魏　颖◎著

中国上市公司
控制权转移法律问题研究

A STUDY ON THE LAW OF THE CONTROL TRANSFER OF THE LISTED COMPANIES IN CHINA

中国政法大学出版社

中国上市公司
控制权转移法律问题研究

A Study on the Law of the Control
Transfer of the Listed Companies in China

魏颖　著

中国政法大学出版社
2012·北京

图书在版编目（CIP）数据

中国上市公司控制权转移法律问题研究/魏颖著. --北京:中国政法大学出版社
ISBN 978-7-5620-4331-7

Ⅰ.①中… Ⅱ.①魏… Ⅲ.①上市公司－公司法－研究－中国 Ⅳ. ①D922.291.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第103581号

书　　名　中国上市公司控制权转移法律问题研究

Zhongguo Shangshi Gongsi Kongzhiquan Zhuanyi Falü Wenti Yanjiu

出版发行　中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路25号)

北京100088信箱8034分箱　邮编100088

http://www.cuplpress.com (网络实名: 中国政法大学出版社)

58908325(发行部) 58908334(邮购部)

编辑统筹　综合编辑部　010-58908524　dh93@sina.com

承　　印　固安华明印刷厂

规　　格　880mm×1230mm　32开本　5.875印张　125千字

版　　本　2013年3月第1版　2013年3月第1次印刷

书　　号　ISBN 978-7-5620-4331-7/D·4291

定　　价　22.00元

声　　明　1. 版权所有，侵权必究。

2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

作者简介

魏 颖 博士，现为英国杜伦大学（University of Durham）法学院访问学者。2008 年 7 月始作为博士后研究人员，在中国社会科学院法学研究所从事企业国有资产法、证券法及反垄断法方面的课题研究，2010 年 8 月完成博士后研究报告“中国上市公司控制权转移法律问题研究”。

内容摘要

上市公司控制权转移问题，是关系到资本市场发展的核心问题。在其研究思路中，对上市公司控制权转移的法律监管是重要行文主线。在对控制权市场法律规制历史演进初步概述的基础上，通过对上市公司控制权转移的基本法律方式与程序，包括要约收购、协议收购及反收购在内的三项法律制度的具体分析，更进一步阐释了上市公司控制权市场的法律规制，同时深入评析了上市公司控制权转移中存在的问题根源。

基于全文的主要判断如下：

其一，上市公司控制权市场已经基本形成了相对完整的法律制度框架。值得强调的是，现行的上市公司控制权转移的法律框架是以“市场定价原则”为导引，在原有相关法律规制基础之上构建起来的。一方面来说，这是一个全新的以市场化为参照系的法律蓝本，充分体现了即将到来的全流通时代的控制权市场发展的内在特征，但许多相关法律规制还处于起步阶段，尚有待于进一步完善；另一方面来说，原有法律规制存在的问题及缺陷仍然存在：上市公司控制权市场的立法层次过多，行政管理部门规章过多，而且一般而言，相关法律规范的上位法规定过于原则化，使得法律规制中的政策性内容比重偏大，不

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

利于法律施行过程中的具体操作与市场监管。其二，在目前的法律架构下，对控制权变动信息的充分披露的监管与财务顾问制度的建立成为上市公司控制权市场监管机制市场化转变的支持力量。随着股权分置改革的完成，中国资本市场正在进入全流通时代。市场环境的变化直接推动了上市公司监管方式的改变，而这些与监管方式相关的法律制度的确立可以看做是中国资本市场逐步走向市场化的法律起点。其三，上市公司控制权转移中主要存在的问题，既有控制权转移的一般性问题，即要约收购中、协议收购中及反收购中存在的问题，也有国有控制权转移的特殊性问题。无论是关于一般性或特殊性哪一类的问题，也无论是关于法律规范或实务适用哪一种的问题，甚至无论是长期性问题抑或短期性问题，均受到上市公司股权过于集中的结构性问题的严重制约。逐步实现上市公司股权分散化应该是解决上市公司控制权转移过程中所面对的各种问题的关键，股权结构分散化应该成为未来控制权市场的发展趋势。

“在中国经济的未来发展中，没有什么比资本市场更为重要了。”这是美国作家和经济史学家约翰·戈登在2004年11月为其大作《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起（1653～2004）》中译本所写的序言中的话。从某种程度上讲，上市公司交易或转移控制权的市场水平直接反映着整个资本市场所处的发展阶段。在控制权交易或转移的过程中，不仅能够实现社会存量资源的有效配置，而且能够促进上市公司治理结构的进一步完善。或许，在这样的意义上，我们也可以说，“在中国资本市场的未来发展中，没有什么比控制权的交易或转移更为重要了”。如果在此前提下作进一步推论的话，要约收购是通过公

开向全体股东发出要约，达到控制目标公司的目的。收购者在公开市场上通过向上市公司的不特定人数的股份持有人发出收购要约，承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的股份的方式进行收购，这一收购过程体现了其最大的特点，即在所有股东平等获取信息的基础上，由股东自主作出选择。因此要约收购被视为完全市场化的规范的收购方式，有利于防止内幕交易，保障全体股东尤其是中小股东的利益。要约收购是上市公司控制权市场交易或转移的核心制度。这不仅体现在要约收购制度是上市公司控制权转移过程中最有利于保护中小股东利益的方式，更体现在其作为完全市场化的收购方式，是中国资本市场规范与发展的不可或缺的交易方式。从这样的意义上来说，“在中国上市公司控制权交易或转移的过程中，没有什么比要约收购制度更为重要了”。如果从法律实践的角度来评判的话，在二十余年的中国证券市场中，作为一种市场化的上市公司收购方式，要约收购一直未能发挥其应有的作用。可以预期的是，在现在的全流通时代，要约收购将逐步成为上市公司的最主要收购方式。

值得进一步说明的是，仅从法律规范的角度来考察，上市公司控制权市场总体上至少存在两大问题，其一，立法与监管相对滞后的问题；其二，立法借鉴应该更大程度中国化的问题。而这两大问题，从一个法律现象上即可反映出来，那就是借鉴国外经验的“粗线条化”，将法律条文照搬过来，但因为并不符合中国的实际发展状况，所以不能产生实质上的法律效果。其背后的深层次原因是缺乏对成熟资本市场法律制度历史与现实的考察，只是停留在对相关法律文本的检索、收集与研读上，

这还是远远不够的。国外相对成熟的资本市场有着非常丰富的经验及制度值得我们深入考察及借鉴，尤其是关于要约收购法律制度。世界成熟的资本市场的控制权转移的基本方式是“要约收购”，而这一法律制度即是起源于英国，现已在英国与美国各自形成了一整套完备的法律制度。目前，国内对这一制度的研究还处在一种粗浅的阶段，理论、制度与实践层面都迫切需要改进与提高。深入了解及全面考察英、美等国的“要约收购”制度，是更好地施行要约收购的必经之径。

目 录

内容摘要 ……（1）

第1章 绪 论 ……（1）
1.1 研究主题 ……（1）
1.2 研究意义 ……（1）
1.3 研究背景 ……（2）
1.3.1 基本法律环境描述 ……（2）
1.3.2 基本概念辨析 ……（5）
1.4 各章内容简述 ……（6）
1.5 研究成果与不足 ……（9）
1.5.1 研究成果 ……（9）
1.5.2 不足之处 ……（10）

第2章 上市公司控制权市场及其法规概述 ……（11）
2.1 上市公司控制权市场的特点及发展方向 ……（11）
2.1.1 控制权市场整体发展水平较低 ……（12）
2.1.2 市场定价机制没有真正形成 ……（15）
2.1.3 产业结构调整的作用尚待发挥 ……（18）
2.2 上市公司控制权市场的法律规制概述 ……（20）

2.2.1 股权分置时期的法律规制 …… (21)
2.2.2 股权分置改革时期的法律规制 …… (30)
2.2.3 全流通时期的法律规制 …… (32)

第3章 上市公司控制权转移之要约收购 …… (35)
3.1 要约收购及其基本原则 …… (35)
3.1.1 要约收购的概念 …… (35)
3.1.2 要约收购的不同分类 …… (37)
3.1.3 要约收购的基本原则 …… (39)
3.2 上市公司要约收购的法律规制 …… (42)
3.2.1 初期要约收购制度 …… (43)
3.2.2 规范期要约收购制度 …… (46)
3.2.3 新时期要约收购制度 …… (51)
3.3 上市公司要约收购的基本法律程序 …… (53)
3.3.1 要约收购的启动程序 …… (54)
3.3.2 要约收购的报告与公告程序 …… (56)
3.3.3 竞争性要约 …… (59)
3.3.4 要约收购的履行程序 …… (60)
3.3.5 要约收购的豁免程序 …… (61)
3.4 上市公司要约收购的法律实践 …… (64)
3.4.1 要约收购案总体评述 …… (64)
3.4.2 要约收购的政策豁免 …… (68)
3.4.3 要约收购的市场豁免 …… (69)
3.4.4 要约收购的市场实现 …… (77)
3.5 上市公司要约收购方式的特殊意义 …… (80)

第 4 章 上市公司控制权转移之协议收购 …… (83)
4.1 协议收购及其基本特征 …… (83)
4.2 上市公司协议收购的法律规制 …… (86)
4.2.1 初期协议收购的尝试 …… (87)
4.2.2 规范期协议收购制度 …… (88)
4.2.3 新时期协议收购制度 …… (92)
4.3 上市公司协议收购的定价基础及理性分析 …… (96)
4.3.1 企业价值评估的三个途径 …… (98)
4.3.2 “净资产”评估标准的法规溯源 …… (101)
4.3.3 “净资产”价值评估的理论缺陷与
实践问题 …… (103)
4.3.4 “净资产”定价的理性分析 …… (107)
4.3.5 全流通时代协议收购的定价标准 …… (109)
4.4 上市公司协议收购的基本法律程序 …… (111)
4.4.1 收购协议的签订程序 …… (111)
4.4.2 协议收购的报告与公告程序 …… (113)
4.4.3 协议收购的履行程序 …… (118)
4.5 上市公司协议收购方式的前景 …… (119)

第 5 章 上市公司控制权转移之反收购 …… (123)
5.1 反收购及其权力归属 …… (123)
5.2 国际上常用的反收购措施 …… (124)
5.2.1 预防性反收购措施 …… (125)
5.2.2 反击性反收购措施 …… (128)
5.3 上市公司反收购的法律规制及案例评析 …… (130)

此为试读,需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

5.3.1 反收购的法律规制及立法倾向 ……（130）
5.3.2 反收购的案例分析 ……（134）
5.4 上市公司反收购措施的适用性分析 ……（138）
5.4.1 可以采用的反收购措施 ……（138）
5.4.2 不具可行性的反收购措施 ……（140）
5.5 上市公司反收购方式的立法盲区 ……（141）

第6章 上市公司控制权市场法律规制评析 ……（143）
6.1 上市公司控制权市场的法规体系评析 ……（143）
6.2 上市公司控制权市场的具体法律问题 ……（145）
6.2.1 控制权转移的一般性问题 ……（145）
6.2.2 国有控制权转移的特殊性问题 ……（149）
6.2.3 控制权转移问题的根源分析 ……（151）
6.3 上市公司控制权市场监管机制的市场化转变 ……（153）
6.3.1 控制权变动信息披露的法律规制 ……（155）
6.3.2 控制权变动信息披露的监管措施 ……（160）
6.3.3 财务顾问制度的重大意义 ……（161）
6.4 总 结 ……（163）
6.4.1 基于全书的三个判断 ……（163）
6.4.2 法律思考：更好地借鉴国外立法与经验 ……（164）

主要参考文献 ……（167）

主要参引法律法规 ……（171）

主要参引要约收购报告书 ……（173）

后 记 ……（174）

第1章 绪 论

1.1 研究主题

“上市公司控制权转移法律问题研究”，是一项涉及法学与应用经济学学科交叉的研究课题。控制权转移问题首先是一个经济问题，是实现社会存量资源有效配置的基本前提，而对于国有控股上市公司来说，其控制权的转移问题，更是一个在经济结构战略性调整过程中的核心问题。在本书的研究思路中，对上市公司控制权转移的法律监管是重要行文主线。在对控制权市场法律规制历史演进初步概述的基础上，通过对上市公司控制权转移的基本法律方式与程序，包括要约收购、协议收购及反收购在内的三项法律制度的具体分析，进一步阐释评析了上市公司控制权市场的法律规制，同时深入分析了上市公司控制权转移问题中存在的根源，进而提出立法思考。

1.2 研究意义

2010年是中国资本市场的“全流通元年”，也是其“市场化

元年”。上市公司控制权转移问题，是现阶段如何促进资本市场健康、稳步发展的重大问题。

在股权分置的前提下，国有控股上市公司的控制权基本上处于“锁定”状态，现实中的控制权转移在场外以“协议转让”的方式进行，具有明显的行政性特征；股权分置改革后，理论上讲，国有控股上市公司的控制权完全能够以市场化的方式实现转移。也就是说，在全流通时代，上市公司控制权转移的“要约收购”方式具有特殊意义，其将成为全流通时代二级市场的主要收购方式，这意味着资产定价方式的重大转变，对于发挥资本市场资源配置的功能具有重要意义，是资本市场充分发展的前提条件，同时能够保障国有资本有效退出，并且有利于金融危机背景下对国际并购资本的吸引。

不仅如此，这一课题研究还具有更深层的意义。从世界经济发展脉络来看，资本市场强则国家强，国家强则资本市场更强，这是一个相互强化促进的过程。包括国有控股上市公司在内的上市公司控制权的市场化转移过程，需要逐步完善的相适应的法律制度的充分保障，这是中国资本市场面临的最关键的问题，关系到全流通时代资本市场的发展，关系到藏富于民之终极目标的实现，更关系到国家整体金融实力的蓄积。

1.3 研究背景

1.3.1 基本法律环境描述

1990 年 12 月，以上海证券交易所、深圳证券交易所和北京

STAQ系统两所一网的建立为标志，中国证券市场正式诞生。1993年4月底，国务院颁布《股票发行与交易管理暂行条例》，1993年9月，中国第一起兼并收购案“宝延风波”发生。以《股票发行与交易管理暂行条例》及随后发生的宝延收购为标志性事件，1993年成为中国上市公司控制权市场形成的开端。经过近二十年的发展，中国上市公司控制权市场基本形成了相对完整的法律制度框架。1993年4月发布的《股票发行与交易管理暂行条例》、1993年12月发布的《中华人民共和国公司法》、1998年12月发布的《中华人民共和国证券法》、2002年9月发布的《上市公司收购管理办法》，及股权分置改革时期先后于2005年、2006年修订颁行的《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司收购管理办法》都是有着界标意义的法律文件。

1989年12月，国家体改委、国家计委、财政部、国有资产管理局联合发布了《关于企业兼并的暂行条例》，主要侧重企业的兼并规范，并不直接涉及上市公司的事项，但是可以说，这是上市公司收购规范的源头。1993年4月，国务院发布了《股票发行与交易管理暂行条例》，初步形成了上司公司收购制度的框架。1998年12月，第九届全国人大常委会通过了《中华人民共和国证券法》，其中设立专章规定了上市公司收购的基本原则，从而为上市公司收购提供了更高层次的法律依据。2002年9月中国证监会颁布了《上市公司收购管理办法》，旨在为上市公司收购提供更细致、更规范的指导。至此，上市公司收购的法律体系初步形成。目前，以《中华人民共和国公司法》与《中华人民共和国证券法》为核心，以《上市公司收购管理办

法》（2006 年）为主要规则，以与其配套的 5 个信息披露内容及格式准则、《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》及《金融企业国有资产转让管理办法》等一系列相关法律文件为配套的上市公司控制权市场法律法规体系已经基本形成。尤其值得一提的是，这一整套法律体系将成为全流通时代中国上市公司控制权市场的全新法律蓝本。

从中国控制权市场法律规制的立法层级来看，基本分为四个层次，即法律、行政法规、部门规章及市场自律性文件。统计显示，在中国近二十年上市公司控制权市场的法律规制中，证监会、国资委、财政部等行政管理部门所发布的规章最多，部门规章占到了近 80％。中国上市公司控制权市场的立法层次过多，行政管理部门发布的规章过多，使得并购规制中的政策性内容过多。因此，法律规制严重滞后、缺乏可操作性；在具体法律施行过程中，有法无依、无法可依，甚至是有法可依无效的状况时有出现。仅就具体的要约收购制度而言，“有法无依”主要是指虽有法律的明文规定，但在实践中完全没有可能出现相应的案例，其法律文本只是一纸空文；“无法可依”是指实践中出现的行为找不到相应的法律规制；“有法可依无效”则是指由于市场存在结构性缺欠，导致相应的法律规则在具体施行过程中“有”形同于“无”，从而无法产生应有的规制作用。股权分置改革时期形成的全新的控制权市场法律规制中，有很多新的制度规定，诸如自愿收购制度、部分要约制度、间接收购制度、财务顾问制度及持续监管制度等，但是相关的法律制度太过粗线条，有待进一步的细化，并加以规范。

1.3.2 基本概念辨析

（1）公司控制权市场（Market for Corporate Control），即交易或转移公司控制权的市场，主要是一种源自外部的监督机制，同时对内部的激励机制产生相应作用。更具体地说，公司控制权市场[1]，是指通过收购兼并、代理权争夺、直接购买股票等方式实现控制权交易和转移的市场。从微观层面上讲，通过公司控制权市场可以形成对不良管理者进行替代的持续性外部威胁。从宏观层面上讲，公司控制权市场是一国调整产业结构、提高资源配置效率的主要场所。由于公司控制权转移通常是以兼并或收购的形式表现出来的，因此，控制权市场也被称为接管市场（Takeover Market）或并购市场（M&A Market）。

（2）上市公司控制权[2]。《上市公司收购管理办法》（2006年）中明确规定，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）一致行动与一致行动人。[3]投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份

---

〔1〕 参见上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告（2009）：控制权市场与公司治理》，复旦大学出版社2009年版，第1、2页。

〔2〕 参见《上市公司收购管理办法》（2006年）第84条。

〔3〕 参见《上市公司收购管理办法》（2006年）第83条。

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com