

案例编号： _____

案例名称： 蒙牛上市资本运作

适用课程：《财务管理理论与实践》

选用课程：《企业并购》

编写目的：通过本案例的教学和讨论能够帮助学员了解和掌握在现实资本市场中的一些资本运作方式，如股权结构设计、员工持股信托计划以及对赌协议等。

知识点：股权融资、IPO 上市、股权结构设计

关键词：资本运作、税收结构筹划、员工持股信托、对赌协议

案例摘要：蒙牛乳业在香港上市前后的资本运作如今已经为很多人津津乐道，在上市过程中，蒙牛运用了税收结构筹划、员工持股信托和对赌协议等三种资本运作方式。在避税地注册已经成为很多中国企业海外上市时首先需要考虑的重要议题，员工持股信托在国内虽然不多见，但是在美国已经成为逐渐代替员工持股的一种新型激励方式，最后的对赌协议为蒙牛上市的整个过程添上了一抹传奇的色彩，事实上这种外部激励方式早已在国外的私人股权投资基金运作中已经被频繁的使用。本案例讨论了这些运作方式在中国资本市场中的可行性，旨在探寻蒙牛公司上市资本运作的经济意义，并为国内企业海外上市提供有益的借鉴。

提供单位：上海交通大学 MPAcc 中心

案例作者：胡奕明（上海交通大学教授，负责本案例的数据整理、总纂、修订）

编写时间：2008 年 6 月 11 日

蒙牛上市资本运作¹

2004 年的蒙牛乳业香港上市是近年来中国民营企业和西方风险投资机构合作与博弈的经典之作，除了红筹上市的必要步骤之外，整个过程中还使用了西方资本市场中常用的运作方式，不但当时为人津津乐道，它的余波至今仍是许多人追踪的方向和研究的内容。

随着海外投资者对中国公司海外上市参与的日渐深入，我们也逐渐发现海外上市的过程正变得越来越复杂，五花八门的资本运作方式表明了上市不纯粹是为了融资。公司更注重的是今后的发展和股权结构等长远的企业战略问题，许多公司都乘此机会重组企业结构，希望通过海外上市建立起符合国际标准的现代企业制度，提高企业运行效率。这些活动究竟为公司带来了多大的利益，海外上市的价值究竟体现在何处，都是值得研究的问题。特别是在中国资本市场发育不全的今天，研究海外上市企业结构，尤其是经过有经验的金融机构设计准备后的上市股权及其他企业内部组织设置，对重组国内企业结构提高企业运行效率等都有深远的意义。

一、蒙牛上市实际资本运作过程

2004 年蒙牛集团在香港上市是近年来众多红筹上市的一个缩影，延续的是红筹上市的一贯步骤：海外避税地注册-股权重组-资产注入-壳公司上市。但是由于涉及了一些国内不常见的资本运作方式，使得整个上市过程高潮迭起，精彩纷呈，堪称近年来 IPO 的经典之作。事实上，蒙牛公司能在短短的 3 年内成功在香港上市，并且从一个默默无闻的中型乳制品企业一跃成为全国三大乳品巨头之一，这其中的原因和此次上市以及相应的资本运作不无关系。具体的上市过程和资本运作过程主要有以下几步：

1. 初始股权结构

1999 年 8 月 18 日内蒙古蒙牛乳业股份有限公司（上市公司主营子公司）成立，股份主要由职员、业务联系人、国内独立投资公司认购，股权结构也十分简单（图 1：初始股权结构图）。

¹ 本案例整理自《公司财务案例》，胡奕明 陈亚民主编

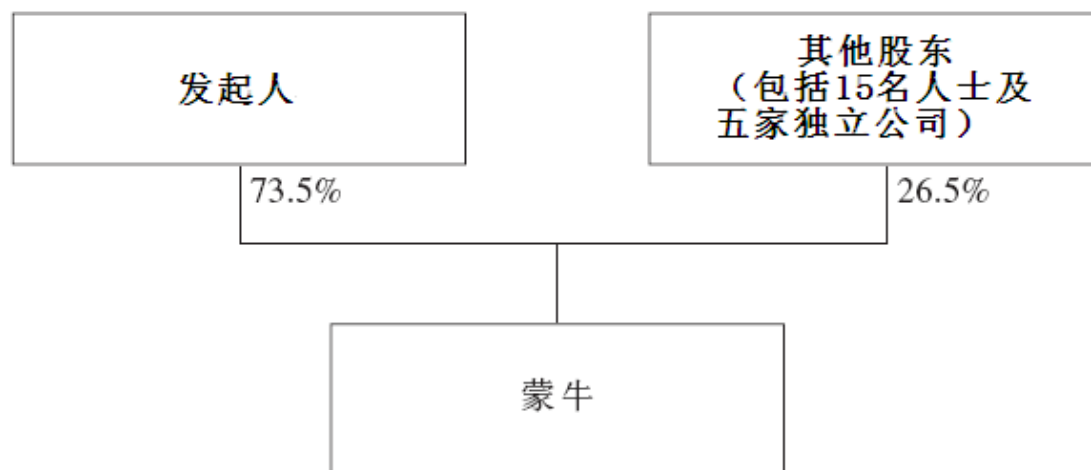


图 1 初始股权结构图

2. 首轮投资前架构

为了成功的在海外上市，首先要有资金让它运转过来，然而原始的资本结构过于僵硬，对大量的资金注入以及资本运作活动都将产生桎梏作用，因此蒙牛在风险投资团队的指导下，自 2002 年起就开始逐步改变股权架构，以便为日后的上市创造一个灵活的股权基础。蒙牛在避税地注册了四个壳公司，注册在维京群岛的金牛、银牛公司，开曼群岛公司以及毛里求斯公司（图 2：海外壳公司结构图）。其中金牛和银牛公司股东主要是发起人、投资者、业务联络人和职员等，这样使得蒙牛管理层、雇员、其他投资者、业务联系人员的利益都被悉数注入到两家公司中，透过金牛和银牛两家公司对蒙牛乳业的间接持股，蒙牛管理层理所当然成为公司股东。开曼群岛公司和毛里求斯公司为两家典型的海外壳公司，作用主要在于构建二级产权平台，以方便股权的分割与转让，这样，蒙牛不但可以在对风险进行一定的分离，更重要的是可以在不同情况下根据自己需要灵活运用两个平台吸收外部资金。

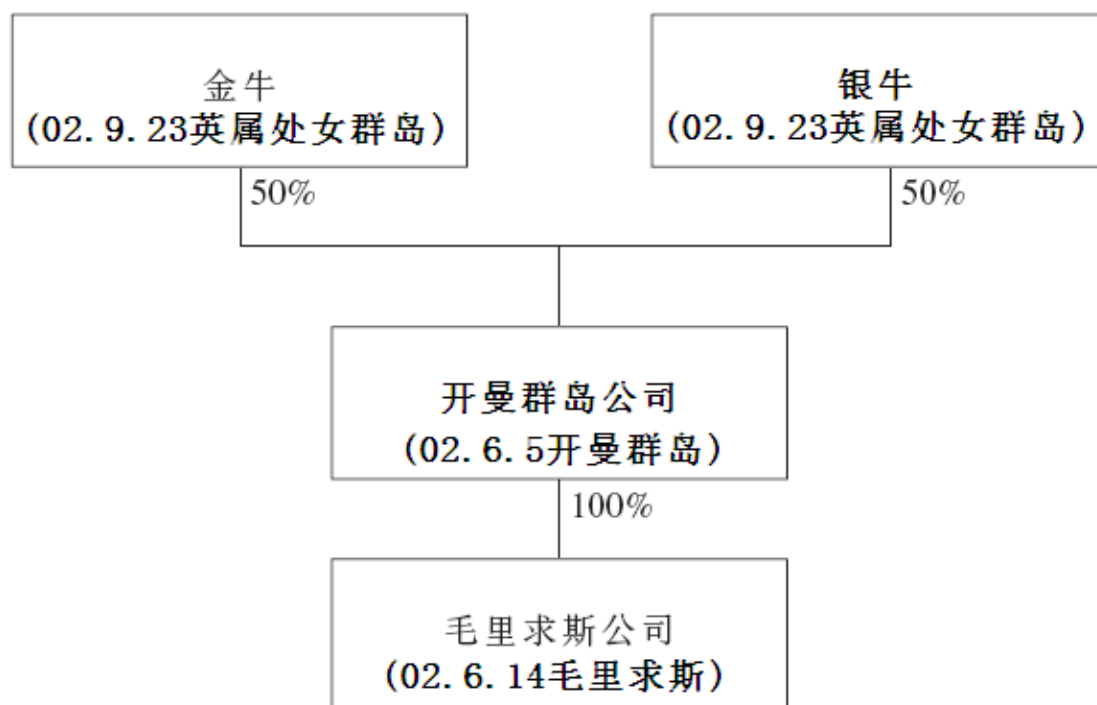


图2 海外壳公司结构图

3. 首轮注资

2002年9月24日，开曼群岛公司进行股权拆细，将1000股每股面值0.001美元的股份划分为同等面值的5200股A类股份和99,999,994,800股B类股份，根据开曼公司法，A类一股有十票投票权，B类一股有一票投票权。次日，金牛与银牛以每股1美元的价格认购了开曼群岛公司1134股和2968股的A类股票，而MS Dairy、CDH和CIC三家海外战略投资者则用约为每股530.3美元的价格认购了32685股、10372股、5923股的B类股票，总注资约为25,973,712美元。至此，蒙牛完成了首轮增资，三家战略投资者MS Dairy、CDH、CIC被成功引进，而蒙牛管理层与外资系在开曼公司的投票权是51%：49%；股份数量比例是9.4%：90.6%。

紧接着开曼公司用三家金融机构的投资认购了毛里求斯公司98股股份，而后者又用该款项在一级市场和二级市场中购买蒙牛66.7%的注册股本，蒙牛第一轮引资与股权重组完成。

值得一提的是随着首轮投资的引入还有一份外资和蒙牛管理层的协议：如果蒙牛管理层没有实现维持蒙牛高速增长，开曼公司及其子公司毛里求斯公司账面上剩余的大笔投资现金将要由投资方完全控制，届时外资系将控制蒙牛股份60.4%（90.6%*66.7%）的绝对控制权。如果蒙牛管理层实现蒙牛的高速增长，

一年后，蒙牛系可以将 A 类股按 1 拆 10 的比例转换为 B 类股。这样，蒙牛管理层可以实现在开曼公司的投票权与股权比例一致。即蒙牛系真正的占开曼公司的 51% 的股权。2003 年 8 月，蒙牛管理层提前完成任务，同年 9 月 19 日，金牛、银牛将所持有的开曼群岛公司 1634 股（500 股开曼群岛公司最初成立时金牛所持股份 + 1134 股管理层于首次增资前认购的股份）、3468 股（同上 500 股 + 2968 股）A 类股票转换成 B 类股票，持有开曼公司 51% 股权和投票权。到此时，蒙牛系持有蒙牛股份的股权为 67.32%（ $67.32\% = 51\% * 66.7\% + (1 - 66.7\%)$ ），外资持有蒙牛股份为 32.68%（ $32.68\% = 49\% * 66.7\%$ ）（图 3：首轮注资后股权结构图）。

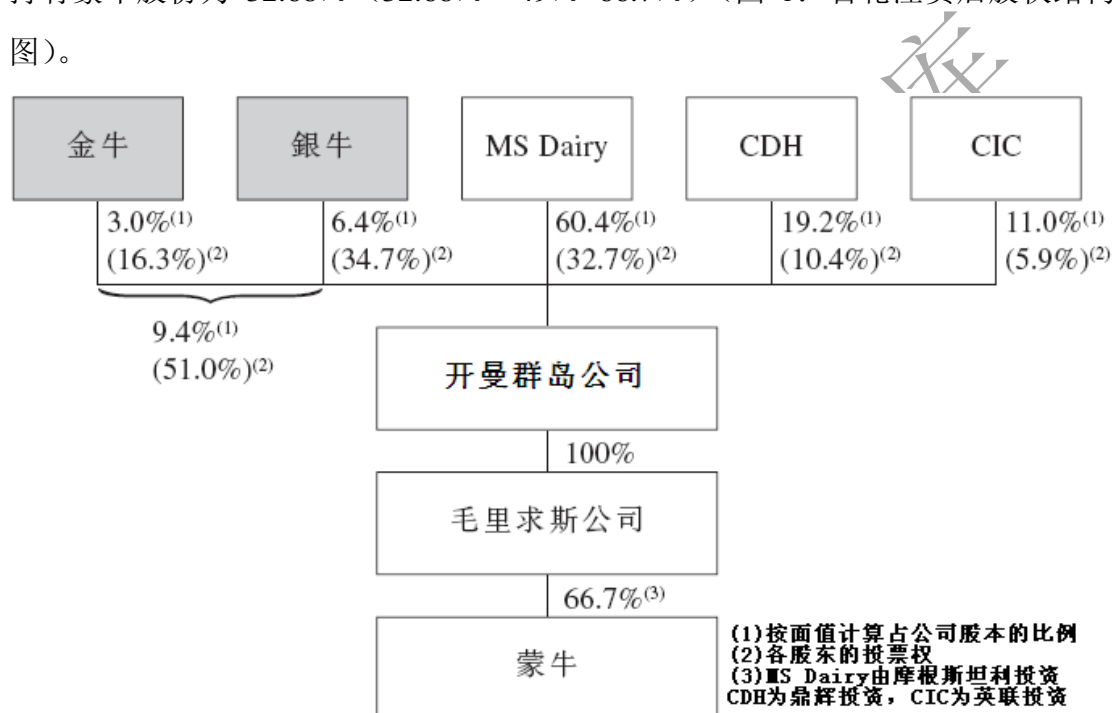


图 3 首轮注资后股权结构图

4. 二次注资

为了促使三家战略投资者的二次增资，2003 年 9 月 30 日，开曼群岛公司重新划分股票类别，以 900 亿股普通股和 100 亿股可换股证券代替已发行的 A 类、B 类股票。金牛、银牛、MS Dairy、CDH 和 CIC 原持有的 B 类股票对应各自面值转换成普通股。2003 年 10 月，三家战略投资者认购开曼群岛公司发行的可换股证券，再次注资 3523 万美元。9 月 18 日，毛里求斯公司以每股 2.1775 元的价格购得蒙牛的 80,010,000 股股份。10 月 20 日，毛里求斯公司在此以 3.038 元的价格购买了 96,000,000 股蒙牛股份，对于蒙牛乳业的持股比例上升至 81.1%。至此，二次注资完成（图 4：次轮注资后股权结构图）。

二次增资的最大特点显然是发行可换股证券，根据当时的协议，外资方在开曼群岛公司股份首次公开售股完成后第 180 天以后最多可转化 30% 的可换股证券，而 IPO 完成一年后则可转化剩余部分。此次增资方案没有在发行同期增加公司股本规模，并且同时暗藏了三大玄机：其一，暂时不摊薄管理层的持股比例，保证管理层的绝对控制与领导；其二，确保公司每股经营业绩稳定增长，做好上市前的财务准备；其三，可换股计划锁定了三家风险投资者的成本。首先这笔可转债是以蒙牛海外母公司——毛里求斯公司的全部股权为抵押的，如果股价不尽如人意那么此可转债将维持债券的模式，蒙牛有义务还本付息，这在最大程度上减少了三家机构的投资风险；其次本金为 3523 万美元的票据在蒙牛上市后可转为 3.68 亿股蒙牛股份，按 2004 年蒙牛的 IPO 价格 3.925 港元计算这部分股票价值达 14.4 亿港元。三家机构取得巨额收益的同时还获得增持蒙牛股权、巩固控制权的机会。此可换股证券还设有强制赎回及反摊薄条款，可以说是在最大程度上维护了投资者的利益，因此这种可换股证券更像是一种延期换股凭证，也从另一个角度反映了外资系和蒙牛管理层在博弈过程中的优势地位。

紧随二次注资后是新的对赌契约：自 2003 年起，未来三年，如果蒙牛复合年增长率低于 50%，蒙牛管理层要向外资股东支付最多不超过 7830 万股蒙牛乳业股票——相当于蒙牛乳业已发行股本 7.8%，或者等值现金；如果实现目标，则外资股东向蒙牛管理层支付同等股份。所谓盈利复合增长 50%，即 2004 年至 2006 年每年的盈利平均增长 50%。BNP 百富勤的报告指出，蒙牛 2003 年的盈利为 1.64 亿元人民币，也就意味着管理层若想赢得 7830 万股票，蒙牛 2006 年的盈利须达 5.5 亿元以上。此契约一出在当时引起轩然大波，众多评论都认为蒙牛此举为自己套上了“紧箍咒”，这是外方资本对中国企业的明显欺压，更多的人拭目以待，究竟蒙牛的资本狂奔能否创造奇迹。事实上 2004 年蒙牛公布的为 3.19 亿元，以 1900 万险胜当年的“配额”3 亿元，而此时摩根等外资股东却意外的提前终止了与管理层之间的对赌，代价是将其持有的本金额近 5000 万元的可转股票据转给蒙牛管理层控股的金牛公司，这接近机构投资者所持票据的 1/4。这些票据一旦行使，相当于 6260 万余股蒙牛乳业股票，如以当时每股平均 6 港元的市值计算，约合 3.75 亿港元。

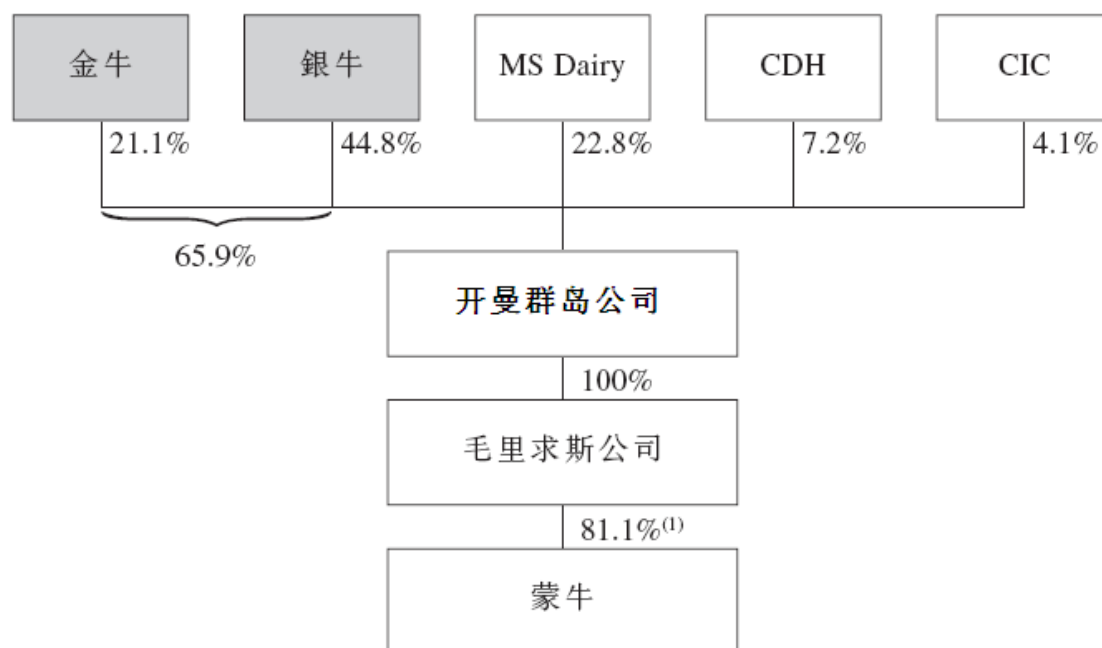


图 4 次轮注资后股权结构图

5. 员工持股与信托

最初的金牛、银牛公司的股权就是由公司高管层和部分重要员工持有，可随着开曼公司的上市，这两个公司的法定股本已全部用完，为了给新骨干留有期权奖励的余地，2004 年 3 月 22 日，两公司扩大了法定股本，并随即推出“公司权益计划”，以酬谢金牛、银牛的管理层人员、非高级管理人员、供应商和其他投资者对蒙牛集团发展做出的贡献。每份“公司权益计划”的股份数量不定，但价格均为 1 美元，代受益者将其转换成对应的金、银牛股权时，每股转换价格是：金牛 238 美元，银牛 112 美元。

权益计划是蒙牛乳业上市前一个很有特色的激励方式，虽然它本身不涉及上市公司股权，但在股东公司层面的这种激励方式从所涵盖的对象范围、换股价格等方面都具有很强的实际效果。特别是当金牛、银牛“公司权益计划”的受益人将此转换成对应股权时，在蒙牛乳业上市的情况下，其对应于上市公司的价值会随着蒙牛乳业二级市场股价的浮动而产生更富有成效的激励机制。

蒙牛乳业股份结构中另一特色之处在于两重信托。银牛股份第一大股东谢秋旭设有“谢式信托”，他拥有的银牛 63.5% 的股权中只有 5.149% 为其本人持有，其余是由 1000 多人信托给他的股权，而他又同时将这些股票的投票权再托给了牛根生的“牛式信托”。

2004 年 3 月 23 日，牛根生买下绝大部分的权益计划，加上他原来的金牛公

公司股份共同设立了“牛氏信托”。此份信托规定股份的投票权和财产控制权，“权益计划”受益人选择权、转股后募集的股金和投票全都信托给了牛根生本人。应该说“牛氏信托”的主要目的在于掌握“权益计划”的控制权，从而达到根据业绩激励和酬谢蒙牛的主要雇员、业务关联人和他们各自的关联人的用途。此时蒙牛乳业在上市前将自己能够“联系”上的人都纳入了自身的“战略同盟”中，并以信托的方式将这些本与公司股权“不相干的人”锁定在了公司长期发展的利益之中。作为“牛氏信托”的受益人，受益者虽然没有对应股份在金牛、银牛中的表决权，但可以分享蒙牛成长所带来的受益。

6. 上市

2004年6月10日，蒙牛乳业香港上市，全球发售3.5亿股。其中，2.5亿股为新发股票，1亿股为MS系减持套现3.925亿元。蒙牛乳业的上市主体是开曼公司（中国蒙牛乳业有限公司）（图5：全球售股前股权架构图）。

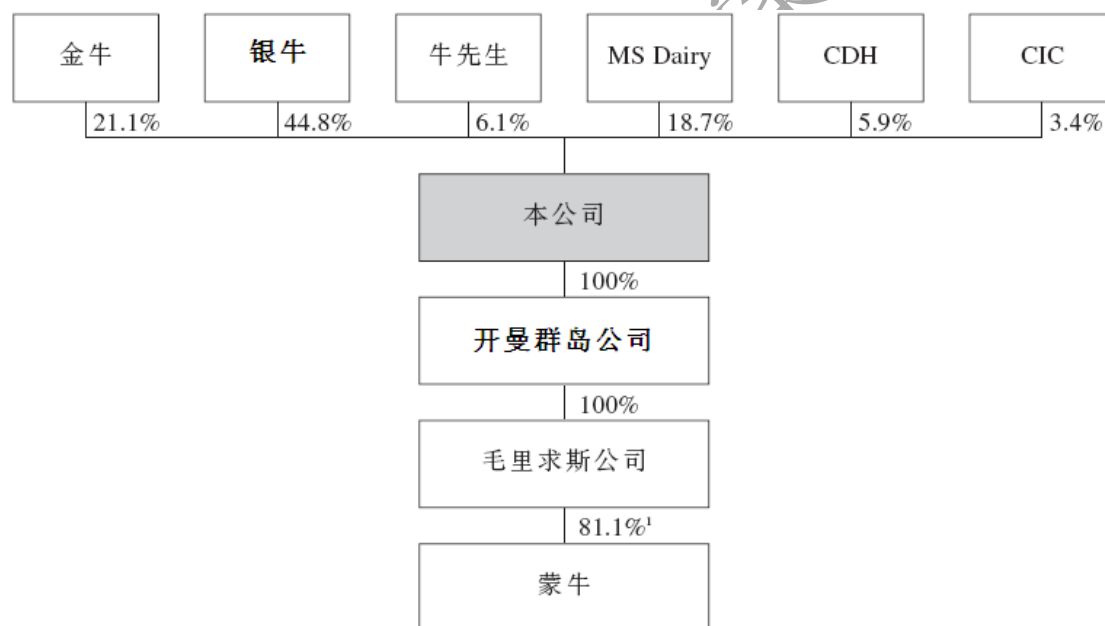


图5 全球售股前股权架构图

中国蒙牛乳业(2319) 开盘价为4.425港元,报收于4.875港元,与发行价3.925港元相比,涨幅达24%。3.5亿股份中香港公开发售部分原定为10%,因收到206倍的超额认购,此比例随后提高到50%;面向机构投资者部分也收到超过20倍认购。事实上公开售股之前,由于机构投资者强烈的认购热情,蒙牛乳业已将发行价指导区间由原来的2.69至3.72港元上调为3.125至3.925港元,最终将发行价定为3.925港元,相当于公司2004年预期每股收益的19

倍。在此价位上，蒙牛共筹资 13.74 亿港元，其中 1 亿股为三家金融投资者所有，故此次蒙牛净筹资 9.21 亿港元[图 6：全球售股后股权结构图（未实行超额配股权）]。

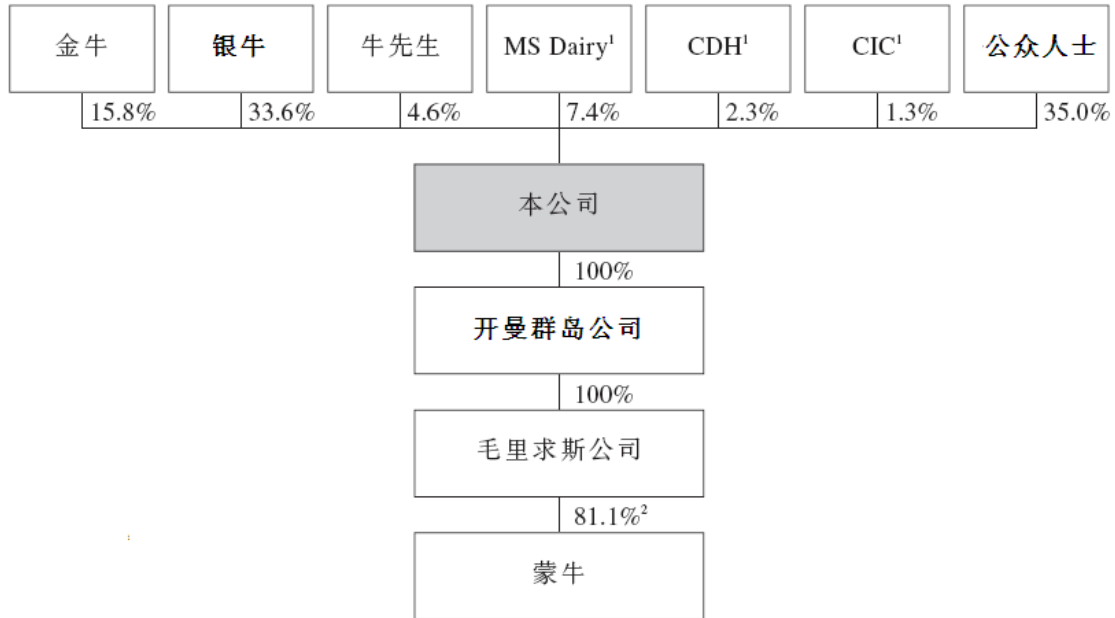


图 6 全球售股后股权结构图（未实行超额配股权）

二、蒙牛资本运作解析

1. 注册地—税收问题

由于外商在中国境内投资企业时股份转让要受到公司和税务法规，大陆资本市场规范，外汇管制以及人民币不可自由兑换等多重因素的捆绑，股权流通成为了国际私人股权投资基金通过直接上市路径退出的一大障碍。正是由于这一原因，海外风险投资者一般不选择直接投资中国企业的本土实体，而要对企业进行改制，通过成立海外离岸公司来控制境内的实体公司。同时由于避税地多为原英属殖民地，其法律原属英美法系，更容易被交易所、监管机构以及国际投资人理解和接受。当然，除此之外，选择在海外注册还有更深远的意义——避税。通常离岸公司设立在英属维京岛、巴哈马、开曼群岛、百慕大群岛、巴拿马等世界著名的避税岛。这些避税岛对当地注册公司每年只收取很少的年费，豁免所得税、资本利得税、公司应付税和印花税。

根据香港联交所规定，在香港上市的公司其注册地只能是香港，中国大陆，百慕大和开曼群岛四地，由于通过香港和中国公司往往需要一些比较复杂的行政

审批程序,因此许多企业选择购买或直接创立百慕大或开曼群岛壳公司达到香港上市的目的,从而避开了中国证监会对内地企业海外上市的种种限制。一般而言,注册在开曼群岛, BVI 等地的优势有如下几点:

(1) 高度保密,股票可以不记名,离岸公司注册地的公司法大都以英国商业公司法或国际商业公司法为基础,公司的股东资料,董事名册,股权比例,受益状况等资料高度保密并受法律保护,公众不能查阅。即便是专业机构进行核查,公司注册代理也须征求公司股东的意见方可披露,因此使得公司的股权运作等更为灵活和隐秘;

(2) 在注册地境外之商业活动,无需缴交当地之税款或以极低的税率(如 1%)缴纳,可减轻税务负担,这也是为何蒙牛公司选择将金牛、银牛和开曼、毛里求斯公司分开注册在三个不同避税地的原因;

(3) 允许一人董事,股东;

(4) 对董事、股东的国籍身份无限制,在一些国家限定比较多的公务员或者特殊身份的人均可拥有自己的离岸公司;

(5) 可在其它国家开设银行账户,可避免外汇管制带来的不方便。世界各国政府都承认并允许离岸公司在本国开展业务或投资,世界各大银行也都承认离岸公司,为其设立银行账号,并为其财务运作提供方便。这一点对于外汇管制这一国情下的中国公司意义尤其重大;

(6) 注册程序非常简单,有专业的注册代理机构代为完成,无需注册人亲自到注册地。管理也很简单,董事会、股东会可在世界任何地方召开,每年只需由商业秘书将年报材料和费用交给注册代理人,便可保证公司的正常合法持续,因此注册的总体成本非常低,设立离岸公司,进行海外上市、融资省却很多繁琐的行政手续;

(7) 注册国一般与世界上一些发达国家保持良好的关系,可以绕过非关税贸易壁垒;例如,根据中国法律,股份有限公司发起人持有的股份,自公司成立之日起三年内不得转让;外商合资企业的股权转让需有关部门批准;境内投资收益汇出需经外汇主管部门审核;等等。

(8) 注册地往往拥有比较完善的金融制度,因此许多保险公司、投资公司、轮船公司、石油公司皆选择这些地方作为他们境外公司的注册地。同时由于使用英美法的公司结构,容易在其它国家直接申请挂牌上市。比如百慕大注册的公司

可以在卢森堡、都柏林、温哥华及香港申请挂牌上市。

(9) 提升品牌形象，当今世界经济日益一体化，商业呈现跨国界的发展趋势，企业也

需要用跨国经营来扩大经营区域和增强实力。而注册离岸公司是企业走向世界，开展跨国

业务，提升企业国际形象的捷径。离岸公司注册地法律对于公司名称及经营范围都几乎没有限定，中国企业往往可以依此开创自己的国际控股集团公司的事业。

尽管有以上的共性，不同的避税地法律仍然有少量的不同，而其细微的差别往往成为不同公司选择注册地的主要原因，表五是几个避税地相关事宜的比较：

表 6 5 处避税地特征对比

| 特征 | 百慕大 | BVI | 开曼群岛 | 香港 | 毛里求斯 |
|---------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 最少股东数 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 最少董事数 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 允许法人董事 | 不允许 | 允许 | 允许 | 允许 | 允许 |
| 最少秘书数 | 1 (本地居民) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 标准法定股本 | \$12,000 | \$50,000 | \$50,000 | HK\$10,000 | \$10,000 |
| 征收离岸利得税 | 零 | 零 | 零 | 零 | 零 |
| 加中文名称 | 不可以 | 可以 | 可以 | 可以 | 可以 |
| 公司类别 | 国际商业公司 | 国际商业公司 | 豁免公司 | 有限公司 | 境外公司 |
| 设立注册办事处 | 需要 | 需要 | 需要 | 需要 | 需要 |
| 呈递周年申报 | 需要 | 不需要 | 需要 | 需要 | 不需要 |
| 申递经审计帐目 | 需要 | 不需要 | 不需要 | 需要 | 不需要 |
| 全球银行开户 | 可以 | 可以 | 可以 | 可以 | 可以 |
| 允许公司迁册 | 可以 | 可以 | 可以 | 不可以 | 可以 |

表七是一家投资咨询公司提供的各地注册费用对比表格，虽然并不是原始的价格，但是由此可以初步判断各地注册成本的大小，百慕大的注册费用远高于另外三者，这也可以从另一个角度揭示蒙牛公司没有在百慕大注册的原因。

表 7 4 处避税地费用对比表

| US\$ | 百慕大 | BVI | 开曼群岛 | 毛里求斯 |
|-------|------|-----|------|------|
| 公司注册费 | 3499 | 195 | 774 | 200 |
| 政府费 | 2080 | 350 | 586 | 200 |
| 注册代理费 | 0 | 125 | 440 | 350 |
| 注册办公室 | 1700 | 125 | 350 | 350 |
| 全套注册费 | 7279 | 795 | 2150 | 1100 |
| 每年年检费 | 3780 | 600 | 1376 | 500 |

由此可见英属维京群岛和开曼群岛的法律限制比百慕大稍显宽松，且注册费用低于后者，虽然在开曼群岛注册的法定股本远大于在百慕大，但注册资本在设立时仅需认购，不需实缴，因此不造成任何实际限制，这也可以解释为何蒙牛最终选择注册在开曼群岛，而将金牛和银牛公司注册在 BVI。事实上，近年来红筹上市的公司如盛大、蒙牛、百度、携程网、分众传媒、新东方都将注册地方在了开曼群岛，这也从另一个角度再次证实了它的同比优越性。

与以上的避税天堂相比，毛里求斯并未被列入“避税黑名单”中，它始终奉行国际通用会计准则，而同时又与包括中国、南非和英国在内的 29 个国家签订了避免双重征税的双边协议，这使得在毛里求斯注册的企业得以“合法避税”。同时由于公司注册执照上可加注中文名称，使得运用境外公司投资大陆更为便利，因此拥有毛里求斯公司的法定文件认证，会比其他地区方便而更有效率。

2 员工持股和信托制度——内部激励

蒙牛开创了内地民营企业赴港上市最独特股本结构的先例，没有政府性投资和国内投资机构入股，是一家 100%有自然人持股同时又吸纳境外投资机构入股的企业。早先在金牛、银牛公司成立的时候，蒙牛便已确定了让核心员工入股的概念。在二次注资后，蒙牛还特地扩大了“金牛”、“银牛”公司的股本，为新骨干的股份和期权奖励流出空白的安排空间。

在银牛公司中，发起人之一谢秋旭认购了 31,761 股股份，占银牛当时已发行总股份的约 63.5%。这部分股份，一部分是谢本人实际拥有的，另一部分则是谢透过“谢氏信托”持有的。招股书明确写道，谢在声明“谢氏信托”时，已

将股份投票权(包括其本身实际拥有的股份的股票权)交托牛根生,因此,“自银牛注册成立以来,牛先生控制着其 63.5%的股票权”。2004 年 3 月 22 日,银牛扩股配发 32,184 股,谢再次认购 20,446 股,并再次将股票权托付给牛根生,使后者的股票权仍为 63.5%。

而“牛氏信托”则是在 2004 年 3 月 23 日由牛根生声明的。“牛氏信托”的资产包括:23,019 股金牛股份(占金牛已发行股本的约 27.97%)、牛根生本人持有的 9,099 份金牛权益和牛根生本人持有的 17,816 股银牛权益。根据“牛氏信托”,牛根生作为受托人,“对于全部的信托资产,连同根据金牛公司权益计划及银牛公司权益计划授出的权益,获行使后成为信托资产一部分金牛股份及银牛股份,以及出售该等以信托方式为受益人持有的信托资产所得款项,保留绝对控制权”。

金牛和银牛在扩股后发行的股本分别为 82,294 股和 82,184 股。因此,牛根生在行使股权后透过两份信托对上述两家公司的实际控制权分别达到 35%和 70%。

根据公告,目前金牛、银牛分别持有上市公司蒙牛乳业 14.3%和 30.3%的股权。透过两份信托,牛根生掌握了金牛、银牛的实际控制权,从而掌握了上市公司。

据蒙牛招股书显示,蒙牛管理层、雇员及业务联系人在蒙牛香港主板上市后,将会合并直接或间接拥有 54%的发行股本。蒙牛的高管成为公司控股股东。按市值计算,蒙牛上市后将诞生 5 个亿万富翁、10 多个千万富翁、几十个百万富翁。从蒙牛发起成立时的 9 个人、900 多万元的第一批投入资金,到如今的近 40 亿元市值,蒙牛创造了中国投资回报率最高记录。虽然由于外资方规定的限制,蒙牛管理层拥有的股票 5 年内不能变现,现在的亿万财富还只能是纸上富贵,但如此高的回报率无疑会强化核心员工的忠诚度。

。

3 “对赌”契约——外部激励

如果将蒙牛的“员工权益计划”称为其内部的激励机制的话,那么蒙牛与摩根等风险投资者签订的一系列“对赌”契约就是残酷而高效的外部激励机制。

事实上蒙牛签订的此类契约主要有两个,都以公司的增长速度为赌注,而标的物则为公司的实质控制权。最早的一份是在第一次注资期间,如果蒙牛管理层

实现蒙牛的高速增长，一年后，蒙牛系可以将 A 类股按 1 拆 10 的比例转换为 B 类股，管理层可以实现在开曼公司的投票权与股权比例一致，即蒙牛系占开曼公司的 51% 的股权，反之开曼公司及其子公司毛里求斯公司账面上剩余的大笔投资现金将要由投资方完全控制，并且 MS 系将控制蒙牛股份 60.4% 的绝对控制权。2003 年 8 月，蒙牛管理层提前完成任务，保住了自己的控制权。

与上市前的那个契约相比，第二个“对赌”契约更为有名，蒙牛赌上了 7.8% 的股权，而赌注则是连续三年超过 50% 的复合增长率。此举一出，当时业界一片哗然，当时 3 名策略股东摩根斯坦利、鼎晖投资及商联投资分别持有公司 18.7%、5.9% 和 3.4% 股份。上市后，3 名股东股权将稀释至 7.4%、2.3% 和 1.3%。若公司发生合并、收购等股权变动时，包括摩根在内的 3 名现有股东，有权行使其总值 3523.3 万美元的换股票据，其兑换价为每股 0.096 美元，可兑换成的股数达 3.68 亿股股份。若 3 家股东全数兑换股票，他们将持有蒙牛总股数的 34.9%，摩根等策略股东之所以愿意参与这次“赌局”，是因为他们即使输掉 7.8% 股权的“赌局”，仍可获得 27.1% 股权升值带来的收益，而一旦赢了，则可增持蒙牛股权至 42.7%，成为公司的大股东。而反观蒙牛方，若是输了则等于将辛苦换来的控制权拱手让人，而要想达标又谈何容易，乳制品业的世界平均增长率为 1%-2%，亚太地区为 5%，即使在中国，当时乳制品两大巨头，伊利和光明也只能达到年增长率 30% 左右，所有的人都拭目以待蒙牛如何能达到这个几乎不可能的任务。

此次博弈的结果在情理之中，但又出乎意料之外。蒙牛凭借高效的现代管理模式，创新产品，营销模式以及其特殊的股本结构带来的税收减免优惠（由于有 6 家子公司，主要是其中 5 家变身中外合资企业，获得了税收方面的减免优惠，近 1.17 亿元，而 2003 年这一优惠仅为 4000 多万元），在 04 年以 1900 万元险胜 3 亿元的配额，完成任务，而摩根等外资股东也表示出于对蒙牛的信任，愿意提前结束赌约，将其持有的本金额近 5000 万元的可转股票据给蒙牛管理层控股的金牛公司，这接近机构投资者所持票据的 1/4。这些票据一旦行使，相当于 6260 万余股蒙牛乳业股票，如以当前每股平均 6 港元的市值计算，约合 3.75 亿港元。

总结归纳一下摩根士丹利对于蒙牛乳业基于业绩的对赌协议，有如下四个特点：一是投资方在投资以后虽然持有企业的原始股权，如摩根士丹利等三家国际投资机构持有开曼公司 90.6% 的股权和 49% 的投票权，但仅是财务型投资，而非战略经营性投资；二是除了普通股外，还持有高杠杆性，换股价格仅为 0.74

港元 / 股的可换股债券；三是高风险性，赌注是几千万股股份；四是蒙牛乳业虽然是创业型企业，但企业管理层富有行业经验，公司所属日常消费品行业，周期性波动小，企业一旦形成相对优势，竞争对手难以替代，投资的行业风险小。

三、小结

综上所述，蒙牛乳业采用了典型的红筹上市模式，经验丰富的风险投资者和颇有实力的企业黑马之合作如双剑合璧，多重资本运作方式更使得整个过程高潮迭起、精彩纷呈。摩根等投资银行家们帮助蒙牛海外上市重组了企业法律结构与财务结构，并协助其在财务、管理、决策过程等方面实现规范化，同时他们的品牌效应和丰富的 IPO 经验，也是对蒙牛乳业信用级别的一种潜在提升，对其成功地吸引资金起到至关重要的作用。

具体的分析海外风险投资者帮助蒙牛乳业公司进行的种种资本运作，再将这些方式和蒙牛乳业上市后的利润增长相挂钩思考，我们不难发现无论是上市前股权结构的精心安排，内部员工股权信托的运用，还是大胆的“对赌协议”，每一步骤都是一种价值来源，蒙牛乳业能在近几年内蓬勃发展，创造一个又一个的经营神话，很大一部分都得益于当初的设计与安排。

中国民营企业在思考 IPO 事宜时应该吸取蒙牛乳业上市过程中的经验和教训，客观的评价自身的水平和将遇到的风险，选择适当的运作方式，尽量优化博弈的结果。上市不单单是一个融资的过程，同时还是一个重新改造自身、优化结构、增加企业竞争力的良机。西方资本市场中成熟的资本运作模式以及相应的股权激励措施，对于中国企业未来的发展不啻为无价之宝，这样正是研究蒙牛乳业海外上市的重要意义之一。

四、讨论中的一些重要问题

1. 蒙牛使用的避税地注册安排可以使蒙牛公司获得避税方面的哪些好处？
请各位学员根据蒙牛的财务资料（学员自己寻找），估算一下蒙牛的避税好处，并对这种安排的优缺点做出讨论。
2. 针对蒙牛公司的员工持股信托计划，在员工激励上有什么特别的意义？
这种员工持股信托计划与一般的员工持股计划相比，有什么不同和相同之处？在实际的企业运作中，哪些情况下员工持股信托计划特别适用？

3. 通过蒙牛的实际案例阅读，你对对赌协议的意义理解是什么？在资本运作过程中，这种对赌协议是否有特定的风险？如果有，你认为会是什么？在实际运用中，应该注意哪些方面？
4. 对我国民营企业的上市融资运作方式，你还有其他什么样的建议？

全国MPACC教学案例库

“蒙牛资本运作”案例说明书

1. 本案例要解决的关键问题

如何理解蒙牛在此次海外 IPO 过程中的三种资本运作方式的具体做法，如何理解三种资本运作方式的现实经济意义；同时探讨民营企业海外融资的优缺点。

2. 参加案例讨论人员应该具备的基础知识

企业长期融资的股权融资；新股公开发行的方式；有关资本市场及海外资本市场的基础知识。

3. 案例的用途与服务对象

本案例适用于会计专业硕士、工商管理硕士财务管理方向有关企业融资及资本运作等相关业务领域的教学研讨。

4. 建议的案例讨论时间分配（120 分钟）

由于该案例具有较强的现实意义，同时涉及较为复杂的资本运作方式，因此建议教师在案例运用时作为提高型案例来进行运用，能够提前发下案例资料，同时安排足够的时间以供学员讨论和提问。适当的参考案例讨论时间见下表：

| 内容 | 主讲人 | 时间 | 说明 |
|-------------------------------------|---|-------|--|
| 专业基础知识介绍 | 教师 | 10 分钟 | |
| 背景介绍 | 教师 | 15 分钟 | 演示蒙牛上市的融资额、简单介绍三种资本运作方式 |
| 讨论问题 1—— 讨论蒙牛避税地注册及股权结构设计的资本运作方式 | 建议选 择有专业背景的人士发表观点，特别是参与过公司 IPO 上市的学员发表观点 | 25 分钟 | 重点讨论这两种较为常用的资本运作方式的经济意义，以及蒙牛股权结构设计的巧妙之处；比较员工持股信托与员工持股的不同 |
| 讨论问题 2—— 讨论蒙牛员工持股信托计划的激励方式 | | 25 分钟 | |

| 内容 | 主讲人 | 时间 | 说明 |
|-------------------------|-------------|-------|--|
| 讨论问题 3—— 讨论蒙牛对赌协议的运用 | 教师引导为主，讨论为辅 | 25 分钟 | 讨论对赌协议这一为蒙牛上市的整个过程添上了一抹传奇的色彩，但事实上这种外部激励方式早已在国外频繁使用的运作方式 |
| 案例讨论的总结 | 教师 vs 学员 | 20 分钟 | 针对学员的发言进行讲评，特别对有独立见解的学员进行鼓励，必要时邀请他们详细阐述他们的观点，也可组织学员就某个学员的独到认识（与现行制度和经典理论不兼容的观点）进行分析或深入讨论 |

5. 案例讨论的问题及参考性答案

A. 按照此结构改制后的蒙牛集团所缴税务有以下几个部分组成：

1. 开曼群岛税务：对个人或公司利润、收入、收益或增值不征收任何税项，并无承继税或遗产税，除不时因在开曼群岛司法群区内订立若干文件而支付的印花税外，蒙牛公司无其他重大税项。
2. 中国税务：
 - 1) 根据中国现行税法、法规及命令，透过毛里求斯公司向开曼公司支付的来自中国业务的股息免缴任何中国预提税或所得税。
 - 2) 因为上市公司并非在中国注册成立，因此在中国拥有主要经营的子公司向海外投资者分派股息免交中国税项。海外投资者转让或变卖公司股份也不触发中国税项。
3. 香港税务：
 - 1) 股息：根据香港税务局现行惯例，开曼群岛公司无需就派付的股息缴纳任何香港税项。
 - 2) 资本利得税：在香港从事证券买卖或交易的人士，因在香港联交所出售股份所得收益均须交纳香港利得税，公司里的税为 17.5%，个人为 16%。

- 3) 印花税: 买卖已登记的股份双方每次都须交纳印花税, 合计一般为 0.2%。若买卖双方有一方并非香港居民则由承让人交纳印花税, 转让与香港境外股东名册中登记的股份勿须交纳印花税。
- 4) 遗产税: 若属于香港境内财产则按照本金征收, 若属境外则无须。按照 5%-15% 征收。

我们对表一蒙牛乳业 03-05 年的部分损益表稍作计算可以发现从 04 正式进行股权重组之后, 实际税率大幅下降, 税收优势十分明显, 05、06 年由于部分两免三减半的子公司开始进入第三年缴一半税费的阶段, 所以总体税赋比例有所增加。事实上 06 年, 伊利的总纳税额达到了 10.32 亿元, 是蒙牛的 13.57 倍, 这一税负的差距直接导致了蒙牛税后净利润的压倒性胜利。具体分析见表 7。

表 7 蒙牛乳业 03-05 年税收减免公司数据表

| 单位: 千元 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 享受税收减免子公司数 | 3 | 6 | 14 | 18 |
| 两年免税三年减半优惠公司数 | 1 | 5 | 7 | 15 |
| 地方税务减免 | 2 | 1 | 7 | 2 |
| 所缴税务 | 61,458 | 18,465 | 61,612 | 76,032 |
| 占税后利润比例 (实际税率) | 20.92% | 4.5% | 9.98% | 8.07% |

总而言之, 这样的安排, 不但对股东们有层层破产隔离保护, 同时大幅度的降低了资产利得税等附加于股息、利润之上的税收, 对外部风险投资人及公共股东都大有好处。

B. 员工持股 (ESOP) 计划

ESOP 首创于美国, 可分为广泛的员工持股计划和针对高管层两种, 根据美国国家雇员持股中心 (NCEO) 的统计表明, 到 2005 年末此类持股计划项目已超过 11500 个, 参与人数超过 1000 万, 涉及资产总额超过 5000 亿美元。斯坦福和密歇根大学的研究表明, 实行员工持股的公司比不实行员工持股的公司利润要高, 更有详细数据表明美国 98 家实行员工持股的企业比同行业其他公司利润高出 50%, 并且员工控有的股份在企业总股份中的所占比例越高, 企业利润越大。

通过将公司的未来市场表现与公司管理人员的利益紧密联接，公司管理人员与股东利益趋向一致从而达到对公司管理人员进行长期激励的效果。在这一机制下，公司管理人员将会努力实现公司价值的最大化，增加公司市场价值，从而最终实现自身的收益。

蒙牛公司的员工持股计划与其他同类计划相比有两点不同，首先这些核心员工、高管层并非直接持有上市公司的股份，而是可以转化为上市公司控股股东的股份，一来有了上市公司股价作保证，“金牛”、“银牛”公司的股份有同样巨大的升值空间，虽然没有直接上市，它们的股票价格也已经“有价有市”了，也可以实现上市退出。二来由于这样的设计使得对上市公司控股权的稀释速度减慢，即使员工真的要卖出这些股份，由于并非直接上市无法在公开市场上操作，很大的可能将有管理层直接购回，减少对控制权的稀释。

蒙牛公司员工持股计划的另一与众不同之处在于和信托制度的巧妙结合。员工持股信托（ESOT）是股权激励的一种新的探索，确保了持股安全和对员工的激励作用，因此逐渐成为美国企业实现员工持股的主流方式。一般有两种，一是为此计划融资使用的信托筹资，二是代理购买股份实施的股权收购信托。在蒙牛公司中使用的是代理表决权的股权管理信托。事实上在蒙牛乳业中是两层信托，银牛公司的股东先将一部分股份注入“谢式信托”中，此信托的信托人谢秋旭再将这一部分注入牛根生的“牛式信托”中，使得本身仅有 4.6%控股权的牛根生成成为上市公司的实际控制人。这样一来将对公司发展有重要影响的群体利益绑到了一起，由于信托的关系同进退，降低了管理费用和因为利益目标不同而产生的矛盾，同时由于各人的收益和公司的增长直接挂钩，这个又成为了最强有效的激励手段。

员工持股信托在我国还是一种新兴的股权激励模式，应用的公司并不多，但是它可以解决职工出资能力不足，职工持股主体缺位以及由于职工持股造成的双重征税问题，因此是对员工持股计划补充和完善，有利于形成有效的内部激励和促进公司的健康发展

C. 对赌协议

所谓的“对赌协议”，英文原名是 Valuation Adjustment Mechanism (VAM)，即“估值调整协议”，它是投资方与融资方在达成协议时，双方对于未来确定情

况的一种约定。约定的条件出现与否代表着相应的投资方或者融资方某种权利的实现。因此，对赌协议实际上就是一种期权，并非如“赌博”般骇人听闻，它仅仅只是投资方和企业出于对企业未来前景的不确定性，为确保各自的利益而列出的一系列金融条款，其本身并无恶意善意之分，区别在于是更加维护投资方利益还是更加有利于企业管理层。对赌的最终目的是双向激励，提升公司管理层积极性和公司质量，努力实现企业盈利水平最大化，有效保护投资者利益，这一条款的创立实际上是为了提高交易的质量。事实上投资方往往是希望能够“输”掉赌约，因为这代表着融资方承诺的兑现，完成承诺给投资方带来的回报常常会高于投资方输掉赌约的成本，投资方“赢”得赌约很多情况下只是保护自身基本利益的无奈之举。

在西方资本市场，带有“对赌协议”性质的金融条款在风险投资或者管理层收购都很常见。投资方在提供资金代价的同时，也需要一些相应的措施来有效保护自身的利益。通常情况之下，投资方会享有清算优先权、股息优先权、投票表决权、转换权、新股认购优先权，股票回购权，有时还约定反摊薄条款，以确保自己的股权数量不会因新股发行或新的投资方加入而减少，也使投资回报不会因股价的下跌而受到影响。棘轮条款(Equity Ratchet/Performance Ratchet)是投资方最常用的反摊薄保护形式。无论后期的投资者购买多少股份，以前的投资方都会获得额外的免费股票。有时棘轮也同认股权和可转换优先股结合起来，在实施认股权时附送额外的股票或在转换时获得额外的股票。这样做可以保证投资方持股比例不会因为以较低价格发行新股时发生股权摊薄现象，从而影响其表决权。棘轮条款在本质上与目前国内所谓的对赌协议是一样的，都会影响到企业估值的高低，也会对管理层的未来股权比例产生影响。然而，外资投资国内企业通常只是采用财务绩效条款，而且一般都以单一的“净利润”为标尺，以“股权”为筹码。

以财务绩效指标设立企业业绩的衡量标准时，投资方通常有三种选择。首先是设立单一目标，如以一年的总利润或税前利润为指标，一旦达到这一指标，则股权发生变化，若无法达成，则维持原状。其次是设立一系列渐进目标，每达成一个指标，股权发生一定的相应变化，循序渐进。第三是设定上下限，在此标准之内，股权变化即可实现。

开展案例教学的准备工作

1. 将案例提前发给学员，保证学员在参与讨论前有比较充裕的时间阅读、理解案例内容，并查阅相关资料。（最少提前 1 天，一般应提前一个星期）。

2. 搜集与案例有关的有关资料，包括来自各种媒介的信息，如电视新闻、焦点访谈、今日说法、网络帖子、专题报道等，用于案例讨论时的支持资料。

3. 详细了解即将参与讨论的学员的情况，包括其专业背景、工作岗位和职责、是否从事或接触过有关企业合并、资产评估等领域的工作，从中物色（内定）讨论某一问题的主要发言人，或者在分析问题作为某一观点的代言人。由于不同的工作岗位对同一个问题的认识角度不同，所以需要刻意选择和鼓励可能代表不同观点的学员发表意见。由于不同班次的学生结构、背景有差别，因此即使一个案例用过多次，这项工作也需要每次都做。

4. 设计适用于案例讨论的成绩评价系统。案例讨论重在参与，因此对于积极参与的学员应该给予鼓励和支持。需要事先规定参与的方式和评价的标准。最好是有专门的工作人员（同一课程组的老师或班导师）和学生一同听课，一方面负责记录学生的参与情况，另一方面也可以比较客观的评价案例教学的效果，以便不断的完善更新案例内容和教学方法。

5. 同一课程组的老师应该提前就所使用的案例进行集体备课，充分考虑讨论中学生可能提出的问题，可能涉及的相关内容，可以使用的教学资源；授课结束后，主持案例讨论的老师和听课老师应该互相沟通，分析学生对案例内容和教学方法的反应，包括内容是否适合学生的情况和预定的讨论目的；难易程度是否恰当；事先安排的讨论时间是否充分或不足；是否有冷场情况，如果有其原因是什等。通过沟通，一方面评价学生参与程度，也评价老师的教学效果。

6. 根据每次案例讨论后的记录信息，不断更新、完善案例内容，调整讨论方案，特别是针对学生发言不主动，出现冷场的情况，分析其产生原因，有针对性地调整教案和教学方法。