

董事主导毒丸反收购措施利弊分析

赵金龙¹ 李岩²

(1.河北大学政法学院 河北 保定 071002; 2.京翰律师事务所 北京 100070)

摘要: 毒丸反收购措施的实施是一个复杂的利益重置过程,涉及主体包括:目标公司的董事、短期股东、长期股东、收购公司股东以及利益相关者。当董事主导毒丸反收购措施的积极意义大于消极意义的时候,我国公司法就应当予以引进。董事主导毒丸反收购措施具有合理性,值得我国公司法体制改革借鉴。

关键词: 公司并购; 毒丸计划; 公司董事; 反收购

作者简介: 赵金龙,河北大学政法学院教授。李岩,京翰律师事务所律师。

Abstract: The implementation of poison pill anti-takeover measures is a complex process to reset the interests of relevant parties involved: the target company's directors, short-term shareholders and long-term shareholders, shareholders of the acquire company and stakeholders. The implementation of poison pill measures by directors of the target company should be borrowed and settled if its positive significance exceeds its negative significance. Through analyzing the controversial issues from a traditional perspective, expanding horizons and new visions, it is reasonable that the right of implementing poison pill belongs to the director of the target company. It should be borrowed in the reform of China's Company Law.

Keywords:

引言

自1993年“宝延风波”¹之后,董事主导毒丸计划进入中国法律人士视野之中,2005年的新浪与盛大在国外资本市场的收购战引起人们对该类毒丸计划研究兴趣,2008年2月微软要约收购雅虎股票最引人注目,雅虎公司在公司章程中设置“股权摊薄计划”(又名董事主导毒丸计划)使得微软公司的两次收购计划搁置。从国内学界有关毒丸计划的现有文献来看,介绍性文章居多,对适合我国国内市场的毒丸计划进行深层次研究的极少。笔者以为,其主要原因之一在于人们对董事主导毒丸计划在收购过程中所产生积极意义缺乏必要的认识;甚至可以说,人们对董事主导毒丸的认识进入了误区并产生了排斥认识董事主导毒丸积极性的观念。

不可否认,董事主导毒丸反收购措施本身是一个矛盾共同体,其产生的消极因素需要我们在引进或进行制度设计时予以高度重视,但是这并不妨碍董事主导毒丸反收购措施成为我国公司制度又一新的组成部分。按照法经济学所提倡的“比例”原则,是否应该将董事主导毒丸反收购措施予以引进关键在于引进毒丸所产生的积极意义与消极意义之间的比例。笔者认为,当董事主导毒丸反收购措施的积极意义大于消极意义的时候,我国公司法就应当予以引进。积极意义与消极意义之间的量化值在于董事采取毒丸计划抵制收购要约时为相关主体所带来利益与损失之间的差额,笔者主要从收购过程中所涉及到的相关主体利益得失比较的角度予以论述;相关主体主要包括目标公司董事、目标公司短期股东、长期股东、收购公司股东以及利益相关者。

从目标公司董事与短期股东视角进行分析

目标公司董事与目标公司股东之间在收购场合下，两者利益的聚合点与分歧点之间的比较是我们首先应该予以关注的问题。

一、从目标公司董事的角度予以分析

对于董事是否有权采取毒丸计划来抵制收购行为，无论在理论界还是实务界，争议一直存在。

1. 支持董事采取毒丸计划者所主张的原因主要有以下几个方面：

第一，目标公司董事会采取毒丸反收购计划是董事会对公司忠实义务的内在要求。

根据忠实义务，董事必须以其合理地认为是符合公司最佳利益的方式行事，以最大限度地保护和实现公司利益作为衡量自己执行董事职务的标准，作为其决策最基本出发点。² 敌意性出价收购中，出价人往往提供一个高于现行市价的出价，诱使目标公司股东出售其股份。但公司总是有自己的长远计划，这种长远计划不应成为股东短期利益的牺牲品³，根据忠实义务，只要目标公司董事会合理地相信，该项要约不符合公司最佳利益时，董事会就有权采取毒丸反收购措施进行抵制，以防止公司落入“恶棍”手中。20世纪70、80年代兼并风潮的两大基本趋势证明了以上观点：首先，小鱼吃大鱼的杠杆收购。收购者往往只利用自己的少量资金，主要是通过发行垃圾债券，来筹集资金来收购目标公司。一旦收购成功，收购者可以通过获得目标公司的资产来偿还债权人，这种方式是利用目标公司的资产来换取目标公司的控制权，本质上无疑于一伙强盗得手后分赃！其次，收购的目标由原来经营状况差、盈利不佳、市盈率较低的公司转向那些经营良好、利润丰厚的公司。而获得这类公司的目的，往往不是继续经营，而是将其分拆出售以牟取暴利。⁴ 股东及出价人这种短期行为的危害性已为美国国会充分认识。今天，许多出价收购仅仅是为了获得短期利益，这迫使公司管理者将主要精力放在短期性经营而非长远计划上(如重分配，轻积累——笔者注)，从而导致公司债务增加，竞争力下降，最终损害了公司及股东的利益⁵

第二，目标公司股东在收购过程中往往处于弱者地位，需要董事会利用毒丸等反收购措施等予以帮助，使股东将股份出售给出价最高者，即董事会在此过程中充当一个拍卖人的角色，从而促成竞争性的报价。

目标公司股东之所以需要借助董事，其原因包括：①在收购过程中，目标公司股东往往处于不利的地位。收购者在此方面优势明显，在发动收购之前，收购者已经投入了大量的金钱、时间对目标公司做了深入透彻的调查。②目标公司往往是上市公司，各地分散的股东在时间紧促的收购过程中无法形成一个目标一致的统一体，目标公司股东无疑处在不利的地位。③目标公司单个股东在要约收购过程中往往处于两难境地。其一，假设目标公司股东接受收购者的要约，可能因为收购者的出价远远未达到其所期望的价格而不愿意接受。其二，如果不接受报价，收购一旦成功，可能目标公司股份的继续持有者遭受更大的损失。因为继续持有者往往要面对“两阶段兼并”的风险，即在第一阶段未出售股份的股东将在第二阶段以比第一阶段低的价格出卖股份。⁶ 即使现在大多数国家禁止“两阶

段兼并”，但是收购过程结束后，目标公司股份的继续持有者对公司的控制权的意义不大，而且收购者往往利用控制权地位排挤目标公司股份的继续持有者。^④ **Georgeson and company** 是一家专业从事代理权征集的大型公司，该公司进行了有关董事会设置的毒丸影响收购溢价的研究。根据该公司 1988 年 3 月发布的研究结果，有毒丸保护的公司在收购战中所得到的溢价高出没有毒丸保护的公司的 69%，在受调查的样本公司中，有毒丸保护的的公司所接受的溢价高出收购战发生前 6 个月股价的 78.5%，没有毒丸保护的的公司所接受的溢价高出收购战发生前 6 个月的 56.7%。⁷

上述原因促使股东在收购过程中有必要借助董事会，利用目标公司董事会的信息、专业技能以及其所聘请的反收购专家，由董事会代表目标公司股东与收购者予以谈判，而谈判筹码之一就是毒丸反收购措施，从而使收购人不敢有恃无恐、恃强凌弱（即最大程度压低报价，这造成对目标公司股东的显失公平，也意味着对目标公司股东的掠夺）。

第三，目标公司董事会有权甚或是义务采取毒丸等反收购措施是基于公司的社会责任（**Corporate Social Responsibility**）。

在 20 世纪 80 年代的美国掀起了一场敌意收购的狂潮，这种为了实现股东股票价值最大化而不加约束的公司收购模式也走向了极端，公司社会责任理论就在这样的背景下应运而生。美经济学家 **Margaret M. Blair** 甚至认为，雇员和股东一样都是公司的所有者，都享有剩余财产分配请求权，而且与那些对公司经营漠不关心甚至不知姓名的股东相比，雇员更是一个所有者。⁹ 基于该理论，如果董事会合理地认为收购行为将严重损害目标公司非股东的利害相关者，造成无法弥补的损失，例如公司的解体、工人的集体失业、地方税收锐减等等，董事会有权采取毒丸等反收购措施，尽管董事会的措施限制了目标公司股东股份的自由转让。（但是，在这里笔者强调一点，该理论不能无限扩大化，从而成为董事会侵害目标公司股东的借口）。

公司社会责任理论的现实化模型是美国的宾夕法尼亚州 1983 年制订的《股东保护法》，其该法 408 节(B)规定，公司董事会、董事委员会、个人董事及公司官员在考虑公司最佳利益时，可以同时考虑根据该利益所采取的行动对公司雇员、供应商、消费者及公司所在社区等相关因素的影响，并据此采取反收购措施抵制收购以维护上述利益相关者的利益。¹⁰

2. 对于董事会设置毒丸反收购措施抵制收购持有否定观点者则基于以下原因以及辩驳：

第一，董事会设置毒丸反收购措施是仅基于人的利己的天性，因为目标公司的管理层却无疑是敌意收购的最大利益受损者，因为一次成功的敌意收购，往往意味着目标公司管理层工作的丧失和名誉扫地¹¹。毋庸置疑，在收购过程中目标公司董事会与股东之间存在利益冲突，问题在于这是否影响董事会有权设置毒丸反收购措施呢？在董事持股的公司中，董事与股东之间形成了天然的联系，因此设置反收购措施时也具有了双重的身份，而反过来同样是基于人的利己天性的理论，目标公司的董事会的决策往往能够代表目标公司股东的利益。

第二，董事会具有双重身份并放弃自己作为股东的利益或者董事在目标公司无任何股份，董事采取毒丸反收购措施仅仅以自己利益为出发点。在现实经济

生活中，这种情况确实是存在，但是是否可以由此就应该否认董事会设置毒丸等反收购措施的作用？答案是未必如此，因为董事会设置毒丸反收购措施要受到商业判断规则的监督；如果其所实施的反收购措施仅仅是处于作为董事利益的话，那么其将承担相应的法律责任。

第三，在收购过程当中，董事与股东的利益分歧比投资、建厂等一般场合更大，因此不应由董事会行使毒丸反收购措施。笔者认为，该观点有欠考虑。首先，公司收购情形与一般情形存在着很大的差别，但是应该看到：在收购场合更应该利用董事会的信息及专业能力，而不是将董事会束之高阁。其次，在其他场合所产生的股东与董事之间的道德风险并不一定比收购过程中所产生的道德风险小。例如投资场合中的关联交易已经成为各国公司法的“全民公敌”并且继续演化出新的形式；相较之下，毒丸反收购措施在其产生的故乡（美国）由于相关配套措施的建立，两者产生的道德风险孰重、孰轻，笔者认为这无疑是一个未知数。

二、从目标公司短期股东的角度予以分析

对于从目标公司短期股东对董事会设置毒丸予以考察，同样的是也分为支持派与反对派，并且都提出了各自的依据。

1. 支持董事会设置毒丸计划观点

有些人支持董事会有权设置毒丸计划并且主张有利于短期股东利益，其提出的理由包括如下几个方面：

第一，管理层的信息优势。如前所述，目标公司董事会拥有目标公司股东所没有的私人信息。通过上述信息，目标公司董事会可以合理地判断出一项收购要约所提出的收购价格是否符合目标公司股份的价值。如果绕开目标公司管理层，直接由目标公司股东与收购者商议，那么很容易造成目标公司股东利益受损，因为目标公司股东往往过高或者过低地评价自己所持有的股份。

首先，目标公司股东对自己所持有的股份估价过高。因为收购双方对标的物的价值无法统一，因此收购的进程无法继续。这样对短期股东来说，往往使其丧失所追求的短期高额回报率。相反，如果由董事会来行使该项权利，那么结果可能截然相反。目标公司董事会可以针对收购者的报价予以评价，从而选择可以接受的合理价位。

其次，目标公司股东对自己所持有的股份估价过低。股东自己权利的处分是完全自由还是受到限制？在权利社会化的今天，我们认为，股东处分自己的权利也应该予以限制。退一步来讲，在竞争型市场经济的发展过程中，收购者双方也同样处于竞争性地位（同时具有协同性），目标公司短期股东也一定想获得更高溢价，前提是其对自己持有的股份有正确评价。在雅虎与微软的收购战中，目标公司股东在前期就是犯了估价过低的错误。2009年1月31日，微软向雅虎提交收购报价，希望以每股31美元的现金加股票收购后者全部股份，雅虎董事会随后拒绝了这一报价，认为微软严重低估了该公司的价值。进而微软公司提出每股33美元、总价值475亿美元的收购报价，比前一次报价整整高出29亿之多。

再次，董事也有可能对目标公司股东所持股份评价过高或者过低。正如大法官 William Allen 明智地指出的那样：“即使一个人具有行使权利的主观善意，

但人性可能仅仅易于让其为自身利益服务。”¹² 因此，像其他人一样，董事也可能会出错并且可能会发生认识上的不一致并容易认同他们过去的行为以及为其自身利益服务的程序。但是，董事所犯错误与股东所犯错误的不同点在于，对于前者有的国家的法律（美国）规定了董事的赔偿责任；而翻开各国法律规定，却很难落实股东大会作出错误决定时的责任承担者。

第二，管理层的谈判能力。

上市公司往往容易成为收购的目标，而上市公司的特点在于人数分散而且不宜集中，因此，董事会作为一个统一单一有效的谈判机构与收购者谈判，无疑对股东更有利。但是，反对者对董事会的谈判优势予以怀疑，认为应该由全体股东来设置毒丸反收购措施，而董事会行使的仅仅是一个可以撤消的谈判权。在理论上，该主张可行并且最大地保护了股东利益，但意想不到的是在现实中往往造成了如下两难的尴尬境地。

首先，事前由股东大会来规定，在几种特殊的条件下，董事会才可以行使毒丸反收购措施；然而，实践中客观情况千变万化，很难将各种应该实施措施的计划包含进去，由此造成如下两种不利后果：①在收购过程的进行中，发生上述股东会通过的可以行使毒丸反收购措施的情况，董事会将会毫不犹豫的行使反收购措施而不必担心承担责任，但是预先规定的情形一般与现在目标公司出现的情况不同，如果一味按照预先规定，则会出现“纸上谈兵”的效果。②如果发生了股东会规定以外的情形并且该情形对目标公司以及股东都会造成极大的伤害，那么董事会是否应该采取毒丸的反收购措施？根据董事的忠实义务，董事会在此种体制之下也只是“爱莫能助”。假使董事会敢于冒天下之大不韪采取了措施抵制收购，对其往往也使之处于不利地位。因为收购一旦成功，收购者绝不会再认同这些“搅局者”，恐怕离开是他们唯一的选择。假使收购失败，董事位置也不会安稳，因为反收购成功不代表公司的业绩在短期内高于收购者的收购报价，因此往往招致近期股东会对其予以撤换。

其次，反对董事会设置毒丸反收购措施的学者提出：“如果由股东大会在收购的过程中行使毒丸反收购措施的决定权，那么一切问题将迎刃而解。”笔者认为，此种情况下产生的后果可能会更糟，因为收购过程所具有的特点决定了由股东大会不宜行使毒丸反收购措施的决定权。①收购过程所需的时间较短，而各国公司法规定股东大会的召集程序以及会议讨论收购事件所需的时间一般较长。②收购过程对专业能力要求较高，股东大会很难满足这一标准。相形之下，董事会作为一个常设机构，平时能够收集与公司有关的相关信息并且能够快速聘请到有关收购的专家。

2. 反对董事会设置毒丸计划观点

董事会设置毒丸计划的反对者认为，从代理成本学说的角度看，在收购场合下，董事会可能主要是一个为自身利益行动的无所不在的幽灵，董事与股东的利益分歧决定了设置毒丸计划的权利不应由董事会来行使。同时，又根据两者产生代理问题是否在收购要约的时间不同，将其分为事前代理成本学说和事后代理成本学说。

(1) 事前代理成本学说及驳斥

事前代理成本学说认为，在没有“毒丸”的情况下，收购威胁为管理者更好地为股东服务提供了重要的动力源泉。有了“毒丸”，管理者就会想，即使他们经营不善并且面临要约收购，“毒丸”可以让他们保住控制权或者至少可以为自己获取好处。因此“毒丸”可能会助长以下情形的出现，即管理层懈怠、侵蚀私人利益、帝国缔造以及其他对管理者有益或方便而耗费股东钱财的行为。¹³对于此种学说，笔者认为应从以下三个方面予以考量：

第一，由董事会设置毒丸反收购措施并不是绝对限制收购活动。首先，毒丸反收购措施产生于美国并在实践中予以应用，但是美国的资本市场的收购事件频繁发生。其次，即使董事会采取了毒丸反收购措施，真正的出价收购人还是可以通过其他的方法进行收购。例如，出价收购人可以发动一场代理权争夺战，撵走采取这些战术的管理人员或者推选更合意的新董事，便利收购目标公司。

第二，收购这种外部监控机制不会根本代替内部监控机制的有效性。公司治理包括内部和外部两种控制机制，两者相互依靠，相互作用。事前代理成本学说过分强调在收购过程中对董事的外部控制，外部控制的有效进行离不开内部控制的保驾护航，外部控制机制失效的情况下，内部控制机制能够对其提供有效的补充。况且，设置毒丸反收购措施不能意味着外部控制机制完全失去效力，从而董事会可以高枕无忧。

第三，毒丸反收购措施与其它反收购措施相比，明显的优势是成本低。美国特拉华最高法院 1985 年在 *Moran v. Household International, Inc.* 一案中法院肯定了 Household 公司设置的毒丸计划并没有造成权力从股东向董事会发生重大转移的效果，相反，设置该计划仅对公司的治理结构产生很小的影响，不比董事会可以采用的其他反收购措施影响更大。该认股计划并没有伤及公司财产，对该计划的实施没有导致任何现金流出，也没有削弱公司的财务灵活性，没有稀释每股收益，对公司或股东没有不利的税收影响，并且该计划没有对公司股票的市场价格产生不利的影响。实际上，设置毒丸反收购计划不会比采用增加公司负债的其他反收购措施对公司价值结构的损害更大。

（2）事后代理成本学说以及驳斥

事后代理成本论的观点主要可以总结为以下两点：①管理者可能利用他们的权力不是为股东谋取更高的溢价，而是为他们自己牟取个人利益，主要是为了保住其在目标公司的职位；②管理者可能会用股东的溢价来交换其收购成功后的个人利益如职位、补偿薪金等，这也表明了事后代理成本的存在。笔者认为。上述观点无论在理论还是在实践的方面都具有一定合理性，但是根据马克思主义哲学两点论和两分法，事物是一分而二的，决定事物属性是事物的主要矛盾的主要方面，因此需要我们对董事会设置毒丸计划的优缺点予以比较，这也是经济法学派所提倡比例原则的现实化要求。

从①的观点反面来看，如果管理者行使毒丸反收购措施主要目的是为了自己的利益，因为公司管理者的职位是由股东大会授予的，因此当管理者违反忠实义务时，其职位自然岌岌可危，而不用等到收购以后就可以进行（往往是在收购中已经被撤换）。当然，管理者可以将股东大会的召开日期延迟至自己的利益实现之后，但是现在各国公司法赋予股东的股东大会召集权以及股东诉权使得管理者头上一直悬挂着“达摩克里斯之剑”。

从②的观点反面来看，管理者通过设置的毒丸反收购措施所得的利益看起来不切实际。管理者实施此项行为将会导致承担董事责任，而承担的方式则是将董事所得到利益归还股东。反对者还认为股东由于自己各个方面的限制，无法落实上述董事责任。对于此种问题，笔者认为，首先，这并不能否定董事会行使反收购权的关键因素，这只是一个由董事会行使毒丸反收购措施的后续问题，应设计相关的法律制度去解决；其次，反对者在追究董事责任的时候承认了股东具有劣势，但是，为什么不能在收购场合下设置毒丸措施的决定权方面“一视同仁”，相比之下，笔者认为毒丸措施的决定权比追究董事责任更需要更强的专业知识及技术。

从目标公司长远股东与收购公司股东的视角分析

对于目标公司的董事会设置毒丸反收购措施，同样也有利于目标公司长远股东以及收购公司股东的利益，但是，理论界和事务界人士对此并未达成统一的认识，因此有必要从以下这两个角度予以分析。

一、从目标公司长远股东的角度予以分析

支持董事会设置毒丸反收购措施的学者，提出毒丸反收购措施使收购要约失败可能对短期股东在特定时期内有一定的影响，但是它会增加长远投资者的股票价值，因为目标公司的真正价值会被市场所承认。简而言之，董事会设置毒丸反收购措施来阻止要约收购成功，有利于愿意在目标公司保存持股权足够长时间的股东，而在那些在要约失败以后股票体现出真正价值之前将其出售的股东则不会分享到其增值的部分。然而，反对董事会设置毒丸反收购措施的学者则提出证据表明在董事会击败要约后，目标公司仍然保持独立时，不管是长远股东还是短期股东，其股份价值均下跌。因此，以长远股东为视角并没有为董事会“毒丸”设置权机制提供一个基础。¹⁴

针对上述两种截然相反的观点，笔者认为第一种观点较为合理，现以在 2005 年 2 月发生的新浪与盛大的收购战为例予以分析。2005 年的 2 月 18 日 17 时，业界传出盛大要收购新浪的消息；而在接下来的 19 日 8 时在盛大公司的网站上发布重要消息“盛大宣布从市场以现金的形式收购新浪 19.5% 股份，以入股的形式成为最大的股东”；21 日 21 时新浪发布关于盛大 13-D 备案声明：22 日 22 时新浪启动股东购股权计划，即毒丸计划。

从新浪公司股价的实际趋势可以看出，新浪董事会在启动毒丸反收购措施致使要约收购失败，股价在较短的时间内有微弱下降的趋势，但是经过一段时间市场的调节，目标公司的股价回归其所本应具有的价值，因此握有目标公司的股票并打算长期持有者应该认识到毒丸计划对其的作用以及价值。

二、从收购公司股东的角度分析

收购的过程是发生在出价人（收购者）与目标公司的一场角逐竞赛，彼此之间均想要自己的要求被对方最大的满足，因此作为两个公司的股东的利益密切相关。如上所述，由董事会来行使毒丸反收购的决定权，对目标公司短期股东和长期股东都是有利的，其所主张的利益能够在收购的过程中得到最大的实现。那么，是不是说收购公司的股东在收购过程中受到伤害或者说两个公司的股东不会出现共赢的局面呢？对此问题，笔者按照反对董事会设置毒丸计划学者的所提出

的两种局面进行分析。

第一，目标公司被收购，但是由于目标公司董事会设置了毒丸反收购措施，从而使得目标公司股东获得公司股票的溢价。反对者认为目标公司股东所获得的溢价不过是将收购公司股东利益予以转移，因此这个过程当中收购公司的股东一定受到了损害。笔者认为其忽略了以下三个方面：首先，收购公司股东对自己公司的策略有怀疑，可以选择将自己手中的股票予以抛出，从而避免收购所带来的风险。其次，收购公司在明知目标公司采取毒丸反收购措施仍继续采取收购，显然是可以肯定其现在所付出的巨大成本一定会有很高的回报率，风险与利润成正比关系，因此继续留在收购公司的股东也充分认识到这一点。再次，在收购过程中，两个公司的股东各取所需，目标公司股东选择了自己短期利益而放弃了带有风险性质的长期利益，而收购公司股东则是用短期的高额成本换取高回报率但有风险的长期利益。

第二，目标公司未被收购，如果没有这种毒丸反收购措施的话，目标公司将被收购。首先必须明确，收购并非包治百病的灵丹妙药，众所周知“是药三分毒”。反对者认为目标公司的毒丸反收购措施使其丧失被收购的吸引力，这种效果排斥了收购者进行收购活动。笔者也承认毒丸的设置会使目标公司难以成为收购目标，但是毒丸反收购措施并不绝对禁止收购的进行，此在前文“事前代理学说及驳斥”中已有论述。进而言之，收购兴趣的关键决定因素在于目标公司（或者其部门）未来的发展前途，毒丸反收购措施只是一个影响因素，绝非决定因素。

反对者还提出董事会设置“毒丸”阻止收购也失去了将收购者利益与目标公司利益整合并使其最大化的机会。无可否认，收购的完成有利于形成竞争力强的集团企业，并且实现经济效益的规模化。但是，收购也存在诸多弊端，如收购者的恶意动机导致的目标公司“拆分现象”。在理论上，成为收购目标的是那些管理层经营差、企业效益倒退的企业；但现实中，成为收购目标的往往是经济效益好且有发展前景的公司，一旦收购者将其收购，一些收购者并不是继续发展壮大企业，而是将企业的各部门及资产予以拆分以获得“破坏性”的短期利益，因此，有学者将公司收购说成是竞争、暴力和贪欲的世界，是在“野蛮精神”的支配下，一大批“袭击者”、“扰乱者”、“猎食者”、“海鸥”、“贪心汗”、“骗子”、“野蛮人”、“坟墓舞女”等采取残忍、激烈和强暴的方式，向公司发起的突然袭击，使之防不胜防。¹⁶然而，毒丸反收购措施增加了收购的成本，从而使得“伪心收购者”避而远之，因此，设置毒丸能够保证有发展前途的目标公司继续稳定发展并且保障经济正常运行。

三、从目标公司少数股东的角度分析

在公司控制权交易过程中，目标公司少数股东因为缺乏信息、专业知识和讨价还价的能力从而明显处于弱者的地位，因此，在现代公司立法精神指导下如何予以保护就显得尤为重要，公司的反收购措施无疑能够成为少数股东的救命稻草。但是，对于公司反收购的决定权是否应该由目标公司董事会来行使则存在着较大的异议，笔者认为目标公司的董事会来行使反收购的决策权更为合适，更能保护目标公司少数股东的利益，其原因包括如下几点：

第一，现行立法规定的表决机制决定了董事会比起股东大会行使反收购的决策权更为合适。根据现行《公司法》的127条规定的同股同权原则，股东所持

的每一股份均享有一份表决权，实现了表决机制前提的平等。然而，表决机制所坚持的“资本多数决”原则，使少数股东在收购过程中无法期望通过股东大会来保护自己的合法利益。在各方利益协调一致的情况下，“资本多数决”的缺点尚不明显；但是当各方利益不可调和之时，尊重一方的意志就直接意味着压制另一方的意志、维护一方的利益就意味着损害另一方的利益，这种时候资本民主就变成资本专制，即多数人（有时那怕是非常微弱的多数）对少数人的专制。如果将反收购的决策权交由股东大会来行使，那么由于小股东持股数量小、表决力小，无异于将小股东置于“陪太子读书的地位”。

第二，相比较而言，少数股东自身存在的缺陷决定了由董事会行使更合理。由于少数股东与收购者、控股股东和目标公司董事会之间存在着天然的信息、专业知识和权利等方面的不平等，当收购者发起收购行为时，少数股东必然会处于如下尴尬境地：首先，少数股东无力与之讨价还价，不可能自己做出可维护自身权益的明智选择，也不可能由控股股东以协议方式出售股份时享受收购者提供的优惠待遇和获得高回报的收益；其次，如果将反收购的决策权交由股东大会行使，那么控股股东容易利用其合法地位、天然优势或手中权力对中小股东权益忽视、排挤、侵占、欺诈和私相授受，目标公司反收购措施常常也只能根据少数大股东的意志与权益导向而定，使得少数股东权益往往处于极不稳定、极易受损的高风险状态。

与此同时，如果由目标公司董事会行使反收购决策权，则容易造成目标公司管理层滥用控制权、浪费公司资源和商机，而少数股东往往只能作为一个旁观者，其无法改变弱势地位，很多情况下，少数股东根本做不到高价位出售股票、实现利益最大化，反而是目标公司董事会打着维护少数股东权益的旗号，使少数股东误判形势而错过了高价售股的良机。

因此，表面上看来无论是那种主体来行使反收购的决策权，都无法为少数股东提供一个充分、合理、有效的保护，但是，无论是在经济层面还是在法律层面，都主张设定一个反收购决策权的主体。相比较而言，由目标公司的董事会来行使更为合适，其主要原因在于目标公司的董事会受到信托义务的约束，并且各市场经济国家的公司法均规定在公司董事会在实施损害公司行为时，股东可以提起派生诉讼，从而可以使少数股东的权益得到保障。

从利益相关者的视角分析

从直观上看，收购过程所产生的影响限于在收购公司及股东和目标公司及股东，这是传统“公司控制权”理论学者的主张。随着社会的进步，公司的社会责任日渐为人们所重视，因此，收购的影响就不仅仅限于上述主体，受其影响的还包括管理者、雇员、债权人、债务人、消费者、关联企业以及所在社区的政府。因此，目标公司的董事会在收到要约收购的邀请书时，不能过于专注股东的利益，应将利益相关者也包含在考虑的范围内，该种学说被称为“公司社会责任理论”。

公司社会责任理论为目标公司董事会设置毒丸反收购措施提供了新的理论依据，但仍然无法平息关于毒丸设置权的争论，下面，笔者将从正反两方面来探讨董事会设置毒丸权利的合理性。

一、支持董事会设置毒丸反收购措施的观点

董事会设置毒丸反收购措施不仅会使利益相关者受益，而且在事前就照顾到了利益相关者的利益。特别地，这将鼓励利益相关者进行前期的有益投资与参与。其主要原因有如下几个方面：

第一，董事会在收购的场合下，与其他利益相关者面对着共同的威胁并且利益休戚相关，能够充分代表作为利益相关者的整体利益。敌意收购往往造成雇员可能会失业、债权人的债务风险可能会增大、供货者可能会失去一个有价值的商业伙伴、社区可能会失去一个公司总部或公司经营部等。敌意收购对公司董事会损害尤为严重，一次成功的敌意收购，可能不仅会使董事失去现有公司的职位，而且有可能使其再就业产生困难，即使敌意收购的原因不是由于董事会经营策略等自身原因引起的。

第二，股东自身存在的缺陷决定了在收购场合董事会行使反收购措施的决定权更为有利。有时，股东由于对短期利益的追求往往抛售其股份使收购轻易成功，而收购人在收购成功后将公司分拆出售，不仅破坏了长远计划的施行，而且造成大量工人失业，苦心经营销售网及供应渠道都毁与一旦，社会资源遭到巨大浪费。

第三，实践中将保护其他利害关系者利益的权利交给董事会，已经被证明是成功的，并且已为美国各州立法明文确认。根据 Unocal 规则的第二个方面规定，即和收购要约相比，董事会的防御性措施是合理的，董事会为了利益相关者利益行使反收购权可以得到法律支持。

二、反对董事会设置毒丸反收购措施的观点及驳斥

反对者认为，在收购过程中将保护其他利害关系人的权利交给董事会并不能使公司成员的利益最大化，意图用董事会的毒丸反收购决定权保护其他利害关系者的利益是一条相当不理想的路径，因此这个目的也不能为董事会设置毒丸反收购措施提供一个立法基础。其理由包括如下几个方面：

第一，理论上收购会对利益相关者有所损害，但是证据表明这种损失不是很普遍，而且，如果有的话，与股东的受益程度相比也相当小。

笔者认为，收购对利害关系人影响甚大。对于目标公司雇员而言，意味着失去工作，从而生活压力骤然增加，尤其对于劳工保险体制不健全的发展中国家；对于目标公司债权人而言，收购完成后经营策略的改变，将风险无形中予以扩大并在没有协商的情况下转嫁于债权人；对于目标公司供货者而言，失去了一个稳定的销售渠道，以至在短期内的产业发展速度减慢；对于目标公司消费者而言，不仅收购前所购商品所需要公司履行的义务予以淡化或者取消，且往往面对收购后所产生的价格提高问题等等。

第二，关心收购对利益相关者的影响明显不能局限于或者着眼于敌意要约收购。不仅敌意要约收购会导致失业，与公司 and 部门的友善谈判、收购者取得代理权争夺战胜利以及公司关闭某个车间的决策都有可能导致失业。

首先，笔者承认善意收购与恶意收购都可能产生对利益相关者的损害，这是收购不可避免的问题。但是，善意收购与敌意收购两者之间存在着本质的不同，不能对两者的规制统一化，不能一概而论。笔者认为，善意收购与敌意收购存在着如下不同：①董事会所处位置与态度不同。敌意收购过程中，董事会与其他利

害关系者之间的利益一致性更紧密,而且在敌意收购过程中董事会更积极、主动,因此,董事会更能代表利害关系人的整体利益。②两者实际所需时间不同。敌意收购过程往往是紧凑的,利害关系人往往措手不及并且无法通过自己的能力保护自己,而善意收购是在和谈过程中进行的,往往能将其他利害关系者的利益考虑在内。

第三,法律对利益相关者的保护通常不应该超过他们与公司订立的合同的保护范围。依据批评者的这种观点看来,对于利益相关者的利益保护应该留给他们与公司订立的合同或者非法律的制裁手段来完成。但是,这种观点忽略如下两点:①合同相对自由性范围是有限制的。虽然合同是双方的权利及义务的最大宪章,但并不意味着合同不受任何干预。因此,将利害关系人利益保护仅仅限制在相关合同中与当代立法价值有冲突。进一步地说,利益相关者所签定的合同并不能为其提供充分的保护。②各国反垄断法的建立也佐证了不能将利害关系人的保护全部指望其所签定的合同。例如,公司收购造成垄断,垄断企业只要利用其优势提高价格,就可以获得超额利润,那么对于与被收购公司相联系的公司(供货或出货)、长期使用被收购产品的消费者以及长期有借贷关系的银行等主体,合同对其无法提供保护。

结语

在反收购过程中,董事主导毒丸反收购措施均将维护目标公司短期股东、目标公司长期股东、目标公司小股东以及其他利益相关者等主体的利益作为首要目标,并且在收购过程中给予相关主体提供必要的保护。构建市场经济的前提是要有一个完善的市场进出机制,而董事主导毒丸反收购措施阻止了破坏性收购的发生,使得伪心的收购者避而远之,市场经济从而得以正常运行。

注释

1. “宝延风波”指中国保安(集团)有限公司收购上海延中实业股份有限公司,它是沪深市场收购第一案。
2. 参见黎友强. 目标公司董事会是否有权采取反收购措施?——美国立法例研究及其对我国的启示[J]. 法律科学, 1997, (4).
3. Lipton, Takeover Bids In The Target's Boardroom (1979)35. The Business Lawyer P10
4. Earl W. Kintren: Primer On The Law Of Mergers: A Guild For Business, The Macmillan, New York (1973) PP69-70.
5. Corporate Merger Legislation, Congressional Digest, Pro. & Con. (March, 1989)P83
- 6]Lusian A. Bebchuk: The Case for Facilitating Competing Tender Offers (1982)95 Harvard Law Review P1039, P1040, P1055.
7. Patrik A. Gaughanes, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructures, 3rd ed., (John Wiley and Sons, Inc., 2002), p.178
8. 参见[美]罗伯特·W·汉密尔顿:《公司法》(影印版),法律出版社1999年第1版,第7页.
9. Margaret M. Blair: Ownership And Control: Rethinking Corporate Governance For the Twenty-First Century(1995)The Brookings Institute,P239.

10. William .Newlin & Jay A. Gilmer: The Pennsylvania Shareholder Protection Act: A New State Approach To Defensive Corporate Takeover Bids (1984) ,40 The Business Lawyer ,PP113-114.
11. 参见张舫. 英、美对目标公司反收购行为的法律规制[M]. 王保树主编《商事法论集》(第2卷), 法律出版社 1997 年第 1 版, 第 324 页.
12. City Capital Associates Partnership v Interco, 551 A2d 787, 796 (Del Ch 1988).
13. 参见张茂荣. “毒丸”反收购措施及其规制研究[R]. 吉林大学法学硕士学位论文第 15 页.
14. Lucian Arye Bebchuk, the Case against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 U. Chi. L. Rev.1020 (2002)
16. 参见王韬光, 胡海峰. 企业兼并[M]. 上海出版社 1995 年第 1 版第 2 页.