

法学经纬

第二卷

| 民商法事 |

公司反收购中的中小股东利益保护法律问题研究 赵万一

医疗纠纷归责原因发展趋势 潘维大

| 法苑百花 |

行政强制与公共利益的实现 杨建顺

群体性事件的公法善治之道 杨海坤

| 学林比翼 |

对破产管理人监督的法理基础与正当路径 沈贵明

商标法修改和商业标识立法体系化融合的探究 王莲峰

| 他山之石 |

论不真正不作为犯的实行行为性 [日] 十河太朗著 王昭武译

法国律师职业之考察 王洪宇

| 学人茶坊 |

激情燃烧的岁月——北大法律系77级的那些人和事 何勤华



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

Hainan University Law Review

法学经纬

江平

第二卷

主办单位：海南大学法学院

主 编：王崇敏 陈立凤

书名题字：江 平

声明：本书各篇文章中的观点均属作者个人观点，不代表主办单位或其他机构、个人的观点。



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

法学经纬. 第2卷 / 王崇敏, 陈立风主编. —北京:
法律出版社, 2010. 12
ISBN 978 - 7 - 5118 - 1567 - 5

I. ①法… II. ①王…②陈… III. ①法学—文集
IV. ①D90 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 245775 号

法学经纬	法学经纬(第2卷)	王崇敏 陈立风 主编	责任编辑 田会文 装帧设计 李 瞻
------	-----------	------------	----------------------

© 法律出版社·中国

开本 787×960 毫米 1/16

版本 2010 年 12 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 固安华明印刷厂

印张 17 字数 424 千

印次 2010 年 12 月第 1 次印刷

编辑统筹 学术·对外出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5118 - 1567 - 5

定价: 36.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

民商法事

- 3 公司反收购中的中小股东利益保护法律问题研究 | 赵万一
20 医疗纠纷归责原因发展趋势 | 潘维大
28 论中国民事立法中的“中国元素” | 王 轶
36 当事人缔约能力之辩
——评《合同法》第9条第1款关于“当事人订立合同应当
具有相应民事行为能力”之规定 | 柳经纬
42 论权利外观责任的构成
——以德国商法为分析基础 | 朱广新

法苑百花

- 55 行政强制与公共利益的实现 | 杨建顺
73 群体性事件的公法善治之道 | 杨海坤
98 论宪法原则的效力 | 秦前红
127 基本权利的核心价值及其导向功能 | 汪进元
135 传统中国的法律制定与宣传
——及其对基层民众法律意识的影响 | 张明新
145 完善我国海洋法律体系之探讨 | 周忠海
157 海上恐怖主义及海盗的犯罪现象学考察 | 童伟华
166 伦理的变迁与刑法的变革 | 曾粤兴
174 内地与香港民商事判决之认可与执行的博弈分析 | 徐伟功

学林比翼

- 187 对破产管理人监督的法理基础与正当路径 | 沈贵明
199 商标法修改和商业标识立法体系化融合的探究 | 王莲峰

他山之石

- 215 论不真正不作为犯的实行行为性 | [日]十河太朗 著 王昭武 译
230 法国律师职业之考察 | 王洪宇

学人茶坊

- 241 激情燃烧的岁月
——北大法律系77级的那些人和事 | 何勤华
264 《法学经纬》稿约及格式要求

Contents

Civil and Commercial Laws

- 3 Study on Protective Legal Issues of Middle and Small Share-holders'Interests in Anti-purchase of a Company | Zhao Wan-yi
- 20 On the Developing Trend of Medical Disputes Liability Principle | Pan Wei-da
- 28 On "Chinese elements" in Civil Legislation of China | Wang Yi
- 36 Analyzing of Parties'Ability to Make a Contract; Commenting on Sec. 9, Sub Sec.1 of the Contract Law, Which Says that the Parties to Make a Contract Need Capacity for Private Rights | Liu Jing-wei
- 42 On the Forming of the exterior liability of a right | Zhu Guang-xin

A Hundred Flowers Blossom in Legal Field

- 55 On the Administrative force and the Realization of the Public Interests | Yang Jian-shun
- 73 The Good Way to solve the Mass Incident with Public Law | Yang Hai-kun
- 98 The legal Binding of Constitutional Principles | Qin Qian-hong
- 127 The Core Value and the leading function of Fundamental Rights | Wang Jin-yuan
- 135 The Making of Law and Its Propaganda in Traditional China; Influence to Grass-roots People's Legal Idea | Zhang Ming-xin
- 145 On the Perfection of the Ocean Law System of Our Country | Zhou Zhong-hai
- 157 Probing into Terrorism in the Sea and Pirate Crime | Tong Wei-hua
- 166 The Evolution of Ethics and Criminal Law Reform | Zeng Yue-xing
- 174 The Recognition of Civil Judgments of the Mainland and Hong Kong, and Analyzing on Balance of Enforcement of the Judgments | Xu Wei-gong

Flying Side by Side in Academic Circle

- 187 The legal basis and Right Way to Supervise the Bankrupt Trustee | Shen Gui-ming
- 199 On the Merging between Trade Mark Law Amendment and Commercial Logo Legislative System | Wang Lian-feng

Studying on Foreign Laws

- 215 On the Act Nature of Non-genuine Omission Suspects
| 十河太朗(Japan), Wang Zhao-wu(Translator)
- 230 Investigation of French Lawyers | Wang Hong-yu

Scholars' Tea Houses

- 241** Years of passion burning: People and Anecdotes of Grade 1977, Law Department,
 Peking University | He Qin-hua

民 商 法 事

公司反收购中的中小股东利益保护法律问题研究

医疗纠纷归责原因发展趋势

论中国民事立法中的“中国元素”

当事人缔约能力之辩

——评《合同法》第9条第1款关于“当事人订立

合同应当具有相应民事权利能力”之规定

论权利外观责任的构成

——以德国民商法为分析基础

公司反收购中的中小股东利益保护 法律问题研究

赵万一*

内容提要 在公司收购和反收购过程中,不论是收购方还是目标公司内部都存在董事、控股股东和广大中小股东之间差异明显甚至彼此冲突的利益诉求。由于反收购措施主要是按照目标公司董事会或控股股东的意志所决定的,因此目标公司董事会和控股股东出于追求自身利益最大化的目的,在决策过程中有可能滥用其优势地位损害公司其他利益主体特别是中小股东的合法权益。解决这一问题的途径主要是严格限定反收购决定权的主体及其权限,严格反收购的程序设计,对董事会成员和控股股东施加严格的信义义务要求。

关键词 反收购 法律规制 董事义务 控股股东义务 中小股东利益保护

一、公司反收购制度概述

公司反收购是目标公司为抵御他人的恶意收购而采取的一种积极主动的行为。在某种意义上说,目标公司的反收购是与公司收购相伴而生的,只要有公司收购行为的出现,就会有目标公司反收购行为的发生。同时,收购和反收购也是市场竞争和优胜劣汰规律在公司运作中的必然延伸,是社会资源得到有效配置的必要途径。如果没有绚丽多彩的收购和反收购,市场经济将会因缺乏激烈的行为冲突而失去动力和活力。

(一)公司反收购措施的概念及种类。对反收购的概念有广义、中义和狭义三种理解。狭义的反收购是指目标公司针对他人已经实施的敌意收购行为所采取的各项防御措施。中义的反收购是指目标公司针对确定或不确定的敌意收购威胁而采取的应对行动,包括在没有收到收购报价时未雨绸缪而采取的预防手段,以及在收到他人的收购报价后所实施的各种反击措施;而广义的反收购不仅指目标公司对敌意收购的防御行为,还包括目标公司对善意并购计划的拒绝,以及目标公司在面临竞价收购时对竞价各方实行差别待遇,对公司选定的收购方实行特殊优惠,从而造成对其他竞价方不利的后果。

反收购作为一个法律概念最早出现在美国宾夕法尼亚州 1983 年制定的《股东保护法》中,该法第 408 节(B)规定,公司董事会、董事委员会、个人董事及公司官员在考虑公司最佳利益时,可以同时考虑根据该利益所采取的行动,对公司员工、供应商、消费者及公司所在地区相关因素

* 西南政法大学教授、法学博士、博士生导师。

的影响,据此采取反收购措施抵制收购以维护上述各方利害关系人的利益。宾州的上述条款被美国其他各州乃至许多国家所效仿,并被美国模范公司法所采用,允许公司在章程中规定类似的条文。^[1]

目标公司在实务中可能采取的反收购措施则较单纯的法律规定复杂得多。在公司的反收购实践中,目标公司不断创造出新的反收购措施和手段,各国法律中也没有对目标公司允许采取的反收购行为进行明确的法律界定,因此,在理论上要想完全穷尽现行的反收购手段几乎是不可能的。但我们仍可对目前流行的反收购手段进行归纳和总结,并将其按不同的标准进行分类:按反收购措施实施的时间可分为事前设防和事后对策。事前设防是在收购发生前目标公司主动采取相应的反收购措施以增加收购人收购、整合的难度和成本。事后对策是指在收购事件发生后目标公司被动地采取相应的反收购措施,以抗拒收购。事前设防措施主要有以下五种:一是提高或强化对公司的控制权,包括发行拥有部分投票权的普通股。二是互相持股或自我控股,即通过子公司或关联公司买入母公司的股份,以实现相互持有股份的目的。三是通过修改章程包括实行分级分期董事制度、绝对多数条款、公平价格条款等策略。^[2]四是毒丸计划(Poison Pill)。^[3]五是降落伞计划。^[4]事后反收购对策则主要有以下七种措施:一是管理层收购,即公司管理层以目标公司资产为担保向银行贷款利用金融杠杆进行收购。^[5]二是员工持股计划。^[6]三是绿

[1] 参见黎有强:“目标公司董事会有权采取反收购措施——美国立法例研究及其对我国的启示”,载《西北政法学院学报》1997年第4期。

[2] “分级分期董事制度”,是指在公司章程中规定,每年只改选一定比例如1/3的董事。绝对多数条款是指在公司章程中规定,涉及公司重大事项(如公司合并、分立、任命董事长等)的决议须经过绝大多数持有表决权的股东同意方可通过。分级分期董事制度和绝对多数条款的共同作用是增加了收购者接管、改组目标公司的难度和成本。公平价格条款是指在公司章程中规定收购者必须向所有股东提供较高的收购要约从而提高其收购成本。

[3] “毒丸计划”又称“毒丸防御”,是美国著名的并购律师马丁·利普顿(Martin Lipton)1982年发明的,正式名称为“股权摊薄反收购措施”。其最初的形式很简单,就是目标公司向普通股股东发行优先股,一旦公司被收购,股东持有的优先股就可以转换为一定数额的收购方股票,从而稀释收购方的股权,提高其收购代价。以后“毒丸计划”的实施内容越来越复杂,并产生了各种变种。毒丸计划于1985年由美国Delaware Chancery法院判决其合法。目前“毒丸防御”是世界各国最受欢迎的反收购措施之一。

[4] “降落伞计划”,是指目标公司通过章程规定或通过与管理层签订合同约定:一旦出现控制权变更、经营管理层被解雇等情况,公司将向他们支付大量赔偿金。降落伞计划具体包括三种形式:金降落伞(Golden Parachute)、灰色降落伞(Penson Parachute)和锡降落伞(Tin Parachute)。(1)金降落伞,是指目标公司董事会通过决议,由公司董事及高层管理人员与目标公司签订合同,一旦目标公司被并购,其董事及高层管理人员被解雇,则公司必须一次性支付巨额的退休金(解职费)、股票选择权收入或额外津贴。上述人员的收益根据他们的地位、资历和以往业绩的差异而不同。因其收益丰厚如金,故名金降落伞。(2)灰色降落伞,主要是向中级管理人员提供较为逊色的同类保证。目标企业承诺,如果该企业被并购,中级管理人员可以根据工龄长短领取数周至数月的工资。(3)锡降落伞,是指如果目标公司的普通员工在公司被并购后一段时间内被解雇的话,则可领取一定的员工遣散费,目的是增加公司裁员的难度。

[5] 我国现行法律对管理层收购采取了有条件承认的态度。根据我国《上市公司收购管理办法》第51条的规定:“上市公司董事、监事、高级管理人员、员工或者其所控制或者委托的法人或者其他组织,拟对本公司进行收购或者通过本办法第五章规定的方式取得本公司控制权(以下简称管理层收购)的,该上市公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及有效的内部控制制度,公司董事会成员中独立董事的比例应当达到或者超过1/2。公司应当聘请具有证券、期货从业资格的资产评估机构提供公司资产评估报告,本次收购应当经董事会非关联董事作出决议,且取得2/3以上的独立董事同意后,提交公司股东大会审议,经出席股东大会的非关联股东所持表决权过半数通过。独立董事发表意见前,应当聘请独立财务顾问就本次收购出具专业意见,独立董事及独立财务顾问的意见应当一并予以公告。上市公司董事、监事、高级管理人员存在《公司法》第149条规定情形,或者最近3年有证券市场不良诚信记录的,不得收购本公司。”在实务中,对管理层收购采取了严格的限制措施。

[6] “员工持股计划”,是指公司将一部分股票转交给专门设立的职工信托基金进行管理和运营。该信托基金根据职工的工资水平或贡献大小把股票收益分配给每个职工,职工对公司的重大活动如兼并、收购有完全的表决权。员工持股计划在20世纪80年代曾在美国得到广泛应用,但在英国却一直没被认可。

色邮包。^[1] 四是白衣骑士(White Knight)。^[2] 五是焦土战术(Scorched Earth Policy)。^[3] 六是帕克曼(Pac-man)防御术。^[4] 七是法律诉讼。

根据目标公司采取反收购行为的强烈程度及方式的不同,可以将反收购行为分为防御型反收购、对抗性反收购和进攻型反收购。防御型反收购,顾名思义,这种反收购措施主要以防御为主,通过设置种种障碍来阻止收购公司的进攻,比如目标公司可事先与金融机构合作,在订立贷款合同时,约定公司若被收购,贷款立即偿还。对抗型反收购,是指当收购方已发出公告进行公开收购时,目标公司针锋相对地采取一定的反收购政策,比如寻找白衣骑士;也可采取调整公司资产结构的办法来抵制收购,如购进一项可以引起反托拉斯或其他法律诉讼的财产,或者故意售卖公司的“冠珠”以打消收购者的收购念头。进攻型反收购则是指目标公司采取主动进攻的策略对收购者发动反攻,如对收购者提出标购还盘,或进行帕克曼防御以打退对方的进攻。^[5]

根据目标公司所采取的反收购策略的不同,可以将反收购分为:(1)股票交易策略。又可具体分为:A.股份回购(Share Repurchase)与死亡换股。^[6] B.帕克曼防御。C.寻找“白衣骑士”。(2)管理策略。包括:A.毒丸计划。B.焦土战术。C.驱鲨剂(Shark Repellents)。^[7] D.牛卡计划(Dual Class Recapitalization)。^[8] E.交叉持股。F.寻求机构投资者和中小股东支持。包括改善公司业绩,提升公司价值,或为公司计划光明的前景,赢得包括机构投资者和中小股东的信赖和支持;公开征集其他股东投票代理权,取得股东大会上表决权的优势。G.管理层防卫计划。

[1] “绿色邮包”,是指目标公司溢价回购自己的股票,以促使收购者在赚取一定利润的前提下把股票出售给目标公司从而放弃收购计划。这种方法代价高昂,它要求目标公司有较强的资金实力。

[2] “白衣骑士”,是指目标公司为免遭敌意收购而邀请善意收购者以更高的收购价格来应对敌意收购者,使其因收购成本大增而退出收购或在继续收购中付出高昂的代价。其中,由目标公司所选择的善意收购者被称为白衣骑士。使用这一策略目标公司不仅可以通过引入竞争者以提高收购价,还可以通过“锁住选择权”给予白衣骑士购买资产、股票的优惠权。

[3] “焦土战术”,是指目标公司通过资产重组降低公司资产、财务、业务质量,或将所拥有的优质资产或专利权或收购者希望得到的资产剥离并出售,以降低公司对收购者的吸引力。又可具体分为:(1)售卖“冠珠”。在并购行当里,人们习惯性地把一个公司里最富于吸引力和最具收购价值的“部分”,称为冠珠。它可能是某个子公司、分公司或某个部门,也可能是某项资产,还可能是一种营业许可或业务,也可能是一种技术秘密、专利权或关键人才,更可能是这些项目的组合。冠珠是收购者收购该公司的真正用意所在,将冠珠售卖或抵押出去,可以消除收购的诱因,粉碎收购者的初衷。(2)虚胖战术。包括购置大量资产,而该种资产大多与公司的经营无关或盈利能力差,令资产质量下降;或者是大量增加公司负债,恶化财务状况,加大经营风险;或者是故作一些长时间才能见效的投资,使公司在短时间内资产收益率大减。

[4] “帕克曼防御术”,是指当获悉收购方试图启动收购目标公司的计划时,目标公司抢先收购袭击者的股票,或策动与目标公司关系密切的友好公司出面收购袭击者,从而迫使收购公司转入防御,或至少赢得一定的时间以重新制定防御措施。

[5] 参见郭洪涛:“浅析我国反收购制度”,载《法制与社会》(中)2008年第1期。

[6] “死亡换股”即目标公司通过发行公司债、特别股或其组合的方式以回收其股票。

[7] “拒鲨条款”又称箭猪条款、反接管修正(Anti-takeover amendment),是指公司为防御其他公司的敌意收购而采取的一些正式的反接管手段。董事会可以预先召开股东大会,在公司章程中设立一些条款,增加收购者获得公司控制权的难度。主要有以下几种形式:(1)分期分级董事会制度。(2)多数条款。(3)限制大股东表决权条款。(4)订立公正价格条款。(5)限制董事资格条款,即在公司章程中规定公司董事的任职条件,非具备某些特定条件者不得担任公司董事;具备某些特定情节者也不得进入公司董事会。这会增加收购方选送合适人选出任公司董事的难度。(6)特别决议条款。该类条款规定对公司产生重大影响的决议需要股东大会以特别决议通过。根据我国《上市公司章程指引》规定,股东大会作出特别决议,应当由出席股东大会的股东(包括股东代理人)所持表决权的2/3以上多数表决通过。因此收购方的提案如果将“对公司产生重大影响”,就必须以特别决议的方式多数通过,从而增加了收购方对目标公司的控制难度。

[8] 牛卡计划是相对于“毒丸计划”而提出的。它是指公司在招股(IPO)中提供双重级别的普通股,这两种股具有两种级别完全不同的投票权。原始股东具有极大的投票权,包括董事选举和重要的公司交易——如合并或出售公司及公司资产。这个“集权控制”将能阻碍其他人把公司作为潜在的合并者、收购者,或者其他控制权转化的变化。百度在IPO中即采用此方式,将上市后的百度股份分为A类(ClassA)、B类(ClassB)股票。将在美国股市新发行的股票称作A类股票,在表决权中,每股为1票,而创始人股份为B类股票,即原始股,其表决权为每1股为10票。一旦原始股出售,即从B类股转为A类股,其表决权立即下降10倍。

主要是指降落伞计划。H. 绿票讹诈(Greenmail)。^[1] (3) 诉诸法律的保护。法律诉讼有两个目的:一是可以拖延收购的进程,从而鼓励其他竞争者参与收购;二是通过诉讼可以迫使收购方提高其收购价格,或迫使目标公司为了避免法律诉讼而放弃收购。

根据决策机构的权限范围可以将反收购措施分为三类:(1)需要股东大会批准的反收购措施,主要指需要通过修改公司章程才能实施的驱鲨剂类反收购;(2)需要章程一般性授权的反收购措施,主要指毒丸类反收购;(3)属于董事会自由裁量权范围内的反收购措施,主要指资产处置类反收购。^[2]

(二)公司反收购行为正当性的理论基础。反收购主要是针对敌意收购而采取的一种防御措施。虽然从理论上说股东会对反收购行为享有最终的决定权,但在实践中反收购措施的决定和实施权却掌握在目标公司的控股股东或管理层手中。而控股股东或管理层在决定是否采取反收购措施时,通常主要考虑的不是公司的长远发展和全体股东的利益,而是更多地考虑自身的利益。特别是在内部人控制现象比较严重的上市公司,管理层对收购行为的抵制几乎有一种本能的冲动。目标公司是否有权进行反收购,无论在理论上还是在立法中至今都是一个有争议的话题。

世界各国早期对反收购基本上采取的是一种否定态度。但近年来,通过重新定义公司管理者与股东之间的关系,公司控制权市场的反主流理论开始重新审视和评估收购行为特别是敌意收购作为外部监管手段对公司治理的作用,认为敌意收购对公司治理的作用有正负两面,目标公司反收购制度应保护目标公司股东利益,严格限制敌意收购的负面作用,同时亦要规制目标公司滥用反收购权的行为,确保敌意收购正面作用的发挥。目前海外成熟市场上反收购制度的构建,大多是以公司控制权市场反主流理论为基础的。^[3] 下面将各种观点分述如下。

1. 否认目标公司有权采取反收购措施的理由。否认目标公司有权采取反收购措施主要基于股东利益最大化思维,其主要理由是公司收购符合资本主义的自由主义精神。其理论基础是公司控制权市场的主流理论。^[4] 根据这一理论,所有权和控制权的分离使股东与管理者之间形成一种委托代理关系,由于二者的信息不对称且代理人本身具有的道德风险问题,因此,股东必须通过一定的控制机制,对管理者进行监督和约束。^[5] 亨利·曼尼认为,公司收购实际是公司控制权的交易市场,收购者通过收购要约对目标公司提出收购该公司控制权。争夺目标公司控制权有很多机制,如争夺代理投票权,直接购买股票、启动公司合并程序等,但公司收购是其中最为有效的控制机制。^[6] 公司的控制机制包括内部和外部两部分,前者指公司管理者内部竞争、董事会的构成和大股东的监督等;后者是指代理投票权竞争,收购兼并及直接购入股票,这两种机制都会导致管理者之间相互争夺对公司资源的管理权,由此构成公司控制权市场。公司控制

[1] “绿票讹诈”又译“讹诈赎金”。直译为绿讹诈函又称溢价回购,由 green(美元的俚称)和 blackmail(讹诈函)两个词演绎而来,是指投机者购买公司大量股票,企图加价出售给公司收购者,或者是以更高的价格把股票卖回给公司以避免这部分股份落入公司收购者之手。出于防止被收购的考虑,目标公司往往以较高的溢价实施回购(给付赎金),以促使恶意收购人放弃进一步收购的打算。

[2] Dale Arthur Oesterle, Mergers and Acquisition: In a Netshell (St. Paul, Minn: West group 1999), pp. 233 - 240.

[3] 参见蒲东君:“反收购问题综述”,载《财务与会计》2006年第11期。

[4] 公司控制权市场理论的主流观点出现于20世纪60年代中期,从70年代末开始逐渐占据学术界的主导地位。主流理论最主要的代表人物包括罗切斯特大学(后转到哈佛大学)的詹森、麻省理工学院的鲁巴克、芝加哥大学的多德、哈佛大学的阿思奎斯和姆林思以及密执安大学的布雷德利等人。

[5] 沈艺峰:“公司控制权市场理论的现代演变”,载《中国经济问题》2000年第2期。

[6] 雷兴虎:“论目标公司的反收购权”,载王保树主编:《公司收购:法律实践》,中国社科文献出版社2005年版,第272页。

权市场理论共有三个代表性观点:第一,在由公司各种内外部控制机制构成的控制权市场上,无论是公司内部控制机制还是外部控制机制中的代理投票权竞争机制都不能起到应有的作用,只有收购才是其中最为有效的控制机制。不论是管理者内部竞争、董事会构成和大股东的监督及代理投票权竞争,其本质都是在现有状况下的一种内耗,无论是股东还是管理层占上风,对公司本身没有实质的改变,根本无法对公司管理形成高效、迅捷的激励和制约,唯有进行兼并收购,通过引入外部竞争,并对公司存亡形成实质性威胁,才能促进管理层改善经营,从而真正实现股东利益。第二,外来者对公司的收购非但不会损害公司股东的利益,实际上还会给收购双方股东带来巨大的财富。^[1] 因为几乎所有的收购行为都将使双方公司的股票价格超乎寻常地提高,双方公司股东出售股票后都可以得到巨额收益。在公司外部监督治理模式环境下产生的公司控制市场理论主张:在内部监督公司治理模式失灵的情况下,只有敌意收购才是最有效的控制机制,敌意收购不仅不会损害目标公司股东的利益,而且对收购双方都有好处,不应限制敌意收购。^[2] 詹森认为,外来投资者对公司的收购不但不会损害股东的利益,实际还会给收购双方带来巨大财富,长期以来,任何主张限制和干预敌意收购的主张,其结果可能会削弱公司作为一种企业组织的形式,并在总体上降低人类社会的经济福利。^[3] 由于公司收购的决定权一般取决于管理层的意愿,而持有大量股份的大股东往往与在职管理者之间维持一种战略联盟关系,所以,按照“默契”,大股东通常不会投票反对在职管理者的意志。而公司收购通过更换无效率的管理者达到减少管理者疏于职守的目的,它可以不经过公司管理层的同意,越过管理层头顶直接达到目标公司的股东,迫使管理层为公司股东的利益尽心工作。第三,长期来看,任何主张干预和限制恶意收购的主张结果可能会削弱公司作为一种企业组织的形式,并导致人类福利的降低。^[4] 而限制兼并收购则会阻碍优胜劣汰的市场规律发挥效力,并会使资源优化配置无法实现。^[5] 根据这一观点,反收购措施会使董事会只为保护自己的利益,同时也使公司中小股东失去高溢价的出售机会,并使公司收购成本增加,弱化、降低收购对公司经营者的监督,减少全体股东的福祉。^[6] 并进一步认为敌意收购是作为降低监督和代理成本的重要机制,是防止管理者损害股东利益的最后一种武器。^[7] 波斯纳也曾认为,股东与债权人在公司收益的获取上是“存在差异”的,股东的权益“与企业的经营状况和经理人员如何认真将企业收入的适当份额分配给股东”息息相关,股东比债权人更容易因为管理者的“不忠诚”而受到损害,所以,股东和经理人员之间的这种潜在的利益冲突足以促使股东采取一切措施保护自己的利益。而反收购的“辩护理由是难以令人信服的”。^[8] 如果法律给公司收购的有效运用既设置了障碍,又降低了公司合并的效率,那么,法律就是“不幸的”。他还认为,法官制定法律依据应该是法律是否是一种能造成有效率资源配置的定价机制。^[9]

2. 允许目标公司采行反收购行为的理由。反主流理论认为整个主流理论体系都构筑于以股东权益为中心的基础上,而对于其他相关利益人却没有予以关注。比如,对公司管理层的利益诉求就缺乏足够关注。而现实情况是,一旦公司被收购,公司管理层就面临失业的威胁,因此管

[1] 参见[美]詹森:“收购:传说与科学”,载《哈佛商业评论》1984年11~12月。

[2] 参见杨鹏慧:“董事制度与上市公司反收购的法律规则”,载《投资研究》1999年第11期。

[3] 参见沈艺峰:“公司控制权市场理论的现代演变”,载《中国经济问题》2000年第2期。

[4] 参见[美]詹森:“收购:传说与科学”,载《哈佛商业评论》1984年11~12月。

[5] 参见邱闽泉、胡光晓、刘琳:《兼并收购财务实务》,清华大学出版社2005年版。

[6] 参见郭富青:“论公司要约收购与反收购中小股东的保护”,载《法商研究》2000年第4期。

[7] 参见张军:《神秘王国的透视——现代公司的理论和经验》,上海译文出版社2001年版,第66页。

[8] [美]波斯纳:《法律的经济分析》(下),蒋兆康译,中国大百科全书出版社1997年版,第535~539页。

[9] [美]波斯纳:《法律的经济分析》(下),蒋兆康译,中国大百科全书出版社1997年版,第908~909页。

理层会不顾一切地采取各种措施进行反收购活动。而几乎每一种反收购措施如毒丸、驱鲨剂、白衣骑士等,都意味着不但会大幅度提高收购方的收购成本,而且也会增加被收购方的支出,这对公司本身并没有什么好处。即使法律上禁止管理层采取反收购措施,管理层也会采取其他变通措施,或是对收购行为进行消极的抵御,从而导致收购演化成一场两败俱伤的战争。反主流派认为,企业不应当仅仅是股东私人的财产,同时还应当是社会的细胞,生产社会化的发展使企业的社会性更为凸显,而公司控制权市场主流理论所倡导的这种以股东为中心的理论背景发展到现在已不合时宜。因此,与其完全禁止公司进行反收购,还不如对反收购行为进行积极引导和必要的法律规制,将反收购的决策权上移,规定在特定情况下,目标公司有权利甚至有义务采取反收购措施。具体来说,允许目标公司采取反收购行为的主要理论依据为:(1)利益相关者理论。按照这一理论,公司的出资不仅来自股东,而且来自公司的雇员、供应商、债权人和客户,后者提供的是一种特殊的人力投资。因此,公司不是简单的实物资产的集合物,而是一种“治理和管理着专业化投资的制度安排”。著名经济学家布莱尔曾认为:“由于股东享有有限的责任,因此他们并不总是唯一的剩余索取者,有限责任意味着股东的损失不会高于他们在公司里已有的投资。当公司的总价值降低到股东所持股票的价值等于零这一点时,根据界定,债权人对公司索取权的价值也开始减少,债权人便成为剩余索取者。”^[1]据此,布莱尔提出了一个著名的论断:“公司不是股东的公司,而是相关利益者们的公司。”按照这一逻辑关系,董事会和管理者就不应当只是单方面地为股东利益最大化服务,而评价诸如恶意收购之类与公司治理结构相关的交易也不应仅仅是以股东利益最大化为标准,而是应当更多考虑到社会福利的最大化。^[2]而在许多情况下,恰恰反收购才真正能够满足这种社会福利最大化的要求。(2)“市场短视”理论。公司的发展既要考虑眼前利益,同时更应当考虑长远利益。而恶意收购人在收购过程中并不会更多考虑目标公司的长久发展和长远利益,而是更多关注目标公司现在的财产状态和盈利情况。为了达到收购的目的,敌意收购中收购人往往以高于现行市场价的出价诱使目标公司股东出售其股份,而一旦完成收购之后主要关注的大多是一些可以立刻见效的项目,而对那些长期投资计划项目和投入巨额资金研究开发项目则往往束之高阁。其结果是损害了目标公司的持续发展能力,而且也会最终使股东的利益受到损害。根据公司董事的信义义务要求,董事会不仅要为股东负责,而且还要对公司和公司的所有相关利益者负责。因此根据信义义务的基本要求,只要目标公司的董事会基于合理相信认为收购要约不符合公司全体最佳利益时,董事会就应有权采取反收购措施进行抵制,以防止公司落入“恶棍”手中。

二、国外反收购的主要立法体例及其对我国的借鉴

综观世界各国的反收购立法可以看出,世界各国的反收购立法主要有“公司管理层决定模式”和“股东大会决定模式”。其中美国是采取“公司管理层决定模式”的典型国家,其特点是比较注重董事的忠实义务和注意义务。而英国和我国香港地区则是典型的“股东大会决定模式”,根据这一模式,除非经股东大会多数同意,否则董事会不得抵御要约收购。^[3]

1. 英国的股东大会决定模式。在英国,目标公司的反收购决定权掌握在股东大会手中。英

[1] [美]玛格丽特·M. 布莱尔:《所有权与控制:面向21世纪的公司治理探索》,张荣刚译,中国社会科学出版社1999年版,第22页。

[2] [美]玛格丽特·M. 布莱尔:“共同的‘所有权’”,载《经济社会体制比较》1996年第3期。

[3] 范健:“我国反收购之立法政策:股东会中心主义的制度基础与保障”,载《商业经济与管理》2006年第11期。

国主要依靠英国公司并购委员会制定的行业自律性文件《伦敦城购并守则》(city code on takeovers and mergers,以下简称《城市法典》)并辅之以判例对目标公司反收购进行规制。《城市法典》对目标公司经营者实行反收购行为原则上是禁止的,它把反收购的权力交给了目标公司的股东大会。^[1]其第7条规定:“无论何时,当一项真正的收购的要约已被通知给受要约公司的董事会,或目标公司董事会会有理由认为一项真正的要约即将发生时,不经过股东大会的批准,目标公司董事会不可采取任何与公司事务有关的行为,而这种行为的结果是有效地挫败一项善意的收购,或对股东来说,使他们失去一次根据其价值作出决定的机会。”而且,该法典在第21条对反收购行为进行了具体的限制:“在要约期间,或甚至在收购发生以前,如果目标公司的董事有理由认为一次善意的要约即将发生,目标公司的董事,除了履行更早的时期签订的合同之外,不经股东大会批准不得从事以下任何行为:(1)发行任何已被授权但尚未发行的股份;(2)发行或授予任何与未发行股份有关的选择权;(3)创设或发行,或承认创设或发行任何拥有转换或认购股份权利的证券;(4)出售、处分、购买或同意出售、处分、购买大量财产;(5)除了正常的经营之外,不得签订任何合同。”并且,在该法典第37.3条规定了受要约公司不经股东大会同意不得回赎或回购本公司股份。^[2]

保护目标公司股东利益是《城市法典》的精神所在。公司收购是公司的一种外部治理机制,如果公司董事会或管理层可以任意决定进行反收购活动,公司这种外部治理机制就失去了它原有的价值。因此应该把反收购的权利交给股东大会决定,这就在某种程度上相当于赋予了股东选择管理者的权利,而这一权利本来就应当是属于股东的法定权利。《城市法典》除了将反收购决定权交给股东大会行使,严格限制董事权利外,还规定了目标公司董事对股东应该履行的披露义务。^[3]此外,英国判例法还通过规定董事忠实义务,对目标公司管理层的反收购进行必要限制,从而为保护股东利益搭起了一道坚实的防火墙。

2. 美国董事会决定模式。在1968年《威廉姆斯法案》(the Williams Act)出台前,美国基本上未构建目标公司反收购制度,敌意收购除受反垄断法规制外,基本上无其他限制。但美国反收购立法的思想最早可以追溯到1914年美国国会通过的《克莱顿反托拉斯法》(the Clayton Antitrust Act),该法案第7条授权美国联邦政府对反竞争性的公司兼并进行管制。1950年,美国国会在《克莱顿法案》的基础上,又通过《塞勒—克弗沃尔法案》(the Celler-Kefauver Amendment)。《塞勒—克弗沃尔法案》将《克莱顿法案》第7条的管辖范围从股票兼并方式扩大到包括资产收购方式在内,将收购的种类从横向收购引申到任何联邦交易委员会认为可能导致削弱竞争的收购类型上。按照修正后的《克莱顿法案》,任何可能削弱竞争或导致垄断的公司收购行为都属违法。不过,无论是《克莱顿法案》,还是《塞勒—克弗沃尔法案》在属性上都属于联邦的反托拉斯法体系,主要出于反垄断、反托拉斯的目的,其立法的根本依据在于“垄断即罪恶”这一思想。^[4]

然而,随着敌意收购的大量推进,其负面作用开始不断显现。由于敌意收购的双方力量、信

[1] 参见陈聪、何礼果:“中国上市公司反收购法律问题研究”,载《西南科技大学学报》(哲学社会科学版)2009年第5期。

[2] 参见王学斌:“目标公司反收购决策权归属问题的法律研究”,载《上海大学学报》(社会科学版)(第11卷)2004年第1期。

[3] 规则第3.1款规定:“目标公司董事会必须就一切要约征询权威的独立顾问的意见,并把意见重点告知股东。”规则第25.1款要求目标公司董事会如果意见有分歧,少数派的意见必须告知股东,存在利益冲突的董事不能参与董事会的意见,而且利益冲突的本质必须清楚地解释给股东。

[4] 参见沈艺峰:“公司控制权市场理论的现代演变”,载《中国经济问题》2000年第2期。

息的不对等,敌意收购的后果有可能会损害目标公司股东的利益。特别是到了20世纪80年代末,美国资本市场上包括敌意收购在内的各种公司并购活动非常活跃,从而引起社会公众尤其是工人和管理层的极大不满,各州开始以法律形式对公司收购行为加以抵制和干预。虽然美国联邦政府通过的完全旨在对公司收购进行法律干预的立法始于1968年夏天的《威廉姆斯法案》。但由于该法案的目的主要是为了保护股东利益,其内容也主要是对收购信息充分披露要求和反欺诈条款作了比较详细的规定,同时对敌意收购也设置了比较严格的程序要求,但其对具体的反收购行为则未加以具体规制。然而到了1982年,随着美国联邦最高法院的裁定的出现,许多州的反收购立法失去了合法性依据。为了保护本州当地企业免遭金融大鳄的吞噬,以印第安纳州、新泽西州、纽约州、特拉华州和宾夕法尼亚州等为代表的美国35个州不顾联邦最高法院的判令,从1987年开始,以反恶意收购为突破口掀起了第二次反收购立法浪潮。^[1]1990年3月宾夕法尼亚州议会通过的《宾夕法尼亚州1310法案》标志着美国第二次反收购浪潮达到顶峰。这同时也被认为是以公司管理者、雇员、供应商和地方政府等为代表的“地方保护主义者”与学者、投资者和美国证券与管理委员会等“激进主义者”之间互相争斗的白热化表现。不过,美国联邦立法与各州的立法对反收购行为在认识上并不一致,对具体案件的处理也存在着明显的差异。^[2]其判例法更将反收购纳入经营判断规则范围,并强调目标公司董事的社会责任,其结果是在一定程度上纵容了董事滥用权力,造成反收购行为失控,从而又反过来弱化了对中小股东利益的有效保护。^[3]

与英国的股东会决定模式不同,在美国,反收购决定权被赋予了董事会。其主要理论依据是,董事会作为公司的经营管理机关和代表机关,十分熟悉公司业务,同时又有丰富的专业知识和技能,因此由董事会行使反收购权可以与收购者讨价还价,有利于股东获得较高收购溢价。不仅如此,由董事会行使反收购权可以不受股东利益的局限,有利于维护公司相关者的整体利益和公司的长远利益,可以适应社会化大生产需要,顺应由股东大会中心主义向董事会中心主义变迁。^[4]根据美国判例法,目标公司董事会采取反收购措施时只要尽到注意义务^[5],并符合经营判断规则,其行为就具有合法性。反收购中的经营判断规则对董事的主要要求是:(1)目标公司董事会会有责任证明他们合理地相信收购会威胁公司的经营政策和其存在的有效性(合理性);(2)董事会采取的反收购行为必须与收购对公司形成的威胁有适当的关系(妥当性);(3)独立董事的勤勉和出席董事会的行为会提高前述合理性和妥当性的证明效力(证明性)。^[6]这三项原则在美国几乎成为法官审理反收购案的普遍规则。在第二次浪潮中,各州反收购法全都制定了比《威廉姆斯法案》更为广泛的信息披露要求,其中由宾夕法尼亚州州长凯西在1990年3月27日签署的法令被认为是全美最为彻底的反收购立法。该法主要包括五项条款:第一,信托责任条款。该条款授权公司董事会在考虑公司决策变动时,不仅仅是关心其对公司股东的短期和长期影响,同时还必须照顾到该决策对公司相关利益者的短期和长期利益。这里的相关利益者不限于股东,还包括公司员工、客户、供应商、债权人甚至当地其他社区成员。第二,控股条款。

[1] 参见威自科:“从第二次反收购立法潮看美国公司治理结构制度的演进”,载《经济经纬》2002年第2期。

[2] 参见范健:“我国反收购之立法政策:股东会中心主义的制度基础与保障”,载《商业经济与管理》2006年第11期。

[3] 参见郭富青:“论公司要约收购与反收购中中小股东利益的保护”,载《法商研究》2000年第4期。

[4] 参见黎友强:“目标公司董事会有权采取反收购措施——美国立法例研究以及对我国的启示”,载《西北政法学院学报》1997年第4期(总第81期)。

[5] 根据美国《示范公司法》第8.3条规定:董事注意义务包括以下三方面内容:(1)善意的;(2)以一个一般谨慎的人在相同地位相似情况下应有的注意;(3)以一种被合理地认为符合公司最佳利益的方式行事。

[6] 参见汤欣:《公司治理与上市公司收购》,中国人民大学出版社2001年版,第375~378页。

它排除了套利者借机获利的短期行为。第三,偿还条款。第四,员工解雇补偿条款。第五,劳动合同条款。前三个条款意在强化管理者抵御恶意收购的能力,而后两个条款则是为了保护员工利益。^[1]

3. 我国反收购的立法模式选择。世界各国的公司收购立法发端于英国并在美国得到发展和完善。但对以英国为代表的股东会决定模式和以美国为代表的董事会决定模式究竟孰优孰劣,很难轻易加以判断,因为任何一个制度都有其形成的背景和发育的土壤,同时也有其存在的合理价值。针对我国的具体国情而言,相较于美国模式,英国的模式可能更为可取和可行,其主要理由是:

首先,英国模式保证了股东自由转让股份的权利。公司收购是收购方与目标公司股东之间的交易,是否接受要约应当由作为合同当事人的股东决定。股东有购买股份的自由,同样也应当享有转让股份的自由。正如有学者指出的那样:股东在购买股票时并不要求其必须与管理层协商,管理层也不曾介入,为什么在股东出售股份时管理层要直接干预买方与卖方的交易呢?是否转让股份原本就是股东应有的权利?^[2]

其次,英国模式有利于管理层正确履行自己的义务。股东选择管理层负责公司日常经营,管理层对股东负有信义义务。这一义务决定了管理层必须为股东利益最大化服务。如果由管理层操纵反收购,管理层的利益冲突使其在公司收购中很难从股东利益出发,甚至很难保持中立。因此,只有如英国对管理层的反收购保持一种理智的冷漠,才能避免股东的利益受到管理层的侵害。^[3]

最后,我国并不适合采取美国模式。其主要原因在于,美国涉及公司收购的联邦法《威廉姆斯法案》试图在收购方与目标公司之间保持一种中立。而美国的州法以及司法判例出于地方保护的观念,为目标公司管理层的反收购提供了广阔的空间。尽管管理层采取反收购措施在某种程度上有其合理性,但其弊端也很多,其中最大的缺陷就是它纵容了管理层滥用权力,容易给股东利益造成损害。不仅如此,美国管理层有反收购权是以它拥有一套完备的董事责任机制和中小股东保护机制作为后盾的,而从我国的上市公司治理结构的现状和立法现状看,董事责任制度和股东保护机制尚不完备,股东权的保护意识薄弱,根本无法保障目标公司管理层在采取反收购措施时对公司尽到诚信义务。而且我国内部治理机制很不完善,公司股东与董事之间存在激烈的利益冲突,代理问题突出的公司治理难题也决定了将反收购决策权归属于股东大会有助于解决内部人控制和代理的问题。况且,自2002年《收购管理办法》伊始,在反收购决定权方面我国就一直采取的是英国的股东大会决定权模式。因此,我国的反收购模式的总体思路应该是不绝对禁止目标公司的经营者对敌意收购采取反收购措施,但对反收购行为在法律上应作严格规范和限制。基于我国的立法和实践,我国应明确规定股东享有最终防御收购的决策权。^[4]

三、反收购行为中的中小股东利益保护

反收购行为既涉及目标公司董事会的利益,也涉及目标公司管理层的利益,同时更涉及目标公司股东特别是中小股东的合法权益。对反收购行为的限制主体既包括管理层,也包括董事会

[1] 参见蒲东君:“反收购问题综述”,载《财务与会计》2006年第11期。

[2] Matthew Taylor, Tender Offer and the Business Judgment Rule, University of Miami Business Review, Winter 1998.

[3] 参见张舫:《公司收购法律制度研究》,法律出版社1998年版,第211页。

[4] 参见陈聪、何礼果:“中国上市公司反收购法律问题研究”,载《西南科技大学学报》(哲学社会科学版)2009年第5期。