

敌意收购与反收购法律问题之研究

梁容菲

北方工业大学文法学院，北京

收稿日期：2024年5月7日；录用日期：2024年5月29日；发布日期：2024年7月31日

摘要

敌意收购与反收购作为争夺上市公司控制权的主要争论焦点，对相关法律规制提出了新的完善要求。本文以宝万之争为视角，深入剖析我国公司收购市场的现状和挑战，宝能系对万科的敌意收购事件，不仅凸显了我国上市公司股权结构分散的问题，也暴露了我国在应对敌意收购时的法律规制不足。本文分析宝万之争中涉及的敌意收购与反收购措施，联系国外案例与有关规定，讨论我国敌意收购与反收购应采取的法律立场。

关键词

敌意收购，反收购，宝万之争

A Study on the Legal Issues of Hostile Takeover and Anti Takeover

Rongfei Liang

School of Humanities and Law, North China University of Technology, Beijing

Received: May 7th, 2024; accepted: May 29th, 2024; published: Jul. 31st, 2024

Abstract

Hostile takeover and anti takeover, as the main focus of contention for control of listed companies, have put forward new requirements for improving relevant legal regulations. This article takes the Baowan dispute as the perspective to deeply analyze the current situation and challenges of China's corporate acquisition market. Baoneng's hostile acquisition of Vanke not only highlights the problem of dispersed equity structure of listed companies in China, but also exposes the insufficient legal regulations in China's response to hostile acquisitions. This article analyzes the hostile takeover and anti takeover measures involved in the Baowan dispute, linking foreign cases and relevant regulations, and discussing the legal stance that China should adopt for hostile take-

over and anti takeover.

Keywords

Hostile Takeover, Anti Acquisition, The Battle of Baowan

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

敌意收购与反收购，这个问题是一体两面的。敌意收购体现的是收购人为了追寻更大的利益，而未与目标董事层达成合意而进行的收购行为。而反收购是针对这一敌意收购行为而行使的一系列防御措施，以应对收购人的敌意收购行为。在宝万之争一案中，宝能系作为敌意收购人，对万科集团进行收购，一度成为排名第一的大股东；而万科集团为了不使宝能系成为大股东，寻求大股东华润集团的帮助、找寻“白马骑士”、停牌拖延、进行法律诉讼。敌意收购与反收购的出现，使得我们能够探寻其价值与功能，结合美国上市公司控制权争夺的实践，探讨我国敌意收购与反收购应采取的法律立场。

2. 宝万之争案例分析

宝万之争作为三十年以来的国内第一商战，2015 年开始，2017 年结束。经历了各种转折以及最终迎来华润退股，深圳地铁成为第一大股东，宝能系退出争夺，王石退任的结局。时至今日，分析谁输谁赢已经不是问题的关键了，我们应该着眼于其揭露了什么样的问题，以及这些问题对于现在市场的发展有何借鉴性的意义。

2.1. 宝万之争案件概况

2015 年 7 月，宝能系基于向房地产领域发展的目的，将目标指向当时的龙头产业——万科集团。宝能系通过前海人寿，在市场上花费 80 亿元买入万科 5% 的股份。接着不到一个月的时间，宝能系下前海人寿、钜盛华等一致行动人通过多方运作，持股比例首次超过万科原最大股东华润集团，在这之后，华润集团也进行了加持，在多次加持行为之后，宝能系成为第一大股东。王石在经过一定的调查之后，表示出不欢迎宝能系的进入，将其收购行为认定为敌意收购。在这之后，万科集团宣布停牌，此后安邦、恒大、深圳地铁增持万科股份，成为万科重要股东之一，华润在期间立场一度反转。华润之后也加入了宝能系的队伍，表示要罢免王石在内的所有董事。与此同时，万科通过定向增发支付对价的方式引入深圳地铁，中国证监会、深交所相继介入，随着华润退出、恒大转让，深圳地铁集团最终成为最大股东，宝能系逐步退出竞争，随后原万科董事长王石卸任由郁亮接棒，宝万之争落下帷幕¹。

2.2. 万科集团应对敌意收购采取的反收购措施

其一，万科集团寻求大股东华润的帮助。宝能系为了收购万科，一直在不停加持，华润面对此种情形，为了保住其第一大股东的地位，也一直按照比例增持股票。但是，从实际的市场反应来看，万科在此期间实施的策略并未引起股票价格的显著波动，这在一定程度上反映了市场对其策略的不完全认可或

¹ 参见广东省深圳市中级人民法院(2016)粤 03 民辖终 3184 号。

持保留态度。

其二，股票回购计划。万科集团为了应对宝能系的敌意收购，发布了 100 亿人民币的股份回购报告书。放出回购消息之后，宝能系并购的成本就增加了，但是由于后期万科的股价远远超过协议书的价格，导致这个计划仅仅实施了一小部分，但是其计划本身是值得肯定的。

其三，寻找“白马骑士”。万科集团前后找了安邦保险公司和深圳地铁公司作为“白马骑士”对抗宝能系的收购。这种做法是值得肯定的，因为“白马骑士”的出现，一定程度上会阻碍敌意收购方的脚步。

其四，外部舆论的支持。宝能系资金来源十分复杂，大多是利用杠杆金融，短债长投，风险巨大，收购万科后需要利用短期的利润来补偿成本和贷款，这些行为会破坏万科的战略目标，改变财富分配，但却不会创造价值。

2.3. 宝万之争反映出有关敌意收购与反收购措施的问题

其一，万科集团作为房地产的龙头企业，股权结构分散，根据万科集团的相关信息，第一大股东万科集团占比 15%，其余企业除了一外资企业占比 11%，都占比非常小，这也给后来在并购过程中争抢实控人权力埋下了隐患。

其二，万科集团的公司章程中并未赋予公司创始人王石否决权，而是所有股东均享有平等的权利。然而，在一些公司中，存在拥有否决权的股东，他们通过发行特定股票的方式，使得这些股票的每股权利超过普通股，从而实现对资本市场的直接控制。然而，万科集团并未采取类似的措施。此外，值得注意的是，尽管王石作为公司创始人并不拥有提名权，但万科集团的公司章程却赋予了大股东一项特殊的权利——即随时更换任期未届满的董事。这一规定在某种程度上削弱了董事会的稳定性和独立性。相比之下，许多公司在其章程中设有“毒丸计划”等反收购策略，作为抵御敌意收购的有效手段。然而，万科集团并未在其章程中纳入此类反收购措施。

其三，作为公司创始人的王石，不拥有提名权，但是却赋予了大股东随时更换任期未届满的董事的权利。从这就可以看出万科的章程中没有“毒丸计划”，“毒丸计划”是反收购策略中最有效的手段之一。

其四，西方企业对于收购和反收购已经具备成熟的措施和方法，但是反观国内，不论是万科集团的公司章程还是国内相关法律文件，有关敌意收购与反收购的内容都比较少，这使得万科集团即使已经采取多样的措施防御宝能系的敌意收购，但是还是最终失败。还使得华润一直掣肘于管理层，承担了第一大股东的义务，却没有实质性的权利。

综上所述，宝万之争反映出我国上市公司股权结构分散，公司章程存在漏洞。“宝万之争”之所以成为标志性事件，不仅因为其巨大的社会影响力和在我国敌意收购领域开启的新篇章，更在于它深刻暴露了我国敌意收购中存在的一系列普遍问题。其中，董事提名权否决权的缺失以及应对敌意收购的反收购措施不足，是这些问题中的关键所在。

为了应对这些问题，我们需要对“宝万之争”中的每个问题给予具体、细致的解决策略，同时重新审视并定位我国立法在敌意收购领域的规制倾向。这是一个重要的抉择：是应该放松监管，充分保证资本的自由流动，让市场发挥决定性作用；还是应该加强对敌意收购的法律规制，以保护企业的长远发展并维护市场经济的健康秩序。

这一抉择不仅关系到企业的命运，也影响着整个市场经济的稳定和发展。因此，我们必须慎重考虑，寻找一个既符合市场规律，又能有效保护各方利益的平衡点。

3. 敌意收购与反收购基本理论

敌意收购是指收购方未与目标公司进行磋商或者未达成一致，就直接购买目标公司的股份，并试图

通过这种方式，控制该公司。反收购，顾名思义，就是为了抵御这种恶意收购行为的防御措施。从法律价值的角度来看，收购行为在追求效率的同时，也兼顾了公平原则，但通常更注重效率。这是因为收购方在追求企业快速扩张、资源整合和市场份额提升的过程中，效率往往被视为关键因素。

而反收购策略则更多地体现了对公平价值的重视，同时也不忽视效率。目标公司在面临敌意收购时，会采取各种措施来保护股东利益、维护公司独立性和经营稳定，这些措施往往以公平为首要考量。

在法律主体方面，收购行为更倾向于保护收购方的利益，确保其在收购过程中能够获得预期的收益和效益。而反收购策略则更侧重于保护目标公司的利益，包括维护公司独立性、保障股东权益和确保公司长期稳定发展。

总之，敌意收购与反收购在法律价值和保护主体上存在一定差异，但都是资本市场中重要的商业行为，需要在法律框架内进行规范和监管^[1]。

3.1. 敌意收购

敌意收购，又称恶意收购或非合意收购，是指当收购方在未能与目标公司达成并购协议的情况下，直接采取行动，以高于市场价的价格向目标公司股东发出股权收购要约，或者在二级市场上持续购入股票，以此强行获得目标公司控制权的行为。在敌意收购的情境中，并购方与目标公司的管理层之间存在着显著的冲突和对抗，导致目标公司的股东、高级管理人员甚至普通员工常常采取各种措施来抵制这种收购，并启动反收购策略来维护公司的独立性和利益^[2]。

股权结构和公司治理结构的不同形态，往往决定了敌意收购与反收购冲突的主要参与者。在股权结构相对分散、且以董事会为中心的公司治理结构中，敌意收购的冲突通常集中在收购方与目标公司的董事会之间。这是因为在这种结构下，董事会拥有较大的决策权和管理权，成为保护公司利益、抵御敌意收购的主要力量。

而在股权集中度较高的公司中，特别是存在单一大股东或控股股东的情况下，敌意收购的冲突则更多地体现在收购方与控股股东及其所控制的董事会之间。这是因为控股股东在公司中具有更大的影响力和话语权，他们的利益往往与公司的整体利益紧密相连，因此他们更有动力和能力去应对敌意收购的挑战。这种因股权结构和公司治理结构差异而导致的冲突主体变化，体现了不同公司治理环境下，各方利益主体在面临敌意收购时的不同应对策略和力量对比。

在宝万之争一案中，因万科集团股权结构分散，就导致其冲突主要发生于敌意收购方和目标董事会之间。敌意收购最早在美国产生和发展，敌意收购人为了争夺目标公司的控制权或者达成自己的目的，而对目标公司进行收购。其中比较典型的案件为希爱夫诉梅斯案及俞讷克公司诉米色石油公司案，这两个案件都是基于敌意收购，损害目标公司及其股东利益，使得现有管理层出局。

当出现有关敌意收购的纠纷时，根据我国《证券法》《上市公司收购管理办法》的内容，有关机关对此进行管理，但是结合“宝万之争”一案中看²，证监会并不会轻易介入纠纷之中^[3]。

3.2. 反收购

反收购是针对敌意收购人而进行的防御措施。认定反收购措施是否合理以及对反收购措施进行理解应当从以下几个方面进行：其一，反收购措施是否合理应当根据敌意收购行为、敌意收购人以及是否基于合理性的调查，分析敌意收购行为的目的是否为了夺取控制权或者其他不利于目标公司的目的，结合

²2015年12月18日，证监会发言人张晓军表示，证监会将会高度关注万科宝能一事，但在只要操作在合乎法律法规的前提下，便不会有所干预。2016年7月22日，证监会新闻邓舸表示：事件双方不应该激化矛盾，置公司中小股东利益于不顾，证监会对其行为表示谴责，要求协商解决问题，促进公司健康发展，维护市场公平秩序。证监会将继续会同有关部门，对万科宝能互争股权事项进行核查。

敌意收购人的身份以及认定该行为为敌意收购是否基于合理的调查；其二，反收购行为的目的在于维持公司现有的控制权状态。其三，根据反收购行为实施的时间的不同，可以分为事前防御性措施和事后措施。其四，反收购行为应当考虑股东以及其他人的利益，判定行为是否合理应当遵循合理适度的标准。

3.3. 美国关于敌意收购与反收购的法律规定

在美国的《示范公司法》中规定了有关敌意收购与反收购的内容，作为管理层的董事有注意的义务，应当基于合理的调查判定收购行为是否为敌意收购，并且要以考虑股东的利益为出发点，不要损害其利益。当公司面对敌意收购行为时，应当考虑各方利益，基于充分的调查，做出一个合理的最优化的解决方案[4]。

3.4. 我国有关敌意收购与反收购的法律规定

我国目前有关公司收购方面的实践和规定都处于初级阶段。在制定我国的《公司法》《证券法》和中国证监会的各种行政规章的过程中，我们采用的最多的应该为美国的规定。在2020年修订后的《上市公司收购管理办法》中，第十三条明确了投资者在拥有目标公司5%的股份以上时，再进行1%或增或减的股份变动时，都应当进行通知和公告，即将其信息进行披露。这一点其实就说明了我国对于超过5%的股份变动需要通知和公告³，对于敌意收购及反收购行为都有了更进一步的规定[5]。

4. 我国敌意收购与反收购法律规制完善建议

在此次宝万之争中，万科面对宝能系敌意收购时尽管采取了多样化的措施，但是，仍然存在问题，由此也反映出我国在应对敌意收购时法律规范、公司章程等方面的不足。

4.1. 确立上市公司反收购的原则

尽管我国《证券法》立法日趋完善，且《上市公司收购管理办法》在编纂过程中吸收了国外如英国《收购法典》和美国特拉华州公司法等先进的立法经验，被域外学者誉为非常完备的预防性立法，但在实际操作中，详尽的立法仍不能为上市公司的收购与反收购行为提供充分的指引。这主要源于我国在敌意收购与反收购的法律立场上尚缺乏明确的指导原则，同时相关的法律规范也存在不完善之处[6]。据此，提出有关反收购的基本原则，以更好地促进经济发展。

其一，股东利益最大原则。股东利益最大原则能够保障公司股东的利益，公司在制定公司章程的过程之中，应当秉承着以股东利益为首的准则；在发生收购活动之后，公司应当对收购方进行调查研究，并且提出有效的建议；在达成收购合意或者确实发生敌意收购之后，应正确地评估公司的价值，为股东正确最有利的条件。

其二，信息充分披露原则。美国的《威廉姆斯法案》中对于公司信息披露进行了详细的规定，体现出了信息披露的重要性。可以从以下三个方面进行信息披露原则的完善：一是确定信息披露的主体，包括反收购措施、目标公司的管理层信息和执行信息；二是注意信息披露的时间，在收购的全过程都要提供信息披露，在收购前提供决策、收购中保证股东的监督；三是保证信息的真实性，通过有效合理的渠道进行信息披露，保证信息真实准确。

其三，中小股东利益保护原则。在收购的过程之中，容易发生只顾大股东的利益，而忽视了小股东利益的情况，相关法律规定应当突出对中小股东利益的保护。可以从收购价格的平等、反收购决定权和赋予小股东救济途径的方式实现。

³ 本次修改还有很多其他的内容，其中，针对第十三条的修改中提到，如果不履行告知义务，则会导致买入后的36个月内，对超过比例买入的股份不得行使表决权。这都是对于敌意收购和反收购行为的规定。

虽然在 2020 年修改后的《上市公司收购管理办法》对于收购有进一步的规定⁴，但是，相比于国外立法与实践，仍存在不足。在俞讷克诉米色石油公司一案中形成了审查反收购措施遵循的标准的原则以及反收购的正当性应考虑股东的利益的结论，在希爱夫诉梅斯案中形成了可以通过股份回购避免控制权争夺的反收购措施，我国法律规范既然已经明确吸收国外先进立法经验，应当再进一步结合我国本土化特征，确定敌意收购与反收购的法律规制的立场，强化敌意收购的底线，加强敌意收购监管，维护证券市场稳定，促进实体经济发展。

4.2. 制定统一的收购法律

早在 1994 年，万科与君安证券之间就曾发生了一场激烈的控制权争夺战。然而，令人遗憾的是，二十年后，万科依然要面对“门口的野蛮人”，并且缺乏完善的预先抵御敌意收购的措施。这一困境的根源，除了市场经济环境的变迁，更主要的是我国目前缺乏统一的收购法律。

经过这次典型的敌意收购事件后，上市公司开始意识到公司章程中反收购条款的重要性，并纷纷着手修改公司章程以增强自身的防御能力。然而，许多公司在修改章程内容时，可能存在违法违规的风险，其效力因此也备受质疑。美国的《示范公司法》和《威廉姆斯法案》均确立了本国反收购法律的指导思想，据此，我国应当制定统一的收购法律，对反收购行为进行专门规定，对各个公司制定本公司章程提供原则性指导。法律主要包括基本原则、基本模式、决定权归属、信息披露义务等方面。同时，也要注意好和现有法律的衔接，避免出现法律上的不协调之处，影响后续收购行为。

在制定完善的敌意收购法律规制的前提下，也应鼓励上市公司拥有更大的章程自治权。具体而言，公司应在章程中明确赋予董事会更大的权力，以便在面临敌意收购时能够迅速、有效地采取反收购措施。同时，为了确保董事会行为的合理性和合规性，还应将管理层在董事会中的席位与公司业绩挂钩，形成一定的约束机制。这样既能保证董事会在实施反收购措施时发挥关键作用，又能对董事会的行为进行必要的限制和监督^[7]。

4.3. 诉讼机制的完善

尽管我国法律已经对敌意收购与反收购有所规定，但从“宝万之争”及其后续相关案件中，我们不难发现我国法律在敌意收购与反收购的规制上仍存在不足，监管部门在把握监管力度时面临挑战。为了构建一个既公平、公正又兼具效率的市场秩序，建立一套行之有效的诉讼机制显得尤为重要^[8]。

首先，应充分发挥司法的作用，利用司法的力量来维护敌意收购中各方当事人的合法权益，确保他们在法律框架内得到公平对待。其次，我们需要在规范性判例中不断建立和发展新的规则，以此来弥补我国在敌意收购规制方面的经验不足，为今后的类似案件提供明确的指导。最后，通过司法的权威为并购交易当事人的行为建立稳定的预期，约束他们在法律框架内开展交易，减少无序的敌意收购与反收购行为，从而维护市场的稳定和健康发展。

5. 结语

宝万之争历时三年之久，输赢已是定局。着眼于其揭露的现实问题，以及为当今市场经济及立法提供了不可忽视的意义。面对敌意收购与反收购措施时，的确应当尊重商事主体自由发展的权利，尊重资本市场的自由竞争的规律，但是更加不能忽视公平的作用^[9]。要树立其正确的法律立场，完善法律规范，在合理的限度内建构市场监管，防止敌意收购的负面作用的过度产生，为公司提供行之有效的反收购措施。

⁴2020 年修订后的《上市公司收购管理办法》第十三条相较于之前的规定，明确了投资者拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的 5% 后，其拥有权益的股份每增加或者减少 1% 的通知和公告义务。

参考文献

- [1] 曾祥生, 方昀. 论上市公司反敌意收购行为的法律规制[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2014, 67(3): 23-28.
- [2] 刘长芹. 敌意收购与反收购法律规制研究[D]: [硕士学位论文]. 长春: 吉林大学, 2018.
- [3] 隋平, 武宗章. 上市公司收购监管制度的成因: 对英国与美国的比较考察[J]. 郑州大学学报(哲学社会科学版), 2013(1): 61-65.
- [4] 傅穹. 敌意收购的法律立场[J]. 中国法学, 2017(3): 226-243.
- [5] 张姝. 论上市公司反收购策略的法律规制——从“宝万之争”切入[J]. 现代商贸工业, 2021, 42(7): 116-117.
- [6] 朱锦清. 公司法[M]. 北京: 清华大学出版社, 2019.
- [7] 许小妍. 敌意收购的企业价值发现功能研究——以“宝万之争”为例[D]: [硕士学位论文]. 广州: 暨南大学, 2018.
- [8] 符亚男, 徐广林, 林贡钦. 企业的敌意并购与反并购策略分析——以“宝万之争”事件为例[J]. 财会通讯, 2017(16): 5-8.
- [9] 刘静, 张海凡. 万科与宝能系控制权之争的反思[J]. 税务与经济, 2017(3): 47-51.