

股权规划：反恶意收购利器

不论是万科这样的房地产巨头，还是创业浪潮中广大的中小企业，在面对“门口的野蛮人”时是手无寸铁还是枕戈待旦，恐怕是每个企业必须做出的抉择。

文 | 吕红梅 李青



股权结构是公司的基石，更是公司应对恶意收购的利器。

2016年1月12日，万科再次发布停牌进展公告，宣布将继续停牌。声势浩大的“宝万之争”双方主体为宝能旗下的钜盛华、前海人寿和以万科现任董事会主席王石为代表的万科管理层，其争夺的对象是万科A股的部分股权以及这些股权所代表的公司控制权。

作为地产巨头，万科股权无疑具有不可估量的价值，然而看似强大的万科，由于各种历史原因，其股权结构也存在隐患，以致发展历程中多次遭遇“股权争夺战”。20年前君安证券企图夺取万科控制权，王石四处奔走，向证监会举报对方“老鼠仓”，最终以君安证券放弃改组、达成和解而结束。这并未给万科管理层敲响警钟，亦或者管理层力不从心，其股权结构的分散状况一直未得到显著的改善。

可以说在这个“资本说了算”的时代，万科这样股权无保护的上市公司就如同待宰的羔羊，吸引着来自四面八方的“野蛮人”。过去是君安证券，如今是宝能，未来究竟还有多少觊觎者，我们不得而知。

不论是万科这样的房地产巨头，还是创业浪潮中广大的中小企业，在面对“门口的野蛮人”时是手无寸铁还是枕戈待旦，恐怕是每个企业必须做出的抉择。

被收购：缺乏股权规划

在宝能增持前，万科股权结构单一，大股东华润持股不足15%，其他支持管理层的股份合计持股仅20%，截至万科首次宣布停牌前，宝能持股24.64%、华润持股15.29%、安邦持股6.18%。

不止万科，从1993年宝安集团收购延中实业开始，被收购A股上市公司的股权就表现出明显的分散化趋势。据统计，尤其近十

年，大股东持股量一路下降，目标公司在遭到恶意收购前的第一大股东股权占有率平均在15%左右。理论认为，目标公司的股权分散是诱发恶意收购的重要原因，而延中实业、爱使股份、新浪等公司在收购前大股东的持股比例甚至不足10%。相对大股东持股较多的公司如广州金马、济南百货、广发证券等也不过20%左右。分散的股权结构导致股东对董事会的影响较弱，给收购提供了条件。

此外，长期以来，股权结构这种反收购措施并未得到上市公司的重视。提到反收购，往往着眼于毒丸计划、驱鲨剂、降落伞等措施，预防收购的股权安排基于融资的原因而被弱化。实际上，合理的股权结构安排是一种低成本、高效率、低风险的反收购措施，也是公司未来发展最稳固的基石。在如今中国的创业大潮中，大量的初创公司创业之初就应该考虑，如何在能保证融资情况下，防止辛苦建立的公司被资本雄厚的大企业夺取控制权；如何能一直保持创始人对公司的绝对控制。

一般来讲，公司创始人可以通过股权结构规划设计，以及基于股权所设置的其他保护措施，来提前规划反收购措施。

“特效药”：提前规划

股权结构的合理规划无疑是防止恶意收购最有效的方式，堪称“特效药”。主要的股权结构设计包括以下三种：

第一种，链式持股结构。链式持股又称“金字塔持股结构”。是指实际控制人通过间接的控制链实现对目标公司的控制。即实际控制人控制第一层公司，第一层公司则控制第二层公司，依此类推，最终控制目标公司。这种方式以较少的投入获取更大的控制权，控制人只需要投入少量的资金，通过多层级的放大结构，就可以控制巨大的资本。举例而言，假设控制

在这个“资本说了算”的时代，万科这样股权无保护的上市公司就如同待宰的羔羊，吸引着来自四面八方的“野蛮人”。

合理的股权结构安排是一种低成本、高效率、低风险的反收购措施，也是公司未来发展最稳固的基石。

15%

近十年，我国股市大股东持股量一路下降，目标公司在遭到恶意收购前的第一大股东股权占有率平均在 15% 左右。

人以 1 元持有 A 公司 51% 股权，A 公司以 2 元持有 B 公司 51% 股权，控制人就以 1 元控制了 B 公司价值 2 元的股权，每经过一个控制链节点，控制人的资金额就会放大 2 倍，其资金的控制权实质上以 2 的 n 次幂在增长。国内的复星系、东方系、新希望系等企业都是链式持股结构的典型代表。

第二种，交叉持股结构。交叉持股是指在不同的企业之间互相参股。以交叉持股来对抗反收购始于日本阳和房地产公司事件。1952 年该公司被恶意收购，从而引发三菱集团内部结构调整。其后，出于防止被收购的需要，三菱集团下属子公司开始交叉持股。20 世纪 90 年代，交叉持股在我国逐渐盛行。

以“中信收购广发案”为例。当时，吉林敖东药业持有广发证券 13.75% 的股份，而广发证券作为吉林敖东的第一大股东，占总股本的 3.46%，对敖东股票的市场稳定有决定性作用。广发证券的第一大股东辽宁成大，持有广发证券 20% 的股份，而广发证券是辽宁成大的第二大股东，持股 16.91%，甚至与第一大股东成大集团仅相差 1%。中信宣布收购消息后，吉林敖东和辽宁成大为广发证券充当“白衣骑士”，先后收购风华高科、延吉股份、美达股份的股份。可以说，广发证券、辽宁成大、吉林敖东形成的交叉持股防御同盟在广发反收购中起到了决定性作用。

交叉持股的原理很简单，因为一旦收购成功，新任的高管往往会重新调整前任高管持仓的情况，建立新的同盟关系，原有的交叉持股公司为了维持自身的股票市值，保全自己的利益，就必须加入到反收购战中。

第三种，员工持股。员工持股主要是为了

奖励员工，同时合理的员工持股计划还可以为公司带来股权结构上的反收购优势。

员工持股可以分为分散式持股和集中式持股，大多数公司选择集中式持股模式，即员工所持有的股份并不会直接归员工管理，而是通过建立持股公司进行集中管理。发生恶意收购时，通过公司对员工的情感维系，或者员工担心收购后裁员等威胁，使得员工持股成为公司控制权的一部分。

保命药：四大方案

除了相对静态的股权分配结构外，上市公司还可以采取一些基于股权所设置的保护措施，主要有以下四种方案：

方案一，同股不同权。不同表决权股份结构又称牛卡计划，是专为毒丸计划提出的反收购策略。以百度公司为例，其在上市中提供两种不同级别的股份，A 类股份为普通股，公开发行，每股有一票表决权，创始人股份为 B 类股票，即原始股，每股有十票表决权。在上市前，公司股东的股份均为原始股，公司上市后原始股一旦出售，即从 B 类转为 A 类。创始人通过这种方式只要持有少数的 B 类原始股，就可以控制股东会作出重大决策。也正是通过这种方式，百度在纳斯达克上市后，阻止了谷歌的收购。值得注意的是，由于我国《公司法》关于同股同权的规定，该方案在国内上市公司实施的合法性有待商榷。

方案二，一致行动人协议。控股股东与其他股东签署一致行动人协议，这往往是由于控股股东资金不足，又想要获取目标公司控制权，因此将现有资金划分，向其他股东让与分红权，



其他股东向其让渡表决权、处置权等权利的方式与其他股东达成一致行动协议。通过签署一致行动人协议，控股股东以较低的成本获取更大的控制权利，目的是当恶意收购发生时，这些预设的一致行动人都将作为“白衣骑士”。这种方案比真正的“白衣骑士”计划要可靠得多，避免了收购发生后再去寻找“白衣骑士”带来的不确定性。

而目前我国法律环境下，一致行动人协议的效力存在不确定性。一方面一致行动人协议大量被使用，但是当一致行动人协议履行产生纠纷时，如何认定双方的权利义务关系？违反协议的投票行为是否有效力？第三人受让协议约束的股份，是否应继受其拘束？这些问题现行法律都未加以解决，司法领域也未能形成一致的审判意见。

方案三，股份回购。股份回购是指上市公司利用现金等，从交易市场上购买本公司发行

在外的股票。回购将提高公司股价，减少二级市场流通的股票，提升收购方的收购成本，增加收购难度，流通股的减少防止了浮动股票落入收购公司手中。但我国《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》对上市公司回购股份做了相应的规定，《公司法》对股份回购也有原则性限制，回购股票无表决权，需在六个月内转让或注销，这就可能出现回购股票大量消耗公司现金流，对公司经营产生影响，损害控制人权益的情况。

方案四，增发新股。增发分为定向增发和公开增发两种，通过发行新股，增加股票数量，大幅度增加收购成本，令收购者知难而退，同时定向增发还能以较低的成本增加控股股东及一致行动人的持股比例，增加对抗收购的筹码。但我国对定向增发有严格限制，导致增发通常耗时较长。□

（作者均系北京卓纬律师事务所律师）