

## 完善上市公司控制权之争的 纠纷解决机制\*

——基于实践的检视与建议

孙秀振\*\*

**摘要:**上市公司收购引发的控制权之争纠纷日趋增多,现行的解决机制存在规则不清、授权不明、约束力不足等问题,在综合效率、协调衔接等方面也存在需完善之处,导致问题解决效能难以符合市场的实际需求。本文基于对实践案例的梳理,分析现行争议解决机制存在的不足,立足国内市场现状和法制环境,提出系统性完善相关解决机制的建议。

**关键词:**控制权 收购 反收购 解决机制

### 一、控制权之争纠纷的主要类型与案例

据统计,2015 ~ 2016 年,沪深两市共发生 1789 次权益变动信息披露事件,其中有 156 家上市公司

---

\* 本文仅代表作者本人学术观点,与所任职机构无关。

\*\* 武汉大学法学院博士研究生,现供职于中国证监会深圳监管局。

发生了实际控制人变更(无实际控制人的,则为第一大股东变更)。<sup>[1]</sup>在上市公司举牌、收购事项日益增多的同时,围绕收购与反收购的控制权之争也大量出现,目前所涉及的争议纠纷主要有以下几种类型。<sup>[2]</sup>

### (一) 否定股东权利之争

上市公司控制权争夺的目的首先在于控制股东大会。除增持股份或争取其他股东支持扩大表决权数量外,否定举牌收购方股东大会的提案权、表决权也成为争夺股东大会控制权的重要途径。我国《上市公司收购管理办法》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在报告、公告等文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,中国证监会责令改正。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。《证券法》也对收购做出了类似规定。<sup>[3]</sup>目前,国内控制权之争中,确实存在相关举牌收购方在举牌或收购过程中未及时履行信息披露义务等违规情形,如在上海新梅案例中,举牌方曾动用多个“马甲”账户增持,相关账户组在合计持有上海新梅股票首次超过5%、10.02%时,均未按照《证券法》第86条规定对超比例持股情况进行及时报告和公告。为此,宁波证监局决定:责令王斌忠改正违法行为,给予警告,并处以50万元的罚款。<sup>[4]</sup>除上海新梅外,康达尔、西藏旅游等多家上市公司在相关方举牌收购过程中也出现了类似情形。相关上市公司或其现控制方也均以举牌收购方存在违规为由,否定其股东大会提案权或股东表决权,而举牌收购方则坚持其违规行为不影响举牌收购行为及相应股东权利的有效性。多个公司先后出现控制方提起诉讼,要求法院确认举牌方违规,不得行使股东权利;举牌方提起诉讼,要求法院判决上市公司否定其股东权利非法的多重诉讼情形。

### (二) 阻击举牌收购措施之争

在激烈的控制权之争案例中,部分上市公司董事会积极参与,采取了明显旨在抑制或阻击收购的措施。在披露层面,有公司董事会拒不

[1] 数据来源于wind数据库。

[2] 突破法制框架的纠纷类型不在本文考虑之内。

[3] 参见《上市公司收购管理办法》第75条、《证券法》第213条。

[4] 中国证券监督管理委员会宁波监管局行政处罚决定书[2015]1号(王斌忠)。

接受举牌方权益变动报告文件,这可能导致举牌方的权益变动报告文件披露日期超出事实发生之日起的3个交易日,形成滞后披露;在交易层面,有公司董事会在公司被举牌期间申请公司股票紧急停牌,并多次延期复牌,客观上导致举牌收购方在长期停牌时间内,无法继续通过二级市场交易买入公司股票;在权益层面,亦有公司董事会在公司被举牌期间,提出影响重大的购买、出售资产等交易方案,或者意在摊薄举牌方持股比例的发行或重组方案等。此外,甚至有公司存在董事会直接拒绝承认股东大会决议效力、拒绝召开股东大会等阻击收购的情形。对此,举牌收购方一方面通过向监管部门投诉举报、向法院提起诉讼等途径,强烈质疑董事会阻击收购事项的合法合规性,如2015~2016年康达尔举牌方连续提起诉讼,要求法院判决康达尔董事会有关决议无效,并追究全体董事的侵权责任;<sup>[5]</sup>另一方面,部分举牌收购方通过提议并召集临时股东大会的方式,希望构建能忠实执行自身意志的董事会,控制权争夺最终恶化为“双头董事会”的存在,即控制权争夺的双方分别召开股东大会任免自己的董事会人员,如2012~2013年的“九龙山双头董事会之争”,曾引起市场的广泛关注。

### (三) 章程设置反收购条款之争

面对举牌收购方的汹涌攻势,越来越多的上市公司通过修改公司章程来设置反收购条款,并以此作为预防性措施。根据反收购条款所涉及事项的不同,目前国内上市公司章程设置的主要反收购条款大致可以划分为三类:一是更改权益变动规则条款,包括公司章程降低《证券法》第86条规定的举牌门槛,如将5%降低为3%,并规定违反相关规定的不得行使表决权、临时提案、提名董事等权利等;或者公司章程中规定收购人增持股份的行为必须事先取得股东大会、董事会或管理层的批准等。二是通过提高提名董事、监事或者提议相关临时股东大会所需股份的数额、比例和持股时间要求,限制新进入股东改选董事会的权利。这是当前市场上最为常见的章程反收购条款类型,如伊利股份2016年8月董事会决议拟修订公司章程,规定更换及提名董事会、监事会成员及修改公司章程的提案,须连续两年以上单独或合计持有

---

[5] 详见康达尔2015年12月22日《重大诉讼事项公告》、2016年7月1日《诉讼公告》。

公司15%以上股份的股东才有权提出。<sup>〔6〕</sup>三是增加限制新进入股东改变公司治理现状的条款,包括任期内不得任免董事的条款,董事改选比例限制的交错董事会制度,高额补偿离职董事的金降落伞条款等。

特别是受到宝万之争等具有重大市场影响力的控制权之争事件的冲击,到2016年中,深市已有32家主板公司、11家中小板公司和9家创业板公司通过章程直接限制了股东提名董事的权利;148家主板公司、93家中小板公司和49家创业板公司提高了提名董事候选人持股比例的要求;70家主板公司、73家中小板公司和46家创业板公司增加了持股时间的要求;41家主板公司、12家中小板公司和5家创业板公司采用了交错董事会制度。<sup>〔7〕</sup>沪市也有商赢环球、天目药业、ST新梅等多个案例。公司章程中反收购条款的大量出现,引发市场多方关于损害股东权益、抑制收购市场效率的争议,证券交易所、中小投资者服务中心等相关机构也屡次提出问询关注。<sup>〔8〕</sup>

#### (四)新型金融工具使用之争

除上述三类较为传统的争议类型外,近年来,在控制权之争中一些新手段、新工具的运用,特别是高杠杆结构化金融工具参与收购,也在实践中引发了一些新的争议。

在金融杠杆工具运用火热的2016年年中,根据半年报数据,单一资管计划持股比例5%以上的上市公司已有44家,持股3%以上的上市公司已有148家。<sup>〔9〕</sup>考虑到举牌收购中大多采用多个资管计划分散投资情形,资管计划在举牌收购中的实际运用情况显然更为普遍。这些资管计划大多存在优先与劣后级并存的结构化和高杠杆特征,产品存续期与投资锁定期往往期限错配,并有股价波动随时平仓要求。如慧球科技原控股股东通过多只配资比例1:2的资管计划控股上市公

---

〔6〕 详见伊利股份2016年8月10日《关于修改公司章程的公告》。

〔7〕 根据巨潮资讯上市公司章程公告梳理统计。

〔8〕 例如,中小投资者服务中心2016年7月对雅化股份修订公司章程公开质疑,上海证券交易所2016年8月对伊利股份修订公司章程问询等。

〔9〕 数据来源于wind数据库。

司后,因股价下跌相关产品被强行平仓。<sup>[10]</sup>此后,公司实际控制人突变,并因涉嫌违法违规问题被监管部门立案调查。这些大量复杂的金融杠杆工具的使用,使上市公司股权结构中出现关于股东适格、实际控制人穿透、一致行动人认定、表决权委托行使效力等一系列争议问题。如在万科案例中,2015年7月和8月,钜盛华利用收益互换产品通过4家券商买入万科A股份8.04%;2015年12月,钜盛华通过9个资产管理计划买入万科A股票9.22%。根据媒体报道,在万科《关于提请查处钜盛华及其控制的相关资管计划违法违规行为的报告》中,即对有关资管计划等金融工具的股东地位适格性问题、一致行动人问题、表决权让渡合法性问题提出了质疑。<sup>[11]</sup>

## 二、现行解决机制的缺陷与不足

现行的控制权之争纠纷解决机制主要由主体自治、行政监管、司法审查三个层面构成,但由于存在规则、效率、协调等方面的缺陷与不足,相关解决机制在实践运行中并没有发挥预期的作用,成为相关争议问题久拖不决,甚至形成公司治理僵局的客观症结之一。

### (一) 自治解决机制:实然与应然之差距

控制权之争的较多事项涉及公司治理争议,一般认为优先属于私法规制的范畴,通过主体协商、内在机制约束等主体自治方式解决,本应是最符合市场规律、社会成本最低的路径。但由于公司治理自治机制自身存在的先天不足,导致在解决相关争议问题时,不仅未发挥实际效果,有时反而进一步扩大和激化了争议。

1. 董事会在控制权之争中的偏位和失序。无论是基于哪一种治理模式,董事会的角色、职能、定位、权力和责任实现都居于其中的

[10] 详见慧球科技7月14日《关于公司控股股东、实际控制人与部分一致行动人解除一致行动关系及持股5%以上股东权益变动的风险性提示公告》。

[11] 佚名:《万科:向证监会举报宝能资管计划违法违规》,载新浪网,<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-07-19/doc-ifyuapvs8828142.shtml>,2017年8月1日访问。

核心。<sup>[12]</sup> 在控制权之争中,一个独立有效的董事会对促进纠纷解决、维护治理稳定,乃至保护中小投资者利益都起着非常重要的作用。但在控制权之争的实际案例中,董事会却大面积出现站队迹象,失去了应有的独立性,甚至在反收购措施的实施中直接成为争议纠纷的一方。这一方面与现有的董事任免机制有密切关系。董事任免权在公司经营权和控制权的争夺中起着至关重要的作用,并在很大程度上决定着公司董事会的独立性和有效性。<sup>[13]</sup> 但我国现行的上市公司董事任免机制更加突出了控股股东的优势,包括提名时超额委派董事、<sup>[14]</sup> 可无理由罢免董事等,这使得董事普遍在身份上对控股股东存有依附性。在此情况下,由董事会作为主导机构,代表上市公司和全体股东利益推动解决控制权争议问题,显然难属可能。另一方面,尽管有观点认为,我国《公司法》在引入股东代表诉讼时,未引入经营判断等规则,导致董事承担责任的范围过于宽泛。<sup>[15]</sup> 但从实践情况来看,正是由于判断规则的缺失,也使董事会缺乏自治解决相关争议纠纷的标尺和责任约束。在缺乏国家强制机制约束的情况下,公司自治很可能会面临无序性危机。

2. 国家强制与公司自治边界不清。公司自治的实质是在法律合理、正当干预下,以真正意义上的股东自治为基础的团体性自治。<sup>[16]</sup> 但在控制权之争中,对有关公司治理的问题尚存争议,如《公司法》中的有关规定是属于强制性干预,还是任意性规范,无论在条文表述还是司法实践中,都并未做到清晰界定;对不遵循相关规范的责任的规制,也普遍存在缺失或虚化问题,由此造成了对相关事项自治边界的争议。上述公司章程设置反收购条款可能与《公司法》规定产生冲突问题即属此种情

[12] 邓峰:《中国法上的董事会的角色、职能及思想渊源:实证法的考察》,载《中国法学》2013年第3期。

[13] 潘成林:《董事任免制度研究》,吉林大学2013年博士学位论文。

[14] 深圳民营上市公司董事会中,由实际控制人提名的董事整体占比超过80%。参见深圳证监局民营上市公司治理调研组:《解决民营上市公司治理失衡 推动各方积极参与公司治理》,载《中国证券报》2012年11月6日版。

[15] 胡宜奎:《比较法视野下的经营判断规则——兼论我国董事义务的完善》,载《江淮论坛》2011年第2期。

[16] 冯果、段丙华:《公司法中的契约自由:以股权处分抑制条款为视角》,载《中国社会科学》2017年第3期。

况。有观点认为,《公司法》具有私法品格、赋权品格和任意品格,没有理由把《公司法》看作施加了一些强行性条款而使现实的自愿谈判无效的法律规则。<sup>[17]</sup> 同时也有学者提出,上市公司中代理成本问题较为严重,因此其章程的“合同自由”应当受到限制。<sup>[18]</sup> 在此情况下,单纯基于自治路径解决相关纠纷,既因合法性存疑而难以彻底,也容易产生新的进一步争议。

## (二) 行政监管机制: 权限和规则的困境

长期以来,我国个体纠纷就有依赖行政监管的传统,加上当前自治解决机制难以有效发挥作用,无论是争议各方还是市场投资者、媒体,对行政监管在控制权之争的解决中均予以了很高预期。<sup>[19]</sup> 但在实践中,受限于授权和规则问题,行政监管在相关争议解决中实际常处于难以作为的境地。

1. 对治理争议的监管在法律层面授权不足。尽管《证券法》明确了监管部门对收购的监管职责,但控制权之争涉及的基础性治理问题,包括否定限制股东权利、公司章程设置反收购条款等均在《公司法》的规制范畴内,其中并未授予监管部门对相关问题予以监管的权力。虽根据市场监管需要,监管部门制定颁布了《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》《上市公司股东大会规则》等上市公司治理方面的部分规则,但由于法律层面授权和责任规定的缺失,有关规则更多具有“软法”特征,对相关治理争议问题目前仍大多通过证券交易所问询关注等窗口指导方式予以引导,缺乏更有强制力的监管机制。

2. 严格成文法环境下的法律适用困境。一方面,控制权市场新情况、新问题层出不穷,成文法律规则很难及时调整和适应;另一方面,控制权之争所涉利益巨大,行政监管即使在获得法律授权的情况下,也需进一步压缩自由裁量空间,严格依法行政。在此情况下,法律适用的矛盾凸显。例如,针对否定存在违规行为收购方的股东权利问题,《证券

[17] 汪世虎、蒋华胜:《公司法中的意思自治——以公司合同理论与公司法的功能剖析为视角》,载《西南政法大学学报》2015年第5期。

[18] 汤欣:《论公司法的性格——强行法抑或任意法》,载《中国法学》2001年第1期。

[19] 例如,康达尔至少在2015年9月22日、2016年1月6日、2016年12月14日三次公告中提及,已就相关事项向监管部门报告或投诉。

法》设置了违规行为“未改正”的前提,但对“改正”的含义并未明确。举牌收购方大多认为改正应是履行信息披露义务,在补充披露公告后,即已完成改正,不得再限制其股东权利;目标公司现控制方则坚决主张,改正应是处分举牌违规部分的股份,未处分股份前仍可限制股东权利。对此,由监管部门作出清晰界定,很可能已超出了一般应用性法律解释的界限。另如,对金融杠杆工具衍生的公司治理问题等,在《公司法》等立法时显然难以预见,完全依据现有的成文规则推断,也必然会产生法律适用的争议。<sup>[20]</sup>

### (三) 司法审查机制:标准和效率均需提升

司法裁决具有终极性意义,是解决目前控制权之争导致的公司治理僵局的必然路径,特别是审查反收购行为是否出自私心等涉及董事、经理是否善尽其对公司忠实义务及谨慎义务的判断,更宜留给法院在具体案例中斟酌情势再行裁决。<sup>[21]</sup>但在实践中,对相关争议问题的司法审查程序也存在漫长且分散的问题,难以较好地适应证券市场的预期确定性、规则统一性的需要。

1. 司法审查的效率问题。控制权之争中的争议纠纷,争诉内容既指向《公司法》领域的股东权利、董事责任、章程效力等问题,又涉及《证券法》领域的披露、交易、收购等是否合法等前置性法律关系判断,新型、复杂、疑难情况较多。对司法系统而言,此类案件所占比例不高,但审查力量配置相对较少且分散,专业性的审理队伍仍需建设。加上此类案件所涉利益巨大,当事人攻防手段激烈,穷尽诉讼程序,导致整个诉讼程序过于冗长,较多案件迄今仍未完成审理,部分案件进入诉讼程序已达数年时间<sup>[22]</sup>,诉讼预期难以把握,诉讼效率难以保证。即使是已完成审理的少数案件,出于谨慎性考虑,也主要是就个案事实证据作出的认定和处理,较少涉及普适性法律规则和原则的阐释与指导,难以体现解决类

[20] 刘燕教授在《结构化资管计划的合法性分析:兼评万科挑战宝能资管计划》一文中,曾对有关资管计划在举牌收购中运用的合法性进行了学术上论证。但若监管部门做出判断,显然有更高的规则确定性需求。

[21] 汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,载《清华法学》2008年第6期。

[22] 审理进度相对较快的上海新梅案例中,其一审程序从2015年3月4日立案受理,至2016年6月30日做出判决,也长达一年零四个月。

似纠纷的法律效果和社会效果。

2. 司法审查的标准问题。在现行司法体系下,同类案件的相关司法程序分布在多地和多层级法院进行,<sup>[23]</sup>裁判理念和标准并不完全统一,可能会给市场发出互相矛盾的信号,进一步扩大相关争议。例如,针对否定举牌收购股东权利的诉讼案件中,西藏旅游 2015 年 10 月 12 日公告,拉萨中级人民法院裁定,禁止有关举牌收购方在案件判决前行使其持有股份的投票权、提案权、参加股东大会的权利、召集和主持股东大会的权利。新华百货 2016 年 2 月 19 日公告,银川市兴庆区人民法院裁定,在案件审理过程中,有关举牌收购方不得对其持有的股份行使表决权、提案权等相应股东权利,不得处分有关股份;2 月 20 日则又披露,该法院已解除禁止行使股东权利的保全措施。而在上海新梅等类似案件中,则未出现诉讼过程中法院禁止有关方行使股东权利的情形。

### 三、控制权之争纠纷解决机制的完善建议

#### (一) 构建争议纠纷自律性解决机制

1968 年英国建立了由证券交易所、英格兰银行和机构投资者等业内专业人士组成的专门的并购委员会(The Panel on Takeovers and Mergers),承担并购过程中包括公司治理等问题的自律监管职责,通过并购委员会裁决争议,已渐渐成为英国相关争议解决的主流模式。就我国而言,可以借鉴这一做法,建立以证券交易所、中小投资者服务中心等主导的自律性争议解决机制。一方面,在前述董事会普遍独立性不足情况下,能够使中小投资者利益得到更好的关注和维护,也为争议各方提供了更多元化的问题解决路径;另一方面,能够克服行政监管受成文法规则约束而对新情况新问题适应性不足的困难,通过灵活的自律监管,有效提升解决问题的效率。在具体职能分配方面,首先建议强化证券交

[23] 甚至同一纠纷事项,因不同起诉主体和不同诉求,即涉及多地和多层法院。如康达尔 5 起诉讼分别涉及广东省高级人民法院、深圳市福田区人民法院、深圳市罗湖区人民法院,并经上诉、申诉程序,涉及深圳市中级人民法院、最高人民法院第一巡回法庭。

交易所对公司治理自律性规则的制定权,并由证券交易所主导构建包括监管部门、专家学者、机构投资者等参与的收购委员会等机制,实时裁决违反自律性规则的争议问题;其次是确立中小投资者服务中心利用特殊持股身份,主动发起公司治理纠纷会商、提交自律裁决及对损害中小投资者利益方予以声誉惩戒。

### (二) 对公司治理争议的行政监管赋权

针对证监会对控制权之争的监管于《证券法》有责而在《公司法》无权的困境,在现阶段有必要在法律层面确立证监会对相关问题的统筹监管地位,即证监会的监管职责范围既应包括《证券法》范畴内对程序公正、信息透明的监管,也应包括《公司法》范畴内对目标公司管理层勤勉忠实义务的监管和对控股股东实际控制人履行诚信义务的监管等。<sup>[24]</sup>在立法路径上,鉴于《公司法》修订的时间周期较长,需协调事项过多,可以考虑在出台《上市公司监管条例》时,就证监会对公司治理问题的监管介入进行明确授权,包括授权证券监管部门制定《上市公司章程指引必备条款》并监督其实施等,使监管部门对控制权之争中的治理争议问题的监管有法可依,提高问题处理的效率。同时,也应遵循公司治理的自治特性,对监管介入的边界予以明确限定,确保行政监管介入的有限性和底线性。

### (三) 推进司法审查的集中管辖审理

美国对收购与反收购的控制权之争的司法审查以效率闻名。其一项突出的特点在于,由于美国绝大多数公众公司注册地位于特拉华州,该州法院的司法审查在相关纠纷解决中处于主导地位,这种相对集中的审理,一方面,使司法标准最大程度上保持了统一;另一方面,审理人员的经验的积累,可以使此类案件的审理效率得到基本保障,不至出现司法拖延市场效率的情形。特拉华州法院能够对争议迅速地做出回应,经常在当事人尚未完成口头辩论的情况下,就对案子作出了裁决。<sup>[25]</sup>考虑到控制权之争的争议纠纷往往涉及证券市场收购交易、复杂金融工具

[24] 张子学:《公司收购防御法律规制研究》,中国政法大学2008年博士学位论文。

[25] 张子学:《公司收购的监管与争议解决模式》,载赵旭东、宋晓明主编:《公司法评论》,人民法院出版社2010年版。

的使用等专业性问题的使用等,并具有影响重大、涉众性强的特点,在现阶段有必要借鉴美国相对集中审理模式,指定层级较高、专业性较强、审理经验丰富的法院集中管辖和审理此类案件,<sup>[26]</sup>通过标准统一的司法审查保障市场形成较为确定的预期,进一步提升司法审查的效率。

#### (四) 加强不同层面解决机制的协同配合

控制权之争中争议纠纷的解决,需要各类机制协同配合,才能发挥出整体效能。其中公司自治路径的实现,有赖于国家强制机制的约束保障,自律机制、行政监管的效果也有赖于司法审查的确认支持。因此,一方面,针对上市公司董事会在控制权之争中不独立、无法在公司自治机制中发挥应有作用的问题,在控制权之争的行政监管和司法审查中,均需要密切关注董事对上市公司的勤勉忠实义务履行情况,强化对损害公司和其他股东利益行为追究行政责任和刑事责任的力度,在自律机制中则积极推进中小投资者服务中心对控制权之争中董事责任的诉讼或支持诉讼。另一方面,也应探索司法审查中对自律解决机制、行政监管的“认可机制”。在英国自律解决机制中,尽管当事人如对并购委员会的裁决不满,可以请求法院进行司法审查,但英国上诉法院在 *R. V. Panel on Takeovers and Mergers, ex parte Datafin plc* 一案中明确,司法审查只对将来发生作用,并不影响并购委员会已做出的裁决。<sup>[27]</sup>这使得并购委员会自律解决效率和市场认可度大幅增加,最终成为主流的解决机制。在我国司法审查中,亦可考虑借鉴该做法,除非事实查明有误,否则即对自律裁决或行政监管的结果予以认可,而对于法律规则适用问题的另行判断,仅以存在对社会公益有重大影响必须纠正事由为前提。

#### (五) 系统性审视完善相关法律规则

现行解决机制运行不畅在多个方面都涉及了法律规则不清晰的问题,需基于控制权之争的实践,对相关法律规则进行系统性、整体性审视和完善。首先,对证券市场相关争议规则的内涵进行明确,重点是在《证券法》及《上市公司收购管理办法》的后续修改中,进一步清晰收购过程

---

[26] 2017年8月,最高人民法院印发《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》,已提及选择部分地区设立金融审判庭。但对涉及控制权之争的治理争议问题是否纳入金融审判范围尚未明确,同时也未涉及集中管辖问题。

[27] *R. v. Panel on Takeovers and Mergers, ex parte Datafin plc* [1987] QB 815.

中未及时履行信息披露义务及披露期间未停止买卖股票等违规行为的法律后果,明确“责令改正”“限制行使表决权”的具体含义,以及采取限制表决权措施的有权实施主体、实施程序。其次,对公司法律范畴有关规定的强制性或任意性属性进一步明确,包括通过司法解释、发布具有指导性的司法判例等方式,对实践中部分公司修改公司章程设置反收购条款中与《公司法》规定不一致内容的效力边界进行确认。<sup>[28]</sup>

#### (六) 注重判断原则的总结和确立

美国的司法审查在控制权之争中,既实现了对争议纠纷的最终解决,又有效发挥了造法作用。通过一系列裁决确立的原则,引导着后续司法审查以及市场主体自治解决的方向。例如,美国州法院在 *Cheff v. Mathes* <sup>[29]</sup> 等案中逐步发展出著名的“经营判断规则”,在 *Bennett v. Propp* <sup>[30]</sup> 一案中确立的举证责任倒置规则,在 *Unocal v. Mesa Petroleum* <sup>[31]</sup> 一案中确立的防御措施相当性标准等,现都已成为争议问题解决的主要判断标准。我国虽不属于判例法国家,但本国活跃的证券市场中新情况、新问题不断出现的趋势,也必然要求在监管和司法过程中,加快确立判断原则,以克服成文法适应性的不足,并为公司自治解决机制提供标尺,提升后续纠纷争议的解决效率。具体形式可以包括:由最高人民法院等司法部门加强对相关司法适用的指导和协调,形成具有示范和典型意义的指导案例,详细阐释控制权之争司法审查中遵循的理念和原则;监管部门通过具有重要意义的行政处罚案例,阐释行政监管的标准;自律组织通过收购委员会等专业化机构会议,阐释自律监管的导向价值等。

---

[28] 针对成都路桥修改公司章程,增设否定举牌违规方股东权利条款事项,2017年1月,成都市武侯区人民法院裁定,在有关案件审结前,成都路桥不得执行有关修改公司章程的股东大会决议。但此仅属应当事人申请作出的保全措施,并非实体审理判决。

[29] *Cheff v. Mathes*, 41 Del Ch. 494, 199 A. 2d 548 (1964).

[30] *Bennett v. Propp*, 187 A. 2d 409 (1962).

[31] *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985).