

# 大股东防御策略起底:四招搞定反收购

证券时报记者 颜金成

今年以来,上市公司举牌战频发,从长园集团到上海新梅、从金地集团到金融街、新黄浦,近期又相继有仰帆控股、多伦股份被举牌。全流通时代的二级市场控股权狙击战愈演愈烈。相应的,处于防御地位的大股东及高管,面对处于进攻态势的收购方,也展现出五花八门的反收购招式。

证券时报记者通过梳理近期的上市公司收购战发现,上市公司的控股权争夺战万变不离其宗,反收购的招式也有一定规律性。

## 反收购第一招:大股东增持

当一家公司遭遇举牌,最常用的防御策略就是公司大股东自己也从二级市场增持。这一套路出现在大部分的股权争夺战中。上市公司大股东一般在收购方举牌后很快进行内部决策,从而在几天后通过二级市场增持。

4月28日,金融街公告被安邦集团旗下和谐健康保险举牌。后者通过二级市场累计持有金融街达1.51亿股,占公司总股本的比例为5%。一周后,5月6日,金融街就宣布,大股东金融街集团及其一致行动人通过深交所系统增持公司股份5500万股,占总股本的1.82%。

类似的,5月份农产品控股股东深圳市国资委发出声音,自2013年1月24日认购公司非公开发行股份后,已累计通过深交所竞价系统增持公司股份1133.28万股。增持后,深圳市国资委及其一致行动人占公司总股本的29.99%。此前,生命人寿连续举牌农产品,持股比例逼近第一大股东。截至4月8日,生命人寿持有农产品股份比例达到20%,仅次于深圳市国资委。

大股东及高管通过二级市场增持应对举牌的情况非常常见,这也给二级市场投资者带来了套利机会。

几年前,在深振业被宝能系举牌的过程中,深圳国资为了应对对方的举牌,就立即在二级市场不计成本地“疯狂”搜集筹码,进而导致股价连续涨停。

同样的,今年金地集团、金融街在被举牌后的一段时间里,原控方(或其一致行动人)也由于增持导致了二级市场价格的上涨。对于投资者而言,如果通过分析判断公司原控方必定会以增持方式应对收购,在这个过程中,就可以把握套利机会。

## 反收购第二招:增发注资

不过,上市公司大股东从二级市场直接增持股权,弊端不少。一是会导致越买股价越高,造成二级市场增持成本抬高。二是二级市场买入比较慢,而且举牌方也能随时买入,双方拼个你死我活,控股股东的优势没有发挥出来。

一般有条件的公司,会在遭遇举牌后,立即停牌,继而抛出增发方案。

2013年2月份,大商股份称,截至2月7日,茂业商厦举牌进而累计持有公司股份1468.59万股,占公司总股本的5%。在此之前,茂业系持有大商股份4.5%的股权。为了应对茂业系的收购,大商股份管理层立即进行了紧急处理。彼时春节刚过,大商股份便突然宣布,因筹划重大事项停牌。

这样的紧急停牌,立即就遏制住了茂业系在二级市场继续增持的可能,算是“止住了血”。

此后,大商股份的管理层就有了充分的时间对付茂业系的狙击。三个月之后,大商股份公布重组方案,大商股份拟通过对大连大商集团有限公司和大连大商投资管理有限公司发行股票的方式,购买二者下属的商业零售业务及有关资产。

此类增发注资,立即就导致控股方持股比例大幅提升。同时,如果注入资产导致二级市场价格大涨,又将小股东及机构投资者的利益与大股东进行了绑定,这样会使得公众投资者更倾向于支持给出了重组方案的大股东。因为,如果重组注资方案不通过,股价又会跌回去,公众投资者当然不会这么傻。

## 反收购第三招:请进“白衣骑士”

高管与大股东通过二级市场增持或通过重组注入资产的方式反收购,虽然



张常春/制图

应用普遍,但弊端也非常明显。首先是要够“土豪”,现金充足有钱,或有足够的资产;二是大股东本身的股权比例要高,否则增持没有明显优势。若没有这两个条件,大股东或上市公司管理层就不得不考虑别的方法来维持自己的控股权。

而寻找“白衣骑士”,无疑是比较可行的方案。

此前,在地地集团的举牌战中,生命人寿对金地集团的持股比例不知不觉中已超过第一大股东福田投资。

面对生命人寿的逆袭,原本打算按兵不动的福田投资再也坐不住了,其紧急与另一股东何大江达成一致行动人关系。由于何大江持股比例很小,福田投资与之联合也只是保住了很微弱的领先地位。最终,因生命人寿的不断增持,福田投资痛失金地集团大股东宝座。

与此类似,今年5月30日,长园集团原大股东李嘉诚旗下的长和投资分别与上海复星集团、深圳藏金壹号签订了股份转让合同,前者以每股9.1元的价格向后两家公司转让所持股份,复星集团由此出现在长园集团股权争夺战中。

长园集团方面向媒体承认,复星集团现在与长园集团管理层并非一致行动人关系,但这次复星投资长园集团确实是集团管理层撮合的。

市场人士猜测,在长园集团与沃尔核材的股权争夺战中,占据举足轻重地位的复星系,很可能会站在长园集团的管理层一边。

## 反收购第四招:修改公司章程

举牌方在获得较大比例的股权后,往往会意图进驻董事会,进而掌控公司的经营权,最终掌控上市公司。此时,上市公司的大股东往往会想方设法阻止其派驻董事,而修改公司章程就成为常用策略。

此前,豫商集团举牌东方银星,豫商

集团曾表示有意进驻东方银星董事会。东方银星随后发布公告,称将于2013年7月29日10时召开临时股东大会,审议关于修改公司章程等议案。

在拟进行修改的公司章程第七十六条中,东方银星拟将“公司股东有权提出董事、监事候选人,董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东可以提出独立董事候选人”,修改为“非职工董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会决议。非独立、非职工董事候选人名单,由上届董事会或者连续180个交易日单独或者合并持有公司有表决权股份总数5%以上的股东提出”。此举为举牌方进驻上市公司董事会设置了较高的门槛和障碍。

类似的,深国商在应对茂业系的举牌时,也采用了修改公司章程这一招。

彼时,深国商第四大股东深圳市泰天实业发展有限公司紧急向深国商董事会递交了修改公司章程的议案。深圳市泰天实业递交新议案的核心是“限制公司董事会改组”。

根据修改后的章程,深国商董事由股东大会选举或更换,任期三年。董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务,公司每年更换董事的数量不得超过董事总人数的三分之一。

在上述深国商的这个修改方案中,“公司每年更换董事的数量不得超过董事总人数的三分之一”是一个非常明显的反收购条款。因为,如果收购方获得上市公司控股权,势必必要改组董事会,令收购方提名的董事占绝大多数席位,而深国商的这一设置极具针对性。

采用修改公司章程的方式反收购,最为节省成本。例如近期天目药业、上海新梅的控股权之争中,大股东均采用修改公司章程的办法,防范外来势力来袭。

值得注意的是,由于修改公司章程争议较大,使用修改公司章程来狙击举牌的方法最终往往难以奏效。深国商修

改公司章程事项就被迫取消。与此类似的上市公司还有上海新梅,因市场对议案存在不同看法,6月20日该公司董事会决定在2013年年度股东大会上取消了修改公司章程的议案。

## 分析师看长园集团收购战

见习记者 阮润生

自沃尔核材及董事长周和平成为长园集团第一大股东、华润深国投信托有限公司退居第三大股东后,6月24日长园集团公告,公司股东藏金壹号的合伙人实为长园集团董事长许晓文等高管,持有长园股份比例达4.34%,长园集团的股权之争再添变数。

对此证券时报记者采访了多位券商分析师,分析师对股权之争,以股权之争谋求行业整合有待商榷,但如果双方能真正实现合作,有利于整合热缩材料行业缓解恶性竞争。

一位电力设备与新能源分析师用“恶性收购”来评价这一事件,不过该分析师也表示:电网设备行业目前还是比较分散,从行业角度来看,是需要整合的。“研究新能源的私募分析师王海生认同这一观点,认为电网设备和热缩材料行业发展空间有限,技术壁垒不高,竞争激烈。

招商证券研报指出,长园与沃尔在低端热缩管市场方面价格打得较为激烈,部分产品甚至亏本在卖。反观高端市场大部分被美国瑞侃公司所占据,全球辐射功能材料市场每年30亿-40亿美元,而国内才刚起步,具备较大的发展空间。

对于沃尔核材增持长园,招商证券研报中认为是为了避免恶性

竞争。“增持对于双方可以共赢,未来两家在共同专利、研发等资源共享等方面可以有进一步的接触机会。”

不过,同信证券分析师胡红伟此前表示,从两家公司的主营业务看,沃尔核材和长园集团有一定的重合。从沃尔核材的角度出发,增持应该存在业务方面的考虑,利用较少的资金获得产业链上扩张的可能。

从长园集团和沃尔核材业务来看,两者主要在热缩材料行业特别是消费电子领域应用存在交集,长园集团和沃尔核材都属于国内行业龙头,未来进口替代都存在空间。

据申银万国研报介绍,热缩材料因为绝缘、密封、防腐和接续等作用,应用在电工、电力、通信、石油、军工等领域,随着国内辐射功能材料技术、质量提高,进口替代份额不断扩大,从上世纪90年代约占10%提升至50%左右。

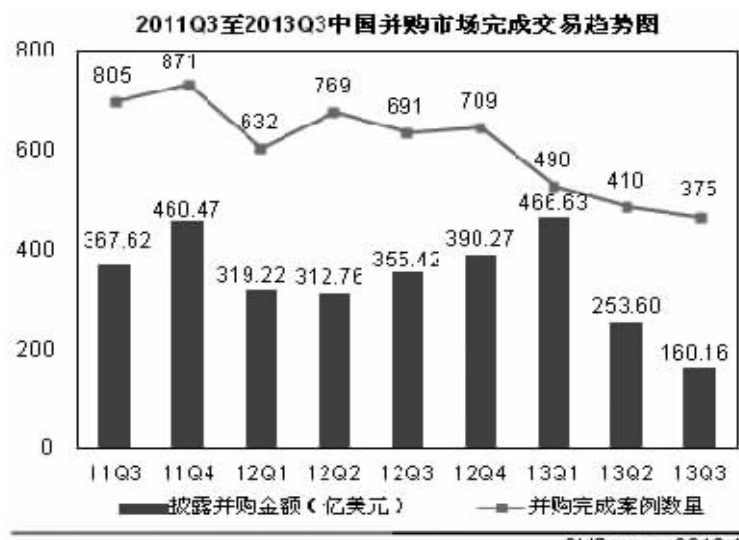
一位关注长园集团的分析师表示,长园集团管理层经营能力比较强,看好管理层控股。据介绍,长园集团的热缩材料已经进入了核电、高铁和外资汽车高端市场,与国际龙头企业美国瑞侃竞争。而周和平也对券商表示,沃尔核材已经开始涉足军工高端项目,但是在热缩材料低端市场,两者竞争激烈。长园集团与沃尔核材如果能合作,会缓解热缩行业的价格战。”该分析师表示。

中信建投证券 CHINA SECURITIES 95587

中信建投企业综合金融服务方案

股权业务 企业融资 上市公司服务 企业理财

公司金融微信订阅号



图表来源:中国企业兼并重组研究中心