

# 反收购问题综述

蒲东君

## 收购、反收购的内涵与界定

要想更完整、准确地诠释反收购的概念与类型,先得从同收购有关的定义和方式谈起。对于收购、兼并和要约收购等概念,学术界存在一定程度的混淆。按照《证券法》关于上市收购规章的解读,企业购并包括企业的收购与兼并两方面内容:兼并是指由一家占优势的公司吸收一家或多家公司;收购是指一家公司对其他公司控制权的收购。公司控制权市场主流理论最主要的代表人物詹森则将收购简要地界定为通过兼并、要约收购、代理投票权竞争或这三种方式的组合,来获得目标公司控制权的行为。在海外成熟市场,公司收购兼并根据不同的标准可分为不同的类型和形式。按照并购双方所属行业的相关性可分为横向并购、纵向并购和混合并购。按照并购后双方地位的变化情况可分为收购控股、吸收合并、新设合并。按并购的出资方式可分为出资购买资产式、出资购买股票式、股票换取资产式和股票换取股票式。按照并购是否取得目标公司同意可分为善意收购和敌意收购。善意收购是指收购企业通常能以比较公道的价格与目标企业协商,在相互认可的基础上制定出收购协议。敌意收购是指收购企业事先未与目标企业经营者协商而秘密地收购目标企业分散在外的股票,使目标企业不得不接受条件将企业出售,从而实现控制权的转移。按照是否利用目标公司本身的资产来支付并购金可分为杠杆收购和非杠杆收购。按

照收购公司和目标公司是否同属一个国家或地区可分为跨国并购和国内并购。根据收购的形式又可分为协议收购、二级市场收购和要约收购。根据企业收购和相关收购方式的概念,不难界定反收购的内涵,所谓“目标公司反收购”,是指目标公司为防止其控制权转移而采取的旨在预防或阻止收购者收购本公司的行为。目标公司反收购主要是针对敌意收购。

## 反收购研究的有关理论

反收购的有关理论研究往往是收购反收购立法的依据,从而决定了反收购策略的应用。在成熟的资本市场,开展收购反收购研究最早、也最具借鉴意义的是美国,五次大规模的收购浪潮和贯穿其间的两次反收购立法浪潮,给美国乃至全球的收购反收购理论研究和立法带来了深远影响。

### (一) 公司控制权市场的主流理论

作为采纳以外部监督为主的公司治理模式的典型国家,美国构建目标公司反收购制度的理论基础与“公司控制权市场”这一经济学理论的演变是水乳交融的。从伯利·米因斯命题出发,现代企业理论认为,所有权和控制权的分离使股东与管理者之间形成一种委托代理关系。在这一委托代理分析框架中,作为委托人的股东总是希望作为代理人的管理者能够从股东利益最大化出发来管理公司。但是由于股东和管理者之间存在信息不对称,代理人本身又有道德风险问题,

因此,股东必须通过一定的控制机制对管理者进行监督和约束。公司的控制机制包括内部和外部两部分,前者主要指公司管理者内部竞争、董事会的构成和大股东的监督等;后者则是指代理投票权竞争、要约收购或兼并以及直接购入股票(曼尼,1965)。无论是哪种机制,都会造成管理者相互之间争夺对公司资源的管理权,由此构成曼尼所称的公司控制权市场(通常也被称作收购市场)。此后,西方学术界就沿着曼尼的思路以“内部——外部控制机制”为分析线路,以“股票市场价格——股东财富最大化”为主线来构建公司控制权市场理论框架,并由此形成公司控制权市场理论的主流学派。

根据公司控制权市场主流理论的观点,在内部监督公司治理模式失灵的情况下,只有敌意收购才是最有效的控制机制。敌意收购不仅不会损害目标公司股东的利益,而且对收购双方都有好处,所以,不应限制敌意收购。受该理论影响,在1968年《威廉姆斯法》出台前,美国基本上并未构建目标公司反收购制度,敌意收购除受反垄断法限制外,基本上再无别的限制。然而,随着敌意收购的风起云涌,其负面作用开始浮出水面,如:管理层为了维持或抬升股票市场价格难免会有短期行为;由于敌意收购双方力量、信息不对等,可能也会损害目标公司股东利益,等等。故1968年的《威廉姆斯法》对敌意收购设计了必须遵循的严格程序,从而开始了初步限制。

### (二)两次反收购立法浪潮对反收购制度构建的影响

从1968年5月到1982年,美国有超过36个州的立法机构陆续颁布了各类程度不同的反收购法案,形成了“第一次反收购立法浪潮”。1982年,因遭到美国联邦最高法院对伊利诺依州《企业收购法案》裁决的沉重打击,这批地方州的反收购法案失去了法律效力,“第一次反收购立法浪潮”被迫消退。随后,由于里根政府对敌意收购行为采取默认纵容的态度,加上上世纪80年代美国放松对金融业的管制以及垃圾债券市场的繁荣为敌意收购提供了充足的资金来源,美国敌意收购活动愈演愈烈,到1988年发展到了顶峰。为了保护本州当地企业免遭“金融大鳄”的吞噬,以印第安纳州、新泽西州、纽约州、特拉华州和宾夕法尼亚州等为代表的美国35个州不顾联邦最高法院的判令,以反敌意收购为突破口,掀起“第二次反收购立法浪潮”。

在第一次反收购立法浪潮中,作为联邦反收购法的《威廉姆斯法》包括三项内容:(1)任何人在持有一家公司的股份达到10%(1970年修正为5%)时,最迟不得少于10天披露相应信息;(2)必须公开收购方的身份和收购的经济效应;(3)禁止收购中的欺诈和不实行为。与此不同,在收购程序上,各州反收购法全都制定了比《威廉姆斯法》更为广泛的信息披露要求。在第二次反收购立法浪潮中,由宾夕法尼亚州州

长凯西在1990年3月27日签署的法令被认为是全美最为彻底的反收购立法,主要包括五项条款:第一,信托责任条款。该条款授权公司董事会今后在考虑公司决策变动时,不仅只是关心其对公司股东的短期和长期影响,还必须照顾到该决策对公司相关利益者的短期和长期利益。相关利益者不限于股东,还包括公司员工、客户、供应商、债权人甚至当地其他社区成员。第二,控股条款,它排除了套利者借机获利的短期行为。第三,偿还条款。第四,员工解雇补偿条款。第五,劳动合同条款。前三个条款意在强化管理者抵御恶意收购的能力,后两个条款则是为了保护员工利益。

### (三)公司控制权市场反主流理论的兴起

第二次反收购立法浪潮使以詹森、鲁巴克和多德等人为代表的主流理论在以下四方面受到了重大挑战。第一,各州的反收购立法从根本上改变了公司管理者和股东之间传统的委托代理关系。反主流理论的支持者认为:董事会和管理者不应只是单方面地为股东利益最大化服务,而评价诸如恶意收购之类与公司治理结构相关的交易也不应仅仅以股东利益最大化为标准,而应当考虑到社会福利最大化,对公司收购的判断标准又回到帕累托最优原则上来。反主流理论的论点推翻了“伯利——米因斯模型”的一个基本假设:最大化公众股票的价值等于最大化公司创造的财富,否定了公司控制权市场理论的主流观点。第二,35个州展开反收购立法运动也是对主流理论持否定态度。第三,35个州反收购立法大大削弱了敌意收购作为对管理者外部监督的作用,对公司管理者的监督就又转到了代理投票权的竞争上来。第四,在敌意收购和反收购之间复杂多变的集团利益争斗中出现了第三条道路,即大量的公司逐渐接纳了诸如“金色降落伞”(golden parachutes)之类的契约,使股东和管理者的利益都能得到保护。

通过重新定义公司管理者与股东之间的关系,公司控制权市场反主流理论重新审视了收购特别是敌意收购作为外部监管手段对公司治理的作用,认为敌意收购对公司治理的作用有正负两面,目标公司反收购制度应保护目标公司股东利益,严格限制敌意收购的负面作用,同时亦要规制目标公司滥用反收购权的行为,确保敌意收购正面作用的发挥。目前海外成熟市场上反收购制度的构建,大多是以公司控制权市场反主流理论为基础的。

## 反收购的措施

海外市场常用的反收购措施按实施时间可分为事前设防和事后对策。事前设防是在收购发生前,目标公司主动采取相应的反收购措施,以增加收购、整合的难度和成本,甚至完全杜绝收购的可能性。事后对策是指在收购事件发生后,

目标公司被动地采取相应的反收购措施，以抗拒收购。

事前设防措施主要有以下五种：一是保持控制权，即保持公司一定的股份以牢牢控制公司。若为筹资发行股票，可发行有条件的普通股，这类股票仅拥有部分投票权。二是互相持股，即自我控股，指通过子公司暗中买入母公司的股份，相互持有股份，以达到自我持股的目的，这也是一种自我保护的形式。通过关联公司或关系较和谐的几个公司之间互相持股，使股权分散化；互相忠诚，承诺在任何情况下都不出售自己手中的股份，从而达到控制股权的目的。该方法广泛应用于控股公司领导下的企业集团内部的各企业间，日本公司多利用这种方式建立稳定的关系。三是修改章程包括分级分期董事制度、绝对多数条款、公平价格条款三种策略。在公司章程中设立反收购条款是成本最低的措施。分级分期董事制度是指在公司章程中规定，每年只改选三分之一的董事。在法律框架下，对董事资格作出限制性规定。采用这种策略意味着即使收购公司获得了目标公司的控股权，也难以在1~2年或更长时间内获得公司董事会的实际控制权，这样就会降低收购者的收购意向，迫使其放弃收购。美国标准普尔指数500家成份股中有一半以上采用分级分期董事制度。绝对多数条款是指在公司章程中规定，公司的合并需要获得绝对多数股东的赞成票；同时，该条款的修改也需要绝对多数股东同意才能生效。因此，收购公司要获得控制权就必然要持有公司很大比例的股权，收购成本和难度大为增加。公平价格条款是指在公司章程中规定，收购者必须向所有股东提供较高的收购要约，从而提高收购成本。四是毒丸计划，即股权摊薄反收购措施，它是指一旦未经认可的一方试图收购目标公司一定比例的股份，被收购方就启动毒丸计划预案，使得其他所有的股东都有机会以低价买进新股，大大稀释收购方的股权，提高其收购代价。毒丸计划于1985年由美国Delawance Chancery法院判决其合法。此后20年里，“毒丸防御”成为最受欢迎的反收购措施之一，在美国曾被2000多家公司采用。五是金色降落伞，指目标公司董事会通过决议，由公司董事及高层管理者与目标企业签订合同，规定当目标企业被并购接管，其董事及高层管理者被解职时，可一次性领取巨额的退休金、股票选择权或额外津贴。该措施能让管理人员在恶意收购中也得到好处，使股东和管理者的利益都能得到保护。这样，管理人员才愿意在公司价值最大化这个统一目标下与股东结盟。

事后对策主要有以下七种：一是管理层收购。公司管理层以目标公司资产为担保向银行贷款杠杆收购公司，以免公司被董事会低价卖掉。二是员工持股计划。即公司为避免被收购而将公司的一部分股票转交给专门设立的职工信托基金，该信托基金根据职工相应的工资水平或贡献大小把股票

分配给每个职工，职工对公司的重大活动如兼并、收购有完全的表决权，从而增加了收购困难。在美国，员工持股计划在上世纪80年代应用广泛，但在英国却不允许采用。三是绿色邮包。指目标公司溢价回购自己的股票，以促使收购者在赚取一定利润的前提下把股票出售给目标公司，从而放弃收购计划。这种方法代价高昂，它要求目标公司有较强的资金实力。因要付给收购方较高的价格，所以可能会损害股东的利益。四是白衣骑士。指目标公司为免遭敌意收购而邀请善意收购者以更高的收购价格来应对敌意收购者，使其因收购成本大增知难而退或付出高昂的代价，善意收购者被称为白衣骑士。一般敌意收购出价不高时，白衣骑士策略较有效；如出价已很高，该策略效果不是很好。使用这一策略，目标公司不仅可以通过引入竞争者以提高收购价，还可以通过“锁住选择权”给予白衣骑士购买资产、股票的优惠权。五是焦土战术和皇冠明珠。前者指通过资产重组降低公司资产、财务、业务质量，以减低公司对收购人的吸引力；后者指目标公司将所拥有的优质资产或专利权或收购者希望得到的资产剥离并出售，以降低公司对收购者的吸引力。六是帕克曼防御术。当遭到敌意收购者收购时，目标公司针锋相对，也对收购者提出收购要求。实践证明，帕克曼防御术是一种非常残酷的收购战，最后的胜利者往往是实力雄厚、融资渠道广的公司。七是法律诉讼。目标公司针对收购者的欺诈以及违反《反托拉斯法》或者证券法规等的行为提出法律诉讼。通过诉讼拖延收购，鼓励其他竞争者参与收购，迫使收购者提高收购价格或为避免诉讼而放弃收购。

### 全流通下反收购研究的意义

全流通促进了并购市场的发展，上市公司间收购特别是敌意收购的情况将逐渐增多，那么，在全流通下开展反收购研究的意义又有哪些呢？其一，反收购研究能够促进反收购制度的构建和反收购立法模式的确立。目前我国还未建立起反收购的制度和立法模式，因此，开展反收购理论研究，建立符合我国商业伦理和国际潮流的反收购制度和立法是十分迫切和必要的。其二，通过反收购研究，能够明确敌意收购对公司治理的正反两方面作用，一方面采取反收购措施，严格限制敌意收购负面作用的产生；同时亦要规制目标公司滥用反收购权的行为，确保敌意收购正面作用的发挥。其三，尽管目前有很多反收购措施，然而并不是所有反收购措施都符合我国国情。甚至有些措施还同我国的有关法律相抵触。通过开展反收购研究，能够逐渐探索出适合我国国情的反收购措施。■

(作者单位：中国人民大学财政金融学院)

责任编辑 刘莹