

中国法学精萃系列丛书



中国商法学精萃

(2001 年卷)

法苑精萃编委会编

 机械工业出版社
China Machine Press

中国法学精萃系列丛书

中国商法学精萃

(2001 年卷)

法苑精萃编委会编

机械工业出版社

本书精选 2000 年度报刊杂志公开发表的有代表性的优秀商法论文编辑而成, 主要内容包括“目标公司管理层的行为限制”、“我国证券法中上市公司收购法律之检讨”、“再保险合同定位的若干问题探讨”、“我国股份回购的现实意义与立法完善”等, 涉及公司法、证券法、保险法、破产法、信托法、票据法六个方面。这些论文代表了 2000 年度我国商法学科的发展水平, 可供法律专业高年级本科生、硕士研究生、博士研究生、准备考研的人士以及法学教研人员和法律工作者阅读参考, 也可作为年鉴由图书馆收藏。

图书在版编目(CIP)数据

中国商法学精萃(2001 年卷)/法苑精萃编委会编. —北京: 机械工业出版社, 2001.10

(中国法学精萃系列丛书)

ISBN 7-111-09466-2

I. 中… II. 法… III. 商法—基本知识—中国

IV. D923.99

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 072489 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 常淑茶 梁代军 责任校对: 唐海燕

封面设计: 耿金云 责任印制: 郭景龙

北京铭成印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2002 年 1 月第 1 版·第 1 次印刷

1000mm × 1400mm B5·14.125 印张·538 千字

0 001—4 000 册

定价: 34.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线电话(010)68993821、68326677-2527

法苑精萃编委会

编 委 (按姓氏笔划排序)

王保树	王家福	王利明	公丕祥
石少侠	田平安	江 平	李 龙
孙宪忠	张文显	张晋藩	陈卫东
陈光中	陈兴良	陈明华	吴汉东
吴志攀	何勤华	郑成良	郑成思
赵秉志	胡建森	徐显明	高鸿钧
梁慧星	黄 进	崔建远	曾宪义
曾令良	霍存福		

总主编 张文显

总策划 法苑精萃创作中心

序

当今是知识爆炸的时代，又是时间四分五裂的时代，这就形成了无限的知识与有限的时间的矛盾。其实这也是人生的矛盾，求知的本性与短促的人生的矛盾。这一矛盾深深地困扰着人类。

解决这一矛盾的努力无非有两种：第一种是充分利用时间，但会受到人的生理因素的制约，加上人生必要时间的支付，即使再充分利用时间，每人每天也只有24小时，因而这种努力未必真正有效。看来比较有效的是第二种，即对爆炸的知识进行甄别、挑选，取其精华，弃其糟粕。众所周知，著作虽多，但真正有永久价值的精典之作总是少数。择善而从，是人生的原则，自然也是读书求知的原则。读书求知的有效方法是取精用宏、含英咀华，读精品之作、经典之作。精典著作是知识的浓缩、思想的精华，读精典著作是纲举目张、事半功倍，恰似“与君一席谈，胜读十年书”，可以说，不读精典著作就谈不上真正的读书求知。

法治是治国安邦的大政国是，是全球大势和时代主题，也是人类智慧聚焦之所在。在步入法治社会的当代中国，法学日益成为一门显学，每年发表的法学作品数以万计。法律是时代精神精华的确认，法治是时代精神精华的贯彻，法学是时代精神精华的写照。法学必须是精华，只有精华才配称为法学，只有法学精典著作才是供人解读的真正的法学文本。人们希望快捷地找到其中那些真正有价值、有影响、堪称精典的作品。编选《中国法学精萃系列丛书》即是出于此种考虑。

考量著作是否精品、经典有以下标准：

一是思路新奇。学术的生命在于创新，学术的发展新新不已，学术创新之处正是学术精华所在。那些筚路蓝缕、独辟蹊径、开天辟地、振聋发聩之作当属精品、经典之作。

二是资料详实。思想没有全新的，学术是承先启后和不断推陈出新的，对大量的已有资料的搜集、占有、爬梳、概括、提炼本身就是十分重要的学术工作，而在这个基础上的研究才不是无源之水、无本之木。那些钩沉发隐、洞烛幽微、经纬百家、茹古涵今、集大成者当属精品、经典之作。

三是思想深刻。学术的使命是求真，追求真理。但真理作为规律是内在的深

入的，这就决定了学术思想必须深刻，不深刻不足以入理。思想深刻是学术的价值所在、尊严所在，也是精华所在。那些体大思精、高瞻远瞩、笔扫千军、慎思明辨、警世谕人之作当属精品、经典之作。

四是传世之作。在所有的批判中，最伟大、最正确、最天才的是时间。精品、经典之作不仅是时代精神的精华，而且是时代精神的超越，是经得起时间批判的传世之作。那些与时俱进、雄视百代、历久弥新、嘉惠新学、启迪后人之作当属精品、经典之作。

当然，上述标准是很高的，也许身不能至，但心向往之。我们把它们作为行动的旗帜和追求的目标，并为此而与人们一道不懈努力。

对于本系列丛书来说，我们希望达到以下目标：

一是起到年鉴的作用。从每年公开发表的法学文章中精选出有代表性、权威性、精典性的文章，铭记法学各学科在每年的发展状况和学术进展，以供图书馆、资料室收藏。

二是具有教研资料的作用。资料是教研的基础，了解把握资料研究动态是为教为研之始，本套丛书可以成为教研人员床头案前之必备。

三是具有考试指南的作用。近几年法学硕士、博士考试愈来愈热、人数愈来愈多，每个考生在复习过程中，都要查找、复印、装订相关的认为有代表性、权威性、精典性的文章仔细研读，极其烦难不便，本系列丛书恰能予以弥补，提供方便。

我们的工作把我们推到了审判官的位置，但我们没有火眼金睛，或许有时还有眼无珠，难免良莠不分，取舍不当。我们在提请公众批判理解的同时，也虔诚地希望公众热情参与，把自己所认为的精品、经典之作推荐给我们。俟条件允许，我们也会敬请有关专家、学者进行评选，以实至名归、不负众望。

总主编：张文显
2001年9月24日

目 录

序

第一部分	公司法	1
郭富青	论公司要约收购与反收购中少数股东利益的保护	3
张民安	董事对公司债权人承担的侵权责任	19
郭升选	“公司人格否认”辨	34
汤 欣	目标公司管理层的行为限制	46
王亦平	“债转股”实施中的若干法律问题研究	64
蒋大兴	论债转股的法律困惑及其立法政策	77
沈艺峰	公司控制权市场理论的现代演变	86
卢炯星	论我国中小企业存在的问题及立法对策	120
张忠军	证券公司股票质押贷款的法律问题	128
方流芳	公司词义考：解读语词的制度信息	137
徐 洁	健全和完善股份公司机关的策略	171
张 平	公司所有与经营分离的统一	185
聂德宗	公司法人治理结构的立法模式及发展趋势	194
王春颖	公司董事披露合同利益的义务	208
汤玉枢	英国集团公司债务的大股东责任问题研究	226

马俊驹	林晓锦	我国股份回购的现实意义与立法完善	237
张学文		董事越权代表公司法律问题研究	248
第二部分	证券法		259
范黎红		论强制收购要约义务触发点之合理界定	261
于绪钢		B 股低迷的制度分析	271
关家涛		我国证券法中上市公司收购法律规定之检讨	282
冯 果		内幕交易与私权救济	293
张晨颖		股市中操纵市场行为及防范的法律对策	308
何 易		评欧共体证券法关于证券交易的三个指令	318
钟付和		证券法的公平与效率及其均衡与整合	325
贺万忠		我国证券投资基金契约结构设计之检讨	338
李尚公	沈春晖	资产证券化的法律问题分析	349
第三部分	保险法		365
邢海宝		保险委付研究	367
覃 怡	樊启荣	再保险合同定位的若干问题探讨	381
第四部分	破产法		393
韩长印		债权人会议制度的若干问题	395
第五部分	信托法		409
李群星		信托的法律性质与基本理念	411
第六部分	票据法		425
王玉玲		票据法与银行结算办法的冲突及解决	427



第一部分 公司法

论公司要约收购与反收购中 少数股东利益的保护

郭富青

公司要约收购(tender offer),是指收购者(投资者)以取得某一股份公司(目标公司)的控制权为目的,在证券交易场所外以高于交易所标价的价格向该公司的全体股东发出要约,购买其全部或部分股份的交易行为;反收购则是指目标公司的经营者为了维护自己的利益或公司的利益,防止收购的发生或挫败已发生的收购而采取的一系列措施。收购虽然在法律关系上表现为收购者与目标公司的股东双方当事人所进行的股票交易行为,但在这种形式的背后则掩盖着大股东操纵交易的事实。收购者虽然为目标公司的股东提供了高价出售股票的机会,但在交易中他会利用某种优势歧视、逼迫、排挤少数股东;目标公司所采取的反收购措施也可能使股东坐失良机,致使少数股东(小股东)的利益处于极不确定的高风险的境地。少数股东容易受到侵害的弱者地位,要求证券法规定公司收购行为的主要目的当属保护小股东利益^①

一、公司收购与反收购对少数股东利益的影响

公司经济效益低下就会成为现实或潜在的被收购对象,这是市场竞争的基本法则。交易所资本化的估价不足是标购的关键标准。只要从交易所收购某个公司所花的代价小于形成一种新的生产力所需要的资金,那么通过标购的方式(不管其性质属于友好还是敌对)来控制一家公司就是正当合法的。因此,某个公司的物质财富及其潜在的价值被交易所的股票价格低估,那么它就先天地成了诱人的“靶子”。^②公司收购与反收购实质上是为了获取

① 参见郑顺炎:《我国证券法立法技术浅谈》,《证券法专刊》(总第12、13期合刊),法律出版社,第50页。

② 参见(法)多米尼克·诺拉:《华尔街的企业兼并》,中国对外经济贸易出版社1991年版,第69页。

和保持目标公司的控制权而在收购者和目标公司之间展开的一场争夺战。这场激烈的商战必将对目标公司的权利配置产生巨大的影响，并引发包括少数股东在内的多方主体的利益冲突。要约收购与协议收购相比的显著特点是，要约收购尤其是敌意收购，收购者主要是通过股市上大量收购分散的少数股东手中的股票而取得公司的控制权。由于要约收购的股份数量很大，且交易的时间有限，必然冲击股市价格，对目标公司的股东产生很大的压力。与收购者相比，目标公司的少数股东因缺乏信息、专业知识和讨价还价的能力而处于弱者地位。这使目标公司的少数股东面对收购者的歧视、逼迫和掠夺无能为力，在股份的出售与否上难以作出维护自己利益的抉择。公司收购对股东以外的其他利益相关者也必然产生很大的影响。收购成功后，一个新的公司控制者往往改变过去的经营计划，甚至将所收购的公司肢解后分别出售。这有可能导致目标公司工人的失业，供应商失去主顾，消费者失去某种商品，社区的文化和环境遭到破坏。^①收购者则以较低的收购价，换取了目标公司巨额的财产利益。即使收购失败，收购者也能通过高价向目标公司出售其已有的该公司股票的方式获取高额收益。在敌意收购中，目标公司的经营者处于一种极其微妙的地位。在伴随收购而进行的股票交易法律关系中，经营者显然是收购者与目标公司股东双方当事人之外的第三人。但是，目标公司的董事无疑是敌意收购的最大利益受损者，一次成功的敌意收购，往往意味着目标公司的经营者工作的丧失和名誉扫地。^②收购者发动标购时，“目标公司经营者的工作处于危险之中。寻找一种对他们自己同时也是对公司和股东最佳利益的借口（如公司的股票价值被低估），挥霍公司的财产挫败袭击者（花别人的钱总是更容易些），甚至不惜牺牲股东的利益（如为证券讹诈付出昂贵的价格），这些诱惑是非常大的。没有人能够抵挡住”。由于公司收购中目标公司的经营者与股东利益的冲突，允许经营者将自己置于股东和收购者之间是极其危险的。^③

收购行为打破了目标公司旧的利益格局，而在新利益格局形成的前

①② 参见张航：《英、美对目标公司收购行为的规制》，载《商事法论集》第2卷，法律出版社1997年版，第332页，第324页。

③ Paul L. Davies, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States*, *European Takeover*, Edited by Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch, Butterworths, 1992, p. 200.

后，必将引发收购者与目标公司的股东及其利益相关者的多种利益的矛盾和冲突。目标公司的反收购行为使标购由收购者与目标公司股东的股票交易关系，演化为一场完全由大股东支配的为夺取和固守目标公司控制权的争夺战。收购一方企图以公开要约的方式收购分散的不特定的少数股东持有的股票，夺取公司的控股权和经营管理权，驱逐公司现在的经营者；目标公司经营者作为另一方面，实际上是现在处于控股地位的大股东的化身，在大股东的操纵下竭力维护已经掌握的公司控制权。收购者认为标购是一项健康的业务，它将权力交回到拥有企业的那些股东手中；企业领导人如无能力将职工的价值真正发挥出来，就应该被撤换下来。收购者将自己装扮成“股东民主”的捍卫者，几乎都被看作是为不满现实的小投资者伸张正义的“救世主”。目标公司的经营者则指责收购者对公司的袭击是“经济恐怖主义”，是“工业强盗”。因为“破坏性”标购的典型靶子并不是那些处于困境的集团，而是一些拥有雄厚资本，负债不多且现金充足的企业。^①目标公司的经营者采取反收购措施，往往以维护公司的发展计划、长远利益和阻止收购者对股东利益的掠夺作为托词。对目标公司的少数股东而言，无论是收购者或是本公司的经营者在公司控制权的争夺战中均不值得信赖。因为在这场角逐中不管谁获胜，都无法改变其弱者的地位，只有以最高的价格出售其股票，才能实现其自身利益的最大化。在工会和雇员看来，收购者在获得目标公司后的“改组”与“解雇”差不多就是同义词。因此，工会和雇员在收购中往往站在公司的经营者一边，支持公司经营者的反收购行动。美国地方上的政治家们对设立在他们所辖区域内的公司利益和损失以及由此而对就业机会产生的威胁都十分敏感，他们总是设法保护受袭击的企业。

总之，公司收购与反收购是一场规模宏大的工业结构改革运动，必然导致公司权利和利益结构的重新配置。法律的导向应该是坚持“股东民主”这一公司运行的制度基础，以股东利益为本位，并侧重少数股东利益的保护，同时兼顾相关者的利益，在股东、经理、老板、顾客、公司所在的当地等各个不同构成部分之间，寻求权力和利益的平衡点。

^① 参见(法)多米尼克·诺拉：《华尔街的企业兼并》，中国对外经济贸易出版社1991年版，第314页。

二、公司收购与反收购的价值判断 与少数股东利益保护的法理依据

对公司收购与反收购的作用，在理论及实业界存在着三种不同的认识。美国法经济学派和金融界大多对收购的积极作用持肯定态度。他们认为一个经营不好的公司可能成为收购对象，这种威胁可以使每一个公司的经营者努力提高公司的经营效益，从而减少代理成本。因此，敌意收购可以起到监督公司经营者的作用。收购公司的股东可以从收购者提高目标公司的经营效益中获益，目标公司的股东可以从中获得较高的溢价。公司收购对股东来说有利而无害。^①“它（敌意收购）将一个效率不高的企业老板‘扫地出门’，把隐藏的财富解放出来，并将其分到了真正的主人——股东手中，发动标购可对交易所市场和真实经济之间的失调进行修正。”^②“标购可以无限期地向股东们分配管理不善的‘靶子’企业中那些早已退出经济循环的财富。”^③企业并购并非若干银行家头脑一热胡编滥造的产物，而是经济逻辑的必然结果。不管其是否带有敌意，事实上，它们只是生产机器重新改组的方法和手段。这种改组受着国际竞争演化的操纵与控制，也得到政治、经济和社会现象三者结合的支持和促进。随着1983年高利风险债券这一新的金融技术的发明，使美国80年代掀起了一股杠杆兼并的狂潮。借助金融杠杆，一家小公司完全可以吞并一家比自身规模大几十倍的大公司。即便是美国工业中那些特级公司、超级集团的董事长们面对来自股市高涨的收购浪潮再也不敢高枕无忧了。

敌意收购遭到了实业界人士的强烈反对。1987年3月4日，美国16位工业巨头接连到国会山请求议员们采取措施结束标购狂潮。他们认为完全以金融的优先目标来改组工业的做法无异于经济自杀。完全是为了金融投机和利益而出售或购买美国的企业是20世纪最具毁坏性的现象。这种现象引起各企业进行大规模结构性调整，它们又因调整超额负债从而损害了企业的前途和竞争性。克利斯雷

① Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target, Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harvard Law Review* (1981) p. p. 1161 ~ 1204.

②③ 参见(法)多米尼克·诺拉：《华尔街的企业兼并》，中国对外经济贸易出版社1991年版，第70页，第357页。

公司著名的老板艾柯卡·李将收购者的侵袭比喻为“对美国企业的强奸”。他认为美国公司的老板们如今在摆脱袭击者方面所花的时间比与日本人和德国人进行竞争的时间还要多，而且后者在逐步夺取美国市场。美国多数州的立法出于地方保护主义，基本上认同了这种观点。在 70 年代末 80 年代初，至少有 37 个州通过了反标购立法。然而美国最高法院一般则认为这些法律是违宪的，因为它们对股东不利。80 年代后期随着“泄露内情犯罪的丑闻”不断地被揭露，使最高法院法官的态度有所转变。1987 年 4 月 21 日，他们裁定印第安纳州的一项反标购法案为合法。

与前两种极端的观点不同，第三种观点认为收购是否具有积极作用不能一概而论。尽管从总体上看，公司收购对提高公司的经营效益有积极作用，但并不能由此得出结论——所有的收购对股东有利无害。如收购者对目标公司股东的掠夺、对目标公司小股东的逼迫，都是收购中存在的事实。因此，“我们不能因为某些收购可能对股东利益产生威胁来否定公司收购的整体价值，亦不能只看到公司收购的整体价值而忽略某些具体的收购行为，对股东利益的危害。”^①笔者认为这种分析判断客观、准确、全面揭示了公司收购的本质，对公司收购进行规制只有立足于这种理论基础之上，才能更好地协调公平和效率这两大法律价值。

关于反收购的评价可归纳为两大类观点：一类是对目标公司经营者的反收购行为持全面否定态度；另一方面对反收购行为持部分肯定态度。持全面否定态度者，在对公司收购的作用充分肯定的同时，反对任何阻碍公司收购的行为和法律，认为反收购措施的结果是经营者保护了自己的利益同时使股东失去了获得高溢价的机会，这会使公司收购成本提高，弱化收购对公司经营者的监督，减少了全体股东的福祉。持部分肯定态度者认为，反收购是否会对公司收购的积极作用产生负面影响，不可一概而论。对目标公司的经营者以巩固自己地位为目的，阻碍外部监督作用发挥的反收购行为应加以禁止。但如果反收购措施作为一种提高或保护股东利益的方法，则对收购的积极作用有益无害，这种措施应该被允许。目标公司经营者的反收购措施可以使其充当股东的代理人并具有与收购者讨价还价的能力。

^① 参见张航：英、美对目标公司收购行为的规制，载《商事法论集》第 2 卷，法律出版社 1997 年版，第 328 页。

如果不采取反收购行动, 经营者同样缺乏讨价还价的能力, 因为收购者可以直接向目标公司的股东发出收购要约而对经营者的讨价还价置之不理。实践表明, 一些反收购措施可以使目标公司的股东免于收购者的掠夺并获得更高的溢价, 并可促使目标公司的财产流向效率更高的收购者。笔者认为, 部分肯定的态度比较合理可取。然而, 在反收购过程中, 目标公司的经营者处于严重的利益冲突之中, 怎样督促经营者尽到对股东的信托义务, 将是法律调整的难点问题。

少数股东在公司收购中获得保护, 是以确立目标公司股东待遇平等原则实现的。该原则要求对目标公司的所有股东应平等地对待而不论小股东或大股东。但对该原则的确立同样存在着分歧。持否定观点者认为, 如果控制股东被迫与其他小股东平等地享有控制权转让的溢价, 公司控制权的转让就会对控制股东失去吸引力, 这对公司所有的股东都是有害的。因为这会使公司失去很多控制权转让的机会, 股东也就失去了通过公司新的经营者高效的经营获得利益的机会。^①持肯定观点者认为, 控制股东的控制价值来源于这样一个事实, 即公司可以不经所有股东同意而行动, 只要经过了必要的多数批准。因此, 当一部分股份以一定数量给付时, 公司的机制将控制的价值只给了这部分股份, 而其他的股份是不享有的。但这部分股份增加的价值应该属于公司。控制股东所持股份含有的控制价值是属于公司的财产。因此, 控制股东在出售股份时, 因该部分股份含有控制权而获得的收益部分, 应属于公司。^②持肯定观点的支持者安朱斯将公司收购者分为两种: 一种是以提高公司价值为目的的收购者。该种收购者意在通过对目标公司更有效的经营获得回报, 这种收购对目标公司有益。另一种是以将来与公司进行关联交易为目的的收购者。该收购者想通过获得控制权使公司与他本人或他的分公司进行有利可图的交易, 如作为他本人的供应商、贷款人、顾问或顾客。这种收购者是公司利益的掠夺者。因此, 在原目标公司控制股东转让股份后, 没有机会出售股份的股东利益有遭受收购者损害的危险。公司可能被掠夺, 也可能经营状况变坏, 或控制股东的转让可能造成公司某些机会的丧失。正因为如

① Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Corporate Control Transaction, Yale Law Review 91 (1982) p. p. 689 ~ 737.

② Berle and Means, Modern Corporation and Private Property, the Macmillan Company, 1944, p. p. 207 ~ 252.

此，无论何时控制股东出售其股份，每一个其他股东（同一等级）都应享有平等的机会，以相同的比例、相同的价格出售自己的股份。^②

笔者认为对目标公司股东待遇平等原则持否定意见的观点，虽然有利于降低收购的成本，增加收购成功的机会，但它公然许可收购者对目标公司的少数股东加以歧视和将其排除在收购的交易之外，这不但剥夺了少数股东自由转让股份的权利，而且也鼓励了目标公司的控制股东作为经营者对少数股东可以不尽受托人的义务。这种对大、小股东不公平的待遇必然导致对股东民主原则的践踏。因收购而引起的目标公司股票价格上升是在目标公司全部财产真实价值基础上的市场价格的体现，而不只是控制股东所持股份价值的反映。因此，如果仅允许控制股东独享公司收购在股份上所产生的高溢价，而不给少数股东分享的机会，必然破坏公司存在的制度基础。所以，公司收购必须坚持目标公司的全体股东待遇平等原则，才能防止收购者、目标公司的控制股东损害少数股东的利益。

三、公司要约收购中少数股东利益保护的措施

（一）信息披露制度

根据各国上市公司收购的立法实践，信息披露制度应包括三个方面的内容。

1. 大量持股及其变动的信息披露制度

这是指股东持股达到一定比例时，有报告并披露持股意图的义务。大量持股往往是收购的前兆。大量持股及其变动的披露，一方面使广大投资者对迅速积累股票的行为及其可能引起公司控股权的变动情势有足够警觉；另一方面又提醒其对所持有股票真正价值重新加以评估，以保证投资公众在充分掌握信息的基础上及时自主地作出投资判断，防止大股东以逐步收购的方式，形成事实上的信息垄断和对股市的操纵。大量持股比例的披露点越低，披露期限越短，披露的信息越充分，对投资者的保护就越有利。美国《威廉姆斯法》规定“受益所有权”为“发行人”所发行的“股权证”超过5%以上时，必须在持股达到5%后10日内，向证券管理委员会填报表格13D，并且须分送发行人和该种股票挂牌交易的交易所。13D表格列示了五项需要公开

^② William D. Andrews, *The Stock Holder's Right to Equal in the Sale of Shares*, *Harvard Law Review* 78 (1965) p. 505.