

上市公司收购法律制度完善研究

西北政法大学课题组*

摘要:本文从上市公司收购的概念、要约收购、信息披露、反收购等多方面,对上市公司收购制度存在的问题进行了分析,并就《证券法》第四章的修改提出建议。

关键词:上市公司收购 要约收购 信息披露

一、上市公司收购的概念及本质

(一) 词义辨析

收购的概念最早源于英美法中的“takeover”与“acquisition”二词,^[1]在不同的语言及法律背景下,有着不同的词语表述和概括。

takeover从词义角度来看,takeover为“接管”的意思。从法律的层面看,takeover是指取得某公司的控制权和经营权,往往通过受让或者公开收购目标公司的股份达一定比例,然后通过控制目标公

* 课题组负责人为西北政法大学张学安教授,课题组成员包括强力、刘亚军、张华、杨为乔、凤建军、金文杰、李诗梦。

[1] 参见陈忠谦:“上市公司收购若干法律问题”,中国政法大学博士学位论文。

司的股东大会并改组其管理层来实现。^[2]

tender offer 公开收购要约,指在公开交易市场外直接向一个公司的股东提出以高于现行市价的价格购买他们所持有的该公司股票的要约。其目的在于获取公司的控制权,^[3]从这个角度看,tender offer 是 takeover 中的一种。

acquisition 原意指获取特定财产所有权的行为,引申为通过该项行为,一方取得或获得某项财产。尤指通过任何方式获取“实质上的所有权”或称“实际控制权”。^[4]

merger 从词义的角度来看,merger 指物体之间或者权利之间的融合或相互吸收,通常被融合和吸收的某一方在价值或重要性上要弱于另一方,融合和吸收之后,较不重要的一方不再独立存在。在公司法律层面上,merger 指一个公司被另一个公司所吸收,后者保留其名称及权利义务,前者则不再是一个独立的法人,^[5]即 $A + B = B$ 模式。

consolidation 从词义的角度看,consolidation 指合并行为或合并后的状态。在法律层面上,consolidation 指两个或两个以上的公司合并为一个新设立的公司,即 $A + B = C$ 的模式。

amalgamation 指不同种类间,或不同因素、团体、协会、联盟或公司间联合,以形成一个同质的整体或体系。^[6]在美国法中,amalgamation 包含 merger 与 consolidation。^[7]

以上这些词语与我国公司法、证券法和证监会的规章有相契合之处。我国《公司法》第 172 条将“公司合并”规定为吸收合并和新设合并两种形式。吸收合并类似于英美法语境下的 merger,新设合并类似于英美法语境下 consolidation,可见,我国《公司法》中所规定的“公司合并”类似于美国法中的“amalgamation”。我国《证券法》第四章所规

[2] Henry Black, *Black's Law Dictionary*, West Publishing Company, 1979. 另外,香港特别行政区参照英国 *City Code On Takeovers - An Introduction* 制定的《公司收购与合并守则》中,将 takeover 译为“收购”。

[3] 同上。

[4] 同上。

[5] 同上,香港特别行政区《公司收购与合并守则》中文本将 merger 译为“合并”。

[6] 同上。

[7] Clark, *Corporation Law*, Little, Brown & Company Limited, 1986.

定的“上市公司收购”则与英美法语境下的 takeover 内涵较为类似。证监会制定的《上市公司重大资产重组管理办法》中所规定的“重大资产重组”则与英美法语境下的 Acquisition 在内涵上有所竞合。

(二) 上市公司收购的学理界定

目前学界对于上市公司收购的概念有着不同的理解和认识,大致有三种表述。

有学者认为,上市公司收购“是投资者通过公开的证券交易市场,单独或共同购买某上市公司的股份,以取得对该上市公司的控制权或经营权,进而实现对该上市公司兼并或实现其他产权性交易的行为”。〔8〕

也有学者认为,“上市公司收购是指自然人或法人或其他组织基于获得或强化对某一上市公司控制权的目的,通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度,导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为”。〔9〕

此外,还有学者认为,“上市公司收购包括股权或资产的购买(但纯粹以投资为目的而不参与营运的股权购买不包括在内),并且此种购买不以取得被购买方全部股份或资产为限,仅取得部分资产或股份并随之取得控制权亦可称为收购”。〔10〕

课题组认为,第三种表述较为全面、准确。上市公司收购的最终目的是要取得上市公司的实际控制权,而前两种观点并没有完全覆盖收购人取得上市公司实际控制权的方式,除购买上市公司的股份之外,取得上市公司控制权还可以通过“资产重组”等方式。

(三) 上市公司收购的法律界定

1. 国外证券法中对上市公司收购的界定

不论是英美法系国家的证券法律,还是大陆法系国家的证券法律,

〔8〕 叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2005年版,第267页。

〔9〕 陈忠谦:《上市公司收购》,法律出版社2007年版,第8页。

〔10〕 汤欣:“公司收购的价值争论与立法取向”,载 http://academic.law.tsinghua.edu.cn/homepage/index.php?r=show/index&id=790&cate_id=76%2C,2013年7月12日访问。

尽管都对上市公司收购作出了规定,但鲜有对“上市公司收购”这一概念进行界定。只有少数国家的证券法律中明确了“公开收购”(即“要约收购”)这一概念。如韩国《投资服务暨资本市场法》第133条第1款规定:“本节中所称的‘公开收购’,是指向不特定多数人就有表决权的股份以及总统令规定的其他证券(以下简称股份等),发出收购(包括与其他证券的交换)要约或者发出卖出要约邀请(包括与其他证券的交换),并在证券市场(包括与此近似的海外的市场)外买受该股份等的行为。”

2. 我国现行法律对上市公司收购概念的界定

(1) 对上市公司收购的直接规定

我国《证券法》第四章为“上市公司的收购”,但未对其进行定义。但从其上下文来看,《证券法》中的“上市公司收购”包括了5%以上30%以下的上市公司大额持股变动、预定收购比例不低于5%的自愿要约收购、持股超过30%而触发的强制要约收购、协议收购和间接收购等。而《上市公司收购管理办法》也未对“上市公司收购”作出明确定义,但在具体条文中区分了“上市公司的收购”和“相关股份权益变动活动”两个名词。“股份权益变动活动”是指通过证券交易所的证券交易或通过协议转让方式,投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%。而所谓的“上市公司的收购”则包括了要约收购、协议收购和间接收购。

通常来说,上市公司收购的目的是取得目标公司的控制权。但是,包括我国在内的许多国家法律对上市公司收购的规定,并未强调取得、达到实际控制权。只要是持股比例(包括一致行动人)达到有表决权股份的5%,就纳入了上市公司收购的规范范畴,这种情况下,5%的股权一般不能够对上市公司拥有控制权,只是日后可能发展成为控股股东。在少数情况下,即使达到30%的持股比例,也不一定能够控制上市公司。因而,上市公司收购法律制度是与控制上市公司相关联的一系列制度,即使收购人没有取得上市公司控制权,甚至不具有控制目的,只要持股比例达到申报、披露及强制要约收购的门槛,也必须遵守上市公司收购的法律规定。

(2) 其他相关规定

2008年3月24日,中国证监会发布的《上市公司重大资产重组管理办法》对“资产收购”的概念进行了界定,明确上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例,导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为属于“重大资产重组”。对于“重大”一词,应当从定性和定量两个方面解释。在定性方面,要求交易标的必须是经营性资产;在量的方面,要求交易标的达到一定数额或达到净资产总额的一定比例以上。

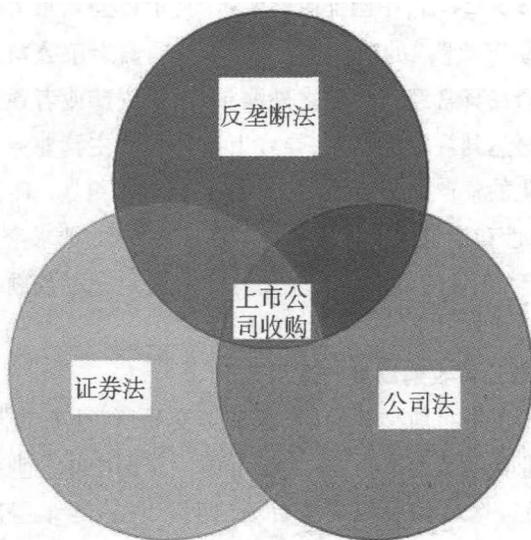
(四) 上市公司收购制度的适用范围

我国资本市场目前呈现为沪、深证券交易所(主板市场)、深圳证券交易所创业板股票交易市场(二板市场)、全国中小企业股份转让系统(三板市场)、区域性股权交易市场(四板市场)等多层次的市场结构。课题组认为,由于证券法是证券发行和转让的基本法律,非上市公司也同样发行股票,并且股票也可依法转让,符合条件的还可依法向社会公众转让。对于一部分非上市公司收购,证券法不能留下空白。诚然,三板市场、四板市场中的公众公司不是上市公司,纳入上市公司收购专章中存在逻辑问题,可是,由于我国《公司法》对此没有明确规定,在非上市公司股东人数众多的情况下,规范针对该类公司的收购行为,实属必要。参考我国的非上市公司管理规定,向社会公众转让,或者股票向特定对象发行或者转让导致股东达到200人以上的非上市公司,可以参照上市公司收购进行规范。对这类公司的收购进行规范,一是可以完善证券法律制度,二是有利于公司股东权益的保护,三是可以维护证券市场的稳定。不过,由于非上市公司是介于开放性公司和闭锁性公司之间,不能完全按照上市公司收购的制度提出要求。参照上市公司收购制度进行规范,主要应体现在信息披露和要约收购等方面。

(五) 上市公司收购法律制度的本质

从制度体系与位置来看,上市公司收购制度位于证券法、公司法以及反垄断法的结合部分,这三部法律分别体现了证券交易中的投资者与投资者、股东与公司、垄断行为实施者与垄断行为的受害者之间的权

利与义务衡平关系。(参见下图)



然而,无论将上市公司收购制度置于哪一部法律之中,都存在某些难以克服的立法选择问题。若将上市公司收购法律制度置于证券法中,则重点应当在于确保上市公司收购应当遵从公平有序的金融商品交易规则,而不在于从实体上对上市公司收购行为加以限制,否则欠缺法理上的正当性与法律制度设计上的合理性,有悖证券法律制度体系的纯粹与完善。若将上市公司收购制度纳入公司法律制度当中,公司法律制度当中的股份持有、让渡制度对收购行为进行的某种实体上的限制与约束,很难借助公司股东大会、董事会以及监事会等公司内部治理结构来对抗来自于外部的强大收购力量,尤其是面对各种敌意收购的时候。如果将上市公司收购制度置于反垄断法律制度之中,则具有强烈公法色彩的反垄断法可能存在的对于资本市场自由度以及投资人投资选择权利的干预和限制会抑制收购的发生。

不过,整体上来看,似乎将上市公司收购制度放置于证券法或者公司法当中更为妥当。那么,到底是将上市公司收购制度放在证券法里还是公司法里呢?众所周知,近年来各国公司法制普遍走上了所谓规制缓和的道路,将原本属于投资者、属于市场决定的事务尽量交由市场

解决,对于公司的股权交易活动,公司股东会以及公司内部治理机制扮演着决定性的作用。而在证券法律制度领域,则出现了一系列制度变化,其核心在于加快、促进资本市场的交易规模和便捷程度,以使更多的投资者能够便利地进入资本市场,从事各类金融商品交易活动,并由此推动整个宏观经济的发展和成长。如果我国现行公司法要以“规制缓和”为目标,减少对于市场主体的干预,为公司企业松绑;如果我国现行证券法要发展为中国版的金融商品交易法或者金融服务法,那么,就应当弱化上市公司收购的概念,而将其分别归入公司法和未来的金融商品交易法之中,在公司法中规定上市公司收购时所涉及的股权让渡规则,而在金融商品交易法中规定收购行为的交易秩序规则,主要是相应的信息披露和透明度规则。仅对当前上市公司收购制度的完善似乎也只能停留于对现行规则的修修补补,其重点也只能是对行政审批、过度监管的降温败火而非釜底抽薪。

(六) 结论

目前来看,就“上市公司收购”本身的内涵和外延的复杂性而言,结合其他国家及地区的立法情况,精准定义“上市公司收购”绝非易事,我国现行《证券法》不明确界定“上市公司收购”这一概念是明智的。因此,课题组建议维持《证券法》第85条“投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司”的规定不变,而无须在《证券法》中明确界定“上市公司收购”的概念。另外,鉴于借助“资本运作”、“资产重组”等手段,套取上市公司控制权,甚至借机掏空上市公司等案例时有发生,严重破坏了证券市场秩序,因而很有必要对收购人的主体资格和条件作出规定。建议将《上市公司收购管理办法》第6条中对于收购人主体资格的规定纳入《证券法》之中。^[11]

[11] 《上市公司收购管理办法》第6条规定:“任何人不得利用上市公司的收购损害被收购公司及其股东的合法权益。有下列情形之一的,不得收购上市公司:(一)收购人负有数额较大债务,到期未清偿,且处于持续状态;(二)收购人最近3年有重大违法行为或者涉嫌有重大违法行为;(三)收购人最近3年有严重的证券市场失信行为;(四)收购人为自然人的,存在《公司法》第一百四十七条规定情形;(五)法律、行政法规规定以及中国证监会认定的不得收购上市公司的其他情形。”

二、上市公司的要约收购

上市公司要约收购就是指收购人以向全体有表决权的股东发出要约的方式,以公平对待所有股东为基本条件,以行使控制权为目的而取得目标公司全部或者较大数额股份的法律行为。上市公司要约收购包括自愿要约收购和强制要约收购。

(一)上市公司强制要约收购(mandatory tender offer)的触发点

各国地区证券立法对强制要约收购的触发点的规定差异很大。如英国、香港地区、德国、意大利、新加坡为30%,法国、瑞典、日本规定为1/3,马来西亚为33%,南非、我国台湾地区为20%,捷克为40%,保加利亚为50%。而我国《证券法》第88条将30%的持股比例确定为要约收购的法定临界点或触发点。根据2013年7月18日的持股情况统计,我国上市公司2469家,而第一大股东持股占30%以上的达1459家,占比59.09%。通常情况下,除了协议安排等共同持有之外,第一大股东对公司具有控制权,这个比例也是比较适当的。

(二)收购要约的公布和要约期限

1. 收购要约的公布及要约内容要求

我国《证券法》第89条和第90条分别规定了要约发布前的审查程序、上市公司收购报告书的必要内容和要约的公布。收购人要约收购上市公司,事先向国务院证券监督管理机构报送上市公司收购报告书,同时还应当将上市公司收购报告书提交证券交易所。只有在报送后的15天内,国务院证券监督管理机构审查无异议之后,才能发布公告。如果主管机构发现上市公司收购报告书不符合法律、行政法规规定的,不得公告其收购要约。这种要约收购报告书前置审查制度,尽管可以保证要约内容的合法性,但是15天的审查期限延长了要约人收购上市公司的时间,增加了监管部门的工作量,增加了要约收购的成本。

课题组在建议稿中取消了收购要约发布的前置审查程序,改为要约人可根据法律规定直接发布收购要约。保留了证券监督管理机构的事后审查权增加了违法要约的后果规定。“要约公告发布后,国务院

证券监督管理机构发现上市公司收购报告书存在虚假记载或重大遗漏以及其他不符合法律、行政法规及国务院证券监督管理机构有关规定的,应当在要约期满前告知收购人,限期改正。要约期限从改正之日重新计算。要约人拒不改正的,不得从事该要约收购。”

2. 要约收购期限

我国《证券法》规定要约收购期限不得少于30日,并不得超过60日。国外证券立法对要约收购期限一般规定在14日至3个月之间。日本法律规定不少于20个营业日,不长于60个营业日。在该范围内,由要约人自行决定。但是,如果要约中规定的期限少于30个营业日,应目标公司的要求,要约期限自动延长,按30个营业日计算。考虑到我国境内不少公司既存在A股,还有H股、N股等,境内外要约收购期限的不同,会给要约人带来不便,甚至要约收购失败。本课题组认为,《证券法》应当允许要约收购期限延长,但不能缩短。延长要约收购期限,会增加要约收购成本,加大失败风险,但这由要约人决定并承担由此带来的不利,法律不硬性规定。目前,我国有一部分上市公司分别在国内和境外上市,今后还可能出现证券同时在若干个国家的证券交易所同时挂牌出售的情况,不同市场规定的要约期限存在差异,特殊情况下有必要对此进行回应。因而,如果境外期限比中国的短,要规定要约期限不能少于30天,因为期限太短会增加受要约人信息收集难度和出售压力,不利于国内受要约人;如果境外的要约期限比中国长,可以允许要约人选择较长期限。建议将要约期限变更为:收购要约约定的收购期限不得少于30日,并不得超过60日。收购涉及两个不同市场的,要约期限可以适用最长的期限规定。

(三) 要约中的价格和支付方式

1. 要约中的定价原则

我国现行《证券法》未规定收购定价原则,而《上市公司收购管理办法》中则对此有所规定。我国目前的收购定价方式主要是通过拉长或者缩短相关期限的方式来确定定价的合理性,在我国,这类期限一般是6个月。以6个月作为判定要约收购价格的定价合理性,并无统计学上的科学依据,但从市场变化以及收购完成所需时间来看,这一期限相对偏长,不利于及时反映资本市场变化,亦不利于保护投资者利益。

我国可以参照欧盟或欧洲国家的规定。欧盟《要约收购指令》要求“以公平合理的价格予以收购”,而所谓“公平合理价格”为在强制要约发出前的6~12个月之间,要约收购人或其一致行动人收购同类证券的“最高价格”。在强制要约公开之后至要约接受期限届满之前,如果收购人及其一致行动人买卖该类证券的价格高于要约所确定的价格,那么收购人应当相应提高要约收购的价格,并且至少不能低于该类证券的“最高价格”。如果该类证券没有确定的价格存在,那么各成员国有权确定一个合理的价格。而芬兰法律规定公平市场价格为要约人在发出要约前6个月所支付同类证券的价格,如果没有该确定价格,则合理价格为不低于收购人发出强制收购要约前3个月该证券的加权平均(weighted average market)市场价格。荷兰规定公平价格为强制要约发出前6~12个月之间,同类证券在证券市场上的平均价格。^[12]

2. 支付方式

我国《证券法》没有规定支付方式。从《上市公司收购管理办法》的规定来看,在我国上市公司收购可采用“现金”支付方式,同时兼采“证券”以及“现金与证券”相结合等合法支付方式。不过,缺乏《证券法》的规定,《管理办法》的层级较低,应在《证券法》中明确规定上市公司收购的支付方式。

(四) 要约的变更和撤销以及预受股东的撤回权

1. 收购要约的撤销

《证券法》第91条表明了我国不允许收购人在收购要约确定的承诺期限内撤销其收购要约。收购要约发出后,如果要约人可以随意撤销要约,将会给目标公司的经营产生影响,给股东带来压力,各国对于要约的撤销都有严格要求甚至禁止。但是,如果一味地禁止撤销要约,会产生新的不公平。各国在诸如要约人死亡等情形下也允许要约可以撤销。韩国《资本市场法》规定,在公开收购公告日以后,公开收购人不得撤回公开收购。但是,有对抗公开收购,或者公开收购人死亡、解散、破产及其他不损害对投资者的保护且属于总统令规定的情形的,可

[12] 参见马其家:“欧盟证券强制要约收购规则及其启示”,载《河北法学》2008年1月号。

以在公开收购期间届满之日前撤回公开收购。因此,我国《证券法》规定应该提供一定的灵活性,出现竞争要约或者公开收购人死亡、解散、破产及其他不损害对投资者的保护,应该允许撤销收购要约。如果属于自愿要约且要约人在要约中规定了撤销要约条件,在要约条件成就后,也可以撤销要约。

2. 要约的变更

各国(地区)都允许变更要约,并且允许变更的情况很相近。如我国台湾地区的“证券交易法”第43-2条,以及德国的《证券交易法》规定了同样的不得变更的收购条件:调降公开收购价格;降低预定公开收购有价证券数量;缩短公开收购期间;以及其他经主管机关规定之事项。各国(地区)法律同时还规定了要约变更中不得包括的内容。

关于允许变更的时间,通常都要求变更后留给股票持有人合理的时间以决定是否应约。为了避免要约人突然袭击,通常要求变更要约应距离要约期满10日或10个营业日或者15日,如果距离要约期满日不足10个营业日等,需要延长至满足前述要求之日。

参考国外立法,我国要约变更应从内容和时间两方面对收购人变更要约进行限制,这样可避免收购人利用收购要约变更进行证券交易操作的可能,有利于保护被收购公司股东的权益。课题组建议如下规定:要约收购公告后,与要约收购相关的情况发生重大变化,或者发现申报格式需要更正或者需要补充信息的,或者为了保护投资人利益而有必要变更申报内容的,可以变更要约内容。但不得降低要约的价格、减少要约公告的股份、缩短公开收购期间,延长要约收购资金支付的期限。变更要约应在要约期满前15日内提出。

3. 预受股东的撤回权问题

预受股东,台湾称应卖股东,香港称要约接纳者,是指在要约发布后,表示接受要约并按照规定将股票缴存的股东。按照国际上通行的惯例,对要约表示接受的股票持有人,可以撤回对要约接受的意思表示。《上市公司收购管理办法》规定了预受股东的撤回权(或者撤销合同的权利),由于阶位低,无法消除与《合同法》的不符,应该提升至法律层次。课题组建议增加条文规定,同意接受收购要约股东(预受股东)对要约表示接受,在要约收购期限内不构成承诺。在要约收购期

限届满前3个交易日内,预受股东不得撤回其对要约的接受;出现竞争要约时,以期限在后的要约期限为准。

(五) 余股挤出问题

我国《公司法》没有明确规定收购人的余股挤出权,而国外许多国家都由公司法加以规定。如《加拿大商业公司法》对于收购者发出的收购要约,股东承诺的股票如已达到公司发行的总股数的90%时,收购者有权强制其余股东出售股票,澳大利亚也规定,持有该类证券90%的人有权强制取得所有剩余证券。欧盟《收购要约指令》同时规定了挤出权(right to squeeze-out)和售出权(right to sell-out)。《德国证券收购法》第39a条规定,在收购出价或者强制性要约之后,应持有代表目标公司不少于95%表决权之股东申请,经过法院命令,剩余股份应该转移,并支付公平对价。应要约人申请,不具有表决权的优先股也一并转移。偿付的方式与收购出价或者强制性要约应该相同。

我国的《证券法》应该平衡双方利益,规定收购人和剩余股东的权利。将剩余股东的权利行使期限予以明确,同时增加收购人的挤出权,并明确期限。收购期限届满,被收购公司股权分布不符合上市条件的,该上市公司的股票应当由证券交易所依法终止上市交易;其余仍持有被收购公司股票,有权在收购完成后3个月内向收购人以收购要约的同等条件出售其股票,收购人应当收购。收购要约期满后,如果收购人以获取全部股权为目的发出收购要约,并且取得了被收购公司90%以上的股份,只要在要约中加入了余股强制挤出的条款,收购人有权在要约期满之后的3个月内要求以要约收购的同等条件收购剩余的未转让的股票。余股挤出权的行使条件,一是以取得全部有表决权的股票为目的进行要约收购;二是获得了90%的股权;三是在要约中规定了挤出的规定。

(六) 收购失败的后果

我国《证券法》对此没有规定,而《上市公司收购管理办法》区分不同情况规定了要约失败的后果:发出收购要约的收购人在收购要约期限届满,不按照约定支付收购价款或者购买预受股份的,自该事实发生之日起3年内不得收购上市公司,中国证监会不受理收购人及其关联方提交的申报文件;涉嫌虚假信息披露、操纵证券市场的,中国证监会

对收购人进行立案稽查,依法追究其法律责任。提供收购报告书后取消收购计划的,自公告之日起12个月内,该收购人不得再次对同一上市公司进行收购。课题组认为,《证券法》应当增加规定:收购期满,由于下列原因之一导致要约收购失败的,收购人不得在要约期满后12个月内再次发出收购要约:(1)预受股份未达到要约规定的数量;(2)要约所规定的条件未达到;(3)国务院证券监督管理机构依法终止要约执行;(4)其他原因导致收购失败。

(七) 要约收购的豁免

1. 国外关于要约收购豁免的规定

德国《证券收购法》的豁免公开及发出要约,要求考虑申请人和目标公司的股东的利益获得方式,获取控制权所追求的目标,目标公司的股东结构,或者行使控制权的可能性,给予豁免是合理的。

欧盟对强制要约收购的豁免采取了回避态度,交由成员国立法具体规定。而其早期的《收购指令》对强制要约收购的豁免条件作出了详细的规定,这些豁免条件对于我国豁免采取公开要约方式增持或者取得股份具有一些参考价值。豁免的情形具体包括:(1)无偿取得股权;(2)收购方与目标公司合并;(3)因公司分立而使收购方取得该股权;(4)收购方依照公司的规定行使新股优先认购权而取得目标公司在授权资本内增加发行的新股;(5)收购方持股比例达到强制收购的临界点,但是超过部分的比例小于全部表决权的3%,且收购方书面承诺将在1年内将超过部分转让给他人;(6)目标公司是要约收购方的子公司,或目标公司与收购方之间是同一公司的子公司,或目标公司是收购方子公司的子公司。

欧盟大多数成员国都在国家法律层面规定了减损适用强制要约的情形。总的来说各国规定的豁免事项主要有:收购人事实上不能对目标公司施加重大影响、同一公司集团内部发生的控制权改变、公司继受(inheritance)、拯救处于困境中的公司的措施、临时性超越强制要约的触发点、赠与、债务履行、集团内部转让而取得的股份、另有他人持有更高的表决权、增加股本时因行使优先购买权而取得的证券、超越强制要约临界点是由于目标公司或其他股东采取的措施造成的等。有些成员国的监管机构在决定授予豁免资格时拥有过大的权力。例如,芬兰规

定豁免的具体情形包括另有其他人持有更高比例的表决权、超越强制要约临界点是由于目标公司或其他股东采取的措施造成等。意大利法律规定了免除强制要约义务的情形包括收购人向所有股东发出至少60%表决权的自愿部分要约,目的是为了拯救处于困境中的公司的交易,在同一个公司集团内部控制权的改变,临时性的交易,或者公司合并等事项。

日本的强制公开收购规则允许持有一公司50%以上股份的投资者,如果通过有限的卖方继续收购,股权比例达不到2/3的,允许不采取公开收购方式。这种例外仅适用于开始有限卖方收购前就已经持有公司50%以上具有投票权的股份的投资者。

2. 我国关于要约收购豁免的规定

我国《证券法》关于豁免的规定过分简单,仅在第96条用但书规定,“但是,经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外”,对于国务院证券监督管理机构豁免的条件等,均未规定。《证券法》将豁免决定权授予国务院证券监督管理机构,在积极发挥上市公司收购制度的功能的同时,让一线监管机构灵活运用豁免制度,符合国际上通行的做法,也符合我国现阶段上市公司收购的现实。但是,主管部门的豁免标准和执行中的主观因素,难免给该豁免的事实带来不确定性。课题组在参考《上市公司收购管理办法》的基础上,借鉴国外的立法经验,分别提出了法定豁免、无异议豁免和审批豁免的规定,并将单独针对国有资产的豁免扩展到了所有上市公司。“无偿取得或者合并后取得上市公司的已发行的具有表决权股份超过30%的”,在证监会收到报告后10个工作日内未提出异议的,即可办理股权转让手续。

3. 结论

我国《证券法》应该将国际上通常采用的并且符合我国实际情况的一些股权转让或增持实行豁免。《上市公司收购管理办法》对此进行了具有可操作性的规定。课题组建议《证券法》细化豁免的具体规定,辅之以兜底条款,中国证监会根据我国证券市场上市公司收购的具体情况予以规定。

(八) 要约收购过程中的专业服务机构

《证券法》仅在第125条第3项“与证券交易、证券投资活动有关

的财务顾问”,提及与收购相关的财务顾问业务。《上市公司收购管理办法》对要约收购过程中的专业服务机构提出了要求,但在要约收购程序中强制要求财务顾问提供服务,《证券法》上的依据并不充分。《收购管理办法》的规定,法律位阶低,如果有必要,应将其提升到法律层面。

从境外成熟市场证券法来看,对收购人聘请专业服务机构并无强制性规定,但对被收购人聘请独立的专业服务机构提出了要求。美国的成文法就未强制性地要求公司董事必须聘请投资银行为公司控制权交易和关联交易出具“公平意见书”(即“财务顾问报告”)。而1985年Smith v. Van Gorkom一案则明确公司董事基于善管义务(duty of care)应当聘请投资银行。该案中,特拉华州高等法院认为目标公司的董事未遵循商业惯例聘请投资银行就公司兼并发表公平意见,而仅仅根据董事局主席和首席财务官简短的口头陈述就作出同意兼并的决议,这一草率的决策违反了董事的善管义务,从而判令董事应对公司的损失承担个人责任。香港《公司收购、合并及股份回购守则》规则2.1规定,被收购公司董事局必须在合理切实可行的范围内尽快聘请称职的独立财务顾问,就该项要约尤其是就该项要约是否公平合理,以及就是否接纳该项要约或如何表决向独立委员会提供书面意见。对于我国来说,被收购公司董事会基于《公司法》董事的勤勉义务,聘请独立的专业服务机构提出专业意见,是情理之中的,也是符合国际潮流的。而对于收购人是否应当聘请专业服务机构,则不宜强制性要求,应当让其回归市场,由收购人自行决定。

经过对国内外立法和市场的考察比较,结合我国监管实践,我们肯定了包括财务顾问在内的专业服务机构在上市公司收购中的作用,特别是如果上市公司收购要约的前置审查程序被取消,专业服务机构的参与可以承担部分原来由主管机构的前置审查功能。《上市公司收购管理办法》强制性地要求上市公司收购中,收购人和被收购公司都必须聘请专业服务机构,其初衷是将一定的监管职能让渡给专业服务机构,将完全依靠证监会事前监管转变为专业服务机构参与下的证监会适当事前监管与重点强化事后监管的结合,从而形成市场力量自我约束机制。依靠市场专业服务机构,减少行政审批或审查,符合我国市场

化改革方向。在上市公司收购中,财务顾问被证监会置于“第一看门人”的位置。这就要配套相应的监督机制和责任追究机制,防止专业服务制度的弱化甚至异化。财务顾问机构能否切实履行职责,能否真正督促收购活动的相关当事人自我约束、自觉规范运作并维护市场秩序,是有效发挥市场机制作用的前提和基础。美国次贷危机和全球金融危机过程中暴露出的信用评级等专业服务机构的问题表明,没有绝对靠得住的“市场看门人”。故应当构建起由各类专业服务机构一起工作的完善机制,促进我国证券市场健康的发展。

课题组建议《证券法》增加一个新条款:“收购人按照法律要求以要约方式收购上市公司的,应当聘请证券服务机构就收购上市公司提出专业意见,并提供指导服务。被收购的上市公司在收到收购通知后,其董事会应当聘请证券服务机构就本次收购提出专业意见。证券服务机构不得同时接受收购双方的聘请或与另一方聘请的证券服务机构存在关联关系。”

不过,须对上述建议作两点说明:其一,明确了聘请专业服务机构这种强制性的义务只适用于公开的法定要约收购,不适用于自愿要约收购和协议收购,适用范围比《上市公司收购管理办法》要狭窄。在协议收购和持股比例较低的情况下,法律强制性要求聘请专业服务机构,既会增加收购人的成本,减少收购人的收购积极性,也是市场资源的浪费。其二,明确了独立专业服务机构的独立性标准,即证券服务机构不得同时接受收购人的聘请或与收购人及收购人聘请的证券服务机构存在关联关系。在我国证券市场实践中,独立专业服务机构基于证券业务背离“独立性”的情况时有发生。如在2013年5月,恒顺电器收购沧海重工过程中,担任独立财务顾问的是兴业证券。公开信息显示,恒顺电气2011年4月上市的保荐机构是兴业证券,其还在沧海重工冲刺IPO时担任保荐机构。兴业证券在此次收购中的项目主办人是刘×和杨××,而刘×正是恒顺电气上市的保荐代表人,这让媒体发出兴业证券“拉郎配”涉嫌违反独立性的质疑。因此,此次《证券法》修正专门明确了独立专业服务机构的独立性标准,避免独立专业服务机构与收购人或收购人聘请的专业服务机构存在关联,没有任何利益关系才能保证专业服务机构在为被收购公司提供意见时保持独立客观的视角。

三、上市公司收购中的信息披露

(一) 大量持股信息披露制度

1. 信息披露的临界点及披露期限

大量持股信息披露的临界点越低,披露期限越短,对被收购公司中小股东的保护就越有利,但同时收购人的成本也会增加,收购所能发挥的市场资源配置机会自然也会削弱。因此,境外成熟证券市场证券立法多视自己的情况,对大量持股信息披露的临界点和披露期限加以规定。

(1) 我国《证券法》的规定

《证券法》规定的披露临界点为5%。达到5%之后,每增加或者减少5%的,也必须进行披露;披露期限为3日。

(2) 境外与上市公司收购有关的信息披露临界点、披露期限的规定

美国:《威廉姆斯法》第13(d)条规定,除发行人之外的任何人,直接或间接取得上市公司权益股份的比例超过5%时,必须在10日内向美国证券交易委员会(SEC)、证券交易所和目标公司备案。在备案之后,发生买入或卖出1%以上该种股票时,须及时向上述机构补充备案。发行人无论直接还是通过关联方间接取得自身股份,均应根据第13(d)条的规定履行相应的信息披露义务。

英国:《披露与透明度规则》对英国公司与非英国公司的信息披露临界点制定了不同的标准。该规则规定,权益拥有人持有英国公司有表决权股份总额的3%或突破3%之后持股比例变动达到1%的任何增减,应于前述情形发生后两个交易日内通知目标公司并向英国金融管理局(FSA)作出申报;权益拥有人在所持非英国公司股份比例分别达到5%、10%、15%、20%、30%、50%及75%时,应于前述情形发生后4个交易日内履行同样的披露义务。

瑞士:根据瑞士证券法的规定,如果收购方直接、间接或以与第三人一致行动的方式收购或出售对在瑞士证券交易所上市的瑞士公司或

主要股票在瑞士证券交易所上市的外国公司直接或间接持有的股份,并因此达到、超过或者低于3%、5%、10%、15%、20%、25%、33.33%、50%或66.66%表决权的,收购方必须披露其持股量,并通知目标公司及相关证券交易所。^[13]

德国:根据德国《证券交易法》第21条规定,任何一方通过购买、销售或以其他方式持有德国股份发行人超过或低于3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或75%以上表决权的,应不得迟延地在4个交易日内通知该发行人,并向监管机构报告。

日本:《金融商品交易法》规定,持有超过上市公司或于店头登记发行公司之有价证券等,超过5%以上时,应于5个营业日内向内阁总理大臣申报,此后如有1%以上变动时,亦同。

韩国:《资本市场法》第147条规定,本人与其特殊关系人持有股票上市法人的股份合计超过该股份总数的5%以上时,应自大量持有之日起5日内向金融委员会和交易所报告。若持有的股份数的合计变动超过该股份总数的1%以上的,自其变动之日起5日以内,应将其变动内容向金融委员会和交易所报告。

我国台湾地区:“证券交易法”第43-1条规定,任何人单独或与他人共同取得任一公开发行人已发行股份总额超过10%之股份者,应于取得后10日内,向主管机关申报其取得股份之目的、资金来源及主管机关所规定应行申报之事项;申报事项如有变动时,并随时补正之。

我国香港地区:《证券及期货条例》(第571章)第XV部规定,持有上市法团5%或以上任何类别带有投票权的股份的权益的个人及其1%或以上的淡仓,必须在10个营业日内向香港联合交易所有限公司及有关的上市法团发出通知,披露其在该上市法团带有投票权的股份的权益及淡仓。

(3)我国以5%为台阶,设定披露临界点是合适的

境外成熟市场对大额持股信息披露临界点的规定主要有两种形

[13] 参见Felix Egli, Adrian Doerig:“探究瑞士要约收购规定”,载《中国瑞士商贸与投资》2013年6月刊。

式:一种是单一临界点形式,即持股达到一定比例以上,大额持股人就需要履行披露义务;同时,该持股比例增减在一定比例范围内,也应履行披露义务。目前,各国或地区证券法确定的应履行大额持股信息披露义务的持股比例标准主要有5%和10%两种,且达到这一比例后需要披露的变动比例一般为1%或者5%之间。另一种是多临界点形式,即法律按照从低到高的顺序规定若干个临界点,只要持股达到某一临界点就应履行信息披露义务。至于披露期限则没有统一标准,5日或10日是各国选择较多的期限。

在我国,一直存在将临界点由5%提高到10%的呼声。有学者就认为:我国的证券市场还很不成熟,股权相对集中,股份大众化程度还较低,上市公司、证券机构、证券监管部门及广大投资公众的知识、经验、资金厚度、心理承受力等各方面还需要一段相当的成熟期,这决定了对股东履行持股披露义务的起点不宜过低,建议将现行法中的5%提高到10%。课题组认为,我国5%的临界点设置比较合适,没有充分证据证明提高后对我国证券市场会带来改善。美国《威廉姆斯法》在最初颁布是规定为10%,在经过证券市场的不断发展和检验之后也在20世纪70年代修正为5%。

我国规定3日的披露期限,与其他国家和地区的相关规定比较起来,更短一些。不过,这提高了信息公开的及时性。由于持股量达到临界点,继续购买被锁定。持股达到临界点后增加或减少5%时,规定了更长时间(3+2)的锁定期,短些有利于市场交易的活跃。而美国留有10天的窗口期,实践中带来不少问题。

2. 信息披露的内容

信息披露内容越多,证券市场就会更透明,投资者的权益就会越有保障,但是过度的信息披露会给大量持股人带来沉重负担,浪费社会资源,降低市场效率。因此,各国证券法多采取列举方式,明确大量持股人应当披露的重要事项。

(1) 我国关于披露内容的规定

我国的《证券法》规定的披露内容区分不同持股阶段和不同持股目的分别提出了不同的要求。第87条规定了凡是持股量达到临界点的,必须披露的基本内容,包括持股人的名称、住所;持有的股票的名

称、数额;持股达到法定比例或者持股增减变化达到法定比例的日期。第 88 条规定了持股量达到 30%,继续增持时,应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约,要约披露的内容,包括收购人的名称、住所;收购人关于收购的决定;被收购的上市公司名称;收购目的;收购股份的详细名称和预定收购的股份数额;收购期限、收购价格;收购所需资金额及资金保证;报送上市公司收购报告书时持有被收购公司股份数占该公司已发行的股份总数的比例。

《上市公司收购管理办法》对 5%~30% 之间的不同持股量又进一步细化了披露内容,主要体现在权益变动报告书中,分为简式权益披露报告书和详式权益披露报告书。但将国有股行政划转或者变更、股份转让在同一实际控制人控制的不同主体之间进行、因继承取得股份的情况作为例外。

(2) 境外关于披露内容的规定

美国:《威廉姆斯法》从有无收购意图为标准对大量持股人的信息披露义务作出了区分。《威廉姆斯法》第 13(d) 条要求披露的内容体现在 SEC 发布的 13D 表 (Schedule 13D) 中,但根据 SEC 规则 13 d - 1 (b) 的规定,符合条件的机构投资者,以及其他无意取得或影响目标公司控制权的投资者均可报送相对简单的 13G (Schedule 13G) 表。13D 表要求披露的信息包括:(a) 所购买证券及其发行人的描述;(b) 披露义务人的身份和背景说明,包括近期是否存在犯罪行为及是否接受过 SEC 调查;(c) 取得股份所支付的资金或其他行使对价的数额及来源;(d) 本次收购意图的具体说明,包括披露义务人是否有计划对目标公司进行重组或商业合并、出售或收购重大资产、要约收购等;(e) 披露义务人在目标公司中的所有权益;(f) 披露义务人与目标公司就其所发行证券相关的所有合同、协议、安排等。13G 表要求披露的内容则比 13D 表要简单得多,并不包括披露义务人近期是否存在犯罪行为及是否接受过 SEC 调查、购买股份的资金来源及与目标公司之间的协议安排等内容。

英国:《披露与透明度规则》规定大量持股人应当披露如下内容:(a) 持股变动后披露义务人所拥有的股份权益状况;(b) 如果存在间接持股的情形,须详细说明披露义务人与被控制公司之间的控制关系;

(c)达到或突破信息披露临界点的时间;(d)信息披露义务人的身份,以及有权代表信息披露义务人行使表决权的其他人的身份。

韩国:《资本市场法》分别规定了“公开收购”和第 147 条规定大量持股人应向金融委员会和交易所报告持有情况、持有目的(指是否有影响发行人的经营权的目的)、与持有股份等相关的主要合同内容,以及总统令规定的其他事项。若持有目的并非影响发行人的经营权(指高管的选任、解聘或者职务的停止以及在专业投资者中属于总统令规定之人的情形),其报告内容和报告时间等事项,可由总统令做出不同的规定。若总统令规定的实施报告之人的持有目的或者持有股份等主要合同内容等重要事项发生变更的,应在 5 日以内向金融委员会和证券交易所报告。

我国台湾地区:“证券交易法”第 43-1 条规定大量持股人应向主管机关申报其取得股份之目的、资金来源及主管机关所规定应行申报之事项。

综合来看,境外成熟市场证券法对大量持股信息披露内容的规定主要采取两种立法方式:一是详细列举方式,将需要披露的内容逐项在条文中列举,这种方式十分明晰,但没有给法律根据市场发展做及时调整预留空间;二是“简单列举+授权立法”方式,即在法律条文中仅仅列举个别需要披露的重要内容,其余内容授权相关监管机构等立法规定,这种方式更为灵活。《证券法》关于上市公司收购中信息披露基本可行,有些问题可以由国务院证券监督管理机构来细化,不一定必须由法律规定。

(二)要约收购程序中的信息披露

1. 上市公司收购报告书的信息披露

从各国证券法对于上市公司报告书的要求来看,我国现行《证券法》第 89 条的规定已经比较全面。德国的《有价证券收购法》就要求要约人向 BaFin 提交的要约报告书中应包括收购人与目标公司的名称、地址及法律形式;目标公司的有价证券代号及预定收购的数额;收购的价格、期限和条件;收购所需的资金总额及其保证;收购动机及预期目标等内容。

“支付方式”是许多国家法律要求的内容,课题组建议《证券法》加

入这一项内容。原因有两点:一是《上市公司收购管理办法》要求上市公司报告中应披露的内容中就有“支付安排”的事项,这样有利于让受要约人对收购条件更明晰;二是该条增加了关于要约收购支付方式的条款,为了与这些条款协调一致,有必要增加“支付方式”内容。

2. 要约变更时的信息披露

《证券法》第91条中仅规定收购人变更收购要约必须事先向国务院证券监督管理机构及证券交易所提出报告,经批准后,予以公告,但未规定变更要约要通知被收购公司。课题组建议增加此条款,扩大了信息披露的范围。这样的规定才能与境外成熟证券市场的证券法保持一致。

3. 目标公司的信息披露

目标公司的董事会对要约收购的表态,有利于股东做出决策。《证券法》没有规定目标公司的信息披露义务,但国外立法几乎都规定了目标公司的信息披露义务。SEC规则14e-2(a)要求目标公司在不晚于要约收购首次公告之日起10个工作日内,向要约针对的证券持有人公布其对要约的看法:四种选择,明确地推荐接收要约;明确地拒绝要约;表明其对要约不发表意见并保持中立;表明其无法对要约收购表态。《上市公司收购管理办法》第19条和第20条对目标公司提出了要求。课题组建议《证券法》增加被收购公司的信息披露义务。被收购公司收到收购要约通知后,应该表明对要约收购的意见。该意见应该送达要约人,并报送国务院证券监督管理部门和证券交易所。

4. 收购结果披露制度

《证券法》第100条规定:“收购行为完成后,收购人应当在十五日内将收购情况报告国务院证券监督管理机构和证券交易所,并予公告。”这种规定适当,与当前国际实践基本一致,如韩国《资本市场法》第143条就规定:“公开收购人应当按照金融委员会的规定及公告的方法,向金融委员会和交易所提交记载公开收购结果的报告书。”从我国证券市场的实践来看,该制度亦得到较好的执行。

(三) 协议收购信息披露制度

《证券法》第94条要求协议收购的收购人在达成协议后,必须在3日内将该收购协议向国务院证券监督管理机构及证券交易所作出书面

报告,并予公告。我国现行《证券法》对协议收购的信息披露规定略显简单,没有明确书面报告和公告的内容,特别是达成协议后才报告公告的时间界限,可能为内幕交易和市场操纵行为提供条件。所以,有学者主张在收购双方达成意向书时就应以适当方式初步披露,在达成协议后再二次披露。

对于《证券法》的这一规定,考虑到在股份全流通背景下,要约收购的比重将逐步增加并终将发展成主流,而证监会的相关规章已经为协议收购的信息披露制度做了较为详细的规定,且在以往实践中得到较好贯彻,故课题组认为继续维持现行规定是合适的。

四、上市公司的反收购法律制度

(一)上市公司反收购措施决策权的归属

收购行为直接涉及目标公司以及目标公司股东的利益,这是收购与反收购行为中需要保护的核心利益。基于此,有学者认为反收购的决定权是指:“目标公司为了保持对公司的控制权,维护股东、其他利益相关者的利益,依法享有的防御收购行为发生或挫败已发生的收购行为的权利。”^[14]从各国立法来看,关于上市公司反收购决策权的归属问题,结合不同国家上市公司股权分布的特点,以及公司治理结构设计的特点,主要有以下几种模式。

1. 董事会决策模式——以美国为代表

在反收购决策权上,无论是美国联邦《证券交易法》、《威廉姆斯法案》,还是 SEC 的规则,均毫无例外地将反收购决策权赋予董事会。其基本的理由在于:(1)董事对公司的受信义务是董事会采取反收购措施的基础。董事是公司财产的受托者,他对公司承担受信义务。因此,基于受信义务,目标公司董事会合理地认为,一项收购出价不符合公司最大利益时,董事会有权采取反收购措施防御敌意收购。(2)目标公

[14] 雷兴虎:“论目标公司的反收购权”,载王保树主编:《公司收购:法律与实践》,社会科学文献出版社 2005 年版。

司股东与收购者之间交易地位的悬殊,客观上需要董事会来承担起反收购的义务。(3)董事的社会责任也是董事会有权采取反收购措施的一个重要因素。如果董事会合理地认为一项出价将严重损害非股东的利益相关人的利益,董事会有权采取反收购措施,以维护利益相关人的利益。

2. 股东大会决策模式——以英国为代表

在英国,由目标公司的股东大会来主导反收购的决策权。公司的股东大会决定着与公司利益相关的一切决策,在上市公司反收购这个利益冲突复杂的情形中,股东大会更是体现了积极的决定作用,同时对反收购中目标公司的经营管理层,股东大会还有限制其具体的反收购措施的权利。这种立法模式突出了对公司股东利益的绝对保护。为了防止目标公司的经营管理层在反收购过程中为了自身利益而滥用公司的权利,从而造成公司及公司股东、特别是中小股东的利益受损的情况发生,英国对任何未经目标公司股东大会批准的反收购行为都加以制约。

3. 监事会与股东会共同决定模式——德国的特殊规定

德国收购与反收购市场发展和立法均起步较晚,德国公司法关于德国公司治理结构设计有自己的特点,涉及公司重大事项时董事会须向监事会进行报告并由监事会予以批准。因此,德国关于反收购的决策权体现出了由监事会以及股东会共同决策的特点。德国2001年颁布的《有价证券收购法》对反收购的决策权作出了原则性的规定。该法第33条规定:“允许管理层在获得监事会同意之后,采取反收购措施。”

(二)我国立法关于上市公司反收购决策权归属的立法模式选择——股东大会决策与授权董事会决策相结合的模式

通过以上分析,关于上市公司反收购决策权的归属,除去德国立法的特殊规定之外,应当说无论是董事会决策模式还是股东大会决策模式均具有各自的理论基础和一定的优点与弊端。简言之,董事会决策模式对股东保护的力度不如股东大会决策模式,代理问题表现得较为明显,但由于董事会决策的专业性和及时性,它可以及时对敌意收购采取应对措施或为股东争取到更高的股票收购价格;而股东大会模式在

及时性、专业性以及包括公司长远利益及潜在利益的判断上均不及前者,但由是股东亲自作出决议,买卖双方直接作出决定,不存在代理问题,因此更能体现目标公司股东的意愿并减少股东与董事会之间的利益冲突。

就我国上市公司反收购决策权的归属问题,课题组认为,从我国法治化发展的进程角度而言,中国社会私权观念、权利意识、法治理念都尚处于起步发展阶段,相关立法应当以明确的私权维护为基本出发点;从我国公司治理结构的法律设计角度而言,我国依然遵守股东会中心主义,股东会是公司的最高权力机构,对涉及股东及公司重大利益的事项具有决策权;从我国上市公司股权分布特点来看,股权分散程度不高,上市公司中拥有相当比例股份的大股东依然比较集中,董事会往往执行的就是大股东的意志;从我国相关法律规则的建构角度而言,我国证券法制中关于信息披露的法律规范还有待进一步完善,我国公司法中关于高管的受信义务也有待进一步细化完善并使其具有可操作性;从我国当前我国证券市场、职业经理人市场发展的阶段角度而言,我国证券市场还不发达,仍处于发展阶段,非市场化、法治化的因素依然对证券市场具有相当的影响力,而且职业经理人市场远未成熟,尤其是高级职业经理人才缺乏。

综上,课题组认为反收购措施五花八门,层出不穷,而且更多地属于公司经营策略、公司自治的问题,通常也主要是以公司章程、股东会决议、董事会决议的形式予以表现,因此现阶段我国《证券法》完善时应当采取“股东大会决策与授权董事会决策相结合”的立法模式,即对于部分明显涉及公司及股东重大利益的反收购措施的决策权明确赋予股东大会行使,未经股东大会批准,董事会不得擅自实施反收购行为;而其余的反收购措施则授权董事会进行决策,但应当规定董事会决策的基本原则以及辅之以信息披露、高管义务、大股东尤其是控股股东的义务等相关法律制度予以协调完善,并且充分重视公司章程、股东大会决议在反收购措施的决策与实施上的地位,在一定程度上体现公司自治的理念。实际上,我国《上市公司收购管理办法》第8条第2款、第33条的规定即采取的是此种立法模式,这样既可表示明确的立法态度,又可以体现一定的灵活性和自治性,并且在逻辑上是周延的。

(三)上市公司反收购中目标公司董监高人员的义务

通常而言,董事、监事、高级管理人员作为公司的受托人,对公司负有受信义务,包括忠实义务与注意义务,这是各国法律法规普遍的规定,同时在成文法系国家,这样的规定亦呈现出原则化的特点,我国《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》等法律规范均有类似规定。由于上市公司反收购的决策权要么由董事会行使,要么由股东大会行使,因此反收购中管理层的受信义务问题主要针对目标公司董事而言,并且因为反收购决策权归属不同,董事的受信义务也应当有所差异。实践中,收购与反收购最为活跃的美国也是相关法律规范最为细致和发达的。

1. 美国反收购法律实践中的董事受信义务

(1) 董事的忠实义务:公平标准

董事的忠实义务通常是指董事不得将自身利益置于公司或股东利益之上,也不得利用职权为自己牟取私利。董事与公司的利益冲突交易、高管薪酬、篡夺公司机会等这些类型化的表现均涉及董事忠实义务的判断问题。美国公司法律实践中,通常运用“公平标准(fair test)”来进行董事忠实义务的审查。如果一项交易符合以下三个要求之一,即可认为是有效的:①取得非利害关系董事的同意;②取得股东会的同意;③证明该交易是公平的。^[15]

(2) 董事的注意义务:商业判断规则(BJR)

董事的注意义务通常是指一个一般的理性谨慎之人在相同情况下对他们自己的事务所能尽到的勤勉、注意和熟练程度。按照美国公司实践,董事对注意义务的遵守通常应当符合以下三个方面的要求:①善意;②应当向处于相似地位的普通谨慎人那样在类似情况下所应尽到的注意;③须合理地相信其行为是为了公司的最佳利益。^[16]在司法实践中通常运用商业判断规则来作为董事对注意义务遵守的司法审查标准,其具体内容为,如果董事①与所进行的商业决策无利害关系;②其对商业决策是了解的,并合理地相信在该情形下是适当的;③理性的

[15] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2005年版,第486页。

[16] 同上,第472页。

相信其商业决策符合公司的最佳利益。符合以上条件的董事即被认为符合注意义务的要求。由于美国反收购决策权掌握在董事会手中,董事会反收购措施的决策与实施过程中具有完全的自主权利,因此,在反收购中对董事注意义务的审查是董事遵守受信义务的重点,但是由于董事对注意义务的违反作为一种过失性责任,商业判断规则本身所具有的价值倾向决定了其实际上成为保护董事免于承担责任的“安全港”。

(3) 反收购中董事义务审查的现代标准:修正的商业判断规则

因为单纯地以公平标准或商业判断规则来作为董事在反收购中受信义务遵守的审查标准均有一定的合理性,但也有一定的不合理之处,收购与反收购是一系列复杂的商业活动,多元利益主体的利益冲突掺杂于其中,董事会所采取的反收购措施既有可能是自利的,也有可能虽不是自利的却是不妥当的,因此现代美国公司证券法律实践中往往采取一种“修正的商业判断规则”来作为董事反收购中行为受信义务的判断标准,这种标准实际上是公平标准与商业判断规则的一种结合,并且总体认为董事会所实施的反收购行为主要还是属于一种商业决策。

2. 我国相关法制关于上市公司反收购中董事义务的规定及存在的问题与完善

(1) 我国现行相关法律规定

① 董事义务的一般性规定

《公司法》第147条第1款规定:“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。”该项规定在我国法律中明确了董事对公司的忠实义务和勤勉义务,为目标公司董事的义务奠定了基础。关于董事忠实义务的规定,《公司法》第148条又详细列举了董事因负有忠实义务而不得为的行为,即忠实义务的类型。同时我国《公司法》第21条还规定:“公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益。违反前款规定,给公司造成损失的,应当承担赔偿责任。”也涉及有关董事及高管的忠实义务以及相应的法律责任。《公司法》有关忠实义务类型的规定,可以适用于反收购中目标公司董事的行为是否违反忠实义务的判断。

关于董事注意义务,《公司法》只有原则性的规定。不过,在我国《上市公司治理准则》中规定了董事注意义务的一些具体标准和要求,董事应根据公司和全体股东的最大利益,勤勉地履行职责;董事应保证有足够的时间和精力履行其应尽的职责;董事会应具备合理的专业结构,其成员应具备履行职务所必需的知识、技能和素质。《治理准则》可以广泛适用于上市公司收购中目标公司董事的行为的规范。《上市公司收购管理办法》第8条第1款规定:“被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待收购本公司的所有收购人。”这是有关反收购中目标公司董事的忠实义务和勤勉义务最直接的法律依据。

②目标公司董事的忠实义务

目标公司董事除了不能从事《公司法》有关忠实义务的禁止行为外,还应遵守法律对董事采取反收购动机不纯行为的相关规定。《上市公司收购管理办法》第33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。”依照该条款,目标公司董事不经股东大会批准,不能采取出售“皇冠明珠”、“焦土战术”等可能对目标公司资信状况造成严重破坏的反收购措施。另外,根据其第8条规定,目标公司董事不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助。

针对管理层收购在我国出现的诸多问题,《上市公司收购管理办法》第51条专门对参与管理层收购董事的行为做了约束。目标公司董事参与管理层收购的,不得就该次收购作出决议,该次收购还应取得2/3以上的独立董事(目标公司董事会成员中独立董事的比例应当达到或者超过1/2)同意后,才能提交公司股东大会审议。目标公司董事、监事、高级管理人员存在《公司法》第149条规定的违反忠实义务行为的,或者最近3年有证券市场不良诚信记录的,不得收购本公司。《上市公司收购管理办法》第34条的规定,在要约收购期间,目标公司董事不得辞职,这也可以看做董事忠实义务的表现之一。

③目标公司董事的注意义务

《上市公司收购管理办法》对目标公司董事的注意义务进行了一定程度上的细化,主要集中在目标公司董事的信息支援义务和独立的外部咨询义务。其第32条规定:“被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查,对要约条件进行分析,对股东是否接受要约提出建议,并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后20日内,被收购公司董事会应当将被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见报送中国证监会,同时抄报派出机构,抄送证券交易所,并予公告。收购人对收购要约条件做出重大变更的,被收购公司董事会应当在3个工作日内提交董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况所出具的补充意见,并予以报告、公告。”

(2)存在的问题与完善

从目前我国公司证券相关法制来看,董事忠实义务与注意义务的规定还是比较不错的,但依然有可完善的地方。受制于成文法体系化立法的特点,在董事忠实义务上比较容易予以明确的类型化规定,但是一旦有明确的类型化规定,也就可以规避,因此,关于忠实义务除了类型化规定以外,还应当通过一定层级的立法明确建立相应的司法审查标准。就董事注意义务而言,其通常难以比较集中地予以明确的类型化规定,通常是比较分散地分布于不同层级的法律规范的角度,但是无论如何立法是无法穷尽关于注意义务的要求的,因此也应当在一定层级的法律规范中建立注意义务的司法审查标准。当然,就我国上市公司反收购立法中有关董事的义务问题,首先,应当在《证券法》完善中原则性地明确规定目标公司董事及其他高管的忠实义务与注意义务,同时针对我国控股股东、实际控制人对董事会控制的现状,原则性地明确规定控股股东、实际控制人的忠实义务与注意义务,以填补《证券法》的空白;其次,应当明确规定董事义务履行的基本判断原则,即以维护公司及股东利益为其义务履行的基本原则;最后,应当在一定层级的法律规范中,尤其是最高人民法院的司法解释中明确董事在反收购中忠实义务与注意义务的司法审查标准。

(四)上市公司反收购中目标公司的反收购措施

1. 英美法系典型的反收购措施

(1)“驱鲨剂”条款(shark repellents),是指在目标公司的章程中加入一些反收购条款,以增加目标公司获取公司控制权的难度。在公司章程中设置反收购条款是上市公司比较常用而且对股价影响也相对较小的一种反收购措施,在实践中通常使用的“驱鲨剂”主要有:

①分期分级董事会制度。分期分级董事会制度是指在公司章程中规定,每年只能更换1/3或1/4的董事会成员,这就意味着即使收购者拥有公司相对多数的股权,一时也难以选举很多代表自己利益的董事,从而短期内难以获得目标公司董事会的控制权,不能控制公司的经营决策或马上改组目标公司。美国现在有70%以上的上市公司采用了董事轮换制,一般来说,敌意收购者至少要经过两次董事会选举,才能赢得多数席位控制董事会。董事轮换制是一种对股价影响较小而又非常有力的反并购策略。

②绝对多数条款。即章程中规定凡涉及目标公司重大事项(如公司合并、分立、任命董事长、更改公司章程中的反收购条款等)的决议须经过绝大多数(通常高达70%或更高)持有表决权者同意方可通过,此类条款增加了收购者接管、改组目标公司的难度和成本。

③公平价格条款。规定在两步收购中,收购人必须对所有股东以相同的条件收购股票。这可以有效阻止收购者以溢价收购来分化目标公司股东的图谋,加大收购者的收购成本,同时保证“同股同权”的贯彻实施。

④区分股东权利条款。即在章程中对公司股东进行类别区分,要求只有具备章程规定的特定条件的股东(如持股时间达6个月以上等)才能行使表决权、提案权或其他关键性权利,使得敌意收购方购入的股份无法正常行使权利,起到防止公司控制权转移的效果。

(2)“毒丸”计划(poison pill),又称“股权摊薄反收购措施”,这种反收购措施通常是由目标公司赋予股东享有特定优先权的证券或者期权,在敌意收购发生时,该股东可以行使该特定优先权,从而稀释收购者或目标公司的持股比例或恶化目标公司的财务结构,以达到反收购的效果。

(3)“降落伞”计划(Parachutes),是指目标公司与管理层或职员约定,在目标公司遭受收购后,尤其是公司控制权发生转移的情况下,公司有义务向离任的公司管理层成员支付巨额的补偿费用。针对职员在公司中地位的高低,“降落伞”计划一般分为“金色降落伞”(golden parachute)、“银色降落伞”(silvery Parachute)和“锡色降落伞”(tin parachute)。“金色降落伞”是指目标公司与董事、监事等高级管理人员约定,当目标公司被并购并导致上述高管人员离职时,公司应向他们支付一笔丰厚的解职费、退休金或者其他形式的补偿,“金色降落伞”是美国公司使用最为频繁的反收购策略之一。

(4)“白衣骑士”(white knight),是指当目标公司遇到敌意收购时,管理层可以寻找一个具有良好合作关系的公司,以比收购方所提要约更高的价格提出收购,这时,收购方若不以更高的价格来进行收购,则肯定不能取得成功。在此种情况下,收购者要么提高收购价格要么放弃收购,这种方法即使不能赶走收购方,也会使其付出较为高昂的代价。

(5)股份回购(repurchase),是指敌意收购行为出现的时候,目标公司通过买进公司已经发行在外的流通股以起到抵抗敌意收购的行为。其通常可以通过回购操作股票市场价格,增加收购方的难度。

(6)帕克曼式防御(pac-man defense),又称小精灵防御术,是指当遭受敌意收购的袭击时,目标公司并非被动地防守,而是以攻为守、以进为退,它或者反过来对收购者提出收购敌意收购者的公司股份,或者以出让本公司的部分利益,包括出让部分股权为条件,策动与本公司关系密切的第三方公司出面收购敌意收购者的股份,以达围魏救赵的效果。

(7)锁定交易(lock up),是指当目标公司面临敌意收购时,其可以以事先协议好的价格(锁定价格)将其优质资产或营业——“皇冠明珠”(crown jewels)出售给友好人士,从而降低收购者对目标公司的收购兴趣。这种锁定交易其实也是一种两败俱伤的焦土政策(scorched earth)。

(8)绿色邮件(green mail),是指目标公司在市场上以溢价回购收购人在目标公司中的股份,其实质是通过给收购人以一定的好处或补

充,从而使其停止收购。

2. 我国上市公司反收购措施实践

我国上市公司收购与反收购发展起步较晚,尤其是法律对反收购总体持限制的态度,加之我国上市公司股权分布的特点,敌意收购较之于股份较为分散的英美证券市场而言难度较大,因此反收购也并不十分活跃,但是近几年来上市公司反收购实践已经有所发展。主要采取的反收购措施有限制大股东表决权条款和董事资格条款、分级分期董事会条款、金色降落伞、限制股东权利条款、白衣骑士、白衣护卫、交叉持股、向监管机构投诉或起诉、焦土战术和争取机构投资者、中小股东和员工的支持等。课题组认为,上市公司反收购措施具有市场性、自治性、多样性、发展性的特点,更多地属于公司经营策略和自治的范畴,证券立法对此不应该带有明显的鼓励或限制的倾向性,除非某些反收购措施:(1)具有明显的违法性;(2)或以剥夺、侵害其他主体不可剥夺与侵害的合法权利为内容;(3)或与其他法律、行政法规的强制性规定相抵触;(4)或不是基于维护公司及股东的利益为出发点等。对于上述反收购措施立法应当明确地表明禁止性态度,除此以外,由公司自治解决。当然,仍需强调的是其必须辅之以完善的信息披露制度、董事及高管的忠实及注意义务及相应的司法审查标准等法律制度来共同组成完整的上市公司反收购制度的核心内容与制度体系。

课题组建议增加的内容为:被收购公司的董事、监事、高级管理人员应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司的董事会根据公司章程、股东大会决议的规定,决策或实施的反收购措施,应当有利于维护公司及股东的利益,并符合法律、行政法规的有关规定,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍。被收购公司董事会违反法律、行政法规、公司章程、股东会决议的规定实施的反收购措施,给公司或股东造成损害的,参与董事会决议的董事应当承担赔偿责任。但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的,该董事可以免除责任。

五、上市公司的间接收购法律问题

我国现行《证券法》第85条规定的收购方式中,并未明确包括间接收购。《上市公司收购管理办法》第56条、第57条对间接收购进行了规定。

间接收购是指作为实际控制人的收购人虽不是上市公司的股东,但通过投资关系、协议、其他安排导致拥有目标公司的股份达到法定比例,从而取得或可能取得以及巩固对目标公司的控股权或控制权的收购方式。日本、印度、澳大利亚和欧盟等法律规定的要约收购,同时包括直接收购和间接收购。尽管在某种角度看,协议收购可以包含间接收购,但毕竟二者存在差异。特别是多种表现形式的间接收购容易出现法律适用问题。典型的间接收购是购买股东的股权,还包括附属关系和其他安排等。如果允许收购人通过间接收购方式取得控制权而不给其他股东提供合理机会,有失公平。

间接收购有以下几个特点:第一,间接收购人(真实收购人)应当具有实际收购目标公司的目的;第二,间接收购人不直接与目标公司发生收购关系;第三,间接收购人为实际收购目标公司支付了相应的对价。

间接收购情形下,辨识收购人、目标公司的方法应当采用综合性辨识方式。主要包括:第一,必要性标准,即观察一项收购是否具有合理性与必要性前提;某一收购对于显性收购人而言,虽为合理但并不必要,此时,就有存在间接收购的可能;第二,获益性标准,观察一项收购的真实获益方是否为显性收购人本人,若一项收购之获益方并非为显性收购人本人,此项收购就有间接收购的可能;第三,关联性标准,即任何间接收购都存在一种三方利益结构:真实收购人(隐形收购人、主要获益者)——显性收购人(或者名义收购人,名义获益者)——被收购人。在间接收购中,显性收购人与被收购人之间构成一种符合形式要件的“上市公司收购关系”,但与此同时,显性收购人与真实收购人之间也会存在一种利益传递关系,有真实收购人通过某种形式向显性收

购人支付收购对价。

间接收购会导致目标公司控制权的转移,故《上市公司收购管理办法》对间接收购人施加了信息披露义务,强化董事会的法定义务。但是,当间接收购人拥有权益的股份超过目标公司已发行股份的30%,收购人必须向该公司所有股东发出全面要约,这一强制性规定是否合理?是否产生新的不公平?间接收购达到强制要约收购标准必须向全体股东发出收购要约,在许多国家的法律中都有此类规定。如印度2011年颁布的收购条例就明确规定了直接或者间接收购目标公司的投票权以及/或者控制权将触发强制要约收购义务,其触发点是收购25%或以上目标公司的股份或投票权,已经持有25%~75%股份的人,在任何一财务年度内取得5%以上的股票或投票权。

由于间接收购的隐蔽性、复杂性,以及出于利益平衡的考虑,将间接收购予以明确,参照适用协议收购的制度,在强制要约的方面提供特殊的豁免,可能是目前比较可行的方法。课题组建议增加一条规定:通过协议或者其他方式取得一上市公司股东的股权,除依法取得豁免之外,实际收购人间接取得该上市公司30%以上表决权股份的,超过30%的部分应该向全体股东发出收购要约。收购的价格适用本法第85条的相关规定。