

上市公司章程反收购条款的 规范路径

叶林* 吴焯**

摘要:上市公司章程之反收购条款分为直接反收购和间接反收购条款。在股权高度集中型公司章程中,几乎无须制定反收购条款,但在股权相对分散型和高度分散型公司章程中,常常规定反收购条款。我国秉持有限度鼓励公司收购的监管政策,上市公司即使在章程中规定反收购条款,也要体现平等保护股东利益、强化信息披露的原则,不得借公司自治为名,保护部分股东或者董监高的既得利益。

关键词:反收购条款 公司章程 监管 产权理论

无论是 20 世纪 90 年代的“深宝安”收购“延中实业”案,还是近期的“宝能”收购“万科实业”案,都昭示着我国上市公司收购和反收购的大戏早已拉开序幕。总体来看,上市公司无论股权分散度高或低,都存在或隐含着资本在收购与反收购上的博弈。近期情况显示,随着上市公司收购的增多,很多上市公

* 中国人民大学法学院教授。

** 西北工业大学人文与经法学院助理教授。

司试图在公司章程中设置各种反收购条款,以阻却外部收购人的入侵,上市公司收购和反收购不断升温,甚至开始进入白热化状态。针对公司章程反收购条款,本文在类型化的基础上,着重分析反收购条款的立法趋向、产权诱因和学说理论,并就反收购条款的监管提出建议。

一、反收购条款的类型化

为了抵抗敌意收购,在公司章程中设置的反收购条款类型日益多样,并且有不断衍生新类型之趋势。根据中证中小投资者服务中心提供的信息,截至2017年4月30日,该投服中心对29家上市公司进行了30次现场行权,通过在股东大会现场质询、发送股东质询建议函等方式,持续督促上市公司及时修改公司章程中不合法、不合规的反收购条款。^[1]通过对反收购条款进行梳理及分类,主要归纳如下六类不当反收购条款,分别是:第一,提高持股比例或设置持股期限限制股东权利;第二,增设股东的披露义务;第三,增加公司收购特别决议、设置绝对多数条款;第四,限制董事结构调整;第五,赋予大股东特别权利;第六,设置“黄金降落伞计划”。投服中心认为,公司自治不应违反法律,将视情况行使股东诉讼权,并强调,我国《证券法》及《公司法》均未明确限制收购行为,反收购并非上市公司控股股东的法定权利,股东大会是公司的权力机构,董事会对股东大会负责,对全体股东负责,不应仅受控股股东的支配,公司章程不应赋予控股股东特别权利、不得违反“同股同权”的强制性法律规定。^[2]

我们认为,这些反收购条款的确异乎寻常,将其纳入“不当反收购条款”未必有误,但不当未必不法,该等“不当反收购条款”是否具有违法性,是否违反“同股同权”的规则,公司章程可以写入何种反收购条款,是否完全不得写入反收购条款,需要结合现行证券法及相关法律予以分别判断,仅概括地表达立场,难免不够周严。

[1] 投服中心:《完成全面持股 依法行使股东权利》,载中证中小投资者服务中心官网,http://www.isc.com.cn/exercise/201705/t20170517_171506.shtml,2017年9月20日访问。

[2] 投服中心:《六类不当反收购条款当属无效》,载《中国证券报》2017年5月24日,http://finance.ifeng.com/a/20170524/15406515_0.shtml,2017年9月26日访问。

根据反收购条款对公司经营权的控制程度,公司章程反收购条款可划分成直接反收购条款与间接反收购条款。其中,直接反收购条款,多为通过直接或绝对地控制公司的经营权、对外部收购行为进行抵御的方式,如赋予大股东特别权利、增设现有董事保护条款、限制董事结构调整、设置黄金降落伞计划(golden parachute)、毒丸计划(poison pill)等;间接反收购条款,多为间接和相对的手段,即通过增加公司特别决议程序难度,间接提高收购难度的抵御方式,如提高持股比例限制股东提案(名)权、增设股东的披露义务、增加公司收购特别决议、设置绝对多数条款(super-majority provision)等。如图1所示:

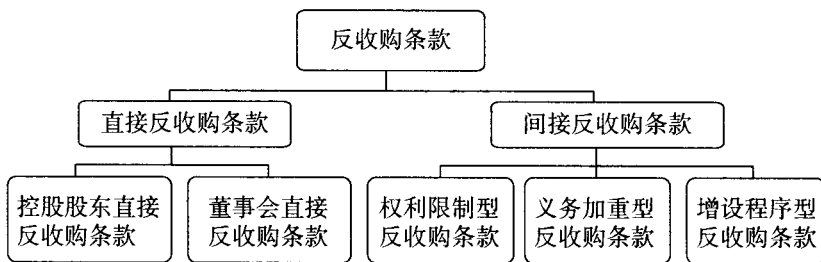


图1 反收购条款的类型划分

(一) 直接反收购条款

控制股东和董事会地位受到威胁,是启动反收购的动力所在。从控制股东和董事会两个角度,可以将直接反收购条款再分为两种:控股股东直接反收购条款和管理人直接反收购条款。

1. 控股股东直接反收购条款

例如,公司章程载有控制股东特别权利、毒丸计划等对控股股东及实际控制人的赋权条款。有关赋予控股股东特别权利的反收购条款,如公司章程规定,当公司面临恶意收购情况时,公司控股股东有权采取或要求董事会采取反收购措施,无须另行单独获得股东大会的决议授权。^[3] 另外,毒丸计划由来已久,又被称为“股权摊薄反收购措施”,

[3] 投服中心:《公司章程不应超越法律,将视情况行使股东诉讼权》,载《每日经济新闻》2017年5月24日, <http://www.nbd.com.cn/articles/2017-05-24/1109935.html>, 2017年9月28日访问。

指目标公司给予现有股东特定的优先权利,如以优惠价格购买目标公司股票或按优惠条件将手中的优先股转换为普通股,并以出现特定情形(典型的是恶意收购方获取目标公司股份达到一定比例)为该权利的行使条件,一经触发,剧增的股份数额将大大增加收购成本。^{〔4〕}由于美国公司法的支持,毒丸计划在美国得以广泛使用,而英国公司法中,则明确指出毒丸计划作为反收购措施是不合法的。^{〔5〕}在我国,通常认为,只要毒丸计划并不违反相关法律法规的强制性规定,司法实践中还是对其效力认可的。

需要指出,控股分为强势控股与弱势控股。控股权意味着控制权,而对公司的控制权意味着对公司资源配置管理的权力。^{〔6〕}受到外部收购人的收购威胁的,通常只是弱势控股股东,而非强势控股股东。因此,持股过半数的控股股东,基本上不用担心被收购人收购,也基本上无须借助公司章程予以防御。极端意义而言,若公司是在强势控股股东的控制之下,收购人买入股票,客观上可以提升公司估值,但不会威胁到该强势控股股东对公司的绝对控制地位。相反,若公司是在弱势控股股东的控制之下,公司会更加倾向于采用各式绝对手段防御外部收购,以维持其对公司的微弱控制地位。

2. 董事会直接反收购条款

如增设现有董事保护条款、限制董事结构调整、设置黄金降落伞计划。以黄金降落伞计划为例,典型表现是对公司管理层提前终止任职进行补偿,增加了更换董事、高管的成本。中国宝安章程的“黄金降落伞”条款内容为:“当公司被并购接管,在公司董事、监事、总裁和其他高级管理人员任期未届满前如确需终止或解除职务,必须得到本人的认可,且公司须一次性支付相当于其年薪及福利待遇总和十倍以上的经济补偿,上述董事、监事、总裁和其他高级管理人员已与公司签订劳动合同的,在被解除劳动合同时,公司还应按照劳动合同法,另外支付

〔4〕 刘凯、孙克强:《反收购规制中的利益平衡》,载《法学杂志》2009年第4期。

〔5〕 在美国,毒丸计划具体形态多样,常见类型有“preferred stock plans”“flip over plans”“flip in plans”“back end plans”以及“poison puts”等,参见 <http://www.money-zine.com/Investing/Stocks/Poison-Pill-Defense>, 2017年9月29日访问。

〔6〕 方红:《我国上市公司控股权分析》,载《南方金融》2005年第2期。

经济补偿金或赔偿金”。〔7〕换言之,一旦公司因并购而导致实际控制人变更,必须保证现有管理层任期内不被离职,否则,上市公司应当支付巨额经济补偿金。对“黄金降落伞”的质疑不断,认为这样的反收购条款措施极有可能成为管理层侵害公众投资者权利的工具。〔8〕

在面临外部收购威胁时,管理层是首当其冲的潜在受损者,其核心原因在于:管理层是控股股东委派或推荐的,控股股东一旦发生变化,管理层难免随之变化。因此,无论是为了保护委托方利益,抑或是为了维护自身利益,难免对公司收购采取对抗措施。从实务上看,提前解除职务,往往是最直接的威胁,因而,通过决议或章程修改,管理层获得巨额的经济补偿,也就成为保护了股东和管理层的重要手段。然而,解除职务形同解约,是否应当获得巨额补偿,这本身就是个问题。同时,若公司章程反收购条款为了保护管理层的利益,宁可牺牲公司利益以阻却外部收购人,这种情形就不仅仅是对抗外部收购,而且直接或间接损害公司利益的行动。

(二) 间接反收购条款

与直接反收购条款相对的,是间接反收购条款。这种反收购条款主要通过修改公司章程有关股东大会的召集、提出议案和表决方式等规定,提高特别决议的通过难度,间接抵御外部投资者的敌意收购。〔9〕无论是股东人数较少的非公众公司,还是股东人数众多的上市公司,形成股东大会决议的过程都无可避免地暗含着利益冲突。直接反收购条款若涉及不当内容的,通常容易识别;间接反收购条款,采取的是间接限制股东权利等增加收购程序难度的方式,往往衍生形态复杂,多种反收购条款叠加,若涉及不当内容,则难以识别。

间接反收购条款可再分三类:权利限制型反收购条款、义务加重型反收购条款、增设程序型反收购条款。

〔7〕 盈科并购与重组专委会:《上市公司“金色降落伞”条款效力评析及运用》,载慢钱头条网,http://toutiao.manqian.cn/wz_eHQz4noXGZ.html,2017年9月29日访问。

〔8〕 周科竞:《金色降落伞是放收购还是谋私利》,载《北京商报》2016年9月27日第6版。

〔9〕 股东大会作出决议所涉程序性事项主要包括股东大会的召集、议案的提出、对议案进行表决等。

1. 权利限制型反收购条款

权利限制型反收购条款,主要指通过限制股东权利,增加收购难度,以间接防御收购行为的章程条款。常见情况是,公司在章程中通过提高股东持股比例或增加持股期限要求,限制股东行使提案权、提名权、投票权等权利。部分上市公司章程反收购条款,通过提高股东大会通过特别决议的难度,以变相限制股东权利。^[10] 如有的公司章程规定,“公司董事会、监事会、连续 180 日以上单独或者合并持有公司已发行股份 10% 以上的股东可以提出董事、监事候选人,董事会经征求被提名人意见并对其任职资格进行实质审查后,向股东大会提出提案,并依据持股比例限制股东可提名董事或监事候选人的人数”。^[11]

2. 义务加重型反收购条款

常见的义务加重型反收购条款是违反“5%”信息披露规则,将应当披露持股比例标准由“5%”降至“3%”,变相加重了股东的信息披露义务。如公司章程要求“投资者及其一致行动人在公司拥有股份达到或超过 5% 时,应向上市公司董事会提交一系列报告”。^[12] 这样的反收购条款明显违反我国《证券法》第 86 条“投资者持有或与他人共同持有股份达 5% 时,应依法履行信息披露义务”的规定。

3. 增设程序型反收购条款

增设程序型反收购条款的典型例子是绝对多数条款,指在公司章程规定,公司进行并购、重大资产转让或者经营管理权的变更,必须取得绝对多数股东同意才能进行,并且对该条款的修改也需要绝对多数的股东同意才能生效。我国《公司法》第 104 条规定,“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”。换言之,表决权的法定比例是 2/3,绝对多数条款

[10] 黑牛食品《公司章程》第 75 条第 2 款将《公司法》规定的法定表决权 2/3 之比例,提高至“3/4 以上通过”。

[11] 投服中心:《公司章程不应超越法律》,载人民网 2017 年 5 月 24 日新闻,<http://www.xinjiangnet.com.cn/2017/0524/1857543.shtml>,2017 年 9 月 28 日访问。

[12] 国光电器《公司章程》第 49 条中要求“投资者及其一致行动人在公司拥有股份达到或超过 5% 时,应向上市公司董事会提交一系列报告”。

的章程比例通常高于此。

(三) 反收购条款有别于防御性条款

公司章程“反收购条款”,不同于境外公司法所称的“公司章程之防御性条款”。反收购条款(anti-takeover provisions, ATPs),又被称为“驱鲨”剂条款(shark repellent)或“豪猪条款”(porcupine provision)。英国《2006年公司法》引入了“防御性条款”(provision for entrenchment)的规则,根据该法第22条,所谓“防御性条款”,是指公司章程可以包括达到如下效力的条款:只有比特殊决议所适用的更加严格的条件被满足或程序被遵守,公司章程的指定条款才可被修改或撤销。另据该法第22~24条,公司可以在制定公司章程中规定防御性条款或经全体股东一致同意在修改章程时增加防御性条款。^[13]

换言之,防御性条款是通过提升公司章程的修改难度,以限制控股股东提议或者建议修改公司章程的举动。由于公司章程须经公司过半数或者绝大多数表决权才能修改,公司章程增加防御性条款通常是控股股东自愿接受的条款,也必将强化公众投资者等股东在公司章程修改上的表决权,因而,在效果上系约束控股股东的利益,而且有利于公司整体利益。公司章程反收购条款的目的,不在于限制控股股东的权利,而在于强化公司控股股东、实际控制人和管理层的权利,甚至不惜牺牲少数派股东或者公众投资者的利益,最终达到抵御外部收购人收购的目的。就此而言,反收购条款与防御性条款反映了南辕北辙的两种价值趋向,切忌混淆。

二、反收购条款的规范趋向

我国自证券交易所设立至今,先后发布多个与上市公司收购和反收购相关的法律和规范。依照时间顺序,主要包括国务院1993年4月22日制定的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条

[13] 王建文、孙清白:《论公司章程防御性条款的法律效力》,载《南京师大学报》(社会科学版)2014年第5期。

例》)、证监会1997年12月16日出台的《关于发布〈上市公司章程指引〉的通知》(以下简称《公司章程指引通知》)、全国人大常委会于1998年制定并多次修订的《证券法》、证监会于2002年公布的《上市公司收购管理办法》(以下简称《2002年收购管理办法》),以及2006年制定、经多次修改并适用至今的《上市公司收购管理办法》(以下简称《2006年收购管理办法》)。

根据上述法律和规范的变迁,可以发现,我国在规制上市公司收购上,经历了从“严格限制”到“有限度鼓励”的转变;在规范上市公司章程反收购条款上,经历了从“明令禁止”到“有限度认可”的转变;在上市公司章程反收购条款的监管上,则始终强调“保护被收购公司及其股东合法权益”的规范立场。

(一) 外部收购:从“严格限制”向“有限度鼓励”的立法转变

争夺上市公司控制权的收购行为,既可以是提升公司治理的手段,也可能演变为掠夺公司财富的工具,其关键在于,立法者要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。^[14]至于这种外部收购行为是“善意”还是“敌意”,取决于外部收购方及其股东是否凌驾于原管理层之上。^[15]

在我国建立证券市场初期,虽然人们对于我国是否会发生上市公司敌意收购尚存分歧,但《股票条例》还是专章规定了“上市公司的收购”。针对其中的“继续买卖”,^[16]《股票条例》根据收购人为自然人或法人,分别作出限制规定。对于自然人持有股票,《股票条例》第46条明文规定“任何个人不得持有有一个上市公司千分之五以上的发行在外的普通股”;对于法人持有股票,第47条则规定,“任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之五时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告”。该条第2款还规定,“任何法人持有有一个上市公司百分之五以上的

[14] 傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期。

[15] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济机构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第162页。

[16] 指尚未触及“要约收购”的买卖上市公司发行在外股票30%以下的情形,后来发布的《证券法》称为“继续买卖”。

发行在外的普通股后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的百分之二时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告”。上述立法反映了《股票条例》制定者在上市公司收购上的谨慎和限制态度。

我国1998年首次制定《证券法》时,转而采取了“有限度鼓励”的立法态度。一方面,《证券法》废弃了区别对待自然人和法人持有股票的立场,转而采用统一的投资者之术语,使自然人和法人遵循相同的上市公司规则。另一方面,《证券法》第79条第1款延续了《股票条例》规定的5%的持股报告和公告基准,但该条第2款则将继续买卖股票之报告和公告的比例上调至“已发行的股份的5%”,从而减少了报告和公告的频率,相应地体现了有限度鼓励收购的立法态度。全国人大常委会在2004年修订证券法时,基本保持了原《证券法》的立场。

反收购规则的价值取向是保护目标公司股东,尤其是中小股东利益,秉持平等对待全体股东、信息披露透明、政府适度干预等原则。^[17]从《股票条例》到《证券法》的变迁,折射的基本立场是:资本市场是资源配置的工具,应当允许、促进、保护资本市场中的公司收购行为,认可收购的正当性是立法者的选择。凡是不违反法律规定而实施收购的,就应当承认其合法性和正当性;相应地,采用反收购措施时,也必须符合法律的规定。

(二) 反收购条款:从“明令禁止”到“有限度认可”的转变

证监会制定的《2002年收购管理办法》,虽因《2006年收购管理办法》的出台而废止,《2006年收购管理办法》又分别于2008年、2012年和2014年进行三次修订,但从上述部门规章的变迁中,仍可清晰地展现证监会在反收购条款上的态度变化。

《2002年收购管理办法》带有诸多特殊的历史印记。其一,《2002年收购管理办法》虽是在《证券法》实施后发布的部门规章,但在《证券法》已就“上市公司收购”做出专章规定并明确“上市公司收购”包括“继续买卖”和“要约收购”的背景下,却只规定了“要约收购”和“协议

[17] 曾祥生、方韵:《论上市公司反敌意收购行为的法律规制》,载《武汉大学学报》(哲学社会科学版)2014年第3期。

收购”,而几乎没有直接涉及“继续买卖”。就此而言,《2002年收购管理办法》几乎无法适用于“继续买卖”中的收购和反收购。^[18]其二,《2002年收购管理办法》在“总则”中分别规定了收购人义务、上市公司控股股东和实际控制人的义务以及被收购公司管理层的义务,但就上市公司的控股股东和其他实际控制人而言,《2002年收购管理办法》仅规定其对“所控制的上市公司及该公司其他股东负有诚信义务”。^[19]由于缺少具体的明确规定,上市公司控股股东或者实际控制人采用反收购措施是否违反“诚信义务”,遂成为重大课题。其三,《2002年收购管理办法》第33条第2款规定“收购人做出提示性公告后,被收购公司董事会除可以继续执行已经订立的合同或者股东大会已经做出的决议外,不得提议包括修改章程在内的六类事项”。^[20]由此可见,《2002年收购管理办法》为被收购公司采用反收购措施设置了巨大的明确障碍。

《2006年收购管理办法》废止了《2002年收购管理办法》,其第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”,没有规定被收购公司董事会不得提议或者采用其他的反收购措施,甚至可以推断,《2006年收购管理办法》不再禁止被收购公司董事会采用前五项反收购措施。就我国而言,尽管理论上许多反收购措施都有可应用的空间,但是诸多国外的反收购措施

[18] 《2002年收购管理办法》第3条:“收购人可以通过协议收购、要约收购或者证券交易所的集中竞价交易方式进行上市公司收购,获得对一个上市公司的实际控制权。收购人进行上市公司收购,应当遵守本办法规定的收购规则,并按照本办法的规定及时履行报告、公告义务。”

[19] 《2002年收购管理办法》第8条:“上市公司的控股股东和其他实际控制人对其所控制的上市公司及该公司其他股东负有诚信义务。”

[20] 具体包括:“(1)发行股份;(2)发行可转换公司债券;(3)回购上市公司股份;(4)修改公司章程;(5)订立可能对公司的资产、负债、权益或者经营成果产生重大影响的合同,但是公司开展正常业务的除外;(6)处置、购买重大资产,调整公司主要业务,但是面临严重财务困难的公司调整业务或者进行资产重组的除外。”

却并不适合于我国,需结合具体制度空间进行分析。^[21]

(三)“保护被收购公司及其股东合法权益”的监管立场

在公司收购中,首当其冲受到威胁的是两类主体:一是被收购公司的控股股东和实际控制人;二是被收购公司的董事会。上市公司收购和反收购当然会影响到其他投资者的利益,但其他投资者受影响的程度,显然低于被收购公司的控股股东、实际控制人和管理层,因而,一方面,反收购措施往往是有利于控股股东、实际控制人以及公司管理层,而未必有利于被收购公司的少数派股东。当然,另一方面,外部收购也未必有利于被收购公司的少数派股东。在境外证券市场的收购监管实践和中小股东保护理论中,尽管承认中小股东对其个人持有股份的私人财产权利,但出于对收购行为的鼓励,大多数国家都会针对收购人在成功实施全面收购的前提下,如果收购方已经持有绝大多数比例的被收购公司股份并实质控制公司时,法律和监管实践大多允许收购人以公平价格强制收购其余未接受要约的股东所持之股份,该项特殊权利被称为“收购挤出权”。^[22]

包括针对公司章程反收购条款的规则在内的上市公司收购监管规则,应当在整体上有利于被收购公司及其股东,应当一并保护全体股东利益,而不应成为保护特定股东或人群利益的特殊规则。从《2006年收购管理办法》来看,监管机关在上市公司收购和反收购上采取的监管立场,是在信息披露的基础上,最大限度地保护被收购公司及其股东的合法权益。上市公司收购主要涉及收购人、被收购公司、被收购公司股东、被收购公司管理层,究竟站在何种立场上予以规范,是根本问题。

在信息披露方面,《2006年收购管理办法》贯彻了证券法的信息披露规则,强调“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,应当充分披露其在上市公司中的权益及变动情况,依法严格履行报告、公告和其他法定义务”。在实体规则方面,《2006年收购管理办法》规定的各主体之法定义务,均以保护“被收购公司及其股东的

[21] 王健文:《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。

[22] 郑彧:《上市公司收购法律制度的商法解读》,载《环球法律评论》2013年第5期。

合法权益”为落脚点。该管理办法第80条第2款特别规定,“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,中国证监会责令改正”。

就此而言,在判断公司章程反收购条款之效力时,应当充分考虑“被收购公司及其股东的合法权益”,即以被收购公司及其股东的合法利益最大化为归宿。虽然公司利益与股东利益并不完全一致,但是股东在公司各利益主体中与公司、董事三者处于核心地位,股东对公司拥有所有权和最终控制权,公司的利益并不是终局性的,一般认为,公司股东是公司利益的最终享有人。^[23]当然,利益最大化有多重含义,相对稳妥的解释是,有助于正确反映公司的价值,有助于准确反映“溢价”水平。收购人为了取得股份,必须遵循慢走和权益公开的原则,在结果上,就意味着市场将随着收购的进行而不断调整被收购公司的市场估值,这通常向全体股东尤其是散户股东提供了较高的溢价。相反,如果反收购有助于提升公司的估值,则是需要特别考虑的事项。

三、反收购条款的产权分析

经济学中的产权理论认为,企业的本质是一种利益相关人间的契约关系,其中十分重要的两个概念是收益权与控制权。^[24]而股权结构在相当程度上对公司治理结构起着决定性作用,关系到投资者对公司的控制权,进而决定了投资者的利益保障。^[25]按照证监会发布的监管规则,股票发行人在申请公开发行并上市前,需要制定符合证监会《上市公司章程指引》规定的公司章程。证监会自发布首份《上市公司章程指引》至今,虽数度修改《上市公司章程指引》部分内容,但指引在上市公司收购上采取的基本态度没有变化。

[23] 郑佳宁:《公司收购中目标公司董事的忠实义务研究》,载《中国政法大学学报》2014年第6期。

[24] 郑德理、沈华珊:《公司治理中的股权结构》,中山大学出版社2002年版,第8~9页。

[25] 吴高臣:《目标公司小股东的法律保护——以要约收购为背景》,中国海关出版社2003年版,第178页。

在证券市场上,收购人大量收购上市公司股票,通常都会提升公司股票市值。这往往有利于财务投资者和少量股票的持有人,却难免影响公司既有的控制权结构,主要是影响公司控制股东和管理层的既有利益。因而,意图不明的外部收购人难免遭遇控制股东、董事会及其控制下公司的对抗。控制股东和管理层为了应对恶意收购或者意图不明的外部收购,巩固其在公司中的地位,既可能采用各种市场的反收购应对措施,还可能修订公司章程,为外部收购设置障碍或者增加外部收购的成本。就此而言,收购或者反收购措施的根本目的,均在于实现公司控制权的再配置。如图2所示:

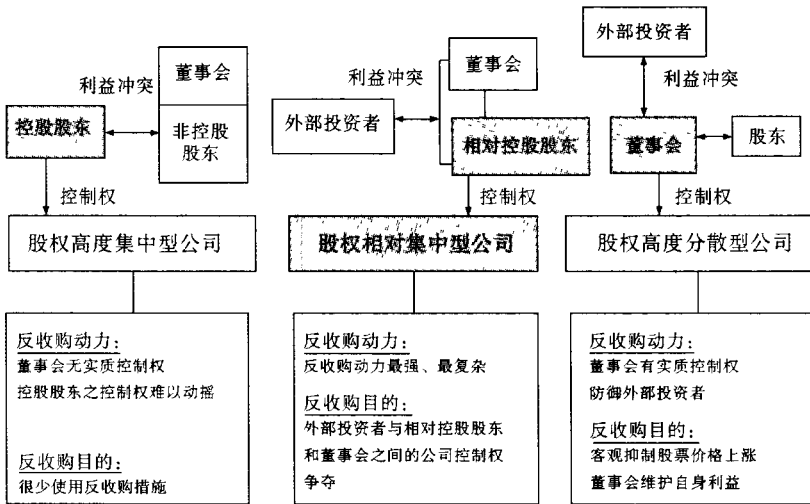


图2 公司股权结构与反收购间的关系

(一) 股权集中度与反收购的动力

公司控制权配置的决定要素是股权集中度。公司股权集中度不同,公司控制权的配置及效果遂有很大差异,因而,需要结合公司的具体情况予以判断。依据股权集中度的因素,可以将上市公司分为高度分散型、高度集中型和相对集中型三种。不同股权集中度下的股权结构,会令股东间的利益构成、势力对比有所不同。处于产权劣势的股东,可能因与其他股东结盟而共享利益、信息,并且股权结构的分散或

集中,也会直接改变控股股东的评定标准。^[26]在不同的产权结构下,公司、控制股东或者董事会即使在公司章程中设置反收购条款,其面临的实质问题也有所不同,反收购措施的运行效果存在较大差异。

在股权分散型公司中,董事会本来就是公司权力的核心,外部投资者收购公司往往危及董事会的地位,董事会在动议修改公司章程时,难免考虑到保护董事会利益的需求。例如,阿里巴巴公司在美国上市前,为维持董事会地位,在公司章程中规定了“湖畔合伙人制”,即由30名创始合伙人行使过半数董事的提名权,从而抑制了外部投资者改造董事会的企图。^[27]英美等国中,股权分散型公司的数量较多,第一大股东持股10%以上者实属罕见。若在董事会动议通过金降落伞计划等反收购条款,股东未必清晰地了解该等计划的真实意义,也未必清晰地预见到该计划实施的可能性,分散的股权结构更是难以遏制董事会提出的补偿动议。就此而言,股权分散型公司通常辅之以董事会主导的公司控制结构,公司通过或采用的反收购手段,常常带有维护董事会地位的色彩,相应地,分散型公司的反收购,主要是化解外部投资者与董事会之间的利益冲突。

在股权集中型公司中,公司控制权结构发生了较大变化。董事会虽在法律上控制着公司,单一股东的实际控制能力却不容小觑。一般而言,持股比例较高的股东,既可以有效地控制公司章程的修改进程,也可以有效地推动董事会成员的更换,这就容易强化董事会对于单一股东或者股东大会的依附性,控股股东易于成为公司控制权的中心。在股权高度集中的公司,大股东会拥有更强烈的监督管理者的动机,并拥有为自身利益更强大的权力。^[28]此时,如果《公司法》偏重于加强股东大会的职权,则会进一步捍卫控股股东或者股东大会的控制地位,进而进一步弱化董事会的职权和地位。股权集中型公司也会遇到外部收购人的恶意收购,但其采用修改章程等方式抵御外部收购的意愿明显

[26] 魏明海等:《从股权结构到股东关系》,载《会计研究》2011年第1期。

[27] 康鹏:《阿里首次完整披露“湖畔合伙人”制》,载《长江日报》2014年5月8日第13版。

[28] 张汉飞、张汉鹏:《国有商业银行公司治理改革问题研究》,载《山西财经大学学报》2005年第3期。

较低。事实上,一旦控股股东持股比例足够高,就足以抵御各种恶意收购的行动。因而,对于股权集中型公司而言,由于控股股东的强势存在,几乎无须担心恶意收购。即使出现敌意收购人,其后果往往就是提高了公司市值和控股股东的身价,却难以撼动其控股地位。在股权集中型的公司中,控股股东更容易通过限制少数派股东的权利,以进一步强化其对公司的控制权,此时,面临的问题主要是控制股东和散户投资者间的利益冲突,相应地,公司章程修改的目的,主要是为强化控股股东地位,而反收购措施却常常徒有虚名。

与股权高度分散型和高度集中型公司相比,股权相对集中型公司遭遇恶意收购的不确定性较高,因此对抗恶意收购的动力最为强劲,标的公司采用的反收购措施也最为复杂。由于缺少绝对强势的控股股东的对抗,收购人通过强行收购较多股票,将直接威胁单一股东的相对控制地位。即使多个原有股东同意采取一致行动,却仍很难有效排除收购人采用各个击破的收购策略,因而,恶意收购很容易招致相对控股股东的反击。与此同时,在缺少强势控股股东的情形下,董事会的实际作用相对较大,一旦恶意收购危及董事和董事会,也难免招致来自董事会的反击和对抗。由此可见,相对集中型公司的反收购条款针对的主要是,外部投资者与原有股东和董事会之间的利益冲突。

(二) 股权集中度与反收购条款的目的

股权高度集中型、相对分散型以及高度分散型的划分方式是静态的。但公司的股权结构变化过程却是动态的,从长期趋势来看,公司上市时间越长,外部融资越多,股权分散度则往往越高。伴随着公司不断再融资,除非原有股东有能力跟进继续投资,否则,其持股比例必将被逐渐稀释。为避免股权稀释带来造成的失权,原有股东与其他股东协同行动的可能性会提高。然而,各种协同多是建立在协议或者默契基础之上,随着公司结构和市场关系的变动,协同者的持股难免此消彼长,难免出现分歧,协同难免解体。

在股权分散型公司中,反收购不仅在客观上抑制了股票价格的提升,而且更容易转化为董事会维护自身利益的行动。如果公司股权是

高度分散的,股东就缺乏密切监督公司经理人员的足够热情。^[29]在股权集中型公司中,董事会很少拥有实质意义上的控制权,恶意收购也很难动摇控制股东的地位,各方利益冲突不明显,恶意收购和反收购的实际价值有限。在股权集中型的公司中,很少采用反收购措施,主要的利益冲突产生于控制股东和散户投资者之间。最难说明清楚的,往往是股权相对集中型公司。该类公司中,反收购条款的性质带有很强的不确定性,往往充斥了相对控股股东、董事会、公众投资者及外部投资者之间复杂的利益纠葛。外部投资者一旦实施恶意收购,不仅危及原有股东的地位,也危及董事会成员的地位,除非外部投资者明显缺少持续经营公司的能力和目标,公众投资者则可以从中渔利。

在上述三种典型结构下,公司上市后修改章程的目的,以及修改中设置反收购条款的目的,显然不同。从公众投资者角度来看,公司收购在总体上是有益的。这是因为公众投资者既无法影响公司决策,也不会对公司决策形成影响。当然,若收购有利于公司长远发展,公众投资者除了基于高溢价而变现部分证券外,也可以选择继续留守于公司,期待未来获得更高的溢价回报。就此而言,公众投资者基本上属于收购行动的受益方。

不过,上述分析主要是针对市值相对较小的上市公司而言。对于市值规模巨大的公司而言,任何收购人都难免遇到收购资金上的障碍。当然,上市公司市值规模大小,是相对的概念,既可以在各个上市公司中予以横向对比,也可以在上市公司市值与收购人资金规模之间进行纵向对比。以宝能收购万科为例,万科虽然几乎是国内房地产行业市值最大的公司,但相对于宝能可动用的资金而言,万科却未必是无可撼动的。

公司增设反收购条款的初衷和目的是复杂多样的,在不同股权结构下,原有的股权结构、董事会的地位和利益、外部收购人的目的、公司市值、公司收购规则等诸多因素相互结合,既无法得出反收购条款当然合理或不合理的结论,也无法提供一个完整的解决方案。

[29] 朱科敏:《我国证券公司股权结构理论分析》,上海财经大学出版社2006年版,第6页。

四、反收购条款的规范理论

收购和反收购是相互对应的两种市场行为,或为外部投资者的入侵与介入,或为公司及其董事会的防御与抵抗。然而,收购和反收购的共同本质均在于达成公司控制权的再配置。外部投资者为了取得控制权,往往不惜一切代价投入各种资源,不惜采用一切灰色收购手段,甚至不惜偏离《公司法》和市场监管规则提供的基本框架。与此同时,反收购人同样会采用一切手段予以对抗。其中,原有股东抵御收购时,可以相对自由地博弈,但公司抵御收购时,却要同时遵守上市公司监管规则和公司章程。因此,公司为了证明反收购手段具有正当性,有时以即时通过的临时决议支撑其反收购措施,有时则以事先通过的公司章程支持其反收购。因此,无论收购或者反收购是否有助于提升资源配置效率,无论一国是否存在所谓的控制权市场,就微观而言,必须证成公司章程之反收购条款的正当性。

(一) 反收购条款与公司自治

反收购条款应否遵循“公司自治”的原则,是许多学者讨论的重要问题。严格地说,不仅反收购条款本身是否适法值得讨论以外,“公司自治”的含义和边界也有商榷余地。公司自治具有边界毋庸置疑,而公司自治边界涵摄的内容、理论研究 with 制度完善的何去何从仍是“剪不断、理还乱”。^[30] 就此而言,将公司自治作为支持各类反收购条款正当性的论证,当然是值得怀疑的。

《公司法》通过扩大股东投资的自由度、扩张股东的实体权利、扩大公司章程自治范围、放松对公司经营行为的限制、扩张股东诉权等方式对股东与公司自治予以扩张。^[31] 公司章程之反收购条款种类繁多,就如同公司决议一样,要经得起《公司法》第 22 条的适用评价。即使

[30] 赵万一、李俏丽:《论公司自治的法律边界》,载《河南财经政法大学学报》2013年第3期。

[31] 罗泽胜:《新〈公司法〉对股东与公司自治的扩张与限制》,载《法学家》2006年第4期。

仅就公司自治而言,其核心在于:在尊重《公司法》规定的组织框架下,尽力排斥政府或者行政权力对公司权利的过度侵蚀,确保公司自主决定其内部事务;鼓励、支持股东积极参与公司的重大事务,鼓励、支持董事会和管理层按照商业判断原则办理公司事务;通过公司机关的设置及其合理运行,激励、约束公司管理层的经营行为,确保公司及其董事会公平对待公司全体股东,促进、保护全体股东的共同利益。在这样的含义下,公司和董事会至少承担了公平对待全体股东、保护全体股东共同利益的义务,而不能放任管理层不正当地损害股东的正当权利;公司及其管理者有权排斥或者减少政府对公司事务的不当干预,但绝非简单排斥监管者适时介入公司治理的可能性;上市公司要保护和促进公司股东的利益诉求,还要维持外部投资者收购上市公司的正当渠道,而非摧毁证券市场的一般秩序。

上市公司收购,直接涉及公司控制股东、少数派股东、董事会和管理层、外部投资者等多方利益,上市公司反收购同样涉及上述各类主体。各类主体既存在诸多共同利益,也存在差异化的个别利益,既存在静态的当期利益,也存在动态的长期利益。尤其是在变动不居的资本市场中,各种利益主体和利益关系不断分裂、交织。对于此等利益构造,收购和反收购规则必须保持在基本框架下的弹性与灵活,既无法完全在资本多数原则下简单自治自决,也无法完全仰仗立法者提供整齐划一的利益分配方案一致行动。即使公司存在偏离基本框架的实践,也无法简单归入合法或者不合法的箩筐。

(二)反收购条款与证券市场秩序

公司章程中拥有较多防御措施的,会间接增加对标的公司的收购成本与收购难度,导致收购人的收购意愿降低。^[32] 公司章程在《公司法》的基础上,梳理了各方参与者的关系,反映了投资者的权利价值,直接影响到公司股票的价值。因此,如果允许公司完全自由地商定章程,则在客观上造成各公司参与者的不同利益关系,从而形成了股东或者投资者权益的较大差异,进而直接影响到股票的定价。这种差异化公司章程或许有助于准确地反映公司股东的意志,但实质功效值得怀

[32] 陈玉罡、石芳:《反收购条款、并购概率与公司价值》,载《会计研究》2014年第2期。

疑。相对而言,差异化公司章程往往带来交易成本的提升和交易效率的降低。

证监会已就上市公司章程提供了指引,这种指引的好处不言而喻。其规定了上市公司章程的基本内容,在不违反法律、法规的前提下,上市公司可以根据具体情况进行微调,增加或修改《上市公司章程指引》规定的必备内容的,应当在董事会公告章程修改议案时进行特别提示。^[33]一方面,上市公司内外部关系异常复杂,完全仰仗各方协议,解决各方的利益关系,这是不现实的。仅就交易成本而言,协议成本巨大,监管机关指定章程指引,并明定偏离指引的公司章程条款要予以说明,这在客观上限制了各方自由协商的空间,却消除了协商制定章程的高成本。因此,虽然各方针对指引的适应性存在分歧,但在总体上,仍应肯定章程指引的积极意义。另一方面,章程指引基本实现了上市公司股票品质的衡量基准。在如此情况下,即使投资者不阅读公司章程,也能大致了解公司股票的品质衡量标准,缓和了对证券交易的误解,在客观上形成了品质衡量标准的整齐划一。

以公司章程之董事提名条款为例,当前法律规定不尽明确,若交由公司章程自定,至少在理论上,存在董事会提名、控股股东提名、少数派股东联合提名以及外部人提名等多种做法。若像阿里巴巴那样,将董事提名权交给外部人决定,在实质上排斥了其他股东和外部投资者提名过半数董事席位的可能性。这不仅限制了外部投资者在收购时提名过半数董事席位的可能,而且也说明外部投资者无论持股多少,均将无法获得过半数董事席位,从而无法获得公司控制权。相应地,外部投资者恶意收购的价值明显降低。尤其是,若部分公司开放董事提名权,部分公司限制董事提名权,这在客观上也造成了两类公司股票估值上的差异。

(三) 公司章程与自由民主

迄今为止,人们还没有发明这样的机制,使公司及相关各方能够在私法自治原则的基础上,方便地达成一致意思的机制。公司章程的制

[33] 侯捷宁:《中国证监会有关负责人就〈上市公司章程指引(2006年修订)〉答记者问》,载《证券日报》2006年3月21日第2版。

定和修改,遵循资本多数决原则。资本多数决原则,着眼于股份有限公司的“资合”性,其基础是“一股一权”,宗旨是维护股东平等。^[34]在此原则下,公司章程并非公司股东的共同意思,而是资本多数决定的产物,这使章程呈现出不同于合意和契约的崭新面貌。相应地,以如此方式形成公司章程并获得法律效力,源于法律规定或者习惯法认可的自由与民主,在解释上应当强调客观解释或者文义解释,而难以照搬合同解释中的真实意思,并且应当关注对于少数派股东的保护。

就形成程序而言,公司章程与决议相同或者相似。在公司章程设置反收购条款时,针对提案中的反收购条款,股东有权在股东大会上自由表达自己的意见,无须顾及其他股东的意见和态度,此所谓自由。与此同时,公司应当按照公司章程中的资本多数决定原则及决议程序,形成是否同意设置反收购条款的公司决议,而不管少数股东是否反对设置该反收购条款,此所谓民主。必须看到,在自由与民主的名义下,更多实现的是多数派股东的共同意志,却难免忽视乃至损害少数派股东的意志。针对此,实定法需要设置适当的特别程序或者例外程序,确保决议结果的公平性。在必要时,实定法需要设置特别程序,以纠正公司决议的明显偏误。

在股权集中型或者相对集中型公司中,公司章程之反收购条款常常是有利于维持控制股东之控股或者控制地位,却未必总是有利于公司股票市值的增加,也未必总是有利于公司的长期利益,甚至未必有利于全体股东的共同利益。在极端情况下,鉴于反收购条款仅有利于公司中特定而非全体股东,相应地,可以参考实定法调整利益冲突的相关规则,要求充分揭示反收购条款的真实含义,甚至排除或者限制特定股东在反收购条款事项上的表决权。对于股权分散型公司而言,其恰巧也是秉持董事会中心主义的公司,此等反收购条款往往有助于维持董事会的支配地位,存在忽视公司股东利益的倾向,同样要经得起忠实义务的适用评价。

[34] 朱慈蘊:《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。

五、宽严相济的监管理念

美英等国早在 20 世纪 60 年代末引入收购监管规则 (takeover regulations), 政策制定者和监管当局旨在保护公司股东的同时, 促进形成公司控制权市场 (market for corporate control) 以及增强金融市场的诚信度。^[35] 反收购条款 (anti-takeover provisions, ATPs) 总是与敌意收购 (Hostile Takeover Bids) 相联系, 而这也恰恰反映了公司股东、管理层以及政府之间的利益冲突。海外相关研究显示, 消极的政府干预 (negative government interventions) 和收购成功 (bid success) 两者之间具有必然关系 (definite relationship)。^[36] 可见, 政府对收购行为的态度是积极, 抑或消极, 会直接影响到收购与反收购之效果。但政府态度, 取决于一国资本市场的规模、发展阶段以及国内企业组成结构等多方面要素。

我们认为, 无论直接反收购条款还是间接反收购条款, 二者的区别只在于反收购手段的不同, 但其本质属性是一致的, 可从反收购人、收购人和公司章程三方面展开分析。

第一, 从反收购人的角度来看, 反收购条款是固化其对公司控制权的举动。反收购者一般是公司控股股东和管理人。一方面, 是控股股东对公司控制权的竞争。控股股东对公司之控股权, 可分为强势控股与弱势控股。但积极进行反收购条款设置的多是弱势控制股东。另一方面, 是公司管理层对公司的控制权竞争。公司管理人接受的是控股股东的委托, 一旦公司被收购, 其管理人难免会发生变更。因此, 无论是为了保护委托方的利益, 抑或是为了维护自己的利益, 公司管理层难免对公司收购采取敌对措施。所以, 无论是控股股东, 抑或管理层, 最

[35] Ying Wang & Henry Lahr, *Takeover Law to Protect Shareholders: Increasing Efficiency or Merely Redistributing Gains?*, *Journal of Corporate Finance*, December, 2016.

[36] Maximilian Rowoldt & Dennis Starke, *The Role of Governments in Hostile Takeovers - evidence from Regulation, Anti-takeover Provisions and Government Interventions*, *International Review of Law and Economics*, August, 2016.

终保护的都是其个人利益,一旦这种利益与其他股东、公司法人利益产生冲突,反收购条款就成了其利用优势地位为保护个人利益而损害他人利益的武器。

第二,从收购人的角度来看,反收购条款是对资金自由流动设障的行为。那么,收购人的收购行为是否该被约束,或被鼓励,抑或其他?简单而言,若收购有利于持续地提升公司估值,当然就不应该予以限制。然而,从实务来看,居心叵测的收购人也有很多。基于经验考虑,应当详加列举并予以作出对应的规制。然而,无论如何约束收购人,总要先考虑市场化收购以及收购在提升公司价值上的积极意义。

第三,从公司章程的法律属性来看,增设反收购条款有可能改变交易标的的基本属性。股份有限公司章程是一种非契约性的约束机制,无法经由全体股东协议达成。为了减少上市公司章程的缔结成本,证监会专门制定《上市公司章程指引》并在原则上不允许上市公司予以修改。就此而言,《上市公司章程指引》已为上市股票设定了一般品质标准。而上市公司对原有章程做出重大修改,可能会改变股票的标准品质,提升交易价格和成本,改变收购人与公司之间的既有关系,甚至打破市场结构和秩序,因而,应当予以特别管制。

在上市公司章程增设反收购条款的问题上,究竟应当持积极支持、抑或消极待之或者予以否定,我们认为难以一概而论,需要结合具体国情和法制环境予以具体认定。尽管并购活动对我国经济转轨与上市公司股权结构调整具有潜在的积极意义,但是并购活动也存在可能的消极影响。反收购措施作为目标公司应对敌意收购的自发产物,能够与非市场力量的外在立法与监管一起抑制收购活动的负面作用,促进良性的、竞价的、公平的收购市场的形成,我国立法不宜对其完全禁止,而应立足于对反收购行为进行有引导的规制。^[37] 我们认为应当秉持这样的立场,采取宽严相济的监管理念:一方面,立法与监管对外部收购行为进行有限度地鼓励;另一方面,对反收购措施既不采取鼓励态度,也不应该进行严厉打压,而是根据上市公司的股权结构、反收购条款的设置动机等具体情形进行有序、规范的指引。

[37] 汤欣、徐至展:《反收购措施的合法性检验》,载《清华法学》2008年第2期。