

我国上市公司反收购的相关法律问题研究

——基于 2015 年万科股权之争的典型案例

◆ 谢 澄

(江西理工大学, 江西 赣州 341000)

【摘要】反收购的前提是指第三方对公司进行收购。而收购可以被划分成两种类型,一种是善意收购,另一种是敌意收购。当敌意收购发生时,被收购的公司能够进行反收购。只有在敌意收购时才会出现反收购。现行法规中没有对反收购进行定义,理论上是指收购人不顾上市公司管理层(包括董事会与高级管理人员)的反对,与该上市公司股东进行交易,获取公司发行的相当比例的股份,进而获得该公司控制权的行为。尽管“万科股权之争”已经落下帷幕,但是,以其为首的新一波敌意收购却引起了很多人的担忧。许多上市公司为了抵抗敌人的收购,会将反收购理论研究和国外的实践作参考,在公司章程中设置反收购条款,来保持公司管理者的控制权。本文以 2015 年度万科持股纠纷为例,分析了我国企业在收购重组中存在的一些问题。

【关键词】上市公司;反收购;股权之争;法律问题

在我国的现行法律之中,反收购决定权没有明确的归属,行使该权利的主体设定模糊,为较大的法律空白。由于我国的《证券法》以及相关行业规范对有关反收购问题的规定较为模糊且缺乏系统性的规制,不仅使得上市公司一旦面临敌意收购,将泥足深陷,各方利益相关者得不到保护,也使得监督管理部门在该问题上陷入无力的现实局面。为了解决这一难题,应该尽快完善优化相关的法律规制,提供各方相应的解决方案,使得公司企业能够得到发展。

一、从万科宝能股权之争看反收购策略

(一)万科宝能股权之争的经过

前海人寿(宝能系)于 2016 年 6 月 10 日在二次交易中购入万科 5% 股权,这一举动被认为是宝能系对万科发起了攻击。宝能在万科股价低迷,众多机构主力以及散户砸盘万科股票,进行减仓清仓操作时,大量低吸万科在流通市场的股票,在短短两个月内迅速将持有的股份增加了 10%,达到了 15%。通过这些操作,以宝能持有部分股份为前提,宝能集团在万科集团中展开了一场股份争夺战。宝能集团以多种形式增加股票持有份额,并从二级市场上吸收了大批股票,成功变成万科的最大股东。随后,原万科最大的股票份额持有者华润集团迅速增加万科的股票份额,但宝能在该年的 12 月以拉涨停板的方式来继续吸收万科股票。至该年 12 月,宝能的持股比例已经达到了 22.45%,真正意义上已经稳稳当当地成为万科第一大股东,其他股东难以撼动其地位。万科自身的高管层通过各个媒体和公开信,都明确表示反对宝能的此次收购,并且在之后向深交所提出了停牌请求。为求反收购,万科在 2016 年引入深圳地铁成为其战略

合作伙伴,其目的在于稀释整个公司的股份。然而,华润对该行为进行了反对,在某种程度上说明了万科管理层与华润一致行动人的关系破裂。

同年,恒大因收购并增持万科股票,而一跃成为该公司持股第三的企业。华润集团于 2017 年退出了万科第一大股东的行列,股份被深圳地铁集团所购买。万科现有股份持有公司分别为:29.38% 的深圳地铁、25.4% 的宝能系、6.73% 的安邦。同年 3 月初,恒大将其投票权、提案权以及对万科股票的参与权拱手让渡给深圳地铁。宝能系实际控制人在 2017 年 3 月 13 日因为银保监会的处罚而宣布卸任,这标志了该场收购战的结束。至此,万科管理层守住了万科公司的控制权,宝能系未能敌意收购成功,但宝能也通过万科股票的上涨有所获利。尽管万科在不同节点采取了紧急性的反收购措施,目的都是将公司控制权牢牢掌控在自己手中。例如,招募“白衣骑士”、进行停牌、运用“毒丸计划”等。然而由于万科的反收购经历时间过长、股价波动过大,股权争夺双方都存在不同程度上的损失,也在一定程度上损害了中小投资者的利益。该反收购过程值得我们反思,为避免各方利益损失过大,反收购究竟应该如何进行才更为适当也值得深究。

(二)万科管理层采取的反收购策略及反思

首先,万科管理层高挂“免战牌”,采取停牌策略,与宝能系进行持久战。在上文中,前面笔者曾提及,在第二次交易中,宝能系在万科的股份主要来源于前海人寿“万能险”、与浙商银行的“银保产品”,以及南方资产管理公司。总之,这三者都是利用杠杆作用的基金。若是万科长

期处于休眠状态，以宝能系的融资方式，就相当于短期借款，一旦两家公司陷入僵局，宝能系的财务承受不住，很有可能被逼无奈退出。其次，万科意向实施了“毒丸计划”即“股权摊薄反收购措施”。万科在狙击宝能系的初期曾经考虑过采用“毒丸计划”，针对其原有第一大股东华润及万科管理层采用定向增发的形式，摊薄宝能系所持有的股份。但根据现行《公司法》和《证券法》的规定，作为利益关联方，上述定向增发计划在交付股东大会投票表决时，被定向增发的一方作为关联人将回避投票。那么在宝能系已经持股23.52%的情况下，上述定向增发方案很可能无法在股东大会通过，因为万科股权高度分散，且我国上市公司的中小股东投票意愿普遍较低。因而万科放弃了这一“毒丸计划”，而改为其他的重大资产重组项目。万科还积极寻找“白衣骑士”，安邦集团站到了万科管理层这边，一起对抗宝能系。随后万科管理层与安邦结盟，早些时候，在万科被宝能系收购时，安邦借此机会购进了万科的股份，持有万科的总股份的7.01%。到万科被暂停交易为止，万科23.52%股份由宝能系持有；王石一方持有的股份大约为21.19%，包括15.23%的华润集团、1.21%的刘元生、4.14%的万科盈安合伙和0.61%的万科工会。而安邦公司拥有万科7.01%的股权，如果华润公司、安邦公司与万科组成一个联盟，那么总股权将达到28.2%，从而超越“宝能系”。

“万宝之争”中，一方是以王石为代表的万科管理层，需要守住控制权，另一方则是以姚建华为代表的宝能系，想要夺取控制权，双方争夺公司控制权的斗争白热化。双方在该场收购战中都展现了不凡的实力。面对门口的竞争者，万科管理层可以说是招数尽出。从该场股权争夺来看，万科管理层牢牢把握住了自己针对敌意收购进行反收购的决定权。并且依据现行的《证券法》以及《上市公司收购管理办法》，万科管理层的停牌、“毒丸计划”和招募“白衣骑士”等策略都未违法违规。但这些反收购策略造成了万科股价的波动，对证券市场的中小投资者是否造成侵害呢？这些投资者的利益受到侵害又该通过何种方式进行救济？都是我国现行法律制度没有规定或者规定不清晰的。下文通过对反收购理论与实践的梳理，来对我国《证券法》的立法进行完善和填补。

二、我国反收购立法的缺陷

在我国的现行法律之中，反收购决定权没有明确的归属，行使该权利的主体设定模糊，是为较大的法律空白。在《证券法》中，不但没有规定反收购决策权的具体定位，而且在《上市公司收购管理办法》中，也没有规定其具体行使范围。这些法律空白都将使得不同利益方，在一定程度上受损。对于哪些人可以享有这种权利，并没有法律条款进行明确。从当前的法律和实际情况来看，董事会可以根

据《公司法》第59条和第123条对其进行决定，也就是说，作为公司的经理和董事，他们应严格按照其诚信职责开展相应的活动，即决定是否发动反收购也应该顾及各方的利益。这一定程度上限制了公司管理层的行为，要求他们从股东利益出发去决策事务。如若涉及公司经营的重大事项，事关股东们的利益，则需召开股东大会。如若在万科股权之争中，万科管理层采取焦土战术，增发或稀释股权，这事关股东权益，这一个反收购措施如要实行由谁来决定并不明确。

反收购的救济机制也未在现行法中有所体现，一旦目标公司的管理层决定进行反收购，将会有多方利益牵扯。一旦利益有所牵扯，必然有人获益大，有人利益受到损害。如若某一方的利益受损，救济其利益的方式并不明确。行政救济和司法救济构成了当下比较基本的救济方式，行政救济是利益受损的一方向证监会举报其他人的违法违规行为，由证监会来进行评判是否对违法违规者进行处罚。比如，在万科宝能的持股纠纷中，万科曾因钜盛华资产管理公司存在的一些问题而对相关当局进行投诉。

但是由于举报的耗时很长，证监会在做出评判前需要较长的反应时间。在规制违法违规收购公司股份上会显得较为滞后，不能及时阻挡竞争对手敌意收购的进程。而在法律上，对于兼并方违反法律规定，被兼并方可以通过法律途径起诉。在这一场万科与宝能的争夺战中，万科工会在深圳市罗湖区人民法院里，控告了万科的大股东钜盛华和前海人寿，认为他们没有按照法定信息公开的要求，进行了一系列的增资。但是，由于司法程序的必要性，程序环节颇多，必然导致与竞争对手收购行为的时间差。但上市公司在反收购过程中，被收购方将处于腹背受敌的境地，作为耗时长诉讼救济途径不能解决被收购公司的现实问题。而且，目前我国的《公司法》中，也只有一条关于被损害公司和股东权益的司法补救措施，那就是在损害了公司和股东权益的情况下，可以通过起诉获得赔偿。此外，《上市公司收购管理办法》对在反收购程序中违背严格规则的董事，只有将其判为不合适候选人这一相对轻微的行政处分。这种行政处罚对竞争对手来说，在一定程度上并不会使得敌意收购的成本变高，然而，目标公司则会在反收购过程中问题频出。例如，万科在股权之争中发布停牌公告，这仅仅是缓兵之计，来换取一点反收购行动的时间，但治标不治本。万科和诸多小股东受到了损害，没有一个及时而又行之有效的补救办法，这就使得这一次的股份之战烟消云散之后，只会是一片混乱。虽然新《证券法》新增了“投资人适当性”和“中国特有的群体起诉”规定，并明确了“投资人维权组织”可以代理当事人对发起损害投资人进行民事起诉，但是，这一系列的法律仍然存在问题。所以，在实际的执行中，还需由最高法和中国证券监督管理委员会等部门出台对

应制度，才能让这些规定得到切实的落实。

三、完善《证券法》反收购的法律制度

首先，在《证券法》“上市公司的收购”这章中规定，将上市公司反收购的决定权交由公司的股东大会行使，那么万一在公开市场收购目标公司的收购方是出于敌意收购的目的，收购者就是想通过杠杆资金快速取得上市公司的控制权后，然后将上市公司的核心资产加以分拆，低价出售给自身的关联方或者直接在谋求控制权后敌意兼并。其次，受让方在完成收购后，不能马上将公司的主要业务进行拆分或卖掉，并设定了一个清晰的限制期限。此期限可以设定为一年，与我国《证券法》中对大股东持股一年的限制相似。对于公司的股东来说，一年的时间足够了解收购方的收购意图，如果在一年的期限内察觉收购方可能存在分拆或出售公司核心资产的意图，大可以在一年期限内通过公开市场套现离场。但是立法可以规定一种例外情形，即上市公司的股东三分之二以上授权收购方分拆出售核心资产的，不受上述限售期限限制的约束。可以在《证券法》中对这两项进行原则性的规定，再由具体的条例来规定具体操作细则。

构建完善的司法救济体制，也较为关键。虽说近年来，我国一直强调市场配置自由的重要性，市场主体间的收购与被收购行为，是市场自身行为，在一定的法律框架下，应当交由市场自身来选择。但是，在多方利益纠葛的情境下，很难保证势力较小的一方不受侵害。在现实生活中，司法是公平正义得以保障的最后一道门，首先在反收购活动中，司法救济应充分发挥应有的作用。此项调查的对象包括控股股东和被收购公司以及其他有关各方，调查其所发生的一切违法和违反规定的情况。此外，还应该把董事会的决定对债权人及少数股东的权益是否损害，纳为补偿范围。如果出现了违反规定的行为，应当追究目标公司及其直接责任者的责任。司法干预方式应当具有合理性，公司能在自治机制内解决的，不应交由司法，法律不做过多干涉。这

也是新《证券法》所做出的新要求，但还需要相关部门出台相应的配套制度来使其真的落地生根。

四、结束语

从万科股权之争以及后面出现的敌意收购浪潮可以看出，我国反收购理论研究以及立法实践都处于初级发展阶段，还不完善，亟待健全。目标公司遭受敌意收购时没有行之有效的法律进行保护，这就有可能导致目标公司的反收购措施会伤害其他利益相关者，而往往受害的一方很可能是较为脆弱的一方。所以，应当结合我国市场情况来对相关法律进行完善，使得市场经济健康发展。

参考文献：

- [1]刘轶.企业敌意收购与反收购研究[J].科技经济导刊,2020,28(12):189-190.
- [2]王俏.我国上市公司章程反收购条款的法律规制[D].成都:四川省社会科学院,2020.
- [3]韩光兰.上市公司敌意收购法律规制研究[D].兰州:兰州大学,2019.
- [4]崔金珍,张森.从“万宝之争”看上市公司敌意收购及其法律规制[J].天津大学学报(社会科学版),2018,20(04):317-322.
- [5]张一.敌意收购的价值分析与法律规制——以日本为视角[J].法制与社会,2011(30):93-96,112.
- [6]郭炜华.上市公司反收购的法律约束机制研究[D].上海:华东政法大学,2019.
- [7]王思嘉.论上市公司章程反收购条款的法律效力[J].知识经济,2014(12):48-49.
- [8]郑彧.上市公司收购法律制度研究:历史、现状、问题及变革[J].证券法苑,2013,9(02):780-818.

作者简介：

谢澄(1997—),男,汉族,江西赣州人,硕士研究生,研究方向:宪法、行政法。