

# 反收购中目标公司反制措施运用中的法律问题

○ 杨 婧, 闫立宏

(山西财经大学 法学院, 山西 太原 030006)

〔摘要〕在面临敌意收购时,目标公司常常会采取反收购措施。在我国,反收购措施的提案权属于董事会,由股东大会决定实施。反收购权的行使能够平衡股东利益和股票自由流通,能有效维护目标公司所追求的长远利益和公司承担的社会责任。虽然我国法律法规对反收购权的归属做了相应规定,但过于原则性的规定使得反收购中目标公司反制措施运用存在一定的法律问题。通过对公司反收购权的理论基础、反收购权归属模式分析、反收购权的具体行使三方面进行研究,可以最终从明确目标公司董事义务、加强董事责任的监管、加强中小股东权益保护等方面提出反收购权行使的规制路径。

〔关键词〕目标公司;反收购权;反制措施

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2018.06.016

## 一、问题的提出

收购是指投资者为获取目标公司控制权,而采取购买目标上市公司的有表决权证券的行为。《中华人民共和国证券法》(以下简称:《证券法》)第八十五条规定投资者可以通过要约收购、协议收购和其他合法方式进行上市公司收购。<sup>[1]</sup>根据目标公司管理层对此种行为的态度,收购可以划分为善意收购和敌意收购。善意收购是投资者经过与目标公司管理层的商议,其收购行为受目标公司管理层支持的公司收购。而敌意收购是投资者在进行收购时目标公司管理层不合作甚至明确加以反对的公司收购。<sup>[2]</sup>当面对敌意收购时,目标公司就有采取反收购

---

作者简介:杨婧,山西财经大学法学院研究生,主要研究方向:经济法;闫立宏,山西财经大学法学院教授,主要研究方向:经济法。

行为的可能,其通过提高收购成本、削弱收购动机和控制力、强化目标公司董事会封闭性等行为,使进行敌意收购的投资者收购难度加大和收购意愿降低。<sup>[3]</sup>

常见的措施具体包括新股发行、股份回购、白衣骑士等,但这些措施的实施与我国《中华人民共和国公司法》(以下简称:《公司法》)、《证券法》等相关法律存在一定的衔接障碍。<sup>[4]</sup>在敌意收购与反收购措施的对立过程中,股东利益(特别是中小股东利益)的保护值得研究。因此,反收购措施中反收购权的行使主体确立就成了其中最重要的法律问题。反收购权行使主要有三种模式:股东多数同意模式、董事会决定模式和共同决定模式。<sup>[5]</sup>我国公司治理采取的是类似德国的以内部监督为主的模式,但此种模式在反收购措施的实际运行中无法有效发挥其作用。<sup>[6]</sup>针对此种情况,我国反收购权的确认采取的是结合美国与英国的模式进行适当创新,以股东多数同意为主的模式。我国《上市公司收购管理办法》第8条和第33条明确地规定,反收购权最终归属于股东大会,董事会的防御行为需要经过股东大会批准。<sup>[7]</sup>虽然我国法律法规对反收购权的归属做了一定的规定,但过于原则性的规定使得反收购中目标公司反制措施运用存在一定的法律问题。因此本文拟从目标公司反收购权的理论基础、反收购权归属模式分析、反收购权的具体行使三方面进行讨论,最终提出目标公司反收购权行使的規制路径。

## 二、目标公司反收购权的理论基础

### (一)反收购权定义

上市公司收购通常伴随着公司控制权的变化,是一种整合产业和资本资源配置的重要手段,其法律性质是证券交易行为。<sup>[8]</sup>随着我国市场经济的不断发展,资本市场呈现出活跃的景象,适应市场机制的企业在此过程中进一步发展,而不能适应市场机制的企业主体则面临着倒闭的风险,行业整合和资本运作便催生了更多企业收购的现象。上市公司收购过程中,由于投资者与目标公司立场和利益的不同,难免会产生敌意收购的现象。面对敌意收购,目标公司采取一定针对性的措施,即表现为反收购措施。对于这种措施的理解,实际上属于旨在抵制收购行为,目标公司控制股东提前利用自己的权利,采取一定的手段来维护经营者的控制权,同时也是为了防止经营者的控制权转移给进行敌意收购的投资者。笔者认为,这种反收购措施本身就是为了维护公司控制权,如果从“两权分离”角度来看,控制股东(管理层)享有实施反收购的权利,反收购权就是指决定是否实施及如何实施具体反收购措施的权利,该权利可以看作是经营管理权的内容之一。<sup>[9]</sup>

### (二)反收购权的法律价值

投资者的敌意收购并不是市场经济中的公开交易,但是它属于公司经营的正常运作,同时这种行为也是资本市场中经济快速发展的标志。敌意收购中的目标公司是我国市场经济活动中的法律主体,拥有独立的法人资格,并且我国相

关法律并未禁止目标公司行使反制措施,所以目标公司在敌意收购中拥有采取反制措施的权利。反收购的价值,在微观层面表现为对目标公司及其股东利益的保护,在宏观层面表现为对市场垄断行为的抑制,<sup>[10]</sup>而且敌意收购中出现许多实际问题,也反映出反收购措施具有的必要性和合理性。其法律价值如下:

### 1. 股东利益和股票自由流通的平衡

投资者在进行敌意收购的过程中,目标公司由于发展停滞,资金不流通,各个股东之间的利益不能平衡,所以导致目标公司在这种对抗中处于弱势。而敌意收购的投资者则会利用自己的优势,对目标公司为所欲为,损坏目标公司的利益。因此,赋予目标公司反收购的权利,使其可以报出理想价格,并引出潜伏投资者出来共同竞争,在相互的竞争中取得更好的结果,也能维护股票自由流通。

### 2. 维护目标公司长远利益的需要

为了维护目标公司长远发展,赋予其反收购权是必要的。在现今的证券市场中,股票是分散的,大部分的股票投资者目光短浅,只注重眼前的利益,这便促使具有不良收购动机的投资者向这种股票投资者发起攻势。他们的收购行为并不是为了促进目标公司的良性发展,而是将目标公司收购到手后再次出售,从中谋取暴利。因此,赋予公司反收购的权利是对抗这种不良收购的强有力的武器。

### 3. 公司所承担的社会责任的需要

现代公司长期良性发展并不仅仅是为了满足相关利益者的利益需求,同时还承担着相应的社会责任。当进行敌意收购的投资者成功完成收购行为之后,目标公司可能会面临巨大未知的困境,如目标公司的业务调整、人员调动等问题,甚至产生的裁员情况,这些都会影响到当地的经济的发展。因此,赋予目标公司反收购的权利能够切实防止目标公司面临此种负面情形的产生。

## 三、反收购权归属模式分析

结合国外立法体系中关于反收购权归属的立法例进行参考分析,<sup>[11]</sup>反收购权归属模式分为三种类型:股东大会决定模式、董事会决定模式和共同决定模式。

### (一) 股东大会决定模式

英国绝大多数公司采用的是股东大会决定模式。英国规定了目标公司必须遵守《收购与兼并城市法典》中的相关规定,并且将反收购的决定权交给了股东大会,原则上,公司的管理层不得私自决定反收购措施的实施。该部法典提到了:“当目标公司的管理层收到收购公司的收购合约时或立马就要收到收购合约时,不得在未通知股东大会的情况下,私自作出决定,不得做出阻碍股东作出决定的行为或者不得剥夺股东决定的机会。”<sup>[12]</sup>依据该部法典中的有关规定,在投资者向目标公司发送收购合约之后,管理层并非绝对的没有权力进行反收购的实施,而股东大会也并不是全权地负责反收购的决策,管理层主要起到辅助的作用,而股东大会则处于主导地位,做出决策。

### (二) 董事会决定模式

目标公司拥有反收购的权利,旨在能为公司谋取更多利益,也为股东取得更多的权益。而董事会决定模式就是将这方面事项的决定权授予了董事会。董事会的成员都是经过精心培养的高素质人才,他们具有较高的领导能力和商业才干,能将众多的小股东联合起来,形成一股力量,在与投资者的收购谈判中占据有利地位,针对一些敌意收购能够进行有效的防御。此外,通过董事会与投资者在谈判过程中的讨价还价,吸引出潜伏投资者,在多个投资者的互相竞争中,为公司谋取更大的利益。美国采用的并非是股东大会决定模式,而是董事会决定模式。<sup>[13]</sup>美国主张目标公司的反收购权由董事会行使,并且制定了一系列相关的法律法规,其中最著名的就是《威廉姆斯法案》。美国采用董事会决定模式的原因与美国资本市场的发展是密切相关的,美国的股权结构相当分散,并且证券市场发展良好,这就使得董事会在美国公司管理中占据很重要的地位。

### (三)共同决定模式

除了股东大会决定模式和董事会决定模式外,还有一种共同决定模式,其最具代表性的是德国。在德国,并不是单独采用一种模式来决定是否采取反收购措施,而是由股东大会和监事会共同做出决定,然后交由董事会来行使。在董事会接到股东大会的授权以及监事会的同意之后,董事会就可以对如何实行反收购措施进行决策。德国的《兼并与并购条例》明确规定了:目标公司的管理层在未经过股东大会的授权或者事先同意之前,不得做出反收购的决策,否则会损坏公司股东的利益。此外,德国在2002年出台了《公开收购证券和收购法》,该部法明确提到:“就算没有取得股东大会的同意,但是经过了公司监事会的同意,公司的管理层也被允许进行反收购措施的实施。”德国之所以采用共同决定模式,一方面与德国较为重视公司内部监督,监事会在公司治理结构中发挥较大作用有关。另一方面与德国在反收购方面立法发展缓慢,相关立法还不完善有关。在保障目标公司股东权益和重视监事会作用的前提下,德国采用共同决定模式,不仅能起到相互制衡的作用,还能更好地维护公司的利益。

从我国《证券法》和《上市公司收购管理办法》的具体规定来看,我国综合了以上三种模式,将收购和反收购事宜的提案权交给董事会,将决定权交予目标公司的股东大会,以他们的共同决定来维护公司利益。

## 四、反收购权的具体行使及其阻碍

### (一)反收购措施的提案

目标公司反收购措施的提案应由谁提出合适?一般而言,董事会是反收购措施的执行者,由执行者提出提案更能有效完成决策。首先,股东大会并非目标公司的常设机构,虽然股东大会拥有反收购决策权,但是决策的具体事宜还是由董事会全权负责的。其次,具有专业商业才能的董事会可以通过联合公司小股东的方式,以专业的知识引导他们,并向股东大会的股东们说明被收购行为的利弊,提出反收购方案。虽然董事会并不享有反收购的决策权,但却享有具体执行

反收购措施的主体身份。当公司成为投资者的目标时,面对错综复杂的合约,甚至是“敌意收购”,董事会能否提出更加合理的应对方案,直接关系到能否有效地保障公司和股东的合法权益。

目标公司在面对敌意收购时,反收购措施的实施主要分为两个阶段:第一阶段,事前进行防御:目标公司要做好随时被收购的准备,先拟定好反收购条约以及具体措施,然后向股东大会做出陈述,说明其中的利害关系以及对公司的影响,然后由股东大会决定反收购条约是否通过。第二阶段,收购行为发生时:当投资者正式表明要收购目标公司时,董事会将事先准备的收购条约交由股东大会通过,然后从专业的中介或咨询机构聘请顾问,向公司股东大会出具具体的、客观的意见,由股东大会决定是否接受投资者的收购。

## (二)常见的反收购措施

根据国外立法和司法经验,反收购措施主要有毒丸计划、白衣骑士、帕克曼式防御、焦土策略。<sup>[14]</sup>但是上述反收购措施在我国却面临着法律障碍。以下分别对各类措施进行分析:

### 1.毒丸计划的合法性分析

毒丸计划正式名称为“股权摊薄反收购措施”,是美国著名的并购律师马丁·利普顿(Martin Lipton)于1982年发明的经济策略。当目标公司面临敌意收购的时候,控制股东为了保护既有的对公司的控制权,就会大量低价增发新股,这样一来目标公司股票发行总量会产生“摊薄”或者“稀释”效应,客观上增大了投资者的收购成本,让其无法在短期内顺利实现控股的目的。在英国和美国,毒丸计划是目标公司常用的一种反收购措施,如果能够通过公司法上的公司最大利益保护原则的检验,两国的判例法均认定毒丸计划的合法性。<sup>[15]</sup>但是我国《公司法》《证券法》规定在目标公司被收购之前或者之时,是不允许纯粹基于反收购目的而进行的增发新股的,否则会出现经济学中的“讹诈赎金”效应。<sup>[16]</sup>

### 2.白衣骑士的合法性分析

目标公司邀请作为“白衣骑士”的友好企业加入投资者的队伍中,造成自身价值增长的效果,也同时阻止敌意收购的行为。此做法是目标公司为了自身利益而采取的合法行为,如果得到合法合理的运用则能够带来市场的良性竞争,促进收购市场的健康发展,是应当被市场所支持与鼓励的行为。在我国,成功运用“白衣骑士”策略阻止收购的案例也不在少数,例如发生在2004年的广发证券抵御中信证券收购一案。我国《上市公司收购办法》第37条、第40条和第42条通过“明确允许竞争要约”的方式对这一策略做出了适用性的规定,但是却并没有对目标公司“白衣骑士”策略进行限制,例如不得给公司与股东的利益造成损害,这方面亟待立法上加以完善。

### 3.帕克曼式防御措施的合法性分析

帕克曼式防御是一项风险性很高的反收购措施,即目标公司通过主动收购敌意收购的投资者(公司)来对抗对方的收购行为,以主动出击代替被动防御。

该措施往往能对进行敌意收购的投资者造成打击效果,但却是一把“双刃剑”,对实施该行为的目标公司也具有一定的威胁,因此结果极有可能是两败俱伤。使用帕克曼式防御措施,需要具备一定的条件:首先,敌意收购的投资者应当是上市公司,这是收购对方股份的前提条件;其次,敌意收购的投资者对于目标公司的反收购有所懈怠,这是实施帕克曼式防御措施的可能性要件;最后,目标公司需要具有较强的资金实力和融资能力,这是实施帕克曼式防御措施的必要条件。<sup>[17]</sup>我国并未对帕克曼防御做出明确的规定,根据“法无明文规定即自由”的理念,该项措施应当是合法的。但由于其高风险性,董事会不宜在未经股东大会授权的情形下径自实施。

#### 4. 焦土策略的合法性分析

焦土术属于消极措施,是指目标公司通过增加自身的负资产、减少自己的正资产、提高公司自身的风险等方式来降低公司的市场价值,从而使得进行敌意收购的投资者丧失收购兴趣。这种方式显然会严重损害公司和股东的合法权益,适用时应当保持相对谨慎的态度。但有学者对此有不同的看法,其依据是《上市公司收购管理办法》第三十三条,认为董事会在经过目标公司股东大会批准的情况下,采取处置资产等反收购措施也是合法有效的。笔者对此观点并不认同,公司作为当今社会经济发展的重要组成部分,必须从社会全局来看待目标公司的反收购措施。在当前,社会本位是被广泛认同的公司法的理念,公司的运营发展不仅要考虑到股东的利益诉求,还应当为社会整体利益创造价值。这一理念已经在美国的司法实践中得到了确立,美国各州新的公司法要求公司的管理者不能罔顾“利益相关者”的权益而仅为公司股东服务。而政府、消费者、供货商、债权人、债务人、公司职工、董事、股东等都应当是公司的“利益相关者”。

### 五、对目标公司反收购权行使的规制

#### (一) 明确目标公司董事义务

各国立法中明确规定了董事会成员对公司有“注意义务”(duty of care)和“忠实义务”(duty of loyalty)。我国公司法采取了与国际社会不同的称谓,用勤勉义务来代替了“注意义务”(duty of care)和“忠实义务”(duty of loyalty)。<sup>[18]</sup>但基本含义相同,董事应时刻保持勤勉的工作态度,谨慎苛责、认真履职。

在目标公司实施反制收购措施时,公司董事勤勉义务的履行至关重要。我国应该借鉴域外相关法律,完善我国有关董事义务的法律规定。从已有的收购案例可以总结出,董事承担勤勉义务应当做到以下几点:(1)及时地通知股东。目标公司的管理层在收到投资者的收购合约时,应当及时地通知本公司的股东大会及全体股东。(2)客观公正地做出评价。董事作为目标公司的管理者,同时也是最了解公司经营状况与财务状况的人,应利用自身丰富的经验为公司服务。同时,董事会还应聘用有丰富经验的反收购顾问,利用反收购顾问给出的意见和建议制定适合公司的反收购措施,然后再向股东大会做出陈述,出具最终意见

书,说明自己的立场。(3)积极地辅助股东。目标公司的反收购决策权掌握在股东大会的手里,但董事会是执行主体,反收购决策的执行仍需公司董事的合作。董事要利用自己对公司的了解,辅助股东在反收购的决策中做出正确的判断。

## (二)加强董事履责的监管

目前我国《公司法》《证券法》等没有对目标公司董事履行义务进行追责的规定,导致当目标公司的董事违反了勤勉义务,却没有承担相应的法律责任。根源在于我国针对董事义务,在设立标准方面并不是非常明确。国外的董事义务设立的标准也是经历了大量的案例才慢慢发展起来的,特别是与目标公司董事的勤勉义务相联系的商事判断原则。我国应借鉴英美国家判例法上的经验,在涉及到商业收购复杂的问题时,应建立起正确的司法审判价值取向——在尊重公司自治和董事自主权的基础上,保障利益相关人的合法权益不受侵犯。<sup>[19]</sup>

如何判定董事是否履行勤勉义务呢。核心在于,要明确地区分公司与法官的职责,两者不能混淆。法官审核如果采用事后评价的机制来进行,以此来判定董事有没有履行忠实义务,这样就会违背了审核目的,同时也违反了审核规律,有证明董事比法官素质高的嫌疑。因此,在美国会适当地限制司法机关介入董事的审核过程,充分尊重目标公司的董事的自主权,让他们自主判断。董事的自主权具体体现在董事自主经营,自主决策,并保证其合理性。董事要承担投资者进行敌意收购甚至威胁到公司的利益及其股东权益的举证责任,因此目标公司的董事要充分利用自己的专业知识和商业才能来进行正确的判断,董事在进行决策时要规范自己的行为 and 确保程序的合理性,可留存一些必要的工作底稿。

## (三)加强中小股东权益保护

“保护中小股东权利已经成为现代公司法的要旨”,<sup>[20]</sup>正是因为控股股东具有表决权,而且拥有高于公司管理层的权力,所以当公司遭遇投资者的敌意收购,控股股东有可能会为了自己的利益,利用自己的决策权做出损害公司利益或者股东利益的行为,尤其是损害中小股东的利益。因此,目标公司的股东大会做出决策的时候,首先必须要注意到该决策是否损害了中小股东的利益。

目标公司控股股东实施反收购措施时应该做到注重公司各方面的利益,在为自己争取利益的同时也要为公司中小股东的最大利益负责。控股股东经过自己的调查,证明投资者的收购动机、收购目的以及投资者的管理能力,从而做出正确的决断,防止敌意收购的投资者怀有不良的动机对公司的利益造成损害。同时,控股股东对投资者的深入调查,并不是一种非法的抵制收购的行为,而是为了维护中小股东的权益而必须经过的步骤,这种行为是合理的。控股股东在行使自己对目标公司控制权的过程中,面临自己的利益与公司以及公司的中小股东的利益相冲突的情况时,要坚持公司利益为先的原则,然后在维护中小股东利益的基础上,保障自己的利益。我国针对控股股东需履行的义务在相关的法规中做了规定,例如《上市公司收购管理办法》中就进行了规定,但是在该办法中的规定操作性较差。因此,有些学者认为,要想完善公司的管理水平,要先从完

善公司控股股东义务的角度出发,先完善控股股东义务的相关法律法规,再进行反收购措施的具体规定。

在规定控股股东应承担义务的同时要赋予中小股东反收购的相关权利,具体包括以下几个方面:(1)知情权。当目标公司在得知即将被收购的情况下,管理层要及时地通知各个中小股东,并且在决定采取反收购措施后,也要及时通知中小股东,保证他们的知情权。(2)提案权。我国目标公司的提案权和召集权一般是授予股东大会的,但是有严格的条件和标准。笔者认为,我国可以适当降低标准,并将其中部分的权利交给中小股东。(3)自由退出权。现代许多公司的主要特点就是股份的转移。在目标公司遭遇收购后,中小股东也会同时收到收购合约,然后按照合约会转移自己的股份,他们自愿转移自己股份是因为相信收购方给出的较高的报价可以收回自己的投资,通过收购要约强制目标公司给予中小股东充分合理的权益保障。

### 注释:

[1]《中华人民共和国证券法》,中国人大网:[http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content\\_1934291.htm](http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm)。

[2]胡鸿高、赵丽梅:《论目标公司反收购行为的决定权及其规制》,《中国法学》2001年第2期。

[3]刘俊海:《现代证券法》,北京:法律出版社,2011年,第263页。

[4]吴文琦:《公司对抗性反收购策略的法律问题研究》,《安徽大学学报(哲学社会科学版)》2006年第3期。

[5]徐冬根:《上市公司股份收购与反收购》,《法学》1995年第7期。

[6]梁静溪:《论构建目标公司反收购制度的理论基础》,《学习与探索》2002年第2期。

[7]叶林主编:《证券法教程》,北京:法律出版社,2010年,第286页。

[8]史际春主编:《经济法》,北京:中国人民大学出版社,2015年,第301—302页。

[9]张艳凯:《上市公司反收购措施的理念、原则及制度》,《法治论坛》2010年第3期。

[10]李春林、朱圆:《反收购的价值分析》,《当代财经》2005年第6期。

[11]傅穹、陈林:《上市公司收购与反收购的规则变迁》,《当代法学》2009年第3期。

[12]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》,《商业经济与管理》2006年第11期。

[13]张民安:《现代英美董事法律地位研究》,北京:法律出版社,2000年,第131页。

[14]何广锋:《从万科股权之争看公司反收购策略》,《中国经济信息》2016年第14期。

[15]丁新年:《论毒丸计划与中国反收购立法——由万科事件引发的思考》,《华中师范大学研究生学报》2016年第4期。

[16]黄婷婷:《反收购“毒丸计划”在中国的构建》,《广西民族师范学院学报》2016年第4期。

[17]李金泉:《反收购方法在我国的适用性分析》,《金融与经济》2006年第2期。

[18]任自力:《公司董事的勤勉义务标准研究》,《中国法学》2008年第6期。

[19]刘敬伟:《董事勤勉义务判断标准比较研究》,《当代法学》2007年第5期。

[20][美]罗伯特·C·克拉克:《公司法》,胡平等译,北京:工商出版社,1999年,第21页。

[责任编辑:刘 璠]