

君合专题研究报告

2023 年 5 月 16 日

“收购上市公司”专题系列之（七）

上市公司反收购措施及其适用中的关注要点

引言

常见的上市公司收购方式一般有举牌收购、协议收购、要约收购、间接收购等。在协议收购、间接收购中，转让方、受让方通常会基于友好沟通达成收购协议，对抗色彩较弱，收购过程中双方较少发生上市公司控制权的争夺¹。而在举牌收购、要约收购，因收购者可绕过上市公司现有控股股东，直接在公开市场以取得上市公司控制权为目的收购上市公司股份，反对该等收购的上市公司现有控股股东、实际控制人、董监高等，甚至会将该等收购视为“敌意收购”²，将收购者视为“野蛮人”，进而在收购过程中对之进行正面抵抗。

本文主要就上市公司及大股东在面临举牌收购、要约收购等对抗色彩较为明显的收购过程中可采取的反收购措施进行简要梳理和探讨。

一、什么样的上市公司容易成为被收购的标的

容易被“敌意”收购者青睐的上市公司标的通常具有以下特征：上市公司股权结构分散、大股东持股比例较低、上市公司市值不高等。除此以外，

如上市公司的主营业务、资产等与收购者的业务规划高度相关，也容易成为收购的标的。例如，恒泰艾普（300157）被硕晟科技及其一致行动人李丽萍在二级市场举牌收购时，上市公司市值较低（约 30 亿元）且大股东持股比例较低（原第一大股东持股比例为 10.67%），推测应是造成被收购的原因之一。

二、反收购措施概述

收购上市公司的目的在于取得上市公司的控制权，其方式主要为通过取得上市公司股份和股东表决权以控制上市公司股东大会，进而通过股东大会控制上市公司董事会、管理层及日常经营等。

不言而喻，反收购的目的在于有效地阻止收购方取得上市公司的控制权。相应地，反收购的主战场，也主要集中于对上市公司股份的取得、公司章程的修改、股东大会/董事会的控制权、公司管理层的任免等方面。

在现今 A 股市场中，反收购措施的基本思路主要体现在以下几个方面：

¹ 在市场上，双方后续合作过程中逐渐产生纠纷，并就之前收购中签署的股份转让协议、表决权委托协议等提起诉讼/仲裁，进而引发上市公司控制权争夺的案例也较为常见。因该等事项主要集中于收购后，本文暂不对此进行讨论。

² 中国证监会曾在《中国上市公司并购重组发展报告》中将敌意收购定义为：敌意收购，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. 提高敌意收购者获取上市公司股份的难度。该种方式是反收购措施中比较直接、有效的措施，主要包括现有股东未雨绸缪地提高上市公司的股份和表决权的持有集中度，通过增持、定向增发、一致行动等多种方式，使得更多的股份和表决权处于在现有大股东的支配范围，进而增加现有大股东对上市公司的控制权，或通过白衣骑士等方式，避免上市公司控制权被敌意收购者取得。

2. 提高敌意收购者控制上市公司的难度。该种方式的目的是主要为增加收购者控制股东大会、董事会的难度，主要表现方式是修改上市公司章程（如在章程中对董事会换届进行特殊规定、增加金色降落伞条款等方式）。但是，在目前监管实践中，如上市公司章程中载明了相关反收购条款，容易引发证券交易所问询该等条款是否具备充分的法律依据、是否不当限制股东权利等，亦可能不易得到司法裁判的支持。下文将对此予以展开探讨。

3. 降低敌意收购者对上市公司的兴趣或收购意愿。收购者开展上市公司收购的目的，有可能是基于获取上市公司的某项业务或某个资产等，对收购者的这一目的进行有针对性的反制也是反收购措施的思路之一，主要包括“焦土政策”和“帕克门”等。

4. 在上述方式难以奏效的情况下，利用敌意收购者收购行为本身存在的瑕疵进行正面的抵抗，主要包括就收购的违规行为进行申诉、举报等。

三、反收购的具体措施及其适用中法律角度的关注点

（一）提升收购者获取上市公司股份难度的相关措施

敌意收购的首要目标是取得可以控制上市公司的股份数量或表决权，因此，直接、有效的反收购方式就是增加收购者获取上市公司股份或表决权的难度。在现有的境内法律框架下，可以由现有股东直接持有、控制更多的上市公司股份或表决权，也可以由友好的第三方持有更多的上市公司股份，现有股东与友好第三方共同组成反收购的防线。相关方式主要如下：

序号	相关方式	备注
1	现有股东增持上市公司股票、通过一致行动控制更多表决权 上市公司现有股东可通过竞价交易、大宗交易等方式，或认购上市公司非公开发行股票、可转换债券等方式，增加其所持有的上市公司股份；亦可通过与其他股东达成一致行动的方式获得更多的表决权，以加强对上市公司的控制。	非公开发行股票过程中，建议关注是否有认购者及其关联方认购的股票数量较大，因此而有接近甚至超过上市公司现有大股东持股比例的风险。
2	提高上市公司股票价格 （1）对于高市值上市公司而言，被收购难度明显大于低市值的上市公司。现有股东可通过提高上市公司业绩等合理方式，逐步提高上市公司股票价格，增加收购者获取上市公司股票的成本。 （2）由上市公司根据《公司法》第一百四十二条的规定回购上市公司股票，进而推动上市公司股价的上涨、增加收购者的成本。	对于第（2）项，建议依照《公司法》的规定，将该事项的决策权限限定在章程规定的或者股东大会授权的董事会职权范围内 ³ 。
3	白衣骑士 指在目标公司面临敌意收购时，邀请一家实力雄厚的友好方通过发出竞争性要约等方式收购公司股份，迫使敌意收购人抬高收购价格或增加其收购成本，并促成友好方	/

³ 《公司法》第一百四十二条规定，公司因“将股份用于员工持股计划或者股权激励”、“将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”、“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”而收购公司股份的，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。

序号	相关方式	备注
	的收购而挫败敌意收购人的收购。	
4	白衣护卫 指在收购人发起收购时，目标公司现有控股股东之外的其他重要股东（如持股 5% 以上的其他股东等）将部分股份转让给友好第三方，或请第三方确认不将其所持股份转让给敌意收购人或由该第三方吸纳在外流通的股份从而减少敌意收购人可吸纳的流通股筹码，而该第三方本身并不谋求对目标公司的控制，也并不会接受敌意收购人的要约而将其持有的目标公司股票转让给敌意收购人。	从未雨绸缪角度而言，可以在定向增发等资本运作中，积极与友好的第三方（如证券投资基金）沟通。
5	上市公司收购资产以增加上市公司股票集中度 上市公司可以通过向第三方发行股票购买资产，或者以现金向友好第三方购买资产，由该第三方以资产出售所获得的对价购买上市公司股票，并与现有股东共同抵抗收购者。	发行股份购买资产需经证券交易所并购重组委审核及中国证监会注册。
6	修改公司章程降低信息披露最低持股比例 （1）在上市公司章程中规定，股东所持股份达到一定比例（如 3%）后再增持公司股份的，应当在规定期限内（如事实发生之日起 3 日内）通知上市公司并予以公告，否则，可以限制收购者所持股份的表决权等权利。 （2）公司章程可以就收购者通知和应当予以公告的内容进行规定，例如，可以包括收购人基本情况、持股目的、后续增持计划、收购资金来源等内容。	可能会被质疑该方式的法律依据、是否不当限制股东的权利（包括表决权等）。

对于上市公司直接回购自身的股票，根据《上市公司股份回购规则》（[2022]4 号）的规定，上市公司回购的股份应登记在按规定开立的专用账户中，“上市公司回购的股份自过户至上市公司回购专用账户之日起即失去其权利，不享有股东大会表

决权、利润分配、公积金转增股本、认购新股和可转换公司债券等权利，不得质押和出借。上市公司在计算相关指标时，应当从总股本中扣减已回购的股份数量。”如上市公司收购自身股票的，应关注该部分股权不可继续享有股东大会表决权等事项。

对于白衣骑士、白衣护卫等方式，因为均涉及第三方持股，现有控股股东、上市公司日常需关注与第三方投资者关系的维护。但同时，也应当避免市场操纵等违规行为。

就上表中第 6 项所述修改上市公司章程以降低触发信息披露的持股比例，收购者如违反该规定则其所持股权的表决权将被限制的做法，《公司法》

《上市公司收购管理办法》等并未明确允许该方式，但也未明确禁止。虽然《上市公司收购管理办法》第七十五条规定，上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施；在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。但有观点认为，表决权受限的前提是违规行为被中国证监会等依法认定，中国证监会未采取监管措施前剥夺股东的权利易被质疑缺乏法律基础。

除上述内容外，还有所谓的“毒丸计划”（即向现有股东低价增发新股），但在现今 A 股主流仍然为“同股同权”且增发股票需要经证券交易所审核和中国证监会注册的情形下，其适用的场景有限，因此本文对此未做过多讨论。

2. 相关案例

对于上述提及的反收购措施中的第 1 项和第 2 项，主要为现有股东预防性质的方式，本文暂不做展开讨论。其余方式相关代表性案例如下：

（1）白衣骑士/白衣护卫

在“万宝之争”中，从狙击宝能集团的收购角度而言，深圳地铁增持万科的股份，被较为广泛地认为属于“白衣骑士”。恒大集团将其所持万科约 14% 的股权转让给深圳地铁，亦有观点将之视为“白衣护卫”。

（2）上市公司发行股份收购资产以增加上市公司股票集中度——长园集团反收购措施之一

在沃尔核材收购长园集团过程中，长园集团以发行股份和现金合计 17.2 亿的对价的方式向吴启权等人收购主营业务为自动测试设备的运泰利 100% 股权，后又以现金 18.8 亿向和鹰实业等收购主营业务为服装自动化生产设备的和鹰科技 80% 股权，运泰利、和鹰科技的股东吴启权等在取得长园集团股票后与原股东形成一致行动人，共同抵抗沃尔核材的收购。

（3）修改公司章程降低信息披露最低持股比例

扬帆新材（300637）于 2021 年 12 月更新的公司章程规定：“通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司已发行的股份达到 3% 时，应当在该事实发生之日起 3 日内，向公司董事会作出书面报告，在上述期限内，不得再行买卖公司的股票。”

世联行（002285）于 2021 年 11 月更新的公司章程规定：“通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司已发行的股份达到 3% 时，应当在该事实发生之日起 3 日内，向公司董事会作出书面报告。股东持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司已发行的股份达到 3% 后，其所持公司已发行的股份比例每增加或者减少 3%，应当依照前款规定进行报告。报告内容应包括但不限于，信息披露义务人介绍、本次

权益变动的目的、本次权益变动方式、本次交易的资金来源、后续计划、对上市公司影响的分析、前六个月内买卖上市交易股份的情况、信息披露义务人的财务资料、其他重要事项、备查文件、信息披露义务人及法定代表人声明。”

（二）增加收购者控制上市公司难度的措施

收购者对上市公司的控制主要是通过控制上市公司股东大会和董事会来实现。从收购者角度而言，其需要通过股东大会提案、表决等方式，控制股东大会的表决并进而改选董事会、调整高管人选和主要财务人员以控制上市公司。从防御者（如持有公司股票的上市公司董事等）角度而言，其反击的措施就可以围绕增加收购者控制上市公司股东大会、改选董事会的难度等方面入手。基于股东大会、董事会的具体运作，反收购的措施主要集中在会议召集、提案、表决、人选提名的资格等方面。就 A 股上市公司而言，该角度常见的反收购措施主要有：

序号	相关方式	相关案例	备注
1	征集投票权 现有大股东如难以直接持有更多的上市公司股权，可就收购者提出的议案，公开或以其他方式征集其他股东的投票权，以与收购者所持有的表决权相抗衡。	在 2021 年 6 月，中国宝安股东中证中小投资者服务中心即公开征集股东的投票权。	收购者也可能采取征集投票权的措施。如恒泰艾普的收购方在原股东计划修改公司章程时，便征集了投票权，该章程修改事项最终未被股东大会审议通过。
2	限制股东大会召集者的条件 在公司章程	例如，深圳证券交易所（“深交所”）创业板某上市公司 2021	此处的“180 日”是《公司法》第一百零一条的规定的“90 日”

序号	相关方式	相关案例	备注
	中规定，股东召集股东大会的，应当连续 180 日（法定为 90 日）单独或合计持有公司 10% 的股份。	年 11 月更新的公司章程规定，监事会未在规定的期限内发出股东大会通知的，视为监事会召集和主持股东大会，连续 180 日以上单独或者合计持有公司 10% 以上股份的股东可以自行召集和主持。	的两倍，容易被质疑不当限制股东法定权利。
3	限制提案权利 在上市公司章程中规定，向股东大会提出议案的，应当连续持有公司股票一段时间（如 180 日或 365 日等）。	例如，深交所主板某上市公司 2021 年 4 月更新的公司章程规定，非独立董事候选人由董事会、单独或合并连续 365 日以上持有公司发行在外有表决权股份总数 5% 或以上的股东提出，每一提案中候选人数不得超过公司章程规定的非独立董事人数。因该条款被深交所关注函关注，该上市公司后删除了该条款。	可能会被质疑限制股东的法定权利。如上海市奉贤区人民法院在（2017）沪 0120 民初 13112 号案件中认为：“股东依法享有资产收益，参与重大决策和选择管理者等权利。单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。只要具有公司股东身份，就有选择包括非独立董事候选人在内的管理者的权利，在权利的行使

序号	相关方式	相关案例	备注
			上并未附加任何的限制条件。设定连续 90 天以上的条件，违反了《公司法》的规定，限制了部分股东就非独立董事候选人提出临时提案的权利，该决议内容应认定为无效。”
4	股东大会表决的绝对多数条款 在公司章程中规定，对于董事会认定的恶意收购者 ⁴ ，其向公司股东会提交的相关议案（如更换董事、处置公司资产、对外担保、关联交易等），需经出席股东大会股东所持表决权的 3/4 以上决议通过。	例如，深交所主板某上市公司 2021 年 12 月更新的公司章程规定，收购方为实施恶意收购而向股东大会提交的关于购买或出售资产、租入或租出资产、赠与资产、关联交易、对外投资（含委托理财等）、对外担保或抵押、提供财务资助、债权或债务重组、签订管理方面的合同（含委托经营、受托经营等）、研究与开发项目的转移、签订许可协议等议案，由股东大会以出席会议的股东所持表决权的四分之三以上决议	可能会被质疑是否符合《公司法》的规定、是否可保障中小股东投资者利益，但也有判例认为提高表决权比例并不违反《公司法》的规定，如四川高院在（2019）川民申 4599 号民事判决书中认为公司法规定的三分之二以上表决权是法定最低通过比例。

⁴ 有的上市公司可能会在章程中就何谓“恶意收购”规定由董事会判断。但基于董事的忠实勤勉、公平对待全部股东等义务，该种规定可能会为被认为侵犯股东利益，但目前并无相关的法律法规对此作出明确的禁止性规定。

序号	相关方式	相关案例	备注
		通过。	
5	对股东提名董事的人数进行限制 在公司章程中规定，任一具有提名权的股东所提名的董事人数不得超过董事会人数的 1/3 或半数等。	例如，上海证券交易所（“上交所”）主板某上市公司 2021 年 12 月更新的公司章程规定，“单一股东或者具有关联关系的股东提名的董事人数不得超过公司董事总数的二分之一。”	可能会被质疑是否不当维护现有董监高的利益、限制股东选择管理者的权利、导致董事高管限于特定对象、形成内部人的控制等。但目前亦无未明确的法律规定对此予以禁止。
6	限制改选董事的比例 在上市公司章程中规定，改选董事会时，继任董事会成员候选人中应有三分之二以上为原任董事会成员；在继任董事会任期未届满的每一年度内的股东大会上改选董事的总数，不得超过《公司章程》所规定董事会组成人数的 1/3 或 1/4。	例如，深交所主板某上市公司 2021 年 11 月更新的公司章程规定，在发生公司恶意收购的情况下，如该届董事会任期届满的，继任董事会成员中应有三分之二的原任董事会成员连任；在继任董事会任期未届满的每一年度内的股东大会上改选董事的总数，不得超过本《章程》所规定董事会组成人数的三分之一，因存在不具备担任公司董事的资格及能力、或存在违反本《章	

序号	相关方式	相关案例	备注
		程》规定等情形下于任期内被解除董事职务的情况除外。	
7	限制董事、高管的资格 可以结合公司实际情况，在《公司法》基础上规定更为严格的担任公司董事、高管的条件，规定担任公司董事必须具备某种资格等，对于董事长，可以规定必须从连续担任公司董事达到一定年限的董事中选出合适人选等。	例如，上交所主板某上市公司 2021 年 12 月更新的公司章程规定，“在发生公司恶意收购的情况下，为保证公司及股东的整体利益以及公司经营的稳定性，收购方及其一致行动人提名的董事候选人应当具有至少 5 年以上与公司目前（经营/主营）业务相同的业务管理经验，以及与其履行董事职责相适应的专业能力和知识水平”	
8	金色降落伞 在上市公司章程中规定，对于上市公司的董事、高级管理人员等，任期未满而被动解职的，上市公司应当向其支付巨额补偿金。	例如，深交所主板某上市公司 2021 年 6 月更新的公司章程规定，“在发生公司被恶意收购的情况下，非经原提名股东提议，任何董事不存在违法犯罪行为、或不存在不具备所	可能会被质疑违反《上市公司治理准则》第六十一条规定董监高人员任职的补偿内容应当符合公平原则、不得损害上市公司合法权益，不得进行利益输送等规定，且相关事项可

序号	相关方式	相关案例	备注
		任职务的资格及能力或不存在违反公司章程规定等情形下,于任期未届满前被终止或解除职务的,公司应按该名董事在公司任职年限内税前薪酬总额的10倍给付一次性赔偿金。上述董事已与公司(包括上市公司及其下属的子公司、分公司)签订劳动合同的,在被解除劳动合同时,公司还应按照《中华人民共和国劳动合同法》规定,另外支付经济补偿金或赔偿金。”	能被视为关联交易,需履行关联交易的决策程序。

(三) 降低收购者对上市公司的兴趣或收购意愿的方式

如果收购者的收购目的是看中了上市公司的某项资产或业务,上市公司在某些可行的情况下将收购者意欲取得的业务或资产进行处置也是抵抗敌意收购的措施之一。也可以直接通过反收购收购者来降低其收购的意愿。相关方式主要有:

序号	相关方式	备注
1	焦土政策 上市公司面临被敌意收购时,通过降低经营业绩、处置公司资产(如商标、专利、土地等)、业务等方式使得公司投资价值降低。(例如,在公	该种方式需注意资产处置时的审议程序,并需要重点关注

	司章程中规定,为阻止恶意收购,可以在与相关债权人协商一致的情况下,且无需要股东大会审议的情形下,立即归还所有公司所负未到期负债等。)	是否符合上市公司利益保护的原则。
2	帕克门——围魏救赵 如收购者为上市公司,被收购的上市公司或其股东可以针锋相对地收购被收购者的股票。	/

论证“焦土政策”可行性时,还应要特别关注《上市公司收购管理办法》第三十三条的规定。该条规定:“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”因此,在面临要约收购时,处置上市公司资产、业务等,可能需经上市公司股东大会同意。如上市公司资产处置触发“重大资产重组”的,还需要遵守《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定。

另外,还需注意,该种方式可能因被视为“不利于维护公司及其股东的利益”“损害公司及股东的合法权益”等而不符合《上市公司收购管理办法》第八条的规定。

(四) 就收购行为本身瑕疵等进行申诉、控告

如收购者在收购过程中存在瑕疵行为,则上市公司或其大股东可以就其收购行为本身中的问题,如收购者主体资格不符合规定、未履行信息披露义务的情况、资金来源不合规、未进行经营者集中申报等,向监管部门进行申诉、控告,以达到阻止收购行为的目的。

上市公司控制权争夺的市场案例中还存在对相关方的犯罪行为进行举报的情况,例如,现有股

东之间争夺上市公司控制权过程中，举报对方有挪用资金、背信损害上市公司利益等涉嫌犯罪行为，并在对方被调查的嫌疑，召开董事会、股东大会，通过相关决议进而控制上市公司等。就该等措施，需要根据实际情况，审慎、合规地使用。

结语

在目前 A 股市场的制度规则和监管环境下，为有效实施反收购，大股东提高表决权的控制比例和避免上市公司股权结构分散是较为根本性的反制

措施。在公司章程中增加反收购限制条款，需关注对相关条款合法性的论证，以尽量避免引发监管问询、股东诉讼等风险。上市公司及其大股东可以结合上市公司自身情况，通过提高收购者获取公司股份的难度、提高控制公司股东大会和董事会的难度、降低收购者收购意愿等角度，选择合适的反收购措施。

张 平	合 伙 人	电 话：86 20 2805 9093	邮 箱 地 址：zhangp@junhe.com
姚继伟	合 伙 人	电 话：86 20 2805 9087	邮 箱 地 址：yaojw@junhe.com
郭 曦	合 伙 人	电 话：86 20 2805 9056	邮 箱 地 址：guoxi@junhe.com
倪艾坦	律 师	电 话：86 20 2805 9011	邮 箱 地 址：niat@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

