

# 敌意收购的法律立场

傅 穹\*

---

---

内容提要 争夺上市公司控制权的敌意收购,既可以成为提升公司治理的手段,也可能演变为掠夺公司财富的工具。趋利避害的关键在于,立法者为收购各方提供公平的游戏规则,维护利益相关者的权益,确保上市公司持续承担社会责任。我国上市公司收购监管规则,对敌意收购行为相对较为宽松,限制了反收购活动的展开。对敌意收购方权益披露违规行为的监管应趋严而非放松。我国公司法未来应考虑引入授权资本制与类别股份制度,公司治理由股东会中心主义转向董事会中心主义,从而为反收购活动的展开提供法律空间。上市公司章程指引之中不妨提供反收购条款的示范清单,以降低缔约成本,解决司法判断反收购条款合法性的难题。

关键词 敌意收购 上市公司控制权争夺 反收购条款 章程自治

---

---

## 引 言

上市公司敌意收购,也称非合意收购或恶意收购,是指并购方在目标公司管理层对并购意图不明确或对并购行为持反对态度的情况下,对目标公司强行进行的并购。<sup>①</sup> 因为封闭性有限公司或非上市股份公司缺乏公开交易的市场,非营利性事业单位不存在可交易的股权证券,所以只有上市公司拥有可流通的股份,投资者可以通过敌意收购来变更公司的控制权。敌意收购与善意收购的差别,“在于它的敌意属性,即在敌意收购成功后,敌意收购方和股东得以凌驾于管理层之上”,<sup>②</sup> 往往会取而代之,从而改变公司治理结构乃至企业发展战略。作为上市公司控制权争夺手段的敌意收购是各国证券界争议最多的领域,美国证券法之父罗思教授感叹道:“作为并购规范的《威廉姆斯法案》的各种表达都是极度小心的结果,以避免监管规则的天平有利于管理层或向收购出价的人倾斜。原则上,现任管理层在保持掌权方面不存在被保护的利益。但是,正像不是

---

\* 吉林大学法学院教授,博士生导师。

① 参见中国证券监督管理委员会《中国上市公司并购重组发展报告》,中国经济出版社2009年版,第5页。

② [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第162页。

所有收购要约人都是‘袭击者’或‘海盗’一样,不是所有管理层都是‘平庸的老笨蛋’”。<sup>③</sup>

伴随我国股权分置改革的完成,上市公司控股股东近年来不断减持,导致A股上市公司第一大股东持股比例呈现逐年下降态势。2015年至今,股市暴跌,套利空间出现,上市公司控制权价值凸显。我国资本市场近期以宝能系举牌万科(000002)为代表,出现多起敌意收购事件,例如,京基集团举牌康达尔(000048)、宝银系举牌新华百货(600785)、胡氏兄弟举牌西藏旅游(600749)、开南系举牌ST新梅(600732)、宝能系举牌南玻A与格力电器(000651)等。上述敌意收购系列事件,堪称自1993年9月我国第一起敌意收购“宝延风波”之后的第二轮敌意收购浪潮。本轮敌意收购浪潮引发了巨大的社会反响与争鸣,不仅敌意收购方与被收购目标公司的控制权争夺诉讼迭起,而且引发某些上市公司高管集体出局,例如南玻A原董事长曾南等七名高管、董事会秘书及两名独立董事集体辞职,更触发了A股数百家上市公司纷纷在章程中增设各类反收购条款。本轮敌意收购浪潮的意义影响深远,绝非仅仅在于某一上市公司控制权争夺的成败,而在于引发了资本市场各界关于上市公司敌意收购的功能利弊与监管改革思路的大讨论:我国敌意收购的立法,究竟应该松绑监管,充分尊重资本的话语权而放任驱逐目标公司经理层,还是应适度严格监管,致力于推动实体经济发展,避免让拿“别人的钱”的金融投资大行其道。<sup>④</sup>

上述争辩,一方面说明我国上市公司控制权已经成为一项富有价值的资产,另一方面也反映出既有上市公司收购与治理规则存在模糊地带。更为重要的是,本轮敌意收购的控制权纷争与法律监管立场的大讨论,暴露出必须予以解释的现实困惑:为什么证监会三令五申要求强化的上市公司收购方权益披露底线,成为“挡君子不挡小人”的纸上条款?为什么无论被收购目标公司治理良善与否,在杠杆收购的敌意资本方面前,均束手无策,缺乏足以抵御恶意收购的法律武器?为什么在美国首次公开发行阶段公司的章程采纳反收购条款呈现普遍多数,而我国公司往往在上市之后,直至面临敌意收购威胁之际,才考虑增加反收购的补救性抵御条款?我国上市公司章程创设的反收购条款的合法性标尺在哪里?我国敌意收购的监管,需要进行哪些配套制度改进,才能为敌意收购方与被收购目标公司提供公平博弈的法律规则?

基于此,本文从规制敌意收购方与被收购目标公司的两端出发,检讨我国资本市场模式下敌意收购的法律立场与改进方向。第一部分,从敌意收购功能利弊的学理态度与实证研究入手,观察各国敌意收购立法的演进轨迹,归纳我国敌意收购呈现的独有特征与制度供给的不足;第二部分,比较敌意收购方权益披露法律后果的立法思路差异,提出我国未来可能的立法改进方向;第三部分,探讨目标公司反收购防御措施的决策权配置与董事会商业判断的标准;第四部分,解释目标公司反收购措施得以施展的合理制

<sup>③</sup> [美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼《美国证券监管法基础》张路等译,法律出版社2008年版,第438页。

<sup>④</sup> 参见马克《专访高西庆:万科事件意义何在?》,载《财经》2016年7月6日封面文章。

度空间,并逐一分析上市公司章程创设各类反收购防御条款的合法性问题;最后给出结论,就我国敌意收购监管的立法改进提出若干建议。

## 一、敌意收购的功能利弊与立法演进

敌意收购引发的上市公司控制权之争,往往存在于外部的敌意收购方与目标公司的大股东或公司高管之间。然而,敌意收购引发的效应,绝不限于控制权争夺双方之间的利益得失。敌意收购的后果产生巨大的第三方效应,波及目标公司的员工等利益相关者、产业链上下游的利益群体、某一行业的发展战略,乃至社会财富的增减与再分配。正因如此,控制权之争引发的特殊代理与协调问题,属于团体法思维下多方利益的衡量问题,往往通过公司法、证券法、反垄断法等多部门法共同加以解决,民法的一般规则无法提供化解方案。鉴于敌意收购的控制权之争,涉及公司外部的敌意收购方这一特殊主体,以及争夺双方之间的“敌意”属性,越来越多的国家通过制定专门立法解决敌意收购的规范问题。敌意收购立法的政策取向与立法演进和各国关于敌意收购的功能利弊的态度呈正相关。域外研究发现,敌意收购在美国、欧盟、日本等国涌现之际,均引发了剧烈的争议,而后促进了监管机制的发展与变化。<sup>⑤</sup>

### (一) 敌意收购的功能利弊

敌意收购是否创造价值?无论从理论争辩还是实证分析研究的角度出发,至今仍是一个悬而未决的话题。敌意收购创造价值的学说主张:其一,敌意收购方是“公司控制权市场的中流砥柱,是惩罚不尽人意经营状况的工具”。<sup>⑥</sup>在上市公司股东冷漠主义的情况下,“恶意收购人通过收购股价被低估的上市公司,能够替换懈怠的上市公司管理层”。<sup>⑦</sup>因此,敌意收购是一种降低监督和解任管理层成本的市场外部手段。<sup>⑧</sup>其二,目标公司被收购往往伴随股价上涨,敌意收购正向效应反映在为了支付股份的溢价,敌意收购方理论上能够更好地运营目标公司资产。其三,美国学者对1962年至1985年的663起成功的收购要约溢价估算发现,平均溢价呈现不断上升态势,目标公司的现有股东显然受益于公司收购。<sup>⑨</sup>其四,美国绝大多数敌意收购的结果都是将资产分配给了相同产业的公司,换言之,敌意收购的行业群聚效应明显。

敌意收购创造价值的实证研究,并未令所有人信服。敌意收购引发的第三方负面效应表现在:其一,敌意收购并不带来或创造增量的财富,然而必然引发财富的转移,

<sup>⑤</sup> 参见[英]约翰·阿莫、杰克·雅各布、柯提斯·米尔霍《敌意收购机制在发达国家以及新兴市场中的演进》,戴夏乐译,载《金融法苑》2015年第1期。

<sup>⑥</sup> 参见[美]罗伯特·克拉克《公司法》,胡平等译,工商出版社1998年版,第437页。

<sup>⑦</sup> 汤欣《公司治理与上市公司收购》,中国人民大学出版社2001年版,第171页。

<sup>⑧</sup> 参见前引②,[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔书,第171页。

<sup>⑨</sup> 参见[美]罗伯特·罗曼塔编著《公司法基础》,罗培新译,北京大学出版社2013年版,第524页。

“许多所谓的投资者,只注意短期投资股票生意,这些人根本不配被称为所有者”。<sup>⑩</sup>其二,敌意收购可能从生产性投资领域转走了大量的资源,借钱收购或杠杆收购将给社会带来太多债务,美国20世纪80年代的杠杆收购面临强烈的功能质疑,普遍认为杠杆收购以金融手段来侵蚀实体工业,无异于扼杀经济。<sup>⑪</sup>其三,敌意收购可能导致完好的公司分崩离析,并毁掉一家好企业。敌意收购方牺牲小股东利益掠夺公司财富,通过替换在职管理层,影响公司的长远发展和劳动者利益,甚至会导致优秀职业经理人被驱逐,抑制某一行业的发展,减损了整个社会财富增长。

日本商界向来崇尚百年老店,信奉企业文化的长久稳定,雇员长期利益至上,在这种和气生财与信义至上的文化之中,对于非经友好协商,存在严重利益冲突的敌意收购行为,历来持轻蔑态度。<sup>⑫</sup>在德国,敌意收购往往被视为侵蚀实体经济繁荣发展基础、影响管理层长期发展目标的行为。因此,敌意收购在德国受到排斥,被视为一种不值得称道的行为。在法国,法国前总统密特朗本人就态度鲜明地排斥敌意收购,甚至将之描述为“为非作歹的恶霸法则”。<sup>⑬</sup>在我国,敌意收购也是一种利弊互现的中性现象,本质是一种市场行为:一方面,敌意收购有利于约束未尽勤勉受托义务的管理层,提升我国上市公司治理水准;另一方面,敌意收购(尤其是杠杆收购)也可能演变为收购方短期获利而公司长期受损的手段,甚至侵蚀实体经济的长期稳定发展。因此,法律只能对之扬利抑弊,很难单向地作出“好”或“坏”的价值评价,更不应予以简单取消或过分限制。<sup>⑭</sup>

## (二) 敌意收购的立法演进

美国反收购立法,始见于1914年美国国会通过的《克莱顿反托拉斯法》,其立法思想在于“垄断即罪恶”。美国联邦政府层面的收购立法,源自1968年夏天通过的《威廉姆斯法案》(The Williams Act)。该法案以“披露法案”著称,旨在经由全面公允的信息披露制度保护投资者利益,实现收购方与目标公司管理层的同等保护。从1968年5月的弗吉尼亚州开始,美国35个州陆续出台了远比《威廉姆斯法案》更为繁琐和严格的反收购立法,形成美国历史上的第一次反收购浪潮。1982年因美国联邦最高法院对伊利诺斯州案裁决,导致第一次反收购浪潮的结束。至20世纪80年代,美国放松对金融业的管制,垃圾债券市场给恶意收购提供充足的资金,里根政府对恶意收购行为的默认态度等因素的合力驱动,导致恶意收购活动风起云涌。为避免金融大鳄侵蚀实体企业,以特拉华州、纽约州和宾夕法尼亚州反收购立法为代表,掀起了美国第二次反收购立法浪潮。特拉华州的反收购立法,起因于1985年特拉华州法院的两起反收购条款合法性的判决。法院认为,目标公司管理层采纳股票回购与毒丸条款两项反收购条款应视为管

<sup>⑩</sup> 崔之元《美国二十九州公司法变革的启示》,载《经济研究》1996年第4期。

<sup>⑪</sup> 参见胡鸿高、赵丽梅《论目标公司反收购行为的决定权及其规制》,载《中国法学》2001年第2期。

<sup>⑫</sup> See Ramseyer, *Takeovers in Japan: Opportunism, Ideology and Corporate Control*, 35 UCLA Law Rev. 138-39 (1987).

<sup>⑬</sup> 王文宇《非合意并购的政策与法制——以强制收购与防御措施为中心》,载《月旦法学杂志》总第125期(2005年10月)。

<sup>⑭</sup> 参见陈甦主编《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第136页。

理层的合理商业经营判断。纽约州反收购立法,强化了公司董事会的反收购能力,减少了被收购的可能性。1990年的宾夕法尼亚州反收购立法,出自华盛顿科文托和柏林律师事务所合伙人斯蒂芬·沃尔曼之手,被认为是全美最为彻底的反收购立法,其经典条款包括:第一,信托责任条款。董事会进行公司决策时,必须考虑公司利益相关者的共同利益;第二,控股条款。除非得到非关联的绝大部分股东同意,任何一个股东取得公司发行在外股票的20%股权后,不再享有表决权;第三,偿还条款。任何取得公司控股地位的股东在18个月内转售股票获利,必须将利润还给公司;第四,员工解雇补偿条款。控股方案被批准两年内,如果试图解雇合格员工,则须支付1—26周的工薪补偿费;第五,劳动合同条款。任何一方不得因控制权转移而解除或变更现有劳动合同。<sup>⑮</sup>美国35个州的反收购立法的重大价值在于:一方面,改变了原有董事会和管理层仅以公司股东利益最大化为目标的观念,强调公司社会责任理念,要求综合考虑利益相关者的利益;另一方面,表明反收购立法并未损害股东利益,相反遏制了敌意收购方侵蚀相关利益群体劫掠财富的倾向。<sup>⑯</sup>

欧盟关于敌意收购的立法,始于2004年欧盟《关于收购要约的第2004/25/EC号指令》(以下简称《欧盟并购指令》)的颁布。从磋商、通过(2004年)到实施(2016年)十余年来,《欧盟并购指令》一直充斥着分歧、妥协与矛盾,可以说取得的成功相当有限。《欧盟并购指令》以建立公平竞争市场为原则,采纳可选择性的“董事会中立义务”立场。所谓董事会中立义务,即除非股东大会授权或许可,目标公司的董事会不得实施除寻找竞价要约之外的反收购措施。英国《收购与兼并城市法典》(以下简称《收购法典》)选择对目标公司管理层的行为进行限制,其背后的基本理念是:应由目标公司的股东而非管理层来决定是否接受要约,《收购法典》最为真切地体现了将针对要约的决策权单独赋予股东的情形。德国公司法出于对资本的不信任,以及对雇员利益保护等社会和谐利益考虑,反对敌意收购,将防御措施的审批权交给雇员占半数以上席位的监事会,从而拒绝采纳《欧盟并购指令》。<sup>⑰</sup>

在亚洲,日本敌意收购与防御收购的立法体系颇有特色。2005年之前,日本因采取银行控股企业的主银行制以及企业之间的交叉持股等原因,敌意收购现象十分罕见。日本敌意收购活动始自活力门(Livedoor)诉讼。2005年,活力门公司向法院提起诉讼,请求禁止NBS公司发行认股权证的“毒丸”计划,尽管目标公司宣称发行认股权证的目的是为了股东的长期利益,东京法院仍以“显失公平”为由,禁止认股权证的发行,判决禁止发行认股权证的主要目的是为了维持现任经营者及原关系企业的控制权,其后高等法院维持原判。日本最高法院最终移植了类似美国Unocal案的威胁分析和比例性

<sup>⑮</sup> 参见沈艺峰《公司控制权市场理论的现代演变:美国35个州反收购立法的理论意义》(下),载《中国经济问题》2000年第3期。

<sup>⑯</sup> 参见刘俊海《公司的社会责任》,法律出版社1999年版,第60-62页。

<sup>⑰</sup> 参见[美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等《公司法剖析:比较与功能的视角》,罗培新译,法律出版社2012年版,第280-281页。

要求,明确了收购者如果出于盘剥目标公司的目的,董事会可以发行权证稀释其他股东权益以保障管理层的控制力,从而抵御收购。以活力门诉讼的争端为诱因,日本逐渐关注敌意收购的立法,经济产业省开始研发“敌意收购防御措施准则”,该准则以增加公司价值为目标,遵循世界标准的原则进行设计,实则完全仿效美国特拉华州的并购法律体系。2005年日本经济产业省发布临时报告中指出,没有任何一个西方国家完全缺乏防御措施,因为合理的防御措施可以增进公司及股东获得利益。经济产业省与法务省联合发布了《收购指南》,东京交易所在上市规则中内化了《收购指南》的规则,从而成为强制性规则。《收购指南》强调了三个原则:第一,无论最终是否采纳敌意收购的防御措施,都必须维护或提高公司价值;第二,采用敌意收购的防御措施必须充分披露,并且必须基于股东的合理意愿;第三,敌意收购防御措施必须以必要和适当为前提。<sup>⑮</sup>

### (三) 我国敌意收购的本土特征与收购监管的制度供给

我国资本市场近期发生的第二轮敌意收购浪潮,呈现如下本土特征:其一,我国资本市场近期发生的绝大多数敌意收购的控制权争夺事件中,收购方公司与目标公司属于同一行业,或者其所处行业与目标公司紧密相关,印证了各国公司并购的一个共性,即强烈的行业群聚特征。其二,敌意收购方增持股份之际,普遍有一致行动人共同行使表决权,且不断突破并挑战权益变动与一致行动人的相关披露底线,在信息披露违规缺乏成本约束与股东权利受限含糊的情境下,信息披露规则的法律约束力急速下降。例如,王斌忠作为上海开南账户组的实际控制人,在账户组合计持有上海新梅股票分别达到披露义务门槛的5%与10%持股之际,并未披露该账户组受同一人控制或存在一致行动关系,也没有按照《证券法》相关规定履行信息披露义务。<sup>⑯</sup>其三,上市公司纷纷在公司章程之中,创设形形色色的防御措施,引发条款合法性的司法识别与认定的法律障碍。其四,被收购目标公司缺乏有效合法的反收购防御手段,不得不通过诉讼方式延缓控制权争夺。诸多诉讼焦点往往集中在立法规范模糊、存在解释分歧、立法空白的地带,例如董事会或股东会的权限划分、提名董事的股东持股资格、提名董事候选人的资格、违反权益披露规则的法律效果等。

我国上市公司收购监管的基本制度,源自于《证券法》第四章“上市公司的收购”,以及中国证监会2006年颁布的《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购管理办法》),上述制度的态度整体趋向鼓励上市公司收购活动的展开。在域外学者看来,我国《收购管理办法》结合了英国《收购法典》与美国特拉华州公司法路径,是非常完备的预防性立法,特色有四:其一,与英国路径一样,只有股东允许,目标公司董事会才能采取反收购措施;其二,类似美国特拉华州立法,要求公司董事会采取有利于公司的措施,董事不能滥用权力制造收购障碍;其三,中国反收购措施也是混合执行,证监会下设委员

<sup>⑮</sup> 参见罗培新《公司治理法律规则背后的经济与社会含义——以日本活力门收购事件为视角》,载张育军主编《证券法苑》(第二卷),法律出版社2010年版,第17-20页。

<sup>⑯</sup> 参见中国证券监督管理委员会宁波监管局行政处罚决定书〔2015〕1号(2015年01月20日)。

会监管 辅之以司法介入;其四,中国上市公司收购管理办法倾向于保护国家利益,通过证监会豁免,可以方便国有企业兼并中小企业。<sup>①</sup>然而,这一被域外评价为非常完备的预防性立法,在面对近期资本市场敌意收购控制权争夺的诸多问题时,却无法提供有效的制度供给与合理解释,例如:目标公司董事会采纳反收购措施之际,是追求公司与股东利益最大化为唯一目标,还是兼顾公司社会责任的利益相关者?针对敌意收购方违反权益披露的行为,为什么仅仅象征性地罚款了事,而不能限制其相应的表决权?目标公司反收购措施的采纳,应由董事会进行商业判断,还是留给股东大会进行最终决策?在法定资本制度模式下,立法为目标公司提供了哪些可资施展的反收购法律武器?目标公司章程自我设计反收购措施的合法性如何进行认定?事实表明,我国现行法律制度极大地限制了目标公司反收购行动的展开。<sup>②</sup>

## 二、敌意收购方权益披露违规后果的司法认定与立法比较

在我国,敌意收购方的监管策略除了《收购管理办法》第6条的收购人(含一致行动人)的消极资质要求之外,对于敌意收购资金来源的合法性并无明确要求。<sup>③</sup>作为杠杆收购工具的资管计划,本身属于价值中立的工具。为了防范上市公司收购过程中的违规行为,立法核心的监管策略之一就是权益披露。权益披露要求的首要目的在于防范市场的不当行为,次要目的是帮助现任管理层获得更多的时间,采取法律允许的防御措施。这一规则还可以警示并提醒潜在的竞争者,即针对特定目标公司的要约或敌意收购迫在眉睫。近期发生的上市公司控制权争夺案频频违反权益披露的义务底线,例如,西藏旅游(600749)、ST新梅(600732)、康达尔(000048)、成都路桥(002628)的控制权争夺诉讼,均对我国《证券法》第86条中权益披露规则的约束力与我国《收购管理办法》第75条中违反权益披露要求的法律后果,提出了挑战与规则合理性的质疑。

### (一) 权益披露违规后果的司法认定

《收购管理办法》第75条规定“上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人,未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的,中国证监会责令改正,采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前,相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权”。上述条款看似清晰,但在实践中,各方主体却对“改正后,违规的权益披露人能够行使违规部分持股的表决权”产生了分歧。许多上市公司为了避免法律条款理解的差异,同时考虑防范敌意收购,纷纷在章程之中额外增加了权益披露违规后果的约定。以山大华特(000915)在

<sup>①</sup> 参见前引⑤,[英]约翰·阿莫·杰克·雅各布·柯提斯·米尔霍文。

<sup>②</sup> 参见邓峰《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第680页。

<sup>③</sup> 关于保险资金入市的合规性问题,已经引起保监会的充分关注,并对保险资金短期频繁大量炒作上市公司股票现象,以及保险资金资产配置计划不明确与资金运作不规范问题,进行了实质性查处。参见《中国保监会关于暂停恒大人寿保险有限公司委托股票投资业务的通知》(保监资金〔2016〕237号)。

2015年3月12日通过的公司章程为例,第29条规定“持有本公司股份5%以上的股东……违反上述规定购买、控制公司股份的,构成恶意违法收购,应承担如下法律责任……”(2)投资者违反上述规定购买、控制公司股份的,不享有公司董事、监事的提名权,公司董事会有权拒绝其行使除领取股利以外的其他股东权利。”在山大华特章程中,对剥夺违规增持股份股东表决权的修改,可以视为一种预先防御性的反收购条款。上述章程的修正,经过董事会提议、股东大会通过且经证监局认可,目前已经生效。

在我国司法实践中,对于目标公司章程中约定的违规权益披露的表决权限制问题,法院则明确表示该限制无效。以上市公司收购方违反权益披露法律后果的司法第一案即“上海兴盛实业发展(集团)有限公司诉王斌忠等及第三人上海新梅证券欺诈责任纠纷案”为例,法院认定,被告违反强制性规定超比例购买上海新梅公司股票,应尽的信息披露义务并未依法履行,违反《证券法》第96条的规定,侵害了中小投资者的知情权和投资决策权,影响了上市公司治理的稳定性,违背了证券市场公开、公平、公正的交易原则。同时法院指出,“原告作为新梅公司的投资股东,在其未能举证证明其自身任何合法权益遭受损失的情况下,要求限制被告行使股东权利并禁止其处分相应股票的诉讼请求,缺乏事实及法律依据,本院均不予支持”。<sup>③</sup>正如有的学者所言,“中国每一桩收购上市公司股份行为,恐怕都少不了内幕交易和操纵市场行为”。<sup>④</sup>因此,大额股票投资者对权益披露这一义务的违反后果是不能视而不见的,必须采取措施予以解决。2016年12月14日,深圳中级人民法院对康达尔(000048)董事会限制京基集团股东权利的决议认定为无效。在该判决之中,法官不仅重申了《证券法》第86条的立法初衷,即投资者在大额购买上市公司股票时履行信息披露义务的目的除了为方便市场监督,维护证券市场公开、公平、公正的交易规则外,更为重要的是为了保护广大中小投资者的合法权益,必须惩罚投资者凭借信息或资金优势进行内幕交易或操纵证券市场的恶意为行,而且再三强调收购大额股票投资者的信息披露义务的重要性与严重后果。但法院判决最终认定,根据《收购管理办法》第75条的既有规定,股东的合法权利受法律保护,除非股东自愿放弃,否则未经严格法律程序不得剥夺或限制,这也是现代公司制度的基石。在法院看来,“股东表决权是股东行使自己意志、参与公司重大决策和选择管理者等其他股东权利的方式,系股东的根本性、固有性权利,对其限制或剥夺,只能是由有权机关根据公权力、而不应允许公司董事会有权认定股东的违法行为,进而决定限制股东权利,否则,将动摇公司制度的基石”。<sup>⑤</sup>

上述法院关于违规权益披露章程约定限制无效的认定,在我国既有法律框架下,是合法的有效判决。但问题是,按照既有的监管规则与司法裁判,根本无法实现惩罚未尽披露义务的收购人,无法实现通过信息披露保护投资权益的立法初衷。

<sup>③</sup> 上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号民事判决书。

<sup>④</sup> 吴志攀《金融法概论》,北京大学出版社2000年版,第295页。

<sup>⑤</sup> 广东省深圳市中级人民法院(2016)粤03民终13834号民事判决书。

## (二) 权益披露违规后果的立法比较

通过观察美国1986年通过的《威廉姆斯法案》,发现《证券交易法》第13条D项的安排是:投资者在取得5%公司的股权需在10日内向美国证券监督管理委员会披露其持股的情况及持股的目的。违反《证券交易法》第13条D项的法律后果如何呢?美国司法也历经了一个从限制违反披露义务者的股票表决权,发展到1975年美国联邦最高法院在Rondeau v. Mosinee Paper Corp.的判决中,推翻了之前限制违反披露义务股票表决权的原有规则,再到目前美国法院对于违反第13条D项规定之义务的行为大多采取保守态度,通常只要求违规者补正披露、停止违规了事的态度变化。美国之所以从轻甚至不断放松“大比例持股权益披露违规”的法律后果,司法的逻辑权衡是:权益披露要求,是没有信息优势的公司外部人士向公司进行披露,这种由外向里的披露,有别于由内向外的信息披露,法律应该鼓励公司控制权的市场流动性。因此,立法政策的选择应趋向放松监管。

美国司法关于违反收购权益披露义务者的放松监管思路,并未成为放之四海而皆准的唯一模式。在东南亚国家,权益披露违规的处罚立法则呈现逐渐趋严之态势,表现为立法明文规定违反权益披露的义务者持股表决必须予以限制,甚至施加刑事制裁。例如,2009年韩国为促进本国资本市场的金融创新与提高竞争力,颁布实施了《资本市场与金融投资法》,其中第145-147条对违反收购披露规则和权益披露规则获取的股份表决权限制,采取了不同的安排。对于前者,第145条规定违反收购披露“自收购之日起不得行使该股份(包括因行使与该股份等相关权利等而取得的股份)的表决权;同时,金融委员会可以责令其在六个月以内处分该股份等”换言之,违反收购披露,不仅导致表决权受到限制,而且必须限期将股份卖出。对于后者,第147条规定违反投资性的权益披露者在一定期限内不得行使表决权,而非永久限制表决权,且并不必须强制卖出该持股。该法第十编“罚则”第445条第20款规定,“违反本法第147条第1款、第3款或者第4款的规定,不进行报告者”,处“三年以下有期徒刑或者单处一亿韩元以下的罚款”。2006年,日本将《证券交易法》修改升级为《金融商品交易法》时,收购制度与韩国类似,对不提交大量持有报告书的规制措施主要有两项,一是罚款,二是刑罚。<sup>②</sup>

关于企业并购违反持股申报义务的法律后果的立法选择,一个值得关注的最新思路,必须提及2015年7月我国台湾地区进行的“企业并购法”修订。新修订的“企业并购法”第27条第2款增订的立法理由说明书非常明确地指出“现行法有关违反持股申报义务行为,仅有《证券交易法》第178条第1项之惩罚规定,致规范成效不彰,或许是本条有关并购案件之资讯揭露规定并保护投资人权益,参考《金融控股公司法》第16条之规定,增订第二项,明定取得公开发行公司股份超过10%而未依法申报者,其超过部分无表决权”。

<sup>②</sup> 参见陈洁《对违规增持减持股票行为定性及惩处的再思考——以违反〈证券法〉第86条权益披露及慢走规则为视角》,载《法学》2016年第9期。

上述立法例表明,关于违反上市公司收购权益披露的法律后果,究竟是采取宽松还是趋严模式,答案并无对错之分,只有国情合适与否之别。首先,就我国现行上市公司收购预警式披露制度而言,是一种阶梯性披露要求,并不区分大宗持股交易是以获得公司控制权为目的还是仅为投资性获利为目的,这一模式加重了不以获得控制权为目的的大比例持股的披露负担与交易成本。因此,参照韩国或日本区分收购权益披露或大比例持股披露的思路,可以考虑将《证券法》第四章的“上市公司的收购”改为“大宗交易与控制权变动”,分别设定差异化的法律后果,大宗交易若不产生控制权变动的,无需设定收购方持股期限的限售期。<sup>②7</sup>其次,就违反收购权益披露违规义务者的法律后果,我国未来立法改进应该趋严而非放松。从公司法原理观察,股东的表决权并非一定视为固有权,<sup>②8</sup>经由公权力,在立法明确规定的前提下,公司章程可以予以限制或剥夺。<sup>②9</sup>这是韩国、日本与我国台湾地区资本市场并购法案改革的共同选择,经由严格立法程序规定权益披露违规者的表决权可以被限制或剥夺,是对合法行使股东表决权的一种法律限定,是巩固而非动摇公司制度的现代基石。从立法改革的务实角度出发,强化持股申报义务,维护权益披露规定的约束力,保护投资者并维护证券市场秩序,针对我国资本市场信息披露规范效果不显著的现状,可以考虑参考我国台湾地区新修订的“企业并购法”的模式,即限制违反披露义务持股者的未依法披露部分的表决权。甚至我国立法改革可以走得更远,仿效韩国资本市场改革立法,对违反权益披露者,强制要求限期出卖,并将收益收归公司。事实上,将某一体系行之有效的政策措施移植到另一体系中未必管用,应当设计不同的规制措施,在有差别的体系中守望正义。<sup>③0</sup>

### 三、目标公司防御措施的决策权分配与董事会的商业判断

敌意收购的规制框架是针对敌意收购主体双边展开的,一边约束敌意收购方的收购行为合规,另一边规范目标公司反收购措施的合法正当。在公司法领域内,敌意收购较之于其他任何公司事件,更为鲜活地体现了敌意收购方与公司控股股东或管理层之间的利益博弈。正因如此,敌意收购框架下的目标公司治理监管,必须回答:促进或阻碍敌意收购的决策权分配给谁更为合理,或谁有权对敌意收购“说不”。上市公司敌意收购防御措施的决策权分配,即控制权交易的决策权配置,是各国并购法案必须面对的真问题而非假议题。在敌意收购中,目标公司的董事会应承担中立义务,还是依其经营判断行事?换言之,各国公司并购立法可以在多大程度上允许目标公司的董事会对敌意收购采取防御措施呢?

<sup>②7</sup> 参见郑域:《上市公司收购法律制度研究——历史、现状、问题与变革》,载《证券法苑》2013年第2期。

<sup>②8</sup> 梁上上:《论股东的表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第14页。

<sup>②9</sup> 参见柯芳枝:《公司法论》,台湾三民书局1997年版,第202页。

<sup>③0</sup> 参见[美]小约翰·科菲:《美欧公司丑闻差异的股权解释》,载吴敬琏主编《比较》(第21辑),中信出版社2005年版,第131页。

《欧盟并购指令》建议成员国公司考虑采取董事会保持中立模式,即非经股东会同意,不得实施阻碍收购要约的行为。中立义务并非要求董事会完全处于被动状态,而是指董事会不得实施阻碍收购要约的行为。其他国家或地区的法律更具体规定了“避免采取可能导致收购要约受阻的竞争行动的义务”或者规定了“阻止收购要约的限制”(英国《收购法典》第21条);有些国家(如瑞士《证券交易法》第29条)仅仅禁止某些具体的行为,例如,终止“可能实质性地改变目标公司资产或义务的交易”。<sup>①</sup>德国则认为,如果欧盟国家接受董事会中立义务条款,会导致德国乃至欧盟境内的所有上市公司在收购市场上处于劣势。<sup>②</sup>事实上,欧盟指令2004年实施至今,许多重要的成员国,例如比利时、卢森堡、丹麦、德国、芬兰、波兰等国均将董事会采取防御措施作为默认规则,<sup>③</sup>而拒绝选择董事会中立义务规则,甚至原本采纳中立义务规则的匈牙利在《欧盟并购指令》实施之后,也采纳了将董事会有权采取防御措施作为默认规则。

在美国,基于强大而独特的个案司法经验,在公司高度自治的理念之下,将敌意收购的防御措施诸如毒丸、金色降落伞、超级多数表决权、白衣骑士、董事会错期选举等交由董事会进行商业判断,经由司法审查董事会判断是否符合董事受托义务以及公司股东利益最大化。以特拉华州法院为代表,围绕敌意收购与防御措施的众多经典判决,而生成系列体系化的裁判标尺。例如,Unocal案的标准适用于:抵御措施的采纳必须与敌意收购方案给公司和股东造成现实的威胁,并且抵御措施与威胁程度两者必须成比例。该案判决首次承认,董事会可以主要为了自己的利益行权,而不是为了公司和股东利益。Revlon案的标准适用于:当公司控制权已经决定卖出之际,董事会的信义义务是选择能够实现股东收益最大化的要约。Blasius案的标准适用于:如果董事会采纳的反收购措施的目的在于干预股东投票权的正当行使,例如干预股东选举董事,则董事负有证明上述措施必须存在非常紧迫的正当理由。道理在于,股东投票选举董事,是董事合法行权的前提保障,保障股东选举权不受董事会干预是关键所在。Unitrin案的适用标准是:董事会有权未经股东会同意即采取防御措施,理由在于股东的信息不对称或无知,无法对收购价格作出正确判断。正是经由上述从1985年至今30余年的复杂众多的敌意收购诉讼案件的裁判累积,特拉华州法院不断填补并确认董事会对敌意收购防御措施的合法性标尺。<sup>④</sup>

在我国,根据《收购管理办法》第33条,关于反收购决定权的归属,原则上归属于被收购公司股东大会,即股东大会最终有权决定公司的最后命运,公司董事会在没有获得

<sup>①</sup> 参见[德]克劳斯·霍普特《恶意收购中目标公司董事的义务——德国与欧洲的视角》,载吴敬琏主编《比较》(第13辑),中信出版社2004年版,第296-298页。

<sup>②</sup> 参见汤欣、朱芸阳《欧盟新公司法指令规范下的反收购措施——以“建立公平竞争市场”原则为中心》,载《清华法律评论》2006年第1期。

<sup>③</sup> See Klaus J. Hopt, *Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis*, 20 Columbia Journal of European Law 249-278 (2014).

<sup>④</sup> 参见前引<sup>⑤</sup>, [英]约翰·阿莫、杰克·雅各布、柯提斯·米尔霍文。

股东大会批准之前,不能决定或采取任何防御行动。<sup>⑤</sup>同时,根据《收购管理办法》第8条第1款规定“被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待收购本公司的所有收购人”,第8条第2款规定“被收购公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施,应当有利于维护公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍”。在我国既定收购监管制度模式下,一方面非经股东批准董事会无权采取防御措施,另一方面缺乏灵活的授权资本制度模式,立法未能提供可以进行反收购的法律武器,导致被收购公司往往只能期待监管当局的介入,这将令人反思我国敌意收购决策权配置的合理性。

#### 四、目标公司反收购的制度安排与条款的合法性认定

敌意收购中的防御措施向来备受争议,原因在于它们给目标公司管理层带来了利益冲突。2016年,通过A股资本市场近1/3的上市公司章程大幅增加反收购条款的事实,可以推断:我国上市公司章程自治下的反收购条款是一个“富于成长性”的领域,同时,如何判断反收购条款的合法性也是一个“富于争辩性”的法律空白。在此,探讨两个关联话题:其一,就反收购条款而言,是留给上市公司自治安排为妥,还是由并购立法给出反收购条款的默认清单或选择清单为佳?其二,就反收购条款的合法性判断而言,是否存在普适的合法性裁判标准或如何进行个案合法性判断?目标公司对于防御收购条款的自治边界在哪里,换言之,如何判断上市公司章程自治下的反收购条款的合法性?

##### (一) 目标公司反收购的制度安排

研究发现,在美国首次公开发行阶段公司章程采纳反收购条款司空见惯,2/3采纳了对敌意收购构成重大障碍的反收购条款,半数以上采纳最为强势的反收购条款,反收购条款的广泛运用表明这些条款经常是富有效率的。<sup>⑥</sup>美国一项关于1994年1月1日至1997年7月1日期间的310家样本IPO公司章程中的反收购条款的经验研究表明,超过40%的样本公司采用了交错董事会,大约6%采用了双重类别的股份结构,24%的公司防止股东召开股东大会,并禁止股东以书面同意的方式投票,从而防止股东在召开年度会议之间采取行动,大约21%的公司章程中写入非股东利益相关者条款。<sup>⑦</sup>美国公司法学者Listokin教授通过比较美国各州反收购成文法的设计方式后发现:如果某个州公司成文法明确载明了反收购条款的可供选择清单,则该州首次公开发行公司的章程之中往往倾向于采取反收购防御条款的安排;反之,若某州成文法未规定反收购条款

<sup>⑤</sup> 参见叶林主编《证券法教程》,法律出版社2010年版,第286页。

<sup>⑥</sup> See Robert Daines & Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, 17 *Journal of Law, Economics, and Organization* 83, 85 (2001).

<sup>⑦</sup> 参见前引⑨, [美]罗伯特·罗曼塔书,第607-608页。

清单 则采纳反收购条款的上市公司比重会下降。<sup>③⑧</sup>

我国上市公司反收购是一种实践性行为,法律文本层面并没有明文予以安排。<sup>③⑨</sup>也正因如此,无论在《上市公司章程指引》或《收购管理办法》乃至迄今生效的司法判决,均没有提供一个清晰的、可供选择的、足以节约上市公司缔约成本的、减少合法性判断的示范文本。每家上市公司基于顺利上市的紧迫需求,丝毫没有动因采纳创新性的可能引发争辩的反收购条款,而是最大限度地避免偏离上市公司章程指引中的示范条款安排。面对敌意收购的现实威胁,在缺乏上市公司章程关于反收购条款的指引下,各上市公司竭尽心思创设五花八门的反收购条款,不仅导致缔约成本高昂,监管复杂,还引发了反收购条款合法性认定的难题。因此,与其耗费司法成本,对争议中的反收购措施的合法性进行个案判断,不如在《上市公司章程指引》或《收购管理办法》之中,列明可以供上市公司选择的反收购条款的默认菜单。这一方案的合理性有三:一是上市公司会倾向于保留法律明文给定的反收购条款清单,以减少监管解释的繁琐或理由的不充分;二是成文法给定的默认清单,比私下谈判得出的反收购条款,在合法效力方面确定性更强;三是最为重要的,收购立法应该给未来上市各类高科技公司或实体优秀企业提供一个治理结构更佳的示范章程。<sup>④⑩</sup>

## (二) 目标公司反收购条款的合法性认定

我国A股上市公司尤其是股权分散的公司,受近期上市公司敌意收购控制权争夺案的警示,委托各大律师事务所出谋划策,拟增订反收购条款。顷刻间,富于独创性的、谙熟域外敌意收购反收购方案的律师身价遽起,上市公司章程反收购条款的文本呈现一派“洛阳纸贵”的气象,甚至惊动证监部门发言,“上市公司章程中涉及公司控制权条款的约定需遵循法律、行政法规的规定,不得利用反收购条款限制股东的合法权利”。<sup>④⑪</sup>上市公司反收购条款的类型纷繁庞杂,是否存在可以统一判断的标尺呢?一种方案是:反收购条款的合法性判断,应设定三个原则,即不能违反法律强制性规定原则;不能违反股东和董事的诚信义务原则;不得损害公司和公司参与人原则。<sup>④⑫</sup>另一种方案是,学者提出各项判断上市公司章程反收购条款合法性的六个标尺:法条是否明文、国家经济政策、矫正市场失灵、公司法基本原理、制式化要求程度、保护弱者。<sup>④⑬</sup>上述标准可供参考,但在立法尚未给定可供选择的反收购措施的示范文本之前,恐怕最终还要回归到个案的合法性判断。按照敌意收购中反收购条款的功能,将反收购条款分为四类进行合

<sup>③⑧</sup> See Yair Listokin, *What Do Corporate Default Rules and Memos Do? An Empirical Examination*, 6 *Journal of Empirical Legal Studies* 279-296-298 (2009).

<sup>③⑨</sup> 参见范健、王建文《证券法》,法律出版社2007年版,第301-302页。

<sup>④⑩</sup> See Luca Enriques, Ronald J. Gilson & Alessio M. Paces, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, 4 *Harvard Business Law Rev.* 85, 105 (2014).

<sup>④⑪</sup> 参见李天真《证监会:不得利用反收购条款限制股东权利》,载《中国证券报》2016年8月27日。

<sup>④⑫</sup> 参见徐洪涛《公司反收购法律制度研究》,深圳证券交易所研究报告2006年3月29日(深证综研字第0132号)。

<sup>④⑬</sup> 参见方嘉麟、朱德芳《公司章程自治之界限——以章程植入反并购条款之可行性为核心》,载《政大法律评论》总第143期(2015年12月)。

法性判断:收购股份稀释收购方比例,典型即“毒丸”计划,也称股东权利计划;控制股东大会(绝对多数条款、限制股东提案权条款);控制董事会(交错董事会—分期分级董事会条款、限制董事资格、董事有因解聘条款);离职补偿条款,即金色降落伞计划。

### 1. “毒丸”计划条款的合法性

“毒丸”(poison pill)作为美国最常见、最有效、最富争议的敌意收购防御措施,源自1970年12月华尔街上的一位杰出律师,即“毒丸”之父马丁·利普顿(Martin Lipton)的“幸运”发现。之所以说美国的利普顿律师是幸运儿,原因在于:(1)目标公司El Paso有未发行已经获得授权的优先股(preferred shares);(2)以股息形式,向El Paso现有股东发行优先股;(3)优先股股东有权单独投票选举董事;(4)特拉华州法院支持了Lipton的防御措施。由此可知,作为防御条款之王的“毒丸”的合法性,取决于三个必备前提:其一,公司法采纳授权资本制度,从而公司存在可以授权但尚未发行的股份;其二,允许类别股份,不同股份享有不同的表决权,包括选举董事的权利;其三,司法支持此种反收购安排。

我国台湾地区“公司法”设有股东新股认购权与股东平等原则,导致无法采纳“毒丸”对抗敌意收购,例如:台湾金泰证券公司为对抗开发金控敌意收购企图引入雷格斯集团入股,就是因为难以获得股东会决议通过的现实反例。<sup>④</sup>法国改革中目标公司被赋予了发行认股权证的权利,但因需要股东大会作出决议,因此该规则构成弱式的防御规则。在日本,“毒丸”计划作为敌意收购的防御措施之一,也以普通公司法改革为前提,即董事会被赋予权力,可以无需征得股东同意而发行股份。以此观之,就不难解释我国被收购目标公司为何无法采纳最具效力的毒丸反收购措施,在我国公司法与证券法文本之中,既没有授权资本制下的授权但尚未发行股份的存在空间,也没有类别股份或类别表决的法律认可,司法审判更无法超越立法承认授权发行或突破一股一权的类别表决,“毒丸”计划实施的必备前提在我国荡然无存。这也说明了“毒丸”这一防御措施的产生,绝非在于某一横空出世的大律师头脑智慧的灵光乍现,更重要的是立法为其提供了可供想象的制度空间。可以说,我国公司法目前采纳的法定资本制不仅导致我国上市公司融资制度灵活性大打折扣,更直接扼杀了被收购的目标公司进行类似“毒丸”计划的反收购防御措施的任何法律想象空间。

“毒丸”作为敌意收购防御条款或措施的合法性,在我国既有法律体系中是一个伪命题,因为在我国根本不存在“毒丸”计划生长的法律土壤。2014年,我国公司注册资本制度的改革,仅仅是将注册资本从实缴登记制改为认缴登记制,仍然是在法定资本制模式下进行关于出资缴纳的微调。作为目标公司防御敌意收购的“毒丸”计划的实施,只能期待在下一轮公司法改革中,考虑从既定的法定资本制模式改为灵活的授权资本制模式。从法定资本制到授权资本制的变革,不仅是资本制度的重大改革,也是公司治

<sup>④</sup> 参见林国彬《敌意收购防御措施之研究——财富性防御措施中之毒药丸为主要范围》,载《台北大学法学论丛》总第71期(2009年9月)。

理制度中股东中心主义走向董事会中心主义的一个试金石。<sup>⑤</sup>“授权资本制是以拓展企业自治、发挥市场活力的赋权型规范为主的资本制度”,<sup>⑥</sup>堪称是英美公司法理学天才的财务与法律制度发明,为公司运作留下了广阔的商业回旋空间,且与大型企业的运作模式相吻合,即公司股东授权董事、董事行使商业判断、董事安排经理执行具体公司事务。这一安排,为敌意收购中作为防御机制的效率运作提供了制度的可行空间。<sup>⑦</sup>同时,未来立法改革不妨引入类别股份制度,类别股对我国现行公司法遵行的资本制度构成挑战,这一制度将使我国目前的公司资本制度具有一定的柔性弹性。<sup>⑧</sup>

## 2. 控制股东大会条款的合法性

敌意收购控制权争夺的实质,在于董事会的控制权争夺,程序上则表现为对股东大会的控制争夺。控制股东大会的手段或章程防御条款有二,即绝对多数条款和限制股东提案权条款。所谓绝对多数条款是指公司进行重大事项决策之际,例如并购、重大资产转让或者经营控制权的更迭等,必须获得绝对多数股东的同意,方能生效。可以说,绝对多数条款是资本多数决原则的体现,是基于公司团体法运作原理做出的合理选择,问题是依据绝对多数条款的安排,目标公司被并购之际,必须取得2/3以上甚至更多的投票权,例如,伊利股份(600887)公司章程、隆平高科(000998)公司章程就是如此。所谓限制股东提案权条款是指章程之中规定股东在股份取得一定时间以后,才能行使召集和主持股东会权利、提案权及董事提名权的条款。例如,龙宇燃油(603003)与山东金泰(600038)公司章程均规定“连续270日以上”单独或者合计持有公司10%以上股份的股东可以自行召集和主持股东大会。

上述绝对多数条款是否合法有效,是一个留待理论争辩的话题,因为这一条款的安排是一把双刃剑,并非仅仅单向限制敌意收购方,若公司章程没有赋予目标公司董事会附条件的撤销该条款的权力,则绝对多数条款的合法性恐怕难下定论。至于限制股东提案权的合法性的争辩逻辑相对清晰,股东提案召集股东大会进而改选董事人选,是股东固有的一项权利,章程设定超过立法限定的持股时间,将加重股东提案的难度,司法或监管者可以断定这一限制股东提案权的条款缺乏合法性依据。

## 3. 控制董事会条款的合法性

敌意收购的控制权争夺,中枢就在董事会的争夺。控制董事会的章程条款,手段可分为三类:交错董事会条款、董事提名权的持股限制条款、董事资格限制条款。上述三者集大成者,即近期伊利股份的章程第53条、第77条、第96条的修改。<sup>⑨</sup>

<sup>⑤</sup> 参见刘俊海《现代公司法》,法律出版社2011年版,第134页。

<sup>⑥</sup> 李建伟《公司资本制度的新发展》,中国政法大学出版社2015年版,第122页。

<sup>⑦</sup> 参见傅穹《重思公司资本制原理》,法律出版社2005年版,第49-52页。

<sup>⑧</sup> 参见朱慈蕴、沈朝辉《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期。

<sup>⑨</sup> 参见《伊利股份章程》第53条要求“持续两年以上单独或合计持有15%以上股份者,方可提议更换或者提名董事。此条规定最有可能给股东更换董事造成难以逾越的障碍”。第77条规定,“将修改章程以及选举更换董监事议案的通过标准,提高到出席股东大会者所持表决权的3/4”。第96条既规定了分层董事会,又限定了符合以上董事提名要求的股东提名新董事的人数比例以及时间间隔。

就交错董事会(分期分级董事会条款)而言,是一个域内外最为常见、合法性尚未达成共识的条款。肯定说认为,法律仅就董事任期设有三年上限,并未限制各董事需同时改选,若公司章程明确采纳董事会分期改选,应属可行;反对说认为,股东会选举董事,均系选举全体董事,现行法框架下是否有空间允许董事分期改选,不无疑问。因此,学者认为现行法律框架下仍存在经由解释允许公司章程采取分期改选的制度空间,若能诉诸立法予以明文,则更为妥当。<sup>⑤</sup> 实则,交错董事会条款是一个中性条款,无论从形式到实质均没有剥夺股东选任董事的权利,仅仅是延缓董事会格局的变更,现行法律框架之下否定这一安排的正当性缺乏足够动因与理由。就董事提名权的持股限制条款而言,早在1998年的“大港油田—爱使章程之争”中就争辩已久,即超越《上市公司章程指引》设定了持股3%以上的股东才享有包括提出董监事候选人提案权的要求是否有效。上述问题的效力之争,本应由司法裁决得出定论,然而最终经过上海证监局约谈,以行政指导方式予以解决。直至今日,大量上市公司章程中列入类似条款,仍需司法对其合法性予以回应,实在是一个遗憾。就董事资格限制条款而言,表现为董事任职条件的章程自治安排。例如,多氟多(002407)章程第101条。对此安排,我国台湾地区“经济部”(97)年经商字第09702112950号解释认为,本条款系赋予董事或监察人较高之作为义务,与台湾地区“公司法”第209条规定竞业禁止的立法意旨并未冲突,甚至更为严格,因此认定了该条款的合法性。

#### 4. 离职补偿(金色降落伞条款)的合法性

金色降落伞,即高管的特殊补偿安排,这种收益就像一把降落伞让公司管理层从重要职位上稳妥离职,故名降落伞计划,又因其收益丰厚如金,故名金色降落伞。在美国,金色降落伞是一种与目标公司高管之间的特别雇佣协议,在控制权变动时提供特定的财务担保。当这种协议覆盖所有雇员或各类雇员时,也可被称为银色降落伞。美国从1984年开始,金色降落伞受制于税法规定,该规定要求对金色降落伞予以报告,金色降落伞支付不代表合理报酬,因此不可被公司作税前扣除。<sup>⑥</sup> 目前我国多家上市公司章程均设置了类似的“金色降落伞条款”,往往规定在目标公司被敌意收购的情况下,公司董事、监事、高级管理人员除非存在违规或任职条件不符等情况,否则不得无故被解聘,若被提前无故解聘,则按其税前薪酬总额的倍数给付一次性支付赔偿金,并按《劳动合同法》另行支付经济补偿或赔偿金。金色降落伞的高管离职补偿安排,究其本质不过是敌意收购方借控制之后的上市公司,清退不合作的高管层。获得控制权之争的收购方从上市资金池之中,支付敌对旧高管层的离职赔偿,避免公司管理层新旧对抗,应该属于董事的商业判断,是否违法或者是否合理,则留给董事的受托义务或商业判断来解决更为妥当。可见,金色降落伞通常能够在理论上被证明为正当,而真正的问题是如何将解

<sup>⑤</sup> 参见张舫《上市公司章程中的董事选任条款的有效性分析》,载《法学》2009年第1期;王建文《我国公司章程反收购条款:制度空间与适用方法》,载《法学评论》2007年第2期。

<sup>⑥</sup> 参见前引③,[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼书,第411页。

雇费限制在合理的额度之内。

## 结 论

自1993年9月我国发生第一例恶意收购案——“宝延风波”至今,我国监管层累积了20余年的敌意收购监管经验教训。面对2016年上演的中国资本市场第二轮敌意收购浪潮,我国立法者、司法者、法学界与实业界仍须重新追问:1. 敌意收购在我国究竟能否创造价值或者增加股东的财富?这种财富增长是否损害利益相关者的利益?2. 在我国职业经理人缺失的现实情况下,敌意收购能否成为替换懈怠管理者的有效外部机制?敌意收购立法是否应该激励并保护勤勉尽责的职业经理人与企业家?3. 我国《收购管理办法》对敌意收购行为相对较为宽松,但有收购必有反收购,缺乏合理的防御措施难以实现公司、股东乃至社会利益最大化,我国立法给目标公司提供了哪些反收购的法律武器?<sup>②</sup>

在21世纪的今天,公司法已经进入到一个富有弹性、开放的体制之中,<sup>③</sup>面对逐利的资本力量不断拷问并购规范之际,只有更加包容开放且充满竞争力的法律体系,才能催生出最富竞争力的商业企业。关于敌意收购的功能之争,尽管尚未形成令人满意的答案,但各国资本市场的实践表明,敌意收购即可成为增进股东财富且提升公司治理的手段,也可能演变为毁掉好企业进而减损社会财富的工具,立法对于敌意收购的规制天平应保持中立。关于敌意收购方权益披露违规行为法律后果的宽严选择,尽管美国立法呈现不断宽松的态势,但考虑我国信息披露规范成效不彰的现状,从整合证券市场信息与维护上市公司收购秩序的初衷出发,立法者不妨借鉴东南亚各国与我国台湾地区的趋严模式,建议立法明文限制违规权益披露的持股表决权,强制要求其将收益限期卖出,并归入公司。关于目标公司防御措施的决策权分配,无论是公司高度自治的美国立法,还是欧盟并购指令改革中的德国等诸多重要成员国,均倾向于将董事会有权采取防御措施作为默认规则。在我国未来股权分散的上市公司越来越多的情况下,公司法可以考虑为董事会中心治理模式预留出相应的制度空间。<sup>④</sup>关于目标公司董事会针对敌意收购进行的商业判断,无论是美国反收购立法,还是欧盟乃至东南亚的反收购立法,均逐渐认可董事会不仅应考虑公司与股东利益最大化,同时必须强调公司社会责任观念,这一趋势应引起我国未来收购立法的充分关注。为了提高反收购条款的效力确定性、提升公司治理水准乃至节约缔约成本考虑,不妨在未来的收购管理办法改革之中,提供一个可供上市公司选择的反收购条款默认清单或示范文本。关于目标公司反收购措施(例如毒丸计划)的实现,有赖于灵活的授权资本制度安排,引入符合融资需求的类

<sup>②</sup> 参见前引<sup>①</sup>沈艺峰文。

<sup>③</sup> 参见[美]劳伦斯·弗里德曼《二十世纪美国法律史》,周大伟等译,北京大学出版社2016年版,第479页。

<sup>④</sup> 参见彭冰《敌意收购引发的立法思辨》,载《财经》2016年第1期。

别股份与类别表决机制,并给予目标公司以充分选择该措施的制度空间。关于目标公司反收购的其他措施,例如持股 20% 以下的股东不再享有表决权,这在美国上市公司股权结构分散状态下的反收购措施,恐怕难以适用于我国股权结构集中的上市公司之中,而员工解雇补偿条款、附期限条件的转售补偿条款与劳动合同不得因控制权转移解除的安排,则似乎具有更大的参考价值。

当下,“资本市场已经成为新时代大国博弈的制高点,中华民族的伟大复兴也期待着强大资本市场的支持和推动”。<sup>⑤</sup>我国的监管者倡导“只有顾及各方诉求,为市场贡献正能量,才能找到属于自己的位置,成为真正被股市接纳的投资人”。<sup>⑥</sup>我国敌意收购的法律改进应该传递这样一个信息,即中国资本市场是“一个正当挣钱的地方,而不是捞横财的地方”<sup>⑦</sup>。敌意收购的法律改革,既要尊重股权文化,保障资本的活跃性,以激励懈怠的管理层,又要抵御恣意利用资本短期获利,进而侵蚀实体经济持续发展的投机行为。

---

**Abstract:** Hostile takeover for the control of a listed company can become a means of enhancing corporate governance or may serves as a tool to plunder the company's wealth. One of the key to avoiding disadvantages is that legislators provide fair rules of the game for the parties to follow and safeguard the rights and interests of stakeholders to ensure that listed companies continue to bear social liability. The regulation on the takeover of listed companies in China is relatively loose to hostile takeover, which limits the development of activities against the takeover. The supervision of the disclosure of the rights and interests of the hostile takeovers should be strict rather than relaxed. In the future, Chinese Corporate Law should consider the introduction of the authorized capital system and the category shares system, the corporate governance will turn to the centralism of board of directors from the shareholder meeting centralism, thus provides the legal space for the anti-takeover activity. Listed companies may provide a list of anti-takeover provisions to reduce the contract costs, which aid to solve the legality problem of the judicial judgment anti-takeover provisions.

---

(责任编辑:王莉萍)

---

<sup>⑤</sup> 祁斌《资本市场与大国崛起》,载《证券市场周刊》2007年第31期。

<sup>⑥</sup> 《险资可做举牌者,但不可做搅局者》,载《人民日报》2016年12月12日第18版。

<sup>⑦</sup> 前引<sup>⑤</sup>沈艺峰文。