

□ 徐兆宏

论上市公司协议收购法律制度

一、上市公司协议收购法律制度概述

协议收购是指投资者以协议的方式购买目标公司的股份(股权),以控制或兼并目标公司的行为。广义的协议收购包括以下四种情况:1. 对有限责任公司的协议收购;2. 对非公开发行股份(指发起设立)之股份有限公司的协议收购;3. 对公开发行股份但其股票不在证券交易所上市之股份有限公司的协议收购;4. 对上市公司(股份在证券交易所上市之股份有限公司)的协议收购。前两种收购一般由投资者直接与目标公司董事会进行接触商谈,大都由各国的公司法、合同法来加以规范;后两种收购则一般是投资者与目标公司股东进行私下协商,取得足够股权后再改组董事会,从而达到控股或兼并的目的。在适用法律上,由于后者是公开发行股份的股份有限公司,涉及公众投资者利益的保护问题,因此它除适用合同法、公司法之外,还要受证券(交易)法或专门的公司收购法律的调整。本文在此探讨的只是对上市公司的协议收购问题。

具体说来,上市公司的协议收购是指投资者在证券交易场所^①之外与目标公司的股东(主要是未获或已获控股地位的大股东)在价格、数量等方面私下协商,购买目标公司的股份,以控制或兼并目标公司的行为。它是投资者获取上市公司控制权的另一种方式。与国外的第三市场交易(即上市公司股份的场外交易)及要约收购相比,上市公司协议收购具有以下几个特征:

第一,在场所上,协议收购是在证券交易场所之外进行。这一点与要约收购相同,但不同于第三市场交易,因为后者必须在国家依法设立的或经政府主管部门注册的场外交易场所(包括报价系统及交易柜台)内进行。

第二,在目的上,协议收购与要约收购一样,也是为了获取目标公司的控制权甚至兼并目标公司,而第三市场交易则主要是为了逃避证券交易所的高佣金,降低交易成本,提高投资效益。

第三,在交易期限上,协议收购人不得在购进目标公司股份后一定期限内出售这部分股份,以防收购人操纵股市。要约收购也有类似的规定,但第三市场交易没有这方面的限制,因为投资者就是为了通过频繁交易赚取其中的差价(当然也有作长期投资的)。

第四,在交易价格上,协议收购人为了吸引股东向其出售股票,支付的价格一般要明显高于该种股票的市场价格,而第三市场的交易价格则主要由该种股票的内在价值、供需情况决

^① 目前的我国的证券交易所主要包括:(1)沪、深证券交易所;(2)STAQ与NET两个报价系统;(3)建立在股权证托管中心基础上的柜台交易。

定。要约价格则由法律明文规定计算方法,或由要约人自己确定,但一般也高于该股票的当前市场价格。

第五,在费用支付上,经批准的或合法的协议收购由于不在证券交易场所内进行,故没有任何费用支出。要约收购也不存在费用支出问题,但第三市场的交易,由于是在证券交易场所内进行,故还需支付一笔交易费用。

第六,在对象上,协议收购仅面向目标公司少数特定股东,在支付价格上一般各不相同,因此很难体现公平原则。而要约收购则面向目标公司的全体股东,要约价格适用于全体股东,能较好地体现公平原则。

第七,在信息公开上,协议收购并不象要约收购那样事先充分披露有关信息,投资者(收购人)在与目标公司股东私下接触时,最多只是自我介绍,股东无法在获取充分信息的情况下作出正确的决策。这也是协议收购的一个不足之处。

从协议收购的上述特征可以看出,这种收购方式对意欲控制或兼并目标公司的投资者来说极为有利;它可以采取各个击破的战术,在法律许可的情况下,还可以与要约收购“双管齐下”(即在协议收购的同时,又发出公开收购要约),迅速取得目标公司的控制权;由于它不在证券交易所内进行,不必交任何佣金或费用,因此可以大大降低收购成本。另外,由于协议收购对证券交易所的股票价格不直接产生影响,因此它还可以减小对股市的冲击,在一定意义上来说有利于股市的稳定。但另一方面,由于协议收购在信息公开、机会均等、交易公正方面具有很大的局限性,政府证券主管部门很难对此实施全面有效的监管,不利于保护广大公众投资者的利益,因此协议收购在各国大都不受鼓励,许多国家和地区的法律排除了对上市公司协议收购的合法性。目前只有少数几个证券市场发达、监控措施完备的国家存在上市公司协议收购现象,如英国、美国、澳大利亚等国。但这些国家的成文法均没有对上市公司的协议收购作出明确规定,只是法院的判例确定了一些收购规则。概括起来,这些规则主要有:

1. 在英国等一些国家,经证券管理部门批准,投资者在特定情况下可以协议收购上市公司,但不得在要约收购期间内进行。这主要是为了防止投资者在要约收购期间内以高于要约的价格另外购进股份,损害广大受要约人的利益。

2. 在澳大利亚等国,投资者可在要约收购的同时,协议收购上市公司的股份,但协议收购价格不得高于要约价格,否则必须提高要约价格至同一水平。这是为了确保全体目标公司股东在股份上的平等权利,贯彻证券市场的公平原则。

3. 在美国,法院的判例还确定了一个很有特色的收购规则,这就是:如果协议收购人在以某种方式公开其收购意图的情况下,直接从证券交易场所外购进大量股份,则这种协议收购将在实际上构成一个公开要约(tender offer),协议收购人必须依照《威廉姆士法案》(Williams Act)规定的程序和格式,向全体目标公司股东发出公开收购要约。美国证监会(SEC)认为,判定一个协议收购是否构成一项实际上的公开要约,要综合考虑以下八个方面的因素:(1)协议收购人是否积极广泛地向目标公司股东求购股份;(2)求购的股份是否占目标公司足够(控股)比例;(3)出价是否高于当前的市场价格;(4)收购条款是否确定,不可改变;(5)是否计划收购确定数目的股份,通常规定有一个最高购买数字;(6)要约是否只开放有限的一段时间;(7)受要约人是否在一定压力下出售其股份;(8)是否在购买之前或购买的同时公开其收购计划。美国法之所以作这样的规定,是基于以下的观点:如果协议收购人在公布收购意图的情况下,大量购进目标公司部分股东之股份,其余的股东在缺乏对收购人的了解及有关信息披露的情况

下,极易作出错误判断。由于害怕目标公司控制权落入不明收购人手中之后影响其权益,即急欲出售其股份,这无疑会损害这部分股东的权益。因此在这种情况下,法律应要求收购人公布其身份、背景,披露有关信息,发出保护性的公开收购要约,以贯彻证券市场的公平原则。由于美国法没有强制收购(即持股达一定比例后依法向目标公司全体股东发出公开收购要约)的规定,因此,这一规则的确立更显重要。英国、香港守则规定的强制收购制度,同样能较好地维护公平原则,在一定程度上取代了美国的这一规则。

4. 上市公司的协议收购必须建立相应的信息公开机制。由于股份的协议转让可能导致获得股份的股东对公司具有控制地位或取得特殊利益,形成信息垄断或者操纵股票价格,从而损害公众投资者的利益,因此这些国家的法律均要求收购者及时披露信息,使公众投资者在平等、充分地获取同等信息的基础上,及时作出正确判断。

应该注意的是,英美等国的判例在确定上述协议收购规则时,并没有严格区分上市公司与非上市公司,因此这些规则也同样适用于那些公开发行股份但其股票不在证券交易所上市之股份有限公司(在英国统称 Public company)的协议收购。各国法律或判例一般对这种非上市股份有限公司的协议收购不作过严的限制,因为它毕竟不同于对上市公司的协议收购。有关这方面的问题,限于本文的主旨,在此不作详述。

二、我国立法对上市公司协议收购的取舍

虽然在英、美、澳大利亚等一些国家存在上市公司的协议收购制度,但是对于我国收购立法到底该不该采纳这一制度,人们的意见并不一致。我国的《暂行条例》及前几稿的《证券法》草案均没有对上市公司的协议收购作出明确的规定,似采取禁止主义。而我国最新一稿的《证券法》草案则在“上市公司的收购”一章中增加了协议收购的内容,前后的态度显然不同。笔者认为,我国的收购立法应原则上禁止对上市公司的协议收购,但考虑到目前国有股、法人股的现实情况,可以把协议收购作为上市公司国有股、法人股的一种过渡性的流通方式。

(一)原则上禁止对上市公司的协议收购

这主要是基于以下几方面的原因:

第一,协议收购本身具有许多弊端,不利于对公有投资者利益的保护。如前所述,协议收购在对象上只针对部分股东,在价格上每一笔交易各不相同,很难体现证券市场的公平原则,甚至与公平原则相悖。另外,由于协议收购是私下进行的,有关信息一般不公开,因此不利于其他股东利益的保护,即使达成协议后及时予以披露,这种信息公开也是不全面、不充分的。协议收购的这些弊端,也很难用几个法律条文来克服。因此世界上多数国家的法律排除了对上市公司协议收购的合法性。我国在收购立法时自然也应充分考虑这一情况。

第二,目前,世界上只有证券市场发达、监控措施完备的少数几个国家允许对上市公司的协议收购,如前所述的美、英、澳大利亚等国。而我国的证券市场尚处于试点阶段,有关收购的法律、法规不完备,证券管理部门的监管经验不足,一旦允许证券交易场所之外的协议收购,则极容易发生内幕交易、联手操纵股市等证券欺诈行为,这势必对我国的股市造成很大的冲击,给管理层的工作带来很大的困难。另外,如果众多投资者同时在交易场所之外对上市公司的股份进行协议收购,则设立证券交易所就将失去本来的意义,证券经纪商的利益也将得不到保障。从这方面来讲,我国立法也不宜盲目采纳协议收购制度。

第三,我国现行立法排除了对上市公司协议收购的合法性。《公司法》第一百四十四条规

定：“股东转让其股份，必须在依法设立的证券交易场所进行。”而上市公司的协议收购是在证券交易场所（包括证券交易所、报价系统及交易柜台）之外进行的，显然违反《公司法》的这一规定。如果要使这种在证券交易场所之外的协议收购合法化，必须同时对公司法的这一规定作出修改，增加例外的规定。这一问题下面将详述。

第四，在获取上市公司控制权方面，要约收购完全可以代替协议收购，协议收购存在的意义不大。诚然，协议收购能比较灵活地获取上市公司的部分股权，是控制或兼并上市公司的一种方式，但投资者通过发出部分收购要约或全面收购要约，完全能达到协议收购的上述目的。更重要的是，要约收购方式面向的是全体目标公司的股东，比协议收购更能体现公平、公正、公开原则，有利于对广大目标公司股东利益的保护。可见，有了要约收购制度，协议收购就没有多大存在的必要了。

（二）可以允许协议收购上市公司的国有股、法人股，但这只是一种过渡手段。

尽管如前所述，协议收购具有许多弊端，但是考虑到它可以为现阶段我国国有股、法人股的流通找到一条好的出路，我国的收购法规可例外允许协议收购上市公司的国有股、法人股。不过这只是一种过渡手段，将来国有股、法人股自由流通时，这种协议收购方式将被法律所禁止。

众所周知，我国的上市公司存在着国有股、法人股的历史遗留问题，这两种股份在上市公司总股本中所占的比例都很大。如何使这部分股份在不对二级流通市场（即个人股流通市场）产生剧烈冲击的情况下流通起来，盘活资本，一直是人们在思索的一个问题，而协议收购由于是在场外进行，可以减少对二级市场的冲击，因此正好能满足上述要求。我国股市的实践中也已出现了协议收购上市公司国有股、法人股的实例。如发生于1994年上半年的“恒通控股棱光”^①“康恩贝控股浙凤凰”^②事件，即是成功的两例；在整个协议收购过程中，股市相对平稳，没有对二级市场产生较大冲击，盘活了公司资本，同时又使国有股在流通中较大幅度地增值。实践已经证明，协议收购是我国上市公司国有股、法人股流通的一条理想的出路。因此，我国收购立法可对这种方式加以肯定。

但是，我们在对协议收购上市公司国有股、法人股作出规范的同时，应注意解决与现行立法的冲突问题。如前所述，根据《公司法》第一百四十四条的规定，在证券交易场所之外的任何协议收购均是被禁止的。为了使这种协议收购国有股、法人股的行为合法化，必须首先修订公司法的这一规定，然后制定协议收购的有关规则。至于在立法技术上，可把公司法的这一条改为：“股东转让其股份，必须在依法设立的证券交易场所进行。但法律、法规另有规定的除外”。这里所说的“例外规定”，除要约收购外，还可以包括对上市公司国有股、法人股的协议收购，主管机关则可根据情况的变化对这种“例外规定”作出新的解释。

三、我国协议收购法律制度的具体构想

如果我国收购法律只允许对上市公司国有股、法人股的协议收购，那么，我国上市公司协

^① 1994年4月28日，珠海恒通股份有限公司协议收购了棱光实业股份有限公司35.5%的国有股，转让价格为每股净资产值1.74元的2.47倍，即4.30元。此次股权转让使棱光公司的国有股增了值，收到了投资效益，股市在收购前后相对平静，没有引起较大震动。

^② 1994年5、6月间，浙江康恩贝集团股份有限公司协议收购了浙江凤凰化工股份有限公司2934.61万国家股中的2600万股，占凤凰总股本的51.01%。通过协议收购国有股，两家公司实现了产业结构上的互补，凤凰公司的国有股得到增值，公司经营状况得到改善。股市在整个收购期间比较平稳，没出现大的波动，因此又是成功一例。

议收购法律制度实际上就只是指对国有股、法人股的协议收购问题。我们在对国有股、法人股的协议收购进行立法时,不能照搬美国判例法中的“私下协议购买”(Privately negotiated transactions)制度,而应在结合我国股市实际情况的基础上,建立一个具有中国特色的协议收购制度。具体说来,笔者对构建这一制度有以下几点设想:

第一,在立法模式上,《证券法》确立允许协议收购非自由流通股(即国有股、法人股)的总原则,《国有股流通办法》、《法人股流通办法》则分别对国有股、法人股的协议收购条件、程序等作出具体规定。两个《办法》没有明确规定的,则适用《上市公司收购条例》。由于我国的国有股、法人股、个人股迟早要统一,协议收购制度迟早将被废止,因此在《证券法》中不宜详细规定协议收购制度,以免将来情况发生变化时全面修订这部基本法。

第二,在协议收购规则上,《办法》应明确,如果国有股、法人股在转让后不再参与流通,则当投资者通过协议收购持有上市公司国有股、法人股达到法定比例(即对个人股来说须发出强制收购要约的比例)时,证券管理部门可以豁免其发出强制收购要约的义务。也就是说,协议收购国有股、法人股可以达到任何持股比例,直至这两种股权被全部收购为止。这是考虑到,如果国有股、法人股在被协议收购后不再参与流通,则收购人便不能通过卖出或再次买进这类股份而牟取暴利,股市价格不致于发生大的波动,公众投资者的利益基本不会受到损害。对于这一规则,我国股市的实践已有了运用的实例。^①这一规则应在上述《办法》中得以明确,则这样证管部门也可以从个案的审批工作中解脱出来,有利于监管工作的公开化、法制化。

但如果国有股、法人股在协议转让后仍将参与流通,则收购者在其持股比例达到法定数目时,因此仍应发出强制性的公开收购要约,证券管理部门不应豁免这种要约义务。因为这时的国有股、法人股如同可自由流通的个人股,投资者容易通过不正当交易牟取暴利,损害公众投资的利益。因此,未来的《办法》应对此作出明确的规定。

在这里还需注意的是,投资者在发出全面收购要约时,由于它只可能针对个人流通股,仍应允许其同时协议收购目标公司的国有股与法人股。据此,《证券法》草案第七十四条的规定“采取要约收购方式的,收购人在收购要约期限内,不得通过要约规定以外的形式和条件买卖被收购公司的股票”值得商榷。笔者认为,应把该条中“被收购公司的股票”改为“被收购公司的同类股票”,并明确规定要约收购个人股与协议收购法人股、国有股可以同时进行,但必须严格遵守有关法律、法规,充分及时地披露信息。

第三,协议收购国有股、法人股必须建立相应的信息公开制度。这是证券市场公开原则的基本要求,目的在于使公众投资者在充分、平等地获取信息的基础上,及时作出正确的投资决策。在收购协议达成之后,收购人必须作出书面报告并予公告,披露其协议收购的目的以及该部分股权是否再参与流通等问题。在未作出公告前,不得履行收购协议。这些措施都是为了有效保护公众投资者的利益。

第四,协议收购应当与证券交易所的交易机制相协调。在协议转让股份的特定期间内,如在协议公告后履行前,上市公司股份应当停止交易。否则,将会对目标公司股票价格产生较大影响,不利于稳定股市和保护投资者利益。

第五,对法人股的转让价格,应允许协议双方自由商定,体现意思自治原则;(下转第61页)

^① 指珠海恒通实业股份有限公司协议收购棱光实业股份有限公司35.5%的国有股权,虽然其持股数量已超过了发行在外普通股的30%,但因涉及不流通的国有股,因此中国证监会豁免了恒通的强制收购义务。“康恩贝控股浙凤凰”一例中,证监会也运用了豁免权。