



V&T LAW FIRM
万商天勤律师事务所

敌意收购视角下我国大额持股权益披露规则的 解释与检讨——从“宝万之争”切入

学校： 北京大学法学院 2019 级

专业： 法律硕士

作者： 陈金浩

日期： 2020 年 5 月 22 日



摘要

对于“宝万之争”，学理上的探讨往往集中于万科管理层的反收购措施或宝能系的收购资金来源，对宝能系权益披露违规的后果及中国法上的大额持股权益披露规则是否合理等问题鲜见深入的探讨。本文在分析万科工会起诉宝能系的诉讼请求能否成立（假设指控事实成立）以及如何实现的基础上，进一步对中国法上的大额持股权益披露规则做了全面检讨。前者偏向案例分析，后者偏向理论探讨。本文的初步结论是：其一，在现行法下，万科工会的诉讼请求难以被支持，且“表决权剥夺”的具体实现路径及在公司治理中的体现需要进一步探讨；其二，中国法上的大额持股权益披露规则失之过严，相关管制从鼓励敌意收购的立场出发应予放松。

关键词：宝万之争 权益披露 资管计划 敌意收购 控制权市场



目录

引言：“宝万之争”中被忽略的权益披露问题	1
一、 现行法下权益披露违规的后果	3
(一) 违规增持行为是否属于无效法律行为	3
(二) 表决权剥夺的实现	4
(三) 司法实践未回答的问题：表决权剥夺如何体现于公司治理中 ...	6
二、 中国法上权益披露规则的特点及宽严程度	6
(一) 不区分大额持股的目的	6
(二) 穿透式披露与“宝万之争”中的资管计划	7
(三) 从美国法角度观察中国法权益披露规则的宽严程度	10
三、 中国法严苛的权益披露规则不利于敌意收购	12
(一) 法律对敌意收购的应有态度	12
(二) 严苛的权益披露规则将打击潜在敌意收购人的积极性	14
(三) 应放松权益披露规则的管制以鼓励敌意收购	15
四、 结语	16
参考文献	17
(一) 中文著作及译著	17
(二) 中文论文	17
(三) 英文论文	18



引言

“宝万之争”中被忽略的权益披露问题

2015年至2017年轰动一时的“宝万之争”（宝能系敌意收购万科），虽最终以深圳地铁于2017年受让华润与恒大的所有股票成为第一大股东以及万科董事会的改组收场，但其中许多争议问题仍然未有定论。¹总体而言，学理上对“宝万之争”的探讨主要集中在控制权争夺过程中万科管理层采取的“白衣骑士”²等反收购措施的介绍及相应的延伸，³或单独讨论宝能系杠杆收购过程中的收购资金来源及可能的违规问题（主要集中在保险资金及九个资管计划背后的银行理财资金），⁴对宝能系在敌意收购过程中违反大额持股权益披露规则（下称“权益披露规则”）的行为鲜有深入的探讨，也忽略了资管计划等资金问题与权益披露规则的内在关联性。

¹宝万之争的详细始末，见 <https://www.maigoo.com/news/457325.html>，2019年1月4日访问。

²2016年3月至6月期间，万科董事会曾试图以定向增发的方式引入深圳地铁，以稀释宝能系的股权，该计划最终因宝能系与华润的联合反对而终止。

³郭富青：《上市公司反收购：政策导向、实施偏好与法律边界》，载《法学》2018年第11期，第102-113页；侯东德：《董事会对短期主义行为的治理》，载《中国法学》2018年第6期，第133-150页。

⁴刘燕：《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》，载《清华法学》2016年第6期，第63-83页；张盼：《浅析“宝万之争”中资管计划的法理基础——基于客观目的解释的分析框架》，载《私法》2018年第1期，第192-210页；李敏：《金融与实业分离原则下的保险资金运用监管》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2019年第3期，第53-71页。



2016年7月5日，万科工会起诉钜盛华、前海人寿、南方资本、泰信基金、西部利得损害股东利益责任纠纷案被深圳市罗湖区人民法院受理。据媒体公开报道，万科工会以宝能系旗下公司（钜盛华、前海人寿）及其用以收购的资管计划（南方资本、泰信基金、西部利得）在敌意收购过程中违反《证券法》、《上市公司收购管理办法》（下称“《收购办法》”）中的诸多权益披露规则为由，提出了五项诉讼请求。这些诉讼请求主要分为两部分：（1）一是请求确认作为一致行动人的五名被告的首次举牌及后续增持行为属于无效法律行为，并请求五被告在禁售期后于二级市场上减持相关违规持有的股票；（2）二是请求剥夺五被告违规持有的股票的表决权、提案权等参与性股东权利（共益权），并请求万科（第三人）在股东大会决议中不计入、不接受上述参与性股东权利。⁵该案目前能检索到的裁判文书仅是针对管辖权异议问题的两次程序审理，并未进入实体审理。⁶中国证监会也始终未就宝能系的权益披露违规行为作出行政处罚，故万科工会的上述指控是否属实仍未可知。

本文的分析建立在万科工会指控事实成立，即宝能系确实违反了相关权益披露规则的基础上，并主要探讨三个问题：一是基于现行规则下的权益披露违规后果，分析万科工会的上述诉讼请求在解释上能否得到支持；二是总结我国权益披露规则的两大特点及其与宝能系所搭建的资管计划的内在关联性，并结合美国法经验观察我国权益披露规则的宽严程度；三是从法律对敌意收购的应有态度出发，探讨中国法对权益披露的态度是否可取。

⁵ 参见 <http://finance.sina.com.cn/stock/s/2017-02-07/doc-ifyafcyw0620475.shtml>，2019年12月14日访问。

⁶ 参见深圳市中级人民法院（2016）粤03民辖终3184号民事裁定书、深圳市中级人民法院（2017）粤03民辖终662号民事裁定书。



一、 现行法下权益披露违规的后果

(一) 违规增持行为是否属于无效法律行为

现行法关于权益披露违规后果的规定主要是《证券法》第 196 条（2014 年《证券法》第 193 条）与《收购办法》第 75 条。虽然这些规定都未对违规增持行为是否无效作出回答，但毕竟直接规范权益披露规则的《证券法》第 63 条（2014 年《证券法》第 86 条）属于全国人大常委会颁布的法律。那么，万科工会是否能以违反法律的强制性规范为由主张宝能系的相关违规增持行为无效，并进而主张宝能系不享有万科的任何股份权益？

一个简单的回答是，由于证券交易所的竞价交易系统无法看到交易对手方，故无效后的返还、赔偿等规则（《民法总则》第 157 条）将因找不到相对方而无法适用。即使强行适用上述规则以改变交易结果，也会波及证券市场的秩序，损害众多投资者的利益。因此，违反权益披露规则的增持行为不应无效。在“新梅案”中，上海一中院亦持此观点。¹此观点亦能为《证券法》第 117 条的规定²所佐证。

本文认为，上述回答固然成立，但或可对其民法基础做进一步探讨。一方面，即使认为违规增持行为确实无效，但法律行为无效后的返还本质上是不当得利返还，即受益人的得利因丧失了有效法律行为这一基础而成为“欠缺法律原因的财货移转”，其目的是要维护“静的安全”这一财产秩序，³因而，从不当得利制度的

¹ 参见上海兴盛实业发展（集团）有限公司诉王斌忠、黄长印及第三人上海新梅置业股份有限公司证券欺诈责任纠纷案，上海市第一中级人民法院（2015）沪一中民六（商）初字第 66 号民事判决书。

² “按照依法制定的交易规则进行的交易，不得改变其交易结果，但本法第一百一十一条第二款规定的除外。对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除；在违规交易中所获利益，依照有关规定处理。”

³ 参见王泽鉴：《不当得利》（第二版），北京大学出版社 2015 年版，第 3 页。



规范目的出发，结合证券市场的特征，适用返还规则⁴反而会违背不当得利制度的规范目的，故从目的解释的角度不应返还；另一方面，更重要的是，此种违规行为的违法性本身就未达到法律要对其做无效处理的程度。无效法律行为及其所依据的所谓“效力性强制性规范”总体上可分为两类：一是相关交易的内容因违反社会准则而导致交易本身不被法律所允许，如贩毒贩枪合同；二是法律允许相关交易，但交易若未在法律要求的固定框架内进行则无效，如未在特定交易场所与特定主体交易（场外配资合同无效）、未遵循特定程序规范（公司对外担保无董事会或股东会/股东大会决议则不对公司发生效力）等等。⁵在增持行为违反权益披露规则的问题上，其内容（二级市场上购买股票）本身不违反公序良俗，法律也没有为此等交易本身设置固定的行事框架，而只是为大额持股达到举牌线的一方设置了单方的权益披露义务。因此，宝能系的违规行为未达到违法无效的程度，万科工会的第一部分诉讼请求不应得到支持。

（二）表决权剥夺的实现

万科工会的第二部分诉讼请求在表面上似有现行法依据。现行《收购办法》第75条明确指出，权益披露违规的收购人在改正前不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。然而，此种表决权剥夺的后果如何实现，现行法并未给出明确指引。剥夺，是由法院依诉判决剥夺，还是由监管机关以具体行政行为（行政处罚）的方式剥夺，抑或是由目标公司以内部决议的方式剥夺？对此，司法实践的总体态度如下：

首先，其他股东或因收购人权益披露违规遭受损害的投资者不能起诉要求限

⁴ 此处不涉及不法得利不得返还的问题，因为不法仅在受益人（宝能系）一方，仍需适用返还规则。比较法上的不法得利规则，可参见台湾地区“民法”第180条第4项。

⁵ 参见《北大“法学阶梯”进阶讲座第十六期|许德峰：商法中的自由与强制》，载微信公众号“燕大元照”，2019年6月16日。



制违规收购人所持股份的表决权。受损害的股东或其他投资者至多享有的是依据《证券法》及《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（法释[2003]2号）请求违规收购人承担侵权责任，赔偿其财产损失的权利。⁶此种损失由于并非因绝对权受侵害而发生的损失，故属于“纯粹经济损失”。纯粹经济损失在传统侵权法上的保护门槛较高（原则上需侵权人故意且背俗），但因有特别法之规定，故也能纳入侵权法教义中的“违法侵权”框架内。

其次，限制表决权只能由中国证监会以具体行政行为（行政处罚）的方式作出，且被限制的只有表决权，而不包括其他经济性权利或参与性权利。因此，万科工会向法院起诉要求限制违规收购人的表决权实际上是要求法院“越俎代庖”，不应得到支持。⁷

再次，如果目标公司自行以内部董事会或股东大会决议的方式限制违规收购人的表决权，则此等决议因侵犯了必须由公权力才能剥夺的股东表决权而违法无效（违反《公司法》第4条）。⁸进一步的推论是，如果目标公司为了抵御敌意收购而在章程中预先埋下以限制敌意收购人表决权为内容的反收购条款，如伊利股份所做的那样，⁹则相关条款至少在中国证监会作出行政处罚前是无效的。即使中国证监会已作出行政处罚，如果相关条款的限制较之行政处罚的内容更严苛，则超出部分亦应无效。

⁶ 参见前注7“新梅案”中的法院观点。

⁷ 参见刘剑秋与深圳长城汇理资产管理有限公司与公司有关的纠纷案，深圳市福田区人民法院（2016）粤0304民初22334号民事判决书。另见《中国证券监督管理委员会行政复议办法》第七条第四项之规定，该规定表明责令限制股东行使股东权利是可以申请行政复议的具体行政行为。

⁸ 参见深圳市康达尔（集团）股份有限公司与京基集团有限公司公司决议撤销纠纷案，深圳市中级人民法院（2016）粤03民终13834号民事判决书。

⁹ 2016年8月9日，内蒙古伊利实业集团股份有限公司（600887）发布《关于修改〈公司章程〉的公告》，修改后伊利股份有限公司章程第三十七条（五）的规定为：违反上述规定购买、持有公司股份的，在其违规行为改正前，不得行使其所持或所控制的该等股票的表决权，公司董事会有权拒绝其行使除领取该等股票股利以外的其他权利。



综上，万科工会的第二部分诉讼请求亦不应得到支持。

（三） 司法实践未回答的问题：表决权剥夺如何体现于公司治理中

上述论断未回答的问题是：即使实现了对违规收购人的表决权剥夺，此种剥夺如何体现在目标公司的公司治理中？换言之，假设中国证监会已认定宝能系违反权益披露规则并作出限制其表决权的行政处罚，但宝能系在表决权被限制的期间内对万科股东大会的某项决议行使了表决权，此时该决议的效力如何？是不成立、可撤销、抑或无效？

现行司法实践似乎还未触及到上述争议。本文认为，问题的关键在于《公司法》第 103 条规定的“出席会议的股东所持表决权”如何计算。被剥夺的表决权不应计入“出席会议的股东所持表决权”（即使违规收购人已出席股东会议），即应从分母中扣除，否则相当于违规收购人投了反对票。一个简单的例子是：假设目标公司的表决权总共 100 票，其中 20 票被限制。对于某决议，其余 80 票中有 41 票赞成，39 票反对。那么，如果是简单多数决，则该决议无任何效力瑕疵，应约束包括违规收购人股东在内的所有股东，无论违规收购人后来是否改正。

二、 中国法上权益披露规则的特点及宽严程度

（一） 不区分大额持股的目的

总体来看，《证券法》第 63 条（2014 年《证券法》第 86 条）及《收购办法》第 2 章的权益披露规则采的是形式主义判断标准，即只要大额持股达到规定的比例或达到后的变动符合规定比例，就必须举牌，且必须受到如《收购办法》第 13 条规定的“3 日内不得增持减持”这一“原地站立”规则（即限售期）的约束。显然，中国法的权益披露规则未区分投资者大额持股的目的是敌意收购（争夺上市公司控制权）抑或只是为了资产保值增值的被动/消极投资。在 2019 年新《证券法》



第 63 条出台前,对机构投资者权益披露唯一的豁免性规定针对的是证券投资基金,但其也没有出现在任何高位阶的法律、行政法规或规章中,而只是由中国证监会基金监管部在规范性文件中予以明确。¹⁰即使在新《证券法》出台后,根据新法第 63 条第 1、2 款之规定,豁免也需要中国证监会做出特别规定。

我国证券市场上存在大量的机构投资者,如国家社保基金、证券投资基金和合格境外机构投资者(QFII),它们为证券市场带来大量流动性(提供大量资金)的同时也往往是消极投资者。¹¹不区分大额持股目的而对所有投资者一体适用权益披露规则,可能带来的后果是极大增加消极机构投资者的交易成本,挫伤其将资金投入证券市场的积极性,抑制金融市场的发展。例如,同一基金管理人旗下的多只基金可能都投资了目标公司的股票,保值增值的目的驱使他们必须不时地增持或减持,而按照《收购办法》第 83 条,这些基金很可能被视为“一致行动人”。此时,现行规则将可能使基金管理人陷于不停申报和随时“原地站立”的困境中。¹²此种困境对于对冲基金等证券市场的高频交易者更是如此。

(二) 穿透式披露与“宝万之争”中的资管计划

2014 年《证券法》第 86 条将需披露的权益限于“持有股份”,《收购办法》第 12 条则扩大到所有可以实际支配表决权的股份,即使相关股份未登记在权益披露义务人名下。解释上,《收购办法》第 12 条完全可能导致层层穿透式的披露,即无论以股权方式(如设立子公司)或合同方式(如资管计划)进行多少层的架构搭建,现行规则完全可以穿透到最底层的投资者要求其披露实际支配表决权的股份。此前的监管实践并未对穿透式披露做严格的要求(尽管法律上可行),但从 2018 年上交所、深交所颁布的《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见

¹⁰ 邱永红:《上市公司并购重组中的法律实务问题研究》,载《证券市场导报》2009 年第 9 期,第 25 页。

¹¹ 参见王超:《中国持股权益披露制度:法律移植与比较研究》,载《投资者》2019 年第 1 期,第 202-203 页。

¹² 张巍:《评〈证券法(三审稿)〉第四章“上市公司的收购”》,载《中国法律评论》2019 年第 4 期,第 150 页。



见稿)》来看，¹³无论是通过资管产品持有目标公司股份，还是通过金融衍生工具（如买入期权、股权掉期）提前“锁定”目标公司股份，都将被“穿透”而必须披露。

在宝万之争中，宝能系可能被“穿透”而须披露的权益是其搭建的九个“结构化集合资管计划”。“结构化集合资管计划”是针对“普通（非结构化）集合资管计划”而言的。在普通集合资管计划中，数个委托人之间是平级关系，相互之间按投资份额共享收益、共担风险。委托人们完全不掌握资金的投资方向，而是全权委托资管计划的管理人（证券公司、基金公司、信托公司等）进行投资决策，并由管理人行使相关投资标的的权益（如表决权）。管理人则收取固定比例的管理费及部分业绩分成（实务中常采“2+20”模式，即2%的固定管理费加20%的收益分成）。在这种情况下，资管计划下的财产无论在使用上还是风险上都与委托人之间有着很强的区隔，财产的独立性很高，整个投资安排基本等同于典型的商事信托。2019年9月通过的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）将其称为“主动管理型信托”。

与之相对，结构化集合资管计划中尽管也存在多个委托人，但委托人之间是分层的，存在优先级与劣后级之别，委托人之间的收益分配与风险负担不按投资份额计算，而交由资管合同自由约定。¹⁴在通常的结构化集合资管计划中，由于约定了“风险补偿”条款，即劣后级委托人向优先级委托人承担“保本保收益”义务（对于优先级委托人从信托财产处获得的利益与其投资本金及约定收益之间的差额，劣后级委托人需承担差额补足义务），故二者实际上形成了借贷关系，即优先级委

¹³ 参见上交所官方网站 http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20180412_4499779.shtml，2019年1月4日访问。

¹⁴ 2018年出台的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）第21条第4款统一界定了各种类型的结构化资管产品的内涵，即“本条所称分级资产管理产品是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的产品。”



托人向劣后级委托人出借资金。与这种借贷关系相伴的是“保证金质押”或“强制平仓”（在投资标的净值跌破平仓线时，优先级委托人可直接指示管理人平仓）等条款，这些约定实际上使优先级委托人成为劣后级委托人的担保权人，二者之间存在多重担保关系（包括金钱质押关系及以投资标的为担保物的让与担保关系）。可见，在结构化集合资管计划，劣后级委托人实际上成为剩余索取权人，承担了全部的投资风险，而优先级委托人仅收取固定回报或按比例参与剩余收益的分配，二者之间的关系非常类似公司外部债权人与股东或公司优先股股东与普通股股东之间。由于劣后级委托人承担了全部投资风险，其自然就要掌控投资方向。因此，在结构化集合资管计划中，资金如何使用及相关投资标的的权益如何行使，均实际由劣后级委托人决定，资管计划的管理人必须执行劣后级委托人的指令（劣后级委托人可能采取第三方“投资顾问”的形式，但投资顾问也是其实际控制的）。此时，资管计划下的财产相较于劣后级委托人而言基本上不存在独立性，而完全由劣后级委托人掌控。管理人则完全不主动管理财产，仅提供消极的记账、清算等服务，沦为所谓的“通道”。¹⁵《九民纪要》将结构化集合资管计划称为“事务管理型信托”。宝能系所搭建的九个资管计划均属结构化集合资管计划，因此，其之所以会被“穿透披露”，是因为宝能系符合“实际支配表决权”这一根本标准，与《收购办法》第12条是吻合的。

此种穿透式披露固然有准确识别杠杆率，增强证券市场稳定性的考量，但“一穿到底”的规则，除了可能导致上述消极机构投资者的困境外，还可能因频繁的申报与“原地站立”而增加杠杆收购或杠杆投资的资金成本，遏制控制权市场与资本市场的发展。此外，如何把握穿透式“披露”与穿透式“干预”之间的微妙关系，避免不当扼杀资管计划等金融工具原本具有的风险隔离与投资者隐私保护等创新

¹⁵ 关于资管计划各方主体之间内部法律关系的详细论述，参见叶名怡：《结构化资管计划的私法规制》，载《法学》2018年第3期，第31-33页。



优势，亦值得深思。¹⁶

（三）从美国法角度观察中国法权益披露规则的宽严程度

中国证券市场的发展及监管规则在很大程度上借鉴的是美国的经验，起源于美国法的权益披露规则也是中国法权益披露规则的直接模仿对象。¹⁷那么，美国法上的权益披露规则宽严程度如何呢？这可分为两方面来回答。

其一，对于权益披露的标准与内容，美国法并未采取中国法统一的、形式化的披露规则，而是根据持股目的的不同搭建了一套多层次的披露制度。以《威廉姆斯法》为代表的法案确立了三种不同的披露规则，其中：（1）13D披露最严格，需在持股达到5%后的10日内作出，披露内容也较多，基本接近于中国法下的披露，但10日内仍允许继续增持；（2）13G披露只需在每个自然年结束后的45日内作出，且披露内容简单，主要涉及持股身份、种类及数量。持股者如认为自身是不积极争夺目标公司控制权的投资人，即可自行选择13G披露；（3）13F披露则是消极的机构投资者每季度定期披露的多头持股信息，披露时间为每季度结束后的45日内，披露内容与13G类似。¹⁸虽然美国法律界的实务人士曾多次向SEC提议严格化13D披露规则，如将披露的时限从10日缩短为1日，但美国法学界及监管层对这一提议的一贯观点都是反对。¹⁹

其二，对于权益披露违规的后果，美国法实践经历了从与中国法类似的表决权剥夺，到1975年最高法院在“*Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*”案中对此前规

¹⁶ 曹锦秋、任怡多：《资管计划穿透式监管法律问题研究》，载《辽宁大学学报（哲学社会科学版）》2018年第5期，第118-119页。

¹⁷ 同前注17，王超文，第196页。

¹⁸ 参见张巍：《资本的规则》，中国法制出版社2017年版，第三十六节“小杖则受，大杖则走：怎样处罚过线不披露？”。

¹⁹ Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson, *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, *Harvard Business Law Review* Vol. 2 No. 1, 2011, p. 60.



则的推翻，再到如今美国法院只要求违规者补正披露、停止违规的流变。²⁰此外，SEC 尽管被“Dodd-Frank 法案”授予了修改权益披露规则的权力，但一直未着手修改，对于违规者的处罚方式也至多是命令禁止再犯并外加数目不大的罚款。²¹

可见，与美国法规对比，并结合上文对中国法权益披露规则特点的论述，中国法无论在权益披露的标准与内容，还是在权益披露违规的后果上，都较之具有发达金融市场的“师傅”——美国严苛许多。中国法的这种严苛，被认为是向权益披露规则的一般理论（发达国家倾向于拥有比新兴发展中国家更严格的披露规则，且一个国家披露规则的严格程度与公司股权分散程度正相关²²）发出了挑战，亦有学者试图从法律以外的角度解释中国法上这种“独特的严苛”，如认为规则严苛是国家战略或文化规范所造成的。²³

2020 年 3 月 1 日生效的新《证券法》第 63 条甚至将原 86 条下的规则进一步收紧，主要体现在以下几点：（1）新《证券法》第 63 条第 1 款明确了需披露的权益为“有表决权的股份”，这固然有准确识别需披露的权益，避免不当披露无表决权的特别股等考量，但也与《收购办法》第 12 条相衔接，为“穿透式披露”提供了上位法基础；（2）第 2 款将原 62 条第 2 款及《收购办法》第 13 条第 2 款中“原地站立”的期限（即限售期）从二日延长为三日，²⁴与本条第 1 款保持一致。此外，虽然本款与上款均为无收购目的的消极投资者提供了豁免条款，但如上文所述，这需要中国证监会的特别规定，而目前尚未见此等规定；（3）第 3 款规定持有上市公

²⁰ 参见傅穹：《敌意收购的法律立场》，载《中国法学》2017 年第 3 期，第 234 页。

²¹ 同前注 18，第 150 页。

²² Michael C. Schouten and Mathias M. Siems, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, *Journal of Corporate Law Studies* 10. 2, 2010, p. 483.

²³ 同前注 17，第 203-204 页。

²⁴ 新规的规定为“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的有表决权股份达到百分之五后，其所持该上市公司已发行的有表决权股份比例每增加或者减少百分之五，应当依照前款规定进行报告和公告，在该事实发生之日起至公告后三日内，不得再行买卖该上市公司的股票，但国务院证券监督管理机构规定的情形除外。”



司 5%以上权益的投资者每变动 1%就需要通知上市公司并公告，虽未限制买卖，但也大幅提升了收购人向目标公司、潜在的收购竞争者与社会公众披露权益变动的密度与成本；（4）第四款的惩罚性规定尤为值得注意，其规定违反第 1、2 款规定“买入”股份的，对超出规定比例的股份在买入后的 36 个月内不得行使表决权。这意味着，即使违规收购人已经补正披露，也要承受表决权被持续剥夺的后果。该款针对的对象仅是违规“买入”者，不包括违规“减持”者，很可能是针对敌意收购而特别设置的。

三、 中国法严苛的权益披露规则不利于敌意收购

（一） 法律对敌意收购的应有态度

敌意收购并非负面评价。所谓“敌意”针对的仅是目标公司管理层，意在指收购是在目标公司管理层反对的背景下进行的。敌意收购是除征集投票代理权外争夺上市公司控制权的主要方式。²⁵敌意收购的手段是股权收购，²⁶美国法上一般为要约收购，中国法上由于大多数上市公司股权集中，多采协议收购或在二级市场上直接买入（通过证券交易所的公开竞价系统或大宗交易系统）等方式。宝万之争中，宝能系的增持行为基本上是在二级市场上直接进行的。

敌意收购对目标公司管理层为“敌意”，对目标公司原有股东则为“友好”。一方面，对目标公司管理层而言，如果敌意收购成功，则意味着控制权易主，自身职位极有可能不保，因此管理层天然地具有抵制敌意收购的倾向；另一方面，对目标公司股东而言，由于敌意收购人的股权收购对价往往高于市价（否则无吸引力），

²⁵ 参见朱锦清：《公司法学》（修订本），清华大学出版社 2019 年版，第 815 页以下。

²⁶ 参见[美]罗伯特·C·克拉克：《公司法则》，胡平等译，工商出版社 1999 年版，第 437 页。



故在经济上对股东有利。

从公司治理的角度观察，敌意收购有利于目标公司控制权的自由流动，能有效监督目标公司管理层，降低代理成本。具体而言，由于商业判断规则（Business Judge Rule）的确立与发展，法律往往只愿意，也只能规制公司管理层违反忠实义务、积极侵夺公司利益的行为，但对懒惰、愚蠢的管理层，法院往往以属于商业判断为由拒绝介入。此时，公司的股票市价反映着现任管理层运营资产的价值，成为衡量公司管理效率近乎唯一的客观标准。²⁷那么，“法律的归法律，市场的归市场”，敌意收购将使无效率的管理层面临公司因股价下跌而被敌意收购，进而自身职位不保的风险，故可以有效激励管理层提高竞争效率，为目标公司中小股东提供更多保护。²⁸虽然敌意收购的反对者指出敌意收购可能带来损害目标公司经营连续性、目标公司优良资产被“公司抢劫者”所掠夺、滋生垄断等反竞争行为、满足收购人管理层的“帝国扩张”动机等问题，²⁹但金融学的实证研究发现，敌意收购对社会经济总体上是具有压倒性积极作用的，反对者所提出的问题大多没有经验证据支持。³⁰

本文认为，从防止内部人控制，降低代理成本的立场出发，法律对敌意收购的总体态度应是放松管制而非严格管制。特别是，按照“自由现金流理论”，对于万科这类管理层手握大量自由现金流的上市公司而言，代理成本问题尤其突出，更需要鼓励外部人的敌意收购。³¹下文将在此基础上分析中国法严苛的权益披露规则

²⁷ 参见[美]伊斯特布鲁克等：《公司法经济结构》，罗培新等译，北京大学出版社2014年版，第171页。

²⁸ See Henry Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 Journal of Political Economy, 1965, pp. 110, 117.

²⁹ 同前注33，第440-444页。

³⁰ 参见张巍：《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》，载《证券法苑》2017年第1期，第140-141页。

³¹ 当然，个案而言，若某一敌意收购行为确实有损效率，并对目标公司的股东构成了威胁，且目标公司管理层能举证证明，则应允许目标公司管理层采取一定的防御措施。这涉及到反收购措施合法性判断的问题，与本文主题关联度不大，故不赘述。



的合理性。

（二） 严苛的权益披露规则将打击潜在敌意收购人的积极性

理论上，证券市场上信息披露的义务人只是具有信息优势的内部人。敌意收购中的权益披露却是无信息优势的外部人向内部人披露，其本身就与一般的信息披露原理相悖，³²只是为了目标公司管理层能拥有抵御敌意收购的“反应时间”而设置的例外规则。

美国法之所以需要给目标公司管理层提供上述“反应时间”，很大程度上是因为自 20 世纪 70 年代开始，美国证券市场上越来越多的投资人通过经纪商、银行和中央储蓄机构等中介机构间接持有股票，上市公司很难及时掌握公众及敌意收购人持股的准确信息。³³但是，中国证券市场目前仍是直接持股占主流，目标公司通过中国证券登记结算有限责任公司的登记系统获取持股信息本就相对容易。在这种情况下，过严的权益披露规则将会大大打击敌意收购人的积极性。例如，严苛的权益披露会鼓励其他投资者攀附精心研究市场信息的敌意收购人而无偿获益的行为，即所谓的“搭便车”。这种“搭便车”将大大抬高敌意收购人的收购成本，最终的后果是压制敌意收购人等积极投资者研究市场信息的激励，并进而降低整个证券市场的效率。³⁴

一种可能的反驳是，权益披露规则的规范目的之一正是为了保护中小投资者的知情权和投资决策权，使得中小投资者可以抓住大额持股的敌意收购人带来的

³² Bebchuk L A ,Jackson, R J, The Law and Economics of Blockholder Disclosure, Social Science Electronic Publishing, 2012, p. 4.

³³ See David C. Donald, The Rise and Effects of the Indirect Holding System—How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries, Social Science Electronic Publishing, 2007. 转引自前注 17, 第 206 页（注 4）。

³⁴ 同前注 37, 第 140-141 页。



投资机会，故即使是“搭便车”，也有一定合理性。³⁵“康达尔案”中深圳中院即采此观点。³⁶本文认为，中小投资者的权益保障应主要依赖公司内部人的信息披露。况且，在“有效市场假说”下，基于提高证券市场效率的考量，中小投资者作为既不能带来流动性（“散户”尽管数量多，但提供的资金少），³⁷又不能合理利用信息（甚至常常以其非理性危害证券市场）的“噪音投资者”，法律是否需要在信息上给予他们过多保护本来就是值得商榷的。³⁸

（三）应放松权益披露规则的管制以鼓励敌意收购

万科作为股权分散的上市公司，在中国证券市场上是个例外。宝能系在“宝万之争”过程中能成为第一大股东也确属意外。中国证券市场的常规现实是：敌意收购本就有很多固有困难，其中包括：（1）大部分上市公司的股权高度集中，国有股“一股独大”的局面仍较普遍；（2）由于监管的原因，中国上市公司本身的“壳资源”具有特殊价值。敌意收购人为了避免目标公司退市，必须维持 25%或 10%（目标公司超过 4 亿股本时）的社会公众股。这样一来，敌意收购人本身能收购的股份就很少；（3）中国法上目标公司管理层反收购措施的合法性不明朗，大多数争议未进入到司法程序，且各种“法外”的反收购措施层出不穷。例如，宝万之争中，万科管理层就采取了长期停牌、举报等“独特”方式意图抵御宝能系的收购，且事后也未受到监管层处罚。

本文认为，在因社会制度等特殊原因暂时无法通过其他途径降低敌意收购门

³⁵ Supra note 28, p. 483.

³⁶ 参见前注 14 “康达尔案”中的法院观点。

³⁷ 参见蒋锋等编：《上海证券交易所统计年鉴（2019 卷）》，上海远东出版社 2019 年版，第 583 页。

³⁸ 参见宋晓燕：《证券监管的目标和措施》，载《法学研究》2009 年第 6 期，第 119 页。关于“有效市场假说”的介绍，见 Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, 1970, pp. 414, 415.



槛的背景下，中国法应当通过放松权益披露规则的管制，为敌意收购争取更大的空间，以发挥敌意收购降低公司代理成本的作用，打破中国上市公司长期存在的“内部人控制”问题，促进中国证券市场与上市公司治理水平的发展。

四、 结语

“宝万之争”已落下帷幕两年有余，但其中反映的有关权益披露的问题仍值得深思。具体到案情中，万科工会围绕权益披露规则的一系列诉请均难以被支持。其中的“表决权剥夺”虽能实现，但无法以万科工会主张的方式实现，其具体实现路径及在上市公司治理中的体现需要进一步明确。抛开具体案情，中国法下的权益披露规则无论在规则特点还是在与借鉴对象（美国法）的对比上都明显过严。严苛的权益披露规则不利于上市公司控制权市场的发展。相关管制从“鼓励敌意收购、防止内部人控制”的立场出发应予放松。



参考文献

(一) 中文著作及译著

- [1] 王泽鉴：《不当得利》（第二版），北京大学出版社 2015 年版。
- [2] 张巍：《资本的规则》，中国法制出版社 2017 年版。
- [3] 朱锦清：《公司法学》（修订本），清华大学出版社 2019 年版。
- [4] [美] 罗伯特·C·克拉克：《公司法则》，胡平等译，工商出版社 1999 年版。
- [5] [美] 伊斯特布鲁克等：《公司法的经济结构》，罗培新等译，北京大学出版社 2014 年版。

(二) 中文论文

- [6] 郭富青：《上市公司反收购：政策导向、实施偏好与法律边界》，载《法学》2018 年第 11 期。
- [7] 侯东德：《董事会对短期主义行为的治理》，载《中国法学》2018 年第 6 期。
- [8] 刘燕：《企业并购中的资管计划——以 SPV 为中心的法律分析框架》，载《清华法学》2016 年第 6 期。
- [9] 张盼：《浅析“宝万之争”中资管计划的法理基础——基于客观目的解释的分析框架》，载《私法》2018 年第 1 期。
- [10] 李敏：《金融与实业分离原则下的保险资金运用监管》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2019 年第 3 期。



- [11] 邱永红：《上市公司并购重组中的法律实务问题研究》，载《证券市场导报》2009年第9期。
- [12] 王超：《中国持股权益披露制度：法律移植与比较研究》，载《投资者》2019年第1期。
- [13] 张巍：《评〈证券法（三审稿）〉第四章“上市公司的收购”》，载《中国法律评论》2019年第4期。
- [14] 叶名怡：《结构化资管计划的私法规制》，载《法学》2018年第3期。
- [15] 刘燕：《资管计划的结构、功能与法律性质——以券商系资管计划为样本》，载《投资者》2018年第3期。
- [16] 曹锦秋、任怡多：《资管计划穿透式监管法律问题研究》，载《辽宁大学学报（哲学社会科学版）》2018年第5期。
- [17] 傅穹：《敌意收购的法律立场》，载《中国法学》2017年第3期。
- [18] 张巍：《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》，载《证券法苑》2017年第1期。
- [19] 宋晓燕：《证券监管的目标和措施》，载《法学研究》2009年第6期，第119页。

（三）英文论文

- [20] Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson, The Law and Economics of Blockholder Disclosure, Harvard Business Law Review Vol. 2 No. 1, 2011.
- [21] Michael C. Schouten and Mathias M. Siems, The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries, Journal of Corporate



Law Studies 10. 2, 2010.

[22] Henry Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73
Journal of Political Economy, 1965.

[23] Bebchuk L A ,Jackson, R J, The Law and Economics of Blockholder
Disclosure, Social Science Electronic Publishing, 2012.

[24] David C. Donald, The Rise and Effects of the Indirect Holding
System-How Corporate America Ceded its Shareholders to
Intermediaries, Social Science Electronic Publishing, 2007.

[25] Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and
Empirical Work, The Journal of Finance, 1970.