

## 美国的上市公司收购防御 及其对中国的启示

张 巍\*

**摘要:**通过回顾数十年来有关公司并购的社会经济效果的经验性研究后发现,从社会经济的整体结果看,鼓励收购应当成为政策的基本导向。本文简要介绍了实践中美国上市公司收购防御的主要措施,以及法院审查这些防御措施的基本态度和适用规则,强调了通过司法审查区分出收购防御的动机,监控目标公司管理层自利防御的重要性。以上述分析为基础,对于我国上市公司防御涉及的一系列独特问题,建议从降低敌意收购的制度成本、培养高素质的专业司法人才以及稳步推进证券发行的注册制改革三个政策方向进行认真考量。

**关键词:**敌意收购 收购防御 双叉测试 控制权移转 借壳上市

### 一、讨论收购防御的前提

要讨论上市公司的收购防御,当然要有上市公

---

\* 新加坡管理大学法学院助理教授。

司(至少是其控制权)被敌意收购的实质威胁,否则,矛既不存,又何须用盾?而出现这种威胁又必须具备特定的条件。在此,暂不考虑收购资金问题,单从上市公司的产权结构来讨论这样的条件。

第一,敌意收购上市公司本质上就是收购上市公司的股权,而且要取得足够多的股权才有可能实现对公司的控制。敌意收购者取得股权的唯一办法是与公司的股东进行自愿交易。换句话说,只有足够多的股东愿意向收购者出售股权,敌意收购才可能成为现实的威胁。于是,很自然地,敌意收购只有在上市公司股权足够分散的地方才会成为一个问题。假如公司的既有控制权人掌握大量股票,那不经过他的同意,敌意收购根本无从谈起。简言之,集中股权是最好的防御方法——它将收购全然化于无形之中。

第二,股权分散也不意味着敌意收购就注定会成为严重威胁。如果资本市场上都是中小个人投资者,那么,这些投资人通常既缺乏眼光和抱负,又缺乏经验和能力去投入收购上市公司股权的激战之中。例如,个人投资人几乎不可能获得高额的杠杆来实施收购。因此,只有当机构投资者大量涌现,并且从中出现积极投资人的时候,敌意收购才会真正活跃起来。

以美国的历史经验看,上市公司的股权分散在20世纪20~30年代已经发生,但机构投资者逐渐成为股权市场的主力则始于20世纪50年代,从那时开始,美国的个人投资人成为股权市场上的净卖出方,而机构投资者则成为净买入方。<sup>[1]</sup>敌意收购兴起便是在此后的60年代,<sup>[2]</sup>到1968年《威廉姆斯法案》出台才正式掀开了美国反敌意收购的序幕。此后,伴随私募基金和对冲基金等机构投资者在70年代末到80年代对上市公司发起的凌厉攻势,收购防御才成为了美国公司法及公司治理中的重大课题。

---

[1] Ragnar D. Naess, *Changing Patterns of Individual Equity Investment*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 20, 1964.

[2] 此前19世纪末到20世纪初,以及1916~1929年美国的两波并购浪潮主要是同行工业企业之间追逐垄断地位而进行的自愿合并。See Donald M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (5<sup>th</sup> ed.), New York: Academic Press, 2015, pp. 18-19.

简言之,有敌意收购才会有防御,而有了分散的股权结构和活跃的机构投资者,才会有敌意收购。

## 二、鼓励收购还是鼓励防御——一个政策问题

立法者与监管者研究收购防御问题,核心是要确立一种政策的方向:究竟是该鼓励敌意收购,还是该鼓励防御收购?而要回答这个问题,就要弄清楚究竟敌意收购对社会经济是利大于弊,还是弊大于利。于是,在介绍收购防御措施之前,我们先来看敌意收购的利弊。

敌意收购最大的优点在于其对上市公司内部管理层监督作用。在股权分散的现代公司中,股东虽然是名义上的产权人,其实并没有能力插足公司的经营管理,而实际掌控公司的是董事、经理等内部管理层,产权与管理权的分离被认为是现代公司最大的结构特征。<sup>〔3〕</sup>这两权的分离有着重要的经济意义。它一则是现代经济专业分工的自然结果,伴随企业经济规模的扩大,经营管理也必然变得更为复杂,这就需要企业交给有专业技能的经理人来打理。二则,也只有产权人从实际经营活动中脱离开来,才可能实现公司股权投资人的多样化,以及股权投资的多样化。若非如此,那么,只有既掌握资金又掌握相应经营管理技能的人才能成为股东,而股东投资的企业又只能局限于其具有经营管理技能的行业。这样一来,资本市场的深度和广度都会大大受到限制,融资成本随之提升。<sup>〔4〕</sup>

产权与管理权的分离不但有积极的经济意义,而且也是大多数股东乐意接受的。在股权分散的公司中,单个股东掌握的股份比例相当有限,通常不超过1%~2%。如果他投入精力研究如何经营管理好公司,那么就将独自为这种努力付出成本。但是,公司业绩提升了,全体

---

〔3〕 Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Harcourt, Brace and World, 1932, pp. 69 - 118.

〔4〕 有关两权分离的经济意义,参见 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 11。

股东都会得到好处,而那位付出努力的股东得到的好处只不过是公司整体获利中的1%~2%。这样一来,股东搜集管理信息,投入管理决策的成本很可能大大超过收益,因而也就很少有股东愿意去付出这些努力了。这就是所谓“股东冷漠”(shareholder apathy)形成的原因。<sup>[5]</sup>

尽管产权与管理权的分离既有积极意义,又有现实原因,然而,这并不意味着这种安排没有缺陷。很显然,管理层手握经营管理他人投入的巨额资金,而且投资人常常还没有能力和意愿来加以管束,当然就会起损害股东以谋求私利的念头。这就是著名的“代理人成本”(agency cost)问题。<sup>[6]</sup>于是,在两权分离的现代公司中,如何约束管理层损人利己、谋求私利的念头就成为公司成败的关键。

公司管理层的代理人成本归纳起来源自两类性质的行为:一是“乱政”(malfeasance);二是“误政”(misfeasance)。前者是指董事或经理人侵吞、挪用公司资产等积极妄为,后者则是懒惰无能等消极无为。<sup>[7]</sup>为帮助股东控制他们的代理人,法律设立了各种防范和制裁措施,如反欺诈和禁止内幕交易的规则。可是,法律的控制只能针对那些可以被客观衡量觉察的“乱政”行为,却管不住管理层的“误政”。试想一下,如果管理层纯粹无能或者偷懒,法律又能拿他们怎么办呢?股东也许可以向法院起诉说:董事、经理无所事事、贻误商机。可管理层也可以辩驳道:我们是审慎行事,为躲避商业陷阱。作为不具备商业经营特长的法官,又要如何判断这样的争讼呢?

然而,尽管法律很难管束住“误政”这种代理人问题,市场的竞争却如大浪淘沙。假如“误政”导致公司的潜在价值与其市场价值背离,在资本市场上逐利的投资人就可能嗅到这样的机会。他们发起并购攻势,取得这种价值被低估的公司的控制权,撤换原来的管理层,提升公司的业绩,也让自己从中获利。因此,这些发动敌意收购的投资人获得

---

[5] Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, Harvard Law Review, Vol. 119, 2006.

[6] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976.

[7] Stephen M. Bainbridge, *Mergers and Acquisitions* (3<sup>rd</sup> ed.), New York: Foundation Press, 2012, p. 40.

了“守在门口的野蛮人”这么个称号。<sup>[8]</sup>面临市场竞争威胁的公司管理层不得不认真经营公司,避免沦为“野蛮人”的猎物。在此意义上,资本市场上发动敌意收购的“野蛮人”实实在在是公众投资人的保护人。

最早看到公司控制权市场对降低代理人成本具有积极作用的是著名经济学家亨利·曼尼(Henry Manne),<sup>[9]</sup>美国许多公司法学者都赞同公司控制权的市场竞争是最有效的公司治理工具之一,<sup>[10]</sup>更有学者甚至认为这种竞争是让现代公司有可能存续的终极监管机制。<sup>[11]</sup>

除却对目标公司内部管理层的监督作用之外,与友善的收购一样,敌意收购也会带来财务以及运营上的协同效益(synergy),而借助收购实现垂直整合(vertical integration)则有助于克服所谓的“套牢”(holdup)问题。<sup>[12]</sup>

反对敌意收购者提出的敌意收购的最大缺陷是它让那些只顾短期收益的资本市场投机分子得以阻挠目标公司的长期经营战略,为免于成为这些投机分子的目标,上市公司不得不转而注重短期收益,而放弃长期性投资,譬如研发投资。此外,反对者还认为敌意收购迫使上市公司只关心股东利益,以致损害公司其他组成人员——债权人、职工等的利益。

这方面,华尔街最顶尖的公司业务律师事务所 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 的创始人,也是后文介绍的“毒丸”(poison pill)的发明者 Martin Lipton 的观点最具有代表性。早在 20 世纪 70 年代末,他就提

---

[8] 此称号出自描写 20 世纪 80 年代美国最大规模的杠杆收购交易——KKR 收购 RJR Nabisco——的纪实小说 *Barbarians at the Gate*。

[9] Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, 1965.

[10] Jonathan R. Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton: Princeton University Press, 2008, pp. 118 - 122.

[11] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 35, 1982; Ronald J. Gilson, *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, *Stanford Law Review*, Vol. 34, 1982.

[12] Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York: Free Press, 1985, pp. 90 - 95.

出;国家政策不应当“迫使董事只考虑某些特定股东的短期利益,(而要促使他们)考虑股东与公司的长期利益,包括短期机构投资人之外的公司全体组成人员的利益”。<sup>[13]</sup>

除上述特别针对敌意收购的批判意见之外,收购本身还被认为具有其他一些缺陷。一方面,收购行为减少了市场上竞争者的数量,加剧了垄断,进而有损消费者利益,因此,减少收购有利于市场竞争。另一方面,收购方的管理层会为满足自己的野心、扩张自己管控的势力范围而实施收购,这被称作“营造帝国”(empire building)。于是,目标公司防御收购反过来有助于降低收购方面临的代理人成本。

可见,收购,尤其是敌意收购,究竟对社会经济利大于弊还是弊大于利,在理论上无法形成定见。正反两方面的理论假说都有一定道理,到底是正面力量更大还是反面力量更大,最终只能通过经验研究来解决。

为此,金融学家对收购带来的经济效果进行了大量的研究,当然,其中大多数研究是针对美国市场的。概言之,这些研究的结论几乎可以说是压倒性地表明包括敌意收购在内的收购行为对社会经济具有积极作用。有关收购对管理层的控制作用,研究发现那些管理层未能充分实现公司固有价值,造成市价下挫的公司更有可能成为被收购的目标;生产率高的企业更可能成为收购方,而生产率低的企业则更可能成为收购目标。有关收购产生的协同效应,研究发现由收购公告引发的目标公司股价上涨在收购失败、目标公司保持独立之后随即消失,这表明市场对目标公司股价的积极评价并不取决于目标公司自身的价值,而更可能来自对收购带来的协同效应的预期。有关解决“套牢”问题,研究发现为实现垂直整合而实施的收购主要是为提高效率。

反过来,反对收购的理论预期大多没有得到经验证据的支持。有关长期投资问题,研究发现收购的确降低了大企业的研发投入,却激发了小企业更多地投入研发,因此,收购让创新活动更有效率地转移到了小企业。有关从公司其他组成人员向股东的财富转移,经验研究没有

---

[13] Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, *Business Lawyer*, Vol. 35, 1979.

找到收购使得财富从债权人向股东转移的证据,甚至发现收购提高了目标公司债券的价值;<sup>[14]</sup>经验研究也没有找到收购令财富从职工向股东转移的可靠证据。<sup>[15]</sup>有关收购增强垄断,经验证据表明实施并购的企业的顾客从这些并购中获得了收益。有关收购方管理层“营造帝国”的动机,研究表明出于没有效率的动机实施没有效率的收购,会让收购方本身更可能成为被收购的对象。<sup>[16]</sup>

总体而言,经验研究一再表明,<sup>[17]</sup>收购给目标方股东带来了收益,与此同时,至少没有给收购方股东造成严重损害,综合起来看,收购为双方的股东创造了价值。相反,反收购措施——无论是公司自行采用的,还是法律规定的,大多造成了目标公司股东的价值损失。比如,在章程中设置后文介绍的“防鲨网”(shark repellents)既会降低获得收购要约的概率,也会减少收购溢价。<sup>[18]</sup>这方面一个例外是所谓的“分层董事会”(staggered board),最新的研究显示它可能给股东带来价值。<sup>[19]</sup>最后,有关最重要的收购防御措施——“毒丸”,经验研究的结论并不一致,虽然大多数研究发现“毒丸”对收购溢价没有影响或者产生了轻

- 
- [14] Matthew T. Billett, Tao - Hsien D. King & David C. Mauer, *Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980s and 1990s*, *Journal of Finance*, Vol. 59, 2004.
- [15] Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *Law and Finance of Corporate Acquisitions* (2<sup>nd</sup> ed. ), Westbury: Foundation Press, 1995, pp. 624 - 625.
- [16] Mark L. Mitchell & Kenneth Lehn, *Do Bad Bidders Become Good Targets?*, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, 1990.
- [17] 第二部分最后三节引用的经验研究,未加注明者,均见于以下文献综述: B. Espen Eckbo, *Corporate Takeovers and Economic Efficiency*, *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 6, 2014.
- [18] Vicente Cunat, Mireia Gine & Maria Guadalupe, *Price and Probability: Decomposing the Takeover Effects of Anti - Takeover Provisions*, working paper, available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2713906](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2713906).
- [19] K. J. Martijn Cremers & Simone M. Sepe, *The Shareholder Value of Empowered Boards*, *Stanford Law Review*, Vol. 68, 2016; Robert Daines, Shelley Xin Li & Charles C. Y. Wang, *Can Staggered Boards Improve Value? Evidence from the Massachusetts Natural Experiment*, working paper, available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2836463](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2836463).

微的负面影响,<sup>[20]</sup>但近期也有研究发现“毒丸”增加了收购溢价,却没有降低目标公司获得收购要约的概率。<sup>[21]</sup>

总体而言,依据上述经验研究的结论,从社会经济的整体结果看,鼓励收购应当成为政策的基本导向。不过,即便收购防御措施没有促进效率的功效,但仍可能让目标公司股东从收购中享受到更多的收益。此外,对于“毒丸”的实际效果,经验研究的结论还呈现分歧。因此,完全禁止收购防御看似也不足取,而政策的关键恐怕在于区分采取防御措施的不同动机,允许为股东求得更大的利益而防御收购,但不能允许管理层为保住自身利益而防御。这方面,美国的经验尤其值得借鉴。

### 三、美国的上市公司收购防御

美国有关收购防御的法律主要建立在特拉华州法院的判决之上。自1985年的 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 案判决起,特拉华法院就肯定了目标公司董事会采用收购防御措施的权力。除目标公司采取的防御措施之外,美国许多州也有自己的反收购法,以保护在自己州内注册成立的公司免遭敌意收购,其中特拉华州的反收购法又最为重要。不过,由于“毒丸”的出现,各州反收购法的实际意义已被严重削弱,<sup>[22]</sup>限于篇幅,以下不再展开介绍这些反收购法。

#### (一) 两类措施

由目标公司董事会主导的防御措施可以分为两大类:一是以拒绝出售来防御;二是以出售给敌意收购者之外的其他人来防御。

---

[20] Sandra Betton, B. Espen Eckbo & Karin S. Thorburn, *Corporate Takeovers*, in Espen Eckbo ed., *Handbook of Empirical Corporate Finance* (Vol. 2), Amsterdam: Elsevier, 2008, p. 344.

[21] Randall A. Heron & Erik Lie, *The Effect of Poison Pill Adoptions and Court Ruling on Firm Entrenchment*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 35, 2015.

[22] Emiliano M. Catan & Marcel Kahan, *The Law and Finance of Antitakeover Statutes*, *Stanford Law Review*, Vol. 68, 2016.

## 1. 拒绝出售

第一类措施中最重要的就是“毒丸”。“毒丸”的正式名称叫“股东权利计划”(shareholder rights plan),1985年特拉华法院在 *Moran v. Household International Inc.* 一案中承认了“毒丸”的合法性。其防御的基本原理是通过歧视性地增发股票——只增发给其他股东而不发给敌意收购者——来稀释敌意收购者的股权。“毒丸”之所以可行是因为美国采用的授权资本制度允许董事会不经股东批准即可(在已授权范围内)自行增发股票,董事会的这种权力令其得以在一两日之内非常迅速地采用“毒丸”。有鉴于此,即使表面上没有“毒丸”的公司,一旦遇到敌意收购的威胁之后也可以随即设置“毒丸”。因此,今日美国的上市公司可以说每家都有一颗“影子毒丸”。<sup>[23]</sup>

需要指出的是,“毒丸”设计中都会为目标公司董事会留下回赎的权力,基于这样的权力,“毒丸”实际上成了目标公司董事会与收购方讨价还价的砝码。如果收购条件不能让董事会满意,其拒绝回赎“毒丸”的话,收购计划就会落空,因而收购方提出的方案通常不得不先行取得董事会的认可。于是,在“毒丸”的潜在威力下,(初始时)敌意的收购要么转化成得到目标公司董事会同意的友善收购,要么就被放弃。三十多年来,“毒丸”只被激活过两次。<sup>[24]</sup>

除“毒丸”之外,比较典型的防御措施还有杠杆式资产重组(leveraged recapitalization),实际就是公司借钱向股东派发红利,这样一来,为获得红利的股东就不会轻易将股票卖给收购方,而目标公司自己加的杠杆又限制了收购方用目标公司资产加杠杆实施收购的能力。类似地,目标公司还可以借钱回购自己的股票(stock repurchase),同样起到削弱收购方在目标公司资产上加杠杆,并阻碍收购方获得股票的

[23] John C. Coates IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, *Texas Law Review*, Vol. 79, 2000.

[24] 第一次是1985年Goldsmith收购Crown Zellerbach公司,由于第一代“毒丸”的设计缺陷,激活之后也未释放出毒性。第二次是2010年Versata Enterprises有意激活Selectica公司的“毒丸”,以便对后者的董事会提出控告,但在诉讼中法院支持了Selectica的董事会,令收购方目的落空。See Claire Hill, Brian JM Quinn & Steven Davidoff Solomon, *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice*, New York: West Academic Publishing, 2016, pp. 446-447.

作用。此外,目标公司还可以收购其他公司,借此增加自己的体量,乃至造成反垄断上的障碍,以此降低被收购的可能性;有些目标公司甚至会反过来试图将收购方买下(pac man)。<sup>[25]</sup>

以上这些防御措施都是在目标公司意识到收购威胁时采用的“策略性反应”(strategic response)。除此之外,目标公司还会在出现威胁之前,提早在公司章程或者细则中设置某些条款,尽管这些条款大多可能让收购变得更加困难,但在防御收购之外,这些条款也可以发挥其他一些促进公司治理的作用。这类防御方式被称为“结构性防御”(structural defense)。

结构性防御措施中最重要的是分层董事会(staggered board),即每年只能改选一部分(通常为1/3)董事。由于董事会拥有回赎“毒丸”的权力,所以董事会的构成直接关系到“毒丸”对收购方造成的威胁。分层董事会无疑延长了收购方改选董事的进程,也就拖延了回赎“毒丸”。因此,分层董事会与“毒丸”的结合被认为是威力最强大的收购防御措施,而由于“影子毒丸”的存在,从形式上看,分层董事会独自就能发挥出强大的防御效果。

除此以外,结构性防御还包括双重股权结构(dual class structure,即发行包含不同投票权的股票)、金色降落伞(golden parachute,即规定公司高管的高额解职金)、预先通知细则(advance notice bylaw,即要求欲提出股东提案或者董事候选人的股东在股东大会召开前提前通知董事会)等。<sup>[26]</sup>

第三种拒绝出售的防御措施出现较晚,被称作“嵌入性防御”(embedded defense),就是在目标公司与第三方的合同中约定:目标公司控制权一旦转移,第三方就会采取对目标公司不利的行动。比如加速偿还全部债务(所谓的“毒债”,poison put),或者员工将举行罢工等。

## 2. 出售给他人

这一类防御方式主要就是“白衣骑士”(white knight),也就是面对

---

[25] Claire Hill, Brian JM Quinn & Steven Davidoff Solomon, *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice*, New York: West Academic Publishing, 2016, pp. 437 - 441.

[26] Claire Hill, Brian JM Quinn & Steven Davidoff Solomon, *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice*, New York: West Academic Publishing, 2016, pp. 450 - 452.

敌意收购,目标公司董事会选择把公司卖给自己属意的买家,这样的买家有可能为董事们保留住职位。当然,要促成“白衣骑士”的收购,就要采取一些具体的交易安排,这些安排被称作交易保护措施(deal protection mechanism)。主要包含三种形式的交易保护:分手费(breakup fee)、股权锁定(stock lockup)及资产锁定(asset lockup,也称“皇冠上的宝石”,crown jewel)。

这三种交易保护措施的共同点是给予“白衣骑士”先发优势,以此提高其他不受董事会欢迎的收购方的收购成本。分手费就是约定若目标公司未卖给“白衣骑士”,前者要向后者支付一笔金钱。股权锁定则约定“白衣骑士”享有购买目标公司一定比例股权的期权,如果目标公司卖给他人,“白衣骑士”就可以行使期权购买股票,而收购方也必须为这部分股票向“白衣骑士”支付收购溢价。资产锁定就是在目标公司出售给他人时,允许“白衣骑士”购买目标公司的关键性资产。

## (二) 法律规则

收购防御措施将受到法院的审查,对于不同类型的防御,特拉华法院的审查标准也有所不同。最早确立起来的是针对第一类——拒绝出售——防御措施中“策略性反应”的审查规则,即著名的 Unocal 双叉测试标准。之所以称为双叉测试,是因为这项标准分成两个步骤:第一步,目标公司董事会要证明敌意收购对公司造成威胁;第二步,董事会还要证明防御措施与威胁的程度相当,具有合理性。

何谓敌意收购造成的“威胁”呢? Unocal 判决原本对威胁的定义相当宽泛,包括收购要约的价格过低、时机不当,乃至对雇员、顾客等造成负面影响。后来,在学者的影响下,特拉华法院大体上认同了三种类型的威胁。<sup>[27]</sup>第一种威胁是“机会损失”(opportunity loss),就是收购会让目标公司的股东们失去董事会为他们提供的其他机会,这些机会包括收购防御措施本身,如董事会提出的资产重组计划。第二种威胁是“结构性胁迫”(structural coercion),指敌意收购方案在结构上有迫使目标公司股东接受收购的因素,最典型的的就是“前重后轻的双层要约”。第三种威胁是“实质性胁迫”(substantive coercion),指那些虽然

---

[27] Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (De. Supr. 1995).

结构上没有胁迫性,但报价过低,又可能吸引股东置董事会的意见于不顾,将股票出售给收购者的敌意收购方案。<sup>[28]</sup>

法院的上述立场使得目标公司董事会很容易证明敌意收购构成了威胁。当然,敌意收购方案包含结构性胁迫的情况在实践中已经绝迹,不过,目标公司董事会可以提出股票回购等替代方案应对敌意收购,而这些方案本身就是给予股东的一种机会,于是便可以证明第一种威胁的存在。更加简便的方法是指出敌意收购的价格过低——低于董事会可以通过跟收购方讨价还价得到的价格,或者其他收购者的出价,或者公司保持独立经营能够实现的股价。而董事会的一面之词自然很难让股东们相信,于是第三种威胁便得到证明。实践中,目标公司董事会声称的最常见的威胁正是“实质性胁迫”。

二叉测试中的第二叉——防御与威胁程度相当,在实践中更加重要。它的字面意思是威胁有多强,防御才能有多强。特拉华法院不允许防御措施具有胁迫性(coercive)或者排他性(preclusive)。所谓“胁迫性”,主要是指防御措施会不当影响股东的决策,迫使他们放弃收购者的方案而接受董事会提出的替代方案。<sup>[29]</sup>“排他性”则是指防御使得公司不再具有被收购的可行性,主要表现为敌意收购方无法通过竞争委托投票权(proxy contest)来撤换反对收购的董事,也包括改变公司的财务结构,阻断收购方的融资渠道(如极度提高杠杆率)。例如,普通的“毒丸”因为伴有董事会的回赎权,而且收购方可以发动委托投票权竞争来更换董事,因此被认为没有排他性。可是,所谓的“死手毒丸”(dead hand pill)只许“毒丸”被激活时在任的董事行使回赎权,实际上排除了收购方更换董事以便消除“毒丸”的可能性,因此被认为具有排他性。<sup>[30]</sup>

对于不具有胁迫性和排他性的防御措施,法院还要求其具备合理

---

[28] Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, *Business Lawyer*, Vol. 44, 1989.

[29] 比如,迫使股东在敌意收购要约结束之前选择是否接受董事会的回购要约,参见 *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.*, 519 A. 2d 103 (Del. Ch. 1986)。

[30] *Carmody v. Toll Brothers Inc.*, 723 A. 2d 1180 (Del. Ch. 1998)。

性。<sup>[31]</sup> 合理性问题只能通过具体案情加以判断,而特拉华法院对合理性把握关键在于透过防御决策的细节,判断目标公司董事会防御的动机——究竟是为提升股东的利益,还是为保住自身的职位。<sup>[32]</sup>

针对结构性防御,特拉华法院一般采用最为宽松的商业判断规则 (business judgment rule), 据此,法院将推定董事会采取这些防御措施系出于诚信,没有自利的目的,而且决策是基于充分的信息作出的。法院之所以在此遵从董事会的决策,与结构性防御在防御敌意收购之外还可能具有其他作用相关。比如,分层董事会可以保证公司运营的稳定,从而吸引员工、顾客、供应商等与公司保持长期合作关系。又如金色降落伞的作用也不仅仅是提高收购成本,也会反过来激励公司的管理层放弃防御、接受收购。不过,结构性防御不得任意限制股东的表决权,阻止股东投票更换董事,除非董事会能够证明有迫不得已的理由 (compelling reason) 要这样做。<sup>[33]</sup>

针对最晚出现的嵌入性防御,法院也倾向于采用 Unocal 的交叉测试标准进行审查。<sup>[34]</sup>

针对“白衣骑士”这类防御,特拉华法院要求目标公司董事会在选择买家时只专注于股东利益,为股东在可能的范围内找到出价最高的买家,这就是著名的 Revlon 规则。<sup>[35]</sup> 至于如何找到这样的买家,法院认为并没有一定的模式,而要根据具体情况作出具体判断。因此,本质上 Revlon 规则与 Unocal 规则一样,也是一种合理性判断标准,其核心在于辨明目标公司董事会采取特定行动的动机。<sup>[36]</sup>

为满足 Revlon 规则的要求,实践中常见的寻价模式有两种:一是

[31] Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A. 2d 1361 (De. Supr. 1995).

[32] Stephen M. Bainbridge, *Merges and Acquisitions* (3<sup>rd</sup> ed.), New York: Foundation Press, 2012, pp. 261 - 272.

[33] Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp., 564 A. 2d 651 (Del. Ch. 1988).

[34] Kallick v. Sandridge Energy, Inc., 68 A. 3d 242 (Del. Ch. 2013).

[35] Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173 (Del. Supr. 1985). 除了“白衣骑士”这种收购防御措施之外, Revlon 规则还适用于董事会主动发起竞拍出售公司,以及转让公司控制权的情况。

[36] Stephen M. Bainbridge, *Merges and Acquisitions* (3<sup>rd</sup> ed.), New York: Foundation Press, 2012, pp. 261 - 272.

事前寻价,即在签订收购协议之前先进行公开竞价,但在协议签订后目标公司不得再主动寻找其他买家(称为“禁止招揽”,no-shop)。二是事后寻价,即在收购协议签订之后,规定一段时间由目标公司公开寻找其他买家(称为“招揽权”,go-shop),如果出现价格更加优惠的买家,就可以终止已经签订的收购协议(但通常需要支付一笔分手费)。

对于目标公司董事会在和“白衣骑士”的收购协议中约定的各种交易保护措施,法院也会适用 Revlon 规则来审查其有效性,其基本立场是允许采用交易保护措施来吸引敌意收购者之外的买家,但不允许借助这些保护措施阻却敌意收购方参与竞价。<sup>[37]</sup>

### (三)小结

前面已经提到,在股权分散的上市公司中,绝大多数股东由于持股比例太低,影响公司决策的能力有限,而且公司决策的结果对其利害的影响也有限,因此,他们对公司的态度是“冷漠”的。不仅如此,面对敌意收购的要约,股东们还会面临所谓的“囚徒困境”(prisoner's dilemma),因为图谋私利而采取相互损害的行动。为此,如何有效地将分散的股东组织起来,作出有利于全体股东利益的决策,就是上市公司应对敌意收购的核心问题。

美国允许目标公司董事会相当自由地防御敌意收购,是将接受收购的决策权交给了董事会,也就是让董事会来充当股东的组织者及股东利益的代言人,这与美国在公司治理中以董事会作为决策中心的基本立场一脉相承。董事会中心的治理结构有助于促进公司经营管理的专业化,并充分吸引社会资金,增强资本市场的流动性。

然而,这种授权董事会的做法必然会引发对董事们谋求自身利益而置股东利益于不顾的忧虑。为此,美国通过集体诉讼与费用移转激励律师发动股东,通过诉讼监控管理层的自利行为。可以说,原告方的律师扮演了股东的第二重组组织者的角色。但是,要真正守住管理层自利这扇门,关键要有明察秋毫的法官。这方面,特拉华衡平法院与最高法院通过长期的专业实践,积累起丰富的经验,借助具有相当柔韧性的

---

[37] Paramount Communications, Inc. v. QVC Network Inc., 637 A. 2d 34 (Del. Supr. 1994).

“忠慎义务”(fiduciary duty)标准,把控住个案的细节,区分出董事会防御收购的真实动机。

在特拉华法院的监管之下,收购防御实际上成了目标公司与收购方讨价还价的砝码,而非董事们自保职位的工具。有了这个砝码,目标公司股东从收购中享受到的好处也随之增长。经验研究显示,与不允许目标公司董事会防御收购的英国相比,美国目标公司的股东获得的收购溢价明显更高。<sup>[38]</sup>

尽管表面上看,特拉华法院否定防御措施效力的案例很少,然而,这一情况很可能恰好反映目标公司的董事们在特拉华法院极具专业的监控之下,已经形成符合法院规范要求的防御措施。实际上,曾经出现过的林林总总的防御方式日益统一到法院明确准许的“毒丸”这种方式之下,<sup>[39]</sup>于是,再有对防御措施发起法律挑战者,胜诉的希望自然也就不大了。

#### 四、对中国的启示

近来,伴随万科与宝能的股权争夺等一系列资本市场上的标志性事件,上市公司的收购防御也日益成为中国公众投资人、上市公司管理层以及市场监管者各方关注的焦点。笔者以为,美国的相关经验或许可以带给我们多种启示。

##### (一) 股东与董事的分权

首先,是否允许目标公司董事会防御敌意收购,以及赋予其多大的防御权力本质上涉及如何在股东与董事之间分权这个公司治理的关键问题。正如前文所言,美国法的立场实际是让董事会在面临敌意收购之际担负起组织股东、维护股东权利的责任。然而,美国法的这一立场

---

[38] Diem Nguye, *Distribution of Takeover Gains: A Comparison Between the US and Other Major Markets*, working paper, available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=2769381](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2769381).

[39] Claire Hill, Brian JM Quinn & Steven Davidoff Solomon, *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice*, New York: West Academic Publishing, 2016, p. 520.

与中国公司法以股东会作为公司权力核心的基本架构发生抵触。如果要贯彻股东会中心主义,恐怕就要严格限制董事会防御收购的权力,但这样一来又该有谁来组织股东、维护股东的利益呢?

假如将是否接受收购的决策权交给股东,股东自身就需要有获取信息与处理信息的能力,否则决策就成了盲目决策。除却信息问题,股东决策还必须克服所谓的集体行动问题,形成某种有效机制与收购方统一议价,搜寻其他竞价者,或对公司保持独立的价值作出较为一致的判断,从而避免陷入“囚徒困境”,被收购方各个击破。在机构投资者占多数,并具有较强组织能力的市场上,或许比较容易解决集体行动问题,但在一个散户主导的资本市场上,股东是否有动力和能力实现自我组织,这就存在很大的疑问。

因此,从现行法律体系的整合性角度看,中国应当否定上市公司董事会发动防御敌意收购的措施。然而,从资本市场上散户居多的实际情况看,似乎又有必要赋予董事会防御的权力。而要切实利用董事会保护中小投资人,就必须建立起配套的诉讼机制,并培养出具有专业素养的裁判人员。此外,《上市公司收购管理办法》第8条有关目标公司管理层在应对收购的决策中负有“忠实义务”和“勤勉义务”的规定也许为裁判者灵活处置收购防御措施提供了现行法下重要的规则资源。

## (二) 敌意收购控制权的实情

尽管中国资本市场上出现了不少企图敌意争夺上市公司控制权的案例,然而,能够成功实现控制权移转(至少实现对董事会的控制)的案例可谓凤毛麟角,据浙江大学周淳老师的统计,也就是只有南玻A与ST慧球两个成功的例子。<sup>[40]</sup>而真正称得上敌意收购(亦即完整收购上市公司100%股权)的例子还未见到。

如果回到本文开头提到的敌意收购的条件,中国资本市场缺乏成功的敌意收购恐怕不难理解。一则中国的上市公司大多股权集中,让敌意收购者无处下手;二则中国的机构投资者实力还相当有限,也许多数还无力对上市公司发动大规模的收购。然而,即便对于那些股权分散的公司,敌意收购者也少有斩获,这恐怕还与中国资本市场上“壳”

---

[40] 周淳老师在与笔者的通信中指出这一信息。

的特殊价值紧密相关。

由于“壳”值钱,所以,即便意图敌意收购上市公司者也不愿轻易让“壳”在市场上消失掉。换言之,敌意收购者必须维持住目标公司的上市条件。而根据目前的上市规则,多数情况下必须维持 25% 的社会公众持股(对市值超过 4 亿元的公司,上交所要求 10% 的社会公众持股)才能避免退市。如此一来,敌意收购者一边要保住 25% 的公众持股,一边又要抢夺公司的控制权,就难免投鼠忌器,施展不开手脚。

假如原控股股东持有 30% 左右的股份,那么,留给敌意收购者收购的股份已经不足半数。再加上强制要约规则的限制,希望留住“壳”的收购者只能在 30% 的红线面前停下来,其持有的股份比例就很难超越原控股股东。此时,收购者只有得到中小股东的支持,方才有可能替换董事,赢得控制权。然而,中小股东缺席股东会的情况十分普遍,加之现行公司法对出席股东大会的最低法定人数(quorum)未加限制,于是,即便只有原控股股东与敌意收购者参与董事选举,选举的结果依然有效。而在此两厢对决的选举中,持股比例处于劣势的收购方自然难以取得对董事会的控制权。<sup>[41]</sup> 我们的确看到,在成功取得控制权的南玻 A 与 ST 慧球这两个案例中,原管理层及第一大股东的持股比例相当低,均远不足 10%,这才给敌意收购的带来了成功的机会。

从以上分析来看,中国现有的法律规则以及上市公司股权分布情况客观上已经将防御敌意收购的藩篱筑得很高,真正能够逾越这道藩篱的敌意收购者十分有限。鉴于资本市场的这种实情,恐怕没有必要进一步赋予目标公司董事会采用防御措施的权力。

### (三) 促进效率还是寻租

本文第二部分详细介绍了正常的公司控制权竞争对社会经济效率的促进作用,然而,中国资本市场上频频出现的为抢夺“壳”资源而进行的收购与反收购较量却是有损效率的寻租行为(rent seeking)。如果敌意收购的目的只是为“抢壳”,那无非是将“壳”中包含的租金转移再分配而已,完全没有创造出新的社会价值——既非替换掉低效无能的

[41] 笔者在与浙江大学周淳老师以及环球律师事务所刘成伟律师的交流中得到启发,形成了上述观点。

管理层,也没有形成协同效益或者缓解“套牢”问题。同样一个“壳”,无论在哪一方控制之下出售,其租值并无不同。

但是,“抢壳”却至少造成了两种社会损失。其一是用于“抢壳”的资金未能见到其他能创造出新价值的地方去,造成资金的浪费。其二是“抢壳”导致原本经营不善、徒具“空壳”的上市公司成为竞相追逐的对象,使那些不直接参与“抢壳”的投资者的资金也追逐“空壳”公司而去,反而让经营有方的公司在资本市场上融资的成本升高。换言之,“抢壳”导致资本市场上的价格机制被扭曲。因此,在立法政策上应当遏制为“抢壳”而实施的收购,而允许对敌意收购实施防御也许有助于发挥遏制的作用。

问题在于尽管我们可以在理论上区分有效率的敌意收购与无效率的“抢壳”,但在实践中却不易区分这两类收购行为。它们往往都是冲着经营管理存在缺陷的目标去的,收购方恐怕也不会主动承认“抢壳”的目的,而更可能打着改善经营的幌子去“抢壳”。再者,在法律法规上设立双重标准,允许一部分公司实施防御,却不允许另一部分这样做,非但区分的尺度很难把握,而且有违公平的法治原则。最后,允许“壳”公司防御尽管可能遏制“抢壳”,却也进一步提高了“壳”的租值,而这又会反过来激励“抢壳”。出于以上考虑,笔者以为区分出“壳”公司来并允许其实施防御并非上策。

那么,如何才能遏制住寻租性的“抢壳”收购呢?正本清源的办法是杜绝“壳”的租值之源,而这个源头正是上市的壁垒。与所有的市场准入壁垒一样,上市的壁垒滋生了已经进入市场者占有的租值,因此,只有打破壁垒,才能根本消除“壳”包含的租值,才能抑制“抢壳”。要做到这一点,就不能不呼唤证券市场注册制改革的全面推进。上市不难了,上了市的公司才能不在乎退市,而敌意收购者也就不会在寻租驱使下去争夺上市公司控制权。据统计,在1980年到2012年间,美国年均约有5%的上市公司因为被收购而退市,以美国共约4000家上市公司计算,<sup>[42]</sup>也就是每年有200家左右的上市公司在收购过程中退市。

---

[42] B. Espen Eckbo, *Corporate Takeovers and Economic Efficiency*, Annual Review of Financial Economics, Vol. 6, 2014 .

一言以蔽之,只有“能上”,方才“能下”。

如果说力行注册制是遏制资本市场寻租的中长期治本之道的話,那么,在无法立即实现注册制的短期,严格限制借壳上市就是一项治标之策。倘若借壳上市这道门被严密守住,那么,“壳”里包含的租值就失去了兑现的机会,这等于变相消除了“壳”的租值。然而,这种办法只能治标,因为其未能真正消灭租值的来源。其后果可能是激励意图借壳者千方百计寻找制度漏洞,以期变相完成借壳交易。所谓“道高一尺,魔高一丈”,在“壳”中包含的巨大租值的驱使下,规则制定者恐怕很难杜绝探寻规则漏洞的冲动。这也许正是自去年下半年借壳规则收紧之后,市场上正在发生着的变化。

## 五、结论

本文分析了收购防御问题产生的前提,介绍了敌意收购促进社会效率的积极作用,以及美国利用收购防御措施促进目标公司股东利益的司法实践。最后,针对中国当下法律与市场的实际情况,笔者认为以下几个政策方向值得立法者与监管者认真考量。

首先,应当鼓励对上市公司控制权的争夺,它是利用市场机制解决股权分散的公司面临的代理人问题的重要方法,这就意味着要从制度上降低敌意收购的成本。

其次,应当允许上市公司董事会为促进股东利益而实施收购防御,但不应允许董事们为谋求自身利益而进行防御。但这一点必须配合股东诉讼机制的改革,以及专业法官队伍的形成。为此,有必要加强股东诉讼公益机构的建设,并可以考虑设立审判公司并购纠纷的专门法院。

最后,在中长期内应当完成证券发行的注册制改革,而在短期之内则应当加强对借壳上市的监管,进一步提高其门槛。