



强制要约收购制度批判研究

——兼论我国收购制度模式的选择



QIANG ZHI YAO YUE SHOU GOU ZHI DU PI PAN YAN JIU
JIAN LUN WO GUO SHOU GOU ZHI DU MO SHI DE XUAN ZE

邱灼松◎著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

013054005

D922.291.924
31

强制要约收购制度批判研究

——兼论我国收购制度模式的选择

QIANG ZHI YAO YUE SHOU GOU ZHI DU PI PAN YAN JIU
JIAN LUN WO GUO SHOU GOU ZHI DU MO SHI DE XUAN ZE



D922.291.924
31



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

强制要约收购制度批判研究：兼论我国收购制度模式的选择 / 邱灼松著. —北京：中国法制出版社，2013. 5

ISBN 978 - 7 - 5093 - 4592 - 4

I. ①强… II. ①邱… III. ①上市公司 - 企业兼并 - 经济法 - 研究 - 中国 IV. ①D922. 291. 924

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 102612 号

策划编辑 冯雨春

责任编辑 谢雯

封面设计 李宁

强制要约收购制度批判研究：兼论我国收购制度模式的选择

QIANGZHI YAORYUE SHOUGOU ZHIDU PIPAN YANJIU; JIANLUN WOGUO SHOUGOU
ZHIDU MOSHI DE XUANZE

著者 / 邱灼松

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市紫恒印装有限公司

开本 / 710 × 1000 毫米 16

版次 / 2013 年 5 月第 1 版

印张 / 16.5 字数 / 246 千

2013 年 5 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 4592 - 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：66033296

传真：66031119

编辑部电话：66010493

邮购部电话：66033288



北航

C1662391

序言

根据上市公司收购方式的不同,收购行为存在的问题也随之不同:集中竞价交易收购过程中因收购人隐瞒重要信息而导致的无法形成有效市场的问题;协议收购过程中收购人掠夺留守中小股东利益的问题;要约收购过程中因“少数派错误”而导致的“强压性”问题以及“绑架效应”等内部不经济的情况。其结果是,上市公司收购中出现了无效率公司收购获得成功的现象。这一现象,从经济的角度看,意味着控制权配置的失灵,控制权被不能创造出更大价值的收购人获得;从法律的角度看,意味着目标公司中小股东利益的受损。这是因为,收购人作为商人,只有有利可图,才会发起收购。而上面说了,收购人并不能在获得控制权后创造更大的价值,所以该收购人的获利不是来源于创造和增值。为了获利,其只能对目标公司中小股东进行掠夺。由此可知,在上市公司收购领域,阻止无效率公司收购与保护目标公司中小股东利益此两者是一致的,两者是同一问题的不同学科解读。由此,可以进一步得出上市公司收购规制的目标:通过要求集中竞价交易收购人披露重大信息、消除协议收购过程中收购人掠夺目标公司中小股东利益的问题,以及消除要约收购过程中的“强压性问题”和“绑架效应”等问题,恢复市场机制自身的功能,以确保在不妨碍有效率公司收购成功的同时,还能有效阻止无效率公司收购的成功。

为了实现上述规制目标,世界范围内有两种做法:以英国为代表的“强制要约收购制度模式”和以美国为代表的“自愿要约收购制度模式”。本书认为,“强制要约收购制度模式”实践效果不彰,不能算是一项成功的制度,我国在收购立法时,宜于从整体上予以摒弃;本书同时认为,“自愿要约收购制度模式”针对集中市场竞价交易收购、协议收购以及要约收购等各自不同的问题,有针对性地进行规制的做法,效果显著,值得借鉴。但在具体规制方法上,如在要约收购过程中赋予目标公司董事会强大的反收购权力的做法,

囿于我国司法体系效能现状，我国不宜移植美国的做法。

从收购立法模式上讲，我国 2005 年之前一直属于英国模式。随着 2005 年证券法的颁布，情况则发生了很大的变化。我国现行收购立法既保留了强制要约收购制度，又吸收了自愿要约收购制度。因此其既具有英国模式的部分特征，又具有美国模式的部分特征。但通过论述发现，我国现行的立法模式同样无法有效实现上述规制目标。因此，为了解决我国上市公司收购中的问题，达到对上市公司收购的规制目标，有必要在学习借鉴各种既有模式有益做法的基础上，创造属于自己的真正有效的收购制度模式。

目 录

Contents

序 言	1
第一章 上市公司收购概述	1
第一节 上市公司收购的概念	1
第二节 上市公司收购的方式	3
一、集中市场竞价交易收购	3
二、协议收购	4
三、要约收购	4
第三节 上市公司收购的利弊	4
一、上市公司收购之利	5
二、上市公司收购之弊	6
第四节 上市公司收购的规制及问题的提出	8
一、上市公司收购规制的目标	8
二、上市公司收购规制的模式	9
三、问题的提出	10
第二章 上市公司收购的效率及其规制	14
第一节 上市公司收购的价值之争	15
一、公司收购批评者的观点	15
二、公司收购支持者的观点	17
三、总结	19
第二节 从一般交易原理看上市公司收购的效率	19
一、一般交易的效率分析	20
二、上市公司收购的效率分析	23
第三节 从公司收购动机理论研究看公司收购的效率	31

一、总收益为正的收购	31
二、总收益大致为零的收购	33
三、总收益为负的收购	35
四、总结	36
第四节 从上市公司收购的运作原理看上市公司收购的效率	36
一、集中市场竞价交易收购的运作原理	37
二、有效率要约收购的运作原理	38
三、无效率要约收购的运作原理	42
四、少数派错误及其影响	43
五、协议收购的运作原理	44
六、总结	46
第五节 公司收购的实证研究	46
第六节 立法者对上市公司收购的规制	47
一、立法者对一般交易的规制	48
二、立法者对上市公司收购的规制	49
第三章 强制要约收购制度概述	51
第一节 强制要约收购制度的涵义	51
一、学界对强制要约收购制度涵义的界定	51
二、本书对强制要约收购制度涵义的界定	52
第二节 强制要约收购制度模式	54
一、强制要约收购制度模式的推行情况	54
二、强制要约收购制度模式的基点	56
三、强制要约收购制度模式基点的思想背景	64
第三节 强制要约收购制度体系	69
一、具体的强制要约收购制度与限制部分公司收购方面的制度	69
二、具体的强制要约收购制度与限制管理层反收购方面的制度	72
第四节 具体的强制要约收购制度	74
一、强制要约收购的主体	74
二、强制要约收购的客体	78
三、强制要约收购的发生条件	79

四、强制收购要约的价格与支付方式	81
五、强制收购要约的效力	82
六、受要约人的预受及其撤回	85
七、强制要约收购期满的法律后果	85
八、强制要约收购的豁免	87
第五节 强制要约收购制度的差异性	88
一、性质方面的差异	88
二、是否可以选择适用	88
三、触发点方面的差异	89
四、是否需要收购所有的股份	90
五、应何时发起强制要约收购	90
六、支付的方式	91
七、不同的收购价格	91
八、用以确定收购价格的期限	92
第四章 英国的强制要约收购制度	93
第一节 英国强制要约收购制度的起源	93
一、《收购与兼并城市法典》的由来	93
二、1968年《收购与兼并城市法典》与强制要约收购制度	101
三、韦尼撒国际公司 (Venesta International) 控制权争 夺战与强制要约收购制度	104
第二节 《收购与兼并城市法典》介绍	105
一、《收购与兼并城市法典》概况	105
二、专门小组	109
三、法典委员会	111
四、执行机构	111
五、听证委员会 (The Hearings Committee)	112
六、收购上诉委员会	114
七、《收购与兼并城市法典》与专门小组的性质	115
第三节 英国强制要约收购制度体系	118
一、英国的部分收购制度	118

118	二、英国的反收购制度	121
118	第四节 英国具体的强制要约收购制度	126
122	一、制度的变迁	126
122	二、《收购与兼并城市法典》中具体的强制要约收购制度	128
118	第五章 欧盟的强制要约收购制度	139
118	第一节 欧盟收购立法的历程	139
118	第二节 欧盟强制要约收购制度的形成	143
118	第三节 欧盟强制要约收购制度体系	144
118	一、欧盟具体的强制要约收购制度	144
118	二、反收购制度	154
118	三、突破权制度	161
118	四、选择性安排	163
118	五、欧盟强制要约收购制度体系评价	164
118	第六章 强制要约收购制度的法经济学分析	166
118	第一节 对无效率公司收购的影响	167
118	一、对无效率集中市场竞价交易收购的影响	167
118	二、对无效率要约收购的影响	168
118	三、对无效率协议收购的影响	171
118	四、总结	172
118	第二节 对有效率公司收购的影响	173
118	一、对有效率集中市场竞价交易收购的影响	173
118	二、对有效率要约收购的影响	173
118	三、对有效率协议收购成功的影响	175
118	四、强制要约收购制度的其他影响	175
118	五、强制要约收购制度的软化及其效果	177
118	六、总结	178
118	第七章 强制要约收购制度立法理念批判	179
118	第一节 强制要约收购制度立法理念概述	179
118	一、国内的观点	179
118	二、国外的观点	180

第二节 对上述国内、外立法理念的评析	181
一、对“赋予中小股东分享公司控制权溢价的权利”的评析	181
二、对“确保所有股东获得平等待遇”的评析	184
三、对“为中小股东提供退出公司的机会”的评析	186
四、对“解决公司收购中的‘强压性’问题”的评析	189
五、对“阻止无效率公司收购”的评析	190
六、总结	191
第八章 美国公司收购制度模式研究	192
第一节 《威廉姆斯法》制定前的情况	192
第二节 美国上市公司收购制度模式介绍	195
一、《威廉姆斯法》简介	195
二、美国的州立法	197
三、美国的司法判例	198
第三节 美国收购制度模式产生的制度背景	200
一、控股股东对中小股东负有诚信义务	200
二、董事会中心主义的影响	201
第四节 美国收购制度模式效果分析	202
一、对集中市场收购规制效果的分析	202
二、对美国协议收购规制效果的分析	205
三、对美国要约收购规制效果的分析	206
第九章 我国公司收购制度模式研究	209
第一节 第一阶段的情况	209
一、《深圳市上市公司监管暂行办法》评介	210
二、《股票发行与交易管理暂行条例》评介	211
第二节 第二阶段的情况	213
一、强制要约收购义务	213
二、董事中立义务	214
三、强制要约收购义务的豁免	215
四、反收购人掠夺条款	216
五、爬坡规则	217

六、收购价格	217
七、竞争收购	218
八、终止上市资格	218
九、强制出售	218
十、公开征集	219
十一、评介	219
第三节 第三阶段的情况	222
第四节 我国现行收购制度模式评价	229
一、我国现行收购制度模式的性质	230
二、对我国现行收购制度模式的评价	234
第十章 解决问题的思路	245
第一节 回到问题的起点	245
第二节 既有模式的启示与借鉴	247
一、关于强制要约收购制度模式的启示与借鉴	247
二、关于自愿要约收购制度模式的启示与借鉴	248
三、关于我国现行收购制度模式的启示与借鉴	250
第三节 对我国上市公司收购立法的建议	250
一、允许部分要约收购	251
二、全面自愿要约收购也应纳入规制的范围	252
三、创设“出售表决权”	252
四、赋予异议股东股份评估权	254

第一章 上市公司收购概述

第一节 上市公司收购的概念

由于上市公司收购在内涵与外延上的不确定性,使得极难对其予以准确定义。^①事实上,在世界各国收购立法中也鲜有对上市公司收购作出明确定义的。作为世界上证券市场最发达的美国与英国,这两个国家也没有在立法上界定上市公司收购的概念。美国《威廉姆斯法》以及美国证券交易委员会(SEC)制定的一系列规则中并不存在一般性的“上市公司收购”的概念,也不存在协议收购或集中竞价交易收购的概念,而只有要约收购(Tender offer)的概念;与此相似,英国也未在法律上界定上市公司收购的概念。英国与上市公司收购有关的现行法律规范主要包括2006年《公司法》、《收购与兼并城市法典》以及《披露及透明度规则》等,但这些法律规范中并不存在一般性的“上市公司收购”的概念。

我国1998年《证券法》、2005年《证券法》以及中国证券监督管理委员会于2006年公布、2008年修订的《上市公司收购管理办法》都未对上市公司收购的概念作出明确界定。从1998年《证券法》第四章“上市公司收购”的条文来看,该法所谓的“上市公司收购”,包括了5%以上30%以下的上市公司大额持股变动、持股达到30%以上时的强制要约收购以及协议收购;从2005年《证券法》第四章“上市公司收购”的条文来看,该法所谓的“上市公司收购”,包括了5%以上30%以下的上市公司大额持股变动、预定收购比例不低于5%的自愿要约收购、持股超过30%而触发的全面要约收购或部分

^① 何美欢:《公众公司及其股权证券》(中册),北京大学出版社1999年版,第777页。

要约收购、协议收购和间接收购；从2006年《上市公司收购管理办法》的条文来看，该办法将“上市公司的收购”和“相关股份权益变动活动”进行了区分。所谓的“股份权益变动活动”包括：通过证券交易所的证券交易，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司5%已发行股份；以及通过协议转让方式，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超过一个上市公司5%已发行股份。所谓的“上市公司的收购”则包括了要约收购、协议收购和间接收购。其中，要约收购的预定收购的股份比例不得低于目标公司已发行股份5%。通过协议方式在上市公司中拥有权益的股份在5%和30%之间的视为“股份权益变动活动”，超过30%的，超过部分应改以要约收购方式进行，但符合一定条件的可经申请并取得中国证监会豁免后履行收购协议。收购人虽非上市公司股东，但通过投资关系、协议、其他安排等间接收购的方式，导致其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5%未超过30%的，视为“股份权益变动活动”，超过30%的，应当发出全面要约。

在我国法律文件中，最早给上市公司收购作出定义的，是1992年4月深圳市政府颁布的《深圳市上市公司监管暂行办法》。该办法第47条规定：“收购与合并是指法人或自然人或其代理人通过收购，控制一家上市公司（或公众公司）的股份，而获得对该公司控制权的行为。”中国证券监督管理委员会在已经废止的2002年公布的《上市公司收购管理办法》中也曾对上市公司收购作出过定义。该办法第2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。”

在学界，对上市公司收购的界定，大致有以下四种观点：第一种观点认为，上市公司收购是指投资者依法购买特定上市公司股份以达到获取该公司控制权或将其兼并目的的行为；第二种观点认为，上市公司收购是指通过证券交易场所，单独或共同购买特定上市公司股份，以取得对该上市公司的管理权或控制权，进而实现对其兼并或实现其他财产性交易的行为；第三种观点认为，上市公司收购是指投资者通过股份转让活动持有上市公司的股份达到一定比例或程度，导致投资者获得或者可能获得对该公司的实际控制权的

行为；第四种观点认为，上市公司收购是指为了取得目标公司的控制权而完成的一系列行为和安排。^①

综合我国法律文件中的表述以及上述四种观点，可以给上市公司收购作以下界定：所谓上市公司收购，是指收购人购买某上市公司的股份，以获得该公司的控制权或存在获得该公司控制权的可能性的行为。具体来说，该行为具有以下特征：第一，上市公司收购的目的是为了获取目标公司的控制权。上市公司收购的目的不是为了转售公司的股份谋利，也不是为了获得公司的股息、红利，上市公司收购的根本目的是要获取目标公司的控制权；第二，上市公司收购的标的是目标公司发行在外的股份。上市公司收购并不是直接购买目标公司的资产，或以目标公司本身为交易对象实施吸收合并，而是通过购买目标公司的股份来获取目标公司的控制权；第三，该行为不需要经过目标公司管理层的同意。上市公司收购的主体是收购者和目标公司股东，目标公司的管理层不是收购任何一方的当事人。收购者进行收购，只需与目标公司股东达成协议即可，而无需征得目标公司管理层的同意。

第二节 上市公司收购的方式

综观各国上市公司收购制度，上市公司收购的方式主要包括三种：集中市场竞价交易收购、协议收购和要约收购。

一、集中市场竞价交易收购

所谓集中市场竞价交易，又称挂牌交易，是证券交易所内进行证券买卖的一种交易方式，分为口头唱报竞价交易、书面申报竞价交易、电脑申报竞价交易。集中市场竞价交易以公开、集中竞价方式买卖股票，是股票流通的主要途径。这种交易的成交价格的决定原则有以下三条：第一，最高买进与最低卖出申报的价位相同，即为成交，如在多笔业务申报的情况下，所有买进申报中最高的申报价格一旦与所有卖出申报中最低的申报价格相同，此时的价格就是市场成交的价格；第二，如买（卖）方申报价格高（低）于卖

^① 范健、王建文：《证券法》，法律出版社2007年版，第242页。

(买)方申报价格,采取双方申报价格的平均中间价位;第三,买卖双方只有市价申报而无限价申报时,采用当时最近一项成交价格当时显示价格的价位。

所谓集中市场竞价交易收购,就是采用集中竞价交易方式进行目标公司收购的行为。集中竞价交易收购具有如下特点:第一,该收购只能以现金作为支付方式,不可以像其他收购方式那样,可以用证券作为支付方式。所以为了获得足够比例的股票,收购方必须准备足够的现金;第二,一般在现金出价过程中,会有很大一部分目标公司的股票为风险套利者所购买,如何利用风险套利者手中所囤积的股票,是决定敌意收购者出价成功与否的关键之所在;第三,以现金出价会使收购方支付很大的收购成本,尤其是规模较大的收购交易。

二、协议收购

协议收购是指收购人在证券交易所之外,通过和目标公司股东协商一致达成协议,受让其持有股份而进行的上市公司收购。协议收购具有如下特点:第一,协议收购的主体具有特定性。协议收购的出让方为目标公司的特定股东,受让方为收购人;第二,协议收购以收购人和目标公司股东订立股权转让协议为形式要件;第三,相较于要约收购而言,协议收购的交易程序和法律规制相对简单,交易手续费低廉,可以迅速取得对目标公司的控制权。

三、要约收购

要约收购是指要约人通过向目标公司所有股东发出在要约期满后以一定价格购买其持有的股份的意思表示而进行的收购。收购人发出的收购要约具有以下特征:第一,是按照一定价格购买股份的意思表示。由于控制权股份的附加价值,因此一般认为要约收购的价格应该高于市场价格;第二,向目标公司所有股份持有人做出;第三,除收购失败的约定以外,要约不得附有条件。

第三节 上市公司收购的利弊

上市公司收购行为是市场经济体制的要求,其具有巨大的优化资源配置的功能。但是,一般认为,作为一种特殊的交易形式,上市公司收购因其自

身的特点,又具有一些重大的弊端。

一、上市公司收购之利

上市公司收购的核心在于获得目标公司的控制权,其方式是通过购买获得目标公司控制权所必需的一定比例的股份。市场上所有上市公司收购行为集合在一起,就形成了公司控制权交易市场。根据公司控制权市场理论,目标公司的股东可以将公司的控制权出售给收购人,以此将目标公司置于一个连续不断的“拍卖”过程中,使公司资源流向能够最优化利用该资源的收购人手中。具体来说,控制权市场具有以下两个方面的优点^①:第一,事后效益,即公司控制权市场能够使公司从现行的经营不善的经理人员或控制股东的手中,流向善于管理的经理人员或新的控制股东的手中,从而实现资源的优化配置;第二,事先效益,仅仅因为存在公司控制权市场的威胁,就可以起到对在位经理人员的约束作用,从而降低公司的代理成本。

上市公司收购之所以会具有上述优点,其基本的理论基础在于:^②公司经营业绩的好坏,会在证券市场上由该公司股票的价格真实地反映出来。这样的话,如果公司的经营者不能使本公司的资源得到最大限度的利用,则该公司的股价就不可能达到最大化,这种情况下的公司是一个有潜力的公司,但是由于在位的管理者不能有效地发掘其潜力,因此要使公司的资源得到最大限度的利用,就必须要有一个新的可以充分利用公司资源的管理者。能真实反映公司业绩的股价这时就为收购者提供了一个信号和控制机会,收购者由此就可以通过收购公司的股份来取得公司的经营控制权,并且通过任命新的公司经营者来提高公司的效益。目标公司由此得以在新的管理层的领导下,最大程度地利用公司的资源,并且目标公司与收购公司之间通过各种资源的相互利用,能够产生协同效益。这样,不但公司资源得到了优化配置,整个市场的资源配置也趋于合理。另外,由于公司的经营者在这种市场中随时面临着由于经营不善而被替换的可能,因此该市场还对经营者起到了一种监督的作用,从而降低了经营者的代理成本,提高了公司的经营效益。

^① European takeover regulation, CEPR, CES, MSH, 2003.

^② 吕政君:《公司控制市场论》,载顾功耘主编:《公司法律评论》,上海人民出版社,2001年卷,第165页。

二、上市公司收购之弊

此处的弊端是指上市公司收购中存在的市场失灵问题。市场失灵是指通过市场价值规律这个看不见的手无法实现资源最佳配置和效率最高的问题。其原因是当商品或服务的边际社会收益超过边际社会成本时，市场无法或不乐意提供该类产品或服务。作为市场交易的一部分，上市公司收购不可避免地也要受到市场失灵的困扰。同时，上市公司收购作为一项特殊的交易，它有着自身的特殊性，这就决定了市场失灵在上市公司收购中既有共性的一面，又有着其特殊的一面。具体而言，谈论上市公司收购的弊端时，应考虑以下两个方面的问题：

（一）上市公司收购行为所导致的外部不经济

上市公司收购行为所导致的外部不经济表现为垄断、侵害债权人利益、侵害员工利益等。这种情况下，“市场失灵”具体表现为市场机制作为一个整体的失灵，即虽然市场机制自身运作是良好的，但也不足以解决上述问题。其实，上述问题的出现正是市场机制发挥作用的负面结果之一。对于这一种“市场失灵”，国家干预的重点在于用“国家之手”弥补市场这只“看不见的手”的缺陷。这种“市场失灵”所导致的垄断、侵害债权人利益、侵害员工利益等结果，发生在市场交易主体（收购双方）与其他社会主体之间，通常不在收购法律调整的范围之内，而是由反垄断法、合同法、劳动法等调整。对于这部分的问题，本书将不作进一步的论述。

（二）上市公司收购行为所导致的内部不经济

上市公司收购行为所导致的内部不经济主要表现为存在无效率公司收购成功的可能性。之所以会这样，其根本原因有三：第一，集中竞价交易收购过程中存在着因为收购人隐瞒重要信息而导致的无法形成有效市场的问题；第二，协议收购过程中存在着收购人掠夺留守中小股东利益的情况；第三，要约收购过程中存在着由于“少数派错误”，“双重要的均收购”等原因而导致的“强压性”（pressure-to-tender problem）^①问题以及“绑架效应”。这种

^① Lucian Bebchuk & Allen Ferrel, *Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, NBER Working Paper No. 7232, 1999, p21.