

论中国敌意收购法律法规的完善

唐林垚*

摘要:由《公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》和合而成的预防性立法,长期无法为中国敌意收购争端提供有效的制度供给和清晰的问题解释,造成字面上“股东会中心主义”法律法规在实践中的适用倒错。列举范式无力法典化董事会信义义务的广阔内涵,毋宁以严格无漏洞的董事会中立规则取而代之,辅以全面强制要约收购规则以彰显对目标公司少数股东保护之周全。

关键词:敌意收购 信义义务 股东会中心主义 董事会中立规则 强制要约收购规则

上市公司控制权争夺,是世界各国公司治理演变中的一个共同话题。敌意收购及其背后的资本力量,在创造财富转移之际也带来了新的风险和问题。域外经验表明,敌意收购规制不外乎在创造财富的效率与规避风险的公平之间寻找最佳平衡。^①

从1993年第一起公司控制权争夺“宝延风波”至今,中国敌意收购已经走过26年的历史。不可否认,在这26年的监管历程中,从单纯照搬国外证券市场监管措施到结合英美收购制度起草《上市公司收购管理办法》,中国证券市场呈现出“螺旋式递进”的态势。本文从认知主义的立场出发,主张现实问题的有解性,试图通过对复杂法律法规的梳理,为敌意收购领域司法实践及特定裁判提出见解,以强化敌意收购领域司法审判的可预见性及法律稳定性。

* 中国社会科学院法学研究所助理研究员,博士后。

本文系中国博士后科学基金资助项目阶段性成果,资助编号:2019M650947。

① See Linyao Tang, “Power Allocation in Hostile Takeover Regulation: Rethinking Chinese Fiduciary Duty, Board Neutrality Rule and Shareholder Rights”, *Tohoku Law Review* 47, 2017, p. 115.

一、问题的起源及背景

在2006年股权分置改革完成后,中国A股市场实现了上市公司所有股份的“全流通”。虽然还有很大一部分限售股因为各种原因尚未解禁,但是各大上市公司的控股股东及大股东因为不同原因逐步减持手中股份,让中国上市公司股权逐步分散。^①一般而言,敌意收购在股权分散的资本市场中更容易产生,因此也必然将成为中国A股市场上的常态,《上市公司收购管理办法》应运而生。

综观《上市公司收购管理办法》颁布后的监管变化,虽然历经数次修订,但是并没有解决利益群体对敌意收购法律的变革需求,监管部门的规则供给也完全没有实现预期目标。^②近5年中国上市公司控制权争夺呈现爆发态势,除饱受关注的“万宝之争”之外,“宝银系”举牌新华百货、“宝能系”举牌南玻A、“宝能系”举牌格力电器、胡氏兄弟举牌西藏旅游、京基集团举牌康达尔、开南系举牌ST新梅、浙民投天弘举牌ST生化等近年来集中爆发的敌意收购实践,预示着上市公司控制权争夺在中国资本市场上拉开帷幕。究其原因,在于:第一,股权分置改革以及限售股的逐年解禁,令中国上市公司股权结构日益分散;第二,证券发行制度改革在摸索中前行,上市公司控制权价值凸显;第三,保险资金入市限制松绑,互联网融资渠道发展迅猛,充足的资金加持初具规模的机构投资者;第四,股票市场长期萎靡不振,上市公司市值长期处在低位。敌意收购频发,也引发了实务界及学术界关于敌意收购规制与监管改革的讨论:中国敌意收购法律法规,究竟应该以董事会的商业判断至上、施行严厉监管以维护公司内部稳定、推动实体经济良性发展、防止利用金融杠杆的金融巨鳄肆意妄为,抑或应当强调股东合法权益不可侵犯并放松政府监管、听任收购人撤换不效率的管理层、尊重市场和资本的力量?

在半市场经济条件下,曾一度广泛借鉴欧美立法体例的中国敌意收购规制逐渐自成体系,在实践中形成了函矢相攻、适用倒错的路径依赖。一方面,中国目前针对敌意收购的规则囊括了强制要约、行政审批、提前披露、资金担保等诸多加重收购者负担的措施。在这样的制度环境中,“野蛮人”要杀出一条血路来挑战上市公司的现

^① See Robin Hui Huang, “Private enforcement of securities law in China: a ten-year retrospective and empirical assessment,” *American Journal of Comparative Law* 61.4, 2013, pp. 757 – 758.

^② 参见唐林焱:《国情与惯例的结合:我国上市公司之收购、要约及豁免》,载《经济法论坛》2017年第2期。

有管理层还真要有一番能耐。因此,很多敌意收购人在上市公司控制权争夺过程中不断尝试突破收购法规的约束,不断试探违规时行政监管方的反应。^①例如,敌意收购人增持股份之际,已经习惯于同其一致行动人合并发力,利用各种手段突破和规避披露红线及“慢走规则”。另一方面,被收购人该如何应对来自“野蛮人”的挑战,也没有确定的路径可循,很多看似完善的硬性法律被收购人巧妙规避或突破,而当事人和法院都难以找到确凿无疑的法律依据和评判准绳对收购人的行为定性。鉴于此,目标公司内部人不得不利用自身的信息优势和权力优势,通过在公司章程中置入反收购条款的方式建立防御网,巩固自身控制权。现行法律法规无法为敌意收购僵局和冲突提供清晰的司法回应和有效的解决路径,加之《上市公司收购管理办法》文字过于晦涩,几乎所有的敌意收购争端都以监管部门(直接或间接)的介入收场。

那么,到底是哪些法律和制度设计限定了敌意收购和反敌意收购在中国资本市场的开展和进行呢?目前已经初具中国特色的敌意收购规制,还需要进行哪些法律配套制度的改进,才能为资本市场中博弈的各方提供公平、公正且清晰、明确的游戏规则?

二、中国敌意收购法律法规梳理

我国《证券法》在2005年修订后,确立了中国证券行业监管以行政监督为主、自律监管为辅的监管体制。即中国证监会为监管核心,辅之以证券交易所和证券业协会有限的自律监管。^②就理论上而言,在收购领域,中国证监会具有排他性的监管权利,不过,法院也不同程度地参与到敌意收购的争端解决中。2005年以来,证监会逐渐降低了收购活动规制的行政干预,消除了部分行政审批要求并下放一定的规制权力给证券交易所。2006年,中国证监会组成了一个专门解决收购相关事务的特别委员会——上市公司并购重组审核委员会。这个委员会主要由金融和法律专家组成,以按时计酬制任命,其主要功能是深入研究和探讨收购中的争议,并向中国证监会提供关于收购规制的专业意见。

除了证监会的行政规制,敌意收购活动主要受我国《公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》等法律法规的约束和建议。

^① 参见傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期。

^② 我国《证券法》第7条、第8条。

（一）我国《公司法》

我国《公司法》在收购监管中有着重要作用,因为我国《公司法》决定了股东会和董事会之间的权力分配。公司控制权转移,本质上属于“公司重大事项”,因此,厘清股东会和董事会谁应具有在敌意收购中采取防御措施的实质权利至关重要。

1. 股东会中心主义的字面立法

我国《公司法》规定,股东会是公司的权力机构,公司股东会也因此被赋予了修改公司章程、行使决定公司的投资计划及经营方针,审议并批准董事会和监事会的报告、更换及选举非由职工代表担任的监事和董事,审议并批准公司的利润分配方案和年度财务预算方案,对公司清算、解散、分立、合并等事项作出决议,对发行公司债券和改变(减少或增加)注册资本作出决议等职权。^①从职权内容来看,中国公司治理是偏向“股东会中心主义”的,股东会是公司重大事项的决策机构。

与之相对应的是,董事会在我国《公司法》上的角色定位主要是“对股东会负责”,其职权主要包括制定公司内部基本管理制度、决定解聘或聘任公司财务负责人和经理、召集股东(代表)大会并报告工作、决定公司的投资方案及经营计划、执行股东大会的决议和计划、制定公司的利润分配方案和年度财务预算方案、制定清算解散分立合并等事项的方案、制定公司发行公司债券及减少或增加注册资本的方案以及决定和调整公司内部管理机构的构成等职权。^②从字面上来看,董事会的主要职权始于建议权,终于决策权——为公司重大事项制定方案,报股东会审批后,再执行股东大会的决议。

收购中防御手段的采用,无论是通过修改公司章程的方式来设置前置性防御手段,还是在事后采取发行新股、寻求“白衣骑士”、回购股份等措施,本质上都涉及公司重大事项。因此,防御手段的采用,同其他公司重大事项一样,均应当由董事会制定方案,报股东大会决议,决议通过后再由董事会执行。从这一点出发,股东大会对敌意收购防御手段的采用具有最高决定权,董事会不应在得到股东大会授权前私自采取任何防御手段。

2. 有限的投票杠杆机制

除了决定股东会和董事会权力分配的上述规定外,我国《公司法》还有诸多强制规定,禁止特定防御手段的使用。例如,我国《公司法》明确规定,股东出席股东大会

^① 我国《公司法》第98条、第37条。

^② 我国《公司法》第46条。

会议,所持每一股份有一表决权。股东大会选举监事、董事等公司核心人员,要么依照股东大会的决议,要么依照公司章程的规定,采取累积投票制。^① 显而易见,一股一票权的强制规定直接禁止了中国上市公司采用“双重股权结构”以及各类放大股票投票权的杠杆机制。不过,在实践中,通过金字塔层层控股以及循环持股等手段,公司内部人仍然可以达到少数股权控股结构的效果。

3. “毒丸”的禁止

股份的发行,必须严格遵守公平、公正的原则,相同类型的每一股份应当享有同等权利——同类股份权利相等、同批股份价格相等。^② “同股同权”的严格规定禁止任何具有“区别对待”性质的股票的发行。因此,中国上市公司董事会在敌意收购中无法采取“毒丸计划”等防御手段。

4. 股份回购的限制

股份回购,理论上也是可行的反收购防御手段之一,其实质是利用公司资本同收购人竞逐公司股票。然而,我国《公司法》严格限定了公司回购股份的情形,使公司董事会通过股份回购防御敌意收购困难重重。可以说,通过回购公司股票来减少公司注册资本,是最吃力又不讨好的防御方式。因为首先,公司董事会必须报股东会决议通过、编制资产负债表及财产清单,还必须履行通知债权人的手续,在经历至少 30 日的公告期间后才能进行股份回购。更重要的是,回购的公司股份必须在 10 日内注销,股票总数的减少,反而可能会放大收购人所持公司股份的比例。而公司回购股份奖励给本公司员工,又不得超过已发行股份总额 5% 的上限。^③

(二) 我国《证券法》

我国《证券法》详细规定了协议收购及要约收购的程序,对收购人信息公开提出了明确要求,同时兼顾股东平等对待规则。

1. 信息披露义务以及“慢走规则”

我国《证券法》在第三章“证券交易”中,禁止内幕交易、操纵市场、虚假陈述以及诈骗等行为。我国《证券法》中法定的上市公司收购方式包括协议收购、要约收购以及其他合法方式收购。^④ 无论是通过何种方式收购上市公司股份,都必须严格满足《证券法》规定的信息披露义务以及“慢走规则”。当收购人及其一致行动人持有或

① 我国《公司法》第 103 条、第 105 条。

② 我国《公司法》第 126 条。

③ 我国《公司法》第 142 条。

④ 我国《证券法》第 85 条。

者通过协议收购或者其他安排的方式获得 5% 目标公司已发行的股份时,须在 3 日之内,向上市的证券交易所和国务院证券监督管理机构提交书面报告并通知该目标公司,同时予以公告;在通知和报告的期限内,不能继续买卖该目标公司的股票。此后,但凡收购人所持该目标公司已发行的股份减少或增加 5%,都必须按照前款规定履行法定报告和公告义务。并且,在上述期限以及作出报告、公告后 48 小时内,不能继续买卖该上市公司的股票。^①《上市公司收购管理办法》依照我国《证券法》第 86 条规定,重复了收购人在收购中必须遵守的信息披露义务。^②在此基础上,分别就收购人获得目标公司股份低于 20% 以及超过 20% 情形分别提交简式权益变动报告书和详式权益变动报告书的内容和格式作出详细规定。^③《上市公司收购管理办法》还同时规定了违反信息披露义务的后果,具有信息披露义务的收购人在改正违法行为前“不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。”^④

2. 强制要约收购规则

我国《证券法》规定了强制要约收购规则。当协议收购或其他收购人式获得目标公司 30% 股份后,收购人拟进一步增持目标公司股份的,就必须向目标公司全体股东发出收购要约。^⑤我国《证券法》并没有规定强制要约收购的豁免规则;而《上市公司收购管理办法》弥补了这一缺陷,为要约收购的豁免规定了一系列情形,包括在同一实际控制人控制的不同主体之间转让股份、困难企业的重组等。^⑥

3. 要约收购程序规范及股份转让限制

为了防止胁迫式要约,我国《证券法》规定了固定的要约期间,以及要约撤销禁止,同时,股东平等对待原则已经渗透要约收购规则的方方面面。首先,收购要约中要约发起人约定的收购期限最短不得少于 30 日,最长不能超过 60 日。^⑦其次,在上述承诺期限内,收购人严格禁止撤销其收购要约。再次,收购人如果需要变更要约内容,哪怕是极细微的改动,也必须立刻公告,并详细载明变更事项。^⑧最后,收购要约提出的各项收购条件,适用于被收购公司的所有股东。^⑨

① 我国《证券法》第 86 条。

② 《上市公司收购管理办法》第 13 条。

③ 《上市公司收购管理办法》第 14 条、第 16 条、第 17 条。

④ 《上市公司收购管理办法》第 75 条。

⑤ 《上市公司收购管理办法》第 88 条、第 96 条。

⑥ 《上市公司收购管理办法》第 62 条。

⑦ 我国《证券法》第 90 条。

⑧ 我国《证券法》第 91 条。

⑨ 我国《证券法》第 92 条。

为了防止绿邮诈骗以及拆卸套利,我国《证券法》禁止收购人在收购完成后12个月内转让所获取的目标公司股票。^①另外,我国《证券法》规定了一系列股份转让限制,主要针对5%以上的持股者,以限制上市公司中大型股东、高级管理人员、董事及监事在收购中踩准时间节点,大量、反复买卖目标公司股票以牟取暴利等行为。^②

4. 发行新股的业绩回顾要求及行政审批程序

发行新股,本是欧美各国最常见的敌意收购防御手段,但我国《证券法》对发行新股有着近乎苛刻的规定。这些规定使中国上市公司董事会不能随心所欲发行股份。

我国《证券法》中各项业绩回顾要求使管理层完全不可能通过发行新股的手段来防御敌意收购。^③当收购人对目标公司发起攻击时,往往目标公司的股票价格处在低谷,而发行新股要求目标公司“具有持续盈利能力,财务状况良好”,这些条件在目标公司股票低迷不振时难以满足。同时,发行新股募集到的资金还必须严格按照招股说明书中罗列的用途使用。因此,目标公司发行新股必须有“正当目的”。即使上述条件均被满足,上市公司发行新股还必须经过一系列行政审核手续,首先是中国证监会股票发行审核委员会的实质审查,然后是中国证监会的二次核准。虽然该过程会历经不超过“三个月”的时间,但最终能否获得批准不以当事人意志为转移。^④

我国《证券法》并没有对收购中目标公司董事会可以采取的防御手段等进行列举式规定,也没有规定董事会在采取防御手段时应当履行的信义义务。在中国,董事会信义义务的真空只能留给和收购相关的实体法律进行填补。我国《证券法》规定,国务院证券监督管理机构应在我国《证券法》的原则下,制定和推行上市公司收购的具体措施和方法,^⑤依照这条规定,中国证监会颁布了《上市公司收购管理办法》。

(三)《上市公司收购管理办法》

《上市公司收购管理办法》是目前规范上市公司收购活动的核心规则。

1. 不严格的董事会中立规则

从字面上来看,《上市公司收购管理办法》倾向于限制董事会在敌意收购中采取防御手段:“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

① 我国《证券法》第98条。

② 我国《证券法》第47条。

③ 我国《证券法》第13条。

④ 我国《证券法》第22条、第24条。

⑤ 我国《证券法》第101条。

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,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”^①

2. 由忠实义务和勤勉义务构成的信义义务

敌意收购中董事会行为的限制,还体现在《上市公司收购管理办法》对董事会信义义务的相关规定:“被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施,应当有利于维护公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助,不得损害公司及其股东的合法权益。”^②

从上述条款不难看出,中国上市公司董事会在敌意收购中应当遵守的信义义务被划分为忠实义务和勤勉义务。这同英美信义义务的理念相一致:1742年,英国哈德威克伯爵大法官在慈善有限公司诉萨顿案的判决中指出,公司委员会(董事会)是公司股东的受托人和代理人,应该“忠诚”和“理性勤奋”地履行自己的职责。^③

《公司法》通过一系列禁止性规定,反向规定了忠实义务的具体要求,包括不得收受贿赂、不得侵占公司财产、不得挪用公司资金、不得未经股东会同意将公司资金借贷给他人或为他人提供担保、不得进行自利交易、不得违反保密义务以及竞业禁止等。^④ 违反忠实义务的后果是“所得的收入归公司所有”。^⑤ 然而,《公司法》中并没有明确定义勤勉义务的内涵,在《上市公司收购管理办法》中,也找不到相应规定。好在《上市公司章程指引》对勤勉义务的内涵给出了详细建议,包括不越权行使职责、公平对待公司股东、不妨碍监管层行使职权等内容。^⑥ 《上市公司章程指引》还特别允许上市公司可以根据自身情况,在章程中增加对本公司董事勤勉义务的要求。^⑦

三、现行法律法规的反思与完善

从法律的实质内容来看,中国敌意收购现行法律法规同时借鉴了美国、英国以及

① 《上市公司收购管理办法》第33条。

② 《上市公司收购管理办法》第8条。

③ *The Charitable Corporation v Sutton*, (1742) 26 ER 642.

④ 我国《公司法》第147条、第148条。

⑤ 我国《公司法》第148条。

⑥ 《上市公司章程指引》第98条。

⑦ 《上市公司章程指引》第98条。

欧盟的相关法律法规。

(一)全而不精的预防性立法

第一,同英国《公司法》及英国《城市收购及合并守则》的精神相一致,我国《公司法》体现出较强的“股东会中心主义”特征,股东大会是公司的权力机构。理论上,公司重大事项必须经股东大会决议后,董事会方能执行。第二,同英国和欧洲的实践相类似,我国《公司法》和《证券法》的诸多规定,直接禁止了很多敌意收购防御手段的使用,例如毒丸等。第三,在要约收购的规制及投资者保护上,我国《证券法》同美国《证券交易法案》非常相似,广泛禁止内幕交易、操纵市场、虚假陈述、胁迫式要约、绿邮诈骗以及拆卸式套利,并详细规定了投资人和收购方的信息披露义务及“慢走规则”。第四,同美国特拉华州法院一样,中国法律尤其关注董事会在敌意收购中的信义义务。第五,在英国《城市收购及合并守则》和《欧盟收购指令》的基础上,我国《证券法》发展出了具有中国特色的强制要约收购规则以及不严格的、漏洞重重的董事会中立规则。

然而,这个看似无所不包、统筹兼顾的预防性立法,在面对资本市场收购与上市公司控制权纷争的现实问题时,却无法提供有效的制度供给和清晰的问题解释,在敌意收购中公司重大事项的决策以及要约收购的价值判定,究竟应该尊重董事会和管理层的商业判断,还是严格坚守公司与股东利益最大化的原则?上市公司少数股东与公司债权人和利益相关者的权益孰轻孰重?目标公司收购防御手段的采取,应当交由董事会进行商业判断,还是留给股东大会进行表决?在面临敌意收购争端时,中国证监会和法院到底谁说了算?目标公司章程中的反收购条款的合法性应当如何界定?事实表明,现行敌意收购相关规定漏洞重重,甚至相互矛盾,为市场带来了不确定性。

(二)股东会中心主义在实践中的虚化

从字面上来看,我国《公司法》奉行股东会中心主义,认为公司是股东投资的产物,赋予其公司重大事项的最终决策权。然而,在股份有限公司尤其是上市公司中,由于众多中小散户(小股东)完全不参与公司治理,上市公司管理层或大股东实际上是公司重大事项的最终决策人。董事会、管理层同股东会之间的代理问题是如此严重,以至于我国《公司法》上的相关规定在实践中造成股东会中心主义的虚化。

在敌意收购防御手段等事项决策上,股东会大权旁落最为明显。在中国,反收购防御手段的方案,几乎都是由董事会“代为提出”,股东会一直深受信息不对称之害,

往往可能会就对自己可能不利的方案也投以赞成票。为了在“事前”遏制敌意收购的发生,巩固自身对上市公司的控制权,中国上市公司董事会纷纷在各自的上市公司章程中置入反收购条款。在“万宝之争”发生后不到两年的时间内,超过 600 家 A 股上市公司章程中增设了反收购条款。^① 很多上市公司章程中的反收购条款,本质上是以牺牲全体股东的利益为代价,给敌意收购人股东套上枷锁、设置不正当障碍。诸多限制股东决策自由、损害被收购公司股东权益的条款本身是对《公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》赤裸裸地违反,在股东大会上却得以顺利通过。

股东会中心主义的虚化在事后防御手段的采用上,也同样明显。在多起敌意收购争端中,董事会采取防御手段既未事先获得股东大会的授权,也不寻求股东大会的事后追认。法律界专家学者屡屡在敌意收购的争端中出现,论证反收购条款以及事后防御措施的合法性,^② 这从侧面展现出相关法律法规的不完善。停牌在备受关注的“万宝之争”中成为万科防御宝能敌意收购的撒手锏。“万宝之争”的最终落幕,并不是敌意收购对垒双方通过规则较量后分出高下,而是源于时任中国证监会主席刘士余公开表态斥责“野蛮人强盗式收购”。^③ 两个月之后,原中国保监会对“宝能系”及姚振华给予了顶格处罚。行政干预平息敌意收购争端展现出中国敌意收购规制的一个非常重要,但又长期悬而未决的问题,即在敌意收购争端中,到底应该谁说了算;监管部门和法院的分工与职权,至今尚未明晰。以往的敌意收购案例还暴露出一个重要问题,中国证监会对不履行信息披露义务的收购人采取的惩处措施过轻——一般以轻微罚款了事,而且不限制违法所得股份的表决权。^④

(三) 宽泛的信义义务规则

中国法律通过一系列正向和反向规定,试图界定上市公司董事会信义义务的内涵。但是,《公司法》和《上市公司收购管理办法》中关于上市公司董事会信义义务的规定过于宽泛和笼统。

《上市公司收购管理办法》第 8 条规定:“被收购公司的董事、监事、高级管理人员

① 参见周芬棉:《600 多家公司修章程引入反收购条款》,载《法制日报》2017 年 5 月 25 日,第 6 版。

② 例如,2016 年 7 月,北京市竞天公诚律师事务所会同北京大学企业与公司法研究中心邀请国内包括江平、崔建远、孙宪忠、陈甦、赵旭东、施天涛在内的 13 位权威法学专家,召开了“万科股权争议论证会”,就 2016 年 6 月董事会决议效力、一致行动人等相关法律问题进行了研讨。1998 年 7 月,大港石油和爱使公司分别约请有关专家、学者对爱使公司董事会面临大港石油敌意收购时在公司章程中置入反收购防御条款的合法性进行论证,双方莫衷一是。

③ 参见傅克友:《刘士余痛批“野蛮收购”痛在何处》,载《每日经济新闻》2016 年 12 月 5 日,第 5 版。

④ 例如,1993 年宝安集团敌意收购延中实业时不履行信息披露义务违规增持股份,最终以证监会 100 万元行政处罚了事;2017 年,胡氏兄弟违反信息披露义务违规增持西藏旅游股份,安徽证监局分别对胡彪、胡波兄弟给予警告,并分别处以 50 万元和 40 万元的罚款。

对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待收购本公司的所有收购人。”《公司法》通过一系列禁止性规定定义了忠实义务,而《上市公司章程指引》对勤勉义务的定义给出了建议。

虽然在法律文本中篇幅宏大,但是这些法律法规和建议依然无法清晰阐释董事会信义义务的内涵,对法律从业者而言依旧含混不清。^①《上市公司收购管理办法》第8条语言本身就非常笼统,规定董事会“应当公平对待收购本公司的所有收购人”,应当“维护公司及其股东的利益”,应当不得“滥用职权对收购设置不适当障碍”,应当不“损害公司及其股东的合法权益”。在敌意收购中,董事会行为的公平与否如何界定?公司和股东合法权益的实质内涵到底是什么?哪些障碍算得上是“适当的障碍”?这些问题的解答,有助于消除中国公司控制权交易市场上的不确定性,却缺乏相关的司法解释及判例指导作为回应。

在中国的实践中,尽管敌意收购至今在一定程度上被认为是不道德的,但绝大多数董事会、管理层采取的防御手段也由于各种各样的原因颇具争议。立法者要对信义义务的内涵作出准确解释和判断,需要以大量的本地判例为基础,需要以积年累月的实践为代价,在短期难以实现。

从美国的实践来看,厘清上市公司董事会、管理层在敌意收购中的信义义务从来就不简单。在1829年“珀西对米劳顿案”中,法院意识到“采取一项错误策略导致公司受损,如此项错误系谨慎之人也可能犯下此错误者,不能因此要求董事负责”。^②1926年,特拉华州法院在“波戴尔诉通用气电公司案”中指出,董事会行使职权只要满足信义义务的要求就不必对公司经济损失承担责任。^③1931年“科尔诉国家信贷协会案”确立了“判断董事会是否履行信义义务的关键是董事会是否在履行职责时怀抱‘诚实’和‘善意’”。^④1988年格罗“保对匹罗特案”最终形成商业判断规则完整的判定标准,要求董事在行使职权时必须:(1)秉诚行事;(2)为公司的最佳利益考虑;(3)在调查了解的基础上行使职权;(4)不浪费公司资源;(5)忠诚无私。^⑤

董事会信义义务的内涵,在一系列敌意收购判例中得以扩张和限缩。在1985年

① 参见罗培新、李剑、赵颖洁:《我国公司高管勤勉义务之司法裁量的实证分析》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷)(七),法律出版社2010年版,第372~407页。

② *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (N. S.) 68.

③ *Bodell v. Gen. Gas & Elec. Corp.*, 132 A. 442 (Del. Ch. 1926), *aff'd*, 140 A. 264 (Del. 1927).

④ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183, 188 (Del. Ch. 1931).

⑤ *Grobrow v. Perot*, 539 A. 2d 180 (Del., 1988).

的“优尼科对美萨石油案”中,特拉华州法院意识到,在敌意收购中,公司董事会必然面对利益冲突——因为收购方极有可能在收购成功后取代公司董事会和管理层,此时,公司董事会的利益和公司利益并不一致。鉴于此,在商业判断规则适用之前,法院预置了考察董事会行为的优尼科测试:首先,董事会必须证明,有充足的理由相信,收购人收购目标公司将对公司的长期政策和利益造成损害;其次,董事会必须证明,其所采取的防御手段以受到的威胁为限。^① 1986 年的“露华浓对麦克·安德鲁斯、福布斯控股案”为目标公司董事会面对敌意收购时防御手段的使用划定了边界,建立了乌尼坎规则——当目标公司的出售已经不可避免,或者已经开始进行之后,董事会的义务从保护或者维持公司运行转换成为股东争取最高出售价格。^② 1989 年“派拉蒙通信公司诉时代公司案”,特拉华州法院扩张了董事会在敌意收购中采取防御手段的空间,即使公司已经不可避免地将被出售,董事会也可以出于对股东、债权人、顾客、员工、社区甚至公司文化存续的考虑而采取合理防御手段。^③ 1994 年“派拉蒙公司对 QVC 电视公司案”阐明了露华浓义务触发的条件是当“公司控制权将发生实际转移时”,并在一定程度上限缩了董事会采取防御手段的自由裁量权——与第三方签订有合并协议,并不是采取防御手段的合理理由。^④ 1994 年“乌尼坎公司对美国通用公司案”在优尼科测试的基础上,建立了乌尼坎标准,进一步限缩了敌意收购中防御手段的使用:董事会采取的防御手段不能“苛刻”,不能排除股东通过正常投票代理权争夺获得公司控制权权利,同时,不能对股东群体造成胁迫。^⑤

诚然,这一系列判例的内涵可以通过文字的方式进行概括,但是,法院审判的灵活性和周全性却是不可替代的。以优尼科测试、露华浓规则和乌尼坎标准为核心的法院审判,对信义义务的界定明显更灵活准确,因为法院可以根据现实情况以变应变。信义义务的内涵过于复杂,本身应该一案一议,因此死板的法律规定必然过于宽泛,徒增敌意收购中的不确定性。特拉华州法院在积年累月的判决中形成了尊重董事会商业判断的法律环境,这至少为美国上市公司董事会采取防御手段提供了信心和决心。

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

② *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986).

③ *Paramount Communications, Inc. v. Time Incorporated*, Fed Sec L Rep (CCH) 94,514; affd 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).

④ *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A. 2d 34 (Del. 1994).

⑤ *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A. 2d 1361 (Del. 1995).

从美国的实践来看,厘清上市公司董事会、管理层在敌意收购中的信义义务从来就不简单。在1829年“珀西对米劳顿案”中,法院意识到“采取一项错误策略导致公司受损,如此项错误系谨慎之人也可能犯下此错误者,不能因此要求董事负责”。^①1926年,特拉华州法院在“波戴尔诉通用气电公司案”中指出,董事会行使职权只要满足信义义务的要求就不必对公司经济损失承担责任。^②1931年“科尔诉国家信贷协会案”确立了“判断董事会是否履行信义义务的关键是董事会是否在履行职责时怀抱‘诚实’和‘善意’。”^③1988年“格罗保对匹罗特案”最终形成商业判断规则完整的判定标准,要求董事在行使职权时必须:(1)秉诚行事;(2)为公司的最佳利益考虑;(3)在调查了解的基础上行使职权;(4)不浪费公司资源;(5)忠诚无私。^④

董事会信义义务的内涵,在一系列敌意收购判例中得以扩张和限缩。在1985年的“优尼科对美萨石油案”中,特拉华州法院意识到,在敌意收购中,公司董事会必然面对利益冲突——因为收购方极有可能在收购成功后取代公司董事会和管理层,此时,公司董事会的利益和公司利益并不一致。鉴于此,在商业判断规则适用之前,法院预置了考察董事会行为的优尼科测试:第一,董事会必须证明,有充足的理由相信,收购人收购目标公司将对公司的长期政策和利益造成损害;第二,董事会必须证明,其所采取的防御手段以受到的威胁为限。^⑤1986年的“露华浓对麦克·安德鲁斯、福布斯控股案”为目标公司董事会面对敌意收购时防御手段的使用划定了边界,建立了乌尼坎规则——当目标公司的出售已经不可避免,或者已经开始进行之后,董事会的义务从保护或者维持公司运行转换成为股东争取最高出售价格。^⑥1989年“派拉蒙通信公司诉时代公司案”,特拉华州法院扩张了董事会在敌意收购中采取防御手段的空间,即使公司已经不可避免地将被出售,董事会也可以出于对股东、债权人、顾客、员工、社区甚至公司文化存续的考虑而采取合理防御手段。^⑦1994年“派拉蒙公司对QVC电视公司案”阐明了露华浓义务触发的条件是当“公司控制权将发生实际转移时”,并在一定程度上限缩了董事会采取防御手段的自由裁量权——与第三方签订有

① *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (N. S.)68.

② *Bodell v. Gen. Gas & Elec. Corp.*, 132 A. 442 (Del. Ch. 1926), aff'd, 140 A. 264 (Del. 1927).

③ *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183, 188 (Del. Ch. 1931).

④ *Grobaw v. Perot*, 539 A. 2d 180 (Del. , 1988).

⑤ *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

⑥ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986).

⑦ *Paramount Communications, Inc. v. Time Incorporated*, Fed Sec L Rep (CCH) 94,514; aff'd 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).

合并协议,并不是采取防御手段的合理理由。^① 1994年“乌尼坎公司对美国通用公司案”在优尼科测试的基础上,建立了乌尼坎标准,进一步限缩了敌意收购中防御手段的使用:董事会采取的防御手段不能“苛刻”,不能排除股东通过正常投票代理权争夺获得公司控制权的权利,同时,不能对股东群体造成胁迫。^②

诚然,这一系列判例的内涵可以通过文字的方式进行概括,但是,法院审判的灵活性和周全性却是不可替代的。以优尼科测试、露华浓规则和乌尼坎标准为核心的法院审判,对信义义务的界定明显更灵活准确,因为法院可以根据现实情况以应变。信义义务的内涵过于复杂,本身应该一案一议,因此死板的法律规定必然过于宽泛,徒增敌意收购中的不确定性。特拉华州法院在积年累月的判决中形成了尊重董事会商业判断的法律环境,这至少为美国上市公司董事会采取防御手段提供了信心和决心。

(四)漏洞百出的董事会中立规则

董事会中立规则,最早出现于英国《城市收购及合并守则》,之后被照搬进《欧盟收购指令》中。董事会中立规则的实质,是让董事会在敌意收购中保持中立,未经股东会授权不得采取任何事后防御手段。例如,《欧盟收购指令》第9条规定:“董事会一旦得知要约收购的存在,除非获得股东大会的明确授权,董事会除了寻找潜在的另外要约收购方以外,不得采取任何有可能挫败收购的行动或发行任何可能为收购人的收购行为制造障碍的股份。”^③没有股东大会的批准和明确授权,几乎所有事后防御手段,包括“毒丸计划”、股份回购、发行新股等,都视为对董事会中立规则的违反。

《上市公司收购管理办法》第33条是一个不严格、不周全的董事会中立规则。该条款虽然试图明确董事会在收购中的义务,但是对董事会行为的限制却非常笼统、模糊。首先,第33条适用的时间段是“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前”,这意味着该法条只适用于收购要约发生后的董事会行为,对敌意收购的事前防御并不适用。其次,“……董事会不得……对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响”,意味着本法条只约束可能造成重大影响的防御手段。所以,只要董事会采取的防御手段是在要约收购发生之前,或者不对公司的经营成果、权益、负债、资产造成重大影响,那么就不需要征求股东大会的批准。

^① *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

^② *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

^③ Council Directive 2004/25, Art. 9, 2004 O. J. (L142) 8 (EC).

不完善的董事会中立规则虽然在字面上禁止董事会在敌意收购中采取防御手段,却在实践中为董事会规避股东会批准采取防御手段提供了依据。列举范式无力法典化董事会信义义务的广阔内涵,毋宁以严格无漏洞的董事会中立规则取而代之。立法者可以参考《欧盟收购指令》的立法本意,结合中国国情,建立严格的董事会中立规则,如“未经股东大会批准,董事会在敌意收购中一律不得采取任何防御手段”。在该规则之后,立法者可以根据中国资本市场的实际情况,补充允许采取防御手段的例外情形。

《上市公司收购管理办法》第33条:通过对禁止采取的防御手段进行列举式概括,却反而让董事会在列举情形之外有机可乘——法律漏洞由此产生。在未来的敌意收购法律中,董事会严守中立、在收购中保持克制的规定应该是一概适用、默认适用的,应仅对董事会可以采取防御手段的例外情形进行详细的列举式规定。

(五)宽松的“强制要约收购规则”

我国《证券法》第88条和第96条是“强制要约收购规则”,其实质是收购人获得30%目标公司股份还将继续收购的,必须通过要约收购的形式实现股份增持。英国同欧盟成员国的强制要约规则,是“全面强制要约收购规则”,要求收购人一旦获得目标公司一定数量的股份后,向目标公司在外流通的所有股份发起要约收购。^①之所以这样规定,是确保上市公司中的少数股东在敌意收购中获得同大股东、控股股东等一样的待遇,确保他们在敌意收购中有确定无疑的退出和套现通道。然而,我国《证券法》上的“强制要约收购规则”,既不是单独的全面要约,也不是单独的部分要约,而是全面要约与部分要约共存并行。^②

在机构投资者不甚成熟的中国,“全面强制要约收购规则”比“强制要约收购规则”更能够保护中国上市公司中的少数股东。毕竟,如果允许收购人通过要约收购的方式,任意选择预收购的股份比例,那么少数股东必然有一部分股份难以卖出,当收购人获得控制权后,如果公司股价走低,少数股东的权利必然受到侵害。^③不过,欧盟各成员国的经验也表明,“全面强制要约收购规则”将极大地提高敌意收购人的收购成本,因此将对敌意收购的产生具有非常强的抑制作用。所以,一方面,全面强制要约收购规则的触发门槛不宜过低,过低的触发门槛会进一步减少潜在的敌意收购供

^① Council Directive 2004/25, Art. 5, 2004 O. J. (L142)8(EC).

^② 唐林垚:《我国要约收购及触发点的保留与改进——兼析与欧美上市公司收购规则的比较》,载《政法论丛》2018年第3期。

^③ 参见唐林垚:《我国上市公司要约收购制度评析》,载《社会科学》2017年第10期。

给;另一方面,全面强制要约收购规则的触发门槛也不宜过高,因为过高的门槛将让该规则形同虚设。鉴于中国上市公司股权分布较为复杂,立法者可以借鉴欧盟成员国丹麦和爱沙尼亚“全面强制要约收购规则”的门槛设定——不规定详细的触发比例的数字,只规定当“收购人获得公司多数投票权时”触发,而“收购人获得公司多数投票权”的门槛可以交由公司股东大会以决议方式在公司章程中进行规定,并报证监会或证券交易所审查即可。

四、结 语

敌意收购规制不仅是中国面临的难题,也是亚洲国家乃至全世界共同面临的难题。敌意收购规制外延宽广,涉及古今中外,跨越公司法、证券法、经济法、金融法等领域,当前的研究主要聚焦于公司法和证券法层面,学界重点关注敌意收购规制模式和法律迭代,尤其是股东会和董事会、目标公司和收购人在敌意收购中的行为约束与力量均衡,体现出较强的波斯纳所宣扬的“实用主义”的特征:研究者偏重寻求“处理现实问题的进路”,聚焦于“什么东西是有效和有用的……它是向前看的,它珍视与昔日保持连贯性,但仅限于这种连续性有助于我们处理目前和未来的问题”。^①

在敌意收购规制领域,理性的、向后看的、非经验的视野和方法也必不可缺,未来的研究应在宏观上充分把握具体规范的关系,并在微观上结合历史事件和市场回馈展开体系化与法律解释的工作。只有这样,我们才能真正探寻出具有中国特色的、高度市场化的敌意收购规制范式 and 良性路径依赖,最终实现公司控制权市场的帕累托最优。

^① [美]理查德·波斯纳:《法理学问题》,苏力译,中国政法大学出版社2002年版,第4~5页、第13页、第19页。