

刍探上市公司反收购策略

成都理工大学 陈庆红 成都信息工程学院 宋 靖

【摘要】我国上市公司在面临敌意收购威胁时往往处于被动地位,缺乏反收购的经验和力量。本文在结合我国法律和国情的基础上,对完善我国上市公司反收购策略进行了探讨。

【关键词】敌意收购 反收购 可转换债券 股份回购

一、西方国家反收购策略在我国实施的可行性

虽然西方各国创造出了一系列成熟的反收购策略,但由于各国法律、文化存在差异,因而我国上市公司不能全盘照搬西方国家的策略,必须在对西方国家反收购策略进行研究的基础上有选择地加以借鉴。

1.事前预防性策略。

(1)建立合理的持股结构。这里指目标公司通过建立一种使公司股权难以“足量”地转移到收购者手中的股权结构来避免被收购,常见的做法有自我控股、针对特定对象相互持股、把股份放在朋友手上、员工持股计划等。我国有关法律尚未对股东持股的最高额度进行限制,也未对相互持股做出明确的规定。除了公司的发起设立外,2004年开始我国公开发行股票采用的询价制也要求对询价对象定向发行股票。这导致建立合理的持股结构所涉及的自我控股、针对特定对象的相互持股等不存在法律障碍。但是,自我控股需要占用股东大量的资金,在我国上市公司普遍存在圈钱动机的情况下,公司未必愿意或未必能够采取此种行动。

(2)在章程中设置反收购条款。具体包括:①分期分级董事会制度。目标公司在章程中对董事改选时间和人数进行了规定,即使收购方收购了“足量”的股权,其在短期内仍然无法通过董事会控制公司。该制度在我国有其可操作性。我国《公司法》和《上市公司章程指引》中没有禁止分期分级董事会制度,而是把是否执行分期分级董事会制度的权力交给上市公司董事会和股东大会。这在一定程度上有利于董事会结构的稳定。②超级多数条款。目标公司在章程中规定,凡公司重大事项,必须经公司绝大多数股东投票通过,这提高了外部收购者改组管理层的难度。该条款在我国同样具有可行性。我国《公司法》规定,股东大会做出修改公司章程、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,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。③限制董事资格条款。我国《公司法》和《上市公司章程指引》都明确规定了董事的任职资格,由董事会对候选人资格进行适当审查是必要的,可以提高股东大会表决的效率。④限制大股东表决权条款。通常办法为:直接限制大股东的表决权和采取累计投票法,这可以削弱敌意收购者在股东大会上的力量。我国《公司法》规定,股东大会选

举董事、监事,可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议实行累积投票制。这是我国《公司法》首次明确规定可以实行累积投票制,这使得我国公司通过运用该方法限制大股东表决权成为可能。

(3)毒丸计划。目标公司发行给予持有者特别权利的新证券,这种特别权利只有在某种触发事件发生一段时间后才能行使。特别权利有发行优先股、“毒丸”债券、购买权证等多种形式,其特征都是提高收购者的成本或稀释其股权比例。我国《公司法》规定,股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。我国发行的股票目前只分为国家股、法人股和社会公众股,没有优先股,从而毒丸计划中的发行优先股目前还难以实施。

(4)“降落伞”计划。这是指规定收购者在完成对目标公司的收购以后,必须对人事安排中的变动者一次性支付巨额补偿金,包括金降落伞、银降落伞、锡降落伞计划,它的实施对象为包括CEO在内的公司原来的最高管理者和较低层次的管理者甚至雇员。它通过加大收购者的收购成本而在一定程度上阻止收购行为。对收购后目标公司的人事安排和待遇,我国无明文规定。目前我国相关法律只对管理层和职工退养制定了最低标准,没有制定最高标准,因此“降落伞”计划可以作为一个防范敌意收购的有效办法。但“降落伞”计划的实施也极有可能导致公司资产或国有资产被变相瓜分,从而不利于鞭策企业管理层努力工作和勤勉尽职。

(5)资产重估。由于常见的通货膨胀使公司资产账面价值往往低于其实际价值,因而一些公司定期对其资产价值进行重新评估,并把结果编入资产负债表,以提高净资产的账面价值,防止公司因价值低估而被列为收购对象。我国《国有资产评估管理办法》指出,占有单位能否按照资产评估后确认的价值进行账务处理,应满足产权主体发生变动的条件。因此,定期进行资产价值重估并调整账面价值的做法在我国不被允许。但我国房地产、无形资产(如商誉等)普遍存在价值被低估的可能,因而可重新对其进行评估并向投资者公告,从舆论导向上使投资者正确认识公司股价。

2.事中对抗性策略。

(1)寻求股东的支持。目标公司在得知收购消息后,迅速向本公司的股东提出反对收购的意见,寻求股东支持。这项

策略在我国的应用不仅不会受到阻碍,而且其本身就是管理层的义务。如我国《上市公司收购管理办法》规定:被收购公司董事会应当为公司聘请独立财务顾问等专业机构,分析被收购公司的财务状况,就收购要约条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见,并予以公告。

(2) 股份回购。这是指目标公司受到收购威胁时购回本公司的股票,从而减少目标公司流通在外的股票数额。股份回购的实施在我国会受到一定的阻碍。《公司法》第143条规定,公司不得收购本公司股份。但是,有四种情形之一的除外,该条还规定了四种情形下股份回购后的处置方式。因此,实质上《公司法》只是强调在回购本公司的股票后有必须遵循的规定,并未完全禁止该反收购策略的实施。而且,《公司法》还首次提出可以用回购股份奖励职工,这事实上能起到反收购的作用。但是根据《上市公司收购管理办法》的规定,收购人做出提示性公告后,被收购公司董事会不得提议回购上市公司股份。我国在原则上倾向于限制公司的回购行动,但是相关法律规定的公司股权回购必须先报证监会批准,繁复的手续使该方法并不可行。

(3) 绿色邮件。这是指当目标公司被故意收购时,目标公司通过谈判将收购者拥有的本公司股票以高于市场价格的价格买回,以赶走外部的收购者。绿色邮件实质上是一种定向的股份回购,在我国实施的可行性与股份回购相同。但是由于这种政策直接以牺牲股东利益为代价来换取管理层的稳定,一般会受到各国监管当局的严格禁止。

(4) 白衣骑士。在公司依靠自身力量无法抵御故意收购时,邀请友好的第三方购买本公司的股份也是一种可行的方法。面对“白衣骑士”的挑战,收购方要么被迫提高其收购价格,从而增加其收购成本,要么放弃收购。白衣骑士策略在我国的应用没有障碍。《上市公司收购管理办法》规定,被收购公司的董事、监事、高级管理人员针对收购行为所做出的决策及采取的措施,不得损害公司及其股东的合法权益。这是管理层行为的准则。而寻找一个竞争者,使股票的价格更高,公司及股东可得利益也会更多。因此,管理层寻找一个白衣骑士的做法是可行的。

(5) 帕克曼式防御。当获悉收购方试图启动收购目标公司的计划时,目标公司或与目标公司关系密切的公司抢先收购袭击者的股票,从而迫使袭击者转入防御。该策略在我国的使用不存在法律障碍。但它不是在任何情况下都可以被采用。一方面,目标公司本身要有较强的资金实力和外部融资能力;另一方面,收购方在财务状况、股权结构、股票市场等方面要具备被收购的条件,否则反击会失去意义。

(6) 诉讼。目标公司以收购者违反各种法律法规为由提起诉讼来阻止其公开收购。这客观上拖延了收购的进程,可以赢得时间采取有效的措施与收购方进行抗争。我国《证券法》对公司收购的法律程序作了严格规定,且对收购方在收购中的持股披露义务、发生强制要约收购义务等方面作了具体规定。诉讼的理由主要有三点:一是披露不充分;二是反垄断;三是收购操作过程存在欺诈等犯罪行为。

(7) 管理层收购。当目标公司遭到故意收购时,公司的管理层通过一定的渠道筹措资金,收购其所在公司的大部分

股权从而达到控制目标公司的目的。《上市公司收购管理办法》规定,管理层、员工进行上市公司收购的,被收购公司的独立董事应当为公司聘请独立财务顾问及专业机构提出专业意见,并予以公告。由此可知,在我国管理层、员工可以进行上市公司的收购,但是为了避免利益冲突,向股东提供信息的义务人只有被收购公司的独立董事。

但管理层收购在我国的实施还受到一定的制约,如收购股份来源问题。《企业国有产权向管理层转让暂行规定》明确提出,大型国有及国有控股企业的国有产权不向管理层转让,大型国有及国有控股企业所属从事该大型企业主营业务的重要全资或控股企业的国有产权也不向管理层转让。这意味着国有股向管理层转让在现阶段受到了限制。

二、我国上市公司反收购策略创新

除了具有适用性的西方国家的反收购策略外,我国在反收购实践中也总结出了诸如股东增持股份、发布财务报告或利润预计等成功率较高的反收购策略。另外,还应该结合我国的法律和国情,在保障目标公司股东利益的前提下创造新的反收购策略。

1. 发行可转换公司债券。关联公司通过相互持股来防御故意收购是十分必要的。但是在收购者尚未出现时大量持有关联公司的股份对本公司而言是一种负担,势必影响本公司的资本结构和资金流动性,使本公司的扩张能力受到制约。我们可以发行可转换公司债券,即成员公司可互相发行长期可转换债券,转换条件可设置为一旦发行方受到收购威胁时,发行方有权将发行在外的债券转换为股票。由于成员公司间发行及认购可转换公司债券的资金可以相互抵消(忽略发行证券的手续费),从而成员公司的资金流动性和扩张能力将不受影响。

2. 采用信托方式。根据《信托法》规定,信托财产与委托人未设立信托的其他资产相区别,信托财产显然具有独立性。我们可以将公司优质资产信托及将流动资金委托投资,使收购方认识到即使收购到足额股份,也得不到重要资产的控制权,从而打消收购念头。并且,信托方式只是暂时转移了财产,并不会使公司长期丧失相关资产,对目标公司损害较小。

3. 加强公共关系。在我国的反收购案例中,媒体和政府一直在扮演重要角色。公司可以参与社会公益事业、承担社会责任;通过媒体宣传,树立公司的公正、诚信形象;加强与政府主管部门和监管部门的沟通。一旦故意收购者对该公司进行收购,必将引起社会公众的愤慨和政府机构的干涉。

反收购的手段各具特色,目标公司应该根据并购双方的力量对比和并购初衷选用一种或几种策略。事前预防性策略以抑制故意收购动机为目标,往往成本较低;而事中对抗性策略成本普遍较高,会造成持久的争端。因此,从保障股东利益的角度出发,应大力倡导目标公司的事前防御。同时,反收购措施无论多么完善,它始终是消极、被动的,公司应该制定正确的发展战略,努力改善企业经营管理,充分发挥自身所拥有的潜能与优势,不断提高企业核心竞争力,从根本上消除其成为被并购公司的可能性。

主要参考文献

任淮秀. 兼并与收购. 北京: 中国人民大学出版社, 2004