

百大集团竞购案及其启示

浙江财经学院 戴娟萍

【摘要】 百大集团竞购案是一起比较典型的上市公司控制权争夺案。本文对百大集团控制权争夺事件进行了回顾和分
析,并深入探讨了这一案例对于上市公司的启示。

【关键词】 百大集团 西子联合 银泰投资 控制权 争夺

百大集团竞购案为我国资本市场上首起一方通过二级市场及法人股协议转让增持股份、另一方通过国有股协议转让成为第一大股东,两个外部新股东共同争夺一个上市公司控制权的案例。它既是一起资本市场由股权分置走向全流通过程中的上市公司控制权争夺案,也是一起诞生于原法律框架下并在新法规制度下得以延续的上市公司收购案。在股权分置时代,绝大部分上市公司的收购是通过协议转让非流通股进行的。随着全流通时代的到来,通过要约收购或“举牌”方式获取上市公司控制权将会越来越多。本文通过对百大集团控制权争夺事件进行回顾与剖析,归纳总结出这一案例带给我们的启示。

一、百大集团控制权争夺事件回顾

2005年10月,百大集团股份有限公司(简称“百大集团”)的第一大股东杭州市投资控股有限公司(简称“杭投控股”)拟为百大集团引入新的控股股东,遂向浙江的一些民营企业发出国有股转让征询函。中国银泰投资有限公司(简称“银泰投资”)一直希望从杭投控股手中直接收购百大集团股权。在国有股转让谈判未果的情况下,旗下的银泰百货有限公司(简称“银泰百货”)和杭州银泰奥特莱斯商业发展有限公司(简称“杭州银泰”)通过二级市场和法人股协议转让增持股份,于2005年12月2日首次举牌,公告已持有百大集团6.36%的股权。在随后的3个月时间里,通过二级市场多次“举牌”(按当时的《上市公司收购管理办法》规定,持股比例每增加2%须公告,俗称“举牌”)。至2006年2月28日,银泰投资已累计持有百大集团52903334股,占总股本的19.62%。其中,流通股41935472股,占总股本的15.55%,法人股10967862股,占总股本的4.07%。

2006年3月6日,杭投控股与西子联合控股有限公司(简称“西子联合”)签订股权转让协议,将其持有的百大集团国有股70123643股(占总股本的26%)以每股4.46元的价格转让给西子联合。在国有股转让信息公告当天,银泰百货又通过二级市场购入4382238股流通股,累计持有百大集团57285572股,占总股本的21.24%,其中流通股46317710股。至此,双方拉开了争夺百大集团控制权的序幕。

其后,银泰投资仍不断地增持百大集团的股权。在百大集

团收到国资委同意杭投控股将其持有的百大集团国有股转让给西子联合的通知的前一天(即2006年8月9日),银泰投资通过第12次举牌登上了百大集团第一大股东的宝座,其中流通股55344400股,占总股本的20.52%,法人股15816200股,占总股本的5.86%,相比西子联合及关联公司所持股权(占总股本的26.11%)高出0.27%。2006年9月4日杭投控股将余下的百大集团10606357股国有股(占总股本的3.93%)以每股4.57元的价格再次转让给了西子联合。

银泰投资与西子联合的百大集团控制权争夺战仍在继续,双方尚无言弃的迹象,且都有通过二级市场进一步增持股份的打算或行动。据2007年百大集团中报披露数据显示:截至2007年6月30日,西子联合持有百大集团股份80730000股,占总股本的29.93%;银泰百货和杭州银泰作为一致行动人,合计持有百大集团股份79679585股,占总股本的29.54%,其中流通股63863298股,占总股本的23.68%,占流通股的47.18%,双方的持股比例相差不大。即使考虑双方关联企业或友好企业持有的股份,双方的持股比例之差也不会超过5%。这场百大集团控制权争夺战已进入白热化阶段,百大集团的控制权最终将落入谁手仍然是一个未知数。

二、百大集团竞购案产生的背景剖析

1. 原控股股东——国有资本逐步从竞争优势不明显的领域退出。百大集团之所以会成为西子联合和银泰投资双方争夺的对象,与其充裕的现金流量、商业地产巨大的升值潜力和较为分散的股权结构等因素密切相关。杭州另一家百货零售业上市公司——杭州解百集团股份有限公司(简称“杭州解百”)的情况与百大集团十分相似,控股股东——杭州市商业资产经营有限公司的持股比例仅为26.81%,比百大集团的还要低。为什么是百大集团成为竞争的对象而不是杭州解百呢?主要是因为双方控股股东的经营管理理念和改革思路不同。作为一家区域性商业国资经营公司,杭州市商业资产经营有限公司的改革思路是如何提高经营和管理效率,在与民营企业的公平竞争中获得竞争优势。百大集团的控股股东是以公用事业为主要投资领域的杭州市投资控股有限公司,从竞争优势不明显的领域逐步退出是其改革方向。正是由于原控股股东有转让百大集团股份的想法,使西子联合和银泰投资产

生了通过国有股协议转让获得百大集团控制权的强烈愿望。如原控股股东没有转让百大集团股份的想法,仅通过二级市场增持股份强行争夺控制权,则会遭遇激烈抵抗,控制权争夺取得成功的难度非常大。银泰投资是在承接国有股转让无望的情况下,才转身从二级市场购入股票的。其初始的愿望可能更多的是基于击退其他争夺者、获取争夺国有股的筹码。未曾预料的是:在银泰投资已持有百大集团 19.62%的股份其中 15.55%为流通股的情况下,杭投控股仍然将百大集团国有股转让给西子联合,西子联合也愿意承接。杭投控股之所以不愿将国有股转让给银泰投资,更多是出于对百大集团可持续发展、“银泰系”资本运作的“瑕疵”以及杭州百货零售业竞争格局等诸多因素的考虑。

2. 被收购对象——百大集团较高的投资价值。正是由于百大集团较高的投资价值,在原控股股东萌生退意的情况下,引来了西子联合和银泰投资等多方争夺者。在银泰投资已持有百大集团近 20%股份的情况下,西子联合仍愿以每股 4.46 元的价格承接百大集团国有股,并承诺支付对价;在百大集团国有股已确定转让给西子联合的情况下,银泰投资仍不愿放弃,继续增持股份,无非都是基于如果能成功夺取到控制权,可获得控制权收益的考虑(即使竞拍失败,百大集团优良的资产质量和零售业良好的发展前景,也不至于出现较大的亏损,甚至可能仍有不少收益)。

对收购者来说,一个公司的收购价值主要体现在价值低估(即价格低于价值)和控制权溢价(即通过改变公司经营、管理和财务政策提升价值的潜力)。百大集团不仅其价值被低估,而且其控制权溢价亦不菲。百货零售和酒店业的经营风险较小,加之百大集团近年来一直奉行的是极度稳健的财务政策,致使其财务风险也被控制在较低的水平。据相关证券机构测算,百大集团的 β 系数仅为 0.71。这样的公司因为风险不高,所以其收益往往也不会高。如果能够掌握该公司控制权,未来现金流量和持续增长率提升的潜力很大,这说明百大集团隐含着较高的控制权溢价。

此外,由于近年来房地产价格持续上涨,按现行会计准则计量的百大集团资产被严重低估了,使其资产重估后的价值不仅高于按目前经营效率和财务政策测算的持续经营价值,而且也在西子联合和银泰投资的持股成本之上。也就是说,就被收购对象价值而言,西子联合和银泰投资所承受的风险几乎为零。

3. 竞购者——西子联合多元化的发展战略和银泰投资中国零售百货业大鳄的发展目标。西子联合是一家以电梯、锅炉等机械制造为主业、实力较雄厚的民营企业,现有总资产超过 70 亿元,位居民营企业 100 强之列。百大集团既是西子联合由电梯、锅炉等制造业向房地产和金融领域发展后,进一步迈向零售百货业,实现多元化投资的关键一步,也是西子联合借道进入资本市场的捷径。百大集团稳定的盈利能力、较小的经营风险,以及富有经验的管理团队,对于急于拓展新产业实现多元化发展的西子联合来说是一个非常好的投资项目;其上市公司的地位,也是期望进入资本市场并进行资本经营的

西子联合所谋求的。

对银泰投资来说,控股百大集团不仅可以实现与银泰百货的强强联合,获取经营和管理协同效应,在杭州零售百货业激烈的竞争中获取优势,而且通过收购可以达到迅速做大做强百货零售业的目的,向中国零售百货业大鳄的目标挺进。

4. 宏观环境——股权分置改革和资本市场估值的提升。之所以银泰投资在西子联合以每股 4.46 元的价格承接百大集团国有股且获得杭州市政府支持的情况下,仍不肯言弃,股权分置改革是其中的一个重要原因。2006 年是我国资本市场股权分置改革攻坚年。大多数上市公司的非流通股股东通过向流通股股东支付对价的方式获得流通权。西子联合持有的是需要支付对价的非流通股;银泰投资掌握的股份中有 23.94%为可获得对价的流通股,且其流通股数量已占全部流通股的 47.18%,在股权分置改革方案表决中拥有一票否决权。即使不能通过股权分置改革自动成为第一大股东,也可以通过股权分置改革后对价的支付,使西子联合丧失成本优势。

百大集团的股票价格已由 2005 年底的每股 5.56 元上升到 2007 年 6 月 29 日的每股 17.53 元。对于西子联合来说,这意味着完成股权分置改革的成本越来越高;对于在低位购入大量股份的银泰投资来说,即使竞争失败,也不至于亏损,甚至仍然能获得较高的收益。

三、百大集团竞购案的启示

1. 公司收购的实质是取得控制权,控股权争夺的目的是取得控制权。一般来说,公司控制权是指通过投票权实现对企业主要管理人员的任免、对重要经营管理活动的决策和监督。控制权的持有者可以凭借这种权力,使公司按照符合自己利益的方式经营,并从中获益。正是这种控制权收益的无穷魅力,才引起了资本市场上无数的控制权争夺战。

实证研究表明:我国至少有 90% 的上市公司的控制权掌握在第一大股东的手中(胡天存,杨鸥,2004 年)。通过控股实现控制是掌握公司控制权的最主要方式。因此,无论是银泰投资还是西子联合,对百大集团控股权争夺的终极目标是为取得控制权。当然,在某些情况下,获得控股权不一定就意味着掌握了控制权。运用股东大会召集权及提案权、运用积累投票制、股东投票表决代理权争夺等方式也同样是控制权争夺的重要手段。

2. 通过敌意收购成为控股股东的,要成为实际控制人的道路是曲折艰难的。收购人的收购行动虽然遭遇到目标公司实际控制人的抵抗,但仍强行实施,或者事先未与实际控制人商议,而公开出价要约收购,这类收购被称为敌意收购。百大集团竞购案中的银泰投资就是一个典型的敌意收购者。在全流通时代,通过“举牌”和要约收购等方式,登上股权集中度不高的上市公司的第一大股东位置并不难,但获得控股权并不意味着控制权的尘埃落定。公司控制权主要体现在董事会席位及过半数以上投票权以及董事长、总经理和财务总监的任免权等方面。如果不能掌握股东大会过半数表决权,依然不能获得上市公司的实际控制权。即使已持有股份达到 50% 以上,掌握股东大会过半数表决权,也可能受制于诸如公司章程

等,需要付出较长的时间成本才能实现真正控制。

银泰投资已是百大集团第二大股东,且与第一大股东持股比例相差不大。但在2006年向百大集团施加“影响”的过程中,屡受打击,到目前为止,仍未能成功向百大集团派驻一名董事。从目前的情况来看,银泰投资要拿下第一大股东地位已不是难事,但要掌握百大集团董事会过半数以上的投票权以及董事长或总经理、财务总监的任免权等实际控制权,却是路途遥远。根据《百大集团股份有限公司章程》第五章第七十九条规定:“董事由股东大会选举或更换,任期三年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,股东大会不得无故解除其职务。董事任期从股东大会决议通过之日起计算,至本届董事会任期届满时为止。”百大集团目前这一届董事会成立于2005年,任期将延续到2008年。这也就意味着,在2008年前银泰投资要想进入百大集团董事会难度很大,更谈不上控制权的取得。

3. 通过敌意收购争夺上市公司的控制权是艰难的,协议收购仍将是主流。银泰投资耗资约5亿多元,通过二级市场和法人股协议转让增持股份,掌握了百大集团29.54%的股份,与控股大股东的比例不相上下,未来能否影响并决定百大集团的发展尚不确定。西子联合通过国有股协议转让,以3.61亿元代价成为了百大集团的实际控制人。由此可见,收购上市公司的最好途径仍然是协议收购。即使在完成股权分置改革的全流通市场上也是如此。与上市公司大股东协商,通过大宗交易程序完成对控股方流通股的一次性收购是风险相对较小的收购方式。通过纯市场化手段取得一家上市公司的实际控制权,注定是一条布满荆棘的道路。可以肯定,在未来相当长的时间里,敌意收购很难有大规模的发展,协议收购仍将是公司收购的主流。

公司收购的国际市场规则表现为离散的、隐秘的、非竞价的无形市场状态。收购行为通常是隐性的,潜藏在公众视野之下。许多收购行为一旦到了公开的时候往往都是已经完成了,或者成功了,或者失败了。因此,在公司收购中,应尽量规避竞购局面的发生。这一案例也告诉我们:当敌意收购者出现时,如果想保住控制权,一定要及时出手。一旦对方拥有的股份数量大到足以影响股东大会表决时,控制权的捍卫就会陷于被动。

4. 进行敌意收购时,二级市场的多次“举牌”不如主动要约收购。以获取控股权为目标的多次“举牌”行为是一种成本很高的收购方式。与“举牌”收购最可比的替代收购模式便是要约收购。在过去法律监管体系下,我国奉行的是强制的全部要约收购而不是自愿的部分要约收购。新的《证券法》和《上市公司收购管理办法》规定:投资者可以自愿选择以全部要约或部分要约收购方式收购上市公司股份。自愿要约或部分要约收购,因其公开、透明且成本可控,是除协议收购之外的另一种主要的收购模式。

假设银泰投资在2005年12月直接发出部分收购要约,或许今天已成为第一大股东,且持股成本也要比现在低得多。遗憾的是,当时的《上市公司收购管理办法》规定,持股30%以

上才能发出收购要约,而且不能是部分要约而是强制的全部要约。虽然新的《上市公司收购管理办法》仍规定持股30%以上需发出强制要约,但可在全部要约与部分要约中选择。显然,通过二级市场收购上市公司,直接的要约收购比多次“举牌”收购更好。

5. 上市公司反收购机制的构建固然重要,但在经营管理中关注股东财富的不断增长具有同样重要的意义。如果这场股权争夺战持续下去,对百大集团未来发展非常不利,甚至可能影响其日常经营管理。如果西子联合最终胜出,百大集团的未来仍有许多不确定因素,是借壳上市,还是多元化经营?如果银泰投资胜出,百大集团零售百货业的定位不会变,两强联合后竞争力更强,能在与杭州大厦和杭州解百的竞争中取得优势,但杭州百货大楼品牌能延续多长时间很难说。因此,对于那些持股比例偏低,但仍想保持控制权的大股东来说,反收购机制的构建已是迫在眉睫。常用的较为有效的反收购防范措施主要包括增持股份加大持股比例、友好企业之间交叉持股、在公司章程中设置反收购条款(分期分级董事会制度、多数条款)等。

处于竞购夹板中的百大集团,与通常意义上的控制权保卫战不同,它应该通过何种途径来捍卫自己的控制权呢?笔者认为,进行股份回购或大规模进行股权投资是捍卫百大集团控制权的有效手段之一。如果将现金分红和其大量的闲置资金用于回购股份,不仅可以分配超额现金,而且还可以提升被低估的股权价值,更为重要的是可以减少发行在外的股票数量,巩固控制权。大规模进行股权投资不仅会导致现金减少,流通性降低,而且会分散公司的经营重心,这些都会降低公司对收购方的吸引力。

6. 资本经营是企业快速扩张的重要方式,但在运作中一定要注意维护企业的形象。杭投控股之所以宁愿形成“竞购”的局面,也不肯将百大集团的股权转让给银泰投资,其中的一个重要原因是“顾忌”银泰投资可能的“资本运作”,怕其挪用百大集团的资金,最终掏空百大集团。

虽然到目前为止,银泰投资还没有真正“掏空”上市公司的记录,不过,谁也不能保证银泰投资一旦成功夺取百大集团控制权,不会将百大集团源源不断的现金流量和巨额的存量闲置资金投入旗下相关项目中。毕竟,银泰投资已在资本市场上留下了通过收购ST甬华联、金果实业和科学城的股权,“银泰系”先后分别获得1.1亿元、1.6亿元和7.5亿元资金投入房地产项目中的记录。这一事件告诉我们:企业在通过资本经营做大做强企业的过程中,一定要注意自身信用形象的维护。

主要参考文献

1. 王化成,李春玲,陈晋平. 争夺上市公司的控制权. 新理财, 2004; 12
2. 胡天存, 杨鸣. 谁在掌握上市公司控制权. 中国证券报, 2004-04-28
3. 张德斌. “银泰系”资金的“进”与“出”. 中国证券报, 2005-12-08