



目标公司小股东

吴高臣 著

本书以目标公司小股东的法律保护为对象，考察了我国以及其他国家和地区对目标公司小股东进行保护的理论基础和具体措施。在此基础上，针对我国对小股东尤其是目标公司小股东保护不足的现状，尝试构建相对完善的目标公司小股东保护的基本法律框架。同时，也对公司法和证券法中关于保护股东的各项规则进行梳理，实现对其在理论上的体系性要求。

目标公司 小股东的法律保护

——以要约收购为背景

中国海潮出版社

WGC

1

D9

目标公司小股东的法律保护

——以要约收购为背景

吴高臣 著

中国海潮出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

目标公司小股东的法律保护—以要约收购为背景/吴高臣著. -北京: 中国海关出版社, 2003. 6

ISBN 7-80165-110-3

I. 目… II. 吴… III. 股份有限公司—股东—保护—研究—中国 IV. D922.291.924

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 020293 号

目标公司小股东的法律保护

——以要约收购为背景

吴高臣 著

中国海关出版社出版发行

北京市朝阳区东土城路甲九号 邮政编码: 100013

电话: 84253057 84252453

· 传真: 84252467 84252469

北京新华印刷厂印刷

2003 年 6 月第 1 版 2003 年 6 月第 1 次印刷

开本: 880mm×1230mm 1/32 印张: 8.125

字数: 209 千字 印数: 1-6000 册

ISBN 7-80165-110-3

定价: 18.00 元

版权所有 侵权必究

(海关版图书, 印装错误可随时退换)

目 录

导 论	(1)
一 问题的提出	(1)
二 研究现状	(4)
三 研究方法	(8)
四 本书的结构	(9)
第一章 保护目标公司小股东的理论基础	(11)
第一节 小股东概述	(11)
一 小股东的界定	(11)
二 小股东的弱者地位	(15)
第二节 对小股东的特殊保护	(24)
一 问题的提出	(24)
二 股东平等原则	(27)
三 小股东：短期投资者	(28)
四 资本多数决原则的弊病	(30)
五 证券投资基金组合	(32)
第三节 目标公司小股东的弱者地位	(32)
一 要约收购的概念与特征	(32)
二 强弱对比：收购人与目标公司小股东	(35)
三 强弱对比：目标公司大股东与小股东	(42)
第二章 保护目标公司小股东的总体制度设计	(49)

第一节 要约收购监管模式比较	(49)
一 事前申报	(49)
二 事前核准	(56)
三 对两种监管模式的比较分析	(60)
四 我国现行要约收购事前申报制度研究	(62)
第二节 信息披露与目标公司小股东保护	(66)
一 上市公司要约收购监管的目的分析	(66)
二 信息披露是保护目标公司小股东的有效制度设计	(68)
第三章 收购行为规制	(81)
第一节 持股披露制度	(81)
一 持股披露临界点的确定	(82)
二 持股比例的计算	(87)
三 披露的具体要求	(89)
四 持股披露的法律效力	(91)
第二节 一致行动的法律规制	(94)
一 规制一致行动的现实需求	(95)
二 规制一致行动的法理学基础	(97)
三 一致行动的法律规制：一致行动的认定	(99)
四 一致行动的法律规制：一致行动的法定义务和法律后果	(103)
第三节 要约收购规制	(107)
一 发起收购要约的信息披露制度	(108)
二 强制要约收购制度	(115)
三 收购条件平等	(125)
四 要约的效力	(131)
第四节 收购结束后续行为的规制	(134)

一	收购成败的判断标准	(135)
二	收购结束后续行为的规制	(137)
第四章	对目标公司反收购措施的规制	(145)
第一节	反收购规制的立法模式	(146)
一	一般允许型	(146)
二	一般禁止型	(154)
三	两者的比较	(156)
第二节	我国反收购立法探讨	(158)
一	我国反收购立法的现状	(159)
二	我国上市公司反收购现状	(167)
三	小结	(177)
第三节	完善公司治理结构	(178)
一	优化股权结构	(178)
二	独立董事：美国模式及其启示	(182)
三	监事会：德国模式及其启示	(192)
第五章	目标公司小股东的民事救济	(199)
第一节	完善目标公司小股东民事救济的立法思考	(200)
一	目标公司小股东民事救济的立法现状	(200)
二	目标公司小股东民事救济的立法思考	(204)
第二节	不实披露的民事救济	(208)
一	不实披露民事救济的法律基础	(209)
二	不实披露民事救济的主体	(213)
三	不实披露之缔约过失责任的构成要件	(215)
第三节	内幕交易的民事救济	(221)
一	内幕交易民事责任的立法现状	(222)
二	内幕交易民事责任的立法完善	(225)

第四节 反收购中小股东的民事救济	(234)
一 公司对股东的责任	(235)
二 董事对股东的责任	(239)
结 论	(243)
参考文献	(248)
后 记	(252)

导 论

一、问题的提出

以市民社会为基础的私法领域奉行抽象的人格平等原则，对所有民事主体实行一体保护。最初编纂的《法国民法典》“乃是第三等级（tiers état）即市民等级的法典，他们在法兰西大革命中与旧王朝的封建统治阶级进行了成功的斗争，随后，又在拿破仑倒台以后的王朝复辟中达到了日益成熟和自觉并具有政治影响。因此，民法典编纂者心目中的，给民法典的风格以烙印的理想形象，不是小人物、手工业者、更非领薪阶层的理想形象，而是有产者的市民阶级的理想形象；他们有识别力、明智、敢于负责，同时也精通本行和熟悉法律。”^① 市民存在的基础是个人自由，因此契约自由、保护私有财产和责任自负就成为《法国民法典》的三项原则。“作为《德国民法典》基础的人类形象，……是富有的企业家、农场主或政府官员的人类形象；换言之，就是这样一种人，即人们能够指望他们具有足够的业务能力和判断能力，在以契约自由、营业自由和竞争自由的基础上成立的市民盈利团体中理智地活动并避免损失。”^② 当时在德国起主导作用的大市民阶层深信：只要经济力量的作用不受国家干预的阻滞而自由扩展，那么普遍的繁荣兴盛便会

^① [德] K·茨威格特、H·克茨：《比较法总论》，贵州人民出版社 1992 年版，第 173 页。

^② [德] K·茨威格特、H·克茨：《比较法总论》，贵州人民出版社 1992 年版，第 267 页。

自然成就。由此可见，近代民法中的“人”是一个标准人像，“人”是抽象的、无声的、作为“类”的人。^①或者说，传统民法中的“人”是理性的人。“理性的人的标准是一个客观的标准，这一标准是把被告的预防行为与一个理性的人在相同情况下可能会做到的事加以比较。”^②这个“理性人”不过是“一种理想、一种标准”，与其说他是某一种人的代表，不如说他是某一种理性的代表，在这种理性后面潜伏的正是某种规则。从某种意义上说，长久以来法学理论对于规则的重视超过了对人本身的关注。^③在自由竞争资本主义时期，这样的制度安排促进了经济的繁荣和社会的进步，但同时也带来垄断和社会不公。为了解决日益严重的社会问题，各国政府实施干预政策，由此揭开了私法公法化的序幕。保护弱者正是在这一社会背景下提出来的。它打破了传统民法对抽象人格的一体保护，转而注重对具体人格的保护，促使以行为立法为主的民法潮流中新的身份立法的诞生。^④

深入考察这一进程，可以发现民法在这一社会变迁过程中也实现了自身现代化，民法的理念和价值取向也发生了变迁。近代民法追求形式正义，现代民法追求实质正义。究其原因，近代民法建立在民事主体的平等性和互换性的基础之上。由于当时市场经济尚不发达，民事主体之间存在的并不显著的经济实力的差别或者优势，可以通过他们之间不断地互换地位而被抵消。因而，只要保障抽象

^① 谢鸿飞：《现代民法中的“人”》，Available: <http://go8.163.com/privateLawreview/minfazhongrenxieh.htm>。

^② [美] 罗伯特·考特、托马斯·尤伦：《法和经济学》，上海三联书店、上海人民出版社1994年版，第454页。

^③ 参见赵晓力：《民法传统经典文本中“人”的观念》载《北大法律评论》（1998年）第1卷第1辑，第130-131页。

^④ 迄今为止，我国已经制定不少保护弱者合法权益的新的身份法，例如《妇女权益保障法》、《未成年人保护法》、《老年人权益保障法》、《残疾人权益保障法》、《消费者权益保护法》。

的人格平等，就可以实现社会正义（形式正义）。从19世纪末开始，人类的经济生活发生了深刻的变化，作为近代民法基础的两个基本判断即平等性和互换性已经丧失，出现了严重的两极分化和对立。^①星野英一认为，与近代民法中的“人”的“人格”相比，现代民法中的人是“具体的人”，是弱小的、无知的、需要同情和保护的人，尤其是穷人以及轻率从事、意志薄弱的人。^②民事主体之间实力对比悬殊，并无实质上的平等，迫使民法放弃形式正义转而追求实质正义。其具体表现就是从借助抽象人格对社会成员实行一体保护演化为根据人所处的具体社会关系，界定其弱者地位，进而给予特殊保护。由此可见，对于弱者的特殊保护并不是对人格平等的背叛，也不是从契约到身份的回归，而是现代民法对现实生活变迁的积极回应，体现了民法对人类的终极关怀。

民法的这一趋势同样表现在公司法、证券法领域。世界各国从对股东平等的绝对尊重转向对小股东权益的关注，不少国家立法对小股东给予特殊保护，诸如累积投票制、股东代表诉讼、股份收买请求权等，在强调股东平等的基础上给予小股东更多的保护。众所周知，股东是股份公司存在的基础。股东权益的保护程度如何，不仅直接关系到股东个人的切身利益，而且关系到公司制度本身的存废，并进一步波及公司的管理者、员工、债权人、客户乃至全社会的利益，可谓牵一发而动全身。因此，自证券交易产生之日起，保护投资者利益就成为证券法的立法宗旨之一。但这并不意味着，法律必须对所有股东实行一体保护。为了实现公平和正义，法律应当

^① 梁慧星：《从近代民法到现代民法》，载《民商法论丛》第7卷，法律出版社1997年版，第228-254页。

^② 参见星野英一：《私法中的人》，载《民商法论丛》第8卷，法律出版社1997年版，第175-194页。需要说明的是，具体的人和抽象的人的区别只是相对的，具体的人也是作为一类人而成为法律关注的对象，而不是作为一个个单独的人而成为法律根据各自的实际情况而对之一一加以特殊关照的对象。

对那些处于弱者地位的小股东予以特殊保护。实践表明，小股东通常力量弱小，缺乏对法律的足够了解，需要特别保护，而目标公司（被收购公司）的小股东，在要约收购过程中，无疑处于更加不利的地位，其权益的保障更需法律关注。

毋庸讳言，我国《公司法》、《证券法》及其他相关法律法规对于股东权益的保护并非尽善尽美、无隙可乘，加之由于我国证券市场起步晚，致使现实中对股东权尤其是小股东权益的保护显得心有余而力不足。随着我国证券市场的发展，公司收购将日渐增多。公司收购会引起多方的利益冲突，^①尤其是要约收购，对目标公司小股东的利益、对公司的治理结构有着极为重要的影响。所以，必须将公司收购行为纳入法律规制的范围之内，才能维护投资者利益，促使公司收购沿着健康的方向发展。我国《证券法》关于公司收购的规定比较粗陋，虽然单列一章，但是内容极其简单。2002年9月28日发布的《上市公司收购管理办法》在很大程度上弥补了《证券法》的不足，但根据我国证券市场的实际情况和其他国家和地区收购立法的有关规定，尚有继续完善之必要，以充分保护目标公司小股东的利益。而且在我国上市公司一股独大的股权结构下，小股东处于更为不利的“无权”境地，所以加强对目标公司小股东的保护已经成为当务之急。

二、研究现状

目标公司小股东的法律保护主要涉及两个领域，一是公司收

^① 这些利益冲突至少包括收购人和目标公司之间的利益冲突、目标公司大股东和小股东之间的利益冲突、（作为公司的）收购人大股东和小股东之间的利益冲突。其中，前两者引发目标公司小股东的特殊保护问题，这正是本书要探讨的问题；而后者引发收购人小股东的保护问题，不少国外学者的研究表明，在收购过程中收购人的小股东也极容易遭受损害，关于这方面的考察参见：Miriam P. Hechler, "Towards a More Balanced Treatment of Bidder and Target Shareholders", 1997 Columbia Business Law Review, p319 - 397。

购，一是小股东保护。

关于公司收购，国外学者从不同的角度进行了大量研究，成果丰硕；国内学者对该问题的研究也比较深入。威斯通等人对兼并、接管、重组以及公司控制等重要问题进行了较为完整的讨论。虽然随着经济的发展和法律监管的改变，兼并重组活动可能会发生变化，但是接管、重组和杠杆收购将仍然是经济的主要力量。另外，为了分析接管与重组，笔者对估价、资本成本以及战略型财务规划等金融经济学的重要概念进行了详细考察。^① 所罗门等人对收购与公司合并进行介绍后，较为全面地探讨了美国证券法对要约收购与各州公司法对目标公司反收购的规制，勾画出美国收购和反收购立法的变迁轨迹。^② 郑厚斌认为，企业收购和合并的过程，实质上是企业控制权运动的过程。企业控制权运动的结果，促进企业存量资源由低效率配置者向高效率配置者流动，因此其对企业产权交易及其市场组织进行了深层次的研究。^③ 张舫全面考察了公司收购，从公司收购的概念出发，涉及公司收购的分类、历史、立法等各个方面，其中主要探讨对公司收购的法律规制。^④ 齐斌主要从信息披露的角度考察公司收购，认为规制上市公司收购应当集中于信息披露方面。建立信息披露标准的基本原理就是：所有股东应当被平等的对待；目标公司的股东应能够按期获得适当的信息。^⑤ 汤欣则在分析了公司法的基本性质后，对公司收购和反收购进行了深入探讨，

① [美] J·弗雷德·威斯通等：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社1999年版。

② Lewis D. Solomon & Alan R. Palmiter, *Corporations: Examples And Explanations*, 3rd ed., Aspen Law & Business, 1999.

③ 郑厚斌：《收购与兼并》，商务印书馆1998年版。

④ 张舫：《公司收购法律制度研究》，法律出版社1998年版。

⑤ 齐斌：《证券市场信息披露法律监管》，法律出版社2000年版。

并就完善公司治理结构提出建设性意见。^①就总体而言,经济学较之法学研究更为深刻,经济学通过建立各种理论模型对公司收购的原因、过程以及法律规制进行分析,有助于深刻认识公司收购。当然,其中一些问题国内研究甚少,比如独立董事问题。独立董事是英美法系国家的公司制度,近年来国内不少学者呼吁我国上市公司应当采纳独立董事制度,但对独立董事制度产生的原因以及其在现实中的作用研究甚少。

关于小股东的保护,国外学者研究相对完善,形成了小股东保护的一些理论;国内学者近年来开始探讨这一问题,多为一般性考察,至今没有深入研究的论著问世。上述关于公司收购的文献中,不少也涉及小股东保护。西方学者对大股东的掠夺行为进行了深入的理论和实证研究,强调对小股东的平等保护。^②围绕公司控制权转让溢价的归属,英美学者展开了激烈的争论,形成了针锋相对的观点:伯利和米恩斯与安德鲁斯主张控制溢价由公司全体股东分

① 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。

② Andrei Shleifer and Robert Vishny, "A Survey of Corporate Governance", 1997 *Journal of Finance*, Vol. 52, p737 - 783; Olaf Ehrhardt and Eric Nowak, "Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation — Empirical Evidence from IPOs of German Family - Owned Firms", 4th draft, November 2001, CFS Working Paper No. 2001/10. Available: http://www.ifk-cfs.de/papers/01_10; Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry H. P. Lang, "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia", March 1999. Available: http://www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/working_papers/2088.pdf; Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", October 1999. From: <http://post.economics.harvard.edu/hier/1999papers/HIER1882.pdf>; Paul J. DiStefano, "Agency minority shareholders and shareholder agreements", *CCG Inc. Forum*, May98 Issue 192, p16, 2p, 1bw.

享；^① 伊斯特布鲁克和费舍尔认为控股股东有权获得控制溢价；^② 埃尔豪治指出，前两者均有可取之处，同时又都存在不足。^③ 齐斌深入探讨了在日常经营中股份有限公司小股东权益的法律保障。^④ 刘俊海对股东权益保障进行了全面的概括性介绍，对小股东的弱者地位虽有阐述，但尚不系统也不够深入。^⑤ 张舫认为，目标公司小股东与收购人、目标公司大股东相比处于弱者地位，其对前者的论述较为深入，对后者仅提及而已。^⑥ 《中国证券报·网络版》专门开辟了投资者权益保护专栏，但是多为现象描述或者简单呼吁。具体而言，研究目标公司小股东法律保护的文章更少，可以说这方面的研究比较欠缺。

笔者希望通过对公司收购和小股东保护两个领域交叉问题（即目标公司小股东的法律保护）的深入探讨，努力促成我国证券立法的完善。这里的完善至少包括两层含义：一是从立法角度，完善目标公司小股东的保护规则，并保持证券立法的超前性；二是增强相关立法的可操作性，使目标公司小股东的利益得到切实保障。这可以说是本书的初衷之一。同时在考察了我国以及其他国家和地区对目标公司小股东进行保护的理论基础和具体措施的基础上，针对我国对小股东尤其是目标公司小股东的保护不足，本书尝试构建

① Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporate and Private Property*, Macmillan Co., rev. ed. 1964; William D. Andrews, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", *Harvard Law Review*, Vol. 78, 1965.

② Frank E. Easterbrook & Daniel R. Fischel, "Corporate Control Transactions", *Yale Law Review*, Vol. 91, 1982.

③ Einer Elhauge, "The Triggering Function of Sale of Control Doctrine", *Chicago Law Review*, Vol. 59, 1992.

④ 齐斌：《股份有限公司小股东权益保护》（中国人民大学1996届硕士学位论文）。

⑤ 刘俊海：《股东权法律保护概论》，人民法院出版社1995年版。

⑥ 张舫：《证券上的权利》，中国社会科学出版社1999年版。

我国相对完善的目标公司小股东的保护框架，并对《公司法》和《证券法》中关于保护股东（投资者）的各项规则进行梳理，实现其理论上的体系性要求。这是笔者的另一愿望。正是由于注重理论和实践的结合，因而本书对于公司收购实务甚至境外公司收购操作具有重要的参考价值，对于推动公司收购的理论探讨也具有相当的促进作用。

三、研究方法

“工欲善其事，必先利其器。”重视研究方法是法学研究的良好传统，笔者也丝毫不敢懈怠。本书以比较法和经济分析法为基本研究方法，辅之以个案分析、规范研究、文献研究的方法，以美国证券法及其各州公司法中有关上市公司收购、小股东保护、完善公司治理结构规则为主要研究对象，兼顾英国、加拿大、日本和港台地区相关的立法及司法经验。在此基础上对比分析我国证券立法、公司立法的不足，提出建设性的对策。

比较法一方面以法律为研究对象，另一方面以比较为其内容。它能够揭示各个法律原则的社会条件，从而有助于经济学的理解；由于进行历史的比较，也有助于对法制史的理解。^① 鉴于商法具有交易迅捷和国际性的特点，各国商法呈现出共同法的发展趋势，后发国家可以借鉴先发国家的立法经验。我国证券收购立法起步晚，合理移植发达国家的立法，不仅可以完善我国立法，而且能够促进我国经济的发展。运用比较法的方法进行研究就成为一种必然。在本书论述过程中，既进行宏观比较（例如法律文化），也进行微观比较（例如具体法律制度）。比较法的目的之一就是发现问题的最好解决办法。通过比较，可以理解某一国家或者地区为何采取这种方式而不是那种方式解决某一问题，进而考察何种方式更适合我国

^① [德] K·茨威格特、H·克茨：《比较法总论》，贵州人民出版社1992年版，第6页。

用来解决类似问题。

在西方,经济分析是公司法、证券法学术研究中最常用的工具之一。经济学关于经济人的基本假设就是追求效用最大化,而公司经营、股东投资的直接动机就是营利,他们更加关注效率。法律的基本价值之一就是公平与效率。经济学和法学基本价值的交错,使得经济分析成为人们讨论公司法、证券法的一个良好的视角。

四、本书的结构

目标公司小股东的法律保护是一个重大的课题,内容极为丰富而庞杂,并非一本书所能涵盖的。本书从保护目标公司小股东的必要性出发,进而尝试构建保护目标公司小股东的制度框架,即不但确认小股东的权利,更要保护小股东的权利。遵循着这一思路,本书的结构安排如下:

除了导论和结论外,正文为五章。就总体而言分为五部分。

第一部分为导论,主要介绍了选题动因、研究现状、研究方法和本书的结构。目前我国证券市场蓬勃发展,但毕竟还处于弱势有效阶段,信息不对称的现象普遍存在,投资者的利益难以得到有效保障。本书从民事立法本位的变迁这一宏观视角出发,对小股东保护的必要性进行简明的概括:抽象人格一体保护到具体人格保护的转变奠定了小股东保护的理论基础,并揭示了隐藏于背后的经济原因,进而提出了目标公司小股东的保护问题。

第二部分为目标公司小股东保护的基本理论问题,包括第一章和第二章。第一章为“保护目标公司小股东的理论基础”,着重介绍小股东保护的必要性。第二章为“保护目标公司小股东的总体制度设计”。为了保护目标公司小股东的利益,各个国家和地区的收购立法均对要约收购进行监管,其监管模式主要有二:一是事前申报,二是事前核准。虽然要约收购的不同监管模式之间存在这样或者那样的差异,但都建立在信息披露制度的基础之上。有鉴于此,本书指出,信息披露是保护目标公司小股东的有效制度设计,

并对此进行深入阐述。

第三部分为目标公司小股东的事前预防，包括第三章和第四章。第三章为“收购行为规制”，着重分析了持股披露制度、一致行动问题、要约收购的规制和收购结束后续行为的规制。第四章为“对目标公司反收购措施的规制”。通过对反收购规制两种立法模式的分析发现，两种模式的差异是相对的，各个国家和地区均对目标公司管理层采取反收购措施进行严格规制。在此基础上，考察了我国反收购立法的现状，进而提出了完善我国反收购规制的立法建议，并对其中完善公司治理结构的问题进行了专门阐述。

第四部分为目标公司小股东的事后救济，即第五章“目标公司小股东的民事救济”。首先，结合我国目标公司小股东民事救济的立法现状，阐明了完善目标公司小股东民事救济的重要意义。在公司收购和反收购过程中，对于目标公司小股东的保护主要通过两种途径得以实现：一是保证小股东能够及时获得收购和反收购的相关信息，二是目标公司管理层在采取反收购行动时必须遵循其法定义务。具体而言，前者的实现主要依赖信息披露制度，包括收购人的信息披露以及目标公司反收购的信息披露。在此我们主要考察收购人不实披露的情形。收购人不实披露，目标公司小股东的利益将受到损害，法律应当为其提供民事救济。后者的实现主要依赖公司管理层的法定义务制度。在要约收购过程中，目标公司董事为了自身利益，采取反收购措施，致使目标公司股东特别是小股东遭受损害的，法律应当给予受害人以民事救济。

第五部分为结论，对本书进行了简短的总结。