



学位论文的主要创新点

本文以前人的理论研究为基础，力图有所发展和创新，具体表现在以下几方面：

一、本文以完善上市公司反收购行为的法律规制为目标，拟在对公司反收购的理论、发展现状进行分析的基础上，从反收购措施的合法性和平衡目标公司内部管理层与股东在反收购中的利益冲突两个角度分析我国上市公司反收购法律制度。在研究的角度上有所创新。

二、本文针对我国目前反收购制度法律规制相对滞后，尚告缺位的这一立法缺陷，细致探讨了有关对上市公司反收购行为进行法律规制的必要性，分析了建立反收购法律制度时应注意与思考的一些问题：我国反收购立法应当坚持的原则；我国对目标公司行使反收购决定权归属立法选择问题。在探讨这些问题过程中，借鉴了英美相关立法经验，希望能为我国反收购立法的建立提供一些参考。创新点在于提出了在反收购中明确规定监事的权利和义务这一具体建议。

摘要

反收购是指目标公司为防止其控制权转移而采取的旨在预防或阻止收购者收购本公司的行为。反收购的核心在于防止控制权的转移。目前随着我国股权分置改革向纵深推进,越来越多的上市公司将处于股份全流通的状态,股份全流通后,针对上市公司的收购活动也将进入到全新的阶段,目标公司采取的反收购行为也必然会随之活跃,大量实践表明形形色色反收购措施在为收购方制造障碍的同时,侵犯股东权益和违背公司利益的情况时有发生,而加强对反收购法律规制则是解决上述问题的关键。

本文分为四个部分对反收购法律制度进行了研究:首先,论述了反收购的概念,介绍了反收购的分类。其次,介绍了美国、英国和德国的反收购立法体制,对三者进行了比较研究。最后,对我国目前的收购与反收购现状,及我国目前的反收购立法体系做了详细的介绍与评析,针对我国目前反收购的实践及立法的不足,结合美、英、德三国立法与实践的经验,提出了对建立我国的反收购法律制度的一点意见和建议。本文认为,要完善我国上市公司反收购行为的法律规制,首先要完善反收购法律制度的基本原则,其次就是明确反收购的决定权、完善反收购中目标公司管理层的信息披露义务、明确反收购措施的合法性、确定目标公司管理层在反收购中的诚信义务、完善与《反垄断法》配套的相关监管法规以及明确监事在反收购中的权利和义务。

关键词:敌意收购;反收购;上市公司;法律规制

ABSTRACT

Anti-takeover is defined as the action taken by the objective company in order to guard against or stop the transference of its controlling right to another company, which suggests that the obstruction of the transference of the controlling right is its foremost concern. The further development of the Equity Division Reform in China entails the entire circulation of the stocks of more and more listed companies, and that leads the takeover and anti-takeover to a new and active phase. A mounting body of evidence indicates that the anti-takeover measures taken usually impinge on the rights and benefits of the shareholders and the company. To that problem, the enhancement of the legal regulation is the key.

This paper is divided into four parts of anti-takeover legal system are studied: first, this paper discusses the concept of anti-takeover, introduces the anti-takeover classification. Secondly, this paper introduces the United States, Britain and Germany anti-takeover legislation system, makes a comparative study of them. Finally, do a detailed introduction and evaluation to present situation of acquisition and anti-takeover and our country's current anti-takeover legislation system , view of the acquirer's practice and legislation shortage in our country at present, combining legislation and practice experience of three kingdoms, putting forward a bit of advice and Suggestions about the establishment of China's legal system of anti-takeover. This paper argues that to perfect the legal regulation of anti-takeover behavior of the listed companies in China, first should perfect the basic principles of anti-takeover legal system, secondly clear who decide anti-takeover, perfect the obligation to disclosure information of the target company management in anti-takeover, clear the lawfulness of anti-takeover measures , determine the integrity obligations of the target company in anti-takeover, perfect the relevant supervisory regulations relate to Anti-monopoly law and clear supervisors' rights and obligations in the anti-takeover.

Key words: Hostile takeover; Anti-takeover; Listed company; Legal regulation

目 录

引言.....	1
一、问题的提出	1
二、国内外研究现状	1
三、研究目的和意义	2
第一章 上市公司反收购概述.....	3
1.1 上市公司收购与反收购.....	3
1.1.1 上市公司收购及其分类	3
1.1.2 上市公司反收购的概念和特征	5
1.2 上市公司反收购行为的种类	6
1.2.1 事前预防措施.....	7
1.2.2 事后抵御措施.....	9
1.3 对上市公司反收购行为规制的必要性	12
1.3.1 上市公司反收购中的利益冲突.....	13
1.3.2 对上市公司反收购行为法律规制的现实意义.....	15
第二章 国外对上市公司反收购行为的法律规制.....	17
2.1 国外对上市公司反收购行为法律规制的模式	17
2.1.1 美国法对上市公司反收购行为的规制.....	17
2.1.2 英国法对上市公司反收购行为的规制.....	18
2.1.3 德国法对上市公司反收购行为的规制.....	19
2.2 国外上市公司反收购行为法律规制模式的比较	20
第三章 我国对上市公司反收购行为的法律规制现状.....	21
3.1 我国规制上市公司反收购行为的立法体系	21
3.2 我国上市公司反收购法律规则的具体规定	22
3.2.1 关于反收购行为的规定.....	22
3.2.2 关于反收购决定权的规定.....	23
3.2.3 关于目标公司董事义务的规定.....	24
3.3 我国上市公司反收购立法的不足	24
3.3.1 反收购法律规范过于散乱模糊.....	24
3.3.2 目标公司董事勤勉义务和忠实义务规定不完善.....	25
3.3.3 未明确规定反收购的决定权.....	26
第四章 完善我国上市公司反收购行为法律规制的构想.....	27
4.1 确立反收购法律规制的基本原则	27

4.1.1 信息公开原则.....	27
4.1.2 股东大会享有最终决定权原则.....	27
4.1.3 目标公司股东权益保护原则.....	28
4.2 完善我国上市公司反收购行为法律规制的具体建议	30
4.2.1 明确反收购的决定权.....	30
4.2.2 完善反收购中目标公司管理层的信息披露义务.....	31
4.2.3 明确反收购措施的合法性.....	31
4.2.4 确定目标公司管理层在反收购中的诚信义务.....	33
4.2.5 完善与《反垄断法》配套的相关监管法规	35
4.2.6 明确监事在反收购中的权利和义务	35
结语.....	37
参考文献.....	39
发表论文和参加科研情况说明.....	43
致谢.....	45

引言

一、问题的提出

从 19 世纪末开始至今,公司并购已经有了一百多年的历史。从 1897 年开始,美国经历了五次周期性的并购浪潮。如果说前四次收购浪潮的主要舞台是在美国的话,第五次浪潮有一个重要的特征就是跨国并购的案例数量和金额均很高,并购浪潮已波及亚洲各国。在我国也是如此,随着中国加入世界贸易组织,外国资本不断涌入,资本市场不断成熟;随着股权分置改革的逐渐完成,上市公司股票的流动性增强,证券市场的市场结构发生了重大的改变;随着新《公司法》、《证券法》及《上市公司收购管理办法》的正式实施,证券市场的监管理念和法律框架也发生了巨大的变化。在这样的背景下,可以预见,公司间收购现象会越来越多,随之而来的反收购问题也越来越突出。当前,在证券市场比较发达的国家大都通过立法或判例对目标公司的反收购行为进行了规制,建立了比较完善的反收购法律规制体系。而我国在这一方面的立法几乎是空白的,导致实践中的反收购行为无法可依无章可循,公司和相关利益者的利益常常不能得到有效保护。因此,完善我国上市公司的反收购立法已成为当务之急。

二、国内外研究现状

对于上市公司反收购,我国学界尚无较为完整的系统化的研究,但在学者们对于上市公司收购制度研究的论著中或多或少均对反收购措施有所提及。在这些论著中有相当一部分是对国外反收购措施的介绍,如干春辉的《经济师要了解西方企业的反收购技巧》、王苏生的《要约收购的理论与实证研究》。朱宝宪的《公司并购与重组》及其翻译的美国学者帕特里克·A·高根的著作《兼并、收购与公司重组》对美国的反收购实践进行了概述,并对各类反收购措施、各自对应的案例及经济学研究进行了较为深入的介绍。有的学者进一步分析了国外较成型的反并购策略在中国应用的可行性,并提出初步的解决建议,如汤欣在《公司治理与上市公司收购》中从公司治理的视角出发,对公司收购制度分专题进行了研究。其中第 6 专题重点讨论了对目标公司管理层的行为限制,并根据我国公司治理的现状对我国反收购措施的规制提出了建议。张舫在《公司收购法律制度研究》一书中单立一章讨论了目标公司反收购的措施及其规制,他基于对英国和美国两种

立法例的分析、评价,提出在目标公司股东大会同意、作为讨价还价的手段和引入竞争者的这三个条件下应当允许目标公司实施反收购措施。

由于具有丰富的公司收购与反收购实践,国外学者对反收购措施的研究已经从初始的反收购理论争议,进入了实证分析阶段。如 P·S·萨德沙纳姆教授对 1983—1999 年英国 238 对反收购案(占英国上市公司收购案的 24%左右)中所采用的 23 种反收购策略的有效性进行调查,发现使用频率居前十位的反收购措施分别是:贬低他人产品的广告、利润预计、增加股利分配、反垄断游说、友好的股东、利润报告、白衣骑士、分拆、诉讼、资产重估。在其统计的 23 种反收购措施中,只有救星介入、游说友好股东、工会的支持和诉讼对成功防御发挥很大的正面作用,而资产剥离对防御却起极大的负面影响。有些学者则针对某项反收购措施进行了实证研究。一项由哈佛大学 Lucian Arye Bebchuk 等教授主持的研究表明,分批董事会制度使得任何一个敌意收购者在取得控股权后至少要等待一年,经过两次时间上分离的董事会选举才有可能掌握企业的实际控制权。该项研究的学者同时发现,一个有效的分批董事会制度把目标公司保持独立的概率从 34%提高到 61%,相反把敌意收购者第一次要约就取得成功的可能性从 32%降到 25%。实证的结果表明,美国自 20 世纪 90 年代以来目标公司加强采取反收购对策已经使得敌意收购变得非常困难。

三、研究目的和意义

本文的研究目的在于对我国上市公司反收购行为的法律规制这一问题做一粗浅分析,以期引起学术界对此问题的关注,对我国反收购法律制度的研究起到抛砖引玉的作用,在一定程度上也有助于丰富我国关于反收购理论研究的内容。本文的研究意义在于在理论上通过对上市公司反收购问题的研究,丰富了我国公司反收购理论研究的内容。现实意义在于有助于我国反收购立法的完善,有助于国内公司正确运用反收购措施抵御敌意收购。本文运用文献研究、历史分析和比较分析的研究方法,对上市公司反收购的基本理论、主要资本主义国家目标公司反收购的具体措施、英美等国在反收购决策权主体和反收购措施的具体法律规制方面做了一系列分析研究。针对我国目前反收购制度法律规制相对滞后,尚告缺位的这一立法缺陷,细致探讨了有关对上市公司反收购行为进行法律规制的必要性,分析了建立反收购法律制度时应注意与思考的一些问题:我国反收购立法应当坚持的原则;我国对目标公司行使反收购决定权归属立法选择问题。在探讨这些问题过程中,借鉴了英美相关立法经验,希望能为我国反收购立法的建立提供一些参考。

第一章 上市公司反收购概述

1.1 上市公司收购与反收购

面对不断发展的公司收购潮流和收购成功后丧失对公司控制的危险,目标公司管理层的本能反应是采取反收购措施。究竟何谓公司反收购?反收购行为有哪些种类呢?为澄清本文的研究对象必须首先对公司收购与反收购进行界定。

1.1.1 上市公司收购及其分类

1.1.1.1 上市公司收购的概念和特征

收购与反收购是一对矛盾的概念,要想定义反收购,首先应当先明确公司收购。收购(takeover)又称接管。根据《布莱克法律词典》,takeover是指取得控制权或经营权的行为^[1]。由此,公司收购就具有了如下特点:首先,收购行为针对的是目标公司发行在外的具有表决权的证券,这使得公司收购区别于购买公司债券的普通投资行为和购买公司资产的普通交易行为。其次,公司收购的目的是取得目标公司的控制权或经营权,这使得公司收购区别于购买公司股票以取得股票溢价的普通投资行为。收购成功后收购人取得目标公司控制权、经营权,并且按照自己的意图运营目标公司以取得投资收益。

上市公司收购是公司收购的一种,特指在一国公开的证券交易市场上进行的公司收购,是投资者通过公开的证券交易市场,单独或共同购买某上市公司的股份,以取得对该上市公司的控制权或经营权,进而实现对该上市公司兼并或实现其他产权性交易的行为。上市公司收购实质上是收购人与目标公司原股东之间的一种股权转让行为,是一种民事法律行为,而且是一种特殊的民事法律行为。首先,上市公司收购的主体平等,即收购人与目标公司原股东在交易过程中法律地位是平等的;其次,上市公司收购的各个环节均离不开当事人的意思表示;再次,上市公司收购行为引发了民事权利义务关系的变动,这种行为不但引起收购人与目标公司原股东之间产生了股份买卖关系,而且使目标公司的股东发生了变化;最后,上市公司收购行为所引发的民事权利义务关系的变动与当事人预期的相一致并得到了法律的保护,收购人持有目标公司股份达到一定比例后取得对目标公司的控制权或经营权,目标公司原股东转让了自己所持有的股份,获得了股票溢价。但上市公司收购这种民事法律行为也有其特殊性,其标的是目标公司发行在

[1]汤欣.公司治理与上市公司收购[M].北京:中国人民大学出版社.2001:163.

外的具有表决权的股份，而且上市公司收购要严格遵守强行性规定，如公司法、证券法规定的条件和程序。

1.1.1.2 上市公司收购的分类

公司收购按不同的标准可以划分为不同的种类，各种不同的分类有助于我们从不同的角度来认识和把握上市公司收购的法律特征。具体内容包括：

(1) 以收购方式的不同，分为要约收购、协议收购、公开市场上收购。根据赵旭东先生的观点，要约收购是指收购人通过目标公司的股东发出收购要约的方式进行收购。^[1]关景欣先生认为：公开要约收购是指用现金、股票或者两者的混合形式，绕过目标公司董事会和管理层直接向股东发出要约，收购全部或部分发行在外的股票，以达到对目标公司进行控制的一种收购行为。^[2]综合以上两者观点，要约收购可以表述为在公开的证券交易市场上，收购人公开向目标公司股东发出要约，以收购目标公司一定数量的股份、从而可能控制该公司的行为。这是我国证券法规定的上市公司收购的基本方式。所谓协议收购，是指收购人在公开的证券交易市场上，与目标公司订立协议收购目标公司股份的行为。协议收购隐瞒性较大，为多数国家立法所限制。我国《证券法》允许协议收购，同时在《上市公司收购管理办法》中做了严格的限制。所谓公开市场上收购，是指收购人在证券交易所的交易活动中，通过集中竞价交易的方式，直接购买目标公司的股票，从而达到可能控制目标公司的一种收购行为。

(2) 以收购股份数量的不同，可分为部分收购和全面收购。部分收购，是指投资者向全体股东发出收购要约，收购占一家上市公司股份总数一定比例的股份而获得该公司控制权的行为。目标公司股东可以根据这一比例来出售自己的股份。全面收购，是指计划收购目标公司的全部股份或收购要约中不规定收购的股份数量，法律推定其为全面收购，收购者必须依要约条件购买全部受要约人承诺的股票。

(3) 以收购方和被收购方的合作态度，即同意与否，可分为友好收购和敌意收购。友好收购是指收购人在得到目标公司管理部门同意的情况下实施的收购；敌意收购是指在目标公司管理部门抵制的情况下的收购。协议收购一般为友好收购，要约收购一般为敌意收购。

(4) 以收购主体多寡，可分为单独收购和共同收购。一个自然人或法人独自实施的收购行为就是单独收购。两个或两个以上的人为达到控制一个上市公司的目的，根据相互间的协议，互相合作共同购买目标公司股份的行为就是共同收购。

[1]赵旭东. 商法学教程[M]. 北京:中国政法大学出版社, 2004:388.

[2]关景欣. 公司并购重组操作实务[M]. 北京:法律出版社, 2007:17.

以上是学理上关于上市公司收购的一些大的分类,根据立法的规定,实践中,我国上市公司收购活动采用的方式主要有要约收购、协议收购、间接收购、定向发行、行政划转(合并、变更)、二级市场举牌收购、司法裁决、继承、赠与、征集投票权等。

1.1.2 上市公司反收购的概念和特征

1.1.2.1 反收购的释义

反收购行为并不是独立存在的,它是与上市公司收购,尤其是敌意收购行为相对应的。反收购有广义和狭义之分,广义的反收购指目标公司对一切潜在的收购进行防御和反击的行为,既包括了对敌意收购的预防和反击,也包括了对善意收购的拒绝;狭义的反收购仅是针对敌意收购而采取的一系列行为,包括事先就可能发生的敌意收购而进行的一些股权治理方面的预防,也有要约收购发出后目标公司针锋相对的反收购行为。

从以上反收购的定义中,可以得出反收购包含三层含义:首先,反收购行为的主体是目标公司,即收购人意欲收购其股份以取得控制权的公司;其次,反收购的核心是对抗收购人,阻止其取得目标公司的控制权;最后,目标公司所采取的反收购策略主要有两类:其一是应对潜在收购的事前预防性策略,其二是收购人发出收购要约之后的防御性策略。^[1]

1.1.2.2 反收购的特征

综上,反收购就具有了如下特征:

(1) 反收购策略的实施者是目标公司的控制者

反收购基于收购行为而产生,收购的成败直接影响到公司实际控制者的利益。这是因为收购行为其实就是针对公司控制权的争夺,一旦收购成功,公司的控制权将会转移到收购者手中,目标公司的实际控制人,往往会采取一些反收购措施。因此,反收购策略的主要推动者和实施者是公司的控制者,即大股东和管理层。虽然中小股东有时候也对收购要约不满,但是他们出于成本收益的考虑和对集体行动的忧虑,往往是消极地抱怨或等待搭便车,而不会采取积极的措施去反对公司被收购。公司的大股东与管理层在公司中具有重大利益,并且他们对公司具有重大影响,因此当他们认为目前的收购对其不利时,有充足的动力也有强大的能力去对抗敌意收购。

(2) 反收购只针对敌意收购而言

如前所述,上市公司收购可分为友好收购和敌意收购。友好收购往往在事前

[1] 殷召良. 公司控制权法律问题研究[M]. 北京:法律出版社, 2001:69

已经征得了目标公司经营者的同意,使其与收购者密切合作,积极劝导本公司的股东向收购者出售股份。因此对于友好收购不存在反收购的诱因。只有在敌意收购中,收购行为才会遇到目标公司的激烈反抗。

(3) 反收购所牵涉利益众多、复杂

在目标公司的反收购中,所涉及的利益众多,收购人、目标公司及其股东、管理层、债权人、职工的利益相互交错,价值取向各不相同,甚至对立、冲突。即使是同一主体也可能由于身份的不同而代表不同的利益。例如目标公司的管理层,当其作为目标公司股东的执行者时,其代表的是目标公司股东的利益;而当其作为目标公司的经营者时,其代表的是包括目标公司、职工等利益相关者的利益;而目标公司的管理者也有其自身的利益追求。这些价值追求不同的利益全部集于管理层一身,使其在反收购中往往会为了维护一部分利益而损害另一部分利益。

(4) 反收购的目标是防止并购的发生或者阻止已经发生的收购行为

反收购措施既可以是在并购未发生时的事前预防,也可以是并购过程中的积极反击,而且这种反击的目的可能是彻底地反对目标公司被收购,也可能只是目标公司一种讨价还价的手段,期望在收购中获得更高的收益。

(5) 反收购策略上的多样性

反收购的策略多种多样,即可以是应对潜在上市公司收购的事前预防性策略,如“毒丸计划”、“降落伞计划”;也可以是收购人发出收购要约之后的防御性策略,如“白衣骑士”、“帕克曼防御”。即可以是经济的手段,如目标公司在章程中设定一定的反收购条款;也可以是法律的手段,如利用反垄断法、证券法的相关规定进行法律诉讼。

1.2 上市公司反收购行为的种类

目标公司面对收购方的收购行为而采取的保护性措施既包括目标公司在收购方实施收购战略前所采取的预防措施,即“事前反收购措施”(Pre-offer Defense Measures)。也包括目标公司在收购方式是收购战略后所采取的抵抗措施,即“事后反收购措施”(Post-offer Defense Measures)。^[1]

[1] 吴伟央,贺亮,邸智源. 跨国公司并购法律实务[M]. 北京:法律出版社, 2007:322.

1.2.1 事前预防措施

1.2.1.1 降低收购者的收购效益或增加收购者风险

目标公司为了避免被其他公司收购,可以实施一定的自残行为,以牺牲自身的巨大利益为代价,降低收购者的收购效益或增加收购风险,从而达到击退恶意收购的目的。其中,最为常见的两个反收购战略就是“毒丸计划”和“焦土战术”。

(1) “毒丸(Poison Pill)计划”

“毒丸计划”是一种提高收购方收购成本,造成目标公司的吸引力急速降低的反收购措施。“毒丸计划”是由美国著名的并购律师马丁·利普顿(Martin Lipton)律师于1982年创设的一种旨在防止恶意收购的策略,正式名称为“股权摊薄反收购措施”。该计划最初的形式很简单,就是目标公司向普通股股东发行优先股,一旦公司被收购,股东持有的优先股就可以转换为一定数额的收购方股票。在反收购实践中,主要存在三种“毒丸计划”:“负债毒丸计划”、“优先股毒丸计划”和“人员毒丸计划”。“负债毒丸计划”是指目标公司在恶意收购威胁下大量增加自身负债,降低公司被收购的吸引力。例如,目标公司在发行债券或借贷时可与债权人订立“毒丸条款”,约定:在目标公司遭到并购接收时,债权人有权要求提前赎回债券、清偿借贷或将债券转换成股票。“优先股权毒丸计划”是指在恶意收购威胁下赋予某些股东特别的权利,以阻止目标公司被恶意收购者收购的一种反收购措施。“人员毒丸计划”是指目标公司全部或者绝大部分高级管理人员共同签署协议,在目标公司被以不公平的价格收购,并且这些人中有一人在收购后将被降职或革职时,全部管理人员将集体辞职。这一策略不仅保护了目标公司股东的利益,而且会使收购方慎重考虑收购后更换管理层对公司带来的巨大影响。以上三种毒丸发作时,可以降低和削弱收购方的持股比例和优势地位,使其收购目标公司的计划落空。作为防御性条款,“毒丸计划”在平时不会生效,只有当目标公司面临被收购的威胁时,“毒丸计划”才会启动。

(2) “焦土(Scorched Earth)战术”

“焦土战术”是指目标公司在收到并购袭击而无力反抗时,通过降低公司资产、财务、业务质量(如低价出售优质资产、制造亏损等),或者破坏公司的特性,以挫败恶意收购人的收购意图的一种反收购战术。常见的“焦土战术”主要有两种,即出售“皇冠上的珍珠”和“虚胖战术”。“皇冠上的珍珠”是指一个公司最富吸引力和最具收购价值的部分,可能是某项优质资产、技术秘密等能诱发收购方收购意图的部分。目标公司将“皇冠上的珍珠”出售或抵押给第三方,或者赋予第三方购买该“皇冠上的珍珠”的期权,就可以消除并购的诱因,打消收购方对目标公司的收购兴趣,从而有效解除收购威胁。“虚胖战术”的做法有多

种：购置大量与公司经营无关或盈利能力差的资产，令目标公司包袱沉重，资产质量下降；大量增加目标公司负债，恶化财务状况，加大经营风险；故意投资一些长时间才能见效的项目，使目标公司在短时间内资产收益率大减，等等。由于“虚胖战术”会导致目标公司严重的负债问题，恶意收购者就不得不考虑放弃收购。

1.2.1.2 驱鲨剂 (Shark Repellent)

驱鲨剂，又称豪猪条款，是指在收购要约前修改公司设立章程或做其它防御准备以使收购更为困难的条款，或者在公司设立章程或内部细则中设计防御条款，使那些没有经过目标公司董事会同意的收购企图不可能实现。驱鲨剂的典型形式主要有：

(1) 超级多数条款

超级多数条款是指在目标公司的章程中规定，凡任命或辞退董事、决定公司合并或分立、出售公司资产等重大事项，必须经过公司绝大多数股东投票通过，方可实施。因此，在这个超多数条款的限制下，如果只获得股东票数的简单多数通过会仍不起作用。这种反收购方式主要是通过公司章程的规定来警示敌意收购者，即使他们通过要约收购获得公司的控制权，也不能对目标公司的生产经营和资产分配产生实质性的影响。从而使得敌意收购者知难而退，放弃收购。

(2) 公平价格条款

公平价格条款要求收购者向所有股东支付相同的价格，否则就限制其收购要约。该公平价格通常由特定的公式或独立的评估师来决定。这种反收购方式主要用来预防两段式收购。两段式收购是指，敌意收购者为了诱使股东出售其所持有的股票，在要约收购协议中制定了不同的购买价格标准，率先出售的股东所出售的股票将获得较后出售的股东而言更高的定价。这就迫使股东争相出售自己所持股票，从而就加快收购速度和节约成本。而公平价格条款就从根本上挫败了敌意收购者趁火打劫的奸计。

(3) 分期分组董事会条款。

分期分组董事会条款也称为任期错开董事会，典型的做法是在公司章程中规定，董事分为三组，每届任期三年，股东会每年只能依次改选其中的一组，且辞退董事必须具备合理的原因。这样一来，即使收购人拥有一半以上的控股权，在短期内也无法控制经营权。

1.2.1.3 降落伞计划

由于目标公司被收购后，随之而来的经常是管理层更换和公司裁员，因此降落伞反收购计划应运而生。降落伞计划具体包括三种形式：金降落伞、灰色降落

伞和锡降落伞。

金降落伞属于一种契约安排，它规定在公司与公司的董事、监事等高层管理人员订定的有关报酬事项的合同之中，约定一旦公司被收购时，尤其是控制权发生变动的情况下，公司有义务向被迫或者自愿离任的管理层成员支付丰厚报酬或者巨额补偿。可见，金降落伞的法律性质是附条件的合同行为。

金降落伞的设计初衷是通过昂贵的“降落费用”，给潜在的收购者带来现金支付上的压力，使收购变得不那么有利可图，从而逼迫敌意收购者知难而退，客观上起到反收购的作用。美国著名公司法专家汉密尔顿认为，金降落伞的目的有二：一是确保公司管理层在面对收购行为时继续保持对公司的忠诚；二是增加收购人成功收购的成本。不过，金降落伞在多大程度上能够阻遏收购不无争论，它很可能成为引起公司内部矛盾的一个根源。首先，从降落费用的实际作用来看，对于往往实力雄厚而又看重收购预期利益的收购方而言，可能只是收购价格的一小部分，很难对收购者形成障碍；其次，金降落伞协议也给管理层谋取私利提供了方便，使得本就动机难辨的反收购行为更蒙上了一层管理层自利的色彩，买方可能通过法院的司法审查否定该项协议的效力。灰色降落伞主要是对中级管理人员提供较为逊色的同类保证。目标公司承诺，如果该公司被收购，管理人员可以根据工龄长短领取数周至数月的工资。锡降落伞是指目标公司的普通员工在公司被收购后一段时间被解雇的话，则可领取员工遣散费。^[1]敌意收购中收购人收购成功后往往会改组公司的管理层或大量裁员以实现自己的经营目标和战略意图，但是在目标公司实施了降落伞计划后，收购人即使收购成功，如果要解雇原管理层或者大量裁员也必须支付额外的巨大成本。因此此种策略的实施可以降低收购方对目标公司的收购兴趣。

1.2.2 事后抵御措施

1.2.2.1 寻找并购竞争者

即通常所说的“寻找‘白衣骑士’”(White Knight)，是指目标公司在遭到恶意收购的袭击时，为了不使本公司落入恶意收购者手中，主动寻找与自己关系密切有实力的第三方企业（即所谓的“白衣骑士”），请求该企业充当并购者，参与恶意并购者的竞争，从而达到驱逐恶意收购者以解救自己的目的。

寻找“白衣骑士”的结果是引发一场激烈的收购战，往往会驱使市场对目标公司做出新的价格发现和定位，给股东带来额外的收益。从这个意义上说，“白衣骑士”策略的运用可在一定程度上促进市场的效率。但是，该措施的应用容易

[1] 高大勇, 陈立, 宋蔚蔚. 上市公司收购[M]. 经济科学出版社, 2004.

引发“定局交易”。为了吸引教授者，目标公司的经营者往往给予教授者一种选择权，使教授者在入侵者获得一定比例的目标公司股份时，有权以优惠价格购买目标公司最有价值的分公司、子公司、或财产(所谓“皇冠上的明珠”)，这种交易被称为“定局交易”。定局交易通常会使目标公司的利益受损。

1.2.2.2 锁定协议

锁定协议是一种常见的防御性措施，它往往是友好收购协议中的一个条款。目标公司以合同的形式给予友好收购者购买公司股份或者公司某一部分(如资产或业务)的权利，旨在防御敌意收购者要约，确保友好收购的成功。可供购买的股份一般是公司章程中被授权发行而还没有发行的股份。英美的公司法实行授权资本制，因而可以这样做。锁定选择条款所规定的购买价格不但低于市价，而且按市值计算也低于协议收购的价格。购股权或购买权的行使附有停止条件，那就是敌意收购成功。也就是说，协议中有两个价格：如果停止条件不成就，就执行友好收购协议，包括较高的协议价格；如果停止条件成就，就选择锁定价格。锁定协议可以在敌意收购还没有出现的时候，为了预防而使用；也可以在敌意收购已经出现的时候为了挫败敌意收购而使用。后者一般都是为了确保白衣骑士能够击败敌意收购人，并避免因竞价而使价格越来越高。

锁定协议的内容丰富多彩，可以分解成几个层次或类型。第一个层次是仅仅由目标公司答应友好收购人在目标公司股东对友好收购协议进行表决之前不会再招引第三者的竞价，或者进一步答应如果第三者竞价不请自来时，目标公司董事会将不予支持或明确反对。但是这样的协议有可能违反董事对股东的忠实义务，因为如果第三者的要约对股东更加有利，董事会就有义务支持。而且，在面对更有利的要约时，股东通常会接受，从而使这种锁定协议的效果不是很稳定。第二种类型的锁定协议进了一步。当目标公司管理层拥有多数股份时，或即使不拥有多数股份，但也拥有相当大的份额(如40%)时，善意收购人可以要求购买这些股份，价格与其给其他股东的价格相同。这样的锁定协议可以有效的防御任何敌意收购。因为即使善意收购人购买的股份还不到半数，但敌意收购人也已经很难收购到过半数的股份了。这样的协议对目标公司管理层也比较安全，因为他们所获得的股票价格与其他股东是一样的。只要他们没有得到别的利益，即使协议价格低于敌意要约的价格，并且击败了敌意收购，股东也很难对此提出指控。

第三种类型的锁定协议是在目标公司管理层并不拥有大额股份时，管理层可以向善意收购人低价发行公司章程授权发行但还没有发行的股份。如果这时发行的股份超过了已发行的股份，任何敌意收购都可以得到有效的防御。即使不超过，锁定协议还是可以进行有效的防御：一旦有人进行高价敌意收购，善意收购人可以按锁定价(一般很低，低于协议收购的价格)购买新发行的股份，而如果敌意收

购人想从善意收购人处获得这部分股份时就必须支付和已发行股份同样或更高的价格。出于资金的压力，敌意收购方往往会止步。

1.2.2.3 股份回购策略

股份回购策略是指目标公司或其董事、监事回购目标公司的股份。对于股份回购策略，各国和地区法律规定不一。香港禁止之，英、美和一些欧洲国家在附带条件下则是准许的。针对股份回购的做法，收购方往往向证券管理部门或法院控告其违反证券交易法。上市公司的股价和股权分布决定着公司的命运。公司适当的进行股票回购，既有助于提高公司股票股本收益率，也有助于抬升股价（假设股票回购不影响公司的收益，那么剩下的股票的每股收益就会上升，从而导致每股市场价格上扬）。股份回购的基本形式有两种：一是公司将可用的现金支付给股东，从而购回股票；二是公司认为自己企业的资本结构中股本成分太高了，从而提高债务资本的比例，发行债券，用发行债券所得资金回购本企业股票（又称死亡换股）。股份回购会导致公司资本的实质性减少、公司偿债能力的削弱，还会导致公司成为自身的成员，权利义务关系不清。另外，公司管理层可能交替使用回购旧股、发行新股两种手段控制股票价格，从而影响证券交易的安全。因此各国法律对此均予以关注，或多或少的予以法律限制。

1.2.2.4 收购并购者

又称“帕克曼防御术”（Pac-man Defence），是指目标公司为挫败收购者的收购企图而采取的一种策略。这一反收购战术的名称取自于20世纪80年代初期美国颇为流行的一种电子游戏。在该游戏中，电子动物相互疯狂吞噬，其间每一个没有吃掉其敌手的一方反会遭到自我毁灭。^[1]作为反收购策略，“帕克曼防御术”是指当目标公司面临恶意收购威胁时，目标公司管理层可以反向要约，向恶意收购者进行反向的防御收购，即参与恶意收购者的公司，进而牵制对方，甚至有可能吃掉对方而得到对方的经营权。若目标公司与恶意收购者的公司都成功收购对方多数股份时，则彼此就形成交叉持股，进而相互成为对方的控制或从属公司。简言之，“帕克曼防御术”就是指目标公司威胁进行反收购，并开始购买收购者的普通股，从而达到保卫自己的目的。我国目前的法规没有禁止公司采用“帕克曼防御术”。因此，在我国目标公司可以利用该方法，作为反收购的措施。

1.2.2.5 出售股份给予自己关系密切的第三方企业

即通常所说的“寻找”‘白衣侍卫’（White Squire），这是一种类似于“寻

[1][美]帕特里克·A·高根. 兼并、收购与公司重组[M]. 朱宝宪, 吴亚君译, 北京:机械工业出版社, 2004: 127.

找”‘白衣骑士’（White Knight）的反收购措施，是指目标公司将大量有表决权的股份出售给予自己关系密切而不对自己构成威胁的第三方企业（即所谓的“白衣侍卫”），以增加恶意收购者收购的难度。“白衣侍卫”与“白衣骑士”的区别在于：前者不需要与目标公司关系密切的第三方企业发出与恶意收购者收购方针相对的收购要约，且并不因此获得目标公司的控制权；而后者则需要与目标公司关系密切的第三方企业发出收购要约与恶意收购者进行竞争，且以控制目标公司的控制权为目的。

1.2.2.6 绿色邮件（Green mail）

绿色邮件实际上也是股份回购的一种，但是由于它有点特殊，因此对它单独进行介绍和讨论。它指目标公司管理层为了维持自己的地位，和收购人达成协议，由目标公司向收购人以更高的价格回购收购人已经持有的目标公司的股份，而收购人也承诺在一定时期内不再收购目标公司。这种回购协议称为静站协议。由于收购风险有时很大，这种协议能使收购人从中赚一笔，收购人往往很愿意订立这种协议。有时，收购人往往也主动与目标公司管理层协商或通过各种表示和压力诱使目标管理层向其购买股份。上述做法就是绿色勒索。这种回购是一种选择性回购，只向收购人而不是所有股东回购，而且回购价格一般都高于市场价格。但收购人一般都否认他们是勒索，宣称他们是以市价卖出其持有的目标公司的股份的。但是，在这种情形中，由于对可能的收购的预期，目标公司股票的价格往往已经涨至创纪录的高度。而通常的，当收购人卖出股票后，股票的价格就会回落至先前的水平。

1.2.2.7 反收购诉讼策略

除了上述经济手段外，目标公司的经营者还可以利用法律手段进行反收购。这其中最典型的手段就是利用诉讼手段。利用诉讼延缓并购时间，便于目标公司管理层采取进一步的反收购措施。这种诉讼的目的不在于赢得诉讼，而使利用诉讼获得宝贵的喘息机会，并组织有效的反击。

1.3 对上市公司反收购行为规制的必要性

之所以要对上市公司的反收购行为进行规制，是因为对上市公司的反收购行为进行规制十分必要。对上市公司收购行为进行法律规制的必要性主要表现在以下两个方面：一是上市公司反收购中的利益冲突决定了必须对反收购行为进行法律规制；二是对上市公司的反收购行为进行法律规制具有其现实意义。

1.3.1 上市公司反收购中的利益冲突

1.3.1.1 目标公司股东和管理层的利益冲突

现代公司的治理结构形式，决定了公司的经营权和所有权的分离。股东作为一个公司的投资者，以其所持有的股份对公司拥有所有权；而公司的管理层直接参与公司的各项事务，是公司的实际经营者，他们实际上起到的是一种代理人的作用。这一点可以从上市公司的权力机关股东大会与董事会的关系上看起来。股东大会是公司的最高权力机构，而董事会则是公司的经营决策机构，董事一般都是由股东大会选举出来的。经营者的经营行为是为所有者服务的，一般来说其经营状况的好坏对于所有者利益的影响远远比经营者要大得多。因为股东是公司的直接投资者，公司经营状况的好坏直接影响其分红，而经营者受到的影响仅仅是薪酬问题。由此看来作为目标公司的所有者的股东的利益与作为代理人地位的公司管理层的利益之间难免会发生冲突。而当收购行为启动时，管理层的地位必然会受到影响，他们往往采取一定的措施。这里主要有两种情况：一是收购方的收购旨在控制目标公司，而与目标公司管理层无任何瓜葛；这种情形下一旦收购成功，目标公司管理层将失去其已有的高职位。这时他们往往会抵制收购行为，而不论收购行为是否对公司股东有利，这时管理层就是在滥用反收购措施而损害其他股东的利益。二是收购方为了控制目标公司，而与目标公司管理层相互勾结，以达到顺利收购目标公司的目的。这种情况下收购行为显然对公司不利，本应积极抵制收购的管理层却与对方勾结，从而损害了股东的利益。以上的利益冲突只有通过规制管理层的忠实义务来解决。

1.3.1.2 大股东和上市公司的利益冲突

在公司上市后，大股东作为公司最大的投资者，最关心的应该是公司股票的变动。上市公司股票上涨越快，大股东获得的利益就越大。一般来说，上市公司的经营状况越好，其上市的股票总体来说是一路上涨的。但是反过来说，一只股票的上涨并不代表公司经营状况良好，因为有可能存在内幕交易或者操纵市场行为的存在。在这种情形下，公司的利益与大股东之间的利益并不一致，而是存在着冲突。这种冲突在收购行为发生时表现的尤为突出。当收购方为了迅速控制目标公司时，往往抬高目标公司股价，吸引目标公司的大股东接受收购要约，此时股东利益和上市公司长远发展之间的冲突就显得尤为尖锐。股东关心更多的是股票的短期价格上涨和盈利，而不是公司长期、综合的发展和潜在的增长能力。这就形成了这样的格局，上市公司大股东通过短期的掠夺式经营，迅速地贴现上市公司的未来利润，抬高股价后迅速转让股份。另外，收购也以盘剥上市公司的利

润和资产为目的,在收购成功后就迅速掏空上市公司资产退出,如此反复形成恶性循环。对此情况,上市公司的管理层有义务审查这些收购交易,一旦发现股权收购有违上市公司发展之嫌时,可以提出反收购。

1.3.1.3 股东和上市公司债权人的利益冲突

在收购与反收购过程中,目标公司股东与债权人之间的利益冲突是显而易见的。债权人之所以对目标公司享有债权,本身就是对其原有股东和管理层的信任。目标公司股东、管理层发生了变动,将会增大债权人受偿的不确定性。尤其是在杠杆收购过程中,收购人以目标公司的资产作为担保进行融资,一旦目标公司到期不能清偿债务而被宣告破产,普通债权人的受偿顺序前面又加上了担保债权人,这对目标公司的普通债权人更加不利。目标公司股东与债权人的利益冲突源于“公司法人独立”和“股东有限责任”制度,即公司以其全部资产对外承担责任;股东以其出资额为限对外承担公司责任。虽然很多国家在立法中均规定了“公司法人人格否认制度”,但是目标公司股东和债权人的利益冲突依然存在。表现为:第一,利润分配上的冲突,债权人的利息费用是作为目标公司的财务费用在所得税前列支的,但是股东仅对目标公司享有剩余利润请求权,这就意味着目标公司一旦破产,股东可能什么也得不到;第二,对风险的偏好不同,由于收益越大,风险越大,目标公司股东在利益的驱使下对于风险的态度比较激进,但是无论收益多少,债权人都只能从目标公司取得固定的借款本息,出于对自身债权安全性的考虑,债权人多是风险回避者,这就使二者在对目标公司的运营上产生冲突;第三,目标公司的控股股东大量地利用关联交易掏空作为债务履行主体的公司资产或利用公司进行巨额财产担保或将公司资产用于发放现金股利予股东,严重削弱目标公司履行债务的能力,损害债权人的利益。^[1]

1.3.1.4 收购主体和公共利益的冲突

这主要是指从收购结果上看,企业因收购行为而可能造成垄断。垄断的存在被认为是市场经济的主要缺陷,其害处是企业市场集中度过高导致竞争减少,从而影响产业的长期发展,损害消费者利益,违反社会公共利益。具体说来,收购人可能在收购成功后吞并目标公司,进而进一步向同行业的其他公司启动收购行为,这样有可能造成行业垄断的出现。我们知道,垄断是竞争的天敌,垄断的形成必然会限制竞争。收购人的垄断地位一旦形成,他可能会滥用市场支配地位,排斥其他竞争者,在击败其他竞争者后,可能会哄抬物价或者生产质次价高的产品,从而最终危害到作为消费者的广大人民群众根本利益,也就是公共利益。同

[1]王文字.公司法论[M].北京:中国政法大学出版社,2004: 41.

时我们知道，公司不是大股东或者管理层的公司，公司的利益关系到所有股东、职工、公司的债权人以及其他利益相关者的利益。当恶意收购行为完成后，不仅仅目标公司的管理层失去了公司的控制权，更有可能殃及目标公司的普通员工和债权人。对于普通职工来说，有可能面临着失业的威胁。而对于目标公司的债权人来说，则可能存在无处追债的威胁。更为重要的是收购人的恶意收购可能会造成苦心经营的目标公司毁于一旦，所积累起来的信息资源及其他资源的流失，而恶意收购人可能仅仅为取得目标公司中的一项资产，而在收购完成后破坏其他资源，从而造成社会资源的浪费。

综上所述，为了兼顾各方主体的利益，协调各利益相关者的利益冲突，保护相关市场主体的合法利益，规范反收购秩序，对反收购行为进行规制是十分必要的。

1.3.2 对上市公司反收购行为法律规制的现实意义

1.3.2.1 有利于维护稳定的市场秩序促进资本市场的和谐发展

法律的存在在于维护一定的秩序，法律通过一些规范约束人们的行为从而维护一种社会秩序。任何行为如果脱离了法律的束缚，必然会造成社会的不稳定。从这个意义上来说，法律总是在为秩序服务的。同样，对上市公司收购行为进行法律规制，也是出于规范上市公司之间的兼并行为，使收购与反收购行为在法律的框架内有序地进行。对于目标公司来说，收购的完成就意味着他生命的终结或者公司控制权的转移，这事关目标公司内部利益相关者的切身利益，如果不对反收购行为进行规制，必然会有侵害目标公司股东利益的行为发生，任其发展下去，不利于保护股东的合法权益。同时当前上市公司控制权的争夺愈演愈烈，不对其进行规范，必然会造成竞争秩序的混乱，从而最终影响社会的公共利益。因此通过对上市公司反收购行为进行法律规制，可以规范收购方的收购行为，规范被收购方面对收购时所采取的各种措施，防止混乱的竞争发生，有利于维护稳定的市场秩序。通过明确反收购措施的合法性，可以防止目标公司管理层滥用反收购措施抵制正当的收购行为，消除不正当的市场竞争。尤其目标公司为了抵制收购，使用自损的行为如“虚胖战术”，造成社会资源的浪费，不利于市场经济的健康发展。通过对反收购行为的法律规制，可以防止目标公司自残，造成收购成本增加，资源浪费严重，有利于维护资本市场的和谐发展。

1.3.2.2 有利于实现市场竞争中的信息公平

众所周知，经济全球化的发展使得信息的获得途径日益快速和方便，这在客观上使得信息的获得显得日益重要，信息时代已然到来。信息对于商品市场的重

要性不言而喻,由于市场经济的变化纷繁复杂,市场主体只有掌握最新的信息才能把握市场的脉搏,进而才能根据自身情况制定出合理的计划,以便达到预期的目的。同时由于市场主体的力量以及所处地位的差异,信息不对称必然难以避免。上市公司收购中,收购方与目标公司之间就可能存在这种情况。通常收购方并不比目标公司更加了解目标公司自身情况,而收购时目标公司披露信息是否充分真实,收购方无从得知或者很难通过某种途径得知,这充分说明了二者之间信息的不对称。因而容易出现目标公司虚假披露信息的情况,通过对反收购行为的法律规制,通过要求目标公司充分披露信息,有利于保证收购双方公平交易,实现市场竞争中的信息公平。同时,在反收购中,目标公司管理层与目标公司股东之间也存在着信息不对称的现象。这是因为股东并不直接参与公司的经营管理,他们可能甚至并不懂公司的基本运作情况,只是单纯持有股票,一个显而易见的例子就是股民。所以股东与公司管理层相比,无论是在掌握的信息量上还是在获得信息的途径上,明显处于弱势地位。所以目标公司管理层很容易滥用信息优势,为了私利而蒙蔽股东。对反收购行为进行规制,要求目标公司管理层充分披露收购方的情况,可以有效保护目标公司股东的合法权益,实现公司管理层与股东之间在上市公司收购中获得公平的信息机会。

第二章 国外对上市公司反收购行为的法律规制

2.1 国外对上市公司反收购行为法律规制的模式

为了更好地研究国内上市公司反收购法律制度,对外国有关的反收购法律有个比较全面的了解是十分必要的。国外法律关于上市公司反收购措施规定的一个重要原则就是充分保护股东尤其是中小股东的利益,禁止公司管理层出于自利动机而进行反收购。由于目标公司的管理层在收购和反收购中扮演着重要的角色,针对可能出现的利益冲突,美、英、德等国家都对并购中目标公司的反收购措施进行严格限制。

2.1.1 美国法对上市公司反收购行为的规制

在美国模式下,目标公司管理者有采取反收购措施的权利,原则上允许他们采取一些反收购措施,有根据一些特定规则来判断反收购措施是否合法或适当。具体而言,目标公司可以采取任何措施来预防并购的威胁,这些措施包括:规定董事的交错任期,从而使并购者难以建立自己的董事会;发行只有较少的表决权的股票,从而使收购者即使大量持股也不能对公司实施控制;规定“超级多数”条款或“公平价格条款”;发行“毒药丸”证券^[1]。只要符合“商业判断规则”的要求,目标公司董事会采取的上述策略都可得到法律的保护。

商业判断原则是指,只要是董事会基于合理信息,善意和诚实地做出的合理决定,即便事后在公司的立场上看,此决定是不正确的或有损的,董事也无需负责。对此种决定,股东无权禁止、废除或抨击非难。而在法院方面,将推断争议的案件符合下列要件:第一,涉及商事决策的争议;第二,董事对有关交易没有个人利害关系;第三,董事已经履行其忠实义务;第四,没有滥用裁量权的情况。除非原告能提出反证证明上述推定不正确,否则有关交易的合法性将被维持,法院将尊重公司管理层做出的决定,不另外进行事后审查。但是大多数商业判断原则的适用都是有条件的,如果董事会的决定是为了董事的私利并引起了难以解决的利益冲突,那么该决定便不受上述原则的保护。“除非(董事)权利被非法地或不诚实地行使,或者除非发现(董事的)行为是欺诈性的共谋的,并且侵犯了股东的权利,否则法院不会干预。纯粹的错误判断不足以引起司法的干预,因为公司

[1] 吴伟央,贺亮,邸智源.跨国公司并购法律实务[M].北京:法律出版社,2007:356.

管理层受命可以自由行使裁量权^[1]。”美国法学研究院《公司治理原则》第 4.01(c) 条则规定：“在下列情况下：以善意做出商业判断的董事或经理即履行了他（她）在本条下的职责：a. 与商业判断事项没有利害关系；b. 对有关商业判断事项了解的程度达到董事、经理在相同情况下会合理地相信为适当的程度；c. 合理地相信此项商业判断符合公司的最佳利益。”^[2]这段文字被认为是美国公司法上商业判断原则的经典定义。

总体而言，在美国长期以来占主导地位的观点是，如果目标公司董事会合理地认为抵制一项敌意性出价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，而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，那么就可以适用“商业判断规则”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，但只要符合忠实与善管义务的要求，就可以根据“商业判断规则”免除董事的个人责任。当然，美国法院也认识到了其中的不妥，认为董事会在反收购方面并不享有无限制的自由决定权，而要从行为的动机及合理性方面对其采取的反收购措施进行严格的司法审查。

2.1.2 英国法对上市公司反收购行为的规制

英国法律明确规定了目标公司管理者面对敌意收购可以采取哪些反收购措施及禁止采取哪些措施。英国的《接管法律》（The Takeover Code）总则第 7 条明确规定：目标公司董事会未经股东大会批准，不得采取任何行为阻挠一项要约或即将发出的要约。该法典细则第 21 条和第 37 条则对“阻挠行为”作了详细的列举性规定，包括：发行已授权但尚未发行的股份；发行认股权证；发行或创设任何可转换证券；销售、取得、处置或同意销售、取得、处置重大价值的资产；非正常商业过程下签订的合同等。因此，在美国目标公司董事会常用的反收购措施均被禁止，除非取得股东大会的同意。

当然，目标公司管理层也并非绝对不参与反收购事宜，在有些情形下目标公司管理层也被允许采取一些可能起到反收购作用的措施。如英国《伦敦城市收购及兼并守则》中规定目标公司管理层可以采取如下可能起到反收购作用的措施：

（1）向股东详细陈述在本次收购中公司的利害得失，恳求股东对公司的忠诚或爱国心（在收购者是外国公司的情况下），劝说他们拒绝接受收购者的要约。（2）劝说有关部门将该次收购提交给垄断与兼并委员会。依据守则的规定，如果本次收购被提交到垄断与兼并委员会，本次要约自动失效。（3）寻找收购竞争者。^[3]

[1] 张舫. 英、美对目标公司反收购行为的规制[J]. 商事法论集, 1997(1): 339.

[2] 刘俊海. 新公司法的制度创新：立法争点与解释难点[M]. 北京：法律出版社, 2006: 396.

[3] 符启林. 中国证券交易法律制度研究[M]. 北京：法律出版社, 2000: 266.

英国判例法对目标公司反收购行为是否合法的判定,主要运用董事的忠实义务来判定其行为是否获得股东大会的授权。

总之,英国的立法和判例法对反收购行为的规制是相当严格的,董事会对是否反收购基本上没有自由决定权,董事会所能做的只能是劝说股东、寻找更佳收购者。

2.1.3 德国法对上市公司反收购行为的规制

在德国,公司收购并不多见,从1981年1月至1988年9月共有29项自愿收购要约发出,而且这些收购中的绝大多数是善意收购,其原因是德国特殊的法人治理结构和社会经济状况。德国的公司治理结构使可能成为收购目标的企业寥寥无几:银行因拥有大量股权和投票权(中小股东多委托银行代为投票)而在德国公司治理中居于强势地位,而银行一贯反对类似敌意收购的行为;此外,监事会一董事会二元制的公司管理结构以及雇员的参与决定权,都使敌意收购不仅极难成功,而且即使成功也难以达到目的。银行在德国公司治理结构中占有举足轻重的地位,在公众持股分散的公司中,这种作用更为明显。^[1]

如前所述,德国实行的是监事会一董事会二元制的公司管理结构,具体说来,在目标公司反收购权的归属上,德国法规定的模式既不同于美国董事会决定模式,也不同于英国的股东大会决定模式,原则上采取的是监事会决定模式。当然德国是依据其国内的现实经济情况和平衡各利益主体间的利益冲突而采取这种模式的。同时,德国的股东会在一定条件下也是享有反收购的决定权的,依照德国的《证券取得与收购法》和德国《公司法》的相关规定,目标公司反收购的权力原则上由监事会享有,只有在公司章程中事先声明排除适用《证券取得与收购法》第33条或事后董事会召集临时股东大会的情况下,反收购的权利才属于股东大会享有。由此可见,德国更侧重于公司的意思自治,将例外规定通过章程来规定,章程的规定能够排除法律的规定,在一定程度上更有利于公司经营效率的提高。

在反收购策略的具体运行方面,《德国兼并收购条例》第19条规定:“自公布公开收购要约至收购要约的结果公布,目标公司的执行或管理机构,包括目标公司的关联公司的执行或管理机构,不能采取任何损害证券持有者利益的反收购策略。这些策略包括但不限于下列方式:(1)发行新的证券;(2)对目标公司的资产或负债做出重大变更;(3)在日常业务范围外签订协议。另外本条款不适用于:进行中的日常运营;在公开收购要约公布前目标公司签订的合同的履行;在公开收购要约出现时,明确地被股东大会批准通过的反收购策略。”

[1] 汤欣. 公司治理与上市公司收购[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2001.

2.2 国外上市公司反收购行为法律规制模式的比较

由上文的分析可以看出,英美两国对目标公司管理层采取反收购措施的态度是不一样的,英国要比美国严厉得多,而这主要是由于英国在对待股东的权利的态度更加传统和保守,英国更主要地强调在公司收购中是否出卖股票的权利是属于股东的,管理层不损害股东的这一权利。而美国反收购立法则强调法律在收购方和目标公司管理层之间的中立或偏向管理层。但是不管怎样,两国法律背后的立法思想都承认:公司收购是公司外部治理很重要的一种手段,这是对公司收购的最基本的也是最重要的态度,也是公司收购制度的基本目的。

德国与英美两国的情况有所不同,德国的证券市场没有英美两国发达。在英美两国有极其发达的股票市场,股票市场是公司的主要的筹资来源。同时,英美两国的公司的股权结构十分分散,而这使得股权的变动相对容易,通过股权收购比较容易实现公司股权的变动。因此,在公司治理结构上,英美的公司十分强调来自外在的监督,如公司收购市场的制约、经理市场的制约、资本市场的制约等等。而在德国,由于证券市场不如英美两国发达,大型银行为公司提供间接融资,是公司的主要的筹资来源^[1]。在公司的股权结构上,银行因拥有大量股权和投票权(中小股东多委托银行代为投票)而在德国公司治理中居于强势地位,因而股权比较集中,而这使得股权的变动十分困难;在公司治理结构上,德国更强调来自公司内部董事会-监事会的双重结构的监督。因此,从总体而言,德国的公司收购市场远没有英美发达。

[1] 赵万一. 公司治理法律问题研究[M]. 北京:法律出版社, 2004:16

第三章 我国对上市公司反收购行为的法律规制现状

3.1 我国规制上市公司反收购行为的立法体系

我国的反收购立法是伴随着证券市场上的实践而不断发展的,但一直滞后于反收购实践。1993年《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)和1998年《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)及其以后进行的修订,2002年中国证监会颁布的《上市公司收购管理办法》(以下简称《管理办法》)基本上建立了上市公司收购的法律平台。但是针对目标公司反收购行为的专门规范仍是一片空白,仅仅是从上市公司的组织机构及其权限、信息披露制度、对收购行为等的规范来为反收购行为间接地提供了法律依据。

2006年修订的新《管理办法》中出现了直接规范目标公司反收购行为的条款;2008年8月1日实施的《中华人民共和国反垄断法》(以下简称《反垄断法》)中限定的垄断行为之一——经营者集中行为也为目标公司进行反收购提供了法律依据。虽然这些条款仍然操作性不足,但是对目标公司的反收购已经具有了积极的意义。

我国目前的反收购立法体系由4个层次组成:第一,是由《公司法》、《证券法》、《反垄断法》等法律对反收购的原则、目标公司管理层的义务、中小股东利益的保护、反垄断行为等方面进行的原则性规定,是我国反收购立法体系中的基础性内容;第二,是国务院颁布的行政法规对反收购过程中的股权转让、公司内部治理结构等问题做出的具体规定,是我国反收购立法体系中的重要组成部分;第三,是由中国证监会制定、颁布的《上市公司章程指引》、《管理办法》等部门规章对目标公司具体反收购策略的运用,目标公司管理层的义务,目标公司控股股东、实际控制人的义务,对收购与反收购的监管,法律责任等的规定,是我国反收购立法体系中的核心内容;第四,是由上海证券交易所、深圳证券交易所等机构发布的市场自律性文件,如《上海证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等,往往是在前三个层次规定的范围内做出具体的规定,操作性更强,在实践中被大量使用,是我国反收购立法体系中不可或缺的内容。以上4个层次的规定共同构成了我国目标公司反收购的立法体系。

3.2 我国上市公司反收购法律规则的具体规定

我国现行立法体系中并没有专门就反收购行为单独立法,有关反收购的法律规定主要体现在与收购相关的法律条文中。有关反收购的具体规定主要散见于《公司法》、《证券法》、《反垄断法》以及《上市公司收购管理办法》等法律法规中。

3.2.1 关于反收购行为的规定

3.2.1.1 《公司法》中与反收购有关的规定

《公司法》中没有直接地对反收购进行规定的条文,某些条款虽然不是针对目标公司在反收购中的行为的,但其客观上却可以被用做目标公司的反收购策略。

关于目标公司利用提供担保的方式进行反收购的规定,《公司法》第16条规定:“公司向其他企业投资或者为他人提供担保,按照公司章程的规定由董事会或者股东会、股东大会决议。”该条款规定公司对外提供担保的决定权归董事会或者股东大会,具体是由董事会还是股东大会行使由公司章程自治,但该条款并未对担保的目的做出限定,这就给目标公司利用提供担保的方式进行反收购提供了可能。

关于目标公司利用处置重大资产的方式进行反收购的规定,《公司法》第122条规定:“上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十的,应当由股东大会做出决议,并经过出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”该条款将目标公司董事会在反收购过程中处置重大资产的权利上限作出了严格限定。一旦处置资产占资产总额百分之三十以上的必须由目标公司股东大会以特别决议程序决定。

关于目标公司利用股份回购的方式进行反收购的规定,《公司法》第143条规定了上市公司可以回购自己股份的情形:“(一)减少注册资本;(二)与持有本公司股份的其他公司合并;(三)将股份奖励给本公司职工;(四)股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。”尽管该条款严格限定了上市公司回购自己股份的情形和方式,目标公司很难仅以反收购的目的回购股份,但还是为目标公司留下了操作空间。如在遇到敌意收购后,减少注册资本,与持有本公司股份的公司合并,实施员工持股激励计划,注册成立一家新的公司收购自己的股份等。

3.2.1.2 《证券法》中与反收购有关的规定

《证券法》中第四章是专门用来规范上市公司收购的,但是对于目标公司反收购却没有予以直接的规定。《证券法》中与反收购相关并且可以被目标公司用作反收购武器的条款主要是信息披露制度。

《证券法》第86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一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所做出书面报告,通知该上市公司,并予以公告,在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。”该条款规定的是收购人的信息披露义务,若收购人在收购的过程中未履行该义务,则为目标公司运用法律诉讼的手段进行反收购提供了依据和理由。

3.2.1.3 《反垄断法》中与反收购有关的规定

《反垄断法》中并未直接对目标公司反收购进行规定,但是其禁止的垄断行为之一——经营者集中,却起到了限制收购人收购的作用。《反垄断法》第20条所禁止的经营者集中的情形之一就是“经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权”,该条款为目标公司在遭遇收购时,利用法律手段反收购提供了法律依据。第21条规定:“经营者集中达到国务院规定的申报标准的,经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报,未申报的不得实施集中。”该条规定了收购后可能产生垄断的事前审查制度。第38条第2款规定:“对涉嫌垄断行为,任何单位和个人有权向反垄断执法机构举报。”根据该条款的规定,目标公司及其股东、管理层均可以向反垄断监管部门反映收购人的收购行为可能引发的经营者集中。第48条规定:“经营者违反本法规定集中的,由国务院反垄断执法机构责令停止实施集中,限期处分股份或者资产,限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态,可以处五十万元以下的罚款。”明确了因收购而产生经营者集中的垄断后相关单位的法律责任。

3.2.2 关于反收购决定权的规定

我国关于反收购决定权归属的立法,2006年9月1日实施的《管理办法》对反收购的规范仍沿用未修订前的原则性规定与具体列举的方式进行。新《管理办法》肯定了目标公司享有反收购权,可以采取反收购策略并采用了英国的立法模式,由股东大会批准是否反收购及具体策略。另外《管理办理》第8条第2款规定:“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帮助，不得损害公司及其股东的合法权益。”明确了目标公司董事会进行反收购的原则。这实际上允许了董事会可以采取反收购策略，但是同时也以列举的方式明确了禁止目标公司董事会擅自从事的反收购策略。第 33 条规定：“收购人做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做出的决议外，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，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”新《管理办法》也明确了部分董事会有权实施的反收购策略，第 32 条第 1 款规定：“被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立的财务顾问提出专业意见。”这也与《公司法》规定的管理层的忠实、勤勉义务相一致。

3.2.3 关于目标公司董事会义务的规定

有关目标公司董事会义务的规定主要体现在《公司法》以及《上市公司收购管理办法》中，且规定都是原则性的规定，内容也十分有限。如《公司法》第 148 条规定了管理层诚信义务，董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务。与《公司法》相一致，《上市公司收购管理办法》第八条规定：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。同时证监会就与收购相关的事项中目标公司董事的义务也相应作出了一些规定。如《中国证券监督管理委员会关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》中规定：独立董事应当就本次资产交易是否有利于上市公司和全体股东的利益发表独立意见，并就上市公司重组后是否会产生关联交易、形成同业竞争等问题作出特别提示。全体董事应当履行诚信义务，做好信息保密工作。如有关信息在董事会作出决议前已被市场知悉，董事会应当立即就有关计划或方案及时予以公告。

3.3 我国上市公司反收购立法的不足

3.3.1 反收购法律规范过于散乱模糊

首先，在立法体系上，尚没有专门针对反收购行为进行规制的法律规范，有

关反收购的法律条文大多分散于《公司法》、《上市公司收购管理办法》及《证券法》等法律中,与此同时一些部门规章中也存在着反收购的有关条款。这些法律或规章由于位阶不同,部门不同,彼此之间必然存在差异,规定必然存在冲突。由于没有统一的规定,立法空白也必然存在。

其次,从立法内容上来看,我国现行反收购法律规范的规定过于模糊和宽泛,缺乏可操作性。现行规范无论在对反收购的原则问题(如对反收购的态度、公司进行反收购应遵守的原则,收购的监管方方面,垄断的标准判定)上,还是在对反收购行为的具体问题(如反收购决策权的归属、公司反收购时各方的权利和义务、公司在反收购时可以采取的策略)上都没有具体、细致的规定。^[1]《反垄断法》中虽然有关经营者集中的规定涉及到了反收购,但是未作详细规定,而且《反垄断法》中没有规定针对经营者集中违法时,利益相关者的诉讼资格或向反垄断机构申诉的权利,而只是规定了反垄断执法机构的主动审查权。这在一定程度上造成了实际规制中的作用不突出,监管部门不明确,职责无人履行。

3.3.2 目标公司董事勤勉义务和忠实义务规定不完善

我国关于目标公司董事勤勉义务的规定主要体现在《公司法》第148条、第151条和《管理办法》第8条第1款。《公司法》第148条规定:“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。”对勤勉义务的具体规定体现在《公司法》第151条规定的接受股东质询的义务和配合监事或监事会履行职责的义务。《管理办法》第8条第1款规定:“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。”可见,对于目标公司董事的勤勉义务,我国法律仅做了概括性的规定。^[1]忠实义务是指公司负责人为公司执行其职务时应竭尽忠诚,在思想上应当始终效忠于公司,并在行为上始终以公司利益最大化作为自己行为指南的义务。我国关于董事忠实义务的规定比勤勉义务具体,衡量的标准也更客观。目标公司董事在反收购中的忠实义务主要体现在《公司法》第149条和《管理办法》第8条、第33条。除了《公司法》所规定的董事忠实义务,目标公司董事在反收购中的忠实义务还包括:董事在反收购中应当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;在收购人做出提示性公告后至要约收购完成前,目标公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经做出的决议外,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

[1]曲亮亮.公司反收购法律问题研究[D].吉林大学硕士学位论文.2007.

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。

3.3.3 未明确规定反收购的决定权

在我国《公司法》中在股份有限公司股东大会和董事会的职权中并没明确规定公司反收购的决定权。2006年9月1日证监会出台的《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)第33条规定：“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做出的决议外，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，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”这一条的规定可以看作是要约收购期间内，法律对于目标公司董事会采取反收购措施的严格限制。同时《收购办法》第32条还规定：“被收购公司董事会应当对收购人的主体资格，资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书20日内，被收购公司董事会应当将被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见报送中国证监会，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，并予公告。”同时该条第2款规定了董事对收购要约的建议权。

从《收购办法》的第32条和33条的规定来看，除股东会外，公司经营管理层是否有权决定采取一定反收购措施并没有明确规定。而只是规定要约收购期间，没有股东会的授权批准，公司董事会不得擅自采取处置公司资产，对外进行投资、担保、负债等严重影响公司经营成果的反收购措施。但是反收购决定权的归属问题不仅是目标公司进行反收购行为的前提，也关系到反收购制度建立的目的取向。因此，我国应明确适应我国国情的目标公司反收购决策权归属的制度选择，无论是选择英国模式还是选择美国模式，我国都应该在相关的法律法规中加以明确的规定。在反收购措施上并没有法律或规章的明确规定。只是限制了目标公司董事会未经股东大会批准不得采取反收购措施，并规定了协助的义务。

第四章 完善我国上市公司反收购行为法律规制的构想

4.1 确立反收购法律规制的基本原则

公开、公平、公正作为证券法的基本原则，是证券法的基本精神所在，应贯穿始终。反收购立法作为证券法的一个重要组成部分，必然也要贯彻“三公”原则。但是，在反收购法律规制领域，它还有其自身独特的基本原则。

4.1.1 信息公开原则

这一原则亦是反收购法律规制的价值要求。是证券市场的基本原则之一，它对于保护投资者利益、稳定交易秩序发挥着重要作用。信息公开的观念最早始于1843年英国公司法中有关招股章程的公开及招股章程所载内容披露的规定，发展于1933年美国证券法和1934年美国证券交易法，广泛确立于当今世界实行市场经济的国家和地区的证券立法中，已成为现代证券法普遍的价值观念。^[1]美国1968年通过的《威廉姆斯法案》之所以被认为是一部信息披露法，^[2]是因为它建立了较为严格的信息披露制度，规范了董事收购防御权利的行为的缘故，值得我国反收购立法借鉴。一般而言，在收购与反收购过程中，当事人的信息披露应达到以下要求：第一，披露的信息必须是真实可靠的，不得有虚假、不实记载或故意隐瞒、遗漏；第二，股东有权获得与公司收购及反收购有关的充分资料；第三，公开的信息应平等的披露给每一位投资者；第四，对信息公开的时间应遵守相关规定。

4.1.2 股东大会享有最终决定权原则

在目标公司的权利和义务中，目标公司反收购的决定权和禁止阻挠收购的义务是最为关键的内容，也是理论上容易产生争议的地方，因为它关系到我国对公司反收购决定权立法模式的选择的问题。对于英美两国关于反收购决定权截然相反的立法实践，究竟我国应该借鉴哪种模式呢？尽管实践中出现的各种争执在证监会的干预下得以解决，但这一解决问题的方式不利于公司的健康发展和证券市场的完善。因此，笔者认为有必要完善我国反收购立法，明确反收购决定权的归

[1]叶俊南.现代证券法学[M].杭州:浙江大学出版社,1996:88.

[2]王保树.公司收购:法律与实践[M].社会科学文献出版社,2005:268.

属,充分发挥资本市场的作用。

有学者认为目标公司实行反收购不仅要考虑目标公司股东的利益,还要考虑利益相关者的利益,因此建议在完善上市公司收购的立法中,明确允许目标公司采取反收购措施的同时,应赋予目标公司管理层适当的反收购决定权。该观点基本上赞同采用美国模式。也有学者认为:应否赋予董事会反收购决定权不仅要权衡反收购制度自身的利弊,也要考虑全球竞争的态势。在外资并购日益频繁的今天,赋予董事会以适当的反收购决定权,将有助于增强国内企业抵抗外资收购的能力。还有学者认为根据《收购办法》,反收购措施的决定权属于目标公司的董事、监事及高级管理人员。但大多数学者都主张我国应该采用英国的股东大会决定模式。英国模式支持者认为:

我国《公司法》、《证券法》、《收购办法》虽未明确规定我国目标公司反收购决策权的归属,但从《公司法》第4条、第38条第(九)、(十)项、第99条及100条规定中可以推导出,由股东大会决定符合《公司法》的立法精神。根据该法第4条“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。”而公司反收购所争夺的公司控制权的主要含义是指对公司董事的选举和更换的能力;该法第99条、第100条规定:“股东大会是公司的权力机关,股东大会行使对公司合并、分立、解散和清算等事项作出决议的职权。”并“修改公司章程”。因而,据此可以推断,我国目前的公司治理现状是我国尚处于股东大会中心主义,反收购决定权力应属于股东大会,将反收购决定权归属于股东大会符合该法立法精神。

笔者基本上赞同英国模式,英国模式尽管仍有不足,但还是比较成功地处理了公司收购中各方的利益冲突,使英国的公司收购沿着健康的轨迹发展^[1]。而美国模式考虑的是只要目标管理层合理地认为一项反收购措施符合公司的整体最大利益,并且符合董事的诚信义务,或者是为了维护相关利益人的利益,目标公司管理层就有权作出决定。由此赋予目标管理层广泛的反收购权力,而在规制方面又比较软弱,所以很可能使反收购成为经营者剥夺股东利益、巩固自己地位的手段^[2]。这样不利于收购对公司外部治理功能的发挥,尤其是我国公司内部治理还很不健全的情形下。

4.1.3 目标公司股东权益保护原则

公司是由股东出资设立,并由法律赋予法人资格的有机体。股东是公司存在

[1] 张舫. 公司收购法律制度研究[M]. 北京:法律出版社, 1998:211.

[2] 张舫. 公司收购法律制度研究[M]. 北京:法律出版社, 1998:203.

的基础,没有股东也就谈不上公司^[1]。公司立法的一个基本出发点是要保护资本的自由、安全流通,为此就要保护股东的权益。如前所述,现代企业的基本形式要求公司所有权与经营权分离,所有者与经营者之间是一种代理关系。具体而言,股东是以公司的所有者的身份将其管理公司的权利委托给公司的管理层形式,公司的管理层实际上是以代理人的身份作为经营者来管理公司。因为二者之间是一种委托代理关系,所以作为代理人的公司管理层应当以股东的利益为出发点来经营管理公司,以追求股东利益最大化为其根本目标。从这意义上说,股东的利益其实才是事实上公司的根本利益,公司的管理层应当对公司尽到的职业操守和勤勉义务说到底其实是在为公司的股东服务。与此同时,我国《公司法》中也规定了股东大会的法律地位和职责,确立了股东大会作为公司的最高权力机构。由此看来,保护股东的权益是由现代公司的组织结构决定的,同时也是符合立法意图的。而在上市公司收购中,直接参与收购事宜的必然是作为目标公司经营者的公司管理层。由于股东与管理层是一种所有者与经营者之间的代理关系,二者之间的利益难免会有冲突,经营者可能会为了自己利益的最大化而损害所有者的利益。反映在上市公司收购中,表现为目标公司管理层面对有利于股东利益的收购行为,为了自身利益考虑可能会盲目采取反收购措施,从而损害目标公司股东的权益,也就最终损害目标公司的根本利益。以此将目标公司股东权益保护原则作为反收购中的基本原则是由股东在公司中的地位决定的。将目标公司股东权益保护原则作为上市公司反收购法律规制的基本原则,有助于提醒目标公司管理层在实施反收购措施时时刻以股东的利益为出发点,充当好目标公司代理人这个角色。

另外在目标公司决定采取反收购措施时,各国的反收购立法都特别强调在决策过程中考虑公司股东尤其是中小股东权益的保护问题。因为在敌意收购中,最容易受到伤害的是目标公司的中小股东。一方面,中小股东在信息获取和力量对比上与收购方和目标公司处于不对称的地位,很难获得足够的信息做出判断;另一方面,控股股东的股权转让行为根本不受中小股东的制约,控股股东可以享受到控制权转让的溢价,还可以在协议收购时与收购方达成私下利益安排,这些都可能是以牺牲目标公司和中小股东的利益为代价的。可以说,收购中的股东保护主要是中小股东利益的保护。

[1] 刘俊海. 股份有限公司股东权的保护[M]. 北京:法律出版社, 2004:52.

4.2 完善我国上市公司反收购行为法律规制的具体建议

4.2.1 明确反收购的决定权

如前所述,我国的公司反收购立法没有明确的规定反收购的决定权的归属。由于目前我国在公司内部机构设置及其权限划分上采取的是“股东大会中心主义”,股东大会作为公司内部权力中心享有对重大事项的决策权。反收购决定着未来由谁控制公司,属于目标公司的重大事项,股东大会当然有权决定是否实施反收购,而且股东当然享有选择管理层的权利和自由转让其持有股份的权利,这些权利不应当因目标公司的反收购而受到限制或剥夺。首先,将反收购的权力赋予股东大会行使,可以更好地保护中小股东的利益。我们知道,根据我国现实国情,我国的上市公司董事会的权力在现实生活中权力相对过大,经常出现董事欺压其他中小股东的情况,这是因为我国上市公司中一股独大的现象十分普遍。因为董事的选举属于股东大会的普通表决事项,大股东凭借其持股优势可以很容易通过选举使代表自己意愿的董事当选,从而最终控制董事会。如果将反收购决定权赋予董事会,无异于为虎作伥。同时《公司法》第38条第1款第9项也有意将反收购决定权的决议作为上市公司的特别表决事项,这样如果由股东大会来行使反收购的决定权,大股东要想操纵反收购决定权,必须拥有三分之二或者更高的表决权才能达到目的,这样就增加了大股东操纵反收购决定权的难度,对于其他中小股东来说十分有利。其次,将反收购的决定权交给股东大会,可以防止目标公司管理层滥用反收购措施,为了一己之私而损害公司的利益。根据以上我国的实际情况和公司法的原理,笔者认为我国应当采取英国的立法模式,将反收购的权利赋予目标公司的股东大会享有。

在立法中,明确反收购的权利归属于股东大会,对目标公司的反收购行为给予确定性的指引^[1]。一方面,这样做能够为规定目标公司反收购的具体制度提供法律依据,细化规范目标公司反收购策略的具体实施机制,为整个目标公司反收购制度的完善打下基础。另一方面,在反收购实践中,也避免了目标公司管理层为保住自己对公司的控制而利用法律的空白采取有损公司、股东利益的反收购策略,减少由此引发的争议,同时若将反收购的决议明确规定为上市公司的特别表决事项,这样就能保证股东大会作出的决定更加公平,因为三分之二以上甚至更高的表决权通过反收购决议,更能体现目标公司绝多数股东的意愿,从而更加有利于维护他们的利益。

[1]武晓彬.上市公司反收购法律规制研究[D].吉林大学法学院,2009.

4.2.2 完善反收购中目标公司管理层的信息披露义务

目前,我国已经建立了对上市公司信息披露义务的立法,但是对收购中目标公司的披露义务的规定还是空白。目标公司是参与到收购交易的主体之一,虽然其参与是被动的,但公司合并对目标公司来说是一项根本性的变化,无论管理层对收购持何种态度,面对收购给目标公司带来的与其他公司合并的可能性,基于诚信义务,目标公司管理层必须对收购方发出的收购要约作出回应。再者,股东对要约收购作出的回应应该是基于对信息的全面、公平的掌握,目标公司管理层因其专业的管理技能和对信息的优先掌握对要约收购拥有比股东更全面专业的看法,其分析是与收购方相对应的。对目标公司管理层及收购方双方面的分析才是全面的,这样,才能给股东提供一个全面了解相关信息并且更加理性的作出投资决策的机会。

基于以上分析,对目标公司的披露义务应当作如下规定:披露义务的本质要求目标公司必须披露其对收购要约是支持还是反对,并对其作出的决定的原因做出解释,至于在何种程度上解释,由于不同情况下的具体个案会有其特殊情形,法律不应该也不可能分别作出详细规定,只能由法官参照相关行业特点及现实背景在具体案件中作出合理性的判断。

披露义务既应当及时履行,又应当给目标公司管理层一定的准备时间来做充分的分析研究。对收购人来说,把握时间是收购成功的关键因素,市场的变化、行业的特征等具体要求会给收购行为带来实质性的影响,无论收购对目标公司来说具备何种有利或者不利因素,目标公司都应当及时予以披露。

4.2.3 明确反收购措施的合法性

反收购方法多种多样,根据对我国当前法律法规、部门规章的现有监管法规体系的分析,我们可以看出部分反收购措施虽然是被允许的,但缺乏明确的规定,不利于规范反收购行为,主要包括:

4.2.3.1 分级董事会制度

由于《上市公司章程指引》中没有明确规定,所以上市公司可以在章程中规定每年只能更换一定比例的董事的制度这样,即使敌意收购者收购到了“足量”的股权,由于股东大会在董事任期届满以前不得无故解除其职务,也就无法对董事会做出实质上的改组。这就给敌意收购者制造了无形的障碍,使其不敢轻易对目标公司发起收购。

4.2.3.2 绝对多数条款

目前我国《公司法》规定股份公司特别决议必须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过。关于公司是否可以规定更高的比例数额,学术界和实务界有不同观点,但是学界主流观点认为 2/3 是强制性规定,公司不能变更;而且从《上市公司章程指引》规定看,也只规定了股东大会做出特别决议,应当由出席股东大会的股东(包括股东代理人)所持表决权的 2/3 以上通过,并没有注释公司可以规定更高的数额。因此公司规定的绝对多数应为 2/3 表决权,但是公司可以根据自身情况规定其他一些事项,特别是与并购相关的事项是特别事项。因此,笔者建议将有关收购的事项作为公司的特别事项,将反收购作为特别决议来进行表决。

4.2.3.3 公平价格条款

《上市公司收购管理办法》第 92 条规定,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。第 93 条规定,采取要约收购方式的,收购人在收购期限内,不得卖出被收购公司的股票,也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入被收购公司的股票。《公司法》第 127 条规定,股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。这两条规定就挫败了敌意收购者企图用溢价来吸引部分股东出让所持有股份的企图。由此看来,对于公平价格条款,我国法律是支持的,只是未在法律中明确规定下来。因此,笔者建议应该明确公平价格条款的合法性,以便目标公司在抵御敌意收购时有明确的依据。

4.2.3.4 相互持股

由于我国目前的法律对于相互持股问题没有具体规定,根据法无明文规定不处罚原则,笔者认为使用该反收购措施是符合我国法律原则的。因而在立法上应予以明确确认管理层收购。《上市公司收购管理办法》第 67 条第 6 款规定,涉及管理层收购的,应当对上市公司进行估值分析,发表明确意见。这说明管理层收购这一反收购措施在我国的适用是为法律所认可的。

4.2.3.5 法律诉讼

在我国,目标公司对收购公司进行法律诉讼的主要依据有:《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《上市公司收购管理办法》、《关于企业兼并的暂行办法》、《反不正当竞争法》、《反垄断法》等。关于上市公司收购程序,我国《证券法》和《上市公司收购管理办法》有详尽的规定,目标公司完全可以援引特别是可以之为依据向证监会举报、请求查处。该种策略在我国相当有效,

因为《证券法》赋予了证监会强大的监督职权,并且证监会查证属实后会责令收购人改正,采取监管谈话、出示警示函、责令暂停或停止收购等监管措施。在改正前,相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。此外,我国《证券法》和《上市公司收购管理办法》以及其他相关法律对公司收购还有其他许多规定,目标公司也可以其为依据举报或起诉。例如,依据《上市公司收购管理办法》第二十六条规定,收购人的要约收购报告书应当载明十项披露信息,其中包括:“(一)收购人的名称、住所;(二)收购人关于收购的决定;(三)被收购的上市公司名称;(四)收购目的;(五)收购股份的详细名称和预定收购的股份数额;(六)收购的期限、收购的价格;(七)收购所需的资金额及资金保证;(八)报送要约收购报告书时所持有被收购公司股份数占该上市公司已发行的股份总数的比例;(九)收购完成后的后续计划;(十)中国证监会要求载明的其他事项。”如果收购方信息披露不充分,缺少或未明确其中任何一项,目标公司均有权提起法律诉讼。再如,我国对上市公司以及金融公司的收购人规定了相应资格,目标公司可以主张收购人无相关资格。举报收购人资金来源不合法也是一个重要手段(因为我国当前阶段上市公司收购中大量的资金是收购人非法挪用的关联企业的资金)。《反垄断法》中虽然没有规定目标公司的反垄断诉讼制度,但其他部门法中已包含了部分反垄断内容,如《反不正当竞争法》,目标公司可以收购方构成垄断或不正当竞争为由提起诉讼。最后是反收购的杀手锏—举报收购人涉嫌犯罪。我国目前在收购过程中收购人可能涉嫌的犯罪主要是提供虚假财会报告罪、内幕交易罪(主要是收购人可能非法利用了获得的内幕信息)以及编造并传播证券交易虚假信息罪。

4.2.4 确定目标公司管理层在反收购中的诚信义务

4.2.4.1 保障信息披露制度的真实充分性

如前所述,公开、公平、公正作为证券法的基本原则,是证券法的基本精神所在,应贯穿始终。而反收购涉及上市公司之间的收购问题,必然是证券法中的一个部分,因此在反收购中应该确立公开、公平、公正这三大总体原则。而信息披露必然是公开、公平、公正这三大总体原则的基本要求,只有保障信息披露制度的真实充分性,才能实现证券市场的公开、公平和公正。在上市公司收购中,更要强调信息披露制度的真实充分性。因为上市公司收购关系到目标公司控制权的转移,而目标公司控制权的转移则关系到目标公司内部利益相关者的利益,尤其是目标公司管理层和股东的利益。为了保护目标公司股东的利益,规范目标公司管理层的反收购行为,必然要求目标公司管理层充分披露信息。同时,由于收购行为在一定程度上起着优胜劣汰的作用,是公司的一种外部监督机制,我们应

当保护正当的收购行为。为了维护正常的收购秩序,防止目标公司滥用反收购措施,规避收购方的正常收购行为,也应当要求目标公司真实充分地披露公司的信息。具体来说,要保障信息披露的充分真实性,证券法中应当规定收购行为发生时,目标公司如若采取反收购措施应当就其采取反收购措施尽到充分的说明义务。为了保护股东的利益,防止管理层滥用反收购措施,当收购行为发生时,目标公司管理层应当及时通知公司的股东此次收购方的情况。至于是哪些具体情况,笔者认为可以参照《证券法》第 89 条的具体规定中的有关事项,如收购人的收购决定、收购目的、收购股份的详细名称和预定收购的股份数额、收购期限以及收购价格。为了防止目标管理层与收购方互相勾结,目标公司管理层还应当披露收购方对目标公司管理层的承诺等对管理层有利的有关事项。同时为了维护正常的收购秩序,促进收购市场的优胜劣汰和公平竞争,目标公司应当就其公司的情况向收购方充分真实的披露,当然涉及商业秘密的除外。

4.2.4.2 明确反收购时目标公司董事的忠实义务和利益回避条款

这是为了防止公司的控股股东滥用职权为了自身利益而损害公司利益或其他中小股东利益。当目标公司面临收购威胁时,公司的控股股东(通常担任公司的高级管理人员,如董事长)可能为了自身利益而滥用反收购措施或者消极怠于实施反收购措施,从而损害其他股东的利益。如何规制他们的行为呢?如何判断他们的行为是否尽到了忠实和勤勉呢?对此,笔者认为应当关注董事会采取反收购措施所要达到的目的是否正当。如,董事会采取行动的主要目的是为了维护股东及公司的利益还是为了确保董事的职位或延续他们对公司的控制。同时为了更好地保证反收购措施的合法实施,方便董事忠实义务的履行,可以设定利益回避条款,即规定当并购发生时,与该收购行为具有利益冲突关系的董事不参加投票,最低限度也应当履行披露其与收购方的利益冲突关系的义务,同时应当举证说明为何自己在利益冲突下仍然投票反对或赞成的理由。

4.2.4.3 禁止收购双方管理层的共谋行为

收购双方管理层的共谋普遍存在。这种现象在国有公司中尤为突出。一方面,由于国有股的所有者是国家,国家不能亲自持股,为此只能委任政府官员代为实现。政府官员的代理地位决定了其不同于普通的个人持股,他不具有对企业资产剩余的索取权利,而只是得到固定的工资和福利,以致使其缺乏充分行使股东权利尤其是对公司管理层监督的热情,监督效率也就较普通股东大打折扣。这样就使得我国公司中股东大会的权力大为削弱,而董事会则成为公司实际上的决策者。另一方面由于国有股尚未全部流通,证券市场上流通的多为社会公众股,分散而比例小,造成上市公司间的收购规模小,影响不大,因而股票价格也就不能

充分的反映股票的价值。这两方面的原因使得收购双方管理层的共谋行为普遍存在。对此种共谋行为，应当绝对禁止。在法律上，应当列明目标公司管理层隐瞒收购信息、欺诈股东的法律责任以及处罚办法；对于采取管理层收购方式反收购的，更应当加重处罚。

4.2.5 完善与《反垄断法》配套的相关监管法规

在上市公司收购中，收购方收购目标公司的股份时，往往会涉及到垄断的问题。这是因为股权过于集中到一个市场主体中很容易限制和排除竞争，从而形成垄断，最终不利于市场经济的健康发展。如前所述，对于收购方的收购行为，目标公司采取的反收购措施中其中很重要的一项措施就是法律诉讼。而进行法律诉讼，目标公司最容易想到的方法就是在垄断这个问题上着手。因为股权的不断集中极易形成垄断，目标公司通过主张收购方的收购行为涉嫌垄断可以很好的保护公司免受恶意收购。2008 年实施的《反垄断法》对于预防和制止垄断行为，保护市场公平竞争，提高经济运行效率起到了很大作用。但与此同时，《反垄断法》中的规定多为原则性规定，很多规定缺乏操作性。主要是审查标准不明确，反垄断诉讼制度也没有确立起来。因此，目标公司要想通过《反垄断法》击退收购方的恶意收购，面临的困难是不言而喻的。因为《反垄断法》并未规定目标公司就收购方的收购行为涉嫌垄断有提起诉讼的权利，目标公司诉讼主体资格尚未得到法律的认可。对此，笔者认为应当完善《反垄断法》，具体而言，可以出台反垄断法的实施细则明确反垄断诉讼的主体以及诉讼程序，从制度上保证敌意收购涉嫌垄断时，目标公司有提起诉讼的权利。最低限度，当敌意收购方的收购行为涉嫌垄断时，目标公司有向反垄断执法机构提出审查收购方涉嫌垄断的权利。而其中的审查标准，则有待制定与《反垄断法》配套的相关法规进行具体的规定。

4.2.6 明确监事在反收购中的权利和义务

监事会的设立基于两权分离，根本目的在于监督经营者的经营行为，防止其将自身利益凌驾于公司利益至上。监事的独立性决定了其在处理公司内部各利益主体间的利益冲突上发挥着不可替代的作用。因此笔者认为，可以在将反收购的决定权赋予股东会的同时，明确规定监事在反收购中的各项权利和义务，以发挥其监督反收购决定是否违法或者违章的作用，这样可以保证反收购决定的正确性和合理性，并且可以保证反收购决定符合绝大多数股东的利益要求。依据我国公司法的规定，公司的董事、经理或财务负责人不得兼任监事，这样规定有利于防止监督权被滥用。反映到反收购中，可以保证监事行使监督职责时不偏向目标公司管理层，防止管理层滥用反收购措施损害其他股东的利益。同时，监事会成员的

多元性决定了监事具有广泛的代表性。根据公司法的规定，监事会的成员不少于3人，由股东代表和适当比例的职工代表组成。监事的广泛代表性决定了他行使职责时更能反映公司大多数人的利益要求，在上市公司反收购中，明确监事的权利和义务，可以有效地平衡目标公司管理层和股东以及广大职工间的利益冲突。这是因为监事代表了大多数人，尤其是股东和职工，明确监事在反收购中的权利和义务有利于维护中小股东和广大职工的切身利益。当然，由于监事也是选举产生，虽然是由职工代表产生，但是管理层可能为了控制监事会，选举自己中意的职工代表担任监事，这样监事的独立性可能就大打折扣。为了维护监事的独立性，笔者认为可以引入公司以外的人来担任监事。具体而言，可以在股东大会就反收购决议表决前，聘请外部监事或临时监事，就反收购事宜行使审慎监督的职责。外部监事应该是具备公司反收购专门知识的人员，明确其监督职责就可以保证反收购决定的做出正确而合理。

结语

随着中国证券市场的不断完善,股权分置改革的完成和中国加入 WTO 过渡阶段的结束,针对上市公司的收购活动将进入到一个全新的阶段。通过敌意收购获得上市公司控制权的可能性将大为提高,目标公司将面临严峻的挑战,随之而来的反收购问题也确来越突出,公司控制权争夺日益激烈。因此,如何构建适用于我国的上市公司反收购法律制度成为当务之急。通过上文的分析,笔者认为:首先,我国应当允许目标公司采取反收购措施。因为目标公司反收购是对股东利益的保护,维护公司长远利益的需要以及公司承担社会责任的需要。但是由于目标公司在反收购过程的利益分化以及管理层存在对反收购行为滥用的现象,应当对反收购进行法律规制。其次,在对上市公司反收购进行法律规制时应当遵循三个基本原则,即信息公开原则、股东大会享有最终决定权原则以及股东权益保护原则。对于反收购决定权的归属,在对英、美、德三国反收购决定权模式进行比较分析后,认为我国不存在美国模式产生的历史背景,同时在我国当前公司内部治理陷入困境的情况下,敌意收购乃是一种外部监督机制,因此我国应采取英国的股东大会决定模式。再次,针对国外许多反收购措施能否在我国适用,本文作了具体分析。在此基础上,提出了我国反收购措施体系的构建。

参考文献

一、著作类:

1. 王保树. 公司收购: 法律与实践[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2005.
2. 王文宇. 公司法论[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2004.
3. 赵万一. 公司治理法律问题研究[M]. 北京: 法律出版社, 2004.
4. 刘俊海. 公司的社会责任[M]. 北京: 法律出版社, 1999.
5. 陈戈, 梁湘毅. 企业并购的法律风险及防范[M]. 北京: 中国法制出版社, 2007.
6. 陈丽洁. 公司合并法律问题研究[M]. 北京: 法律出版社, 2001.
7. 官以德. 上市公司收购的法律透视[M]. 北京: 人民法院出版社, 1999.
8. 林发新. 证券法[M]. 福建: 厦门大学出版社, 2007.
9. 刘俊海. 股份有限公司股东权的保护[M]. 北京: 法律出版社, 2004.
10. 罗培新. 公司法的合同解释[M]. 北京: 北京大学出版社, 2004.
11. 齐斌. 证券市场信息披露法律监管[M]. 北京: 法律出版社, 2000.
12. 施天涛. 公司法学[M]. 北京: 法律出版社, 2006.
13. 施天涛. 商法学[M]. 北京: 法律出版社, 2006.
14. 汤欣. 公司治理与上市公司收购[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2001.
15. 肖太福. 企业并购法律事务[M]. 北京: 群众出版社, 2005.
16. 赵旭东. 公司法学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2007.
17. 赵旭东主编. 新公司法制度设计[M]. 北京: 法律出版社, 2006.
18. 郑瑛. 中国上市公司收购监管[M]. 北京: 北京大学出版社, 2004.
19. 朱锦清. 证券法学[M]. 北京: 北京大学出版社, 2007.
20. 张舫. 公司收购法律制度研究[M]. 北京: 法律出版社, 1998.
21. 王苏生. 要约收购的理论与实证研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2003.
22. 朱宝宪. 公司并购与重组[M]. 北京: 清华大学出版社, 2006.
23. 钱凤元, 齐向东大破产—国际企业倒闭浪潮与中外破产制[M]. 北京: 经济日报出版社, 2001.
24. 齐斌. 证券市场信息披露法律监管[M]. 北京: 法律出版社, 2000.
25. 张国平. 当代企业基本法律制度研究[M]. 北京: 法律出版社, 2004.
26. 殷召良. 公司控制权法律问题研究[M]. 北京: 法律出版社, 2001.
27. 肖金泉等. 公司制企业并购的法律策略[M]. 北京: 企业管理出版社, 2002.
28. 江平. 江平文集[M]. 北京: 中国法制出版社, 2000.
29. 苏号朋. 美国商法、制度、判例与问题[M]. 北京: 法制出版社, 2000.
30. 蒋泽中. 企业并购与兼并[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.

31. 荆林波. 中国企业大并购:十大并购商战实录[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2002.
32. 张亚芸. 公司并购法律制度[M]. 北京:中国经济出版社, 2000.
33. 朱伟一. 美国公司法判例解析[M]. 北京:中国法制出版社, 2000.
34. 任淮秀主编. 兼并与收购[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2004.
35. 张忠军编著. 上市公司法律制度[M]. 北京:法律出版社, 2000 年版
36. 李建伟. 公司制度、公司治理与公司管理—法律在公司管理中的地位与作用[M]. 北京:人民法院出版社, 2005.
37. 卞耀武. 当代外国公司法[M]. 北京:法律出版社, 1996.
38. 傅穹. 重思公司资本制原理[M]. 北京:法律出版社, 2004.
39. 何勤华. 法的移植与法的本土化[M]. 北京:法律出版社, 2001.
40. 刘俊海. 新公司法的制度创新:立法争点与解释难点[M]. 北京:法律出版社, 2006.
41. 柯芳枝. 公司法论[M]. 北京:中国政法大学出版社, 2004.
42. 周友苏. 新公司法论[M]. 北京:法律出版社, 2006.
43. 叶林. 证券法教程[M]. 北京:法律出版社, 2005.
44. 高西庆. 证券法案例教程[M]. 北京:知识产权出版社, 2005.
45. 关中琰. 中国上市公司收购监管[M]. 北京:北京大学出版社, 2004.
46. 滕必焱. 证券法比较研究[M]. 北京:中国公安大学出版社, 2004.
47. 彭冰. 中国证券法学[M]. 北京:高等教育出版社, 2005.
48. 罗文志, 董寒冰. 上市公司并购法律实务[M]. 北京:法律出版社, 2005.
49. 叶军. 外资并购中国企业的法律分析[M]. 北京:法律出版社, 2004.
50. 范建, 王建文. 商法基础理论专题研究[M]. 北京:高等教育出版社, 2005.
51. [美]帕特里克·A·高根. 兼并、收购与公司重组[M]. 朱宝宪, 吴亚君译, 北京:机械工业出版社, 2004.
52. [韩]李哲松. 韩国公司法[M]. 吴日焕译, 北京:中国政法大学出版社, 2000.
53. [美]杰西·H·乔波等. 公司法案例与资料[M]. 北京:中信出版社, 2003.
54. [英]P·S·萨德沙纳姆. 兼并与收购[M]. 胡海峰, 舒志军译, 北京:中信出版社, 1998.

二、期刊类:

1. 陈晨. 上市公司与反收购问题探讨[J]. 证券市场导报, 2003(1).
2. 胡鸿高, 赵丽梅. 论目标公司反收购行为的决定权及其规制[J]. 中国法学, 2001(1).
3. 黄金老. 试论对中国上市公司反收购行为的规制[J]. 北京联合大学学报(人文社会科学版), 2003(2).

4. 黎友强. 目标公司董事会是否有权采取反收购措施吗[J]. 法律科学, 1997(4).
5. 李劲松. 公司反收购与董事受信义务研究[J]. 现代法学, 2003(4).
6. 李伟. 论我国证券法中的上市公司收购[J]. 政法论坛, 1999(1).
7. 李向荣, 葛永智. 我国上市公司反收购研究[J]. 山东经济战略研究, 1999(7).
8. 梁静溪. 论构建目标公司反收购制度的理论基础[J]. 学习与探索, 2002(2).
9. 倪新防, 吕洪涵. 敌意收购及反收购策略简述[J]. 外国经济与管理, 1997(1).
10. 彭晗. 上市公司反收购策略[J]. 经济管理, 2000(4).
11. 宋永泉. 论上市公司公开收购的法律问题[J]. 中国法学, 1999(5).
12. 唐有瑜, 樊川. 美国企业的反收购策略[J]. 经营管理者, 1999(3).
13. 王华锋. 对我国上市公司开展反收购的研究[J]. 商业研究, 2003(2).
14. 王腾. 对建立我国反收购制度的法律思考[J]. 高等函授学报(哲学社会科学版), 2003(5).
15. 吴晓梅. 上市公司事前防御策略及其典型案例实证研究[J]. 特区经济, 2001(6).
16. 熊文荣. 从“宝延风波”看反收购策略[J]. 经营与管理, 2000(3).
17. 徐冬根. 上市公司股份收购与反收购[J]. 法学, 1995(7).
18. 杨益. 要约收购反收购策略的规制[J]. 市场周刊, 2003(6).
19. 张本照, 朱志雄. 反收购理论研究综述[J]. 经济学动态, 2004(1).
20. 李春林, 朱圆. 反收购的价值分析[J]. 当代财经, 2005(6).
21. 张付成. 反收购行为立法规制的价值争论[J]. 黄河科技大学学报, 2006(3).
22. 周倩. 规范上市公司反收购行为的立法思考[J]. 当代法学, 2003(11).
23. 王玉学, 田华文. 上市公司反收购措施及其法律规制[J]. 投资研究, 2003(6).
24. 郭富青. 论公司要约收购与反收购中少数股东利益的保护[J]. 法商研究-中南政法学院学报, 2000(4).
25. 干春辉. 经济师要了解西方企业的反收购技巧[J]. 经济师, 1998(5).
26. 彭嘉圣. 西方反收购策及其启示[J]. 经济前沿, 2000(1).
27. 杜枢. 美国对目标公司反收购行为的规制: 商业判断规则之运用[J]. 商业研究, 2003(4).
28. 张舫. 英美对目标公司反收购行为的规制[J]. 商事法论集, 1998(2).
29. 安丽. 英美关于上市公司反收购立法对我国的启示[J]. 湖北社会科学, 2002(7).
30. 石晓波. 我国要约收购规则的制度缺陷与修正[J]. 管理世界, 2004(3).
31. 吕政君. 上市公司收购法律制度之完善[J]. 公司法律评论, 2003.
32. 范健. 上市公司要约收购制度的立法价值取向与基本原则[J]. 南京大学学报, 2004(1).

33. 张晨. 由胜利股份反收购事件对我国上市公司敌意收购与反收购的思考[J]. 商业研究, 2005(9).
34. 龚晓川. 目标公司管理层反收购行为规制立法构想[J]. 经贸论坛, 2003(9).
35. 潘云华. 论小股东的利益保护[J]. 河北法学, 2002(2).
36. 肖腾文. 上市公司控制权问题研究[J]. 证券市场导报, 2002.
37. 颜延, 张文贤. 我国推行股票权制度的法律问题[J]. 中国法学, 2001(3).
38. 沈艺峰. 公司控制权市场理论的现代演变(上、下)[J]. 中国经济问题, 2000(1).
39. 刘蔚. 公司章程的若干问题研究[J]. 湖北警官学院报, 2007(2).
40. 朱慈蕴. 公司章程两分论——公司章程自治与他治理念的融合[J]. 当代法学, 2006(5).
41. 王建文. 我国公司章程反收购条款: 制度空间与适用方法[J]. 法学评论, 2007(2).
42. 郝红, 朱冠群. 英美法系董事义务的构成[J]. 司法论坛, 2004年(5).
43. 李君, 范慧茜. 反收购中目标公司社会责任的承担[J]. 生产力研究, 2006(8).

三、硕、博士论文类:

1. 陈斌. 上市公司反收购策略研究[D]. 北京: 对外经济贸易大学, 2006.
2. 李晓玲. 反收购措施之法律透视[D]. 上海: 华东政法学院, 2007.
3. 罗永红. 上市公司反收购策略研究[D]. 上海: 华东师范大学, 2006.
4. 孙庆南. 论反收购的法律规制[D]. 上海: 华东政法学院, 2006.
5. 叶微娜. 反收购预防性措施在我国适用的合法性探讨 [D]. 上海: 华东政法学院, 2007.
6. 朱志雄. 目标公司反收购对策研究[D]. 安徽: 合肥工业大学, 2005.

四、主要参考法律、法规及政策:

- 《中华人民共和国公司法》, 2006年1月1日起实施.
- 《中华人民共和国反垄断法》, 2008年8月1日起实施.
- 《中华人民共和国证券法》, 2006年1月1日起实施.
- 《上市公司收购管理办法》, 2006年9月1日起实施.
- 《上市公司治理准则》, 2002年1月7日起实施.

发表论文和参加科研情况说明

发表论文：2010年6月在《东岳论丛》上发表论文“传媒监督与司法公正”，刊物刊号为CN37-1062/C，山东社会科学院出版。

致谢

时光荏苒，将近三年的研究生生涯即将结束。离别在即，站在人生的又一个转折点上，心中难免思绪万千，一种感恩之情油然而生。在此论文撰写过程中，要特别感谢我的导师陈志英教授的指导与督促，同时感谢她的谅解与包容。陈老师渊博的学识、严谨的治学态度、精益求精的工作作风和诲人不倦的高尚师德，都将深深地感染和激励着我。没有陈老师的帮助也就没有今天的这篇论文。求学历程是艰苦的，但又是快乐的。

感谢与我并肩作战的舍友与同学们，感谢关心我支持我的朋友们，感谢学校领导、老师们，感谢你们给予我的帮助与关怀。

谢谢我的父母，没有他们辛勤的付出也就没有我的今天，在这一刻，将最高的敬意献给你们！

