



“毒丸”是怎样炼成的

毒丸计划从在美国得到法律上的认可发展至今，已有 30 年的时间，多数上市公司也都已装备了毒丸，但激活毒丸计划还需要再三思量。

文 | 本刊特约记者 王今

宝能和万科之间收购与反收购的故事还在继续，夹带着情怀的因子，搅动着资本市场的神经，占据着百姓茶余饭后的谈资。这个故事会怎样收尾，目前无人知晓，但可以确定的是，它让在大洋彼岸趋于沉寂的“毒丸计划”在我国再度“走红”。

从恶意收购说起

毒丸计划是目标公司针对恶意收购行为制定的反收购策略中的一种，该策略的核心就是要尽力摊薄恶意收购方的持股比例。这里提到的恶意收购，是指收购行为未得到目标公司管理层的同意和认可。需要注意的是，在公司管理层眼中是“恶意”的收购行为，不排除在股东眼中是“善意”的。在宝万的故事中，王石曾明确表示对宝能“不欢迎”，那么宝能的收购行为就是一种恶意收购。

要了解毒丸计划是怎么兴起走红的，还需将镜头拉回到 20 世纪 50 年代末 60 年代初的美国，那时，恶意收购行为刚刚兴起，操作手法还比较粗暴。

其中，极具胁迫性的一种收购形式是周六夜市特供（Saturday Night Special），即收购方在周六晚间向目标公司股东发出现金要约收购，收购价格稍高于市价，先到先得，收购时间多为一天，也就是说，股票持有人必须在周

日就得决定是否接受该要约。一旦收购方通过这次要约收购获得了对目标公司的控制权，就会发动第二轮收购，而这第二轮要约收购的吸引力远小于第一轮，对价是实际价值低廉的证券而非现金。这种分两轮收购，前一轮收购条件要明显好于后一轮的收购方式，被称为“前重后轻的双层要约收购”（two tier front-loaded tender offer）。

为什么说这种周六晚间发出的前重后轻的双层要约收购方式粗暴呢？原因有二。

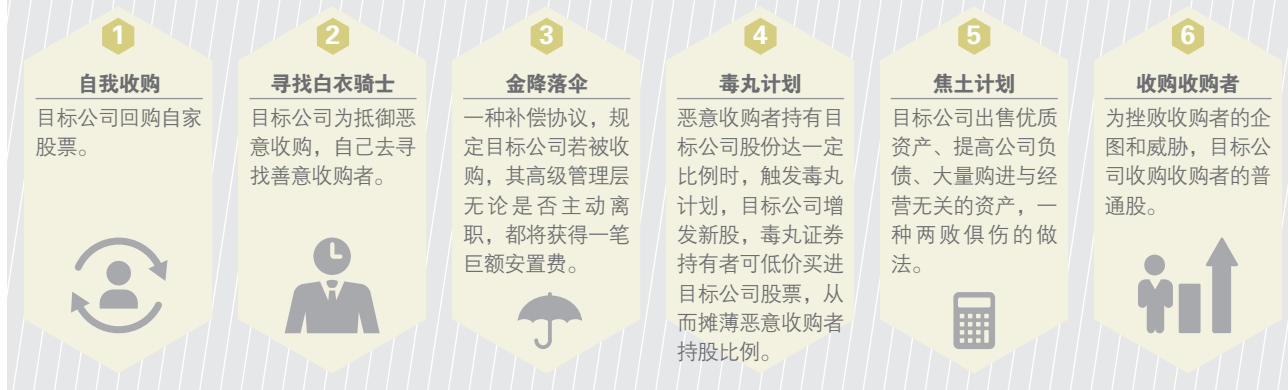
一是在时间选取上，第一轮要约收购时间短，定在周末休市的时候，不给目标公司任何反抗的时间。

二是这种前重后轻的收购方式将股东们置于类似囚徒困境的情形下，在第一轮要约收购中，倘若股东们团结一致，那就携手熬到周一开市，大家都不会有损失，但是倘若一部分股东接受要约从而使得收购者获得对目标公司的控制权，那些没有在第一轮接受要约的股东们就只能在第二轮收购中被动接受实际价值低廉的证券。对单个股东来讲，不论其他股东如何选择，在第一轮接受要约是优选，毕竟这样不会有任何的损失。

这种收购行为，方式虽粗暴，但不得不承认，它的胁迫性极强。为限制这种行为，美国国会于 1968 年通过了《威廉姆斯法案》（William



几种公司反收购策略



资料来源：根据公开资料整理

Act)，主要内容为：强制要求取得目标公司5%及以上股权的个人或团体披露身份；要约的收购期不得少于20个工作日，假如只要约收购部分股票，则不能采取先到先得的方式，要按愿意出售股票的各股东的持股比例来收购。

《威廉姆斯法案》延长了要约收购的时间，遏制住了周六夜市特供的行为，给了目标公司应对的时间，但显然，它并不能杜绝前重后轻的双层要约收购方式。

毒丸初问世

恶意收购的故事还在上演，市场上也涌现出了一大批公司狙击手（corporate raider），他们收购完公司后再将其分拆卖掉，从中获利，几乎不考虑公司的长远发展。

律师 Martin Lipton，后被人称为毒丸之父，对这种现象很担忧，撰写大量文章力陈公司狙击手的危害，并试图找到有效的抵御措施。1982年，他在为得克萨斯州天然气公司 El Paso 设计抵御 Burlington Northern Railroad 公司恶意收购方案时找到了一些灵感。

当时，El Paso 已是债台高筑，几乎不可

能进行自我收购，Lipton 在翻阅 El Paso 公司报表时发现该公司还有已经获得授权但尚未发行的优先股，就设计了如下的方案：以股息的形式向现有股东发行优先股，持有优先股的股东同样拥有董事选举权，这样现有股东就获得了双倍的董事选举权，Burlington Northern Railroad 要想控制 El Paso 的董事会就更难了。尽管 Burlington Northern Railroad 为此提出了诉讼，但特拉华法院还是支持了 Lipton 设计的这种防御措施。

为 El Paso 设计的抵御方案，还不能算是真正的毒丸计划。真正的毒丸计划是出现在1983年高档瓷器企业 Lenox 抵御蒸馏器公司 Brown Forman 收购案中。Brown Forman 是一个家族企业，极度重视对公司的控制权，对 Lenox 的收购报价为每股 87 美元，远高于 Lenox 前一日不到 60 美元的收盘价，但董事会还是想抵御收购。律师 Siegel 和 Lipton 为 Lenox 设计的方案为：以股息的形式向现有股东派发可转换优先股，比例为 40:1，并规定，一旦 Lenox 被 Brown Forman 收购，这些可转换优先股可以以极低的价格转换为 Brown

Forman 公司的普通股。这样即使 Brown Forman 公司收购成功，也难防可转换优先股被大量转换成 Brown Forman 的普通股，摊薄 Brown 家族的持股比例。最终该方案成功抵制了 Brown 家族的收购行为，Siegel 将此方案称为“毒丸”，真正的毒丸计划出现。

双叉测试

在 El Paso 抵御 Burlington Northern Railroad 公司的案件中，提到 Burlington Northern Railroad 曾就 El Paso 的抵御措施提起诉讼。这就涉及一点，管理层的反收购举措可能是受法律认可的，也可能不是。因为在收购条件对股东有利的情况下，管理层也可能出于对自身丢掉饭碗的担忧，抵御收购行为。

管理层在做出是否反收购的决定时，必须充分考虑到股东的利益而非自己对公司的控制力。究竟如何衡量管理层抵御收购的举措的合法性，1984 年美国特拉华最高法院对 Unocal VS Mesa Petroleum Co. 一案的判决给出了一个衡量标准，此案也是美国最重要的公司法判决之一。

1984 年 4 月 8 日，Unocal（加州联合石油公司）的股东们收到了来自公司大股东（持股比例 13%）、同样是石油公司的 Mesa 的一项前重后轻的双层要约收购，首轮以 54 美元一股的价格现金收购 Unocal 37% 的股票，第二轮则是以表面价值 54 美元的高风险的劣后债收购。要约发出时，Unocal 股票价格在 35~40 美元之间。

在 Mesa 发出收购要约 5 天后，Unocal 董事会第一次开会讨论对策，会上，财务顾问高盛对 Unocal 做了详细的估值报告，认为 Unocal 股票每股的价值至少应该在 60 美元以上，每股 54 美元的收购价格严重低估了 Unocal 股票的价值，董事会做出了抵御 Mesa

收购的决定。在随后的第二次会议上，董事会制定了抵御措施：当 Mesa 取得 6400 万股 Unocal 公司的股票时（这时，Mesa 对 Unocal 的持股比例接近 50%），Unocal 将以每股 72 美元的价格收购除 Mesa 以外的股东持有的 Unocal 公司股票，对价支付方式为 Unocal 公司债券。

与 Mesa 前重后轻的要约收购相比，Unocal 的反收购策略则显得前轻后重，颇有战略性。试想，当一个股东知道自己持有的股票价值在 60 美元以上，且以后有可能以 72 美元的价格被收购，还有可能接受 54 美元一股的价格吗？如此，Mesa 就难以收购到 6400 万股股票，再进一步，Unocal 公司反收购策略就没有被触发，也就不需要真的支付 72 美元的价格去自我收购。

Mesa 对此当然是不满，于 1985 年 4 月 17 日向特拉华州衡平法院提起诉讼，要求禁止将 Mesa 排除在 Unocal 的自我收购方案之外。5 月 13 日，衡平法院针对这一方案颁布了临时性禁止令。随后，Unocal 向特拉华最高法院提起上诉。

特拉华最高法院于 5 月 14 日受理此案件，第三天就给了口头回复，6 月 10 日给出书面判决意见，意见认为 Mesa 发出的要约收购价格严重不足，法院更倾向于认同 Unocal 董事会的判断，此项收购会对 Unocal 股东利益构成威胁，抵御措施合理。

Unocal 一案的判决，最大的意义就是创造了一条在美国司法历史上具有里程碑意义的新标准——Unocal 测试（Unocal test）。Unocal 测试分两步：第一步，董事会对要约收购采取抵制措施，必须证明“合理相信收购行为对公司的经营方针及有效的经营活动构成威胁”；第二步，董事会必须证明，根据收购的威胁程度，其制定的抵御收购措施具有合理性。

《威廉姆斯法案》延长了要约收购的时间，遏制住了周六夜市特供的行为，给了目标公司应对的时间，但显然，它并不能杜绝前重后轻的双层要约收购方式。

Unocal 测试又被成为双叉测试 (two-prong test), 即合理相信收购构成的威胁, 抵御措施与威胁成正比。

Unocal 测试又被称为双叉测试 (two-prong test), 即合理相信收购构成的威胁, 抵御措施与威胁成正比。Unocal 测试成为后来判断包括毒丸计划在内的反收购措施是否合法的标准。

毒丸计划合法化

5 个月之后, 特拉华州最高法院对 Moran VS Household 案的判决, 则承认了毒丸计划的合法性。

Household 是一家控股公司, 自知股价被严重低估, 极有可能被恶意收购, 于是聘请 Martin Lipton 与高盛一起, 为其设计抵御方案。而此时, Household 董事兼 DKM 公司总裁 Moran 先生则有意收购 Household, 毒丸计划无疑不利于其收购活动。于是 Moran 将 Household 告上了法庭, 要求撤销毒丸计划。

先来看看 Lipton 为 Household 设计的毒丸计划吧, 分四个层次。

一是 Household 董事会以 1:1 的比例向普通股股东派出特别股票认股权作为股息。特别认股权只能用来购买公司的特别优先股, 行权价格要高于市价, 存续期长达 10 年。在激活事项发生之前, 股东不能行权, 特别认股权不能与普通股分离转让。二是激发条件, 针对 Household 发出 30% 及以上股票收购要约, 机构或个人持有 Household 股票达 20% 及以上, 两个条件中任一事件发生, 毒丸计划将被激活。三是 Household 被收购方吸收合并后, 且合并对价是收购方的证券, 则特别认股权的持有者可以用 100 美元的价格购买市值相当于 200 美元收购方的普通股。四是关于毒丸的赎回, 若触发条件为 Household 发出 30% 及以上股票发出收购要约, 则 Household 董事会有权在特别认股权持有人行权之前, 以每项权利 50 美分的价格赎回这种权利; 如果是机构或个人持

股达 20% 及以上, 毒丸就不能赎回了。

Lipton 设计的这个毒丸计划, 意图明显, 主要是针对具有胁迫性的前重后轻双层要约收购模式, 如果第二轮收购条件不利, 则会激活毒丸计划, 如果第二轮收购条件公允, 董事会也可赎回毒丸。

有了 Unocal 法案的判决在先, 特拉华最高法院对 Moran VS Household 案的判决态度明显, 认可了 Household 的这种抵御举措。毒丸计划正式获得法律上的认可。

流行过后

毒丸计划在获得法律认可后, 迅速走红, 短短一年内, 美国使用毒丸的上市公司数量增加了 8.5 倍, 至 2000 年, 60% 的上市公司拥有毒丸。

毒丸计划一经问世就被移植到了加拿大, 与美国的董事会决策主义不同, 加拿大是有条件地使用毒丸计划, 带有明显的股东决策主义倾向, 禁止公司管理层使用超出法律允许范畴的反收购措施来说服股东拒绝要约收购的行为; 英国和欧盟也是实行严格的股东决策主义, 董事会作出的反收购决策需要经过股东大会的批准; 日本于本世纪初引入毒丸计划并将其本土化, 在毒丸计划设置权归属上, 实行股东决策主义为基本原则, 董事会决策主义为辅。

宝万之争, 使得沉寂的毒丸计划再次引起公众的关注。其实十年前, 新浪对盛大的抵御战中, 新浪也是借助毒丸计划震慑住了盛大, 赢得了胜利。

毒丸计划出现至今已有 30 年的时间, 多数上市公司都已装备了毒丸, 但很少被用到, 毕竟, 毒丸计划一旦开启, 这家公司就变得不那么“亲近”, 就会驱走潜在的有利于公司发展的收购者。☐