

## 上市公司反收购:政策导向、实施偏好与法律边界

● 郭富青 \*

**【内容摘要】** 企业并购在我国的不同历史阶段都承担着重要使命,这样的背景使得我国的法律政策始终对上市公司收购报以支持、鼓励的态度,进而对反收购进行严格的规范与限制。具体而言,股东会中心主义、证券发行核准制、法定资本制以及《公司法》《证券法》中的其他禁止性规定均对反收购措施的空间构成挤压。在这种制度环境下,为了抵抗收购方,公司常常偏好于在章程中设置反收购预防条款,而且倾向于选择不改变资本结构的措施。判定反收购条款合法性的标准包括反收购条款是否违背法律的强制性规定并获得股东大会的批准、反收购是否符合公司的经营利益以及反收购措施是否适度。鉴于违法的反收购条款也可能对收购方形成“稻草人”效应,在客观上阻却收购,有必要通过工商、证券监管和司法裁判的方式对不当的反收购条款进行清除。

**【关键词】** 反收购 政策导向 章程条款 合法标准

我国法律政策以积极促进企业兼并重组为导向,反收购措施则受到限制和挤压。在此境况下,还能为公司反收购留有空间,上市公司在权衡利弊和难易程度之后作出的反收购抉择呈现出哪些偏好,法律规制的边界何在,这些问题均值得探讨,以调整和完善我国收购与反收购制度。

### 一、上市公司收购与反收购行为的法律政策导向

经过 40 年的改革开放,我国市场机制不断发展完善,初步建立了包括资本市场在内的各领域、各层次的市场体系。这一切均为市场化的企业并购的萌生提供了适宜的土壤和环境,企业并购的数量、规模和成交额均不断上升。90 年代中期出现外资并购境内企业,进入 21 世纪后,我国一些具有国际竞争实力的企业开始走出国门向海外扩张,发动了一系列对外国企业的并购。例如,联想、海尔集团、华立集团、中海油集团和万达集团等均借助并购外国企业,陆续进入海外市场。

#### (一) 法律政策对公司并购的态度:依法规范,鼓励并购

改革开放以来,我国法律政策在理念层面一直认同并购具有提高和优化企业资源配置、调整产业与规模结构,实现规模经济效益和改善公司治理的价值功能,其正面的价值远大于并购可能带来的掠夺被并购企业资源、破坏生产能力和资源无效配置等负面价值。因此,为了引进国外资金、先进技术

\* 作者单位:西北政法大学民商法学院。

和管理经验,转变经营机制,增强企业活力,建立现代企业制度,推动资本市场的发育,我国出台了一系列有关企业并购的法律、行政法规和部门规章,为企业并购的发育、发展创造了法律环境。

我国法律政策始终坚持鼓励并购的导向,并且针对不同时期企业发展所面临的问题赋予其不同的使命。法律政策企盼企业并购能够依次承载四个方面的重任。第一,减少、消灭亏损国有企业。政府推动盈利企业并购亏损企业,以缩小或消除国有企业的亏损面。第二,调整企业规模结构。我国企业存在平均规模偏小、大中型企业数目偏少,以及生产集中度偏低等严重问题。宜于发挥规模效益的产业中,企业数量多,普遍低于合理经济规模标准;缺乏合理的分散化,不同规模企业间的关联度、专业化协作程度差,导致竞争过度、投资浪费、高耗低效、规模经济效益低下。<sup>[1]</sup>为了促使企业规模结构趋于合理化,政府积极鼓励并推动企业破产、并购和组建企业集团。<sup>[2]</sup>第三,转变经济发展方式,调整经济结构。1990年至1995年,我国国有工业企业的总产值平均每年增长18.4%。但是,经济效益却未同步提高,而且小型企业的亏损率高于大型企业。为此,中央提出了转变经济增长方式,即“抓大放小”的战略。“着眼于搞好整个国有经济,通过存量资产流动和重组,对国有企业实施战略性改组”,<sup>[3]</sup>最可行、有效的措施就是实行兼并破产。实行大企业、大集团战略,重点抓好一批大型企业和企业集团,发挥它们在国民经济中的骨干作用;采取改组、联合、兼并等搞活企业的多种形式,把一大批小企业直接推向市场。长期以来,我国经济虽然高速发展,但是一直采用粗放模式,高能耗、高污染、低效益,重复建设和产能过剩严重,产业无序发展,结构不合理,难以持续发展。因此,必须转变经济发展方式,推进经济结构战略性调整,而这一目标的实现必须仰仗并购和重组。第四,引入上市公司治理的市场约束机制。1990年至2006年,我国上市公司存在着股权分置现象,致使占上市公司股份发行总额三分之二的国有股和法人股无法流通,上市公司的控制权客观上不可交易。在这种情况下,不可能借助收购建立上市公司治理的市场约束机制。直到2004年至2006年间,股权分置改革实现了上市公司股份全流通之后,才为培育上市公司的市场约束机制创造了条件。2014年国务院发布的《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》明确指出,企业兼并具有完善公司治理结构的作用。《〈非上市公众公司收购管理办法〉起草说明》中则开宗明义地强调:“公众公司收购能对公司管理者形成外部约束,是公司外部治理的重要方式”,所以应当鼓励和促进非上市公众公司的收购,而该种逻辑对于上市公司同样适用。

为了促进公司并购发育,引导其规范、良性发展,我国《公司法》《证券法》对公司转投资、股份的发行、转让和收购的规定呈现出逐渐宽松化的趋势,并且国务院和有关归口管理部门制定了一系列有关企业并购的规范文件,为公司收购提供了各种扶持和优惠政策。<sup>[4]</sup>其宗旨都是为促进企业兼并重

[1] 参见宋炳方:《我国企业规模结构的现状、问题及改革的思路》,《税务与经济》1996年第2期。

[2] 1989年,国家体改委、计委、财政部和国有资产管理局发布《关于企业兼并的暂行办法》;1991年,为了贯彻《国务院批转国家计委、国家体改委、国务院生产办公室关于选择一批大型企业集团进行试点请示的通知》精神,国家计委、国家体改委和国务院生产办公室制定了《试点企业集团审批办法》;1992年,农业部发布《乡镇企业组建和发展企业集团暂行办法》。

[3] 中共十四届五中全会:《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标的建议》(1995年9月)。

[4] 中国证券监督管理委员会先后制定了《上市公司收购管理办法》(2006年5月17日颁布,经2008年、2012年和2014年修订)、《非上市公众公司收购管理办法》(2014年)、《上市公司重大资产重组管理办法》(2001年)、《非上市公众公司重大资产重组管理办法》(2014年);2003年对外贸易经济合作部公布《外国投资者并购境内企业暂行规定》,2006年商务部公布《关于外国投资者并购境内企业的规定》(2009年修订);国务院先后发布了《关于促进企业兼并重组的意见》(国发[2010]27号)、《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发[2014]14号);2014年最高人民法院发布了《关于人民法院为企业兼并重组提供司法保障的指导意见》。

组,营造良好的市场环境,加快经济发展方式转变和结构调整,优化资源配置,提高发展质量和效益。法律政策始终坚信,并购与重组是企业加强资源整合、实现快速发展、提高竞争力的有效措施,是化解产能严重过剩矛盾的重要途径。因此,要突破行业、地区、所有制的限制和地区间利益分配的束缚,以及清除民营资本进入的非法律禁止性障碍,进一步完善体制机制,创造更加优化的法律、政策环境。对企业兼并重组,从取消、下放部分审批事项,缩小审批范围,简化审批程序,改善金融服务,落实和完善财税、土地管理和职工安置政策,加强产业政策引导、服务和管理,健全体制机制等各个方面实行相应的引导、扶持与激励措施。另外,还专门针对上市公司收购,取消以下审批事项:收购报告书事前审核;重大资产购买、出售和置换;要约收购义务豁免的部分情形。地方国有股东所持上市公司股份的转让,下放地方政府审批;对通过发行股份实施兼并不设发行数量下限。在一系列激励企业并购措施的促进之下,企业并购异常活跃。2013年,根据在深圳交易所披露的信息,该市场共发起324件上市公司并购重组,涉及交易金额1951.82亿元,较上年增加68.24%。<sup>[5]</sup>

## (二)从法律政策对上市公司收购的态度反观其对反收购的导向

一国对公司反收购的法律政策导向取决于其对公司收购的态度。美国联邦立法对收购与反收购持中立态度,州立法则多限制收购、支持反收购措施,<sup>[6]</sup>判例法适用董事受信义务和经营判断准则,判定反收购行为是否正当及其董事责任。<sup>[7]</sup>英国和欧盟要求目标公司的董事会恪守“不挫败”或“中立”规则。<sup>[8]</sup>上文已阐明,我国法律政策对企业并购的态度十分明朗:鼓励和促进。因此,其对目标公司的反收购行为势必持严格规范与限制的立场。然而,有学者认为,并购对我国经济转轨与上市公司股权结构调整既有积极意义也存在消极影响,反收购措施可以抑制收购活动的负面作用,促进良性收购市场的形成。因此,我国对收购坚持鼓励与正面引导的立法价值,对反收购措施则应采取既不鼓励也不严厉打击的态度。<sup>[9]</sup>笔者认为,这种观点不仅隐含着对反收购行为放任自流的消极态度,而且也与我国法律政策对反收购一直坚守的严格限制导向以及相关制度挤压反收购空间的现实难以吻合。

《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)为了贯彻对反收购措施严格规范和限制的立场,对反收购作出了以下制度安排。

1. 董事会应遵守“不挫败”原则,将反收购的决策权交给股东大会。《收购办法》第8条第2款规定,被收购公司董事会不得滥用职权对收购设置不适当的障碍。这意味着,被收购公司董事会针对收购的决策和采取的措施,凡不利于公司及股东的,均会被归入滥用职权对收购设置不适当障碍的范围,董事会单独采取反收购措施受到极大限制。《收购办法》第33条规定:“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”从该条规定中,可以看到英国《城

[5] 参见深交所综合研究所年报分析课题小组:《深交所多层次资本市场上市公司2013年报实证分析报告》,第5页。

[6] 例如,美国宾夕法尼亚州1983年制订《股东保护法》,其408节(B)规定,公司董事会、董事委员会、个人董事及公司官员在考虑公司最佳利益时,可以同时考虑根据该利益所采取的行动对公司雇员、供应商、消费者及公司所在社区等相关因素的影响,并据此采取反收购措施抵制收购以维护上述利益相关者的利益。

[7] 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》,《中国法学》2001年第2期。

[8] 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》,罗培新等译,法律出版社2012年版,第242~243页。

[9] 参见汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,《清华法学》2008年第6期。

市法典》“基本原则”第7条和“规则”第21条的影子,<sup>[10]</sup>即反收购的决定权属于股东会,未经股东会批准,董事会不得擅自采取反收购措施。另外,由于我国《公司法》在公司权力配置上实行“股东会中心主义”,证券发行权专属于股东大会,因而董事会无权以发行证券的方法挫败收购要约。由上可知,除了寻求竞争性投标,或对收购方提起诉讼外,上市公司董事会未经股东大会同意,几乎难以自行采取任何其他反收购措施。

2. 强化董事、监事、高级管理人员的义务。《收购办法》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。“不挫败”原则不是要求公司管理层消极坐视不管,而是必须积极地尽勤勉义务。第32条规定,被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查,对要约条件进行分析,对股东是否接受要约提出建议,并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后20日内,被收购公司董事会应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见。收购人对收购要约条件作出重大变更的,被收购公司董事会应当在3个工作日内公告董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况所出具的补充意见。上市公司董事会或者独立财务顾问须对收购人保持独立性,避免利益关联关系。独立财务顾问应当在尽职调查的基础上,对本次收购的公正性、合法性、收购价格、支付方式是否公平合理发表专业意见,并对被收购公司的公众股股东是否接受要约提出建议,以供股东参考,辅助其作出抉择。

3. 确立被收购公司反收购措施合法性的标准。《收购办法》虽然对被收购公司的董事会采取反收购措施加以限制,但并不绝对禁止。允许被收购公司董事会采取必要且正当的反收购措施,其标准和要求是:(1)不得损害公司及其股东的合法权益;(2)被收购公司董事会不得滥用职权对收购设置不适当的障碍;(3)凡对被收购公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响的措施必须经股东大会批准。这些判断标准偏重反收购行为和程序的正当性,以及反收购结果对被收购公司及股东的无害性。它没包含“合理性标准”,即董事会必须合理相信收购对公司的经营策略及有效的经营活动构成威胁;也未采纳“适当性标准”,即对抗措施与威胁成比例,以及并非旨在用来巩固董事个人在公司中的地位;更不涉及“经营判断标准”的适用。<sup>[11]</sup>它仅仅强调在反收购过程中,董事会没有滥用职权、擅自而为,且凡涉及股东大会职权的事项,已依程序作出决定并获得同意,不会出现损害公司及股东利益的结果,则具有合法性。若反收购行为客观上造成了目标公司及股东利益的损失,则无论董事出于何种目的和动机,也不能通过经营判断规则而免责。这些标准比美国判例法中的合法性标准更加严厉;较之于英国《城市法典》与日本相关规范则显得宽松。在日本,没有股东批准的情况下,目标公司采取的防御措施只有在增强了“公司价值”和提供股东利益时,才是有效的。<sup>[12]</sup>

4. 董事未尽诚信义务,擅自采取反收购措施的责任。《收购办法》第80条规定,上市公司董事未履行忠实义务和勤勉义务,利用收购谋取不当利益的,证监会可采取监管谈话、出具警示函等监管措

[10] 《城市法典》“基本原则”第7条规定:“无论何时,当一项善意的要约已被通知给受要约公司的董事,或目标公司的董事有理由认为一项善意的要约即将发生时,不经过股东大会的批准,目标公司的董事不可采取任何与公司事务有关的行为,其结果是有效地挫败一项善意的收购,或对于股东来说,使他们失去一次根据其价值做出决定的机会。”《城市法典》“规则”第21条规定:“在要约期间,或甚至在收购发生以前,如果目标公司的董事有理由认为一次善意的要约即将发生,目标公司董事除了履行更早时期签订的合同之外,不经股东大会批准,不得从事以下任何行为:(a)发行任何已被授权但未发行的股份;(b)发行或授予任何与发行股份有关的选择权;(c)创设、发行或承认创设、发行任何拥有转换或者认购股份权利的证券;(d)出售、处分、购买或同意出售、处分、购买大量财产,除了正常的经营之外,签订任何合同。”

[11] See 493 A.2d 946 (Del.1985).

[12] 同前注[8],莱纳·克拉克曼等书,第251页。

施,可以认定为“不适当人选”。另外,根据《公司法》《证券法》的相关规定,董事会擅自采取反收购措施损害公司及股东利益的,还应当承担相应的民事赔偿责任。由上可知,被收购公司的管理层采取反收购措施的空间十分有限。

## 二、法律对反收购空间的限制与反收购措施的偏好

### (一) 现行法律制度对反收购措施空间的挤压

我国法律虽然不禁止目标公司对敌意收购尤其是恶意收购采取反收购措施,但立法政策对收购持促进和鼓励态度,自然会对目标公司采取反收购措施的空间严加限制和挤压。

1.“股东大会中心主义”立法体例与股票发行核准制对反收购措施的挤压。我国现行《公司法》关于公司治理结构的权力配置模式采取的是股东大会中心主义。《公司法》将与公司组织管理有关的一切重大事项的决策权均赋予了股东大会。根据《公司法》第37条、第43条、第99条、第103条的规定,公司增减注册资本、发行公司债券、合并、分立、解散和修改公司章程,有限责任公司必须经代表三分之二以上表决权的股东通过,股份有限公司则必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。《公司法》第121条规定:“上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十的,应当由股东大会作出决议,并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”董事会除了对公司的经营计划、投资方案、内部管理机构设置、聘任或解聘经理有决定权外,不享有其他重大事项的决定权;《收购办法》第33条更是对要约收购明确规定,收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得采取对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响的反收购措施。董事会要想通过股东大会批准采取反收购措施则难度非常大,一是股东大会集体决策的难度增加,面临着反收购议案通不过的风险;二是履行程序需要较长的时间,很可能错过最佳时机。

现行《证券法》的股票发行制度仍然停留在发行核准制。<sup>[13]</sup>凡公司公开发行证券,上市公司公开、非公开发行新股,除了要经股东大会作出决议外,均须获得证监会的核准。核准制中的实质审查和复杂繁琐的程序设计,致使股票的公开发行从保荐人提交申请文件到证监会同意发行,至少需要95天的时间,长则需要两三年。可见,它注重交易安全的同时,却牺牲了效率。

2.法定资本制对反收购措施的制约。我国《公司法》一直奉行法定资本制,2013年《公司法》修订虽然废除法定最低资本的要求,并将实缴资本制改为认缴资本制,但依然属于法定资本制。认为我国《公司法》已由法定资本制改为授权资本制,是对资本制度模式的误读和误解。<sup>[14]</sup>根据我国《公司法》的规定,公司章程规定的资本总额必须在注册登记之前全部发行完,不允许分次发行,这与授权资本制截然不同。按照授权资本制度,公司章程规定的资本总额即公司拟发行的股份总数,在公司成立时无须全部发行,只要公司成立前首次发行的股份达到法定最低比例,公司就可以登记成立。公司成立后尚未发行的股份,由章程授权董事会根据公司的实际需要决定发行。英美法系多数国家、日本和韩国等一些大陆法系国家均采用了这一资本模式。美国大多数州的公司立法规定,公司章程可以明示

[13] 由于2015年6月股灾的影响,《证券法》中“发行注册制”的内容未能被立法机关审议通过。但是,2015年12月27日,第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议审议通过了《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》,授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行,调整适用《证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定,实行注册制度,自2016年3月1日起施行,为期两年。

[14] 参见赵旭东:《资本制度变革下的资本法律责任——公司法修改的理性解读》,《法学研究》2014年第5期。

授权董事会发行新型优先股,对公司发行的优先股,可由董事会在发行时设定优先股的权利。另外,除非在章程中有相反表示,董事会有默示的权力发行股票选择权和债券,并在发行时设定转换条件,无需股东的一般授权。<sup>[15]</sup>《日本公司法典》规定,公开公司成立时只须发行章程规定资本总额的1/4,公司即可登记成立,公司成立后授权董事会发行股份总额不得超过首次发行的4倍。<sup>[16]</sup>授权资本制为目标公司董事会发行新股稀释收购者的持股比例提供了极大的方便,然而在法定资本制下,公司成立时章程所规定的资本总额对应的股份已经发行完毕,将发行新股作为反收购措施必须由股东大会作出特别决议,董事会无权单独实施该项反收购措施。

3. 法律规范中明确的禁止性规定对反收购措施的束缚。《公司法》原则上禁止公司回购自己的股份,对反收购措施形成制约。“股份回购可以巩固管理者的地位,创造控股股东,向处于有利地位的股东提供退出通道,并会损害债权人利益。”<sup>[17]</sup>为此,我国《公司法》第142条规定,公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:(1)减少公司注册资本;(2)与持有本公司股份的其他公司合并;(3)将股份奖励给本公司职工;(4)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。我国《公司法》如此规定并不是因为回购是一种不正当的反收购措施,而是作为我国《公司法》基石的法定资本制度的自然延伸。立法者认为回购会变相地导致公司资本减少,制造股东之间的不公平待遇。然而,这种对回购一般禁止、特殊许可的制度设计,却无意之中限制了我国公司将回购股份作为一项反收购措施,它几乎堵死了目标公司以回购对抗收购的路径,只有与股份奖励职工计划相结合才有可能勉强使用。此外,《收购办法》第8条第2款规定,被收购公司董事会不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助,这实际上会使董事会借力“白衣骑士”或“白衣卫士”反击收购的机会减少。第34条规定,在要约收购期间,被收购公司董事不得辞职,由此使“人员毒丸”无用武之地。

在我国公司运行的制度环境下,一些在美国公司行之有效的反收购措施,在我国要么不具有合法性,要么实施起来具有很大的局限性或可操作性大为降低。假如,某一目标公司的股东收到了敌意收购的要约,公司拒绝接受并制定股权摊薄计划予以反击,那么该“毒丸”要产生“毒性”必须经过出席股东大会的股东所持表决权的2/3方能通过,还必须报请证监会核准。且不说,因为收购期间股东与管理层利益冲突异常突出,加上分散的小股东对收购缺乏专业判断能力,<sup>[18]</sup>股东大会通过决议的难度本身就很大;仅就所涉及的内外批准程序而言,往往旷日持久,必将使股东坐失良机。再如“降落伞策略”,在美国之外,至少在缺乏股东同意的情况下,向管理人员支付大笔金钱,以至于对管理层形成了反向激励,这种情况通常并不为人们所接受,甚至被认为是非法行为。在德国的曼内斯曼案件中,外国收购人成功收购公司之后,被收购的德国目标公司向其CEO进行了偿付,此举引发了针对CEO浪费公司资产的刑事指控。虽然该案最终以和解收场,未引发责任问题,但法院的这一裁决将使收购前约定向被收购公司管理者支付大笔金钱的妥当性,以及收购后慷慨地大额支付的可能性,都有所降低。<sup>[19]</sup>在我国法律和人文环境下,这一策略所受到的局限性可能更大。这是因为“降落伞策略”对于目标公司的管理者来说,具有明显的“利用收购谋取不正当利益”的嫌疑。然而,利用收购谋取不正

[15] 参见李劲松:《公司反收购与董事受信义务研究》,《现代法学》2003年第4期。

[16] 参见[日]神田秀树:《公司法的理念》,朱大明译,法律出版社2013年版,第122页。

[17] 同前注[8],莱纳·克拉克曼等书,第201页。

[18] 参见赵金龙、李岩:《董事主导“毒丸”反收购措施利弊分析》,《证券市场导报》2009年第11期。

[19] 同前注[8],莱纳·克拉克曼等书,第254页。

当利益是《收购办法》明文禁止的行为。在我国传统文化中，“杀富济贫”被视为正义之举，尤其是当前我国不同阶层收入差距加大，贫富悬殊，社会公众普遍拥有“仇富心理”。“降落伞策略”使管理层获得高额收入，很容易被目标公司的股东视为一种不公平的分配，从而质疑其正当性和合法性。

## (二)上市公司在章程中预设反收购条款的偏好

敌意收购者利用杠杆收购，先发行垃圾债券筹集收购资金。收购一旦成功，收购者便会利用对目标公司的控制权，出售其优质资产偿还对债权人的债务，或分拆公司以获取暴利。恶意收购人也会利用信息不对称、小股东分散难以一致行动等弱点，逼迫小股东出售其股份，损害小股东的利益。例如，收购方采取“前重后轻”双层收购目标公司的股份。<sup>[20]</sup> 恶意收购的这种行径，为目标公司管理层采取反收购措施提供了正当的理由。此外，“目标公司价值被低估”理论也往往成为管理层反对收购的理由。根据这一理论，目标公司的管理层有义务积极抵制哪怕是更高的要约报价，因为公司保持独立自主所带来的长远回报远高于寻求短期收益的机会主义收购人带来的利益。而“谈判权利假说”则认为，当收购发生时，反收购条款可以强化管理层与收购人谈判的力量，目标公司的股东可藉此赢得更高的溢价。对于特定公司而言，如果预期溢价收益超过管理层壁垒所带来的成本，则反收购条款将是富有效率的。“理性的短视假说”则主张，若没有反收购条款，管理层或许会理性地在投资决策方面保持短视。认识到这一问题的公司，在寻求上市时将采纳反收购条款。总之，反收购条款在特定条件下将改善公司的价值。<sup>[21]</sup>

表1 深交所公众公司的反收购措施偏好统计

板块		剥夺股东提名权	提高持股比例	增加持股时间	交错董事会
主板	家数	54	147	68	44
	占比%	11.4	31.2	14.5	9.4
中小企业板	家数	11	48	38	6
	占比%	1.6	6.8	5.4	0.8
创业板	家数	8	37	33	6
	占比%	2.3	10.4	9.3	1.7

由于我国鼓励和促进收购、限制和挤压反收购的制度环境，目标公司在选择反收购措施时，均偏好于收购要约发出之前预设反收购措施，因为公司管理层在要约前比要约后拥有更大的自由来自我防御。<sup>[22]</sup> 根据投资者责任研究中心对1922家公司的调查，20世纪80年代末以来，反收购措施的普及率稳步上升，在章程中规定各类反收购条款的公司在全部被调查公司中所占比例分别是：有优先股空白支票条款的，占88%；有交错董事会制条款的，占58%；有金降落伞条款的，占56%；有毒丸股票选择权的，占52%；有公平价格条款的，占26%；限制股东召集特别股东大会权力的，占34%；限制股东书面表决权的，占32%；要求公司合并须经超级多数股东表决的，占15%；设不同表决权普通股的，占12%；允许董事在面临收购时考虑社会责任的，占6%。<sup>[23]</sup> 虽然，我国《公司法》实行法定资本制，董事会没有发行证券和进行重大资产处置的权力，但是将上述措施事前规定在章程中，并由股东大会表决

[20] 1985年4月8日，持有Unocal公司13%股份的最大股东Mesa石油公司向Unocal的其他股东发出全面收购要约。收购条件是：首轮以每股54美元的价格，以现金收购Unocal37%的股票，从而取得公司控制权；对于余下的Unocal股票，则以账面价值为54美元的高风险、低顺位的劣后债作为对价进行收购。这就是一个典型的“前重后轻”的双层收购要约。

[21] 参见[美]罗伯塔·罗曼诺：《公司法基础》，罗培新译，北京大学出版社2013年版，第527页，第604~605页。

[22] 同前注[8]，莱纳·克拉克曼等书，第257页。

[23] See Dale Arthur Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions*, WestGroup, 1999, pp.312-313. 转引自前注[15]，李劲松文。

通过,似乎就能因股东大会的事前批准而获得合法性。因此,我国上市公司可能更倾向于在公司章程中加入反收购条款。根据深交所公司治理研究中心的统计,截止2012年,在深圳上市的公司对在收购要约之前采取反收购措施已经表现出较为明显的偏好(见表1)。<sup>[24]</sup>

具体分析我国上市公司之所以倾向于在收购要约发出之前采取收购防御措施,主要原因在于:第一,管理层在公众公司持股较少,在公司章程事先设置保护性条款,防患于未然。例如,2012年在深交所主板、中小板和创业板上市的公司中,第一大股东平均持股比例分别是34.26%、37.18%和33.92%,以国际上通行的“持股25%以上作为控股股东”的标准,深市有65%的主板公司、76%的中小板公司和74%的创业板公司存在着单一控股股东。<sup>[25]</sup>在这些公众公司中,管理层的持股较少,均不足以凭借其持股比例保持和巩固自身在公司的地位,一旦公司控制权发生转移就会出现职位不保,所以管理层倾向于在公司章程中作出保护自身安全的预防性安排。第二,当公司管理层面对已经向股东发出的收购要约时,发动反收购措施必定会遇到重重障碍和困难。此刻,目标公司管理层与其股东尤其是小股东之间的利益冲突异常尖锐,小股东往往会一改以往对公司经营管理的冷漠态度,对参与公司重大决策表现出前所未有的热情和关心。例如,2015年3月在“万科股权之争”爆发后的万科第一次股东大会上,持有万科总股本78.75%的股东参与了股东大会的投票,而过去历次股东大会的参与率均不足50%。分散的小股东希望以高溢价将股份出售给收购者;而管理层则希望阻止收购以自保。因此,如果管理者提出的反收购方案不能使股东相信,能够给其带来大于接受收购要约的利益,股东就不会投票批准该反收购议案。第三,事先在公司章程中设置反收购条款易于获得股东大会的通过,为事后实施反收购行为奠定合法基础。事前在公司章程中引入反收购条款,由于提交股东大会表决时收购并不存在,股东与管理层之间的利益冲突并未现实化,增加反收购条款的议案很容易获得股东表决通过。

### (三) 章程反收购条款不改变资本结构的偏好

在“授权资本”与“董事会中心主义”的制度环境下,美国公司的董事会不仅是实施反收购措施的主体,而且能够广泛和灵活地运用改变公司资本结构的措施抵抗敌意收购,例如股权摊薄计划、绿色邮件、白衣卫士、员工持股计划等。然而,就当前我国的法律政策环境而言,凡是与改变公司资本结构有关的反收购措施,无论是于收购要约之前在章程中设置股权摊薄反收购计划,还是在收购要约发出之后启动互相持股或员工持股计划、管理层收购、白衣骑士、白衣卫士和股票回购等反收购措施,均不存在足够的空间。我国公众公司管理者多偏好于预先在章程中设定反收购条款,并且这些反收购条款大多数属于不改变公司资本结构的措施,主要包括:(1)直接剥夺或限制提名权,从表1可以看出,有54家主板公司、11家中小板公司和8家创业板公司直接或间接剥夺了股东提名权,有的公司在章程中规定“第一届董事会候选人由公司发起人提名,新一届董事会候选人由上一届董事会提名”,这意味着股东提名董事候选人的权利直接被章程剥夺;(2)提高持股比例,2012年深市主板有147家公司提高了股东提案权的持股比例,其中有5家公司将提案权门槛提高到5%的持股比例;(3)额外增加提名股东持股时间的要求,2012年深市主板有68家公司附加了股东提名董事候选人持股时间的限制;(4)交错董事会制度,2012年深市主板有44家公司规定了交错董事会,有的公司章程规定每年只能更换董事会的1/5,大大降低应选董事的人数,导致累积投票制失去作用,令董事会对于发生收购时股东

[24] 参见深交所公司治理研究中心:《2012年深市上市公司治理情况报告》,《证券时报》2013年8月12日A12版。

[25] 同上注。

驱除他们的种种做法拥有临时否决权。<sup>[26]</sup>

### 三、公司章程设置反收购条款的法律边界

在收购过程中,目标公司控制权是否能够发生移转牵动着收购方、目标公司的管理层、股东及其公司利益相关者等诸多主体的切身利益,并且主体之间的利益冲突一时间会集中暴发。对公司章程预先设定的反收购条款是否触犯或超越法律预设的边界,目标公司的管理层、股东和收购方时常发生认识和判断上的分歧,甚至往往发生多头诉讼之战。因此,我们有必要对我国上市公司章程设置的反收购条款的合法性加以探讨。

#### (一)评价反收购条款合法有效性的标准

上市公司章程规定的反收购条款是否合法、有效,可以依照以下几个标准加以检测。

1. 章程所规定的反收购条款不得触犯《公司法》《证券法》的强制性规定,凡是涉及股东大会职权范围内的事项必须获得股东大会的批准。《公司法》和《证券法》中的强制性规范是国家意志的体现,不允许公司章程或协议排除适用,也不允许直接、间接或变相地违反其规定。否则,公司章程规定的反收购条款必然会遭到法律的否定性评价,即因违法而无效。例如,2006年新大洲公司修订的《公司章程》第82条规定:“在章程规定的人数范围内,按照拟选任的人数,由连续18个月以上单独或合并持有公司发行在外有表决权股份总数5%以上的股东按持股比例提出4名非独立董事建议名单;由公司董事会、监事会、连续18个月以上单独或者合并持有公司已发行股份1%以上的股东提出3名独立董事候选人建议名单;由公司经营管理层提出1名非独立董事建议名单。提交公司董事会提名委员会进行资格审查。”笔者认为,该规定显然与我国《公司法》第4条和第102条第2款所作的强制性规定相抵触,其对董事提名资格持股比例的要求高于第102条第2款中3%的规定,对独立董事提名资格持股比例却低于3%,另附加连续持股18个月以上的要求,旨在阻挠收购方改组董事会接管公司的进程,以固守现有管理层的地位,不至于因新人主公司的大股东的意志而立即改变。这一规定还会人为地造成持股期限不同的股东对董事候选人提名权的不平等。再者,由公司董事会、监事会提名独立董事候选人,以及由公司经营管理层提出1名非独立董事候选人,提交公司董事会提名委员会进行资格审查,这不仅减少并剥夺了股东对董事候选人的提名权,而且赋予董事会对股东提名董事候选人资格的审查权缺乏法理依据。由此可见,章程第82条违反《公司法》的强制性规定,因而不具有法律效力。这一条款即便是在美国也违反了“一般不得干预股东权原则”,该原则由特拉华衡平法院于1988年在审理Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.一案中确立,要求除非董事会有显然的理由,否则不得在反收购中干预股东权。<sup>[27]</sup>

根据《公司法》《收购办法》的规定属于股东大会职权范围内的事项,董事会未经股东大会决议同意,擅自采取反收购措施对被收购公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响的,该反收购措施亦不具有合法性。

2. 被收购公司的董事会必须合理相信收购对公司的经营策略及有效的经营活动构成威胁,或反收购行为并非只是用来巩固董事在公司中的地位。实践证明,公司无论经营业绩好坏均可能成为收购的对象。这可能是因为收购方对目标公司经营理念、资源配置和管理效力及其整体价值的评价完

[26] 同前注[8],莱纳·克拉克曼等书,第198页。

[27] See 564 A.2d 651 (Del.Ch.1988).

全不同于其现任管理层。当目标公司经营状况良好,管理层的经营理念 and 勤勉管理成效明显,却遭遇了敌意收购的袭击,董事会以收购对公司的经营策略及有效的管理活动构成威胁为由,发起反收购措施维护公司的独立性,通常会被认为具有合理性,并容易获得股东的支持。“然而,目标公司的管理者在保全其公司的独立性,进而维持其薪酬及地位方面,拥有重大的利益;他们作为管理者的效力越低,阻遏收购于其而言利益越大。他们会把制止一切要约的政策,伪装成一种寻求优于迄今为止所有要约的政策。”<sup>[28]</sup>依此而论,当目标公司因管理层的管理效率低下,公司出现连年亏损,并因此招致敌意收购,目标公司的管理层为了维护自身地位和利益,于股东利益全然不顾,依然发动阻碍收购的反收购保卫战,则不具有合法性。

值得特别重视的是,公司章程规定“双重股权结构”的条款是否具有合法性,因为这类条款设计的初衷就是维护创业者或管理层对公司的控制权不因公司公开募集股份而改变,同时这类条款也必然构成收购的壁垒。20世纪90年代初,美国证监会与各证券交易所对双层股权结构的规制已经取得共识,对已经发行的股票,公司不能用任何方式限制、剥夺、减少已有股东的投票权,只能将未来股东自愿放弃投票权作为实施双层股权结构的前提。<sup>[29]</sup>另外,马云的“阿里合伙人制”虽然在形式上不是“双重股权结构”,但是该项安排对创始人保护的力度,相对于双重股权结构有过之而无不及。根据《阿里集团招股说明书》的披露:首先,在阿里集团中存在一群持股的“湖畔合伙人”(Lakeside Partners),享有提名公司半数以上董事会成员的权利,如果被提名者落选,“合伙人”可以再次提名,直至通过为止。此外,若董事因某种原因离开董事会,“合伙人”还有权任命临时董事。根据这一安排,尽管第一大股东 SoftBank 持有阿里公司 32.4%,第二大股东 Yahoo 持股 16.3%,马云和蔡崇信的持股比例分别为 7.8% 和 3.2%,公司所有董事及高管合计持股约为 13.1%,阿里创始人团队却拥有远超出其持股比例的董事提名权,实际上牢牢掌握了公司的绝对控制权。<sup>[30]</sup>如果说双重股权结构是将现金流与资本控制权分离,使资本多数决变成了资本少数决,那么阿里集团所设计的由“合伙人”提名董事的制度安排,则几乎完全排斥了资本对公司的控制权。这种关于董事人选的制度安排直接导致公司内部对董事的法律监督机制和外部市场监督机制全部失灵。在拥有双层管理权安排及“阿里合伙人制”的公司中,如果创始人或管理层控制公司能实行有效的管理,持续提高公司价值,维护这种制度安排对公司、股东和利益相关人均会带来利益,因此具有合理性和正当性。然而,当创始人或管理层的经营理念已经过时,开始变得守旧和保守,公司业绩不断下滑,甚至连年亏损,还维持原有的制度安排,维护创业者或管理层控制公司的地位,必将损害公司、股东与其他利益相关者的合法权益。对此,应当借鉴欧盟《关于收购要约的第 2004/25/EC 号指令》第 11 条的“突破”规则,规定当收购方已经获得目标公司 75% 以上投票权的,收购人召集第一次股东大会时,不允许实施投票权限制,多重投票权一律降为“一股一票”,公司章程载明的有关股东任免董事的“超级权利”也应完全失效。总之,笔者认为,对“双层股权结构条款”与“阿里合伙人制”安排,不能在一个静态节点上仅依据某种理论评价其好坏,在立法中事前予以肯定或否定,必须采用动态的眼光,通过事后司法审查来认定其是否具有合法性。

3. 目标公司的董事会没有滥用职权对收购设置不适当的障碍,实施反收购措施有利于维护公司及其股东的利益。这要求反收购措施与收购对公司形成的威胁成比例,具有适当性,没有超过必要的

[28] 同前注[21],罗伯塔·罗曼诺书,第 578 页。

[29] 参见马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界》,《中外法学》2014 年第 3 期。

[30] 参见小峰:《阿里巴巴披露 IPO 后股权结构:马云还剩 127 亿美元股票》,http://www.techweb.com.cn/world/2014-09-06/2073089.shtml,2016 年 8 月 24 日访问。

限度。如果反收购措施对当前或潜在的收购要约均构成阻碍,从而排除了竞购要约,则不具有适当性。董事会若未履行批准程序,擅自发动反收购措施,显然属于滥用职权对收购设置不适当障碍。

反对收购的举动推高了股价,迫使收购方提高其报价以赢得股东同意或参与角逐。其原因在于,对收购的抵制阻滞了收购的完成,使得其他收购者得以加入竞争,进一步推高了第一位收购人的价格。<sup>[31]</sup>正是基于此,在1986年的Revlon一案中,特拉华州最高法院进一步确立了拍卖规则,即当目标公司无法避免被收购的命运时,公司董事就有义务像拍卖人那样,为股东寻求最佳的收购价格,董事在这一阶段应平等地对待所有的竞价收购者。<sup>[32]</sup>欧盟《关于收购要约的第2004/25/EC号指令》第9条虽然禁止被收购公司的董事会自收到要约时起至要约结果公布或者失效时止,未经股东大会预先授权采取任何反收购措施阻挠要约收购,却允许董事会采取寻找竞价要约的反收购措施。

### (二)章程反收购条款的效果分析

章程反收购条款的效果和功能表现在两个方面:其一,设置障碍,延缓收购方收购、接管目标公司的进程。例如,“交错董事会条款”“绝对多数条款”“限制大股东表决权条款”等,虽然无法阻止收购方成为目标公司的控股股东,但是可以拖延公司控制权的更替,影响收购成本和成功的几率,仍可能使潜在的收购者望而却步,或者令已经开始的收购计划止步不前甚至夭折。其二,阻止收购者获得目标公司的控制权,挫败收购。在设有“股权摊薄计划条款”的场合,当收购方持有的股份已经达到10%至20%的时候,公司会大量低价增发新股,或高价回购除了收购者之外的其他股东持有的股份,致使收购方的持股比例下降,或无力增持达到控股比例。在设置“双重股权结构条款”时,章程按投票权的多少将股票划分为高级和低级两类,低级股票每股拥有一票的投票权,高级股票每一股拥有多票的投票权。高级股票由公司管理层持有,即使敌意收购者获得了大量的低级股票,也难以取得公司的控制权。

### (三)章程中违法反收购条款的矫治

深交所公司治理研究中心认为,部分深市上市公司章程存在着剥夺或限制股东权利的现象,如擅自提高提名董事的持股比例要求,提高提案权的持股比例等,这使监管部门努力追求的保护中小股东权益的目标无法实现,并使“累积投票制”失去实际效果。<sup>[33]</sup>笔者认为,公司章程中违法反收购条款尽管不受法律保护,不具有法律的强制执行力,但是它仍然拥有抵抗收购、损害目标公司股东利益的能力及效果。一方面,它可能起着“稻草人”的作用,对飞鸟产生恐吓,使之不敢进入田野觅食。例如,2001年发生的北京裕兴公司对方正科技的收购案中,方正科技章程规定,董事会有权对董事的资格进行审查。北京裕兴公司及一致行动人在获得第一大股东地位后,要求召开临时股东大会增补董事,而方正科技董事会以北京裕兴公司等推荐的董事候选人资格与章程不符为由,拒绝将裕兴公司提出的增补董事的议案提交股东大会讨论,使收购方无法入主方正科技。尽管方正科技章程赋予董事会董事候选人的资格审查权,这项权利与《公司法》第4条规定的股东依法享有的“选举管理者的权利”相抵触,却仍然成功地抵制了收购。另一方面,如果收购双方对反收购措施的效力发生争议并付诸诉讼,由于繁琐的诉讼程序,无论哪一方获得胜诉,客观上均会产生拖延和阻碍收购进程的效果。再者,如果违法的反收购条款使潜在的收购者望而却步或者使已经启动的收购半途而废,目标公司的

[31] 同前注[21],罗伯塔·罗曼诺书,第514页。

[32] See 506 A.2d 173 (Del.1986).

[33] 同前注[24],深交所公司治理研究中心文。

股东将丧失溢价转让股份的机会。因此,对章程中违法的反收购条款应当采取必要的措施,确认其无效,并尽早将其从公司章程中删除。

1. 工商登记机关、证监会应当加强对公司章程条款的监督和审查,清除章程中的违法条款。深交所公司治理研究中心经研究发现,上市公司之所以能够通过章程限制股东权利,与我国的发行审核制度有一定的关系。在拟上市公司的预审环节,预审员主要关注历史沿革和财务指标的真实性,而忽略对股东权利方面的关注,几乎不会考察公司章程是否违反了《公司法》的相关规定。<sup>[34]</sup>实际上,在公司股票发行上市之前的公司设立登记或变更登记阶段,工商登记机关已经失职在先,没有把守公司章程合法性审查的关口。因此,笔者认为工商登记机关和证监会,在公司设立、变更及其股票准入阶段应当强化对公司章程的审查,消除违法的章程条款。《收购办法》第80条第2款也规定,上市公司章程中涉及公司控制权的条款违反法律、行政法规和本办法规定的,证监会责令改正。早在1998年,我国就发生了著名的“爱使章程之争”:收购方大港油田于二级市场上大量购买爱使公司的股票,成为爱使的第一大股东,而爱使公司的章程中设置了“董事提名权限制”条款,即只有超过法定持股比例并满足附加持股时间条件的股东,才具有提名董事的权利,且董事候选人名单最终仍须由现任董事会确定。双方律师就该条款效力的评价截然相反,该案也成为当年商法学界争议的热点。最终,证监会认定爱使章程“不规范”,并指示上海证券管理办公室约见爱使董事会成员,督促其按照《公司法》的规定修改公司章程。笔者认为,证监会应当充分地行使这项执法监管权,及时纠正上市公司章程中设定的违法反收购条款。

2. 通过司法诉讼程序确认公司章程中违法的反收购条款无效。其诉讼路径有两条:第一,直接向法院提起诉讼,要求确认公司章程的某一反收购条款违法无效;第二,提起股东大会决议无效之诉,即收购方作为股东向法院提起诉讼,请求认定同意修改章程以增加反收购条款的股东大会决议因内容违反法律规定而无效,并要求公司章程删除该无效条款。另外,如果公司章程中的违法反收购条款已经产生损害公司或股东利益的后果,还可以要求没有尽到诚信义务的董事承担侵权损害赔偿责任。

#### 四、结语

我国法律政策始终不渝地坚持激励和扶持企业并购重整的导向,因此针对目标公司实施的反收购措施自然会受到严格限制,致使在《公司法》《证券法》的制度体系内,反收购措施存在的空间受到多方面的挤压,变得十分狭小。但是,法律却从未禁止对敌意收购尤其是恶意收购采取反收购措施,在我国当前的法律政策环境中,反收购行动的实施者往往偏好于事前在章程中规定反收购条款,而这些反收购条款又倾向于采用不改变资本结构的手段。但是,一些反收购措施往往与《公司法》或《证券法》的强制性规定相抵牾,从而引发其是否有效的争议。在公司运行的实践中,即使是违法的反收购条款,也会产生“稻草人效应”,客观上对收购产生阻碍作用。因此,监管部门应当加强对公司章程条款合法性的审查,或通过诉讼途径纠正、清除那些带有违法性的反收购条款。

(特约编辑:季奎明)

[34] 同前注[24],深交所公司治理研究中心文。