现金选择权制度的改进思考

——山东钢铁集团重组案例研究

龚 靓(博士)

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430073)

【摘要】本文以山东钢铁集团重组为例,对现金选择权在企业并购重组中存在的一些问题进行了反思,并对现金选择权制度在条款设计及法规的改进及完善方面提出了一些建议。

【关键词】山钢重组 现金选择权 市场价值法

现金选择权是我国上市公司在并购市场中的一项制度创新,它是指当上市公司拟实施资产重组、合并、分立等重大事项时,异议股东按照事先约定的价格在规定期限内将其所持有的上市公司股份出售给第三方的权利。自现金选择权2004年在第一百货吸收合并华联商厦中被首次采用以来,其在保护中小股东权益、提高并购重组效率方面发挥了重要的作用。但由于该制度相关法律规范尚不完善并且缺乏理论研究,所以几乎每一次上市公司并购案中现金选择权的实施都会引起众多利益相关者的激烈讨论,其暴露出的一些理论与制度问题已引起了人们从深层次上去认识现金选择权。基于此,本文选择山东钢铁集团(简称"山钢集团")的重组案例来分析现金选择权制度的有关问题。

山钢集团重组具有较强的代表性,它集中体现了现阶段我国上市公司在现金选择权的条款设计和运用方面存在的一些问题,这些问题弱化了现金选择权制度的积极意义,并对上市公司并购产生了一定的负面影响。

一、案例背景

2010年山钢集团为做强主业开始对旗下上市公司进行整合,主要内容是对济南钢铁和莱钢股份两家子公司进行合并,即济南钢铁换股吸收合并莱钢股份。

2010年2月24日,山钢集团第一次披露了济南钢铁吸收合并莱钢股份的议案,该议案规定济南钢铁以2.43:1的比例对莱钢股份进行吸收换股。为保护莱钢股份中小股东的利益,议案中还设计了现金选择权条款,即在重组方案中投出有效反对票并持有至吸收合并之日的莱钢股份股东,可以12.29元/股的价格将股票出售给山钢集团,但当年5月份莱钢股份价格就创出了8.28元/股的年内股价新低,其低迷的市场走势拖累了两家子公司的重组,使得重组方案最终也未进行表决。

2010年12月14日,山钢集团抛出了第二次重组议案,此次议案内容与第一次相比未作大的改动,主要不同之处是将莱钢股份的现金选择权的价格降为8.9元/股,但投票结果是反对票占42.25%,根据获得三分之二以上赞成票才能通过的原则,山钢集团的第二次重组方案仍未通过。

2011年4月12日山钢集团公布了第三次议案,此次议案在现金选择权方面做了较大改动。一方面规定"在召开的临时股东大会上,除山钢集团及其关联企业以外的全体股东无论投出赞成票还是反对票,届时山东省国有资产投资控股有限公司作为独立第三方均分别向莱钢股份股东提供收购现金选择权";另一方面,现金选择权的价格较第二次议案进一步降低为7.18元/股,当日的市价是8.32元/股,其市场表现看好,因此该方案于2011年5月19日获得通过。

通过案例的回顾可以看出,三次重组议案修改内容都主要集中在现金选择权方案上。第二次重组议案是对现金选择权价格进行向下调整,第三次重组议案是对获权条件进行修改,将"投反对票"才能获权改为"无论投出赞成票还是反对票"均可获权,并继续调低价格。那么山钢集团为何一直执着于对现金选择权条款的一再修改?第一次重组议案为何未经投票就不了了之?前两次现金选择权方案究竟有何不妥之处?现金选择权制度是否就是一再阻碍山钢集团重组进程的"罪魁祸首"?基于以上疑问,本文结合案例拟对现金选择权制度在企业并购重组中实施时可能产生的问题做一分析。

二、山钢集团重组中现金选择权运用存在的问题

1. 市场低迷期现金选择权制度的"保护性看跌期权"功能淡化了股东对重组本身的关注。当宏观市场环境较好时,人们的信心比较强,容易对并购产生较乐观的预期,股东们看好公司的重组而不愿意抛弃股票。而当市场对本行业不看好、二级市场股价持续下跌时,股东只希望获得现金选择权提供的保底价格,若股价上升则卖出股票,若股价下降则继续持有至到期行权。此时企业重组的前景已不是股东们关注的重点,现金选择权沦为纯粹的套利工具。

山钢集团在第一次重组方案中给予莱钢股份中小股东的现金选择权价格是12.29元/股,但之后不久莱钢股份价格就低至8.28元/股,溢价达到48%,这一巨额溢价空间在市场普遍对钢铁行业不太看好时必定促使许多股东为获权而投反对票,这是第一次重组方案不了了之的重要原因之一。在第二次重组方案中,现金选择权被调低为8.9元/股,而当时莱钢股

份收盘价为7.85元/股,虽然这一“套利空间”较第一次重组方案被压缩了许多,但由于市场持续低迷,莱钢股份股东仍然投出四成以上的反对票,导致第二次重组方案功亏一篑。

2. *异议股东获权条款有可能导致上市公司和股东利益俱损的局面。*《公司法》规定:股东大会对修改公司章程、增加和减少注册资本,以及公司合并、分离、解散或者变更形式的特别事项作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过,并且同一控制下合并关联方要回避。据此,可以认为中小股东就是股东大会投票的主力。由于只有异议股东才能获得现金选择权,因此在市场低迷时中小股东必然会为获权而投反对票,而当反对票超过出席股东表决权总数的三分之一时重组议案就无法通过了。

在山钢集团第二次重组议案投票中,莱钢股份的大股东莱钢集团按规定予以回避,根据莱钢股份2010年三季度财务报表,包括山东省经济开发投资公司以及社保基金、私募基金在内的前十大流通股东持股比例不过12.29%,那么导致第二次重组方案被否决的很大一部分反对票来自于中小股东,中小股东本意是通过投反对票来获取现金选择权取得保底收益,但由于反对票超过了四成,直接导致了重组方案“流产”,中小股东获权希望落空,双方利益俱损。因此在第三次重组议案中山钢集团对获权条件进行了修改,将“投反对票”才能获权改为“无论投出赞成票还是反对票”均可获权,目的就是避免出现反对票数过多直接导致重组方案失败的情况。

3. *现金选择权定价机制的非协商化使其对中小股东救济作用过弱。*目前现金选择权虽然在实践中有很多种定价标准,但总体而言,都是以决议方董事会的单方决定为准,中小股东没有话语权。特别是当现金选择权与投反对票的条件相结合时,管理层(实际控制人)通过压低现金选择权的定价,使得现金选择权成为变相压迫中小股东对决议投赞成票的工具,最终导致现金选择权制度与其设计初衷背离。

山钢集团重组中现金选择权的价格按照莱钢股份停牌前二十日的均价确定,由第一次重组方案的12.29元/股逐次调低到第三次重组方案的7.18元/股,这种将公司重大交易行为宣布前的一段时间的市场价格作为公司股份“公平价格”的估值方法,其科学性依赖于健全高效的股票交易市场,但目前我国股票市场仍处于弱势有效阶段,以其作为价值评估的依据值得斟酌。此外,莱钢股份2011年2月17日停牌以来,钢铁板块平均涨幅达到了14.16%。第三次重组方案提出的现金选择权价格虽然有助于减轻大股东现金支付的压力,但作为退出补偿在一定程度上损害了中小股东的利益。

三、完善现金选择权制度

通过上述分析可以看出,我国的现金选择权制度在条款完善和具体运用方面还存在许多问题亟待解决,尤其是现金选择权的估值依据完全看市场价格值得斟酌。目前,我国专门针对现金选择权制度的规定非常少且法律效力层级较低,笔者认为应从以下三个方面完善现金选择权制度:

1. *将“异议”与“投反对票”划等号有待商榷。*现金选择权制度赋予对公司行为持异议股东退出权无可厚非,然而将股东的“异议”与“投反对票”划上等号却值得讨论。首先,有异议并不一定是持绝对的反对态度,也可能是对该等事项是否有利于公司利益以及自身利益不确定,因而不愿随公司进行“冒险”,其未必完全否定股东大会拟议的该特定事项对于公司以及其他股东的价值;其次,现金选择权的功能与价值不仅在于为股东提供退出渠道,同时还包括促进公司通过并购行为进行整合,提高经营效率,如果要求退出股东在股东大会上投反对票,则不利于公司并购决议的通过,有悖于现金选择权的功能与价值。因此,现金选择权适用股东范围不应以“异议”为限,应该赋予异议股东在表决特定事项的股东大会前,向公司书面表明行权和放弃表决权的权利,并仍可享有现金选择权,以利于公司提前估计实施现金选择权所需资金;在股东大会就该特定事项表决时,可效仿我国台湾地区“企业并购法”的相关规定,将欲退出股东放弃的表决权从出席股东大会的表决权总数中相应予以扣除,以使相关决议较易通过,从而兼顾股东退出权利与促进公司并购进行的初衷。

2. *完善现金选择权定价方法,兼顾中小股东利益。*我国目前现金选择权估价的唯一方法是市场价值法,即现金选择权估价以市场价格作为唯一依据,具体是以“首次董事会决议公告日前20个交易日的交易均价”作为现金选择权的定价依据。这一方法定价参考基准期过短,且完全以市场价格作为基础,不能反映所持公司股票的真实价值;其次,控股股东可以通过对董事会决议公告日的选择轻而易举地操纵现金选择权的定价。因此,该估价方法并不能科学地对公司股份的真实价值进行评估,不宜作为现金选择权的估值方法。理论上,现金选择权的价格应该是指受到特定公司重大交易行为市场预期影响前的公司股票的“公平价格”,而在估值方法上,应该突破单一的市场价值法,综合考虑市场价值法、资产价值法、投资收益价值法等各种方法,最终得出最为公平的现金选择权价格。

3. *加强现金选择权制度相关法律法规建设。*目前我国关于现金选择权制度最具体的规定只有《深圳证券交易所上市公司现金选择权业务指引》,但该法规法律效力层级较低,且内容单薄不全面,对现阶段上市公司运用现金选择权制度的引导性不强。正因如此,才会出现山钢重组案中对现金选择权条款一再修改的情况,阻碍了其重组进度。现金选择权已经在上市公司并购实践中被广泛、频繁地使用,但相关理论研究却是凤毛麟角,监管层也没有引起足够的重视。笔者建议加强现金选择权制度相关法律法规的建设,建立一套完整科学的现金选择权制度,从现金选择权制度的适用范围、实施程序、定价机制等各方面进行规范,使其真正成为保障中小股东利益、促进上市公司并购重组的制度性保障措施。

主要参考文献

1. 王立新.论现金选择权对上市公司并购的影响.湘潭师范学院学报(自然科学版),2009;12

2. 桂浩明.现金选择权:资本运作中的双刃剑.证券时报,2009-01-10

3. 张桔.现金选择权价格惹争议重组股复牌基金去留彷徨.21世纪经济报道,2008-12-11