

上市公司收购法律制度研究: 历史、现状、问题及变革*

郑 或**

摘要:我国《证券法》第四章“上市公司的收购”及中国证监会《上市公司收购管理办法》虽确立起我国上市收购监管的基本制度,但相较于境外成熟证券市场的监管规则,无论在定义、法律条文、监管措施还是在监管理念、立法技术和制度设计上,现有的监管制度都存在着不少差距,而且存在着收购法律制度不能适应日趋市场化、复杂化的收购行为的弊端。为此,本文希望以制度分析的方法,通过梳理我国历史及现有上市公司收购监管制度的具体内容,以期对上市公司收购法律制度的完善提出作者的一家之解。

关键词:上市公司收购 监管制度 制度设计

* 本文主要观点已汇总为“‘商法规范的解释与适用’学术研讨会”之会议论文,会议论文已发表于《环球法律评论》2013年第5期。

** 华东政法大学国际金融法律学院,法律博士。

一、我国上市公司收购制度的监管路径

(一) 上市公司收购监管制度的雏形

我国对上市公司收购的最早立法始见于1992年4月4日出台的《深圳市上市公司监管暂行办法》，该办法在第四章“重大交易”和第五章“收购与合并”中对上市公司收购的程序、信息公开义务、重大交易信息公开义务等事项作了规定。此后，国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称《股票条例》）中第四章“上市公司收购”对上市公司的收购行为进行了专章规定。作为早期的监管规范，《股票条例》主要是在借鉴香港当时《收购守则》的内容而围绕信息披露为核心对收购行为展开监管，其主要内容有：限定自然人的持股比例（不能持有有一个上市公司千分之五以上的发行在外的普通股）；设置了持股预警披露触发点（5%）；对持股人在预警披露触发点基础之上每增减2%的变动作出披露要求；要求披露义务人以向证券监管机关报告和发布公告（在证监会指定上市公司信息披露报刊上登载）方式披露权益变动情况；对持股达30%或以上的收购行为施加强制性的全面要约收购义务；规定了要约收购的现金对价、价格形成、要约期限、要约收购失败标准、退市标准等监管内容。作为《股票条例》的配套性文件，1993年6月12日，中国证监会发布了《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》（以下简称《信息披露细则》），该细则对上市公司收购的信息披露要求作出更为详细的要求，如规定“本细则还适用于持有有一个公司5%以上发行在外普通股的法人和收购上市公司的法人”（第3条），规定了收购的临时报告应包括“收购与合并公告”（第4条），规定了要约义务人在“公司收购公告”中应披露的18项内容（第五章）。除此之外，1993年9月2日国务院证券委发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》和1997年3月3日证监会发布的《证券市场禁入暂行规定》都对包括持股和收购信息披露在内的虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为予以禁止。这些早期收购监管制度的特点在于：

第一，没有根据我国证券市场当时流通股与非流通股割裂的事实，

设置强制要约收购的统一标准,要求不论何人以何种方式(协议收购或场内交易)获得上市公司已发行在外普通股的30%时,不论是否继续增持,收购人必须向全体股东发出以收购其余全部股份为目标的全面收购要约,这是对香港《收购守则》的典型翻版。

第二,根据当时的股票公开发行及上市监管实践,经中国证监会核准公开发行并上市的股份通常都只为发行人总股本的25%左右(总股本4亿股的在15%~20%左右)。也就是说,在事实上,如果严格依据《股票条例》,能够触发强制要约收购的机会只可能是协议交易,而不可能通过证券交易所的竞价交易产生。由于《股票条例》没有针对股权割裂下流通股与非流通股“同股不同价”的现实作出区别的监管对待,这使大量的协议收购不得不通过没有被列入为法定行政许可事项的“豁免许可”来回避《股票条例》强制要约收购要求,从而使得“法律照搬”式的《股票条例》在理论意义与监管现实之间产生较大的反差。

第三,早期收购监管制度中以防止“偷盗公司理论”作为收购监管的价值基础似是而非,看上去强制要约收购的豁免成为证券监管部门防止通过收购从事“偷盗公司”行为的监管利器。但在没有完善信用考评的制度背景下,考察收购者的信用成为“可望不可即”的事情,除非有着明显的坏名声或舆论曝光,否则因协议收购获得全面要约收购的豁免是十拿九稳之事,原本重望承载的豁免成为走过场的形式主义。^[1]

第四,早期的收购监管制度缺乏公示收购人信用和股份锁定期的相关条款,导致存在大股东掏空上市公司或通过关联交易损害中小股东利益的不诚信现实,而且利用“间接持有”概念模糊的特点大量蓄意逃避或模糊应有的披露义务。^[2]

(二)上市公司收购监管制度的框架搭建

为适应上市公司收购实践的发展,1999年《证券法》对以前有关法规中的收购监管规定作了一些调整。这次立法层面的调整包括:

第一,针对1993年《公司法》“股东转让股份,必须在依法设立的证券交易场所进行”(第144条)和《股票条例》“股票交易必须在证券委批

[1] 郑琰:“中国上市公司收购监管模式评析”,载《金融研究》2003年第2期。

[2] 杨华:“上市公司收购行为的法规综述及规范化思考”,载《证券市场导报》2003年第8期。

准可以进行股票交易的证券交易所进行”(第29条)的不同规定而给非流通股协议转让的合法性所带来的监管冲突,1999年《证券法》以分类监管的方式对协议转让与竞价转让的收购行为进行了区别:针对流通股股票,该法规定“经依法核准上市交易的股票、公司债券及其他证券,应当在证券交易所挂牌交易”(第32条);针对非流通股股票,该法允许“上市公司收购可以采取要约收购和协议收购方式”(第78条),从而解决了原先在实践中大量存在的对协议收购合法性的争议。^[3]

第二,原先《股票条例》规定触发上市公司收购报告或要约义务的情形包括“直接或者间接持有”的情形(第47条),但1999年《证券法》不仅没有对“间接持有”进行定义,也没有涉及收购中普遍存在的“一致行动人”或“权益拥有人”的概念,而只是以“投资者持有”这一模糊标准对收购中的持股披露义务人和要约义务人进行指代(第79条)。

第三,《股票条例》规定“发起人以外的任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之三十时,应当自该事实发生之日起四十五个工作日内,向该公司所有股票持有人发出收购要约,按照下列价格中较高的一种价格,以货币付款方式购买股票”(第48条),而1999年《证券法》改为“通过证券交易所的证券交易,投资者持有一个上市公司已发行的股份的百分之三十时,继续进行收购的,应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约”(第81条),并明确授权

[3] 值得注意的是,2001年9月,中国证监会出台的《关于加强对上市公司非流通股协议转让活动规范管理的通知》又规定“中国证监会重申《公司法》、《证券法》确立的关于上市公司股份转让的基本原则,即股东转让其股份,必须在依法设立的证券交易场所进行;经国务院批准设立的证券交易所,是上市公司股份转让的唯一合法场所。上市公司非流通股的协议转让,必须遵循上述法律规定,在证券交易所和证券登记结算公司的管理下,在有证券经纪业务资格和证券交易所会员资格的证券公司的参与下有序进行。需要采用公开征集方式确定协议转让价格和受让人的,由证券交易所和证券登记结算公司统一组织安排”。由此又引发有关协议转让转让方式的争议。郑彧:“对《加强对上市公司非流通股协议转让活动规范管理的通知》的评析”,载 <http://www.corplawinfo.ecupl.edu.cn/ArticleShow.asp?ArticleID=2023>,2002年3月15日访问。该通知导致的直接后果是交易所除接受司法拍卖、遗产继承而产生的股份变更予以办理股份登记变更外,股份持有人或受让人申请出让或受让的股份数量不得低于一个上市公司总股本的1%;持股数量不足1%的股份持有人提出出让申请的,应当将其所持的全部股份一次性转让给单一受让人。

国务院证券监督管理机构拥有对收购要约的豁免权力。

第四,在法定披露要求方面,1999年《证券法》在维持基础披露点(5%)的前提下,将自由增购率的比例由2%增至5%;对披露义务人限定为“通过证券交易所的证券交易而获得证券的投资者”,从而排除《股票条例》原先设定的“拥有一个上市公司发行在外的普通股达5%”的投资者(即包括协议收购的收购人或上市公司原有的发起人)就股份变动进行信息披露的义务。

第五,1999年《证券法》取消了原来《股票条例》的一些限制性要求,如不再对强制要约收购的价格和对价支付形式作出限制,取消了原来《股票条例》中对要约收购对“收购失败”后的限制性措施。^[4]

由于1999年《证券法》仅对上市公司收购作出原则性的规定,其对上市公司收购的信息披露要求不够细化,又缺乏可操作性,因此2002年中国证监会制定了《上市公司收购管理办法》(以下简称2002年《收购办法》)及与之配套的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——上市公司要约收购报告书》作为《证券法》的监管配套规则。这些配套规则的最为主要的作用是“改变了原先收购立法的基本架构,将与收购有关的规则一分为二,将与上市公司控制权有关的持股变动的程序与信息披露要求纳入2002年《收购办法》的调整范围,而将与控制权无直接有关系的股东持股变动信息披露要求作为《披露办法》的调整对象”,^[5]这些配套规则的意义在于:

1. 配套规则首次尝试对“上市公司收购”进行定义,将上市公司收购界定为“收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公

[4] 《股票条例》第48条:“(要约)按照下列价格中较高的一种价格,以货币付款方式购买股票:(一)在收购要约发出前十二个月内收购要约人购买该种股票所支付的最高价格;(二)在收购要约发出前三十个工作日内该种股票的平均市场价格。”第51条:“收购要约期满,收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的百分之五十的,为收购失败;收购要约人除发出新的收购要约外,其以后每年购买的该公司发行在外的普通股,不得超过该公司发行在外的普通股总数的百分之五。”

[5] 项剑:“论上市公司收购立法之十大制度创新”,载《金融法苑》2003年第5期。

司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以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”〔6〕 但该办法是沿袭 1999 年《证券法》“直接持有”的概念,没有对收购人进行更为严谨的界定〔7〕,从而在事实上回避了对“间接持有股权”及“表决权控制”等其他通过间接方式持有目标公司股权并实现控制权的收购行为的监管。

2. 在收购方式上,配套规则明确了进行上市公司收购的股份持有人、股份控制人、一致行动人,其所持有、控制被收购公司已发行的股份数量应当合并计算,“股份持有人”、“股份控制人”、“一致行动人”的含义依据《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》的界定,同时根据不同的收购与持股比例规定了不同的披露要求、披露内容与披露格式。

3. 配套规则明确了协议收购的地位与合法性,允许“通过协议收购、要约收购或者证券交易所的集中竞价交易方式进行上市公司收购,获得对一个上市公司的实际控制权”。并增设“要约收购义务的豁免”专章对要约收购义务豁免的条件、程序与披露作出要求,从而使得要约收购的豁免从此有章可循,不再无“法”可依。

4. 在 1999 年《证券法》第 78 条“上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式”的基础上,配套规则针对要约收购细分了“部分要约收购”与“全面要约收购”两个内容。就部分要约收购而言,在不以获取控制权为目的的收购(以公司已发行股份的百分之三十为界)中,收购人可以以部分要约收购方式收购上市公司股份,但要约收购的比例不能低于公司股本的百分之五且预定收购完成后所持有、控制的股份比例不得超过百分之三十(2002 年《收购办法》第 24 条)。而在全面要约收购上设置一定的缓冲条件,规定“收购人持有、控制一个上市

〔6〕 《上市公司收购管理办法》(2002 年)第 2 条。

〔7〕 《上市公司收购管理办法》(2002 年)第 62 条:“收购人有下列情形之一的,构成对一个上市公司的实际控制:(一)在一个上市公司股东名册中持股数量最多的;但是有相反证据的除外;(二)能够行使、控制一个上市公司的表决权超过该公司股东名册中持股数量最多的股东的;(三)持有、控制一个上市公司股份、表决权的比例达到或者超过百分之三十的;但是有相反证据的除外;(四)通过行使表决权能够决定一个上市公司董事会半数以上成员当选的;(五)中国证监会认定的其他情形。”

公司的股份达到该公司已发行股份的百分之三十时……收购人继续增持股份或者增加控制的,应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约”(2002年《收购办法》第23条)。

5. 配套规则突破了1999年《证券法》仅要求将收购要约在发出前向“国务院证券监督管理机构报送上市收购报告书”的要求,规定“中国证监会在收到要约收购报告书后十五日内未提出异议的,收购人可以公告其收购要约文件;提出异议的,收购人应当就有关事项做出修改或者补充。收购人修改、补充的时间不计入上述期间”。这意味着未经过中国证监会官方审查认可的《上市收购报告书》不可被公布,相应的收购行为也不得继续进行。

6. 配套规则细化了要约收购过程中出现竞争要约所应遵循的规则,要求出现竞争要约时,被收购公司董事会应当公平对待所有要约收购人。拟发出竞争要约的收购人,最迟不得晚于初始要约期满前五日向中国证监会报送要约收购报告书,同时抄报上市公司所在地的中国证监会派出机构,抄送证券交易所,通知被收购公司,并就要约收购报告书摘要作出提示性公告;中国证监会收到要约收购报告书后十五日内未提出异议的,收购人可以公告其收购要约文件。收购人拟向同一上市公司的股东连续公开求购其所持有的该上市公司股份,导致其在收购完成后持有、控制该上市公司已发行的股份达到或者超过百分之五的,构成要约收购行为,应当遵守本办法规定的要约收购规则。

7. 配套规则从操作细则层面规定了控股股东在转让控制权时对公司及其他中小股东的诚信义务,要求上市公司控股股东和其他实际控制人在转让其对一个上市公司的实际控制权时,未清偿其对公司的负债,未解除公司为其负债提供的担保,或者存在其损害公司利益的其他情形的,被收购公司董事会应当为公司聘请审计机构就有关事项进行专项核查并出具核查报告,要求该控股股东和其他实际控制人提出切实可行的解决方案,被收购公司董事会、独立董事应当就其解决方案是否切实可行分别发表意见。被收购公司应当将核查报告、解决方案与董事会和独立董事意见一并予以公告。

这四个部门规章/规范性文件连同1999年《证券法》一并构成我国上市公司收购的基本法律框架,标志着以信息披露为基础的,保障投

投资者权益与降低收购成本、促进上市公司收购发展并重的上市公司收购规则体系基本形成,使规范上市公司收购行为成为可能。^{〔8〕}

(三)我国上市公司收购监管制度的现状

2005年4月,以中国证监会发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》(以下简称《通知》)为标志,我国以往那种人为分割非流通股和流通股的做法开始得到更正。2005年10月修订的《证券法》也在股份全流通的背景下针对证券市场监管改革的新进展对上市公司收购作出了制度上的回应:

第一,2005年《证券法》除保留要约收购或者协议收购外,还规定投资者可以采用“其他合法方式收购上市公司”,这就为换股交易、反向收购、吸收合并、股份重组、股份拆细等证券市场创新行为而引发的收购留下制度上的“活口”。同时这种对收购方式概括式的留白也可以在很大程度上减少了市场主体利用证券法对收购方式界定内涵与外延的不周全而对收购披露义务或要约收购义务的规避行为。

第二,1999年《证券法》只规定通过证券交易所的证券交易在达到触发要约收购的条件下需要进行全面要约收购,而对于协议收购是否需要履行全面要约收购义务并无限定,由此也造成部分实务界人士对证监会在监管实践上推定协议收购需要履行全面要约的义务并由此行使对协议收购全面要约豁免决定权的质疑。为统一全面要约收购启动的条件,2005年《证券法》对原先立法逻辑上的漏洞进行了补正,增加了“采取协议收购方式的,收购人收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时,继续进行收购的,应当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”(第96条)。

第三,2005年《证券法》肯定了2002年《收购办法》对部分要约收购的监管做法,确认了上市公司收购的种类可以全为“全面要约”与“部分要约”。^{〔9〕}具有革新意义的是,2005年《证券法》取消了强制性全面收购

〔8〕 项剑:“论上市公司收购立法之十大制度创新:我国上市公司收购立法之回顾与展望”,载《金融法苑》2003年第5期。

〔9〕 但2005年《证券法》第88条、第96条并无提及收购可以是“收购上市公司全部或部分股份的要约”。

的要求,允许收购人在触发30%的基点继续增持股份时可选择“部分要约”收购的方式;而对于部分要约,则引入了国际通行的“按比例接纳规则”,在被收购公司股东承诺出售的股份数额超过预定收购的股份数额时,收购人必须按比例进行收购;2005年《证券法》还首次明确收购要约提出的各项收购条件应当平等适用于被收购公司的所有股东。

第四,调整了对要约收购豁免的适用条件:1999年《证券法》只规定国务院证券监督管理机构可以对通过证券交易所进行大比例收购免除发出要约的情形,没有对协议收购触发收购临界点是否可以豁免进行规定,2002年《收购办法》对这两种形式的收购都允许在满足法定条件下进行豁免。而2005年《证券法》却删除了原来的“通过证券交易所的证券交易,投资者……应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约。但经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外”中的“但经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外”条款,相反在协议收购部分增加了“采取协议收购方式的,收购人……应当向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或部分股份的要约。但是经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外”。这一删一增反映出了立法者对因收购方式不同而对要约收购豁免适用条件态度的变化。

第五,2005年《证券法》对因收购后的退市处置采取了更为灵活与务实的态度,将原先“收购人持有的被收购公司的股份数达到该公司已发行的股份总数的百分之七十五以上的,该公司的股票应当在证券交易所终止上市”的规定改变为“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”。通过对证券交易所的有适用条件的授权一来适应了未来上市规则变动的可能性,使退市标准更具灵活性;二来明确了证券交易所对退市的决定权,使监管规则的可执行性提到提高。不仅于此,2005年《证券法》在名义上大大强化了对中小股东的保护力度,因为它规定如果一旦上市公司因为收购行动而被终止上市,则其余仍持有被收购公司股票股东有权向收购人以收购要约的同等条件出售其股票(原来的规定只是“收购人持有的被收购公司的股份数达到该公司已发行的股份总数的百分之九十以上的,其余仍持有被收购公司股票的股东,有权向收购人以收购要约的同等条件出售其股票”)。

为适应 2005 年《证券法》的修改,2006 年 7 月中国证监会对《上市公司收购管理办法》及其配套规则进行了修订,^[10] 目前受监管的主要收购行为及监管要求大致为图 1 所示:

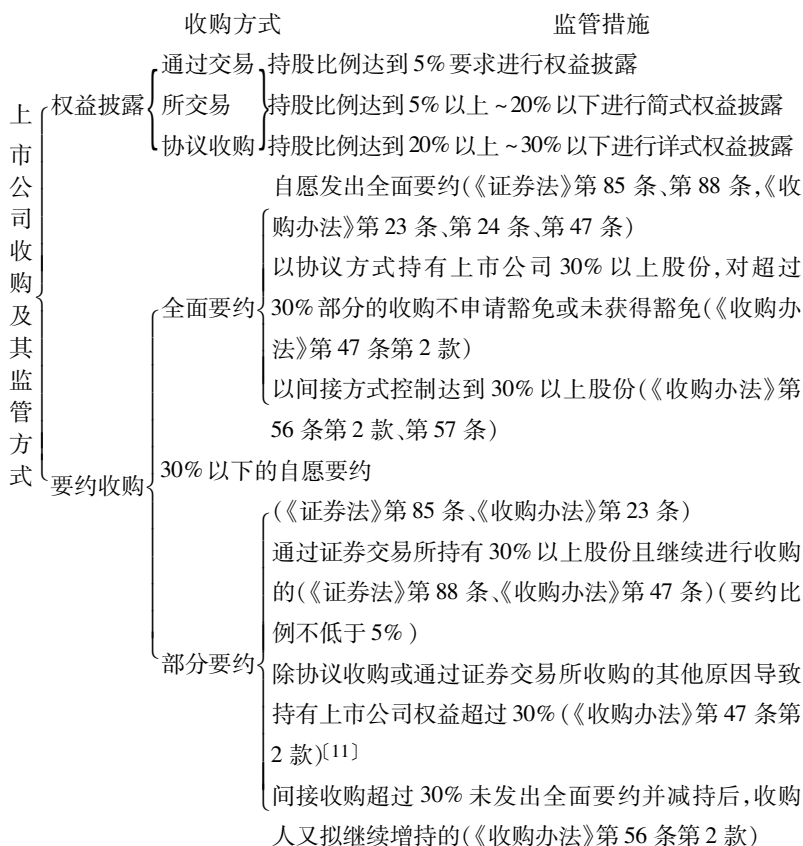


图 1: 现行上市公司收购层次与监管要求

[10] 包括《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 15 号——权益变动报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 16 号——上市公司收购报告书》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 17 号——要约收购报告书》。

[11] 如法国 SEB 公司在收购浙江苏泊尔股份有限公司(深市,002032)时就先以协议转让后定向增发方式取得苏泊尔 30.24% 的股份,进而依据《收购办法》第 47 条第 2 款以部分要约方式向全体股东进行收购,从而规避了全面要约收购的要求。

这些新监管措施的特点在于:

1. 较为系统地划分并勾勒出我国上市公司收购的方式与类型,并针对不同收购类型规定了不同的披露/报告/收购要约要求。按照配套规则,我国现行上市公司收购分为三个层次:持股变动的披露、协议收购和要约收购(又分为全面要约收购与部分要约收购)。其中,新规则根据三种不同情形(通过证券交易所交易持有 30% 后进行收购、不论何种方式持有 30% 后进行收购和通过协议收购持有 30% 继续进行收购)所引发的要约触发点而规定不同的要约准则。

2. 新的监管规则在 2005 年《证券法》的基础上扩大了监管的范围,其目的不仅仅是规范上市公司的收购,还包括监管“股份权益变动活动”。在监管对象界定上,新规则没有采取原来 2002 年《收购办法》中将上市公司收购定义为“指收购人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以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”的做法,而是采取分类监管的方法,以 5% 和 30% 为基点区分不同的监管方式,针对 5% 以上 30% 以下的收购设置了《简式权益变动报告书》和《详式权益变动报告书》要求;针对 30% 以上的收购设置了《要约收购报告书》和《上市公司收购报告书》^[12]的披露要求,从而在事实上扩大了 2006《收购办法》的监管半径。

[12] 区别于 2002 年《收购办法》全部协议收购均适用《上市公司收购报告书》的做法,在新的《收购办法》中《上市公司收购报告书》仅适用于在协议收购超过 30% 且申请要约收购豁免的情形。

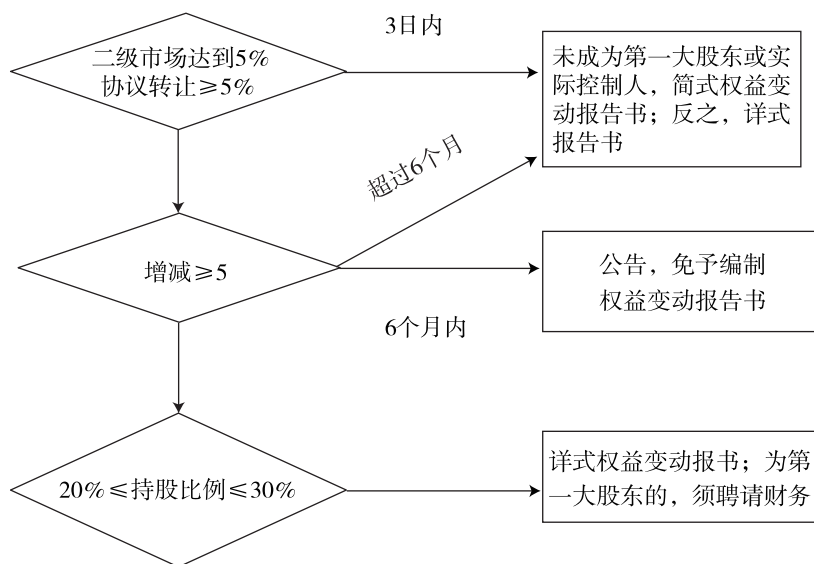


图 2：权益变动披露的流程^[13]

3. 2005 年《证券法》虽然将收购人的定义上升为“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五”，但这个标准仍是“直接持有”的标准，即收购义务是以收购人是否持有上市公司股份的所有权为标准，法律条文本身并不能涵盖收购人通过控制上市公司的股东或股东的股东而控制上市公司的情形。为弥补上市公司收购主体界定上的漏洞，2006 年《收购办法》对此外延缺陷进行了弥补尝试，规定了收购人“可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权”，而且收购人包括“投资者及与其一致行动的他人”，从而最大限度地扩展了构成“收购”的外延。

4. 对收购人的资格作为原则性的限定，规定有下列情形之一的，不得收购上市公司：(1) 收购人负有数额较大债务，到期未清偿，且处于

[13] 资料来源：《中国证监会上市部培训材料：上市公司收购管理办法解读》（2006 年修订）。

持续状态;(2)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;(3)收购人最近3年有严重的证券市场失信行为;(4)收购人为自然人的,存在《公司法》第147条规定情形;(5)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。但新的规则没有说明是否这些限定条件不加区分地适用于要约收购、协议收购或通过证券交易所竞价交易购买30%以下股份的收购。

5. 2006年《收购办法》根据2005年《证券法》的修订而对上市公司收购制度作出重大调整,将强制性全面要约收购制度调整为强制性要约方式,即在触发强制收购要约点时(30%),允许收购人根据自己的经营决策自行选择发出全面要约或者是部分要约,同时还可以通过主动的部分要约方式取得公司控制权,从而意图在监管上降低收购人的收购成本。

6. 初步引入中介机构担责制度,建立财务顾问对收购人事前把关、事后持续督导的责任制。相关配套规则要求收购人的财务顾问必须对收购人的主体资格、收购目的、实力、诚信记录、资金来源和履约能力进行调查,关注收购过程中收购人是否存在不当行为,对收购人在证券市场的行为规范进行辅导,并在收购完成后的12个月内对收购人进行持续督导,防止收购人侵害上市公司和中小股东的合法权益。如财务顾问把关不严,未做到勤勉尽责,将直接影响其从业资格。这种强化财务顾问在上市公司收购中的责任,体现了证监会运用市场力量加强对收购人的行为约束和建立市场信用机制的监管导向。

7. 新规则细化了一些中小股东的保护措施:以退市为目的的全面要约和证监会未豁免而发动的强制性全面要约,收购人必须以现金作为支付对价;以证券作为支付手段的,应当同时提供现金方式供投资者选择以现金收购,并支付不少于20%的履约保证金;若对价是以上市的证券支付,则应全部托管于登记结算公司。收购若以非上市证券支付,须同时提供现金选择,并说明保管、送达方式及程序安排。要约期间不得采取要约以外的方式或超过要约条件增持,也不得减持。收购时的竞争要约必须在初始要约期满15日前发出;初始要约人如变更要约条件,距初始要约期满不足15日的,须延长要约期,延长后的要约期不少于15日,不超过最后一个竞争要约期满日,同时追加履约保证金。

接受要约条件的股东在要约期满 3 个交易日前可随时撤回预受；要约期满 3 个交易日内不得撤回；在竞争要约出现时，接受初始要约的股东在撤回预受后，方可将股份出售给竞争要约人。

二、现行上市公司收购监管制度的主要问题：不完善的监管规则

（一）监管定义的逻辑冲突

在我国原有的监管体系中，2002 年《收购办法》曾对“收购”以“是否获得控制权”为标准尝试过定义，它规定“上市公司收购是指收购人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以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”。由于它只是以“直接持有”作为标准，因而监管层认为不能满足实践中“代持”、“信托”、“母公司持有”等间接持有的实践而在 2006 年《收购办法》办法中放弃了对“上市公司收购”进行界定的努力，只是含糊地规定“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权”（第 5 条）。这样，在《证券法》放弃对“收购”进行界定时，以下问题就出现了：

第一，由于《证券法》第四章的标题是“上市公司的收购”，同时该章通过第 86 条、第 94 条明确将股份比例介于 5% ~ 30% 之间的交易划入上市公司收购监管的范围（如履行公告、披露及爬行收购的义务等），因此我们不难推知：除了通过证券交易所或协议方式取得上市公司发行股份 30% 以上的交易行为可构成上市公司收购外，那些通过证券交易所或以协议方式取得的 30% 以下股份的行为也构成法定的“收购行为”，而一旦构成“收购行为”则必须依据《证券法》第 98 条遵守“收购完成后的十二个月内不得转让”的义务。但问题是，《证券法》第 47 条却存在如下规定“……持有上市公司股份百分之五以上的股东，

将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出……由此所得收益归该公司所有”。由于第47条只是规定行为人在法定6个月期限内从事限定性交易的“归入权”后果(即收益归上市公司所有),它并不是禁止或限制持有5%以上的股东在收购完成后的6个月内从事相应的股票买卖行为。因此一个已持有上市公司超过5%股份(但不超过30%)的收购人因放弃收购(或收购失败)而打算出售其持有的收购股份时,在第47条的逻辑下,即使构成第86条的“收购行为”,收购人在收购完成后的6个月内抛售股份虽违反第98条的规定却符合第47条的规定(因为第47条只要求归入权的义务而没有禁止交易),而且第47条隐含已持有上市公司超过5%股份在买入或卖出的6个月后进行交易并不违法(第98条规定的期限是12个月内不能买卖),因此这样的规定直接造成了《公司法》法律条款的直接冲突。

第二,同样持有上市公司30%股份的持股数量条件下,《证券法》第86条和第96条分别针对持股来源采取了“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”和“采取协议收购方式的……收购人收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购”的不同表述,其中透过“通过证券交易所”与“采取协议收购方式”、“持有”(“共同持有”)与“收购”(“共同收购”)的不同用词是否可以表明立法者是以“股份取得的方式”(即通过交易所交易还是以协议交易作为区分方式)作为“上市公司收购”的划分标准?由于《证券法》的条文在对待同一比例股份的购买问题上会因购买场所与购买方式的区别而存在巨大的监管用词差异,如果在“法无明文规定不为禁”的法律理念下,我们是否可以理解为“通过证券交易所的交易一次性持有或共同持有上市公司30%以上的股份”不属于“上市公司收购”的范围,并由此推导出“通过证券交易所持有上市公司30%以上的股份”的自然人或组织因不构成“收购行为”而无需遵守《公司法》第四章以及《收购办法》的监管规则?

(二)上市公司收购披露对象的“主次颠倒”

有关收购信息的披露原本旨在向证券持有人及市场公布收购的状态与意图,以使足以改变市场供求关系或供求预期的博弈变量信息平等地传递给收购方以外的博弈主体。“发起公开要约收购的信息公开

制度的目的除了在于使证券监管部门及证券自律性组织能够及时监督、管理即将发生的收购之外,更重要的是目标公司股东能够在获取充分信息基础上作正确的投资决策,保护目标公司的股东利益是这一制度的核心”。^[14] 因此,有关披露信息的服务对象应以“证券持有人”和“证券市场”为主,即使存在信息披露或强制要约的监管也仅是确保信息披露程序的正当性与完备性,监管机关不应披露过程作过多的干预。

2002年之前,涉及上市公司收购的披露程序还能按照正常的市场规律进行,如1993年《股票条例》仅是要求“收购要约人在发出收购要约前应当向证监会作出有关收购的书面报告;在发出收购要约的同时应当向受要约人、证券交易场所提供本身情况的说明和与该要约有关的全部信息,并保证材料真实、准确、完整,不产生误导”,要约收购的内容无须证监会的审查同意。1999年《证券法》也仅是要求“依照前条规定发出收购要约,收购人必须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,并载明以下事项……”以作为要约收购披露前的程序要求,此时的收购监管还没有赋予证券监管机关过多的干预权力,义务人只要满足报告程序即可“发出收购要约”。但2002年《收购办法》突破了1999年《证券法》的“报送”要求,而是赋予中国证监会对要约收购报告额外的“异议权”,即“中国证监会在收到要约收购报告书后十五日内未提出异议的,收购人可以公告其收购要约文件;提出异议的,收购人应当就有关事项做出修改或者补充”。这意味着未经过中国证监会官方审查认可的《上市收购报告书》不可被公布,相应的收购行为也不得进行。2005年《证券法》修改时,这种异议程序被立法者采纳,规定“上述期限内(指向上市公司报送上市公司收购报告书——笔者注),国务院证券监督管理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,应当及时告知收购人,收购人不得公告其收购要约”,2006年《收购办法》细化为“在15日内,中国证监会对要约收购报告书披露的内容表示无异议的,收购人可以进行公告”。这使证券

[14] 许德平、吴云松:“论上市公司要约收购中对股东利益的保护”,载《经济科学》2000年第2期。

监管机关对收购报告书的审核程序上升为收购报告制度必不可少的法定行政程序。但我们可以发现在所谓的异议程序期内,监管部门负有“发现上市公司收购报告书不符合法律、行政法规规定”的职责,但对于证监会是否可以对收购报告书内容进行实质性审查似乎难以找到答案。^[15] 证监会到底是在“主体资格”、“实体条件”、“实体+程序要求”抑或仅为“内容(格式)规范”方面对上市公司收购报告书进行审核则没有明确的法律答案,这就给证监会行使审核权留下过多的权力范围。

因此,我们认为证券监管机关只应负责披露义务或报告人是否按照法定形式披露即可,证券监管机关不应在要约报告的内容判断或价值上进行过多的干预。无论是美国的自由要约收购,英国的全面要约收购还是德、法的收购披露,尊重收购自由外加适当限制才是收购监管理念的主旋律。虽然从我们的证券监管机关看来,现行异议程序的设计可以有利于监管机关加强对收购行为的监管,^[16]但这却使进行要约收购报告书备案监管的外延非常宽泛,无异于由中国证监会对要约收购的报告内容及披露完整性行使实质审查责任,偏离了行政备案程序作为程序性手段确保信息准确性的监管原旨。

(三)被异化的“预警式披露监管”

预警式披露也称为“大股东报告义务”,其最为基本的含义在于“当投资者直接或间接持有一家上市公司发行在外的有表决权股份达到一定比例或达到该比例后持股数量发生一定比例的增减变动时,其负有向上市公司、证券交易所及证券监管部门披露有关情况的义务”。^[17] 预警式披露的目标主要有两个:第一,小比例的股权变化(如达到5%或之后的1%变化)本身不会造成上市公司控股权的转移,一般情况下通常也不意味着将来一定会因收购发生控制权的转移,但基于这种变化在一定程度上暗示着进一步收购股份从而发生控制权转移的可能性,而这种可能会对目标证券的供求关系造成影响,也会影响目标公司资产价值的预判,因此有必要及时提醒公众以注意股份交易变

[15] 朱谦:“论公开要约收购与中小股东利益之保护”,载《法学》2003年第8期。

[16] 桂敏杰主编:《中华人民共和国证券法、中华人民共和国公司法新旧条文对照简明解读》,中国民主法制出版社2005年版,第88页。

[17] 吴弘主编:《证券法论》,世界图书出版公司1998年版,第153页。

化的动向,让他们对可能发生的收购产生合理预期;第二,由于交易量增大往往引起市场价格的剧烈波动,通过预警式的披露可以让公众及时了解大股东的交易行为,作为防止因收购产生的内幕交易和市场操纵的重要预防手段。^[18] 因此持股预警披露的意义只在于通过制度方式寻求保护投资者博弈公平与鼓励公司收购行为之间的平衡:一方面披露制度应该要求收购方尽早披露尽可能多的情况,使投资者能够掌握更加充分的信息对证券价值做出判断;另一方面也要确保披露制度不会导致目标证券价格变动过快,增加收购方的收购难度和收购成本。

我国目前对上市公司收购预警式披露在法律条文上呈现的是“阶梯式披露”要求,即“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有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票”,“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内,不得再行买卖该上市公司的股票”。^[19] 从字面上看,法律只是要求达到5%时进行披露,并没有限定说收购人不可以一次交易中收集超过5%以上的股份。在交易操作的技术层面,通过协议收购,甚至在交投活跃的市场上通过一次下单以竞价方式购入超过5%的股份(或者原先已持有5%以下一定比例股份而通过一次性交易获得超过5%以上股份)是完全可能的。因此,若从法律行文表述的字面理解,《证券法》仅规定了“阶段式披露”的要求,并没有对因为交易而可能导致超过5%股比的交易限定说按照“购买至5%——停止收购、进行披露——以5%为限继续收购——收购比例再次达到5%则再次停止收购并进行披露——继续以5%为幅度进行收购……”的“阶梯式收

[18] 王化成、陈晋平:“上市公司收购的信息披露——披露哲学、监管思路和制度缺陷”,载《管理世界》2002年第11期。

[19] 2005年《证券法》第86条,2006年《收购办法》第13、14条的表述大同小异。

购”程序进行。但在实践中,法律表述上的“阶梯式披露”被扩展成了严格的“阶梯式购买”要求,这使任何意图通过一次性交易直接达成超过5%或低于5%的某个特定比例的收购或出售都可成为违法、违规事件。^[20]

这种将阶梯式的披露要求演化成阶梯式收购的监管背景来源于监管层对在我国第一起恶意并购事件“宝延风波”的态度。1993年9月深圳宝安(集团)上海公司(宝安上海)对上海延实业股份有限公司(延中实业)的股票进行收购。截至当年的9月29日,宝安上海及其关联公司合计持有的延中实业股份比为10.65%。1993年9月30日,通过一系列的操作,宝安上海及其关联公司合计持有的延中实业达到17.07%。在此之前,深宝安及宝安上海未做出任何披露,直至9月30日才发出持有延中实业发行在外的普通股达5%以上的简要公告。由于此前的《股票条例》没有相关一致行动人的概念,因此深宝安当时通过二级市场收购延中实业的行为是否存在违规行为在当时存在较大的争议,后来中国证监会确认了深宝安购买延中实业股权行为的有效性。^[21]“宝延风波”虽以证监会调解下的“股东和解”形式结案,但中国证监会却基于此案而对《股票条例》第47条的执行限定为“自法人

[20] 最近的一个例子在于深圳证券交易所对北京嘉利九龙商城有限公司“违规减持”的处罚。嘉利九龙2008年8月20日通过深交所证券交易系统采用大宗交易方式出售中核钛白股份1742万股,占中核钛白股份总额的9.1684%,当日嘉利九龙通知上市公司中核钛白。8月21日,上市公司中核钛白对股东减持情况刊发公告,嘉利九龙也公布了《简式权益变动报告书》公告其减持9.1684%比例股份的情况。但针对嘉利九龙一次性减持9.1684%的行为,深交所认为依据《上市公司收购管理办法》第13条第2款的规定:“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%后,通过证券交易所的证券交易,其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后2日内,不得再行买卖上市公司的股票。”而嘉利九龙在出售中核钛白股份达到5%时,在未及时刊登权益变动报告书情况下继续出售中核钛白股份。上述行为已经违反规定,由此予以公开谴责并限制其减持其余股份3个月的处罚。有关处罚决定可参见“关于对北京嘉利九龙商城有限公司给予处分的决定”(深证上[2008]129号),载深圳证券交易所网站,http://www.szse.cn/UpFiles/cfwj/2008-09-04_00214566.doc,2008年9月5日访问。

[21] 中国证券监督管理委员会:《中国上市公司并购重组发展报告》,中国经济出版社2009年版,第147页。

直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到5%的那一时刻起,其作出报告和停止买卖该种股票的义务随即产生”。^[22] 基于此等监管认识,假设一个未触及披露义务的收购人意图收购目标公司发行在外15%的股份,其根本不被允许通过竞价交易系统(证券交易所)一次性购入目标公司特定比例股份后才进行持股披露(假设市场条件允许的话)。从事收购活动的收购方必须先购入5%的股份然后停止购买行动以披露其持股情况,待披露义务完成后才可以继续以5%为上限分两步购买、两次披露才能完成对目标公司总计15%股份的收购。我们理解监管层的监管意图虽是希望限制因买方“突然袭击”或卖方“大量抛售”而给股价带来的暴涨或暴跌,但其这种对《证券法》扩大理解的做法也限制了通过市场手段和供求关系评估证券价格合理性的机会,加重了那种不以获得控制权为目的的收购方进行收购的成本与披露的负担,不利于市场正常的、不以获得控制权为目的的收购或出售活动。

(四) 法律规范体系之间的不一致性

我国现行的收购监管制度在参考英式强制性全面要约收购与美式自愿要约收购制度的基础上,形成了“全面要约”与“部分要约”并存的上市公司收购制度。如2005年《证券法》第85条规定“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”,同时在该法第88条、第96条分别针对“通过证券交易所的证券交易”和“采取协议收购方式”进行收购时确定了全面要约与部分要约并存的收购原则。法律虽如此制定,但在实践中,可被监管层接受的收购方式与2005年《证券法》的规定还是有所差异的,集中体现为2006年《收购办法》对要约收购方式的划分。作为证券监管基本法的《证券法》虽给予收购人“全面要约收购”与“部分要约收购”两种选择(第88条、第96条),但《收购办法》第47条规定“收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的,超过30%的部分,应当改以要约方式进行……未取得中国证监会豁免且拟继续履行其收购协议的,或者不申请豁免的,在履

[22] 中国证监会:“中国证监会发言人就宝安上海公司大量买入延中股票一事发表谈话(1993年10月22日)”,载《中国证券监督管理委员会公告》(1993年下册)。

行其收购协议前,应当发出全面要约”,这条规定实际上排除了通过场外协议收购取得上市公司过30%股份而继续进行收购时采取部分要约收购的方式,进而在事实上否定了《证券法》对协议收购所赋予的部分要约收购功能。监管层此等做法似乎是根据协议交易或场外交易可能存在交易条件的不同而为保护公众投资者利益进行的特别安排,其出发点虽好,但此等限制却直接与作为上位法的《证券法》发生了冲突,以下位法的解释限制了上位法的范畴,违背了《立法法》规定的立法原则,应予相应调整为妥。

此外,虽然不少专家学者认为2005年《证券法》已经赋予收购方进行“部分要约收购”的权利,而事实上,2005年《证券法》只是在第88条和第96条涉及强制性要约收购时,允许收购人不进行全面要约而只以部分要约方式履行强制性收购义务,该法并没有明确允许在强制性要约收购临界点之下使用部分要约。^[23]在2006《收购办法》中,中国证监会将《证券法》第88条、第96条作了扩大解释,即允许“投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的,可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约(以下简称全面要约),也可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约(以下简称部分要约)”,收购人以要约方式收购一个上市公司股份的,其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的5%。由此,在监管实践中,下位法的监管措施与解释均直接与作为上位法的《证券法》直接冲突,是对《证券法》的严重“越位”。

(五) 缺少要约收购失败后的规制措施

要约是一种以确定的条件“希望和他人订立合同的意思表示”。因此,在要约收购中,收购要约的发出并不代表收购的完成,它还要依

[23] 2005年《证券法》第88条第1款:“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有一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时,继续进行收购的,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”;紧接着该条第二款表述为“收购上市公司部分股份的要约应当约定,被收购公司股东承诺出售的股份数额超过预定收购的股份数额的,收购人按比例进行收购。”所以从立法逻辑上看,有关按比例接纳原则是适用于该条第一款的强制性要约收购时的部分要约收购而无法理解为对任意情形下的部分要约收购。

托于被要约方作出承诺的约束后方可达成收购交易。在要约收购中,必然存在一种可能,即收购方无法按照收购要约的条件完成收购(主要体现在无法完成收购要约中的预约收购量),在这种情况下,通常视为要约收购失败。“如果收购失败后再频繁地发生收购与反收购,势必危及市场的稳定与秩序,诱发证券欺诈与过度投机,保护股东利益的宗旨就难以实现”。^[24]为此,在英美法系国家或地区,针对要约收购失败后多对要约人在未来特定期间的再次要约、购买或转售进行限定。如英国的《收购守则》第35号规则就规定一次要约失败后,要约人在12个月内不能再次进行类似的要约或相关的购买股份权益活动。香港《公司收购及合并条例》第三十一章节也有类似规定。大陆法系的德国也通过其《证券收购法案》(WpÜG)规定如收购失败或联邦金融监管局(BaFin)禁止公布要约,收购方在1年之内不得提出新的要约。美国虽没有强制要约收购的制度,但《1934年证券交易法》及SEC相应的法规通过对欺诈、操纵、欺骗等的禁止,从衡平法的角度禁止滥用要约收购或委托代理方式操纵股价、内幕交易等非法行为。而我国涉及收购后果的规定只是“收购人持有的被收购的上市公司的股票,在收购完成后的十二个月内不得转让”(2005年《证券法》第98条)，“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”(2006年《收购办法》规定第78条),^[25]我国现行收购监管制度并没有对要约收购失败后的行为限制作出详细而有约束力的规定,这就不利于对收购人在收购失败后其持股、转售、再次收购、改组董事会等一系列可能存在行为的规制,使得收购法律制度显得残缺不齐。

(六) 缺少“强制挤出权”的保护设计

从海外上市公司收购制度上看,在收购人取得大部分股份的情况下(特别是通过全面收购要约获得绝大多数股份的情况下),法律允许

[24] 王肃元、周江洪：“上市公司收购中股东权的保护”，载《政法论坛》2000年第2期。

[25] 《证券法》中“收购完成”非指“收购失败”，而《收购办法》中“不按照约定支付收购价款或者购买预受股份的”也仅是指违约而非“收购失败”。

收购人有权选择强制收购其余股东股份的权利(即“强制挤出权”, squeeze-out)和其余股份持有人强制向收购人出售股权的权利(即“强制出售权”, compulsory purchase right)。比如,《欧洲议会和欧盟理事会要约收购指令》认可了公司法理论上的“强制挤出权”和“强制出售权”在要约收购中的价值,规定收购人如果在要约收购中获得目标公司超过90%以上的表决权时,收购人可以要求目标公司的剩余证券持有人以合理价格出售其所拥有的证券(同样,证券持有人也有权利享有按照合理价格强制向收购方出售剩余证券的权利);英国则规定收购人在获得超过标的证券总计90%以上的权益后才可以强制收购其余少数股东持有的权益,将少数股东挤出。而若是通过协议安排进行的收购,则如果可以得到持有超过75%表决权以上的多数股东的同意,则有关合并或挤出安排将约束目标公司的所有股东,^[26]法国允许如果要约收购方在获得目标证券95%以上的股份及投票权,其有权行使“强制挤出权”将少数股东挤出;德国规定如果收购人获得超过目标公司95%表决权的股份,在要约接受期结束的3个月内可以向法院申请要求少数股东强制转让附有表决权的剩余股份,经过法院批准的挤出权不需要股东大会的决议批准。除此之外,于任何时间,持有标的公司全部股本95%以上的股东可以要求股东大会以决议方式要求强制收购少数股东的股份,有关强制收购的对价补偿由法院委任的审计师在公司对这些股份价值自我评估的基础上审查确认;荷兰法律规定在收购人获得与目标公司95%以上的股份后,收购人可以强制收购其余少数股东持有的股份,此时少数股东有权要求收购人以公平的价格现金支付对价,该等对价通常为原来的要约价格外加部分的利息。如果收购方获得超过50%但不超过95%的股份,收购人仍可以以股东大会决议方式进行合法的合并以实现强制收购少数股东股份的目的。^[27]透过上述国外立法,我们可以发现“强制挤出权”是上市公司收购中普遍存在的监管制度,是法律对收购人收购利益与目标公司其余股

[26] § 979-982, Companies Act of 2006; Schedule 2“SQUEEZE OUT AND SELL OUT” of The Takveovers Directive(Interim Implementation Regulation 2006).

[27] Regulation of Public Mergers and Acquisition in Europe, presented by Herbert Smith Gleiss Lutz Stibbe.

东利益平衡的另一种体现,体现了收购制度对收购人收购意图与权利的尊重与保护。然而在我国现有上市公司收购监管制度下,监管的理念过于偏向于中小股东的保护,因此,监管层乐于推动“强制出售权”在收购制度中的地位,充分放宽中小股东在全面收购完成后向收购人要求按照要约价格收购股份的权利(如我国规定,因收购导致上市公司退市,收购人就负有依照其余股东的要求收购其余股份的义务),^[28]但我们却没有对收购人在取得绝大多数股份的情况下是否可以按照法律认可的“公平程序”(如要约价格)强制收购目标公司剩余股东所持股份的权利进行确认。而在西方发达国家,这种以“挤出式收购”方式获得极少数股东所持剩余股份却是收购人实现上市公司“私有化”(privatization)的重要手段,也是收购方成功进行全面要约收购的重要标志。

三、完善上市公司收购监管的路径选择

(一) 理顺对“上市公司收购”监管的制度逻辑

证券法将某些不以获得实际控制权为目的的“阶梯式披露”放在了“上市公司收购”章节。虽然强制要约收购临界点之下的重大交易行为不能完全排除收购方存在获得控制权的意图,但这并不能证明只要存在重大的交易(如5%以上股份)就必然构成“上市公司的收购”。现实生活中,我们不能排除某些在短期内持有超过5%股份的投资者只以短期套利为目的,他们不希望成为上市公司的实际控制人或第一大股东,也不希望参与上市公司的经营管理活动,如果把此类购买行为

[28] 2005年《证券法》第97条:“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股东,有权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。”2006年《收购办法》第44条:“收购期限届满,被收购公司股权分布不符合上市条件,该上市公司的股票由证券交易所依法终止上市交易。在收购行为完成前,其余仍持有被收购公司股票股东,有权在收购报告书规定的合理期限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。”而国外通常是在收购达到90%以上时,剩余持股人才有权要求向收购人按合理价格出售持有的股份。

也视同上市公司的收购行为,就使收购制度与客观事实存在严重不符。^[29] 如果在此基础上再对这类不具备控制权的收购进行“归入权”的限制,这明显使收购监管“干预多过自由”的实践与维持“公平与效率”的监管目标大大背道而驰。所以,总体来说,《证券法》第四章有关上市公司收购的章节存在明显的法律逻辑混乱问题,最根本的原因在于其将一般的重大交易的信息披露监管和为中小股东利益保护的“要约收购”监管混用,导致对收购的监管对象范围过大。对此,相应的监管改革建议是:

首先,应将《证券法》第四章的“上市公司的收购”标题改为“大宗交易与控制权变动”,^[30]即将现有统称的“上市公司的收购”按证券市场的实际操作划分为“大宗交易”与“控制权变动”两个方面的内容。这样既可以保持现有《证券法》第86条对持股百分之五及其变动的“阶梯式”披露要求(但应明确此披露要求是基于股份或证券的“大宗交易”,而非“上市公司收购”),也可以以“控制权变动”为核心勾勒立法者对构成上市公司收购行为的内涵与外延的认定。

其次,在现有证券法第87条与第88条之间增加一条有关“控制权变动”的概念界定,在此基础上将现有《证券法》有关全面要约收购的规定划归到“控制权变动”的概念项下进行规制。考虑到“在法律上确定的代表控制权的股份比例和具体个案中该比例是否确定形成控制权没有必然关系……针对每起上市公司股份交易判断其是否构成实际控制权并进而判断其是否构成收购明显缺乏效率”,^[31]所以对于“控制权变动”的定义,本文尝试界定如下:

“第×条任何人士及其一致行动人持有、通过协议或者其他方式进行的以下交易构成本章所述的控制权变动:

[29] 隋艳坤,尚浩东:“上市公司收购概念的界定”,载《经济师》1999年第12期。

[30] 虽然上海证券交易所和深圳证券交易所已经有以交易金额为标准的“大宗交易”及“大宗交易系统”(深交所于2009年1月已将大宗交易系统升级为综合协议交易平台),此“大宗交易”是以持股比例为基数的重大交易而非以交易金额为标准的交易量。

[31] 德恒律师事务所—证券研究所联合课题组:“上市公司收购法律制度若干问题研究”(上证联合研究计划第七期课题),载 <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20030701j.pdf>,2003年12月15日访问。

(1) 通过证券交易所的证券交易,取得或控制一个上市公司已发行的股份达到30%及以上;

(2) 通过协议方式取得或控制一个上市公司取得或控制一个上市公司已发行的股份达到30%及以上;

(3) 通过认购股份方式取得或控制一个上市公司已发行的股份达到30%及以上;

(4) 通过国有资产划拨、^[32]继承或其他合法方式取得或控制一个上市公司已发行的股份达到30%及以上;

(5) 虽未取得或控制一个上市公司已发行的股份达到30%,但通过证券交易所交易、购买协议、认购股份、国有资产划拨、继承或其它方式单独或合计持有、控制的上市公司股份数量使其成为上市公司第一大股东。

除因上述第(5)项原因而发生控制权变动外,其他控制权变动的交易除按照本法第(X)条履行披露、报告义务外,实际控制人及其一致行动人应当在该等事实发生之日起的三日内向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。因上述第(5)项原因而发生控制权应按照本法第(X)条所述履行披露及报告义务。”

在此制度设计基础上,本文建议以《大宗交易披露监管规则》替代现有《上市公司收购管理办法》作为证券监管部门监管大宗交易和上市公司收购的行政规章。如同前文对证券市场自我监管与证券行政监管之间关系所作的分析,证券行政监管的目的只在于弥补市场自我监管的信息披露不足、约束性不强的问题,证券行政监管的方式在于通过对信息披露手段、方式与规范的要求逼迫义务人履行市场规则所要求的披露需要,并对违反披露义务的行为进行规制。因此,现行《上市公司收购管理办法》在标题名称“管理”上就违背了证券监管机关应有的

[32] 本文认为现行的对国有资产划拨在大多数情况下应该构成控制权变动,我们不能拿“国家最终所有人”作为挡箭牌逃避国有企业股权重组中的强制要约收购义务。因为在现有的“国有资产代理人”模式下,可代表国家资产的代理人太多,如果不是因为在原有同一集团或控制人(如同属中央国资委直属的某一集团公司)的股份划拨,否则即便是在同属同一国资委下的不同国有企业集团之间的股权划拨也应该适用“控制权变动”原则,这是尊重市场选择防止“国资一言堂”的制度保障。

监管定位。上市公司的收购行为不应由证券监管机关进行“管理”,证券监管机关可以行使以信息备案或登记为内容的行政监管程序,但它的监管规则不合适以“管理办法”的名义出现在市场,此其一。其二,以《大宗交易披露监管规则》替代现有的《上市公司收购管理办法》并不会影响到对重大交易的披露和要约收购中的中小股东保护,因为我们在制度设计与替代的过程中可以将现有《上市公司收购管理办法》的披露方式、披露规则、披露规范与披露格式引入到新的监管规则,以扬长避短、趋利避害。

最后,应根据“大宗交易”与“控制权变动”的目的不同而分别设定法律后果:对于不发生控制权变动的大宗交易,无须对收购方的持股期限设定“限售期”。因为交易本身的披露要求已经可以对现有持股股东起到股权结构变动的预警作用,如果在制度设计上也不限定持股人“买入后复卖出”或“卖出后复买进”,则既有股东会更加谨慎评估和分析股份持有人结构的变动以决定是否出售或购买股份,这样即便暂时出现大额的大宗交易也会因为市场交易意愿的不确定性而制约着大宗交易者的交易行为,从而在最大程度上保护“以市场博弈力量主导博弈决定,并由博弈决定反应供求关系变动”的市场规律。而且,放松对不以获得控制权为要件的大宗交易的持股期限限制也能起到鼓励交投,鼓励投资的作用,甚至还有助于通过科学有效的数据模型设计发现、查处内幕交易。^[33]相反,对于可引发控制权变化的大宗交易,由于此等交易会导导致持股人成为上市公司的第一大股东或实际控制人,则无论其是否参与上市公司经营,均应被视为“内幕人士”,在监管上就要基于中小股东保护和防止内幕交易而进行制度设计:(1)对于没有达到强制要约临界点但存在“控制权变化”的股份交易,除上市规则或其可能的持股期限承诺外,法律应至少规定该等控制人在获得控制权股份后的6个月不得从事目标公司证券的买卖,由此买卖获得的利润收归上市公司(归入权),违反此规定进行买卖的交易金额可作为证券监管

[33] 不必担心因此引发的内幕交易或操纵市场,其实通过活跃的交投市场反而可以让交易所和监管部门获得充分的交易数据并设计监管的数据模型比对异常交易从而发现内幕交易或操纵市场的痕迹,更加有利于内幕交易的查处与监管。此间道理请参见本文后文对内幕交易与操纵市场监管的制度设计。

机关进行违法行政处罚的“量刑”依据；(2)对于引发强制收购要约的情况,可以沿用现有的要约价格保护、要约期限、竞争性要约、预受的撤回、强制出售权等中小股东利益保护措施规制强制要约收购行为。同时在归入权方面,可以规定无论强制要约成功与否,要约收购人在收购结束后的12个月内不得买卖目标公司股份,由此买卖获得的利润收归上市公司(归入权),违反此规定进行买卖的金额作为证券监管机关进行违法行政处罚的“量刑”依据。上述监管划分可以图3方式表示:

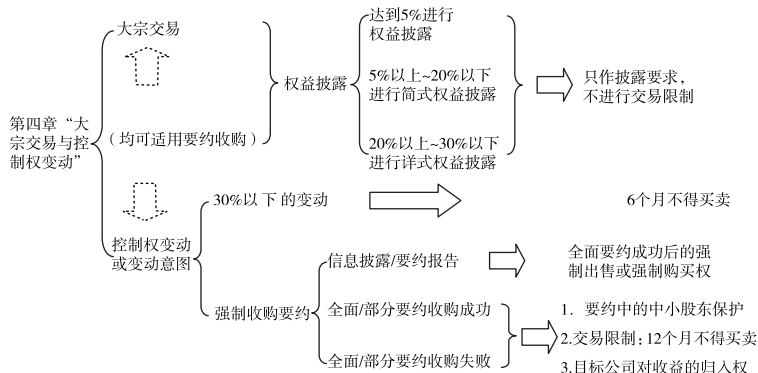


图3:大宗交易与上市公司收购分类监管示意图

(二) 正确理解并执行“阶梯式披露”制度

“阶梯式”预警披露的好处在于:一来超过预警线的交易在市场中可以得到消化与反馈,无须层层设限限制持股人的购买或减持行为,从而人为影响市场真实的供求关系;二来在预警式披露下允许继续购买或减持行为反而更有助于通过市场数据分析发现并判断是否存在内幕交易人员的“抢跑”或“内幕信息”行为。但如前面所述,我国监管层对大宗交易中的“阶梯式”持股披露持相当极端的理解,即要求持股人在达到5%时必须停止收购,履行披露与报告义务后才能继续进行大宗交易。这种监管思维的形成是跟我国证券市场设立之初的股权结构有关:当时存在流通股与非流通股之分,而且以国家股、国有法人股、社会法人股为构成的流通股占上市公司已发行的股本比例占绝大多数,而流通股比例通常只占上市公司已发行股本的25%,由于非流通股不通上市流通,其通过协议、合同等方式能够形成的交易价格远低于流通股

的价格,形成事实上的“同股不同价”的局面,因此监管层对协议收购的监管较少,不会要求协议收购也搞“进阶交易”。但对于流通股,由于本身进行集中竞价交易的股份数量就少,在供不应求的股票供应格局下,少数大比例的交易就足以影响目标公司流通股的价格,所以监管层不允许通过证券交易所的竞价交易发动“突然袭击”式的“恶意收购”,自然而然地要求持股人必须在通过证券交易所的交易每持有5%的股份时立即停止交易,并且必须在“诏告天下”后方可继续收购,从而将法律上的“阶梯式披露”演变成监管实践的“阶梯式收购”,而这种“阶梯式收购”的监管传统恰恰是我们所力主摒弃的。

第一,决定原来监管思维所对应的市场结构已经发生变化。在全流通的背景下,无论是大股东持有的股份还是通过证券交易所竞价交易获得的股份都已经是同股同权、同股同价。这意味着市场上目标公司可流通的股份数远远多过先前的单一的“流通股”股数,而且国家股股东、国有法人股股东和法人股股东都可以以集合竞价、协议、场外大宗交易方式随时进行证券交易。^[34]对于不以获得控制权的大宗交易而言,其他证券持有人或市场交易者随时可以通过购买、出售等方式对大宗交易作出反应并保持目标公司的价格平衡,不会造成原来在股票流通总量较小的情况下任何“风吹草动”都会影响股票价格的负面影响。另外,从证券交易系统的发展来看,由于资金量、供应量的充足,在交易系统方面并不能排除持股人通过竞价交易方式一次性下单购买超过5%以上的股份,沪深两地证券交易所的大宗交易系统和综合协议交易平台也不难满足这种一次性交易超过5%以上股份的需求,所以再对类似的大宗交易采取严格的“阶梯式收购”的理解已经不符合市场发展的现状。

第二,严格的“阶梯式收购”监管实践违背了证券市场对大宗交易进行披露的本意。有关收购的监管制度首先必须是在要尊重市场自由收购的前提下进行规制,严格的“阶梯式收购”限制了市场主体的交易自由,不利于市场的活跃;其次,预期式披露本身的目的只在于向市场披露大宗交易背后持股人的信息,以便市场对供求关系的可能变化进

[34] 当然要在满足有关针对国有股的监督管理和限售期要求的条件下。

行预判并进行交易决定,合理的市场必须保持一定的活跃度以承载大宗交易及大宗交易后的市场波动。^[35] 如果人为限定持股人只能在“5%”的比例分步收购,一来不能准确反应市场的供求关系(如收购人在竞价交易中意图通过一次性交易获得10%比例的股份,这种购买信息可以在证券交易所的竞价系统中及时得到反映,并会根据当时卖盘情况决定最终的成交数量与成交价格,如果限制其只能购买5%进行披露后再购买则对购买人原始购买意图与市场供求关系人为地进行了屏蔽);二来加重了持股人进行收购的时间成本与收购成本(持股人在继续收购时可能不得不面对持股信息披露后导致股价上扬的不利成本)。所以,本文主张有关大宗交易的监管应回归到“阶梯式披露”的预警监管本质,可以存在要求义务人进行“阶梯式”进阶披露的监管要求,但不应该人为限定市场主体在全流通结构下从事大宗交易的意愿与能力,不应该在义务人未取得上市公司控制权的情况下对其实施“阶梯式收购”的持股约束。

第三,应尽快还原《证券法》法条原文的本意。现有《证券法》对“阶梯式”的预警披露表述为“通过证券交易所证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时……投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后,其所持该上市公司……”我们应该注意到现有《证券法》已经用“达到”一词替代了1999年《证券法》中“通过证券交易所的证券交易,投资者持有有一个上市公司已发行的股份的百分之五时……”和“投资者持有有一个上市公司已发行的股份的百分之五后,通过证券交易所……”的“持有”一词。从“达到”一词的本意上看,这里的“达到”应指持股比例“ $\geq 5\%$ ”的状态都可称之为“达到”,并不是说严格“ $= 5\%$ ”才是达到,这是其与“持有”一词的重要区别。因此,既然《证券法》的修改都已经呈现出放松

[35] 如果市场上出现一次性超过5%的交易变动,市场数据会反应出这样的大宗交易,无论是从交易价格还是成交数量上来体现,只要市场有人接盘,说明市场本身对供求关系是有反映的。无论是出售或购买,只要交易成功都说明市场具备买盘与卖盘的交易对手方,此时的交易最能反应市场供求关系的实时变化,更加有利于现有持股人与其它投资者对目标公司证券供求关系的判断。

“阶梯式收购”的要求,那我们又有何理由在下位法的行政规章或监管实践中对上位法律进行限制性的解释与理解呢?

(三) 证券监管机关的“放权让利”

本文认为,作为外部监管的政府监管只是对证券市场自我监管的补充与保障,“是一种通过对市场主体博弈行为成本与收益施加影响以实现监管目标的外部性行为,它只针对那些破坏或不遵守市场博弈规则行为的约束、调整与处罚,起到保证市场博弈规则正常运行的保障性作用”^[36]。因此,在涉及上市公司收购监管方面,我们有必要调整一些现行的监管惯性。

1. 应通过法律、法规明确证券监管机关只对大宗交易持股变动信息披露和收购报告书的格式、规范和披露程序进行监管,证券监管机关不负责信息披露和收购报告书的内容进行实质审查,有关披露内容与要约收购实行“文责自负”的原则。在具体操作中,证监会只负责大宗交易的持股变动信息的披露登记与收购报告书及要约收购文件的披露登记。进行大宗交易股份变动及要约收购信息披露登记主要是针对登记人股份变化情况的登记与披露,赋予披露信息与要约文件法定的公示效力,这样做的一个好处在于将信息披露的内容的“固定化”与“公证化”。如果未来发现登记者存在与信息披露不实的事实,则信息披露义务人可立刻因违反信息披露的行政程序要求而被行政监管机关处以惩罚。另外,对涉及持有 30% 以上股份收购、合并或回购事项的文件进行披露登记,经过登记后的上市公司收购文件具有法定效力,当事人不能以任何形式推翻、否定或变更登记文件的内容效力,否则应承担虚假披露的法定责任。

2. 在我国上市公司收购的实践中,伴随着上市公司收购往往附着对上市公司资产的重大重组,而针对后者,收购方与上市公司必须遵守《上市公司重大资产重组管理办法》的规定取得中国证监会对要约收购的豁免和重大资产重组的审核,即在伴随着重大资产重组的上市公司收购中,要约的豁免和重大资产重组的审核都由中国证监会掌控。

[36] 郑或:“证券监管的边界——从美国证券交易委员会应对次贷危机谈起”,载《中国社会科学内部文稿》2009 年第 4 期。

本文认为,应根据证券监管机关的定位,合理设计要约收购豁免与重大资产重组的监管权力分配:

单纯的控制权转移。单纯的控制权转移本身只是股东之间的交易,交易所和监管机构不宜过多介入交易的本身。但由于控制权转移的交易涉及大股东变化,为防止内幕交易或控制人通过交易侵害中小股东利益,对上市公司的控制权变化的监管本质只应立足于公司法的中小股东保护角度和证券法的信息披露登记角度。就信息披露而言,可保留现行的收购报告书及收购报告书概要作为向证监会进行信息披露备案登记的格式要求,但前提是证监会不对报告内容进行实质审核,只对报告在形式上是否符合法定要求做出登记与否的决定即可。而在中小股东保护方面,如果进行正常的要约收购或全面要约收购,则遵循法定的要约收购或全面要约收购的条件,而若涉及要约收购的豁免,总体上不是不可考虑证券监管机关作为豁免授予的主体,但考虑到我国现有由证监会行使豁免权的四个情形中,除“收购人与出让人能够证明本次转让未导致上市公司的实际控制人发生变化”为客观标准外,其他诸如“上市公司面临严重财务困难,收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准,且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益”、“经上市公司股东大会非关联股东批准,收购人取得上市公司向其发行的新股,导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%,收购人承诺3年内不转让其拥有权益的股份,且公司股东大会同意收购人免于发出要约”、“中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形中”^[37]的豁免条件要么是属于证监会依据其对收购价值的判断所作的豁免,要么就是证监会本身的主观标准。按照我们对证券监管机关定位标准的理解,后3个豁免条件及豁免权的行使都不符合证监会应有的定位与职能。所以,本文建议可以参照英国、香港地区或者新加坡的做法,将全面要约收购的豁免审批权交由证监会之外的其他自律组织或者法院行使,因为毕竟全面要约收购制度及其豁免涉及的是公司法层面的中小股东保护及股东平等原则的落实,与证券市场博弈平等性

[37] 2006年《上市公司收购管理办法》第62条。

无关。

反向收购审核权。所谓反向收购又称后门上市(back-door listing),是指收购方以注入自身资产的方式获得上市公司控制权并改变上市公司主营业务的收购行为。反向收购以两种形态存在:一是收购方与股东层面的股份转让与收购方和公司层面的资产置换;二是收购方与公司层面直接的资产注入与股份增发。在我国,反向收购多是以股权为对价的换股和以资产置换为对价的定向增发方式出现的。按照目前对反向收购的监管实践,收购人除要按照《证券法》、《上市公司管理办法》履行要约收购、豁免申请及披露义务外,收购人和上市公司还需要按照《上市公司重大资产重组管理办法》的规定取得中国证监会对重大重组行为的审核通过,否则无法进行反向收购。由于反向收购本身涉及对原有上市公司资产的处置和新资产的注入,因此反向收购的结果是通过影响上市公司资产价值的变化而间接影响上市公司证券的价值与上市条件。由于这些价值判断属于作为证券交易中介的证券交易所判断或认定的范围,因此如同我们在发行监管与上市审核区别对待的态度,在此作者主张涉及反向收购的收购监管仍应交由证券交易所独立行使,由其上市委员会对因重大资产重组或股权重组而进行的反向收购是否符合交易所的上市条件进行认定,并由交易所在其上市规则标准的基础上行使对上市公司反向收购的核准权力,未获核准的反向收购要么终止交易要么应予以退市,有关中小股东的保护按照要约收购终止后的保护规则执行。

(四) 要约收购的合理分类与对应规制

2005年《证券法》第85条虽开宗名义地表明“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”。但如前文所析,2005年《证券法》并没有对何为“收购”进行定义,且在其第86条第一款前半段只是用“持有”、“共同持有”描述强制要约的触发点,而在该款后半款直接引入“继续进行收购的,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”;同时第96条却是以“收购”、“共同收购”的用词规定“协议收购”,并只针对“协议收购”规定“继续进行收购的,应当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”。因此,从法律条文诉行文结构与逻辑上

看,2005年《证券法》第85条的“要约收购”应该只针对第88条和第96条所涵盖的“强制要约收购”行为,而没有明确界定“以受让上市公司30%以下股份为目的的自由要约收购行为”和“在持有上市公司30%以下股份的情况下以受让上市公司全部股份为目的的全面要约”是否具备合法性。虽然中国证监会通过2006年《收购办法》第23条试图行使对《证券法》第85条“要约收购”的概念进行解释,但该《收购办法》中对部分要约的定义是“向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约”,这种描述会使得大家对部分要约会理解为“要约人先设定若干百分比,然后按照这个百分比为基数向所有愿意出售的股东计算可被收购股份”,^[38]而非“要约人为持有上市公司特定比例或数量的股份而向所有股东发出的要约”^[39]的正常理解。而且2006年《收购办法》也仅仅是规定“以要约方式收购一个上市公司股份的,其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的5%”,没有对强制要约收购下的部分要约和在5%~30%区间的部分要约收购作出相对的分。因此,现有对部分要约收购的分类方法无论是在逻辑上还是在表述上都不严谨,而且对于部分要约收购的最低要约比例限定不够科学。作者认为,对要约收购更为合理的方式在于将要约收购行为重新解构为“两个种类、四种方式”进行监管。

“两个种类”是指自愿性要约和强制性要约,“四种方式”是指:(1)自愿性要约下的自由要约;(2)自愿性要约下的全面要约;(3)强制性要约下的全面要约;和(4)强制性要约下的部分要约。在上述分类中,“全面要约”是指“向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约”;“自由要约”是指“向目标公司股东发出的以收购不高于目标公司发行在外30%股份为目标的收购要约”;“部分要约”是指“在触发强制性要约收购的前提下,以收购不超过目标公司履行在

[38] 即要约人先设定一个百分比然后用这个百分比去乘以每个受要约股东持有的股份,从而得到每个股东可被购买的股份数。

[39] 要约人先确定其要收购的股份数量,根据接受要约的情况计算出拟收购股份的数量与所有接受要约数量的数量百分比,然后根据该比例乘以出每个接受要约人接受要约的数量从而得到要约人应从每个接受要约人实际购买的数量。

外 50% 股份为目的的收购要约”。在这样的要约分类下,对于低于 30% 以下的自由要约可以保留“以要约方式收购一个上市公司股份的,其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的 5%”的收购比例最低要求,以保证在自愿性要约收购中对收购比例的要求。而在强制性要约收购中的部分要约收购,我们认为继续保留“不得低于该上市公司已发行股份的 5%”就显得要求过低。因为强制性要约收购的本意就是要保证在控制权变化的情况下,所有股东都有权利与大股东或实际控制人分享控制权溢价(control premium)的收益。^[40] 如果在强制性要约收购中对部分要约的起始比例要求过低,则根本就不能达到“中小股东平等享有控制权溢价”的初衷。所以,笔者的理解是,为了体现强制性要约制度的设计目的,在考虑保护收购动机与中小股东利益平衡的前提下,在收购人触发强制要约收购点时,允许收购人在不希望进行全面收购的意愿下仅以收购不超过目标公司 50% 的股份为目的的要约收购,但要注意这里的“不超过目标公司 50% 的股份”不是说收购人可以就达到 50% 以下的任意比例发动要约收购,而是收购人必须以收购达到 50% 的股份作为要约收购的内容。所谓的部分收购,只是相对于以收购剩余全部股份的全面收购而言,收购人可以仅就达到目标公司 50% 的股份进行收购,这样部分要约收购的比例其实就是收购人已持股比例与 50% 之间差异,收购人必须就此差异比例向全体股东发出收购要约,并根据接受要约的情况全额或按比例接受要约结果,如果没有达到 50% 的要约目标就构成部分要约收购的失败,适用要约收购的失败限制规则。上述收购要约的分类可参见下图 4 所示。

[40] 有关“控制权溢价”理论是由公司法中的“中小股东保护”问题延伸开来,由于不是本文的重点,在此不予详述。

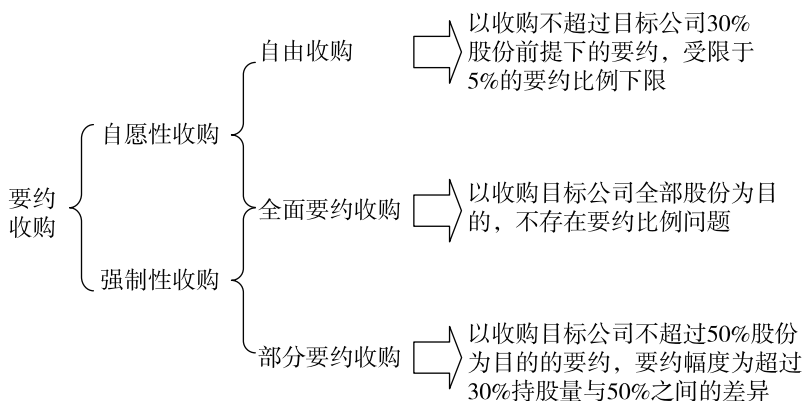


图 4: 要约收购的分类、特征及最低要约比例

(五) 要约收购失败的行为限制

早先的《股票条例》还对要约收购规定“收购要约期满，收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的百分之五十的，为收购失败；收购要约人除发出新的收购要约外，其以后每年购买的该公司发行在外的普通股，不得超过该公司发行在外的普通股总数的百分之五”（第 51 条）作为要约收购失败的规制措施。虽然仅仅只有一个条款，但毕竟在制度上已经涵盖到对要约收购失败的监管，在立法结构与立法技术上显得比较周全。我们无从得知是出于什么样的立法初衷与监管目的使在后来的《证券法》（包括历次修订）及《上市公司收购管理办法》中并没有承继《股票条例》第 51 条的监管思路，反而取消了对要约收购失败应有的监管。而从市场实践角度出发，只要存在要约收购行为，就可能存在接受要约的数量不足从而导致要约所述收购条件无法全部满足导致要约收购失败的可能。因此，为法律逻辑的严谨与周密，本文建议对“要约收购失败”及其后果界定为：

“第 × 条 本法所称之要约失败是指：

- (1) 在自愿要约收购的要约期限内，没有足够数量的预约股份满足要约收购的预期数量；
- (2) 在部分要约收购的要约期限内，没有足够数量的预约股份满足部分要约收购的预期数量；
- (3) 在全面要约收购

的要约期限内,要约方未能完成对上市公司已发行在外75%^[41]以上股份的控制或持有。”

在法律责任上,一旦要约收购失败,则应限制收购方从事以下行为:(1)禁止要约方及其关联人士或一致行动人在前次要约失败后(以要约到期日为准)的12个月内再次发出要约或通过协议或证券交易所进行购买要约证券及其衍生证券的行为;(2)禁止要约方及其关联人士或一致行动人在前次要约失败后(以要约到期日为准)的12个月内提议改选半数以上的公司董事或对公司董事进行提名;(3)禁止要约方及其关联人士或一致行动人在前次要约失败后(以要约到期日为准)后12个月内对上市公司资产进行重大购买、出售、置换的提议或活动;(4)禁止要约方及其关联人士或一致行动人在前次要约失败后(以要约到期日为准)后的12个月内就任何进行公司合并、换股或资本重组的提议。

(六)合理设置收购方收购成功后的“挤出权”

在境外证券市场的收购监管实践和中小股东保护理论中,尽管承认中小股东对其个人持有股份的私人财产权利,但出于对收购行为(特别是全面收购行为)的鼓励,大多数国家都会针对收购方在成功实施全面收购的前提下(全面收购成功标准通常是成功收购超过目标公司75%以上的标的证券),如果收购方已经持有绝大多数比例的目标公司某类证券并实质控制着目标公司,那么法律与证券监管实践都会允许收购方以公平价格强制收购其余未接受要约股东所持有的剩余股份,从而将其余股东“挤出”公司。通常,收购方在全面要约中给出的

[41] 多数国家对全面要约收购失败的界定是少于50%的股份,但基于以下考虑我们选择75%这个基点作为全面要约收购成功与否的标准:第一,全面要约收购本身就是以获得上市公司全部股份为目的,因此衡量是否获得上市公司全部股份的标准应该较高,而不是仅仅以绝大多数的50%作为是否完成收购的标准;第二,我国现有的强制要约收购可以选择全面收购和部分要约收购,在收购人可以选择部分要约收购的情况下其选择全面要约收购,则意味着收购人意图获取最大程度比例的股份,所以可以适当提升衡量全面收购成功与否的标准;第三,我国目前证券法也规定因收购导致股权分布不符合上市条件的应退市,其他股东可行使强制出售权。而基于包括我国在内的证券市场上市规则都是以25%的公众持股量作为股份上市交易的上市条件,所以将全面收购成败标准定在75%也能与上市规则的股比分布要求衔接,同时保证少数股东强制出售选择权的行使。

要约价格可视为公平价格(因为已被绝大多数股东所接受)作为强制收购的对价。目前,目标上收购方可行使强制收购权(挤出权)的起始比例标准通常为90%(也有国家设定为95%),挤出权机制的设立有助于在综合平衡股东利益的前提下保护收购方进行全面收购的积极性,从而降低收购方私有化上市公司进行公司商业整合的难度。目前我国只是规定中小股东在因收购导致的上市公司退市中享有要求收购方以收购要约同等条件购买股票的权利,^[42]没有规定成功完成全面收购的收购方是否可以在满足特定条件下强制收购其他剩余股东所持的股票。对此,我们相应的建议是在《证券法》中增加一条以体现促进收购,保护通过收购行动整合商业组织的监管意图:

“第×条 在收购方以终止被收购公司上市条件为目的的收购中,如果收购方已经持有被收购公司发行在外90%以上的股份,收购方可以在收购期限届满的三个月内要求其余仍持有被收购公司股票股东以收购要约的条件向其出售股票,持有被收购公司剩余股票的股东应当出售。”

四、结论

自沪深两地证券交易所设立之日起,我国证券市场已走过二十多年的历史,上市公司收购监管制度从《股票发行与交易管理暂行条例》算起也有近二十年的历史。不可否认,在这近二十年的监管过程中,从单纯地照搬照抄香港证券市场监管措施到结合英美监管制度起草《上市公司收购管理办法》,我国证券监管机关对如何进行上市公司收购的监管进行了大量基础性的研究与工作,监管工作呈现的是一种螺旋式前进的态势。但如同前述分析,无论是在立法技术、法律条文还是监管理念上,我们在上市公司收购监管制度方面还存在包括定义不明、法

[42] 2006年《证券法》第97条:“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的股东,有权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。”

律逻辑不清、监管越界、监管不明等立法与执法方面的问题,这些监管漏洞在以政府为主导的强制性变迁路径^[43]下可能会因为中央政府和监管机关对证券市场强大而直接的管控力而在短期内得以回避或掩盖,但随着证券市场日益的规模化与市场化,特别是伴随着股权分置改革的基本完成,上市公司股份的大规模流通已成为现实可能,以上公司股份为标的的收购行为、类型、目的与手段也在经历着翻天覆地的变革,那些因循守旧和故步自封的监管模式已经不能与时俱进地适应新的市场环境,与收购监管需求,越来越市场化的博弈结构需要更加理性、更加完善的监管体系保障上市公司收购行动的合法化、合理化和效益化(不仅包括收购行动人从事的经济效益,还应包括监管的效率)。基于此等目的,本文希望在实证研究基础上,通过对我国既有收购监管的制度比较与理论分析,提出了对我国上市收购监管制度的改革之道,并以此希望推动我国上市公司收购监管制度得到更为理性且有序的变革。

[43] 所谓强制性变迁,是指强制性制度变迁是指由政府通过命令或法律引入的方式实行现行制度的变更或替代。参见林毅夫:“关于制度变迁的经济学理论:诱致性变迁与强制性变迁”,载陈昕主编:《财产权利与制度变迁》,上海三联书店、上海人民出版社2000年版,第384页。