

上市公司反收購中目標公司的利益相關者問題芻議

姜 哲*

一、引言

所有權和經營權的分離所引發的代理問題如何解決歷來是公司法理論研究的重點。當內部控制失效時，公司控制權的轉移有利於保證公司資產能夠得到更有效率的利用，增加股東權益，監督管理層，這種公司控制權的爭奪市場被曼尼稱為公司控制權市場。¹ 當投射在法律領域內中，在公司收購這一控制權爭奪市場的管制問題上，為了避免股東利益受到戕害，股東利益至上被看成是公司的重要原則。從股東利益最大化的角度規制公司，將股東置於利益群體中最为特殊的一方，是自由市場經濟的典型思想。美國公司法上所謂董事信義責任問題(fiduciary duty)要求董事履行股東至上的準則正根據此種要求而生。² 鼓勵收購本質原因在於公司收購的精神符合資本主義自由市場經濟的思想。³ 隨着時代的變換，現代市場經濟已經出現了不同於自由資本主義時期的特徵。伴隨着對於每一次經濟危機的研究⁴，不加干涉的公司的自我目標個體化嚴重差異造成的紛亂，被認為是導致經濟危機發生的重要原因之一。⁵ 公司控制權主流理論受到了強烈挑戰，公司社會責任理論開始興起，利益相關人問題開始受到重視。本文着眼於探討在上市公司反收購過程中的利益相關人問題，通過對美歐等多國的立法例進行比較研究，從中尋找對中國反收購中目標公司利益相關者問題立法的啟示。

二、利益相關者問題的提出

根據公司控制權市場理論，因為上市公司股權高度分散，所有權和經營權分離時導致信息的不對稱，管理層可能借其優勢損害股東權益而謀取私益，容易

產生所謂的代理問題。當公司內部控制失效時，外部控制也就是資本市場的激勵可以對此起約作用，而其中最為典型的就是通過收購來進行外部監控。收購被視為對於管理人員盡職的外部監督方式，驅使管理層改善自己的經營管理，也是為股東實現更大收益的良方妙藥。伯利和米恩斯提出最大化公眾股票的價值也就是在最大化公司創造的總財富，並以此為基礎建立了公司控制權市場理論的基石。⁶ 公司被視為股東所有，股東至上被奉為圭臬。股東被看作代理關係中的弱勢方，為了加強其力量，所以在公司收購中多賦予股東更優保護地位。反收購的事前防禦措施被嚴格限制，事後防禦也被要求嚴密控制於股東權力之下。⁷

然而隨着時代發展，單純追求企業利潤所導致的問題，引起人們重視，在 1968 年，70%的社會公眾認為美國企業還在努力追求利潤和公共利益之間的平衡；然而到了 1976 年，該比例驟然下降到 15%，可見公眾逐步對企業的社會責任失去信心。⁸ 公司控制權的經典理論受到質疑。其中爭議的集中問題被放在三個方面：甚麼是公司？誰擁有公司以及是否應當實行股東至上。⁹ 主流觀點認為，股東擁有公司。由此收購和反收購的決定權當然應當歸於股東，管理層的反收購權力被嚴格限制。Jensen和Meckling認為，公司是一種一系列合同的紐帶，這裏涵蓋了和投資者，管理層、僱員、供應商以及顧客等多方面的合同，公司是擬制而成的法律實體。¹⁰ 然而公司既然面臨多層次的利益結構，那麼只考慮維護股東權益，忽視其他利益相關方則是不應當的。一旦發生公司收購，除了公司股東以外，公司的其他非股權利益相關者諸如債權人、僱員、供應商、社區環境等會受到不一而足的影響。並且單純考慮股東短期利益未必會帶來真正的股東和公司利益的最大化，公司的長遠發展如何也

* 貴州大學法學院講師、澳門大學法學院商法與經濟法博士研究生

值得深思。反收購不能僅以保護股東利益為惟一準則，利益相關者也應當受到保護，據此，公司法需要突破原有僅考慮股東的股東至上主義。

利益相關者屬於公司社會責任(corporate social responsibility, 簡稱CSR)理論關注的一個重要方面。¹¹ 公司社會責任¹²本身意味着對傳統經濟理念的挑戰，從產生伊始就面臨大量質疑和爭論。其中最為典型的是1932年美國學者多德和伯利就此進行的大論戰。¹³ 多德在《哈佛法學評論》撰文探討了關於經理人對於社會所應承擔的責任問題。¹⁴ 他認為，公司的信義義務應當被擴展至保護整個社會的需求和利益，而不能僅限於股東們。即使獲利性受到一定損失，也應當注意僱員、顧客和更廣泛的社區與之有關的利益。¹⁵ 反對者則不以為然。伯利認為，公司就是純粹的投資工具，只能以為股東利益至上為其目標。¹⁶ 此後爭論一直不斷，贊同與反對者眾說紛紜。Friedman指出公司存在的惟一使命就是在法律許可的範圍內追求利潤的最大化。¹⁷ R. Smith也認同公司的目標僅應當是關注股東收益，僅向股東承擔責任。¹⁸ 大致上反對者認為公司社會責任概念的出現導致公司的根本意義受到動搖，原本以追求股東利益最大化為目標的公司使命將不復存在，企業在搖擺中經營會大大降低其經營的自由度，傳統的公司代理理論和公司控制權理論都將極大地被挑戰其存在意義。肯定者們則認為，公司存在的目標不應當僅僅限於利潤最大化，公司應同樣關注受到其經濟活動影響的社區、僱員、環境等利益相關者，公司的關注不僅應及於股東，同樣應當擴展到非股東的利益相關者身上。

三、上市公司反收購中的利益相關者問題

(一) 何謂利益相關者

Freeman指出可以影響到一個組織目標實現的或受其實現的影響的人都可以被稱之為相關利益者。¹⁹ 從這一概念的外延來看，它所包含的範圍極廣。根據經濟管理領域對此的研究，這一概念被認為涉及到社區、教育、僱員、人權、道德、慈善等相關領域，目前大家討論的受到影響最為明顯的除了僱員問題就是環保領域。²⁰ 不同學者也紛紛闡述了自己的理解，例如Becchetti等認為社區、僱員、環境、多樣性、人權、產品質量，以及有爭議的商業領域等多方面都應屬於相關利益者。²¹ Barnea和Rubin則認為所謂的公司社會責任指的是公司承擔了超過法律要求公司承擔的對於

僱員，社區和環境等的責任。²² 從大多學者的觀念看，股東以外的僱員、顧客、環境、所在社區以及社區公益等基本被認為屬於其他利益相關者的範疇之內。

(二) 上市公司反收購中的利益相關者問題

所謂上市公司反收購是指在針對上市公司控制權的轉移鬥爭中，目標公司為了擊敗收購方的收購企圖所採取各種反擊手段的行為。²³ 收購活動可以根據目標公司管理層和收購方合作與否，分為善意收購和敵意收購。前者是指目標公司管理層願意和收購方互相配合，進行收購。後者則是收購方不為目標公司管理層所歡迎，不能達成收購一致意見的類型。反收購正是針對敵意收購進行的相應行動。如前所述，由於公司控制權在自由市場的開放狀態，導致其面臨被市場中的其他主體收購的風險。根據傳統的公司控制權理論，這是督促管理層改善經營的外部控制治理的重要形式。原本的股東至上原則導致各國或者選擇由股東大會來決定反收購是否實施，或者即使允許實施反收購措施，但是要求其必須是秉持股東利益最大化來考慮，否則很可能被視為非法。主張股東利益至上者例如Fama等認為應當只考慮股東權益的最大化，因為其他的利益相關人已經以公司與之的合同等形式加以保護了。²⁴ 也有的認為，利益相關人理論不僅不會增加社會福利，相反還將導致其減少，在反收購領域實踐這一理論只是會起到幫助經理層打破了原來限制他們權力的資本市場規則的作用。²⁵

反收購活動的利弊不論是在理論還是實證研究中都存在爭議。Kacperczyk通過對1991-2002年878家美國公司的案例進行研究發現，反收購措施未必直接有利於其僱員或顧客，但會給社區公共福利帶來明顯增長。²⁶ 麥肯錫公司在對超過160個兼併案例進行研究後發現，只有12%的案例可以明顯提高企業生產競爭力，然而40%的兼併案不能實現預期的減少成本的目的。²⁷ 反收購措施的採用可能影響股東的短期收益，但對公司的長期發展以及利益相關人都有促進作用。傳統公司控制權理論認為公司為滿足股東權益而存在，收購則是實現對公司外部監控的重要手段。²⁸ 但是實證研究表明，有利於收購的法律未必對於所有公司都有利，而採用了反收購措施的公司未必會損害股東們的利益，尤其是需要吸引重要的利益相關者來建立彼此長期穩定關係以求發展的公司更是如此。²⁹ 既然除股東以外的其他相關人也都向企業投入了資源，那麼在反收購領域，就要求公司不但應考慮股東因收

購可能產生的利益影響，還要考慮其他利益相關人的利益問題。隨着實踐中反收購涉及到的僱員、債權人、消費者、相關社區利益等受到的影響一次次被納入視野中，原本僅考慮股東利益的反收購合法性審查制度也出現了重要變遷。

美國對於反收購措施合法性審查首先考察的是該董事會採取反收購措施所要達到的目的是否正當。³⁰這裏所謂的正當是判斷董事採取反收購措施是否為的是公司利益，而不僅是個人私利。³¹我們不難發現，這裏對於董事應當維護的利益不再局限於股東，而是用了整體性的公司利益。從現代公司法發展看，學者們提出的公司利益相關者早已突破了傳統公司法理論中股東的範圍，而可延伸至其員工、債權人、客戶等非股權利益相關者。³²Freeman認為公司應當把所有的利益相關者納入考慮中，不僅是因為財務關係而連接的，而是任何會受到影響的個人或團體都應當納入其中。³³Sacconi認為運行一個公司的企業家、董事、經理人有責任將他們原來只向股東所履行的信義義務擴展到該公司的所有利益相關者。³⁴還有學者認為關注利益相關者將會帶來長期的效益，例如聲望、合法性、社會信任等增加公司競爭力的因素。³⁵但是如果管理層面臨敵意收購的風險，他們就很難以公司的長期利益為優先了。³⁶故此，股東與利益相關人、短期利益與長期利益的協調需要對原有的反收購中目標公司責任做出全新的安排。

四、美歐針對反收購中利益相關人問題的立法實例

由於在公司歷史傳統文化上的差異，導致在此方面的規定美歐存在較大差別。美國長期以來上市股權的分散化和市場的自由化，導致兼併活動盛行，其中敵意收購也絕不稀少。伴隨着其各州為保護本州產業在一次次收購浪潮中受到的影響，美國在利益相關人的問題上較早做出了規定。德國則因為歷史傳統，認為公司利益並不僅只涵蓋股東一方，而應做全局考慮，立法也有對應的安排。英國受到傳統自由主義的深刻影響，本來一直恪守股東至上，嚴格控制反收購，但是隨着時代的發展也不得不隨之做出修改。歐盟的收購指令則因為各成員國在此方面的利益和觀念上的強烈衝突而做出了籠統的關於利益相關人的規定，但在施行中，因為過於籠統寬泛爭議較大，而受到詬病。可以說，各國在經濟和歷史發展的多樣性，決定了各

國和地區在利益相關者規定走向的不同，但是隨着經濟的全球化發展，公司法傳統理論被強烈衝擊，加之在幾次兼併狂潮和金融危機的教訓，又使各國意識到需要注重利益相關方的保護，各國又在此方面不約而同的走向一致。

(一) 美國

在最早的公司社會責任理論發源地美國，此方面的立法最為典型。從Dodge v. Ford Motor CO.案³⁷開始，以股東利益為優先就被其樹立為公司法的經典原則。在收購與反收購領域，股東利益至上一一直被視為最基礎的判斷規則之一。³⁸進入20世紀60年代，美國各州受到保護當地公司在收購浪潮中的利益的觀念衝擊，一波強烈的法律改革要求出現。利益相關者理論雖然仍存在大量爭論，但是實踐中卻加速發展，進入了通過立法和判例被美國各州廣泛承認的階段。³⁹由於在敵意收購中經常涉及關閉工廠裁減僱員等問題，公眾對此存在強烈不滿。立法者意識到公司管理層不僅需要考慮股東權益，還需要顧及其他利益相關人的利益。美國各州開始通過法律正式規定公司管理層可考慮到其他利益相關者在這些商業決定中所受到的影響。⁴⁰將其他利益相關人的利益納入到保護範疇中來，成為反收購活動中考慮的重要方面。⁴¹這一理論在美國法院和立法在限制敵意收購方面展現了巨大的作用，對於毒丸防禦等反收購措施的運用等都有重大影響。⁴²

1983年賓夕法尼亞州率先通過了法律，要求公司管理層將其信義義務要擴展到僱員，顧客和社區上，緊接着又有28個州相繼通過了此類法律。⁴³發展到現在已經有超過40個州通過立法或判例授權目標公司董事會將股東以外的利益相關人利益考慮在內。⁴⁴

這時期對於利益相關人的問題，美國各州法律規定採用的模式大致有二。

模式一為用任意性規則肯定基於非股東利益相關者利益考慮的合法性。這一模式為絕大多數州所採用，其授權董事會在給出對收購意見前可以根據股東和其他利益相關者利益做出決定，但是一旦目標公司董事會決策認為公司控制權當轉移的時候，這個時候又要重新回到Revlon案規則，最大化公司股東利益而不考慮其他利益方。⁴⁵

以賓夕法尼亞州的做法為例。1990年3月，賓夕法尼亞州通過了《賓夕法尼亞州1310法案》，作為該州1983年公司法的修正案，其中最為代表性的是信託責任條款：該條款規定，董事會決策只要是從公

司的最大利益出發，就無需考慮公司任何起支配作用或佔控股地位的特殊團體的利益。⁴⁶ 該法案擴大了管理層的信義義務範圍，根據其規定，董事會在作出決策時不僅只關心公司股東的權益，還要注意到對於公司利益相關人的短期和長期影響，此處的利益相關人涵蓋了公司的僱員、客戶、供應商、債權人乃至有權益影響的社區成員。⁴⁷ 該州的規定對於敵意收購中利益相關者的地位給出了極高的位置，對於傳統的公司控制權理論產生了極大的影響，支持了原有的利益相關者或者說公司社會責任的有關理論論點內容。⁴⁸

再如《佐治亞州商業公司法》也允許在公司章程中規定，董事會得考慮其他利益相關者的利益，同時該法還規定：“任何此類條文，應被視為僅是賦予公司董事此項裁量權而已，不應該被認為是賦予任何其他利益相關者有權讓董事考慮其利益。⁴⁹ 大多此類法律都是採用了在反收購合法性審查中，將考慮其他利益相關方作出的決定視為合法，但是並沒有當然性地強制做出此種考慮。

模式二是康涅狄格州模式，其將對其他利益相關人的關注設置為強制性義務，要求管理層將公司的僱員、顧客、債權人、供應商和社區等社會性利益納入其考慮範圍內。⁵⁰ 並且不必然將股東利益優先置於其他利益相關人之上。這樣的規定比起賓夕法尼亞州的法律規定，無疑是向着全面的考察公司所有利益相關者而走了更進一步，但是由於傳統公司法觀念的影響，更多的州在面臨股東利益和其他相關人利益優先選擇時更加側重前者。

除了成文法外，美國判例法中同樣體現了重視利益相關者態度。⁵¹ 例如特拉華州在反收購活動方面最具標誌性的案例——*Paramount Communications v. Time*一案，肯定了董事將股東以外的其他利益人的因素考慮在內。⁵²

該案中，*Time*的董事們沒有接受*Paramount*的收購要約，而是選擇了要約價格較低的*Warner*進行合併，單從短期來看，接受*Paramount*的要約無疑將使得*Time*股東的金錢收益最大化，但是其董事會認為和*Warner*合併將更有助於公司的長期發展。根據後者間的要約，*Time*合併後將極大提高資產結構中債務所佔比例。法院認為根據*Time*的觀念，*Paramount*的要約將會對*Time*產生控制權和對*Time*的傳統新聞正義的理念產生威脅和衝擊。法院支持了董事會的決議，認為在股東以外的其他利益相關人受到影響時，董事會有權進行反收購的防禦。⁵³

從以上法律和判例可以看出，美國反收購中目標

公司社會責任的有關規定主要是受到了相關利益者理論的影響而在20世紀80年代飛速發展，並通過相應案例得以確認，實踐中起到了很大作用。當然也有持相反意見的，認為從20世紀80年代開始的這一波利益相關者的法律的改革狂潮，更多地出於美國各州的政治傳統影響，各州為了保護當地企業而相繼通過了此類法律。⁵⁴

整體來說，利益相關者問題不論是理論還是實踐在20世紀60年代後在美國得到了長足發展。時至今日，它的一些核心觀點被大多數州所認同，利益相關者的認定也在不斷的擴展之中。

(二) 歐洲

1. 歐盟

歐盟在2001年已經認可，公司社會責任有助於其在世界經濟一體化和可持續發展中成為最有競爭力和活力的經濟體。⁵⁵ 在2002年又頒佈了關於公司社會責任的規定，其中提到公司社會責任是公司的基本問題，涉及所有利益相關者，尤其是公司僱員、消費者、投資人等，可以最佳的激勵公司來適應社會責任實踐的各種需求。⁵⁶ 針對反收購中的其他利益相關人問題，歐盟在2004年出台的《公開要約收購指令》(*EU Takeover Directive*) (以下簡稱為《收購指令》)中做出了規定。⁵⁷ 《收購指令》3(1)(c)規定，目標公司董事會應該將公司涉及的利益視為一個整體進行考量，並且不得否定股東對於要約的決定權。⁵⁸ 指令的3(1)(b)、9(5)和14又進一步強調了關注目標公司僱員和當地利益的問題。⁵⁹ 3(1)(c)的規定很明顯針對的是股東以外的利益相關人，但是對於什麼是利益相關人，指令沒有明確的定義。從指令全文來看，應當涉及僱員、債權人、合同方和當地社區以及環境的利益。根據歐盟的統一數據，超過30個歐盟成員國此後採納了利益相關者的有關條款，允許董事會在面臨收購時考慮除了股東以外的其他相關方，如僱員、供應商、債權人、顧客以及當地社區的利益。⁶⁰

2. 英國

英國長期被視為典型的公司控制權自由市場，奉行絕對的股東至上主義。更傾向於保護股東權益不鼓勵採用反收購措施，將反收購的決定性權力賦予股東行使。⁶¹ 然而吉百利卡夫案使英國態度發生了明顯的轉變，該案使得英國意識到有必要重新審視自己在收購問題上的策略，重視利益相關者的定位問題。⁶²

在吉百利卡夫收購案中，吉百利公司素來在英國以優良的履行社會責任而聞名，尤其是在2005年收購

了Green & Blacks公司後，更是以良好延續對後者的公司社會責任形象出現在公眾面前。⁶³ 該公司被認為一直努力和弱勢交易對手維持公正的交易價。在與眾多發展中國家例如加納、印度、印尼等眾多可可農場的交易中努力實現對經濟社會和環境各方面持續發展的推動作用，進行公平交易。⁶⁴ 然而在2009年，美國的跨國公司卡夫對吉百利發起收購後，英國社會對該公司一旦被收購後，對涉及的其他利益方，例如僱工、客戶、慈善等方面能否維持原有策略非常質疑。由於法律規定缺乏要求收購方繼續維持吉百利在勞工、研究發展和各方面社會責任的義務，所以引起了公眾的廣泛擔憂。一旦收購成功，很可能卡夫將只在意吉百利的商業價值而不在乎其社會責任問題。⁶⁵ 收購成功後，卡夫被認為由於受到媒體、工會和英國下議院的壓力而維持了一些對原有公司社會責任的承擔。⁶⁶ 但更多地為大家關注的是，一些利益相關者開始受到嚴重影響。例如吉百利Somerdale工廠問題。原來卡夫聲稱雖然吉百利將關閉它，但一旦收購成功該公司將不會被關閉。然而收購成功後，卡夫違背了該承諾，從而引發了人們對於收購和有關的社會問題的整體擔憂。卡夫的信譽在英國驟然下降和吉百利僱員的關係也嚴重受損。⁶⁷ 英國收購合併委員會⁶⁸認定卡夫違反了《倫敦城合併與收購守則》19.1的規定，沒有實現其在收購要約中應當盡到的注意義務。⁶⁹

2011年9月修改了的《倫敦城收購與合併守則》(以下簡稱《收購守則》)生效⁷⁰，現在基本原則第3條規定，“收購中，要將公司的整體利益加以考慮”，這意味着將更多的利益相關者納入考慮範圍其中。⁷¹ 新守則規定要注意保護股東以外其他受到收購影響的利益關係人的利益，例如僱員們。⁷² 《收購守則》基本原則第9條規定，“要約公司和目標公司的董事在向股東發出建議時，都應該把股東與僱員、債權人作為一個整體來考慮”。⁷³

3. 德國

Sjåfjell認為英國和德國可以算作這個問題兩端，英國幾乎是實行的純粹的股東利益至上的公司理念，而德國則不然。德國的公司理念長期以來被看成超越僅着眼於股東利益的全局型模式，公司利益包括了公司自己、股東、僱員還有公共福利等問題。⁷⁴ 德國公司法從1920年以來的傳統來看，將公司視為一個不僅需要關注股東利益，還要考慮多種利益群體的法律實體。⁷⁵ 根據2002年實施的《證券取得與收購法》⁷⁶規定，德國立法者不贊同只考慮目標公司股東的利益，董事會和監事會被要求根據德國公司法的規定要以整

個目標公司的利益為目標來進行相應決策。⁷⁷ 在收購中，允許股東授權董事可以事先進行針對敵意收購的反收購行為。⁷⁸ 總體來說德國法律視野的公司利益是一個開放性的概念，不僅包含了股東還涵蓋僱員公眾等利益⁷⁹，並且是要求在整個收購過程都要把公司、股東、僱員和公眾利益綜合加以考慮。⁸⁰ 德國被認為從更廣泛的全局，將利益關係者和長期發展角度來定位其法律。⁸¹

4. 北歐國家

還要注意北歐國家的範例，北歐國家同英德不同，他們採納的更類似於二者的中庸體，從北歐的歷史傳統文化來看，他們選擇了自己的規定方式。瑞典和其他北歐國家不同，他們的公司合併市場比其他北歐國家活躍，在證券市場有類似英國收購合併委員會的機構，價值傾向也更加類似英國的選擇。丹麥和挪威對於債權人和僱員等的保護要比瑞典更加嚴格。⁸²

5. 瑞士

瑞士法律規定，目標公司董事會不僅要考慮股東的利益，還要把所有的其他關聯方，例如債權人、僱員、大眾的利益都考慮在內。⁸³

五、對中國的啟示

(一) 中國法律的現有規定

由於中國至今缺乏系統的對於上市公司反收購的規定，所以只能從相關角度在中國現行法律規定中尋找。例如，2005年《公司法》第5條第1款規定了“公司從事經營活動，必須遵守法律、行政法規，遵守社會公德、商業道德，誠實守信，接受政府和社會公眾的監督，承擔社會責任。”⁸⁴ 此條可以看成對於涉及公司社會責任的原則性規定。但是在具體關於利益相關者利益保障問題缺乏明確規定。除此以外，還有相關規定的有：

1. 2002年頒佈的《上市公司治理準則》中，更加明確地設立了專章第六章針對利益相關者做出了規定，其中第81條規定：“上市公司應尊重銀行及其他債權人、職工、消費者、供應商、社區等利益相關者的合法權利。”

2. 2006年深圳證券交易所頒佈了《上市公司社會責任指引》，其中第2條規定上市公司社會責任是指上市公司對國家和社會的全面發展、自然環境和資源，以及股東、債權人、職工、客戶、消費者、供應商、社區等利益相關方所應承擔的責任。第3條又規

定上市公司應在追求經濟效益、保護股東利益的同時，積極保護債權人和職工的合法權益，誠信對待供應商、客戶和消費者，積極從事環境保護、社區建設等公益事業，從而促進公司本身與全社會的協調、和諧發展。

3. 在《關於外國投資者併購境內企業的規定》⁸⁵中，第 13 條第 3 款提到，外國投資者、被併購境內企業、債權人及其他當事人可以對被並購境內企業的債權債務的處置另行達成協議，但是該協議不得損害第三人利益和社會公共利益。

4. 2010 年的《國務院關於促進企業兼併重組的意見》中，基本原則提到，妥善解決企業兼併重組中資產債務處置、職工安置等問題，依法維護債權人、債務人以及企業職工等利益主體的合法權益，促進企業、社會的和諧穩定。並在加強對企業兼併重組的引導和政策扶持中第(7)項規定，妥善解決債權債務和職工安置問題。兼併重組要嚴格依照有關法律規定和政策妥善分類處置債權債務關係，落實清償責任，確保債權人、債務人的合法利益。

5. 2012 年修訂的《上市公司收購管理辦法》在第 29 條中規定了，要約收購報告書中應當載有未來 12 月內對上市公司資產、業務、人員、組織結構、公司章程等進行調整的後續計劃。

從以上規定可以看出，從《公司法》開始，中國立法中已經受到了公司社會責任和利益相關者問題的影響，並在原則規定中確定了其地位。同時《關於外國投資者併購境內企業的規定》中，比較典型關注了債權人和第三人利益的相關問題。《上市公司治理準則》中更是較為突出的關注了利益相關者問題。但是針對反收購中的利益相關人問題缺乏真正的實質性規定。

(二) 存在的問題

從現有規定來看，無論是《公司法》還是其他的行政法規以及文件，對反收購中目標公司的相關利益人僅有原則規定，缺乏具體關注。

1. 過於抽象

雖然從以上立法可以看出，公司社會責任和利益相關者問題的熱議在中國立法中已經得到了一定認同，並且出現了法律層面的原則規定，但是《公司法》第 5 條仍然顯得較為抽象，缺乏具體的針對反收購中目標公司利益相關人的保護制度措施，因此欠缺實用性。《證券法》也無關於上市公司反收購利益相關人的相關安排。在《上市公司收購管理辦法》中⁸⁶，看

似規定了管理層應維護公司權益，並要對於公司盡到誠信義務，但是中國法律中並無明確概念規定公司為股東以及其他利益相關人的集合體，所以很難從中直接得到推定為公司利益即包含了和公司有關係的其他利益相關人的利益。

2. 位階較低，範圍較窄，且缺乏強制意義上的關於利益相關人的規定

如前所述，雖然在《公司法》的第 5 條中有公司社會責任的原則性規定，但是涉及反收購中其他利益相關人的規定則很難找到。《上市公司收購管理辦法》第 29 條的規定，其中提到人員問題，雖可間接視為要求對於公司僱員利益重視的一種表現，但因為整體欠缺對反收購的規範，所以也難以確定為保護利益相關人的直接依據。《關於外國投資者併購境內企業的規定》雖然涉及了債權人和第三人以及公共利益保護，但是本身規範法律位階較低，只針對外資收購問題，且無針對反收購利益保護的規定。《上市公司治理準則》和《上市公司社會責任指引》既不能認定為強制意義上的法律，也沒有專門針對目標公司在反收購中的利益相關人保護的具體制度安排。

綜上，中國雖然在近年的立法中，關注了公司社會責任和利益相關者的問題。但是落實到反收購中缺乏具體細則規定，針對其中的目標公司利益相關者在反收購中的保護缺位。

(三) 利益相關者在國外立法對中國的啟示

1. 對於反收購中利益相關者的保護各國已經達成共識，並且見諸於各國立法和判例中

從近幾十年的公司法發展來看，公司本身早已突破傳統公司理論中股東所有，股東至上的觀念。伴隨着全球一場場興起的購併狂潮，各國對於由此針對僱員、供應商、債權人、環境保護和當地社區利益等問題越發重視。公司已經不再被視為僅代表股東權益的法律擬制實體。公司有着自身相對獨立的權益，並且關係着大量相關利益人的利益。2007年以來的次貸危機等的出現更進一步昭示着，公司的經營活動如果單純以自身營利最大化為目標，不集合考慮社會公眾利益，不考慮經濟實體受影響的可能，不考慮公司單獨追求自身利益而導致的道德風險衝突，勢必會給社會帶來負面連鎖效應，導致非股東的其他利益相關人受到巨大影響，進而折射回公司股東自身，使其利益受損。因此公司存在目標和價值的多元化必須受到重視，公司承擔社會責任的義務應受到正視。上市公司作為市場上的重要組織體，在公司控制權轉移的過程

中，受到影響的也不僅僅是股東而已。長期以來，由於代理問題的觀念深入人心，股東被視為處於弱勢地位需要額外保護的群體，但是在收購中，處於更相對弱勢地位的是目標公司僱員、當地社區環境等等其他利益相關人。正如合同法早期有嚴格的合同相對原則，但是隨着時代的發展，合同相對原則一次次被突破，與合同有關的第三人的權益保護被樹立，合同法的觀念受到了極大的衝擊並且得到了更新。公司法面對的是相似的問題。當前在中國出現了大量的購併案例，其中除了股東權益外，僱員利益如何保護，社區環境如何改善，供應商和顧客等隨後的利益如何保障都應當成為引起關注的問題。尤其是當前跨國公司併購日益興起的時代，經濟的脈絡已經不再只流與某一個國家和地區，而是遍佈全球。如何在公司控制權轉移的過程中，更好地對受到嚴重影響的目標公司其他利益相關方進行保護，也應該放在中國的立法視野之內。因此，有必要在收購規則中添加要求管理層關注其他利益相關人的條款。在這方面，筆者認為從法律和文化傳統看，將其他利益相關人視為公司利益的一部分更為恰當。根據法律經濟學的理論，公司收購中對於諸如僱員、顧客、環境等的負面影響是一種典型的負外部性活動。此類活動的成本不應當讓社會來負擔，而應該轉化到由公司內化承擔，這將更加有助於實現公司的長期可持續發展和實現更廣泛的利益保護。

雖然也有反對者並不認同，例如Bainbridge認為由利益相關者引入了公司社會責任無疑是在為管理層施加更多的保護，他們借着有關法案的改革，號稱保護消費者、僱員和社區利益，而卻是藉以保護自己的權利，因此投機取巧，避免承擔責任。無論採取甚麼樣的行動，他們都可以說這是在保護相關權益。⁸⁷

對於公司是否應當重視利益相關人問題爭論的一大原因在於，究竟是把公司僅僅可能看作是一個經濟工具並且是處於獨立與其他隔絕的領域，還是把公司看作社會有機體的一個組成部分，如果是後者，毫無疑問他將承擔作為一個大型社會領域的一部分的責任和享受相應的權利。⁸⁸

隨着公司社會責任理論穩步發展，非股東利益相關者問題受到重視，折射在法學領域也需要相應革新。上市公司控制權轉移帶來的影響早就超過了股東，而廣泛及於其他非股東利益相關人。在目標公司反收購措施決定和採用上，也應考慮到利益相關者的保護問題。

中國的公司法、證券法和收購管理辦法等應引入

反收購的利益相關人保護的有關規定，而不再限於原來僅有的公司法規定的抽象原則。這符合當代公司社會責任發展，公司作為社區組成體的義務和要求。王保樹認為，公司承擔社會責任不僅是基於公司的社會成員和“公民”身份，還順應了法社會化的趨勢。⁸⁹公司不僅需要實現自我在私法上設立的根本目的，同樣作為社會參與者的一部分，依據所謂的法律擬制人格，不可能完全摒棄作為社會主體之一天生存在的社會屬性。同樣在公司的維繫和經營中，不僅要實現其創立人，其股東的利益最大化，實現公司的營利性；同時還要時刻注意關注其社會屬性，參與社會活動，承擔社會責任，真正實現成為社會發展之一部之力量。

2. 從歐盟的《收購指令》等的立法實效來看，過於籠統的公司社會責任或相關利益者保護的條款保護力度嚴重不足

歐盟《收購指令》起草歷盡波折，在利益相關者問題規定較為含糊，不少學者認為對利益相關人的保護不夠有力，《收購指令》受到了不少批評。⁹⁰根據歐盟的調查，40%的受訪者認為在利益關係人問題上，指令過於模糊，認識不清。⁹¹其他人則認為這種問題的出現原因在於各國在將指令納入本國法律體現時出現了這一問題。⁹²

Tsagas指出 2010 年吉百利被美國的卡夫食品收購時，其中一個非常引人關注的問題就是英國的公司控制權的自由市場理論問題。認為收購活動涉及到利益相關人的利益、公司的長期發展問題等，公司的社會責任履行問題在所難免。因此要真正實現歐盟指令的目標，就需要在其中進一步重新明確諸如利益相關人的具體問題。⁹³ Lambooy和Oulp指出在 2012 年荷蘭的電信提供商KPN和拉美的移動電話集團América Móvil的收購合併案中，二者都沒有在收購要約和建議書中涉及公司可持續發展的社會責任問題的闡述，不夠關注其他利益相關人的保護，這將導致人們對目標公司今後的可持續發展產生疑問。⁹⁴ Sjøfjell批評歐盟的指令無視除股東以外的其他利益相關人的利益，針對在公司證券法中對於整體利益的思考和發展可以說是缺乏建樹。⁹⁵

歐盟在2007年的金融危機後已經意識到有必要強化公司社會責任的理念，加之2010年受到英國吉百利卡夫案的影響，對於目標公司的僱員和其他利益相關人在收購中進行保護的緊迫性更加突顯了這一問題。如果歐盟的《收購指令》真要以利益相關人為重，提升公司的社會責任意識，那需要重新理清其中的相關概念，需要明確目標公司董事會有義務去考慮其他相

關人的利益。⁹⁶ 根據《收購指令》第20條的規定，歐盟將根據其實踐中的問題對之做出修改，由此引發了學者們熱議，而其中的一個熱點問題就是進一步明確利益相關人的保護問題。⁹⁷

3. 引入目標公司利益相關人的保護並不意味徹底排斥股東至上原則

以美國大多數州在反收購問題上的規定為例，在允許董事會將信義義務擴張到利益相關人的同時，並不意味着拋棄對於股東權益的保護。如前所述，一旦做出相應反收購決策後，仍要回到只考慮以股東利益最大化的Revlon規則中。應該說，重視利益相關者為實現公司所帶來的社會效益最大化提供了一扇開放的視野之門。保護利益相關人不等於漠視股東權益，相反，它將更有利於公司的長期發展和股東長期效益的實現。

因此，在中國進一步加強反收購的法律制度建設時，筆者認為：

第一，應當在《公司法》、《證券法》以及《收購管理辦法》等法律文件對上市公司反收購做出系統規定，宜將考慮利益相關者列為董事信義義務的一部分，擴大對於董事信義義務的安排，強制性要求非股權利益相關者的利益得到考慮和保障，如此方可實現社會效益的更大化。要求對目標公司需要針對僱員、顧客、社區環境等利益相關人的利益做出考慮，明確基於其他利益相關人利益保護目標採取反收購措施的合法性。

第二，明確認定在反收購活動中，董事會有權對於反收購措施的採取進行利益相關人的權益均衡，而後採取措施，不能簡單以股東權益最大化為唯一考慮目標。此方面的均衡可以考慮引入比例原則來加以認

定。通過綜合考察上市公司收購涉及到的社會利益和個人利益；目標公司利益與股東的短期和長期利益；股東以及非股權利益相關人權益加以綜合平衡。摒棄造成過高成本消耗和綜合權益損害的措施和行動，優化反收購措施的採用。

此外，尤其是在跨國兼併非常活躍的今天，運用好利益相關者這一概念，對於保護中國公司的整體利益，關注公司員工的發展，消費者利益的維護，債權人的權益的肯定以及社區等有益利益相關主體的維護都將具有很大價值。

六、結語

在Trustees of Dartmouth College v. Woodward一案中美國最高法院首次提到“公司是法人，以法律之意擬制為法人。”⁹⁸ 隨着經濟的發展，公司作為一擬制法律人格存在的實體，其經濟活動的影響早已經超過其產生伊始僅為股東利益服務的範圍。公司的概念勢必將隨着時代的發展而發展，不可能再凝滯於單一的以股東利益最大化為目標上，多元化的價值目標體系將越來越受到重視。隨着全球化的發展，公司所承擔的責任正在日漸超越傳統理論中對它的要求，這將導致在全方位上對公司的法人概念的革新，在上市公司反收購領域同樣如此，公司應承擔起對於其他利益相關者保護在內的更廣濶範疇的社會責任。

(感謝澳門大學法學院范劍虹教授的指導意見，尤其是建議引入比例原則。)

註釋：

- ¹ 曼尼：《兼併和公司控制權市場》，載於《政治經濟學刊》，1965年，第73卷，第112頁，轉引自沈藝峰：《公司控制權市場理論的現代演變——美國三十五個州反收購立法的理論意義》(上、下)，載於《中國經濟問題》，2000年第2、3期。
- ² 這一準則，在美國最早為Dodge v. Ford Motor Company一案所確立。見Dodge v. Ford Motor Co., 170 N. W. 668 (Mich.1919)。
- ³ 沈藝峰：《公司控制權市場理論的現代演變——美國三十五個州反收購立法的理論意義(上、下)》，載於《中國經濟問題》，2000年第2、3期。
- ⁴ 例如1929-1933年經濟危機，20世紀90年代的亞洲金融危機以及2007年以來的次貸危機等。
- ⁵ Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History.

Journal of Law and Contemporary Problems. Volume 67. 109-133. Witt, M. A. and G. Redding (2012). The Spirits of Corporate Social Responsibility: Senior Executive Perceptions of the Role of the Firm in Society in Germany, Hong Kong, Japan, South Korea, and the United States. *Socio-Economic Review*. Volume 10, Issue 1. 109-134.

6 同註 3。

7 英國長時間可謂是此類立法典型。

8 馬力、齊善鴻：《公司社會責任理論述評》，載於《河北法學》，2005 年第 2 期。

9 The Takeover Bids Directive Assessment Report. In the website of European Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm. 2nd November 2013.

10 Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Volume 3, Issue 4. Jensen, M. C. (2000). *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*. Cambridge: Harvard University Press.

11 劉海龍將公司社會責任理論(corporate social responsibility)研究分為三個流派，一為古典流派以 Friedman 為代表，一為利益相關者流派，代表人為 Freeman；還有一為戰略流派，代表為 Baron 和 McWilliams。見劉海龍：《企業社會責任理論研究的三個流派》，載於《中國非營利評論》，2010 年第 2 期，第 82-103 頁。

12 對於何謂公司社會責任至今尚未達成共識，學者、政府、公司各自提出有自己的認識。但基本上都認同該責任應將公司的股東以外的其他利益相關人包括在內。例如中國深圳證券交易所發佈的《上市公司社會責任指引》其中第 2 條提到，“上市公司社會責任是指上市公司對國家和社會的全面發展、自然環境和資源，以及股東、債權人、職工、客戶、消費者、供應商、社區等利益相關方所應承擔的責任。”

13 Hansmann, H. and R. Kraakman (2000). The End of History for Corporate Law. *Yale Law School Working Paper*, Number 235; *NYU Working Paper*, Number 013; *Harvard Law School Discussion Paper*, Number 280; *Yale SOM Working Paper*, Number ICF-00-09. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=204528>. 12th June 2013.

14 Mahfuja, M. (2013). Value-enhancing Capabilities of CSR: a Brief Review of Contemporary Literature. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2276803>. 9th October 2013.

15 Dodd, E. M. (1932). For Whom are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*. Volume 45, Issue 7. 1145, 1150.

16 Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*. Volume 67. 109-133.

17 同註 8。

18 美國學者 Rutherford Smith 指出公司社會責任僅是一形式化詞匯，不具有實際意義在。Smith, R. (1988). Social Responsibility: a Term We Can Do Without. *Business and Society Review*. Volume 31.

19 沈洪濤、沈藝峰：《公司治理理論的現代演變——從股東利益最大化到相關利益者理論》，載於《經濟經緯》，2008 年第 6 期，第 108-111 頁。

20 Mahfuja, M. (2013). Value-enhancing Capabilities of CSR: a Brief Review of Contemporary Literature. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2276803>. 9th October 2013.

21 Becchetti, L., R. Ciciretti and I. Hasan (2013). Corporate Social Responsibility, Stakeholder Risk, and Idiosyncratic Volatility. *CEIS Working Paper*, Number 285. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2289720>. 12th October 2013.

22 Rubin, A. and A. Barnea (2006). Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=686606>. 2nd September 2013.

23 姜哲、范劍虹：《適當性原則在反收購措施合法性審查中的適用研究——以美歐規則為視角》，載於《“一國兩制”研究》，2013 年第 2 期(總第 16 期)，第 60-70 頁。

24 Fama E. F. and M. C. Jensen (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economic*. Volume 26, Issue 2. 301-325.

25 Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. In J. Andriof and et al (Eds.). *Unfolding Stakeholder Thinking: Theory, Responsibility and Engagement*. Austin: Greenleaf Publishing.

26 Kacperczyk, A. (2007). With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare.

- In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1016466>. 9th October 2013.
- 27 Matthias M. Bekier、Anna J. Bogardus、Tim Oldham：《為甚麼兼併會失敗？》，載於《麥肯錫報告》，2001 年第 4 期。
- 28 根據傳統公司法理論，尤其是在內部監控不力時，收購這一外部控制措施越發顯得重要起來。Charreaux, G. and P. Desbrières (2001). Corporate Governance: Stakeholder Value versus Shareholder Value. *Journal of Management and Governance*. Volume 5. 107-128.
- 29 Cen, L., S. Dasgupta and R. Sen (2013). Discipline or Disruption? Stakeholder Relationships and the Effect of Takeover Threat. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1540346>. 12th October 2013.
- 30 Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985).
- 31 *Ibid.*
- 32 Kacperczyk, A. (2007). With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1016466>. 9th October 2013.
- 33 *Ibid.*
- 34 Sacconi, L. (2004). Corporate Social Responsibility (CSR) as a Model of “Extended” Corporate Governance: An Explanation Based on the Economic Theories of Social Contract, Reputation and Reciprocal Conformism. *LIUC, Ethics, Law and Economics Paper*, Number 142. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=514522>. 17th September 2013.
- 35 Barney, J. and M. Hansen (1994). Trustworthiness as a Source of Competitive Advantage. *Strategic Management Journal*. Winter Special Issue 15. 175-190. Hillman, A. J. and G. D. Keim (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What’s the Bottom Line? *Strategic Management Journal*. Volume 22, Number 2. 125-139.
- 36 Kacperczyk, A. (2007). With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1016466>. 9th October 2013.
- 37 Dodge v. Ford Motor CO., 170 N. W. 668 (Mich.1919).
- 38 Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*. Volume 67. 109-133.
- 39 同註 3。
- 40 Orts, E. W. (1992). Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes. *George Washington Law Review*. Volume 61, Number 1. 14, 24.
- 41 Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*. Volume 67. 109-133.
- 42 Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. In J. Andriof and et al (Eds.). *Unfolding Stakeholder Thinking: Theory, Responsibility and Engagement*. Austin: Greenleaf Publishing.
- 43 Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*. Volume 67. 109-133.
- 44 其中一些州，如特拉華州採取的是判例法的形式加以確認。Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*. Volume 67. 109-133.
- 45 The Takeover Bids Directive Assessment Report. In the website of European Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm. 2nd November 2013.
- 46 同註 19。
- 47 Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*. Volume 67. 109-133.
- 48 同註 3。
- 49 劉連煜：《公司治理與公司社會責任》，北京：中國政法大學出版社，2001 年，第 168 頁。
- 50 Conn. Gen. Stat. Ann. §§ 33-313 (E) (3) & (4).
- 51 例如美國《賓夕法尼州 1310 法案》中有關於信託責任條款的設定，董事會決策應出自對於公司最大化利益的關注，而

非僅關注股東等的利益。管理層的決定不應當只考慮對股東的影響，還應考慮到公司僱員、客戶、債權人等諸多相關利益人的長期和短期利益。

⁵² Paramount Communications V. Time, 571 A.2d 1140 (Del, 1990).

⁵³ *Ibid.*

⁵⁴ Winkler, A. (2004). Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*. Volume 67. 109-133.

⁵⁵ The Council of the European Union, the Commission's Green Paper (1).

⁵⁶ The Council of the European Union, Council Resolution on the Follow-up to the Green Paper on Corporate Social Responsibility. In the website of Global Law: <http://policy.mofcom.gov.cn/english/flaw!fetch.action?libcode=flaw&id=af1d77be-ee24-47a2-90d8-8f2ccec3158b&classcode=170>. 23rd September 2013.

⁵⁷ Taylor, C. (2012). The European Takeover Directive: a US Comparison. *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, Number 2012-20. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2098909>. 19th September 2013.

⁵⁸ Art. 3 (1) (c) of the EU Takeover Directive.

⁵⁹ Art. 3(1) (b), Art. 9 (5) of the EU Takeover Directive.

⁶⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report. In the website of European Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm. 2nd November 2013.

⁶¹ 同註 23。

⁶² Tsagas, G. (2012). Reflecting on the Value of Socially Responsible Practices Post the Takeover of Cadbury PLC by Kraft Foods Inc: Implications for the Revision of the EU Takeover Directive. *European Company Law*. Volume 9, Issue 2. 70-80.

⁶³ Muspratt, C. (2005). Cadbury Gobbles Up Green & Black's. In the website of *the Telegraph*: <http://www.telegraph.co.uk/finance/2915574/Cadbury-gobbles-up-Green-and-Blacks.html>. 13th May 2005.

⁶⁴ Tsagas, G. (2012). Reflecting on the Value of Socially Responsible Practices Post the Takeover of Cadbury PLC by Kraft Foods Inc: Implications for the Revision of the EU Takeover Directive. *European Company Law*. Volume 9, Issue 2. 70-80.

⁶⁵ Wachman, R. (2009). Kraft Takeover Could Be Bitter Experience for Cadbury. In the website of *the Guardian*: <http://www.guardian.co.uk/business/2009/sep/20/kraft-cadburytakeover-fear>. 20th September 2009. House of Commons (2010). Business, Innovation and Skills Committee Mergers, Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Ninth Report of Session 2009-2010, Report together with formal minutes, oral and written evidence. London: The Stationary Office Limited. 12-20.

⁶⁶ House of Commons (2010). Business, Innovation and Skills Committee Mergers, Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Ninth Report of Session 2009-2010, Report together with formal minutes, oral and written evidence. London: The Stationary Office Limited. 37, 29-30.

⁶⁷ Communication from the Commission: a Renewed EU Strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility (2011). In the website of the European Commission: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/index_en.htm.

⁶⁸ The Panel on Takeovers and Mergers 是一家成立於 1968 年的獨立機構，負責收購合併守則的頒佈和監督執行。

⁶⁹ Kraft Foods Inc. Offer for Cadbury Plc (The Panel Statement 2010/14). In the website of the Takeover Panel: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2009/12/2010-14.pdf>. 12th Oct, 2013.

⁷⁰ The City Code on Takeovers and Mergers (2011). The Takeover Code (10th Edition). In the website of the Takeover Panel: http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2009/01/Code_190911.pdf. 16th October 2013.

⁷¹ 原使用的詞彙是 “the shareholders interests taken as a whole, together with those of employees and creditors”。在 7th Edition of the Takeover Code (2002)修改為 “the company as a whole”。

⁷² Fairfield, G. and H. Smith (2011). The UK Takeover Regime: Significant Changes to the Takeover Code. In the website of IFLR 1000: <http://www.iflr1000.com/LegislationGuide/662/The-UK-takeover-regime-significant-changes-to-the-Takeover-Code.html>. 18th October 2013.

- ⁷³ The City Code on Takeovers and Mergers (2011). The Takeover Code (10th Edition). In the website of the Takeover Panel: http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2009/01/Code_190911.pdf. 16th October 2013.
- ⁷⁴ Sjäffjell, B. (2009). *Towards a Sustainable European Company Law*. Alphen Aan Den Rijn: Kluwer Law International. 50.
- ⁷⁵ Schmidt, R. H. (2003). Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective. *CFS Working Paper*, Number 2003/36. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=477761>. 2nd November 2013.
- ⁷⁶ Deipenbrock, G. (2013). The Takeover Directive and German Takeover Law – Some Fundamentals from a Market and Sustainable Development Perspective. *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, Number 2013-06. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2228649>. 29th October 2013.
- ⁷⁷ *Ibid.*
- ⁷⁸ Kirchner, C. and R. W. Painter (2002). Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform. *American Journal of Comparative Law*. Volume 50. 451-476.
- ⁷⁹ Deipenbrock, G. (2013). The Takeover Directive and German Takeover Law – Some Fundamentals from a Market and Sustainable Development Perspective. *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, Number 2013-06. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2228649>. 29th October 2013.
- ⁸⁰ *Gesetzentwurf zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen* (BT-Drucksache 14/7034), 58.
- ⁸¹ Deipenbrock, G. (2013). The Takeover Directive and German Takeover Law – Some Fundamentals from a Market and Sustainable Development Perspective. *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, Number 2013-06. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2228649>. 29th October 2013.
- ⁸² Sjäffjell, B. (2006). The Golden Mean Or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder vs Stakeholder Perspective. In S. M. Bartman (Ed.). *European Company Law in Accelerated Progress*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.
- ⁸³ The Takeover Bids Directive Assessment Report. In the website of European Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm. 2nd November 2013.
- ⁸⁴ 《公司法》(2005年)第5條。
- ⁸⁵ 《關於外國投資者併購境內企業的規定》(2009年)。
- ⁸⁶ 《上市公司收購管理辦法》(2012年)第7條規定“被收購公司的控股股東或者實際控制人不得濫用股東權利損害被收購公司或者其他股東的合法權益。”第8條規定了“被收購公司的董事、監事、高級管理人員對公司負有忠實義務和勤勉義務，應當公平對待收購本公司的所有收購人。被收購公司董事會針對收購所做出的決策及採取的措施，應當有利於維護公司及其股東的利益，不得濫用職權對收購設置不適當的障礙，不得利用公司資源向收購人提供任何形式的財務資助，不得損害公司及其股東的合法權益。”
- ⁸⁷ Bainbridge, S. M. (1993). In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green. *Washington and Lee Law Review*. Volume 50. 1423,1432-1436.
- ⁸⁸ Hagen, I. M. (2011). CSR – Included in the Company Interest and Company Strategies? Some Examples from Norway. *European Company Law*, Volume 8, Issue 2, 3. 100-108.
- ⁸⁹ 王保樹：《公司社會責任對公司法理論的影響》，載於《法學研究》，2010年第3期，第82-91頁。
- ⁹⁰ Sjäffjell, B. (2006). The Golden Mean Or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder vs Stakeholder Perspective. In S. M. Bartman (Ed.). *European Company Law in Accelerated Progress*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International. Sjäffjell, B. (2012). A Sustainable Takeover Regime? The Potential Reform of the Takeover Directive in a Sustainable Development Perspective. *European Company Law*. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2098852>. 29th October 2013.
- ⁹¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report. In the website of European Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm. 2nd November 2013.
- ⁹² *Ibid.*
- ⁹³ Tsagas, G. (2012). Reflecting on the Value of Socially Responsible Practices Post the Takeover of Cadbury PLC by Kraft Foods

Inc: Implications for the Revision of the EU Takeover Directive. *European Company Law*. Volume 9, Issue 2. 70-80.

⁹⁴ Lambooy, T. and L. Olup (2013). A Dutch Perspective on the Takeover Bid Directive in the Context of Corporate Social Responsibility. *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, Number 2013-21. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2317205>. 28th September 2013.

⁹⁵ Sjøfjell, B. (2006). The Golden Mean Or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder vs Stakeholder Perspective. In S. M. Bartman (Ed.). *European Company Law in Accelerated Progress*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.

⁹⁶ Tsagas, G. (2012). Reflecting on the Value of Socially Responsible Practices Post the Takeover of Cadbury PLC by Kraft Foods Inc: Implications for the Revision of the EU Takeover Directive. *European Company Law*. Volume 9, Issue 2. 70-80.

⁹⁷ Deipenbrock, G. (2012). Selected Legal Aspects of the Takeover Directive and German Takeover Law in the Market and Sustainable Development Perspective. *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, Number 2012-19. In the website of SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2098799>. 29th October 2013.

⁹⁸ 17 U.S. (4 Wheat.) 518 (1819) (Story, J.).