

日渐高涨的代理权争战浪潮中的赢家和输家

2008年07月30日



雅虎公司董事长罗伊·博斯托克（Roy Bostock）和激进投资者、亿万富翁卡尔·伊坎（Carl Icahn）是代理权战争的“笔友”，但是，这可不是传统意义上的笔友。没有友好的信件，相反，他们在本周早些时候最终达成休战协定之前，两人一直在写给股东的信件中相互攻讦。

近年来，其他公司——包括CSX运输公司、摩托罗拉、时代华纳（Time Warner）和亨氏食品（H.J. Heinz）——也陷入了“维权股东”（Activist Shareholder）发动的代理权战争。

（“维权股东”也称为“股东激进分子”或“股东积极分子”，他们会利用自己持有公司股份所赋予的权力，针对特定议题向企业管理层公开施压。维权股东关心的议题包括从企业政策、降低成本、财务结构等财务问题，到环保、是否应该投资某特定国家等非财务议题。——译者注）

沃顿商学院的专家说，虽然这类口水战是相当不错的新闻标题，不过，这类公开较量最终能否有所作为尚不清楚。代理权战争指的是，当股东之间为努力取得足够的投票权以罢黜公司董事会，从而改变管理层的构成或者公司行为时所爆发的争斗。代理权之争可持续数月时间，直到股东大会召开为止。

针对雅虎公司，伊坎曾大肆攻击其管理层没有将公司卖给微软，2008年1月，这个软件巨头曾开出每股31美元的价格收购雅虎。雅虎的回应是：微软出价太低，从而不符合股东的最佳利益。

伊坎持有大约7,000万股雅虎公司的股票，他写给股东的各种声明和公开信已清楚表明，他想接管董事会，想为公司寻找一个更富经验的首席执行官，以取代现任首席执行官杨致远，而且要和微软做一笔交易。雅虎认为，微软在为收购雅虎大造声势，所以，雅虎在自己大流量的主页上亮明自己的观点与其对垒。考虑到8月1日的股东大会日趋临近，7月21日，雅虎宣布，将与伊坎达成一笔交易，在扩充到11人的董事会中给他总计三个席位，其中一个给伊坎自己，另外两个则从伊坎提供的候选人名录中选取。作为回报，伊坎将为雅虎推荐的公司董事会成员投票。伊坎在一项声明中称，他依然主张将雅虎公司卖出。

沃顿商学院的管理学教授劳伦斯·赫雷比尼克（Lawrence Hrebiniak）说，伊坎-雅虎协定虽然消除了人们的困惑，不过，公司股东能否从中得到好处尚不清楚。“这场代理权之战对雅虎公司的经营管理颇具破坏性。”他说。“实际上，从某种程度上说，这场战争只是亿万富翁之间的游戏。”

有一点是确定无疑的：代理权战争和“股东激进主义”（Shareholder Activism）（简言之，股东激进主义指外部股东积极干预、参与公司重大经营决策以将股东权利最大化的行为。——译者注）正在变得越来越普遍。FactSet Sharkwatch——一家设于康涅狄格州斯坦福德（Stamford）的研究机构——的统计资料显示，维权股东发动的战争从2006年的429起，增加到了2007年的501起。这些维权股东行动会演变成声势浩大的代理权战争，而这样的战争则是“投资者最强大的工具，而且通常会被股东当作表达诉求的最后武器。”沃顿商学院的金融学教授帕维尔·萨维（Pavel Savor）说。“一般来说，激进投资者实际上将代理权战争视为应该避免的手段。它并不是一种你只管去做的行动，代理权战争的代价颇为高昂——需耗费数千万美元。”

沃顿金融学教授弗兰克林·艾伦（Franklin Allen）认为，总体而言，代理权战争并不十分成功，部分原因在于，股东倾向于与公司的现有管理层站在一起。为什么呢？如果某位股东没有发出委托卡，那么，他或她的投票权会被自动转为董事会推荐的人名下。“通常情况下，代理权战争并没有特别的效果。有时候会有些作用，但是，让股东克服惰性则是很困难的事情。大部分股东会对管理层投赞成票。”艾伦说。他补充说，很多学术研究的成果表明，代理权战争的现时影响极小，当然，这一点以后可能会有所改变。

特拉华大学约翰·温伯格公司治理中心（John L. Weinberg Center for Corporate Governance）的主任查尔斯·埃尔森（Charles Elson）认为，从很多方面来说，代理权战争实际上表明了管理的失败。尽管代理权战争是发动公司变革的有用工具，不过，公司董事会和股东还是“不应该走到爆发代理权战争的地步。坦率地说，没人能在代理权战争中获胜。代理权战争表明了公司管理层在回应公司股东关切的问题方面的失败。董事会应该及早对股东的诉求做出回应。”埃尔森说。

赫雷比尼克对此表示赞同，他补充说，在股东可用于强迫公司改变方向的一系列手段中，代理权战争只是其中之一。“如果说伊坎-雅虎之间的代理权战争有什么好处的话，那就是促使雅虎公司管理层提起注意，有些问题不能一语带过。”他说。“代理权战争具有破坏性，但是，它们也表明，事情不能像以前那么做了。”

代理权战争和政治

当股东和公司的分歧无法消解时，代理权战争便会接踵而至。一旦卷入，代理权战争便会像政界的竞选一样，广告、媒体报道以及陈述自己立场的各种聚会悉数上阵。“代理权战争的一切都是公平的。”埃尔森说。“的确很像政界的竞选。”

在代理权战争中，传递信息角逐的一个经典例证，就是伊坎-雅虎之间的争斗。无论是伊坎，还是雅虎公司，都通过向美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, SEC）提交申请和新闻发布会的方式向公众传递信息。

7月12日，博斯托克发表的一项声明称，雅虎拒绝了微软收购本公司搜索业务的要求。这项声明称，微软与伊坎谈判之后的收购要求，代表着一种“古怪的机会主义同盟”，它的要求“什么都有了，就是没把雅虎股东的利益放在心上”。雅虎认为，自己的搜索业务与谷歌的伙伴关系能为股东创造更大的价值。“很清楚，微软没能在搜索业务上有所长进，所以，它与伊坎先生的短期目标一拍即合，他们强迫雅虎卖掉搜索业务这一核心战略资产的目标对微软极为有利，但却有损雅虎股东的利益。”

7月14日，伊坎在致雅虎股东的一封公开信中对雅虎发起了反击：“过去多年来，我曾在很多公司尝试过发动变革，但是，我还从来没见过哪个公司像雅虎在7月12日星期六晚上的新闻发布会上那样故意扭曲、隐瞒和曲解事实。”

7月17日，就在7月21日双方达成妥协的前几天，雅虎公司的博斯托克向公司股东发出了另一封公开信，信中称，伊坎的“短期计划”使他有“与微软公司达成任何交易的强烈动机，以便让自己收回投资并尽快拿到钱。”在公司的主页和代理权声明中，雅虎公司还对伊坎在摩托罗拉公司和时代华纳公司发动的股东改革记录提出了质疑。

比如2007年1月，已经购买了摩托罗拉公司股票的伊坎，对当时的首席执行官埃德·桑德尔（Ed Zander）的表现提出批评，他认为，公司应该分拆。后来，伊坎又发动了一场旨在董事会获得席位的代理权战争，但是，2007年5月，战争失败。2008年，伊坎再次提名董事会新成员。这一次，摩托罗拉与他达成了一笔交易，同意于4月扩充公司董事会，董事会新成员包括伊坎挑选的两个人——威廉·哈姆布雷特（William R. Hambrecht）和凯瑟·梅斯特（Keith A Meister）。此外，摩托罗拉公司还任命了一位新首席执行官格雷戈里·布朗（Gregory Brown），并将其移动电话部门分割出去——这也是伊坎一直主张的行动。2008年5月7日，伊坎持有摩托罗拉1.5%的股权，也就是3,400多万股。然而，他的投资尚未给他带来盈利。2007年1月，也就是伊坎持有公司1.39%股权的时候，摩托罗拉公司的股价处于17美元到20美元的区间。而2008年7月18日，公司的股价则以7.46美元的价格收盘。

针对时代华纳公司，2005