

基于社会资本视角的民营企业创始人控制权旁落问题研究

——以俏江南为例

熊娟

(南华大学 经济管理学院, 湖南 衡阳 421001)

[摘要] 文章以俏江南资本引入为例分析了我国民营企业创始人在引入机构投资者后控制权旁落问题,创投双方积累的社会资本对企业控制权的博弈,并揭示企业的发展离不开稳健的战略规划。并从创始人角度认为现代民营企业在引入外部资本时应该从自我保护意识、资本博弈能力、准入时机、法律制度等方面来维护控制权的归属。

[关键词] 社会资本; 创始人; 控制权旁落

[中图分类号] F271 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2016)04-0071-06

民营企业在做大做强过程中,首先面临的就资金链问题。为了解决资金短缺,除自有资金和银行贷款,很大的一种可能便是引入外部资本进行融资,此举可以帮助企业获得发展资金;另一方面,以股权投资基金为代表的机构投资者对企业经营管理的理念更贴近时代的发展,这有利于企业治理结构的完善和监督,帮助企业实现从传统向现代化的转变。但是机构投资者的逐利性更看重资本带来的利润乘数,民营企业主引入外部社会资本可能导致企业资本结构的变化,进而产生控制权的争夺。但是在我国传统的社会文化背景下,大多数的创始人在情感上倾向于对自己企业保持绝对的控制权。即使因为融资原因引入机构投资者,基于这种文化因素的控制欲也会让创始人在股权被稀释的基础上保持自身相对控股的地位,霸占控制权。当创始人由于股权被稀释处于相对控股地位时,控制权便存在被其他持有较大股权比例的机构投资者替代的风险,创始人控制权旁落。另外,股权结构不断分散的创始人和积极行动的机构投资者也会在企业经营方面发生矛盾的时候,机构投资者为了保证自身的利益,就可能利用自身的社会资本优势剔除创始人,控制权旁落同样发生。本文以俏江南为研究案例说明了在社会资本视角下研究创始人与机构投资者控制权归属的必要性。

一 相关概念

社会资本的本质是社会行动者之间的关系网络

中所蕴涵的可转移的资源,外在表现形式是关系网络,具有两个方面的特征:社会资本依存于社会关系网络之中,只有有效调动其关系网络才能发挥社会资本的作用;社会资本有助于企业获取资源^[1]。创始人拥有掌握的社会资本往往包括三个层面:企业内部构建的关系网;行业内构建的关系网;与政府、媒体以及非行业内人士构建的关系网。而机构投资者掌控的社会资本一般只包括两个层面:行业内构建的关系网;与政府、媒体和非行业内人士构建的关系网。对于机构投资者而言,这两个层面的社会资本却比创始人拥有的表现得更为专业和强势。

与所有权的绝对占有不同,控制权表现为对资源的支配权,包括形式控制权和实际控制权,形式控制权指对物质资本的占有,实际控制权源于对信息的掌控,涵盖范围甚广,企业控制权的核心来自实际控制权^[2]。公司创始人往往凭借对社会资源的绝对支配优势、深入参与公司经营或在对公司行为能够产生重大影响的外部环境中占据优势地位等因素实际控制公司。基于该观点,本文认为影响创始人和投资者控制权的关键是企业的实际控制权,双方掌握人力资本以及社会资本的多少对获取实际控制权起着关键性作用。不同资本的创、投双方之间谈判的结果会随着各自拥有的人力资本、社会资本等非物质资本的比例高低而不同,比例越高,谈判更具有话语权。

[收稿日期] 2016-04-22

[作者简介] 熊娟(1987-),女,湖南益阳人,南华大学经济管理学院教师。

二 俏江南控制权旁落案例解读

2000 年,“俏江南”创始人张兰将自己的资产变现 6000 万元,用京剧脸谱作为公司 logo 的中高端餐饮企业,在首都北京开出第一家俏江南店,由此开启了张兰的俏江南时代。不得不说,此时的张兰极具战略性眼光,与以前大多数餐饮企业脏乱差不同,俏江南定位于新式中高档中餐,旨在营造舒适和高档的就餐环境,这也使得俏江南在创建之初便回本盈利,并连续盈利 8 年,其销售额在 2007 年高达 10 亿元。对于俏江南未来发展,创始人张兰希望通过上市资本运作与海外收购等来扩大规模,预计从 2010 年开始 3—5 年内开设 300 至 500 家俏江南餐厅。张兰甚至描绘出这样的商业帝国蓝图:“下一个 10 年,当你去巴黎、米兰、纽约,你在任何商务的角落,都会看到俏江南;下一个 10 年末,我们希望能够进入世界 500 强。再下一个十年,零售业的巨头是沃尔玛,而餐饮业并驾齐驱的就是俏江南,成为世界 500 强的前三强。”可以看出,这个时候的张兰极具野心,但是却失去了最初的本心,埋下了隐患,因为仅仅只专注于店面的扩张而不停下脚步对企业发展进行系统梳理,只会造成俏江南门店密度过高,分流原有店面人流,增店不增收的效果。

事实上,如此快速的发展对于俏江南的资金链来说也具极大考验。在 2008 年年底金融危机爆发时,俏江南为缓解现金压力(2008 年一口气连开 8 家直营店)等原因决定引入外部投资者,出让公司 10% 股份,融资 3 亿元,此举吸引了 20 多家 PE(私募股权投资)进行竞投,最终国内知名创投公司鼎晖投资出资约合 2 亿元人民币,占俏江南 10.526% 的股权。投资条款中设有“对赌协议”:如果非鼎晖方面原因造成俏江南无法在 2012 年年底上市,那么鼎晖有权以回购方式退出俏江南。当时筹谋扩张、如日中天的张兰等人对这项对赌协议不以为意。

鼎晖用非常小的代价获得如此大的股份,可以看出此时的俏江南对于资金的渴求远远超过了公众的预期,也使得创始人张兰与鼎晖投资之间埋下矛盾隐患。

2011 年 3 月,俏江南向证监会递交了上市申请,恰逢证监会对创业板进行整肃时间点,对餐饮类等传统行业登陆创业板的计划进行搁置,监管层在 60 天内对俏江南的上市申请未予以回应,这也意味着俏江南首次上市计划宣告失败。此后,俏江南无奈转战港交所申请上市。不过,《关于外国投资者并购境内企业的规定》文件中明确规定中国公民境内资产转移到自己的境外公司持有,需要去外管局

审批与登记,但这种审批通过的可能性极低^[3]。为了能够绕开这些规定,张兰甚至选择移民加勒比岛国。即便如此,赴港上市融资之路也没能走通。

无缘 A 股 IPO 瞬间点燃了俏江南与鼎晖之间由来已久的矛盾。2011 年 8 月,在上市申请被搁置、估计 IPO 基本无望的压力下,张兰就在媒体上公开炮轰鼎晖,称引进鼎晖是俏江南最失败的决策,俏江南并没有从鼎晖获得任何资源和帮助。2012 年张兰还就投资清退问题与鼎晖谈判,但鼎晖要求翻倍回报,双方没有谈拢。毫无疑问,张兰彼时与鼎晖剑拔弩张的关系也代表了社会资本与创始人复杂关系的写照。尽管其后张兰的态度又发生了 180 度的大转弯,否认与鼎晖不合,声称双方一直合作得很愉快,然而炮轰之声在业界并未停止。

上市失败后,俏江南因对资金的渴求不得不继续寻求资本的帮助。2014 年,陷入资金难题的俏江南不得不选择“卖身”,“红筹之父”梁伯韬主理的私募基金 CVC 以 3 亿美元购入俏江南 82.7% 股权,其余部分张兰持股 13.8% 及员工持股 3.5%,在 CVC 控股俏江南后,鼎晖也正式抽身退出。至此,张兰彻底失去了对俏江南的控制权。有媒体报道,在高端餐饮行业“寒冬”之际,CVC 的出价也令人质疑:“俏江南年净利润大约 1000 万美元,如果按照市盈率 20~30 倍计算,现在市值也就是 2 亿~3 亿美元,而 CVC 以 3 亿美元只收购其 69% 股份,表面上看来是张兰得了便宜。但是,在 CVC 以往的收购案例中,对中国企业注入资本被形容为进行“斩首”式收购(收购行业龙头企业),事实的确如此,CVC 以强势姿态进驻俏江南,使得张兰不再担任俏江南董事长,且不再处理或参与俏江南的任何事务,创始人控制权彻底旁落。

三 案例分析与讨论

张兰从创立俏江南到助推上市,再到控制权旁落的局面与融资有着直接关系。俏江南的资本之路有两条线:一是与鼎晖、CVC 资本合作;二是在 A 股辗转港股的上市路径,两条线并非独立,而是存在因果关系。导致张兰失去俏江南控制权的主要原因是 CVC 的股权买断,但是买断不是一蹴而就的。

造成张兰的控制权旁落事实是民营企业创始人融资引入机构投资者的直接后果。企业的发展离不开资金的支持,外部投资者一方面可以帮助企业缓解资金链紧张的问题;另一方面因其社会资本的专业性也能弥补民营企业信息不对称的缺陷。但是,民营企业引入投资者时,必须意识到可能发生的风

险比如对公司控制权的争夺或者操纵公司股权比例来谋取私利等。于是可以得出以下结论:

第一,外部融资是导致控制权旁落的直接原因。

对于企业而言,想要发展壮大必然离不开资金的支持。民营企业自有资金并不充足,获得融资的途径无外乎银行贷款、信誉融资、政策性融资、引入风投、上市筹资等方式。而我国银行贷款审核严格、信誉融资不可控、政策性融资不允许、上市筹资成本高导致多数民营企业在寻求资金展时往往会把目标转向社会资本,引入风投。不可否认,引入机构投资者确实能帮助企业解决资金短缺的“燃眉之急”,但创始人必须出让部分股权作为代价,股权稀释了,控制权旁落的危机也随之产生。外部投资者也分为两种:短期投资和长期投资,追求短期利益的会通过股权转让获得投资回报,而追求长期利益的则希望获取尽可能多的股权,甚至是绝对的控制权来控制企业的经营管理活动,待企业做大做强后再转手获利,两者的共同目标还是为了追求利益最大化^[4]。对于资本大鳄型的投资者来说,为了保证日后自己能谋取更多的利益,必须想方设法获得目标企业更多的股权,甚至掌握企业的控制权。本案例中,俏江南“餐饮界LV”的宏伟蓝图需要大量资金来支撑,此时风险投资人鼎晖投资介入为其送来及时雨,第一次使得张兰的股份“瘦身”;此后俏江南为了它的“宏伟蓝图”,选择上市的筹资渠道,却终究付出诸多代价未果,面对资金压力只能继续“卖身”,CVC以3亿美元就获取了俏江南82.7%股权,使得张兰的股权缩水到13.8%,控制权旁落。

第二,社会资本的积累在控制权争夺中发挥着重要作用。

企业股东可以通过社会资本形成的控制权网络强化股东大会、董事会、管理层、员工及供销商等利益相关者,获得尽可能多的事实控制权,从而实现对于企业的实际控制。在创始人和投资人进行控制权争夺时,双方积累的社会资本能给自身带来对应比例的谈判话语权,社会资本专业性越强,谈判的话语权就越强^[5]。因此在引入外部资本初期,双方所积累的社会资本会影响投资额和所占股份的比例。当然动用社会资本是有成本的,因为有的资源是不可再生的,如果一方为了回报社会资本而损害了其他人的利益则会激化谈判双方的矛盾,反而有鱼死网破之嫌。本案例中张兰积累的社会资本包括在俏江南内部积累的人脉,与上下游的密切合作关系以及和政府的关系网等,鼎晖、CVC积累的社会资本则包括在资本市场形成的关系网络以及与不同行业建

立的关系网络。俏江南2008年第一次引入外部投资本来是想出让10%的股份来融资3亿元,最终经过一番讨价还价鼎晖出资约合2亿元人民币获得10.526%的股权,甚至还附加了“对赌”协议;第二次引资CVC以3亿美元就获得了俏江南82.7%股权,两次引资就导致张兰面临控制权旁落,无法再影响俏江南的未来发展,除去经济大环境和管理不善等原因外,也与张兰对资本市场的非专业性和上市受阻导致自身在谈判中没有话语权有着莫大的关系。

第三,控制权影响创投双方对企业利益的考虑。

对于机构投资者而言,投资的主要目的是希望把目标企业做大做强,要获得更多的控制权以便能在企业日后的经营管理中有更多的话语权从而把企业业绩提升到预期值,或者将企业部分或整体出售给产业大鳄,自己高位套现退场。案例中鼎晖投资将自己所有的俏江南10.526%的股权卖给CVC,使得其控股权占到82.7%后又抽身退出,基本达到投资战略目标,而CVC则是选择在俏江南最困难的时候一举买断,投资眼光不可谓一般。

外部投资者进入民营企业,首先会考虑企业的发展预期能否顺利实现资本回报,“赶走创始人,引进新的管理者”是否能帮助企业发展。本案例中,香港保华被委任成为俏江南集团董事会成员,负责公司一切管理和经营,这是CVC权衡再三后所做的决策,至于这样的决定能否带领俏江南走出困境再创辉煌还犹未可知。如果外包效果不明显,CVC出于对企业发展的考虑也有可能让张兰再次回归委任管理者,毕竟张兰作为俏江南创始人,其所掌握的社会资本网络中有机构投资者无法替代的“资源”,也是企业的精神领袖。正如雷士照明吴长江所说:“谁能给企业带来更大的价值就由谁来把控”,也意味着企业利益为重。

第四,企业的良好发展离不开稳健的战略规划。

做企业要有长远规划,做全局掌控,以区域经济发展的速度为风向标制定发展战略;同时以追求产品质量和优质服务为理念指导企业的基业长青,在市场上坚持走自己的路线,不跟风,全面增强危机时刻的抗击打能力。企业的发展路线还得结合实际,因地制宜,适合自己的才是最好的。俏江南从创立之初将企业定位于新式中高端中餐,营造舒适和高档的就餐环境,这是它与传统中餐的最大区别,这也是俏江南在创建之初便回本盈利,并连续8年盈利的根本性原因。张兰有这么好的牌在手却不知道好好把握,反而疯狂复制,一方面强调每家店面都要有自己的特色,另一方面又要提高市场占有率,加速复

制,门店特色与高速复制的扩张模式本身就不相容。抛开这个不讲,复制扩张总离不开资金的支持,所以张兰为了这样的宏伟目标,离不开资本运作。如果说张兰引入鼎晖是战略之举,上市融资也不失为好的选择,但关键是要把握资本引入和上市融资的时机。本例中,如果张兰的上市之路顺利,CVC也不可能顺利掌控俏江南。所以只专注于企业扩张而不停下脚步对企业发展进行战略规划,认识和改进自身的不足,将会造成主动权落入别人手中。

四 对策与建议

一般来说,创始人一旦引入外部资本,那就意味着控制权稀释甚至旁落的风险大大增加。当然,张兰控制权的旁落原因在于战略性眼光不足,盲目扩张。不可否认,一个企业发展到生命周期的某个阶段,引入外部投资是必然的选择,但如何把握资本进来之后控制权旁落的风险在控制之中,本文认为应该注意以下几个方面:

第一,加强自我保护意识,提升自我和资本博弈的能力。

话说有人的地方就有江湖,在创始人决定引入机构投资者以获得资本时,要对融资方式保持清楚理性的认识,因为这不仅仅是为企业引入资本,更是带来了将和企业共同进退、合作数年的商业伙伴。因此如何选择合适的投资者,提升与资本博弈的能力,同时强化事实控制权的比例才是创始人要做好的首要条件。所以,在选择投资者阶段,创始人和资本都需对未来负责,不但机构投资者要对目标企业做详细调查,企业也要对投资机构做详细调查,有道是“知彼知己,百战不殆”。在资本引入阶段,要强化自身控制权为控制目标,比如创始人可以通过合理的股权设计,引入合伙人及其资本、战略资源等;也可以通过直接或间接持股的方式增加股权,在股东大会上扩大表决权影响企业的经营决策而控制企业;还可以采取社会资本控制链的形式影响企业控制权,通过亲人连带或熟人连带的方式形成社会网络,让其成为基于信任和利益的一致行动人,通过信任与利益建立的利益相关者构建自身的社会资本网络,辅助自身的股权资本强化对股东大会的控制。在管理经营方面,可以在董事会和管理层安排自身的一致行动人,获得企业的经营决策权来巩固对企业的控制。在员工和供销商等层面,积极维护与其友好关系,利用二者对企业正常经营起到的关键性作用,在企业发生控制权争夺时能够成为一致行动人,通过罢工、谈判、暂停合作等方式影响股东大会

的决策。在外界媒体舆论的眼中,创始人始终处于具有道德正义的一方,这样的社会资本联盟也有利于股东争夺企业控制权。如果创始人由于资金需求过多,股权稀释过大没有办法做到控股,那么可以通过百度的AB股计划、有限合伙、投票权委托、一致行动人协议、甚至可以采用阿里巴巴的“合伙人制度”等方式来对企业控制权进行合理配置,进而完善和强化企业控制权^[6]。

第二,把握社会资本进入的时机。

民营企业靠原始资本投入、利润积累进行业务扩张速度比较缓慢,尤其是对于轻资产的服务型企业来说,因为缺乏可以抵押的资产,除非是政策支持,要获得银行的贷款也比较艰难,因此引入外部投资往往是民营企业的不二选择。正常来说企业吸收外部机构投资后,经营往往可以得到质的飞跃。但是企业是否需要引入社会资本和什么阶段引入需要根据企业自身发展情况而定,取决于企业所处的行业前景、自身团队、市场增量、财务状况和管理规范性等多种因素。一般而言,企业处于生命周期当中的发展期是企业融资的好时机,也是外部机构最愿意投资的时机。企业融资的时机不对,市场失利或者表现得过于缺钱的样子永远只会让自己处于弱势,外部资本是现实主义者,永远是锦上添花,而不会雪中送炭。但现实是国内很多民营企业在发展非常顺畅的时候很少想到融资,到揭不开锅的时候才想起要融资。基金不是傻瓜,企业现金流是否异常在对方的调查中立马现出原形,没有可投资项目且财务报告过于难看的机构投资者要么没有勇气投;要么就“趁火打劫”以尽可能小的投资获得尽可能大的股权。

第三,让投资者合理实现资本增值。

创始人和机构投资者双方只有充分站在对方的立场考虑问题,在梳理好各自的职责时同时获取合理的利益,共同为企业建立起适合自身特点和长远发展的公司治理规则,才能长期合作实现双赢。对纯粹的机构投资者来说,投资本来就是为了较快或较多获得资本增值,因此,首先创始人应该全力配合投资者前期的详细调查,让对方充分衡量企业(股东)的股权资本和社会资本,判断其成本收益状况,为双方合作打好基础;其次允许投资人在投资方案中明确创始人控制社会资本的约束条件,允许掌握企业创始团队部分核心资源,规避不遵守公司治理相关安排,不尊重股东权利等不利后果及影响。这样在以后经营管理中,实际掌握企业控制权的大股东一旦做出违背企业利益,损害到自己利益的事情

时,投资人就可以利用投资约束条例、法律制度和社会资本等手段保护自己。对于民营企业而言,创始人是企业领导核心人物,是精神领袖,其一举一动都有可能造成企业股票价格波动,会使得资本市场的风险不可控,从这个角度上说,创始人应该做好自己的本职工作,所做决定需取得股东大会的同意,为企业的壮大和发展尽心尽力。当然,企业获得资金后,创始人要利用对方的资源改进企业的治理模式,要针对企业现状,与各方利益相关者之间的关系进行方方面面详细透彻的了解,适当地预估事实发生的可能性,判断机构投资者是否能成为一致行动人,提前做好防范。

第四,重视法律制度。

一般从注册地、上市地点及企业的主要经营地三个角度对法律制度进行分析。首先,注册地决定了企业运营管理等一系列与之相关事项,选择合理的注册地能够为企业避免不必要的麻烦,有利于企业更好地经营。其次,上市地点决定了企业可以施行的股权制度方式,创始人可采用股权资本和社会资本的双重股权结构或者合伙人制度等特殊手段来保证自身股权优势^[7]。创始人如何保护自身股权取决于上市地点的法律制度辐射范围,因此,上市点的选择也会影响控制权的风险,香港、美国优质的法律制度环境也成为大部分现代企业上市的第一选择,俏江南也是如此。再次,创始人与投资人要懂得如何在法律制度的框架下解决问题,法律制度的引用不仅有利于创始人通过设计合理的股权结构捍卫自身控制权,也可以避免争夺企业旁落的发生。

当然,本文只是从民营企业及其创始人角度去

分析民营企业在引入社会资本时如何把握好控制权的问题,从创始人为利益保护者视角阐述了如何维护自身的控制权,并没有从机构投资者、法律大环境下去分析。比如相关的监管机构应该重视法律制度环境的完善,通过颁布相应的政策,将隐形控制链中的社会资本的影响转化成为正式的制度环境;利用外部机制对企业管理层和投资者进行有效约束,缓解创始人和投资者之间的委托代理问题,防止企业的利益输送,保护双方权益^[8]。

[参考文献]

- [1] 边燕杰.社会资本研究[J].学习与探索,2006(2):39-40,269.
- [2] 文风.社会资本视角下创始人与投资人控制权博弈——基于雷士照明控制权之争的案例研究[J].商业会计,2014(10):123-126.
- [3] 柏立团.创始人控制权如何不旁落[J].董事会,2016(3):46-48.
- [4] 杨勇.谁将俏江南逼入绝境[J].中国民商,2015(7):58-61.
- [5] 赵庆华.从“俏江南”探索家族企业发展面临的问题及对策研究[D].乌鲁木齐:新疆大学学位论文,2014.
- [6] 何璐.初始股东与机构投资者争夺企业控制权的案例研究——基于双重资本控制链视角[D].北京:首都经济贸易大学学位论文,2015:51-52.
- [7] 张慕瀨.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[J].华东师范大学学报,2013(4):144-156.
- [8] 乔玲.企业引入私募股权投资的控制权风险规避研究——以阿里巴巴为例[D].开封:河南大学学位论文,2014.

Research on Problems of Control Rights' Lost of the Founder of Private Enterprise Based on The Perspective of Social Capital

—Take the south beauty as an example

XIONG Juan

(University of South China, Hengyang 421001, China)

Abstract: This paper takes the South Beauty's capital input as an example in analyzing the problems of the founders' losing control of their own private enterprises after absorbing institutional investors in our country, it points out that the founders and investors can get more discourse power by accumulating social capitals and reveals that the development of enterprises can not be attained without solid strategic planning. The paper also suggests that the modern private enterprises should take several measures to maintain their own control of the enterprises when absorbing external capitals from the angle of the founders, such as self-protection consciousness, capital game ability, admittance timing and legal system, etc.

Key words: social capital; founder; control rights lost