

机构投资者崛起、创业股东控制权 博弈与公司治理^{*}

——基于雷士照明的案例研究

张 慕 濒

(南京大学应用经济学博士后流动站/华东师范大学金融与统计学院, 上海, 200241)

摘 要:雷士照明案例表明,企业快速扩张过程中,以股权投资基金为代表的机构投资者的积极行动会对创业股东控制权和公司治理产生影响。不断分散的股权结构和日益强大的机构投资者将是中国上市公司未来面对的格局,机构投资者是否会改善公司治理,取决于其动机、偏好及收益权衡。若借助机构投资者之力改善公司治理,创业企业家必须提升与资本博弈的能力。长远来看,机构投资者崛起有助于提高公司治理效率、企业家资本运作与风险防范能力,有利于职业经理人市场建设和利益相关者利益保护。

关键词:雷士照明;机构投资者;控制权;公司治理

近些年,机构投资者在我国的股权投资市场和证券市场上迅速崛起。它会给创业股东的控制权及公司治理带来怎样的影响呢?本文将通过对于著名的雷士照明(2222 HK)控制权之争的案例研究,力图在这方面获得一些有价值的认识和结论。

一 文献综述

对于机构投资者在公司治理中的作用,国内外学术界进行了大量研究,大体上可概括为以下方面。

第一,机构投资者的优势、治理目标与成本收益权衡。Davis 和 Steil(2001)认为,相对于企业法人股东与个人股东,机构投资者既拥有小股东所不具备的规模优势,又克服了大股东内部控制的局面,成为在企业治理结构中个体股东、内部大股东三足鼎立的一方。机构投资者可以凭借高比例持股对企业经营施加影响,其治理目标以获取投资回报(包括红利与证券资产增值)为主。机构投资者是否介入公司治理取决于成本收益权衡。苏振华(2002)认为,在规模经济效应和学习曲线效应下,机构投资者监督上市公司是“既有利可图,也一定愿意为之付出具体行动”。

第二,机构投资者的参与是否改善公司治理及其绩效。以 Shleifer 和 Vishny(1986)等为代表的一系列研究发现,机构投资者可以有效约束公司管理人员,使其以公司的真实业绩为目标,减少管理者人为的投机行为;Smith(1996)等人的研究表明,股东行动主义对企业长期业绩有正面影响;Brinson, Singer 和 Beebower(1991)认为,机构投资者会以相对稳定的长期投资组合目标为基础制定投资决策;Lakonishok, Shleifer 和 Vishny(1993)的研究认为,养老基金、共同基金等机构长期持有股票的收益高于频繁买卖股票;Karpoff, Malatest 和 Walking(1994)对 1986—1990 年股东提议的实证研究发现,机构投资者持股比例的增加会加大股东议案被接受的可能性。然而,也有为数不少的研究表明,机构投资更加

* 本文为上海市哲学社会科学规划项目(2010EJB005)的阶段性成果。

重视追求短期目标,并不真正看重公司的长远价值(Webb, Beck & McKinnon, 2003)。国内也有学者围绕机构投资者的持股特征、机构投资者参与控制权竞争、机构投资者治理与公司股权结构变化等问题得出了众多结论(江向才, 2004; 王琨、肖星, 2005; 王奇波, 2005; 文志涛、唐婉虹, 2010; 钱露, 2011)。

以上研究从正反两方面论证了机构投资者参与治理对公司绩效的影响,事实上,机构投资者治理的有效性还受到制度环境、市场特征、公司股权结构的演变以及机构投资者流动性偏好等因素的影响。近些年的公司治理实践则揭示,股权结构变化如何影响机构投资者治理还需要从实践中获取更多证据,如 Stuart 和 Laura(2003)所说:股权结构的进一步分散以及机构投资者股权集中度、持股稳定性的不断增加,在一定程度上促使了机构投资者积极治理的有效性;但是,给予机构投资者相等的股权份额,并不一定使他们像大股东一样行事。我国上市公司分散的股权结构能否促使机构投资者发挥出更有效的治理职能?抑或在有专业背景的创业股东控制权受到制约后,代理问题会被放大吗?机构投资者治理的有效性该如何发挥?以下将通过雷士照明的案例加以分析。

二 机构投资者的崛起与日益分散的股权结构

20世纪80年代中期以后,各类机构投资者迅速成长,彻底改变了股票市场的结构。根据美国投资公司协会(ICI)的统计,截至2008年末,全球共同基金的资产规模达到18.97万亿美元。以养老基金、投资公司、保险公司、银行和各类基金会为主体的机构投资者在全部股票中的持股比例,1950年为6%,1980年为37%,2008年进一步提高为66%。机构投资者最为发达的美国,1999年机构投资者持有的股票市场份额达到30%左右,其中基金持有18%。英国机构投资者的持股比例则从1975年占股市总值比例的43%,发展到1996年的占比63%。随着机构投资者持股比例的上升、政府管制的放松及其积极推动,机构投资者在行使股东权利方面变得积极,最终形成了被称为“资本革命”的股东积极行动,对美国乃至世界各国公司治理产生了深远影响。

在我国,2006年以来证券投资基金、创投(VC)和私募股权投资基金(PE)出现了爆发式增长。截至2012年12月31日,中国银河证券基金研究评价资讯系统记录的正式运作的证券投资基金总共有1495只,其中以中国大陆境内市场为投资对象的基金有1427只,以中国大陆境外市场为主要投资对象的QDII基金有68只。公募基金行业资产净值(不含QDII)达到28031.35亿元,比2011年大幅增长了31.3%。根据清科研究中心近期发布的数据,2012年中外创投共募基金252只,全年发生1071起交易,投资总量达到73.2亿美元。

从机构投资者持股份额来看,也逐渐趋向集中。截至2012年底,机构投资者持有深交所股票整体市值占比达57.2%,机构对中小板股票的持股市值占比达53.5%。

与机构投资者持股比例稳步上升相对应的是上市公司股权结构的进一步分散。通过梳理2005年至2011年民营上市公司股权结构数据,发现第一大股东平均持股比例从2005年开始一直稳定在31%至34%之间,相比之下,前十大股东持股比例却从54%左右稳步上升至60%。众所周知,通过出售或稀释股权的方式引入外部股东是一个很好的融资途径,不低于30%却又不高于35%的第一大股东持股比例无疑是民营企业在扩张发展与保留控制权之间不断权衡的结果。民营企业守住30%的界限,可以抵制来自外部的控制权竞争行为,如果企业由一些能力不强的企业家掌管,可能不利于公司治理。那么,突破30%的底线,让股权结构进一步分散,借此引入多元化投资主体,是否能改善公司治理呢?雷士照明的股东纠葛展现了创业企业家如何在扩张与控制之间艰难权衡,机构投资者获得控制权后如何在控制与公司业务成长、满足利益相关者需求之间艰难磨合的过程。

三 雷士照明案例解读

(一) 控制权之争过程概述

雷士照明事件最初引起市场关注的是2012年5月25日的一则公告,称公司创始人吴长江因个人

原因已辞去董事长、执行董事兼首席执行官、董事会所有委员会职务，并辞去其在全部分属公司所任一切职务。公告同时显示，公司的非执行董事、软银赛富亚洲基金创始合伙人阎焱接任董事长，来自第三大股东法国施耐德的张开鹏将出任首席执行官。从这一人事调整来看，是非常典型的疑似两大投资人股东联合向创始人股东发难。

此后一直到2013年1月14日吴长江重新执掌大权，雷士照明经历了公司停牌、复牌，创业股东吴长江下台、上台，机构投资者与产业资本纠结、竞争，与企业经营有重大关系的供应商、经销商乃至员工卷入其中的一系列波折，充分展示了资本博弈过程中机构投资者崛起的力量和创业企业家面临的挑战。

吴长江宣布辞职至2012年7月13日之前，曾试图让弟弟吴长勇担任董事，但董事会未予通过，吴与第一、第三大股东在网上各自发表声明，吴暗示被逼宫，而对方则爆出吴在重庆的公司涉嫌政治事件、关联交易等内幕。按照董事会程序，吴的出局似乎已成定局，未料7月13日，支持吴长江团队的员工和经销商宣布罢工和停止进货，雷士照明事件开始发酵，股票停牌。8月10日，部分供应商也加入到停止供货的行列。

一朝易主遭到独立董事的反对并对主营业务产生了显著影响。8月14日，雷士照明董事会发表公告，一则盈利预警称2012年上半年利润将同比显著下降，其原因包含了吴长江辞职因素；另一则报告了独董因公司战略分歧请辞，还称重新委任吴长江为公司董事长及董事并不妥当。8月15日，雷士照明股票恢复交易，似乎尘埃落定。然而8月16日和君创业公开称：“受到雷士照明部分小股东委托，恳请我们出面推动雷士照明的‘小股东倒戈’”，并向雷士照明发出了律师函以及致董事会的公开信。8月17日，吴长江回惠州、万州市场基地安抚员工、高管及经销商、供应商。

9月4日，雷士照明发表公告，称公司决定设立一个临时委员会以管理公司日常运营，由吴长江任临时委员会负责人。9月29日，雷士控制权之争的三方亮相新浪财经视频专访，达成和解。而从9月13日至10月4日，吴长江在二级市场8次回购股份。

12月11日至21日，国内LED芯片制造巨头德豪润达加入雷士照明的纷争，在公开市场买入约2.6亿股雷士照明股份，迅速持有雷士照明8.24%的股权。12月27日，德豪润达与雷士照明双双发布公告，前者通过全资子公司德豪润达国际（香港）以总价13.4亿元获得雷士照明20.05%的股份，成为雷士照明的第一大股东，吴长江则通过定向增发成为德豪润达的第二大股东。双方联手后，吴持有雷士照明股份的比例下降到6.79%，但德豪润达与吴长江共同持股的比例达到26.84%，已接近软银赛富和施耐德电气两大股东所持雷士股份的数量。

2013年1月11日，雷士照明再次停牌。1月13日，雷士照明发布公告宣布重新委任吴长江出任公司CEO，委任德豪润达董事长王冬雷为雷士照明非执行董事。1月14日，雷士照明复牌，雷士照明与德豪润达股价双双上涨。

雷士照明股权争夺的戏剧性变化究其根本，牵涉到股权结构、机构投资者治理动机的动态变化以及产业资本与金融资本的博弈，之后还涉及相关利益主体积极维权的行动。

（二）企业扩张中的股权结构分散与创业股东面临的潜在控制权竞争

雷士照明成立于1998年，吴长江为主发起人。1998年至2005年间，雷士照明从3000万元年销售额的小型企业发展到年销售收入达7亿元。2010年5月20日，雷士照明登陆港交所，募资14.57亿港元，按照IPO后吴长江22.33%的持股比例，他在1998年投资的45万元已经撬动了900倍于初始投资的资金。然而，在企业快速发展的背后，是不断的股权稀释。以股权换资金成为雷士照明扩张的一贯途径，并由此埋下了控制权争夺的潜因。

表1列举了雷士照明从创业之初至今的股权结构变化情况，可以发现：几乎每次遭遇重大机会，雷士照明都采取“贱卖”股份的方式获取资金，而每一次的股份换资金都为外部人竞争控制权提供了便利。

雷士照明的第一次股权纷争是 2005 年,吴长江与其他两位创始股东在渠道变革上意见不同,吴用 1.6 亿元现金对价换取 100% 控制权,一举消耗了雷士照明几乎所有的现金流,导致此后连年不断的融资动作。2006 年 6 月,亚盛投资总裁毛区健丽协助吴长江融资,用 3.73 倍市盈率(下文简称 PE)的超低价格为雷士融资 949 万美元,获得了 30% 的股权份额。然而这部分资金依然弥补不了雷士照明的缺口,一个月后,毛找来软银赛富,和柳传志为吴长江寻找的借款人叶志如一起,用 5.65 倍 PE 的低价分别获得雷士照明 35.71% 和 3.21% 的股份,吴长江的持股比例降至 41.79%,为之后失去控制权埋下伏笔。

表 1 1998 年至 2013 年雷士照明股权结构变动一览表(单位:%)

时间	1998 年	2002 年	2005 年	2006 年 6 月	2006 年 8 月	2008 年 8 月	2008 年 8 月 29 日	2010 年 5 月 20 日	2011 年 7 月 21 日	2012 年 12 月 27 日
吴长江	45	33.4	100	70	41.79	34.4	29.33	22.33	19.32	6.79
杜刚	27.5	33.3	0	-	-	-	-	-	-	-
吴永宏	27.5	33.3	0	-	-	-	-	-	-	-
毛区健丽				20	12.86	9.5	7.74	5.89	5	
陈、吴、姜三人				10	6.43	-	-	-	-	
软银赛富					35.71	36.05	30.73	23.4	18.33	18.48
叶志如					3.21	-	-	-	-	-
高盛						11.02	9.39	7.15	5.62	
世纪集团							14.75	11.29	8.97	
施耐德									9.13	9.21
德豪润达										20.05
其他						9.03	8.06	29.99	33.63	45.47 ^①
总计	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
备注	公司 成立				软银赛富 介入		定向 增发	港交 所 IPO	引入 施耐德	引入 德豪润达

数据来源:根据雷士照明公开披露的信息整理得到。

2008 年 8 月,雷士照明为了增强其节能灯制造能力,以“现金 + 股票”的方式收购世通投资有限公司,其中现金部分须支付 4 900 余万美元。当时雷士照明并没有足够的现金来支付这笔收购款,不得不再次寻求私募融资。这次雷士照明引入了高盛,高盛出资 3 656 万美元,以 21 倍 PE 的价格获得了雷士 11.02% 的股权。软银赛富选择行使上次融资时合同规定的参与下一次融资的买权,跟投出资 1 000 万美元,成功成为雷士照明的第一大股东。软银赛富和高盛两个财务投资者合计拥有 47.07% 的股权。换股收购世通采取定向增发的方式,增发后世通集团持股比例上升至 14.75%,吴长江的持股比例下跌至 29.33%,已经低于相对控股所需的 33% 左右的比例。

2010 年 5 月雷士照明在港交所 IPO 成功,吴长江的持股比例进一步被稀释到 22.33%。2011 年 7 月 21 日,雷士照明引进法国施耐德电气作为战略性股东,由软银赛富、高盛联合吴长江等六大股东,以每股 4.42 港元的价格,共同向施耐德转让 2.88 亿股股票。施耐德花费约 25 倍 PE 的价格获得了雷士照明 9.22% 的股权,成为雷士照明的第三大股东。此时,创始人吴长江早已失去第一大股东的地位,然而他非但未意识到自己面临局势的危险性,还跟随软银赛富和高盛出让了 3.09% 的股权给施耐德。如果软银赛富和高盛就企业未来发展方向与施耐德达成一致,或施耐德向软银赛富和高盛承诺一个有诱惑力的退出价格,便会成为一致行动人,吴长江无论是比股权(19.32% 比 33.08%)还是比董事会席位(2 比 4)都不占优,会彻底失去企业控制权。2012 年 5 月 25 日开始的事件成为真实写照。

① 2012 年 12 月 27 日准确的股东持股数据无法得到。经查询该公司 2012 年中报发现:世纪集团和高盛的持股比例与 2011 年 7 月 21 日相比没有变动。为了突出控制权竞争几方的股权变动,把其他投资者持股份额全部纳入“其他”。