



商法文库

*the research of justice and
efficiency in the market-
driven acquisition of listed
company in the view of
securities law modification*

刘运宏 周凯 / 著

上市公司市场化收购的 公平与效率问题研究

——以《证券法》修改为视角

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE





商法文库

*the research of justice and
efficiency in the market-
driven acquisition of listed
company in the view of
securities law modification*

刘运宏 周凯 / 著

——以《证券法》修改为视角

上市公司市场化收购的 公平与效率问题研究

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

上市公司市场化收购的公平与效率问题研究/刘运宏,周凯著
—北京:中国法制出版社,2014.6

(商法文库)

ISBN 978-7-5093-5201-4

I. ①上… II. ①刘… ②周… III. ①上市公司—企业兼并—经济法—研究—中国 IV. D922.291.924

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 029616 号



策划编辑 舒丹

责任编辑 徐冉

封面设计 蒋怡

上市公司市场化收购的公平与效率问题研究

SHANGSHIGONGSI SHICHANGHUA SHOUGOU DE GONGPING YU XIAOLÜ WENTI YANJIU

著/刘运宏 周凯

经销/新华书店

印刷/北京京华虎彩印刷有限公司

开本/787×960 毫米 16

版次/2014 年 6 月第 1 版

印张/16.375 字数/328 千

2014 年 6 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-5201-4

定价:45.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址:<http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话:66033393

值班电话:66026508

传真:66031119

编辑部电话:66075800

邮购部电话:66033288

(如有印装质量问题,请与本社编务管理部联系调换。电话:010-66032926)

总序

多年以前，我们华东政法大学经济法律研究院就有出版《商法文库》的想法，但囿于人力与财力的不足以及迫于经济法学科建设规划的安排，主要力量放在了出版《经济法文库》上，一直未能如愿。到目前为止，在北京大学出版社的支持下，《经济法文库》已经出版著作38种，其中有少数几种涉及商法内容（列为“商法系列”）。仅花费了5年左右的时间，如此密集的产出，这在法学界产生了相当的影响，也表明我们创办经济法律研究院，致力于经济法、商法、自然资源与环境法、劳动与社会保障法以及其他与经济活动相关法律的学术研究已经取得预期的成效。当然，将“商法系列”置于《经济法文库》之内，不免有些缺憾。从学术观点看，商法是有别于经济法的学科部门与法律部门。如今进入十二五规划实施年度，研究院的人力财力有了改善，经济法学科建设有了新的目标，我们在继续做好《经济法文库》出版工作的同时，将与新的合作伙伴中国法制出版社合作，着力推出《商法文库》。

商法在中国的产生很晚，从清末民初算起，也仅有100余年的历史。它真正的发展与受重视始于1979年的改革开放。30多年来，经过各方面的努力，商法在社会主义法律体系中已经占有一席之地，商法体系架构已经初步形成；商法在现实经济生活中已经发挥了重要作用；商法在理论研究方面，也已经取得不小的成绩。但是，商法缺乏像《民法通则》那样的基本规则，部门法之间缺乏必要的协调；商法部门法立法还有缺漏，如至今还没有《期货交易法》、《产权交易法》、《融资租赁法》、《控股公司法》、《电子交易法》或《电子商务法》等这些市场经济必不可少的法律。在商法研究方面，基础理论还相当薄弱，部门法理论还有待深化，现存的学术成果还不足以以为市场经济繁荣发展提供强有力的理论支撑。我们的经济法律研究院立足于上海改革开放的前沿，有志对所有与经济发展相关的重大法律问题，其中包括商法理论与实践问题展开研究，并在此基础上编

辑出版著作和文集，为繁荣商法理论研究、促进经济发展做出应有的贡献。

按照我的理解，商法是调整商事交易关系之法，促进商事交易繁荣之法，也是确立市场运行机制之法，规范市场无形之手之法，其内涵非常丰富。《商法文库》的选题，着眼于基础性、现实性、新颖性和针对性；研究范围不限于商法立法的问题，还包括商法执法、商法司法中的问题。除了我们经济法律研究院的研究人员，我们也欢迎热爱商法研究的院外专家学者加入我们的团队，研究我们共同感兴趣的商法问题。《商法文库》反映我们经济法律研究院自身建设学科和研究基地的成果，也反映经济法律研究院特聘的学术指导专家、外聘的兼职研究员以及我们培养的博士后、博士的优秀研究成果。

西方国家的商法发展，至今已有400余年的经验积累，市场经济体制机制已经相当成熟。《商法文库》还设置了“翻译系列”，目的在于推介一些西方国家著名专家学者的著述，以利于我们进一步研究借鉴。

华东政法大学经济法律研究院此次出版《商法文库》，是继成功创办《公司法律评论》（已出版10卷本）、《中国商法评论》（已出版6卷本）、《金融法律评论》（已出版2卷本）和出版《经济法文库》（已出版38种）、《经济法文集》（已出版9卷本）等学术载体后的又一个理论平台。我们相信：研究院同仁凭着良好的氛围、共同的理想、真诚的合作以及坚韧的毅力和辛勤的工作，一定会做好做强《商法文库》，使她成为学术精品。《商法文库》也一定会受到越来越多的读者的青睐！

顾功耘^①

2011年7月20日

^① 系华东政法大学副校长，教授，兼经济法律研究院院长。

目 录

序：证券法该怎样修改？	1
内容摘要	1
Abstract	1
第一章 上市公司收购模式论	1
第一节 上市公司收购的内涵与外延	1
一、上市公司收购的内涵	2
二、上市公司收购的外延	4
第二节 上市公司收购的分类	12
一、市场化与行政化：上市公司收购的另一种分类	12
二、我国上市公司收购类型的转化	19
第二章 对上市公司收购制度的评估	31
第一节 上市公司收购制度	32
一、上市公司收购制度规则体系架构	32
二、上市公司收购制度的变迁	34
第二节 对上市公司收购制度的评估	45
一、对上市公司收购制度规则体系的评估	45
二、对上市公司收购制度的评估	47
第三节 对上市公司收购规则体系和制度完善的建议	58
一、对上市公司收购规则体系完善的建议	59
二、对完善上市公司收购制度的建议	61
第三章 上市公司收购监管体制及其完善	64
第一节 境外对上市公司收购的监管	64
一、境外上市公司收购监管模式	64

二、境外上市公司收购的监管制度与机制	69
三、境外对上市公司收购监管的理论基础及其变化	77
第二节 我国上市公司收购的监管与审批体制	79
一、我国上市公司收购监管与审批体制内容	80
二、我国上市公司收购监管与审批机制存在的问题	81
三、对我国上市公司收购监管与审批机制的完善	83
第四章 上市公司收购中的中介机构职责问题及完善建议	85
第一节 中介机构在上市公司收购过程中的职责与功能定位	86
一、律师在上市公司收购过程中的职责与功能定位	86
二、会计师、审计师和资产评估师在上市公司收购过程中的功能定位 与职责	90
三、财务顾问在上市公司收购过程中的职责与功能定位	91
第二节 中介机构在上市公司收购过程中的功能发挥与制度完善	97
一、中介机构在上市公司收购功能发挥中存在的问题	97
二、对上市公司收购中介机构责任机制完善的建议	100
第五章 上市公司市场化收购的具体制度研究	103
第一节 上市公司收购主体问题研究	104
一、收购人主体资格的适用范围	104
二、一致行动人的认定标准和程序问题	107
三、收购人的持股锁定期及收购行为完成时间的确定	110
第二节 上市公司要约收购制度问题研究	111
一、上市公司收购方式及其规则	111
二、要约收购制度的问题及其完善	115
第三节 特殊类型的上市公司收购行为研究	120
一、管理层收购行为	120
二、重大资产重组中的发行股份购买资产行为	122
第四节 外资收购境内上市公司的制度研究	129
一、外资收购境内上市公司的法律体系	129
二、外资收购境内上市公司制度	131
三、外资收购境内上市公司的主要问题及改善	133
第五节 上市公司收购过程中其他利益主体的行为规制	136
一、目标公司董事会的行为规制	136

二、被收购公司控股股东或实际控制人行为规制	147
三、上市公司收购中异议股东的权益保护	149
四、上市公司收购中的独立董事行为	153
第六章 上市公司收购法律制度修改的具体建议	158
第一节 修订上市公司收购制度的原则与思路	158
一、修订上市公司收购制度应当坚持市场化收购的制度向导	158
二、上市公司市场化收购制度设计的立法思路	160
第二节 对《证券法》上市公司收购部分的修改建议	161
第三节 对《上市公司收购管理办法》的修改意见	162
附件一 上市公司收购法律法规修改的具体内容及其理由	164
一、《证券法》上市公司收购部分的修改内容及理由	164
（一）“上市公司的收购”一章的修改内容及理由	164
（二）上市公司收购法律责任部分的修改内容及理由	185
二、《上市公司收购管理办法》的修改内容及理由	187
附件二 上市公司收购法律法规的修改建议稿	213
一、《证券法》有关上市公司收购的修改建议稿	213
（一）“上市公司的收购”一章的修改建议稿	213
（二）上市公司收购法律责任部分的修改建议稿	218
二、《上市公司收购管理办法》的修改建议稿	219
附件三 上市公司收购法律法规索引	237
参考文献	238
后 记	243

第一章

上市公司收购模式论

上市公司收购的出现不仅是市场经济发展的必然产物，更是现代公司法律制度确立的结果。上市公司收购直接导致上市公司的股权结构变化，通常也会对上市公司资产、负债结构、主营业务及利润等产生重要的影响。但是，我国目前的公司法规和证券法规中还没有关于“上市公司收购”的明确定义，这就给上市公司收购的理论研究带来一定掣肘和不确定性，同时也会不利于对上市公司收购实践操作的规范性。

上市公司收购基本概念是本章讨论的主要问题。本章第一节通过对上市公司收购的内涵和外延的研究，对上市公司收购概念提出建设性定义；第二节讨论关于上市公司收购的诸多分类形式，依据上市公司收购的决定权归属，着重比较行政化的上市公司收购和市场化的上市公司收购两种类型。按照我国上市公司收购决定权的归属和行政审批色彩的深与浅，可将上市公司收购制度的建立依次分为五个历史阶段：自由发展阶段、政府导向阶段、高度行政化阶段、市场化探索阶段以及坚持市场化为基础的改革阶段。

随着上市公司收购在我国资本市场上的不断发展，规制上市公司收购行为的法律法规也从无到有，并在不断地更新完善中；政府对上市公司的行政干预，也从最初的被动监管到主动积极监管、加强审批到放宽审批，逐渐弱化公司收购过程中的行政审批色彩，积极进行市场化的上市公司收购的探索 and 改革。

第一节 上市公司收购的内涵与外延

何谓上市公司收购？现行有效的法律法规并没有明确而具体的定义。我国的证券市场制度设计借鉴于证券市场发达的美国和英国。美国规范上市公司收购行为的主要法律是《威廉姆斯法》^①以及美国证券交易委员会根据该法案的授权而制定的

^① 《威廉姆斯法》仅对上市公司收购行为进行规范，包括要约收购行为以及通过协议方式或者公开市场方式收购目标公司股份的行为。《威廉姆斯法》以及 SEC 制定的一系列规则中没有关于“上市公司收购”的概念，只有要约收购的概念。

具体操作规范,但这些法律和规范都没有关于上市公司收购。英国规范上市公司收购行为的法律主要有《公司法》、《收购与兼并城市法典》、《披露及透明度规则》,这些法律规范也没有关于上市公司收购的定义。受这些立法惯例的影响,加上实践中上市公司收购的情形复杂多样,我国现行有效法律对上市公司收购的概念也就没有给出具体的定义,仅仅对属于上市公司收购的情形作了描述^①。这种根据上市公司收购方式而对其进行的法律描述,虽然比较形象、具体,但是它不能清晰地揭示其具体内涵,不利于法律规范的体系化和实践变化的适应性。事实上,在理论研究中,关于上市公司收购的定义,认识都不够统一和清晰,这会在实践中因界定不明而引起混淆,对上市公司收购制度的完善是不利的,同时也不利于收购制度在实践操作中的运行。

随着上市公司收购行为在经济生活中的日益频繁,其逐渐受到立法、司法及理论界的广泛重视。要弄清上市公司收购的定义必须对其内涵和外延展开分析。法学上概念的逻辑结构可以分为“内涵”和“外延”。内涵是指一个概念所概括的思维对象本质特有的属性的总和;外延是指一个概念所概括的思维对象的数量或范围。^②科学地界定上市公司收购的内涵和外延是完善上市公司收购制度和《证券法》的修订首先需要弄清楚的问题。

一、上市公司收购的内涵

目前,我国理论界和实务界对上市公司收购的内涵界定,根据其目的(结果),可以分为广义和狭义两种观点。狭义的上市公司收购是指获得一家上市公司的股份,取得对该公司控制权的行为;广义的上市公司收购是指获得一家上市公司的股份,取得或者巩固该公司控制权的行为。狭义的上市公司收购强调取得上市公司控制权,广义的上市公司收购则包括取得或者巩固上市公司控制权这两种情形。

我国立法对上市公司收购的界定经历了从狭义的上市公司收购到广义的上市公司收购的转变过程。最早提及“收购”一词的是深圳市政府发布的《深圳市上市公司监管暂行办法》^③。该办法第四十七条规定:“收购与合并是指法人或自然人及其代理人通过收购,拥有一家上市公司(或公众公司)的股份,而获得对该公司控

① 例如,《证券法》第八十六条规定:“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,并予以公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。”《上市公司收购管理办法》第五条规定:“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。”

② 中国人民大学哲学系逻辑教研室:《逻辑学》,人民出版社2008年第2版,第9-11页。

③ 该《暂行办法》由深圳市政府1992年4月发布,2001年9月废止。

制权的行为。控制权是指拥有一家上市公司 25% 以上的股份或投票权。”可见，该办法采用的是狭义的上市公司收购定义，即“获得控制权的行为”。我国规范上市公司收购行为的最早法律规范是 1993 年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称“《股票条例》”）。《股票条例》的第四章“上市公司的收购”主要对上市公司收购涉及的收购主体、权益披露和要约收购等内容作了规定，但是没有对上市公司收购进行定义。1998 年颁布的《证券法》（以下简称“1998 年版《证券法》”）沿用了《股票条例》的立法体例和规制方法，在内容上增加了对协议收购和行政监管的规定，也没有关于上市公司收购的定义。2002 年颁布的《上市公司收购管理办法》（以下简称“2002 年版《收购办法》”）第一次对上市公司收购进行了定义。该办法第二条规定“本办法所称上市公司收购，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”；上市公司收购被定义在通过获得上市公司股份的方式“取得”控制权的行为，仍为狭义的上市公司收购概念。

2005 年修改的《证券法》（以下简称“2005 年版《证券法》”）虽然也没有对上市公司收购进行定义，但是全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会编写的《中华人民共和国证券法（修订）释义》^① 对上市公司收购目的“是为了获得或者巩固上市公司控制权”的说明中可以看出，上市公司收购包括了取得和巩固上市公司控制权两种情形，是广义的上市公司收购^②。此后规范上市公司收购的法律文件基本沿用了广义上市公司收购的内涵，主要表现在：第一，在立法技术上，2006 年修订的《上市公司收购管理办法》（以下简称“2006 年版《收购办法》”）取消了对上市公司收购概念的定义，“意味着对原来定义的放弃或者是对定义的内容进行了变更”^③；第二，在立法逻辑和具体制度设计上，2006 年版《收购办法》对符合收购人条件的、已经持股 30% 以上的收购人巩固控制权的程序和行为也作了具体

① 李飞主编：《中华人民共和国证券法（修订）释义》（全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会编，中华人民共和国法律释义丛书），法律出版社 2005 年版，第 125 页。

② 前引《中华人民共和国证券法（修订）释义》第八十五条第二款释义指出：“上市公司的收购是指对上市公司股份的收购，不是指对上市公司资产的收购。对上市公司进行收购，目的就是为了获得或者巩固对上市公司的控制权。要想控制上市公司，必须将自己的意志上升为上市公司的意志；要想在上市公司表达自己的意志，必须在上市公司的股东大会能行使表决权；要想在上市公司的股东大会上行使自己的表决权，必须拥有上市公司的股份。因此，对上市公司的收购，其实是对上市公司股份的收购。拥有上市公司的资产，不拥有上市公司的股份，不是对上市公司的收购。”

③ 马骁：《上市公司并购重组监管制度解析》，法律出版社 2009 年版，第 25 页。

规定^①，这说明2006年版《收购办法》实际上采用的是广义的上市公司收购的概念。2012年修订的《上市公司收购管理办法》（以下简称“2012年版《收购办法》”）沿用了2006年版《收购办法》中广义的上市公司收购概念^②。从这些法律规范的具体规定上来看，法律意义上的上市公司收购是指通过获得上市公司股份等方式，取得或者巩固上市公司控制权的行为。

与上市公司收购概念相关联的是上市公司控制权的概念。一个公司控制他公司，应当是指该公司对他公司形成完全控制或具有实际控制力，如可以决定他公司之决策、经营管理、财务、人事任免等，其结果是使他公司完全为控制公司的利益服务。而持有股份仅仅是形成控制的一种方式，还可以通过其他方式来达到控制他公司的目的。2012年版《收购办法》第八十四条规定：“有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股50%以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；（三）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；（四）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；（五）中国证监会认定的其他情形。”从2012年版《收购办法》对控制权的规定可以来看，第（一）种到第（四）种情形对控制权的界定从严格渐次变得宽松，而第（五）项赋予中国证监会自由裁量权，由其认定构成对一家上市公司实际控制的其他情形。可以看出，我国对控制权的界定比较宽泛，只要具有对上市公司的决策权具有支配或者控制力就被认定为具有上市公司控制权，而不仅仅局限于持有、控制一个上市公司投票权的股份达到或超过一定比例的单一情形。此外，我国2012年版《收购办法》对实际控制权的界定是与上市公司股权结构的特点相联系的，规定比较具体且有针对性，通过对几种构成实际控制情形的描述，使得我国现行法律法规对控制权的界定更强调实际效果。这种采用列举和兜底划定取得上市公司控制权标准的立法方式，经实践检验证明是科学可行的，可以将其上升为《证券法》对上市公司收购的规定中。

二、上市公司收购的外延

取得或者巩固上市公司控制权的方式很多，包括二级市场交易、协议收购和其

^① 例如，2006年版《收购办法》第二十四条规定：“通过证券交易所的证券交易，收购人持有有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。”第二十八条对已经持股30%以上的收购人实行要约收购的程序和行为进行了具体规定：“以要约方式收购上市公司股份的，收购人应当编制要约收购报告书，并应当聘请财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报派出机构，通知被收购公司，同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告。”

^② 证监会2012年2月14日发布《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十二条及第六十三条的决定》对2006年版《收购办法》中的要约豁免申请条件 and 免于申请要约豁免的条件进行修订。

他安排等方式,《证券法》对此进行了规定。《证券法》第八十六条规定:“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,并予以公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。”2012年版《收购办法》进一步明确了这几种方式,并规定收购人可以同时采取这些方式和途径取得上市公司控制权。2012年版《收购办法》第五条规定:“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。”我们可以以这些规定为基础,探讨上市公司收购外延的几个问题。

1. 上市公司收购的对象是上市公司,收购的标的是上市公司的股份。那么,上市公司作为主体,收购其他公司是否属于上市公司收购的范畴呢?

上市公司收购的客体为上市公司发行在外的股份(股票)。首先,上市公司的收购是针对上市公司进行收购,这就包括上市公司与上市公司之间的收购行为和上市公司与非上市公司之间的收购行为^①。上市公司收购是指对上市公司股份的收购,而不是对非上市公司^②股份(股权)的收购,换言之,投资者收购上市公司形式以外企业的行为不属于上市公司收购的范畴。其次,上市公司收购是针对上市公司发行股份的收购,而不是针对上市公司资产的收购。此外,上市公司收购的目的(结果)是为了获得或者巩固上市公司的控制权。对上市公司的控制权体现在上市公司股东大会上的表决权,表决权的行使能够将私人意志上升为公司意志^③,从而达到控制上市公司之目的。根据《公司法》的规定^④,只有持有上市公司有表决权股票的股东才能行使对应的表决权。换言之,对上市公司的收购,其实是对上市公司股份的收购。收购上市公司的资产不表示是对上市公司股份的收购,那就不一定是上市公司收购。

上市公司作为主体对其他非上市公司的收购是否属于法律意义上的上市公司收购,这个问题需要具体分析。如果以上市公司为主体收购非上市公司,若该收购是上市公司以现金的支付方式,将其他公司纳为上市公司子公司或分公司,该行为因为没有涉及上市公司股份的变动,所以不属于上市公司收购的范畴。如果上市公司

① 由于现行法律法规没有明确规定上市公司收购的主体范围,所以上市公司收购的主体应当包括法人和自然人。但是自然人收购上市公司的行为在实践中并不常见,因此在此不作具体讨论。

② 在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司属于非上市公众公司,对该类公司股份的收购亦不属于上市公司收购的范畴,不受上市公司收购制度的监管。

③ 徐明、黄来纪主编:《新证券法解读》,上海社会科学院出版社2005年版,第127页。

④ 《公司法》第一百零三条第一款中规定:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。”

以定向增发股份等方式收购非上市公司的，那么该行为有可能构成上市公司收购，需要具体分析和对待：第一种情形，若上市公司的实际控制人同时也是非上市公司的股东之一，收购完成后的上市公司实际控制人的持股比例在原有比例上提高了，这属于巩固上市公司控制权的行为，属于上市公司收购的范畴。实践中常见的“整体上市”中的部分模式^①就属于这种情形。第二种情形，投资者 A 同时作为上市公司和非上市公司的股东，但并不是上市公司的第一大股东（或者实际控制人），收购完成后投资者 A 成为上市公司的第一大股东或者实际控制人，这属于获得上市公司控制权的行为，也属于上市公司收购的范畴。实践中常见的“买壳上市”^②可以部分归属到此类情形。总而言之，只有增发后的股份持有人在巩固或者获得了上市公司的控制权的情况下，该收购才属于上市公司收购。如果上市公司通过换股吸收合并其他上市公司，即使是通过换股吸收合并的形式获得其他公司的股权（股份），但是对方公司的股份持有人没有达到获得上市公司控制权的程度也就不属于上市公司收购。

2. 通过二级市场的证券交易实现上市公司收购，该收购过程在本质上还是一个证券交易，这个证券交易在何种情况下才能成为上市公司收购？这种上市公司收购与一般证券交易的区别在哪里？

从市场交易的角度来看，若股权转让并未导致上市公司控制权的转移，则属于一般的证券投资行为。只有在以获得或者巩固上市公司控制权为目的，获得或者巩固上市公司控制权的证券交易才属于上市公司收购。从法律规范的角度来看，上市公司实际控制人通过一般的证券交易增持上市公司股份的，即使可以豁免发出收购要约^③，也属于上市公司收购^④。同样，如果上市公司股东（非上市公司实际控制

① 根据《证券法》和证券交易所有关股份公司股份上市交易的相关规定，股份公司的股份上市交易，其股权结构、资产及其会计指标必须达到一定的标准，为了达到上市的目的，股东一般会把一个大型的企业分拆为股份公司和母公司两部分，把符合上市条件的优质资产放在股份公司，一些和主业无关、质量不好的资产（例如：食堂、幼儿园、亏损的资产等）放在母公司，这就是分拆上市，股份公司成功上市后再用得到的资金收购自己的母公司，称为整体上市。实现整体上市的模式主要有两种，一种是通过整体改制后首次公开发行股票的方式，另一种是借助其控股的上市公司，以吸收合并或资产重组的方式实现经营性资产的整体上市。

② 买壳上市又称“逆向收购”，是指非上市公司购买一家上市公司一定比例的股权来取得上市公司股东的地位，然后注入自己有关业务及资产，实现间接上市的目的。买壳上市和借壳上市的共同之处在于，它们都是一种对上市公司壳资源进行重新配置的活动，都是为了实现间接上市；它们的不同点在于，买壳上市的企业首先需要获得对一家上市公司的控制权，而借壳上市的企业已经拥有了对上市公司的控制权。

③ 2012 年版《收购办法》第六十三条规定：“有下列情形之一的，当事人可以向中国证监会提出免于发出要约的申请：……”

④ 虽然不属于上市公司收购，但属于上市公司收购的“相关行为”。2012 年版《收购办法》第一条规定：“为了规范上市公司的收购及相关股份权益变动活动，……”

人)通过二级市场增持上市公司股份,即使要履行权益披露义务^①,只要其未达到获取上市公司控制权之结果,就不属于上市公司收购。

但是需要注意的是,某些证券交易行为虽然不属于上市公司收购,但是应该受到上市公司收购制度的约束。其法理意义在于,不管收购人的主观目的如何,随着上市公司收购行为的不断延伸,都将客观上导致取得上市公司控制权的后果。因此,即使有些(机构)投资者不是以获取上市公司控制权为目的,但是只要其购买特定上市公司已发行股票达到一定比例,为了保护其他股东的合法权益,法律都将假设其证券交易行为可能触发上市公司的收购,从而将其纳入到上市公司收购制度的约束范围之内。

上市公司收购不同于一般证券交易行为之处在于,通过证券交易达到了取得或巩固上市公司控制权的目的,而且上市公司收购的交易标的额度较大,上市公司收购的大额交易和随后可能形成的控制权变更会对其他股东利益造成重大影响。理论上,如果上市公司股权全部流通,通过二级市场的证券交易进行上市公司收购是最直接、最常见的收购方式。但这种市场化的收购方式由于要面对众多个性化的投资者,而且需要遵循严格的证券交易信息披露规则,所以收购成功的难度相当大。一方面,收购将造成目标公司的股价上涨,从而导致收购成本增加;另一方面,收购方还要遵守相关的证券交易制度。因此,通过二级市场交易进行收购一般在上市公司股权相对分散且控股股东的持股比例较低的情况下才适用^②,只有当收购方已经获得相当的控股地位或者已经距离实际控制地位不远时,收购才有望完成。

3. 上市公司收购是巩固或取得上市公司控制权的行为,那么上市公司实际控制人未发生变化而控股股东发生变化是否属于上市公司收购?

按照2012年版《收购办法》的相关规定,此类情况也属于上市公司收购的行为。2012年版《收购办法》第六十二条第一款规定:“有下列情形之一的,收购人可以向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请:(一)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;……”这主要是指上市公

① 例如,《证券法》第八十六条第一款规定:“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。”

② 例如敌意收购。敌意收购有两种方法,第一种是狗熊式拥抱(bear hug),第二种是狙击式公开购买;后者又可分为标购、股票收购及投票委托书等形式。股票收购即指通过二级市场证券交易进行上市公司收购行为。

司收购人与出让人存在实际控制关系，例如整体上市，或均受同一控制人控制^①。2012年版《收购办法》第六十三条第一款规定：“有下列情形之一的，当事人可以向中国证监会提出免于发出要约的申请，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起10个工作日内未提出异议的，相关投资者可以向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续；中国证监会不同意其申请的，相关投资者应当按照本办法第六十一条的规定办理：（一）经政府或者国有资产管理部门批准进行国有资产无偿划转、变更、合并，导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例超过30%；……”从这些“豁免申请”的规定可以确定上市公司收购并不一定涉及公司实际控制人的变更，对上市公司收购的界定只要追溯到上市公司控股股东所持股份的变动。

上市公司收购中实际控制人未发生变化的情况大多数发生在国有股权的转让之中。不难看出，2012年版《收购办法》第六十三条的规定有利于降低国有控股上市公司收购的成本，便于国有资产在不同主体之间的划转。那么对于国有股权在国有单位之间的转让，什么情况下可以被认定为上市公司实际控制人未发生变化，2012年版《收购办法》并没有做出明确规定。根据实际操作的情况，以下几种情况可界定为同一实际控制人^②：（1）转让双方属于同一级地方政府所有或者控制；（2）转让双方属于同一国有控股集团所有或者控制；（3）转让双方为国有控股集团和该集团在境外设立的全资子公司。相反，收购人和出让人处于不同省份或者分属于中央企业和地方企业所有或者控制的则属于实际控制人发生了变化，因为中央及地方各级政府的出资人分别行使国有资产所有者权利^③。

4. 收购上市公司发行在外的无表决权的股票或者证券衍生品是否构成上市公司收购？

一般来说，上市公司收购的客体为上市公司发行在外的股份，我国有关上市公司收购的法律法规及行政规章均直接或间接地说明了这一点。然而，这种认定在实操中不无异议。由于上市公司收购是以收购人取得目标公司的控制权甚至以将其兼并为目的或结果，因而作为上市公司收购客体的上市公司发行在外的股份须为有表决权之股票，已发行在外却无表决权的特别股票则不应成为上市公司收购的客

① 这类情况是指收购人与出让人必须在同一控制人之下不同主体之间的转让。存在以下情形之一的，属于股权转让完成后上市公司的实际控制人未发生变化：（1）收购人与出让人在同一控股集团内，受同一自然人或法人控制；（2）收购人与出让人属于同一出资人出资并且控制。

② 邱永红：“上市公司收购中新型法律问题探析”，载于《证券法苑》第八卷，法律出版社2013年5月号，229页。

③ 国务院《企业国有资产监督管理暂行条例》第四条规定：“国家实行由国务院和地方人民政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。”中央政府和地方各级政府分别确定、公布其履行出资人职责的企业。

体。换言之，收购上市公司发行在外无表决权的股票不构成上市公司收购。

此外，除发行在外的有表决权的股票外，能够对上市公司控制权产生影响的还有其他最终能获得表决权的证券，如可转换公司债券、新股认股权证书、附新股认购权的公司债券等。就我国现行上市公司收购制度而言，这些上市公司发行在外的未来可能产生表决权的证券衍生品并不能包含于上市公司收购客体之中。但是，可转换公司债券、权证、公司期权等其他可获得表决权的证券衍生品，一经收购人交易可能会对该上市公司控制权产生直接影响。2006年5月宝钢集团举牌邯郸钢铁股票的同时交易邯钢权证的案例则直接说明了利用证券衍生工具实施上市公司收购的可能性^①。那么上市公司收购制度如何对证券衍生品的交易进行规制？首先，国外（其他地区）也确有将上市公司收购客体扩张到非有表决权的股票之外的情况。我国台湾地区于1995年颁布的“公开收购公开发行公司有偿证券管理办法”便将转换公司债券与附认股权公司债券确定为公开收购客体^②。日本《证券交易法》也未将上市公司收购的客体限定于公开发行的股票^③。然而，证券衍生品的交易能够对上市公司控制权形成的影响，毕竟只是一种将来发生的或者然存在的影响，将其与有表决权的股票并列作为上市公司收购的客体，实则有违法律规制的一般原则。^④在法律上还不宜将收购其他可能形成有表决权股份的有偿证券的行为界定为上市公司收购行为，因此在定义上市公司收购概念时还不应将具有表决权的股份扩大为有表决权的有偿证券。其次，鉴于这种影响确实存在，如果法律不予规制也实有不妥，因而在立法上可以将其作为上市公司收购的特殊客体加以统一规制，例如尝试将证券衍生工具的交易纳入上市公司收购权益变动披露之中，从而使上市公司收购法律规范的立法目的不致落空。目前境内现行的法规中只有2012年版《收购办法》第八十五条对该问题做了笼统的规定：“信息披露义务人涉及计算其持股比例的，应当将其所持有的上市公司已发行的可转换为公司股票的证券中有权转换部分与其所持有的同一上市公司的股份合并计算，并将其持股比例与合并计算非股权类证券转为股份后的比例相比，以二者中的较高者为准；行权期限届满未行权的，或者行权条件不再具备的，无需合并计算。”该条规定为区别权益披露比例的计算和强制要约收购触发比例，未区别可转债、权证、股票期权等不同衍生工具的差异，所以这方面的规定尚需进一步修改完善。

① 中国证监会：《中国上市公司并购重组发展报告》，中国经济出版社2009年版。

② 林国全：《证券交易法研究》，中国政法大学出版社2002年版，第68-72页。

③ 依日本《证券交易法》第二十七条之二第一款规定，“拥有新股认购权者，行使该新股认购权进行的股票等的收购等及其他政令规定的股票等的收购等”虽未被纳入公开收购范畴，但明显将其纳入了上市公司收购范畴。

④ 王建文：“上市公司收购内涵解读”，载于《甘肃政法学院学报》2005年第6期。