

后股改时代的反收购伏笔

——从美的电器强化控制权案例谈反收购之内部防御策略

任文华 张弘

2006年3月20日,美的电器(000527.SZ)完成股权分置改革(以下简称股改),在其后短短2个月时间内,美的电器大股东——美的集团动用资金10.79亿元,从二级市场增持1.48亿股流通股,使其对美的电器的持股比例由股改完成时的23%提升到46.4%,至此何享健已直接和间接持有美的电器50.17%的股权,绝对控股美的电器。美的集团10亿元增持行动具有后股改时代反收购的显著特征。

增持股份是最有效的反收购手段

按美的电器的股改方案,流通股股东每10股获得1股股

票和5元现金为对价,送股后美的集团持股仅23%,且公司股价在相当长的一段时间内远低于净资产值,即使至股改时其市净率也仅1.2倍,如此低的持股比例容易引起并购者的偷袭。因此,在股改之前,美的集团希望收购上海钱湖投资管理有限公司等所持非流通股来提高持股比例,并在股改方案中承诺美的电器股改完成后的6个月内,会通过二级市场增持美的电器流通股,金额不少于2亿元,其增持过程如表1所示。

直接增持股份以巩固对上市公司的控制地位是最有效的反收购手段,这种策略已被多家公司采用。如江淮汽车(600418.SH)股改完成后,大股东安徽江淮汽车集团持股比

表1

美的集团增持美的电器股权全过程

公告时间	增持数量(万股)	提升持股比例	备注
2006年2月23日	260	0.41%	协议受让上海钱湖投资管理有限公司所持非流通股
2006年2月23日	130	0.21%	协议受让宁波银盛投资有限公司所持非流通股
2006年2月28日	223	0.35%	协议受让广东核电实业开发有限公司所持非流通股
2006年3月28日	3 155.64	5.01%	1.95亿从二级市场增持
2006年4月6日	3 159.37	5.01%	1.98亿从二级市场增持
2006年4月18日	3 158.45	5.01%	2.30亿从二级市场增持
2006年5月12日	3 162.07	5.01%	2.61亿从二级市场增持
2006年5月19日	2 230.57	3.54%	1.96亿从二级市场增持

略的上市公司情况看,有的修改了公司章程,规定分级分期董事制度,以防止收购者进入董事会;有的通过设置“金色降落伞计划”,以提高收购成本。但总体上看,这些公司反收购的方法呈现出趋同化、单一化的特点,缺少更进一步的创新。

应当明确,善意的并购活动有利于实现行业的资源整合,促进企业做大做强,增强国际竞争力,这是符合我国经济发展需要的。对这些并购活动,被并购的上市公司应从企业的长远发展和股东的利益最大化出发,慎重作出决定。国外流行的一些反收购措施并不一定适合我国证券市场的实际状况。如“金色降落伞计划”是为保障董事、高管自身利益

而提出的,与新《上市公司收购管理办法》的精神不符;规定不利于收购人进入董事会的董事任职资格,设置超过《公司法》关于董事会、股东大会决议通过的比例,或严重损害上市公司利益和股东利益的行为,如短期内恶化公司财务状况或导致高管人员流失的“焦土政策”、“毒丸计划”等,也不应该成为上市公司反收购策略的选择。企业应在有关法律法规的框架内,在促进企业长远发展及股东利益最大化的前提下,选择适当的策略或策略组合。■

(作者单位:中国证监会广东监管局)

责任编辑 刘莹

例由50.88%急跌至19.77%，已面临失去控制地位的威胁，因此江汽集团先后多次从二级市场增持股权，至2006年6月其持有江淮汽车的股份达到29.70%。其他类似的案例还包括福建丰裕投资有限公司增持冠城大通(600067.SH)、邯钢集团增持邯鄹钢铁、燕京啤酒(000729.SZ)增持惠泉啤酒(600573.SH)等。

笔者认为，当以下两种情况出现时，大股东可能会采取迅速增持股权的方式阻止并购者的步伐：一是大股东持股偏低，甚至低于25%以下；二是股改之后，二级市场价格因为大股东支付对价而被大幅摊低，公司价值被低估。此时，大股东增持上市公司股权，不仅是阻击恶意收购的战略行为，同时也是极佳的投资时机。

维持董事会结构是值得借鉴的策略

股东大会是并购活动中各利益方角逐的战场，衡量控制权的首要标准就是董事会的组成结构。由于董事会对重大事项的表决是按票数而不是按持股比例，因此收购方如能在董事会中占据1/2以上席位，就意味着大权在握。同时，《上市公司股东大会规则》规定，“单独或者合计持有公司10%以上股份的股东有权向董事会请求召开临时股东大会，并应当以书面形式向董事会提出。董事会应当根据法律、行政法规和公司章程的规定，在收到请求后10日内提出同意或不同意召开临时股东大会的书面反馈意见”。如果董事会不同意召开临时股东大会，或者在收到请求后10日内未作出反馈的，上述提出召开股东大会的股东有权向监事会提议召开临时股东大会；如果监事会未在规定期限内发出股东大会通知的，视为监事会不召集和主持股东大会，连续90日以上单独或者合计持有公司10%以上股份的股东可以自行召集和主持。因此，随着股改之后股权的分散，如果不能采取适当的反收购策略，对上市公司董事会的争夺将可能白热化。

为防止恶意收购之后对董事会的清洗，不少公司对公司章程、董事会议事规则等进行了调整，以提高收购成本。其中美的电器的公司章程就规定：(1)连续180日以上单独或者合并持有公司有表决权股份总数的5%以上的股东可以提名董事、监事候选人。这一规定从时间上讲比较严格，但从股份总数上讲要宽松一些，鼓励长期战略投资者的介入。(2)每一提案可提名不超过全体董事1/4、全体监事1/3的候选人名额，且不得多于拟选人数；董事局每年更换和改选的董事人数最多为董事局总人数的1/3。这种设置给潜在的收购方设置了障碍，提高了进入门槛。收购方即使获得美的的控股权，也很难在较短时间内控制公司。

类似的案例以前也曾发生过。如广西康达公司章程曾利用法律空白规定董事只能由董事会提名，限制了索芙特的股

东权利。爱使股份章程也曾规定：股东进入公司董事会必须具备两个条件，一是合并持股比例不低于10%；二是持股时间不少于半年，这使大港油田不能立即获得董事资格。方正科技的章程规定董、监事候选人要由董事会负责召开股东座谈会，审查候选人任职资格，讨论、确定候选人名单。该规定被认为是限制了股东的权利，使裕兴举牌方正科技时遇到了阻碍。另外，爱使股份与广西斯壮等公司章程中也出现了类似美的电器限制董事会换届人数的规定。

总之，将董事提名限制、资格审查、累积投票制、关联股东回避、类别股东单独表决、限制新董事人数等多种措施列入章程，在法律法规允许的范围内，通过维持现有董事会结构，能不同程度地加大收购方的介入难度。

调整管理层结构与激励机制也被普遍采用

“金色降落伞”计划是境外企业高级管理人员雇佣合同中的一项保证条款，它提供了一种制度安排，使主要经理人员因公司被接管或所有权改变等突发事件而被降职或免职时，会得到一笔相当于数年工资的解雇费。据美国波士顿的全球就业服务公司Lee Hecht Harrison最近对100家财富500强企业的CEO雇用协议分析发现，CEO一旦被解雇，一般可以得到两年的工资和三倍的年度奖金，并可继续享受健康保健等待遇。境外的案例中也曾出现过“金色降落伞”数额过高的情况，1983年Bendix公司董事长离开公司时获得为期5年、金额逾4 000万美元的“金色降落伞”，在舆论界引起轩然大波，也由此促成了美国对经营者离职收入过高进行处罚的新税法的诞生。同时，如果管理层在并购离职中得到的经济补偿过高，可能成为高管层急于出售甚至是低价出售公司的动机，届时股东利益还可能受到极大损害。

美的电器在其反收购措施中运用了“金色降落伞计划”。公司章程规定：“公司应和董事签订聘任合同，明确公司和董事之间的权利义务、董事的任期、董事违反法律法规和公司章程的责任以及公司因提前解除合同的补偿等内容。”此规定向收购方传递了一个清晰的信号，恶意收购将面临对管理层的巨大赔偿责任。在国内，类似案例还出现在兰州黄河(000929.SZ)，公司修改后的章程规定：“当发生公司被并购接管的情形时，在公司董事、监事、经理和其他高级管理人员任期未届满前如确需终止或解除职务，必须得到本人的认可，且公司须一次性支付其相当于前一年年薪总和十倍以上的经济补偿(正常的工作变动或解聘情况除外)”。伊利股份(600887.SH)等也有类似的计划。当然，“金色降落伞”计划的应用不仅局限于并购完成后对原管理层的补偿安排，在国内还被用于解决企业元老的历史贡献问题，以防止一些高层管理者或创业者在年纪大了以后“铤而走险”，出现“59岁

现象”，消除或弥补企业高层管理人员退休前后物质利益和心理角色的巨大落差。

美的案外的其他策略

首先，毒丸计划是理想的反收购武器。国内反收购案例中对毒丸计划的采用还不常见。最近徐工科技(000425.SZ)的收购案中，三一重工传达强烈收购意向并提出高于凯雷科技的收购价格之后，据称徐工科技向国家相关部委报送了最新报告，增设反收购之毒丸计划，即如果一旦有与合资公司(徐工集团)构成竞争的潜在投资者A获得上市公司的股份达到或可能超过15%时，毒丸计划自行启动：上市公司立即向除A之外的所有股东，以人民币一分钱或等值外币的价格，按A实际持有的股份数增发新股。潜在投资者A的股份将被大大稀释，从而在实际上无法实施收购。但从最新的进展来看，凯雷科技获得了政府的支持，毒丸计划未最终实施。

结合了毒丸计划的部分思想与管理层保护措施的案例则出现在伊利股份(600887.SH)中，根据伊利股份近期通过的总规模为5000万股的股票期权激励计划，在一般情况下激励对象首次行权不得超过获授股票期权的25%，剩余获授股票期权可以在首次行权的一年以后、股票期权的有效期内选择分次或一次行权。但是，当投资者单独或合并持有、控制或者一致行动人持有、控制伊利股份的股份数量超过16%(含16%)，或者当公司发生要约收购时，激励对象首次行权比例最高可达到获授期权总数的90%，且剩余期权可在首次行权后三日内行权。如果公司面临并购，管理层就可以以相对较低的价格行权，届时与第一大股东合计持股比例将达到25%，对并购者能起到一定的阻击作用(目前伊利股份第一大股东持股比例仅14.3%，极易被收购)。

其次，焦土策略也曾被国内公司所采用。焦土策略是典型的消极防卫战略，对公司经营有明显的负面影响。相关案例丽珠集团(000513.SZ)配股后大幅度计提坏账损失，中科健(000035.SZ)以高额担保使联想放弃收购。引入“白衣骑士”这一善意合作者以保护管理层或现股东，抵御恶意收购，也是反收购之有效策略，丽珠集团的管理层引入太太药业阻击其他潜在收购方就是已实施的案例。此外，采取有效措施抬高股份也会使并购成本大大提高，进而迫使并购者重新评估其收购的合理性，这种情况在国外较为多见，但国内由于股权分置使流通股与非流通股之间长期存在价差，因此暂无相关案例，不过随着股权分置改革的完成，已具备出现类似案例的制度基础。

美的不可能是惟一的案例

美的集团投入10亿巨资将其对美的电器的直接持股比

例提升至46%以上，此举不仅完成了股改的承诺，又实现了对收购的阻击，可谓一举两得。在股权分置改革造就的全流通时代，类似美的电器这样盈利状况良好、市值被低估、经营状况稳定的上市公司，在大股东持股比例偏低的情况下，极易成为并购者的目标。据统计，目前国内A股上市公司第一大股东的平均持股比例为37%，其中有553家公司的第一大股东持股比例低于30%，321家低于25%，152家低于20%。虽然在部分公司中，存在部分股东与第一大股东属一致行动人或关联公司的情况，但仍有不少公司的大股东处于弱势控股地位，面临着被并购方袭击的可能。因此，可以预计，为阻击并购而采取类似美的集团反收购策略的公司未来将会大量出现。

最大顾虑是反收购策略被滥用

人们普遍认为，股改之后的我国证券市场将掀起收购与反收购的浪潮。不少公司已未雨绸缪，推出了各种形式的反收购策略。尽管现行法律法规暂未对这些反收购行为作出具体规定，但是，反收购规则存在的立法空白也可能导致反收购这一良器“异化”为少数股东的牟利工具，使上市公司及全体股东的利益受损。例如，美的电器的分级分期董事制度就完全可能被变相仿效。因此，笔者担心部分反收购案中可能会出现某些极端情况，如反收购方通过各种手段对股东行使某类权利设置极大障碍，甚至不惜以牺牲目标公司发展前景为代价，使用毒丸术、焦土策略等方式诱发目标公司的种种经营风险，保护不称职的管理者，这无疑会损害大多数股东的利益。国外就曾发生过股东起诉管理层反收购不当行为以及法院否决管理层反收购措施的案例。

为防止反收购行为的滥用，需从制度上要求反收购方坚持“公司利益至上”、“保护全体股东权益而不是某一局部团体利益”的原则，不能单纯为一己私利将上市公司当成其一手操纵的玩偶。其中最重要的策略是：其他股东如认为反收购措施损害自己的利益，可直接寻求司法协助；管理层必须负举证责任，证明自己的反收购策略未触犯股东权益，否则应承担相应的法律责任。防止反收购行为的滥用，还需要管理层自身专业与敬业精神过硬。因为并购是股改之后我国上市公司必然面临的新趋势，修改公司章程只是对收购的被动防御。事实上，最佳的反收购策略是搞好经营，提升业绩。即使被收购，并购方也会斟酌撤换这些能够实现股东利益最大化的优秀经理人的代价。■

(作者单位：四川石油管理局川东开发公司
联合证券研究所)
责任编辑 刘莹