企业反并购的经济对策探讨

郑州大学　朱永明

【摘要】 市场经济环境下,企业并购与反并购是一对不可调和的矛盾。本文从被并购目标公司角度探讨了运用经济手段实施反并购的主要策略。

【关键词】 企业并购　反并购　经济对策

并购有善意并购与恶意并购之分, 如果并购本身有利于公司竞争力的提高和长远发展,则管理者实施反并购违背了利益最大化的经营原则;但公司从自身利益出发,应坚决抵制甚至反击来自其他公司的恶意并购,采取各种积极有效的防御性措施进行反并购,以维护股东的利益。在反并购活动中,常用的策略主要有两种:经济手段和法律手段。本文试从经济手段方面探讨企业反并购的策略。

一、反并购的正向对策

所谓正向对策,是指企业的管理者为了预防各种可能的并购行为发生,努力把企业管理得更好,使潜在的并购者即使并购成功,也没有多大的增值空间而积极主动采取的各种措施。公司反并购的正向对策包括以下几种:

1.正向重组。正向重组或优化整合,是指使公司变得更好的调整和重组。公司正向重组的内容主要包括:理顺经营机制,强化管理队伍,精简机构,裁减冗员,提高效率;压缩非生产性开支,缩小长期投资规模,改善业务结构;转让相对次要的子公司或分公司,出售效益欠佳及前景暗淡的资产、业务和部门,购入效益佳、前景好的企业、资产和业务;调整经营方针,采用先进技术,聘用优秀人才,改进现有产品,开发新产品,千方百计拓展市场等。管理者通过不断的正向重组,充分利用各种有利的时机和环境要素,使企业的价值始终处在一个较高的水平上,让潜在的并购者看不到并购效益,迫使其放弃并购。

2.利用"鲨鱼观察者"。在市场经济环境中,为了预防恶意并购的盛行,产生了一类专业性的咨询服务公司,其专门负责观察和监视并购接管行动的早期动向。由于恶意并购的袭击者常常被比喻为"鲨鱼",因而这类专业性公司或人士就被称为"鲨鱼观察者"。为了及早防范、及时应对反并购,存在可能被并购危险的上市公司就可以通过雇用或聘请这类"鲨鱼观察者"专门负责观察自己公司股票的交易情况和各主要股东持股变动情况,力图及早发觉可能发生的并购袭击,以便及早采取应对策略。

3.建立合理的持股结构。上市公司为避免被并购,就要避免公司股权较多地转移到并购者的手上,所谓"合理的持股结构"中的"合理",是以反并购效果为参照标准的,其最终目的是使并购者不能得到控制权。其具体方法主要有:①自我控股, 即公司的发起人或其后继大股东为了避免公司被他人并购,取得对公司的控股地位,在一开始设置公司股权时就让自己控制公司的"足量"股权或通过增持股份来提高持股比例以保持控股地位。②交叉持股或相互持股,即关联公司之间相互持有对方股份,在其中一方受到并购威胁时,另一方施以援手。③把股份放在朋友的手上,即将公司部分股份集中在朋友手上,增大并购者并购的难度和成本,在有关表态和投票表决中朋友可支持公司的反并购行动。④实施员工持股计划,一般来说,员工对公司有一种归属感,员工与公司有着紧密的利益关系。推行员工持股计划,即当公司主要股东无力控股时,将部分股权转让给本公司的员工,使其成为公司的股东,这时员工与公司的利益关系更为密切,感情纽带更为牢固,员工对公司的归属感会更强。鉴于人类心理因素上天然的"自我本位"和排外倾向,公司员工往往会出于自身利益而排斥外侵、反对并购。当有恶意并购行为发生时,员工考虑到自己的工作及前途,不会轻易出让自己手中持有的本公司股份。

二、反并购的负向对策

所谓负向对策,是指企业管理者将公司的资产、业务和财务进行调整和再组合,以使公司原有价值和吸引力极大地下降。

1.减少"皇冠上的珍珠"。从资产价值、盈利能力和发展前景诸方面衡量, 在集团公司中经营最好的企业或子公司被喻为"皇冠上的珍珠"。这类公司通常会使其他公司产生并购企图,成为并购的目标。目标企业为保全其他子公司,可将"皇冠上的珍珠"这类经营好的子公司卖掉或抵押出去,从而达到反并购的目的。

2.实施股东权利计划。即公司赋予其股东某种权利,如发行股票权证,并规定当公司被并购时,权证持有人有权以权证执行价格购买市值为执行价格两倍的合并后的新公司股票;当某一方收集了超过预定比例的公司股票后, 权证持有人可以半价购买公司股票;当公司遭受并购袭击时,权证持有人可以只要董事会看来是"合理"的价格,向公司出售其手中持有的股票,换取现金、短期优先票据或其他证券。

3.运用虚胖战术。如果一个公司财务状况好、资产质量高、业务结构又合理,那么就具有相当大的吸引力,往往诱发并购行为。在这种情况下,一旦确认将遭到并购袭击时,它往

往采用虚胖战术,作为反并购的策略。其做法有多种,如购置大量与经营无关或盈利能力差的资产,令公司包袱沉重,资产质量下降;或者是大量增加公司负债,恶化财务状况,加大经营风险;或者是故意增加一些长时间才能见效的投资,使公司资产收益率在短时间内大降。所有这些,将使公司从精干变得臃肿,并购方将望而却步。

4.制定"毒丸计划"。毒丸计划包括"负债毒丸计划"和"人员毒丸计划"两种。前者是指目标公司在恶意并购威胁下大量增加自身负债,如大量发行债券等,降低企业的吸引力。"人员毒丸计划"的基本做法则是公司的绝大部分高级管理人员共同签署协议,约定在公司以不公平价格被并购,并且这些人中有一人在并购后被降职或革职时,全部管理人员将集体辞职。这一策略不仅保护了目标公司股东的利益,而且会使并购方慎重考虑并购后更换管理层对公司带来的巨大影响。这样一来,并购者并购目标公司后,类似于吞下"毒丸",从而对其望而生畏。

5.运用"焦土战术"。类似于"皇冠上的珍珠"策略,是指公司在遇到并购袭击而无力反击时,除掉企业中最有价值的部分。例如,将公司中引起并购者兴趣的资产出售,使并购者的意图难以实现;或是大量增加公司的负债,故意恶化财务状况,加大经营风险,使公司变成"焦土",这样,并购者因考虑并购后严重的负债问题而放弃并购。

三、提高并购者的并购成本

1.资产重估。在现行的财务会计中,资产通常采用历史成本计价,通货膨胀的存在使账面上的历史成本往往低于资产的实际价值。许多公司定期对其资产进行重新估价,提高净资产的账面价值。由于并购出价与账面价值之间存在内在联系,提高账面价值会抬高并购出价,抑制并购动机。

2.股份回购。在受到并购威胁时,公司或其董事、监事可回购公司的股份,减少股票流通量,使买方难以收购到足额股份;在股东权益不降低的情况下,股价肯定提升,并购价格也会提升。其基本形式有两种:一是公司将可用的现金分配给股东,这种分配不是支付红利,而是购回股份;二是换股,即发行公司债券、特别股或其组合以回收股份,通过减少在外流通股票,抬高股价,迫使收购者提高每股收购价。但此法对企业比较危险,因负债比例提高会导致财务风险增加。股份回购在实战中往往是作为辅助战术来实施的。

3.死亡换股。目标公司发行公司债券、特别股或其组合以回收股份,同样可以起到减少在外流通股票和提升股价的作用。但死亡换股对目标公司而言风险很大,因负债比例过高会导致财务风险增加,即使公司价值不变,但权益比重降低,股价不一定会随在外流通股份减少而升高。更有甚者,即便股价等比例上涨,但买方并购所需要的股数也相应减少,最后并购总价款仍变化不大,目标公司可能只是白忙一场。

4.寻找"白衣骑士"。"白衣骑士"是指企业为免遭恶意并购而寻找的善意并购者。公司在遭到并购威胁时,为不使本企业落入恶意并购者手中,可选择与其关系密切的有实力的公司,以更优惠的条件达成善意并购。一般来说,如果并购者出价较低,企业被善意并购者拯救的希望就大;若并购者提供了很高的价格,则善意并购者的成本提高,目标公司获救的机会相应减少。

5.实施"降落伞计划"。公司一旦被并购,管理人员和普通员工都有可能被解雇。"降落伞计划"是指使被解雇或降职者有所补偿,就像带一把降落伞安全降落下来。"降落伞计划"有不同的层次:"金降落伞计划"规定在公司被并购的情况下,高层管理人员无论是主动还是被迫离开公司,都可以得到一笔巨额的解职费或退休金、股权收入或额外津贴,该项收益视获得者的地位、资历和以往业绩的差异而有高低不同。又因该项收益丰厚,故名"金降落伞";与之相似,还有针对中层管理人员的"银(灰)降落伞计划",指对中层管理人员提供的比金降落伞稍差的同类保障;"锡降落伞计划"是对企业职工提供的比银(灰)降落伞又低一级的同类保障。降落伞计划的实施将会使目标公司面临巨额现金支付,足以令并购者望而却步。

6.刺激股价上涨。公司股价偏低,是诱发并购行为的最重要因素。在公司股价低于公司资产价值或公司潜在收益价值时,可以采取以下措施刺激股价上涨:发布盈利预测信息,表明公司未来盈利状况会好转;重新评估资产价值,体现评估增值;增加股利分配;发表保密状态下的开发研究成果等对股价有利的消息;促成多家并购者竞价争购哄抬股价等。提高股价一方面可以消除或弱化并购诱因,稳定原有股东持股的信心;另一方面则可加大并购成本,迫使并购者从成本收益角度考虑放弃并购。

四、以攻为守

当公司在遭到并购袭击时,不是被动地防守,而是以攻为守,它或者反过来对并购者提出还盘而并购对方,或者以出让本公司的部分利益,包括出让部分股权为条件,策动与公司关系密切的其他公司出面并购对方股份,以挫败并购袭击方的积极性,这样目标企业进行反并购,并开始购买并购袭击方的普通股,以达到围魏救赵的效果。

此方法的特点是以攻为守,使攻守双方角色颠倒,使并购袭击方处于被动局面。从反并购效果来看,其往往能使反并购方进退自如,可攻可守。进可并购袭击者,守可使袭击者出于自身利益而放弃原先的并购企图,退可因本公司拥有对方的股权而在被并购后,同样也能分享并购所能带来的好处。

五、管理层收购

为了避免公司落入他人手中,公司的管理层将公司收购为己有。其主要方式有两种:一是管理层杠杆收购,即公司管理层以公司的资产或未来收益作担保向银行借贷从而融资买入自己所管理的公司,以此保持对公司的控制权。二是资本重组,即将公司的资本总额降低,相对地提高管理层对公司的持股比例。由于公司总股本的减少,在绝对量不变的情况下管理层持股比例相对提高,从而实现对公司的控制。由于管理层深知公司的情况,能够对收购的利弊做出较好的判断,所以管理层收购一度成为普遍运用的公司并购方式。

主要参考文献

①蒋泽中.企业收购与兼并.北京:中国人民大学出版社,2003

②许海峰.外资并购.北京:人民法院出版社,2005

③张德斌.反并购帷幕拉开.中国证券报,2005-12-27