

## 上市公司收购防御决议机制立法模式的反思与重构<sup>〔\*〕</sup>

○ 朱 庆

(安徽大学 法学院, 安徽 合肥 230601)

〔摘要〕现行《上市公司收购管理办法》的上市公司收购防御措施的决议机制由原先的原则禁止转变为了股东大会决议模式。这一转变虽有若干理由支撑,但均值得推敲。我国上市公司收购防御措施的决议机制应采董事会决议模式,同时禁止若干类型的防御措施。这一模式既可摆脱股东大会决议模式可能带来的弊端,又能顺应董事会中心主义的潮流,保护股东整体利益,并兼顾社会责任的实现,当为我国立法采纳。

〔关键词〕收购防御;立法模式;股东大会决议模式;董事会决议模式

关于上市公司收购防御决议机制的设计,我国较早的立法见于2001年版《上市公司收购管理办法》。该办法第33条第1款规定:“被收购公司的董事、监事、高级管理人员针对收购行为所做出的决策及采取的措施,不得损害公司及其股东的合法权益。”同条第2款还规定:收购人做出提示性公告后,被收购公司董事会除可以继续执行已经订立的合同或者股东大会已经做出的决议外,不得提议股份回购等六类收购防御事项。<sup>〔1〕</sup>这条规定不但将收购防御权交由股东大会把持,甚至还禁止董事会提出实施收购防御的提议,是一种非常严厉的立法模式。2006年修订的《收购办法》第33条态度出现软化,相关内容被改为:“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对

---

作者简介:朱庆(1977—),安徽大学法学院教授暨经济法制研究中心研究员,法学博士。

〔\*〕本文系国家社科基金项目“中国上市公司股份回购的实证经验与法律规制思路(12CFX067)”的阶段性成果。

公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”该规定删除了上述六项收购防御的禁止性规定,不过公司要采取收购防御措施,仍以股东大会决议为必要条件。在随后 2008、2012 以及 2014 年的三次修订中,前述第 33 条的规定得以延续,一直未作任何变动。

对于现行《收购办法》采取的收购防御股东大会决议模式,国内学界多持肯定意见。不过在笔者看来,尽管现行立法模式可以找到很多理论依据,但其实都站不住脚,颇有反思与修正的余地。下文将先对支持收购防御股东大会决议模式的理由进行评析,证明其不充分性;然后论证董事会决议模式的优势及我国采行的可能性,最后得出结论。

## 一、收购防御股东大会决议的理由

### (一) 目标公司董事在收购环节不值得信赖

虽然在严格的法律意义上,“企业兼并”和“公司收购”是两个不同的概念,但它们对于控制权的影响却如出一辙,公司收购也极可能使被收购公司的管理层失去控制权及控制权收益,在公司所有者(股东)与管理层不相重合的情况下,预期丧失控制权及其收益的目标公司管理层对收购企图进行抵抗是自然的逻辑。<sup>[2]</sup> 鉴于董事会在并购事件中面临严重的利益冲突,此时责任的重要性已经高于权力的重要性,因此很多学者主张董事会对敌意并购仅能采取完全消极被动或极其有限的回应。<sup>[3]</sup>

在我国这一问题可能会更加严重。因为其一,目前我国上市公司效益良莠不齐,不少公司连年亏损,盈利从每股几分钱到一角、二角的更是比比皆是。在这种现状下,如果允许董事会采取收购防御措施,势必出现董事滥用权利,挥霍公司资产以保住其职位,将严重损害投资者利益。<sup>[4]</sup> 其二,控制权损失的不可补偿性对我国国有企业兼并(收购)也会产生不小的影响。在国外私有制公司中,控制权和剩余索取权有可能部分重合,管理层因收购导致的控制权收益损失至少部分地得到货币收益增加的补偿,而对我国上市公司管理层持股的统计材料表明,董事、经理在公司中的持股比例极小,<sup>[5]</sup> 其结果是控制权收益损失不可能在货币收益方面得到补偿;此外,我国上市公司管理层的薪酬制度还处在探索期权、期股的时期,建立包括“降落伞”在内的补偿机制尚待时日,因此缺乏国外股份公司中存在的缓解管理层抵抗收购的机制。在此背景下,董事们有激励对公司收购“义无反顾”地进行抵制。<sup>[6]</sup> 鉴于董事在收购环节存在严重的利益冲突,因此其不值得信赖。

### (二) 目标公司股东大会能够理性决策

实证研究也表明,控股股东的存在是解决经理人与股东利益冲突问题的一种有效方式,并且已有许多研究提供了大股东在公司治理中重要作用的相关证据。<sup>[7]</sup> 一旦股权集中到大股东依赖其所有权可以实现对公司的完全控制时,大股东将有强烈的动机和足够的力量对经理人员进行监督,经理人和股东之间的

代理问题就不再重要。<sup>[8]</sup>

因此有学者提出,现阶段我国上市公司股权结构较为集中的状况,决定了将收购防御决策权归属于股东大会也是可行的,因为控股股东有激励做出理性的决策。我国多数上市公司中有控股股东存在,股东大会能反映公司股东(起码是大股东)的意愿和要求,股东能积极参与公司管理,选择管理者。<sup>[9]</sup>而且,我国国家股股东作为机构投资者,从来就很清醒,以致出现干涉公司日常经营,政企不分的现象。因此在是否采取收购防御措施这个重大决策上,由股东大会自己决定而不是董事会代为决定是恰当和可行的。<sup>[10]</sup>

### (三)外部监控机制构建需要限制收购防御行为

公司收购在发达证券市场上同时也是一种外部监督机制。如果董事会可以任意决定收购防御操作,拒绝他人对公司股份进行收购并在成功后改组董事会,会令公司收购这种外部监督形式失去意义。既然自主选择经营者是不可剥夺的股东的固有权利,影响股东对经营者选择的公司收购防御措施也应当由股东来决定。<sup>[11]</sup>此外,法经济学者指出,意欲从事并购的公司必须花费研究成本才能确定特定目标公司股价表现不佳系肇因于无能的经营,当该公司展开收购活动时,他同时也是向其它的潜在收购者指出目标所在,若目标公司可以利用收购防御措施拖延交易完成的时间,就可能会有更多的收购者加入竞争,由于这些搭顺风车的收购者并未支出最初的研究费用,因此他们出得起的价钱会比第一位收购者高,导致第一位收购者不得不提高价格,从而减低其可能获得之利润。亦即,目标公司的抵抗会降低收购者搜寻并购目标的动机,不但股东从并购中获利的机会随之减少,公司外部监督的效能也因此流失。<sup>[12]</sup>

我国上市公司采取的公司治理模式与董事制度类似于德国等国的内部治理模式,但现实效果却往往使各上市公司处于严重的内部人控制状态,公司董事会、监事会及经理等经营管理机构 and 经营管理人员之间的相互监督往往流于形式。鼓励上市公司收购,加强外部监督不失为降低上市公司代理成本、提高其经营效益的重要途径。相应地,对收购防御行为则宜采取较为严格的立法规制,以避免其冲抵公司收购的积极作用。<sup>[13]</sup>限制或禁止董事会采取收购防御措施,有利于通过要约收购,将资产转移到高效率的经营者手中,更充分地发挥资产的效用。<sup>[14]</sup>

### (四)我国公司法制度渊源与基本理论决定了我国应选择股东大会决议模式

有学者从制度渊源角度研究,指出我国颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》《收购办法》等规制公司并购的主要法规都主要借鉴的是我国香港地区的立法例,因而从规范体系上讲,在收购防御模式设计上也应借鉴英国及香港地区的模式。<sup>[15]</sup>

而根据我国公司法基本理论,一般认为股东是公司的所有者,股东大会是公司的最高权力机关,与公司有关的重大事务应由股东大会决定。从权利来源角

度看,董事会及管理层的权力相对于股东大会的权力而言,是从属性的,次要的。董事会及管理层在公司中的地位及市场中的地位决定了他们无权也不应单独采取收购防御行动。<sup>[16]</sup>作为公司的经营机构,董事会的权利被认为是源自公司股东的授权。董事由股东选任,其任务在于负责公司的业务执行,无权决定由谁控制公司。收购防御操作往往涉及公司财产和债务的重大变动,与股东利益息息相关。要约收购是收购者与股东之间的合法证券交易,董事会无权介入,更无权阻止股东自行决定以何种条件、以及向谁出售股份。因此目标公司的经营者应对收购采取消极行为,即不采取任何收购防御措施,而让目标公司股东自己决定是否出售股份给收购者。<sup>[17]</sup>

## 二、对收购防御股东大会决议的质疑

虽然上述支持收购防御应由股东大会决议的理由看起来非常有力,并在我国学界占据了优势地位,但仔细推敲,我们会发现其实任何一条理由都不充分。

### (一) 解决董事利益冲突的应对方案非以股东大会决议为首选

目标公司董事在公司收购中存在利益冲突固然是毋庸置疑的事实,但董事利益冲突的制度对策有很多选项,是否一定要由股东大会决议来解决则有待商榷。<sup>[18]</sup>例如在关联交易、自我交易等场合,董事也可能存在利益冲突,但各国法律或者直接交由董事会决议,关联董事回避表决即可;或者可以先行操作,由股东大会追认。为何独公司收购场合董事会不能决议?若法律在这个地方剥夺董事会的权力,在其它同样有利益冲突的情况中,法院将不得不同样剥夺董事会权力。<sup>[19]</sup>如果公开并购中因利益冲突所造成的风险较高,可以用较严格的检视标准,不代表必须剥夺董事会的决议权。可能有人会指出,在公司收购场合,目标公司内部董事需要集体回避,因此有必要将收购防御事项交股东大会表决。但在采纳独立董事制度的国家,董事会中有相当数量的独立董事,他们与公司收购并无利害关系,而且通常占董事会人数 1/3 甚至 1/2 以上,利益冲突交易仍然可由独立董事进行表决。退一步说,如果连独立董事都不能信任,法律还可以直接禁止进行若干类型的收购防御行为,以免生流弊。

再者,责任机制、声誉机制、报酬机制等也是对利益冲突行之有效的应对方案。如果董事为自保而采取不当的收购防御措施,导致公司或股东蒙受损失,例如低价变卖了公司优质资产,高价赎回收购方所持有的本公司股份等,股东可以提起代表诉讼追究董事责任;如果董事的防御措施令股东不满,而纷纷用脚投票,进而导致股价下跌,董事声誉将蒙受损失,这无疑也会约束董事的行为。如果引入管理层退休金计划,建立合法的赎买机制,董事也会更加勤勉地为股东利益服务,因为“增加经理的股份,也许是减少兼并障碍及阻止无效率兼并发生的最有效手段”。<sup>[20]</sup>总之,对董事会权力的限制与股东决策权并不具因果关系。

### (二) 目标公司控制股东比董事利益冲突程度更深

如果说在英国这样上市公司股权结构非常分散的市场,为解决目标董事会

在公司收购中利益冲突问题,选择由股东做出是否采取防御措施的最终决议是理性之举的话,在我国这样一个上市公司股权结构非常集中的国度,学习英国采取股东大会决议模式则无疑是“邯郸学步”。因为我国目标公司控制股东在公司收购环节,存在的利益冲突甚至比董事更大。董事在公司收购中顶多暂时丢掉工作,在我国这样一个很多国有企业仍然比照行政管理体制来安排人事的国家,<sup>[21]</sup>即使公司被收购或搞垮,董事们往往之后还会“另有任用”。而控制股东在收购人收购成功的情况下,或者丧失控制权,或者控制权被大大削弱,这当然是其无法接受的。

我国上市公司控制股东可以从上市公司获取极大的利益早已不仅是一个“潜规则”了。“卧榻之侧,岂容他人安睡”?在收购方未经目标公司控制股东许可,擅自发出敌意收购要约时,控制股东自然会竭尽全力地维护其控制权。此时如果将收购防御措施交由股东大会表决,则正中控制股东下怀。前文指出的我国上市公司股权结构非常集中的实态,加上控制股东对收购防御措施事项无须回避表决,促使相关方案顺利通过几无障碍。不仅如此,他们还可以借股东大会“集体决议”的名义,与董事们一起享受责任豁免。

### (三) 限制或支持收购防御与其决议模式无关

股东大会决言论者主张应当发展控制权市场,因此对目标公司收购防御措施应持限制或否定态度;而限制收购防御措施的一个被认为很有效的方法便是限制董事会对此类措施的决议权。这似乎是一条非常自然的逻辑链,不过这两个环节其实都不严谨。

首先,立法对收购防御措施应当支持、限制乃至否定亦或者是保持中立一直未有定论。在美国一直存有多种学说,各自成理,且均有判例与实证结论支持。发展控制权市场固然是好事,但亦有学者指出,认为遭并购活动淘汰者都是无能的或是不好的经营者,其实是太过天真的假设,事实上有许多优秀的经营者同样也会在并购活动中被取代。一旦摒除这种先入为主的观念,就可以发现公司经营者捍卫自己职位的行动不必然具有可责性。不可责性虽然不能排除利益冲突的本质,但也意味无须将对自利交易的谴责加诸其上。<sup>[22]</sup>此外,要求公司不抵抗的规定实际上反而是让收购者可以提出仅稍微高于市价的价格,<sup>[23]</sup>有效地打压目标公司的售价。所以,对于并购活动对社会整体是否具有正面效果的问题,回答时应该考虑到,因搜寻、并购活动次数增加所带来的利益与目标公司股东被迫以不佳价格出售股票的成本比较。再者,让收购者可以低价并购,享有大部分利益的正当性必须是并购活动的利润皆是因为收购者除去了无能的公司经营者而产生,但是事实证明并购活动中利润的来源会因个别情况而不同。<sup>[24]</sup>欧洲国家对收购防御持限制立场,与期望资本在各国之间顺利流动,便利跨国并购有重大关联,这也是欧盟《收购指令》制定过程中,各国对董事会权力限制条款争议颇大的原因。

其次,即使对收购防御采取限制性立场,导出应由股东大会决议通过的结论

也未必付诸四海而皆准。例如在我国,笔者虽然赞成发展控制权市场,限制公司收购防御措施,但实施情况是,我国上市公司的股权结构决定了股东大会未必比董事会更值得信任。<sup>[25]</sup>控制股东几乎完全控制股东大会,且对其决议不负任何责任,而董事会中至少还有相当数量的独立董事,如果我们对公司内部监控还抱有期望的话,那么就应当也只能信任独立董事在此类重大事件上的判断与独立意见。近年来,中国证监会和相关部委对独立董事制度非常重视,独立董事群体在公司治理中的作用也越来越大,在股东大会、监事会和主管机关监控等监控方式的比较中,独立董事无疑是最值得期待的。退一步说,即使独立董事也不可靠,没有摆脱“花瓶董事”的旧角色,也比控制股东操纵股东大会决议且无人对其负责要好。

#### (四)历史渊源与学界通说只是解释论的依据,而非立法论的方向

对于我国公司收购立法受到英国模式较大影响的见解笔者表示赞同,不过这只能解释为何我国目前选择收购防御的股东大会决议模式,并不能指明立法论的方向。此外,在股东大会中心主义统治我国公司立法及学界通说多年的背景下,学者们观念上对董事会决议收购防御事项有着先入为主的排斥心理,这也可以理解,不过这同样无法证明股东大会决议模式优于董事会决议模式。

综上,收购防御措施的股东大会决议模式更适合我国其实是一个“似是而非”的伪命题。这一模式不但无助于公司控制权市场的发展,反而会成为其最大“掣肘”。更糟糕的是,在股东大会决议模式下,“恶意”阻碍公司收购进行的董事与控制股东无须承担任何责任,责任机制无法发生效用。相对而言,对董事会决议模式稍加完善,完全可以适应我国公司收购实践发展的需要。

### 三、董事会决议模式的诸多优势

#### (一)符合经营判断事项原则上由董事会决议的两权分离要求

随着科技的发展和生产力水平的提高,公司的所有权与经营权日益分离,董事会的地位得到加强,董事会中心主义顺应社会经济生活发展潮流已成大势所趋,这为目标公司管理层享有收购防御决定权提供了最直接和最有力的依据。<sup>[26]</sup>由于股东在精力、时间、技能、信息、经验上都非常有限,而董事熟悉公司业务,并且具有丰富的专业知识和技能,能够平衡股东利益并兼顾公共利益而做出决策,挫败收购人实施的旨在获取公司控制权后掠夺公司资产的行为。因此,如果目标公司董事会合理地认为抵制一项敌意收购符合公司的最佳利益,而非用来或主要用来巩固董事个人在公司中的地位和对公司的控制权,那么,就可以依据经营判断准则认定其抵制行为合法有效。<sup>[27]</sup>正如特拉华州衡平法院法官所言:股东没有接受公开收购的契约权利,股东经由并购活动获取溢价的能力须仰赖董事会采取防御措施的诚实商业判断。<sup>[28]</sup>

#### (二)有利于保护股东整体利益

在股权较为分散的公司,无组织的股东无法与有备而来的收购方平等议价。

股东囿于自己时间、精力及专业技能的不足,往往对公司的经营状况,发展前景等等均不甚了解;对投机性股东而言,更是如此。对公司经营状况的漠不关心导致股东信息的匮乏,而收购方在这方面则恰恰相反,其在发动要约收购之前已投入大量时间、金钱,<sup>[29]</sup>对目标公司进行了深入调查研究,并掌握了充足的信息。因此,目标公司股东由于信息不对称而在谈判中处于明显不利地位。“有组织、无纪律”的股东根本无法形成一个整体力量,像单个所有权人(a sole owner)那样与交易对方即收购方讨价还价。<sup>[30]</sup>这样,目标公司经常会落入“强盗”之手,公司及其股东利益受到极大侵害。<sup>[31]</sup>由董事会充当拍卖人并可以采取收购防御措施,可以促使潜在的收购方不得不主动先与目标公司董事会谈判,以寻求董事会的支持,而不是一开始就发动敌意收购,从而更有效地保护股东利益。

在股权较为集中的公司,大股东可以左右股东大会决议,而大股东对敌意收购本能的排斥会导致股东大会决议无法保护中小股东可从收购中获得的利益。相对而言,董事会在独立董事的参与和责任机制的约束下,其决议反而会尽可能照顾到中小股东利益。我国多数上市公司即适其例。

### (三)有利于实现公司社会责任

公司社会责任理论认为,现代公司已不再单纯是股东实现其利益最大化的工具,公司负有广泛的社会责任,除股东以外,还应对债权人、雇员、消费者、社区利益负有责任。因此,由董事会决定是否对一项敌意收购进行收购防御时,不会像股东大会那样受股东利益局限,从而能合理地维护利益相关者的利益。<sup>[32]</sup>股东对短期利益的追求往往促使其在公司收购战中抛售股份,这样收购便可轻易成功,而收购方在接管成功后将公司分拆出售。这不仅会破坏公司长远计划的施行,还会造成工人失业、销售网及供应渠道被毁等社会成本。公司的社会责任理念使得公司不再是股东谋求利润最大化的工具,公司董事会必须同时兼顾其他利益相关者的利益。董事会采取收购防御措施迫使收购方撤回要约,看似剥夺了股东以一个较高价格出售其股份的权利,但这是权利社会化的体现,应予认可。基于这种理念,如果董事会合理地认为一项要约收购将严重损害非股东的利益相关者,例如收购成功将导致公司解体,工人大量失业,地方政府税收剧减等,应有权采取收购防御措施,尽管该措施限制了股份的自由转让。<sup>[33]</sup>如果目标公司董事会合理地认为抵制一项敌意性要约收购符合公司的最佳利益,并且该行为符合董事的忠实义务,并非用来或主要用来巩固董事个人在公司中的地位和对公司的控制权,那么,就可以使用商业判断原则(the business judgment doctrine),认定目标公司董事会的抵制行为合法有效。即使该抵制行为损害了公司及股东的利益,但只要符合董事善管义务的要求,就可以根据商业判断规则(the business judgment rule)免除董事的个人责任。<sup>[34]</sup>

## 四、构建禁止部分收购防御措施基础上的董事会决议模式

综上,将收购防御措施最终决议权交给股东大会的立法模式并不符合我国

的本土情况,采取董事会决议模式能够避免现行模式的种种弊端,而且符合董事会中心主义的立法趋势,应当成为立法的方向。

不过虽然董事会对收购防御的决策权力值得认同,但正如同 Unocal 法院所言,目标公司董事会对恶意并购之抗拒总是笼罩着自利的阴影。因此对明显不利于公司及股东整体利益的收购防御措施仍需加以限制,只不过应当采用股东大会决议模式以外的方式进行。方案之一是直接禁止部分反收购措施。这看来过于生硬,但对于我国而言,未尝不是理性的选择。我国 2001 年版《收购办法》第 33 条在敌意收购背景下明文禁止实施部分收购防御手段的立法,在笔者看来,反而较 2006 年修订后的版本更加高明,应该利大于弊。毕竟要约收购的期间不长,董事会何必非在此间进行这些重大利益冲突交易呢?方案之二是参照英国《城市法典》为董事会对部分收购防御措施的决策权设置例外,规定须经证监会审核方可实施。只是这样的话,证监会的负担可能会大大加重,因为如果要对此进行实质审查,成本无疑会很高;而形式审查几乎没有什么意义。

随着我国资本市场的发展,未来各类敌意收购的案例也会大幅增加。相信随着理论与实务的进一步丰富,本文的论题也会更加生动有趣。近日万科遭遇敌意收购的案例再次证明公司的收购防御决议由董事会还是股东做出,其实并非理论推导的那么简单。希望本文可以引发学界对此论题的进一步关注。

## 注释:

[1]具体包括:(一)发行股份;(二)发行可转换公司债券;(三)回购上市公司股份;(四)修改公司章程;(五)订立可能对公司的资产、负债、权益或者经营成果产生重大影响的合同;但是公司开展正常业务的除外;(六)处置、购买重大资产,调整公司主要业务;但是面临严重财务困难的公司调整业务或者进行资产重组的除外。

[2]汤欣:《目标公司管理层的行为限制》,《中外法学》2000 年第 5 期,第 617-629 页。

[3]See e.g., Gilson R J. A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers. Stan. L. Rev., 1981(33), p. 819. Easterbrook F, Fischel D., The Proper Role of a Target's Management in Responding to A Tender Offer. Harv. L. Rev., 1981(94), p. 1161.

[4][10][14][30]黎友强:《目标公司董事会有权采取反收购措施吗?——美国立法例研究及其对我国的启示》,《法律科学》1997 年第 4 期,第 60-67 页。

[5]魏刚:《高级管理层激励与上市公司经营绩效》,《经济研究》2000 年第 3 期。

[6]张维迎:《控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍》,《经济研究》1998 年第 7 期。

[7]Shleifer, Vishny., A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, 1997(52), pp. 737-783.

[8]李增泉:《国家控股与公司治理的有效性》,上海财经大学博士论文,2002 年;徐晓东、陈小悦:《第一大股东的所有权对公司治理和企业业绩的影响》,《经济研究》2003 年第 2 期,第 64-74 期。

[9][32]梁静溪:《论目标公司反收购决策权的归属及行使》,《学习与探索》2002 年第 3 期,第 68-71 页。

[11]梅君:《上市公司收购与股东大会制度》,《法学评论》2001 年第 1 期,第 146-153 页。

[12]Easterbrook F. H., Fischel D R., The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, Harvard Law Review, 1981, 94(6), pp. 1161-1204.

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



[15] 范健:《我国反收购之立法政策:股东大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,第62-67页。

[16] 朱广东:《上市公司反收购决定权悖论》,《江苏商论》2003年第8期,第92-93页。

[17] 张舫:《公司收购法律制度研究》,北京:法律出版社,1998年,第198页。

[18] 施天涛教授即指出,对利益冲突交易规制的关键在于公平性审查,对于程序公平主要还是依靠非关联董事而非股东大会来保证。参见施天涛、杜晶:《我国公司法上关联交易的皈依及其法律规制——一个利益冲突交易法则的中国版本》,《中国法学》2007年第6期,第126-140页。

[19] Bainbridge S. M., RESPONSE SYMPOSIUM: Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections, *Stanford Law Review*, 2002(55), p. 715.

[20] 张维迎:《控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍》,《经济研究》1998年第7期。

[21] 我国很多上市公司的高管都是由主管机关派出,甚至还保留处级、厅级等行政级别,企业被收购后,仍可回原单位继续任职。

[22] Dooley M. P., *Fundamentals of Corporation Law*, New York: Foundation Press, 1995, p. 562.

[23] See supra note p. 550.

[24] Clark R. C., *Corporate Law*, Boston: Little, Brown and Company, 1986, pp. 553-540.

[25] 在大股东绝对控股的背景下,大股东比董事在收购战中的利益冲突程度更深,而且股东大会决议模式会令大股东得以轻易逃脱法律责任。

[26] 官以德:《上市公司收购的法律透视》,北京:人民法院出版社,1999年,第298页。

[27] Auerbach V. Bennett. 47N. Y. 2d.

[28] Moran v. Household International, Inc., 490 A. 2d 1059, 1070 (Del. Ch.).

[29] 收购方发动收购前,单单是寻找目标公司、分析目标公司经营状况等调查研究费用据统计每股要摊上10美元之多。见 Easterbrook F, Fischel D., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to A Tender Offer*, *Harv. L. Rev.*, 1981(94), p. 1178.

[31] 上世纪70、80年代以后,并购浪潮中的两个发展趋势也有力支持了上述观点。其一,“任何一个公司,无论其规模多大,也无论其业绩多好,都面临着故意性收购的威胁”。其二,要约收购的目标由原来经营状况差,盈利不佳,市盈率较低的公司转向那些经营良好,利润丰厚的公司。而获得这类公司的目的,往往不是继续经营,而是将其分拆出售以牟取暴利。Hector, *Is Any Company Safe From Takeover?* *Fortune*, 1984(4), Greene, Dupler. *Group Bid Becomes Important Acquisition Tactic*, *Legal Time*, 1985-01-21. *The Committee On Corporation Law: Guidelines for Director: Planning for and Responding to Unsolicited Tender Offers*. *The Business Lawyer*, 1985(41) pp. 229-230.

[33] Lipton M., *Takeover Bids in the Target's Boardroom.*, *Bus. Law*, 1979(35), p. 101.

[34] 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,第122-131页。

[责任编辑:力 昭]