

# 反并购的若干策略探讨

陈中华<sup>1</sup> 李云云<sup>2</sup> 程野<sup>1</sup>

(1. 安徽新华学院商学院, 安徽 合肥 230088; 2. 安徽新华学院外国语学院, 安徽 合肥 230088)

**摘要:**现代企业的发展壮大离不开并购, 并购的发生, 对于目标企业来说将意味着企业结构的改变, 以及企业人员的轮换, 从而导致权利从目标企业转移到主并企业中, 最终主并企业达到控制目标企业的目的, 为了在并购中保住目标企业, 研究了若干反并购策略来抑制主并企业的并购。

**关键词:**反并购; 兼并; 法律; 垄断; 股权

**中图分类号:** F2

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1672-3198(2013)01-0014-02

## 1 引言

现代意义的并购有广义和狭义之分, 广义的并购包括兼并、收购、分立和分拆, 狭义的并购包括兼并和收购。一般情况下, 在并购中大多数目标企业都处于不利的地位, 并购的发生必然会导致目标企业利益与体制的改变。如果主并企业收购成功, 目标企业的利益将会严重受到威胁, 所以目标企业对主并企业的并购行为一般持抵御的态度。特别是恶意并购更会引起目标企业的强烈反感, 大多数目标企业都会采取一切可能的措施对主并企业的并购行为进行抵御。经过数十年的研究已经有很多反并购策略的研究成果, 比如提高并购成本、降低并购收益、收购并购者等策略, 不管什么样的策略其目的都是使收购方失去对目标企业的收购兴趣, 进而阻止并购活动的实施。反并购行为不仅增加了主并企业的成本, 还加大了对目标企业的整合难度, 因此可能使并购计划流产。本文以狭义并购为前提给出了目标公司防御主并企业的恶意并购的若干策略。

## 2 反并购的策略

一般而言, 目标企业可以通过采取经济策略、法律手段以及其它方法来阻止主并企业的并购活动。经济策略主要通过提高并购成本、降低并购者收益、收购并购者、修改公司章程等措施来进行。法律手段则主要通过提起诉讼的方式进行反收购。在其他一些国家, 除经济、法律手段以外, 还有政治等手段, 如迁移注册地以增加主并企业的并购难度等。

### 2.1 反并购的经济手段

目标企业可以通过反并购的经济手段来有效的阻止主并企业的恶意并购, 目标企业具体可以通过提高并购成本、降低并购收益、收购并购者和修改公司章程等方法来抵御主并企业。

#### 2.1.1 提高并购成本

(1) 股份回购: 指上市公司利用现金等方式, 从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。公司一方面可以用现金回购股票, 另一方面可以发行公司债券以回收股票, 达到减少流通在外股份数的目的, 从而提高公司股价, 迫使收购方提高每股收购价。

(2) 寻找“白衣骑士”: 当收购者对目标企业进行收购时, 为不使本企业落入恶意收购者手中, 目标企业可以去寻找一家与本企业关系比较密切的有实力的企业(该企业就被称之为“白衣骑士”)进行合并。一般来说, 如果收购者提供的收购价格较低, 目标企业被“白衣骑士”拯救的希望就大; 若收购者提供了一个理想的收购价格, 则“白衣骑士”进行“营救”的成本就高, 目标公司获救的机会相应减少。如在 2002 年丽珠集团的股权之争中, 公司管理层与第一大股东光大集团不合, 光大集团有意将全部股权转让给合作伙伴东盛科技。为了避免公司控制权落入东盛科技之手, 公司管理层主动与太太药业配合, 将公司第二大股东丽士投资所持有的丽珠集团的股份以较优惠的价格全部转让给太

药业, 而丽士投资由丽珠集团员工持股会持股 90%。太太药业同时通过二级市场收购流通 A 股和 B 股, 以及协议收购法人股等方式最终成为丽珠集团的实际控制人。太太与丽珠有很强的互补性需求, 前者缺少像丽珠那样的优势品牌的处方药以及销售渠道, 而后者也需要“太太式”的管理。所以, 通过引进“白衣骑士”, 丽珠集团既避免了被非友好方所控制, 又促进了行业发展, 提高了公司的整体质量和竞争力。

(3) “降落伞”计划: “降落伞”反并购计划主要是通过事先约定对并购发生后导致管理层更换和员工裁减时对管理层和员工的补偿协议, 如果有控制权变更、经营管理层被解雇等情况发生, 公司将向他们支付大量赔偿金, 从而达到提高并购成本的目的。

#### 2.1.2 降低并购收益

(1) “皇冠上的珍珠”对策: 目标公司为了保全其他子公司, 可将“皇冠上的珍珠”这类经营好的子公司卖掉, 降低主并公司的预期收益, 从而达到反并购的目的, 作为替代方法, 也可把“皇冠上的珍珠”抵押出去。

(2) “毒丸计划”: “毒丸计划”包括“人员毒丸计划”和“负债毒丸计划”。其中“人员毒丸计划”是指主并企业与目标企业的大部分高级管理人员共同签署协议, 当主并企业以明显不合理的价格收购目标企业时, 并且如果管理人员中有一人被降级或革职, 则全部管理人员将集体辞职。“负债毒丸计划”是指当主并企业进行恶意并购时, 目标企业通过大量增加自身负债, 来降低主并企业对目标企业的兴趣。“毒丸计划”保护了目标公司股东和高级管理层的利益, 如果主并企业在进行并购时不进行慎重考虑的话, 尽管并购成功, 后续也会出现一系列的问题。如 1984 年, 克朗·兹拉巴公司为抵御并购专家戈德史密斯的收购, 制定了一套三重毒丸计划: 一是压低股息; 二是宣布新股东没有选举权, 董事会每年最多更换, 任何重大决定须经董事会 2/3 票通过; 三是公司高级负责人离职时须支付其 3 年工资和全部退休金, 总计 1 亿美元, 公司骨干离职时须支付其半年工资, 总计 3000 万美元。在这种情况下, 戈德史密斯避其锋芒, 曲线进攻。他一方面突然对外宣布收购计划, 促使毫无准备的投资者大肆抛售克朗公司股票, 导致股价大跌; 另一方面暗地收购克朗公司各位大股东和董事的股票。到 1985 年 7 月 15 日, 戈德史密斯持有的克朗公司股份已超过 50%。由于他只是购买股票而并没有进行合并这一触发毒丸计划的条件, 所以他没有触发“毒丸”。其实已暗中控制了公司。7 月 25 日, 戈德史密斯召集了临时股东大会, 他凭借控股地位成为克朗公司的新任董事长并宣布取消毒丸计划。对于毒丸计划作为防御性条款, 正常情况下, 体现不出其存在价值。但公司一旦遇到恶意收购, 或恶意收购者收集公司股票超过了预定比例, 则该等权证及条款的作用就立刻显现出来。毒丸术的实施, 或者是权证持有人以优惠

价格购得兼并公司股票或者合并后新公司股票或者是债权人依据毒药条款向目标公司要求提前赎回债券、清偿借贷或将债券转换成股票,从而客观上稀释了恶意收购者的持股比例,增大收购成本,或者使目标公司现金流出现重大困难,引发财务风险,使恶意收购者一接手即举步维艰,这种感觉,好似人吞下毒丸,得不偿失。

(3)“焦土计划”:焦土计划中的“焦土”计划指的是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,是公司的主动性反收购措施,是一种两败俱伤的策略。

#### 2.1.3 收购并购者

收购并购者是指目标企业反过来收购主并企业,以达到保护自己的目的。例如,甲企业对乙企业实施恶意并购,进行收购乙企业的股份,而此时乙企业也开始购买甲企业的股份,使收购企业被迫转入防御,达到抑制甲公司的恶意收购目的。其中帕克曼防御术是收购并购者经常用的方法,帕克曼防御术是指目标企业威胁主并企业进行反收购,并开始购买主并企业的股票,以达到保卫自己的目的。帕克曼防御术的特点是以攻为守,使攻守双方角色互换,致对方于被动局面。目标企业可以通过牺牲一部分利益为代价,让和自己关系比较好的企业去购买主并企业的股票,以达到围魏救赵的目的。从反收购效果来看,帕克曼防御术往往能使目标企业进可攻退可守。攻,可收购恶意并购者;守,可使恶意并购者迫于自卫放弃并购目标企业。运用帕克曼防御术需要具备一些必备条件:第一,目标企业本身应是一家股份有限公司,否则就谈不上反收购主并企业的股份;第二,主并企业本身要存在被收购的可能性;第三,目标企业需要有较强的融资能力和充裕资金,否则风险很大,不容易成功。如本迪克斯公司主要的业务是汽车的打火系统和刹车系统,以及为国防工业生产的航空产品。马丁公司是美国著名的军火公司,主要生产导弹系统和其他航空航天产品。1982年,当本迪克斯公司提出以每股43美元收购马丁公司45%的股份时,本迪克斯公司报价时已持有马丁公司5%的股份,这些股票当时的市价是每股33美元。马丁公司反过来出价每股75美元收购本迪克斯公司,该公司股票当时的市价为每股50美元。两家公司都采取了包括诉讼在内的各种反收购措施。本迪克斯公司采用金降,并与联合信号公司联系,希望后者出任白衣骑士;马丁公司也找到了白衣骑士,美国联合技术公司承诺,如果马丁公司收购本迪克斯失败,它们会收购马丁公司,结果是联合信号公司收购了本迪克斯公司,马丁公司保持了独立。

#### 2.1.4 修改公司章程

(1)董事会轮选制:董事会轮选制是指主并企业每年只能轮换很小一部分目标企业的董事。即使主并公司已经取得了目标公司大部分的股权,也很难在短期内改选公司董事会成员或任免高级管理人员,实现对公司董事会的控制,从而增加了主并企业进一步操纵目标企业的难度。

(2)超级多数条款:公司章程必须规定修改章程或重大事项所需投票权的比例。超级多数条款规定企业被并购必须取得80%左右的投票权,有时甚至会高达95%。这样,若企业管理层和员工持有本企业一定数量的股票,那么即使主并企业购买了剩余的全部股票,要想成功收购目标企业也很困难。

(3)限制董事资格:在公司章程中,目标公司可依企业性质,自行就法律没有规定的董事资格加以限制规定,以增加并购方的困扰。如可以从持有本公司股份年数上对董事资格加以限制,或增补董事做百分比的限定。如2005年2月18日,盛大互动娱乐公司及其某些关联方向美国证监会提交了13—D表备案,披露其斥资2.3亿多美元,在二级市场

购买了新浪19.5%的股权。由此互联网业惊天收购大案正式拉开序幕。随后新浪方则启动了“毒丸”购股权计划和分期分级董事会制度,以保障股东的权益。新浪有9位董事,盛大并购到新浪“足量”股权后,召开股东大会改选新浪董事会,但根据新浪企业章程,每年只能改选3位董事。这样在第一年内,盛大只能派3位董事进入新浪董事会,原来的董事依然还有6位在董事会中,这意味着盛大依然不能控制新浪。这种分期分级董事会制度,使得陈天桥不得不三思而行。

#### 2.2 反并购的其他手段

反并购防御的手段层出不穷,除经济手段外,还有法律手段和利用政策手段。其中法律手段是最主要的,是通过诉讼策略来提高并购难度。(1)援引反垄断法。世界各国都有相应的反垄断法来维护本国市场经济秩序的稳定。如果某些行业本来经营者就很少,若这些行业的经营者还继续加强彼此之间的收购,这样做的后果极易触犯反垄断法。目标企业可以通过搜集相关证据,证明主并企业实施的并购是违法行为,即可有效的抵御主并企业的收购。(2)援引证券法或证券交易法。如果并购双方之间存在上市公司的,即会涉及到上述法律。这些法律一般对证券交易及公司并购的程度、强制性义务有规定,比如持股的数量、强制披露的信息和收购要约等均有规定,如果收购方忽视了法律规定的相关强制性义务,很有可能因违反法律而导致收购失败。(3)利用法律诉讼的方式来拖延收购方的并购进程,尽量谋取更多的时间,来消除收购方的并购威胁。这种诉讼的主要目的是为目标企业赢得更多的时间,使目标企业有足够的时间组织反击。《反垄断法》实施之际,国际矿产巨头必和必拓就1400亿美元收购另一矿产巨头力拓一案,于2008年7月向中国商务部提交反垄断申请报告,并接受调查。据悉,在其补齐材料后,商务部于11月25日正式立案调查,但当天晚上必和必拓却在其网站申明宣布放弃并购,理由是:在全球经济持续恶化的情况下,收购力拓已不符合股东利益。此外,2008年9月,国际饮料生产巨头可口可乐宣布以每股12.2港元,总计179亿港元收购汇源果汁,此后向商务部反垄断调查局提交申报材料。

#### 3 结束语

我国企业之间的并购和反并购行为是资本市场上的普遍现象,但针对反并购策略运用的研究较少。为了有效的抵御主并企业的恶意并购,本文主要给出了经济手段和法律手段这两种反并购策略,并结合了生活中的实例,说明其运用的策略,使文章的研究更具有实际意义。

#### 参考文献

- [1] 彭浪,胡世红,刘衡.高级财务管理学[M].北京:经济管理出版社,2010.
- [2] 陈旭,张杰.企业反并购的博弈分析[J].经管空间,2011.
- [3] 刘华伟,肖万.上市公司反并购决策创新研究[J].科技管理研究,2008.
- [4] 林全玲,胡智强.公司控制权的法律保障初论[J].社会科学期刊,2009.
- [5] 焦文臣.目标公司反收购策略效果分析[J].审计与理财,2006.
- [6] 马雪金.试论企业并购中存在的问题及改进措施[J].财会通讯,2010.
- [7] 胡伟.公司控制权概念的法理探讨[J].南阳师范学院人文社会科学学报,2011.
- [8] 贾立.目标公司反并购的成本与收益分析[J].商业时代学术评论,2008.
- [9] 王文举,周斌.企业并购的博弈分析[J].经济与管理研究,2004.
- [10] 徐洪涛.公司反并购法律制度研究[J].深圳证券交易所研究报告,2006.