

## 模拟案例二： 全流通背景下上市公司并购

真正全流通后的中国股市，流通股超过50%的上市公司将会越来越多，一个又一个跌宕起伏的企业并购故事将陆续在中国上演

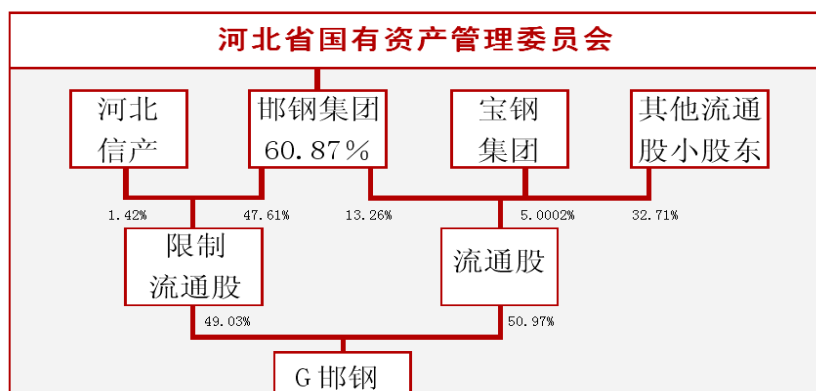
文 / 徐亮

徐亮，路伟律师事务所北京代表处法律顾问

6月，宝钢集团举牌邯郸钢铁（股票代码：600001），新全流通形势下上市公司并购成为大众关注的焦点。7月31日，证监会颁布了新《上市公司收购管理办法》（下简称“新收购办法”）更为市场化收购开辟了道路。在“新收购办法”下，如果在公开市场上再遭遇敌意收购，邯钢能够采取怎样的措施更好地保护自己？如果觅得不错的合作伙伴，又如何设计交易结构，最大限度地控制风险、降低成本？

以邯钢并购为例，它开启了中国上市公司未来并购的趋势。真正全流通后的中国股市，流通股超过50%的上市公司将会越来越多，它们将会成为资本市场最为觊觎的目标，一个又一个跌宕起伏的企业并购故事将陆续在中国上演。

### 股权结构分析



对目标公司的股权分布和走向了如指掌，这是制定并购战略的基本前提。这一方面要研究目标公司的股东结构；另一方面，还要考察目标企业长期的股权分布走向，以判断未来二级市场的并购风险。就邯钢而言，截至2006年8月12日，G邯钢股权分布参照下图。

邯钢股权结构中最重要的一点，就是其流通股已经超过50%，这意味着潜在的收购人理论上有可能通过公开市场获得邯钢的多数股权。当然，邯钢集团在二级市场的增持可在一定程度上化解这一风险。

就邯钢来说，目前影响未来股权走向的主要有以下三种情况：一是股改完成之后形成的

限制性流通股。这部分大股东能够控制，限制性流通股解禁后，邯钢集团可以选择不出售；二是债转股。目前邯钢发行的20亿可转债中已有绝大部分（1,909,194,000元）的可转债已转股，剩余部分转股后对邯钢整体股权架构影响不大；三是邯钢认购权证（邯钢JTB1，上海证券交易所代码：580003）。邯钢集团在股权分置时向流通股股东承诺按每10股流通股获得1股股票和7.29504张欧式认购权证。这些权证到期后（2007年4月4日）最多可能换取925,705,299股，占现有股本总额约33%。这将对邯钢股权结构造成重大影响。

自6月宝邯之争发生以来，邯钢集团已经充分意识到流通股存在的潜在风险，并做出了一系列的反应，包括增持流通股、上市公司股份回购等。据统计，2006年4月5日至8月7日，邯钢集团增持的流通股占公司总股本的13.26%。根据8月8日最新公告，邯钢集团共计持有G邯钢公司总股本的60.87%，暂时稳定了控股股东的地位。

### 敌意收购及其敌人

并购方式一般分两种：善意收购与敌意收购。区别主要在于目标公司及其大股东对并购的态度，即持欢迎态度还是拒绝态度。在敌意收购情形出现时，目标公司可以采取哪些措施来阻止收购人呢？

“旧收购办法”规定，在收购人作出关于要约收购的提示性公告之后，被收购公司董事会不得提议发行股份、发行可转换债券、回购股份、修改章程等事项。

“新收购办法”不再禁止这类行为，因为公司法规定此类重大事项必须由股东大会通过方可实施，董事会提议了也没有意义。新办法的规定更为实际，只针对董事会传统职权范围的事项作出约束：未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营结果造成重大影响，（第33条）以避免董事会面对敌意收购时采取的措施损害公司股东的整体利益。

G邯钢由于目前公司的流通股比例已经超过50%，对敌意收购可能更为敏感，并已在其章程中做了一些安排。例如，其章程第97条规定：董事任期届满需要换届时，新的董事人数不超过董事会组成人数的1/3。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。本条规定类似于国外流行的反收购策略中的董事任期轮换机制（Staggered Board）。如果公司股东层面控制权变更不能成为股东大会解除董事职务的理由，则本条设置应能延迟收购人接管整个董事会和管理层的时间。因为每次董事换届不超过总人数的1/3，这样就导致收购人即使取得了超过多数股权，最多也只能更换公司董事的1/3，剩下的2/3大部分仍是邯钢集团任命的人员。收购人在短期内不能控制G邯钢董事会，需要等到其他董事换届时方可正式掌权。

邯钢的这个策略不存在明显违规的情形，但结合G邯钢的实际情况，作用有限，因为目前董事会全部10名董事是在同一时间任命的（2004年5月28日），任期均为三年，将在2007年同时届满。这意味着到期后，所有10名董事均面临改选，而不仅仅是1/3的董事。

G邯钢章程中涉及反收购的条款还有第57条，该条规定公司占10%以上股份的股东增持股份的，必须向上市公司披露收购计划并取得董事会的批准，未经披露、批准而增持公司股份的，将剥夺该股东提名董事、监事候选人的权利。本条意图通过上市公司董事会影响潜在

收购人的增持计划。“新收购办法”也要求10%以上的股东增持5%股份以上时编制、公益权益变动报告书，但此类股东也可能只是财务投资者，不一定有详实的收购计划，新收购办法也没有明确要求必须披露该计划。

在国际发达资本市场上有各类结构复杂的收购和反收购计划。随着中国资本市场及其法律体系的进一步发展完善，越来越多样化的敌意收购形式也将粉墨登场，这些反收购计划也会在适当调整之后逐渐移植到中国市场。

当然，就目前而言，很多国际反收购策略不一定完全适应国内法规的要求。特别是国外使用的“皇冠之珠”和“焦土”政策(详见资料)等反收购办法，由于其会对公司的资产、负债、权益或者经营结果造成重大影响，新收购办法规定此类事项必须经股东会批准。另外还有国有资产政策方面的要求不允许目标公司及其控股股东采取过于激烈的反收购措施。

## 协议收购

协议收购是主要运用于友好并购情形下的交易方式。在这一案例中，如果G邯钢的第一大股东邯钢集团及河北省政府也有意引入战略投资者或其他合作伙伴，其主要选择的方式应为协议收购。

当然，选择了协议收购并不表明从此与公开市场绝缘。协议收购超过30%股份时会触发要约收购义务，由此导入二级市场的风险，增加收购成本。对此，旧收购办法要求的是“全面要约收购”，即在双方协议购买超过30%时收购人必须向所有股东发出收购其所持所有股份的强制性要约，而新法可能要求的仅仅是就超过30%的部分发出要约，即“部分要约收购”。

不妨假设，邯钢集团欲出售其目前持有的60.87%的股权中的51%给一家战略合作伙伴。在“旧收购办法”下，双方可以签署协议，转让全部51%的股权，但必须向全体股东发出全面要约收购剩余的49%（实践中，卖方往往在股权收购协议中承诺：不会在之后的全面要约收购中出售剩余的9.87%）。

“新收购办法”第47条规定，收购人拟协议购买一个上市公司的股份超过30%的，超过30%的部分，应当改要约方式进行。从字面理解，双方只能通过股份收购协议买卖拟售51%股份中的30%，剩余的21%仍须以要约方式进行，除非符合豁免条件。

理想状态当然是在发出要约后公众股东对此毫无反应，只有邯钢集团愿意出售其本欲出售的21%，从而圆满完成其这一交易（这种情况并非没有可能，视要约价格而定）。如果在该要约收购中，包括邯钢集团在内的股东愿意出售的股份超过预定的21%，则收购方必须对所有股东一视同仁、按比例收购，不得先行购买邯钢集团交付的股份。

为进一步减小风险，双方也可考虑由上市公司向收购人发行新股的方式，使收购人最终达到51%的股份。这种方式符合“新收购办法”第62条规定的豁免情形，收购人可向证监会提出免于以要约方式增持，条件是该股发行经上市公司股东大会非关联股东批准，收购人承诺三年内不转让其拥有权益的股份，且股东大会同意收购人免于发出要约。显然，新法允许的交易结构，与“旧收购办法”规定的强制性全面要约收购相比，并购成本降低很多。

## 定价规则

决定一项要约是否被投资者广泛接受的决定性因素是价格。在协议收购的条件下，买卖双方一般希望其他投资者对要约不感兴趣，双方可以在受公开市场影响最小的情况下完成交易。鉴于此，协议收购人往往以法定最低价为要约价格。

“新收购办法”的最大不同，是取消了旧法针对非流通股单独规定的非流通股定价机制，并且将要约收购提示性公告前30天平均股票价格改为参照标准，而不再硬性规定要约价格不得低于30日平均价的90%。

由此可见，新办法给予了收购人更多的定价空间。实践中，如果是买卖双方友好协议转让超过30%的股份（超过部分须发出部分要约），策划周密的话很有可能达到绝大部分投资者不接受要约的局面，从而最大程度地节省收购成本。

假设邯钢集团欲出售的是限制流通股，收购人在作出收购21%流通股的要约时，可以将要约价格在合理范围内调低一点，在流通股股东不感兴趣的情况下，由邯钢集团按较低的要约价出售其所持股份（但与限制流通股价值相当）。即使收购人以要约提示性公告前30天平均价为要约价格，中国市场的实际往往也令小股东不愿接受要约，原因是一般情况下并购消息一旦公告，股价就会迅速上涨，投资者往往可以选择以比要约价更高的市场价抛售股票，而不是接受要约。

虽然理论上在提示性公告之前，市场无从知道即将到来的并购。但事实上，消息往往在公告前由于各种原因不断进入市场，导致股价不断升高。在大多数情况下，要约价格即30日平均价往往低于提示性公告停牌前一天的股价，比复牌后蹿升的股价则更低，投资者没有理由接受比市场价低的要求收购。这也是自2003年另一家钢铁行业收购——南钢股份收购案以来，A股市场20多例要约收购案一直就没有多少流通股股东接受要约的最主要原因。

## 国际常用反收购策略

**“毒丸”计划（Poison Pill）**，指公司管理层发行特别股票阻碍敌意收购，即允许目标公司向除敌意收购者以外的股东以折扣价发行公司股票，以便稀释敌意收购者的持股比例。毒丸计划的另一种表现形式是人力毒丸（People Pill），指若目标公司被成功收购，整个管理团队将立即辞职。

**金降落伞计划（Gold Parachute）**，指目标公司与高级管理层签订协议，高管有权在公司因被收购或者失去控股权和管理权而导致失业时，获得大额补偿金、职工优先认股权或红利。

**“皇冠之珠”（Crown Jewel）**，指目标公司将其最有价值、对收购人最具有吸引力的资产出售给第三方，或者赋予第三方购买该资产的期权，使得收购人对目标公司失去兴趣，放弃收购。

**“焦土”（Scorched Earth）政策**，即目标公司大量出售公司资产或者破坏公司的特性，以挫败敌意收购人的收购意图。

**邀请“白衣骑士”(White Knight)**，主动寻找一家友好企业即“白衣骑士”，请求充当收购者，参与敌意收购者的竞争，以挫败敌意收购者。可以通过向该友好企业发行新股来摊薄收购者的股权，国内上市公司可以非公开发行的方式邀请白衣骑士。

**龙虾陷阱(Lobster Trap)**，指目标公司规定任何持股超过10%的股东，都不能将可转换债券换成有投票权的股票。

**麦克罗尼防御(Macaroni Defense)**，指目标公司将大量发行债券，且在目标公司被收购后公司将必须以强制性的高价回购这些债券，目的是用高额的收购成本阻碍收购。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。