



## 论上市公司反敌意收购行为的法律规制

曾祥生 方 昀

**摘 要：**上市公司的收购与反收购是一体两面的事物。反收购措施的产生、发展与敌意收购有着密不可分的关系。从法律价值看，收购制度更倾向于保护的的法律价值是兼顾效率与公平，以效率为主；反收购制度更倾向于保护的的法律价值是兼顾公平与效率，以公平为主。从法律主体看，收购制度更倾向于保护收购方；反收购更倾向于保护被收购方，具体而言，反收购更倾向于保护目标公司及其股东（特别是中小股东）、利益相关者利益和社会公共利益。完善我国上市公司的反敌意收购制度，保护合理的收购防御行为，有利于克服敌意收购的负面效应，保护市场公平。

**关键词：**上市公司；敌意收购；防御；法律规制

敌意收购的防御措施，主要是由目标公司的股东会、董事会以及管理层决定和实施的，因此，对其进行法律规制，主要围绕着对目标公司股东会、董事会以及管理层的规制。从《公司法》、《证券法》，到《股票发行与交易管理暂行条例》、《上市公司章程指引》，这些关于规范资本市场的法律法规和自律性法律文件，对上市公司反收购问题都没有进行明确具体的规定，2006 年修订后的《收购办法》始开始对上市公司收购防御问题进行相关规定，包括对目标公司控股股东、实际控制人反收购的相关规定、目标公司董事、监事与管理层的受信义务与中立义务、目标公司董事会的注意义务、目标公司董事会关于资产处分的禁止性的忠实义务以及相关方的行政责任等均进行了的规定。

我国《收购办法》的制定，吸收和借鉴了国外先进立法成果和判例经验。关于反收购措施的合法性审查标准，在我国《收购办法》中可以找到原则性的依据。例如，要求公司章程中的公司控制权安排遵守“合法”的规定，可以引申为在审查“驱鲨剂条款”时的合法性标准；关于被收购公司董事会不得滥用职权对收购设置不适当障碍的规定，可以引申为审查“股份回购”、“交叉持股”等措施的合法性标准；关于被收购公司董事、监事和管理层公平对待所有收购者的规定，可以作为审查“定向增发股份”“白衣骑士”、“锁定交易”等措施的合法性标准；关于被收购公司董事、监事和管理层的忠实义务和勤勉义务的规定，可以引申为审查“焦土战术”、“出售皇冠明珠”等措施的合法性标准。但是，这些由抽象的一般规定引申出来的审查标准难免具有模糊性，难以成为具体行政机关的审查依据，也难以司法机关提供充分的裁判依据。因此，需要进一步完善判别标准，提高法律实施的可操作性。

### 一、上市公司敌意收购防御规制的价值与原则

收购与反收购是一体两面的事物，它们都有其各自的价值取向。从它们所倾向保护的 legal 价值来说，收购的价值是兼顾效率与公平，以效率为主；反收购的价值是兼顾公平

与效率,以公平为主。从它们所倾向保护的法律主体来说,收购更倾向于保护收购方;而反收购更倾向于保护被收购方。具体来说,反收购更倾向于保护目标公司及其股东(特别是中小股东)、利益相关者利益和社会公共利益。

### (一) 反收购规制的价值取向

第一,保护目标公司股东特别是中小股东利益。在反收购立法中,保护目标公司股东利益是《收购办法》的立法宗旨,《收购办法》第一条明确指出,要保护上市公司和投资者的合法权益;同时,也是公司法所规定的股东平等原则的要求,收购方和被收购方的股东要得到平等保护,而不能厚此薄彼。在目标公司的所有股东中,尤其要保护中小股东的利益。在公司收购与反收购实践中,当目标公司面临敌意收购时,被收购方的控股股东和实际控制人为了获得“控制权溢价”,往往会故意拒绝收购方的收购要约,让代表其利益的公司董事和管理层采取反收购措施,以此来抬高收购要价,最后甚至是与收购方通谋,共同损害被收购方中小股东的利益。这样,收购方获得了公司控制权,被收购方的大股东获得了“控制权溢价”,吃亏的是被收购方的广大中小股东。要实现保护目标公司股东利益的价值,主要需要做到以下三点:(1)被收购公司的反收购决策权应当由股东会批准,而不是由目标公司董事会和管理层独断专行;(2)目标公司的董事会和管理层在为股东会提供收购建议、意见时,应当充分调查研究,并聘请相关专家,为股东会提供相对专业、有价值的建议;(3)当公司收购不可避免时,目标公司的董事会和管理层应当从股东利益最大化原则出发,正确评估公司股权价值,为公司寻找最高出价者,实现全体股东利益的最大化。第二,保护目标公司利益相关者。公司的利益相关者,包括公司股东、员工、供货商、债权人、消费者、社区居民等,他们在公司的发展中都发挥着各自不同的作用。在公司的利益相关者中,尤其要保护公司员工和债权人利益。从某种意义上说,公司不仅是股东的公司,而且也是员工的公司。无论是股东投入的物质性资本,还是员工投入的劳动力和人力资本,都是财富创造必不可少的要素。在现代企业的发展中,人力资本的地位越来越彰显,发挥着越来越重要的作用,因此,公司员工应当得到优先保护。债权人给公司提供物资或货币支持,保障着公司生产经营的正常运转;而且债权人还承担着风险,所以债权人也应当得到保护。总之,在反收购立法中,不仅要保护被收购公司股东的利益,而且也要兼顾保护其他利益相关者。第三,保护社会公共利益。从更广义的角度来讲,公司更大范围的利益相关者就是社会公众。企业文化的培养与传承、企业对周围生态环境的影响,都直接或间接的影响着社会公众的利益。因此,目标公司的反收购行为应当有利于鼓励市场竞争,限制垄断行为。

### (二) 反收购规制的原则

第一,股东平等对待原则。保护股东利益是收购与反收购立法的首要价值取向,为贯彻实现这一价值,要对股东实行平等对待的原则。第二,信息披露原则。为了方便被收购公司的中小股东和利益相关者及时准确了解公司收购的状况,便于国家进行宏观经营管理和调控,被收购公司的董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图、要约收购及其条件、是否接受收购、各专家顾问的意见、采取的反收购措施、存在利害冲突的董事成员的情况等事项,及时、充分、完整的向全体股东和利益相关者进行披露。第三,政府适度干预原则。政府适度干预原则是经济法本质特性的体现。适度干预是指国家在经济自主与国家管治的边界或临界点上介入经济生活的一种状态。在上市公司收购领域,中国证监会具有全面介入干预,其对上市公司收购有调查、备案、检查、审批和叫停的权力。对于反收购活动来说,同样拥有这样的权力。当然,过与不及均为不适度,证监会介入过多与介入不足的问题需要不断修正与改进。第四,司法救济原则。司法救济是维护社会公正的最后一道防线。司法终审是全世界公认的法律原则。在公司收购活动中,如果损害了被收购公司股东的利益,股东可以依据我国公司法的相关规定,即依据《公司法》第 152 条的规定股东诉权和股东派生诉权,维护公司和自身的合法权益,当然这方面还有改进的余地。但是,对于被收购公司的利益相关者而言,我国现行法并没有规定其相关诉权。我国法律法規应当规定被收购公司董事会和管理层对第三者的民事责任,设计相关诉权,从而更好的保护公司收购活动中的利益相关者。

## 二、上市公司敌意收购防御规制制度的内容

### (一) 反收购决策权模式的选择

对于反收购决策权的归属,世界上主要有两种典型模式——美国模式和英国模式。

1. 美国董事会决策模式。美国采取董事会决策模式,源于美国的证券市场实践和相应的司法实践。证券市场实践方面的原因主要有以下三点:(1)美国证券市场极度发达,股权分散不集中,小股东众多,缺少少数控股股东或大股东。为了克服小股东“对股权漠不关心”和“搭便车”,需要由董事会肩负经营管理。(2)美国职业经理人市场发达,由董事会和职业经理人治理公司是普遍现象。(3)美国的资本市场环境良好,加上健全的信息披露制度等外部治理环境,能够比较有效地制约董事的违法行为,保证董事会决策模式的有效运行(黄亮,2010:83)。董事决策的弊端在美国可以通过特定的机制进行预防和削弱。

2. 英国股东会决策模式。英国通过1968年的《城市守则》中的相关规定,确立了股东会中心主义决策模式。即,除非董事会事先经过公司章程或其他早先签订的合同的授权或股东大会批准,否则,董事会面对已经到来或即将到来的公司收购不得采取行动。后来,英国法院通过一系列司法判例,也确立了董事会在一定情形下的反收购决策权。即,董事会基于“正当目的”(为了维护公司的存续和完整),并且采取与敌意收购所来威胁“相适应”的反收购措施,那么,董事会决策就是合法有效的。

3. 我国上市公司反收购决策权模式的选择。对于我国上市公司反收购决策权模式问题,可以说学者们见仁见智,观点不一。有学者认为,反收购决策权归属问题应当分二步走,但最终应当归属于董事会。该观点认为:“针对我国目前公司控制权市场的实际,我国目标公司反收购决定权归属的制度选择应该采用‘两阶段论’模式,即当前采用英国模式,将目标公司反收购的决定权归属于股东大会;将来采用美国模式,将目标公司反收购决定权赋予公司董事会。”(张本照,2006:79)另有学者则直接指出股东会模式的弊端,认为董事会决策模式更为合理。其理由是:(1)股东至上主义已受到公司契约理论的挑战,公司不但在考虑股东的利益,更要考虑利益相关者的利益。(2)我国公司股权结构相当集中,尤其在国有企业中,“一股独大”问题相当严重,容易出现控股股东和实际控制人侵害中小股东利益的现象。(3)公司治理结构已由股东会主义向董事主义过渡和转移,因为股东大会不是一个常设机构,而且股东们不如职业的董事们更懂得专业和经营管理。(4)两种模式争议的焦点在于董事的权力的滥用,而董事权力的滥用可以通过相关制度加以克服(郑佳宁,2009:27)。亦有学者从分析董事会的防御措施的好处入手,赞成、支持董事会决策模式。该观点认为董事会的防御措施有以下好处:(1)可以帮助和支持不愿意出售的股东,尤其是在两步合并或者部分收购的情形下。(2)迫使收购人支付更高的价格。(3)董事会比股东更有经验,他们知道何种情况出售,何种情况不出售,对股东更为有利(即所谓的 board knows best)。(4)有利于保护债权人、客户、雇员和社区利益(施天涛,2010:510)。本文认为,反收购决策权的归属问题应当由反收购规制的价值来决定,反收购规制的立法价值是保护被收购公司的股东,保护被收购公司的利益相关者,保护社会公共利益。鉴于股东会和董事会在考虑反收购决策时各有侧重,股东会更多的从维护股东自身利益出发,而董事会更多的从维护公司利益相关者权益出发,因此,应当在将反收购决策权赋予股东会的前提下,赋予董事会对于反收购的提议权和建议权。

### (二) 董事、监事和管理层的受信义务

在上市公司收购与反收购中,对于被收购公司董事、监事、管理层的反收购的规制,可以归结为对其受信义务的规定。受信义务源于英美衡平法上的信托义务,信义义务包含两种:忠实义务和注意义务。

1. 反收购中董事、监事和管理层的忠实义务。我国《公司法》第149条概括性的规定我国董事、高管的禁止性忠实义务。结合该法的相关规定,在公司收购与反收购方面,现行法比较全面和抽象的对董事、监事、管理层的忠实义务进行了规范。如《收购办法》第33条对董事降低资产质量的处置行为进行限定,但对期间进行了限定,同时要求对公司的资产质量造成“重大影响”,但何为“重大影响”则无明确的界定。本文认为,无论采用什么样的收购方式,在公司收购的整个阶段中,目标公司的董事、监事、管

理层均不得滥用职权损害公司资产质量,否则都是对其忠实义务的违反;此外,对于“重大影响”的界定,可以借鉴英国《城市守则》第21条官方解释的规定,将某项交易额与目标公司资产的比例达到10%界定为“重大影响”,而对连续多次交易额的认定,应当以累计交易额与目标公司资产的比例来衡量。

2. 反收购中董事、监事和管理层的注意义务。由于注意义务要求董事“克服懒惰和无责任心”,所以,注意义务又叫勤勉义务。我国《公司法》第148条概括性的规定了公司董事、监事和高管的忠实义务和勤勉义务,《收购办法》第八条第一款也概括性的规定了董事、监事和高管在收购与反收购时对目标公司的忠实义务和勤勉义务。但在司法实务中,董事、监事和高管违反注意义务的责任判断相当困难。这主要是因为衡量标准的模糊不清造成的。关于注意义务的衡量标准有主客观二种。主观标准不要求公司管理者因其职位而具备特定的技能,而以其实际具有的技能为标准。这种标准显然过低,相当于大陆法系的具体过失,而且这种标准也过于主观而不具有可操作性,每每遇到公司管理者违反注意义务时,他们总是以自己未违反“主观标准”而抗辩免责。客观标准要求公司管理者在处于相似职位、相似情形中所能做到的注意。美国1984年《示范公司法》(Model Business Corporate Act)第30条就是采用这样的客观注意义务标准(Robert W. Hamilton, 1999:381)。这种注意标准的操作性较强,但它仍然以法官的“主观拟制”为标准。美国学者汉密尔顿认为商事判断规则“反映了这样的基本原则,即董事在公司的经营管理方面享有自由裁量权,并且此种裁量权的行使,一般不受司法机关的审查,也就是说,绝大多数法官不是能对此种自由裁量权的行使进行第二次审查的人”(R. W. 汉密尔顿, 2001:386)。商业判断规则是法官和学者智慧与经验的总结,它将主观标准和客观标准结合起来,而且在司法审判中实行举证责任倒置的方法,由注意义务人来举证自己的善意,所以它被两大法系的学界和实务界竞相采用。我国《收购办法》第32条规定了被收购公司董事会的调查义务、咨询财务顾问的义务、提供参考建议义务和向证监会的报告、公告义务。这是我国公司收购中董事会注意义务的概括性规定。显然,这样的规定存在明显不足:一是遗漏了对公司监事、高管注意义务的规定;二是注意义务的内容不足,缺少董事会对相关信息披露的规定,也缺少在公司收购不可避免时争取最优的价格的规定。因而,笔者认为,我国司法机关可以借鉴美国商业判断规则,吸取其有益成果,以董事、监事、高管的职能权责为中心来构建其注意义务,注意义务应包括以下内容:第一,合理调查及披露收购信息。目标公司董事获悉收购人的收购意图后,应该合理的了解收购者的经营管理状况,资本信用调查结果及此项收购的意图,有义务及时通知,向股东披露其对收购要约的意见,包括对收购人的主体资格、资信情况及收购意图、要约收购及其条件、是否接受收购、各专家顾问的意见、采取的反收购措施、存在利害冲突的董事成员的情况等事项,及时、充分、完整的向全体股东和利益相关者进行披露。第二,咨询专家或财务顾问的独立意见。由于知识、经验和能力的限制,目标公司董事应当聘请独立财务顾问或向专家征得足够独立的专业意见,并及时向股东公布。第三,收购要约公布后出具意见书。虽然股东享有收购最终决策权,目标公司董事仍应当认真出具有关收购意见书,不能把收购一事和相应责任全部推诿给股东。该意见书应及时准确的披露有关收购重要事项。其四,争取对公司最优被收购条件。当公司被收购已经不可避免时,目标公司董事在谈判过程中应尽心尽责,维护公司整体利益,采取合理手段讨价还价,为公司争取到最优的被收购条件(北京大学光华管理学院课题组, 2003:118)。

### (三) 反收购中董事、监事和高管的社会义务

公司的社会责任是近年来公司法讨论的热点问题。反收购中董事、监事和高管的社会义务主要表现在对公司利益相关者保护上,包括对公司职工、债权人以及其他利益相关者的保护。

1. 对公司职工的社会义务。《收购办法》规定了董事、监事、高管的忠实义务和注意义务,其中,禁止损害公司资产质量的忠实义务和信息披露的注意义务,这在一定程度上可以保护被收购公司职工的合法权益。除此之外,《收购办法》并没有提及对公司职工的保护问题。本文认为,对公司职工权益的保护应当做到以下二方面:一是赋予工会组织的否决权。在收购信息在被职工知悉后,工会有权对收购条件特别是收购价格条款、职工安置计划发表意见,如果绝大多数职工不同意安置计划,收购活动不得进行。此外,可以作出“在五大社会保险制度”到位之前,收购过程要仿照德国的成功做法,收购重组后的公司

应负担原公司85%以上职工的就业问题的强制性规定(谢仁海,2008:2)。(2)公司职工的经济保障权。《收购办法》应当规定公司职工在因公司控制权转移而被非正常终止劳动合同时的经济保障权利。虽然《劳动合同法》规定了劳动者在终止劳动合同时的经济补偿权利,但是,对职工的经济保障义务应当不限于劳动法律法规所规定的经济补偿义务,还包括对被裁撤员工的一定期间的失业保障金和一次性遣散费。我国台湾地区的“企业并购法”规定了对非留用劳工的“退休金和资遣费”保障制度。

2. 对债权人的保护义务。在公司收购与反收购活动中,容易侵害债权人的利益包括以下二种情形:一是在收购中控股股东、董事、高管与收购者通谋,共同侵害债权人的利益。二是在反收购中董事与管理层实施焦土战术,降低公司资产质量,恶化公司财务状况,从而损害债权人利益。针对这两情况,我国《合同法》规定有相关制度来保护债权人利益:其一,债权债务概括转移制度。公司收购对于债权来说,属于债权债务的概括转移,而债权债务的概括转移的成立要件须要征得债权人同意,在债权人不同意时,债务人应当清偿债务或提供担保。其二,债权人撤销权制度。在反收购中,被收购公司董事、监事、高管可能采取“焦土战术”、“出售皇冠明珠”,来降低公司资产质量,从而使债权人的债权无法得以实现。债权人可以提起“撤销之诉”,来撤销公司董事、监事、高管的资产处分行为,保全债权人的实现债权的财产基础。建议在《收购办法》中规定债权人等利益相关者的异议申诉权,即,当公司利益相关者的合法权益受到侵害时,其可以向证券监管部门提起异议申诉,由证券监管部门进行审查,通过行政干预来制止违法违规事情的发生。

3. 对社会公共利益的保护义务。《收购办法》第4条是关于保护国家安全和社会公共利益的概括性条款。在公司收购与反收购中,公司董事、监事、高管对社会公共利益的保护义务主要体现在信息披露、反垄断和保护环境等方面。公司的利益相关者和社会公众通过信息披露,可以了解关于公司收购的相关信息,如果公司收购的结果对其利益产生不利影响,那么他们可以根据法律法规的相关规定来保护其合法权益。例如,如果公司收购成功将产生垄断,限制了某些行业或领域的竞争,那么,利益相关者或社会公众可以根据《反垄断法》的相关规定,向国务院反垄断委员会和证监会并购重组委提起申诉,公司董事、监事、高管亦有提起反垄断申诉审查的义务。《收购办法》第6条第2款的第五项规定了不得收购上市公司的其他情形,从法律解释来讲,可以认为该项规定包含了禁止进行垄断性收购的情形。但是,该条的主要目的是为了保护被收购公司及其股东的利益,而不是为了保护社会公共利益。为了更好的体现《收购办法》与《反垄断法》的衔接,本文建议修正《收购办法》第4条第2款内容,即“上市公司的收购及相关股份权益变动活动涉及国家产业政策、行业准入、国有股份转让、经营者集中等事项,需要取得国家相关部门批准的,应当在取得批准后进行。”

#### (四) 收购与反收购中利益相关者诉权制度

公司董事、监事、高管对公司利益相关者的保护义务,离不开对利益相关者的司法救济,这就要求建立对利益相关者的诉权制度,否则,对公司利益相关者的保护就会成为一句空话。在公司清算中,过去曾发生过很多起公司控股股东、董事恶意损害公司债权人的实例,但是由于没有相关诉权,债权人的合法权益往往得不到保护和救济。2008年5月19日《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定(二)》施行以后,这种状况才得到改变。我国现行法已经建立公司董事、监事、高管对第三人的民事责任制度。依照《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第7条的规定,投资人可以将虚假陈述行为人列为民事赔偿责任案件的被告。虚假陈述人就包括了目标公司的董事、监事和高级管理人员。但是,该条规定所设立的诉权救济范围太小,仅仅限于证券投资人(即股东),而不包括其他利益相关者,如债权人、职工和公司所在社区居民等。本文认为,为有效保护公司利益相关者的合法权益,针对公司董事、监事、高管和公司收购中介机构及其主要责任人侵害利益相关者的具体情形,建立相应的民事诉权类型。在民事诉讼程序法中,法官在行使自由裁量权时,应当向利益相关者倾斜。对于公司收购中损害社会公共利益的行为,不仅利益相关者可以提起损害赔偿之诉,而且有关机关和社会团体也可以提起公益诉讼。

### 三、结 语

有敌意收购就有反收购,反收购制度主要是针对敌意收购而产生的。实践中,针对敌意收购的防御措施可谓五花八门、良莠不齐,因而亟须规范。效率和公平是经济学、法学等学科永恒的价值主题。两者的最佳平衡是一门高深而复杂的学问。敌意收购既是法律制度也是经济制度,这一制度无法一劳永逸的解决效率价值或公平价值,而只能在两者之间进行权衡以及协调与取舍,以求得两者的动态平衡。敌意收购的成功可能使得被收购公司的董事会和管理层失去高薪、名誉和地位,对他们来说看似残酷和不幸,但是,通过奖勤罚懒、优胜劣汰的竞争机制,可以促进企业法人治理的强化与改善,从而带来整个企业产权市场的生机与活力,带来社会经济的发展与进步。敌意收购不能以牺牲公平为代价,不能损害被收购公司广大中小股东及其他利益相关者的合法权益,而敌意收购防御制度的构建就是要反对不公正的收购,以更好地保护目标公司的股东和其他利益相关者的合法权益。

#### 参考文献:

- [1] 北京大学光华管理学院课题组(2003). 中国上市公司的反收购措施及其规制. 上证研究, 2.
- [2] R. W. 汉密尔顿(2001). 公司法. 北京:中国人民大学出版社.
- [3] 黄 亮(2010). 上市公司反收购法律规制研究. 长春:吉林大学出版社.
- [4] 施天涛(2010). 公司法论. 北京:法律出版社.
- [5] 谢仁海(2008). 敌意收购中的员工权益保护研究. 黑龙江省政法管理干部学院学报, 2.
- [6] 张本照(2006). 目标公司反收购及政府规制相关问题研究, 合肥合肥工业大学出版社.
- [7] 赵旭东(2005). 新公司法讲义. 北京:人民法院出版社.
- [8] 郑佳宁(2009). 公司收购中目标公司董事义务研究. 北京:中国政法大学出版社.
- [9] Robert W. Hamilton(1999). The Law of Corporations. 北京:法律出版社.

## Theory of Law Against Hostile Takeover Behavior of Listed Company Regulation

Zeng Xiangsheng (Associate Professor, Guangdong University of Finance & Economics)

Fang Yun (Postdoctoral Researcher, China University of Political Science and Law)

**Abstract:** The takeover and anti-takeover of listed companies is two things. Generation and development of anti-takeover measures has an inseparable relationship with a hostile takeover. From the legal value acquisition system more inclined to protect both efficiency and equity is the value of the law, give priority to with efficiency; Anti-takeover system more inclined to protect both fairness and efficiency is the value of the law, give priority to with fair. From the legal subject acquisition system more inclined to protect the acquirer; Anti-takeover by acquirers tend to be more protection, specifically, anti-takeover more inclined to protect the target company and its shareholders, especially minority shareholders), stakeholder interests and public interests. To perfect our system of hostile takeover of listed companies, protect the reasonable takeover defence behavior, is beneficial to overcome the negative effects of hostile takeovers, protecting fair market.

**Key words:** the listed company; a hostile takeover; defense; legal regulation

■ 作者简介: 曾祥生, 广东财经大学法学院副教授, 法学博士; 广东 广州 510032. Email: zuoan11321@163.com。

方 昀, 中国政法大学博士后, 法学博士。

■ 基金项目: 广东财经大学法治与经济研究所 2013 年度招标课题

■ 责任编辑: 车 英