

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2020.10.001

欢迎按以下格式引用:史欣媛. 敌意收购规制模式的错位及其改造[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2022(3):254-268.

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2020.10.001.



Citation Format: SHI Xinyuan. The dislocation and reform of the regulatory mode of hostile takeover[J]. Journal of Chongqing University (Social Science Edition), 2022(3):254-268. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2020.10.001.

敌意收购规制模式的错位及其改造

史欣媛

(厦门大学 法学院,福建 厦门 361005)

摘要:当前我国在实践中呈现出的“证监会监管,辅之以司法介入”的管制型敌意收购规制模式表现失灵,具体表征为行政机关的监管被动和草率,以及司法机关的应对乏力。究其根源,在于我国敌意收购规制模式出现了结构性错位。法律规制模式可被解构为管制型、自治型和回应型三种类型,其中,回应型规制乃敌意收购法律规制的应然模式。这是因为,敌意收购具有天然的不确定性和复杂性,因而灵活、及时的回应型立改废规则或法官创新性裁判与敌意收购达成契合。是故,我国应当实现敌意收购管制型规制模式向回应型规制模式的转型。在比较法视野下,回应型规制模式呈现出司法型和自律型两种类型,后者又可被划分为完全自律型和不完全自律型两种模式。迈向敌意收购的不完全自律型法律规制模式乃我国最优选择,原因如下:第一,司法体制改革的成本和阻碍较大,转型为真正的司法型规制模式较为艰难;第二,我国缺乏机构投资者,不具备完全自律型规制模式的形成基础;第三,自律型规制模式还存在缺乏强制力的固有弊端。具体而言,我国可借鉴英国和澳大利亚经验,构建一个具有中国特色的敌意收购不完全自律型规制范式。首先,应确立促进社会整体福利的共同利益诉求。在此理念指引下,我国可构建一个以证监会牵头,以证券交易所、中小投资者服务中心、证券公司、基金公司、律师协会、会计师协会等为核心成员的并购小组。其次,构建促进实体正义的制度框架。一是为分工明确并形成内部约束,建议在并购小组内部设立多个具有不同职能和权力的委员会;二是并购小组在作决定过程中不应拘泥于法律法规,而是灵活采用多元化决定方法。最后,塑造程序主义运作规范体系。一是规则制定程序应体现灵活性与民主性,明确规则委员会在特殊情形下可以随时修改相关规则,并且应广泛听取成员代表的意见;二是争议决定程序应确保公开化,采用简易书面形式做出处理决定;三是完善听证程序和上诉程序,对于后者,建议我国未来由并购重组审核委员会兼任并购上诉委员会;四是确立司法审查程序,明确“不干涉原则”。

关键词:敌意收购;管制型规制模式;回应型规制模式;不完全自律型规制模式;并购小组

中图分类号:D922.287;D926;D922.291

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2022)03-0254-15

基金项目:2021年教育部人文社会科学研究青年基金项目“比例原则在经济法中的适用研究”(21YJC820033);2020年国家社会科学基金重大研究专项“社会主义核心价值观融入行业规章体系建设的法治路径研究”(20VHJ007);2021年国家社会科学基金青年项目“系统性风险防范下金融科技反垄断规制研究”(21CFX082)

作者简介:史欣媛,厦门大学法学院,Email:sxinyuan04@163.com。

敌意收购(hostile takeover),是指并购方在目标公司管理层对并购意图不明确或对并购行为持反对态度的情况下,对目标公司强行进行的并购^{[1]5}。“宝万之争”可谓我国敌意收购的标志性事件。法律规制乃国家干预经济的重要方式,亦是矫正敌意收购市场失灵的必然路径。国家应当通过何种范式介入敌意收购的法律活动成为重要议题^{[2]34}。从既有的敌意收购规制路径来看,我国呈现出“证监会监管,辅之以司法介入”的敌意收购规制模式与规制样态^[3]。然而,该规制模式在我国公司治理中的实际效用发挥整体上乏善可陈,其在实践中未能对违法公司施以应有的惩罚和对受害公司提供有效的救济。进一步反思,我国当下敌意收购规制效果不佳的根源为何?既有规制模式是否是回应敌意收购的最佳方式?其他国家形成了何种敌意收购规制模式且共性为何?如何借鉴域外经验并根植于中国土壤使其发挥实效?上述问题皆有探讨空间。自我国第一起敌意收购“宝延风波”爆发后,敌意收购曾经一度是国内学界关注的热点,既有学术成果对敌意收购的基本概念与性质、功能利弊、权利分配,以及反收购措施等均有颇为深入细致的讨论与研究^①;但遗憾的是,鲜见有学者从规制模式出发,从应然和实然层面探讨敌意收购的规制模式^②。事实上,敌意收购规制模式的梳理与革新对于敌意收购的制度填补、纠纷处理、公司治理乃至证券市场发展皆具有极为重要的意义。此为本文写作的最初旨意。

一、敌意收购的规制现状

(一) 敌意收购的规制模式及其特征

近年,我国发生的多起敌意收购事件皆伴随着公权力机关的介入,呈现出“证监会监管,辅之以司法介入”的敌意收购规制模式与规制样态。譬如,在1993年我国A股市场敌意收购第一案“宝延风波”中,宝安系的违规增持行为引致证监会的调查,证监会给予宝安上海公司警告和罚款处分,对其关联公司给以警告处分。最终,在证监会的调解下,宝延双方高层晤面达成双赢和解的局面^[4]。而在近些年,上市公司控制权之争愈演愈烈,敌意收购频频爆发。2014年,新梅公司就开南系违规增持行为向证监会举报,在证监会对开南系给予警告和罚款处分后,新梅公司的投资股东兴盛实业又起诉至上海一中法院,而后上海一中法院就三大争议焦点对案件进行了审理^③。

总结起来,我国敌意收购的规制模式表现为如下特征:第一,以行政监管为导向,以此作为司法

①关于敌意收购概念和性质的成果参见:胡定核.敌意收购与非收购辨析[J].浙江金融,1994(8):9;胡新华.论敌意收购的概念及方式——兼评我国上市公司收购制度[J].黑龙江省政法管理干部学院报,2001(5):50-52。关于敌意收购功能利弊分析的成果参见:邱大梁,陈剑.上市公司收购中的恶意收购问题及对策[J].证券市场导报,2004(12):62-65;朱谦.论公开要约收购与中小股东利益的保护[J].法学,2003(8):97-107。关于敌意收购权利分配的成果参见:李文莉,艾星星.上市公司反收购的权利配置与制度构建[J].证券法苑,2017(4):261-277;郭佳宁.目标公司董事信义义务客观标准之构建[J].东方法学,2017(4):42-51。关于反收购措施分析的成果参见:汤欣,徐志展.反收购措施的合法性检验[J].清华法学,2008(6):89-104;刘凯,孙克强.反收购规制中的利益平衡——以毒丸计划为视角[J].法学杂志,2009(4):76-79。

②当前仅有零星成果从完善而非改造既有敌意收购规制模式角度出发进行研究。参见:丁冬,陈冲.证券市场违规增持的司法规制:角色、策略与难题[J].证券法苑,2017(1):83-96;李松涛.宝万之争中金融监管问题的反思[J].现代经济信息,2017(18):280-281。

③上海一中法院对案件梳理与归纳了三大争议焦点:第一,被告在未履行信息披露义务的情况下超比例购买新梅公司股票的交易行为是否有效;第二,原告的合法权益是否因被告的违规行为而遭受损失;第三,原告要求限制现持股被告行使股东权利或处分相应股份的诉讼请求是否具有法律依据。围绕这三个焦点,法院审理后认为,被告违反原《证券法》(2014年8月修正)第86条的规定,在未依法履行信息披露义务的情况下,违规超比例购买新梅公司股票的行为,违背了证券市场公开、公平、公正的交易原则,侵害了广大中小投资者的知情权和投资决策权,一定程度上亦不利于上市公司治理的稳定性,其违法行为也受到了证券监督管理部门的处罚。但本案中,原告作为新梅公司的投资股东,在其未能举证证明其自身任何合法权益遭受损失的情况下,要求限制被告行使股东权利并禁止其处分相应股票的诉讼请求,缺乏事实及法律依据,据此判决驳回原告全部诉讼请求。参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号判决书。

诉讼的前置程序。在业已爆发的敌意收购案件中,当事人公司尤其是目标公司(target company)往往以向证监会举报的形式作为阻击敌意收购的措施之一,进而争取时间谋划反击策略。事实上,不仅仅是敌意收购案件,大部分涉及公司治理和证券违规行为的案件皆遵循以行政干预为主的外部干预路径,只因行政管理以效率优先性为价值取向并带有一定惩罚性^{[5]48},能够迅速处理公司治理和证券市场纠纷。同时,往往在行政干预后,敌意收购涉案公司才向法院起诉,以协调各利益主体之间的权利义务关系^[6]。如前文所述的新梅公司控制权纠纷案即是如此。

第二,争议焦点大多集中在立法规范模糊地带。目前我国规制上市公司敌意收购的法律法规主要是《证券法》和《上市公司收购管理办法》。由于立法时期我国敌意收购实为罕见,故而相关规定或过于原则笼统,或存在解释分歧。概括而言,当前我国敌意收购争议焦点主要集中在否定股东权利之争、阻击举牌收购措施之争、章程设置反收购条款之争,以及新型金融工具使用之争四种类型^[7]。

一是否定股东权利之争。具体指目标公司因举牌公司前期的违规增持行为而限定其股东表决权、提案权等权利所引发的争议。原《证券法》(2014年8月修正)第213条规定,在改正前,收购方对其收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购的股份不得行使表决权。但该法对改正后收购方是否依然享有表决权未予明确^④;二是阻击举牌收购措施之争。主要指目标公司面临恶意举牌所采取的反收购措施,如拒不承认股东大会作出的决议效力、拒绝接受举牌方权益变动报告文件等措施;三是章程设置反收购条款之争。其起因于上市公司在内部章程中设置更改权益变动规则条款、交错董事会条款等反收购条款引致监管机构关注^⑤;四是新型金融工具使用之争。主要指收购方利用高杠杆结构化金融工具参与收购所引发的争议^⑥。

第三,司法诉讼往往以调解告终。譬如,在西藏旅游案中,国风集团与被告胡波、胡彪等达成调解,被告同意对相关股东权利予以让步,包括对西藏旅游实行非公开发售股份、放弃对股东大会一般事项的投票权等^⑦。关于新梅案件,在二审期间原告以庭外和解为由撤回了诉讼^⑧。

(二) 敌意收购规制模式的徒具其形

1. 行政机关监管被动和草率

2015年岁末,宝万控制权之争吸引了众多目光,历时712天,宝万之争以王石的完胜和宝能系完败告终,宝万之争风波终于止息^⑨。在此风波前期,监管层始终没有发声,伴随着万科对宝能集团的举报,才终于有所行动^[8];深圳交易所连发两道监管函,矛头分别指向万科和宝能,对双方行为各打50大板;证监会紧急组织了多个讨论会,商讨相关法律应对办法,并特别设立了包括办公厅、市场

④如新梅案、康达尔案、西藏旅游案等敌意收购纠纷案皆涉及关于违规增持的争议。

⑤如中小投资者服务中心2016年7月对雅化股份修订公司章程公开质疑、上海证券交易所2016年8月对伊利股份修订公司章程问询等。

⑥如在“宝万风波”中,2015年7—8月,钜盛华利用收益互换产品通过4家券商买入万科A股票8.04%;2015年12月,钜盛华通过9个资产管理计划买入万科A股票9.22%。对此,万科对有关资管计划等金融工具的股东地位适格性问题、一致行动人问题、表决权让渡合法性问题提出了质疑,证监会、深圳交易所后续也作了回应。

⑦参见:《西藏旅游有限公司关于诉讼结果的公告》(公告编号:2016-044号)。

⑧参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号判决书、上海市高级人民法院(2016)沪民终字第313号裁定书。

⑨2017年6月21日万科发布《关于2016年度股东大会的补充通知》和《关于2016年度股东大会增加临时提案的董事会决议公告》,主要内容是深圳地铁提议召开临时股东大会,提名11位董事候选人名单,该11人除4名独立董事以外,当中有三人来自万科,三人来自深圳地铁,无一人来自宝能系。至此,宝万之争以王石的完胜和宝能系完败告终。参见:中国投资咨询网.宝万之争风波止息 王石宣布退出万科董事会[EB/OL].(2017-07-19)[2020-09-16].<http://www.ocn.com.cn/touzi/chanye/201707/caewc19210236.shtml>.

部、法律部、会计部、基金业协会等部门在内的处理宝万事件的领导小组。时任保监会主席的项俊波在“十三五”保险业发展与监管专题培训班上也称决不能让保险公司成为大股东的融资平台和“提款机”。显然,监管部门的消极应对是万宝混战的核心原因。监管部门本应以维护形式正义和实质正义为目标而积极履行职责,而非在舆论逼迫下被动执法。

另一方面,监管部门的处置不甚明了,既未就全部违规行为性质予以认定,亦未明确违规的法律后果。在前述宝万控制权之争以及新梅公司控制权纠纷案中,监管部门仅仅对收购方的违规信息披露行为予以违法性判定和施以行政处罚,而对违反慢走规则的法律定性和法律责任未置可否^[9]。质言之,在一系列的敌意收购事件中,行政机关或旁观不语、或旁敲侧击的消极应对态度以及简单敷衍的结果处置,令其形同虚设。

2. 司法机关应对乏力

首先,迄今为止,进入司法程序的敌意收购纠纷的审理周期大多十分漫长,即便是在审理周期较短的新梅案例中,一审判决也长达近一年半的时间。事实上,诸多学者认为敌意收购中的司法诉讼实质上乃一种策略性诉讼,“诉讼本身就是一种潜在的反收购措施”^[10]。无疑,过低的司法审判效率将会造成收购的延迟,降低敌意收购的热情,进而损害投资者及其他利益相关者的合法权益。

其次,我国的司法体制现状为同类案件在不同层级和地区法院审理,由此导致“同案不同判”现象,进一步扩大相关争议^[7]。譬如,针对违规增持者仍然继续增持上市公司股票的交易行为是否有效的问题,就出现了不同的裁判结果:在西藏旅游案中,拉萨中院认为,在没有进行司法审查的情况下,应当认定胡波、胡彪持有的超出5%的股份效力待定^⑩;而在新梅案件中,法院认为,违规增持者在交易过程中既然遵守了交易规则,其交易结果也应当不得随意改变,最后判决,违规增持者的增持行为并非无效^⑪。

最后,面对敌意收购中出现的新型法律纠纷,司法机关往往作出避免给予明确的司法裁判观点之策略性选择,并呈现出调解化趋势。上述新梅案件即为典型例证。若从司法定分止争的功能出发,法院更愿意鼓励当事人私下和解,尤其在立法模糊的纷争地带,法院不公开表明自己的观点为更优策略。尽管法院明知新梅案中的收购方增持行为确实违规,但考虑到证监会仅惩处了收购方的违规披露行为以及一审判决后可能面临的改判压力,仅在判决书中对新梅案件中的违规增持行为予以谴责,不在实体上进行责任的分配和行为的规制则是法院的最优选择^[9]。

3. 行政机关和司法机关对相关事实的认定不统一

针对违规信息披露后能否限制违规增持者相关股东权利的问题,证监会和法院作出了不同认定。以成都市路桥工程公司在2016年6月25日公布修改的公司章程为例,其第37条规定,违规披露者所购买的股票不具有表决权^⑫。目前该章程已生效且得到了证监会认可^⑬,但我国法院对违规披露者表决权的限制认定无效。以康达尔案件为例,法院判决指出,根据《上市公司收购管理办法》

^⑩参见:《西藏旅游股份有限公司关于收到拉萨市中级人民法院民事裁定书(36-3号)的公告》。

^⑪参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号判决书。

^⑫参见:《成都市路桥工程股份有限公司章程》(2016年6月25日版本)。

^⑬值得注意的是,2016年8月,内蒙古伊利实业集团股份有限公司在修改的章程中添加了同样内容,即限制信息披露违规股东的相应权利,但该章程经证监会征询后,不了了之。这也从侧面揭示出监管机构之间认定标准不统一的乱象。参见:《内蒙古伊利实业集团股份有限公司章程》(2016年8月董事会提案版)。

第75条之规定,法律保护股东的合法权益,不得对其任意剥夺或限制,这也是现代公司制度的基石^④。

无疑,行政和司法规制手段在纷繁复杂的敌意收购案件面前的无力与失范彰明较著。行政机关不能有效发挥行政管理固有的惩治功能,法院亦未能实现司法定分止争的纠纷解决原初功能与裁判波及效应,二者的双向失灵将对敌意收购市场的健康发展构成严重阻碍。

二、症结所在:敌意收购规制模式的错位

由于敌意收购存在的不确定性(uncertainty)以及人类固有的认知局限,决定了世界多数国家的敌意收购成文立法普遍具有原则性和概括性特征。譬如,在英国,除自治规则《收购法典》外,尚未有一部统一规制上市公司收购乃至敌意收购的成文法,不过对相关行为的规制可从《2006年公司法》中寻求法律依据。如关于上市公司敌意收购发生前董事采取反收购措施的行为准则,《2006年公司法》第171条规定:“公司董事必须按照公司章程行事,以及仅能根据他们被授予权力的正当目的履行职权。”其中,究竟何为“正当目的”模糊不清,《2006年公司法》以及其他成文法皆未能明确阐明“正当目的”的具体判断标准,仅能依托法院以及并购小组对其内容不断填充。事实上,英国政府明确表明成文法对上市公司敌意收购的回应只能破坏敌意收购的灵活性,“立法只能作为敌意收购的最后防线”^[11]。

我国亦然,仅在《公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》等法律法规中作原则性规定。然而,我国所呈现出的“证监会监管,辅之以司法介入”的“管制型规制模式”难以对日趋复杂的敌意收购行为和防御行为作出及时回应,导致敌意收购规制陷于功能不足和被动的尴尬境地。

美国伯克利学派的领军人物菲利普·诺奈特(Philippe Nonet)和菲利普·塞尔兹尼克(Philip Selznick)根据政治、强制、道德、目的等指标的差异,将社会中的法律现象分成了三类:“管制型法”(repressive law)、“自治型法”(autonomous law)和“回应型法”(responsive law)^[12]。他们将法律^⑤的三种类型视为一种发展模型,一种依据理想方法构筑的用以识别同一社会的不同法律现象的工具性框架。管制型法为最基本的规制方法,其以强大的控制力和权威的绝对推崇为主要特征;自治型法是控制压制的其中一种手段,其以遵守规则模型为特征,注重对实在法规则的遵循;回应型法的要旨在于法律可以积极对社会环境中的各种变化进行回应,将社会压力视为认识的来源和自我矫正的机会。循此逻辑,法律的规制模式亦可被解构为管制型、自治型和回应型三类^[13]。目前,我国敌意收购规制模式沿用的是传统的权威管制型模式和“命令—控制”式运作方式,通过行政机关对敌意收购行为的管控和对市场机制的调整,在常规层面对敌意收购进行规制。中国法院特有的尊重行政机关处理决定的裁判态度,尽管具有短暂的防控功能和效果,但当下管制型规制模式是一种消极的被动应对,难以回应日渐复杂的敌意收购。

具言之,关于我国管制型规制模式的困境可以概括为如下几点:在行政规制层面,行政法规、规章的颁布和修订需要历经烦琐的成文法程序,由此决定了我国行政机关面对制度供给不足的无力和被动执法的困境。首先,囿于敌意收购的不确定性和复杂性,行政机关的应对与规制会更趋向于

^④参见:广东省深圳市中级人民法院(2016)粤03民终13834号民事判决书。

^⑤此处的“法律”为广义上的法律,既包括由全国人大、行政机关等权威机构制定的法律法规,又包括政策、自律性文件、法院裁判文书等软性规则。

被动与谨慎,前述宝万之争等案件中行政机关监管的消极态度以及对争议处理的不彻底性即是例证,敌意收购规制效能明显不足。其次,“选择性执法”的行政管理传统进一步加剧了敌意收购监管的乱象。例如,一份上证联合研究计划课题报告就曾建议,我国应学习美国、英国等国家选择优先执法的领域来提高证券执法效率的做法^[14]。所谓“选择优先执法领域”就是选择性执法的含蓄性表达。选择性执法必然使行政执法权成为特权,因为选择的权力与受害者的权利无关;选择性执法也必然导致敌意收购违法行为游离在行政监管之外。最后,立法对行政机关参与争议处理的授权不足。有关上市公司敌意收购的监管大多属于《公司法》范畴,《证券法》并未授予证监会规制相关问题的权力,如收购方超过披露触发线后继续违规增减持股票的行为是否有效等基本问题^[7]。

在司法规制层面,第一,我国司法整体趋向于克制主义^[15],无法实现创造性造法功能。第二,从司法和行政关系角度出发,我国司法具有行政本位传统,介入公司和证券市场治理的积极性不高。如在新梅案中,法院即指出,既然责令改正的事项由证监会决定,那么对于是否限制违规增持者表决权的事项亦应当由证监会决定^⑩。第三,在成文法依赖传统下,功利考量下的法院倾向于自我矮化。长期以来,我国法官的法律适用方法为大陆法系“规范选择型”法律适用方法,法官倾向于本着法条的字面含义来寻找案件唯一正确的答案,而非探求法的实质精神^[16]。在缺乏具体规定的情形下,我国法官为避免“惹祸上身”,往往逃避义务,将案件拒之门外或诉诸调解途径,这也解释了我国敌意收购案件所呈现的以调解告终的现象。第四,我国司法体系的诸多缺陷阻碍敌意收购司法规制功能的实现。如集体诉讼、成功酬金等制度规则缺失,案子多资源少引致审理周期偏长,法官素质和整体司法治理水平偏低。

事实上,当前各国敌意收购规制模式主要呈现出两种形式:自律型规制模式(self-regulation)和司法型规制模式(judicial regulation)。而上述两种形式具有明显的回应敌意收购争议、反思社会问题的特征,因而其共性在于皆为回应型规制模式。

根据牛津大学法学院 John Armour 教授的阐述,敌意收购自律型规制模式即无论是并购小组(takeovers panel)的组成抑或规则的运行,皆不受政府干预的独立的规制模式^[17]。该模式以“不干预”控制权市场的自治性为运行宗旨和价值圭臬^[18]。其具体分为两种形式——完全自律型规制模式和不完全自律型规制模式,前者的典型代表为英国^⑪,后者的典型代表为澳大利亚。二者的区别即在于后者为并不完全独立于政府的一种相对自治的规制模式,如澳大利亚并购小组不享有完全独立的敌意收购管辖权,其需要和证券投资委员会(ASIC)、证券交易所(ASX)以及法院共同发挥作用^[19]。英国并购小组年报指出,效率性(speed)、灵活性(flexibility)和确定性(certainty)为并购小组运行的根基和特性^[20]。其中,效率性优势主要在与司法诉讼的比较下得以凸显,即能够快速、高效地解决敌意收购争议,避免目标公司董事诉诸法院以拖延收购时间,从而削弱敌意收购对董事勤勉尽责激励的正面效应^[21]。正如澳大利亚收购小组指导性注释所指:“并购小组成立的目的之一即为尽可能多地减少策略性诉讼。”^[22]除此之外,效率性还体现在基于自律性质的制定规则与修改规

⑩参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号判决书。

⑪需要说明的是,尽管在欧洲标准局的第2004/25/EC号指令作用下,修改后的2006年《英国公司法》(Companies Act 2006)将英国收购小组相关规定纳入其中,为其运作提供了成文法基础,但事实上对英国收购小组的结构和运行皆未造成影响,因此英国仍应被看作自律型规制模式。See MUKWIRI J. Takeovers and the European legal framework: A British perspective[M]. London: Routledge Cavendish, 2009: 28.

则的程序上的高效^⑩。灵活性包括程序灵活性和实体灵活性。前者包括并购小组运行程序的灵活性;后者是指专家小组在成员组成及其权力分配、行使其决策权方面表现出的灵活性^[23]。确定性也包括两方面内容,一是一致性,即对同等案件同等对待;二是终决性,即并购小组尽可能作出令人满意的最终性决定,减少上诉或外部审查的可能性^[24]。此外,有学者指出自律型规制模式亦具有低成本性和民主性等特质^⑪。需要指出的是,英国的并购小组模式被视为世界上最为完善的敌意收购自律型规制模式,已先后被瑞典、爱尔兰、新西兰、南非、新加坡等国家效仿。英国并购小组集制定规则、监督运行、处理纠纷等功能于一体,听证委员会、法典委员会以及执行部门各司其职,共同致力于促进敌意收购市场的良性运行^⑫。

司法型规制模式是指由法院主导的敌意收购规制模式^[17],典型代表为美国。美国的敌意收购立法来源主要是联邦层面1968年颁布的《威廉姆斯法案》(Williams Act),以及州层面的公司立法。《威廉姆斯法案》虽然为20世纪80年代美国敌意收购规制基本要旨的建立打下了基础^⑬,但该法案缺少对目标公司经理采取反收购措施的相关规定,在一定程度上源于规制反收购行为对联邦政府规制而言没有利益^[25]。各州也经历了三轮敌意收购立法浪潮,反收购立法不断完善^⑭,但如前所述,敌意收购固有的不确定性决定了制度规则的不完备性。故而州法院,尤其是公司治理审判经验极为丰富的特拉华州衡平法院和最高法院担负起了规制反收购行为的使命。在1986—1988年期间,特拉华州法院针对敌意收购发展了三个经典的审查标准。一是Unocal标准^⑮,适用于目标董事采取反收购措施的案件中。法院为此精心设计了合理性标准,即目标董事必须证明敌意收购可以被合理地视为对公司价值和政策的威胁,并且其采取的反收购措施和威胁是成比例的;二是Revlon标准^⑯,适用于目标公司董事选择统一接受要价的案件中,而非坚持保持公司独立。为此特拉华最高法院重新构建了合理性标准,认为基于信义义务,董事应当将公司转卖给给予股东最高合理价格的收购人;三是Blasius标准^⑰,适用于目标公司董事故意介入股东选举董事投票权的案件。在该种情形下,法院认为限制收购公司董事投票权的行为无效,除非其有强有力的证据证明采取这种反收购

^⑩英国并购小组每年都会举办几次会议商讨相关规则是否符合市场需求,并相应作出调整。See ARMOUR J, SKEEL D. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? —The peculiar divergence of U. S. and U. K. takeover regulation[J]. Georgetown Law Journal, 2007, 95(6): 1728-1794.

^⑪如 JOHNSTON A. Takeover regulation; Historical and theoretical perspectives on the City Code[J]. Cambridge Law Journal, 2007, 66(2): 422-460; CHANG M. A Korean takeovers panel? A look at the Australian model[J]. Asian Business Lawyer, 2012(9): 57-71.

^⑫其中,听证委员会主要负责审查执行部门的决定;法典委员会主要负责制定收购规则,并独自负责对《城市法典》(除导言第4(b)节所述某些事项外)进行审查,并对这些部分提出建议、做出和颁布修正案;执行部门的执行官主要负责作出审判决定、管理和监督法典的遵守、为法典运作提供建议、对市场参与者行为作出具有约束力的判决,当事人可以就执行官的决定向听证委员会提出上诉。See UK TAKEOVER PANEL. Organisation[EB/OL]. (2008-07-01) [2020-09-16]. <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/organisation-chart>.

^⑬如任何收购5%以上的收购者都要进行相关信息披露;赋予股东在要约报价前7天撤回已购买股票的权利;要求收购者按比例购买股票;要约收购至少要维持20天。

^⑭在1968年,美国有37个州进行了反收购立法,此为第一次美国州立法浪潮。州立法明显更保护经理利益以便吸引公司注册,而对收购公司设定了更为严厉的披露制度,由此遭到了SEC以及最高法院的批驳,认定该立法违背宪法和威廉姆斯法案的宗旨,阻碍州之间的贸易。第二次州立法主要强调对股东公平收购权的保护,基于此,最高法院判定该立法没有违背宪法和威廉姆斯法案的规定。这也导致了第三次州立法制定更为严格的反收购规定,包括毒丸计划、董事补偿计划等。此次立法浪潮给予了目标公司董事空前的保护力度。See THEOBALD T. Hostile takeovers and hostile defenses: A comparative look at U. S. board deference and the European effort at harmonization[J]. International Trade Law Journal, 2006, 15(2): 1-55.

^⑮See Unocal, 493 A. 2d at 953-54.

^⑯See Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173, 175-79 (Del. 1986).

^⑰See Blasius Indus. v. Atlas Corp., 564 A. 2d 651, 662-63 (Del. Ch. 1988).

措施是合理的。值得注意的是,美国市场环境的变化,上述标准逐渐被弱化和替代。机构投资者的崛起、对冲基金和代理律师的协作,以及联邦证券法将高管薪酬和董事会独立性监督等规定纳入立法框架。这些新发展致使“私人诉讼不再像以前一样重要”^[26],股东和对冲基金逐渐成为替代性监督者(alternative monitors)。但特拉华州法院对敌意收购规制作出的贡献依然不可忽视。

无疑,无论从敌意收购的本质属性出发,抑或从域外的实践经验审视,能动、灵活的回应型规制模式乃应对变动不居、纷繁复杂的敌意收购之有效途径。面对制度供给不足和敌意收购的快速发展,在自律型规制模式下,基于程序和实体上的灵活性,并购小组有权审时度势,随时制定或修改规则,及时处理相关纠纷;在司法型规制模式下,源于美国的法官造法传统,法官能够通过个案的裁判来发挥裁判波及效应和法律补充机制的独特功能,毕竟“法规越模糊,权利界定越不清晰,留给司法的裁量空间也就越大”^[27]。总之,敌意收购的不确定性需要富有灵活性、能动性的回应型规制模式予以应对,我国敌意收购规制模式亟待改造与转型。

三、从管制型到回应型:敌意收购规制模式的转变

(一) 迈向回应型规制模式:正当性与必然性

1. 本性应得:敌意收购的特性

前文已述,敌意收购具有天然的不确定性,这种不确定性直接决定了制度供给不足的常规立法生态。在此情形下,寄希望于通过烦琐的立法程序修正与完善相关规则既不经济,亦不现实。无疑,回应性、及时性的规制模式乃敌意收购的本性应得的题中之义。一方面,敌意收购中的利益冲突日益复杂,但模糊、抽象的既有立法难以为相关纠纷提供明确清晰的法律解释。例如,面对敌意收购的现实威胁,很多公司利用法律空白设立了诸多反收购条款,不但增加缔约成本和监管成本,而且导致了反收购条款合法性的判定困境^[3]。因此,灵活、及时的回应型立改废规则或以完善司法体制作为保障的法官创新性裁判与敌意收购天然契合。另一方面,在上市公司敌意收购引发的控制权之争纠纷日趋增多的背景下,亟须高效的解决争议组织和清晰的认定标准予以回应。是故,从敌意收购的特性出发,回应型规制模式乃敌意收购的本性应得与不二选择。

2. 现实考量:比较性优势

为应对敌意收购日益增长的冲突纠纷,当下我国的敌意收购规制模式改革无非有两种途径:(1)在既有框架下对管制型规制模式逐步完善。其一,对行政监管进一步赋权。在法律层面明确界定证监会的监管地位,既赋予其《证券法》范畴内的市场信息监管权力,又赋予其《公司法》层面对目标公司控制股东和管理层义务的监管职权。在立法层面,有学者指出,可以由证监会出台《上市公司监管条例》,明确赋予证监会进行公司治理的权力,包括授权证监会制定《上市公司章程指引必备条款》,并监督其实施,使证监会对敌意收购的监管有法可依^[7]。其二,加强司法体制改革力度,以不断契合司法型规制模式的内在要求。例如,为提升司法效率,可借鉴美国特拉华州的专业审理模式,设立专业性较强的敌意收购法庭,集中处理敌意收购争议,从而使利益相关者形成更为明确的行为预期。同时不断完善集体诉讼制度、成功酬金制度,以减轻起诉成本。暂且不论上述管制型规制模式从根本上并不符合敌意收购的本质属性,多重障碍亦决定了上述完善型的改革途径并非最优选择。然而,首先从成本收益角度出发,由证监会出台管理条例以及逐步出台管理细则皆需耗费漫长的时间成本和金钱成本,司法体制改革亦然,由此注定了改革的艰难;其次,行政监管关涉政府

与市场的关系议题,其监管边界难以匡定,何况选择性执法已是行政监管的痼疾,预估改革成效甚微;最后,相较于美国的司法能动主义姿态,我国司法克制主义下的裁判行政本位和保守裁判思想早已根深蒂固,司法型规制模式难以在我国顺利应用。(2)构建自律型规制模式。相较于第一种途径,该种改革模式具有明显的成本优势。在自律型规制模式下,组建一个自律性并购小组所需要的时间远比完善行政和司法体制的周期短,并且基于自律性组织性质,其发布和修改相应规则、处理纠纷的程序也更为灵活简便,节约了大量的时间成本和金钱成本。事实上,当下世界敌意收购立法已呈现出司法型规制模式弱化的趋势。例如,自2000年3月公司法改革后,澳大利亚并购小组便替代法院成为规制敌意收购的主要机构,该变革的主旨在于减少策略性诉讼,并释放司法资源^[28];自20世纪80年代至21世纪初,瑞典、爱尔兰、新西兰、南非、新加坡、中国香港相继模仿英国模式设立了自律型规制模式^[29],只是基于历史背景和文化背景,其各自运行不尽相同。亦有学者指出,随着美国机构投资者增多和壮大,转变成英国的自律型规制模式可进一步提升敌意收购规制效率,只是从成本收益角度以及政府对机构投资者忌惮的历史背景出发,美国更宜遵循既有的司法规制模式^[17]。质言之,我国敌意收购由管制型规制模式转变成作为回应型规制模式之一的自律型规制模式,符合世界敌意收购规制模式的发展趋势。

(二)一种可供选择的途径:构筑不完全自律型敌意收购规制模式

当今世界敌意收购自律型规制模式主要包括完全自律型规制模式和不完全自律型规制模式两种,其最大区别即在于后者为并不完全独立于政府的一种相对自治的规制模式。以英国和澳大利亚为例,具言之:第一,在人员任命方面,英国并购小组的组成人员主要由包括欧洲金融市场协会、英国保险业协会、投资公司协会、英国工业联合会、英国会计师协会、养老金与终身储蓄协会、个人投资管理与财务咨询协会、上市公司联盟等各金融和商业机构自发指定^[30],而澳大利亚并购小组的成员却是由政府任命^[31]。第二,在并购小组权力分配方面,英国并购小组的权力更为宽泛,其包括城市法典制定与修改权、收购监督与执行权、纠纷处理决定权等。而澳大利亚并购小组的权力极为有限,其设立之初只是为了执行收购规定的“精神”,被赋予权力对那些违背敌意收购法律规定的行为宣告为不可接受(unacceptable),后来其地位才逐渐凸显,自2000年公司法改革后被赋予权力审查ASIC的决定。除此之外,收购规则的制定权归属于议会,管理、监督和调查权则属于ASIC^[29]。第三,在权力行使方式方面,英国通常是非正式的,以口头或电话做决定。而澳大利亚通常由总统指定三个专家通过现场、Email或者电信会议的方式做出决定^[29]。

对于我国敌意收购自律型规制模式的具体选择问题,不能完全效仿英国或澳大利亚经验,因为其各自模式皆依托于本土环境且各有优劣。世界上没有最优的制度,只有最适合的制度。对此,考虑到我国特殊国情,笔者认为我国应当博采众长,兼容并蓄,构建一个融合英国和澳大利亚模式的敌意收购不完全自律型规制范式,其核心要旨为设立由证监会辅助与支持、权力广泛、程序灵活,涵盖规则委员会、执行委员会、听证委员会、监督委员会等多部门的并购小组。尽管根据我国《上市公司并购重组审核委员会工作规程》第11条规定,中国证监会设立了具有部分并购小组属性的并购重组审核委员会,但该委员会的职能仅仅是对并购重组申请人的申请文件和证监会的初审报告进行审核,证监会拥有最终核准权。换言之,该委员会实质仍隶属于证监会,这依然是管制型法律规制模式下的产物,与英国和澳大利亚并购小组截然不同^[32]。但出于以下原因,我国未来所设立的并购小组中的主席和部分成员应当由证监会指定,由此决定了不完全自律型规制小组的性质:一方

面,我国缺乏机构投资者,不具备完全自律型并购小组的形成基础。机构投资者在一国力量的强弱在一定程度上决定了敌意收购规制模式的不同形式。一是从二战结束到1979年,英国政府对个人投资收入实行惩罚性的高边际税率(rates of marginal taxation)^⑥。二是对集体投资项目实行减税政策。其中最显著的是对养老基金完全免除股息收入税^[33]。以上因素对机构投资者和个人投资者的比例格局产生了重要影响。同域外成熟的证券市场相比,我国A股市场起步较晚,散户数量远远高于机构投资者数量^⑦,这意味着,没有像英国一样具有一定权威性的集体力量能够自发组建并购小组。是故,笔者建议由证监会指派自己人员作为小组主席(同澳大利亚政府任命并购小组主席类似),并在其影响下,挥动社会机构投资者团体力量各自指派成员加入(同英国模式多样化人员组成类似),共同组建并购小组。

另一方面,自律型规制模式的弊端之一为缺乏强制力,只能依靠成员的自律监督,其执行效果较为“软化”。以英国为例,《城市法典》的实施主要依托于声誉制裁,如违反规定则会面临被伦敦证券交易所排除在外的威胁。此类制裁确保了有争议的问题得以解决而无须法院介入;但其得以顺利实施的前提是成员遵守惩治的高自律性。显然,在规则遵守不甚良好的环境下,缺乏权威的力量进行辅助与威慑,自律型规制模式下的声誉惩治机制难以在行业内产生良好效果。是故,有必要依托证监会的强制力作为后盾,以弥补自律型法律规制模式的弊端。具体而言,可以在并购小组内设立由证监会人员组成的监督委员会,该监督委员会可以借鉴澳大利亚模式,由证监会成员兼职监督相关公司对小组决定的执行情况。

四、不完全自律型敌意收购规制模式的规范化配置

(一)厘定共同利益诉求:促进社会整体福利

不完全自律型规制模式发挥价值的前提为并购小组成员具有促进社会整体福利的动机,“如果自我规制的组织者有着促进社会福利的动机,自我规制便是有效率的,但是如果他们的动机偏离了,自我规制则是低效的”^[17]。以美国纽约证券交易所监管为例,在1930年以前,美国证券交易所制定的自律规则是美国证券规制的主要来源,其中交易商和经纪人是主要的交易所运行主体。他们更加看重市场的活力,即侧重于上市公司股东的利益,因为这将增加公司与交易所的交易机会,而这与提升公司治理的有效性目标相冲突。如果目标公司是在该交易所上市的,交易商和经纪人往往极力反对敌意收购,即使敌意收购将使公司治理更有效率,因为收购即意味着失去一个公司在交易所上市。因此,交易所总是致力于满足上市公司的要求和期望,尽管这是以降低公司治理效率为代价^[34]。即便是在新政后将控制权从交易员和专家转移到成员经纪人的结构下,纽约证券交易所的自律激励措施的最终目的依然是偏向于上市公司股东的最佳利益而非社会整体福利^[35]。此外,英国机构投资者组成的并购小组的共同利益诉求也并非十分纯粹,他们作决定可能是基于政策考量而非单纯从经济角度出发。不过总体上英国机构投资者更倾向于促进社会共同福利^[36]。

^⑥这一时期英国对个人投资者实施的最高边际税率为90%。See CLARK T, DILNOT A. Long-term trends in British taxation and spending [R]. London: Institute for Fiscal Studies, 2002.

^⑦申万宏源(4.400, -0.05, -1.12%)发展研究团队于2016年3月发布了行业首份《中国证券投资者结构分析报告》。报告显示,2016年底A股投资者结构中,个人投资者市值占比40%;境内专业机构投资者值占比16.3%;此外,产业资本市值占比34.6%;政府持股8.3%;境外合格机构投资者市值占比为0.9%。

促进社会整体福利提升的价值依归决定了我国并购小组的人员组成结构,即尽可能把利益相关者代表纳入并购小组。笔者建议构建一个以证监会牵头,包括证券交易所、中小投资者服务中心、证券公司、基金公司、律师协会、会计师协会等代表组成的并购小组。

(二)明确职能分配和决定守则:实体正义的确证

一方面,为分工明确并形成内部约束,建议借鉴英国模式,在并购小组内部设立多个具有不同职能和权力的委员会。在此,笔者建议我国构建一个涵盖规则委员会、执行委员会、听证委员会、监督委员会等多部门的并购小组。其中,规则委员会主要担负小组的规则制定职能,并独自负责对并购小组发布的规则提出建议、咨询、颁布修正案等;执行委员会负责实时裁决违反敌意收购规则的争议问题;听证委员会的设立旨在赋予敌意收购利益相关者正当机会对执行委员会的决定提出异议、反驳或相反意见;以证监会指派人员作为主要成员的监督委员会负责监督涉事公司对最终决定的执行情况。无疑,规则的及时修订与纠纷的实时处理,恰好契合反应型规制模式所特有的对社会环境中各种变化作出积极回应的品格。

值得注意的是,中国证监会设立了具有部分并购小组性质的并购重组审核委员会,但该委员会的职能仅仅是对并购重组申请人的申请文件和中国证监会的初审报告进行审核,证监会拥有最终核准权。显然,我国并购重组审核委员会的职能有限。相比之下,笔者建议设立的并购小组权力更为广泛,从制定规则到解决纠纷,从听证再到监督执行,皆可按照小组各委员会意志自律组织。当然,除了设立规则委员会、执行委员会、听证委员会、监督委员会外,并购小组还可以设立负责非正式事务的其他委员会,如学习英国经验,设立财务、审计和风险委员会以及薪酬委员会^[30]。

另一方面,强调决定的实体灵活性。自律型规制模式下的实体灵活性是指执行委员会在行使其决策权方面表现出的灵活性。检测实体灵活性的因素包括适用政策、惯例等自由裁量(而不是狭隘的法律)的程度,以及并购小组采取商业或实用主义方法(而非仅用法学方法)的程度^[23]。这就要求我国并购小组在今后作决定的过程中应当灵活适用规则,而不仅仅拘泥于法律法规,应采用多元化决定方法。

(三)兼顾公平与效率:构建程序主义运作规范体系

在萨默斯看来,任何一种制度只有实践于程序之中才能得以真正实施^[37]。敌意收购自律型法律规制模式具有高效率 and 灵活性的优势,在促进效率价值的同时,为兼顾公平价值,使自律型法律规制模式的实施更契合社会整体福利,有必要确定一套合理、合法的正当程序,增强自律型法律规制模式实施的公信力,毕竟“程序正义有助于保障实体正义”^[38]。具体而言,就是批判性地吸收英国、澳大利亚等国家自律型规制模式的有益成分,建立一个涵括规则制定程序、争议决定程序、听证上诉程序、司法审查程序的多元程序体系。

第一,规则制定程序的灵活与民主。此程序的履行主体为规则委员会。一方面,为充分发挥敌意收购自律型规制模式的效率优势,可以借鉴英国模式,规则委员会在特殊情形下可以随时修改相关规则。如英国法典委员会在《收购法典修订程序》中规定,特殊情形下,委员会若认为有必要,如市场出现了新发展,可以随时修改相关规则^③。无疑,该规定能够及时回应日益复杂的敌意收购现象,为社会主体提供更为明确的行为预期,同传统的管制型规制模式相比,自律制定规则更为高效,

^③See Procedures for Amending the Takeover Code,3.1.

无须历经烦琐的立法程序。另一方面,为确保规则制定的公平性,贯彻协商民主理念至关重要。协商民主理念滥觞于20世纪末西方的民主理论,核心要旨为民主的本质为协商而非投票^[39]。这就要求规则委员会在制定或修改规则时,应当广泛听取相关行业在小组中的成员代表的意见,强调以对话、交流、讨论等形式实现自由、平等的参与。

第二,争议决定程序的公开。此程序的履行主体为执行委员会,其对于关涉敌意收购纷争的处置决定应当具有透明度,并购小组运行程序应该一一呈现于公众面前,置于“阳光”之下,以防止权力的滥用。在此,建议借鉴澳大利亚模式,采用书面形式而非英国口头形式作出处理决定,以此提升决定的透明性。当然,为兼顾效率要求,书面决定可以适当地简化。同时借鉴英国模式,采用年报形式对当年案件的决定进行总结、梳理与反思,并通过权威媒体公布于众。需要指出的是,公开的内容应当是决定的原因而非具体商业机密和市场敏感信息^[40],以此确保良性市场运行秩序。

第三,听证上诉程序的确立。此程序涉及听证委员会和上诉委员会两方主体。其中,听证乃确保公平的现代程序法的核心制度。听证委员会的设立旨在给予利益相关者自我救济的途径,并对并购小组执行委员会的决定程序构成内部约束。听证程序旨在为当事人提供如下权力:一是了解不利于己方的证据;二是向听证机构提出异议等相关意见^[41]。而对于听证委员会的决定不服,涉事公司还可以向并购上诉委员会提出上诉。在英国,并购上诉委员会(The Takeover Appeal Board)是一个独立于并购小组的机构,其专门审理对并购小组听证委员会的裁决所提出的上诉^[30]。对此,基于成本的考量,建议我国未来《证券法》修改变更既有并购重组审核委员会的名称和职能,使其转变为并购上诉委员会,以其专业优势和角色优势对上诉事项进行重新审核。

第四,司法审查程序的构建。在英国敌意收购自律型规制模式下,当事人若对并购上诉委员会的审查决定依然有意见,则可向法院请求司法审查。但是,英国上诉法院在 R. v. Panel on Takeovers and Mergers, ex p. Datafin Limited. 一案中明确了“不干涉原则”(non interventionist principle),即司法审查只对将来案件发生作用,并不影响并购小组已作出的决定^②。换言之,司法审查仅对自律型决定具有监督功能,由此导致并购小组在英国获得市场广泛认可,最终成为主流的敌意收购纠纷解决机制。在我国司法审查中,亦可考虑借鉴该做法,即出于监督职能,即便发现事实认定有误或决定有误,其裁定也仅对事后案件生效而不能否决并购小组的先前决定,以此提升其确定性和市场认可度,同时释放司法资源,避免法院再次陷入为人诟病的行政本位思维定式的审判困境。

五、结语

在经验借鉴与移植前,敌意收购不同规制模式的生成机理需要我们深刻理解和省思。美国式的司法型规制模式建构于完善的司法体制之上,而英国式的自律型规制模式的设立肇始于强大的机构投资者们的团结。无论朝哪种模式转型,我国都必将历经一个障碍重重的过程。但是,敌意收购的天然属性决定了我国管制型规制模式向回应型规制模式转型乃规范敌意收购的必由之路,相较之下,作为回应型规制模式之一的自律型规制模式在成本方面占据极大优势,且司法型规制模式向自律型规制模式转型乃当前世界发展趋势。一个可资讨论的思路是,构建一个融合英国和澳大利亚有益成分的敌意收购不完全自律型规制范式,其核心要旨为设立由证监会辅助与支持、权力广

^②See R. v. Panel on Takeovers and Mergers, ex p. Datafin Limited. (1987) Q. B. 815 CA.

泛、程序灵活,涵盖规则委员会、执行委员会、听证委员会、监督委员会等多部门的并购小组。该并购小组应当以促进社会整体福利为共同利益诉求,同时明确职能分配和决定守则,构筑涵括规则制定程序、争议决定程序、听证上诉程序、司法审查程序的多元程序体系。

参考文献:

- [1] 中国证券监督管理委员会. 中国上市公司并购重组发展报告[M]. 北京:中国经济出版社,2009.
- [2] 史蒂芬·布雷耶. 规制及其改革[M]. 李洪雷,宋华琳,苏苗罕,译. 北京:北京大学出版社,2008.
- [3] 傅穹. 敌意收购的法律立场[J]. 中国法学,2017(3):226-243.
- [4] 赵静. 控制权之争主战场:董事会攻防战频频[EB/OL]. (2014-06-30)[2020-09-16]. <http://finance.sina.com.cn/stock/s/20140630/114519561198.shtml>.
- [5] 徐东. 公司治理的司法介入研究[M]. 北京:法律出版社,2016.
- [6] CAI W. Hostile takeovers and takeover defences in China[J]. Hong Kong Law Journal,2012(3):901-938.
- [7] 孙秀振. 完善上市公司控制权之争的纠纷解决机制:基于实践的检视与建议[J]. 证券法苑,2017(3):271-282.
- [8] 江濡山. 面对“宝万之争”,监管部门几乎是“袖手旁观”? [EB/OL]. (2016-07-28)[2020-09-16]. http://blog.sina.com.cn/s/blog_438e96920102wio8.html.
- [9] 丁冬,陈冲. 证券市场违规增持的司法规制[J]. 证券法苑,2017(1):83-96.
- [10] JOHNSTON A. Takeover regulation: Historical and theoretical perspectives on the City Code[J]. Cambridge Law Journal, 2007,66(2):422-460.
- [11] OKANIGBUAN F. Corporate takeovers and shareholder protection: UK takeover regulation in perspective[J]. Manchester Review of Law, Crime and Ethics,2013,2(11):268-297.
- [12] NONET P, SELZNICK P. Law and society in transition: Toward responsive law[M]. Oxford: Routledge Publisher,2017:16.
- [13] 董正爱. 社会转型发展中生态秩序的法律构造:基于利益博弈与工具理性的结构分析与反思[J]. 法学评论,2012(5):79-86.
- [14] 上证联合研究计划课题组. 如何提高证券执法效率:英国、美国和中国香港地区的经验与启示[N]. 上海证券报,2008-04-23(01).
- [15] 沈志先. 金融商事审判精要[M]. 北京:法律出版社,2012:28.
- [16] 徐东. 公司治理的司法介入研究[M]. 北京:法律出版社,2016:187.
- [17] ARMOUR J, SKEEL D. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? —The peculiar divergence of U. S. and U. K. takeover regulation[J]. Georgetown Law Journal,2007,95(6):1728-1794.
- [18] SHOREWALA K, VASUMITRA V. Comparing takeover laws in UK, India & Singapore[EB/OL]. (2011-02-03)[2020-09-16]. <http://ssrn.com/abstract=1753341>.
- [19] CALLEJA N. The new takeover panel—A Better way? [M]. Melbourne: Takeovers Panel,2002:25.
- [20] UK TAKEOVER PANEL. The report on the takeovers and mergers[R]. London: UK TAKEOVER PANEL,1969;1973.
- [21] MAYANJA J. Reforming Australia's takeover defence laws: What role for target directors? [J]. Australian Journal of Corporate Law,1999,10(2):173-204.
- [22] AUSTRALIAN TAKEOVER PANEL. Guidance note 5 specific remedies information deficiencies[R]. Melbourne: Australian Takeover Panel,2008.
- [23] ARMSON E. Flexibility in decision-making: An assessment of the Australian Takeovers Panel[J]. University of New South Wales Law Journal,2017,40(2):460-493.
- [24] ARMSON E. Certainty in decision-making: An assessment of the Australian Takeovers Panel[J]. Sydney Law Review,2016,38(3):369-401.

- [25] HILL C, QUINN B, SOLOMON S. Mergers and acquisitions: Law, theory and practice [M]. St Paul: West Academic Publishing, 2016.
- [26] SOLOMON S, THOMAS R S. The rise and fall of Delaware's takeover standards [Z]. European Corporate Governance Institute—Law Research Paper, 2016; 2-3.
- [27] 莫诺·卡佩莱蒂. 比较法视野中的司法程序 [M]. 徐昕, 王奕, 译. 北京: 清华大学出版社, 2005: 23.
- [28] CILLIERS J, TRICHARDT A. The new Australian Takeover Panel the end of legalism and tactical litigation? [J]. Tilburg Law Review, 2001, 9(1): 19-61.
- [29] ARMSON E. Models for takeover dispute resolution: Australia and the UK [J]. Journal of Corporate Law Studies, 2005, 5(2): 401-425.
- [30] The Takeover Appeal Board [EB/OL]. [2020-09-16]. <https://www.thetakeoverappealboard.org.uk/>.
- [31] AUSTRALIAN TAKEOVERS PANEL. Panel Members [EB/OL]. [2020-09-16]. https://www.takeovers.gov.au/content/DisplayDoc.aspx?doc=about/panel_members.htm.
- [32] HUANG H. The new takeover regulation in China: Evolution and enhancement [J]. International Lawyer, 2008, 42(1): 153-175.
- [33] BELL L, JENKINSON T. New evidence of the impact of dividend taxation and on the identity of the marginal investor [J]. Journal of Finance, 2002, 57(3): 1321-1346.
- [34] KAHAN M. Some problems with stock exchange-based securities regulation: A comment on Mahoney [J]. Virginia Law Review, 1997, 83(2): 1-20.
- [35] BRATTON W. Enron and the dark side of shareholder value [J]. Tulane Law Review, 2002, 76(5): 1275-1361.
- [36] GREUPNER E J. Hedge funds are headed down-market: A call for increased regulation? [J]. San Diego Law Review, 2003, 40(4): 1555-1596.
- [37] 陈瑞华. 通过法律实现程序正义: 萨默斯程序价值理论评析 [J]. 北大法律评论, 1998(1): 3-5.
- [38] 郭春镇. 感知的程序正义: 主观程序正义及其建构 [J]. 法制与社会发展, 2017(2): 106-119.
- [39] DRYZEK J. Deliberative democracy and beyond: Liberals, critics, contestations [M]. Oxford: Oxford University Press, 2002: 3.
- [40] ARMSON E. The Australian takeovers panel: An effective forum for dispute resolution? [D]. Melbourne: University of Melbourne, 2017.
- [41] LEYLAND P, ANTHONY G. Textbook on administrative law [M]. Oxford: Oxford University Press, 2016: 388.

The dislocation and reform of the regulatory mode of hostile takeover

SHI Xinyuan

(Law School, Xiamen University, Xiamen 361005, P. R. China)

Abstract: Currently, the repressive regulatory mode of hostile takeover in China—"supervised by the Securities Regulatory Commission, supplemented by judicial intervention" shows failure, which is specifically characterized by the passive and hasty supervision of administrative organs and the weak response of judicial organs. The reason is the structural dislocation of the regulation mode of hostile takeover in China. The legal regulation mode can be deconstructed into three types: the repressive regulatory mode, the autonomy regulatory mode and the responsive regulatory mode. Among them, the responsive regulatory mode ought to be the mode of legal regulation of hostile takeover. This is because hostile takeover has natural uncertainty and complexity, while flexible and timely responsive legislation, reform and abolition rules or judges' innovative judgment can respond to the demands of hostile takeover. Therefore, the regulation mode of hostile takeover in China should

transform from the repressive regulatory mode to the responsive regulatory mode. From the perspective of comparative law, the responsive regulatory mode presents two types: judicial regulatory mode and self-regulatory mode, and the latter can be divided into two types: complete self-regulatory mode and incomplete self-regulatory mode. In China, moving towards the incomplete self-regulatory mode is the better choice, and the reasons are as follows: firstly, the cost and obstacles of judicial system reform are large, and it is difficult to transform into a real judicial regulatory mode. Secondly, there are very few institutional investors in China, which makes the basis for the formation of complete self-regulatory mode not available. Thirdly, the complete self-regulatory mode has the inherent disadvantages of lack of coercive force. Specifically, China can learn from the experience of Britain and Australia to build an incomplete self-regulatory mode with Chinese characteristics. First of all, the common interest demands to promote the overall welfare of the society should be established. Under the guidance of this concept, China can build an mergers and acquisitions team, which is led by the Securities Regulatory Commission and are made up of stock exchanges, Securities Investor Services Center, securities companies, fund companies, lawyers' associations and accountants' associations. Secondly, an institutional framework to promote substantive justice should be built. Specifically, on the one hand, in order to clarify the division of labor and form internal constraints, it is suggested to set up multiple committees with different functions and powers within the mergers and acquisitions team. On the other hand, the mergers and acquisitions team should not only stick to laws and regulations in the decision-making process, but also flexibly adopt diversified decision-making methods. Finally, the procedural operation standard system should be shaped. Specifically, first, the rule making procedure should reflect flexibility and democracy, make it clear that the rule committee can modify relevant rules at any time under special circumstances, and should widely listen to the opinions of member representatives. Second, the dispute decision-making procedure should be open and the decision should be made in simple written form. The third is to improve the hearing procedure and appeal procedure. For the latter, it is suggested that the merger and reorganization review committee should also serve as the appeal committee in the future. Fourth, the judicial review procedure should be established and the "principle of non-interference" should be clarified.

Key words: hostile takeover; the repressive regulatory mode; the responsive regulatory mode; the incomplete self-regulatory mode; mergers and acquisitions team

(责任编辑 胡志平)