



V&T LAW FIRM
万商天勤律师事务所

上市公司控制权角力的市场实践与法治张力 ——从理论与实务的双重视角出发

学校： 北京大学法学院 2019 级

专业： 法律硕士

作者： 申清可

日期： 2020 年 5 月 22 日



摘要

控制权角力在早期以表决权为规则，这催生了“君万之争”、“通胜之争”与“广西康达股权之争”等市场实践。随着股权分置改革的展开，代理权征集式微，全流通时代与“同质化”股权结构接踵而至，而后科创板的正式落地迎接“异质化股权结构”，以全新的面貌呈现控制权之争。但控制权争夺并不必然囿于表决权的行使，“国美之争”、阿里巴巴上市及“宝万之争”中均有在表决权与经营权分袂之二元结构中进行控制权争夺的情形。

因此，在实务层面，作为广泛的控制权之争形式，控制权交易在“法空间”中存在三类张力：其一，不同部门法的法律与规制之间存在“法”与“罚”的重叠适用；其二，法规范与自治章程边界内，存在股东视角的四种策略与董事视角的三种路径，这为抵御反收购提供了可操作的空间；其三，“黑色骑士”、“金色降落伞”与“焦土政策”均存在收购与反收购是否符合公司利益的价值判断问题。控制权争夺与保持在很大程度上可以维护公司价值和市场利益，法经济学与博弈论均从宏观上为此进行了方法设计并在其中重申法律规制的目标与角色。

关键词：控制权争夺 代理权征集 收购 法经济学 博弈论



目录

一、 角力场的旧结构与新主体：表决权之作为争夺规则	1
(一) 代理权征集与“同质化”股权结构	1
(二) 科创板落地与“异质化”股权结构	3
二、 表决权与经营权的分袂：公司之作为“动态的合同”	8
(一) “所有-控制”与“治理-支配”的二元关系	8
(二) “内部人控制”：控制形式的多元实践	10
三、 控制权交易：法空间的约束与张力	13
(一) 法规范间的重叠适用：信息披露义务的“法”与“罚”	14
(二) 实定法与自治章程的边界：反收购措施的灵活实践	15
(三) 规范与价值的判断：收购、反收购与利益保护	18
四、 控制权争夺：外溢影响与法律角色	20
五、 结语	23
参考文献	25
(一) 中文著作及译著	25
(二) 中文论文	26
(三) 英文论文	26



一、 角力场的旧结构与新主体：表决权之作为争夺规则

（一） 代理权征集与“同质化”股权结构

从公司法法理的角度出发，控制权争夺以在股东大会取得话语权为最终控制目的，因而，依其出资额或者所持有的股份而享有的表决权足以在股东大会产生举足轻重影响的股东即是公司中的实际控制人，也是控制权之争所竞相追逐的目标角色。

“代理权征集”是早期市场实践中控制权争夺的工具之一，这种自发于市场实践的工具似乎在暗示，表决权作为控制权角力的“游戏规则”具有一定的终局性和不可替代性。代理权征集是指将授权委托书交付于股东并劝说股东选任自己或第三人代理行使表决权的行爲，与《公司法》106条规定的一般表决权代理不同，代理权征集往往充满了征集人的主动性、征集方式的格式化、征集事项的类型性以及征集对象的集团性。代理权征集有利于维持股东大会的定足并反映最大限度地股东的意见^[1]，但最为关键的是，这也是“当权者”维持控制权或者“在野者”争夺控制权的有效方式。

1. “君万之争”、“通胜之争”与广西康达股权之争

如，在1994年，万科董事会称，当时持有3.17%万科股权的君安证券对未委托授权的股东征集受委托权之举，缺乏足够的法律依据；2000年，在胜利股份的两大股东中，胜邦公司通过收购使其股权达到15.34%，超越原先持有13.77%股份的通百惠，通百惠随即向胜利股份股东征集投票代理权，声称以网络产业对抗胜邦提出的生物医药概念；同样在2000年，持有广西康达股权的两个小股东索芙特公司

[1] 参见梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社2005年版，第194-195页。



和天街小雨化妆品公司以管理层经营不善为由，联合提出征集代理权^[2]。代理权之争使得中小股东的角色逐渐明朗化并受到相应重视，同时也披露了代理权征集缺乏对行为界定、征集程序、信息披露和法律责任等相关规定的重要问题。在 2005 年以前，不少学者提出，应该顺应实践的需要，对代理权征集进行更为细致的立法规定^[3]。

但在立法实践之现状中，我国立法对代理权征集本就存在相当的惰性。1993 年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第 65 条规定股票持有人可以授权他人代理行使投票权，但同时应遵守证监会关于信息披露的规定；2002 年《上市公司治理准则》第 10 条另外规定了投票权应采取无偿的方式进行；2004 年《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》则再次确认了征集代理权的可行性，上述三者是目前最为主要的、对代理权征集具有法律强制力的法律文件，但其概括性和时效性尚且如此。因此，与其说立法现状对市场实践难以进行有效的指导，毋宁说目前代理权征集本就是一种不符合成本-收益的法经济学原理而在市场中逐渐被边缘化的过时手段。

2. 股权分置改革：代理权征集式微与全流通时代到来

如前所述，关于代理权征集的立法建议大多在 2005 年前提出。同年，随着我国股权分置改革的试验和展开，非流通股和流通股的流通制度差异消弭，真正实现了上市公司的同股同权与同股同利，股权也发生进一步的分散，这使得代理权征集在一定程度上被主流所抛弃。由于我国上市公司的投资者以规避风险为目的从而谋求投机、短线的利益，因此对于征集主体而言，争取其代理权因为成本和利益的不对等而失去了吸引力^[4]。毕竟，收购或增发新股等将股票上附加的表决权、利润

[2] 参见益智：《中国上市公司代理权之争的案例分析》，载《商业经济与管理》2004 年第 11 期，第 52-56 页。

[3] 参见梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社 2005 年版，第 233 页。

[4] 参见陈明添，张学文：《股东投票代理权征集制度的效用——法经济学分析》，载《东南学术》2005 年第 2 期，第 179 页。



分配请求权以及剩余资产分配请求权一同转让的方式，才是最完整的控制权转让形式。如下文所述，2008年至2011年“国美之争”，2015年至2018年的“宝万之争”等规模较大的控制权争夺案也均未采取代理权征集的方式。

在科创板正式落地之前，依循股权分置改革的精神宗旨，我国资本市场中的上市公司和未上市公司以及股权结构的“同质化”和“异质化”之界定在某种程度上是相对应的：根据《公司法》第43条，有限责任公司可在公司章程中约定实行“同股不同权”，而第126条则规定股份有限公司的普通股应满足“同股同权”的要求。公司法设计的考量正是基于有限责任公司和股份有限公司的两者的区分而做出的，即，有限责任公司的建立往往具有较强的人合性和封闭性，而股份有限公司，尤其是其中的上市公司，通常是资合性和公众性的，因此后者更可能无法顾及中小股股东的利益，也理应在私法自治上受到更多的约束。因此，人合性的特质能够容许股权的“异质化”，而资合性的特质强调的是股权的“同质化”，富有个体性差异的股东在这里被拟制为了无差异资本的载体^[5]。

（二） 科创板落地与“异质化”股权结构

2019年6月，正式开板的科创板将上市公司的类型进一步延拓，其定位主要为科技创新型中小企业，并首次规定了国内“同股不同权”的差异化表决权安排。这也意味着上述对应关系在一定程度上被割裂：公众化的上市公司也可能实行“同股不同权”的异质化双层股权结构。作为美国纳斯达克的对标，科创板之重大制度改革彰显了其新颖性和试验性：基于现实的考量，科创板的设立引入了新主体对本市场的参与，而控制权之争也将以新的形式和面貌呈现。

在双层股权结构中，存在至少两种以上的股份，A股作为普通股票实行一股一票，B股则作为特殊股票采用倍数表决。总体来看，以等量的股票撬动成倍的表决

[5] 参见汪青松：《股份公司股东权利配置的多元模式研究》，中国政法大学出版社2015年版，第104页。



权实际上以杠杆的手段实现了对股东大会的控制权。而新经济公司往往投资风险高、盈利周期长且对创始人有严重依赖，“同股不同权”能够保障科技创新型中小企业核心运营团队的稳定性和连贯性，进一步延长其企业生命。事实上，在经济全球化背景下，我国市场实践中已经开展双层股权结构的实践。2005年至2018年在美国上市的重要双重股权架构中概股中，下图所示的48家公司均不同程度地实现了双层股权结构：

表 1-1 在美国上市并采用双层股权结构的内地公司^[6]

序号	公司	表决权倍数	上市时间	行业
1	精锐教育	20	2018	教育服务
2	华米科技	10	2018	3C产品
3	盛世乐居	10	2018	特殊消费者服务
4	拼多多	10	2018	互联网
5	哔哩哔哩	10	2018	互联网
6	优信	10	2018	互联网
7	爱奇艺	10	2018	互联网
8	虎牙直播	10	2018	互联网
9	格林酒店	3	2018	酒店
10	爱点击	20	2017	互联网
11	乐信	10	2017	消费信贷
12	多尼斯	3	2017	专卖店
13	拍拍贷/信也科技	20	2017	消费信贷
14	红黄蓝	10	2017	教育服务
15	搜狗	其他	2017	互联网

(接下表)

[6] 参见彭海：《联讯新三板策略深度报告：“同股不同权”的可行性分析》，载“联讯证券”《证券研究报告》，2018年9月4日。部分数据源于香港交易与结算有限公司：《概念文件——不同股票权架构》，2014年8月。



(续上表)

序号	公司	表决权倍数	上市时间	行业
16	博实乐	其他	2017	教育服务
17	寺库	20	2017	互联网
18	简普科技	10	2017	消费信贷
19	信而富	10	2017	消费信贷
20	中通快递	10	2016	航空货运与物流
21	国双	10	2016	互联网
22	万国数据	20	2016	互联网
23	无忧英语	10	2016	教育服务
24	宝尊电商	10	2015	互联网
25	聚美优品	10	2014	互联网
26	内达科技	10	2014	教育服务
27	爱康国宾	15	2014	医疗健康
28	陌陌	10	2014	互联网
29	途牛	10	2014	互联网
30	新浪微博	3	2014	互联网
31	京东	20	2014	互联网
32	猎豹移动	10	2014	互联网
33	阿里巴巴	其他	2014	互联网
34	迅雷	10	2014	互联网
35	汽车之家	其他	2013	互联网
36	500彩票网	10	2013	赌场与赌博
37	58同城	其他	2013	互联网
38	兰亭集势	3	2013	互联网
39	欢聚时代	10	2012	互联网
40	唯品会	其他	2012	互联网
41	人人网	10	2011	互联网
42	凤凰新媒体	1.3	2011	新闻媒体
43	世纪互联	10	2011	互联网
44	搜房网/房天下	10	2010	互联网
45	学而思教育	10	2010	教育服务
46	畅游	10	2009	互联网
47	迈瑞医疗	3	2006	医疗健康
48	百度	10	2005	互联网

首先，从表决权倍数来看，如图 1-1 所示，其中各个公司表决权倍数以 1 股 10 票为主，占总数的 60%，值得注意的是，以阿里巴巴和汽车之家为代表实施的是较大董事选任股权（共 6 家），如阿里巴巴的“合伙人制度”便是通过董事会人选间接掌握了公司的控制权，这意味着既可以直接通过“所有权”实现控制，又可以

间接通过“经营权”实现控制，并且后者在实践中被广泛地应用，如此处阿里巴巴便是以“同股同权”之名，行“同股不同权”之实，因此而属于他类的双层股权结构。

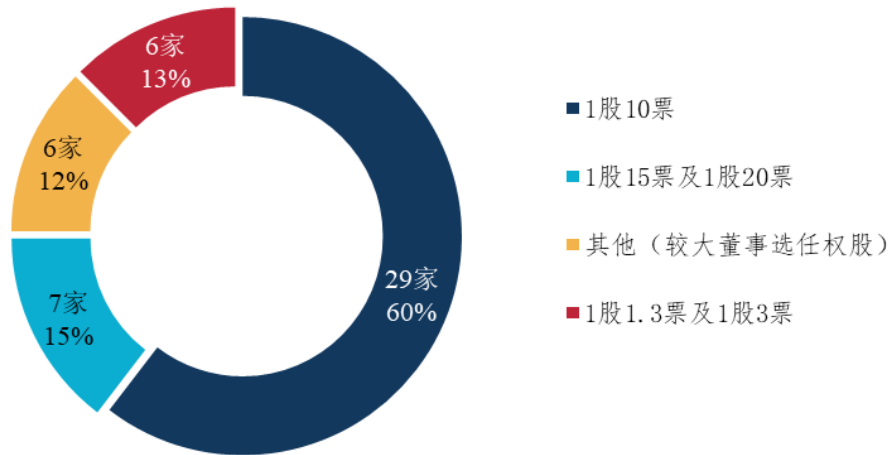


图 1-1 双层股权结构公司表决权倍数概况

其次，从公司所处行业来看，如图 1-2 所示，亦有 60%为“互联网+”相关公司。相对于科创板而言，尽管双层股权结构令“控制权之争”很大可能会演变为“控制权无争”。但这一状态对于科技创新型中小企业而言是一种为维稳而非僵化公司的必要手段。科技创新型中小企业为代表的新经济公司大多属于轻资产公司，因其治理能力、人力资源和企业文化等占用了大量的资金，其延续很大程度上依赖的便是这些无形资产^[7]。因此，这些公司在初期迫切地需要融资，而一旦无法利用双层股权结构对其控制权进行保障，这些新经济公司的经营必然因为创始人持股比例下降而中断，科创板为其打开的融资渠道则形同虚设。

[7] 参见高菲：《新经济公司双层股权结构法律制度研究》，法律出版社 2019 年版，第 131-132 页。

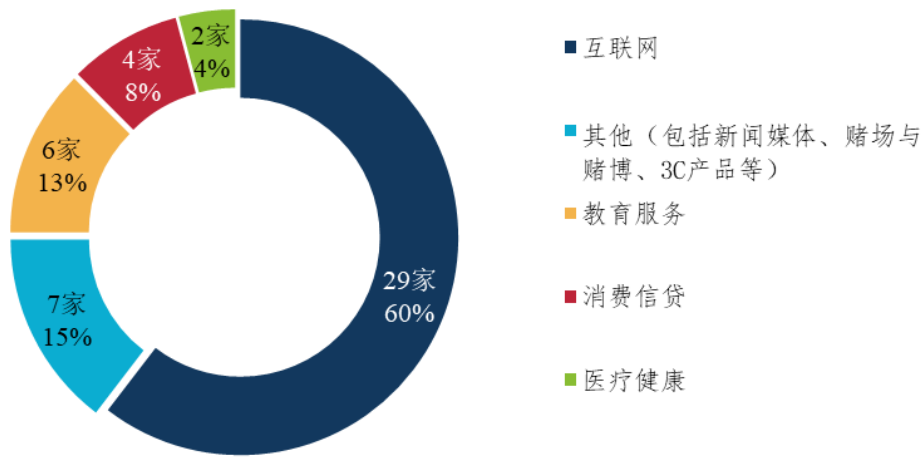


图 1-2 双层股权结构公司所处行业概况

最后，从实证的角度来看，双层股权中控制权的集中度和公司价值没有必然的相关性，这也从一定程度上说明了控制权本身并不危险，关键只是在于如何利用这一控制权。下表 1-2 及 1-3 在上述 48 家公司选取了以“互联网+”为主的 21 家公司，按期表决权倍数进行分类（“其他”包括通过董事会实行间接控制的类型），分别统计倍数 t 对公司年加权经营收入及净利润的影响。通过结果可以发现，（1）经营收入和净利润并不因表决权倍数增加而呈现增加的趋势，二者并不存在相关关系；（2）以股东股权控制和董事会间接控制的方式也并不必然存在孰优孰劣的定论。当然，这一统计结果样本数量较少，同时，为保证行业指标的可比性，所选取的公司也多以“互联网+”为主，因此该统计结果并不具有代表性和确定性，但这一分析方法仍然可以给予相关质询以回应。

表 1-2 表决权倍数对公司年加权经营收入的影响

表决权倍数 t	公司年加权经营收入/万美元			年均增长率 (%)
	2017	2018	2019	
$1 < t < 10$	47075.99	64978.13	67086.66	19.376%
10	292957.42	333004.52	355372.90	10.139%
$t > 10$	1876976.61	2278306.24	2804648.40	22.239%
其他	2685937.01	4438778.84	6112080.26	50.850%



表 1-3 表决权倍数对公司年加权净利润的影响

表决权倍数t	公司年加权净利润/万美元			年均增长率 (%)
	2017	2018	2019	
1<t<10	12109.02	18907.17	20014.24	28.563%
10	43520.57	59439.49	22633.34	-27.885%
t>10	3080.33	-2199.30	67443.22	367.919%
其他	118261.13	188339.59	256020.74	47.135%

数据来源：Wind

在“异质化”的股权结构中，“控制权”是一次性的完成状态，对这种专横的控制权进行限制则更需要精巧的法律设计，这也需要以市场实践为摹本进行多方面的谨慎思考和真诚努力。而无论是“异质化”的股权结构还是“同质化”的股权结构，控制权争夺的最终目的是表决权，表决权之存在的必要基础又在于对其计算的方式，即股东间表决权的差异以何种原则为计算的载体，因此二者之区别仅仅在于计算的方式。但问题在于，控制的形式是否仅仅囿于表决权的行使？是否可能存在所有权和控制权之间割裂的情况？如果存在这种情况，它又是如何形成的？这种二元的结构在具体案例实践中又表现为何种形式？

二、 表决权与经营权的分袂：公司之作为“动态的合同”

（一） “所有-控制”与“治理-支配”的二元关系

在大部分上市公司中，由于公司规模庞大和股权的分散，控制权在实质和外观上又会产生进一步的分野——表决权和经营权之间同样也存在张力。此时，我们应当首先放弃“公司在任何意义上都是所有者”的假设，从本质上来看，企业是一



系列合同，在这些契约中每一种要素都由其自身的利益所驱使^[8]。从这个意义上来看，作为“契约联结”的公司，所有权实际上可能是一个不相关的概念，控制公司决策者并不必然是股票持有者。

一方面，相对于现金收益权而言，投资者对经营管理权缺乏足够的兴致。如前文“一、(一)”中所述，在公众公司的分散股权中，从长期来看，投资者往往会避免其财富过多地依赖于某一个公司，分散投资永远是一个更为明智的选择，作为剩余要求者，这是投资者为了避免公司团队失败而所拥有的规避风险的本能。而这种本能和选择所导致的直接后果就是一种投机性的淡漠心态，投资者对亲力亲为地监督公司的活动细节并不存在兴趣，对他们而言，不存在某种迫切激励。所有权和经营权由此产生了分袂，“到底是谁在控制或支配”往往无法得到一个清晰判然的回应，控制权争夺也并不必然围绕表决权这一游戏规则展开。

另一方面，投资者集体选择本身潜藏着巨大的成本，代理机制应运而生。如果将公司作为一种动态的合同形式，那么在某些情况下，管理者实际上也是在将其人力资本租予公司，由于其人力价值很大程度上依赖于公司经营状况这一成果反馈，管理者本身也能够弥补投资者对公司的兴趣缺乏，从而承担起这一治理风险。同时，因为边际产品的风险与管理人员的收益息息相关，经营管理者在履行其勤勉忠诚的义务之时也拥有另择企业的自由。

从本质上看，股东和管理层既存在牵制，又存在依赖，二者实际上形成了利益共同体，这便是一种“动态的合同形式”，这种所有权和经营权分离的模式实际上拥有极强生命力——“如果他们（投票人）无法接受高昂的代理成本，就可以让经理们随时走人。尽管在公众公司中，股东很少中途撤换董事会成员，但被免职的可能性（犹如悬挂在公司高管们头上的达摩克利斯之剑），却使得管理人员必须像剩

[8] 参见[美]尤金·法马：《代理问题与企业理论》，载《所有权、控制权与激励》，上海人民出版社2015年版，第139页。



余索取权人忠实的代理人一样恪尽职守”^[9]。其牵制关系便在于，尽管股东出于某种有限性而不得不将权力委托给后者，但这种权力委托本身也是有限的，股权仍然对管理层权力存在主导性的决定作用；而其依赖关系便在于，管理层可能会出于对自身状态的保存和自身利益的最大化而与新进入的投资者产生矛盾，而股东亦可能会与管理层形成一定程度的结盟以实现对其控制权的保持。

于是，表决权和经营权之间关系是否具有生命力有赖于公司治理本身所体现出的内部制度安排，否则这种二元关系将会失灵或形同傀儡，甚至根本无法存在。如，从股东的角度来看，公司的所有权结构是否已经分散到需要付出代理成本以对抗决策成本？对管理人员有效的控制是否依然可以说明股东仍然保有某种意义上的控制权？又如，从管理层的角度来看，管理人员虽是市场中的被雇佣者，但绝大多数情况下更是由股东选举的被信任者，这是否能说明管理层在很多情况下只是“控制臂长”的延伸？

因此，该二元结构与其说是对现实的反映，毋宁说是一种理想的模型。在不同时期和不同国家，公司控制权之争在资本市场中实际具有相当个性化的实践，或控股股东控制，或管理层控制，抑或管理层与董事会的一体化控制等等。但这种模型也绝非已经失去了价值，它富有远见地指出了股东与管理层之间充满张力的对抗本质，并毫不留情地指出了无数公司的经营是如何与成本-收益原则背道而驰而被市场所淘汰的。

（二）“内部人控制”：控制形式的多元实践

诚如上文所述，控制权争夺往往以“内部人控制”之争的形式展开，而这种控制形式也因资本市场制度、公司治理结构以及个人权力应用的选择的不同而大相

[9] 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克，丹尼尔·费希尔：《公司法经济结构》张伟建，罗培新译，北京大学出版社2014年版，第76-77页。



径庭，下文将以 2008 年至 2011 年“国美之争”，2013 年及 2019 年阿里巴巴香港上市以及 2015 年至 2018 年“宝万之争”为线索对这种差异化市场实践进行简要的梳理。

1. 2008 年至 2011 年“国美之争”

2008 年，“国美之争”的控制权争夺案发生在国美第一大股东与管理层之间。为了对抗握有决议否决权之 34%表决权股份的股东黄光裕，以国美电器董事长陈晓为核心的管理层开始推行“去黄光裕化”策略：董事会与贝恩资本达成投资协议，方案包括向后者增发 18.04 亿港币的可转债并为老股东配售新股票；在香港起诉黄光裕回购股份违反了公司董事法人信托责任；在 2010 年召开紧急董事会推翻股东大会的决议等等。由于国美的注册地在百慕大群岛，上市地在我国香港，其公司章程内容自治性和概括性较之大陆法系的规定都更为宽容，“去黄光裕”策略可以说是“于法有据”。但控制权之争的整体模式来看，国美之争中的内部人控制结果实际上取决于“大股东控制”和“董事会与管理层一体化控制”的对抗结果。

2. 2013 年与 2019 年阿里巴巴上市

一方面，“内部控制人”的争夺和公司治理本身的制度安排息息相关，其并不具备某种普遍统一的模式，另一方面，资本市场对于内部人控制的态度也不尽相同，且这种态度本身也可能发生流变。2010 年至 2012 年，在阿里巴巴与雅虎之间亦发生了一场控制权争夺，但此时阿里巴巴并非上市公司。直到 2013 年，阿里巴巴提出“双层股权结构”和“合伙人制度”，并向港交所递交上市申请。其中，“合伙人制度”即指以 28 位合伙人为阿里巴巴核心团队，可以对董事进行无限制提名，而“双层股权结构”在前文已有详细论述。然而，这种机制在 2013 年时因与港交所制度之间具有不可调和的隔阂，最终致使阿里巴巴在香港上市时被否决而转向选择于美国纳斯达克上市，这与香港资本场所沿袭的英国体制与美国体制之间的



不同偏好有关：前者往往更偏向股东的均衡利益，而后者更鼓励管理层发挥效力^[10]。但在 2018 年 4 月，香港市场展开了上市机制改革，阿里巴巴的“双层股权结构”在此时被欣然接受，阿里巴巴香港上市亦审批获准，并于 2019 年 11 月上市交易。

3. 2015 年至 2018 年“宝万之争”

在 2014 年，万科集团很大程度上借鉴了上述阿里巴巴的“合伙人文化”，其内部人控制的模式试图从“管理层与董事会一体化控制”走向“事业合伙人控制”，2015 年，“宝万之争”打响，万科集团创始人兼时任董事长王石直接挑明万科并不欢迎宝能集团系成第一大股东，强势的管理层同时激发了股东的积极性，宝能集团系代表对前者的指控即“存在内部人控制”，并提出罢免管理层核心成员的股东意见。更具体而言，宝能集团系作为新晋大股东应当质疑的是——万科集团的“事业合伙人控制”下的决策行为是否有意提高事业合伙人的资薪？盈利能力良好的企业为何长期不对股东进行分红？已核准的股票回购计划为何迟迟得不到执行？显然，由于市场、公司和个人对“内部人控制”均有不同的反应或安排，问题的关键也并非内部人是否控制，而在于这种控制是否以权谋私^[11]。

“内部人控制”往往和专断蛮横的反民主倾向、兵戈抢攘的低效率治理以及背信弃义的利己性手段相勾连，以至于人们往往被其表象所遮蔽而忽略了对“什么才是最可欲的治理结构”这一本质问题的追寻。事实上，无论是国美、阿里巴巴抑或万科，这些企业中的控制权之争均是在上述的“所有-治理”二元结构中寻找平衡，不可能仅因这些角力中所暴露出的问题就否认这种自发的市场实践的努力。在公司治理的相关研究中，被描绘为最为理想的公司治理结构绝大部分为经营者支配、所有者监督，“支配型经营者”能够帮助股东谋求长期利益，“战略性股东”能够对

[10] 参见孙光焰：《公司控制权：专题案例与实训（第三辑）——万科控制权之争》，法律出版社 2019 年版，第 87 页。

[11] 同上。



经营者带来压力和威慑^[12]。

三、 控制权交易：法空间的约束与张力

既然上市公司控制权之争最终必然归复于市场环境、公司结构与个人选择等多重因素，自我国股权分置改革以来，在股票流通性愈加增强的当下，如果“所有-经营”的二元治理结构将带来道德风险或者巨额成本，或如果两家公司合并时的整体运营更有利于能力互补和效率增进^[13]，又如果目标公司之控制权所附加的收益权具有足够的并购价值时^[14]，公司控制权的交易便会发生，并以多样的形式呈现与市场实践之中，可以说，上市公司都或多或少地处于收购或者被收购的可能性之中，这也是目前控制权之争所应用的最为广泛的形式之一。

当各主体通过各种路径进行控制权交易的过程中，我们则必然追问：“法”的角色是什么？对此我们应当以何种态度应对？之所以采用“法”而非“法律”这一词，是因为与控制权之争所息息相关的并不必然只是广义或狭义上的“法律”，而是由法定规范、章程设计、市场实践和司法判断所构成的一套相互作用又富有相当弹性的、广泛适用又呈现个案差异的“法空间”。

在这一“法空间”中往往存在三对辩证的基本关系：其一是法律规范标准之间的可能产生重叠适用。我们应当如何保证法秩序的统一？其二是法律规定、司法判断与章程设计、市场实践之间存在规范与自治的冲突，从设计者的角度，我们应当如何更好地“戴着镣铐跳舞”？其三是当基于规范、规则的形式判断和基于偏好、价值的实质判断发生冲突之时，因后者往往考量的是将表决权给予哪一方更为有

[12] 参见华生：《万科模式：控制权之争与公司治理》，东方出版社 2017 年版，第 65-66 页。

[13] 参见 Roberta Romano “A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation”, Yale J. on Reg. 1992(9), p. 119

[14] 参见祝红梅，王勇：《上市公司控制权市场功能研究》，中国金融出版社 2017 年版，第 22-27 页。



利的问题，在权利分配中，对于“更为有利”这一目标有存在诸多价值取向间的对立。在司法标准上，我们应如何确定正当的标准并以此完成权利配置？

（一）法规范间的重叠适用：信息披露义务的“法”与“罚”

在法律实践中，既然争夺控制权最为广泛地表现为收购的形式，而通过增持股票的收购行为最易产生的问题则在于，举牌收购方在举牌或者收购中未及时履行信息披露义务。

我国《证券法》第 63 条及《上市公司收购管理办法》（下称《收购办法》）第 75 条均规定了上市公司在相关股份权益变动活动有“真实、准确且完整披露信息”的义务。对这一义务不履行的情况包括“虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”，这意味着在文义解释上，仅“遗漏”之情形将受到“重大性”这一标准的制约，而“虚假记载”或“误导性陈述”之情形在法律解释中或可适用“或宽或严”的标准。

然而，从规制与处罚的实操角度，《收购办法》第 75 条以“责令改正”的形式纠错，而监管机构在适用《证券法》第 63 条时，往往同时会进行行政处罚，这一涵摄过程也必然应当遵循《行政处罚法》第 38 条第 2 款关于“违法行为轻微”而不予处罚的相关规定。因此，从法秩序的统一性来看，只有信息披露行为应具备重大性的条件下才能在此时额外地予以行政处罚^[15]。在此意义上，“重大性”之标准如何认定、进而何种情况下才能进行处罚，也成为了对信息披露违法认定的核心要素之一。

对上市公司而言，信息披露最根本的目的是尽可能地消弭市场主体之间的信息不对称，令各主体拥有可以充分且公平地参与市场的法律环境，因而，信息披露瑕疵的程度是否违法，很大程度上需要以市场主体是否遭受信息不对称并产生不

[15] 参见张保生，王汀，朱媛媛：《对信息披露违法案完善证券行政执法的建议》，载《律师公司法业务前沿问题与案例评析》，北京大学出版社 2016 年版，第 512 页。



利的法律后果作为实质判断的依据，而不能仅仅依靠证监会在《信息披露违法行为行政责任认定规则》中对该类情形所做出的正面列举。

在不同法律规范标准的重叠适用中，《证券法》的适用应当积极且充分考虑到《行政处罚法》中的相关适用规定，否则，行政处罚的威慑力和有效性将会被束之高阁。在以收购为主要方式的控制权争夺过程中，法律规范的适用除了将目光聚集在“法”之上，也要关注“罚”的问题，从而避免“行政责罚不统一”的失衡局面的发生，从而更有效地保障法秩序统一、约束控制权行为。

（二） 实定法与自治章程的边界：反收购措施的灵活实践

实定法在企业中往往是迂回地发生效力的：公司受制于实定法与自治章程所期待的自由舒展似乎构成了一种二律背反。但从本质而言，实定法和自治章程的关系是不可分割的，二者之间在市场实践中存在相当精巧的妥协与调和。

在控制权交易中，并购手段永远都是以突兀的形式出现在利害关系人面前的，前述所提及的“君万之争”、“通胜之争”以及“宝万之争”都是对此的实践和证明。因此，所有者或者经营者如果期望防患于未然，则很大程度上依赖于公司章程的设计，并以此进行谈判与博弈。为了在控制权之争中保持主动、优势的地位，这便要求反收购之设计既要在实定与自治中找到平衡点，又要最大限度地实现控制权之争中股东或者管理层的利益最大化。

1. 股东的控制视阈：所有者的四种措施分析

其一，根据《公司法》第 103 条的相关规定，上市公司之重大事项需经过无利害关系股东以不低于 2/3 的表决通过。因此，通过“超级多数条款”的章程约定能够有效控制反收购的行为。值得注意的是，由于该“超级多数条款”在约束不可欲的收购行为的同时也将抑制可欲的持续性经营事项的决定，因此对于该条款的行



使也应当以正面列举的形式限定其决议的事项为宜^[16]。

其二，根据《公司法》第 103 条第 2 款的相关规定，单独或者合计持有公司 3% 以上股份的股东享有提案权，但对该股东是否需要持股达到一定时间却并无强制性规定。因此，为了抵御短期的恶意收购，公司章程可以对提案权股东持有公司股票的时间做出相关规定^[17]。但由于公司法法理上存在关于 3% 提案权含义的争论，即此处 3% 到底是提案的实质条件还是董事会必须进行形式讨论的条件。如果是前者，则对持股时间的规定也同样可以使部分股东“根本无法提出议案”，但如果是后者，则对于持股时间的规定只能是对“董事会是否有必要讨论”的区别。尽管这二者在实务中很大程度上属于同一种情况，但在法理上的区分亦有助于规避章程中言词含混不清的情况，从而令其更为高效、彻底地得以实施。

其三，由于上市公司中股份公司实行的是累积投票制，可以在章程设计中将累积投票制中仍然残留存在的多数投票制之弊端降到最低^[18]，即通过“错开”选举董事会成员的时间，允许部分董事资格在某一时间段内选举产生，这将令大股东替换董事会成员的愿望更难以实现。

其四，如果说上述是对董事产生之时间进行约束，那么同时也可以对董事提名之人数进行同样的限制。在公司章程中，由于缺乏强制性规范的约束，起草者可以规定每一股东提名的董事人数不得超过一定的比例。和上述方式的目的相似，在这种公司章程设计中，通过收购而稳坐的大股东位置的手段并不必然令其权力可延伸至管理层。

[16] 参见张诗伟：《中国上市公司反收购措施的法律全景分析与设计》，载中伦律师事务所网：<http://www.zhonglun.com/Content/2016/10-11/1530434520.html>，最后访问时间：2019 年 12 月 12 日。

[17] 同上。

[18] 参见梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，北京大学法律出版社 2005 年版，第 160 页。



2. 董事的控制角度：经营者的三种路径设计

其一，与上述股东的控制方式类似，董事同样可以参照“超级多数条款”对《公司法》第 111 条进行更为严格的规定。

其二，参考美国参议院的设计，可以在公司章程中规定分期分比例的改选制度，即每年改选其中的 1/3。但该方法的缺陷之处是会涉及到上文中所述法条重叠适用的问题：《公司法》并无规定股东大会于任期内不可解除董事职务，但《上市公司章程指引》（以下简称《章程指引》）中则明确规定董事之任期从股东大会决议通过之日起，至本届董事会任期届满时为止。这意味着，尽管《公司法》无力对抗，但至少《章程指引》可以在反收购中提供法律依据，令董事职务不可由股东意志而在任期中途被无因解除^[19]。因此，对于《章程指引》所适用的法律空间也导致了实践中对是否采用此路径时两难的状况。

其三，在公司章程中，可以考虑不带歧视而出于公司经营状态的考虑对董事进行任职资格限制。但必须承认的是，这种方式在章程设计中实际上非常难以把握，如果说这种更为严格的限制是出于优化公司治理结构、促进企业可持续性经营的考虑，那么以“能力”为选拔标准必然并不能完全排斥收购者中的“恶意者”；如果说这种约束性标准需要对提名该董事的股东加以筛选和考察，那么以“派系”为限制条款则同样会陷入歧视性规定的怪圈。因此，这种方法仅仅是在理论上有助于抵抗反收购之弊端，但在实践中必然要求更为谨慎和细致的把握。

3. 反思与延拓：公司章程是否有背离强制性规范的可能？

公司章程不得违反强制性规范，除非对公司法中的刚性条款做出了例外性的规定，这似乎已经成为实践中的常识性共识，不少学者也以此来解释股份有限公司

[19] 参见张诗伟：《中国上市公司反收购措施的法律全景分析与设计》，载中伦律师事务所网：<http://www.zhonglun.com/Content/2016/10-11/1530434520.html>，最后访问时间：2019 年 12 月 12 日。



与有限责任公司之公司章程在股权结构设计上的自由度及其限制^[20]。但问题在于，《民法总则》第 153 条中同样也规定了“该强制性规定不导致该民事行为无效”的例外，这是否意味着实践中存在一定的司法裁量自由？在法理上，同样也存在“效力性强制性规范”与“管理性强制性规范”的区分，这是否意味着可以从社会利益与行政管理的立法目的角度来区分不同规范的适用必要性？尽管在实践中，为了避免不确定的诉累，实践者往往并不会刻意设计背离强制性规范的公司章程以一探究竟，但这同时也是在法理上值得每一位司法者思考的问题，并使得我们走向形式判断与实质判断的红线之前。

（三） 规范与价值的判断：收购、反收购与利益保护

1. “黑色骑士”：恶意收购行为的有利可能

在市场实践中，进行恶意收购的公司常常被称作“黑色骑士”，但即使是面对恶意的收购，对其价值分析的态度仍然并非“非黑即白”，而是充满了收购行为的形式判断与实质判断的复杂混合。

恶意收购被称作“恶意”、“黑色”固然缘起于它的弊端：其一，当经营良好的公司遭到潜在的收购袭击时，目标公司也会因此而丧失了改善业绩的持续动力；其二，对于收购公司而言，为了成功地完成此举，则需要花费大量的时间、人力与磋商成本；其三，对于社会整体而言，收购公司与目标公司之间的角力与对抗必然意味着以公司为首要风险承载对象的、社会资源的巨大浪费。

但恶意收购本身尽管以强势的袭击姿态出场，其实质价值有时却也“名不副实”。当目标公司处于低效的状态下，收购公司通过更换管理层反而能够降低代理成本，提高经营水平；而当目标公司与收购公司之间存在互补可能，二者便可以在

[20] 参见董慧凝：《公司章程自由及其法律限制》，法律出版社 2007 年版，第 244 页。



管理、财务以及运营方面实现整合与协同，从而达到相互补强的效果。

因此，从收购者的角度来看，无论善意与否，其实际效益在整体上都有待于进一步的实质判断，而无法一以概之。关键在于，从目标公司来看，是否所有的反收购手段都足够得当？依循现行法律、行政法规所精心设计的规避收购之种种路径是否实现了对公司更有利的资源分配？这便又体现出了双方角色在收购行为中都具有形式判断与实质判断的“目光转换”问题。

2. “金色降落伞”及“焦土政策”：反收购策略的损利可能

金色降落伞（Golden Parachute）是指在聘任合同中规定如果目标公司被收购，则公司管理层将因此获得丰厚补偿的反收购策略。“金色”寓意报酬丰富，“降落伞”指在目标公司可以通过令收购公司承担巨大成本的方式倒逼后者放弃收购，从而平稳落地。但该方式的弊端同样明显：对于管理层而言，这种方式与其说是激励，毋宁说是利用，因此，巨额补偿可能会适得其反，甚至导致管理层低价出售企业。

焦土政策（Scorched Earth）在实践中往往体现为“售卖冠珠”和“虚胖战术”。焦土政策往往以破坏公司的特定从而消除收购方的兴趣，这种方式往往充满了自陷风险型、且有时不可逆转的对公司资产的破坏。为了令收购公司的意图消弭彻底，这一方式往往要割去公司中最有价值的部门、资产、业务、技术甚至是人才等“冠珠”；同时，此路径同样可以将自身作为反收购者，购置大量无关或者盈利能力差的资产，从而加重公司负累、稀释公司收益。这些战略在国美永乐联合发动焦土政策狙击百思买^[21]，尤诺卡以濒临破产状态反击美沙^[22]等案例中均有体现。

但问题在于，在《上市公司收购管理办法》（以下简称《办法》）中同样存在对上述两种方式的质询，并需要实践者量其尺度以判断其形式合理性与实质合理性。

[21] 参见彭进军：《股份制企业兼并与收购》，中国人民大学出版社1999年版，第47页。

[22] 参见孙路：《海外案例：尤诺卡公司的“焦土技术”》，载《中国证券报》2001年5月16日。



《收购办法》第8条第2款规定，被收购公司之董事会针对收购作出的决策应当在“不损害公司及其股东利益”的辖域内。这也意味着，在“金色降落伞”中补偿报酬的丰厚程度以及“焦土政策”中公司所自陷风险对股东权益的损害程度都决定了目标公司是否能够在规范意义上采取上述措施。因此，“金色降落伞”或者“焦土政策”最为重要的部分往往不在于这种方式的实操本身，而在于它是否拥有实操的前提，这便必然要求目标公司在“程度”上扮演司法裁量的角色，在规范与价值间进行判断和取舍。

从法规范之间的重叠式适用，到实定法与自治章程的边界，再到规范与价值判断的警戒线，上述三种存在于法空间中的张力逐渐从形式合理走向实质合理，也隐约触碰到了下文中的核心问题——控制权的保持或争夺如何在鼓励与警惕的程度上进行界定？

四、 控制权争夺：外溢影响与法律角色

诚如上文所述，控制主体和控制方式往往在法律实践中以鲜活且庞杂的方式呈现，但对控制权本身是应当鼓励争夺还是应当警惕争夺，则存在一个基本的价值祈向问题：是更应鼓励弱肉强食的市场丛林法则？还是更倾向于保护市场参与者的切身利益与公司价值？事实上，这些问题在前文中已多次浮现，控制权的争夺并不必然阻碍公司价值乃至市场利益最大化的实现，甚至有可能推进后者的实现。但这一假设的前提必然包括下述成本-收益理论和博弈论中的三项基本条件：（1）法律的任务是尽量减少控制权争夺中的交易成本，并最小化协商失败的损害；（2）在控制权交易中，“法律半径”应小于“市场半径”，令交易主体对交易风险形成自发的注意与效率；（3）在控制权保持中，有利于实现市场利益最大化的长期博弈激励模式要求透明高效的信息机制、市场自由原则及各主体的长远互动眼光。

1. 法经济学——成本-收益的方法论

法经济学以“成本-收益”的法律规则衡量特定案件事实的重要性和影响力，



这其中也包括控制权之争。作为一种市场最优制裁的经济学，法经济学在科斯定理后便转让了“产权”的问题——即，把某种产权分配给哪一主体才能最大限度地降低社会成本。这便考量了法律应当在控制权争夺中扮演什么样的角色。

控制权争夺中，在利益分歧之前提下，交易成本发生。法律的任务则是以减少这种外溢的交易成本，而这一任务必然以实现帕累托效率，即构建法律以消除私人协商的障碍为努力方向，同时期望符合卡尔多-希克斯效率标准，即构建法律以最小化私人协商失败的损害为立法基始，前者要求润滑交易，后者则勉力纠正错误配置^[23]。在这个意义上，立法的目标是以机会成本的高低影响权利交易的难易程度，从而调整市场行为，司法的目标则是在谋求解决方法的同时，提供救济以减免损失与成本，尽量最大化收益并限制这一冲突带给市场的损害。

根据上述原理，控制权交易的法律半径应当小于市场半径，始终保持其谦抑。既然无论控制权处于哪一主体的手中，失去控制权同样对其承担的风险与损害负有责任，双方都在这一意义上对预防予以自发的注意。政府在此时进行干预并不必然有效率，因为双方在趋利避害中已经尽量将自身的成本降到最低。法律对权利的界定本身就存在大量的界定成本，且这种界定并不完整，且存在尚未界定的“灰色地带”，以公司章程等私人规则有可能比法律等公共管制在协调当事人行为上做得更为出色。比如前文在实定法与自治章程边界内从股东角度提出的四种措施以及从董事角度提出的三种路径均能够在实操中明确地界定任职、提案、表决等权利的前置条件，形成有效的规则，并事先节约了大量的磋商、信息与交易成本。只有当这种自发的注意仍然造成了巨大的成本之时，法律才能够将权利给予对其而言价值最大的主体，从而模拟市场对资源有效率的支配。

但“财富最大化”并不必然是法律及其活动的主要价值追求。与其在“权利公平”与“市场自由”之间摇摆不定，不如在此基础上强调行为手段对追求目的的适

[23] 参见柯华庆：《科斯命题的博弈特征与法律实效主义》，载《中山大学学报》2008年第2期，第161页。



应性，这便转向了博弈论的视野。在博弈论中，并不存在先验判断，而是有赖于参与者的个人价值判断以形成博弈均衡，价值判断的不同可能导致不同的均衡，此时可能存在效率之外的其他价值追求。

2. 博弈视野——长期激励的效益模式

博弈论从长期、变化的角度支持了对控制权争夺乃至控制权保持的鼓励。有观点认为，此时的控制权争夺所形成的博弈关系一开始发生在控制权交易主体之间，但从长期来看，当不存在实际的争夺双方之间，这种控制权争夺便发生在控股股东或实际控制人与其他投资者之间，二者形成了更为常态、长期的博弈关系^[24]：由于公司通过股票融资是具有弱替代性的方式，投资者一旦退出资本市场，则会对控股股东形成有效且灵敏的回应。于是，我们可以看到两个不同阶段——前一个是发生在收购方与被收购方之间的控制权交易阶段，后一个是发生在控股股东或实际控制人与其他投资者之间的控制权保持阶段。

博弈论视野下，对于控制权交易主体而言，非合作博弈的均衡状态必然使得任何人单独改变策略无好处。这种实践也必然在长期的激励机制中有克服其自身的缺点的可能：其一，这种激励的自发性能够形成替代效应，从而时刻警示股东与董事履职，进而避免代理成本的无限制增加；其二，在这种均衡关系中，监督机制由外部转为内部，从而能够有效回应对其监管机能与否有效的质询^[25]。

同时，控制权保持也具有其正当性基础：其一，从股东控制的角度来看，分散的同质化股权虽然看似是民主治理模式，但实质上其中每个个体股东具有同等利益与偏好并能够在投票权的行使过程中得到有效实现的假定是极为罕见且不现实的^[26]，并且，控制权保持有效地缓解了扩张公司规模与稀释创始人控制权之间的紧

[24] 参见蒋昇洋：《博弈视角下的激励机制与双层股权结构》，在《证券法苑》2015年第15卷，第307-311页。

[25] 参见蒋昇洋：《博弈视角下的激励机制与双层股权结构》，在《证券法苑》2015年第15卷，第314-315页。

[26] 参见 Grant M. Hayden, *The False Promise of One Person, One Vote*, Michigan Law Review, 2003, p. 230-236.



张关系，并赋予创始人股东以选择公司最佳决策模式的空间^[27]；其二，从管理层控制的角度来看，一种可预见且长期的控制权保持激励着管理层毫无顾忌地投入其人力资本并履行其忠诚勤勉义务，彻底实现其专用性^[28]。由于管理层对公司的经营具备浸淫日久后的专业技能与知识，以股东控制权减少管理层更替周期能够最大程度发挥其人力专用的效益。

但同时，博弈论也会产生一系列的问题，其中最为主要的是控制道德风险与市场激励失灵，这也意味着长期博弈激励的前置条件必然是透明高效的信息机制、市场主体的自由原则以及双方都具备长远的互动眼光。

通过博弈的视角以鼓励控制权争夺乃至控制权保持，始终将市场整体的长期利益作为衡量正当性的基础之一。但这一思考前提往往会令我们忽略其他的问题：如果投资者的目的是短期且投机的，我们为何要以长期、自发的市场代谢来取代即时、高效的法律规制？因此，当我们鼓励控制权争夺时，应拥有这样一个前提性条件：我们的法律规制已经有相当的能力以保证市场发挥其自发性效用，我们的公司治理结构和投资者水平已经足够成熟到以真正致力于市场和社会的整体利益。

五、 结语

上市公司控制权之争在历史流变、市场环境和个人偏好中展开。这其中存在两条主线：其一是将表决权作为控制权争夺之准则的市场机制，在这种视野下，1994年至2004年的代理权征集制度得到了充分的发挥；其二是对“所有-经营”二元博弈结构的注意，在此关系中展开了从2008年至2018年关于“内部控制人”的责

[27] 参见 Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, *University of Chicago Law Review*, 1987, p. 139.

[28] 参见 Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, *University of Chicago Law Review*, 1987, p. 137.



难。在这两条主线中，以 2005 年的股权分置改革为枢点，全流通时代以及彻底的“同质化”股权结构促成了前一主线到后一主线的转换，也在自身运行的过程中产生了扬弃——基于这种流通性，每一公司被可能被置于广泛的控制权交易形式之下，出于对“同质化”股权结构的反思，科创板具备着对“异质化”股权结构的开放。

控制权交易作为控制权之争所应用的最为广泛的形式之一，其存在三对基本的辩证关系：首先是法规范之间的重叠适用，以《上市公司收购管理办法》比量“违背信息披露义务”是否达到“重大性”标准之时，亦可能涉及行政处罚，此时应用《证券法》与《行政处罚法》应考虑重叠适用的条件和标准；其次是实定法与自治章程的边界问题，若要从股东角度控制，可以根据《公司法》形成“超级多数条款”、规定提案股东持股时间、错开选举董事会时间以及限制董事提名人人数等四种措施抵御控制权变化；而如果从董事角度控制，则同样可以形成“超级多数条款”、分期分比例改选以及任职资格限制等三种路径限制反收购；最后是规范与价值判断的问题，来自“黑色骑士”的恶意收购也可能通过更换管理层降低代理成本或者实现目标公司与收购公司的互补，“金色降落伞”及“焦土政策”的应用中亦存在是否“损害公司及股东利益”的实操前提。

对于“如何支配”、“谁在控制”以及“怎样争夺”等等问题都在上述考察与梳理中得到了回应，精巧和实用的市场实践手段在法治空间中得到了多样的适用以及充满弹性的生命力，但更为重要的问题是：“应否控制”。法经济学和博弈论的视角能够为控制权争夺提供或实效且自洽的正当性基础，对于控制权争夺的本质探析也有利于涤除市场中对这一行为存在的偏见，控制权争夺并非总是意味着低效、混乱、失信或者专横，无论是在控制权的取得、交易或保持中，种种市场实践已然证明了其自身在法空间中的活跃与潜能，问题只是在于对法律功能与任务的宏观设计，以及市场是否有足够成熟的能力来容纳这种角斗。



参考文献

(一) 中文著作及译著

- [1] [美]尤金·法马：《代理问题与企业理论》，载《所有权、控制权与激励》，上海人民出版社 2015 年版。
- [2] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔：《公司法在经济结构》，张伟建，罗培新译，北京大学出版社 2014 年版。
- [3] 梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社 2005 年版。
- [4] 汪青松：《股份公司股东权利配置的多元模式研究》，中国政法大学出版社 2015 年版。
- [5] 高菲：《新经济公司双层股权结构法律制度研究》，法律出版社 2019 年版。
- [6] 孙光焰：《公司控制权：专题案例与实训（第三辑）——万科控制权之争》，法律出版社 2019 年版。
- [7] 华生：《万科模式：控制权之争与公司治理》，东方出版社 2017 年版。
- [8] 董慧凝：《公司章程自由及其法律限制》，法律出版社 2007 年版。
- [9] 彭进军：《股份制企业兼并与收购》，中国人民大学出版社 1999 年版。
- [10] 祝红梅、王勇：《上市公司控制权市场功能研究》，中国金融出版社 2017 年版。
- [11] 张保生、王汀、朱媛媛：《对信息披露违法案完善证券行政执法的建议》，



载《律师公司法业务前沿问题与案例评析》，北京大学出版社 2016 年版。

(二) 中文论文

[12] 益智:《中国上市公司代理权之争的案例分析》,载《商业经济与管理》2004 年第 11 期。

[13] 陈明添、张学文:《股东投票代理权征集制度的效用——法经济学分析》,载《东南学术》2005 年第 2 期。

[14] 柯华庆:《科斯命题的博弈特征与法律实效主义》,载《中山大学学报》2008 年第 2 期。

[15] 蒋昇洋:《博弈视角下的激励机制与双层股权机构》,载《证券法苑》2015 年第 15 卷。

[16] 张诗伟:《中国上市公司反收购措施的法律全景分析与设计》,载中伦律师事务所网:<http://www.zhonglun.com/Content/2016/10-11/1530434520.html>, 最后访问时间:2020 年 3 月 10 日。

[17] 孙路:《海外案例:尤诺卡公司的“焦土技术”》,载《中国证券报》2001 年 5 月 16 日。

(三) 英文论文

[18] Roberta Romano, “A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation”, Yale J. on Reg. 1992(9).

[19] Grant M. Hayden, “The False Promise of One Person, One Vote”, Michigan Law Review, 2003.



[20] Daniel R. Fischel, "Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock", University of Chicago Law Review, 1987.