

公司修改章程抵御敌意收购的效力问题

张 巍*

摘 要:“宝万之争”以来,中国上市公司的控制权争夺日益激烈,相应地出现了诸多修改公司章程以图抵御敌意收购的努力。本文从分析两则案例入手,认为我国有必要转而采用灵活而富有弹性的标准来审查具有收购抵御效果的章程修正案,并提出一个可用以此类审查的一般性制度框架。它要求对由相对控股股东发动的章程修改采用严格的审查标准,控股股东必须证明章程修正案能够应对公司面临的现实威胁从而提升公司价值,并且与这种价值提升相比,章程修正造成的抵御的负面效果不显著。假如章程修正的决策过程采用了对中小股东的适当保护性措施,则应以宽松的商业判断规则来审查这种修正的有效性。

关键词:敌意收购 收购抵御 章程修改 宝万之争 海利生物案

引 言

自“宝万之争”以来,对中国上市公司控制权的敌意争夺日益令人关注,随之而来的是诸多上市公司修改章程,以图抵御敌意收购。其中一个典型是2016年伊利股份提议修改章程,增加一系列的抵御措施,对此,笔者曾经做过专门分析。^①2018年,上海市奉贤区人民法院在“中证中小投资者服务中心有限责任公司诉上海海利生物技术股份有限公司案”中,认定上市公司修改章程增加股东提名董事条件的做法违反《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)而归于无效,^②这是中国法院第一次

* 新加坡管理大学法学院助理教授,加州大学伯克利分校法学博士。

① 参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第250~261页。

② (2017)沪0120民初13112号。

就涉及收购抵御的公司章程条款作出判决。然而,无论是该案本身,还是对于如何审查确认抵御性章程条款的效力这个更为广泛的法理问题,都还有待进一步的细致探讨。在此,笔者抛砖引玉,对这个具有重要实践意义的法律问题提出些许陋见。

一、敌意收购的意义

关于敌意收购的意义,笔者曾于别处有详细说明,在此仅作简要归纳。^① 在股权结构分散的上市公司中,公司的经验管理权与公司的产权出现分离,前者归于管理层,而股东则要对公司的经营表现最终承担经济责任。这种两权分离尽管具有积极的经济意义,^②却也导致了著名的代理人成本(agency cost)问题,其实质是内部管理层与外部投资人之间的利益冲突。^③ 于是,如何约束管理层损害股东,谋求私利成为公司成败的关键。

公司管理层的代理人成本大体源自两类行为,一是“乱政”(malfeasance),二是“误政”(misfeasance)。前者是指董事、经理人侵吞、挪用公司资产等积极妄为,后者则是懒惰无能等消极无为。^④ 为帮助股东控制他们的代理人,法律设立了各种防范和制裁措施,如反欺诈和禁止内幕交易的规则。然而,法律只能控制那些可以被客观衡量觉察的“乱政”行为,却很难管住不易觉察、衡量的管理层的“误政”。

市场的竞争却如大浪淘沙,假如“误政”导致公司的潜在价值与其市场价值相背离,在资本市场上逐利的投资人就可能嗅到这样的机会。他们发起敌意收购,取得这种价值被低估的公司的控制权,撤换原来的管理层,提升公司的业绩,也让自己从中获利。面临市场竞争威胁的公司管理层不得不认真经营公司,以避免沦为被收购的

^① 参见张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第19卷),法律出版社2017年版,第135~153页。

^② 同上书,第137~138页。

^③ See Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976).

^④ See Stephen M. Bainbridge, *Merges and Acquisitions* (3rd ed.), New York: Foundation Press 2012, p. 40.

对象。^① 在此意义上,敌意收购是促进公司治理,保护公众投资人的重要机制。^②

敌意收购的反对者认为敌意收购最大缺陷是让只顾短期收益的资本市场投机分子得以阻挠目标公司的长期经营战略,为免于成为这些投机分子的目标,上市公司不得不转而注重短期收益,而放弃长期性投资,譬如研发投资。比如,华尔街著名律师马丁·利普顿(Martin Lipton)早在20世纪70年代就提出,国家政策不应当“迫使董事只考虑某些特定股东的短期利益,(而要促使他们)考虑股东与公司的长期利益,包括短期机构投资人之外的公司全体组成人员的利益”。^③

伴随金融衍生品的活跃,股东之间投资视野的长短可能出现日益严重的差异。一些股东为谋求其自身短期的衍生品交易获利,而不惜牺牲上市公司的长期利益,包括在有关敌意收购的决策中作出损害公司和其他股东的选择。比如,纽约的对冲基金Perry曾经为实现其短期套利策略拼命促成美国制药公司Mylan对另一家药厂King的收购,一边做空收购方的股票,一边却试图逼迫收购方完成收购。在这种套利目的驱使下的投资人在参与公司收购决策时,既非考虑收购方的利益,也不顾及目标方的利益,故此,有学者称其为“空心投票人”(empty voter)。^④ 因此,更为了解公司的真实发展状况的管理层有必要肩负起阻遏这些只顾眼前、放弃长远的收购企图,克服外部投资人的短视性。而要做到这一点,就需要赋予管理层抵御敌意收购的权力。

现有的经验证据总体表明收购为买卖双方的股东创造了价值,^⑤而所谓的股东短视主义尚缺乏有力证据。^⑥ 不过,经验研究的结论只是告诉我们一个平均效应,并不能涵盖个体差异。这方面的一个例子是2009年Air Products对同行Airgas的敌意收购,在抵御住收购方的一次次袭击之后,最终Airgas的管理层以高出Air Products出价一倍以上的价格,将公司卖给了另一个买家,实践了当初实施抵御时许下的为股东

① See Henry G. Manne, "Mergers and the Market for Corporate Control", 73 *Journal of Political Economy* 110 (1965).

② See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, "Auctions and Sunk Costs in Tender Offers", 35 *Stanford Law Review* 1 (1982); Ronald J. Gilson, "The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept", 34 *Stanford Law Review* 775 (1982).

③ Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom", 35 *Business Lawyer* 101 (1979) p. 115.

④ See Henry Hu and Bernard Black, "The New Voting Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", 79 *Southern California Law Review* 811 (2006).

⑤ 参见张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第19卷),法律出版社2017年版,第141页。

⑥ 这方面最具代表性的研究是 Lucian Bebchuk, Alon Brav and Wei Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", 115 *Columbia Law Review* 1085 (2015)。

谋求最大利益的诺言。^①

可见,在法律政策上彻底截断管理层抵御收购的权力并非上策,而放任其任意抵御更是下策,一个适当的做法是根据确立合理的抵御范围,针对具体事实具体分析收购抵御措施的效力。这方面,美国的经验可资借鉴,笔者已于他处作出一般介绍。^②本文的分析将聚焦在两个角度,一是以章程修正案作为抵御的方式,二是不同的章程修改。

二、从两个案例看公司章程的修改

(一)海利生物案

2017年5月,上海市奉贤区人民法院就“中证中小投资者服务中心有限责任公司诉上海海利生物技术股份有限公司案”作出一审判决。本案中,上海海利生物技术股份有限公司(以下简称海利生物)召开临时股东大会,“以100%同意的比例通过”修改公司章程,将有权提名非独立董事候选人的股东限定为“连续90天以上单独或合并持有公司3%以上股份”。^③对此,持有海利生物230股股票的中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)认为公司章程以上修改应属无效,原因是其违反了我国《公司法》第102条第2款:“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会;董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东大会审议”的规定。据此,法律只要求持股3%的股东即可提交临时议案,并未额外规定持股期限要求。法院支持投服中心的诉讼请求,认定海利生物的相关章程修改无效。实际上,在诉讼期间,海利生物已经再次修改章程,删除了相关限制。

从法律解释上看,本案的焦点在于如何认定我国《公司法》第102条第2款的属性。该款并非直接针对股东提名非独立董事,而是规定了股东的临时提案权。根据《公司法》第99条和第37条,选举董事系股东大会之职权,而第102条第2款后半部

^① 参见张巍:《我们该从“宝万之争”中反思什么?且看美国一个入选教科书的敌意收购案例!》,载“新财富”公众号,2017年7月3日, https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1550111285&ver=1427&signature=Uq*s6xqncYeQhtJjXTFXK5B5YGZtqz-6b2mKYSKd6tcf14SJINi9QRcp09fawll62Pd7AL6KJl76k0H3IVurCftT45cHjAMYl7Za8*ahww2x9dIWxeOSp1jkdyYHcT3&new=1。

^② 参见张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第19卷),法律出版社2017年版,第135~153页。

^③ (2017)沪0120民初13112号,第5页。

分同时规定临时提案范围“应当属于股东大会职权范围”,故该款前半部分的股东临时提案权应涵盖股东提名董事之提案。

不过,这一款前半部分只是说持股3%以上的股东“可以”提出临时提案,其规定是否属于强制性规定不无疑问。海利生物方面指出,该款虽然没有对可以提交临时提案的股东的持股时间作出限制,“但也没有对《公司章程》能否就该条款进行自行规定做出禁止性规定”。^①换言之,海利生物认为该款应属任意性规定。而且,《上市公司章程指引》规定公司章程应当规定董事提名的方式和程序,似乎赋予了公司章程对董事提名作出自治性规范的权力。

对此,上海市奉贤区人民法院仅仅重复了我国《公司法》第102条第2款的规定,就直接认定该款对股东行使董事提名权“未必附加任何的限制”。换言之,法院没有对被告海利生物提出的该款为任意性规定的主张进行回应,既没有解释法律上的“可以”二字因何表示强制,也没有说明《上市公司章程指引》赋予公司章程对提名董事的自治权利应如何与法院认定的我国《公司法》第102条第2款的强制属性相协调。为进一步分析本案的法律解释问题,我们先来看一起类似的美国案例。

(二) *Frechter v. Zier* 案

2017年1月美国特拉华州衡平法院判决的 *Frechter v. Zier* 案同样涉及上市公司章程修改问题。Nutrisystem 公司的董事会修改公司章程细则 (bylaw), 将股东解除董事职务的条件限定为经持有 2/3 已发行股份的股东同意, 无论解职是否有理由。原告认为该项修改违反了美国《特拉华州普通公司法》(Delaware General Corporate Law) 第 141 条 k 项。该项规定: “经有权选举董事的多数股东同意, 即可以解除特定董事或全体董事之职务, 无论是否有原因”(着重号为笔者附加)。

本案被告同样以法律使用“可以”二字为由, 主张美国《特拉华州普通公司法》第 141 条 k 项系任意性规范, 因此, 公司章程细则可加以变更。特拉华州衡平法院认为, 该项既然说多数股东可以解除董事职务, 倘若遵循 Nutrisystem 公司的章程细则, 要求 2/3 股东同意方可解职, 那么, 多数(过半) 股东就变成“不可以”解除董事职务了, 因为该条章程细则违反了美国《特拉华州普通公司法》的规定, 应属无效。可见, 特拉华州衡平法院以合乎逻辑的理由说明了为何使用“可以”二字的法条也可能是强制性规定。

^① (2017)沪0120民初13112号,第2页。

(三) 两个案例的差异

以上两则判例看似有不少相似之处:两者均涉及公司章程的修改;修改的内容都有关对股东权利的限制;这种限制的结果都可能对敌意收购者控制董事会造成困难,因而实际构成一种收购抵御;两个判例的法律问题都归结为对成文法的解释,而解释的核心又都是含有“可以”字眼的条文是否具有强制性。然而,如果仔细分析就会发觉这两个判例还有颇多不同之处。

先来看对成文法的解释这个最具体的问题。在 *Frechter v. Zier* 案中,如果允许对章程细则作出修改,那么的确“多数股东”将不再“可以”解除董事职务。在此,章程细则包含的 2/3 与法律规定的过半数两者在语意上直接对撞,互不相容。但在“海利生物案”中,即使认可章程设定的持股 90 天的限制,拥有 3% 股票的股东仍非绝对不“可以”提名董事,章程只是在法律条件之上另外设置条件。换言之,章程与法律并非直接有语意冲突,而只有对法律的语意采用特定的理解(法律无条件允许拥有 3% 股票的股东提名董事)之时,方才会与章程产生冲突。

而要对法律语意进行如此特定的解释,则必然要探究其背后的立法目的。实际上,我国《公司法》第 102 条第 2 款不太可能绝对不受限制。比如,这 3% 的股东是上市公司的竞争对手,有意提名对上市公司不利的董事人选——例如无能之人,此时,章程可否对此类股东的提名权加以限制? 对这个问题恐怕就难以再作出绝对性回答。也就是说,很难认为不允许对我国《公司法》第 102 条第 2 款作任何目的性限制。当然,法院可以提出理由说明为何该款的立法目的排除了施加持股期限这种限制的可能。

接着看两案修改对象的差异。“海利生物案”毫无疑问修改的是公司章程,而 *Frechter v. Zier* 案修改的实际是章程“细则”,这二字之差却有重大不同。相对章程而言,章程细则规定的往往是略为次要的程序性内容,特拉华州允许董事会独自修改章程细则。^① 所以,美国《特拉华州普通公司法》第 141 条 k 项实际上是对董事会权力的限制。与此相对,章程修改均需经股东投票,至少需要半数以上股东同意。在双重股权架构的公司中,拥有半数以上表决权的股东投票同意修改章程通常也意味着这种修改符合大多数股东的经济利益,因此,特拉华州法律对经过股东认可的章程修改限制要少得多。比如美国《特拉华州普通公司法》第 102 条 b(4) 项明确允许任

^① 严格来讲,只有得到章程的授权,美国《特拉华州普通公司法》才允许董事会单独修改章程细则,实践中绝大多数公司的章程都会作出这种授权,Nutrisystem 也不例外。

何须有股东表决的事宜,章程均可设置比法律规定更高的批准门槛。也就是说,假如 Nutrisystem 通过修改章程,而非章程细则来提高解除董事职务的股东批准要求,那么,法院很可能会作出不同的判决。

假如我国《公司法》第 102 条第 2 款是一个即使经由股东表决同意——海利生物修改章程实际得到 100% 的股东投票支持,仍不能改变的强制性规定就有必要在政策上对此加以说明。还需指出的是,假如某个股东在选择成为公司股东之时即已明知公司章程对股东的某些权利存在限制,则可以认为其对此种限制已经表示了赞同,而且其购入股票的价格也已经体现了这种权利限制。要是允许其嗣后推翻这种限制,反而可能造成对其他股东权利的不当影响。

三、审查抵御性章程修正案的一般框架

本文第二部分主要讨论了股东对董事的提名、罢免权是否可由章程(或章程细则)加以限制的问题,这部分将对上述话题加以拓展,意图为在中国审查具有收购抵御效果的章程修正案提供一个一般性框架。

具有收购抵御效果的章程修正案应根据其具体内容进行逐个审查,而非在法律上抽象地一概认可或者否定。公司章程中具有收购抵御效果的条款有时也被称作“结构性抵御”措施,典型者如分层董事会、“金色降落伞”,以及前面提到的预先通知条款等。特拉华州法院对“结构性抵御”的审查很宽松,只要不涉及董事会有意瓦解股东的表决权。之所以采用宽松的标准,是因为此类章程条款除会产生抵御收购的效果之外,还可以具有其他对公司有利的作用。^①换言之,这些条款将对公司及股东利益造成正反两面的影响,因此需要具体分析、比较其利弊,不可一概而论。我国上市公司修改章程原本就要经过绝大多数的股东投票同意,因而本质上是股东自治的产物,法律就更应予以尊重。为此,有必要在法律上确立具有灵活性、为个案斟酌留有余地的“标准”,而非僵硬的、不考虑个案情节的划一“规则”。

在明确以灵活的“标准”而非僵硬的“规则”处置抵御性章程修正案之后,我们再来具体构建这一标准。既然章程修改需要获得具有 2/3 表决权的股东投票通过,那么原则上经绝大多数股东投票同意的章程修正案也应该得到法律的尊重,包括带有

^① 参见张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 19 卷),法律出版社 2017 年版,第 147 页。

收购抵御效果的条款。无论是立法者还是法官都不像股东那样与公司利益直接相关,而且也不会比股东具有更多信息来判断章程修正案是否对公司、股东有利,应当采取谦抑的态度。为此,对于取得大多数股东同意的公司章程修正案,宜采用宽松的商业判断规则:只要章程修改不存在明显的恶意(bad faith),或者涉及修正案的重大信息在股东投票前未充分披露,那么,章程修改就是有效的。

不过,假如公司中存在控股股东,情况就会发生变化。控股股东可以利用其控股地位影响董事会,并且拥有相当数量的表决权,在非控股股东大量缺席的情况下,即便经由股东大会表决,章程修正案仍然可能只是体现了控股股东的意志。并且,抵御收购有利于保住其控股地位以及由此产生的控股利益,这种利益会与其他股东发生冲突。出于这样的考虑,对于存在控股股东的上市公司,假如意图修改章程加入具有收购抵御效果的条款,则须采用更为严格的审查标准。这一标准包括以下三部分内容。

第一,所谓控股股东在此指拥有的表决权比例低于50%,却可以实际控制公司运营的相对控股股东。没有人能够从绝对控股股东手中敌意收购走公司控制权,因此,章程中有没有抵御敌意收购的条款并无实际意义,对这样的条款作出审查同样没有意义,中国市场上实际可以争夺的是控股比例在30%左右的相对控制权。至于如何确定是否拥有相对控股股东,主要还是要看有没有股东(或股东团体)能实际控制董事会和高层经理人,从而控制公司的实际经营决策。

第二,如果认定公司存在相对控股股东,那么由其(或其控制的董事会)发动的章程修正即应受到严格的司法审查。具体而言,只要中小股东举证说明章程修正案有可能造成收购抵御的后果,控股股东(或由其控制的公司)就负有义务证明:(1)有合理理由期待该修正案将提升公司价值;(2)与其提升公司价值的作用相比,该修正案带来的收购抵御影响不具有显著性。对于第1项证明事由,被告方应说明鉴于公司的特定情事,可以合理认定公司面临某种已经发生或者相当可期的具体威胁,倘若不对这种威胁加以应对,则会造成公司价值损失。对于第2项证明事由,被告方应举证章程修正案可能带来的公司价值损失低于其将会增加的公司价值,并且,除采用该章程修正案之外,为应对上述具体威胁,没有其他会明显带来更弱的收购抵御效果的替代性措施。上述所有需要证明的因素均应根据特定公司在特定时空条件下的特定状态,且达到合理可信之程度。

第三,倘若章程修正案的决策经由不受控股股东影响、具有独立性的董事委员会

作出,得到非控股股东(及其关联股东)中大多数股东的批准,而且在这些股东批准章程修正案之前,公司已对该修正案涉及的重大信息进行完整、充分的披露(以下称为保护性程序),那么法院应当重新采用宽松的商业判断规则来审查修改章程的效力。在经过独立决策、充分信息披露和小股东多数同意之后,法律与法官应当回到尊重股东自治、章程自治的原则上来。因此,此时,法院要重点审查的是上述程序性保障是否发挥了实际作用,审查其是不是仅仅做了一番表面文章。譬如,实施决策的独立董事委员会有没有充分的权力来修改、接受和拒绝该修正案,其决策是否依据充分的信息;再如,小股东投票前得到的信息是否完整真实。

以上的审查标准参考了美国特拉华州的经验,结合了该州用以审查收购抵御措施的 Unocal 规则^①以及审查大股东利益冲突交易的彻底公平(entire fairness)标准^②及其基于保护性程序的例外,^③但与之又有所区别。一方面,Unocal 规则的双叉测试承认收购可能带来的多种威胁,包括收购价格不足。^④以潜在收购价值作为威胁推测性过强,不足以对控股股东的行为形成有效约束。因此,笔者建议在审查章程修正案是否针对特定威胁时,应考察这种威胁是否具有现实性——包括已经出现的以及相当可能出现的威胁,譬如供应商或者员工流失,股东可能利用公司资源提出有损公司利益的议案等。另一方面,对于未采用特定保护性程序决策章程修改的公司,以上建议的审查框架也未要求控股股东证明彻底公平,而仅要求其满足类似于 Unocal 规则的证明要求。这是因为修改公司章程毕竟不是直接的利益冲突交易,而只是出于抽象维护其控股地位。即使控股股东据此保住了控股地位,当涉及具体利益冲突交易时,其仍可再次使用严格的彻底公平标准来审查这些具体交易。

结 论

“宝万之争”以来,中国上市公司的控制权争夺日益激烈,相应也出现了诸多修改公司章程以图抵御敌意收购的努力。笔者认为,类似的政策考量在我国有必要转而采用灵活而富有弹性的标准来审查具有收购抵御效果的章程修正案。并提出一个可

① See Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

② See Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

③ See Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

④ 参见张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第19卷),法律出版社2017年版,第145~146页。

用以此类审查的一般性制度框架。它要求对由相对控股股东发动的章程修改采用严格的审查标准,控股股东必须证明章程修正案能够应对公司面临的现实威胁从而提升公司价值,并且与这种价值提升相比,章程修正造成的抵御的负面效果不显著。假如章程修正的决策过程采用了对中小股东的适当保护性措施,则应以宽松的商业判断规则来审查这种修正的有效性。

