

研究报告

RESEARCH REPORT

公司反收购法律制度研究

课题研究员 徐洪涛



深圳证券交易所综合研究所

2006.03.29 深证综研字第 0132 号

内 容 提 要

公司收购尤其是敌意收购是公司控制权市场发挥作用的基础，对公司治理的改善具有积极的作用。在后股权分置时代，公司并购市场面临深刻的变革。新的时代必将对反收购立法提出新的要求。随着股改的完成和“两法”的实施，证券市场的监管理念、市场结构和法律框架发生重大改变，这意味着收购行为和反收购行为必然发生变化，尤其是中小企业板制度灵活，更应关注公司的反收购问题。

证券市场的市场结构、公司治理的文化、政府管制、税收等均可能对公司收购造成影响。公司收购影响所有公司利害关系人的利益，公司收购也涉及多种法律法规，本报告以董事和股东之间的关系为重点，并以公司法的相关规则为基础。报告将国外反收购立法分为三种类型：以美国特拉华州为代表的成熟和发达的国内市场立法，以德国、英国和欧盟指令为代表的充满争议和冲突的欧盟市场立法，以香港、台湾、韩国和日本为代表的直面挑战的新兴控制权市场立法。

报告主要内容分为五个部分：在第二部分，首先明晰了反收购的相关概念，为研究奠定了基础。对公司的反收购措施按照实施的时间分为两类，根据公司董事会的权限以及是否需要股东批准划分为三类，从决策权力的分配角度分为两类，这些分类是报告研究的基本线索。

在第三部分，比较各国反收购的市场结构和法律框架，包括收购方式、股权结构和收购历史。反收购的市场结构和法律框架与反收购的具体措施一样对敌意收购有重要影响。反收购的市场结构和法律框架与反收购的具体措施之间相互作用，如果法律框架对敌意收购限制较少，则反收购措施出现的可能性就较大。

在第四部分，比较各国反收购的立法政策和具体措施。在不同的市场，反收购的动因不同，反收购立法规范的目的不同，反收购立法的实际效果也不同。反收购只是公司治理的机制之一，它和公司治理中的其他机制相互影响，共同达到平衡公司参与人利益的目的。

在第五部分，研究我国反收购法律制度的历史和现实，包括反收购的法律框架、具体规则、反收购的案例、股改后收购和反收购的变化和可能的反收购措施的合法性。在我国合法和有效的反收购措施主要集中在四个方面：持股结构、章

程条款限制、董事会对收购的意见和寻找竞价要约者。

在第六部分，对我国反收购立法的立法政策和相关规定的完善提出建议。本报告认为，对于收购和反收购的立法政策应尊重公司控制权的现实，改革方案应有一个平稳的过渡，否则，就会引起法外行为的泛滥。我国反收购立法应在以下方面进行完善：

1. 坚持强制要约的模式，完善部分要约的规则。立法应借鉴英国的做法，坚持强制要约的收购模式，在承认部分要约收购的前提下，对部分要约进行限制。如果部分要约经过目标公司独立股东批准，可以进行部分要约，否则，除了法定原因外，禁止部分收购要约。

2. 限制董事行为，规范其对要约收购的意见。在我国反收购实践中，董事会往往采用了激烈的法律上和非法律上的反收购措施。我国应借鉴英国和德国的做法，董事会除了选择最高的竞价者外，禁止采取其他反收购措施。此外，对于董事对收购的意见，也应进行规范。董事表达意见时应负对公司和股东诚信的义务，原则上禁止董事发布反对的意见，如果表达反对意见，必须附加独立董事的意见，并且清楚表明反对的理由。

3. 立法应重点规制章程规定的反收购措施。章程条款对反收购的规定在法律性质上可分为三种类型：股东会决议事项、董事会决议事项和股东会授权董事会事项。对于这些反收购措施合法性的判断应根据不能违反法律强制性规定、不能违反股东和董事的诚信义务、不得损害公司和公司参与人的利益三个原则进行判断。

4. 承认表决权拘束协议和股份转让限制协议的效力。股东协议和股份转让的限制协议将来可能作为我国股东反收购的措施，应承认其合法性质。从台湾经验看，台湾鼓励公司或股东间成立策略联盟及进行并购，并稳定公司决策。表决权拘束协议在我国法律上是合法的，其效力应依具体情形而定。

5. 建立纠纷解决机制。在判断董事反收购行为合法性方面，澳大利亚的经验值得借鉴。澳大利亚为了克服法院裁判存在专业性和效率性的缺陷，在要约期间，如果发生争议，由收购委员会进行裁判。在反收购规则完善的基础上，我国应由中国证监会设立收购委员会，裁判要约收购期间的纠纷。

关键词：反收购 强制要约收购 部分要约收购 股权分置

目 录

一、 导言.....	1
二、 反收购相关概念辨析.....	4
(一) 敌意收购相关概念.....	4
(二) 反收购的措施和类型.....	5
三、 反收购的市场结构和法律框架比较.....	7
(一) 要约收购模式：美国.....	7
(二) 强制要约收购模式：英国、德国、欧盟.....	10
(三) 新兴控制权市场的继受：香港、台湾、韩国、日本.....	13
(四) 模式优劣和选择：比较分析.....	17
四、 反收购的立法政策和具体规则比较.....	20
(一) 董事主导的反收购模式：美国.....	20
(二) 限制董事决策权的反收购模式：英国、德国、欧盟.....	27
(三) 新兴控制权市场的继受和困境：香港、台湾、韩国、日本.....	29
(四) 反收购模式的差异和趋同：比较分析.....	32
五、 我国反收购法律制度的历史和现实.....	33
(一) 反收购的原法律框架及评析.....	33
(二) 反收购的立法规定及评析.....	35
(三) 反收购案例的评析.....	37
(四) 后股权分置时代收购的变化和反收购的未来.....	41
(五) 可能的反收购措施及其合法性分析.....	44
六、 反收购的立法政策和完善我国相关规则的建议.....	49
(一) 立法政策.....	49
(三) 完善我国相关规定的建议.....	55
参考文献.....	57

一、导 言

公司收购尤其是敌意收购是公司控制权市场发挥作用的基础，对公司治理的改善具有积极的作用。敌意收购不与公司管理层发生直接关系，最易于引起管理层的反对，管理层通常会采取反收购措施阻碍敌意收购的实现。如何判断反收购措施的合法性就成为收购立法不得不面对的问题。各国和地区的收购立法均明确其反收购的立法政策，并对具体反收购措施的合法性做出规定。

在后股权分置时代，我国公司并购市场面临深刻的变革。从收购方式看，要约收购将会越来越普遍；从收购对价的支付方式看，股份可以作为对价的支付方式，大大降低了收购的成本和风险；从法律框架看，新《证券法》放开了对部分要约收购的限制，便利了公司收购；从证券市场的国际化看，国际并购的发展也对公司反收购提出了挑战，证券市场的国际化往往成为反收购立法的动因。例如，由于欧盟成员国对国际并购的担心，欧盟收购指令关于反收购的立法引起了极大的争议。日本颁布了新的公司反收购规则，赋予目标公司极大的反收购权限。

新的时代必将对反收购立法提出新的要求。随着股改的完成和“两法”的实施，证券市场监管的理念、市场结构、法律框架发生重大变化，这意味着证券市场的收购行为和反收购行为必然发生变化。收购和反收购是孪生兄弟，有什么样的收购方式，就可能有的反收购措施。股权分置下公司反收购无太大的存在价值，因为股权分置本身就是敌意收购的最大障碍。在后股权分置时代，证券市场的一系列深刻变革减少了收购中的障碍，增强了公司反收购的动机，增加了公司采取更多反收购措施的可能性。如何平衡收购和反收购之间的关系，如何在保持公司控制权稳定和促进控制权的市场化之间做出选择，是反收购立法重要的立法政策。

只要新的收购方式出现，新的反收购措施就会出现。收购和反收购的竞赛不会停止。当 1970 年代敌意收购 (hostile tender offer) 在美国兴起时，投资银行和律师就为董事会设计了各种反收购的措施。在美国，要约收购 (tender offer) 属于非法定的公司收购方式，不同于公司合并和资产出售，要约收购可以绕开董事会直接向目标公司的股东发出要约。

如何认定反收购行为的合法性和监管公司的反收购行为，也是交易所不得不面临的问题，尤其是中小企业板更应关注公司的反收购问题。因为股改后，立法会允许中小企业采取更灵活的治理结构和给予中小企业板融资的绿色通道，这就可能使中小企业上市公司有更多的空间来采取反收购措施。

我国《上市公司收购管理办法》正处于修订过程中，借鉴国际经验非常重要。在海外证券市场，除了美国和英国收购和反收购立法的框架长期基本保持不变外，其他国家的收购和反收购立法正处于变革时期。例如，德国 2002 年颁布了证券取得和收购法，欧盟 2004 年通过了收购指令，日本经济产业省和法务省 2005 年颁布了公司反收购指导意见，台湾 2002 年颁布了企业并购法。这些收购立法均是海外证券市场为发展国内公司控制权市场和面对国际化并购的挑战而颁布的，并且，公司反收购的相关规定均是这些立法的重要内容，这为我们借鉴海外证券市场的经验提供了有益的帮助。

反收购行为和阻碍收购的因素不同。证券市场的市场结构、公司治理的文化、政府管制、税收等均可能对公司收购造成影响，可能促进收购，也可能阻碍收购。例如，有学者就将欧盟要约收购的障碍分为结构性障碍（structural barriers）和法律上障碍（technical barriers）。前者与资本市场结构和所有权结构有关，后者与公司治理的实践和要约收购的监管有关。两者相互影响，任何一种均会阻碍要约收购的进行。因此，在研究反收购措施时，不应离开其存在的市场环境，两者是共生的关系。否则，反收购措施的研究也就失去了全面性。本报告对反收购法律制度的研究主要是从公司治理的角度进行的，研究在既定的法律框架下，收购发生时公司参与人会采取何种反收购行为，这些行为的合法性是本报告研究的重点。

公司收购的目的不仅是获得股份，更重要的是取得公司的控制权。公司控制权的变化对公司董事和少数股东产生重要影响，甚至对公司员工等利害关系人利益产生直接影响。因此，公司收购会影响所有公司参与人的利益，包括股东、董事、高级管理人员、员工、债权人、消费者等。公司收购交易在美国涉及多种法律法规，其中关系密切的主要是公司法、证券法、税法、反托拉斯法和会计准则。劳工法、环境法、产品责任法、合同法、养老金规章和产业管理规章等法律法规对公司收购也产生不同程度的影响。

公司收购制度是以公司法为基础的，并以证券法为直接法律依据。本报告主要从董事和股东之间的关系展开研究，并以公司法的相关规则为基础。国外对于

敌意收购和反收购的争论也是围绕股东和董事之间关系展开的。股东和董事谁有权控制公司、谁有权出售公司、股东转让股份的权利和董事反收购的权利如何协调是对反收购争论的主线。

公司收购和反收购的核心，即理念和基本原则是不会变化的，改变的只是具体的规则，即根据市场情况而进行调整的规则。为了对国际反收购的立法经验深入了解，报告将国际反收购立法分为三种类型：以美国特拉华州为代表的成熟和发达的美国市场立法，以德国、英国和欧盟指令为代表的充满争议和冲突的欧盟市场立法，以香港、台湾、韩国和日本为代表的直面挑战的新兴控制权市场立法。

我国的收购立法不仅存在滞后和缺陷的问题，反收购法律制度的研究也存在不足。例如，股东层面的反收购和董事层面的反收购区分不清；董事的反收购措施研究较多，但对控制股东反收购措施合法性的研究缺少；单个反收购措施的介绍较多，结合市场结构和法律框架的深入探讨较少；孤立介绍国外反收购具体措施的较多，对国外反收购的法律理念和法律体系介绍的较少；对美国反收购研究较多，但对其他国家反收购的研究较少。相反，其他国家收购立法对我国可能更具有借鉴意义。现实性研究和前瞻性研究结合的不够好，对于现行法律框架下禁止反收购的合理性探讨不够，对将来我国的收购立法理念和反收购立法理念的发展趋势的研究也不足。

研究中的存在不足的原因部分是由于我国反收购法律制度的研究的确存在困难。首先，对于股东采取的反收购措施在国外没有成熟的经验可供借鉴。英国和美国市场化的并购发达，其反收购立法模式不适合我国证券市场状况，借鉴起来困难。其他国家股权结构相对集中，但反收购的立法还处于起步阶段，没有成熟的经验。其次，股东在公司中的法律地位决定了其采取的反收购措施的合法性判断起来非常复杂。因为股东不同于公司董事，董事反收购行为的合法性判断主要是看其是否损害股东利益，股东采取的反收购措施的合法性判断更复杂。尤其是我国还要在相当长的时期保持股权集中的公司治理结构，允许股东的反收购行为对于改善公司治理还有较大的意义。最后，如何协调发展和规范也是难题。反收购立法必须一方面放开反收购的限制，让市场机制充分发挥作用，另一方面又不能让公司反收购走得太远，防止其损害收购市场的秩序。

本报告力争克服目前我国反收购法律制度研究中的不足，直面研究中的困难。报告主要内容分为五个部分。在报告的第二部分，首先明晰了反收购的相关概念，

为研究奠定了基础；在第三部分，比较各国反收购的法律框架，包括收购方式、股权结构和收购发展历史；在第四部分，比较各国反收购的立法政策和具体措施；在第五部分，研究我国反收购法律制度的历史和现实，包括反收购的法律框架、具体规则、反收购的案例、股改后收购和反收购的变化和可能的反收购措施的合法性；在第六部分，对我国反收购立法的立法政策和相关规定的完善提出政策建议。

二、反收购相关概念辨析

（一）敌意收购相关概念

公司反收购是针对公司收购而言的。公司收购(Acquisition)是指获取目标公司控制权的交易。公司收购有广义和狭义两种用法，广义的公司收购(Acquisition)包括公司合并(Merger)和狭义的公司收购(Acquisition)，是公司并购(M&A)的简略用法。狭义的公司收购对应于公司合并，是指交易结束后目标公司仍然作为独立的法律实体而延续存在。公司合并(Merger)是指在交易结束后交易一方或交易双方不再作为独立的法律实体而延续存在，包括吸收合并(Merger)与新设合并(Consolidation)，但是在实务中新设合并(Consolidation)极少发生。因为一般而言，合并一方存续会在很多方面优于合并双方终止存在。另外即使合并双方均无存续必要，也可以另行创立一个新公司，通过吸收合并的方式达到新设合并的结果。

狭义公司收购的交易方式包括资产收购(Asset Acquisition)和股权收购(Stock Acquisition)，其区别主要是收购标不同。资产收购以目标公司的全部或实质全部(All or Substantially All)资产为交易对象，股权收购以目标公司的控制性股权为交易对象。交易的支付工具包括现金和股票，根据不同的支付工具，资产收购的标准类型包括现金资产收购(Cash-for-Assets Acquisition)和股票资产收购(Stock-for-Assets Acquisition)，股权收购的标准类型包括现金股权收购(Cash-for-Stock Acquisition)和换股收购(Stock-for-Stock Acquisition)。股权收购可以采取私下协议转让(Bulk transfer)、在二级市场爬行收购(Creeping

acquisition)和要约收购(Tender offer)的交易方式。¹Tender offer 一般是以现金作为对价,如果是以证券作为对价,则被称为 Exchange offer。

根据目标公司管理层对交易的态度,公司收购可以划分为善意收购(Friendly Acquisition)与敌意收购(Hostile Takeover)。善意收购是指获得目标公司管理层配合的收购。对于公司合并与资产收购而言,在美国公司法上必须经过目标公司董事会的同意才能使交易得以进行。对于这类交易,目标公司股东只能就董事会提出的议案进行表决,没有权力提议和修改交易条款,因此这些交易形式下的公司收购只能是善意收购。

敌意收购是指未获得目标公司管理层配合的收购。在正常情况下,敌意收购方由于不能获得目标公司董事会的合作,只能绕过目标公司管理层,直接寻求与目标公司股东进行交易,因此敌意收购只能采取股权收购的交易形式。私下协议转让(Bulk transfer)、在二级市场爬行收购(Creeping acquisition)和要约收购(Tender offer)都可以作为敌意收购的交易形式,但是在实务中由于私下协议转让与二级市场爬行收购获得目标公司控制权的成本过高不易成功。在美国,敌意收购一般是采取要约收购的交易形式。

杠杆收购(Leveraged buyout)是指收购方为进行交易而大量融资,包括发行低信用等级(Subordinate)的垃圾债券(Junk Bond),并且往往让目标公司作为融资保证,在收购完成后通过出售目标公司资产或者压缩目标公司营运现金流而获取偿还债务资金的一种收购交易形式。杠杆收购大部分是善意收购,并获得目标公司管理层的支持从而成为管理层收购。也有相当一部分杠杆收购是敌意收购,在 20 世纪 80 年代美国的收购浪潮中杠杆收购是起主导作用的公司收购交易形式。

要约收购只是一种可供收购方选择的收购形式,不仅敌意收购一般以要约收购作为收购方式,善意收购也可以选择要约收购作为收购方式。

(二) 反收购的措施和类型

公司反收购是针对公司收购尤其是敌意收购而言的。对公司反收购的概念既可以作广义理解,也可以作狭义理解,最狭义的公司反收购是指在敌意收购

¹ 在我国新《证券法》实施后,原强制要约的收购方式已经改为要约收购的方式。原来立法所说的强制要约实际上是强制性全面要约,新法规定的要约收购实际上是强制性要约。为了便于研究,不致于引起用语混乱,本报告还是沿用原来立法的称谓,即强制要约是指强制性全面要约,要约收购是指强制性要约。

发起以后目标公司对敌意收购方采取的反击行为。一般意义上的公司反收购是指目标公司针对确定的或不确定的敌意收购威胁而采取的防御行为。包括在没有收到收购报价时就未雨绸缪采取预防措施，以及在收到收购报价后进行反击。广义的反收购不仅指目标公司针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在客观上造成对其他竞价方的不利。

从法律角度，反收购主要有两种分类：是否需要股东批准的分类和根据反收购实施时间的分类。公司反收购通过延缓收购进程，提高收购成本，或者向股东提供替代方案来实施反收购的目的。根据公司董事会的权限以及是否需要股东批准，反收购措施可以划分为三类：(1)需要股东大会批准的反收购措施，主要指修改章程条款的驱鲨剂(Shark Repellent)类反收购措施；(2)需要章程一般性授权的反收购措施，主要指毒丸(Poison Pill)类反收购措施，例如当实行毒丸计划而发行空白支票型(Blank Check)优先股时，一般需要公司章程中包含相应的授权条款；(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措施，例如利用公司董事会具有签订商务合同的权力出售皇冠明珠(Crown Jewel)。

公司的反收购措施还可以按照实施的时间分为两类：预防性(Preventive)反收购措施与反击性(Active)反收购措施。预防性反收购措施是目标公司为了降低潜在敌意收购获得成功的可能性，在敌意收购发生之前就采取的反收购措施。预防性反收购措施包括分析公司股东的持股结构，密切关注公司股价的异常变化，建立对敌意收购的预警系统；其次是降低公司成为敌意收购方目标的吸引力；最后才是构建毒丸、驱鲨剂与发行超级表决权股等防御措施。反击性反收购措施是针对已经发起的敌意收购而采取的反收购措施。当预防性反收购措施没有能够阻止收购方发起敌意收购时，目标公司就需要针对敌意收购实施反击性反收购措施。反击性反收购措施包括实施回购、寻找白衣骑士、进行反收购诉讼等。当然预防性反收购措施也可以作为反击性反收购措施使用。

从公司管理等角度，也可对反收购采取其他分类方法。反收购，指目标公司管理层为了防止公司控制权转移而采取的旨在预防或挫败收购者收购本公司的行为。目标公司股东是公司的所有者，当然有权自由地决定是否采取反收购措施。

因此所谓的反收购措施规制实际上是指对目标公司管理部门采取反收购措施的规制。保护目标公司股东利益是反收购规制的总指针。在成熟资本市场上，目标公司的各种反收购措施主要有四种类型：（1）提高收购者的收购成本，降低目标公司的收购价值。（2）提高相关者的持股比例，增加收购者取得控股权的难度。（3）制定策略性的公司章程，提高外部人改组管理层的难度。（4）贿赂外部收购者，以现金流换取管理层的稳定。

具体而言，常见的反收购措施，主要有三类：（1）诉诸于法律的保护，求助法院确认某项收购不合法；（2）采取管理上的策略，如发行有限制表决权股票、或通过密切公司相互持股、或采取毒丸措施、或在公司章程中置入“驱鲨剂”反收购条款等，以防止被收购；（3）采取股票交易策略，如股份回购，以防止被收购。

三、反收购的市场结构和法律框架比较²

（一）要约收购模式：美国

1. 收购的法律框架

美国的收购分为法定收购方式（statutory acquisition techniques）和非法定的收购方式（nonstatutory acquisition techniques）。前者包括合并、出售公司重要财产和三角合并，后者包括代理权争夺、股份收购和要约收购。法定的收购方式必须得到董事会的同意，非法定收购方式可以绕开董事会进行。在争夺公司控制权方面，要约收购比代理权争夺和股份收购具有明显的优点，因此，要约收购被广泛用于争夺目标公司的控制权。

对于要约收购的定义，美国威廉姆斯法并没有完全解决什么构成要约收购

² 本报告对于反收购法律框架的研究，主要集中于立法对于收购的方式的规定。对于收购方式，本报告重点关注强制要约收购和要约收购。当然，协议收购和要约收购均可能表现为敌意收购，均会引起目标公司的反收购。从反收购规则的层面，协议收购和要约收购引发的反收购措施并无实质不同。然而，从反收购的实践看，协议收购和要约收购对于反收购的影响具有差别。协议收购通常是公司控制股份的转让，并不涉及少数股东股份转让的问题，董事的反收购并不能影响股份转让的效力。要约收购不同，要约收购主要是指向目标公司的少数股东，董事的反收购措施对少数股东的股份转让权可能有重要影响。从总体看，要约收购引起的反收购法律制度更为复杂，国外对于反收购的研究也主要集中在由于要约收购引起的反收购问题。因此，本报告对于收购方式的研究也就集中在要约收购。此外，强制要约是相对于要约收购的一种收购方式，两种收购方式的差异，对目标公司的反收购具有重要影响，这主要表现在强制要约本身就具有反收购的效果。

这一问题，但是可以肯定在公开市场秘密购买股票肯定不构成要约收购。在 *Wellman v. Dickinson* 案中，法院提出了八要素法来确定购买股票的报价是否构成威廉姆斯法意义上的要约收购，这些要素是：(1)主动、广泛地寻求向公众股东购买由同一发行人发行的股票；(2)寻求购买的股票占同一发行人所发行股票的份额较大；(3)报价高于市价；(4)要约的条件是固定的而不是有待协商的；(5)要约的兑现以接受报价的股份达到指定数量为条件，并且有可能规定最多收购数量；(6)要约具有有效期间；(7)出售方有出售股票的压力；(8)在快速累积股份之前或与之同时公告收购计划。

对于要约收购的规范，1934年证券交易法第14(d)条和规则14(b)、规则14(e)要求收购要约必须满足下列条件：1、最低的要约有效期(Minimum duration)，根据规则14(e)-1，收购要约的有效期不得少于20个营业日，期满可以延期。2、全部股东原则(All-holders rule)，规则14(d)-10规定当报价方向一类股票发出收购要约时，必须以相同的价格和条件向持有该类股票的所有股东开放，全部股东原则否定了 *Unocal* 案所形成的依据特拉华法律，公司进行要约回购时可以排除一部分股东的结论。3、最佳价格原则(Best-price rule)，规则14(d)-10规定在要约收购中向任何股东支付的价格必须等于报价方在此期间向任何其他股东支付的最高价格。这样如果报价方在要约收购中提高报价，新的价格调整自动追溯适用于在提价前已经同意接受要约的股东。另外，规则10(b)-13规定在要约收购期间报价方不可以私下购买要约收购的股票。4、撤回权(Withdrawal rights)，根据1934年证券交易法第14(d)(5)条，预受要约的股东可以在要约发布之日起60天后撤回尚未被收购的股份；根据规则14(d)-7，预受要约的股东可以在整个要约期间或者要约延长期内撤回准备出售的股份。5、按比例分配(Proportion)，根据规则14(d)-8，如果报价方发出的收购要约是部分要约，并且预受要约的股份数量超出要约数量，报价方必须按比例分配收购的股份。

此外，规则14(e)-2要求目标公司在收购要约首次公开的10日之内向目标公司股东披露董事会的意见。包括：1、董事会建议接受收购要约；2、董事会建议拒绝收购要约；3、董事会对收购要约保持中立不发表意见；4、董事会无法形成对收购要约的意见。披露董事会意见的报告不一定需要同时说明形成该意见的原因。

2. 收购立法的历史

在 1968 年前，美国只有很少的制定法和普通法规则来规范公司收购行为。此时，主要的国家政策就是针对公司合并的反垄断法。与公司合并有关的受信义务相对而言非常不发达。直到 1972 年，只有一个判例是关于反收购的。

随着企业并购行为的增加和企业收购能力的增强，1968 年美国颁布威廉姆斯法案 (Williams Act)。公司通过修改章程和章程细则增加驱鲨剂条款，以此提高董事反对敌意收购的能力。在 20 世纪 70 年代，敌意收购开始成熟，投资银行也积极参与其中。

敌意收购的重大影响是随着新的融资手段的出现，例如垃圾债券、过桥贷款等而扩大。敌意收购不是为了改善目标公司的管理和公司规模效应，而是把目标公司拆分出售而迅速收益。毫无疑问，面对这种敌意收购，董事就应采取反收购措施，而法院就根据商业判断原则来审查反收购行为的合法性。

20 世纪 80 年代中期，敌意收购往往采用两步收购的方式，并以垃圾债券支付对价，毒丸就应运而生。针对毒丸，如何平衡收购公司和目标公司的利益，1985 年特拉华法院通过四个判例确立了反收购的立法框架。Van Gorkom 案中，法院要求董事采取与公司收购相关的决策时不应根据公司的市场价格，而应根据公司的内在价值 (intrinsic value)。Unocal 案中，法院放弃了之前的商业判断原则，要求反收购行为应与公司受到的收购威胁相适应。Revlon 确立了拍卖原则，董事一旦决定出售公司，应该出售给出价最高者。Household 案中，法院认为，在股东决定免除董事职位前，董事可以采取任何反收购措施。

敌意收购自 20 世纪 60 年代起在美国开展，在 80 年代达到高潮。敌意收购促进了反收购措施的发展，而公司反收购的不断成熟反过来有效地遏制了敌意收购的交易规模，导致了 90 年代初公司并购市场的沉寂。虽然自 1994 年开始并购活动又开始活跃，但是杠杆收购 (Leveraged buyout) 已不再风行，由第一报价人直接发起的敌意收购已经非常少见，敌意收购往往是在公司宣布善意合并意图后由拟合并方的竞争对手提起，该竞争对手是因为担心公司与拟合并方实施善意合并后影响其利益而被迫发起敌意收购。

（二）强制要约收购模式：英国、德国、欧盟

1. 英国

英国收购守则最基本的原则有三个：股东平等、限制董事行为和信息披露。

英国公司收购守则的最大特征就是其强制要约（mandatory offer）制度，即非法定原因和经过批准，收购方必须向目标公司所有股东发出收购要约，并原则禁止部分收购要约。英国规定强制要约收购的理由在于，公司控制权发生转移时，为了给予股东一个退出公司的机会，就强制要求控制股东向其他股东发出全面要约。

触发强制要约的情形。除了得到收购委员会的同意，收购获得控制权或巩固控制权，强制其发出全面要约。根据英国法律，下列两种情形要约人有强制要约的义务。一是通过一段时间一系列交易，或与联合持股的其他人士一起，持有或获得公司 30% 以上有表决权的股份；二是与联合持股的他人一起，持有公司 30% - 50% 有表决权股份，倘若其持股比例有任何增加。第二种适用的情形主要适用于发出了要约，但未能获得公司控制权。通常，公司重整中获得股份为强制要约的重要例外。

强制要约的豁免。强制要约的豁免包括特定情形、自己决定和目标公司多数股东同意。即使如此，委员会也有自由裁量权。以下六种情况如果持股超过 30%，不会触发强制要约，主要包括：疏忽；另一人单独持股 50%；公司重整；债权人行使担保权；公司发行新股取得现金或股份交换，并得到独立股东同意。此外，如果股东及其一致行动人通过表决权协议而非增加持股超过门槛，为了鼓励股东主动参与公司治理，并不要求强制要约。

部分要约。英国原则禁止部分要约（partial offer）。除非委员会同意，禁止发出部分要约。委员会同意的理由是要约结果不会导致持股或持有表决权超过 30%。部分要约不仅取决于接受要约股份的数量，而且取决于目标公司独立股东的多数同意。

原则禁止部分要约收购增加了敌意收购的难度。因为，如果股东通过公开收购的方式取得公司控制权，其必须收购目标公司的所有股份。强制要约的理由是控制权变化时的股东平等。在英国，由于股权结构分散，强制要约不会产生任何

问题，但在股权集中国家，强制要约实际上禁止控制股东获得控制剩余，这会阻碍控制权的转移。

2. 德国

德国特殊的市场结构阻碍了敌意收购。据 1999 年的资料，德国证券市场 85% 的上市公司有一个控制股东，且持股比例超过 25%。由于股权结构集中，敌意收购事实上不可能发生。投票权集中于银行进一步降低了敌意收购的可能性。例外，德国的公司文化，例如共同参与制也阻碍了收购。此外，许多德国大公司在章程中限制单个股东的表决权不能超过 5% 或 10%，这更强化了银行的控制地位，敌意收购变得非常困难。

德国关于收购的立法也是最近几年才出现的。德国《证券取得和收购法》2001 年颁布，2002 年实施。新法取代原来的自律性质的公司收购守则的原因，是由于收购守则并没有发挥什么作用。新法的立法目的是为公开收购提供法律框架，公开收购包括协议收购和敌意收购。此外，新法的目的也是为了保护目标公司的少数股东的投资利益和员工利益。

根据德国法，要约是指以取得目标公司证券为目的的公开购买或交易的出价，不论是出于自愿或者基于强制性义务。接管要约是指意图取得目标公司控制权的要约。控制是指持有目标公司 30% 的投票权。

德国法将要约收购 (takeover bid) 定义为获得目标公司控制权的收购，并将持有目标公司 30% 表决权作为是否获得控制权的界限。除了下列情形公司必须以现金作为收购对价外，其他情形下收购公司自由选择以现金或股票作为对价，但股票必须能在流动性市场自由转让。以现金作为对价的情形包括：在做出要约收购前的三个月内，已经以非现金为对价，收购了目标公司 5% 以上股份或代表 5% 以上表决权的股份；在要约收购期间，收购公司以非现金为对价，收购了目标公司 1% 以上股份或代表 1% 以上表决权的股份。

德国收购立法采用了类似英国的强制要约制度。取得控制权的收购公司有强制要约的义务，强制要约的例外规定，包括下面三种情况 (1) 通过要约收购取得控制权的情形；(2) 继承等，组织形式变更、集团内部重组获得的投票权不计算在控制权内；(3) 监管机构有权豁免强制要约义务。例如，要约人无论如何不会行使控制权、强制要约对要约人构成损害、公司重整等。收购法第 37 条规定，考

考虑到申请人的利益和目标公司股东的利益、取得控制的方式、取得控制的目的等，可认定豁免为公正的情况下，主管机关有权豁免强制要约的义务。

德国收购法原则禁止部分要约，除了第 24 条规定的跨境要约外，禁止对目标公司部分股份发出接管要约。收购法第 19 条规定，仅对确定比例或数目的证券发出的要约，如果要约方预售要约的证券比例或数目高于要约方计划接受的证券比例或数目，原则上要约接受应当按照比例进行。

3. 欧盟

经过 15 年的争论，欧盟于 2004 年 4 月正式通过了《欧洲议会和欧盟理事会要约收购指令》。指令要求各成员国在 2006 年 5 月 20 日前必须将该指令转化为国内法予以适用，并将转化情况通报欧洲委员会。

欧盟收购指令立法中的曲折说明该法对成员国市场有重大影响。欧盟在 1989 年就提出了指令的草案，但由于内容过于详细，成员国担心对其国内干预过多，该草案遭到了普遍的反。由于 20 世纪 90 年代初期经济不景气，收购活动减少，指令立法的呼吁也减弱，立法在 1994 年停滞了下来。欧盟内部市场委员会（The Internal Markets Commission）于 1996 年重新开始收购指令的立法，并以英国收购守则为本起草指令的法律框架。指令的核心是强制要约规则和禁止反收购行动。这两项原则被认为是英国收购守则最为成功之处。尽管多数反对意见是针对立法时机的选择和成员国的执行问题，指令的法律框架最初受到成员国极大的反对。由于英国和西班牙对直布罗托的管理达成协议，1999 年底反对意见基本消失。2000 年欧盟理事会通过了指令的立法草案，似乎欧盟议会能够顺利通过该草案。

由于受到德国利益集团的游说，德国在 2000 年底撤回其对指令草案的支持。尽管在欧盟理事会通过后，指令草案已经提交欧盟议会，德国一个利益团体建议修改指令，使得指令的通过受挫。修改建议包括允许董事会采取反收购措施，并且公司控制权转移后保证工人总数的水平。建议董事的反收购措施包括采用毒丸，并且减少国外公司进行合并的动机。因此，指令草案进入协调过程，理事会和议会均努力寻求解决的方案。最终，由于德国的反对，支持和反对原方案的力量势均力敌，指令草案被提交欧盟议会进行表决。这时，反对的力量增加了。这是由于，法国国有公用事业公司对国外的收购，大量的意大利和西班牙团体加入了反对阵营，反对草案中禁止董事采取反收购措施的规定，并明确提出禁止公用事业

公司被国外公司收购。2001年7月，欧盟议会273票反对，273票赞成，根据欧盟表决权规则，指令草案不能通过。

指令草案虽然被否决，但收购指令还很有必要。根据欧盟金融行动计划，欧盟争取2005年实现金融一体化。在2001年，欧盟任命了研究小组，称为公司法专家高级小组，起草要约收购的立法建议。小组在2002年1月完成了报告，根据该报告，欧盟委员会在2002年10月通过新的收购指令立法建议。在此基础上，欧盟收购指令最终在2004通过并实施。

欧盟收购指令第1条对收购要约做出规定，收购要约是指向一家公司的证券持有人发出的，以获取控制权为目的的，自愿或强制性的要约。因此，以获得公司控制权为目的而发出的要约是自愿性要约，在已经获得控制权的基础上而发出的要约是强制性收购要约。

收购指令第5条规定了强制要约制度，当要约人及其一致行动人直接或间接持有目标公司股份达到比例时，应当以公平的价格尽快向所有股东发出要约。触发强制要约的特定比例由成员国自己决定，强制要约的豁免情形由成员国自己决定。指令与德国立法相同，规定通过向所有股东发出自愿要约后获得控制权的，不适用强制要约的规定。

在保护股东方面，报告明确了两个原则，一是反收购的决策权属于股东而非董事，二是在决策中，承担风险的股份的股东拥有最终的表决权。由于各成员国的公司治理结构不同，例如，金股、超级表决权、最高表决权的限制等，指令在承认差异的同时，规定了突破权（right to break-through），即如果要约人获得目标公司承担风险股份的75%，就能突破公司章程和法律的任何限制。

（三）新兴控制权市场的继受：香港、台湾、韩国、日本

1. 香港

香港《公司收购及合并守则》最初于1975年引入，其后于1989年至1991年间进行全面检讨，而修订版本随后在1992年公布。在1993年，该守则加入有关以协议方式进行私有化的新规则2.10。此后，证监会在1997年及1999年再次对该守则在整理日常执行细节方面进行检讨，而修订版本分别于1998年8月及2000年4月推出。香港2005年10月最新修订《公司收购及合并守则》。

《守则》分别对要约（Offer）和控制权（Control）进行定义。要约包括以任何形式进行的收购及合并交易，并包括在商业效应上类似收购及合并的协议安排、部分要约及由母公司就附属公司股份作出的要约，以及（如适用）透过全面要约进行的股份购回。控制权是指持有或合并持有一间公司30%或以上的投票权，不论该（等）持有量是否构成实际控制权。

根据《守则》一般原则的要求，如果公司的控制权有所改变，被取得或受到巩固，有关人士通常必须向所有其它股东作出全面要约。如有计划取得证券，以致有人可能会招致作出全面要约的责任，则此人必须在进行该项证券取得前，确保其有能力和持续有能力落实有关要约。

《守则》第26.1条规定了强制要约制度。除非获执行人员授予宽免，必须作出强制要约的情况包括：(a)任何人不论是否透过在一段期间内的一系列交易而取得一间公司30%或以上的投票权时；(b)两个或以上一致行动而持有一间公司的投票权合并不足30%的人之中，任何一个或以上的人取得投票权，结果令他们合并持有该公司投票权的百分比增至30%或以上时；(c)任何持有一间公司不少于30%、但不多于50%投票权的人取得额外的投票权，结果令该人所持该公司的投票权百分比，以截至及包括取得上述投票权当日之前的12个月期间所持投票权的最低百分比计算，增加超过2%时；或(d)两个或以上一致行动而合并持有一间公司不少于30%、但不多于50%投票权的人之中，任何一个或以上的人取得额外投票权，结果令他们在该公司合共持有的投票权百分比，以截至及包括取得上述投票权当日之前的12个月期间该等人合并所持的投票权的最低百分比计算，增加超过2%时；该人须按本规则26所列基础，向该公司每类权益股本（不论该类权益股本是否附有投票权）的持有人，以及向该人或与其一致行动的人持有的任何一类有投票权的非权益股本的股份持有人，作出要约。

《守则》原则禁止部分要约。规则第28.1条规定，所有部分要约，必须获得执行人员同意。就一项要约而言，(a)如果该项要约不可能引致有关要约人及与其一致行动的人持有一间公司30%或以上的投票权；或(b)如果要约人及与其一致行动的人持有一间公司50%以上的投票权，而该项要约涉及的股份数目最多只会令所持有的投票权达至不超过该公司投票权的75%或《上市规则》可允许的较高百分比，则该项要约通常会获得同意。

《守则》禁止要约期间公司回购自己股份。规则第32.2(a)条规定，在要约过程中，或在要约的日期前，如果受要约公司的董事局有理由相信可能即将收到真正的要约时，除非为履行先前所订立的合约，受要约公司在未得到股东在股东大会上批准前，不得赎回或购买其本身的证券。

2. 台湾

台湾地区 1988 年修正证券交易法，修改第 43 条并增加规定，即不經由有价证券集中交易市场或证券营业处所，对非特定人公开收购公开发行公司之有价证券者，非经主管机关核准，不得为之。1995 年证监会颁布《公开收购发行公司有价证券管理办法》。由于实务上采用收购委托书的方式，这些规定并没有产生多少影响。1996 年禁止了收购委托书的方式。2002 年，为了促进企业并购，排除公司和证券法等各种法律对企业并购的障碍，台湾通过《企业并购法》，全面规范了企业并购行为。2003 年台湾对上述《管理办法》进行了修改。

台湾并购法不仅创设了新的并购方式，而且，为了促进并购，取消了现行法律对并购的限制，例如，明确承认了表决权契约和表决权信托的法律效力、发行新股相关障碍的排除、得合理限制股票转让、明确董事的并购决策权、对债权人异议的限制等。2004 年该法又进行了修改。

台湾对于公司买回自己股份制度采取原则禁止例外许可的原则。除了法律明确规定的情形外，公司不得买回自己的股份。企业并购法对于公司能否买回自己股份作为反收购的措施，并无明确的规定。有学者认为，从立法趋势、地位对等原则、法律保留原则和公司买回股份可适度防范看，在要约收购期间，应允许公司买回自己的股份。

台湾相关法规定了公开收购，并规定收购股份超过一定比例须采用公开收购的方式。《证券交易法》第 43-1 条规定，“任何人单独或与他人共同预定取得公开发行公司已发行股份总额达一定比例者，除符合一定条件外，应采公开收购方式为之。依第二项规定收购有价证券之范围、条件、期间、关系人及申报公告事项与前项之一定比例及条件，由主管机关定之”。《公开收购公开发行公司有价证券管理办法》指出，“本办法所称公开收购，系指不經由有价证券集中交易市场或证券商营业处所，对非特定人以公告、广告、广播、电传信息、信函、电话、发表会、说明会或其它方式为公开要约而购买有价证券之行为。任何人单独或与

他人共同预定于五十日内取得公开发行人公司已发行股份总额百分之二十以上有价证券者，应以公开收购方式为之。符合下列条件者，不适用前项应公开收购有价证券之规定：与第三条关系人间进行股份转让者；其它符合本会规定者”。尽管台湾有学者认为该条就是强制公开收购的规定。但是，也有学者认为，由于台湾对并购缺乏立法经验，所以，台湾企业并购法还有需要完善的地方。企业并购法关于公开收购的定义和规则并不清楚。

3. 韩国

韩国在 1976 年建立了要约收购的法律框架，但到 1996 年 6 月为止，仅出现了 23 个要约收购的案例。在 1994 年到 1997 年，共发生了 13 个敌意收购的案例。一半以上的收购由于管理层的反收购行为而失败，管理层的反收购措施包括白衣骑士、绿色邮件以及其他反收购措施。此外，法院也不愿意或无能力建立反收购中董事的受信义务标准。事实上，韩国敌意收购的最大障碍在于其股权结构。控制股东通常持有 40% 以上的股份。此外，强制要约制度也是敌意收购的法律障碍，如果收购股份超过 50%，就会触发强制要约收购。

韩国 1997 年颁布了新的证券交易法，排除了敌意收购的障碍。例如，旧法规定除公司发起人外，个人持有上市公司的股份不能超过 10%。当时的立法目的是为鼓励家族企业进入资本市场，消除其失去公司控制权的担忧。

1998 年证券交易法的修改废除了强制要约收购的规定。根据原来法律，如果要约人收购中持有股份数量达到表决权的 25%，其必须收购 50% 以上的发行在外的表决权股份。修改后的新法规定，在证券市场外，股份转让的比例超过 5%，必须采用要约收购的方式。

韩国 1998 年证券交易法修改有两个目的：一是提高公司治理水平和董事会的地位，二是向外国开放资本市场，取消了对外资的限制。但急于吸引外资仓促修改法律也产生了问题。以前韩国法律规定，外资收购只能持股 10%，现在可以达到三分之一，并且取消了外资不能认购新股的规定。

韩国要约收购豁免包括：减少资本、行使股份收买请求权、从特殊关系人受让股份、行使优先认股权和行使转换或交换股份的权利、金融委员会规定的不损害其他股东权利和利益的股份转让。

在要约收购发起后，韩国法律并不要求目标公司对收购支持或反对的态度表

达意见。但是，法律允许对收购要约表达正面的意见。但根据韩国商法典的要求，董事应基于其诚信义务，对敌意要约发表意见并披露要约收购的相关信息。

4. 日本

根据日本证券交易法规定，如果要约人通过非竞价交易方式，收购目标公司的股份数量超过目标公司表决权股份数量的三分之一，收购必须通过要约收购的方式。日本对部分要约没有限制，要约人可以设定要约条件，如果受要约人提交的股份超过要约人的条件，要约人可以进行比例收购。对于收购价格，日本证券交易法并无严格限制，要约价格可以明显低于市场价格。

对于要约收购的障碍，在日本不是法律框架，而是股权结构，即日本的相互持股制度。例如，日本金融机构平均持有上市公司股份的 39.1%，关系企业平均持有股份的 21.5%。这与美国形成了鲜明的对比，在美国纽约证券交易所上市的公司中，家庭直接持有和间接持有的股份平均接近 70%。

（四）模式优劣和选择：比较分析

从收购立法的国际经验看，各国的股权结构和收购方式作为反收购市场结构和法律框架的组成部分，各有特点。市场结构影响收购立法，收购立法也影响股权结构。由于反收购的法律框架直接影响反收购存在的价值和必要性，因此，对反收购市场结构和法律框架的比较具有很大的意义。

1. 立法是否存在最佳要约收购模式

美国和英国同样属于股权结构分散的市场，美国和英国立法上对收购方式的规定并不相同。美国立法允许多种收购方式，例如两步收购、部分要约等，为了保护目标公司的股东，才允许目标公司在董事为主导下采取反收购措施。相反，在英国由于强制要约制度的存在，并原则禁止部分要约收购，允许董事采取反收购措施可能已经失去意义。

虽然美国和英国的资本市场有诸多相似之处，其证券监管哲学也是以公开哲学为基础，但上市公司收购的证券立法却有很大不同，形成了不同的监管模式。不同之处主要表现在：强制要约收购义务有无的差别、比例要约和全面要约的不同规定、对反收购的不同规定、控制股东义务不同、要约期间买卖股份限制不同。

美国和英国的要约收购模式均取得了成功，两国公司控制权市场的发达就是明证。目前英国上市公司中控股股东持股比例在30%以上的情况较少，全面要约收购事件的发生率也很低，而且大部分触发全面要约收购义务的案例可以依法获得豁免。德国和法国在制定各自的并购监管规则时都借鉴了英国的经验。持股不超过30%的收购人，或者不持有上市公司股份的投资者都可以进行部分要约，但事实上，部分要约很少发生。

因此，从美国和英国的经验看，应该不存在最佳的收购立法模式，只存在最适合自己证券市场的收购立法模式。

2. 强制要约制度的存废之争

新兴控制权市场的收购立法均不同程度上借鉴了英国和美国的模式。德国和香港采用的英国的强制要约模式，日本、韩国和台湾更接近于美国的要约收购模式。这是由于，日本、韩国和台湾并不禁止部分要约，和美国法律对要约收购的要求基本相同，它们只是将美国对要约收购灵活性的定义划出了清晰的界限。在这一意义上，美国的收购也是“强制要约”，但非英国的“强制全面要约”。

在理论上，强制要约具有优点和缺陷。强制要约起到了禁止两步收购中要约出价的差别，并且给予股东退出机制，防止了控制权转让中的溢价。如果缺少强制要约规则，控制权发生转移时，非控制股东拥有的股份的价值就会降低，这反映了新加入公司的控制股东利益输送的风险。在1999年，欧盟的委员会得出的结论认为，没有其他机制能够达到上述保护股东的效果。

我国也有学者提出了不同的看法。由于中国特殊的“一股独大”股权结构，即便全流通后也不会有实质性改变，收购超过30%将成为一个经常的现象。在此情况下，是否坚持强制全面要约制度，需要在保护中小股东利益和鼓励收购重组这两个不同的立法意图之间做平衡。

强制要约收购在保护少数股东方面的净效用是很难确定的。强制要约使少数股东分享了控制剩余，然而，提高了收购的成本，减少了收购的数量。从长期看，强制要约规则能极大改变集中的股权结构。因为，控制股份的转让只能以较小的比例进行，最终导致股权分散化。

此外，应该看到，不仅要约收购，其他机制和要约收购一起共同起着保护目标公司股东的作用。在美国，有多种法律制度保护目标公司的股东，收购时法律

赋予股东表决权、法院对收购行为司法审查、证券法的信息披露和异议股东的股份收买请求权，这些制度为股东提供了相对完善的保护。

然而，不管是借鉴美国模式，还是借鉴英国模式，新兴控制权市场收购立法还没有非常成功的先例。对于是否应当实行强制要约制度，美国模式和英国模式孰优孰劣，很难评价，只能说是否适合自己国情而已。从香港的执行情况来看，英国模式并不能让人满意。因此，我国在借鉴英国强制要约模式时，应根据自己的证券市场情况做出适当调整。

3. 部分要约在收购模式中的地位举足轻重

部分要约不仅和强制要约关系紧密，而且对公司反收购也有重要影响。英国收购守则第 27 条规定，部分要约应取得目标公司多数股东的同意。其立法理由为，部分要约比全部要约更容易产生损害目标公司股东利益的问题。由于英国公司法对目标公司少数股东保护不足，担心部分要约造成控制股东滥用其控制地位。然而，美国认为，部分要约具有经济功能，部分要约和全部要约一样，即使禁止部分要约也不能完避免目标公司的少数股东受到损害。因此，法律上没有必要禁止部分要约。

香港有学者认为，收购守则一方面禁止部分要约，另一方面强制全面要约。两者分别各有道理，但联合起来在香港市场却是有害的。建议取消关于部分要约和强制要约的规则，要求目标公司独立股东作为整体对部分要约进行批准。这一要求加上全面要约、支付最高价和按比例接受等规定，将对目标公司股东提供充分的保护。

总之，反收购的市场结构和法律框架与反收购的具体措施一样对敌意收购有重要影响，对于公司反收购的研究不应忽视其法律框架。此外，反收购的市场结构和法律框架与反收购的具体措施之间相互作用。如果法律框架对敌意收购限制较少，则反收购措施出现的可能性就较大，反之，可能性就较小。

四、反收购的立法政策和具体规则比较

(一) 董事主导的反收购模式：美国

本节首先论述美国对于反收购的立法理由和反收购的立法概况，其次，分别具体论述驱鲨剂、毒丸和其他反收购措施的相关规则，最后论述美国对反收购措施合法性判断的有关原则。

1. 反收购立法的理由

公司收购对目标公司股东利益的威胁可以归结为三类：(1)机会损失(Opportunity loss)，敌意收购要约可能会剥夺目标公司股东选择更好报价的机会。(2)结构性压制(Structural coercion)，对不同意接受要约的股东实施差别对待会扭曲股东是否接受要约的决策。(3)实质性压制(Substantive coercion)，由于股东不相信管理层对于公司真实价值的说明，股东有接受定价过低的收购要约的风险。

与此对应，目标公司反收购的合理性在于：(1)公司反收购可以防御不公平的公司收购，(2)公司反收购有利于促使收购方提出合理价格，(3)公司反收购有利于解决股东集体决策的问题，(4)公司反收购有利于挖掘更有利的收购方案。

管理层的反收购措施具有两面性，其可能服务于两个目的：一是通过提高其谈判能力，为愿意出售股份的股东寻求一个更高的价格；另一是为了保护自己的职位而采取反收购措施。事实上，如果目标公司管理层与目标公司股东对公司收购的要约价格是否合适产生异议，那么究竟应该由谁来拥有最终决策权，是一个比较复杂的问题。一方面，决定是否接受某一价格出让自己的权益，是目标公司股东的固有权利，这一权利是私有财产制度的一项重要内容。在另一方面，公司董事会与股东相比在处理商务问题时更专业，更有可能准确认识公司的价值，无论是在专业技能方面还是在拥有的信息方面，目标公司股东与董事会相比都处于劣势，显然股东的理性程度不如董事会，并且股东存在集体决策的固有问题。因而，由董事会来决定可能更合理，但是这又有可能牵涉到董事

的利益冲突问题。

2. 反收购立法的概况

美国反收购立法有联邦法和州法两个层次。联邦法主要是威廉姆斯法，州法包括制定法和判例法。尽管公司收购和反收购激烈对抗，联邦立法保持中立的地位。然而，州立法保持了主动地位。州的反收购立法通常是倾向支持管理层，即阻止敌意收购。尽管州法在 20 世纪 90 年代后表现平静，但关于反收购的立法权还在，随时有可能恢复其主动性的面目。

在州法层面，关于反收购的判例法起着主导作用。在美国，法院判例确立的董事受信义务对目标公司董事行为规范起着决定作用。州制定法虽然从其他方面曾经或可能限制公司的敌意收购行为，但是，判例却起着决定性的作用。美国有超过四十个州有专门的收购制定法，这些立法的目的通常是阻止对本州公司的敌意收购。然而，特拉华州的反收购制定法和绝大多数州一样，对敌意收购没有实质性的影响。

在美国各州，特拉华州的反收购法律最具影响力。特拉华州既没有运用商业判断原则，也没有禁止董事的反收购行为，而是采用了折衷的办法。法律允许董事采取反收购措施，但是必须根据个案情况具体分析，董事不但要证明其反收购措施是善意的，而且要求其证明反收购措施相对于敌意收购是合理的。特拉华法院对于反收购法律规则的态度谨慎，不仅规则是依赖于特定的个案，而且判例也表现出走一步，退两步的特点。

3. 驱鲨剂

驱鲨剂 (shark repellents) 是指通过股东大会批准在公司章程中加入具有反收购效果的条款，包括交错董事会、超级多数表决、公平价格等。驱鲨剂的缺点是灵活性不够强，需要满足向股东大会提交议案及委托书征集的披露要求，得到股东的批准耗时较长。

在实践中，大部分旨在反收购的章程修改能够获得股东批准，只有在一些极端的情况下，由于公司管理层表现极差而导致股东积极反对旨在反收购的章程修改。章程修改一般都会获得股东批准的原因在于，首先管理层比反对章程修改的股东对表决结果更具有影响力，其次是因为美国大型公司的股东多数是机构投资者，而机构投资者过去一直倾向于支持公司管理层。

交错董事会 (Staggered Board) 也被称为分类董事会 (Classified Board), 典型的交错董事会条款是董事任期 3 年, 每年只能改选 1/3。交错董事会延长了收购方入主董事会所必需的时间, 从而加大了收购资金的时间成本。实行交错董事会需要修改公司章程, 这种章程修改一般需要股东表决。实行交错董事会的公司不得改选任期未了的董事, 未实行交错董事会的公司可以随时以股东多数表决改选董事。

超级多数表决条款要求公司合并、修改章程等重大事项必须经过股东的超级多数表决同意, 而不是简单多数通过。超级表决权的目的是阻止两步收购 (two-tier offer) 中的挤出合并 (freezeout merger)。超级多数表决条款一般要求 80% 或 2/3 的股东表决同意, 极端的情况甚至要求 95% 的多数股东同意并且要求非要约股东的其他股东的多数同意。在超级多数表决条款中一般包括除外条款 (Escape clauses), 或称避开条款 (Board out clauses), 以使公司可以放弃或取消超级多数表决条款。常见的除外条款一般规定超级多数表决条款不适用于董事会批准的公司合并和母子公司合并, 这些除外条款一般还规定关联董事不得参与董事会对公司合并的表决。

公平价格条款是指通过修改公司章程, 规定收购方必须向少数股东支付公平市场价格以收购其股份。公平价格条款是超级多数条款的一个变种。如果收购支付的对价超过特定的价格, 就会免除交易中的绝对多数表决。公平价格通常是指不低于第一步收购的价格, 并且第二步收购的对价的支付方式与第一步收购相同。很多州的公司法中包括公平价格条款, 并且公司章程中的公平价格条款可以规定比州公司法中的公平价格条款更高的公平价格。公平价格条款主要针对两步收购, 旨在迫使收购方在两步收购中提供相同的报价和收购条件, 与强制要约义务的作用相同。公平价格条款的普遍采用, 以及要约收购规则的变化, 使得两步收购不再被普遍使用。

超级表决权和公平价格只是对收购目标公司 100% 股票的收购有阻碍作用。此外, 这种反收购措施的采用对管理层不利。实践中, 管理层更愿意使用交错董事会的措施。

4. 毒丸

毒丸 (poison pill) 在美国是一种比较常用的反收购措施, 是以分红的形

式向现有股东分配有特殊赎回条件和转换条件的毒丸股票、毒丸股票选择权、毒丸债券或其它毒丸证券，当敌意收购方的持股比例达到限定数量时触发毒丸的转换选择权，由发行人以极高的价格购买毒丸，敌意收购方一般很难负担触发毒丸的高昂成本。

毒丸，又被称为股东权利计划 (shareholder rights plan)，有多种方式。传统的方式仅是一个选择权，例如新股认购优先权。现在的毒丸增加了传统毒丸缺少的要素：突然向内生效要素 (flip-in element)、突然向外生效要素 (flip-over element) 和赎回条款 (redemption provision)。

第一代毒丸：第一代毒丸是向股东发行优先权内容待定 (blank check) 的优先股份。公司章程通常授权公司发行优先股，章程并不规定优先权的内容，当董事决定发行优先股时才决定具体的优先权。反收购的效应表现在优先股的转换权。现在的毒丸已经进行改进，向外生效的不是优先股，而是作为分红的目标公司普通股的认购权。当触发分红的事件发生时，认购权才能行使，并且认购权和普通股份分离。这些触发事件包括收购、收购意向的宣布、预期收购者收购目标公司特定数量的股份 (特定数量通常是 20%)。向外生效主要是指毒丸触发的权利是指向收购公司。这种毒丸对两步收购具有反收购的效果，即收购方收购目标公司一定比例的股份后，将目标公司合并入收购方或其关联企业。一旦向外生效的毒丸触发，目标公司有权以不合理的低价购买收购方的股份，这会稀释收购公司的股份并改变资产负债比例。

如果收购后不合并，则第一代毒丸就会失去效力，并且第一代毒丸也是一把双刃剑。收购方取得控制权后，能够阻碍董事寻找白衣骑士。即使第一代毒丸附加认购权赎回条款能解决毒丸失效的问题，但是，如果收购方以合理的价格收购认购权，董事一旦拒绝，就可能违反其受信义务。

第二代毒丸：由于第一代毒丸的缺陷，就产生了第二代毒丸。第二代毒丸是向内生效，即目标公司股东认购权是向目标公司行使。触发两代毒丸条件是相同的。两者的不同表现在，第二代毒丸授权目标公司股东以折扣的价格购买目标公司的股份，但收购方持有的股份除外，这种折扣通常是 50%。现在的反收购中，第一代毒丸和第二代毒丸经常同时存在。

伴随毒丸存在的还有灵活的赎回条款，董事在决定赎回时有很大的自由权。通常是董事有权决定赎回的期间和白衣骑士赎回条款，即多数的继任董事同意即

可赎回。基于第二代毒丸还产生一些变种。第二代毒丸通常能够得到美国法院的支持。

第三代毒丸：第三代毒丸主要是永久毒丸（dead hand pill）和无赎回条件毒丸（no hand pill）。在第一代毒丸和第二代毒丸中，如果收购方在持有有一定比例股份后，通过代理权争夺，能够改选目标公司董事会，然后赎回毒丸，则反收购的效果就会大打折扣。永久毒丸不同，其规定只有原来的董事会能够赎回毒丸，新任董事不能赎回。无赎回条件毒丸不规定继任董事的赎回条款，在目标公司董事会控制权发生变更后，一般在六个月内毒丸是不可能赎回的。第三代毒丸通常被法院认为是非法的，违反了董事的受信义务。

5. 其他反收购措施

除了上述最常用的反收购措施和诉讼外，还存在其他反收购措施，这些措施包括：

预先计划（pre-off planning）。在 20 世纪 80 年代曾经出现了预防性的一揽子反收购安排。然而，现在法院要求目标公司董事有评估收购是否合理的义务，根据法院的直觉检验标准（smell test），一揽子的反收购安排通常不会得到法院的支持。

早期预警体系（early warning system）。尽管预防性的一揽子反收购措施得不到法院的支持，但早期预警体系会获得法院鼓励。目标公司经常可以得到投资银行的建议，经常和做市商接触，关注股东名册和持股量。

阻碍性收购（defensive acquisitions）。在 20 世纪 70 年代，潜在的目标公司经常针对可能的收购方去收购一些公司，一旦收购方收购目标公司，可能导致垄断，进而阻止可能发生的收购。

发行类别普通股（dual class stock plans）。在 20 世纪 80 年代曾经兴起过不同类别的普通股。A 类普通股实行一股一票可自由转让，B 类普通股不可转让，拥有超级表决权，通常一股有十个表决权。B 类普通股通常掌握在经理层的手中。但是在 80 年代后，由于法律的变化，发行超级表决权股受到限制，其失去了反收购的作用。例如，在上市前，超级表决权股份必须转换为普通表决权股份，在上市后公司发行类别普通股是禁止的。

股份回购（stock repurchases）。股份回购能够有效提高股价，高股价是最好的

反收购措施。当公司有大量现金而非现金流时，最适合进行股份回购。但是，股份回购可能发生内幕交易的问题。只有当公司年报和季报披露后进行回购，才会减少内幕交易的嫌疑。股份回购会减少发行股份的数量，如果回购对提高股价不显著，就可能产生副作用。为了降低股份回购存在的风险，通常让友好团体持有公司股份。有的公司让企业年金持有股份或者进行员工持股，这些股份拥有表决权，而不像库藏股无表决权。

锁定 (lock-ups)。锁定是指给予友好收购方相对于其他收购方的竞争性优势。常用的锁定期权包括股票优先认购权 (stock lock-up options) 和财产优先认购权 (asset lock-ups options)。如果第三方收购目标公司的股份达到一定比例，优先权就会行使。

股票锁定期权给予友好收购方购买目标公司库藏股或授权但未发行股份的期权。资产锁定期权给予友好收购方购买公司特定资产的权利。资产锁定期权有时指皇冠上的明珠 (crown jewel options)。

6. 反收购措施合法性的判断

在敌意收购发生时，究竟谁有权出售公司，即股东和董事对于反收购行为决策权如何分配一直是美国理论界和司法界争议的问题。不同的观点可以分为两大阵营：经理中心主义 (managerialist view) 和股东中心主义 (shareholder choice)。前一种观点认为，董事应有广泛的反收购决策权，包括简单否定敌意收购的权利 (just say no)。后一种观点激进派认为，董事对于敌意收购只能是被动的，不能采取任何主动的反收购措施。温和派的观点认为，在股东集体行动问题存在时董事可以采取反收购行动，除此之外，董事是股东的代理人，只能为股东寻求最高的收购报价。经理中心主义的理由是董事具有信息优势，更了解公司的价值，对于敌意收购就如同公司的正常经营一样，董事处于最有利的地位来判断收购报价的合理性。股东中心主义的理由是收购不属于公司正常的经营行为，股东有权出售自己的股份，有利于发挥控制权市场对董事的约束作用。此外，在采取反收购措施时，董事行为具有内在的利益冲突。

反收购措施合法性的判断就是要解决董事的利益冲突问题。美国公司法对于利益冲突的调整方法有两个最基本的特征：第一，只要董事无利益冲突并保持独立性，董事对公司的所有交易拥有决策权；第二，董事的独立性和决策程序受到

法院的司法审查。与董事的其他利益冲突相比，在反收购中董事的利益冲突没有质的不同，只有量的不同。因此，我们只能建立监督董事利益冲突的机制，而不能排除董事的决策权而消除利益冲突。

在反收购的案例中，法院的任务就是在个案中寻求反收购决定权和责任的最佳平衡。特拉华法院对董事反收购行为的审查就是根据个案中董事利益冲突的可能性和非法律机制约束董事行为的可能性，来运用不同的审查标准。其中，董事的动机是核心。

总之，在个案中，法院会仔细审查董事的作用，特别是独立董事的作用，他们是否获得了所有相关的信息和独立顾问的建议，以及他们受到公司管理层影响的程度。如果是董事而不是管理层拥有最终的决定权，董事的行为就会符合要求，法院就会尊重董事的权力。

特拉华法院对于董事反收购的立法态度体现了权力和责任之间的紧张关系。包括要约收购在内的公司行为，到底谁应该是公司决策者，决策者应该承担何种责任。在不同的反收购案例中，特拉华法院运用了不同的判断标准。在 Cheff 案中运用了主要目的检验 (primary purpose test)，在 Unocal 案中运用了严格的商业判断标准 (enhanced business judgment)，在 Revlon 案中运用了拍卖标准 (auction test)。

在审查公司反收购措施合法性时，特拉华强调案件的具体情况。特拉华法院主要审查反收购措施是否使争议中目标公司的股东真正受益，而非其他公司的股东可能的受益。换言之，反收购措施本身并不能说明其合法性，只有当其适用于具体公司时，根据目标公司是否真正受益才能判断其合法性。

在 90 年代后，美国公司的反收购出现了新的方式，其合法性问题也引起了学者的争议。在美国，在 IPO 阶段，越来越多的公司在章程中制定反收购条款。然而，在公司运营期间，通过修改章程增加反收购条款多数不能得到股东的支持。前者具有一定意义，后者降低公司的价值。因此，对于反收购措施合法性的判断应区别这两个不同的阶段。这种现象在美国引起了大量的争论和探讨。有学者认为，这是律师的问题。因为律师存在代理问题，他们没有为企业提供正确的建议，导致企业采取了不恰当或者不合法的反收购措施，其实并无多少意义。

新的实证资料对美国立法也提出了挑战，美国未来如何判断反收购措施的合法性可能也是一个未知的命题。在美国，支持董事采取反收购措施的理由主要有三个：防止结构性压制 (structural coercion)、防止实质性压制 (substantive coercion)

和提高协议收购中谈判能力 (Bargaining Power Hypothesis)。但是,最新研究表明,上述三个理由均不能得到实证的支持。由于威廉姆斯法案和州收购立法,两步收购中结构性压制已经不存在;作为实质性压制的理由,董事比股东更理解公司的价值也不能得到实证的支持;由于反收购的存在,目标公司董事在收购中拥有谈判权,使得在协议收购中收购方能够提高收购报价也不能获得有效的实证检验数据。特别是由于 Sarbanes-Oxley 法案颁布后,特拉华州对董事的反收购行为进行了更为严格的限制。

(二) 限制董事决策权的反收购模式: 英国、德国、欧盟

1. 英国

英国监管公开收购的理念是鼓励收购人而非目标公司的董事,因此,当要约收购发起时,禁止董事采取反收购的行动。

收购守则原则规定,目标公司收购的决定权在公司股东。除非事先采取行动,在得到友善收购的信息或者直到要约即将发生,如果目标公司董事采取的行动有阻碍要约实现的后果,董事行为必须获得股东会多数同意。该规则对董事施加了严格的责任,不像公司法中的受信义务,该规定是从结果而非目的来判定董事的行为。董事的行为必须得到股东批准,例如:发行新股、出售公司重要资产、订立公司日常经营外的重要合同、宣布和进行中期分红、回购股份等。

对于预防性的反收购措施,收购守则并没有限制。例如,公司发行限制表决权或无表决权股份。对这些反收购措施的限制主要通过市场机制来实现。这是由于,在实践中,机构投资者不愿意投资那些有反收购措施公司的股票。

股东对于反收购的最终决定权并不禁止董事为了公司利益,为股东提供更好的机会。收购守则允许目标公司寻求竞争性的要约,这并不违反禁止董事反收购的原则,因为对竞价要约是否接受的决定权在股东。尽管法律并不要求公司董事采取主动性的行动寻求竞价者,但是如果出现竞价者,目标公司董事的行为受其受信义务的约束。

对金降落伞条款,根据英国对董事受信义务的要求,如果董事获得退休金或离职补偿,不向股东披露并得到公司批准,均为非法。

此外,在收购要约发出后,收购守则要求目标公司董事应取得有法定资格顾

问的独立建议，并将主要内容披露给公司股东。

为了避免在收购要约宣布后通过召开股东会采取反收购行为产生问题，公司就会在收购前采取反收购的措施。英国通常存在三种预防性的反收购措施，即公司大量股份让关系人持有，构造发起人的权利和出售公司资产。

2. 德国

直到德国收购法实施后，立法才允许目标公司董事采取反收购措施。在此之前，目标公司管理层不能采取任何反收购措施。根据现行的收购法，经过股东会授权或监事会批准，管理层可以采取出售公司资产和向第三人发行股份的反收购措施。但是，美国式的毒丸是不合法的。

德国收购法草案中曾要求目标公司的董事会在接管要约期间保持中立。但反对的意见认为，这种规定相比欧盟其他国家和美国董事会反收购的权力具有竞争性劣势。收购法最终采取原则禁止例外允许反收购的立法态度。根据规定，允许目标公司董事采取下面的反收购措施：(1) 不受要约影响的谨慎勤勉公司业务执行人采取的措施。这允许公司正常经营中的行为以及实施公司重大决定的行为；(2) 寻找竞价要约的行动；(3) 获得监事会批准的行为。如果上述行为属于股东会决议事项，应取得股东会批准。

此外，在要约发出的 18 个月前，股东会可以授权董事会采取反收购行动，并详细说明行为的种类。股东会决议要求代表出席会议的股东四分之三以上的同意。这种反收购措施没有多少实际意义。由于这会对公司的股价造成影响，机构投资者不大可能同意这种股东会决议。禁止要约方或其一致行动人向与要约相关的目标公司董事会或监事会成员支付不正当的现金或其他金钱利益。

德国收购法实质上和美国类似。德国法授予了监事会反收购的决策权，但却无美国通过受信义务限制董事权力的规则。这可能造成管理层滥用反收购的权力。德国的一些投资基金警告德国公司不要过度运用反收购措施。

有学者认为，德国将反收购决策权授予公司的监事会有问题的。德国应该在实施欧盟公司法指令中建立更多的反收购规则，并且，德国法律应该促进股东的信息沟通，允许代理权争夺。

3. 欧盟

欧盟指令第 9 条禁止目标公司董事采取反收购行为。从目标公司接到要约收

购信息开始，直到要约无效或要约结果公布前，要约公司董事会未经股东会授权，除了选择竞争要约外，不得实施任何导致要约受挫的行为，特别是不得以发行新股的方式对要约人取得目标公司控制权造成持久性障碍。

被动规则（passivity）要求董事会采取任何反收购措施前必须得到股东会的授权，并且授权必须详细表明其针对的特定收购方式。只要成员国允许公司选择欧盟反收购规则，成员国可以不执行被动规则和突破权规则。因此，欧盟指令并没有统一欧盟的收购立法。

欧盟收购指令并没有解决各国立法中存在的阻碍收购的问题，并且指令也是不可执行的。不仅立法富有争议，而且其妥协也令人困惑。以致于一位对统一收购立法的支持者说，最终通过的收购指令比许多恐怖电影更可怕。因为其没有解决欧盟对于反收购的争议，收购指令不是结束，只是一个开始。与美国比较，欧盟收购指令的最大缺陷在于其强制性。由于最适当的反收购规则在各个成员国和各个企业是不同的，因此，强制要求所有的企业遵循同样的反收购规则是不可能的。这既不能得到成员国的支持，也不能得到企业的支持。

也有学者认为，欧盟控制权统一市场的形成，不是取决于公司采取的反收购措施，而是政府对收购的态度。如果政府不干预公司收购，欧盟指令和美国反收购立法的差别不像想象的那么大。

（三）新兴控制权市场的继受和困境：香港、台湾、韩国、日本

1. 香港

《守则》的规则第4条禁止阻挠行动，受要约公司的董事局一经接获真正的要约，或当受要约公司的董事局有理由相信可能即将收到真正的要约时，在未获得受要约公司股东在股东大会批准前，受要约公司的董事局在该公司事务上，不得采取任何行动，其效果足以阻挠该项要约或剥夺受要约公司股东判断该项要约利弊的机会。特别是受要约公司的董事局如果未取得该项批准，不得作出或协议作出以下行为：(a) 发行任何股份；(b) 就该受要约公司股份增设、发行、授予或批准就该公司股份增设、发行或授予任何可转换证券、期权或认股权证；(c) 出售、处置或取得重大价值的资产；(d) 在日常业务过程以外订立合约，包括服务合约；或(e) 促使该受要约公司或其任何附属公司或联系公司购买或赎回该受要

约公司的任何股份或为任何该等购买提供财政协助。凡该受要约公司在之前已有合约责任，规定采取任何该等行动或凡出现其它特别情况，必须尽早咨询执行人员。在适当情况下，执行人员可能宽免须取得股东批准的一般性规定。

守则不禁止在没有出现任何收购危险时采取反收购措施。实际上，香港采取了一种在美国大受批判的预防性反收购措施，即交错董事会。香港的做法是董事轮流退休，收购成功后控制股东很难取代原来的董事会。

2. 台湾

台湾有学者认为，敌意收购和反收购措施并无绝对的好与坏，不应一概肯定其价值，也不应一概否定其功用。敌意收购和反收购的立法理念和规范是适当平衡相关当事人间的利益，使当事人作出最好的敌意并购和反收购决策。

台湾企业实务界传统上对敌意并购缺乏应有的认识，轻视反收购措施的重要性。台湾企业以前经常利用交叉持股或利用子公司持股方式巩固自己经营权，并且企业传统观念上对敌意并购并不正面评价，从而不仅敌意收购很少出现，企业对反收购措施也很少关注。然而，由于2001年、2005年台湾公司法修改取消了子公司持有母公司股份的表决权，2002年企业并购法放松对并购行为的限制等因素出现，台湾的敌意并购和反收购有逐渐发展的势头。

根据台湾公司法，美国模式的多数反收购措施在台湾并不可行或采用困难。对于预防性的反收购措施，金股和多数表决权股在台湾法上无存在的空间，金降落伞由于需要股东会决议在采用上存在困难，由于股东会决议可以随时解聘董事使交错董事会失去反收购的效果，毒丸或股东权利计划由于违反股东平等原则不能采用。此外，反击性反收购措施由于多数需要股东会决议，它们作为反收购措施的可行性大大降低。

3. 韩国

在要约收购发出后，为了防止目标公司控制股东获得任何不正当的利益，韩国证券交易法禁止目标公司采取反收购行为。根据上述规定，在要约期间，法律禁止目标公司发行新股以及召集与发行新股有关的股东会和董事会。

在敌意收购中，目标公司的董事应保持严格的中立地位。股东采取任何反收购行为造成公司和第三人的损害，董事承担连带责任。因此，如果公司发行新股进行反收购，则发行新股行为当然无效。

韩国有学者认为，由于证券交易法允许公司对敌意收购表达意见，当公司强烈反对敌意收购时，反对收购的意见会起到和采取反收购行为相同的效果。法律严格禁止反收购是不必要的。由于表达意见在韩国法律上是目标公司的权利，而非义务，法律应要求目标公司披露对敌意收购的态度的信息，并且对信息的内容做出详细的规定。

4. 日本

在日本，美国市场上常见的反收购措施在法律上可能无效，在实践中日本企业也很少使用。例如，毒丸计划必须股东会决定，由于毒丸计划差别对待收购公司和目标公司股份，导致毒丸违反股东平等而无效。白衣骑士、发行超级表决权股份、收购自己股份、反收购诉讼、焦土计划和皇冠上明珠、金降落伞等反收购措施，在日本要么在法律上被禁止或严格限制，要么需要股东会决议，造成这些反收购措施要么无法律效力，要么反收购的效果很弱。

然而，随着以日本活力门（livedoor）公司为代表的敌意收购在日本出现，日本的立法和实务界对敌意收购和反收购的政策也出现了变化。在2005年5月，日本经济产业省和法务省经过研究，联合颁布了收购指导意见（takeover guidelines）。该意见承认了毒丸的合法性，全面借鉴了特拉华州公司法敌意收购和反收购的理论和做法。尽管收购指导意见无强制约束力，但东京证券交易所已经宣布要修改其上市规则，一个大型养老基金也修改了其代理权表决规则。

日本国内公司可以预先在公司章程中规定，外国公司须获得被收购公司半数以上股东的同意，其收购行动才能被批准。新公司法规定，只要并购方的持股比例达到一定程度，就可根据新股预约权自动配发新股，不再需要股东大会的同意。新公司法规定，公司可以自行规定，比如公司合并需要取得3/4赞成票，并购方需要取得的股票数量将大大增加。

日本缺乏像美国特拉华州那样的经济环境和法律框架，即资本市场的压力、独立董事和法院的能动性。因此，有日本学者担心，收购指导意见可能加强经营层的自利地位。特拉华州的收购理论和毒丸在日本的公司实践中如何运用是一个未知的命题。

（四）反收购模式的差异和趋同：比较分析

1. 关注反收购立法模式背后的意义

美国和英国的反收购立法模式的合理性不仅基于法律对目标公司股东和董事之间权力的界定，更和反收购的市场结构和法律框架有关。英国的强制要约制度在很大程度上保护了目标公司股东的利益，董事反收购的必要性也就无关紧要。美国却不同，美国有部分要约收购的存在，可能会使目标公司的股东陷于决策困境，董事的反收购就为解决这个问题。

在不同的市场，反收购的动因不同，反收购立法规范的目的不同，反收购立法的实际效果也不同。例如，有学者认为，由于香港公众公司所有权和控制权的统一，对高管人员的制约不是收购的原因。收购不涉及管理层与股东关系，但涉及股东之间的关系。

2. 反收购的作用：公司治理机制之一

反收购只是公司治理的机制之一，它和公司治理中的其他机制相互影响，共同达到平衡公司参与人利益的目的。因此，对于反收购的立法应置于公司治理的整个背景中。对于公司反收购的新现象，为达到平衡各方利益的目的，新的法律规则、自治规则和适应性的手段（adaptive device）共同起作用。反收购出现后，美国联邦证券法以及州的制定法和判例法均颁布了新的法律规则。股东和管理层可以在上述法律框架内选择自治性的规则，适应性的手段对应于前两者表现为非正式和多样化的特点。例如，董事股票期权就是对董事失去控制权的补偿。市场参与者更愿意采用非正式的适应性手段，而非寻求修改法律和订立正式的自治规则。因此，特拉华法院通过双边机制，而非单边机制来达到平衡目的。对于反收购措施的采用，股东和董事均参与决定。例如，章程变更必须董事提议，股东表决。

3. 股东批准的反收购措施并不意味着完全合法

在英国和美国，由于其公司治理机制完善，如果股东批准了反收购措施，其一般就具有合法性。在其他国家，股东批准作为合法性根据应慎重对待。即使在美国，对股东批准的反收购措施的合法性学者有时也持怀疑态度。例如，交错董

事会和毒丸结合发挥了很大效力，它是美国迄今最具有阻碍力量的反收购措施。美国的理论和实践均证明，这种综合性的反收购措施，对目标公司的价值具有明显的负面影响。美国的经验表明，即使股东曾经批准交错董事会和毒丸措施，他们也没有料到会产生消极的后果。因此，在 90 年代后，这种综合性反收购措施很难得到股东的批准。因此，对股东批准也不应该是毫无限制的。

4. 反收购纠纷解决机制非常重要

美国反收购立法的相关规则主要是通过判例建立起来的，并且对反收购行为合法性的判断不仅根据具体的反收购的措施，更看重个案中的特殊情况。在美国法中，从规则层面往往很难判断反收购行为的合法性。敌意收购对欧洲传统的公司文化、公司董事会和政府管理公司的方式造成了巨大的挑战。只有新的纠纷解决方式的出现才会使敌意收购在欧盟成为常见的现象。例如，如何面对敌意收购对董事会来讲非常陌生，传统上通过友好协商解决公司争议在面对敌意收购时变得不可行等。

5. 反收购模式能否统一

在新兴控制权市场，香港和韩国基本采用了英国的反收购立法模式，德国和日本基本采用了美国的反收购立法模式。然而，采用何种模式更好，目前在新兴市场还难于证明。有学者提出，随着技术进步，通过网上投票的方式使股东对反收购问题进行投票成为可能。美国股东事前授权董事会和德国事后股东表决的方式均有缺陷，将来可能会走向统一和一致。反收购模式之间能否互相借鉴，如何统一目前来看还是一个未知数。

五、我国反收购法律制度的历史和现实

（一）反收购的原法律框架及评析

我国原来反收购的立法主要是原《证券法》和《上市公司收购管理办法》。根据该《办法》规定，收购要约是指收购人向被收购公司股东公开发出的、愿意按照要约条件购买其所持有的被收购公司股份的意思表示。根据《办法》第 47 条规定，收购人拟向同一上市公司的股东连续公开求购其所持有的该上市公司股份，

导致其在收购完成后持有、控制该上市公司已发行的股份达到或者超过百分之五的，构成要约收购行为，应当遵守本办法规定的要约收购规则。

在收购的立法模式上，我国采用是英国式的强制要约收购模式。根据原《证券法》第 81 条规定，除了豁免外，通过证券交易所的证券交易，投资者持有有一个上市公司已发行的股份的百分之三十时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约。根据《上市公司收购管理办法》第 23 条规定，收购人持有、控制一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的百分之三十时，应当在该事实发生的次日向中国证监会报送上市公司收购报告书，同时抄报上市公司所在地的中国证监会派出机构，抄送证券交易所，通知被收购公司，并做出公告。未按照本办法的规定履行报告、公告义务的，收购人不得继续增持股份或者增加控制。前款收购人继续增持股份或者增加控制的，应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约；

我国原收购立法原则禁止部分要约。根据《收购管理办法》的规定，在自愿要约收购中是允许比例要约的，但是持股 30% 是比例要约的最高限，超过这个界限，除非得到豁免，否则需要向所有股东的全部股份发出要约。根据《办法》第 24 条规定，持有、控制一个上市公司的股份低于该公司已发行股份的百分之三十的收购人，以要约收购方式增持该上市公司股份的，其预定收购的股份比例不得低于百分之五，预定收购完成后所持有、控制的股份比例不得超过百分之三十；拟超过的，应当向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约；符合本办法第四章规定的，可以向中国证监会申请豁免。根据《办法》第 42 条规定，要约收购期满，收购人应当按照收购要约规定的条件购买被收购公司股东预受的全部股份；预受要约股份的数量超过预定收购数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份。

我国还规定了要约收购的事前申报和事前核准制度。根据原《证券法》第 89 条规定，依照规定发出收购要约，收购人必须事先向国务院证券监督管理机构报送上市公司收购报告书。

此外，由于我国上市公司股份交易在客观上存在着流通股和非流通股两个市场，《收购办法》引入了类别股东的原则，对分类要约作出了规定，要求同一种类的股东得到同等待遇，对同一种类股份适用的要约条件应相同，即“分类要约、分类定价”制度。分类要约最重要的特征就在于考虑到流通股与非流通股实际存

在的价格差异，对流通股与非流通股规定了不同的要约价格确定原则。流通股的要约价格参考市价，非流通股的价格参考净资产和协议交易的价格。监管部门则根据规定，可以豁免向部分股东发出收购要约，而只向特定种类的股东发出要约。

为了避免强制要约产生的上市公司退市问题，证监会还颁布《关于要约收购涉及的被收购公司股票交易条件有关问题的通知》（以下简称《通知》）。该通知明确规定，对于根本就不以终止被收购公司股票上市交易为目的的收购人，被收购公司的股权分布不符合《公司法》规定的上市条件的以及收购人持股比例超过被收购公司总股本 90% 的，收购人应当提出并实施维持被收购公司上市地位的具体方案。《通知》让收购方增加了一种选择，即启动全面要约收购后，如果能在规定的期限内符合“流通股股东必须达到 1000 人且持股不得少于 25%”的要求，被收购的上市公司仍可继续挂牌交易。也就是说，对于真正实施全面要约收购的收购人，现有规定不仅没有完全剥夺而且积极促成其维持收购的目标公司上市地位的权利。

有学者认为，强制要约收购制度要求收购方持股比例达到相对控制比例，就必须向所有股东发出收购要约，这不仅会大大提高收购成本，同时弱化了证券市场优化资源配置的功能，导致了证券市场的效率损失。但是，是否影响效率，关键是看一国市场的股权结构。在英国，多数公司的控股权在 30% 以下，强制要约并没有阻碍敌意收购。

事实上，强制要约收购在中国收购规则中更大的作用是一种监管手段，而不是一种收购手段。之所以规定强制要约收购义务，更多是考虑通过各种豁免来对上市公司收购行为进行监管。

（二）反收购的立法规定及评析

我国反收购立法允许目标公司董事对收购发表意见。目前的《上市公司收购管理办法》第 15 条规定，被收购公司收到收购人的通知后，其董事会应当及时就收购可能对公司产生的影响发表意见，独立董事在参与形成董事会意见的同时还应当单独发表意见。被收购公司董事会认为有必要的，可以为公司聘请独立财务顾问等专业机构提供咨询意见。被收购公司董事会意见、独立董事意见和专业机构意见一并予以公告。该《办法》第 31 条规定，被收购公司董事会应当为公司聘

请独立财务顾问等专业机构，分析被收购公司的财务状况，就收购要约条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见，并予以公告。

《办法》禁止目标公司董事采取特定的反收购措施，并且要求董事的反收购措施不得损害公司和股东的利益。根据《办法》第 33 条规定，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。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，不得提议如下事项：(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。此外，《办法》第 45 条规定，出现竞争要约时，被收购公司董事会应当公平对待所有要约收购人。

从反收购的立法形式上看，《办法》采取原则规定和具体列举的方法，即原则禁止董事行为损害公司和股东利益，然后具体列举了禁止董事提议的行为，并且在《办法》的总则中规定了董事的诚信义务。与英国比较，英国采取的也是原则规定和具体列举的方法，但英国规定的内容与我国明显不同。英国除了列举的两种例外情况外，原则禁止董事的反收购行为。

我国的反收购立法存在立法漏洞。有学者认为，目前对于公司反收购的规制集中于限制目标公司董事会对敌意要约收购的反收购提议权，但是对于董事会提议反击以非要约的形式进行的公司收购，例如在 30% 持股比例以下的爬行收购或协议收购，或者是对于经股东提议而获得股东大会通过的反收购措施，或者是对于在公司收购的明确意图发生前已经预置的预防性反收购措施，目前在法律法规方面尚无限制，并且没有明确可行的对公司反收购行为的衡量标准，对此应该借鉴美国公司反收购司法审查中的一些原则。

我国的反收购立法的不同规则之间也存在逻辑冲突的缺陷，例如，禁止损害股东和公司利益与董事诚信义务本身是有冲突的；对股东的提议的反收购行为存在立法空白；禁止董事反收购的提议和禁止董事损害公司和股东利益之间还存在法律空白。从法律解释的角度，禁止董事损害的原则规定并不能解释为对董事所有反收购行为的禁止。如果采取反对解释的话，可以得出以下结论，即只要不损害公司和股东利益，法律是允许董事采取反收购行为的。

因此，有学者认为，根据我国目前的法律规定，董事会有反收购的决策权。并且，赋予目标公司管理层反收购决定权，必须相应地进一步落实和完善管理层的忠实与善管义务。其理由为，目标公司的董事会针对收购行为要编制董事会报告书，董事会对收购与反收购情况最为清楚；而且，在《办法》的第9条中也已明确规定了目标公司的管理层对其所任职的目标公司及其股东负有诚信义务。另外，从《办法》的第32条中规定的目标公司管理层，针对收购行为所作出的决策及采取的措施，不得损害目标公司及其股东的合法权益的内容看，似乎可以理解目标公司管理层可以针对收购行为作出相应的决策及采取措施。

我国立法缺陷产生的结果就是，反收购的立法规定一方面过于严格，一方面又规范不足。在任何情况下立法均禁止董事在《办法》中列举的六种反收购行为，过于严格，不能适应千变万化的收购需求。对于列举之外的反收购行为并没有规定，这会造成董事可以利用其他反收购措施法律却无法规范。这种认识的理由如下：第一，《办法》没有明确规定目标公司管理层在不损害公司及其股东的合法权益情形下是否有权采取反收购的措施。根据前面的论述，反收购是一柄双刃剑，它既可以用来维护目标公司及其股东的利益，防止收购人对目标公司的恶意掠夺，也可以用来为目标公司管理层谋私利，法律上的限制主要是针对后一种情形的。第二，董事除了不可以实施列举的六大类反收购措施外，其他类型的反收购措施是否可以实施，不无疑问。从西方国家反收购的实践看，反收购措施五花八门，层出不穷，而《办法》中列举的情形只是几种典型的反收购措施。

总之，我国的反收购立法存在着对反收购规制的滞后、执法不严且效率低下、围绕反收购措施是否合法规则不明确等诸多问题。

（三）反收购案例的评析

1. 公司并购案例的总体特征

1997 - 2002 年期间，我国市场发生的上市公司并购数达到了577 起。在这些并购中，买壳上市是第一位的原因，上市公司通过并购进行资产重组以达到“保壳”和“保配”的目的是第二位的原因，并购重组以配合政府的国企改革任务和国企扭亏的要求是第三位的原因。在2002 年特别是2000 年之前，上市公司的并购重组主要特征基本上是停留在由于公司经营不善，出于保“壳”保“配”为主

要目的而进行的被动式重组，主动式的战略并购案例还很少见。案例中丝毫看不到产业整合等战略性的重组痕迹，原大股东愿意出让控股权也仅仅是寄希望于重组方能为公司保住或得到配股资格，至于新大股东目的如何，用什么手段并非公司所关心的。有关研究结果表明，这一时期的上市公司重组特别是控制权有偿转让在很大程度上是，市场“庄家”以控制权有偿转让为题材，在重组事件公告之前利用资金优势大幅度炒作股价以获取超额收益。同时此类重组在整体上并没有导致公司的持续发展。

目前已发生的中国上市公司要约收购案例包括南钢股份、成商集团、江淮动力、亚星客车、长江股份等，其相似之处在于这些要约收购案例基本上是因协议收购而触发的强制要约收购义务，在申请豁免无望情况下作出的强制性要约。由于中国证券市场股权分置、二级市场低效等原因，这些要约并没有实质性的意义，仅仅是一个履行“义务”的过程。

从2003年发生的四起要约收购看，均是因为协议收购比例超限而引发的要约收购。从协议收购的股份比例来看，第一大股东均属于高比例绝对控股，且股权比例超过60%。在收购过程中，流通股和非流通股的定价方式不同，导致流通股和非流通股的要约价格差异巨大。通过控制要约时点，使流通股要约流于形式。比较四家公司发出收购要约的时点，可以看到，发出收购要约时流通股二级市场的价格均高于收购方给出的流通股要约收购价格。流通股股东要想变现，完全可以从二级市场直接变现，根本不必以较低的价格接受要约，法人股股东反而可以乘此机会顺利变现。此外，这四起要约收购的收购方均为民营企业，而目标公司的控股股东为国有或国有控股企业，转让股份的性质属于国有股。在发出收购要约之前，收购方均与上市公司的控股股东以协议收购的方式签订了股权转让协议，并得到了财政部（国资委）的批准。

2、反收购典型案例分析

(1) 延中VS宝安（宝延风波）。1993年9月30日，宝安集团上海公司第一次正式公告，宝安公司已持有延中普通股5%以上。10月4日，宝安再次公告，宣称宝安已实际持有延中普通股的16%，成为延中的第一大股东，并将继续增持延中股票。随后，宝安集团要求参与延中的管理和决策。这时，延中公司管理层开始进行反收购行动，聘请一香港公司作为反收购顾问，声称延中公司管理层提出宝安

收购中存在违规行为，将通过诉讼来维护自身权益。10月22日，中国证监会裁决：宝安购入的延中股票有效，但宝安及其关联企业在买卖延中股票的过程中，存在着信息披露违规行为，为此，中国证监会处罚了宝安公司。至此，延中公司的反收购努力归于失败。

(2) 济南百货 VS 华建电子。2001年4月29日，济南市国资局与华建电子有限责任公司正式签署《股权转让协议》和《股权委托管理协议》，向华建电子转让其持有的济南百货部分国家股共 32162245 股，占总股本的 29.8%。然而，华建电子提出的董事会候选人议案未获通过，关于更改公司名称的议案也仅以微弱多数通过。8月15日，济南百货召开董事会，认为华建电子不具备重组实力，强烈反对由其重组，并审议通过了关于不同意华建公司重组济南百货的决议，要求济南市国资局立即终止与华建公司所签订的《股权转让协议》和《股权委托管理协议》。最终济南市国资局退让，济南百货管理层反收购成功。

(3) 爱使股份 VS 大港油田。1998年7月1日，爱使股份公告，称天津大港油田有限责任公司所属的两家关联企业合并持有爱使股份的股份比例达到5.0001%。7月4日，又一家大港油田的关联企业宣布购入爱使股份2%的股份。8月7日，大港油田所属关联企业宣布，截至7月31日，持有爱使股份的比例已达总股本的10.0116%；9月3日，大港正式提请爱使股份召开临时股东大会和重新选举董事；10月31日，爱使股份召开临时股东大会，大港油田进入董事会，爱使股份管理层的反收购失败。

《爱使股份有限公司章程》第67条第二款规定：“单独或者合并持有公司有表决权股份总数10%（不含投票代理权）以上、持有时间半年以上的股东，如要推派代表进入董事会、监事会的，应当在股东大会召开前20日，书面向董事会提出，并提供有关材料。”第三款规定，“董事会、监事会任期届满需要更换时，新的董、监事人数不超过董事会、监事会的组成人数的1/2”。收购双方争执的焦点就集中在持股10%的数额限制、半年的时间限制及换届董、监事人数限制的合法性上。在《公司法》和《上市公司章程指引》中对持股时间和换届的董、监事的人数均未作出具体规定。

(4) 方正科技 VS 上海高清。2002年1月23日，方正科技临时股东大会在上海高清等四家股东提议下召开，但四股东所提议的修改《公司章程》及调整授权董事会部分职权等7项议案，均未通过，致使增选董事和监事落空。方正科技管理

层反收购成功。成功的原因在于，上海高清等多家提议股东联名发布要求罢免（解除）魏新、张海、李友、肖建国和蒋必金的方正科技董事会董事职务的公开信的事实未能得到有关法院的认定，因此法院建议该项议案不提交上述临时股东大会审议。

（5）山东胜利 VS 广州通百惠。山东胜利股份有限公司案例是反收购成功的典型案例。公司管理层在面临控制权变更的威胁时，通过白衣护卫成功地实施了反收购，并进一步巩固了自己对公司的控制。广州通百惠服务有限公司与山东胜邦企业有限公司对山东胜利股份有限公司控制权的争夺表面上看是股东之间的收购战，实际上是山东胜利股份有限公司管理层有效地实施了公司反收购。山东胜利股份有限公司利用关联企业山东胜邦企业有限公司充当了白衣护卫的角色。

（6）顺德万和 VS 广东美雅。2003年10月鹤山市国有资产管理办公室与顺德万和集团有限公司宣布，终止执行双方签订的《广东美雅集团股份有限公司国有股权转让协议》，并办理有关终止手续。国资办与广东省广新外贸轻纺（控股）公司签订协议，将其所持广东美雅集团股份有限公司24.99%的股权转让给后者。该案中，董事会的反收购措施包括舆论战、提高费用战、高帽战、股民战和自选白马。

（7）裕兴VS方正科技。2000年裕兴收购方正科技一案中，双方对公司董事会是否有权对股东提交的提案及董、监事候选人任职资格进行审查一事，争执激烈。方正科技公司章程第67条规定，董、监事候选人产生的程序是：“由董事会负责召开股东座谈会，听取股东意见，审查候选人任职资格，讨论、确定候选人名单”。方正科技董事会以裕兴方面没有按要求提供六位候选人符合任职资格的证明为由，拒绝审议该提案。而裕兴等六股东则称此举违反有关法规和公司章程，是董事会对职权的滥用和对股东权益的损害。因为确定董事、监事候选人是股东的权利，而不是董事会的权利，董事会可以审查股东提交的资料是否符合要求，但无权确定候选人名单。

从我国已经发生的反收购案例中可以看出，我国的反收购案例存在以下特点：

第一，由于立法的欠缺和疏漏，引发无穷的收购、反收购争议。大港油田收购爱使股份一案中，收购双方争执的焦点就集中在《爱使股份有限公司章程》中10%的数额限制、半年的时间限制及换届董、监事人数限制的合法性上。裕兴收

购方正科技一案中，双方对公司董事会是否有权对股东提交的提案及董、监事候选人任职资格进行审查一事，争执激烈。由于谁拥有目标公司反收购的决定权，现行的并购法规并无明确规定，济南百货一案中，济南百货的董事会在遭遇华建电子收购时，不经股东大会批准而进行阻挠。

第二，反收购的争议主要是围绕股东提案权、董事资格等进行，并采用诉讼等多种方式。公司章程中规定的董事、监事选任制度会被公司作为反收购条款。所以，收购立法应尽快明确反收购条款的效力，包括董事、监事的任职资格，提名方式、程序，纠纷的解决方式等等。

第三，反收购案例中内部人控制现象突出，并与国有资产管理体制的缺陷结合在一起。有的案例看似股东之争，实际是董事会和收购方之争。董事任意阻碍收购的现象突出，董事会采用非法律的多种方式，迫使国资委退让。

第四，非法律的因素作为反收购措施突出，严重影响了正常的收购行为。由于反收购的有关规则不明确，目标公司董事会采用了许多法律之外的手段来进行反收购。例如，董事会发动职工，给政府施加压力。又如，管理层不是对收购对目标公司价值的影响作出合理的商业判断，以此来为股东提供决策的依据，而是造声势、造舆论，运用“不讲理”的反收购措施。

第五，收购方式多数是协议收购，而非要约收购。这和其他国家和地区以要约收购为主的收购方式明显不同。

（四）后股权分置时代收购的变化和反收购的未来

1. 市场结构的变化

在股权分置下，公司控制权市场相应表现为二级市场收购流通股和非流通股协议转让两个分割的市场。国有股与法人股等非流通股协议转让价格普遍采用净资产溢价方式，转让价格远远低于被转让公司股票的市场价格，由此造成了国有股与法人股协议转让在上市公司控制权转移中占主要地位。

自 2003 年 6 月南钢股份发生首起要约收购以来，中国证券市场的要约收购案例已经多达 9 起。除了均瑶集团要约收购大厦股份股权还没有结果外，前 8 次要约收购的价格均未对流通股股东产生吸引力，而且毫无例外地以收购方全盘控制非流通股告终，要约收购几乎成了变相的非流通股协议转让，而股权分置条件下

的要约收购价格双轨制则是造成这种现象的必然原因。

要约收购之所以流于形式，从公布要约收购的几家上市公司看，主要原因是收购的价格问题。业内人士认为，监管部门对要约收购价格的计算作出较低的规定，其主要目的是鼓励上市公司的股权流动，防止收购者在履行收购义务期间由于市场波动造成股价下跌而产生收购风险。然而，“流于形式”的要约收购并非全无意义。有专家指出，要约收购沦为一种形式，好像成为皆大欢喜的事情，监管部门履行了监管职责，上市公司避免了退市风险，被要约收购方更是得到了“题材”带来的实惠。而更为关键的则是要约收购方正是利用了这样的要约收购定价制度，从而使要约收购成为要约方撇开流通股，收购非流通股的一条有效途径。

也有专家提出应将要约收购的豁免权交给股东，而不是政府。尽管我国证券市场已发生多起要约收购事件，但总体上基本都是“作秀”，而非真正意义上的要约重组。导致这一现象的原因是价格不合理，而价格的不合理又是由股权分置造成的。所以说，要约收购制度的缺陷是证券市场体制缺陷的一种表现。要约收购豁免的核心问题不在于如何豁免，而在于由谁决定豁免。既然强制要约收购的目的是保护中小股东的利益，那么，豁免权应该交给股东。

就要约收购发展至今的情况而言，仍有不少问题需要克服，反响最强烈的就是使要约收购成为真正的市场化运作。因为目前的情形实际上就是要么流通股股东以低于市价的价格便宜卖给收购者，要么就实际上免除了收购者全面要约收购的义务。极端的看法认为这“与其说这是法律赋予流通股股东选择是否按照一定价格向收购者卖出股票而退出公司的权利，还不如说是在要挟流通股股东。”显然，这样的要约收购制度仍有待完善。在股权分置状态下，强制要约收购对流通股股东利益的保护属于形式化的保护，并没有实质性的意义。在股改完成后，要约收购逐渐会成为主导的收购方式，强制要约也可能逐渐起到真正保护目标公司股东的作用。

2. 股权结构变化

在股权分置下，控股比例低于30%的上市公司约占上市公司总数的35%。随着股权分置问题的解决，非流通股股东向流通股股东送股支付对价，第一大股东的控股比例还将进一步下降，这类公司的数量还会进一步增加。

股改给原大股东所持股份增加了账面价值的同时，也相应产生了持股比例下

降的问题，这将给有志于投资相应上市公司的机构或个人提供了一个直接的收购机会。根据资料显示，股改前非流通股占总股本比重低于35%的上市公司有39家，在深沪两市1300多家上市公司中，大股东控股比例低于30%的上市公司约有480家左右。假设股改前控股股东持股占总股本30%，流通股占总股本40%，股改对价为10送3股，大股东送股后的持股比例将下降到24%左右，如果大股东独自承担股改对价，持股比例将下降到18%左右。如果公司规模不足以大到一定程度，如此低的持股比例，将给竞争对手提供了很好的低成本收购机会。

公司股改后股份全流通，原有非控股地位的非流通股股东所持有的股份，相对于流通股市场而言，集中度仍较高，收购方可以不动声色的解决完这类股份后，再实施全面收购，规避了信息披露和股价上涨两大收购障碍，给有目的性的收购提供了极大的便利条件。为了应对有可能到来的恶意收购威胁，多家上市公司已开始设计应对方案。

3. 支付手段的变化

我国新修订《公司法》，规定了股权可以作为出资，上市公司也可以采取定向增发的方式，股权已经成为收购的支付工具，这将大大减轻上市公司收购方的资金压力，降低收购的成本和风险。

4. 法律框架的变化

新法增加部分要约规定，从英国模式的强制要约收购变为美国模式的部分要约，这意味着收购模式的重大变化。与此对应，反收购的动机和需求更强。根据新《证券法》第88条规定，通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。收购上市公司部分股份的收购要约应当约定，被收购公司股东承诺出售的股份数额超过预定收购的股份数额的，收购人按比例进行收购。³

《上市公司股权激励管理办法》(试行)等相关法规的颁布，稳定了管理层控制权，降低了被敌意收购的风险。根据该《办法》第8条规定，股权激励计划

³ 从该条的文义看，该条并不当然解释为美国的收购模式，即对部分要约法律不作任何限制。从目前证监会对法律的解读看，认为该条放弃了原来立法的强制要约(强制全面要约)，改为要约收购(强制性要约)。如果将该条解读为美国的模式，将会对收购和反收购的实践产生预料不到的影响。因此，本报告认为，最好还是采取折衷的办法，对部分要约收购进行一定的限制。

的激励对象可以包括上市公司的董事、监事、高级管理人员、核心技术（业务）人员，以及公司认为应当激励的其他员工。第 11 条规定，拟实行股权激励计划的上市公司，可以通过以下方式解决标的股票来源：（一）向激励对象发行股份；（二）回购本公司股份；（三）法律、行政法规允许的其他方式。第 12 条规定，上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。第 34 条规定，中国证监会自收到完整的股权激励计划备案申请材料之日起 20 个工作日内未提出异议的，上市公司可以发出召开股东大会的通知，审议并实施股权激励计划。第 37 条规定，股东大会应当对股权激励计划中的相关内容进行表决。股东大会的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过。

5. 敌意收购和反收购的变化

一般认为，在股权分置改革完成后，全流通带来的影响之一，就是可能在二级市场引发敌意收购的骤然增长。

也有学者对此持慎重态度，认为股权流动性的增强，并不必然意味着收购战会一触即发。具有中国特色的股权结构特征、公司治理与控制权市场会逐渐形成，并对并购活动产生重要影响。即使在全流通之后，在相当长的一段时期内，大部分中国上市公司仍将存在控股股东，经理由控股股东所控制的情况也不会有任何改变。总体来讲，全流通股票市场的建立毕竟增加了公司股权的流动性，也在相当程度上使得控股股东与中小股东能够找到利益共同点。对于某些股权相对分散的公司管理层来说，制定反收购措施已经成为现实的问题。

（五）可能的反收购措施及其合法性分析

1. 一个最新案例：伊利股份和晨鸣纸业的反收购措施分析

在股改后，公司反收购的动机增加了，反收购的手段也强化了。例如，伊利股份已经通过董事会决议，意图利用公司章程修改，对持股 10% 以上的股东设置 270 天的持有期限方能提出提案，晨鸣纸业已开始效仿并将持股期限要求扩大到 365 天。

伊利股份原公司章程第 75 条规定，公司召开股东大会，持有或者合并持有公司发行在外有表决权股份总数的百分之五以上的股东，有权向公司提出新的提案。该条修改为：公司召开股东大会，持有或者合并持有公司发行在外有表决权股份

总数的百分之十以上，且持有时间 270 天以上的股东，有权向公司提出新的提案。

原章程第 102 条规定，公司应和董事签订聘任合同，明确公司和董事之间的权利义务、董事的任期、董事违反法律法规和公司章程的责任以及公司因故提前解除合同的补偿等内容。该条修改为：公司应和董事签订聘任合同，明确公司和董事之间的权利义务、董事的任期、董事违反法律法规和公司章程的责任以及公司因故提前解除合同的补偿等内容。公司与董事签订的聘任合同不因公司章程的修改而无效、终止或变更等，除非公司与董事自愿协商一致，才能对合同进行修改、终止或变更。

关于董事长的改选，修改后的公司章程规定，董事长任期届满前，改选董事长的议案需经全体董事四分之三以上通过。董事长应在在职并连续三年以上任公司高级管理人员的董事中产生。

关于总裁聘任的资格，修改后的公司章程规定，受聘总裁除不得有《公司法》第 147 条规定的情形外，还应具备如下条件：1、公司现任董事；2、在公司任高级管理职务三年以上；3、具备所在行业 10 年以上从业经历，具备行业专业资历、研究生学历；4、四十五岁以下。

晨鸣纸业将原章程规定的“审议代表本公司发行在外有表决权股份总数的百分之五以上的股东的提案”，修改为“审议代表本公司发行在外有表决权股份总数的百分之十以上且持股期限在 365 日以上（该时限计算起始日为按照其达到 10% 的股份之日计算）的股东的提案”。

伊利股份和晨鸣纸业对股东提案资格的限制，明显违反了公司法的相关规定。根据公司法第 103 条规定，单独或者合计持有公司 3% 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通知其他股东，并将该临时提案提交股东大会审议。根据该条规定，法律赋予股东提案的权利，公司章程不能改变股东的权利，违反强制性法律规定的章程变更无效。

此外，上述关于董事选任的规定明显损害了股东的权利。例如，伊利股份章程规定：“公司与董事签订的聘任合同不因公司章程的修改而无效、终止或变更等，除非公司与董事自愿协商一致，才能对合同进行修改、终止或变更。”并且伊利股份章程对于董事长和总裁的任职资格要求连续三年在本公司任职，也损害了股东选任董事的权利。伊利股份的上述规定类似于美国的永久毒丸和无赎回条

件毒丸，不应得到法律的支持。

从上述案例可以看出，我国的反收购立法急需完善。

2. 可能的反收购措施及其合法性分析

本节以美国的反收购措施为参照，并结合理论和实务界经常提到的反收购措施，根据我国现行的法律框架，逐一分析其合法性。

(1) 驱鲨剂

如果收购方想控制上市公司，其必须改选上市公司的董事会。上市公司利用章程，对董事的提名方式、董事任职资格、更换等作出要求，就能很好地阻碍或者限制收购方控制上市公司。

a. 交错董事会条款

在董事更换方面，公司章程可以规定董事的更换每年只能改选 1/4 或 1/3 等。这样，收购者即使收购到了足够的股权，也无法对董事会做出实质性改组，即无法很快地入主董事会控制公司。交错董事会在我国法律上并不禁止，但法律对交错董事会条款也应该进行限制。我国应参照美国的规定，美国公司通常可以通过代理权争夺修改公司章程，并且法律规定董事会每年选任一次。我国公司法应该允许股东对公司章程进行变更，增加董事会人数等，并且规定董事每年选任一次。

b. 股东持股时间条款

股东持股时间是指股东在股权取得一定时间以后才能行使董事提名权，以维持公司管理层和经营业务的稳定。股东持股时间条款有助于阻止收购人在取得上市公司股权后立即要求改选董事会。股东持股时间条款不能损害股东最基本的权利，例如，伊利股份章程修改后的规定明显不合法。

c. 董事资格限制条款

公司可以在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，这样，将给收购方增加选送合适人选出任公司董事的难度。然而，在限定董事资格方面，不能走得太远。限定董事资格不能明显违背通常的商业习惯。换言之，董事资格限制不能成为公司反收购的唯一目的。伊利股份对董事长和董事连续在本公司任职三年的规定明显不合理。

d. 股东在提名董事人数方面限制条款

对股东提名董事人数进行限制来达到反收购的目的，特别适用于股权比较分散的公司。这样即使收购方取得上市公司较大比例的股份，由于提名董事人数的限制，收购方也难以掌握公司的控制权。根据我国公司法的精神，对股东提名董事会人数的限制也是不合法的。

e. 公平价格条款

为了限制两步收购中收购报价差别，公司章程可以规定第二步收购必须经至少代表2/3无利害关系股份的股东批准，除非所有股东得到了收购人支付的比前一次更好或相同的价格。美国的实践表明，公平价格条款主要是避免部分要约对股东造成的不公平对待，并且，公平价格条款反收购的作用不大。若我国保持强制要约的收购模式，公平价格条款无甚意义。

f. 超级多数决条款

对于公司章程规定的股东会和董事会的超级多数决条款，立法不应该进行太多限制，应该让市场进行选择。对于董事会的超级多数决条款，如果收购方取得控制权后能够解聘董事或修改章程，这种限制没有反收购的效果。股东会的超级多数决条款可能具有两面性。如果公司选择了超级多数决，则会限制目标公司控制股东对公司的控制力，目标公司一般不会选择苛刻的超级多数决条款。

g. 发行超级表决权股份

美国曾经允许上市公司发行类别普通股份，其中B类股份有超级表决权。现在美国证监会统一了各个交易所的上市规则，禁止上市公司发行超级表决权股份。在欧盟的许多成员国，目前还不禁止上市公司发行超级表决权股份。我国目前不允许上市公司发行超级表决权股份，新《公司法》虽然放开了对类别股份的限制，但对于上市公司而言，应禁止其发行超级表决权股份。

(2) 毒丸

有学者认为，我国公司可以实施毒丸作为反收购措施，如公司章程可以规定，“一旦出现本公司控股权即将发生转移的情况，公司即可启动向原股东的定向增发计划，公司董事会有权根据有关法律法规立即实施”等。根据我国目前的法律规定，定向增发通常是指，上市公司通过向收购方定向发行新股，并以此为代价获得收购方拥有的优质资产。实际上，任何毒丸，包括定向增发在内，在我国法律框架下是不可能实现类似美国毒丸的反收购效果。毒丸的核心是差别对待目标公司股东和收购方，这明显违反了股东平等原则。此外，根据2001年《上市公司

新股发行管理办法》，我国对发行股份有严格的条件和程序限制，上市公司发行权证也不被允许。在可操作性上，美国式的毒丸在我国也不可行。

（3）其他措施

a. 金降落伞计划

金降落伞是指在上市公司章程中规定，收购者解聘管理层时需向原来的高级管理者支付巨额的补偿金的反收购措施。美国的经验表明，金降落伞反收购的作用不大。我国法律应该允许公司对于解聘的董事给予离职补偿，但不能高于正常的行业标准，并且必须披露和经股东会批准。

b. 股权激励计划

制订和实施股权激励计划可以提高上市公司管理层的稳定性，从而增大敌意收购者的收购成本，或使收购者控制公司的目的最终难以达到。根据我国《上市公司股权激励管理办法》（试行），股权激励可以作为预防性的反收购措施，不可能作为反击性的反收购措施。尽管股权激励的比例有最高 10% 的限制，具有一定的反收购作用。

c. 股份回购

美国的经验表明，由于股份回购具有两面性，股份回购的反收购效果不如让公司的关系人持股好。根据《公司法》和《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》的规定，股份回购由于有严格的程序和条件限制，在我国不可能作为反收购的措施。例如，《办法（试行）》的第 2 条规定，本办法所称上市公司回购社会公众股份是指上市公司为减少注册资本而购买本公司社会公众股份并依法予以注销的行为。该办法第 17 条规定，上市公司股东大会对回购股份做出决议，须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

d. 白衣骑士

白衣骑士可以作为反收购的措施，不违反我国有关法律的规定。但寻找要约竞价者不得违反董事的诚信义务，并且以股东利益最大化为目标。

e. 资产处置

美国的白衣骑士和资产处置是以竞价者的优先权为基础的。根据我国法律规定，重大的资产处置通常需要股东会批准，并且不公平的处置可能违反董事的诚信义务。因此，资产处置作为反收购措施的作用不大。

f. 绿色邮件

绿色邮件以给予收购方补偿或“贿赂”为代价来换取其停止要约收购，我国法律对此应该予以禁止。

3. 初步的结论

从反收购的措施讲，在美国最具威胁和效力的毒丸在我国法律框架下不可能实现。美国多数的反击性反收购措施由于股东会和董事会权划分的缘故，在我国多数需要股东会批准，并且需要行政审批或备案。本报告认为，我国合法和有效的反收购措施主要集中在四个方面：持股结构、章程条款限制、董事会对收购的意见和寻找竞价要约者。

六、反收购的立法政策和完善我国相关规则的建议

（一）立法政策

1. 问题的提出

对于董事主导反收购的立法模式，我国学者通常认为美国是一般允许型，英国是一般禁止型，它们均允许董事反收购行为存在，并且受到董事受信义务的制约。然而，这只是表面现象。我们不能离开收购立法的模式来简单比较反收购立法的模式，也不能离开反收购的立法政策来探讨董事义务。因为美国对反收购时董事义务司法审查的标准与公司一般行为时董事义务的司法审查标准是明显不同的。

我国有学者认为，对我国目标公司的反收购行为须从五个方面加以严格规制：（1）未经股东大会批准，原则上禁止目标公司管理层实施任何可能直接挫败收购的行为；（2）管理层利用反收购措施作为与收购者讨价还价的手段应被允许，但前提是不得使股东失去向收购者出售股份的机会；（3）收购发生后，允许目标公司的经营者寻找收购竞争者参加要约竞争，但目标公司的经营者必须平等地对待所有的收购竞争者；（4）增加对董事注意义务和忠实义务的规定，董事采取反收购措施时如果因未尽到合理的注意义务和忠实义务，损害了公司和股东利益，应赋予目标公司的股东提起诉讼的救济权；（5）如果认定目标公司经营层的反收

购行为明显出于私己利益，从而损害股东利益的，应该宣布该反收购行为违法、无效。

上述观点还有深入探讨的必要，例如，股东批准是指预防性反收购措施还是指反击性反收购措施；股东批准后的合法性根据何种标准进行判断；经营者寻找要约竞争者和平等对待所有竞争者如何区分；董事的忠实义务和注意义务在反收购时如何区别；我国反收购实践应规范的重点是什么等等；诸如此类的问题应该进行深入探讨。下一节就围绕这些问题对我国的反收购立法政策进行深入分析。

2. 如何认识股东反收购措施的价值

对于股权结构集中的市场，反收购措施有促进股权分散的效果，并且，有利于公司治理。保持公司控制权的稳定是必要的，本报告认为，对于收购和反收购的立法政策应该遵守公司控制权的现实，改革方案应有一个平稳的过渡，否则，就会引起法外行为的泛滥。一旦一个国家典型的股权结构被确定下来，改变几乎是不可能的。尤其是对于股权结构集中国家而言，股权结构由集中变为分散是不可能的。相对而言，这些国家的股东更倾向于采取过度的反收购措施。在现阶段，控制股东对于公司治理的作用不一定是负面的，过于强调控制权市场可能不利于公司治理和公司价值的提升。要约收购只可能是公司治理的机制之一，不能片面强调要约收购的正面作用，而忽视其可能产生的负面影响，尤其是股东在公司中具有控制权的情况下。

实证研究表明，持股比例越高，公司业绩越好。换言之，“一股独大”不但不是产生中国上市公司治理问题的罪魁祸首，反而有利于改善公司的经营绩效。上市公司股权集中度指标与经营业绩呈正相关关系：股权集中度越高，公司经营绩效越好。这说明现阶段分散上市公司股权不利于改善上市公司的经营业绩。“目前我国上市公司第一大股东持股比例与公司经营绩效呈正相关关系”的结果间接说明，我国目前市场机制发育程度的程度还很低，投资者保护的法规制度体系还远未完善，产品市场、公司控制权市场、经理人市场对大股东和管理层的约束非常有限，外部投资者的权益得不到有效地保护，导致主要投资者不得不做出增加持股比例、对上市公司实施直接控制的现实选择。

此外，法律允许公司采取反收购措施会促进股权分散，有利于将来的公司治理。最佳的反收购强度受到多种经济因素的影响，包括股权结构的集中度、技术

创新的速度和金融市场的特征。一般而言，股权分散时，为了保护发起人的利益，应允许其采用反收购措施。反之，允许发起人采取反收购措施可以促进股权分散。美国特拉华州法院对于反收购的态度就体现了反对股权结构集中的原则。如果敌意收购导致股权集中，就会允许董事采取较强的反收购措施。

3、反收购的决策权是归属还是分配

一般认为，从反收购决策权来讲，有两种模式：股东会决定模式和董事会决定模式。股东会决定模式以英国为代表，是指除非股东会同意，原则禁止董事采取反收购措施。董事会决定模式以美国为代表，是指在董事受信义务约束下，董事可以采取一切反收购的措施。

我国有学者认为，由于我国市机制存在缺陷，投资者不成熟，以及实际操作不规范，我国应借鉴英国的做法，将反收购的权力赋予目标公司股东会，严禁目标公司的经营者不经股东会同意采取反收购措施。相反，也有学者认为，从现代公司立法的趋势看，可以考虑将反收购的决定权赋予目标公司的管理层。

美国有学者认为，应该采取一种折衷的办法恰当平衡两者的关系。原则上，只有在股东决策比董事决策更好的情况下，也就是说股东比管理层更能评估要约的价值时，就允许股东决策。收购前公司运营中的董事行为和收购时的董事行为密切相关。如果限制董事收购时的反收购措施，可能会加剧董事在公司运营中采用其他措施来达到反收购的效果。纯粹的反收购措施和公司正常的商业行为有区别。如果是合理的公司行为，并且能够达到反收购的效果，事实上很难限制。对于公司正常的商业行为，不管是法院，还是股东，均不能在事前或事后做出比董事更好的判断。因此，对于采取反收购措施的决策权问题，不管是完全依赖股东决策（shareholder choice），还是完全依靠董事决策（managerial choice），均存在缺陷。

本报告认为，董事决策权归属的讨论掩盖了问题的真相。股东和董事决策权问题是以股东和董事权力分配为基础，根据公司的具体行为进行判断，并且不能离开实际操作的可能性。股东决策权并不等于股东直接表决，股东决策权的体现有多种方式。比如，股东选任代表或授权。股东利益最大化目标的实现并不意味着股东只有事必躬亲才能实现其利益。对董事反收购措施的限制就是如何划分股东和董事决策权力（authority）的界限。例如，对于反击性的反收购措施，股东不

可能进行决策，即使董事的反收购行为须经股东批准。此时，股东拥有的不是决策权，而是监督权。一般认为，对于公司收购这种行为，不同于公司的正常经营行为，应该对董事的决策权进行一定限制。换言之，在保证公司董事决策权的同时，应保护股东的表决权或股份转让权（vote or sell）不受董事限制。只要伴随着股东的监督权，就可以给予董事的反收购行为巨大的空间。可以通过章程细则对董事的权力进行限制。在董事对章程细则进行修改时，不能损害股东的表决权和股份转让权。

收购的决策权和具体的敌意收购方式有关。在收购发生时董事和股东的权利义务取决于对具体的收购的反应由董事控制还是由股东控制。申言之，如果反收购属于董事会的决策事项，即和公司的经营政策紧密相关，反收购就应该由董事主导。反之，如果反收购属于股东表决权和股份转让权的范围，反收购就应该由股东来主导。董事可以决定公司的商业行为，但对于如何划分董事和股东的决策权，董事无权决定。

4、法院如何有效地介入

反收购的规制必须有法院有效的介入。对于我国而言，有学者认为，在没有判例法司法体系以及公司法定治理结构为股东大会中心主义的背景下，对于美国反收购规制制度的借鉴恐怕并非是移植董事受信义务的条文要求，而是应该考虑借鉴美国反收购规制的司法价值取向，即一般不对交易的具体形式进行禁止，起码是在理论上不禁止，法律禁止的只是董事的不当行为，至于什么是正当行为，什么是不当行为，法院并不事先予以规定，而是通过司法审查来对具体情况进行具体分析，对于反收购本身是否合理也不妄下断言，这种法律价值观是值得我们借鉴的。

对于反收购决策权的立法政策，在美国已经争论了半个世纪。任何理论推理和实证资料均没有提供令人信服的结论。当面对这种富有争议的问题，除了法院做出最贴近理论和实际的判决外，没有其他选择。在缺乏相反的可靠依据前，保持法律连续性很有必要。

股东利益最大化目标、股东决策权和股东表决权并不完全相同。特拉华州法院把公司反收购作为公司的商业决策，其决定权原则赋予董事会。但是，董事会的决策权并不是单方面的，受到股东的监督和法院的司法审查。特拉华州公司法

只有在选任董事方面，才赋予股东直接的和单方面的决策权。

5、具体政策的选择

(1) 收购模式的选择：坚持强制全面要约，限制部分要约

强制要约存在的理由是，出现了新的控制人，即控制权发生了转移。换言之，不管控制权是由董事控制变为股东控制，还是由一个股东控制变为另一个股东控制，均意味着控制权的转移。有学者认为，从表面看，强制要约制度可能保护小股东的利益，但由此导致的收购数量和控制股东的减少最终对股东是不利的。强制要约制度限制了控制股东自由转让股份的权利，剥夺了控制股东应该享有的溢价。也有学者提出相反的看法，英国式的强制收购制度虽然繁琐复杂，毕竟属于客观判断标准，在实施中清晰明确，易于监督和管理，比较符合我国的法律传统，也适应我国目前的社会政治经济现状。我国原证券立法采用了英国式体系，是比较理智、合理的作法。

强制要约在英国可能不会阻止公司收购，但在中国可能阻碍公司收购。由于英国上市公司股权结构分散，触发全面要约在英国是例外，但在中国由于股权结构集中，强制要约就会成为常态。这导致的结果就是，有利于发起人和现在的控制股东保持其控制地位。

部分要约和反收购紧密相连，允许收购方部分要约，就应允许目标公司采用广泛的反收购措施。由于我国新证券法已经明确规定在收购方持股达到一定比例后，允许部分要约。所以，禁止部分要约是明显违法的。但是，证监会收购规则可以对部分要约设定一定的条件，例如，部分要约的比例和对价必须得到目标公司外部股东的多数同意。在美国，为了避免两步收购中的压制行为，有 35 个州颁布了反收购制定法。部分州立法规定，收购方持股比例超过 20% 时，为了获得表决权，其必须得到其他股东表决同意。

(2) 预防性反收购措施的决策权分配

预防性反收购措施可通过公司章程进行设定，主要包括三种类型：股东会直接选择的措施、股东会授权董事会决定的措施和董事会直接选择的措施。对于这些措施合法性的判断，应根据不能违反法律强制性规定、不能违反股东和董事的诚信义务、不得损害公司其他参与人的利益三个原则进行判断。例如，对于股东会直接选择的措施，其合法性可以根据股东的受信义务进行判断。有学者认为，

目标公司的控股股东在暗中支持公司的经营者采取反收购措施或通过公开的股东大会批准反收购方案时，只有该项反收购措施符合以下三个方面的条件时，才能被确认为适当地履行了诚信义务：第一，实施反收购措施的动机和目标不是单纯地维持、巩固控股股东在目标公司的控制地位，而是为了保护公司的特有文化和经营政策持续性、防止公司资产的流失；第二，反收购措施的实施不会损害公司和其他股东的根本利益；第三，反收购措施的实施有助于促使公司财产增值和增加股东以更高的溢价转让股份的机会。

只有章程明确授权董事的反收购措施，才允许董事采取反收购行动。即使立法允许董事采取反收购措施，也应该对反收购措施在法律上有所限制。例如，允许采用交错董事会，但要求每年选任董事一次，而非两年或三年选举一次。对于章程规定的反收购措施，最好规定有效期间。

决策权分配时应正确处理股东会授权和董事会决定权的关系。即使在美国，董事的决策权也不是毫无限制的。特拉华州法院认为，反收购行为应该合理，并且股东的授权是反收购行为合法性的安全港。有学者的观点更为激进，认为为了保护股东的决策权，除了反收购行为保证董事在合理的期间为股东提供选择方案外，董事不应采取其他反收购措施。为了保护股东权利，在面临敌意收购要约时，对于董事采取的影响股东决定权的措施，应进行严格的审查，尤其是增加修改章程时的超级表决权和改变股东章程细则。

（3）反击性反收购措施决策权的分配

我国有学者认为，反收购的决策权应属于股东。通常情况下，是否采取反收购措施理所当然要由股东来决定，也就相当于赋予股东自主选择经营者的权利，而这一权利本来就是属于股东的。当然也不排除股东将这部分权力授给董事会行使的可能。然而，如果把反收购决策权赋予股东，在要约期间如何能有效召开股东会并做出决议是有问题的。实际上，股东会的召开必须提前通知股东，反击性反收购的决策权属于股东会只能使股东的决策权流于形式。

其实，反击性的反收购措施，由于实际操作上的原因，股东会不可能作出选择。即使能够作出选择，其实也无必要，因为股东只要不接受收购方的要约即可。我国有学者认为，可给予董事会有限的采取临时措施权，并必须在一定时期内召开股东会。一旦股东会就反收购做出决定，董事会就应立即执行，并改正原已采取的临时措施。这种观点其实是不可行的。

根据我国情况，对于反击性的反收购措施，法律应该借鉴英国的做法，明确规定，在收购要约期间，除了寻找最高要约竞价者，董事不得采取其他反收购措施。

（三）完善我国相关规定的建议

1. 坚持强制要约的模式，完善部分要约的规则

立法应坚持强制要约的模式，在承认部分要约收购合法性的前提下，对部分要约进行限制，即借鉴英国的做法，经过目标公司独立股东的批准，可以进行部分要约，否则，除了法定原因外，禁止部分收购要约。

2. 限制董事行为，规范其对要约收购的意见

在我国反收购实践中，董事会往往采用了激烈的法律上和非法律上的反收购措施。我国应借鉴英国和德国的做法，除了选择最有利的竞价者外，禁止董事采取其他反收购措施。此外，董事对收购的意见，法律也应进行规范。董事表达意见时应负对公司和股东的诚信义务，原则上禁止董事发布反对的意见，如果表达反对意见，必须附加独立董事的意见，并且清楚表明反对的理由。

3. 立法应重点规制章程规定的反收购措施

章程条款对反收购的规定在法律性质上可分为三种类型：股东会决议事项、董事会决议事项和股东会授权董事会决定的事项。对于这些反收购措施合法性的判断应根据不能违反法律强制性规定、不能违反股东和董事的诚信义务、不得损害公司其他参与人的利益三个原则进行判断。

4. 承认表决权拘束协议和股份转让限制协议的效力

股东协议和股份转让的限制协议将来可能作为我国股东反收购的措施，应承认其合法性质。从台湾经验看，台湾鼓励公司或股东间成立策略联盟及进行并购，并稳定公司决策。台湾企业并购法第10条规定，根据股东自治原则和契约自由原则，股东可以签订表决权契约或设立表决权信托。该法第11条规定，企业并购时，股东之间或股东与公司之间可以签订书面协议，合理限制股份的转让。

表决权拘束协议在我国法律上是合法的，《公司法》虽然没有明文规定其效力，但我们仍可以从三个不同的层次来加以考虑：第一，对于外商投资企业中股东之间

订立的表决权拘束协议，可以根据外商投资企业的相关法律来作出判断。第二，表决权拘束协议要遵守《中华人民共和国合同法》第 52 条的规定。第三，公司法作为民法的特别法，仍然适用民法的基本原则。当法律没有明文规定时，依当时的社会情况判断，表决权拘束协议的内容违反公序良俗原则的或者当事人行使权利和履行义务违反诚实信用原则的，该协议应当无效。因此，当出现表决权拘束协议纠纷时，法官应当根据当时的具体情形作出妥当的判决。

5. 建立纠纷解决机制

在判断董事反收购行为合法性方面，澳大利亚的经验值得借鉴。为了克服法院裁判存在专业性和效率性不足的缺陷，在要约期间，如果发生争议，由收购委员会进行裁判。在完善我国反收购规则的基础上，应在中国证监会设立收购委员会，裁判要约收购期间的纠纷。

参 考 文 献

1. (英)丹尼斯·吉南:《公司法》,朱羿锷译,法律出版社2003年版。
2. 《内蒙古伊利实业集团股份有限公司关于修改《公司章程》的议案》,载于《上海证券报》2006年2月22日。
3. 《绕不开管理层:万和兵败罕见反收购案》,载于《世界商业评论》2004年1月。
4. 《山东晨鸣纸业集团股份有限公司第四届董事会第十二次会议决议公告》,载于《证券时报》2006年3月2日。
5. 傅若庄:《毒丸更毒 金丸更精 铁丸更硬 日本立法加固反收购防线》,载于《财经时报》2005年第12期。
6. 顾惠忠:《将要约收购豁免权交给股东》,载于《证券时报》2004年12月3日第10版。
7. 郭富青:《公司收购中目标公司控股股东的诚信义务探析》,载于《法律科学》2004年第3期。
8. 何美欢:《公众公司及其股权证券》(中册),北京大学出版社1999年版。
9. 胡滨:《上市公司收购的若干法律问题研究》,载于王保树主编《商事法论集》第四卷,法律出版社2001年版。
10. 胡鸿高 赵丽梅:《论目标公司反收购行为的决定权及其规制》,载于《中国法学》2001年第2期。
11. 华强:《民营资本入市的另类途径》,载于《证券时报》2004年12月3日第10版。
12. 黄金老:《试论对中国上市公司反收购行为的规制》,载于《北京联合大学学报》(人文社科版)2003年第2期。
13. 金桦:《中国式要约收购价格:股权分置下的“怪胎”》,载于《证券时报》2004年12月3日第10版。
14. 孔翔 陈炜:《我国上市公司应选择什么样的股权结构》,深圳证券交易所综合研究所2005年研究报告。
15. 李劲松:《公司反收购的法律分析——以董事受信义务为核心展开》,2003年清华大学博士论文。
16. 李翔:《中国上市公司并购重组的实证研究及其市场化趋势》,国信证券综合研究所2004年研究报告。
17. 梁上上:《表决权拘束协议:在双重结构中生成与展开》,载于《法商研究》2004年第6期。

18. 林国全:《证券交易法研究》, 中国政法大学出版社 2002 年版。
19. 刘晓丹 韩楚:《解决股权分置引发并购八大猜想》, 载于《中国证券报》2005 年 6 月 22 日。
20. 宁金成, 赵丽丽:《论公司收购中的强制收购制度》, 载于《郑州大学学报》(哲学社会科学版)2002 年第 3 期。
21. 邱秋芳:《敌意式收购的目标公司的买回自己股份的适法性问题》, 台湾证券交易所研究报告。
22. 盛学军主编:《欧盟证券法研究》, 法律出版社 2005 年版。
23. 王文宇:《企业并购法总评》, 载于王文宇著《新公司法与企业法》, 中国政法大学出版社 2003 年版。
24. 吴高臣:《目标公司小股东的法律保护——以要约收购为背景》, 中国海关出版社 2003 版。
25. 吴弘 鄂鸣:《论反收购法律规范的原则》, 载于顾功耘主编《公司法律评论》2004 年卷, 上海人民出版社。
26. 吴佳惠:《变革后公开收购制度之简介》, 台湾证券交易所资料。
27. 吴林:《谈企业并购之相关规范及修订建议》, 载于《证券柜台》第 101 期。
28. 徐杰:《低价与对价孕育股权收购机会》, 中国证监会报告数据库。
29. 张舫:《公司收购法律制度研究》, 法律出版社 1998 年版。
30. 郑琰:《中国上市公司收购监管》, 北京大学出版社 2004 年版。
31. 中国证监会报告:《赴法国、德国、英国考察并购业务的报告》(2001)。
32. 周春生 吴治宇 黄金老等:《中国上市公司的反收购措施及其规制》, 上证联合 2003 年研究计划。
33. 朱 谦:《公开要约收购与中小股东利益之保护》, 载于《法学》2003 年第 8 期。
34. Andrea Guaccero, Recent Developments in European Takeover and Corporate, *Cardozo Journal of International and Comparative Law*, Summer, 2004.
35. Aviv Pichhadze, Mergers, Acquisitions, and Controlling Shareholders: Canada and Germany, *Banking & Finance Law Review*, June, 2003.
36. Christian Kirchner, Richard W. Painter, Takeover defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteen EU Directive, the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform, *the American Journal of Comparative Law*.
37. Curtis J. Milhaupt, In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan, *Columbia Law Review*, November, 2005.
38. Dale A. Oesterle, *The Law Of Mergers and Acquisitions*, (St. Paul, Minnesota: West Group, 1999).
39. Ernesto Hernandez-Lopez, Bag Wars and Bank Wars, The Gucci and Banque National De Paris Hostile Bids: European Corporate Culture Responds to Active Shareholders, *Fordham Journal of*

Corporate & Financial Law, 2003.

40. Guhan Subramanian, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, Yale Law Journal, December 2003.

41. Hui Huang, China's Takeover Law: A Comparative Analysis and Proposals for Reform, Delaware Journal of Corporate Law, 2005.

42. Hwa-Jin Kim, Living With the IMF: A New Approach to Corporate Governance and Regulation of Financial Institutions in Korea, Berkeley Journal of International Law, 1999.

43. Hwa-Jin Kim, Markets, Financial Institutions, and Corporate Governance: Perspectives from Germany, Law and Policy in International Business, Winter, 1995.

44. Jennifer Arlen & Eric Talley, Precommitment and Managerial Incentives: Unregulable Defenses and The Perils of Shareholder Choice, University of Pennsylvania Law Review, December, 2003.

45. John C. Coates, Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers, California Law Review, October, 2001.

46. John Eloffson, Lie Back and Think of Europe: American Reflections on the EU Takeover Directive, Wisconsin International Law Journal, Fall, 2004.

47. Katsumasa Suzuki, Future Prospects of Takeovers in Japan Analyzed from the View of Share-ownership Structures and Laws in Comparison with the United States and the European Union, Columbia Journal of Transnational Law, 2004.

48. Kwang-Rok Kim, The Tender Offer in Korea: An Analytic Comparison Between Korea and the United States, Pacific Rim Law & Policy Journal, May, 2001.

49. Lewis D. Solomon, Donald E. Schwartz, Jeffrey D. Bauman, Elliott J. Weiss, Corporations, Law and Policy, Materials and Problems, 3rd Edition, (St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1994).

50. Lucian Arye Bebchuk, Management and Control of the Modern Business Corporation: Corporate Control Transactions: The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, University of Chicago Law Review, Summer, 2002.

51. Lucian Arye Bebchuk, Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, Harvard Law Review, June, 1985.

52. Lucian Arye Bebchuk, Investors' Choices: Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements, University of Pennsylvania Law Review, December, 2003.

53. Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates & Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, Stanford Law Review, May, 2002.

54. Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates & Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants, December, 2002.

55. Marcel Kahan and Edward B. Rock, How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law, University of Chicago Law Review, Summer, 2002.

56. Martin Lipton and Paul K. Rowe, Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson, Delaware Journal of Corporate Law, 2002.

57. Miriam P. Hechle, Towards A More Balanced Treatment of Bidder and Target Shareholders, *Columbia Business Law Review*, 1997.
58. Nicholas L. Georgakopoulos, Corporate Defense Law for Dispersed Ownership, *Hofstra Law Review*, Fall, 2001.
59. OK-Rial Song, The Legacy of Controlling Minority Structure: A Kaleidoscope of Corporate Governance Reform in Korean Chaebol, *Law and Policy in International Business*, Fall 2002.
60. Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxweel, 2003.
61. Petra Mennicke, A New Takeover Regime for Germany: The Act on the Acquisition of Securities and Takeover, *Company Lawyer*.
62. Razeen Sappideen, Takeover Bid and Target Shareholder Protection: The Regulatory Framework in the United Kingdom, United State and Australia, *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 1986.
63. Robert B. Thompson and D. Gordon Smith, Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers, *Texas Law Review*, December, 2001.
64. Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations in a Nutshell*, (St. Paul, Minn.: West Group 1996).
65. Scott Mitnick, Cross-Border Mergers and Acquisitons in Europe: Reforming Barriers to Takeovers, *Columbia Business Law Review*, 2001.
66. Sharon Hannes, The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses, *Cardozo Law Review*, May, 2003.
67. Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Foundation Press (2002) .
68. Theodor Baums and Kenneth E. Scott, Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany, *American Journal of Comparative Law*, Winter, 2005.
69. Troy A. Paredes, The Firm and the Nature of Control: Toward a Theory of Takeover Law, *The Journal of Corporation Law*, Fall, 2003.
70. William J. Carney, *Mergers and Acquisitions*, Foundation Press, 2000.

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
