

## 上市公司反收购的 权利配置与制度构建\*

李文莉\*\* 艾星星\*\*\*

**摘要:**以 2015 年年底发生的万宝之争为代表,我国资本市场掀起了第二轮敌意收购浪潮。但是我国立法关于反收购的权利配置并不明确,由此导致并购过程出现诸多乱象。鉴此,本文深入研究英国“不挫败”(no frustration)原则以及美国“部分授权董事会”两种并购模式,结合我国特殊的股权结构以及公司治理现状,认为应当将反收购的权利配置给公司股东,并在《公司法》和《证券法》中予以明确,辅以完善的制度构建,在促进并购效率的同时,平衡公司收购与反收购中各方的利益冲突。

**关键词:**敌意收购 控制权争夺 反收购

### 一、问题的提出

2015 年年底发生的万宝之争,是中国资本市场

---

\* 本文系 2016 年国家社科基金一般项目“注册制下证券发行信息披露有效监管研究”(16BFX133)阶段性成果。

\*\* 上海对外经贸大学法学院教授,法学博士。

\*\*\* 上海对外经贸大学法学院 2016 级法律硕士研究生。

史上规模最大的一场公司收购攻防战。在万宝之争中,以王石为代表的万科管理层明确表示不欢迎宝能成为万科大股东。为了阻击宝能,万科管理层一方面寻求监管机构的督促来逼退宝能,另一方面寄希望于通过资产重组引入深圳地铁集团。历时两年,在多方力量博弈之下,最终由国企深圳地铁集团出面终结万宝之争。

万科股权之争刚落下帷幕不久,2017年4月爱建集团股权又起纷争。4月16日华豚企业及广州基金国际首次举牌爱建集团,并称计划成为爱建集团第一大股东,改组董事会。6月3日,广州基金正式发出要约收购报告书。在被举牌之后,爱建集团则先后以“有关事项待核查、重大事项未披露”等为由,持续停牌。同时在6月3日的声明称,“自本公司遭遇举牌以来,已对公司的内部稳定、正常经营、业务发展造成了非常不利的影响,并对公司未来发展带来重大的不确定性”。最后,在上海市政府国资委等部门介入与广州市政府协商之后,爱建集团股权之争以和解方式终局,广州基金放弃争夺控股股东地位。

上市公司的控制权之争,似乎引起了市场主体的集体恐慌。据悉,截至2016年8月底,已有540家A股公司修改公司章程增添反收购条款,而伊利股份则把这股浪潮推上了一个新高度。<sup>[1]</sup>2016年8月9日伊利股份发布《关于修改〈公司章程〉的公告》,拟对公司章程部分条款进行修订。<sup>[2]</sup>其中,第53条规定连续两年以上单独或合计持有公司15%以上股份的股东,才有权提出关于更换或提名董事的提案。但是纵观伊利股份股权结构,即便是其最大股东呼和浩特投资有限责任公司的持股比例也没有达到15%,因而无权提出更换董事的议案。即使新股东购入股票达到15%的要求也还需两年以后才能提出议案,这实际上使得现任管理层可以在两年内地位无忧。

除了以上通过限制股东投票权来实现反收购的规定外,伊利股份章程修改公告中第107条修正提案还提出在公司面临恶意收购时,董

[1] 张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第250页。

[2] 《上海证券交易所内蒙古伊利实业集团股份有限公司(600887):伊利股份关于修改〈公司章程〉的公告》,2016年8月10日,载 [http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2016-08-10/600887\\_20160810\\_2.pdf](http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2016-08-10/600887_20160810_2.pdf),2017年10月12日访问。

事会可自主采取反收购措施。在伊利股份发布章程修改公告后第二天,就接到上海证券交易所关于章程修改的问询函,要求公司对公司章程中拟修订的反收购条款的合法性进行解释。

无论是万宝之争还是爱建股权之争,均是近年来我国资本市场敌意收购频发的一个缩影。所谓敌意收购,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>[3]</sup>与之相反的善意收购是指获得目标公司管理层同意的收购。<sup>[4]</sup>敌意收购与善意收购的区别,主要在于敌意收购是通过外部收购来解决的,主要表现为在二级市场举牌,而善意收购多是通过和董事会谈判、协商来解决的。面对敌意收购,目标公司的管理层往往持抵制态度,并试图通过采取一些反收购措施来阻却收购的完成,如在公司章程中添加反收购条款。管理层采取反收购措施的原因主要有两方面:一方面可能是为了保住自己的职位,因为敌意收购方通常会在收购成功后改变公司经营风格,将低效的管理层清除出公司。另一方面可能是管理层认为敌意收购方的人主并不利于公司的长期发展,其只是为了谋求短期收益。无论是基于何种理由采取反收购措施,其所带来的结果要么是股东利益的最大化,要么是管理层自身利益得到保障。问题的关键在于面对敌意收购,是否需要采取反收购措施以及为什么要采取反收购措施?如果要采取反收购措施,又应当由谁享有这个权利,股东还是董事?笔者将从敌意收购对于公司治理所产生的影响入手,剖析采取反收购措施的理论基础,并提出上市公司反收购的制度构建,从而为敌意收购方与目标公司提供公平博弈的法律规则,促进资本市场的健康发展。

## 二、敌意收购的功能利弊

公司控制权市场通常被视为公司治理的重要手段之一。控制权市

---

[3] 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。

[4] 参见 <https://en.wikipedia.org/wiki/Takeover>, 2017年10月17日访问。

场的存在能够对公司管理层施加压力,若后者未能实现股东利益最大化的目标则会被踢出公司,从而激励管理层尽心尽力为公司服务。但是,敌意收购也可能会导致市场参与方过度关注短期的收益业绩,从而影响推行长期战略的公司价值,这并不利于公司和社会的整体发展。

### (一) 敌意收购的积极作用:管理层监督

敌意收购最大的作用在于对公司管理层进行监督。在现代公司中,所有权与经营管理权的分离被认为是其最大的结构特征。<sup>[5]</sup> 这种分离使得有能力的管理人员可以同有资金的投资者结合在一起,优势互补,共同经营公司。投资者在享有这种分离所带来的收益的同时,同样也会担心它们的资金会被管理层挪作私用。考虑到管理层自利行为的存在,可能会对公司股价造成一定的不利影响,公司股东有激励去确立一种制度安排,从而使管理层的行为处于股东的监督之下。

投票机制就是一种典型的监督形式。通过投票股东可以判定管理层表现良好与否而决定是否继续留用,从而对管理层损害股东利益的自利行为,起到一定的约束作用。但是投票机制并非完美的监督形式。在上市公司中大多数股东都是消极投资者,它缺乏足够的激励去参与公司决策。而且即使股东试图去监督管理层,它们也会面临较为严重的集体行动和搭便车(*free riders*)的问题。没有股东能够获得其对管理层的监督所带来的全部收益,这些收益是根据股东持有股份的比例来分配的,而不是根据股东为监督管理层所付出的努力。<sup>[6]</sup> 因此对于单一股东而言,其缺乏足够的激励去监督管理层。由此导致的结果即为除了少数情况以外,股东通常会投票支持管理层提出的方案。

但是当投票机制同公司控制权市场——敌意收购相关联时,情况就不一样了。为了争夺公司的控制权,外部收购者通常会购入大量的股份,这反过来减少了“搭便车”问题。持有大量股份的外部收购者,它拥有足够的激励去主动参与公司决策并且解聘低效的管理层。投票机制以及通过投票决定由谁来管理公司资产的权力,是公司控制权市

[5] Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publisher, 1932.

[6] Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. Chi. L. Rev. 134, 1987.

场中外部收购者购入大量股份的激励所在。<sup>[7]</sup>

## (二) 敌意收购的消极缺陷:短期主义

敌意收购最大的缺陷在于它让那些只顾短期收益的资本市场投机分子得以阻挠目标公司的长期经营战略,为免于成为这些投机分子的目标,上市公司不得不转而注重短期收益,而放弃长期性投资。<sup>[8]</sup>

对于短期利益的过度追求,可能会导致优秀的管理层被驱逐。这可能会使管理层不愿意在公司投入较多的人力成本(human capital)。管理层通常需要花费较多的个人时间和资源去获取关于公司投资方向、人事和组织运行相关的信息。当这些信息被管理层获取之后,它就使该管理层对于公司而言更有价值。而激励管理层去获取这些信息的动力在于,它们认为公司会长期聘用它们,并且它们能够从其投入中获得回报。<sup>[9]</sup>

股东也能够从这些特定信息中获得收益,因为这些信息的拥有者,即管理层会使得公司经营良好,业绩提升。但是,敌意收购的存在,使得管理层常常面临风险——它们可能被公司股东解聘或者更为现实的,直接被敌意收购者改变公司的经营战略。管理层在公司的投入获得回报的可能性越低,它们就越不愿意将公司利益放在第一位,这就导致公司股东和管理层之间的关系变得越来越糟糕,公司业绩自然得不到提升。<sup>[10]</sup>

但是,对于敌意收购所带来的短期主义,事实上并没有经验证据作为支撑。例如,SEC的首席经济学家办公室(the SEC's Office of the Chief Economist)针对324家投入大量研发成本的公司以及1981年至1984年间177起收购的目标公司的研究表明,收购数量的增加并不会导致研发成本的减少,甚至对于研发投入的提高,在股价上会作出积极回应。<sup>[11]</sup>

[7] 同注[6]。

[8] 张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,载《证券法苑》(2017年总第19卷),法律出版社2017年版。

[9] 同注[6],p.137。

[10] 同注[6]。

[11] Gregg A. Jarrell, James A. Brickley and Jeffrey M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, 1988.

总体而言,敌意收购在降低代理成本,为公司股东带来收益的同时,至少没有给公司股东带来严重损害,利大于弊。因此,从社会经济整体效果来看,应当鼓励敌意收购。但是,考虑到反收购可能会通过提高收购溢价而使股东利益最大化,因此,完全禁止反收购也并不可取。对此,如何通过反收购的制度构建,来促进敌意收购的效率,同时达到股东利益最大化的目的则成为关键。考虑到我国上市公司收购与治理规则在这一方面立法几乎空白,笔者认为可以借鉴英美国家的成熟经验。

### 三、上市公司反收购的权利配置

伴随万宝之争、爱建之争等一系列敌意收购的标志性事件,上市公司的反收购也日益成为中国公众投资人、上市公司管理层以及市场监管机构各方关注的焦点。在这种情况下,上市公司反收购的制度构建势在必行,但首先需要明确的一点在于,采取反收购措施的决策权分配给谁更为合理,股东或是董事会?对此,笔者认为,英美国家的相关经验或许可以给我们带来一定启示。

#### (一) 英国反收购权利配置:不挫败原则

英国法律则将反收购的决策权配置给股东而不是董事会。在英国,公司收购主要是由《并购守则》(City Code on Takeovers and Mergers)来规范。该守则第21条规定,“在要约期间,甚至在要约发出之前,如果受要约公司的董事会有理由相信,一项真诚的要约可能正在迫近,则未经股东大会批准,董事会不得采取任何可能挫败要约或者可能挫败真诚的潜在要约的行动,也不得采取任何可能会使股东丧失自行决定机会的行动”<sup>[12]</sup>。该条规定明确指出未经股东大会批准,管理层禁止采取反收购措施来阻却收购。

“不挫败”原则虽然将接受要约的决策权配置给目标公司股东,但它并没有对公司管理层施加“消极规则”(passivity rule),也即目标公

[12] City Code on Takeovers and Mergers, Rule 21.1.

司董事会可以在符合“不挫败”原则的基础上,采取一些可能对要约结果产生重大影响的行为。例如,公司管理层可以自由地说服股东以特定方式行使其决策权,其原因主要是相较于公司股东而言,现任管理层在关于收购的信息方面更具优势。<sup>[13]</sup> 同样“不挫败”原则也并不禁止管理层试图扩大股东选择面的行为,例如寻找“白衣骑士”(white knights)。因为这种情况并没有限制股东的选择权,反而扩大了其选择面。<sup>[14]</sup>

英国上市公司收购制度是以股东会中心主义为基本原则,其与美国所遵循的董事会中心主义不一致的原因主要在于英国上市公司股权结构的特点。虽然英国上市公司中股权结构分散,但其并没有达到美国高度分散的程度,事实上在英国公司治理中,主要是以养老基金、保险公司以及单位信托公司等机构投资者利益集团为核心。其机构投资者可以代表全体股东的利益,因此对英国的公司治理颇有影响力。收购战在英国刚刚开始的时候,机构投资者是英国公众公司的主要投资者。1959年,英国铝业公司争夺战中,养老基金和保险公司聚集起来讨论其共同利益,并且发布联合声明强调股东选择的重要性。在这一事件中,和现任管理层站在一边的投行严重受挫。因此,在英国铝业争夺战之后,英格兰银行建立了工作组制定善意收购行为准则。机构投资者的代表和投行主导了工作组,管理层代表非常少,雇员代表则不见身影。因此,“英国最重要的收购纠纷解决机构,收购委员会(takeover panel)主要回应的是机构投资者的意愿”。<sup>[15]</sup>

## (二) 美国反收购权利配置:部分授权董事会

美国判例法将反收购的决策权部分授权给公司董事。根据公司董事责任的法理及公司机关权力分配的原则,目标公司管理层有权对收购行为做出合理的反应,特别是对那些为了在获得控制权后掠夺公司资产的收购,其不仅有权而且有义务采取合理的反收购措施,因为目标

[13] Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach* (2<sup>nd</sup> ed), Oxford University Press Inc., 2009.

[14] 同注[13], p. 259.

[15] [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。

公司管理层相对于股东来说更能注意保护公司的长远发展计划。<sup>[16]</sup>

美国允许目标公司董事会相当自由地防御敌意收购,将接受收购的决策权交给了董事会,也就是让董事会来充当股东的组织者及股东利益的代言人,这与美国在公司治理中以董事会作为决策中心的基本立场一脉相承。董事会中心的治理结构有助于促进公司经营管理的专业化,并充分吸引社会资金,增强资本市场的流动性。<sup>[17]</sup>

部分授权董事会的做法必然会引发对董事自利行为的忧虑。为此,美国通过在董事会中引入独立董事来保护分散的股东利益。美国公司法学者 Reinier Kraakman 在 *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 中提道,“真正独立的董事是那些以道德和声望作为主要驱动力的董事会成员,它们与公司任何利益群体之间不存在明显的金钱利益关系”,<sup>[18]</sup>它们在做出决策时更多地受到良心和声望的指引。

公司管理层采取反收购是否合法,还要经由司法审查,判断董事会是否符合董事信义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形成了系列体系化的裁判标尺。例如,Unocal 测试(Unocal test)标准主要分为两步。第一步,对要约收购采取反收购措施的董事会必须证明,“其合理相信收购对公司的经营方针及有效的经营活动构成威胁”。第二步,董事会还需证明,“根据收购具有的威胁程度,其为反收购采取的措施具有合理性”。<sup>[19]</sup> Revlon 规则,则规定在出售公司之际,董事会负有为股东寻求最佳交易方案的义务。<sup>[20]</sup> Blasius 规则,则是规定除非公司的管理层能够证明,的确存在迫不得已的理由(compelling justification),否则无论是否诚信地为公司利益着想,管理层都不得干扰股东的选举投票

---

[16] 张本照、杨善林、王艳荣:《英美目标公司反收购政府规制比较及对我国的启示》,载《经济社会体制比较》2006年第6期。

[17] 同注[8],第148页。

[18] 同注[13],p.93。

[19] 同注[8],第47~48页。

[20] 同注[2],第57页。



权。<sup>[21]</sup>正是通过诸多敌意收购诉讼案件的积累,特拉华州法院才能不断填补并完善董事会采取反收购措施的合法性标准。

### (三)我国高度集中股权架构下反收购权利配置:授权股东大会

英美两国反收购立法建立在资本市场发达,相关法律配套齐全,公司内部治理结构完善的基础上。考虑到我国目前上市公司内部治理结构的不平衡,小股东利益保护机制的不完备,笔者认为,应当参考英国的“不挫败原则”,明确将反收购的权力配置给公司股东,由股东大会对反收购事项批准决定。将反收购的决策权交由股东,一方面可以有效保护股东利益,发挥公司控制权市场对于管理层的监督作用;另一方面也是与现行的《上市公司收购管理办法》第8条“要求目标公司董事会,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得损害股东利益”<sup>[22]</sup>以及《上市公司重大资产重组管理办法》第21条将重大资产重组决定权交由股东大会批准的意图相一致的。将反收购的决策权配置给股东,主要是基于以下三点考虑:

#### 1. 股东民主的体现。

现代公司制度中,股东民主是核心,即股东是公司利益的最终享有者,公司是股东的公司,而非董事会和公司管理层的公司。<sup>[23]</sup>而董事是公司的业务执行者和事务管理者,只不过董事在执行职务时,通常是以董事会的形式采取行动。董事是由股东选任,其只负责公司的经营管理,无权决定公司由谁控制。敌意收购是收购者与股东之间的合法交易,是否采取反收购措施涉及公司资产的重大变动,对此董事会无权采取反收购措施,也无权阻止股东决定以何种条件以及向谁出售股份。<sup>[24]</sup>

[21] 同注[2],第254页。

[22] 参见《上市公司收购管理办法》第8条: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。被收购公司董事会针对收购所做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,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助,不得损害公司及其股东的合法权益。

[23] 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。

[24] 宋永泉:《论上市公司公开收购的法律问题》,载《中国法学》1999年第5期。

股东享有股东权利,根据《公司法》第4条规定,公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。把股东利益放在首位,由股东决定是否采取反收购措施,既是对股东权利的尊重,也是公司法保护股东利益的体现。<sup>[25]</sup>

## 2. 公司治理的需要。

敌意收购作为监督公司管理层的一种有效方式,潜在的收购方会比较公司的潜在价值与当前管理层经营下的公司价值(具体表现为股价),从而监督着管理层的经营业绩。当两者的价格差异过大时,敌意收购方可以买入公司并改善其公司治理,从而获取利润。<sup>[26]</sup>在这一过程中,各方主体都将获益,目标公司股东取得高于市场价格的溢价而获得收益,收购方获得公司新价值与其支付给原股东的价款之间的差价而获得收益。<sup>[27]</sup>

同时,在收购完成后,公司新股东往往会解聘部分低效的公司管理层,这将不可避免地产生一个利益冲突的问题,即一方面管理层必须要基于公司发展和股东利益的考虑,阻却一些以掠夺公司资产为目的的收购行为;另一方面管理层也可能基于保住自身职位的考虑,拒绝所有收购。在这种情况下,要求管理层以股东利益优先或是要求其保持中立都是不现实的。若是将反收购的权利配置给董事,则其可以任意决定反收购,拒绝他人对公司进行收购并在收购完成后改组董事会。这样一来,反收购就极有可能成为管理层巩固自身地位,维护自身利益的工具,而敌意收购也就丧失了其外部监督的作用。因此,是否采取反收购措施应当由股东来决定。

## 3. 我国高度集中股权构架的必然选择。

上市公司中董事是由股东大会选举产生,但是在我国高度集中的股权架构下,大股东一股独大,其往往可以通过在股东大会上行使其强大的表决权来决定董事人选,从而使公司董事成为大股东的傀儡,受到其操纵。所导致的结果就是大股东通过影响董事、经理等管理层来操

---

[25] 同注[23],第125页。

[26] Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1173, 1981.

[27] 同注[26], pp. 1173 - 1174。

纵整个公司事务,谋求自身利益的最大化,而公司董事会虚有其表,无法发挥真正作用,小股东利益无法得到保障。

虽然《公司法》第122条要求上市公司设独立董事,但我国上市公司中独立董事通常是由控股股东推荐,并不能做到真正“独立”,导致其无法有效保障小股东利益。在这样的公司结构中,小股东没有任何话语权,其命运完全掌握在大股东手中。公司股东与管理层之间的代理问题不再是主要矛盾,取而代之的是公司大股东与小股东之间的代理问题。

若是将反收购的权利配置给董事,则其实际上是将该权利配置给公司大股东。在大股东与小股东代理问题本已很严峻的情况下,赋予大股东更多的权利,不仅不能实现促进并购效率,实现股东利益最大化的目的,甚至会适得其反,加剧大股东以权谋私,损害小股东利益的倾向。

对于股权分散的上市公司而言,敌意收购是一种有效的外部监督机制。美国立法是部分授权董事会决定是否反收购,更倾向于保护目标公司管理层;而英国立法则截然相反,由股东决定是否采取反收购措施,倾向于保护目标公司股东。综合借鉴英美两国的相关经验,考虑到我国公司特殊的股权架构,公司治理结构的不均衡,小股东保障机制的缺乏,笔者认为,采用英国的“不挫败”原则,将反收购的权利配置给公司股东,更为符合我国资本市场的发展方向。

#### 四、上市公司反收购的制度构建

由股东在股东大会上投票表决是否采取反收购措施,体现了公司治理的民主性。但是考虑到我国上市公司股权高度集中的特点,投票权往往集中在大股东手中,这就使大股东为了自身利益,往往会通过操纵表决机制来控制公司,损害其他股东利益。对此,应当通过反收购的制度构建,约束大股东利用其支配地位损害小股东利益的行为,维护法律的公平正义。

##### (一)明确反收购权利配置

虽然我们国家已经建立现代化的公司制度,特别是涉及上市公司

的公司治理和收购规则,如举牌制度、要约收购制度等。这使敌意收购得以在我国存在,并指引着各方开展收购行为。但是在这一宏观框架之下,作为成文法国家,我国并未对反收购行为作出具体的制度安排,这使收购双方在面临收购争议时,无法依据有效的法律制度做出正确的选择,也使监管机构在作出判断时无法可依。因此,我国应明确在《公司法》和《证券法》中,规定上市公司反收购的决策权由股东享有。

就《公司法》而言,将采取反收购措施纳入公司重大决策范围内,由股东大会决定是否采取反收购措施。原因在于股东大会作为上市公司最高权力机关,而非常设机构,不可能公司所有事项均由股东大会决定。只有将反收购纳入重大决策范围内,才能在敌意收购发生时,由董事会提议召开股东大会,并进而对反收购事项进行投票表决。

就《证券法》而言,建议在这次《证券法》修改的过程中,将《上市公司收购管理办法》中若干基础性制度添加到《证券法》第四章“上市公司的收购”中,明确反收购的权利由股东享有。这样一来既可以避免《上市公司收购管理办法》位阶过低所可能导致的与上位法的冲突问题,又有利于提高其权威性。

## (二)完善表决机制

如前文所述,我国上市公司股权高度集中,董事会往往受到大股东操控。在对敌意收购事项进行表决时,很可能会出现董事会和大股东幕后操纵,以其他小股东利益为代价从公司收购中谋取私利。虽然《公司法》第103条规定,股东大会决议须经出席会议的股东所持表决权过半数通过,修改公司章程、增减资等事项,须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。<sup>[28]</sup>但这并不能解决小股东理性冷漠以及大股东的幕后操纵的问题,无法有效保障所有小股东的利益。

对此,笔者认为,首先应当确立所有股东平等对待原则,辅之以网络投票制度,使小股东能够参与到公司决策中来。所有股东平等对待

---

[28] 《公司法》第103条:股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。但是,公司持有的本公司股份没有表决权。股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是,股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议,以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

原则,包括两层含义:一是股东拥有公司,股东来决定公司未来方向,因此是否采取反收购的权利由股东享有。<sup>[29]</sup>二是同等对待目标公司股东。所有目标公司股东都应当受到平等对待,无论是大股东还是小股东,都应当接受相同的出价,获得相同的信息披露,不能因为持股份额的不同、是否在公司任职等因素导致所获取的信息不一致。<sup>[30]</sup>

建议在《公司法》中明确上市公司应当在现场会议以外,为股东提供网络形式的投票平台,确保公司所有股东都能够参与到公司决策中来。例如,美国特拉华州在1989年就通过立法允许股东通过网络方式进行投票,德国联邦议会在2000年也通过《记名股份及表决权行使的方便化法律草案》确认电子表决的合法性。<sup>[31]</sup>虽然证监会在《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》第1条第2款,<sup>[32]</sup>以及《上市公司股东大会规则》(2016年修订)第20条<sup>[33]</sup>对于网络投票制度作了规定,但是由于证监会并不享有“真正的”立法权,该类规定或者规则并不具有较强的权威性,法律位阶较低。因此,笔者建议在《公司法》中对于网络投票制度予以明确。此外,对于投票结果,应当在股东大会会后一定时间内披露在相关网站,披露的目的在于让所有股东都能了解到公司决策的具体结果。

另外,建议在反收购措施的表决机制上,采取“少数中的多数决”,

[29] 李莉莉:《我国上市公司并购中控股股东不当定价的监管探析》,载《安徽大学学报》2011年第3期。

[30] 同注[29]。

[31] 房绍坤、姜一春:《公司IT化的若干法律问题》,载《中国法学》2002年第2期。

[32] 参见《中国证券监督管理委员会关于发布〈关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定〉的通知》第1条第2款:上市公司应积极采取措施,提高社会公众股股东参加股东大会的比例。鼓励上市公司在召开股东大会时,除现场会议外,向股东提供网络形式的投票平台。上市公司召开股东大会审议上述第(一)项所列事项的,应当向股东提供网络形式的投票平台。上市公司股东大会实施网络投票,应按有关实施办法办理。

[33] 参见《上市公司股东大会规则》(2016年修订)第20条:公司应当在公司住所地或公司章程规定的地点召开股东大会。股东大会应当设置会场,以现场会议形式召开,并应当按照法律、行政法规、中国证监会或公司章程的规定,采用安全、经济、便捷的网络和其他方式为股东参加股东大会提供便利。股东通过上述方式参加股东大会的,视为出席。股东可以亲自出席股东大会并行使表决权,也可以委托他人代为出席和在授权范围内行使表决权。

即获得少数股东中的多数股东批准,从而保证损害公司和其他小股东利益的并购交易无法通过。<sup>[34]</sup>之所以提出这样的建议,是因为在关于并购事项的决议过程中,多数股东与并购事项具有特别的利害关系,此时多数股东不应就该事项行使表决权,也即股东表决权排除制度。<sup>[35]</sup>这一制度能够有效防止多数股东滥用表决权与公司进行关联交易,从而损害公司和少数股东的利益。例如,在英国和美国,审查公司与多数股东的利益冲突交易时,将少数股东的批准视为最可靠的手段。<sup>[36]</sup>

### (三) 加强收购方信息披露义务

众所周知,信息是资本市场的生命线,构成了资本市场效率的核心要素,信息披露则是资本市场监管的核心环节。<sup>[37]</sup>因此,在敌意收购中,所有股东都应该得到同样的信息,所有与收购相关的信息都要披露。只有充分的信息披露,才能解决定价过程中信息不对称导致的定价不公问题。只有在获得充分的信息之后,股东才能在平衡利弊之后,决定是否要采取反收购措施。

我国信息披露体系建设已经较为完善。对于近年来资本市场上诸多控制权争夺案例,证券交易所、证监会在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——权益变动报告书》(以下简称《权益变动报告书》)等规定的一般信息披露标准的基础上,以《问询函》《关注函》《监管函》等为载体,将交易中需披露的事项扩大、穿透至更深、更细的层次,令很多“深层次信息”不断呈现在公众面前,对交易双方产生了非常大的影响。

但是,我国的信息披露建设仍然存在不足,亟待完善,特别是在敌意收购中往往会出现违反信息披露义务的情况。根据《上市公司收购管理办法》第75条规定,对于违规披露人要求改正,采取监管谈话、责

[34] 同注[29],第137页。

[35] 刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社1997年版,第164页。转引自朱慈蕴:《资本多数决原则与控制股东的诚信义务》,载《法学研究》2004年第4期。

[36] 同注[13],p.191。

[37] 李安安:《股份投票权与收益权的分离及其法律规制》,载《比较法研究》2016年第4期。

令暂停或停止收购等监管措施。<sup>[38]</sup> 相较于违规披露人所可能获得的收益而言,这样的处罚过于轻微,根本起不到惩罚违规披露人的作用,也无法实现信息披露规则的立法初衷。对此,建议参考我国台湾地区立法,对违反披露规则的股份投票权予以限制。我国台湾地区“企业并购法”中规定,“为并购目的,依本法规定取得任一公开发行人已发行股份总额超过百分之十之股份者,应于取得后十日内,向证券主管机关申报其并购目的及证券主管机关所规定应行申报之事项;申报事项如有变动时,应随时补正之。违反前项规定取得公开发行人已发行有表决权之股份者,其超过部分无表决权”。<sup>[39]</sup>

对于违规披露人的投票权进行限制的根源在于,股东享有知情权,当控制权发生变化时,股东有权知道股权发生了什么变化、是如何变化的、收购者是谁、收购目的什么?从经济的角度来看,只有让所有具有不同看法的投资者,在一个信息能够充分交换的证券市场里进行自由交易,才能让投资者知道公司股东在做什么,并提前注意到可能的控制权变动,股票的定价就会更有效率。这将有利于股票市场的完善,同时也有利于公众对于市场信心的增强。

#### (四) 引入并购集团诉讼

虽然公司法中对于公司董事和控股股东的信义义务有所规定,同时,在2006年《公司法》修订时提供了两种股东救济途径:一为直接诉讼,即《公司法》第152条规定;<sup>[40]</sup> 二为派生诉讼,即《公司法》第151

---

[38] 参见《上市公司收购管理办法》(2014年修正)第75条: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。

[39] 参见我国台湾地区“企业并购法”第27条(公司以概括承受或概括让与方式收购之程序),载 <http://www.rootlaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=A040100100004400-1040708>, 2017年10月14日访问。

[40] 参见《公司法》第152条:董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定,损害股东利益的,股东可以向人民法院提起诉讼。

条规定。<sup>[41]</sup>但是在实践中,由于我国特殊的股权结构,小股东诉讼呈现人数众多、分布广泛等特点,小股东诉讼常常面临信息收集、“搭便车”、集体行动困难等问题。我国民事诉讼法中关于群体诉讼的规定只有代表人诉讼,但是在上市公司并购中,当小股东权利受损时,代表人诉讼并不能解决上述困境,无法达到维护小股东利益的目的。

对此,笔者建议引入美国并购集团诉讼制度(acquisition-oriented class actions)。所谓并购集团诉讼,是指州法院通过成本、费用及举证责任转移等控制机制,允许私人律师以原告股东的名义发动和维持的,旨在指控并购中公众公司违反诚信义务并索赔的集体诉讼。<sup>[42]</sup>其优势在于通过胜诉取酬、和解制度下“酬金担保”以及特有的举证责任分配、风险代理制度,激励原告律师积极介入并购流程,同时涉嫌利益冲突的拟被告也不得不主动完善公司治理,充分考虑中小股东利益,确保定价公允、程序公正,从而达到保证并购效益与公平、威吓阻却证券违法行为、完善公司治理等重要目的。<sup>[43]</sup>

在并购集团诉讼中,诉讼原告主要是利益受到损害的小股东群体,可以通过“明示退出、默示加入”的方法予以确认,同时允许原告选择退出。<sup>[44]</sup>而被告主要是违法行为的受益人,通常是上市公司的控股股东、董事高管等公司内部人。另外,还应当确认并购过程中投行、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等中介机构的连带责任,防止中

---

[41] 参见《公司法》第151条:董事、高级管理人员有本法第一百四十九条规定的情形的,有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以书面请求监事会或者不设监事会的有限责任公司的监事向人民法院提起诉讼;监事有本法第一百四十九条规定的情形的,前述股东可以书面请求董事会或者不设董事会的有限责任公司的执行董事向人民法院提起诉讼。监事会、不设监事会的有限责任公司的监事,或者董事会、执行董事收到前款规定的股东书面请求后拒绝提起诉讼,或者自收到请求之日起三十日内未提起诉讼,或者情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的,前款规定的股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。他人侵犯公司合法权益,给公司造成损失的,本条第一款规定的股东可以依照前两款的规定向人民法院提起诉讼。

[42] Elliott J. Weiss & Lawrence J. White, *File Early, Then Free Ride: How Delaware Law (Mis) Shapes Shareholder Class Action*. *Vanderbilt Law Review*, 2004. 转引自李文莉:《美国并购集团诉讼的剖析与借鉴》,载《证券市场导报》2015年第8期。

[43] 同注[42],李文莉文,第73页。

[44] 同注[42],李文莉文,第76页。



介机构与公司内部人勾结,侵害小股东的利益。<sup>[45]</sup>

考虑到我国小股东理性冷漠、集体行动困难等问题,以及律师利己主义倾向所可能带来的滥诉问题,建议充分发挥中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称“投服中心”)的作用,建立专门的投资者保护机构,由其代表中小股东发动并购集团诉讼,帮助中小股东依法及时有效地维护自身权利。投服中心是2014年12月由证监会批准设立并直接管理的证券金融类公益机构,其主要职责就是为中小投资者自助维权提供教育、法律、信息、技术等服务。因此,可以从立法上对该类中小投资者维权组织的法律地位、职能范围等基本问题予以明确,强化其功效发挥的法制基础,同时也可以促进该类维权组织同并购集团诉讼制度的协调配合,践行投资者保护宗旨。<sup>[46]</sup>

## 五、结语

在敌意收购浪潮的席卷下,资本市场频频出现收购与反收购的激烈交锋。我们可以从这些激烈交锋中窥见和归纳出许多具有现实意义的棘手问题,也惊喜于其给市场和既得利益者带来的“鲶鱼效应”。<sup>[47]</sup> 面对着收购与反收购所带来的种种利益冲突,制定公平、有效的游戏规则,是摆在立法者面前具有挑战性的命题。对此,监管者应当明确将采取反收购措施的权利配置给公司股东,同时辅之以完善的制度构建,为收购双方提供明确的指导和指引。只有通过立法完善,构建良好的法律体系,才能在尊重股权文化,保障资本活跃性,激励懈怠的管理层的同时,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。<sup>[48]</sup>

---

[45] 同注[42],李文莉文,第77页。

[46] 陈浩:《〈证券法〉应明确投服中心的功能定位》,载中国证券报·中证网, [http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201612/t20161213\\_5117866.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201612/t20161213_5117866.html), 2017年10月14日访问。

[47] 田晓:《上市公司敌意收购逻辑与反收购实证研究——从和客户的一场讨论说起》,载 [http://mp.weixin.qq.com/s/Qu\\_kd0\\_LFMHtkuNm6RJbcA](http://mp.weixin.qq.com/s/Qu_kd0_LFMHtkuNm6RJbcA)。

[48] 傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期。