个礼拜之后我还是觉得身心疲惫，我想可能当你登顶以后，当你突然放松以后，你会觉得很.....反正四周休息下来还是觉得很疲惫，这是真心话。我跟求总沟通过，我说，有点累。如果这样的精神状态继续领导金山，作为CEO，我觉得恐怕会辜负大家的期望。

这些话大体应该是雷军发自内心的心声，毕竟，业务转型以及上市的双重折磨，足以令雷军苦不堪言。

“在我内心深处，我真的认为做得不怎么样。我也不比别人笨，至少也比别人勤奋，为什么我弄个企业就这么磕磕绊绊不容易？为什么他们弄个企业就挺容易？马云挺容易的，陈天桥也挺容易的。”雷军的话语中充满无奈的感叹。

雷军辞去CEO职务，外界也有解读成是董事长求伯君与CEO雷军矛盾激化的结果。求伯君回应道：“我们三位创始人16年的感情，不是说一点分歧都没有，夫妻也会吵架，但有句话‘床头吵架床尾和’，我们没有原则性的分歧。”

求伯君力不从心

无论是主动逼宫，还是被迫顶替，总之退居二线多年的金山创始人求伯君重返一线，再次操起当家人的活。

求伯君出任董事长兼CEO之后，对企业的业务板块进行了重新整合，将

游戏、杀毒、办公软件分成三个独立运行的子公司。但在此后三年，求伯君领导下的三个子公司却陷入了不同程度的衰退之中。

作为金山核心主业的网游业务，不仅业绩下滑，人才流失也很严重，骨干被挖角是常有的事情，甚至出现整个部门被对手搬走。为了应对此种状况，2009年12月金山与盛大宣布成立合资公司，来自盛大游戏的吴裔敏空降金山出任游戏总经理。但这个改革举措并未扭转金山游戏的颓势，反而造成空降兵与原有骨干之间的摩擦。最终金山游戏业务从行业第七位滑落至第十位。

金山第二大收入来源的安全杀毒业务，更是遭遇滑铁卢。自从奇虎于2009年推出完全免费的360杀毒之后，整个杀毒行业的付费商业模式基本被360摧毁殆尽。正因此背景，金山与360之间在2010年4—5月在互联网上展开了一场规模宏大的口水战。求伯君自己也坦承，“2010年压力最大是三四月份，四五月份”。

第三大收入来源是传统的办公软件业务，其实这块业务早就已经处于边缘化地位，占比不足10%。求伯君之所以死守这块业务，更多是寄托了他当年靠WPS起家的某种心理安慰，不忍心彻底砍掉这块基本被判了“死刑”的业务。

2010年，金山的业绩出现连续3个季度下滑的状况。这基本意味着求伯君无力带领金山再上台阶，接踵而来的，是资本市场的巨大压力。

2010年7月的某一天，卸任CEO、鲜少出现的雷军，居然在早上九点上班时间准时出现在了金山位于北京上地的总部办公楼。虽然他还留有副董事长的头衔，而且那间大办公室还为他保留着，但他已经许久没有在此现身了。

此时的雷军已经是如雷贯耳的天使投资人了，他卸任金山CEO的几年间投资了包括多玩游戏网、拉卡拉、乐淘、凡客诚品、小米手机在内的十几家企业，打造出一个响当当的雷军系。

雷军的现身，竟然在金山员工中引起一阵骚动。

接下来求伯君召开高管会议，求伯君当众宣布：金山网游业务、毒霸业务以后将直接向雷军汇报！这意味着雷军实质上已经重归金山，因为网游、毒霸两大业务占据金山收入90%以上，基本可以说是全面接管了金

山。

一年以后的2011年7月6日，一件彻底改变金山软件格局的事件发生了：

其一，求伯君与张旋龙将金山15.68%的股权售予腾讯，作价8.92亿港元。其中求伯君出售了9.79%股权，套现5.57亿港元；张旋龙出售5.88%股权，套现3.345亿港元。腾讯成为金山第一大股东。

其二，雷军以10.3%的持股比例成为第一大个人股东，并接替求伯君出任金山董事长。求伯君的持股比例由之前的19.33%股权降至9.54%，张旋龙的持股比例由8.93%降至3.05%。

其三，求伯君及张旋龙所持剩余股权的投票权完全委托给雷军，并且承诺三年内不会套现任何股票。雷军借此掌控金山23%的投票权，超过第一大股东腾讯所拥有的15.68%投票权。

在雷军出任董事长的发布会上，求伯君说了一番话，几乎可以作为他领导金山力不从心的写照：“2007年，当时雷总由于身体原因暂时退下CEO以后，在没有办法的情况下，我临时接了CEO。三年下来，我确实感觉到无能为力，所以去年开始真正提到议事日程上，希望真正地退下来。经过多次跟雷总沟通，最后还请我们的老板，就是张旋龙张总，请他一起出面，说服雷总再度回来带领大家一起把今天这个事情做好。”

为了说服雷军出任董事长，求伯君还承诺他在过渡期半年内继续担当CEO一职，同时协助雷军共同物色新的CEO，并且在新任CEO到任前站好最后一班岗。

2011年10月24日，前微软研究院和亚洲工程院创始人之一张宏江正式加盟金山，出任CEO，求伯君彻底退出金山的日常经营。

至此，雷军与求伯君之间的身份交替彻底完成。

评论

雷军的先抑后扬

梁斐（欧泊投资执行董事）

在媒体眼中，雷军是毋庸置疑的金山软件的代言人与掌舵者，但他其实只是金山的第二大股东，而非金山的创始人。

从1992年加入金山，直到2007年金山上市，雷军在金山公司一共待了16年。由于拥有期权激励，再加上雷军一直用自己的工资购买企业的股份，他最终从一个纯粹打工者，熬成了仅次于董事长求伯君的第二大股东。

雷军的故事，是一个“从伙计到掌柜、从掌柜再到东家”的跃迁故事。自雷军出任CEO之后，求伯君基本上将企业交给了雷军打理，求伯君当起了“甩手掌柜”。但由于雷军和求伯君的持股比例接近，后者又是董事长，一些事情就变得麻烦起来。

由于求伯君不再打理具体事务，所以他就必须考虑如何驾驭雷军。以至于遇到某些具体决策时，不放心的求伯君总是会强势介入一把。这就导致了身为CEO的雷军，在重大事件上无法完全按照自己的意志做出决策，最终还得征询求伯君的意见。

在金山过往的历次战略拓展方面，无论是WPS软件、金山词霸、金山毒霸、金山网游等，雷军和求伯君都有过分歧，而最终都是以雷军的大幅让步而告终。特别WPS等办公软件方面，其实金山上下都明白这个业务已经日薄西山，按照雷军的内心想法是应该完全砍掉这块业务的。但是由于这是求伯君当年赖以成功的基础，成了他最大的心理寄托，所以无论如何不赚钱，求伯君都坚持要养着这块业务。因而，求伯君身为程序员的理想主义与雷军身为商业决策者的务实主义，二者在行为风格上是有严重对立的。

论能力，或许求伯君要逊于雷军。庆幸的是，雷军有自知之明，纵然他“功高震主”，他也不会因此去与大股东求伯君内讧。无论双方之间的战略分歧使得雷军多痛苦，他都没有产生念头去挑战求伯君的创始人地位。

当雷军始终不能按照自己的想法进行大刀阔斧改革的时候，他的痛苦与疲惫就会持续积累。2007年10月，经营了19年之久的金山，终于跌跌撞撞跨进了港交所的大门，雷军即于当年年底宣布隐退，由求伯君重新接

手公司CEO职务。

但是，自求伯君接手CEO之后，金山的情况每况愈下，网游业务从第七位跌落到第十位，杀毒业务被360蚕食殆尽，伴随而来的便是金山股价下挫60%。

在此状况之下，求伯君不得不再次让位给雷军。2010年7月，求伯君在金山内部宣布，网络游戏和杀毒两项业务都直接向副董事长雷军汇报，而这两项业务占据了金山总收入的90%。业界对此的解读是，雷军实际上是重返金山掌权，而且他与求伯君的职位实现了对调：雷军成了实际上的执行董事长，而求伯君则成了挂名CEO。

2011年7月，求伯君进一步套现退出，雷军出任董事长重掌金山。

第12章 太子奶：无言的结局

李途纯在其狱中遗书中留下了这样一句话：“我请求让我们这一代长期背负骂名、长期受到不公平待遇的企业家，死后都能得到安抚。”

这位太子奶的缔造者，无论如何也不会想到，原本与投行之间的一场融资“赌局”，竟然会演化成与政府代言人之间的控制权之争，最终不仅企业雨打风吹花落去，连自己也一度身陷囹圄。

这个悲剧案例无论剧情如何跌宕，最令人感慨之处，莫过于李途纯致命的性格缺陷，以及复杂之极的政商环境。

2011年9月14日，太子奶破产重整的第二次债权人会议在湖南省株洲市天元区人民法院召开。当日，债权人以超过半数的表决，通过了太子奶的破产重整方案：新华联控股与北京三元食品联合提供7.15亿元资金，偿还太子奶的所有对外债务，并获得重整后的太子奶100%股权及全部资产。

至此，太子奶自2008年下半年爆发资金链断裂危机以来，历时三年的重组完成了阶段性的收官。这也意味着太子奶从此彻底与创始人李途纯脱离了关系，纵然李途纯当时并不在现场，纵然李途纯一百个不愿意。

一切的一切，都源自李途纯当年以赌徒般的胆魄与国际投行签下的融资

对赌协议，导致后来的局势发展完全脱离了李途纯的控制。

但这很难说是资本惹的祸，从某种意义说，今日的结局，从一开始就埋下了必然的种子。

回首太子奶总部的办公楼，左边仿天安门建造，右边仿美国白宫建造，这些奢华的建筑见证了太子奶当年的辉煌。而这些无声的建筑，也仿佛是李途纯经营企业的心态写照——心比天高、不可一世。

声名鹊起的“标王”

太子奶的早期时代，留给外界的唯一标签便是“央视标王”。

作为一个高收益的行业，李途纯深知广告对于饮料业的重要性。1997年，当时刚刚创立仅一年的太子奶，在央视的黄金时段广告招标中砸下8888万元，一举获得该年标王。而当时太子奶的总资产都达不到这个竞标数额，年收入更是不足500万元，甚至连20万元的招标“进场费”都是借来的。正是由于这种近乎丧失理性的广告投标，太子奶的知名度迅速跃升，随之而来的是销量的一路狂奔。

有人说，李途纯敢于拿出未来N年的利润用于砸广告，这种魄力是常人不能及的雄才大略。从此后的情况来看，这更是其赌徒风格的初试锋芒。

自2002年起，太子奶逐步踏上了扩张的道路，先后在湖南株洲、北京密云、湖北黄冈、四川成都、江苏昆山上马了五个生产基地，总投资预算超过20亿元。根据李途纯的规划，五大基地建成之后年产值可达300亿元。如此巨大的产能规划，对2002年实际销售额刚刚过亿的太子奶来说，无异于放卫星式的规划。这样的产能规划，太子奶如何能消化得了？要知道，即便是五年之后的2007年，增长迅猛如蒙牛者，年销售额也不过213亿元，伊利则只有194亿元。

太子奶的销售额虽然在连年增长，但似乎也无法支持其大规模的产能扩张投资，于是李途纯开始琢磨着怎样利用产业链上下游的资金。李途纯借助太子奶的品牌知名度，对上游供应商采取先供货后付款的方式，对下游的经销商则采用先打款后发货的方式。

李途纯后来逐步完善了这种模式，经销商不仅要先打款，而且还得预交

年度进货量10%的货款作为保证金，再辅之以高额的销售返利回报以及完全的退货承诺。据了解，太子奶一度根据经销商的打款额度，按130%的比例给经销商发货，再加上年底的返利，将毛利率的45%贡献给了经销商，而太子奶自己的利润则不足10%。

这种模式空前提高了经销商提前付款的积极性，也极大地充实了太子奶的现金流。太子奶一度对外宣称“集团控制现金流，代理商零风险经营”，并且已经“成为清华EMBA的典型案例”（李途纯曾入读清华EMBA）。

曾在雀巢、三元乳品等企业工作过的张丽，进入太子奶工作之后，发现太子奶对经销商的销售模式完全迥异于其他乳品企业，太子奶主要采用的是贸易式营销而非市场式营销，注重吸引经销商的资金，而对市场维护和市场化运作鲜少关注。

在太子奶的品牌上升期，这种模式是能够进入良性循环轨道的，因为扩张的市场需求完全能够消化经销商预先支付了货款的订货量，太子奶只需加足马力把产品生产出来即可，凭借太子奶的品牌信誉度，经销商也无需担心货款的安全问题。

在太子奶高速增长的那几年，似乎整个系统都能够一环扣一环，实现无缝对接。太子奶的销售额也从2001年的5000万元一路增长到2006年的15.3亿元，连续6年业绩翻番。特别是2007年，李途纯以对外公布的“3年平均销售增长1189.66%”，获得了某媒体评选的“成长百强冠军”。

资本追捧，立下赌局

太子奶的高增长在媒体上表现抢眼的同时，也引来了各路资本的注意。其中对太子奶兴趣最大者，当属英联、高盛、摩根士丹利三家。这三家正是2002年投资蒙牛的国际投行，他们在蒙牛2004年上市以后获得数十倍回报，因而想在太子奶身上再次复制“蒙牛神话”。

2006年12月，英联、高盛、摩根士丹利联合向太子奶投资7300万美元，占股31.3%。其中英联投资4000万美元，摩根士丹利投资1800万美元，高盛投资1500万美元。投行的资金对于李途纯来说来得正是时候，当时太子奶的五大生产基地依然处在投资建设期，靠企业经营现金流是不足以支撑的。

李途纯回忆起高盛派出其亚洲区董事总经理胡祖六（与李途纯同为湖南人）游说他的状况：“记得当时我正在西安，第二天就要参加博士考试了，当天晚上胡祖六跟我打了两个小时电话，他说你不要老是坐井观天，不上市你永远就是一个小老板，即使你在中国是最大的老板，但你在世界还是个小老板。胡祖六说只有上了市你的资产才能放大100倍，才能成为世界级的大老板，才能实现你的产业报国梦想。他还表示高盛曾经帮助过数十家企业成为世界500强，成功的案例数不胜数。胡祖六还讲了很多很多鼓励我的话，表明太子奶是进军世界500强的好苗子，他们希望帮助太子奶走进国际社会，上市后收购其他企业等。他建议我晚上开个股东会做一个决定。胡祖六先生描绘的一番美好图景打动了 我，于是第二天我便立刻飞回北京跟3家投行签了协议。”

据说，当时以高盛为代表的三大投行并未进行详细的尽职调查，双方仅接触了三个月便把资金注入了太子奶。

为了吸纳三大投行的注资以及便于日后的境外上市，2007年1月，李途纯在开曼群岛组建太子奶（开曼）控股，并间接全资持股了境内所有经营实体（如图12-1）。

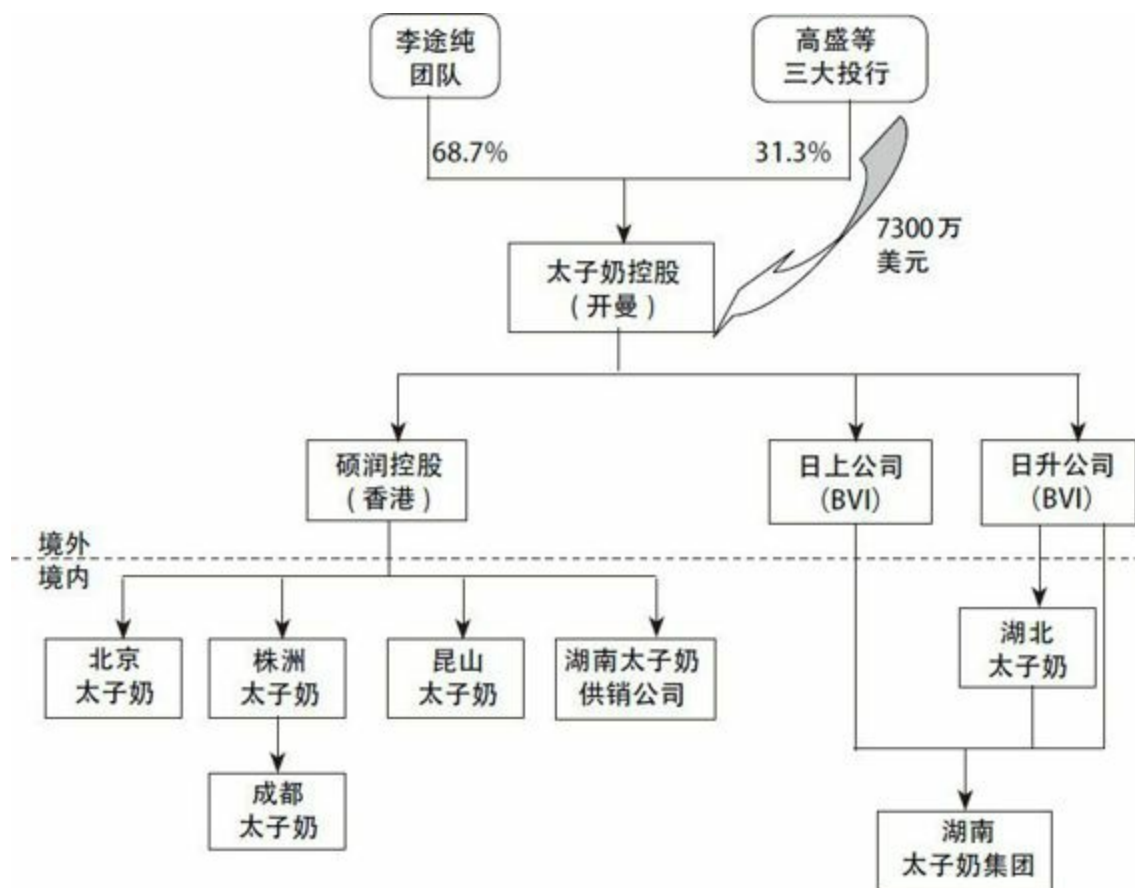


图12-1 太子奶股权结构

也就是在这次融资之时，李途纯与三大投行签订了一纸被媒体称之为“对赌协议”的协议。关于对赌协议，当时太子奶总裁谭孝敖向媒体表示：“对赌协议具体内容虽不便公开，但关键的几个点可以讲。”其透露的大体内容如下：

第一，太子奶未来三年设置了一个预期净利润增长率（注：可能是50%），如果达不到该增长率，大股东就要根据不同的增长率差距，给予投行不同数量的股份补偿；而如果超过这个增长率，投行就要根据超过幅度的不同，反过来给予李途纯股份补偿。第二，股份补偿的上限为“大股东不丧失控股权”，但若太子奶产生亏损，大股东将丧失控股权。第三，如果大股东不愿意出让股权，可以以支付现金的方式代替出让股权。

对赌协议是VC/PE向企业投资时签署的协议标准条款之一，全名为“估值调整条款”，目的在于解决创业者与投资人之间对于企业估值的分歧。当时三大投行投入的7300万美元占股31.3%，以此投资额及股份比

例计算，当时太子奶的（投资后）估值大约为2.33亿美元，折合人民币19亿元。

对于这笔股权交易的估值，双方是有分歧的。投资方认为太子奶不值这个价，因而自己所投入的资金应该占更多的股权比例；而李途纯认为太子奶值这个价格，因而投资方只能占这个比例。对赌条款便因此而产生了，只有太子奶未来的净利润增长达到一定的目标，投资方才认可太子奶值这个价，进而才能认可这个入股比例；否则李途纯就得按一定的条件出让股权给投资方。

正是这纸对赌协议，成了日后李途纯彻底失去太子奶的导火索。

在获得三大投行的股权投资之后，李途纯利用投资人的信用背书，再获得花旗银行、新加坡星展银行、荷兰银行、比利时联合银行、香港华商银行、马来西亚大众银行等六大国际财团提供的5亿元三年期无抵押、无担保、低息信用贷款。不过由于没有抵押，李途纯个人需要对这笔贷款承担无限连带责任。

在获得花旗财团贷款后的新闻发布会上，太子奶集团总裁谭孝敖介绍说，此前私募融资主要用于五大生产基地的土地购买与厂房建设，后面5亿元主要用于购买生产设备以及偿还2亿元短期银行贷款。

遭遇危机，对赌失败

自从李途纯花巨资拿下央视标王之后，一切都是那样的顺风顺水。市场迅速打开、各地政府支持、生产基地扩张、资本送上门来……难怪信心极度膨胀的李途纯，2008年年初会在媒体面前立下豪言，“10年之后，1000亿元的年销售额是太子奶集团一定要实现的目标，太子奶集团一定要进入世界500强，10年不行20年”。当时太子奶CFO在面对慕名而来的投资人时，信誓旦旦甚至有些骇人听闻地夸下海口：太子奶可以做到任何预期的业绩。

然而，幸运不会总是伴随着太子奶，危机一旦来临形势却是山崩地裂。

2008年3月，太子奶正要启动上市计划之时，国际金融危机爆发了。包括太子奶投资人在内的国际金融机构进入了严重动荡期，普遍在进行着抛售资产、裁员、降薪等举措。李途纯后来公布了当时的一段内情，“3家投行负责太子奶项目的负责人全部被更换，比如英联项目总牵头人陈

柏松被撤职了。新的人一来就挑起了激烈的内部矛盾，他不想让太子奶上市，希望将太子奶卖给雀巢、达能以换取现金。当时3家投行内部也是斗争很激烈，有的同意上市，有的同意卖掉。所以上市计划屡屡被他们推迟，最后也没上成”。

2008年5月，花旗银行听到了太子奶资金紧张的风声，甚至听到有拖欠员工工资的现象。基于担心自己给太子奶的贷款无法收回，而且当时受到金融危机影响的花旗银行同样急于回笼现金，于是开始催逼太子奶还款。李途纯说道：“太子奶正处在上市最为关键的时候，为了不节外生枝，太子奶不得已一再满足了花旗银行加息、补充抵押的要求。在太子奶被迫提供足额抵押的第二天，花旗银行便将太子奶告上法庭要求提前还贷。这时候多家国内银行看到花旗银行如此逼债，生怕牵连到自己的利益受损，而中国银行株洲分行在太子奶归还2亿元贷款前已向省市政府写了保证：一旦太子奶归还后便立即放贷，但归还后却并没有向我们发放贷款。中国银行的诱骗诱发了太子奶的财务危机。因为遭到银行联合挤兑，已按长期贷款进行了长期投资的太子奶集团一下子陷入了财务危机。”

2008年9月爆发的三聚氰胺行业危机，则在市场层面直接打击了太子奶的销售状况。到2008年10月，太子奶开始出现停产、裁员、断货、经销商集体逼债、员工讨薪等状况，甚至尚在建设中的昆山太子奶生产基地也成了烂尾工程。

其实在太子奶危机显性化之前，三大投行就意图将手上的太子奶股权卖给雀巢，自己全身而退，雀巢也表示出了浓厚的兴趣，据说还开出了50亿元的价格。但是，后来三大投行就收购事项委托德勤对太子奶进行审计，最终结果显示，太子奶的总资产为28亿元，负债却高达26亿元，净资产仅为2亿元（而李途纯之前对外界公布的情况是，资产33亿元，负债11亿元）。面对如此审计报告，雀巢拒绝按原先价格交易，而是要大幅压缩收购价格，无利可图的三大投行只能罢手。

2008年10月23日，在三大投行的压力下，李途纯被迫签订了“不可撤销协议”，双方约定，在一个月的时间内，要么李途纯找到战略投资人接手三大投行的股权，投资人套现离场；要么执行对赌协议，李途纯交出股权彻底出局。

李途纯显然不愿意就此撒手，于是开始四处寻找战略投资者。据说当时李途纯与联想投资、深圳航空等六家意向企业有过接触，但最终无一愿

意接盘。

11月21日，在株洲市市政府的主持下，历时一整天的谈判后，太子奶的股东、管理层、相关债权人共同达成协议：李途纯所持有的近70%股权（估值4.5亿元）全部让渡给三大投行，三大投行承接股权的同时也承接了太子奶的所有对外债务。另外三大投行承诺再向太子奶注入3000万美元资金，以恢复太子奶的生产。

一纸对赌协议，使得李途纯最终仅拿到500万元的补偿以及保留“名誉董事长”的职务。从此，李途纯与太子奶再无任何产权关系。

李途纯落得如此一个惨局，与其说是外部环境引发的，不如说是他自身的性格导致的。李途纯是个喜欢高调的企业家，也是喜欢利用经济杠杆的企业家。从8888万元的标王，到利用经销商实现高额渠道融资，到大跃进似的五大生产基地的开工，再到“1000亿”、“500强”的豪言，无一不体现这种性格。特别是五大基地300亿元产能的规划，严重超出太子奶的消化能力，正如李途纯自己的反思，“太子奶上市之前，我头脑发热，把所有的基地建好了”。

清华大学领导力研究中心研究员秦合舫与李途纯有过交流，对李途纯有一个得到较多认可的评论：感觉他出事是迟早的事情，从起家他玩的就是“以小博大”；在经营策略上他喜欢用自己的“炫耀性社会资本”，这在市场环境较好时可以获得更高速的成长，一旦外部环境恶化也更容易被击倒。

在夸张与高调的背后，难免夹带着李途纯的谎言。

其一，1997年太子奶拿下央视标王那年，李途纯宣称当年拿到了8亿元的订单，而该年实际销售额只有3000万元。

其二，2006年年底投行入股太子奶时，李途纯提供给投行的报表显示有数亿元的利润，而实际上这些利润很大部分是预收的经销商的占款。

其三，李途纯曾对外宣称，2007年的销售额达到30亿元，而实际数字只有17.6亿元。

可以说，李途纯的胆魄，既成就了他的事业，也埋葬了他的事业。

所谓，“成也萧何，败也萧何”。

政府托管，李途纯重谋控制权

原本，在政府的协调之下，太子奶的问题得到妥善解决，但是，直到2008年12月底，三大投行承诺追加的3000万美元仍未能到位，身处金融危机之中的三大投行最终决定不再续投太子奶。

事情就此陷入僵局之中，资金链断裂的太子奶面临无米下锅的危险。株洲市市政府、李途纯、三大投行不得不再次坐下来商谈解决的方案。市政府的意见是，不能看着太子奶就此倒下（政府考虑的是税收、就业、社会稳定等问题）；而李途纯非常希望能救太子奶，但是自己已经弹尽粮绝；三大投行则权当自己先前的7300万美元打了水漂，而不敢再续加投资以致陷得更深。

三方协商出来的方案是（如图12-2）：第一，太子奶的股权结构恢复到对赌前的状态，李途纯依然是大股东；第二，由株洲市市政府组建国有投资公司高科奶业，以租赁经营的方式全面托管太子奶，为期一年；第三，政府投入1亿元左右流动资金作为垫款，使太子奶的生产能够恢复；第四，李途纯及三大投行的股权，在托管期间完全质押给政府的投资公司；第五，政府托管期间所产生的利润，全部用于偿还太子奶的对外债务。

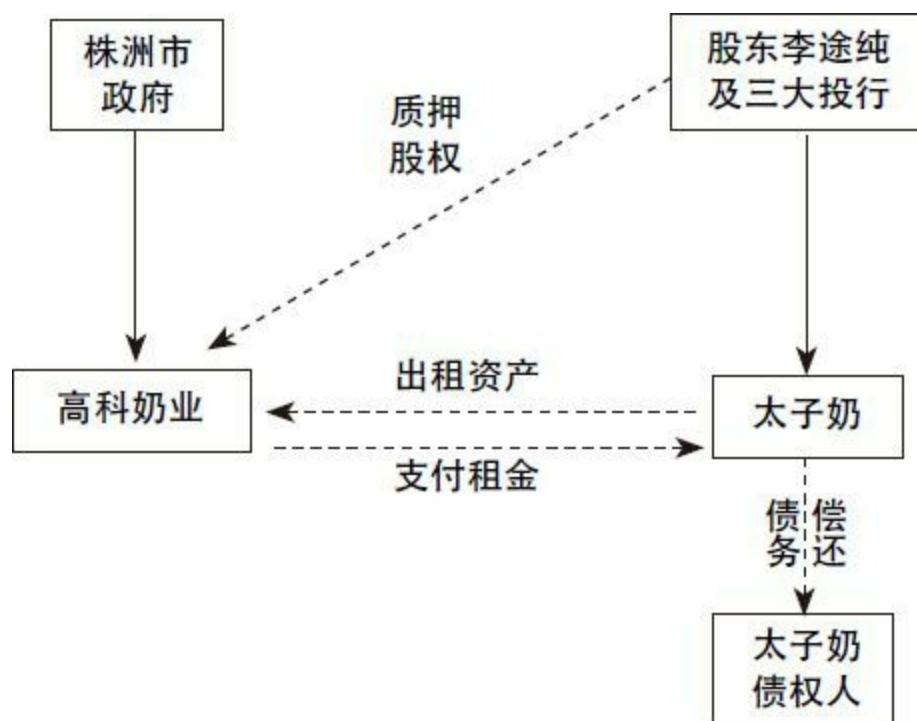


图12-2 政府托管太子奶

2009年1月20日，株洲市市政府背景的高科奶业成立，由株洲经济开发区管委会副主任文迪波出任高科奶业董事长，并正式接管太子奶，李途纯交出经营大权，专事处理太子奶的对外债务。

站在李途纯的角度，形成这个方案对他来说无疑是个利好。不但可以使太子奶重新运转起来，而且还重新拿回了自己的股权，虽然经营大权不再掌握在自己手上，但李途纯相信这只是短暂的。

随着太子奶重新恢复运转，李途纯开始考虑说服政府将经营权归还给他。2009年6月，李途纯向市政府提交了一份报告，陈述“目前稳定的太子奶，仍有数十家投资者进入谈判阶段”，希望政府同意太子奶进行自救。

株洲政府方面也考虑给李途纯一次回归的机会，于是高科奶业、李途纯、三大投行又达成一份协议：从6月至9月的三个月时间内，李途纯负责引入3亿元战略资金，如果引资成功，高科奶业则结束对太子奶的独家托管，李途纯全面回归太子奶，而三大投行也将在战略投资者的接盘中逐步退出。高科奶业董事长文迪波也证实：“3亿元中将有1.62亿元用于归还株洲、黄冈和密云3地政府和国资公司为太子奶所做的垫资。”

但是3个月时间过去，李途纯未能如期引进战略投资，太子奶的经营权依然在高科奶业的文迪波手上。期间还传出消息，高科奶业与雀巢发生接触，文迪波打算将太子奶卖给雀巢。不过，由于这次引进雀巢这家战略投资者并非由李途纯主持，他没办法把控局势的走向，因而李途纯言辞激烈地抵制，声称如果卖给了雀巢，太子奶的下场就会像其他被外资收购的民族品牌一样在市场上消失。高科奶业与雀巢的交易，最终被李途纯成功阻击。

文迪波随即又对外表示，不排除由株洲市市政府直接“接盘”太子奶，由高科奶业及一致行动人联手并购太子奶，使之成为国有控股公司的可能性。自此，李途纯与文迪波的分歧逐渐显性化。

2009年10月初，李途纯获悉2009年1月——9月高科奶业完成的销售额约为5亿元，还不及危机之中的2008年12.3亿元销售额的一半，他觉得高科奶业托管期间的销售状况“太差”，“要谈重回接管”。

“自然重组”与“破产重组”之争

2009年10月10日，株洲市市委、市政府召开常务会议，专门听取了李途纯的“自然重组”报告与文迪波的“破产重组”报告，市政府最终倾向于李途纯的自然重组方案。

据说在私下里，文迪波并不认同政府力主自主重组的思路，依然力主对太子奶进行破产重组。文迪波主张破产重组的理由是，根据2009年6月高科奶业出具的财务报告，太子奶总资产只有25亿元，负债则高达26亿元，太子奶已经“资不抵债”。

他在接受媒体采访时表示：“我曾多次跟老李说，你又不是房地产老板，何必大肆买地造房，还修那么豪华。2007年前后短短两三年筹集了十多亿元资金，可到2008年就玩完了。除了内部漏一点、贪污一点、浪费一点的原因外，与李途纯的经营思路也有很大的关系。老李是有钱买地、没钱建房；有钱建房、没钱买设备；有钱买设备、没钱启动；这路一定不能再走。”

但是李途纯并不同意文迪波所说的“太子奶资不抵债”的说法，他表示太子奶的土地、厂房等固定资产至少值30亿，品牌无形资产也至少值20亿，而负债最多不超过21亿，完全不是资不抵债。

在株洲市市政府自主重组的会议精神下，由李途纯与文迪波分头为太子奶引入战略投资者。李途纯引进了方正集团，文迪波则洽谈了新希望集团、澳优乳业、软银中国等几家。经综合评估，方正集团成为株洲方面首选（据称方正集团另行在株洲投资200亿元），备选依次为澳优乳业、新希望集团、软银中国。

政府首选了李途纯引进的方正集团，使得李途纯强化了对太子奶的掌控力。但就在准备与方正集团签署协议的前夕，方正集团表示太子奶必须先进行破产清算，才有可能进行收购，因为方正集团不可能接下一本糊涂账，面对国内外银行、供应商、经销商等复杂的债权人。

对于方正集团提出的条件，李途纯拒绝签字，因为太子奶的破产清算是他绝对不愿意看到的。李途纯深深陷入了无助的境地：“我现在算是知道了，无论是我本人，还是政府引进的战略投资者，均会要求太子奶破产清算。”

既然李途纯自己否决了自己引进的战略投资者，那就只剩下由文迪波洽谈的新希望、澳优乳业、软银中国等几家战略投资者入围了。

为了不让文迪波主导太子奶走向破产清算的道路，2009年11月26日，李途纯向株洲市市政府提交了《给王市长的报告》，报告中历数文迪波在托管太子奶期间的过错：

其一，文迪波完全不懂管理，不受监督，造成执行中重大损失，亏损2亿元，将政府投入的1.37亿元亏空，又增加新的负债2亿元，已构成渎职。

其二，文迪波在执掌高科奶业期间，与其同学开设的广告公司签下千万广告款，涉嫌利益输送侵吞国资。

紧接着的12月2日，李途纯以太子奶的名义在湖南《潇湘晨报》上发布了一则公告：

鉴于株洲高科奶业经营有限公司不能履行与中国太子食品有限公司、李途纯、李帅等（合称太子奶集团）签订的《资产租赁合同》、协议及相关的会议纪要、会议备忘录等规定义务，五大核心条款全部违约。为此，湖南太子奶集团已于2009年11月两次书面送达通知，终止上述《资产租赁合同》、协议等，并废止相关法律文件。同时，太子奶集团已完

全恢复行使一切权利，请所有投资者直接与太子奶集团洽谈，特此公告。

这纸公告，意味着李途纯不再承认文迪波及高科奶业拥有对太子奶的托管权。李途纯最核心的理由是，高科奶业托管期间（1年）太子奶的销售额必须达到12亿~14亿元，才有权处置李途纯质押在高科奶业的股权，但是直到11月份太子奶销售额还不到6亿元，因而高科奶业及文迪波无权引进战略投资者及处置太子奶的股权。

2009年12月14日，株洲市市政府再次就太子奶事项召开专题会议。当时的状况是，高科奶业账上仅剩200万元现金，原材料价值还不到100万元，而成品库存几乎为零，甚至还欠着一大笔的水电费。太子奶再次陷入几乎停摆的状态，这就是文迪波主持托管期间的业绩。

在专题会议上，李途纯立下军令状，“保证12月22日前带回3000万元的原材料，恢复生产”，但是条件是李途纯重回太子奶。最终株洲市副市长肖文伟拍板，“给李途纯45天”。

但是，在验收原材料之时，文迪波与李途纯发生了分歧，文迪波以李途纯只筹集到了1200万元原材料为由拒绝交还经营权。而李途纯公布的由株洲市公证处出具的四份公证书显示，太子奶管理团队按约准备了价值近4200万元的原材料，包括白砂糖、脱脂奶粉、聚乙烯等主要原材料。

李途纯试图通过向政府部门报告和指出高科奶业违约的方式，逼迫高科奶业交出经营管理权，改变文迪波将太子奶破产的思路。但李途纯并未成功，太子奶的经营权始终捏在高科奶业文迪波手中。

欲夺回控制权而始终不得的李途纯，转而谋划另一条出路。2010年1月，李途纯通过太子奶的12位创业元老，北上河南创立“仙山奶业”，并试图将原太子奶的经销网络策反过来，完成另一种意义的金蝉脱壳，但最终也铩羽而归。

外资银行倒逼实施破产

就在李途纯与文迪波对太子奶的控制权争夺处于胶着状态之时，太子奶的最大债权人花旗银行也采取了一系列行动。

早在2008年10月太子奶发生资金链危机之时，花旗银行便在北京高院提

起诉讼，要求太子奶提前还贷。太子奶意识到花旗的行为可能导致其他银行跟进催贷，并引发银行债权人的挤兑潮，太子奶随即以花旗银行恶意收贷为由，向北京市高级人民法院提起反诉讼，双方陷入了漫长的诉讼调解期。2009年，荷兰银行也因太子奶的贷款逾期，曾在上海市高级人民法院向太子奶提起诉讼。

花旗银行鉴于在中国境内的诉讼不能取得有效进展，便转而在境外发起诉讼。2010年2月22日，花旗银行方面向开曼群岛大法院提交了清算申请，要求对太子奶的境外母公司太子奶控股（开曼）清算，开曼法院于4月14日开庭并裁定，由香港宝华顾问作为太子奶的清算管理人。

李途纯获悉这个消息之后，第一时间以太子奶的名义发表声明：

湖南太子奶集团及旗下国内各子公司，均系依据中国法律设立的中国企业法人，其全部资产均在中国境内，权利义务受中国法律管辖。湖南太子奶集团及各子公司与花旗银行（中国）有限公司北京分行借款纠纷已由北京市高级人民法院受理，太子奶集团及各子公司已向其提出反诉，目前该案正在审理中。经审计太子奶集团实际资产50.9亿（其中商标无形资产20亿，房产土地30.9亿），负债21亿（其中银行10亿，其他债务11亿），完全属于良性负债范围。一年来，太子奶集团已得到境内外银行（招商银行、建设银行、荷兰银行）的长期理解和支持，近期正在协商拟定还款事宜。我们已与11亿小债权人签订了3~7年分期分批还款协议，得到了绝大多数债权人的支持，目前任何人宣布太子奶破产都是非法的。

此外，太子奶还专门指出，大股东李途纯个人一直反对外资恶意收购太子奶，也反对任何人任何机构以破产方式处理债务。李途纯随后以个人名义宣布，即日起其本人及太子奶集团对公司21亿债务终身负责。

针对开曼法院对太子奶的清算判决，高科奶业也于4月15日紧随李途纯之后发布一则声明：

经过多轮竞争性谈判，株洲市市政府于2010年1月26日与投资者签订投资协议，引进北京商络投资管理有限公司和上海明观信息技术有限公司作为战略投资者，目前有关法律手续全部办理完毕（2月1日完成工商变更）。根据协议约定，战略投资者第一期出资已经到位，主要用于补充“高科奶业”生产经营所需的流动资金，二期出资将推进太子奶集团资产负债的重组，实现做强做大太子奶的目的。根据投资协议，双方约定

的投资总额为5亿元人民币左右。

虽然香港保华顾问委托律所对株洲太子奶的破产重整申请，并没有被株洲法院立案，但是外资银行的倒逼破产，无疑使得三方博弈局势更加复杂化。花旗银行与文迪波皆主张太子奶破产清算，但是文迪波不想让清算的主导权落入花旗银行手中，而李途纯则完全反对太子奶破产清算；花旗银行除了拿回自己的债权对太子奶并无任何谋求，而李途纯与文迪波皆对太子奶的控制权志在必得。

特别是高科奶业那一纸声明，将李途纯惊出一身冷汗：高科奶业原本是协助太子奶引进战略投资者，怎么突然间变成了战略投资者入股高科奶业了？高科奶业只是托管太子奶的一个空壳公司，投资方为什么要注资到这个空壳公司之中？外界对此最大的质疑是，文迪波意图将太子奶破产清算，然后高科奶业以战略投资者的身份接盘太子奶并从中获利。其实，早在2009年6月文迪波接受媒体采访时就表示过，不排除由高科奶业及一致行动人联手并购太子奶使之成为国有控股公司的可能。

据说，注资给高科奶业的两家公司“北京商络投资管理”及“上海明观信息技术”，其幕后控制人是知名风险投资商软银中国。因为“上海明观信息技术”的工商注册信息中登记的注册地址及联系电话，与软银中国上海办公室的地址、电话是一样的。有消息称软银中国不方便以公开身份投资到高科奶业，因为这并不是一个光彩的行为。

李途纯意识到文迪波的目的越来越清晰，高科奶业在力图让太子奶破产并伺机吞并太子奶，便在2010年5月31日发布了《太子奶集团收回核心资产和经营管理权的重要声明》。该声明表示收回经营管理权的理由有：高科奶业2010年4月15日《声明》中公布已变更为民营控股公司并已办好手续，租赁公司性质发生根本转变；高科奶业租赁太子奶核心资产一年合同早已到期，经确认支付的租赁费仅2000万元，且租赁期间五大核心条款已全部违约。

纵然有李途纯强烈的反对声音，但是文迪波并未停下其主导太子奶破产清算的步伐。2010年6月1日，高科奶业向太子奶的部分债权人发出《重整申请书》，催促债权人向法院提请太子奶破产。对于高科奶业的行为，李途纯愤怒地表示：“外资收购尚可抵御，但国内租赁者联合外资推动破产，这无异于往太子奶伤口上撒盐。”

李、文先后身陷囹圄，太子奶终被清算

就在李途纯对文迪波进行了最激烈公开抗争之时，2010年6月12日有消息传出，李途纯被株洲市检察机关批捕，罪名是“涉嫌非法集资”。

据检察机关初步查明，截至2009年12月，湖南太子奶集团在全国范围内面向社会公众非法吸收或变相吸收公众存款1.3亿余元，其中绝大部分没有兑付。该1.3亿元包括以“贷款准备金”名义向经销商集资约5600万元，还包括向以“高利贷”方式借款5000万元至6000万元，其余还有向员工集资的数百万元。

此案情一经披露便令舆论一片哗然，所谓李途纯的“非法集资”不是刚刚冒出来的，而是2008年年底时就已经明了，如果他真是有罪的话，为何早不抓迟不抓偏偏这个时候来拘捕？

对此，文迪波给了媒体一个意味深长的回答：“中国存在融资难的问题，民营企业很少不集资的，这个事可大可小，还了事小，没钱还，还把事情搞大了就是问题。2008年，太子奶的债权人盼着李途纯还债，李途纯还不了。到了2009年，债权人又指望高科奶业还，高科奶业实际上也没还多少，株洲市市政府拿出了9600万元，以及高科奶业托管太子奶产生的利润，全部用来还债，但像撒胡椒面一样沉入了大海。何时是个了结？2010年，债权人看到高科奶业也搞不定了，也绝望了，就告到公安，公安就立案抓人了。”

太子奶所欠下的债务究竟是否构成非法集资？

李途纯辩护律师王清辉表示，2008年2月，李途纯在集团内部及经销商范围内出台了贷款准备金制度，该制度明确表示，贷款准备金缴纳对象仅限于太子奶集团已有经销商及集团内部管理人员和业务员等负有市场销售任务的员工，这属于特定对象，而不属于面向社会公众的不特定对象，因而不构成非法吸收公众存款罪。

此外，中国法学界的两位重量级人物，中国法学会刑法学研究会会长赵秉志和副会长陈兴良，就李途纯案所出具的《法律咨询意见书》，也表达了相同的看法。

2010年7月23日，株洲市中级人民法院做出裁定：太子奶进入破产重整程序，并选定北京市德恒律师事务所为破产重整管理人。据悉，高科奶业对破产管理人申报了1.88亿元的债权，是太子奶主要债权人之一。

对于株洲方面对李途纯的拘捕动作，外界的解读是，李途纯并非真的有罪，而是为了便于顺利推进太子奶的破产清算。

文迪波随后对外表示，接下来的步骤首先是正式引进战略投资者，然后在彻底明确债权债务的基础上制订清算方案，并提交债权人大会通过，“如果高科奶业能够成为战略投资者，当然是我们最为乐意看到的，现在也在积极争取，但是在公平、公开和公正的前提下，有更好的企业前来投资，我们也可以平稳淡出”。

但是身处看守所的李途纯并未就此罢休，他提出八点意见，主题依然是坚决反对对太子奶破产清算，李途纯的思路是：他仍然持有太子奶的股份，出任企业总经理；高科奶业可以成为太子奶的股东之一；动员所有债权人将债权转化成股权；太子奶的股东按比例再追加投资，解决资金周转问题。

李途纯的提议石沉大海，依然没有得到文迪波的回应。被逼到绝路的李途纯向文迪波打出了最重磅的一张“牌”，2010年9月下旬，他通过家属向媒体公开爆料：文迪波在执掌高科奶业期间，与其同学开设的广告公司签下千万元广告款，涉嫌利益输送侵吞国资。

李途纯方面披露的细节是，高科奶业的第一份广告合同签署于2009年3月25日，签字人是文迪波。根据这份合同，高科奶业将与“北京灵动”进行总金额为1150万元的形象代言和广告推广合作，其中850万元主要为植入广告费，300万元为动漫形象“胖兔子粥粥”的广告代言费。合同约定，北京灵动应保证高科奶业在湖南卫视首播的电视剧《一起去看流星雨》中有2000秒的剧情植入广告，并保证该电视剧艺人无偿参与20场以高科奶业品牌宣传为主线的地面活动。

据太子奶方面表示，文迪波与北京灵动的股东陈传焕系同学关系，并且这份广告根本不值这么多钱，2000秒剧情植入广告市场价值仅值约200万元。而且这些植入广告根本就没有做，合同约定的20场地面活动，实际上只执行了9场。

李途纯早就已经掌握文迪波涉嫌利益输送的情况，并且在2009年年底写给株洲市市长的报告中也有提及，这次李途纯选择向媒体曝光，显然是摆出了鱼死网破的架势。在媒体的追问下，文迪波承认了他与陈传焕的同学关系。

然而，这次公开举报似乎并未构成对文迪波的毁灭性打击，他依然在实质上主持着太子奶的破产清算事务。

2010年11月，太子奶方面以境外母公司太子奶控股（开曼）公司的名义，向湖南省高级人民法院及北京市高级人民法院对高科奶业提起诉讼，要求对方赔偿金额合计3.5亿元。理由是：高科奶业欠太子奶租金7000余万元、原材料款3000万元；因高科斩断太子奶的渠道体系，导致太子奶近8000万元的债权无法收回；高科奶业变卖北京太子奶的设备造成近2000万元的损失；高科奶业托管经营期间以太子奶的名义欠的税款600余万元、水电费近千万元，等等。

但是李途纯一切的抗争都无济于事，彻底绝望的他在写给清华EMBA同学会的狱中遗书中，留下了这样一句话：“我请求让我们这一代长期背负骂名、长期受到不公平待遇的企业家，死后都能得到安抚。”

2010年12月4日，旨在破产清算的“太子奶第一次债权人大会”在株洲市召开，确认的债权人为1279家，总金额12亿余元。

2011年1月太子奶举办第一轮招商竞标会，该次招标会以流标结束，2011年6月又举行了第二轮招商竞标会。2011年8月31日，太子奶重整方案最终正式出炉，新华联控股及北京三元食品联合提供7.15亿元资金偿还太子奶的全部债务，并获得太子奶100%股权以及全部剩余资产。

就在太子奶破产重组接近尾声之时，2011年7月31日晚，文迪波被湖南省纪委“双规”，原因不详，株洲市市政府派出市委副秘书长何朝晖自8月1日起赴高科奶业临时主政。

9月14日，太子奶第二次债权人会议在株洲市天元区人民法院召开，担保债权组、税务债权组、出资人表决组表决全部通过破产重整方案。

几天之后，李途纯获准保外就医离开看守所，从失去自由算起，他在看守所度过了一年零三个月。

2012年2月14日，李途纯最终被宣布无罪释放。之后曝出越来越多关于李途纯及其家属、公司员工被迫害的消息。

无论如何，李途纯失去了自己一手创办的太子奶，而且还付出了15个月失去自由的代价。

假如，当初不要英联他们的投资，我自己做下去；假如，当初同意英联、摩根的提议卖给雀巢，太子奶也不会出现今天的局面。所以，我认为自己在重大问题的处理上，在风口浪尖时，没有把握好，还是过于自信。

这是李途纯的反思。

但是，历史永远无法“假如”！

评论

三方角力的恶果

卓星煜（联创永宣资本高级副总裁）

在太子奶陷入困境之后，笔者曾经代表联创基金与李途纯及其团队长时间接触探讨投资可能，可细细调查后便发现太子奶所陷入的困境就犹如一出宫廷大戏，表面的光鲜之下是复杂而又危险的暗雷，稍有不慎便会触发。太子奶本身已犹如被贬入宗人府的前太子，仍期望着“基金大臣们”可以助其一臂之力东山再起；实则大权已被株洲市市政府这个“太上皇”所掌握，行着“垂帘听政”之实；而早先支持过太子奶的基金及银行们除了想收回成本之外已经别无他求，更是随时随地做好了落井下石的准备，以期在“抄家”时多分得一份家产。

太子奶在成立不到10年间便从巅峰落至谷底，究其原因，还是应了那句老话，“成也萧何，败也萧何”。李途纯冒险、大胆的经营风格和激进的市场营销将太子奶推上了行业巅峰，而李途纯这名船长的性格缺陷及金融常识上的不足，使其在企业撞上金融海啸这座冰山后，连出各种昏招，加速了“太子尼克号”的沉没。

其实基金和银行就犹如中间派大臣，既会明着支持太子上位，也会暗中安排嫡系联姻，如拉来雀巢这样的“洋阿哥”。而竞争激烈的乳业市场，情况瞬息万变，太子奶的行业地位实则非常脆弱，合纵连横实乃上上之策。但李途纯却没听进高盛、英联等一众“朝中元老”的劝告，反而一心想着如何成功上市继承王位，结果阴差阳错没赶上资本市场的好时光，

最终功亏一篑。而高盛、英联等一众老臣们则犯了经验主义的错误，仅仅凭借其成功辅佐蒙牛阿哥上位的经验，没有对太子奶做完整的尽职调查便匆匆决定投资，注定了最终可能千万美元投资打水漂的结局。

而株洲市市政府为了社会的和谐稳定，由一个纯粹无关的独立第三方变成了相关利益方，则使得这场本来已经相对复杂的两方博弈，变成了更为复杂的三方博弈。所谓“清官难断家务事”，我们姑且不论这官是不是够清，光这把别人的家务事变成自家事的做法，已经是极为值得商榷的了。无论最终对李途纯的判定如何，都怕是难以服众。而这三方角力，各有各的缺陷与弱点：政府欠缺市场化运营企业的经验与激励机制，李途纯则是个人信用的过度透支，投行与基金们本身就不具备实际运营企业的能力，使得博弈的三方谁都没有能够胜出并将企业成功带出困境的把握，最终只能让“太子尼克号”这艘昔日的明星巨轮越沉越深……

第三篇 夫妻劫

两口子共同创业，如若日后婚姻破裂，如何避免因股东的婚姻问题对企业产生重大冲击？

第13章 土豆网：离婚蝶变效应

王微与前妻杨蕾之间的一场婚姻财产诉讼，险些将自己一手创立的土豆网的IPO葬送了。它不仅使得土豆网的上市进程延后了超过半年时间，而且最终导致了土豆网被行业第一的优酷网收购。

一场婚变，不仅影响到一家企业的生死前途，而且还改写了一个行业的游戏规则，可谓是“名垂青史”了。这场由婚变引发的企业财产纠葛，究竟能给我们带来多少反思？

2011年8月11日，优势资本副总裁张甜在其微博中写下一条工作日志：“成功将控股股东夫妻感情不能出问题这一条款写到投资协议中，既要全面又要含蓄，真是个技术活儿。”

有人觉得很奇怪，创业者的夫妻感情投资人也能控制得了？张甜表示，需要控制的只是与之相关的股权结构及争议问题的解决，并非控制夫妻感情本身。

进入2011年以后，VC/PE向创业企业投资时，类似的条款越来越多地出现在投资协议中，它们都有一个非正式的名字——“土豆条款”。土豆条款的诞生，源自土豆网赴美上市途中创始人前妻发起财产诉讼，VC开始意识到企业创始人婚变所带来的投资风险，于是开始酝酿相关控制条款，而给这个条款取名的正是土豆网创始人王微。

王微与前妻杨蕾之间的这场婚姻财产诉讼，险些将土豆网的IPO葬送了。它不仅使得土豆网的上市进程延后了超过半年时间，而且最终导致了土豆网被行业第一的优酷网收购。

一场婚变，不仅影响到一家企业的生死前途，而且还改写了一个行业的游戏规则，可谓是“名垂青史”了。

那么，这场婚变引发的企业财产纠葛，究竟能给我们带来多少反思？

创业在先，结婚在后

2005年1月，从贝塔斯曼辞职的王微以100万元的启动资金在上海租了一套三居室民房，四五个人在这里开始了创业，王微形容自己是在“播种土豆”。几个人捣鼓的是当时中国还未有过的视频网站，即使日后极负盛名的YouTube此时在美国也才刚刚诞生2个月，没有任何知名度可言。王微想把网站做成视频分享网站，苦于找不到借鉴对象，那时只能学习美国图片共享网站Flickr。

经过三个月的内测，土豆网在当年4月正式上线。

土豆网创立早期，有两件事对其知名度的打开带来莫大帮助。

其一是，在当时Web2.0概念刚刚兴起的背景下，土豆网的上线立刻引来了在国内极具影响力的互联网评论社区DoNews的关注。当时DoNews创办人刘韧及总编辑洪波对土豆网的评论，使土豆网在业界的知名度初步打开。

那时候，王微还不知道洪波是谁、DoNews是啥，只知道拉着几个兄弟闷声不响地做着土豆网，闷声不响地写着自己的Blog。

王微回忆道：“那天——土豆网推出来后的第三天或第四天的晚上，我坐在美罗城地下一层的大食代，拿了啤酒，等着最后一份的铁板烧，手

机响了。是正做着Chinabbs的邓薇。刚一接，就听着她说，你快去看看，你写的那个blog被行里头最有名的洪波转了！我哦了一声，一头雾水。我写的blog？我好像已经很久没写blog了吧。给转了？洪波又是谁？哪个行里头？然后手机就断了。”之后，王微与洪波成为好友。

其二是，土豆网上线半年后的10月21日，《纽约时报》专栏作家、《世界是平的》一书作者托马斯·弗里德曼到访土豆网办公室，要与王微探讨Web2.0概念。

王微这样形容他当时的心情：“托马斯·弗里德曼，三次普利策奖的得主，中东问题最有影响力的非政府人士，《纽约时报》著名的外交事务专栏的作家，1989年他的《从耶路撒冷到贝鲁特》，就得过了非虚构类作品的最高奖，美国国家图书奖。更不用说，我已经跟读了他的专栏整整10年。可以这么说，我是他的粉丝。”

弗里德曼与王微的对话持续了两个半小时，并且这场访谈的内容第二天就以《中国人找到自己的声音》为题登上了《纽约时报》的专栏。在离别之前，弗里德曼以玩笑般的口吻对王微说：“你要做好准备啊，我经常一写谁，那个网站就要被挤瘫痪了。”

2005年12月，当时小有名气的土豆网拿到了来自IDG的A轮融资，不过金额只有50万美元。

关于王微获得IDG的投资，一个流传得很广的段子是：王微去见IDG合伙人章苏阳，后者见他第一面就拍板答应投资。章苏阳的理由是，王微当时打扮得非常随意，甚至脚上穿的还是拖鞋，这符合章苏阳心目中做Web2.0视频网站的形象，不循规蹈矩、有创造性、有活力，如果王微是西装革履面见章苏阳，他还未必会投。

其实，这仅仅是章苏阳避重就轻对外讲的“故事”而已，他知道怎么讲“投资故事”能吸引媒介的眼球以促进传播。实际情况是，2005年夏天，IDG的投资经理高翔就已经与王微开始联系，他们约在上海一间酒吧见面，从下午一点聊到凌晨零点，从个人经历聊到web2.0、互联网行业的未来。“当时美国的互联网视频也还没有起来，还没人听说Youtube，那时大家都用Flickr来做比喻。”高翔说道。

双方经过了前后半年时间的接洽，而且王微为了拿到50万美元的投资，居然同意出让高达30%的股权（如图13-1）。之后高翔带着王微去见合

伙人章苏阳，面对如此优惠的条件，章苏阳没有理由拒绝，况且50万美元对于IDG来说简直是九牛一毛，即使投资失败也不影响整个基金，所以跟王微面谈只是走个过场而已。

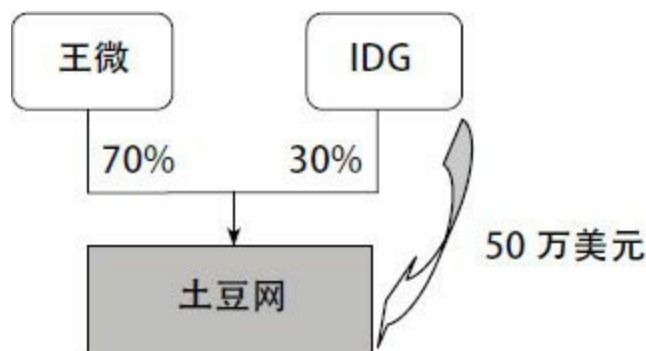


图13-1 IDG以50万美元换取土豆30%股权

DoNews总编辑洪波知道王微首轮融资即出让了30%股权时，惊讶地问他：“你不怕失去对这家公司的控制权吗？”王微回答：“把自己做的事情做成比任何事都重要。”似乎他对企业的控制权不是那么在意，或许他那时压根就不觉得自己真能把企业做成，又何必计较所谓的控制权呢？

在拿到第一轮融资后不久，王微结识了上海电视台主持人杨蕾。那是在一个由杨蕾大学同学举办的聚会上，杨蕾与王微同时出席那场聚会。那时，王微正在寻求结交一些传媒界的人士，混个脸熟以便日后给企业宣传带来些许便利。

两人似乎是一见钟情，认识不久双方感情便迅速升温。2006年5月他们结伴前往缅甸旅行，6月两人又一路从四川成都开始、途经香格里拉最后游玩到了云南丽江。

就在王微与杨蕾出行期间，土豆网获得了来自IDG、纪源资本（GGV）、集富亚洲（JAFCO）的850万美元B轮融资，其中IDG投入150万美元，纪源资本与集富亚洲各投350万美元。此时，土豆网团队也从当初的四五个人扩充到了20人。

短暂的婚姻蜜月期

那时的杨蕾虽然没有在土豆网正式出任什么职务，但也在为土豆网的发展尽着自己的一分力。比如，对于传媒界的一些不成文规定、甚至某些

政策风险，杨蕾都做了不少把关工作；传统媒体圈的资源关系，大多也是杨蕾帮着搭建起来的；甚至后来出任土豆网独立董事的刘春（时任凤凰卫视中文台执行台长，也是杨蕾的大学师兄），也是杨蕾介绍给王微的。

土豆网的公关宣传活动中，也不时闪现杨蕾的身影。土豆网内部人士表示，杨蕾从某种意义上可以算是土豆网的第一任公关总监。

王微是个文艺青年，平时甚是喜欢舞文弄墨。他甚至像一个刚做母亲的女人一样，在博客上记录着自己的“孩子”——土豆网成长的点点滴滴（IDG投资经理高翔也正是通过其博客关注土豆网的），这在中国企业家群体中是极为罕见的现象。

2006年，《收获》杂志刊发了王微带有自传色彩的12万字长篇小说《等待夏天》，描述了主人公在大洋彼岸留学、生活的点滴。一年以后这部小说的单行本正式出版，在该单行本自序的最后一句中，王微写下了“**This book is for Lei, for recovering a piece of memory**（这本书献给蕾，献给那一片重现的回忆）”，这是王微的可见文字中仅有的对杨蕾的感情表白。

2007年4月，土豆网获得C轮1900万美元融资，此轮融资由今日资本及General Catalyst领投，两家各投600万美元，其余5家VC合计投入700万美元，前两轮的投资人IDG、纪源资本、集富亚洲也继续跟投。

在顺利完成了C轮融资后，酷爱旅行的王微和众驴友们又踏上了骑行西藏的路途。随后，在杨蕾的协助下，王微将整个西藏的骑行过程用DV拍摄了下来，并制作成一部完整的视频上传到土豆网。这部由土豆网当家人自制的原创短片，给网站带来不少好评，这也使得王微更加强调土豆网的UGC（用户原创内容）特征，正如王微给土豆网创作的那句知名广告语“每个人都是生活的导演”。

2007年8月，王微与杨蕾低调结婚。但是，这场婚姻仅维持了一年即出现裂痕。

离婚似乎是宿命

2008年8月，王微向杨蕾提出离婚。

说起离婚的原因，王微给出的理由是，杨蕾对土豆网“关心过度”。据说杨蕾甚至在土豆网办公区设立了一个蛋糕房，还经常对土豆网员工说“加油、上市”之类的话。这令王微感到非常压抑。

而杨蕾并不认同王微的说法：“我看到土豆网发展中有什么危险，指出来那有什么不对？我关心土豆网错了吗？不是为了土豆网好吗？”

杨蕾认为导致他们婚姻破裂的原因，完全是因为他们之间有了“第三者”。坊间传闻，王微与杨蕾离婚前一直与一位名为“谭元元”的舞蹈演员交往甚密。杨蕾知悉以后，一直极力试图挽回婚姻，因而始终不同意离婚。双方一直耗到2010年3月，才最终由法院判决离婚。

对比双方对于离婚原因的公开说法，杨蕾的说法明显更加接近真实情况。杨蕾曾说过她所理解的王微：“他爱一切美的东西，不过在征服之后，会继续寻找.....”

杨蕾说的这个评论，似乎与王微的个性比较吻合。王微身上有着典型的追赶潮流的文艺青年气质，比如，他所撰写的小说《等待夏天》；比如，他在话剧《大院》中担当编剧的角色；再比如，芭蕾舞剧《Raku》也是由王微完成的脚本。以至于土豆网在王微的捣鼓之下，都带有其鲜明的个人标签，难怪总有人觉得土豆网与豆瓣网有几分相似，网站总是弥漫着一股文艺青年气质。

文艺青年，给人的感觉总是与“风花雪月”有着千丝万缕的关系。就如诗人徐志摩，一生都在追求诗化般的美，也在追逐着纯粹的爱情，爱的时候可以烈火干柴，一旦不爱了则毅然离开。所以徐志摩说他只忠于爱情，而非忠于某个女人。

在王微身上一样能找到徐志摩的某些影子，所以杨蕾与王微的结局似乎就成了一种宿命了。正如王微的自传体小说《等待夏天》所描述的结局那样：主人公喜欢旅行、冒险和各种新奇的追求，不安定也不知足，因而女友最终选择离开、嫁作他人妇。

在双方婚姻存续期间的2008年4月，土豆网获得D轮5680万美元融资，由新加坡的凯欣亚洲领投3000万美元，美国洛克菲勒家族旗下风险投资公司Venrock及其他5家VC共同投资2680美元，此前的IDG、纪源资本等也继续跟投。

虽然有D轮的巨额融资支持，但是土豆网却在2008年将行业头把交椅给丢失了。据中国互联网信息中心发布的《2007中国互联网调查报告》显示，土豆网以9.86%的市场占有率位居播客及视频分享领域第一位，优酷网以8.91%位居第二。但在2008年，在当时金融危机营收受阻的背景下，土豆网放缓了网络带宽投入，而优酷网则选择了趁势扩张。双方市场策略的迥异，带来的结果是优酷网在2008年超越土豆网，并且两者间的距离逐渐拉大。

诉讼险将IPO葬送

2010年7月，土豆网完成了E轮5000万美元融资，该轮由新加坡淡马锡（子公司Sennett Investments）领投3500万美元，而凯欣亚洲、IDG、纪源资本等5家VC合计追投1500万美元。

一个有意思的对比是：土豆网从创业伊始经过6轮融资，合计获得1.6亿美元（包括E轮之后2500万美元认股权证的发行），王微的持股比例也最终被稀释得仅剩12.7%（如图13-2）；而优酷网上市前同样获得6轮融资，所得金额同样是1.6亿美元，但其创始人古永锵依然手握41.5%的股权，大大高于王微。王微的股权之所以被如此大幅稀释，与土豆网在第一轮融资时以50万美元出让30%股权给IDG有着莫大关系。

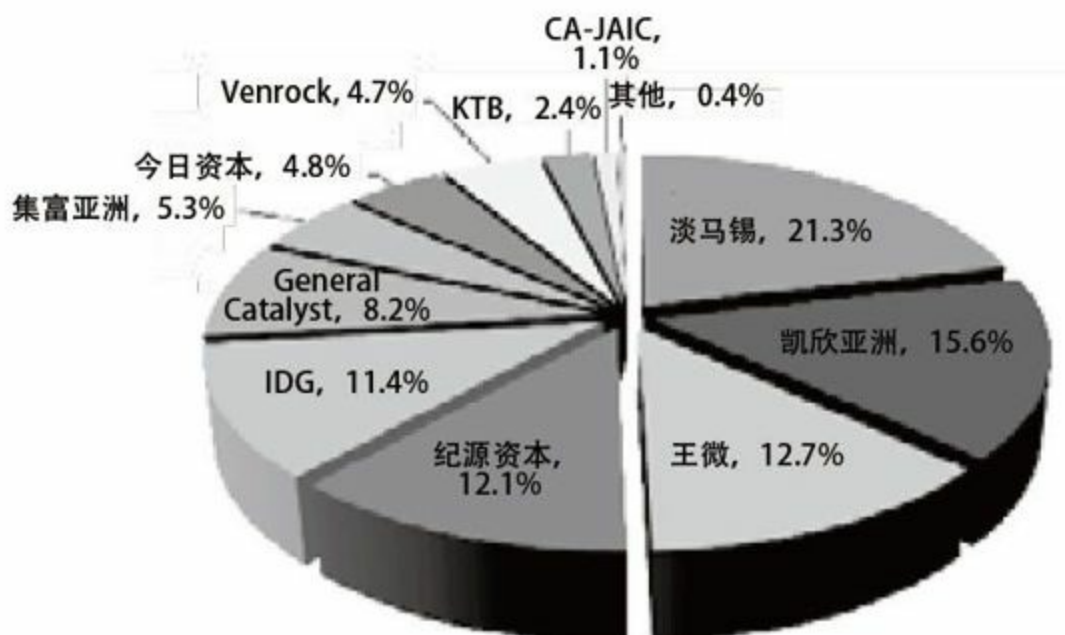


图13-2 土豆网IPO前股权结构

2010年11月9日，土豆网向美国证券交易委员会递交了上市申请，其最大竞争对手优酷网也紧随其后递交上市申请。这一对冤家不仅在市场上扭打在一起，在融资上相互较劲，就连上市进程也在相互争夺。

然而，就在土豆网递交上市申请之时，杨蕾上演了一场针对土豆网的“上市阻击战”。《财经》杂志驻上海记者杨海鹏在微博上爆料称：“周五（11月12日），因创始人CEO王微与前妻杨女士离婚析产纠纷，土豆网的相应股权，已被上海徐汇区法院诉讼保全。王微与前妻去年由徐汇法院判决离婚，王以公司和他都是‘负资产’名义，将妻子‘净身出户’。土豆网IPO在即，此事关系重大。”

此说法随即得到了杨蕾律师的证实。11月10日，上海市徐汇区人民法院冻结了王微所持土豆网的核心运营平台“上海全土豆网络科技有限公司”的股权。王微在该公司中占股95%，这部分股份中，有76%涉及夫妻共有财产问题，王微前妻遂提起诉讼，对这部分股份的一半予以权利主张，冻结了该公司38%的股份进行保全。王微提出担保解除了第一次保全，但杨蕾又申请了第二次保全，法庭随后根据第二次财产保全申请，冻结了该公司38%的股份，禁止转让。

对于杨蕾在紧随土豆网提交上市申请之时突然发起的诉讼，土豆网方面认为有可能是竞争对手在从中作梗。土豆网内部人士表示：“杨蕾为什么不在土豆网上市之后提起财产分割诉讼呢，这样对她自己也更有利啊。我们认为这是一场阴谋。”

而杨蕾的律师则称，起诉早就已经开始，只不过因为之前“向法院提交的材料不齐”，后来补齐材料，法院才在11月1日正式受理诉讼请求。

无论杨蕾的诉讼目的是为了报复还是单纯的财产诉求，都在客观上导致了土豆网纳斯达克上市的搁浅。

据说王微料到了杨蕾可能会有起诉这一招，因而在上市前咨询了律师的意见。律师给王微的意见是：第一，全土豆公司是王微在结婚前就设立的公司，属于婚前财产；第二，全土豆公司从设立至今，一直是亏损经营，因而也就谈不上财产增值，所以无需分任何财产给杨蕾。如果杨蕾一定要争取财产分割的话，王微可以反向要求杨蕾共同负担他的巨额负债（土豆网的注册资本以及后续的增资是海外的VC投资人借款给王微注入企业的）。

正是基于这样的分析，王微只给了杨蕾10万元补偿，也无需杨蕾承担任何债务，杨蕾就此“净身出户”。

但是，情况果真如王微的律师分析的那样吗？企业是婚前的2004年年底设立的这点没错，但是企业因为亏损股份就没有增值？其实，在土豆网的历次融资中，私募发行价格从0.083美元/股一路上升到2.71美元/股

（如图13-3），而且每一次的私募价格都较前一次高。这说明，即使土豆网在亏损经营，但是其股权却是在持续增值的。因而杨蕾与王微婚姻存续期间财产增值部分，杨蕾理应获得其中一半。

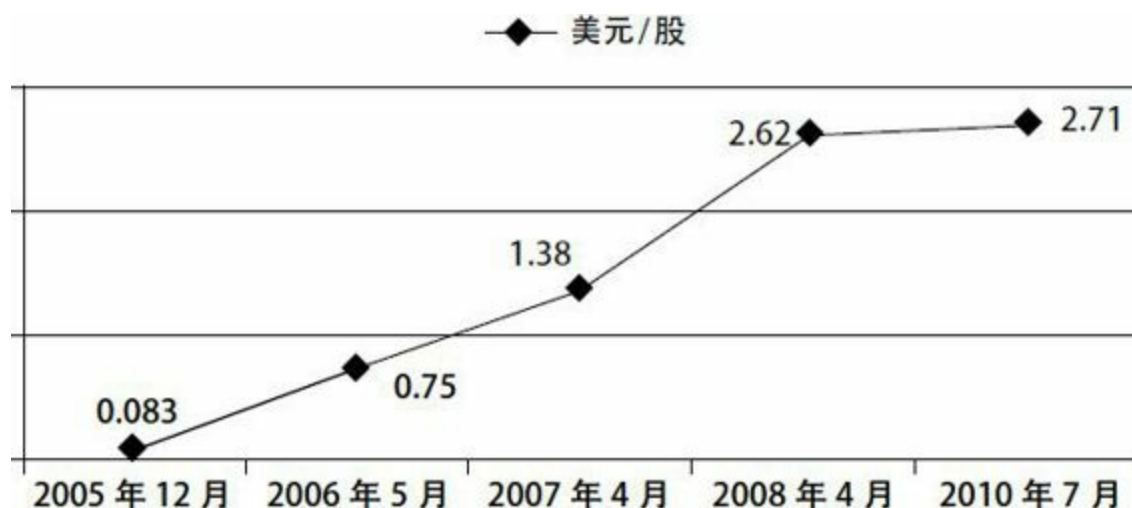


图13-3 土豆网历次私募融资价格

土豆网纳斯达克上市的半路夭折，迫使王微重新坐到谈判桌前与前妻杨蕾进行协商。最终双方达成协议，由王微支付杨蕾等值700万美元的现金，换取杨蕾放弃对企业股权的索求。据说第一笔270万美元于2012年6月前支付，第二笔430万美元于土豆网上市后2年内支付，如若王微未能按期履行合约，法院将把诉讼保全的全土豆公司股权判决给杨蕾。

700万美元补偿一事遭到杨蕾的否认，不过，土豆网于2011年4月重新提交的招股说明书却多了一项风险披露：“土豆网创始人兼CEO王微遭其前妻杨蕾起诉。王微持有上海全土豆网络科技有限公司95%的股份，杨蕾以婚姻期间夫妻共有财产为由要求分割王微持有全土豆股份中的76%，法院目前已将王微持有股份中的38%进行了财产保全。对于股份保全期限，法庭暂未宣布，但根据中国法律程序，保全时间最长不超过两年。”

虽然创始人婚姻财产纠纷得以解决并于半年之后再次提交了上市申请，但土豆网却错过了最佳上市时机。当时的华尔街正在爆发中国概念股的信任危机，大批中国公司被做空导致股价暴跌，外加欧债危机弥漫在欧美资本市场，外界一度认为土豆网无法成功将股票发行出去，从而导致此次IPO失败。同期盛大文学、迅雷等企业皆因市况不佳而宣布暂停IPO。

距离土豆网重新提交上市申请2个多月过去了，依然未见土豆网公开招股的任何消息，也未见其宣布暂停上市。截至2011年6月30日，土豆网账上仅剩2070万美元现金，这意味着土豆网要么流血上市，要么现金流断裂，要么被对手收购。

于是各种传闻接踵而来，先是传言百度、新浪网等洽谈收购土豆网事宜，接着又传出优酷网有意收购土豆网。2010年12月优酷网IPO融资2亿美元，2011年5月又通过增发融资4亿美元，手握重金的优酷网通过收购土豆网成为其第一大股东也不是不可能。

纵然外界流言满天飞，王微却因为处于上市缄默期而无法做出回应，其实他一直都未放弃上市计划。进入8月，土豆网终于在市况极其惨淡的情况下开始了IPO全球路演，于8月17日实现IPO并融资1.74亿美元。

土豆网因创始人前妻诉讼而引发的上市波折最终画上了句号，这也是2011年下半年唯一一家在美国实现上市的中国企业。

在投资人压力下“卖身”

然而，土豆网的上市并未让其摆脱厄运。

土豆网挂牌当天即遭遇破发，较29美元的发行价下跌11.86%，最终收盘在25.56美元。在此后的半年中，土豆网的股价在做空中概股的背景下一路下挫，到2012年1月份已经跌至9.5美元，还不到IPO价格的1/3。

股价急挫至此，土豆网的VC投资人坐不住了。

按照此时土豆网9.5美元/ADS的股价，相当于2.375美元/股（1ADS=4股股票），这个股价早已经低于土豆网D轮私募融资（2.62美元/股）及E轮私募融资（2.71美元/股）的价格。这意味着土豆网的D轮、E轮投资人（比如凯欣亚洲、Venrock、淡马锡）已经开始出现账面亏损了（如

表13-1)。

表13-1 土豆网投资人持股成本明细

投资人	投资额 (万美元)						投资额合计 (万美元)	最终持股数	平均持股成本 (美元/股)
	A 轮	B 轮	C 轮	D 轮	E 轮	认股权			
IDG	50	150	50	300	200	100	850	10,379,691	0.82
纪源资本	—	350	150	800	500	250	2050	11,027,224	1.86
集富亚洲	—	350	100	—	—	—	450	4,843,008	0.93
今日资本	—	—	600	—	—	—	600	4,352,150	1.38
KTB	—	—	300	—	—	—	300	2,176,060	1.38
CA-JAIC	—	—	100	80	—	—	180	1,030,587	1.75
General Catalyst	—	—	600	500	220	110	1430	7,478,294	1.92
凯欣亚洲	—	—	—	3000	500	250	3750	14,215,278	2.64
Venrock	—	—	—	1000	80	40	1120	4,258,419	2.64
淡马锡	—	—	—	—	3500	1750	5250	19,384,853	2.71
总计	50	850	1900	5680	5000	2500	15980	79,145,564	2.02

如果土豆网的股价继续按这种颓势下滑下去，也许大部分VC投资人的持股解除锁定套现退出时，都要以亏损收场。

显然，VC投资人都无法接受这样的局面。

此时，土豆网的投资人要考虑的是如何确保自己的投资回报。

2012年3月12日，网络视频行业的一条爆炸性消息曝出：优酷网以158%的溢价换股收购土豆网，土豆网成为优酷网的全资子公司，并从纳斯达克退市。交易完成之后，优酷网原股东持有优酷网新公司71.5%的股份，土豆网原股东持有优酷网新公司约28.5%的股份。

这个交易，说白了就是土豆网的股东以1.6倍的溢价将公司卖给了优酷网，股东获得了投资回报,而优酷网则因为将行业老二收入囊中而巩固了自身的市场地位。而对于这个实质意义上的换股收购，优酷网与土豆网对外宣称是双方“合并”，或许是优酷网方面为了照顾土豆网创始人王微的面子。

消息宣布时，土豆网内部员工异常震惊：为何没有任何先兆就突然间被并入了老冤家优酷网？而优酷网的内部员工获悉之后，则是以胜利者的姿态一片欢呼。

这次密不透风的事先谋划，幕后推动者可能正是土豆网的投资人。据说本次交易系优酷网最早的投资人、成为基金创始人李世默与纪源资本合伙人符绩勋及IDG合伙人章苏阳联系，然后促成两家的并购交易。

土豆网上市以后，其前四大股东分别是淡马锡（17.1%）、凯欣亚洲（12.5%）、纪源资本（9.7%）、IDG（9.2%），而王微则仅持有8.6%股权。从董事会结构来看，前四大股东占据4个席位，王微与CFO余滨占有2个席位。因而，无论是股权比例还是董事会席位，资本方都较创始人方拥有绝对优势。

至于媒体一直关心的王微对此事的态度，在这种力量对比悬殊的格局中，身为创始人的王微，即使反对将土豆网卖给优酷网，恐怕也是徒劳的。毕竟他改变不了投资人的意志。据了解，王微拥有超过25%的投票权（王微的1股等于4股的投票权），而按照土豆网的公司章程，出售企业需要获得75%的股东同意，因而王微理论上拥有实质否决权，他不同意企业就无法出售。但是在这种形势下，选择与投资人利益相一致的“卖身”方案，恐怕是创始人王微在投资人的压力下不得不做出的“生死抉择”。

可以说，土豆网发展至最终被出售的结局，有两个无法回避的原因：

其一，王微与前妻杨蕾的婚姻诉讼，使得土豆网错过了最佳IPO时机。等到王微解决家务事、重启IPO的时候，美国资本市场已经处于做空中概股的血雨腥风之中，上市惨状与8个月之前优酷网上市的热闹光景形成鲜明对比。土豆网上市首日下跌12%，市值7.1亿美元；而优酷网上市首日大涨161%，市值超过30亿美元。此后，两家网站的差距越来越大。

其二，王微在IPO之前的历次私募中，由于估值太低过度稀释了自身的股权，上市后最终仅持有8.6%的股权，无法对企业实施有效控制，以至于投资人决定要把企业卖掉时，身为创始人的王微无心亦无力阻止。

行业规则随之而变？

土豆网创始人的婚姻诉讼造成的另一个影响是，给创投业带来一场不大不小的冲击。

王微的婚姻诉讼事件发生后，上海暴雨娱乐CEO朱威廉在微博上说道：“听说最近不少VC/PE试图在SA（股东协议）中增加条款，要求他们所投公司的CEO结婚或者离婚必须经过董事会，尤其是优先股股东的同意后方可进行。”

这条微博后来被王微看到，便随手加了一条评论：“前有新浪结构，后有土豆条款，大伙儿一起努力，公司治理史上，留个名。”因王微这句话，“土豆条款”就此得名。

站在法律的角度，这个条款的有效性显然是备受质疑的。有律师直陈“如果真有这条，也是无效条款，属于百分之百违反法律、行政法规”。

经纬创投合伙人张颖也对“土豆条款”嗤之以鼻：“这种事我们经纬不会做。什么是风险投资？我的理解是风险在投资前，创始人风险本来就是立体的、多面的，约束人家私人生活或把它跟我们的利益捆绑是件不公平的、扯淡的事！”

即使是身为土豆网投资人之一的今日资本，并且其所投资的另两家企业真功夫、赶集网不幸都爆发了创始人婚姻财产纠纷，但其总裁徐新也不甚认同将“土豆条款”加入到投资协议中，而仅仅是强调强化投资前的尽职调查：“这三件事算是给投资人敲响一个警钟吧，现在凡是结了婚的我们要访谈老婆，离婚的我们要访谈前妻，没结婚的我们要访谈爸妈。”

但并不是每家VC都是这么想，比如本文开头所说的优势资本，就在尝试着在投资协议中加入约束创始人婚姻的某些约定。

而更为成型且不与现行法律相冲突的“土豆条款”也被律师们研究出来了，比如以下一条：

控股股东A和B需在IPO之前保持实质及形式上的合法夫妻关系，且A和B认可其二人之间的夫妻关系境况是影响投资者投资判断的重要因素，A、B同意其应及时、全面、真实地披露。A和B承诺在IPO之前不会出现任何影响夫妻关系的事实，包括但不限于：任一方出轨，分居等。

在土豆网事件的冲击下，类似的条款未来将越来越多出现在VC的投资条款清单中，甚至可能成为标准条款之一。

评论

“土豆条款”非万能

徐沫（方达律师事务所律师）

对于本次土豆网与优酷网之间的联合，无论是冠以“合并”、“收购”，还是以“卖身”为名，其实质都是各方创始人、投资人等利益协商一致的结果。此次的联合，从积极的角度而言，优酷网和土豆网可以共享独家版权，缓解资金压力，避免恶性竞争，并以规模优势提升面向广告商和版权商的议价能力，在技术研发、市场营销等方面也可能会有积极的协同效应。当然，合并的风险也显而易见，双方经营团队、企业文化能否顺利融合，能否避免重蹈盛大并购酷六后创始团队出走的覆辙，目前不得而知，仍需拭目以待。因此，这次合并可以说是机遇与挑战并存。谁是最大的赢家，恐怕真的很难说，如果要真有的话可能就是腾讯，因为他们的视频团队提前10个月完成了2012年KPI（关键绩效指标），成为行业第二。

应该说，与优酷网合并，可能是土豆网创始人团队和投资人在目前形势下共同做出的明智抉择，这似乎是2010年年末土豆网错过最佳上市时机之后就已经注定的“无言结局”。面对土豆网如今的现状，可能许多当时并不看好土豆网“逆市而上”的人，随着时间的推移，反而会感叹土豆网错过了IPO的最佳时间。如果土豆网的上市时间点能赶在2010年下半年甚至优酷网上市之前，如果美国市场对中国概念股没有发生“冰火两重天”般的变化，如果.....历史是不允许“如果”的。

由此可见，错过最佳上市时机对土豆网和文艺青年王微的命运来说，是多么影响重大。

实际上，土豆网错过最佳上市时机的根本原因，并非创始人王微与前妻杨蕾的婚姻诉讼，而是审计方面的原因，但是长期以来，王微、杨蕾的婚姻诉讼一直是大家讨论的焦点所在。而以土豆网冠名的“土豆条款”似

乎已经呼之欲出，貌似要成为PE/VC签署股东协议等交易文件的格式条款。如前文所述，其基本含义大致为：公司创始人结婚或者离婚须经董事会同意，尤其是优先股股东的同意，或公司创始人应承诺婚姻的持续。

以上所谓的“土豆条款”，其在法律效力上可能会存在一定的瑕疵。婚姻关系作为最为典型的人身关系之一，其本质属性就决定了限制或试图限制婚姻关系的缔结或解除，都是对人身自由的严重限制。因此，任何试图在现行法律体系外，创设限制离婚自由的条款或文件，不仅可能违反中国法律关于“感情破裂且调解无效即可判决离婚”的现行体制，甚至可能违宪。

因此，真正有效且尽可能避免被中国法律认定为无效的土豆条款，不应该试图正面要求夫妻维系婚姻状况或对离婚事项设定任何实质性或程序性限制，而是应该设计成：

1. 承诺函。如果创始人在处置自己权益的交易时（以土豆网的VIE结构为例，即签署控制协议时，包括不限于咨询服务协议、委托投票协议、股权质押协议等），创始人若已经有配偶，为了避免日后可能存在的婚姻纠纷，投资人和创始人可以要求配偶签署一份承诺函作为交易文件的附件，内容可以考虑包括以下几点：

（1）配偶确认其对公司的股权不享有任何权益，且承诺不就公司股权提出任何主张；

（2）配偶确认已完整审阅理解，并无条件、无保留、不可撤销地同意交易文件的约定；

（3）配偶承诺签署一切必要的文件并采取一切必要的行动，以确保交易文件得到适当履行；

（4）配偶承诺如任何情况下获得公司股权，应受交易文件的约束，并遵守作为公司股东的应尽义务。

若在前述情况下，创始人尚没有配偶，则从严格意义上分析，前述股东权利属于婚前财产，之后配偶对该权利进行的主张可能不受法律保护。当然，如果夫妻双方愿意，做一份婚前财产公证可能对创始人以及公司持续经营的保护更具有积极作用。

2. 交易文件。此外，从投资人角度出发，可以考虑在交易文件的买入选择权和卖出选择权等部分，适度加入创始人婚姻状况，将创始人的离异作为重大不利变化之一，从而成为触发投资人行使前述选择权的条件。但是，该类条款将创始人的个人生活与其所持股权直接关联，似乎又略显严格、苛刻，创始人是否愿意接受存在着一定的不确定性。而从创始人角度出发，即使创始人愿意接受，也应将条件增至“创始人离异，且该离异将给公司和投资人造成实际损失或将公司陷入僵局”。

虽然有上述条款安排，但基于产生争议时，投资人较难证明损失的存在及其金额，且存在司法机关裁判及执行的不确定性。故除亡羊补牢的“土豆条款”外，实践中投资人在对公司做前期尽职调查时，应该将公司创始人是否有稳定的家庭生活作为考量的因素之一；同时投资人也应该进一步了解公司是否有合理的治理结构，即使发生离婚财产分割，对公司运营及上市可能产生的损失也较小。

因此，土豆网和土豆条款，其实给投资人、创始人许多有益的启迪，合理、正确地将这些启迪写入投资和重组的交易文件，才能更好地规避潜在的风险，使各方利益得到切实的保护。

【作者声明：本人目前就职的方达律师事务所，是土豆网IPO的中国法律顾问，但土豆网上市时，本人仍在另一家律师事务所任职，故以上评论系本人从媒体等公开渠道知悉，仅代表本人个人的观点和见解。】

第14章 赶集网：股权分割是与非

都说“清官难断家务事”，赶集网创始人杨浩然与前妻王宏艳的婚姻财产诉讼，至今依然没有定论。前妻主张分割财产，前夫则主张婚姻无效，究竟孰是孰非？谁对谁错？

这场悬在半空中、涉及企业股权的婚姻财产诉讼，究竟会对企业造成何种影响，现在还无法下定论。只是，此过程中涉及的纠纷处置，处处拷问着当事人，在利益面前，究竟应该做出怎样的人性抉择？还有，如何才能避免创始人的家庭危机危及企业发展？

围绕着赶集网产生的股权纠纷，说起来其实并不复杂。

创始人之一的杨浩然在和前妻王宏艳的婚姻存续期间与弟弟联合创办了赶集网，之后杨浩然夫妇婚姻破裂法院判决离婚，王宏艳对企业股权提出财产主张，而杨浩然先是将企业股权转给了自己的弟弟，后又提出婚姻关系无效不予分割企业股权。

1995年，25岁的安徽小伙子杨浩然大学毕业后，经人介绍与23岁的河北姑娘王宏艳结婚了。之后，杨浩然前往美国得克萨斯州立大学达拉斯分校攻读计算机科学硕士学位，王宏艳陪读。

几年后，杨浩然的弟弟杨浩涌也来到美国耶鲁大学留学。两兄弟毕业之后都在美国硅谷从事IT工作。

进入2003年下半年，全球互联网行业逐渐回暖，IT海归开始了新一轮回国创业潮，杨浩然兄弟即是其中之一。

赶集网的诞生

当时美国一家名为Craigslist的分类信息网站逐渐声名鹊起，其类似于传统报纸上的分类广告。杨浩然兄弟就琢磨能否将此网站的模式复制到国内，这便是“赶集网”的由来。杨浩涌曾回忆道：“有一天吃饭的时候，我跟我哥哥杨浩然说，我觉得这个Craigslist挺好的，国内好像还没人做，不如我们也回去搞一个算了。我们都觉得这个东西都挺实用的，都是解决生活上比如租售房屋、买卖二手车之类的（困难）。”

于是，兄弟俩开始一边写代码，一边寻求融资。2004年年底，杨浩涌放弃了美国绿卡先行回国筹建赶集网，杨浩然则在美国设计出了赶集网的系统界面。

杨浩涌回国以后找了三家VC，第一家是IDG，第二家是DCM，第三家是Dragon Venture。IDG的反馈是，该项目有些早，要观察一段时间再看，DCM则是约见了之后便再无下文。

杨浩涌与第三家投资人Dragon Venture见面时，对方找来他们曾投资过的亿友网的创始人过来一起听杨浩涌的介绍。

“我当时分析，自己没什么优势，在中国也没有商业经验，就是懂代码

而已，中国懂代码的人太多了，唯一可能的优势就是这个点子我比别人发现得早。所以我得藏着掖着，不能告诉太多的投资人，不能到处给别人讲。”

最终Dragon Venture也没向赶集网投资，非相关的亿友网的创始人却记取了杨浩涌的所有想法，而此人当时已经离开亿友网准备投资新的项目。

于是，杨浩涌不得不约见此人，并提了两个要求：一、希望他不要抢用赶集网的创意；二、如果他有兴趣可以加入，做联合创始人。但此人提出要做大股东，杨浩涌不能接受，双方谈崩。

最终融资无果的杨氏兄弟，只能依靠他们手头的积蓄，并从两个在谷歌工作的朋友手里借了一些钱，这样一共凑了10万美元启动资金。

2005年3月20日，赶集网正式上线。

据说ganji.com这个域名还是从一个韩国人手里买下的，“当时他正好要卖，开价3000美元，我直接联系到了他，砍到1700美元，买了，超值！这事儿现在想想都感到幸运”。

赶集网上线不久，一个偶然的的机会杨浩涌发现其商业设想被泄露了出去。那时杨浩涌见到了新浪网分类信息的负责人，对方告诉他，那个分类信息创业方案他在2004年的12月份就见过，然后导致新浪网有了分类信息。

就在赶集网创办的同时，类似的分类信息网站如58同城、百姓网也先后上线。

2007年11月，杨浩然回国和弟弟一起经营赶集网。

与谷歌合作

赶集网创办的头几年，其分类广告的主营业务并不赚钱，一直挣扎在生死线上。真正让赶集网维系下来的，是协助谷歌公司运营其google（中国）网站获得的收入。

2005年下半年，Google开始进入中国市场。2006年1月25日，Google推出google.cn。2006年4月12日，Google首席执行官埃里克·施密特在北京

宣布Google的全球中文名字为“谷歌”，Google正式进入中国。

根据中国的法律法规，企业要从事互联网业务，必须获得通信管理部门核发的互联网信息服务业务经营许可，即ICP经营许可证。而外企互联网公司进入中国，必须采取合资的模式，外资方在企业中的出资比例，最终不得超过50%。

为了运营google（中国）网站，谷歌与杨氏兄弟的北京飞翔人信息技术有限公司（即赶集网的运营公司），合资设立了“北京谷翔信息技术有限公司”，各占50%股权。而google（中国）网站的ICP许可证则是借用赶集网的。

对于赶集网与谷歌的合作，杨氏兄弟一直不愿对外做过多透露。但是2007年杨浩涌在赛迪网做访谈时，还是透露了双方紧密关系：“从2005年年底我们就开始跟Google接触，到2006年有些战略合作，现在越来越深入……我们依赖Google给我们带来的帮助和支持。”

后来，杨氏兄弟逐渐从谷歌中国合资公司的中方股东中退出。2009年2月，杨氏兄弟将北京飞翔人信息技术有限公司的全部股权转让给了一位叫胡峰的人。同时，杨浩涌也不再担任该公司的董事长及法人代表，董事长由曾砚明女士担任，法人代表则变更为沈思。而沈思曾经的身份是谷歌中国的移动产品经理。

杨氏兄弟在逐渐退出与谷歌的合作后，将原赶集网的业务转移出来，由“北京鑫秀伟烨科技发展有限公司”运营，并且申请了新的ICP牌照。在新公司中，杨氏兄弟各占50%股权。

靠着与谷歌的合作，赶集网获得了维持运营的第一桶金。

婚姻的裂痕

回国以后，杨浩然——在妻子王宏艳眼里的这个“普通人”，当上了赶集网总裁。随后，王宏艳感觉到丈夫对她态度逐渐冷淡，个中内情外界无从知晓。

不可否认的是，双方十几年的婚姻开始出现裂痕。王宏艳说道：“我感觉事情在往危险的方向飞速发展，而我俩的财产基本都控制在他手上，所以我必须先出手，保护好自己！”

2009年1月，王宏艳率先向美国加州法院递交诉状，要求离婚并分割在美国的存款和房产。之后美国法院判决双方离婚，但判决中未涉及双方共同财产的分割。王宏艳表示，之所以没有分割财产，原因是“杨浩然一方宣称股权系杨浩涌赠与所获，属于其个人财产不应分割”。王宏艳进而提出回中国取证，美国财产分割案暂时停顿。

让人意外的是，就在双方的婚姻官司在美国诉讼过程中，杨浩然将其在赶集网50%的股权转给了其弟弟杨浩涌，以规避将企业的股权分割给妻子王宏艳。而此时的赶集网，经过4年的蛰伏，经营状况逐渐有了起色，或许杨浩然根本就不打算将日渐增值的企业股权拿出一部分来分割给前妻。

据杨浩然的弟弟杨浩涌对外表示，赶集网从2009年开始盈利，当年营收约1000万元，2010年达到1000万美元。

随着企业经营状况的好转，赶集网陆续得到风险投资。2010年1月，诺基亚成长基金及蓝驰创投共同向赶集网投资2000万美元；同年12月，今日资本和红杉资本联合向赶集网投资7000万美元。

获得融资之后的赶集网规模迅速扩张，在原先的分类信息的基础上，陆续推出了团购、无线、交友、社交、短租、悬赏、游戏等多个产品，员工数量从2009年的数十人增加到2011年的2000多人。与此同时，赶集网也开始了大规模的推广活动，那则由姚晨“骑驴赶集”的形象广告开始登上各大电视台的屏幕。

财产纠纷

就在赶集网经营蒸蒸日上的时候，杨浩然的婚姻官司也在胶着进行。2010年9月，经女方王宏艳在河北邯郸市人民法院申请，美国离婚判决在中国生效。

紧接着，王宏艳又向赶集网公司注册所在地的北京市海淀区人民法院提起诉讼，要求法院判决“杨浩然恶意转移企业股权行为无效”。

“股权转让案”原定于2010年10月18日一审开庭。然而当天开庭之时，杨浩然的律师向法官表示，杨浩然已经于6天前向北京市西城区人民法院提起诉讼，要求法院判决他与王宏艳之间的婚姻无效，并且西城区人民法院已经立案。

鉴于“婚姻无效案”已经立案，从法理上来说，必须等此案有最终判决结果之后，“股权转让案”才能继续下去，所以海淀区法院审理的“股权转让案”不得不先搁置起来。

杨浩然提出婚姻无效的理由是：当初两人不是亲自前往民政局领的结婚证，因而不符合法定的婚姻登记要件。而作为支持诉讼的证据，是安徽省某地民政部门出具的一份书面证明。该证明显示，“结婚档案因遗失无法查找”、“双方均未到场办理登记手续”。

为了使得审理能够在北京市西城区人民法院进行，杨浩然在“婚姻无效案”的诉状中有意将王宏艳的地址写成美国的地址，但王宏艳向法院提出自己2010年4月就已经回国，并且一直住在河北省邯郸市。有鉴于此，2011年8月，北京市西城区人民法院裁定此案归邯郸市相关法院审理。

2011年10月，河北省邯郸市人民法院宣布不予受理杨浩然的“婚姻无效案”，理由是按照司法解释，是否亲自领结婚证不是婚姻无效的法定情形。邯郸市人民法院如此表态，即意味着双方的婚姻有效，因而之前中止的因离婚纠纷而产生的“股权转让案”就应该恢复审理。

但王宏艳在其微博中透露：“在得知邯郸法院将不予受理被管辖移送来的无效婚姻案后，作为原告的赶集网总裁杨浩然及其代理律师，找出各种理由或拖延时间或干脆拒绝签收法院特快专递，严重妨碍了正常的司法送达程序，导致因无效婚姻案被裁定中止的海淀法院股权转让纠纷案迟迟不能恢复审理。”

之后，杨浩然又将“婚姻无效案”上诉到邯郸市中级法院。

就在王宏艳一筹莫展之时，其律师发现杨浩然涉嫌在核心证据上造了假：安徽省某地民政部门出具的证明是杨浩然一方捏造的，民政部门的原始证明本来只提及“结婚档案因移失无法查找”，却有人人为在文尾加上了“双方均未到场办理登记手续”的字样。

王宏艳表示：“直到2012年元旦前，才意外通过安徽当地民政部门相关调查获知制造假证据真相。”

有分析认为，杨浩然之所不惜以涉嫌造假的方式，打“婚姻无效”的官司，目的就在于避免企业股权分割影响到企业的上市进程。如果“婚姻

无效案”胜诉，则“股权转让案”也有了胜诉的可能。即便“婚姻无效案”无法胜诉，只要在技术层面让这起诉讼的审理进程尽可能地拖延，“股权转让案”的诉讼也就难以启动。

据王宏艳称，“股权转让案”中止审理期间，其前夫杨浩然的弟弟杨浩涌又将公司全部股权转让给了赶集网副总裁刘洋。

2012年3月，事件又有新的进展，杨浩然上诉到邯郸市中级人民法院的“婚姻无效案”维持原判。王宏艳2012年3月19日向笔者表示：“目前裁定书仍在送达程序中，婚姻无效案送达程序完成后可以重新启动股权转让案。”

这场悬在半空中、涉及企业股权的婚姻财产诉讼，究竟会对赶集网造成何种影响，目前还无法下定论。只是，此过程中涉及的纠纷处置，处处拷问着当事人，在利益面前究竟应该做出怎样的人性抉择。企业股东的家庭关系不仅仅是个人私事，还牵扯到企业本身的稳定性以及其他股东、企业的员工等利益相关方。围绕着企业的这些利益相关方都需要反思：如何才能避免创始人的家庭危机危及企业发展？

评论

夫妻店投资法则

符胜斌（任职于中国铜业有限公司投资管理部）

创始人夫妻间婚姻状况的那些事似乎越来越成为诸多投资机构的麻烦。真功夫、土豆网、赶集网等企业的“夫妻门”事件向投资机构的投资及退出提出了新的挑战 and 压力。对投资机构而言，如何规避所投资企业的股东风险，尤其是投资“夫妻店”的风险已经成为一个必须正视的问题。

相较一般企业而言，“夫妻店”的特点在于夫妻一般掌握了企业的大部分股权甚至是绝对控股权，夫妻关系一旦发生变故，夫妻对企业股权产生纠纷，将对企业发展战略、重要决策、正常的经营产生影响，进而影响企业的上市和盈利。若处理不当，对投资机构的投资收益将产生极大的不利影响。同时，那些导致夫妻之间产生纠纷的说不清、道不明的原

因，也会给企业的形象带来一定的负面影响。

对于投资机构而言，当然不会仅仅因为投资对象是夫妻店就加以放弃，毕竟还有很多夫妻店发展得很好，比如SOHO中国有限公司等。那么，如何在投资一家当代中国的夫妻店时，避免夫妻纠纷的那些事给投资机构带来风险呢？我们可以从投前、投中、投后三个方面采取措施。

投前尽职调查：未雨绸缪

在投资“夫妻店”之前，投资机构在一般的尽职调查程序之外，还需要额外增加对夫妻双方的性格、价值观、专业背景、在企业的分工协作情况等详尽调查。一般而言，如果夫妻在企业内部有着明确的分工且都能独当一面、专业知识和能力能形成有效的互补，这样的“夫妻店”基本不会因为夫妻关系变化的原因而产生投资风险，典型的例子有SOHO中国的潘石屹和张欣、当当网的李国庆和俞渝等。调查了解的途径可以通过公司高层访谈、重大供应商和客户的访谈以及参与企业决策会议、经营形势分析会议等方式。

投中协商：先小人后君子

在完成尽职调查，进入投资协议谈判阶段后，投资机构可以从以下两方面来规避投资风险：

一是明确产权。夫妻店纠纷的根本性问题就是股权分割问题，具体表现为夫妻双方在企业的股比及公司治理结构安排。按照《中华人民共和国公司法》第44条“股东会会议做出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过”的规定，公司重大事项的安排必须经过不少于三分之二股东同意。也就是说，如果要保证重大决策的连续性，夫妻一方的股权比例必须低于33%。因此，投资机构在投资入股时，可要求夫妻之间进行财产公证，或者做得彻底一点，可以要求夫妻之间进行股权分割（按照我国税法规定，在夫妻关系存续期间，夫妻之间的股权转让行为是免缴所得税的），但要保证一方股权不得高于33%，从根子上解决夫妻变故导致的产权纠纷。而做到这一点有很多办法，如增加投资机构的投资比例、给企业高管股权奖励或者设立期权池等。

二是设置风险隔离墙。主要从三个方面进行隔离，第一，及时修订公司

章程，修订股东会、董事会议事规则，尽最大可能保证夫妻一方对企业重大决策、正常经营的决定权（必须要注意的是，这种决定权一定是合法的，而不能像真功夫案例那样“涉嫌挪用资金、职务侵占”），以确保企业生产经营活动的连续性。第二，设立经营防火墙。比如投资者可要求夫妻签署协议，明确在夫妻纠纷处理期间不得干涉企业具体的生产经营活动，并实行人事冻结。在此期间，企业的正常生产经营由夫妻双方委托投资机构或企业的经营班子进行，夫妻任何一方不得干涉，直至纠纷处理完毕，以此来减少夫妻变故对企业正常生产经营活动的影响。第三，利用投资机构某些特殊条款，限制夫妻纠纷对企业正常经营活动的影响，或者说，使夫妻中的一方在采取某些行为之前，充分考虑行为的后果。比如投资机构可约定夫妻进行纠纷处理的时间期限，一旦超出约定期限，投资机构可要求夫妻或企业回购其股权或行使强制随售权等。

投后管理：规范 and 标准

目前我国的“夫妻店”普遍实行的是家族式管理，夫妻在企业中有着绝对的话语权。对于投资机构而言，当其完成对企业的投资后，应立即着手规范企业经营管理行为，引入职业经理团队，加强制度建设、流程建设，逐步规范企业的决策机制、业务流程，充分发挥协商机制，减少“一言堂”的现象。通过加强投后管理逐步减少夫妻股东对企业经营影响，提升职业化管理水平。

上述三方面的措施都只是应急之需，谁也不想面对这样的情况。夫妻创业都是起于微时，创业不易，应当珍惜。《夫妻那些事》中有句台词说得好，“感情不好又离不了的，那叫套牢”，希望不要套牢自己，又套牢别人。