

上市公司协议收购信息披露的逻辑与规范

●陈 洁*

【内容摘要】我国资本市场中的上市公司收购绝大多数采协议收购方式,但现行协议收购的制度建构零散不成体系,也未能依据协议收购的内在机理建立科学的信息披露规制措施,从而给资本市场并购监管造成很大的困境。本文在比较协议收购与要约收购信息披露之差异的基础上,认为上市公司协议收购的信息披露应兼顾确保程序便捷、防范证券违法行为的双重考量,从权益披露、防止内幕交易、防止操纵市场三个维度进行监管。需要厘清的核心疑难问题包括协议收购应当在何时披露,协议公告披露后能否修改或撤销,协议的报告与公告能否分开使用等。为了更好地规范上市公司的协议收购,应当统一《证券法》与《上市公司收购管理办法》中的相关规定,并将持股数量与协议收购目的的披露相结合,同时对疏漏的规则进行补充完善以回应实践中的疑难问题。

【关键词】上市公司 协议收购 信息披露

信息披露是证券法的核心制度,也是防止证券欺诈的根本性机制。为维护上市公司收购的秩序性和公平性,确保实现上市公司收购的积极功能,现今并购市场发达国家毫无例外地将信息披露作为收购立法的重点以及上市公司收购监管的主要方式。我国现行证券法对上市公司收购的监管总体上也是以信息披露制度为抓手,并根据收购方式的不同类别施加不同层次的监管措施。但是,由于我国资本市场发展迅猛、监管经验不足以及证券法域大规模的移植性立法,现行证券收购立法未能充分顾及我国资本市场股权结构的特性以及协议收购作为主要方式的客观现实,而是沿袭英美法制,以要约收购为核心来建构上市公司收购的基本制度框架。至于本土并购市场急需的协议收购制度,不仅零散不成体系,且未能依据协议收购的内在机理建立科学的信息披露规制措施,从而给资本市场并购监管造成很大的困境。面对当前资本市场频发的协议收购信息披露监管争议事件,深入研究上市公司协议收购信息披露的逻辑与规范,及时修正完善现行不合理、不衔接以及疏漏的相关监管规则,已经成为我国相关领域急需解决的重要课题。

一、上市公司协议收购信息披露的规制逻辑

(一) 协议收购信息披露与要约收购信息披露的差异

我国证券法以“要约收购”和“协议收购”来划分上市公司的收购种类。“要约收购”即为公开收购,是指上市公司收购人以公开方式向被收购公司的所有股东发出购买其所持股票的要约,在受要约

* 作者单位:中国社会科学院法学研究所。

股东承诺后进行股份转让,以实现收购目的的上市公司收购方式。“协议收购”又称“不公开收购”,是指上市公司收购人仅与被收购公司的个别股东(通常是大股东)订立股份转让协议,以约定价格购买被收购公司个别股东所持有的股份,从而实现其收购目的的上市公司收购方式。^[1]

作为资本市场资源配置的途径,上市公司协议收购与要约收购之间存在诸多客观事实上的联系。例如,协议收购与要约收购均会导致公司内部控制权态势的变化;二者都会引起相关证券行情的大幅波动;都易于引发内幕交易和操纵市场并可能对被收购公司的股东权益造成影响等等。此外,上市公司协议收购与要约收购还具有操作层面上的直接关联,即上市公司协议收购往往是引发强制性要约收购的手段和先导。^[2]在公开地要约收购目标公司之前,收购人往往先通过低成本的协议收购方式尽量协商购买目标公司股权,然后再发出公开的收购要约,从而最终实现其收购标的公司的意图。可以说,正是基于二者的密切联系,一些国家和地区的证券法律制度将上市公司要约收购和协议收购统一进行规制,^[3]从而彰显了证券法对上市公司要约收购与协议收购具有事实联系的认识与考量。不过,与要约收购相比,协议收购本身也具有特殊的机制与功能,并成为应然层面上证券法如何规制上市公司协议收购的客观基础。立足我国现行的法律文本,从信息披露的视角考察,二者的区别表现如下。

1. 信息披露时间上的差异。大体而言,要约收购属于信息事先公开,而协议收购属于信息事后公开。进行要约收购,收购人应当事先以公开的方式提出收购要约。依照《证券法》第90条的规定,收购人向国务院证券监管机构报送上市公司收购报告书15日后,公告其收购要约,然后收购才得以进行。至于协议收购,它是不公开进行的,是通过收购人与被收购公司股东之间个别进行要约承诺过程,在达成收购协议后才进行信息披露。依照《证券法》第94条的规定,在达成收购协议后,收购人必须要在三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。而在协议收购的协议达成之前,收购协议的协商过程、收购协议的内容等,通常不需要公开。

2. 信息披露内容上的差异。根据《证券法》第89条以及中国证券监督管理委员会《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)第29条的规定,要约收购信息披露的主要内容包括:收购人的名称、住所;收购人关于收购的决定与收购目的;被收购的上市公司的名称;收购股份的种类和预定收购的股份数量、比例;收购期限、收购价格;收购所需资金额、资金来源及资金保证;公告收购报告书时持有被收购公司的股份数量、比例等。至于协议收购,《证券法》并未规定其信息披露的具体内容,但《收购办法》在将持股比例5%作为权益披露起点的基础上,按持股比例的三种情形对协议收购信息披露的内容分别做了规定。第一种情形是投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%,但未达到20%的,应当编制简式权益变动报告书。第二种情形是投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的20%但未超过30%的,应当编制详式权益变动报告书。第三种情形是,以协议方式收购上市公司股份超过30%,收购人申请豁免全面要约的,应当在与上市公司股东达成收购协议之日起3日内编制上市公司收购报告书,提交豁免申请。上市公司收购报告书“须披露本办法第二十九条第(一)项至第(六)项和第(九)项至第(十四)项

[1] 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第145页,第152页。

[2] 《上市公司收购管理办法》(2014年)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;但符合该办法第六章规定情形的,收购人可以向中国证监会申请免除发出要约。

[3] See Allen E. Kelinsky, Promoting Shareholder Equality in Stock Accumulation Programs for Corporate Control, 36 American University Law Review (1986).

规定的内容及收购协议的生效条件和付款安排。”^{〔4〕}归结上述协议收购与要约收购信息披露内容之差异,主要在于协议收购第一种情形编制简式权益变动报告书时不要求披露收购资金来源与资金保证,即第一种情形下关注的重点在于持股目的。而在后续两种情形下,即投资者持股比例超过20%之后,协议收购与要约收购信息披露的内容并无实质差异,都是针对可能导致控制权变化的问题展开披露。这样立法规制的总体思路是,根据投资者持股比例和持股意图的不同,披露的具体要求也不同。

3. 信息披露监管方式上的差异。信息披露的方式主要包括报告和公告,前者是指向证券监管机构报告有关信息,后者是指向社会公众公布有关信息。在我国现有的信息披露制度设计中,常见的条文表述都是“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。”换言之,报告和公告是联动使用的,实践中也没有出现二者分开单独使用的情形。在上市公司收购的信息披露监管中,情况也是如此。这种报告与公告联动使用的方式致使协议收购与要约收购基于各自行为特性本应体现的信息披露监管方式上的差异在我国现行制度架构下未能得到实现。事实上,如前所述,由于协议收购与要约收购所涉及的法律关系是不同的,对市场各方权益的影响也是不同的,因而法律对有关各方所规定的权利义务关系以及所施加的信息披露义务也应该是有区别的。只有在一定范围内对上市公司要约收购与协议收购信息披露予以差异化规制,才能达到良好的监管效果。

(二) 规制协议收购信息披露的逻辑基础

1. 协议收购信息披露的立法考量。证券法规制上市公司收购活动的出发点,不在于保证上市公司收购结果的公正性,而是要保障上市公司收购过程的公正性。从这种规制目的出发,证券法主要通过建立合理的收购程序、信息公开制度以及严格的责任体系等,整合证券市场信息,维持证券市场秩序,防止利用上市公司收购进行内幕交易、操纵市场,防止利用收购行为损害上市公司利益,同时确保被收购公司的股东在收购过程中能够得到同等公平的对待。

就协议收购而言,由于收购人是与选定的被收购公司股东进行充分的协商,是在双方同意接受的股份转让条件下完成的交易,因此协议收购是一种收购成本较低的“友好型”收购方式。从我国资本市场的现状来看,上市公司收购绝大多数采取协议收购方式,而通过协议收购实现企业资产重组,无疑有助于加强资本市场资源整合,改善上市公司经营状况,提高上市公司的市场竞争力。不过,协议收购也存在一些明显的负面因素,例如协议收购具有隐蔽性,协商过程不公开,在收购期间更容易发生内幕交易等市场不当行为;同时由于协议收购是收购人与目标公司个别股东进行股份交易,较要约收购可能更不利于保护被收购公司其他股东的利益等等。因此,在规制上市公司协议收购问题上,证券法在坚持效率优先、兼顾公平的原则下,针对协议收购的特性,应当兼顾两方面的立法考量。

其一,确保协议收购的程序便捷,从而实现低成本、高效率。繁琐不当的程序会加大上市公司收购的成本,进而影响资本市场的效率。就上市公司收购而言,如果不区分协议收购与要约收购而使其适用混为一体的程序,无疑会产生高成本、低效率的负面效果。考虑到协议收购是“点对点”的不公开收购方式,应当在协议收购的报告、公告等方面区分不同阶段实施简明有效的信息披露监管措施,确保合法正当的收购行为能够顺利实施,同时发挥其程序便捷、友好高效的成本优势,避免加大收购人的收购成本,更不能因协议收购行为可能产生的消极结果而过于限制上市公司协议收购行为,从而迟滞证券市场协议收购功能的发挥。

其二,严格防止利用上市公司协议收购进行内幕交易、操纵市场以及利用收购行为损害上市公司

〔4〕 参见《上市公司收购管理办法》(2014年)第16条,第17条,第48条,第49条。

以及其他股东利益的行为。协议收购比要约收购更易滋生内幕交易、操纵市场,更可能会侵害其他市场投资者权益,因此证券法须通过建立科学的信息披露规则和严格的责任制度,有效规制上市公司协议收购中的不当行为,尤其要注重保护公众投资者以及被收购公司中小股东的权益。

2. 协议收购信息披露的监管结构。证券法规制的信息可分为由信息公开制度规制的信息和由禁止不正当证券交易行为制度所规制的信息。在协议收购信息披露中,这种监管结构主要包括权益披露的监管以及防止内幕交易、操纵市场的监管。第一,权益披露的监管,主要是要求协议收购持股比例达到5%以上、20%以下时进行简式权益披露,持股比例达到20%以上、30%以下时进行详式权益披露。第二,防止内幕交易的信息披露监管,在证券交易活动中涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息均为内幕信息,^[5]公司收购势必引起股权结构的重大变化,因而被明确列入“内幕信息”的范畴,各国证券法对此等内幕信息一般都采用“或公开或戒绝交易”的监管措施。第三,防止信息型操纵市场的监管,信息型操纵的本质是市场主体对信息优势地位的滥用,即利用信息的发布与传播实现操纵股价之目的,^[6]我国的法律及相关规范性文件对此也有禁令,^[7]在协议收购中利用收购信息的发布操纵市场的行为无疑也要受到严格防范。

二、上市公司协议收购信息披露规制的核心难点分析

法律规定上市公司收购程序的基本价值取向,是既要确保其有序进行,又要确保其效率。对于不公开的协议收购,在上述三个维度的信息披露中,核心的规制难点是协议收购应当在何时披露、协议公告披露后能否修改及撤销、协议报告与公告制度如何配合使用等问题。

(一) 协议收购应当在何时披露

以协议收购方式进行上市公司收购,首当其冲的问题是协议应当在何时披露,即披露时点是有收购意图时还是协议达成后?对此问题,意见不一。一种意见认为在有收购意图时就要披露,另一种观点则认为“协议原则性达成”时才要披露。^[8]我国现行立法则是莫衷一是。依据《证券法》第94条之规定,“达成协议后,收购人必须在三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”,即达成收购协议后3日内公开收购协议。但《收购办法》第14条从权益披露的视角,对协议收购中的权益变动作出有别于《证券法》的信息披露要求,即“通过协议转让方式,投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有权益的股份拟达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%时,应当在该事实发生之日起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。”这里的“拟达到”应该是指明确的购买股票的意图或计划达成。之所以产生这样的分歧,从立法层面考察,根源在于我国《证券法》未对“上市公司收购”概念做

[5] 参见《证券法》(2014年)第75条。

[6] 参见徐瑶:《信息型市场操纵的认定思路》, <http://www.maxlaw.cn/l/20170726/888860151123.shtml>, 2017年12月11日访问。

[7] 《证券法》第77条第(一)项明确禁止“单独或者通过合谋,利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或者证券交易量”的行为。最高检、公安部2010年颁布的《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》第39条第(六)项也明确禁止“上市公司及其董事、监事、高级管理人员、实际控制人、控股股东或者其他关联人单独或者合谋,利用信息优势,操纵该公司证券交易价格或者证券交易量”的行为。

[8] 美国法院有判例确认了“合约原则性达成”(Agreement in Principle)的规则,即当公司与他人达成原则性协议的时候,就要进行信息披露。为了帮助公司判断何为“原则性”达成,美国证监会制定了一些明确的标准,比如在“要约收购”、“转移大量资产”、“改变公司股本结构”时,公司需要披露任何“接触、协商或者交易”的信息。See Jr. Robert Brown, Corporate Secrecy, the Federal Securities laws, and the Disclosure of Ongoing Negotiations, 36 Catholic University Law Review (1986).

准确的界定,未对上市公司收购及相关股份权益变动加以严格的区分,而《收购办法》对二者又加以区分,^[9]致使有关收购行动下的行为准则冲突,并直接造成规则的不衔接。由于协议收购要受到三方面规则的制约,对“披露意图”还是“披露协议”的问题必须从协议收购的不同面向做不同的考察分析。

首先,从权益披露规制视角出发,在持股比例达到5%也就是协议达成之时,更确切而言,应该是获得这些权益时,才应该披露。这是世界各国的通行做法,并无太大异议。例如,美国1934年《证券交易法》13(d)规定,任何人取得公开发行人公司逾5%以上的股权证券,应于10日内向SEC申报,并通知该公司及证券交易所。^[10]

其次,从内幕信息规制视角出发,依据《证券法》第67条的规定,如果对上市公司股价变化可能造成实质影响的重要信息,包括资产买卖、公司并购,即便交易尚未完成,也可能需要披露。即只要该信息对投资判断有重大影响,就必须予以公开。这里的问题是,仅有收购意向还没有任何行动时,该信息是否属于重要信息呢?美国联邦最高法院在有关上市公司并购信息披露的著名判决 *Basic, Inc. v. Levinson* 中曾经指出,如果公司收购要约已经完全确定,则显而易见适用“重要”标准,但在公司收购要约谈判过程中,该收购是否能够成功是有条件的或随机的,在这个阶段要证实理性的投资者是否会认为该信息重要是非常困难的。所以,法院采纳了具体情况具体分析的办法,主张从收购要约发生的可能性和该事件在公司整体业务中的重要性两个方面来考虑。^[11]“不过,由于该案刻意回避上市公司何时需要作出此类披露的问题,所以目前美国的法律对于尚未达成确定协议的并购交易何时需要披露仍没有统一的规则”。^[12]从内幕交易规制的一般原理出发,构成“实质性信息”的交易谈判应当披露。但是,考虑到大股东(包括控股股东)交易自己的股票是其最基本的权利,如果将未完成的交易计划披露出来,造成股价波动,就有可能影响交易成功的概率,从而损害大股东的利益。有研究表明,将谈判交易信息进行披露,并不会给证券市场的效率带来危害,而只会给交易者本人带来可能的危害——竞争性的收购人会提供更高的价格抢夺出让股权的人。^[13]于是,作为对外部投资人信息需求与控股股东私有产权保护的平衡,法律通常不要求将尚未完成的股权转让计划披露出来。^[14]不过,为了防止协议收购可能引发的内幕交易,笔者以为,立法上应该要求收购人将收购意图或计划报告给监管部门,但不必向公众公告,这也是后文要提到的信息报告与公告制度配合使用的问题。

再者,从防止操纵市场的规制角度出发,倘若某一市场主体有收购意图时就要披露,证券市场上就会收购消息“满天飞”,其最直接的效应就是目标公司的股价因收购信息的不断发布而波动不已,这样收购人反而容易利用信息披露义务的履行而行操纵市场之实。至于投资者,更要小心甄别收购人发布的究竟是真正的收购意图,还是一个旨在操纵市场的虚假信息。由此引申开来,在法律没有要求公告收购意图而当事人却主动披露收购意图时应该如何防止其操纵市场?对此,立法上就必须贯彻收购意图确实原则。一方面,收购人任何公开的收购意图表示都必须付诸实施,不能实施或不想实施的收购意图不能向公众表示;另一方面,收购人公开的收购意图必须有确定的内容,收购人对其已公

[9] 《上市公司收购管理办法》(2014年)第75条特意强调“上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人”,恰恰说明权益变动与收购是两个概念,应该加以区分,不能完全混同。该办法第75条之所以要突破《证券法》第86条的规定,应该是意图弥补《证券法》第193条规定之不足。

[10] 参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第150页。

[11] 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第184页。

[12] 张巍:《板子该往哪里打?论股权收购的信息披露》, https://www.sohu.com/a/203961984_667897, 2017年12月21日访问。

[13] 同前注[8], Jr. Robert Brown文。

[14] 同前注[12], 张巍文。

开的收购意图不能任意变更。^[15]综上,在协议达成时向市场披露收购协议是合适的,但是为防止内幕交易,在有重大收购意向或计划时,当事人应该向监管部门报告备案。

(二)协议公告披露后能否修改或撤销

在一般合同法意义上,要约人在发出要约后不得变更要约的实质内容。倘若变更了要约中的实质内容,就等于撤回或撤销了原要约,并且发出了新的要约。对于要约收购,依据《证券法》第91条之规定,一方面允许收购人变更收购要约的内容,另一方面又禁止收购人撤销收购要约。这种制度设计的缘由就在于上市公司公开收购的活动规律,由于上市公司收购是资本市场上极具市场敏感度并显著影响投资判断的重要市场信息,为了防止收购人利用收购要约的发出与撤销的手段操纵市场,在收购人发出公开收购要约之后,已经公开的收购要约一般就不能被撤销。但是,在收购期限内,因市场行情的变化或者反收购行为的出现,收购要约中预先确定的购买股份条件可能不再合适,难以为目标公司股东所接受,为了实现收购目的,就应该允许收购人变更其收购要约的条件。但是,《证券法》第91条并未规定收购要约可以变更的范围或限度,从而导致实践中可能出现收购人在想撤销要约或放弃要约收购时,就通过故意将收购价格降低、减少预定收购数额或者缩短收购期限等变更收购要约实质条件的方式,达到阻止要约收购继续进行的实际效果,从而也达到规避法律的目的。对此,域外相关立法大都规定收购人变更收购要约时,不得以较低的收购条件取代原来较高的收购条件,而只能以更高的收购条件取代原来的收购条件。例如德国的《证券交易法》(1994年)就规定了不得变更的收购条件:即调降公开收购价格;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。日本原《证券交易法》(2006年更名为《金融商品交易法》)也做了类似规定。^[16]

就协议收购而言,从协议披露后对市场的影响来看,其与要约收购的规制原理应该是相同的。因此,在协议收购已经公告之后能否撤销的问题上,从上市公司收购制度的立法本意出发,收购人原则上是不能撤销协议的。但是,因不可抗力或出现收购人死亡、解散、破产或其他特殊情形,应该允许撤销收购协议。至于协议披露以后能否修改,由于变更合同是市场交易主体的基本权利,协议收购本质上就是股权转让合同,且协议收购的相对人是特定的,市场情况复杂多变,因此应当允许协议的修改,但又要避免协议收购的要约随意修改而引致目标公司股价的频繁波动。为此,必须对收购协议的修改从内容和时间两方面做必要的限制。内容上,除《合同法》中规定的情势变更等情形外,协议收购双方情况发生重大变化的,应该允许修改协议。时间上,要规定一定的间隔期或频次限制,以避免市场主体利用协议变更操纵市场的可能,同时注意保护被收购公司其他股东的权益。

这里还值得一提的是,协议收购失败的规制问题。在要约收购中,收购方无法按照收购要约的条件完成收购(主要是指无法完成收购要约中的预约收购量)的案例并不鲜见,域外立法禁止在收购失败后反复实施收购。如英国的《收购守则》(1968年)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;我国香港地区《公司收购及合并条例》(1986年)第31章也有类似规定。^[17]其理由在于,“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”。^[18]在

[15] 同前注[1],陈甦书,第141页。

[16] 日本《金融商品交易法》(原《证券交易法》)第27条之六规定,公开收购者不得变更下列收购条件:降低购买价格、减少预定购买的股票数额、缩短公开购买期间、政令规定的其他收购条件的变更。

[17] 参见郑成:《上市公司收购法律制度的商法解读》,《环球法律评论》2014年第6期。

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

协议收购中,也可能存在收购失败的问题,例如因为资金原因,或者收购方不按照约定支付收购价款致使收购协议不能履行,对此也应该遵循要约收购失败的基本原则,禁止反复收购,其目的也是为了禁止滥用协议收购方式操纵股价等危害资本市场的行为。

(三)协议的报告与公告能否分开使用

按照信息披露的基本原理,只要该信息对投资判断有重大影响,就必须予以公开。但信息披露制度其实并不要求信息披露义务人公开所有的信息,即使是重大信息,法律也允许在一定条件下不予公布。例如,在商业秘密同时也是内幕信息的情况下,内幕人员是可以利用商业秘密进行交易的。但是为了防止内幕交易并兼顾保护商业秘密,符合“重大事件”特征的商业秘密应以向证券监管机构报告的形式公开,而不必向社会公众公布。^[19]日本《金融商品交易法》(2006年)第25条第4款规定,“因经营上的保密所需,可以申请不供公众查阅”。对于某些重大信息的披露可能损害信息披露义务人合法利益的情形,应该允许信息披露义务人不向公众公开或推迟向公众公开,但不能免去其报告义务。《欧盟议会与欧盟理事会关于内幕交易和市场操纵(市场滥用)的第2003/6/EC号指令》第6条第2款就规定:“发行人可在自负责任的情形下推迟公开披露第1款所述的内幕信息,以避免对其合法利益造成影响,前提是上述不作为不可能对公众造成误导,且发行人能够确保该等信息的保密性。各成员国可要求发行人立即通知主管部门推迟公开披露内幕信息的决定。”

遗憾的是,在我国现有关于信息披露的规定中,却没有适当的单独的信息披露报告制度。以权益披露为例,现有规定权益披露的方式包括:(1)报告,即以书面形式向国务院证券监管机构、证券交易所报告其持股已经达5%的事实;(2)通知,即向该上市公司以适当方式通知其持股已达5%的情况;(3)公告,即向社会公众公告其持股已达5%的情况。报告或者公告的主要内容包括:持股人的名称、住所;所持有的股票的名称、数量;持股达到法定比例的日期。这种三者联动适用的信息披露方式一方面使所有的信息都必须及时向市场公开,容易造成市场波动,另一方面也无法保护特殊情形下收购人的合法利益。因此,在协议收购情形下,考虑到大股东买卖股票的基本权利与保护投资者之间的利益平衡,法律上应当区别收购协议的报告与公告,即允许收购人在特定情形下向监管机构申请不向公众公开,但不免去其报告义务。当然,对于协议收购中不予公告有关信息的申请,法律应规定一定的审查程序。在收购人不予公告有关信息时,除了应向证券交易所报告并经其同意外,还应向证券监管机构报告备案,必要时应经证券监管机构同意。

三、我国协议收购信息披露规则的修正与完善

(一)《证券法》与《收购办法》相关规定的统一

1. 权益披露中5%持股比例的持股来源与持股数量问题。《证券法》第86条强调持股5%必须是通过证券交易所的证券交易实现的,但《收购办法》第14条却不限定持股来源。同时,《收购办法》第14条规定“拟达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%时”要权益披露,但《证券法》第86条规定的是达到持股5%,两者间的冲突可谓显而易见。对此,应该从权益披露制度的预设目标出发,即其目的就是要让公众及时了解大股东的交易行为,作为因收购产生内幕交易和市场操纵的重要预防手段。^[20]因此,不管通过什么场所、方式取得,投资者在持股达到5%之日起就必须履行信息披露义

[19] 同前注[1],陈楚书,第123页。

[20] 参见王化成、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》,《管理世界》2002年第11期。

务,并且在信息披露期间不得再行买卖该上市公司的股票。

2. 协议收购人持股达到 30% 以后的全面要约或部分要约的选择权问题。《证券法》第 88 条、第 96 条赋予了“通过证券交易所的证券交易”以及“采取协议收购方式”持股达到 30% 的收购人“全面要约收购”与“部分要约收购”两种选择,但《收购办法》第 47 条却规定协议收购人持股超过 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,在履行其收购协议前,应当发出全面要约”。这就在监管实践中排除了协议收购人取得上市公司超过 30% 的股份而继续进行收购时采取部分要约收购的可能,进而在事实上否定了《证券法》对协议收购的收购人赋予的采取部分要约收购的权利。^[21]对这样的下位法与上位法的直接冲突,应该予以消除并处理好二者的衔接问题。在现阶段,至少应该明确在触发强制性要约条件时,不论是“通过证券交易所的证券交易”还是“采取协议收购方式”持股达到 30% 的收购人,都具有“全面要约收购”与“部分要约收购”的选择权。

(二) 持股数量与协议收购目的披露的结合

从证券交易的外观来看,大量购买上市公司股票的行为,包括上市公司收购、短线交易和长线投资,其行为表现与一般的股票买卖并无二致,但上市公司收购的目的与一般的股票买卖截然不同。现实中,以财务投资为目的的举牌行为和以收购为目的的举牌行为并存且难以辨识。对此,收购目的的披露就成为核心的辨识手段。实际上,并购市场发达国家的立法主线就是购买者信息公开的必要性和详尽程度取决于有没有夺取控制权的意图。例如,美国证券交易委员会根据 1934 年《证券交易法》的规定及其授权,专门设计了 13D 和 13G 表,分别适用于有收购目的和无收购目的的 5% 持股者。而我国《证券法》以及《收购办法》的相关规定实在有欠科学周全。

我国《证券法》将某些不以获得实际控制权为目的的股份购买行为与收购行为都放在“上市公司的收购”章节进行规范,但从条文来看,不仅未对二者加以区别界定,对持股达 5% 以上却未达 30% 的投资者也不按照收购制度予以严格规范,而只是要求信息披露。对此,《收购办法》也意识到要通过“收购目的”的披露对大宗交易和收购行为予以区分,因而在持股比例达到 5% 以上、20% 以下的简式权益披露中加入“收购目的”一项,但相关的规则设计却未能贯彻将收购目的与持股数量相结合的披露模式。具体而言,《收购办法》虽然在简式权益披露中要求对“收购目的”进行披露,却并未根据有无“收购目的”施加不同的信息披露义务,而是完全按照持股数量进行要求,即持股比例达到 20% 以上、30% 以下就要求详式权益披露,持股比例达到 5% 以上、20% 以下的则要求简式权益披露。对此,规则改进的方向是:持股比例达到 5% 时,要求披露有无收购目的,而后每次增加 5% 的披露时都要求表明购买股票的意图;自明确表示有收购目的的时点起,就要实施详式权益披露,而不是在持股数量 5% 以上、20% 以下如此巨大的持股范围里仅要求简式权益披露;即便到了持股 20% 以上时,如果投资者明确表示只是财务投资,并无收购意图,也不必要求详式权益披露。从这个意义上说,在上市公司股权结构千差万别的情形下,单纯的持股数量仅具有表面意义,收购目的才是真正区分披露监管要求的核心因素。这样规则设计的目的,也是减轻那些不以获得控制权为目标的财务投资方买卖股票的成本与披露的负担,以利于市场正常的收购或出售活动。

当然,收购人出于其收购策略的考虑,在购买上市公司股票时往往要隐蔽或否认其具有收购目的,对此要结合收购人每次的披露信息以及其最终的收购行动,仔细甄别收购人是否故意虚假披露还

[21] 同前注[17],郑成文。

是出现特殊情形促使其改变持股意图。对故意隐瞒收购目的、违反披露要求的收购人要严格追究责任。概而言之,《证券法》必须确定一个适用于上市公司收购规范的事实标准,即目的披露要与持股数量相结合,对持股达到一定比例的要明确披露目的,然后根据目的不同再规定不同的信息披露监管措施,并根据大宗交易与控制权变动的性质不同分别设定不同的法律后果。

(三) 协议收购信息披露之疏漏规则的补充完善

我国现行《证券法》对协议收购的规定着实简单,相关条文仅有三条,即第94条、第95条和第96条,核心的就是第94条,根本不足以支撑协议收购的制度规范,也在实践中让监管者时常感到监管无据,窘境环生。结合本文第二部分的分析,我国协议收购信息披露至少需要补充完善以下四点。第一,收购协议达成以前重大收购意图的报告制度。现行立法规定收购达成协议后才报告公告,这可能为内幕交易和市场操纵行为提供条件。所以,笔者主张在收购双方有初步意向时就应以报告方式初步披露,在达成协议后再公告披露。第二,收购协议披露后的修改、撤销以及失败后的禁止反复收购。收购协议披露后,与协议收购相关的情况发生重大变化,收购人可以变更协议内容。因不可抗力或出现收购人死亡、解散、破产或其他特殊情形,应该允许撤销收购协议。至于收购失败的,收购人不得在12个月内再次发出收购要约。第三,协议收购披露的某些内容要有的放矢。例如关于协议收购的资金安排,资金能否到位无疑是影响交易成功概率的关键因素,在协议收购中,买卖双方可以根据自身的需要调整收购的条件以及合理、灵活地安排资金,尤其在股份与价金的支付上可以采取灵活的方式。但是,协议收购资金是否可以完全依靠金融机构融资,或者收购交易采用极高的杠杆比例,监管实践中意见不一。对此需要明确监管要求,既要维护协议收购的低成本、高效、便捷,也要防止过于随意、为所欲为的收购方式。此外,还要增加披露上市公司控股股东向收购人协议转让其所持有的股份时董事会对该协议收购的意见,以利于其他股东做出决策。目标公司董事会对协议收购的意见应该送达收购人,并报送国务院证券监督管理部门和证券交易所。第四,协议收购中的报告与公告制度要区分开来。报告是通知并备案以便于监管的意思。为了防止协议收购中的内幕交易并兼顾保护收购人的利益,法律可规定符合“重大事件”特征的协议收购意向应以向证券监管机构报告的形式披露,而不必向社会公众公布。即便在某些协议已经达成的情形下,考虑到大股东买卖股票的自由与投资者权益保护之间平衡,也可以允许收购人推迟向公众公开。对于收购人不予公告或推迟公告有关信息的申请,法律应规定一定的审查程序。

四、结语

尽管全球资本市场的发展具有相当的共通性与可借鉴性,但中国问题的寻找与解决,只能在中国的市场实践中展开与完成。我国资本市场股权结构的特殊性以及协议收购在我国上市公司收购中所占据的巨大比重,注定了我们的立法研究不能仅仅依靠阅读域外文献或移植域外经验来解决。在上市公司协议收购这个极具市场特异性又兼具实践性的课题研究中,应当立足我国的市场实践,寻找市场监管的真问题,进而提供符合我国市场实际的科学解决方案。从这个目标来说,本文的研究还仅仅是开始。

(特约编辑:季奎明)