马斯克收购推特的“公司技术”

编者按/ 资本和影响力的结合会带来怎样的结果？关注全球首富伊隆·马斯克对推特（Twitter Inc.）的收购，或许能回答这一问题。

就在一个多月前，身价高达2680亿美元的马斯克对拥有2.17亿用户的社交媒体平台——推特，展开了强势收购。4月25日，推特董事会宣布接受马斯克提出的440亿美元的全资收购要约，一旦股东投票表决通过，马斯克将获得推特的完全控制权。

公开信息显示：交易完成后，推特将退市成为一家私人控股公司，这或将成为20年来最大的一笔公司私有化交易。

事实上，在这一案例中，交易双方几乎都使出了浑身解数，这也正是这一案例值得关注的视角。推特方面，虽然推出了一系列的反收购策略，比如“毒丸计划”、邀请对手（马斯克）参加董事会、原第一大股东VanGuard的股份增持等，但最终，因为推特在股权结构上没有超级投票权的安排，无力抗拒恶意收购，董事会不得不让步，对该项收购案做出一致通过。

本期商业案例将从这一世纪收购大战的“收购策略”着手，解析资本市场大型收购背后的技术路径和操盘特点，为更多市场的参与者和投资者提供借鉴经验。

特斯拉首席执行官埃隆·马斯克，背景为推特标志。 视觉中国/图

1. 失算

推特的“失算”

因为推特在股权结构上没有超级投票权的安排，在马斯克抛出54.2美元/股的较高报价后，推特最终无力抗拒恶意收购，4月25日，推特董事会对该项收购案做出一致通过。

2021年7月，推特的股价一度达到73美元/股，然而，不到一年的时间，推特的投资者们却欣然接受了马斯克提出的54.2美元/股的全资收购报价。然而，即便是这样的报价可能都不一定能够实现。就在近日，针对推特平台上的虚假账号问题，马斯克表示，“我们不可能照原价去买一件比宣传中差很多的产品。”

马斯克提交美国监管部门的信息显示，从2022年1月底开始，马斯克已经开始累积购入了推特7350万股普通股，持股比例达到9.2%，成为推特的第一大股东。

来看一下推特的股权结构：这是一家机构投资者持股非常分散的公司。除了马斯克拥有的9.2%股份外，推特的前几大股东Vanguard、摩根士丹利、黑石集团和StateStreet几大机构投资者持股比例分别为8.8%、8.4%、6.5%和4.5%。

分散的股权结构造成了分散的权利，早在2020年就有报道显示，公司创始人、拥有推特公司2.4%股份（即1804.2万股）的前CEO杰克·多西就是源自另一股东的埃利奥特管理公司（Elliott Management）的推动而下台。

这个故事在媒体上曾有完整的表述，即“2020年，埃利奥特管理公司购买了一大笔推特的股份，取得董事会席位，并公开推动多西下台。”分析人士张功（化名）认为，“这一事件暴露出来的问题并非CEO下台这么简单，更重要的是，它暗示了公司投资人与管理层之间的矛盾与分歧。正是这些分歧的存在，为后续管理层在抵制恶意收购时埋下了隐患。”

再来看马斯克累积购入推特股份的时间段，从1月到3月上半个月，推特股份一直徘徊在32~35美元/股之间，可谓是一年来的低点。一直到4月初，马斯克收购推特的消息爆出，推特股价才开始反弹，4月5日，推特股价上涨至53.850美元/股。“这暗示马斯克是有备而来，推特管理层与机构投资者的关系失衡，推特管理层疏于市值管理，股价长期低迷，给恶意收购者提供了进攻的机会。”张功告诉《中国经营报》记者。

而进一步追溯推特股价低迷的原因，一方面源自推特不理想的财报数据，2021年四季度，推特的同期净利润出现下降，同时广告量也在下降。而另一方面，当前社会化媒体平台在美国乃至世界范围内面临巨大的法律、伦理挑战，这包括了推特面临反垄断的质疑，以及外界普遍认为社交媒体的算法推送加深了用户的负面情绪等。

美国当地时间4月13日，马斯克开始向推特发起收购。推特董事会原计划用“毒丸计划”进行抵制，然而，“毒丸计划”显然没有奏效。

“毒丸计划”的正式名称为“股权摊薄反收购措施”，指的是当一个公司一旦遇到恶意收购，尤其是当收购方占有的股份已经达到10%~20%的时候，公司为了保住自己的控股权，就会大量低价增发新股，目的是摊薄收购方股权，增大收购成本，以达到收购方无法达到控股的目标。

北京实地律师事务所主任律师范伯松表示，“要实施这一策略，需要被收购公司管理层和股东会的高度配合，需要股东的同意。因为‘毒丸计划’作为反收购的一个技术手段，并非万能。一方面，这一手段本身就是‘伤敌一千自损八百’，没有‘破釜沉舟’甚至‘玉石俱焚’之心是不可能成功的。另一方面，这一策略的关键在人，即由谁来使用这一策略，由于管理层的职责是要公司资产保值增值的，没有股东会的同意，管理层一般不敢轻易使用。使用‘毒丸计划’，股东会的决策非常重要，尤其要考虑清楚能否承受相关的后果和风险，比如能不能承受股价贬值之重。”

显然，推特管理层应该是没能说服企业的机构投资者在“毒丸计划”上一战到底，加上推特董事会缺乏足够的投票权，推特董事会11名成员的持股总和还不到2.5%（如果不算联合创始人多西当下持有的2.253%，其余10人的持股总和都不到0.1%），这一计划随即流产。在此之后，推特开始试图邀请马斯克参加董事会，因为加入董事会的前提条件是持股不会超过15%，同时不会收购公司，但是，此举遭到了马斯克的拒绝。

推特原第一大股东VanGuard也开始尝试通过股份增持的方式抵制收购，公开信息显示，VanGuard在推特的持股从8.8%增持到10.3%，一度超过马斯克持股的9.2%。可惜的是，因为推特在股权结构上没有超级投票权的安排，在马斯克抛出54.2美元/股的较高报价后，推特最终无力抗拒恶意收购，4月25日，推特董事会对该项收购案做出一致通过。

需要说明的一点是，超级投票权是企业原始股东在基本投票权（同股同权）之外所拥有的额外投票权，即通常所说的“AB股”，这对于保持原始股东对公司的控制权至关重要。

范伯松告诉记者，“在重大收购项目中，预则立，不预则破。一方蓄谋已久，另一方仓促应战，结果可想而知。”可以说，推特在舆论市场不断增强的影响力与其持续的股价低迷形成了鲜明对比，吸引了收购者的关注，却最终因为没有“超级投票权”这一杀手锏而失去控制权。

2. 策略

马斯克的收购策略

马斯克真的要以这么高的价格收购推特吗？美国前总统特朗普公开发言表示“不相信”。事实上，从5月13日到5月18日，马斯克接连发推文攻击推特平台的虚假账号问题。

对于马斯克来说，拥有全球影响力的社交平台——推特，应该是其垂涎已久的“猎物”。一方面，美国大佬收购媒体掌控话语权是历来的传统，比如前首富杰夫贝佐斯2013年收购了《华盛顿邮报》；乔布斯的遗孀劳伦·乔布斯在2017年买下了《大西洋月刊》大部分股份；泰国华裔商人谢展于2018年收购了美国《财富》杂志等。

此外，马斯克商业帝国的崛起与推特的关系密切。有分析认为，马斯克在推特的8400万粉丝的账户仍被视为特斯拉和SpaceX重要的公共关系和营销工具。然而，在身居推特单一最大股东之后，马斯克也曾因“口无遮拦”而遭到推特禁言。

所有这些背景，加上推特自身的问题，为马斯克的入主提供了一个绝佳的窗口机会，更重要的是，马斯克有备而来。

从2022年1月起，马斯克先是低调入局，以极低的价格不断吸纳推特的股份，直到成为推特的单一最大股东。4月4日，美国SEC（美国证监会）披露的一份文件显示，马斯克购入了社交媒体公司推特9.2%的股份，成为其外部最大股东，受此消息影响，4月5日，推特股价一度达到53.850美元/股。

面对SEC的调查时，马斯克宣布将斥资430亿美元全盘收购推特并将其私有化，以便进行必要的改革。由此，在接下来的一个半月的时间，马斯克上演了一场令人“目眩神迷”的收购大戏，在收购策略、融资安排、股东分化、收购节奏、心理和舆论战术上尽显“教科书”级的风范。

首先，马斯克分头拜访机构股东，通过报价对现有股东构成诱惑，最终推特董事会通过的协议显示，马斯克将以每股54.2美元（对应整体估值440亿美元）的全现金报价收购推特，即便对比5月13日的推特40.720美元的每股股价（对应市值310亿美元），这一出价相当于溢价40%，更不要说对比年初推特每股30元+的每股价格。

其次，进行收购融资安排，最大限度保证资金宽裕度。事实上，即便在获得机构投资者130亿元的借款及足够的借款担保之后，马斯克还用特斯拉股权抵押了125亿美元，并准备了可动用的210亿美元的现金。而事实上，就在4月5日，马斯克以2190亿美元的净资产登顶《福布斯》全球财富榜。

再次，分化现有股东。公开信息显示：摩根士丹利本是推特的第三大股东，但它同时作为马斯克收购推特的财务顾问和融资机构，是这场收购的主要支持者。

不仅如此，推特创始人和前CEO杰克·多西在马斯克提出收购之后表示，“推特这家公司一直是我唯一的问题，也是我最大的遗憾。它一直归华尔街和广告模式所有（编者注：意指推特非常商业，没有言论自由）。从华尔街收回它是正确的第一步。”多西对外表示，“马斯克是我信任的唯一解决方案。”

有分析人士指出，通过本次交易，多西可将大约9.7亿美元现金收入囊中。某种意义上代表了推特的投资人支持马斯克收购的一个重要背景。

与此同时，有消息显示，马斯克正在物色股权合作伙伴，并继续与其他潜在的共同投资者进行谈判。因为美国私人公司的股东人数一般不会太多，在推特收购交易完成后，大多数散户投资者将不会继续持有推特股份。所以，留下继续持有股份的机构股东对推特未来的发展也将至关重要。

最后，马斯克对收购节奏的把握也非常重要。在第一阶段，马斯克低调入局；第二阶段，在成为单一最大股东，面临美国SEC调查之际，他提出了对推特的收购要约的策略；第三阶段，马斯克通过一系列的股东分化、价格诱惑以及争取行为，以“决绝”的收购之心获得了推特董事会对这一收购案的通过。

但是，马斯克真的要以这么高的价格收购推特吗？美国前总统特朗普公开发言表示“不相信”。事实上，从5月13日到5月18日，马斯克接连发推文攻击推特平台的虚假账号问题，从而开启了收购进程上的“第二乐章”。如果说马斯克在收购的第一阶段是“不达目的誓不罢休”的话，那么第二个阶段就是要在收购价格上做文章。就在5月13日马斯克对推特“假账号占比不高于5%”的说法存疑并表示将展开调研之后，推特股价从前一天的45美元/股一路跌到40美元/股的水平，跌幅达到10%。此后，5月16日，马斯克进一步表示，“我们不可能照原价去买一件比宣传中差很多的产品。”

5月17日，马斯克再次“炮轰”推特。他称，推特平台上的假账号占比高达20%，是推特公司官方说法的4倍。考虑到440亿美元的收购价是以推特公司提交的相关数据真实可靠为基础的，因此收购进程无法继续进行，双方陷入僵局。

对马斯克来说，即将开始的，或是一场新的“要价”。

3. 攻心

有理有据的“暂停”

在推特假账号问题之前，马斯克还曾多次公开批评推特目前存在的诸多弊端，从功能开发到付费套餐，到公开算法以及言论自由等，这也成为他收购推特并进行私有化的理由。

显然，在对推特的收购中，马斯克深谙消息发布和收购节奏的把握，这种策略不仅直接体现在舆论和股价上，更体现为一种“攻心战”。

举例来说，马斯克在收购报价上提出的是“一口价”，也就是说，对推特的其他股东来说，没有讨价还价的余地。他对外表示，如果收购失败，将重新考虑作为最大股东的身份，这无疑是一场“心理战术”，因为如果收购失败，第一大股东大量抛售股票的后果就是推特的股价大跌，这显然不是投资人愿意看到的结果。

而当前马斯克祭出的“暂停收购交易”牌，同时也是一种舆论与心理战术，暂停收购交易前后，推特股价下跌超过10%，而特斯拉股价则强力反弹5.71%。

范伯松表示，“在心理战上，打架就怕不要命的。当企业在收购战场上碰到一个能够进入‘一起死’的‘浑人’怀揣‘我得不到就毁掉’之心（即使只是扬言）的时候，企业如果没有坚持到底的决心，那么很容易就会被对方所控制。”

更何况，推特的对手还是具有全球影响力的首富，在多重舆论战和心理战术之后，推特在收购价格上的谈判空间正日益缩小。马斯克甚至直言不讳地表示，“推特现有管理层无法推动股价达到他的报价。在现有结构下，推特无法繁荣也无法履行社会职责。”

事实上，在推特假账号问题之前，马斯克还曾多次公开批评推特目前存在的诸多弊端，从功能开发到付费套餐，到公开算法以及言论自由等，这也成为他收购推特并进行私有化的理由。

如果再向前追溯，就会发现马斯克之所以能够一再向推特董事会施加压力，因为投资者对推特在新CEO领导下的增长前景感到了不确定。

2021年12月，推特新CEO帕拉格·阿格拉瓦尔上任以来，推特股价曾一路下滑了10%。

今年2月10日，阿格拉瓦尔和CFO内德·西格尔（Ned Segal）一同出席了2021年第四季度及全年财报的电话会议，来自摩根大通，美林美银，巴克莱、摩根士丹利等一众全球顶级分析师对推特未来的增长提出了疑问，比如推特未来两年会如何加速收入增长以达75亿美元的目标等，如何保证日活跃用户的增长等。

事实上，在马斯克提出收购之前，推特曾致力于在2023年底前实现三个主要目标：年收入超过75亿美元、日活用户达到3.15亿、新技术的研发速度提高一倍。但在推特董事会一致通过收购协议之后，4月28日，推特表示，将收回此前提供的目标和展望。

5月7日，马斯克向投资者做出承诺，表示要让推特的年营收在2028年之前增加至264亿美元（约合人民币1760亿元），其中广告营收将达到120亿美元，收入占比要降到45%（2020年占比约为90%）；付费订阅收入要达到100亿美元，Blue付费订阅收入将达到6900万美元。

根据推特此前发布的2021年财报数据，推特去年营收只有50.8亿美元（约合人民币338亿元），净亏损2.21亿美元。其中，广告收入14.1亿美元，同比增长22%。

马斯克的承诺无疑让饱受不确定性判断的投资者看到了未来，就在这一承诺做出后的两三天内，推特股价曾一路逼近50美元/股。然而，就在几天之后，马斯克针对推特虚假账号问题的发言，引发了推特股价的一路下跌。

一位不愿具名的采访对象告诉记者，“四个月来，无论是特斯拉的股价，还是推特的股价，都因这场收购案而几起几落。善于对消息和投资心理的把握，似乎成为这场收购案的一大‘特色’。”

截至5月19日，推特股价已进一步降到36.850美元/股，对应总市值281.60亿美元，仅仅一个半月的时间，推特股份遭遇了“过山车式”的波动。如今，有谁还会认为双方最终会以54.2美元/股的价格成交呢？

观察

推特的价值和一个人的收购

当很多人“戏谑”马斯克是坐在马桶上决定收购推特的时候，人们看到的只是这位全球首富的“任性”和“我行我素”。然而，作为特斯拉和SpaceX的创始人，马斯克“直击本质”的创新能力和创新精神，在这场收购案中有所体现。

首先，在这场没有PE机构参与的收购案中，马斯克以一己之力调动了全球各大银行数百亿美元的资金，再一次在“资本史”上创下“神话”。

按照投中网陶辉东提出的观点，“这是一起科技史上最大的收购案，也是史上最大的杠杆并购交易之一，完成它的不是大型机构投资者，而是马斯克一个人。”

为什么没有PE参与呢？按照陶辉东的分析，虽然推特的营收一直在稳步增长，但2020年、2021年其连续两年亏损。2021年推特的自由现金流是-3.7亿美元。

“对PE机构来说，用杠杆并购的方式收购一家自由现金流为负的科技公司是难以想象的，这违反了基本的商业逻辑。”陶辉东表示。

没有PE的参与，马斯克单枪匹马就搞定了几百亿美元的资金。根据福布斯富豪榜，马斯克的总身家是2790亿美元，主要是特斯拉、SpaceX的股票，由此股票质押成为马斯克获取收购现金流的重要方式。

那么，接下来，马斯克为什么要冒如此大的风险来收购推特呢？这就要看推特的潜在价值。

近两年来，由于推特的连续亏损，资本市场给出了并不太理想的价格，比如今年早些时候，推特的股价甚至掉到了每股30多美元。2021年财报后，投资者增加了对推特未来的不确性判断。

但在马斯克看来，推特平台一旦变革，必将产生巨大价值，其中最重要的一项变革就是“开源算法”。事实上，在专业人士看来，马斯克在社交平台上推动“开源算法”，不啻于在航天领域和新能源汽车所进行颠覆式创新，它们都是秉持“第一性原理”的思考框架，重新回归事物本质进行分析，这是与华尔街完全不同的估值模型。

公开报道显示：就在收购推特的消息公布后，有人发现推特已经在GitHub平台开通了算法的repo（脚本工具），虽然内容还是空的，但却吸引了众多的关注。显然，全世界的程序员都在等待开源的那一刻。甚至没有人知道，马斯克入主推特，将对社交平台带来怎样的颠覆性改变？

当然，推特本身的现状，也为马斯克的“入主”创造了机会。低迷的股价，分散的股权结构，投资者和管理层失衡的关系，亏损的现状与不确定性的未来，再加上“超级投票权”的缺位，都在暗示这是一个极好的收购“猎物”。

同样是社交平台，有人就拿Meta（原FACEBOOK）与推特进行对比，在Meta，股票分为A股和B股，其中管理层所持有的B股每股拥有10票投票权，而且外部一些股东还会把部分股票的投票权委托给扎克伯格代理，所以扎克伯格有绝对的控制权，没有他的同意，对手几乎无法收购。

由此，推特的命运也再一次提醒那些可能面临同样状况的上市公司们。“资本进入公司是要管理权的，别轻信‘我只是财务投资者’，开始不要管理权只是时机未到。”范伯松提醒说。

本版文章均由本报记者屈丽丽采写