

微软收购雅虎：法律分析与前瞻 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/485/2021\\_2022\\_\\_E5\\_BE\\_AE\\_E8\\_BD\\_AF\\_E6\\_94\\_B6\\_E8\\_c122\\_485417.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/485/2021_2022__E5_BE_AE_E8_BD_AF_E6_94_B6_E8_c122_485417.htm) 微软对雅虎的收购战目前正处于如火如荼之中。2月1日，微软公司宣布，拟以62%的溢价收购雅虎公司的全部发行在外普通股，以实现公司合并。一年前，微软就提出过类似的建议但遭到雅虎的拒绝。这一次，“考虑到（雅虎董事会的）答复有多种可能”，微软表示将“保留使用各种必要手段的权利，以确保雅虎股东有机会考虑我们的建议将给他们带来的价值”。这是一个典型的“狗熊的拥抱” (bearhug)，警告对方不要“敬酒不吃吃罚酒”。2月11日，雅虎宣布拒绝微软的建议，称其“严重低估”了雅虎的价值，表示“将继续结合不断变化的互联网环境，评估所有的战略选择，努力寻找一个可以将股东价值最大化的方案”。玩的也是“两手战略”：以谈对谈、以打对打。双方围绕着对雅虎的控制权展开了激烈的争夺。在这场较量中，微软所称“各种必要的手段”到底是什么？雅虎所称“所有的战略选择”到底有哪些？双方面临着什么样的制约因素？其董事会、股东等能起到什么样的作用？本文将从美国公司法的角度，对此做一简要分析。公司“收购” (takeover) 涉及公司控制权转移，包括兼并、合并、资产收购与股权收购。根据收购方是否与目标公司董事会协商，公司收购分为“善意收购” (friendly takeover) 与“敌意收购” (hostile takeover)。兼并、合并、资产收购通常属于公司重大变更，不但需要双方董事会批准，而且通常需要双方股东大会批准；股权收购则是收购方与目标公司股东之间的交易，

既不需要目标公司董事会批准，也不需要双方股东大会批准。因此，兼并、合并与资产收购通常属于善意收购，而股权收购则有可能是敌意收购。在美国，上市公司通常股东数量众多且股权结构分散。因此，针对上市公司的敌意收购主要通过“要约收购”(tender offer)与“投票代理权争夺”(proxy fight)，也可以双管齐下。对于敌意收购，目标公司管理层往往在事前或事后采取各种防御措施(defensive measures)，意在降低收购方的预期收益，或者提高其预期成本/风险，或者兼而有之。问题在于，防御措施同样有可能对目标公司及其股东的利益产生不利影响。根据美国公司法，董事对公司及其股东负有信托责任，包括注意责任与忠诚责任。与此有关的业务判断规则假定，如果没有利益冲突或自我交易，董事就是善意的、掌握情况的并以其合理相信符合公司及其股东最大利益的方式而行为的。在敌意收购中，目标公司的董事与公司及其股东之间具有潜在的利益冲突。虽然防御措施本身不一定就是自我交易，但它们完全有可能是为了保护管理层的利益。为了解决上述难题，美国法院逐步确立了折中或修正的业务判断规则。根据尤尼科案(UNOCAL)等判例，要想受到业务判断规则的保护，董事必须证明，首先，有合理的根据相信存在着对公司政策与效能的威胁。为此，可以显示其善意与合理调查；由多数如此行为的独立董事所组成的董事会的批准可以增强其说服力。其次，与公司所面临的威胁相比，其所采取的防御措施是合理的。为此，需要分析收购企图的性质及其对公司的影响，可以考虑的因素包括：对价是否充分、作为对价的证券的质量如何、违法问题，等等。这就是所谓的合理性与相称性标

准。此外，根据露华浓案(Revlon)等判例，在公司出售、解体与控制权出售这三种情况下，董事会的角色不再是公司的捍卫者，而是公司的拍卖者。一旦决定出售、解散公司或者出售控制权，董事会就应将其出售给报价最高的收购方。为此，必须对所有收购方一视同仁。这就是所谓的股东福利最大化原则或起点平等原则。迄今为止，微软尚未撇开雅虎的董事会。因此，这场收购仍未超越善意收购的范畴。不过，虽然任何一方都没有关闭谈判的大门，但双方都在积极备战。知己知彼，百战不殆。这有必要全面、深入地分析双方所面临的选择及其制约因素。微软所面临的战略选择是：继续进行“善意”收购；转而发动敌意收购(当然，如果预期成本过高或许只能放弃收购)。如果继续进行善意收购，其所面临的战术选择是：不提价；提价。如果不提价，问题在于对方多数股东能否接受；如果提价，问题在于己方多数股东能否接受。问题的复杂性在于，有些投资者既是雅虎的股东，又是微软的股东。如果转而发动敌意收购，其所面临的战术选择是：通过投票代理权争夺取得对方董事会多数席位；通过要约收购取得其多数或全部股份；双管齐下，如通过投票代理权争夺解除其防御措施，然后进行要约收购。如果进行投票代理权争夺，问题在于能否取得对方多数股份的投票代理权；如果进行要约收购，问题在于需要付出多大代价才能取得其多数或全部股份。由于对方没有控股股东，不存在通过协议收购取得其控制权的可能，但可以在发动敌意收购之前收购其部分股份以建立一个落脚点(footholdblock)。无论如何，都不但要考虑法律的制约，还要考虑以下因素的影响：对方的防御措施，双方股东的反应；第三方的竞购，等等。雅

虎所面临的战略选择是，首先，在“善意”收购阶段，如果对方不提价，继续拒绝或接受其建议；如果对方提价，仍然拒绝或接受之。问题在于，对方的报价已经对其股东具有相当大的诱惑力；对方如果提高报价，其管理层将面临更大的压力，包括更多股东诉讼等风险。无论对方是否提价，拒绝其建议都有可能引发一场敌意收购。能战方能言和。不管雅虎的意图是遏阻对方敌意收购还是迫使对方提高报价，都必须搞好战备，否则或许只能争取以更高的对价进行合并。从目前所掌握的情况来看，雅虎有可能采取的防御措施包括：“毒丸”。雅虎曾于2001年通过一项股东权利计划。如果有人收购公司股份超过15%，现有股东就有权购买额外股份。这是一项事前的防御措施，意在稀释敌意收购方所取得的公司股份。问题在于，如果不是折价购买，对于对方预期成本的影响有限。此外，对方可以通过投票代理权争夺而解除之。值得注意的是，雅虎并没有实行董事任期错开(staggered board)制度，这就使其更易于受到投票代理权争夺的攻击。“白色骑士”。2月14日，雅虎与新闻集团再续前缘，后者有意将其所拥有的部分网站转让给前者，同时支付部分现金以换取其20%左右的股权(当然，这也许只是一种谈判策略)。问题在于，首先，双方董事会之间未必能达成协议；其次，即使达成协议，雅虎的股东大会未必会批准之(如果合并完成后新闻集团所持有的雅虎股份超过20%)；第三，即使交易成功，未必能阻止敌意收购。当然，雅虎可以将控制权出售给其他收购方。问题在于，这不但有违其保持独立性的初衷，也未必能找到适当的收购方。在这种情况下，对方需要提出更高的报价。否则，雅虎管理层就有可能被指违反

露华浓规则。金降落伞。2月19日，雅虎向美国证交会(SEC)提交了一项离职补偿计划。在公司控制权发生变动后的两年内，包括高管在内的所有员工无论自愿离职还是被公司解雇，都将继续享有其任职期间的薪酬及其它福利。这项计划可以提高对方的预期成本。问题在于，如果力度过小，它不一定能阻止敌意收购；如果力度过大，雅虎管理层有可能被指违反尤尼科规则。并且，它同样可以提高其他收购方取得控制权的预期成本。转让核心资产。在公司收购战中，目标公司还可以将收购方最为看重的核心资产转让给第三方，以降低其预期收益。据说，雅虎考虑过将其搜索业务广告外包给谷歌。问题在于，鉴于谷歌与雅虎在相关市场所占份额，上述交易有可能违反美国反垄断法的有关规定。无论何去何从，雅虎管理层都有必要说服其股东：与对方已经或可能提出的建议相比，其所做出的选择更有利于公司及其股东的最大利益。（作者系美国公司法资深律师） 100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)