

从宝能系举牌万科股票谈上市公司的反收购策略

深圳职业技术学院 南开大学金融学院 刘宝

摘要: 本文以近期资本市场上宝能系举牌万科公司股票为例,探讨了在全流通背景下被收购上市公司的特点,危机处理及可以采用的反收购策略,对万科公司最终的决策进行了探讨和展望。

关键词: 宝能系 万科 反收购

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 2096-0298(2015)12(a)-074-03

随着中国证券市场近30年的发展,各项法律制度和监管办法越来越完善,2014版修订的《上市公司收购管理办法》对资本市场上企业收购兼并活动有了明确的规定,明确收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东,可以通过投资关系、协议、其他安排等途径成为一个上市公司的实际控制人,也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权。有收购行为必然会出现反收购的策略与之相对应,本文以2015年12月宝能系在二级市场举牌万科股份为例,对上市公司在面临被收购时的危机处理和反收购策略应对进行了探讨。

1 宝能系举牌万科始末

宝能系是指以宝能集团为中心的资本集团,宝能集团是一家创始于1992年,注册资本为3亿元的投资公司,公司唯一控股股东为姚振华。经过多年发展,目前的宝能系已构筑了一个集地产、金融、物流、医疗、农业等众多产业的庞大商业帝国,下辖宝能地产、钜盛华、前海人寿等多家子公司。

由图1可知,钜盛华和前海人寿均为宝能系控股公司,两者在举牌万科A股票中占据着重要角色。

万科企业股份有限公司成立于1984年5月,作为目前全球最大的专业住宅开发企业,年报显示2014年公司销售金额2151.3亿元,净利润157.5亿元,这样一个年销售过千亿元的超级房产巨头,公司股权却高度分散。季报显示万科A股第一大股东华润股份持股比例只有15%,对于营业额超2000亿元的万科,只需要200多亿元就能取得其大股东地位,一直以来都成为资本市场野蛮人伺机猎取的目标,大股东持股比例过低,这给宝能系利用二级市场举牌抢占第一大股东提供了绝佳机会。

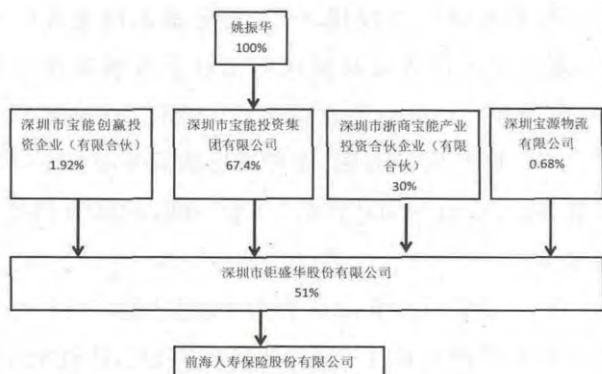


图1 宝能集团控股股东及控股公司关系

数据来源:深圳交易所网站

参考文献

- [1] 易绵阳,曾娟.农村信用社、国家与农贷悖论[J].武汉理工大学学报(社会科学版),2012,25(1).
- [2] 张虎.农村信用社效率及其影响因素分析——以江苏省部分市县农村信用社为例[D].南京农业大学,2007.
- [3] 殷斯霞,邹楚沅,叶喻.湖南金融发展与经济增长关系的实证研究[J].商场现代化,2009(10).
- [4] 韩文柱.当前金融支农面临的难点与建议[J].吉林金融研究,2009(11).
- [5] 何剑.浅析如何让农村信用社支持农村区域经济发展[J].科技经济市场,2014(10).
- [6] 陈雪飞.农村信用社改革与发展中的政府干预[J].财经理论与实践,2006(20).

表1 万科A季报前五大流通股东

股东名称	股东性质	持股比例
华润股份有限公司	国有法人	15.23%
HKSCC NOMINEES LIMITED	境外法人	11.90%
国信证券 - 工商银行 - 国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划	其他	4.14%
前海人寿保险股份有限公司 - 海利年年	其他	3.17%
中国银河证券股份有限公司	其他	3.07%

2 宝能系对万科的举牌

2015年7月初,宝能系前海人寿耗资79.45亿买入5.53亿万科A股其占股比例5%,2015年7月底,宝能控股公司钜盛华买入5%万科A股份,2015年8月底,宝能系买入5.04%的万科A股票,持股比例接近公司第一大股东华润公司,2015年11月27日,钜盛华和前海人寿持有万科A股份20%,超过华润15.23%,成为万科第一大股东,2015年12月10日、11日,钜盛华继续增持万科A股份持股比例达到22.45%,宝能系旗下的钜盛华于12月15日再次增持万科,在万科的持股比例由22.45%上升至23.52%(A+H)。安邦保险发布公告,12月17日、18日连续增持万科A股股份6.826亿股,持股占比为6.18%,如果能证明安邦保险和宝能系为一致行动人,二者目前总计持有万科29.7%的股份,接近持股30%的下限,按照2014修订的《上市公司管理办法》规定,股东持股达到30%股权再增持公司股票就会触发全面要约收购条件。

3 万科反击收购的几种可能反击策略

万科面对宝能系在二级市场气势汹汹的举牌显得有些措手不及,而又不愿束手就擒。12月17日,王石代表万科管理层发表内部讲话,明确表示不欢迎新大股东宝能系的入驻,因为宝能的企业文化、价值观会与现有的万科管理文化发生冲突,并把此次宝能的举牌定义为恶意的收购。

12月18日,万科宣布由于公司计划重大资产重组及收购资产,正在筹划股份发行,公司股票开始停牌。截止发稿时,万科采用何种反收购对策仍不得而知,我们梳理出以下几种可能对策。

(1)毒丸策略。也称股权摊薄反收购措施,由美国著名并购律师Martin Lipton首先提出,当公司面临恶意收购时,公司可以通过大量低价增发新股稀释收购方持股比例,操作形式上为被收购公司可以向普通股东发行优先股,一旦公司被收购,优先股可以转换成普通股摊薄收购方手中的控股比例,增加收购难度,使得收购方知难而退。经典案例如2005年盛大网络公司在二级市场举牌新浪公司,持股比例近20%一跃成为公司第一大股东时,新浪董事会及时推出了“毒丸计划”,计划规定盛大及一致行动人再收购新浪0.5%或以上的股权,公司普通股东(收购人除外)将有权以半价购买新浪公司的普通股,此举将极大地摊薄盛大持股,在新浪的“毒丸计划”面前,盛大被成功击退。

(2)白衣骑士策略。当目标公司遇到敌意收购时,被收购方可以寻找一个良好合作关系的公司,以比收购方所提要约更高的价格收购目标公司,这时,收购方若不以更高的价格来收购目标公司,收购不能成功,这种收购一般称为防御性收购。2002年丽珠集团管理层为避免公司控股权落入东盛科技,主动与“白衣骑士”——太太药业接洽,最终使太太药业成为公司实际控制人,避免了被东盛科技控股。

焦土策略。焦土策略指的是目标公司可以通过资产的重新组合以达到降低公司资产或业务使得收购方降低收购目标公司的兴趣,常用的方法有两种:一种方法是出售“皇冠上的明珠”,出售公司最有价值的核心资产降低目标企业的价值,让想要收购它的企业放弃收购;另一种方法是公司通过大量购置与经营无关或盈利能力差的资产,提高收购方的风险,使得收购方自动放弃。典型案例如2003年*ST美雅原大股东未与*ST美雅管理层沟通,将其所持*ST美雅27.49%的国家股转让给一家民营企业,此举就遭到了*ST美雅管理层的激烈反对。*ST美雅管理层随后发布公告称当年度第三季度由于大幅提高职工的劳动补助将导致管理费用同比增加41.76%,年报预计巨亏。最终,美雅管理层击败收购公司而引进广新外贸成为公司大股东。

4 万科反收购策略探讨和掌握

万科公司的特点是公司治理结构完善、管理层素质高,

但由于股权高度分散削弱了股东对于公司管理的干预,显得万科精英管理团队一直较为强势,在面对宝能系这样强悍的资本市场野蛮人时采取了坚决抗争的架势。万科管理团队涉足资本市场近30年,积累了广泛的人脉和资源,自2015年12月18日停牌后以王石、喻亮为代表的管理层先后奔走大股东华润公司和瑞士信贷等多方寻求资金支持,从理论上推测万科可以采用三个方向进行反收购对策:(1)筹集资金,联络以华润为首的大股东与公司合伙人结为一致行动人,力争保住控股权;(2)启动“毒丸计划”,向其他股东定向增发,稀释宝能股份;(3)采用“金降落伞策略”,让收购公司对由于公司控股权的更换支付管理层巨额赔偿;(4)采用“白衣骑士策略”,引进管理层认可的大股东。

2014年修订的《上市公司收购管理办法》规定:“被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施,应有利于维护本公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得损害公司及其股东的合法权益。”显然万科管理层如果采用“毒丸政策”或“焦土政策”都会损害中小股东利益,股东大会不会通过,监管层也不会袖手旁观。在只有一个月的停牌期内,仓促引入第三方“白衣骑士”的可能性不大,笔者认为目前唯一可行方案,是管理层应放下强势姿态与宝能系展开谈判,力求在公司治理、董事会改选等方案达成双方共赢。从中小股东的角度,由于宝能系的强势举牌,万科的股票价格在二级市场于一个月内就有70%的涨幅是个很大的红利,宝能系入驻万科董事会也是比较受中小股东欢迎,容易在股东大会通过。

5 监管层对收购的态度

有效、公正、公平的监督及管理是保证金融行业稳定运行的必要前提,对于正在发展的中国资本市场,管理层的有效监管是必不可少的环节。资本市场上日益火爆的宝万之争也引起了管理层的高度关注并及时出台了相关政策进行引导。

12月18日,中国证监会发言人在发布会上评论万科股权之争,称市场主体的收购和被收购,只要符合法律条规,监管层不会主动干预。12月20日,深圳银监局下发文件要求所

管辖的各银行分行将“宝能系”企业在该行的授信及用信情况进行反馈。12月29日,已有银行下发内部文件,暂停销售前海人寿的部分保险产品,前海人寿作为宝能系的成员在前期举牌万科股份中充当首发角色。12月23日保监会出台《保险公司资金运用信息披露准则第3号:举牌上市公司股票》首次明确举牌保险资金运用透明化不仅需要披露举牌的交易方式,还需披露资金来源,为险资举牌进行降温。12月29日,保监会针对资本市场近来频频发生的举牌事件召开保险资产负债管理风险防范工作会议,警示部分举牌保险公司要防范股票市场系统性波动、金融业交叉感染、资产负债等五大类风险。这一系列措施和办法表明监管层不希望市场出现较大的波动,并购与反并购行为都应当遵循法律和相关规则的要求,并应当透明化和规范化。

截至发稿时,万科与宝能系的股权之争仍在继续,举牌结果如何,结局并不明朗。最新消息12月29日,万科在港交所公告称,重大资产重组事项的相关工作取得了一定进展,万科计划购买一家公司的权益,拟以发行股份及现金支付方式收购目标公司权益,但交易对手尚未公布。20年前发生的“君万之争”,王石面对君安证券为首的几个股东联合“逼宫”,能够利用对方的漏洞向证监部门举证,借助政府的力量成功瓦解了君安联盟赢得胜利。在今天全流通的背景下,在法制和监管越来越完善的市场下,万科管理层能否借助市场的力量化险为夷,我们拭目以待。

参考文献

- [1] 中国证券业协会. 证券发行与承销[M]. 中国财政经济出版社, 2012.
- [2] 肖宾. 股市风云二十年[M]. 机械工业出版社, 2010.
- [3] 焦娇. 公司收购中股东利益保护的博弈分析[J]. 市场研究, 2012(07).
- [4] 曹猛. 基于恶意收购的上市公司反收购策略研究[D]. 河南大学, 2013.