

SHANG
SHI
GONG
SI
SHOU
GOU

上市公司收购

陈忠谦 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



上市公司收购

S H A N G S H I G O N G S I S H O U G O U

ISBN 978-7-5036-7150-0



9 787503 671500 >

 **独角兽工作室**
平 面 设 计

上架建议 法律实务·公司法

定价：15.00元

上市公司收购

陈忠谦 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

上市公司收购/陈忠谦著. —北京:
法律出版社, 2007. 3
ISBN 978 - 7 - 5036 - 7150 - 0

I. 上… II. 陈… III. 上市公司—收购—
立法—研究—中国 IV. D922. 291. 924

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 025920 号

©法律出版社·中国

责任编辑/伍远超

装帧设计/乔智炜

出版/法律出版社

编辑统筹/法律应用出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

责任印制/陶松

开本/A5

印张/6.375 字数/138 千

版本/2007 年 3 月第 1 版

印次/2007 年 3 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995 苏州公司/0512-65193110

书号:ISBN 978 - 7 - 5036 - 7150 - 0

定价:15.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

中文摘要

市场经济是竞争的经济,竞争的结果是经济的集中,上市公司收购又是现代经济集中和市场规模化的一种最为重要的方式。因此,世界各国都十分重视上市公司收购这一证券交易活动。上市公司收购作为重大的证券交易活动,涉及上市公司控制权的转移、目标公司董事会的重组、股票市场的波动等异常复杂的问题,如果处理稍有不慎,则会影响到上市公司股东和广大公众投资者的利益。因此,各国均从法律层面对上市公司收购的基本原则、方式、程序以及监管和反垄断问题作出明确规定,以确保上市公司收购的规范运作。从各国上市公司收购的立法和实践来看,上市公司收购的基本问题主要包括上市公司收购的基本原理、上市公司收购的基本原则、上市公司收购的方式及其程序以及上市公司收购的监管和反垄断问题。

上市公司收购的基本原理主要包括上市公司收购的概念及其特征、上市公司收购与竞争和垄断的关系、上市公司收购法律关系人、上市公司收购的动因及其发展趋势、上市公司收购的经济影响等问题。本书首先对上述问题进行了论述,以便能对上市公司收购有一个较为清晰的认识,为下文的研究奠定一个基础。

上市公司收购的基本原则问题被认为是上市公司收购研究的基石之一。目前学界大都认为上市公司收购的基本原则主要有股东平等待遇、保护中小股东利益以及信息公开这三原则。笔者认为从本质上讲,这三原则是“公开、公平、公正”三公原则作为证券法基本价值观念在上市公司收购制度中的具体体现。其在保护目标公司股东

利益和维护证券市场秩序方面,均发挥着不可替代的作用。三项基本原则相互独立,同时又相互融合,共同体现在上市公司收购的各项具体制度中,并共同构成了现代上市公司收购制度的基石。因此,本文也以这三项原则为中心深入而细致地探讨了上市公司收购的基本原则问题。

上市公司收购的方式和程序问题是上市公司收购的核心问题之一。上市公司收购的方式目前主要有两种:上市公司的要约收购和上市公司的协议收购。在证券市场发育比较完善的国家和地区,比较盛行的是透明度比较高的要约收购;而在证券市场发育欠缺的国家和地区主要是以协议收购的方式进行。笔者在分析了西方发达国家的上市公司收购方式的转变的历史后,认为由于我国证券市场发育还不成熟,尤其是我国证券市场中存在大量不能流通的法人股和国有股,因此,在我国目前还是要以协议收购作为上市公司收购的主要方式。但是考虑到要约收购的透明性及其对中小股东利益的充分保护,我国仍然需要逐步扩大要约收购方式的使用范围。在分析上市公司收购方式选择问题的同时,本书还对我国上市公司收购的程序问题进行了论述,认为我国目前有关上述两种收购方式的程序与发达国家相比仍存在可操作性不强、相关条文规定模糊等问题,建议向证券市场发育成熟的发达国家和地区学习,细化我国有关收购程序的规定。

上市公司收购由于涉及复杂的证券交易活动,因此,各国及地区均对其实行不同程度的监管。从各国及地区上市公司收购的监管实践来看,主要有美国式和英国式两种监管模式。前者是政府型监管体制,而后者是自律型监管体制。笔者认为,鉴于我国证券市场还不完善的实际情况,应采取政府型监管为主,自律型监管为辅的监管模式。上市公司收购的反垄断立法问题本来也属于上市公司监管中的一个问题,本书对英美法系国家上市公司收购的反垄断立法及其特点进行了分析,然后对大陆法系国家上市公司收购的反垄断立法及其特点进行了分析,最后对各国及地区上市公司反垄断立法进行了

比较研究。

在分析和研究了我国上市公司立法的现状和存在问题的基础上,笔者最后对我国上市公司收购立法模式、要约收购立法、协议收购立法、持股方式立法、反收购立法、反垄断立法的完善提出了自己的建议和想法。

Abstract

The market economy is competitive. The result of the competition is the concentration of the economy. The acquisition of the listed company is one important method of concentrated economy and the market scale. Therefore, the countries all over the world attach great importance to the securities exchange activities—the listed company's acquisition. As an important securities exchange activity, the listed company's acquisition relates to the transformation of control power, the directorates recombine of the target company, the fluctuation of stock market, and other exceedingly complicated issues. It would influence the stockholders of the listed company and all the investors' benefits if there were any indiscreet deals. Thereby, all countries make the specific regulations regulating the basic principles, methods and procedures of the listed company's acquisition, the supervision and management, and antitrust issues on legal level, so that ensures the implementation of the listed company's acquisition will be standardized. According to the legislations and practices of various countries, the basic issues of the listed company's acquisition include the rationale, the basic principles, the methods and procedures of the acquisition, the supervision and management, and antitrust issues.

The rationales of the listed company's acquisition include the conception and characteristics, the relations of the listed company's

acquisition and competition and monopolization, the legal relation people of the listed company's acquisition, the cause of the act and the trend in development, the effect in economy, and so on. Above all, the article discusses the issues mentioned above. In addition, it gives a legible definition of the listed company's acquisition and establishes the foundation of the following investigation.

One of the footstones of the research of the listed company's acquisition is the basic principles issue. At present, the most view of the basic principles in the circle has three—stockholder's equal treatment principle, minority stockholder protection principle, and information disclosure principle. The author considers, in essence, the three principles are the embodiments of "Disclosure, Equal, and Fairness"—the three public principles which are the basic values in securities law. Their functions of protecting the benefits of the target companies' stockholders and maintaining the orders of securities market cannot be replaced. The three principles are not only independent, but also integrative each other. They are reflected in all concrete systems of the listed company's acquisition and form the footstone of modern listed company's acquisition system. Hereby, the article focuses the three principles and thoroughly discusses the basic principles of the listed company's acquisition.

The methods and procedures of the listed company's acquisition are two of the core issues. There are two main methods: the listed company's offer acquisition and the listed company's agreement acquisition. In the countries and regions whose securities markets are developed, the highly transparent offer acquisition is relatively prevail. Oppositely, the agreement acquisition is mainly used in securities market developing countries and regions. After analyzing the changing history of the acquisition methods of the list companies in western developed countries, the author thinks our securities market is still not perfect. Especially,

there are large numbers of non-circulating corporate shares and state-owned shares in our securities market. Thus, the agreement acquisition is the main method in our country at present. Our country needs to enlarge the range of using offer acquisition because of its transparency and the protection of minority stockholders. Besides, the article discusses the procedure of the listed company acquisition in our country. To compare with developed countries, our two acquisitions procedures now have some problems, such as weak maneuverability, fuzzy clauses and stipulations, and so on. We should learn from the countries with perfect securities markets and refine the details about acquisition procedure.

The listed company acquisition relates to the complex securities exchange activities, for the reason, all countries implement supervision and management in various extents. According to the practices in different countries, American supervision mode and English supervision mode are the two main modes. The former is government-based; the latter is self-discipline-based. The author deems our supervision mode should base on government-based mode and be assisted by the self-discipline-based mode. The issue of anti-monopolistic legislation is another one belongs to supervision issues. The article analyzes the anti-monopolistic legislations of the listed company's acquisition and their characteristics in Anglo-American law system and continental law system respectively. In the end, compares and contrasts the anti-monopolistic legislations in the listed companies all over the world.

Based on the analyzing of the situation and current problems of legislation, the author proposes own suggestions and ideas of the choice of the listed company's acquisition legislative mode, the offer acquisition legislation, the agreement acquisition legislation, the legislation of the way of holding share, anti-acquisition legislation, and anti-monopolistic legislation.

前言

在市场经济体制下,上市公司收购已成为法律上一个颇受重视的课题,这不只因为上市公司收购具有多种形态,更因为上市公司收购涉及上市公司之间复杂的权利义务关系,使之与多种法律领域都产生了较为密切的关系。收购行为的规范在国外已相当完备,尤以美国为最。美国收购行为规范的完备很大程度上取决于美国上市公司收购行为的频繁。迄今美国已有四次收购风潮(merger waves),这四次收购风潮都或多或少地由某一特定类型的收购占主导地位,除各有其特征外,亦产生了不同之效果。^① 美国企业收购四次风潮的共同背景为,美国经济非常景气,股票价格极度上扬。前三次收购风潮都随着经济景气趋缓、萎缩,股票市场崩溃而结束。^② 我国国有企业在完成了由产品生产向商品生产,由单一生产型向生产经营型转

① 美国第一次收购风潮发生在 19 世纪末,其形态主要为水平合并(horizontal consolidation),此次收购风潮是四次当中最重要的一次,因其完成了美国大部分工业的现代结构,使得美国大型企业超过 300 家,国民经济的集中化程度大幅提高。美国第二次并购风潮发生在 20 世纪 20 年代,主要是 1925 年至 1930 年,其内容主要为垂直整合(Vertical integration)。这次并购的规模较第一次更大,但因其对竞争的影响不像第一次那么明显,所以较不引人注目。第三次收购风潮发生在“二战”以后,从 20 世纪 50 年代中期开始,60 年代后期形成高峰。此次收购的特征在于收购与企业本身营业毫不相关的企业,因此,此次收购风潮产生许多复合企业。第四次收购风潮着重在融资重组(leveraged reorganization),特点是以高度融资进行合并,导致收购后公司负债比例大幅上升。

② Ronald J. Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, pp. 13 - 16 The Foundation Press, Inc. 1986.

变的“两次飞跃”之后,如今正面临着由生产经营型向资本运营型转变的“第三次飞跃”。因此,在20世纪90年代以来,我国也出现了一定程度的上市公司收购,诞生了一大批典型企业,尤其是近年来,我国的上市公司收购从数量上和规模上都取得了令人瞩目的成就。^①但由于我国证券市场建立的短暂性以及上市公司股权结构的特殊性,使得我们与发达资本主义国家的上市公司收购行为相比,无论从数量上还是规模上都存在很大的差距。上市公司收购在我国起步较晚,我国的经济体制又处于转型时期,所有制关系重叠,产权关系尚未理清、理顺,有关收购的各个方面根本不可能完全定型。但是

① 以中国2003年发生的十大收购事件为例:中国电信收购六省市电信资产。2003年11月1日,中国电信以55.6亿美元(约合人民币460亿元)向母公司中国电信集团收购包括安徽、福建、江西、广西、重庆和四川省的固定电话、数据、互联网及网元出租等业务。花旗集团收购中国银行不良资产。2003年11月12日,花旗集团通过花旗环球金融公司从中国银行购入了面值18亿美元的不良资产。中海油收购里海油田股权。2003年3月7日,中国海洋石油有限公司与英国天然气国际有限公司签订协议,以6.15亿美元收购英国天然气国际有限公司在哈萨克斯坦里海北部项目8.33%的权益。TCL与法国汤姆逊合并重组。2003年11月5日,TCL公司和全球第四大视听消费电子产品供应商法国汤姆逊公司签署协议,成立一家净资产超过4.5亿欧元的新公司。恒生银行、GIC、IFC联合收购兴业银行股权。2003年12月17日,恒生银行、新加坡政府直接投资有限公司(GIC)、国际金融公司(IFC)宣布共同投资兴业银行,共同持有兴业银行略低于25%的股份,投资总额近27亿元。京东方收购韩国现代TFT-LCD业务。2003年2月12日,京东方科技集团以3.8亿美元的价格成功收购韩国HYNIX半导体株式会社旗下的现代显示技术株式会社的TFT-LCD业务。上海东方控股收购高速公路经营权。2003年2月27日,安徽省高速公路总公司与东方控股有限公司签订高速公路经营权转让协议,东方控股有限公司出资19亿元收购合(肥)巢(湖)芜(湖)高速公路经营权。南钢联合要约收购南钢股份。2003年3月12日,南钢集团以其持有的南钢股份70.95%的股权及其他资产作为出资,复星集团及其关联公司以现金出资6亿元,共持有南钢联合60%的股权,实现了对南钢股份的收购。从而引发中国证券市场上的第一例要约收购,涉及金额达8.5亿美元。美国柯达收购中国乐凯股权。2003年10月24日,乐凯集团分两次将其持有的乐凯胶片20%国有法人股转让给柯达(中国)投资有限公司和柯达(中国)股份有限公司,并将为使用柯达的某些技术向柯达支付费用、为柯达拥有的股份支付股息。雅虎香港控股有限公司收购中国3721网络公司。2003年11月21日,雅虎香港控股有限公司以1.2亿美元收购3721网络软件公司。《重庆日报》2004年1月7日第9版。

随着我国经济发展的进一步深入,证券市场的进一步规范,国有股与法人股的进一步流通,毫无疑问,上市公司收购将成为一个引人注目的热点。而相应的上市公司收购立法不仅寥若晨星,其中很多也还是临时、应急、暂行性质的规定。因此,从我国上市公司收购的实践活动和我国经济发展以及相关法律环境的不断完善来看,对我国上市公司收购法律制度进行深入而系统的研究既有其必要性,也有其可行性。

一、我国上市公司收购法律制度研究的必要性和可行性

从我国市场经济的发展来看,我国业绩不良的上市公司尤其是国有企业需要救助,通过上市公司收购一方面可以避免亏损,另一方面可以使企业真正走向市场化。上市公司收购还可以加强对公司管理层的外部监督,国有企业特有的人事任命制度,使得这些上市公司由“政治家”而不是真正企业家来经营。我国法定代表人的法律缺陷又使得上市公司管理层权力膨胀。收购在一定程度上可以惩罚经营不善的管理者。既然中国市场经济发展离不开上市公司收购,那么作为为市场经济服务的经济法就要去研究和规范上市公司的收购问题,既要使上市公司收购有序进行,又要同时顾及各个主体的利益公平、合理,保护投资者的合法权益。

从有关上市公司收购的法律环境来看,我国从 20 世纪 90 年代初就开始制定调整上市公司收购关系的法律规范,到 2002 年颁布《上市公司收购管理办法》,上市公司收购的法律体系初步完成。这些法律规范主要有:(1)法律。《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国合同法》等法律。这些法律对上市公司收购的原则、程序以及收购人的权利义务作了原则性的规定,它们组成上市公司收购规范的第一层次。(2)国务院颁布的行政法规。《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》)、《国有资产评估管理办法》、《国有资产产权登记管理办法》等,组成上市公司收购规范的第二层次。(3)国家计委、证监会等部

门颁发的规章。《关于企业兼并的暂行办法》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)、《上市公司股东变动信息披露管理办法》等,组成上市公司收购规范的第三层次。(4)上海、深圳证券交易所等机构发布的市场自律性文件,比如《上海证券交易所上市规则》、《深圳证券交易所上市规则》等文件,组成上市公司收购规范的第四层次。

我国上市公司收购的法律体系虽然已经初具规模,但也存在不少问题,主要有三方面:(1)立法层次过多,政策性内容过多。尽管证券法、公司法对上市公司收购有一些规定,但显然缺乏可操作性。而且我国证券市场变化迅速,有关法律法规严重滞后,难以适应上市公司收购的现实需要。(2)内容不完整。例如,现有法律体系中缺乏有关反垄断的规制,从国际上来看,反垄断规制是上市公司收购法律体系的重要内容之一。而且我国上市公司收购规模的扩大和市场的不断成熟,必然会面临垄断和限制竞争的问题。因此,制定反垄断规制,可以从操作上规范上市公司收购活动,从而保证上市公司收购活动不会对市场竞争环境造成影响。(3)现行规范之间就某些问题的规定存在冲突。例如《收购办法》,在一些具体的规定方面对证券法、公司法有所突破,但是,这种突破在证券法、公司法未修改之前面临着低层次规章与高层次法律的冲突问题。

鉴于我国上市公司收购法律体系中存在的上述诸多问题,本书试图在借鉴国外上市公司收购立法经验的基础上,对我国上市公司收购所存在的问题以及相关法律制度的构建提出一些初步的看法和意见。

二、上市公司收购学术研究简要回顾

学术研究之先导乃是对前人研究成果之综述,因此,在进行上市公司收购的研究之前,我们有必要对上市公司收购的研究现状作一简单回顾,以期在现有研究成果的基础上,对上市公司收购法律制度的构建作出自己的贡献。目前学界对上市公司收购的研究主要集中

在以下几个方面:

(一)有关上市公司收购的理论问题^①

早在 19 世纪 60 年代,美英等国学者就对上市公司收购的理论^②进行了深入而广泛的研究。学者们对上市公司收购理论的研究主要集中在两个方面:一是上市公司收购的动机,二是上市公司收购中的价值创造。

1. 关于上市公司收购的动机问题

上市公司收购背后的真正动机究竟是什么,不同的理论给予了不同的回答。其中具有代表性的理论有马克思主义的资本输出和资本集中理论、当代西方经济理论中的效率理论、代理理论、交易费用理论、市场势力理论、管理协同理论、税收诱导理论、信息假说和信号理论、竞争优势的双向转移理论。^③ 美国加州大学的温斯顿、侯格,

① 本书对上市公司收购理论的学术回顾部分参阅了韩世坤先生《二十世纪九十年代全球企业并购研究——兼论 WTO 框架下中国企业的跨国并购策略》(人民出版社 2002 年版)一书中的相关内容。

② 并购是兼并(Merger)与收购(Acquisition)的合称。一般来说,人们对兼并与收购并不作特别的区别。比如《国际社会科学百科全书》对并购的定义为:“并购是指两家或者更多的不同的独立企业合并为一家。这种合并可以采取多种形式。最典型的一种是一家公司用现金、股份或者负债方式直接购买另一家公司的资产。”*International Encyclopaedia of the Social Science*, volume 9, MacMillan Co. & Free Press, NY, 1972, p. 249. 这里所说的最典型的一种方式实际就是收购的方式。还有比如《商学及经济学词典》对兼并与收购根本就不作区别,其原文如下:“(Merger) also takeover (acquisition), the union of two or more formerly independent business firms under a single ownership, accomplished by the complete acquisition of one company's stock by other, either for cash or for stock in the acquiring company. The acquired corporation then disappears as a separate entity, usually becoming a subsidiary of the acquiring company.” *Dictionary of Business and Economics*, Free Press, NY, 1984, p. 285. 从法学的角度看,收购与兼并因为法律效果的不同,还存在着一定的差别(后文将有进一步比较分析),但因并购毕竟包含有收购,且收购与兼并亦不存在本质性差别,学者在进行所谓并购研究之时,必然会涉及收购的研究,因此在进行学术回顾时,作者并不对并购与收购作严格的区分。

③ 于春晖、刘祥生:《企业并购理论与实务》,立信会计出版社 1999 年版,第 50 ~ 51 页。

汉城大学的郑光所著的《并购、重组和公司控制》一书将上述理论融为一体,提出了“企业是有生命的。人们一旦创造了它,它就有独立于创造它的人的命运和特征。构成命运和特征的并不仅仅取决于企业的硬件,也不仅仅是企业的职员,而是通过人与物建立的人与人的组织经验,从而组织资本。这种资本是无形的,但它又是通过有形的人与物来反映。能够把兼并与收购从简单的购买资产和雇佣新工人的方式区分开来的特征是前者涉及组织资本的并购和保存。企业的一般管理能力(包括财务能力)、行业专属管理能力和非管理性质的能力是组织资本的三种表现形态,每个企业的三种能力都有不同的内容,并且有不同的比例,根据这三种形态的不同状态和比例,企业的个性就会千姿百态,这也就决定它们在收购与兼并活动中的行为各有不同”^①的观点。而约瑟夫·克拉林格则从管理学的角度对收购活动成交以及交易后事项的管理进行了探讨,并重点就如何避免收购活动中的致命缺陷、收购陷阱的识别以及对企业或者产品系列的正确定价等问题进行了论述,^②为我们更好地管理并购活动提供了一个范本。上述理论对上市公司收购的动因所作的理论分析固然有其道理,但因其研究方法是从一定的假设前提为出发的,并试图解释所有的收购活动,而现实的收购活动的诱因却是多种多样、纷繁复杂的,^③任何一个理论都无法穷尽上市公司收购的诱因。

2. 关于收购中的价值创造问题

关于收购的价值创造的理论问题主要集中在三个问题上:(1)收购是否能够创造价值;(2)收购为谁创造价值;(3)收购如何创造价值。学者们用统计学尤其是剩余分析法的方法对前两个问题进

① Fred Weston, Kwang S. Chung, Juan A. Siu; *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall.

② Joseph C. Krallinger; *Merger & Acquisitions Managing the Transnational Management*, Irwin McGrawHill Company Inc., 1997.

③ 详细内容可参见本书第一章第五节对这种复杂的上市公司收购诱因所作的进一步分析。

行了研究,而对收购如何创造价值的问题则采用的是小样本和个案深度分析的方法。^①学者们在对“收购和兼并是否能为双方股东创造价值”的研究中,运用财务数据,分析收购个案,最后得出的结论是,对收购各方而言,从收购活动中获取的财务收益或者为零或者为负。正如著名收购与兼并专家所总结的那样,收购与兼并可以看做是一个零和、充满风险的游戏,这是一种对冒险家很有吸引力的投资形式。^②金融经济学家试图用剩余分析法,^③以“资本市场是有用的”作为假设的前提条件对收购创造价值的问题进行研究,得出的结论是总的股东收益是显著的正收益,其中被收购方股东的收益要大一点,收购方股东的收益接近于零。因这种研究方法忽视了收购的多样性并仅从整个经济层面来判断收购的利弊,因此其结论往往很难为人们所接受。学界大都认同收购主要是通过重组和协同来创造价值的,但此种观点目前也遭到了一些学者的挑战,美国收购问题专家马克·L.赛罗沃提出了收购效应有限论,承认价格与价值毫无关系的残酷现实,进而推断出,在协同效应预期值很低的情况下,收购溢价的水平预示着收购亏损的水平。^④

(二)有关上市公司收购的基本原则问题

关于上市公司收购的基本原则问题,目前学界尚有不同认识,主要体现在哪些原则属于上市公司收购的基本原则范畴之中的问题。有学者认为,上市公司收购(主要指要约收购立法)的基本原则实际

① 程兆谦:“并购中价值创造的三个基本问题”,载《经济管理》2001年第18期,第4~11页。

② 韩世坤:《二十世纪九十年代全球企业并购研究——兼论WTO框架下中国企业的跨国并购策略》,人民出版社2002年版,第10页。

③ 所谓剩余分析法是指将收购作为单个事件分离出来,根据资本市场股价波动分析收购对经济的影响。

④ [美]马克·L.赛罗沃:《协同效应的陷阱:公司在并购中如何避免功亏一篑》,杨炯译,上海远东出版社2001年版。