

论我国上市公司 收购之举牌预警及全面要约

唐林垚

[提要]我国法律对上市公司收购的规制,主要以持股比例为依据,没有区分收购与并购的界线。不管持股人的目的是为了上市公司的控制权还是为了公司分红、股票交易收益。只要持股达5%,每增持股份达法定比例,都必须履行举牌义务;持股达30%以上,都必须采用要约收购方式。我国要约收购以全面要约为主,协议收购、间接收购持股达30%的,只能发出全面要约。要约收购人以终止公司上市地位的收购、以及因收购导致公司股权分布不符合上市条件、股票终止交易的,都必须改部分要约为全面要约。

[关键词]收购;并购;举牌预警;全面要约

中图分类号:DF591

文献标识码:A

文章编号:1004—3926(2017)12—0108—08

作者简介:唐林垚,西南政法大学全球新闻与传播学院讲师,清华大学法学院民商法博士生,日本东北大学法学院法理学博士生。重庆 401120

1993年国务院颁行《股票交易与发行管理暂行条例》标志着我国统一的证券交易市场建立。同年,我国第一部《公司法》颁行,《证券法》、《上市公司收购管理办法》等规范上市公司收购的法律法规随之出台。就公司收购有关的内容,这一系列法律法规都无一例外地体现且强调信息披露与强制要约收购。2003年南京钢铁联合有限公司要约收购南钢股份,被认为是我国要约收购第一案^[1]。此后,上市公司收购案件逐年发生且缓慢增加。受公司收购实践之影响,有关上市公司收购的理论研究以及立法规范,亦有所发展。本文就公司收购信息披露及全面要约存在的问题进行分析、论证,提出愚见,以期引起法学界共鸣。

一、我国上市公司之收购与并购

(一)与上市公司“收购”通用的“并购”

就现代企业形式的立法,中国起步较晚,多以国外相关制度的植入为起点、结合中国国情发展而逐渐形成。我国与公司收购相关的法律制度,就是如此。

与公司收购有关或者相近的用词,引入我国的英文,主要有:Merger and Acquisition, Merger, Acquisition, Tender offer, Take over,等等;在国内,与公司

“收购”相关的词还有并购、兼并、合并等等。在20世纪末,我国公司法学者,在对公司各种收购方式进行研究时,对与收购相近的用词作出精细地区分。权威且影响至今的观点是,并购涵义包括兼并和收购,或者说“并购是企业兼并与收购的总称”;所谓兼并,“是指在竞争中占优势的企业购买其他企业的全部财产,合并组成一家公司的行为”;公司法上的兼并(Merge),“亦称吸收合并,是指一公司被另一公司所吸收,后者保留其名称及独立性并获得前者的财产、责任、特权和其他权力,前者丧失独立的法人地位的企业行为”;“收购是指一家企业通过公开收购另一家企业一定数量的股份而获得该企业控制权和经营权的行”^[2]。

企业是包括公司在内的盈利法人,企业间的兼并与收购包括上市公司之间的兼并与收购。就兼并是一企业购买或获得另一企业的“全部财产”、“财产、责任、特权和其他权力”,收购则是一企业获得另一企业的“股份”、“控制权和经营权”的区分,笔者存疑的是:兼并时,公司的“全部财产”是否包括公司的股份?公司的“特权和其他权力”是否包括公司的控制权、经营权?收购时,公司的股份,是否属于公司的财产?获得公司的控

制权、经营权是不是公司的“特权和其他权利”？股份与公司财产权利有何不同？公司的“特权和其他权力”与“控制权经营权”有什么区别？《证券法》明确规定，收购行为完成后，收购人与被收购公司合并^①。一家处于劣势的公司，在兼并中被竞争占优势的公司合并吸收、丧失法人地位，与被收购后合并至收购公司、失去控制权、经营权有什么区别？

公司的财产或资产及其权利，多种多样，既有有形财产，也有无形财产；既有以登记或占有公示的有体物之所有权，也有因由物权分离出来的无形的、抽象的经营权、控制权。某公司董事会由持股达一定比例、符合某公司章程规定条件的投资者们组成。董事会成员们依法“决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案，制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案，制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案”等行为，《公司法》将其称之为董事会的“职权”^②。这些由董事会行使的“职权”，具体是什么权力？是各位董事们在公司投入的财产权？是持有股份享有的公司股权？是公司的“特权和其他权力”、还是公司的“控制权、经营权”？民商事私权，具有牵连性、渗透性。如，股东享有股权，就享有投票表决权，当持股最高，即享有公司控制权，也就会享有公司更多的分红和更大的财产权益；失去股权即失去控制权，就会失去更多的财产权利。既然公司中的某些权利界限未必就分得清楚，在公司收购、并购的实践中，占据优势的公司获得的是什么权利（力），或许就没有那么清楚明白、泾渭分明。既然获得的权利界限不能划分清楚，以获得的是“财产、责任、特权和其他权力”、还是获得“控制权和经营权”，来区分并购与收购，应当说，也就难以清楚明白。

根据学者们为并购兼并合并收购等所作的定义以及法律的相关规定，认为，虽然用语不同，但是不外乎都是指，在竞争中占优势的公司，出资购买另一公司的资产等，收购或并购的实质结果，就是相关公司“并”在一起经营发展。两个及其以上的公司“兼并”或“合并”，在具体操作实际中有区别，但都是公司“收购”或“并购”行为导致的后果。实践中，即使是按同一民事程序审理同一类案件（如买卖合同纠纷）的操作，审理过程和结果

亦都千差万别，但依法审判的实质是一样的。

《公司法》将一个公司吸收其他公司、学者们所称的兼并，称之为吸收合并；将两个以上公司合并设立新公司、学者们所称的合并，称之为新设合并；吸收合并与新设合并，是不同方式的合并。收购完成后，不管收购人与被收购公司采用何种方式合并，其后果基本一样。“合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继”；将被收购公司解散，被解散公司的股票由收购人依法更换；合并后的公司不再具备股份有限公司条件的，依法变更企业形式^③。

在公司收购实践中，收购人不分“兼并”、“合并”，多种方式交叉使用，刚柔并济，既在证券交易系统增持意欲收购公司（以下称目标公司）的股票，又在现实市场上购买目标公司出售的种种资产、产品、财产等等，使收购还是并购的区别越来越小。证监会发布的部门规章，有《上市公司并购重组审核委员会工作规程》、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，也有著名的《上市公司收购管理办法》，对收购、并购没有区分地加以使用。但不管称谓如何，这些规章所规范的就是公司之间的收购或并购行为。众多学者在其理论研究中，是将“收购”“并购”不加区分地使用^④。在英国，审理公司收购纷争的依据是“The City Code on Takeovers and Mergers”，中国公司法学者普遍将其译为《英国城市收购及合并守则》或者《英国城市法典》，审理公司收购纷争的自律组织是“The Panel on Takeovers and Mergers”，又习惯性的译为“收购与并购委员会”；在欧盟，Directive on Take-over Bids，译为欧盟《收购投标指令》或《欧盟要约收购指令》。实际上，“收购”还是“并购”并不重要，解决实际问题的国内外机构和专家们，更注重问题的实质而非用字用词或称谓。

为此，笔者认为，并购或者收购，导致优势不同的公司间发生洗牌、重新组合，从理论上区别“兼并”、“合并”、“并购”以及“收购”等，以区分不同情况的处理和后果，可以理解；部分学者们在研究中、实际部门在处理具体问题中，不区分并购、收购，将其通用，也并无不妥；至于是新设合并还是吸收合并，是重组并购还是收购，不必锱铢必较，可以不作区分，通用合用。

（二）收购人与无控制公司意图的投资者

我国专门规范上市公司收购活动及股份权益

变动的法律法规,对上市公司的“收购”没有明确的定义。《上市公司收购管理办法》第 5 条第 1 款被认为是与“收购”定义最为相关的条款,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”。这一规定,将收购与上市公司的控股、控制权联系在一起,收购人通过不同途径,或者成为取得控制权的控股股东,即使不是股东也是实际控制人;如果某人(包括法人)取得股份,即使持股数量较大、达一定比例,只要不是为了控制该上市公司,似乎就与收购无关。笔者认为,《上市公司收购管理办法》代表的这一类观点,与我国及发达国家关于上市公司的立法和实践都不一致。

第二次世界大战以后,英国在战后恢复经济过程中,证券交易以及公司收购渐趋频繁。英国大量的机构投资者收购并以高度分散的股票组合方式持有上市公司股权。这些机构投资者持股的目的就是为了公司股票交易盈利和分红,从不直接参与、干涉持股公司的事务,没有任何控制公司的想法,只要公司运营状况不佳,就抛售股票、“用脚投票”。但是,英国机构投资者从来就是收购、持有公司股份不可小视的投资者和积极的收购人。机构投资者是通过影响立法,直接改变、监督公司运作的标准和方式,而不为控制公司^[3]。正是机构投资者对公司治理规则、立法施加的影响和压力,才创造并产生了《英国城市收购及合并守则》,才有英国并购委员会的诞生和存续。英国规管公司收购的立法与实践,并非以收购人是否具有控制公司意图作为界定收购的依据,而是根据持股比例对公司收购进行规制。

在 20 世纪,中国人民银行作为各银行机构的管理者,明确规定“借贷属于金融业务,因此非金融机构的企业之间不得相互借贷”^⑤。根据这一禁令,法人之间不得相互拆借资金,法人之间的借款纠纷各级法院不审理^⑥。21 世纪以来,法人之间的借贷行为得以允许,银监会将企业并购贷款期限从 5 年延长至 7 年、企业并购贷款比例从占并购交易价款的 50% 提高到 60%^⑦;法院也将法人之间的借贷纠纷纳入各级法院的受理范围^⑧。国家解除了法人等非金融机构之间资金融通的禁令。在实践中,自 2015 年后,参与上市公司证券

交易,通过各种方式投资、收购上市公司股份权益的投资者大大增加。在我国沪深两市证券交易报价系统购买、持有各个上市公司股票的股东成千上万,在网上证券交易系统中公布的每支股票的十大流通股东中,有机构和个人投资者,这些大股东有的是专门从事证券交易活动的金融机构,持有上市公司股票,成为上市公司股东,有的持股比例较高,有的甚至一时成为上市公司的控股股东或者实际控制人。但是,如同当年英国机构投资者一样,收购、持股的目的,就是为了股票交易,以营利为目的,不懂持股公司的业务、无意参与经营或与他人进行业务竞争、无意控制或收购公司。但是,只要这些大股东持股达法定比例,《证券法》、《上市公司收购管理办法》都将其称之为投资者、收购人^⑨。《上市公司收购管理办法》第 5 条第 1 款有关“收购”的涵义,只涉及收购人取得上市公司控制权,这只是“收购”应当包含的一方面;收购还应当包括投资者持股获得收益的行为。因此,收购是指收购人、投资者(包括自然人和法人)为取得上市公司控制权或者获得上市公司股份分红及股票交易利益,持有该上市公司已发行股份达法定比例的行为。

二、收购信息公开的举牌预警及收购要约

(一) 持股 5% 的举牌预警及规制

《证券法》对收购上市公司设置了以持股 5% 为起点的举牌预警制度。上市公司股东数量不受限制,众多持股比例少的股东俗称“散户”。持股 5% 以下的股东,没有向证监会、证券交易所报告、向其他股东公告自己信息的义务,暂时不受举牌规则的制约。证券交易系统对每一支股票的前十大流通股东持股情况、限制流通股的情况都有统计。不管是以获得公司控制权为目的的收购人,还是以获得公司股票收益为目的的投资者,不管采用何种收购方式,只要是以合法方式持有某上市公司已发行股份 5% 时,就必须履行报告、通知及公告义务,即收购人向证监会、证券交易所作出书面报告,向目标公司发出通知及向上市公司股东们发出公告。收购人的报告、通知、公告义务,俗称举牌。收购人或投资者一旦举牌,就会引起目标公司及其大小股东们的注意和警觉,其收购股份的行动就纳入公众及相关利害关系人的视线。

我国法律法规对上市公司收购的规制,是以

持有上市公司已发行股份的 5% 为起点。收购人或者投资者持股 5% 以上举牌后,受制于证监会监管的内容主要有:在持股达 5% 这一事实发生之日起 3 日内,不得再行买卖该上市公司的股票;持股达 5% 之后,所持股份比例每增加或者减少 5%,都必须再次举牌,且在举牌 2 日内不得买卖该上市公司的股票;收购人、投资者在作出报告、公告前,不得买卖该上市公司的股票;收购人或投资者拥有权益的股份降至 5% 以下时,即使股份“变动数量”未达 5% (如从 5.5% 降至 4%),也必须披露权益变动报告书、履行相关限售义务;6 个月内买卖该公司股票的“短线交易”收益,归该公司所有。持股达 5%、所持股份比例每增减 5%,收购人或投资者向证监会、证券交易所、被收购上市公司的书面报告、通知及公告的举牌文献称之为权益变动报告书。

持有上市公司公开发行股份 5% 以上,持股人从一般股东成为收购人或者投资人,必须举牌。收购人举牌后要受收购监管规制、买入或卖出股票的时间约束、收益归上市公司等,使收购人或投资人的工作量增加,根据市场变化处置股份的自由受到妨碍,买卖收益受到限制。为了免受收购监管规则的约束,一般的普通投资者、或者只是为了获得投资收益而不在意公司控制权、或者不为了影响或者干扰上市公司为目的的投资者,在参与二级市场股票交易时,通常会注意将持股控制在 5% 以下。有收购意图的收购人,往往企图以不惊动证券市场和目标公司、以减免承受监管繁琐的方式,取得自己意图收购持有的足够股份。这样,收购人就可能采用种种合法形式规避公开举牌的行为。如,收购人借助其他投资者的账户买入股票,这就是极为一般的规避行为。与普通股民不同,机构投资者作为一般的资产公司,面对专业的公司收购,其议价能力较弱,为“发挥集团协同效应,挖掘创新型业务”^[4]、扬长避短、获得利润最大化等目的,往往都聘有专门的管理人作投资决策(以下称决策管理人)。决策管理人往往是一家专业化资产管理公司或者投资顾问公司,同时管理着多家机构投资者的股票。一家机构投资者对某只股票持股没有达到 5%,但是,同一决策管理人同时管理的数家机构投资者的股票,合计持有某上市公司股票的比例,就完全有可能超过 5%。除同一决策管理人同时管理的数家机构投资者的某

一股票持股有可能超过 5% 外,不同决策管理人聘请的同一个投资顾问(如财务顾问、法律顾问)进行投资决策,或者将某只股票附带的表决权委托给同一个第三人行使时,该投资顾问或者受托的第三人所聚合的不同管理人的同一股份,也有可能大大超过 5%。对这种单独投资者或者单独的某个机构投资者持股不超过 5%、但通过同一决策管理人或者同一投资顾问,持股超过 5% 享有的表决权,亦有可能对某上市公司的控制产生影响。

(二) 持股合并计算的一致行动规则

针对持有某一公司股份超过 5%、以各种手段规避举牌的情况,我国公司收购法律规定有一致行动人规则。所谓一致行动,“是指投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”;《上市公司收购管理办法》就收购公司股份权益变动的一致行动情形,有详细的列举,且明确规定,“收购人包括投资者及与其一致行动的他人”^⑩。

按照我国法律法规制定的一致行动人规则,收购人或投资者,只要是一致行动人,不管是通过证券交易所的证券交易、通过协议转让方式,还是通过其它安排,在一个上市公司中拥有的权益、持有的股份都应当合并计算;合并计算的股份,包括登记在收购人或投资者名下的股份,也包括登记在一致行动人名下的股份^⑪。这里的“合并计算”,是指投资者与其一致行动人能够控制上市公司股份的总数^⑫,而非仅仅是单个投资者、单个投资公司单独持有或控制的上市公司的股份额。换言之,收购人无论是自己单独持有还是通过一致行动人或者其他共有人共同持有,只要拥有目标公司已发行股份的 5% 时,就必须在 3 日内编制权益变动报告书,向中国证监会、证券交易所提交书面报告,通知该上市公司,并予公告;即持股达 5% 即必须举牌,触发公司收购监管规则以及其他证券监管规则。

法律法规关于持股起点 5% 合并计算的举牌预警规定,其目的是要挫败种种规避举牌预警的意图。这也表明,中国公司收购监管的起点低、监管严格。

为避免举牌、为消除一致行动人的潜在风险,没有收购意图的投资者,为避免程序上的繁琐,尽量不触发举牌义务,注意在一定条件下,将持股保

持在 5% 以下。如,实践中,很多投资公司或者基金公司以及决策管理人,在相关的资金管理、投资合同中,都有“持股限制条款”或者“投资限制条款”的明确约定:本人(公司)计划投资(持有)一家上市公司所发行的股票,不得超过该公司流通股股本的 10%,不得超过该公司总股本的 4.99%,且不得导致以资产管理人名义持有上市公司单一股票占该上市公司总股本 4.99% 以上,否则相关投资(持股)指令无效;等等。

也有一些居心叵测的收购人,或者有收购意图、有控制公司意图的收购人,在没有足够的资金之时、在准备不够充分之时,特别小心翼翼,持股低于 5%,蓄势待发;或者持股达 5% 后增减股份时,都要尽量避免触发举牌持股比例;待股市低迷、资金准备充足、收购的各项条件具备之后,才触发举牌,大举收购。

(三) 持股 5% ~ 30% 的权益变动公告

设置收购人持股 5% 为起点的举牌预警制度,仅仅是对收购人增持股份行为监管的开始。当投资者或者收购人继续增持某上市公司股份时,持股超过 5% 达一定比例之后、在触发 30% 的要约收购之前,增持股份比例不同,触发不同的举牌义务。当持股 5% 以上至 20% 的、不是公司控股股东或实际控制人的收购人,必须编制简式权益变动报告书;持股 5% ~ 20%、已经是公司控股股东或实际控制人的,或者持股 20% 以上至 30% 以下的股东,都要编制详式权益变动报告书^⑬。这就要求收购人在持股达 30% 触发要约收购前,持股每增加 5%,就需要履行举牌义务,编制并公告不同的权益变动报告书。

(四) 持股超过 30% 的要约收购公告

持股达 30% 的股东,还要增持该上市公司股份的,就必须采用要约收购方式。要约收购是公开收购,不能由收购人与目标公司管理层私下协商约定,也不能通过控制目标公司股东的持股完成。要约收购人要聘请财务顾问,要编制要约收购报告书,通知被收购的目标公司,对要约收购报告书摘要作出提示性公告^⑭,向目标公司全部股东发出收购要约。

收购要约报告书的内容,除收购人基本信息外,必须有收购股份的种类(标的)、预定收购股份的数量和比例、收购价格及支付方式、收购期限等基本内容。除基本内容必须明确外,其要约内容

履行的保证,也是须要公告的内容:收购人收购股份所需要的资金额、资金来源及资金保证以及其他支付安排。由于公司收购不仅仅涉及到目标公司及其股东,还关系到公司员工、公司的债权债务、公司的业务关系人、公司所在地区的方方面面复杂的社会关系,要约收购报告书必须公告的,远远不止于收购要约的基本内容,还要求收购人公告与收购人有关的各种关系、收购前后与本次收购有关的行为。如,收购人与其控股股东、实际控制人之间的股权控制关系;收购人及其关联方所从事的业务与目标公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争,是否存在持续关联交易;存在同业竞争发出收购要约公告前 6 个月内通过证券交易所的证券交易买卖被收购公司股票的情况;发出收购要约公告时收购人持有的目标公司的股份数量、比例;收购人关于收购的决定及收购目的,是否拟在未来 12 个月内继续增持;未来 12 个月内对目标公司资产、业务、人员、组织结构、公司章程等进行调整的后续计划;如果收购人发出的是全面要约,还要公告终止上市的风险、终止上市后收购行为完成的时间、以及仍持有目标公司股份的剩余股东出售其股票的其他后续安排等等,都是收购要约应当公告的内容^⑮。

持股 5% 的举牌、不同比例持股的不同权益变动报告书、一致行动人持股合并计算、持股达 30% 必须发出要约等等,根据收购人持股比例的多少,要求收购人对公司收购有关的各种信息进行程度不同的披露。这样便于监管部门、目标公司、大大小小的预受股东们,都对收购人的基本情况、增持股份的进展,收购的各种信息、收购适用的各项条件及保证、收购意图、收购前从事股票交易的动态、收购后收购公司、目标公司的去向等等,都了解得清楚透彻、充分掌握。这既有利于监管,又让目标公司有所应对,让公司股东对处理自己持有的股份,心中有数、能够明智理性地作出判断和准确应对;确保切切实实实现公开、公平、公正原则,保护公司所有股东尤其是中小股东的合法权益。

三、全面要约的选择适用与强制适用

(一) 公平对待大小股东的要约收购

30% 是我国法律明确规定的强制适用要约收购的触发点。收购人持股 30% 以下,依法要举牌公告,但收购人可以采用任何一种方式收购上市公司股份。收购人或投资者,不管是通过证券交

易、协议方式、投资关系、其他安排,不管是单独持有还是与他人共同持有,只要持股达某上市公司已发行股份 30%、没有豁免情形、要继续持有或者增持股份的,就只能采用要约收购方式,必须依法向上市公司全部股东发出全面要约或部分要约。除要约方式外,投资者不得在证券交易所外公开求购上市公司的股份^⑥。

上市公司股东有不同的种类,“股东按其所持有股份的种类享有权利,承担义务”^⑦。这即是说,上市公司中不同种类的股东享有的权利是不同的,只有同种类股份的股东,权利义务才是同等的。但是,收购人的全面要约或部分要约,是向公司的全部股东公开、公平发出的。收购要约对上市公司的所有股东不分大小、持股多寡,都一视同仁、公平对待。

采用要约方式收购目标公司股份,最低限价“不得低于要约收购提示性公告日前 6 个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格”,收购人发出要约后,同意接受收购要约的股东称为预受股东。要约收购约定的期限不得少于 30 日,不得超过 60 日。持有同一种类股份的股东,只要在要约期限内作出同意接受要约预受的股票,不管股东持有股票数量的多少,预售股份的多少,售出股票的价格都相同,与大股东一样得到同等对待^⑧。如果收购人就同一种类股票按数量的多寡、股东们同意预受的先后、实行先到先得,限定日期,发出不同的要约,则该收购要约具有胁迫性,内容违法,不能生效。

(二) 全面要约或部分要约的选择

我国公司收购的法定方式,主要有要约收购、协议收购、间接收购^⑨。我国的要约收购,主要以全面要约为主。全面要约收购,有自愿适用和强制适用之分,以不同的收购方式而定。在三种法定收购方式中,不是任何一种收购方式的收购人,都有权选择是发出全面要约还是部分要约。协议收购人或间接收购人,持股超过 30%、触发要约收购门槛,要继续增持股份的,就必须发出全面强制要约收购,不能选择部分要约。只有以要约收购方式持股达 30% 后要继续增持的,收购人才可以选择全面要约或部分要约。

所谓全面要约是收购人发出收购目标公司所有股东所持有的全部股份的要约;所谓部分要约是收购人发出收购目标公司所有股东所持有的部

分股份的要约^⑩。收购期限届满,发出全面要约的,对目标公司股东预受的全部股份,收购人应当全部购买;发出部分要约的,目标公司股东预受的要约股份数量超过预定收购数量的,收购人应当按照收购要约约定的条件、按照同等比例收购预受要约股份。要约收购期限 30 天以上,可以保护股东不受“胁迫式要约”的侵害,但是,部分要约按预受比例收购时,股东们总有股票不情愿地留在手上没有售出。这些股份在收购完成后,会随着股票价格的跌落而下跌,股票的价值价格再没有人有义务给予保障。与部分要约收购不同,全面强制要约收购是要确保目标公司所有股东,都能一视同仁地有机会以公平溢价卖出手中的股票,获得出售股权的收益。因此,全面要约收购更利于对中小股东的全面保护。但是,全面强制要约收购,使收购人获得公司控制权的难度增加、资金需求加大等等,对收购方不利,尤其是资金不足的收购人,全面强制要约收购成功的比率远非要约收购小得多。

(三) 部分要约转换为强制全面要约

要约收购人有权选择发出部分要约,这是要约收购与协议收购、间接收购不同的后果。但是,存在两种例外情况:一是以终止目标公司上市地位为目的的要约收购;二是部分要约收购后,导致目标公司股权分布不符合上市条件、公司股票依法被终止上市交易;在这两种情况下,收购人都必须购买目标公司股东预受的全部股份^⑪,即部分要约强制转换为全面要约。

以终止目标公司上市地位为目的的要约收购,收购人只要使目标公司不符合上市条件,就可以达到目的,并不必须持有目标公司的全部股份。但是,要求收购人必须购买股东预受的全部股票,也合情理,无可厚非。然而,不以终止被收购公司上市地位为目的的收购,只是因为收购行为导致上市公司股权分布不符合上市条件被终止上市,强制要求收购人必须购买股东持有的目标公司的全部股票,却难说合情合理甚至合法。

何谓股权分布不符合上市条件?按照《证券法》的规定,公司股权分布符合上市的条件是:公司总股本不低于 3000 万元;公司总股本 4 亿元^⑫以下的,公开发行股份达公司股份总额 25% 以上,公司总股本超过 4 亿元的,公开发行股份的比例达 10% 以上^⑬。在收购要约期限届满时,收购人

持有目标公司“发行在外的普通股总数的 75% 以上”^②或者 90% 以上;公司公开发行在外流通股份就低于 25% 或 10% ,上市公司的股权分布就不符合上市条件,股票就应当终止交易。

股票在我国证券交易所交易的上市公司,有数千万至 4 亿元以下、公开发行股份达最低要求为公司股本总额 25% 的公司;有 4 亿元以上、公开发行股份达公司股本总额 10% 的公司;也有发行股份大大超过最低发行要求的公司以及股份 100% 全流通等四类上市公司。

当某上市公司不是全流通股份时,上市“公司股本总额”与上市公司“公开发行股份”就不是同一概念。公司“公开发行股份”比例越小,与“公司股本总额”的数量相差就越大。一个 10 亿元的上市公司,当公开发行股份为 10% 时,持有已发行股份的 30% ,则持有该公司股本总额的 3% ;当公开发行股份为 25% 时,持有已发行股份的 30% ,则持有该公司股本总额的 7.5% ;当该公开发行股份为 50% 时,持有已发行股份的 30% ,则持有该公司股本总额的 15% ;只有当公开发行股份为 100% 时,持有已发行股份的 30% ,才是持有该公司股本总额的 30% 。

可见,只要上市公司不是股份 100% 全流通,收购人持有目标公司公开发行股份 30% ,就一定没有达到公司股本总额的 30% 。当收购人持有公司公开发行股份 75% 或 90% ,就一定是低于总股本 75% 或 90% 。如果目标公司仅仅是符合最低上市条件:公开发行股份为公司股本总额的 10% 或者 25% ,即使收购人持有目标公司公开发行股份的 100% ,也仅持有该目标公司总股本的 1/10 或者 1/4 。这时,要求收购人对目标公司的所有股东持有的所有股份发起全面要约,收购人必须收购的剩余股份的比例,远大于已经持有的股份,会产生如下问题:

首先是收购资金不足的问题:收购人发出要约收购,在要约收购报告书中,必须依法公告“预定收购股份的数量和比例”以及“收购所需资金额、资金来源及资金保证,或者其他支付安排”^③。收购人不管是自有资金、还是高息贷款,都应当保证有充足的资金。然而,上市公司股票终止交易,要求收购人收购滞留在股东手上超过预定收购数量的股份,这部分股份甚至有可能多于预定收购股份的数量,这对收购人需要的资金要求过于太

高,有可能完全超过了收购人的经济承受能力。如果收购人根本就没有收购如此巨量股份的必需资金储备或资金来源,这就难以履行这样的强制收购义务。收购人没有必要的资金支付给多出预定收购数量股票的股东,股东的权益又如何保障?收购人完全有可能因资金不足而不得不损害被收购上市公司股东的利益。

其次是股东不愿意退出的问题:收购的发生以及上市公司终止上市,从理论上讲,是应当给予目标公司所有股东一次退出的机会。但是,在收购人发出要约、收购期限届满,还滞留在股东手中的股票,既有部分要约按比例剩余的股票,也有股东不愿意出售的股票。少数股东不愿意出售股票的原因方方面面,我国要约收购期限达 30 天以上,收购价格在要约中清楚明确,持股股东是否出售自己持有的股票,是经过反复斟酌思考的,有的股东或许就是看好收购后公司未来的发展前景而坚持要继续持股。股东是否出售持有的股份,是股东的真实意志。收购人没有权利强行要求目标公司股东出售其股票和强制要求少数股东退出收购后的公司。

就目标公司终止上市后,产生的这两个问题如何处理,法律并无规定。在我国,并非股份有限公司都要上市,符合上市条件、不符合上市条件没有上市的股份有限公司大量存在。在上市公司和非上市公司中,持股 51% 的绝对控股股东与其他大大小小的股东共存;在股权分散的公司中,大股东也与众多的中小股东共存;我国法律并没有强制绝对控股股东、大股东必须购买其他中小股东的股份。为此,我国法律应当尊重收购人和目标公司股东真实意志,既不必强制收购人必须购买要约收购期间滞留在股东手中的剩余股票,也不必强制目标公司股东必须卖出持有的股份退出公司。股份有限公司股东人数并无上限,在收购完成后,收购人发出全面要约时不愿意出售股票的原公司股东,有权成为收购合并后新公司的股东,犹如公司吸纳新股东一样,享有合并后的公司股东同样的权利。

综上所述,尽管理论界就收购与并购、收购是仅以取得公司控股权为目的或者还包括以公司分红、股票交易收益为目的,存在争议,但在我国公司收购立法与实践中,更注重公司收购实质问题,

没有区分收购与并购的界线,明确规定收购人包括投资人和一致行动人;将信息披露和强制全面要约收购作为我国上市公司收购法律的核心条款,对持股达一定比例的收购人给予严格规制,根据不同持股比例,要求收购人及时发布各式权益变动报告书以及要约收购报告书;强制实施全面要约收购,以确保公司收购公开、公平、公正,保护目标公司全部股东尤其是中小股东的合法权益。

注释:

- ①《证券法》第99条。
- ②《公司法》第46条。
- ③本自然段有关上市公司合并及其后果的内容,涉及的相关条文,参见《公司法》第172条、第174条,《证券法》第99条、第97条第2款。
- ④刘燕、楼建波《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》,《清华法学》2016年第6期,该文题目是并购,作者在文中,却有多处使用“收购”;马爱平《并购安全审查制度保护主义的完善》,《郑州大学学报》2016年第3期,该文作者直接将公司间的收购称为并购
- ⑤中国人民银行就法院的咨询,作出《关于对企业间借贷问题的答复》。
- ⑥1991年最高人民法院《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》第1条,该规定没有将法人之间的借贷纠纷纳入法院受理范围。
- ⑦2008年《商业银行并购贷款指引》第18条、第19条,2015年《商业银行并购贷款指引》第21条、第22条。
- ⑧2015年最高人民法院《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第1条,该规定将法人之间的借贷纠纷纳入法院受理范围。
- ⑨《证券法》第86条第2款,《上市公司收购管理办法》第63条。
- ⑩本自然段有关一致行动人的内容,涉及的相关法规之条文,参见《上市公司收购管理办法》第83条第1款、第2款、第5条第2款。
- ⑪《上市公司收购管理办法》第83条第3款、第12条、第13条、第14条。
- ⑫《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第16条。
- ⑬《上市公司收购管理办法》第14条第1款、第16条、第17

条。

- ⑭《上市公司收购管理办法》第28条第1款。
- ⑮《上市公司收购管理办法》第29条。
- ⑯本自然段有关发出全面要约或者部分要约的内容,涉及的相关法律法规之条文,参见《证券法》第88条第1款,《上市公司收购管理办法》第24条、第47条第2款、第56条、第46条。
- ⑰《上市公司章程指引》第30条。
- ⑱本自然段有关收购要约的内容,涉及的相关法规之条文,参见《上市公司收购管理办法》第35条第1款、第37条第1款、第42条第1款、第26条。
- ⑲关于公司收购方式,有学者认为,“有要约收购和协议收购两种形式”;朱锦清:21世纪法学系列教材:经济法系列《证券法学》,北京大学出版社2011年第3版,第242页。也有人认为,最常用的三种方式是协议收购、举牌收购和要约收购。蔡伟《强制要约收购制度的再审视——效率视角下的实证分析》,《中外法学》2013年第4期。《上市公司收购管理办法》用专章规定了我国公司收购方式:第三章要约收购、第四章协议收购、第五章间接收购。因此,笔者主要从三种法定方式入笔进行分析。
- ⑳《上市公司收购管理办法》第23条。
- ㉑《上市公司收购管理办法》第43条第1款、第44条,《证券法》第97条第1款。
- ㉒上市公司发行股票,以人民币标明面值(《上市公司章程指引》第16条。)本论文中提及的公司总股本几千万元、几亿元,均是指人民币。
- ㉓《证券法》第50条第1款第2项、第3项。
- ㉔《股票交易与发行管理暂行条例》第51条第2款。
- ㉕《上市公司收购管理办法》第29条第1款第4项、第6项。

参考文献:

- [1]蔡伟.强制要约收购制度的再审视——效率视角下的实证分析[J].中外法学,2013(4).
- [2]侯怀霞,钟瑞栋.企业并购立法研究[J].中国法学,1999(2).
- [3]Armour, John, and David A. Skeel Jr. "Who writes the rules for hostile takeovers, and why – the peculiar divergence of US and UK takeover regulation." The Georgetown Law Journal, Vol. 95, 2006, pp. 1769, 1775.
- [4]谭杨靖,陈麟.资产管理公司不良资产处置业务研究[J].西南民族大学学报(人文社会科学版) 2017(4).

收稿日期 2017-09-26 责任编辑 苟正金