

上市公司收购监管制度完善研究^{*}

——兼评“《证券法》修订草案”第五章

李东方

摘 要: 在《证券法》修改过程中首先应当进一步完善我国上市公司收购中信息披露监管制度,包括:股份大量持有与增减信息披露监管、协议收购中的信息披露监管以及重大资产交易中的信息披露监管。其次,完善我国上市公司要约收购监管制度,包括:要约的变更和撤销、预受股东的撤回权、要约中的定价原则和支付方式、余股强制挤出制度安排以及要约收购豁免等四个方面。

关键词: 上市公司收购; 监管; 检讨与完善 《证券法》修订草案

上市公司收购是一种特殊的股权转让和证券交易活动。^①收购者通过证券市场的股票交易或者其他合法途径,取得被收购公司即目标公司依法发行在外的有表决权股份,进而取得对目标公司的控制权或者合并该公司。目标公司控制权的变更,直接关系到目标公司的股东、经营者、雇员、债权人和收购公司及其股东的利益,乃至证券市场的稳定。其中目标公司和收购公司的中小股东是公司收购中极易受损害的群体,如何有效保护这一群体的利益,是各国上市公司收购监管立法的核心。2015年4月20日,备受关注的《证券法》修订草案(以下简称“修订草案”)提请全国人大常委会审议(即所谓“一审”)。由此,《证券法》正式进入第五次修改程序。^②该“修订草案”第五章“上市公司的收购与重大资产交易”对现行“上市公司的收购”制度作了较大修改,本文将对其进行评述,评述的方式为穿插于本文的各个相关部分。

一、上市公司收购的内涵梳理

上市公司收购,其本意是指“收购上市公司”,即上市公司是被收购的客体。更严格地分析,其内涵是指收购上市公司的股票,从而取得对上市公司的控制权。即上市公司的股票是被收购的客体,收购人购买的标的物是上市公司的股票而不是上市公司本身。然而,“上市公司收购”的这一表达,无论是在实务界还是在理论界均已约定俗成。这种方式已经成为公司并购(Merger and Acquisition, M&A)形式之一,是资产重组产权交易的重要方式之一。广义的上市公司收购,除要约收购以外,还包括协议收购、认购股份及其他合法方式收购。

作者简介:李东方,中国政法大学教授。

^{*} 本文为“上海证券交易所联合研究计划”系列研究课题中的“证券监督管理机构法律制度研究”课题的阶段性成果。^①从股权转让的角度来看,上市公司收购应当属于《公司法》上的股权特殊转让的内容;如果从上市公司收购行为与证券交易市场密切联系的角度来看,它又属于《证券法》规范的内容,是证券监管法的重要组成部分。有关证券监管法的详细论述,参见李东方著《证券监管法律制度研究》北京大学出版社2002年版。

^② 《证券法》自1998年12月制定以来,2004年8月、2013年6月、2014年8月分别进行了个别条款的修改,2005年10月进行了较大修订。现在进行第二次大修订,根据立法计划,2015年4月进行一审,一审之后,“修订草案”将向社会公开征求意见,意见征求完毕之后,再进行二审。本文所用“《证券法》修订草案”来源于“中国金融服务法治网”。

我国证券法第 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。”可见,我国证券法对上市公司收购取广义的含义。证监会在 2006 年 7 月 31 日发布的《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)(2014 年 7 月 7 日修订公布)回避了对“上市公司收购”的定义,其在第 5 条规定“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”。笔者认为,证券法不明确界定“上市公司收购”这一概念是明智的,建议维持,无须在修订的《证券法》中明确界定“上市公司收购”的概念^[1]。

概括而言,上市公司收购可归纳出以下法律特征:

1. 上市公司收购是一种特殊的股权转让和证券交易行为,因而受到证券法和反垄断法的特别调整。通常上市公司的股票都具有自由流通性,意图取得上市公司控制权的投资者,可以利用上市公司股票的流动性,通过大量购买行为,使上市公司股票集中掌握在自己手里,从而取得对某一上市公司的控制权。所以上市公司收购是指在证券交易市场上对某一上市公司股票的大量购买行为,本质上属于证券交易行为。

虽然上市公司收购的外在形式表现为一般的股票交易,但收购人的目的却与一般购买股票的投资者不同。上市公司收购人的目的是为了取得对目标公司的控制权,因而,必须采取收购大量股票的手段,才能够实现其收购目的。大量收购股票的行为在证券市场上往往会伴随出现被收购公司股票剧烈波动、操纵市场和内幕交易等现象。因此,证券法在对证券交易作一般规定之外,专门对上市公司收购,主要是收购人的行为,给予特别调整,如我国《证券法》就单列“上市公司的收购”专章进行特别规制。并且,对上市公司收购特别调整的法律以强制性法律规范为主。这里强制性法律规范有两种表现形式:一是通过证券立法进行的强制性规范,如依照我国《证券法》规定,持有上市公司发行在外股票 5% 以上的大股东,其持有公司股票每发生 5% 的增减,必须履行法定信息披露义务,且在一定期限内禁止其继续购买该上市公司股票的规则。二是通过反垄断立法的形式来进行规制,如国外反垄断法在公司购并方面颁布和执行的审查规则。我国《反垄断法》也主要是从审查“经营者集中”等方面强行规范上市公司收购中的垄断行为。

2. 上市公司收购的主体是不特定的证券投资者。各国证券法律一般都规定,收购人可以是目标公司发起人以外的任何人,既包括上市公司,也包括非上市公司;既包括法人也包括自然人及其他组织。应当指出的是,上市公司不能成为自己的收购人,否则会出现“自己收购自己”、“自己购买自己股份”的悖论^[2]。因为回购股份往往会对公司及股东产生以下后果:第一,公司利用发行股票筹集的资金去购买自己的股票,实际上减少了公司注册资本,违背了资本充实和资本不变原则;第二,公司回购股份后如不予以注销,公司成为自身的股东,使公司资本和财产的所有权关系发生混淆,容易造成公司管理上的混乱;第三,公司大批购进和抛售自己的股票,容易发生操纵市场、内幕交易等行为,损害其他股东的利益。因此,在我国,对公司持有自身股份的态度是原则禁止、例外允许(《公司法》第 142 条)。

3. 上市公司收购的对象是上市公司已经依法发行在外的股票。我国证券实践中的股票种类比较复杂,根据我国特有的经济及社会现状,创设了若干中国特有的股票形式,如国家股股票、法人股股票和社会公众股股票,以及 A 股普通股股票和 B 股普通股股票等类别股股票,还有流通股股票与非流通股股票等。因此,我国上市公司收购制度中所称的“发行在外的股票”,应当包括上市公司发行的各种股票,而不应当仅限于流通股股票或者社会公众股股票,当然,随着我国股权分置改革任务的完成,上述的非流通股实际上已不复存在。而境外上市的外资股如 H 股、N 股由于要到另一国家或地区上市,其必须受上市所在地的法律管辖,并受所在证券交易所有自律性规则的约束,因此不能成为我国上市公司收购的标的。最后需要强调的是,股票按照股东是否对股份有限公司的经营管理享有表决权,可将股票划分为表决权股股票和无表决权股股票。上市公司收购的根本目的是取得控制权,取得控制权的股票

必须要有表决权,为了明确这一点“修订草案”对现行法“第四章”中“已发行的股份”均改为“已发行的有表决权股份”,突出“有表决权”,其增加的其他条款内容亦作相同表述。^①

4. 上市公司收购的目的是为了对目标公司进行控股或者兼并。收购人购买目标公司股票的行为既区别于一般的投资行为,也区别于一般的投机炒作行为,它是为了实现对目标公司的控股或者兼并而实施的行为。

所谓控股,即投资者通过购买上市公司的股份达到对该上市公司享有控制权的程度。^②由于各国(地区)公司法一般都规定了股份有限公司实行一股一票制度和资本多数决的原则,股东的表决权取决于其持股的数量。因此,某投资者(股东)的持股数量一旦达到某种程度,即可拥有对公司经营决策的控制权。至于持有上市公司多少股份才可被认为具有某种程度的控股权,目前,各个国家(地区)的规定不尽相同,如美国规定为5%,日本、加拿大联邦规定为10%,香港特别行政区和英国则分别规定为35%、30%。而我国《证券法》则规定为30%以上。^③所谓兼并,是指投资者将上市公司的全部资产收购为自己所有,使得上市公司的产权发生转移的行为。《证券法》第99条规定“收购行为完成后,收购人与被收购公司合并,并将该公司解散的,被解散公司的原有股票由收购人依法更换。”该条所称的公司合并是指目标公司的全部财产、债权和债务被收购人概括承受,成为收购人的财产、债权和债务,而目标公司则予以解散,不再享有独立的主体资格,目标公司的股东成为收购人的股东。

综上所述,上市公司收购监管制度实际是国家旨在保护社会公众投资者利益,规范大股东买卖上市公司股票的特殊规则体系,大股东买卖上市股票行为无论是否构成对上市公司的控制权,均受到这一规则体系的限制与规范。

二、对我国上市公司收购中信息披露监管制度的完善思考

信息披露监管在上市公司收购监管中居于核心地位,主要包括股份大量持有与增减信息披露监管、要约收购、协议收购和重大资产交易中的信息披露监管(《证券法》第86条)。^④为了研究的方便,有关要约收购的信息披露监管放到本文要约收购的其他监管制度一并探讨。

(一) 股份大量持有与增减信息披露监管

1. 股份大量持有信息披露规则(《证券法》第86条)。股份大量持有信息披露规则,是指通过证券交易所的证券交易,投资者及其一致行动人持有上市公司一定比例的股份及在该比例后每增减一定比例的股份须报告与公告的规则。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。依据我国《证券法》,通过证券交易所的证券交易,在下列情形下须履行信息披露义务:①投资者及其一致行动人持有上市公司一定比例的股份达5%时;②投资者及其一致行动人持有上市公司一定比例的股份达5%后,其所持该上市公司的股份比例每增加或者减少5%时。

披露的义务主体是投资者及其一致行动人;信息披露的时限是事实发生之日起3日内;披露的文件是权益变动报告书。对于持股介于5%到20%之间又不是第一大股东或者实际控制人的,要求其编制简式权益变动报告书,简要披露信息,仅须报告;对于持股介于20%到30%之间或者持股介于5%到20%之间又是第一大股东或者实际控制人的,要求编制详式权益变动报告书,进行详细披露;对成为公司第一大股东或者实际控制人并且持股20%以上的,还要求其聘请财务顾问对权益变动报告书所披露

① 见2015年4月20日公布的《证券法》修订草案,第109、111、120、122、123条。

② 我国《上市公司收购管理办法》第84条,对上市公司的控制权作了较为全面的界定,即有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权:①投资者为上市公司持股50%以上的控股股东;②投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%;③投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任;④投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响;⑤中国证监会认定的其他情形。

③ 这主要是参考我国《证券法》第88条将“30%”作为公开收购的触发点。

④ 其中的“重大资产交易”是这次“修订草案”第五章新增加的内容,即“第二节 上市公司的重大资产交易”属于本文需要讨论的问题。

的内容出具核查意见。

信息披露前投资者及其一致行动人的义务是将情况通知证券监督管理机构、证券交易所,最初持股达 5% 时还应通知上市公司;信息披露期间投资者及其一致行动人的义务是不得买卖该上市公司的股票,其中持股达到 5% 后发生 5% 的增减变化的,限制买卖的期间延长到公告后 2 日。

股份大量持有信息披露规则具有如下的意义:第一,让目标公司股东注意到公司控制权发生变化的可能性,从而在重新估计持有股份价值的基础上作出投资决策。由于各个上市公司的股权结构不同,持股达到 5% 或者持股比例增减变化达 5% ,并非一定会影响上市公司的控制权。但是,持股达到 5% 或者持股比例变化达 5% ,属于上市公司股权结构的较大变化,将此信息予以披露,可以提示投资者和证券监管机构,注意观察大股东的持股情况,注意可能发生的上市公司控制权的改变。第二,可以及时确定收购人持有的股份是否将要达到强制要约收购义务 30% 的触发点。第三,这种信息公开,有利于防范内幕交易和操纵市场行为,保护中小投资者的权益。第四,有利于发挥稳定作用。可以避免突发性收购对公司股东和管理层产生的负面影响,保护公司的稳定和持续经营发展。

2. 股份大量增减信息披露的台阶规则(《证券法》第 86 条第 2 款)。增减股份的台阶规则是指投资者及其一致行动人在持股达一定比例后,增减股份的比例受到限制,并确定增减最短间隔时间的规则。依据证券法,投资者及其一致行动人在持股达 5% 后,每一次增加或者减少 5% 时,应当在事实发生之日起 3 日内进行报告与公告,在报告期限内和作出报告公告后 2 日内,不得再行买卖该上市公司的股票。这意味着,持股达 5% 后,投资者及其一致行动人每一次可以买进或者卖出股份的量最大是 5% ,并且每一次变动后须停止 5 天的交易。证券法确立股份大量增减信息披露台阶规则的意义在于:控制大股东买卖股票的节奏,让投资者有充分的时间来接收和消化信息,并尽可能作出理性的选择;同时,在立法上阻止了隐蔽的或突然的上市公司收购行为。

3. 对我国上述信息披露监管制度的相关争议与检讨。

第一,是否提高临界点的问题。在我国,一直存在将股份持有信息披露临界点由 5% 提高到 10% 的呼声。其理由是:我国的证券市场股权相对集中,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% 。应当说,我国《证券法》将 5% 作为股份持有信息披露的临界点还是比较合适的,尚无充分依据证明将其提高到 10% 会对我国上市公司收购信息披露监管带来改善。从“修订草案”第 109 条的规定来看,我国立法机关也依然保持原来的态度。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%^[1]。

第二,关于锁定期的长短问题。我国现行《证券法》规定信息披露的时限是事实发生之日起 3 日内,而持股达到临界点后每增加或减少 5% 时须停止 5 天(3+2)的交易,业界称之为锁定期。锁定期的长短各有利弊,规定较长的锁定期有利于市场消化收购信息,追求的是安全价值;规定较短的锁定期则有利于市场交易的活跃,追求的是效率价值。而既安全又有效率是良法需要兼顾的双重价值,对此“修订草案”第 109 条规定了 4 天(2+2)的锁定期。^①

(二) 协议收购中的信息披露监管

有关协议收购信息披露监管的内容,我国现行《证券法》对其规定比较粗略简单,仅在 94 条进行了规定,即以协议收购方式收购上市公司时,达成协议后,收购人必须在 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。在公告前不得履行收购协议。

^① 2015 年 4 月 20 日公布的《证券法》修订草案第 109 条的具体规定是:持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到 5% 时,应当在该事实发生之日起 2 日内,通知该上市公司,并予公告。在该事实发生之日起至公告后 2 日内,不得再行买卖该上市公司的股票。

对于上述规定,有三个方面值得检讨。第一,该规定没有明确书面报告和公告的内容包括哪些要件,从而使收购人所提交的书面报告和公告具有随意性或不确定性。第二,有学者认为,“达成协议后”收购人向相关机构报告、公告,这可能为内幕交易和市场操纵行为提供条件,因而主张在收购双方达成意向书时就应以适当方式进行预披露,在达成协议后再二次披露。笔者也赞成这一主张,理由是,添加预披露虽然会给收购人增加一些成本,但是这一成本的付出对于避免发生内幕交易和市场操纵行为的风险还是值得的。第三,现行法规定“达成协议后”报告、公告的时限是3日内,而“修订草案”将这一时限缩短为“2日内”,并且取消了向证监会报告的义务,只需“通知上市公司,并予公告”,^①这反映出一为提高效率,二为简政放权的立法精神。

(三) 重大资产交易中的信息披露监管

在证券市场之外通过购买上市公司重大资产也可以取得上市公司的控制权,现行《证券法》认为这种方式由于不是在证券市场上通过购买被收购公司股票的方法实现,因而未将其纳入证券法上上市公司收购的范畴。这种认识的结果,使得通过购买上市公司重大资产而取得上市公司控制权的行为脱离了证券法的监管,易使这种交易处于暗箱操作状态,显然不利于维护中小投资者的合法权益和证券市场的秩序。所以,有必要将上市公司的重大资产交易纳入证券法的监管,特别是对其交易信息披露的监管。基于此,这次“修订草案”在第五章新增加一节内容,即“第二节,上市公司的重大资产交易”,以弥补上述不足,值得肯定。关于重大资产交易中的信息披露监管,“修订草案”主要从以下三个方面提出了规制方案:^②

第一,重大资产交易报告书和财务顾问报告的公告。(1)上市公司在日常经营活动之外,12个月内购买、出售重大资产金额超过公司资产总额30%的,应当由股东大会作出决议,并在会议召开15日前公告重大资产交易报告书。(2)购买、出售的重大资产金额超过公司资产总额50%的,上市公司还应当聘请证券经营机构出具财务顾问报告,与重大资产交易报告书同时公告。

第二,分立、合并事项的信息披露监管。上市公司分立或者被其他公司合并,除应当依法公告外,还应当同时向证监会报告。证监会发现上市公司分立、合并报告书、财务顾问报告不符合法律、行政法规和证监会规定的,应当及时告知上市公司,上市公司不得召开股东大会审议分立、合并事项。

第三,重大资产交易、合并或者分立信息披露监管。上市公司重大资产交易、合并或者分立,信息披露义务人未按照规定披露信息,或者披露的信息涉嫌存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,证监会可以责令上市公司作出公开说明、聘请证券经营机构或者证券服务机构补充核查并披露专业意见,在公开说明、披露专业意见之前,上市公司应当暂停重大资产交易、合并或者分立。

三、对我国上市公司要约收购监管制度的完善思考

(一) 上市公司要约收购的理论分析

我国现行《证券法》上使用的“要约收购”一词,其实是不准确的,因为协议收购中也存在要约,所以,使用“要约收购”会与协议收购中的要约相混同,应使用“公开收购”表述才是准确的。但是已经约定俗成,本文也沿用这种表述。

从证券法有关上市公司要约收购制度的内容来看,其要约收购制度属于强制要约收购。强制要约收购,是指投资者及其一致行动人通过证券交易所的证券交易而控制一定比例上市公司的股份,继续进行收购的,必须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。

依据证券法,通过证券交易所的证券交易,投资者及其一致行动人持有一个上市公司已发行股份达到30%时,继续进行收购的,应当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。

^① 2015年4月20日公布的《证券法》修订草案,第117条第2款规定:以协议方式收购上市公司时,达成协议后,收购人应当在2日内通知上市公司,并予公告。在公告前不得履行收购协议。

^② 参见2015年4月20日公布的《证券法》修订草案,第128、129、131条的规定。

收购上市公司部分股份的收购要约应当约定,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(《证券法》第88条)。这表明,强制要约收购的触发点是30%,但仅仅达到这个触发点还不能触发强制要约义务,它还需要另外一个条件,即“继续进行收购的”。实际上,导致强制要约成为收购人的一项法律义务应该是30%+1股。收购要约的发出对象是被收购公司的所有股东。强制仅仅是要约方式的强制,而不是全面要约的强制,收购人可以选择全面要约收购,也可以选择部分要约收购。强制要约收购的意义如下:

第一,所有股东获得平等的待遇,注重维护中小股东的利益。一旦收购人已经取得了目标公司的控制权,他就负有义务发出要约,以不低于其为取得控制权所付的价格,收购公司其他股东所持有的股份,以避免大小股东之间的差别待遇。另外,上市公司还可能发行不同种类的股份,对此,“修订草案”特别规定,上市公司发行不同种类股份的,收购人可以针对不同种类股份提出不同的收购条件(2015年4月20日公布的《证券法》修订草案第115条)。从而照应到了实际存在的持有不同种类股份股东的实际情况,有利于实现股东待遇的真正平等。

第二,赋予非控股股东以撤出公司的权利。非控股股东作出投资决定,是看好公司原经营者的才能和道德品质以及公司的发展前途,现在公司的控制权发生转移,非控股股东对新的经营者和公司原有的信任基础有可能丧失。既然他们无法影响控制权的转移,至少应有公平的机会撤出他们的投资。但是,如果他们一起在股市上出售股票,必然会引起股价下跌而蒙受损失。所以法律强制收购人发出收购要约,使这些股东有机会以公平的价格出售其股份,撤回投资。

第三,强制要约收购可以保护投资者对证券市场的信心,有助于资源的有效分配,提高被收购公司股东的收益^[3](P.139)。

当然,强制要约收购增加了收购人的收购成本。

(二) 对我国要约收购监管制度的检讨与完善

1. 关于要约的变更和撤销以及预受股东的撤回权的问题。

(1) 要约的变更。对于收购要约的变更其他国家或地区的立法一般都采取允许的态度,但是以“不得为公开收购条件之不利变更”为前提^[4](P.85-122),如我国台湾地区的“证券交易法”第43-2条规定,公开收购人应以同一收购条件为公开收购,且不得为下列公开收购条件之变更:①调降公开收购价格。②降低预定公开收购有偿证券数量。③缩短公开收购期间。④其他经主管机关规定之事项。违反前项应以同一收购条件公开收购者,公开收购人应于最高收购价格与对应卖人公开收购价格之差额乘以应募股数之限额内,对应卖人负损害赔偿^[4](P.85-122)。

我国《证券法》第91条也允许收购人变更收购要约,前提条件是“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。”而上述监管机构据以“批准”的依据却未明确,不利于“依法行政、透明行政”,笔者认为应当学习境外立法,明确规定“不得为公开收购条件之不利变更”,如列举不得降低要约的价格、减少要约公告的股份数量、缩短公开收购期间,延长要约收购资金支付的期限等,最后以法律、法规规定的其他情形为兜底条款。“修订草案”第114条对《证券法》第91条作了较大改动,不仅列举了“不得为公开收购条件之不利变更”,而且取消了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并经批准的要求,仅仅要求“及时公告”。^①

(2) 收购要约的撤销。收购要约撤销,是指收购人公告收购要约后,将该收购要约取消,使收购要约的法律效力归于消灭的意思表示。收购人发出收购要约之后,依法必须进行相关信息披露,该上市公司的股东必然会依据这些信息进行分析、判断和决策。也就是说,这些披露的信息对该上市公司股票的

^① 2015年4月20日公布的《证券法》修订草案,第114条第2款的具体规定是:收购人需要变更收购要约的,应当及时公告,载明具体变更事项,且不得存在下列情形:①降低收购价格的;②减少预定收购股份数额的;③缩短收购期限的;④国务院证券监督管理机构规定的其他情形。

交易将发生重要的影响。在这种情况下,如果收购人撤销收购要约,会对该上市公司股票的交易造成新的影响,有可能对广大中小股东造成严重损害,扰乱证券市场的正常运行^{[5] (P. 143)}。为了保护广大中小股东的利益,防止证券欺诈,维护证券市场的正常的运行,适当限制收购人撤销收购要约是必要的。然而,我国《证券法》第91条规定“在收购要约确定的承诺期限内,收购人不得撤销其收购要约。”这种规定较为绝对化。应当预先考虑到以下两种情形:第一,要约收购人发生死亡、解散、破产等情形,在这种情况下即使法律禁止撤销也毫无意义。第二,其他竞争者发出竞争要约,这种情形下收购人撤销要约对投资者有益无害,应该允许撤销收购要约。所以,我国《证券法》应该规定收购要约不得撤销(即允许撤销)的例外情形。但是,遗憾的是这次“修订草案”第114条第1款依然坚持“不得撤销其收购要约”。

(3) 预受股东的撤回权问题。所谓预受股东,又称应卖股东或者要约接纳者,是指在要约发布后,表示接受要约并按照规定将股票交给证券登记结算机构临时保管的股东。证券登记结算机构临时保管的预受要约的股票,在要约收购期间不得转让(《上市公司收购管理办法》第42条第1款)。按照国际上通行的惯例,预受股东可以撤回对要约接受的意思表示。《上市公司收购管理办法》第42条第2款规定,预受,是指被收购公司股东同意接受要约的初步意思表示,在要约收购期限内不可撤回之前不构成承诺。在要约收购期限届满3个交易日前,预受股东可以委托证券公司办理撤回预受要约的手续,证券登记结算机构根据预受要约股东的撤回申请解除对预受要约股票的临时保管。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。这是我国有关预受股东撤回权的具体规定,然而,由于《上市公司收购管理办法》属于部门规章,法律位阶过低,无法解决在上市公司收购中预受股东行使撤回权与《合同法》的不吻合之处,因此,应当将这一制度上升到证券基本法的层面。

2. 关于要约中的定价原则和支付方式的问题。

(1) 要约中的定价原则。根据《上市公司收购管理办法》第35条规定,收购人要约收购价格不低于下列价格中较高者:①在提示性公告日前6个月内,收购人买入该种股票所支付的最高价格;②在提示性公告日前30个交易日内,该种股票的每日加权平均价格的算术平均值。可见,我国公开收购中要约定价的原则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,这类期限我国一般规定为6个月。这与欧盟或欧洲国家的规定基本相似。如欧盟《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至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^[6]。然而,我国现行《证券法》未规定收购定价原则,基于定价原则对于保护受要约人利益的重要性,应当将其纳入证券基本法的规制之中。

(2) 收购人的支付方式及其信息披露。根据《上市公司收购管理办法》第36条的规定,收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款。另外,该《管理办法》第29条还要求上市公司要约收购报告书中应有“支付安排”的披露事项。为了有利于让受要约人对收购条件更清晰明了,应当将收购人的支付方式以及将其作为要约收购报告书中信息披露事项,规定在证券基本法中。

3. 关于余股强制挤出制度安排的问题

所谓余股强制挤出制度是指要约收购方在获得目标公司绝大多数股份的情况下,可强制收购余下全部股权,将剩余少数股东强制性挤出上市公司,以避免完成公开收购后少数余股股东因个人因素无法或不愿出售股权,从而阻碍被收购公司非公众化的实现目的。在现实的证券市场中,总是有一部分股东难以通知到,或者是出于种种原因扮演“钉子户”的角色。这部分股东即使只有0.5%,也可能在数量上成百上千。非公众化执行后,这部分股东可能提起诉讼。从其他国家的相关制度来看,行使余股强制挤

出权所需的持股比例一般为 90% ~ 95%。

目前在我国证券法体系中还没有余股强制挤出制度。关于全面要约收购成功后余股处置的相关规定主要体现在《证券法》第 97 条的规定“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。”这项规定主要赋予余股股东向收购人出售其股票的权利,但并未赋予收购人对余股的强制购买权,且实质上规定了收购人购买余股的条件不低于收购要约条件,更多地体现了对余股股东权益的保护。

如果收购人发出强制要约,花费大量的成本收购上市公司的绝大部分股份,但对目标公司余下的小股东持有的极少数剩余股份,却无法强制购买,则收购人无法实现彻底收购的目的,这一方面使我国现行证券法在余股处置制度设计方面缺乏收购人与目标公司小股东保护权利义务的对等性;另一方面就资本市场的公平性而言,在客观上也要求顾及经由收购而持有绝大多数股票的收购方完全持股的愿望和目标,赋予收购方大股东强制购买余股股东所持有的目标公司极少数剩余股份的权利,即收购方应当享有对小股东所持股份的挤出权。这样,持有极少数剩余股份的余股股东的退出权与持有绝大多数股票的收购方大股东的挤出权就形成了平衡机制,赋予了双方各自选择“抛开”对方的权利^[7]。

故建议我国《证券法》在修订过程中平衡收购人和剩余股东双方利益,一方面进一步完善第 97 条的规定:明确余股股东向收购人出售其股票的期限;另一方面,单独增加一条,专门规定收购人的余股强制挤出权。对于前者,“修订草案”未作出变动,而对于后者,“修订草案”增加了一条(第 122 条)规定,即收购要约期限届满后,收购人收购一个上市公司的非关联股东持有的有表决权股份超过 90% 或者收购人收购一个上市公司有表决权股份超过 95% 的,收购人有权以要约收购的同等条件收购其他股东有表决权的股份,其他股东应当出售。收购人行使前款规定权利的,应当在收购要约期限届满后 3 个月内向国务院证券监督管理机构和证券交易所作出书面报告,并予公告,将资金存放于证券登记结算机构。自公告作出之日起 30 日后,收购人可以向证券登记结算机构申请办理变更登记。

4. 关于要约收购豁免的问题。

现行《证券法》关于豁免的规定体现在其第 96 条的但书中,即“但是,经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外”。对于豁免的具体条件未作任何规定,此规范过于简单。应该说,《证券法》将豁免决定权授予中国证监会,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^{[1][P. 264]}。但是,监管机构在无豁免标准的情况下,决策中的主观因素增大,难免在作出豁免决定时带来不确定性。因此有必要将豁免的具体情形在证券基本法中作出规定。“修订草案”第 120 条就此规定了以下 8 种情形:①投资者与出让人之间存在股权控制关系或者均受同一实际控制人控制,本次转让未导致上市公司的实际控制人发生变化;②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,导致投资者持有上市公司已发行的有表决权股份超过规定比例,收购人承诺 3 年内不转让本次向其发行的新股,且公司股东大会同意收购人免于发出要约;③因上市公司按照股东大会批准的确定价格向特定股东回购股份而减少股本,导致投资者持有该上市公司已发行的有表决权股份超过规定比例;④因投资者操作失误导致其持有上市公司已发行的有表决权股份超过规定比例,投资者承诺不就其因操作失误而增持的股份行使表决权,且将依法转让给非关联方;⑤投资者持有一个上市公司已发行的有表决权股份超过 30% 的,自上述事实发生之日起 1 年后,每 12 个月内增持该公司已发行的有表决权股份不超过 2%,且未导致控制权发生变化;⑥投资者持有一个上市公司已发行的有表决权股份超过 50% 的,继续增加其在该公司持有的股份不影响该公司的上市地位;⑦因继承导致投资者持有一个上市公司已发行的有表决权股份超过 30%;⑧国务院证券监督管理机构规定的其他情形。在上述情形下,投资者虽然可以免于按照要约收购方式增持股份,但是通知和公告的义务不能免除,“应当在有关事实发生之日起二日内通知

该上市公司,并予公告”

5. 关于要约收购失败监管的问题。按照《合同法》第14条的解释,要约是希望和他人订立合同的意思表示。并且该意思表示应当符合下列规定:①内容具体确定;②表明经要约人承诺,要约人即受该意思表示约束。由此可见,在要约收购中,收购要约的发出并不代表收购的完成,它还有赖于受要约人作出承诺的约束后方可达成收购合同。这就使在要约收购中,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,主要体现为无法完成收购要约中的预约收购股份的数量,在这种情况下,通常称之为“要约收购失败”。对此1993年国务院发布的《股票条例》曾对要约收购失败作出过规范:“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50%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5%”(第51条)。然而,后来制定的证券法及收购办法均未延续《股票条例》第51条的监管原则,从而使要约收购失败监管制度处于空缺的状态。《证券法》第97条至100条规定的“收购行为完成”与“收购失败”无涉,而《收购办法》第31条规定“收购人作出要约收购提示性公告后,在公告要约收购报告书之前,拟自行取消收购计划的,应当公告原因;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。”以及《收购办法》第78条规定的“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”也均是违约而非“收购失败”的涵义。^①

从证券市场实际出发,只要存在要约收购行为,就存在要约收购失败的可能性。而“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”^[8]。因此,对上市公司收购失败进行规制是证券立法应有之义。为此我国可借鉴其他国家和地区的做法。首先考察英美国家的制度,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。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。其次,大陆法系的德国也通过其《证券收购法案》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^[9]。

五、结语

2006年我国股权分置的改革基本完成,由此我国资本市场进入股份全流通或者后股改时代。^②在全流通的市场环境下,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、目的与手段也在发生着巨大的变化。然而,我国上市公司收购监管制度在立法层面还存在诸多不适应现实需要的问题,这就需要我们从事以下两个方面着手工作:一是,填补立法空白,如上述上市公司收购中信息披露和要约收购监管中的若干制度补缺以及“修订草案”中新增加的“上市公司的重大资产交易”。二是,在这次《证券法》修改的过程中,将《上市公司收购管理办法》中若干行之有效的基础性制度上升到证券基本法的层面,避免因法律位阶过低而无法消弭与其他基本法(如《合同法》、《民法通则》等)的不吻合之处。同时将上述部门规章上升到证券基本法层面也有利于提高其权威性。

最后需要提及的是,有关上市公司收购法律责任的修改。“修订草案”的变化主要体现在将违法行为人行政责任的罚款上大幅度提高,^③这比较符合我国经济发展的形势以及加大违法成本的立法精神。然而,在民事责任方面,“修订草案”一方面在其“上市公司的收购”专章中规定(127条),同时又在

① 有学者将《收购办法》第31、78条的规定视为“收购失败”是值得商榷的。持这一观点的论文,见西北政法大学课题组“上市公司收购法律制度完善研究”,载《证券法苑》,法律出版社2014年第十卷,第262-263页。

② 有关股权分置改革的由来、本质及其影响,参见李东方《上市公司监管法论》,中国政法大学出版社2003年版,第519-532页。

③ 参见2015年4月20日公布的《证券法》修订草案第295-296条的规定。

“法律责任”专章中重复规定(296条)。显得累赘,且无实际意义,建议将现在的296条中的“给被收购公司及其股东造成损失的,依法承担赔偿责任”删除,此民事责任的内容仅仅体现“上市公司的收购”专章中(第127条)即可,这也与其他各章均将民事责任安排在各专章之中相协调。

参考文献:

- [1] 西北政法大学课题组“上市公司收购法律制度完善研究”,载《证券法苑》,法律出版社2014年第十卷。
- [2] 韩斌“上市公司收购概念析论”,载《法学》1997年第9期。
- [3] 张舫《公司收购法律制度研究》,法律出版社1998年版。
- [4] 林纪东等编纂《新编基本六法全书》,五南图书出版公司2005年版。
- [5] 证券法释义编写组《中华人民共和国证券法释义》,中国法制出版社2005年版。
- [6] 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年第1期。
- [7] 方重“构建余股强制挤出机制”,载《中国金融》2015年第9期。
- [8] 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。
- [9] 郑彧“上市公司收购法律制度研究:历史、现状、问题及变革”,载《证券法苑》,法律出版社2013年第九卷。

Research on Improvement of Acquisition Regulation System of Listed Company: Concurrent Comment on Chapter V of the Revised Draft to the Securities Act

Li Dongfang

Abstract: It is firstly necessary to further perfect the information disclosure regulation system with respect to the takeover of the listed company in China in the process of revising the Securities Act. The details are as follows: information disclosure supervision on large ownership shares and changes in shares, negotiated acquisition and material asset transaction. Then, it is necessary to improve the tender offer supervision system of the listed company in China. The thesis discusses the following four aspects: changing and revoking the offer and the right of withdrawal of the shareholders who will purchase the shares; the pricing principle and modes of payment regarding the offer; the arrangement of squeezing out the remaining shares; and the waiver of the tender offer.

Keywords: Acquisition of the Listed Company; Regulation; Review and Improvement; Revised Draft to Securities Act

(责任编辑 鄢梦萱)