

## 强制要约收购制度的正当性 及其边界

林 海\*

**摘要:**一个有效率的收购法律制度,能够实现资源的重新调整 and 有效配置,实现整体社会收益大于成本的安排。上市公司收购制度的核心是交易自愿原则,单公众股东在信息、资金和谈判能力等各方面都处于弱势,制度上需要对交易自愿原则进行一定限制。强制要约收购作为一种监管介入举措,也应当遵循这一经济规律,否则就可能造成监管过度 and 效率折损。强制要约收购的主要考虑是公平,要约豁免则体现了效率。未来制度改革,或应更多地取消行政许可,将豁免事项转化为可识别、可拆细、可举证的客观标准,减少主观裁量和判断。

**关键词:**强制要约 收购 要约豁免

每一个投资者手里都有一定比例的股份,代表着财富,更代表着投票的权利。收购和对收购的监管,就是基于这些股权的影响力产生的。说到底,强制要约收购是围绕控制权转移前后的收购价格

---

\* 法学博士,现供职于全国中小企业股份转让系统法律事务部(董办)。

差异而产生的安排。一般来说,收购人会采取“两段式收购”方式进行收购;为获得控制权,付出相对较高的价格。完成收购后,对其余投资人再支付相对较低的价格。<sup>[1]</sup> 一般来说,越是缺乏谈判能力,越希望避免成为后一段的被收购人。因而,中小股东在控制权转移前后,往往争先恐后地将股份卖给收购人,从而引发了价格不对等问题。

另外,控制权变更之后,原有的公司经营方针也可能发生根本变化。利益分配机制和公司治理结构,都可能发生重大变更。这些变化对于某些投资者来说,是难以接受的。特别是表决权较少的中小股东,这个时候总能希望“用脚代替手投票”,用比较好的价格离开公司。因此,这既是有关收购这一重大信息的知情权问题,又是关乎投资者对于公司经营的参与权(也包括了决定不参与)的问题。

基于此,英国证券监管部门早在1959年即对强制要约收购的现实需求作出了回应。1959年颁布的《昆士伯雷法典》(即几年之后的《城市法典》)首次规定了要约收购的强制性义务。具体来说,一家上市公司,其三成以上的股权掌握在收购者手中时,就必须作出要约收购的强制性安排,并通知其他股东自己下一步准备购买股份的意图。这一制度设计的意义在于,控制权转移时,产生的溢价,其余股东都有机会分享。而且,中小股东一旦对新出现的控股股东产生怀疑,随时都可以离场。

在我国,1993年出台的《股票发行与交易管理暂行条例》对于强制要约收购进行了规定。1998年颁布的《证券法》,以及2005年修订的《证券法》,均沿用了《股票发行与交易管理暂行条例》的立法框架。从权益变动披露和强制要约收购两个方面,对交易自由原则进行了限制。以此为上位法依据,《上市公司收购管理办法》还专门针对强制要约收购及其豁免进行了规定。

尽管收购人通过何种方式购买上市公司股份,乃至获得控制权,原本都应当是市场主体自治的行为,但是由于上市公司股份的涉众性,以及公众股东保护的需要,采取相应的行政措施有其正当价值。不过,从

---

[1] 霍一峰、孙玉金:《我国上市公司强制要约收购制度的反思——从〈证券法〉第九十六条的比例收购谈起》,载中国证券业协会编:《创新与发展:中国证券业年论文集》,中国财政经济出版社2013年版。

另一个角度来看,对于收购的行政介入也应当有个边界。行政监管必须在有限的范围内才能保持正当性,违反了行政必要性原则,难免构成监管权的滥用,并制约市场的活力与发展。我们或许可以说,强制要约收购制度是对自愿收购行为的监管介入。而强制要约收购的豁免,则是对监管权力的限制。如何把握好监管介入的边界,做到充分监管和有限介入,这是值得深入思考的理论问题,更是需要制度层面作出精巧设计的现实呼唤。

### 一、强制要约收购体现的监管理念

对于收购的监管,类似于“量体裁衣”。根据收购方式的不同和收购持股比例的差异,对于收购人可以施予不同层次的监管措施。监管措施主要包括持股变动披露的监管和要约收购义务的监管。<sup>〔2〕</sup> 对于其中的区分和措施的选取如下图所示:

监管方法	收购方法	相应规范
权益与披露	交易所	(1)5% 的持股比例
	协议	(2)5% ~20% 的持股比例 (3)20% ~30% 的持股比例
要约与收购	整体要约	自愿发出全面要约
		以协议方式持有上市公司 30% 以上股份,对超过 30% 部分的收购不申请豁免或未获得豁免
		以间接方式控制达到 30% 以上股份
	部分要约	通过证券交易所持有 30% 以上股份且继续进行收购的 (5% 以上的要约比例)
		30% 以上的公司权益(协议与证券交易所方式除外)
		30% 已被间接受购,没有进行全面要约,所持比例有所减少,但人数不减

〔2〕 郑成:《上市公司收购的商法解读》,载《环球法律评论》2013 年第 5 期。

### (一) 强制要约收购制度体现的监管原则

发生收购时,中小股东应当有权“提出异议并作出选择”。如果控制方发生了改变,持股较少的股东应当有机会决定,是出售其股权,还是继续留在公司里。因为,公司一旦被收购,管理效率很有可能降低,这对于所有留下的股东,都会有潜在影响。<sup>[3]</sup> 用英国并购委员会原副总经理 Peter Lee 的话说,“当公司的控制权发生改变,持股较少的股东们的权力会有所减弱,发言和表决的机会会减少,难免被新控股的股东打压。如果一家汽车生产公司正面临转型,以后发展成军备武器的生产公司,其员工不愿待在公司里,可以辞职;那么,那些股东渴望离开公司,应该怎么办呢? 应当允许他们有某个途径,体面地退出公司”。<sup>[4]</sup>

因此,在收购中应当给予中小股东平等的参与和退出机会。为此,上市公司收购或许应当遵循以下原则:

第一点,股东有权平等地获取信息。收购人以要约方式进行收购,就是一种信息的全面传递。英国《城市法典》中有这样的条文规定:尽管标的公司股东类别各异,但是对于不同类型的股东,要约的条件也应该尽可能的相似。收购方应当披露收购相关信息,并及时传递给受要约人。我国《股票发行与交易管理暂行条例》第 48 条、52 条和《证券法》第 85 条也进行了相似规定。<sup>[5]</sup>

第二点,受让股份应当符合比例原则。如果收购人进行的不是全面要约收购,而是部分要约收购,那么收购方想要购买的股份少于股东拟售出的股份数量时,购买就必须按比例公平进行。我国《股票发行与交易管理暂行条例》第 51 条第 3 款规定:“收购要约人要约购买股票的总

[3] William D Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 Harvard Law Review, 515, 1965.

[4] Proof Committee Hansard, *Joint Committee on Corporations and Securities*, Australia Parliament, 15 March 2000.

[5] 《股票发行与交易管理暂行条例》第 48 条规定:“发起人以上的任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到 30% 时,应当自该事实发生之日起 45 个工作日内,向该公司所有股票持有人发出收购要约。”第 52 条规定:“收购要约发出后,主要要约条件改变的,收购要约人应当立即通知所有受要约人。”另外,根据《证券法》第 92 条的规定,“收购要约中提出的各项收购条件,适用于被收购公司所有的股东”。应该说,我国收购立法中比较全面地贯彻了全体持有人规则。

额低于预受要约的总数时,收购要约人应当按比例从所有预要约人中购买股票。”不过,值得注意的是,我国现行《证券法》对于全面或部分要约收购尚缺乏明确规定,对于比例受让也缺乏具体的规定。

第三点,价格平等和最高价规则。在收购中,股东有权平等地向出价最高者出售,且在价格方面享有平等权,这就是股东平等待遇原则。如果要约人在要约期间内提高收购价格,那么,该价格也必须适用于所有的受要约人,不论受要约人在此之前是否已经对前一价格进行了承诺。对此,我国《证券法》第85条和88条中已经有了充分的体现。<sup>[6]</sup>

而强制要约收购制度为什么会被设立,或许正是考虑到,在并购过程中,既要注重契约自由,又要对收购人义务的强行性进行保证。这样一来,收购方与原持股方,不论所收购比例为多少,其利益冲突都应当得到均衡。即使持股比例较少的股东的权益,也不会受到太严重的损害。这一制度有以下几个特点:

一是以持股比例作为要约义务的触发点。在设立了这一规定的一些国家与地区,对目标公司的一定程度股份的持有,称为“触发点”或“临界点”。一旦该公司的股份被收购方掌握到一定程度,满足“触发点”的要求,就必须进行强制要约,法律规定的豁免情况除外。但是每个国家和地区有着不同股权集中程度和市场结构,会影响触发点的设计。而且,市场是否成熟,对于这些国家及地区的触发点设计,也有着深刻的影响。<sup>[7]</sup>

二是收购人应当作出特定的单方意思表示。目标公司的全体股东都是强制要约收购中有权得到通知、有权接受要约的一方。收购方的要约效力,从发出收购要约的那一刻开始生效。要约收购的时间届满前,接受了要约的股东,均可以按收购要约约定的价格将股票出售给收购

---

[6] 另外,《证券法》第93条还规定:“采取要约收购方式的,收购人在收购要约期限内,不得卖出被收购公司的股票,也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入被收购公司的股票。”因此,所有目标公司的股东均平等地享有相同的收购价格。由于我国《股票发行与交易管理暂行条例》第48条中规定,强制收购价格必须是法定两种价格之最高者,收购双方无权另行决定,因此不存在收购要约人在要约期内提高收购价格的问题。

[7] 刘毅、袁兰兰:《我国要约收购的缺陷性分析及对策》,载《投资研究》2003年第11期。

人。同时,应当遵守要约中关于收购的限制条款。

三是要约的期限确定性和内容法定性。强制要约收购是一种法定的义务,因此要约的期限和内容都要应当符合法律规定,包括什么时候发出要约,以及在什么样的程序下开展。除非强制要约收购义务被法律法规明确豁免,关于收购价格和期限的要约内容,是不可随意改变的。

总体来看,强制要约收购的制度宗旨,主要是为了保护持股较少的中小股东的权益。特别是考虑到,由于其持股份额少,信息来源单一,在决策方面受到的影响因素多,很容易受到大股东的掠夺,使得自身的权益受损,所以需要对其进行特别的保护。同时,考虑到公司控制权转移,可能出现股份溢价的情况——这一部分利益的分配中,亦不应当忽视中小股东的利益。或者,确保其退出公司时,能有有效的途径安排。

## (二)作为投资者适当性保护手段的收购监管

作为对“纯市场化”收购活动的一种限制,强制要约制度的正当性基础之一,是更好地保护中小股东利益。如前所述,目标公司的中小股东无论与控股股东相比还是与收购人相比,都处于弱势地位。因此,需要特殊的制度安排,让中小股东有机会获得更多的保障和帮助。

### 1. 中小股东处于弱势的表现

一方面,与持股比例较大的股东相比,自我保护能力不强,处于弱势地位。一些上市公司在被收购的时候,持股比例较大的股东往往利用丰富的信息与充足的资金,忽视、侵犯中小股东的权益。实践中,大股东甚至可以与收购方串通,进行价格操纵。特别是收购方往往急于求成,为了在最短的时间内完成收购的情况下,会采取向大股东实行“优惠政策”的办法。在公司控制权转移前后,一般还会有溢价现象,大股东会从中获得丰厚的利益。<sup>〔8〕</sup> 持股比例较少的股东,却缺乏相应的措施。当然,中小股东确实也存在急于行使权利的一面,甚至成为消极投资者(passive investors)。这使得公司所有人和管理人日益分离,股东大会中心主义名不副实,股东大会本身则可能被形式化,造成公司的大股东和管理层权力膨胀,进而影响中小股东利益的情况。

〔8〕 郑晨晖:《论我国强制要约收购制度中中小股东的保护》,华东政法大学硕士学位论文,2015年。

另一方面,与收购方相比,持股比例较少的股东,无法和收购方对抗。在进行收购的过程中,中小股东通常股权分散,缺乏组织,既无行动力,也难以知晓重点市场信息。同时,由于中小股东缺乏专业素质较高的人才帮助,很难全面深刻地分析和利用市场信息。这一切与收购方相比都相差甚远。收购方有着强大的经济实力,获得信息的多种来源。其搜集消息、了解行情的能力都十分强大。<sup>[9]</sup>特别是“两段式”收购中,小股东由于缺乏谈判力,往往争相将股权出售给收购方。

如此一来,不同国家都采取了措施来保护中小股东在收购过程中的利益,并以明文规定在了法规条例中。其中,最重要的条文之一是要约收购的强制安排。这一制度自20世纪60年代确立,渐渐普及到许多欧洲国家,以英国《城市法典》为基石和模板,法国、西班牙和比利时也根据自己的国情制定了相关规范,这其中也包括欧共体的相关指令,以及欧盟1990年后颁布的相关规则。<sup>[10]</sup>

## 2. 各国强制要约收购的核心理念

从各国立法和监管政策来看,强制要约收购的核心理念一般如下:

一是所有股东应该被平等对待。欧盟并购委员会在评论英国《城市法典》时提出,“平等对待每一个股东的基本原则,要求所有股东都应该有机会分享控制权转移时的溢价”。欧盟并购委员会在一份提案中这样表述:“为了保证所有股东平等被对待的权利,应该设置一个点以触发强制要约收购。”德国在1978年制定公司法的时候,特别提到了应当给予每个股东均等的待遇。在欧盟,欧盟第二版《示范公司法》随之规定:“同样地位的股东应当被平等对待”。在法国,股东的平等待遇原则被明确的规定在公司法中,并被看作是公司法的基本前提。

二是所有股东应当分享溢价。控制公司的权利一旦转让,就会出现溢价现象,每一个股东都应当能从中获得均等的利益,这一点是要约收购强制性制度的关键出发点。想要实现这一点,就要仔细衡量新获得控制权的股东与小股东之间的利益分配关系,特别是收购人出价购买小股

[9] 张雪晖:《公司收购中少数股东权益的保护制度研究》,华东政法大学硕士学位论文,2012年。

[10] 吴高臣:《目标公司小股东的法律保护——以要约收购为背景》,中国海关出版社2003年版,第117页。



东股份时,也应当遵守所谓的“公司资产原则”(The Corporate Asset Doctrine):持有不同比例股份的股东,无论大小,都拥有决定公司资产如何被利用的权利。<sup>[11]</sup> 因此,不只是影响控制权转移的大股东持有的是公司资产,应当被高价购买;那些小股东手上的股票,也应当得到一视同仁的对待。因此,收购人应当向其余的所有股东发出收购要约。这样一来,对于转让公司控制权而出现的溢价,中小股东将同样有分享的机会。

三是股东享有退出公司的权利。欧盟并购委员会认为,强制要约收购制度的目的在于“保护小股东,避免投机性的片面要约”。当公司控制权发生转移时,小股东往往难以真正实现其持有股份的实际价值。特别是新的控股股东改变经营方式和经营策略时,这些小股东应当有权利退出公司。此外,在公司控制权转移过程中,小股东为避免成为“两段式”收购中的后半段,竞相在市场上出售股份,从而造成预出售股份价格进一步降低,中小股东利益受到掠夺。<sup>[12]</sup>

### (三) 确保收购中公平与效率的平衡

如前所述,强制要约收购是对自愿收购行为的规范,而相关的豁免制度从相反方面制约了监管对收购的干预。这一制度之所以设立,目的就在于此:避免强制要约收购制度矫枉过正,纠正其对收购效率的影响。有研究证明,豁免制度是对强制要约收购的有效补益,是一种对于行政介入的合理克制。<sup>[13]</sup>

根据研究,想要考察通过收购获得控制权的股东在收购中的收益,一般有两个考虑方向:一方面,因为他们通过收购,控制了公司的发展方向,可以对上市公司的经营、管理和分配进行主导,从而获得直接的收益;另一方面,拥有控制权本身即会产生一定的私利(如通过配套融资、定向增发、关联交易或炒壳卖壳获得的收益)。换句话说,第一类是通过行使控制权、监督或干预公司管理而创造的收益,可称其为控制权总收益;第二类是直接获取的控制权私利。假设目标公司总股本为  $m$ ,原控

[11] 李永俭、刘思峰:《强制要约收购的运作机制研究》,载《财贸经济》2005年第10期。

[12] Cubbin, J. & Leech, D., *The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement*, *Economic*, Vol. 370, 1983.

[13] 傅玲娜:《法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究》,载《前沿》2010年第16期。



股股东持有股份数为  $n$ ; 发生强制要约收购后收购方作为控股股东创造的每股控制权收益为  $E1$ , 收购方可以获取的每股控制权收利为  $P1$ ; 原控股股东创造的每股控制权收益为  $E2$ , 原控股股东可以获取的每股控制权收利为  $P2$ , 则少数股东持有股份数为  $t(t = m - n)$ 。

根据相关研究, 一个好的上市公司的兼并收购, 应当导致出现  $E1$  大于  $E2$  的结果。这种情况将被认为是有效率的收购, 即在新的控股股东管理下, 公司资产可以更好地运转, 并创造更多经济价值。这种情况下, 控制股份的转移被认为是有效率的。然而, 如果行政干预过强, 导致收购成本过高, 例如触发无条件的强制要约收购义务, 那么将导致收购方的收购出价高于其通过收购能够获得的每股控制权收益。对于一个理性的收购人而言, 这种情况将不会发生, 除非其通过“私利”获得了补偿——而当炒壳、配股等私利的获得不再容易时, 更不会有收购人愿意付出超过  $E1$  (发生有效收购后获得的控股权收益) 的收购价格。换句话说, 由于强制要约收购制度的存在, 导致了有效率收购行为(其发生可以提高社会整体经济利益)无法发生的情况。<sup>[14]</sup> 在这一语境下, 豁免制度等对于行政干预的合理克制, 就有了存在的价值。

[14] 具体分析如下: 原控股股东所持每股股份的正常价值为  $E2 - P2$  (该价值实际为所有股东平等享有), 则原控股股东由于其所拥有的控股股份而享有的股份价值为  $n \times (E2 - P2)$ ; 原控股股东享有的控制权私利总计为  $m \times P2$ ; 由此可知, 原控股股东所持控股股份总价值为两者之和, 即  $n \times (E2 - P2) + m \times P2$ 。则原控股股东所持股份的每股实际价值相当于该值与总股份数之比, 即  $[n \times (E2 - P2) + m \times P2] / n$ , 通过数学运算可转化为  $E2 + (m - n) \times P2 / n$ 。该值实际为原控股股东愿意接受的最低收购出价。一旦收购方出价低于该价格, 即使收购是有效率的 (即  $E1$  大于  $E2$ ), 收购也将不可能发生。与此同时, 当  $E1$  小于  $E2 + (m - n) \times P2 / n$  时, 原控股股东不会接受该收购价格, 收购就无法发生。然而此时  $E1$  仍可能大于  $E2$  (根据前文分析,  $E1$  大于  $E2$  即表示收购如果能发生对整个公司而言是有利的, 也就是说此时发生的是有效率的收购行为)。也就是说, 当  $E1$  大于  $E2$  且  $E1$  小于  $E2 + (m - n) \times P2 / n$  时, 收购为有效率收购行为却不能发生。上述条件经过数学运算可以调整为:  $E1 - E2$  大于零却小于  $(m - n) \times P2 / n$ 。由以上推断分析可知, 当  $E1 - E2$  大于零却小于  $(m - n) \times P2 / n$  时, 上市公司收购为有效率收购行为 (其发生可以提高社会整体经济利益) 但却无法进行。参见傅玲娜:《法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究》, 载《前沿》2010 年第 16 期。

## 二、我国强制要约收购的历史与现状

### (一) 历史发展

1992年《深圳上市公司监管暂行办法》第48条第2款规定：“获得一家公司的控制权的股东须承诺向同种股票的持有人按同等条件提出收购建议并履行该建议。”“控制权是指拥有一家上市公司25%以上的股份或投票权”。这是强制要约收购制度在我国出现的立法雏形。1993年的国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》则正式确立了强制要约收购制度。下面将对强制性收购要约在我国的立法进程进行梳理，共分为三个时期：《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称《股票条例》）时期、《证券法》时期和《上市公司收购管理办法》时期。

#### 1. 股票条例阶段

对于强制要约收购，《股票条例》作出了以下规定：

一是明确收购主体为发起人以外的任何法人。这实际上把发起人自己和自然人排除在外。和现在的相关制度有所不同。<sup>〔15〕</sup>

二是确定了收购条件和收购价格。收购条件为“直接或间接的持有上市公司发行在外的普通股达到30%”。这是在我国立法中首次明确强制要约收购的触发点的规定。《股票条例》还规定了确定收购价格的两种方式：（1）以12个月为期限，在收购要约发出之前，购买的最高出售价格。（2）以30天为期限，购买同一公司股票，平均市场成交价。

这个阶段强制要约收购制度效仿的国家主要为英国。并没有结合我国当时的实际情况，可行性不够强。当时我国股市中股权分置现象严

〔15〕 据了解，当时之所以这么规定，主要是因为当时我国的上市公司绝大多数都是国有企业，国家股和法人股在公司股份中所占的比例很大。根据我国《公司法》的规定，股份有限公司的发起人认购的股份一般是30%，采取募集方式设立的，发起人认购的股份不应少于公司全部股份的35%，最高持股比例可达75%。所以若让发起人发出全面收购要约，则有可能把社会上的所有股份收回，最终导致公司退市。把自然人排除在外，则是出于对“私有化”的担心。

重,流通股的价格远远高于非流通股的价格。而在要约的收购价格上却并没有做出流通股和非流通股的区分,这导致收购人不会以收购流通股的价格去购买非流通股。因此,尽管当时《股票条例》尚没有关于豁免的详细规定,但监管部门对于涉及非流通股的强制要约收购,无一例外地使用了豁免的做法。<sup>[16]</sup>

## 2. 1998年《证券法》时期

20世纪90年代末,中国证券市场上市公司的并购,已经加快步伐。为了避免并购局面混乱,规范并购行为,1998年《证券法》在“上市公司收购”这一章对强制要约收购制度进行了专门的规定,规定了触发要约收购义务的条件:持有目标公司已发行股份的30%,继续收购则触发强制要约收购义务。至于要约价格,则没有做出具体规定。对强制收购要约的豁免,也仅规定由国务院证券监督管理机构另行规定。由于没有明确触发强制收购要约的收购方式,因而在实践中存在着一些理解和适用分歧。<sup>[17]</sup>

## 3. 1998年至2005年《证券法》对于强制要约收购条款的修改

为了推进《证券法》的实施,推动更实质性的公司重组,2002年颁布的《上市公司收购管理办法》及其一系列配套文件,对上市公司收购的要约定价、实施程序、信息披露及收购后上市交易条件等问题做出了一系列较为详细的规定,增强了要约收购的可操作性。随着2005年《证券法》和《上市公司收购管理办法》的修订,逐步建立了一些在股权分置改

---

[16] 马晓:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第48页。

[17] 1998年《证券法》第78条规定,上市公司的收购可以采取要约收购或协议收购的方式,但是在第81条却只规定了“通过证券交易所的证券交易”达到一定比例要引发强制要约收购,这实际上规定了以协议收购的方式收购的即使达到了强制要约收购义务的触发点,也不会引起强制要约收购义务。这一规定与1993年12月22日《股票条例》关于要约收购的规定不一致,也不符合强制要约收购制度保护中小股东利益的设计初衷。此外,虽然规定了豁免制度,但是可操作性不强。对可以豁免的适用情形、程序都没有具体细化的规定。由于没有规定如何确定要约的收购价格和区分流通股和非流通股的价格。如果回避了对强制性收购要约价格的确定方式进行规定,那么,这个制度无异于成为一纸空文。所以,当时整个证券市场并没有引起强制性收购要约的案例,只是出现了一些强制性收购要约的义务被豁免的公告。

革之后适用的规则,进一步活跃了收购市场,完善了要约收购制度。<sup>[18]</sup>

#### 4. 2002年至2012年《上市公司收购管理办法》的规则细化

2002年9月中国证监会出台了具有里程碑意义的《上市公司收购管理办法》。虽然1998年的《证券法》对于要约及豁免也有一定规定,但仅停留在原则层面,对于实践中的并购市场当事人和监管机构都不具有可操作性。2002年《上市公司收购管理办法》的出台规定了上市公司收购的各个方面,包括强制要约收购及豁免制度。证监会于2006年、2008年和2012年2月分别对管理办法进行了一定程度的修订。修订工作完成后,《证券法》过于原则性的不足得到了弥补,包含了更多具有操作性的规定。

一是提出“分类要约,分别定价”。对于强制要约收购的价格,考虑

---

[18] 从1998年《证券法》到2005年《证券法》,关于强制收购要约有关条款修订主要体现在以下几个方面:一是增加了对部分收购要约的规定。在2005年《证券法》修订之前,1998《证券法》奉行的是强制性全面要约收购方式。这种设计并没有考虑到我国证券市场股权集中和股权分置的实际情况。在股权分置的情况下,非流通股与流通股价格相差很大,因此上市公司收购的主要方式是用协议转让非流通股。相比之下,要约收购需要的资金成本和时间成本过高。因此,为履行义务而发出的全面要约收购往往是走过场,甚至有人为操纵股价的嫌疑——这一嫌疑并不是没有根据的,有研究表明,在要约收购期间,公司股票市场价格大多高于要约中的价格,而要约规定的期限届满后股价却一蹶不振,这就导致要约期间没有股东愿把自己持有的股份卖给要约人。制度的初衷原本是保护中小股东,然而在当时背景下保护功能非常有限。另外,强制全面要约收购在一定程度上牺牲了上市公司收购的市场效率,不利于发挥上市公司并购对于优化资源配置的功能。与强制性全面收购要约相比,按比例收购的成本则是收购人可控的,市场预期相对稳定,有利于提高收购的市场效率,能够推进控制权市场的市场化进程。二是2005年《证券法》对豁免的条件、程序和情形作出了详细的规定。尽管1998年《证券法》规定了证监会可以豁免发出要约,但对适用豁免的情形没有具体的规定,这使得豁免成了“为个案而定”的监管行为,牺牲了上市公司收购的效率,降低了收购的透明度和使之不具备可预见性。三是新增了按比例收购制度。2005年《证券法》特别规定了按比例收购制度,即在收购要约中约定收购人收购的股份数低于被收购的上市公司的股东拟出售的股份数时,收购人应当在收购要约中约定按比例收购。部分要约收购制度的确立使得收购人可以根据自己的意愿,向全部股东发出收购部分股权的要约。但是,当被收购的股东欲出售的股份数高于收购者打算收购的股份数时,收购者可能只会收购一部分股东的股份,剥夺了另一部分股东平等出售其持有股份的权利。因此,“按比例收购制度”的提出就是为了解决这个问题,要求收购人在进行部分要约收购时,向所有股东按同一比例收购其出售股数中的部分股份。

到我国股权分置的情况,“分类要约,分别定价”这一做法有利于区分流通股和非流通股,不必强求一致。值得说明的是,在股权分置改革完成后,市场恢复公司定价和价值发现功能,实现了同股同价,这一规定在2008年和2012年的《上市公司收购管理办法》中就不再出现。

二是大量增加了上市公司强制要约收购义务得以豁免的情形。这样大大降低了收购成本,也使强制要约收购的豁免有了规则依据。特别是2012年《上市公司收购管理办法》进行了如下修订:

(1)取消因发行行为引发的要约收购义务,以及这一情形下收购报告书备案的行政许可。<sup>[19]</sup>

(2)取消持股30%以上的股东在2%范围内增持引发的要约收购义务。<sup>[20]</sup>

(3)取消持股50%以上股东因小幅增持、因继承引发的要约收购义务豁免的行政许可。<sup>[21]</sup>

三是增加了上市公司收购的支付工具。根据《收购办法》,现金及依法转让的证券和其他替代物均可以作为强制要约收购的支付方式。支付方式的灵活性规定使得国际通行的并购手段,如定向发行、换股和回购等成为要约收购的支付方式。

此外,还引入了“一致行动人”的概念。在实践中,原有一些收购人通过关联人账户进行收购,以规避持股比例及要约收购义务。这一规定

---

[19] 参见2012年《上市公司收购管理办法》修改说明。

[20] 《上市公司收购管理办法》第63条第1款第2项规定了已持有30%以上股份股东每年2%自由增持的权利。根据证监会2008年9月对《上市公司收购管理办法》第62条的修订,持股30%以上大股东每年2%的自由增持,从原来的行为实施前审批调整为行为实施后审批。考虑这3年市场已经对30%以上大股东每年2%自由增持的规则比较熟悉,2012年修订中取消了事后审批,以进一步鼓励大股东增持其控股的上市公司股份的积极性。参见2012年《上市公司收购管理办法》修改说明。

[21] 《上市公司收购管理办法》第63条第2款第3项规定了已持有50%以上股份大股东在不影响上市公司上市地位情况下的自由增持的权利。《上市公司收购管理办法》第63条第1款第4项明确了因继承可取得豁免制度。《上市公司收购管理办法》第63条第1款第6项明确了因继承触发要约收购义务可提出豁免要约收购申请。考虑到这几年市场已经对上述规则比较熟悉,2012年修改取消此项审批,直接在交易所和中登公司办理相关事宜,并由律师就上述情形发表意见并披露。参见2012年《上市公司收购管理办法》修改说明。

使那些以明示或默示方式“一致行动”的收购人的股份合并计算,从而堵上了规避强制要约收购的漏洞,使中小股东的利益得到了更好的保护。

最后,明确规定协议收购也会触发强制要约收购义务。如前所述,市场对于协议收购是否能够触发强制要约收购存在疑虑。2006年的《上市公司收购管理办法》第30条专门规定协议等方式达到“30%红线”的,如不能申请豁免,也应当进行要约收购。<sup>[22]</sup>2012年的《上市公司收购办法》沿用了这一规定。

从目前的情况看,有多种收购方式可供选择。既可通过一对一的协议收购,也可在二级市场举牌收购,还可以采取主动要约收购,或者混合运作以上方式。与此同时,基于价值发现与投资目的的敌意收购也逐步增加。由此引发的收购与反收购、竞争性要约收购将会层出不穷,从而活跃控制权市场,使上市公司负责管理的高层面临随时被替换的压力,充分体现了控制权市场对公司管理层的行为约束。

#### 5. 2014年10月对于收购要约的修改

2014年修改《收购办法》的考虑,主要是进一步遏止虚假要约和欺诈性要约,并且取消对于要约收购的行政许可。一系列的调整说明,由于要约收购价格具有很强的时效性,上市公司股价易受各方面因素的影响从而不断变化。如果行政许可审核周期过长,要约价格就会偏离二级市场价格。由此可能迫使要约人提高要约收购成本,甚至会致使要约收购失败。修改的主要方面包括:

一是取消要约收购的行政许可,改为信息披露的事中监管机制。在收购人按规定报送上市公司收购报告书之日起15日后,有关要约收购的相关情况才可被公示。一旦发现要约收购报告书违反相关法

[22] 2006年《上市公司收购管理办法》第30条规定:“收购人按照本办法第四十七条拟收购上市公司股份超过30%,须改以要约方式进行收购的,收购人应当在达成收购协议或者做出类似安排后的3日内对要约收购报告书摘要作出提示性公告,并按照本办法第二十八条、第二十九条的规定履行报告和公告义务,同时免于编制、报告和公告上市公司收购报告书;依法应当取得批准的,应当在公告中特别提示本次要约须取得相关批准方可进行。未取得批准的,收购人应当在收到通知之日起2个工作日内,向中国证监会提交取消收购计划的报告,同时抄报派出机构,抄送证券交易所,通知被收购公司,并予公告。”

律法规,证监会会在第一时间通知收购方,这样的收购要约不得进行公示。

二是保留现行《收购办法》规定的提前公告机制。即在15日内对要约收购报告书披露的内容表示无异议,就可以告知要约收购人,将其立刻公告表示。

三是《收购办法》规定,如果一些收购内容是必须获得有关部门(包括监管国资的部门、主管商务的部门)的许可才可以执行的,应当在要约收购报告书摘要中,或在提示性公告中做出一些标志性的提示,经过批准后,才能公告报告书。

四是丰富履约保证制度,为适当降低收购人成本,本次修改新增了两种担保方法,分别为银行出具保函、财务顾问担保并承担连带保证责任两种履约担保形式。<sup>[23]</sup>

五是对于可以豁免的状况,对审批程序进行了简化,进一步提高审核成效。可以分为两种豁免情况:(1)因上市公司发行新股而取得控制权的情形;(2)一些金融机构,比如证券公司和银行等根据法律规定在从事经营的范围内开展承销与贷款等工作,导致其持有一个上市公司已发行股份超过30%的情形,相关方没有实际控制该公司的行为或者意图,并且提出在合理期限内向非关联方转让相关股份的解决方案的情形。

六是增加两项自动豁免情形,适应市场发展需要:(1)因履行约定式购回证券交易协议,购回上市公司股份导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%,并且能够证明标的股份的表决权在协议期间未发生转移的情形,给予自动豁免。(2)因所持优先股的表决权依法恢复导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行的股份的30%的情形。

## (二)我国当前强制要约收购制度的主要内容

我国当前收购制度是由2005年《证券法》确定框架、2006年《上市

---

[23] 实践中,因需取得外资准入批准、反垄断审查等事项,从收购人发出要约收购提示性公告到真正发出要约往往需要较长时间。在此期间,收购人无法动用已存入的履约保证金,承担了额外利息损失,增大了收购成本。市场普遍反映,履约保证金制度导致要约成本加大是投资者不愿以要约方式增持上市公司股票的重要原因。



公司收购管理办法》勾勒细节,2008年、2012年及2014年进行修改完善形成的。目前已经形成了比较完整的法律框架。

### 1. 自愿要约收购

收购人自愿选择以要约方式收购上市公司股份的,可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分或全部股份的要约。如果采取部分要约收购的方式,那么其预计收购的股份比例不得低于上市公司所发行股份的5%。采取这种方式,即使收购人要约收购后所持股份权益达到30%以上,也不会引起强制性全面要约收购义务。

### 2. 部分要约收购

通过证券交易所二级市场进行收购,或者采用协议的方式进行收购,使收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时,如果想要增加持股股份份额,应当采取要约方式。不过,这个阶段既可以进行全面要约收购,也可以进行部分要约收购。如果股东拟出售的股份,超过部分要约收购预计收购的股份,受让股份过程中应当遵守比例受让原则。

### 3. 披露爬坡规则

通过证券交易所证券交易,收购人及其一致行动人拥有权益的股份达到上市公司已发行股份的5%时,应当在该事实发生之日3日内编制权益变动报告书,向证券交易所和监管机构提交,同时通知相关上市公司,并向市场公告。在进行权益变动披露期间,该收购人持有的这家公司股票不得进行交易。此后,其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或减少5%,都应按照上述规定,进行报告与公告,缺一不可。在报告期限内和做出报告、公告后2日内,收购人持有的这一公司的股票亦不得进行交易。

### 4. 触发强制全面要约收购的条件

一是为了终止被收购公司的上市地位,使其退市。如果收购方系为了让被收购公司的退市而进行收购,需要选择全面要约的方式,根据收购要约约定的条件,将被收购公司的所有股份都收购进来。<sup>[24]</sup>

[24] 郑晨晖:《论我国强制要约收购制度中中小股东的保护》,华东政法大学硕士学位论文,2015年。

二是间接收购引发全面要约。收购人通过投资关系、协议、其他安排等间接方式,导致其拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%的,那么收购人需要发出全面要约,并通知所有股东。未在30日内发出全面要约的,应当将其拥有权益的上市公司股份减持至30%或者30%以下,并自减持之日起2个工作日予以公告。

#### 5. 董事会义务

一是中立义务:不得对公司价值造成重大影响。收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,除了继续从事正常的经营活动或者执行股东大会决议外,被收购的公司不得任意进行资产重大处置行为,董事会如欲开展诸如担保、借款等行动,或调整公司内部资产与外部投资等事务,应当经过股东大会的同意,不得影响公司的权益与资产状况。<sup>[25]</sup>保持公司仍然“有价值”,既是对收购人进行保护的考虑,又是对未及转让股份的中小股东利益进行保护的设计。防止在大股东转让股份后,公司价值及股价出现大幅跳水的情况。

二是诚信义务:对收购人的调查义务。被收购的公司的高层管理人员,如董事和监事等,都在忠诚和勤勉方面负有一定的义务,他们需要充分了解收购方是否有资格、具有什么样的目的和资信状态,仔细考虑要约需要什么条件,对股东是否接受要约提出建议,若股东想从专业方面进一步了解,可聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购方发出公告的20天内,被收购的公司董事会作出的报告书与财务顾问给出的意见,需由该公司的董事会予以公告。如果上市公司的董事没有履行忠实和调查义务的,或者是有不当企图,我国证监会采取适当的监管措施,如监管谈话、出具警示函、认定为不当人选等。<sup>[26]</sup>

#### 6. 以反掠夺为主旨的义务安排

掠夺(looting)是指收购人在收购过程中利用资金或信息优势,或与被收购公司控股股东串谋,夺取公司资产或中小股东利益的行为。我国现行制度对于防止恶意收购进行了以下两方面的规定。

一是被收购公司控股股东或实际控制人的义务。上市公司的控股

[25] 同注[24]。

[26] 张媛春、李善民:《强制要约收购与中小投资者保护》,载《经济管理》2009年第6期。

股东想要将其股份以协议的方式转让给收购人,需要充分调查收购人的资金来源、信用状况及收购意图,并要求其披露在权益变动报告书里。被收购公司的控股股东或者实际控制人的股份转让行为若有可能对公司产生危害,或损害其他股东的利益,应自觉消除损害,若不能在正确时间做出应对,可以考虑充分有效的履约担保或安排,同时取得被收购公司股东大会的批准。

二是收购人的义务。收购一方不能利用收购的机会,损害被收购公司及其股东利益。想要对上市公司进行收购,不得有以下情形:收购方负债严重,期限届满,但没有及时清偿且处于持续状态;收购方在近3年里有过涉嫌有重大违法行为;近3年里收购方在证券交易市场有严重失信行为;收购方作为自然人,存在《公司法》第146条规定的情形。<sup>[27]</sup>

### 三、制度分析:对收购负外部性的制约

#### (一)上市公司收购可能造成的负外部性

按照以往呈现的收购类型,协议、要约和集中市场竞价交易等三大收购类型,基本占据了收购市场的主流形式。从各国立法情况来看,之所以需要监管者介入原本属于自由交易领域的收购关系,很大程度上是因为收购本身存在对上市公司及其股东产生的负面影响和不公情况,需要以外力介入进行调整。

一方面,上市公司收购对于整个市场确有正面影响:一是收购形成的公司控制权交易市场,能使公司资源流向最优化利用该资源的收购人手中,流向更为擅长管理的经理人或控股股东的手中,从而实现资源的

---

[27] 《公司法》第146条规定:“有下列情形之一的,不得担任公司的董事、监事、高级管理人员:(一)无民事行为能力或者限制民事行为能力;(二)因贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序,被判处刑罚,执行期满未逾五年,或者因犯罪被剥夺政治权利,执行期满未逾五年;(三)担任破产清算的公司、企业的董事或者厂长、经理,对该公司、企业的破产负有个人责任的,自该公司、企业破产清算完结之日起未逾三年;(四)担任因违法被吊销营业执照、责令关闭的公司、企业的法定代表人,并负有个人责任的,自该公司、企业被吊销营业执照之日起未逾三年;(五)个人所负数额较大的债务到期未清偿。”

优化配置。二是能充分体现上市公司股价的信号功能。经营业绩的好坏,会在证券市场上由该公司的股票价格真实地反映出来。收购会推动股价变化,从而帮助投资者判断公司的运营情况,和收购后提升公司运营业绩的空间。三是对于现任经理人起到约束和警示作用。由于存在着公司控制权市场的竞争,在位的董、监、高等经理人员客观上必须尽职尽责,追求公司利益最大化,从而降低公司的代理成本。

另一方面,上市公司收购过程中也可能出现不公的情况。具体而言,在集中竞价交易中,虽然遵循“价格优先、时间优先”的原则,基本可以做到过程公开、时间连续、价格合理。但是这种收购方式有效的前提,是信息对市场的即时可得,并由市场消化吸收这些信息,且反映在证券价格上。<sup>[28]</sup>但是,在未受规制的情况下,收购人很可能为了以较低的价格在公开市场上大量吸纳目标公司的股份,而选择封锁其正在大量收购目标公司股份及其收购意图等重大信息,从而导致集中竞价市场上的价格偏低,并损害目标公司股东的利益。

在协议收购方式下,也存在收购人掠夺中小股东利益的情况。特别对于仍然留在目标公司内的中小股东,掠夺的程度最甚。<sup>[29]</sup>收购人获得控制权后,除了进行资产重组外,还可以借机掠夺中小股东的利益,其方法包括掏空资产、资产剥离、获得目标公司的知识产权、掠夺公司商业机会以及关联交易等。<sup>[30]</sup>否则,收购人是不愿意支付高溢价的。在高溢价在协议收购中被大股东享受的同时,中小股东却要承受受损的后果,显然是不公平的。

在要约收购过程中,其实也存在不公平的问题。当收购人采取两阶段要约收购(two-tier takeover bid)的收购方式时,在前一阶段收购人先以较高的出价收购足以获得公司控制权的股份(如50%以上),待获得控制权之后再以较低的出价来收购目标公司剩余的股份。这种方式对于信息不对称的中小股东而言是具有压迫性的。因为出于对两阶段

---

[28] 符启林:《中国证券交易法律制度研究》,法律出版社2000年版,第133页。

[29] 对此, Lucian Bebchuk 于1994年在《公司控制权出售中的效率与非效率》一文中有详细分析。See Lucian Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, 1994.

[30] 同上注。

要约收购的担心,中小股东通常会不得不接受一个对其不太有利的收购要约。<sup>[31]</sup> 为了规制前述不公平与无效率的情形,进行监管是非常必要的。

此外,收购也可能造成一些市场失灵的现象,导致资源错配。这个问题可以区分为外部不经济和内部不经济两个方面来看。外部不经济体现为,上市公司收购可能导致垄断、侵害债权人利益、侵害员工利益等。这种情况下,虽然市场机制自身运作是良好的,但是在市场交易主体与其他社会主体之间,也可能因为上市公司收购出现相关后果。

至于内部不经济,则体现为“无效率公司收购”。原因有以下三点:一是集中竞价交易收购过程中存在着因为收购人隐瞒了重要信息,而导致的无法形成有效市场的问题;二是协议收购过程中存在收购人掠夺“留守”中小股东利益的情况;三是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问题(pressure-to-tender problem)及“绑架效应”。这种情况下,市场机制自身出现失灵,需要政府加以适当干预。<sup>[32]</sup>

## (二) 对于“纯市场化”收购进行限制的两种思路

因此,在各国收购领域相关立法中,前述规制目标都有体现。例如,英国《收购与兼并城市法典》就认为其目标是:“在要约收购的场合,平等对待所有股东;以及为收购的有序进行提供制度框架。”在美国联邦收购立法和欧盟收购立法中,也规定了规制的目标是“保护中小股东利益的同时,维护公司控制权市场的有效运行。”<sup>[33]</sup>

问题是,应采用何种模式来实现上述的规制目标。在这一点上各国存在分歧。美国以及受其影响的其他国家和地区采用了市场化的规则,对于上市公司收购行为的规制主要奉行“规则中立”的立场,无意通过规则影响收购各方对收购利益的分配结果,如目标公司控股股东可以收

[31] James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, *Securities Regulation*, Little Brown Company, 1991, pp. 927-928, 转引自张舫:《公司收购法律制度研究》,法律出版社1998年版,第101~102页。

[32] 吕文娜:《上市公司强制要约收购制度研究——质疑强制要约收购制度在中国存在的必要性》,中国政法大学硕士学位论文,2006年。

[33] *European Takeover Regulation*, Cepr, Cesis, 2003.

购人愿意的任何高价出售其控制股份,其他中小股东无权从中分享到任何好处,监管层也保持克制不介入的态度。

而英国以及受英国影响的其他法域则采用了“平等机会原则”,其核心在于通过有倾向性的收购规则,对收购利益在收购各方进行更公平的分配。如在控股股东高价出售其控制股份的场所,其他中小股东也有权以此同等高价向收购人出售其所持有的股份。这两者的差异,在制度上的主要表现之一,就是前者没有采用强制要约收购制度,而是采用自愿为主的规制方式。我们知道,要约收购制度从来不是孤立的单行规则,需要规则体系与制度环境予以配合。在英国,收购委员会围绕这项制度,建立起来了一整套规则体系。<sup>[34]</sup>

值得一提的是,以强制要约收购制度为代表的规制介入并不是完美的。有研究表明,这一制度虽然可以阻止因强压性问题导致的无效率要约收购,也可以阻止无效率协议收购。但是,它无力阻止因“绑架效应”引起的无效率要约收购。而且,还造成了一系列负面影响,例如,令大量“有效率公司收购”无法成功完成、对目标公司中小股东保护过度、不利股权分散型上市公司的治理以及大型机构投资者的长期投资等。<sup>[35]</sup>

为了减轻该制度的负面影响,许多国家对于强制要约收购采取了一些“改良”或“软化”,并采取了一系列豁免条款。例如,在奥地利,收购价不得低于在获得控制权之前6个月内的目标公司股份的市场平均价,或不得低于收购人在达到触发点公开强制要约收购之前12个月内获得股份所支付的最高价的85%——这实际是一种“打折”,避免给收购人太重的经济负担。在意大利,可以用股票作为强制要约收购的支付方式——只要这些股票在欧盟范围内的官方证券交易所挂牌交易即可。<sup>[36]</sup>此外,各个国家也设计了多种可以免于使用强制要约收购的豁免情形,为收购人提供制度弹性。

---

[34] James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, *Securities Regulation*, Little Brown Company, 1991, pp. 927-928, 转引自张舫:《公司收购法律制度研究》,法律出版社1998年版,第101~102页。

[35] 苗华:《中国上市公司收购的证券监管研究——以后股权分置时期为背景的比较研究》,对外经济贸易大学博士学位论文,2007年。

[36] 颜承伟:《试论强制要约收购豁免的实质条件》,载《法制与社会》2008年第3期。

### (三) 我国强制要约收购制度对收购进行的限制

应该说,我国当前收购制度既包括了英国式的强制要约收购,又包括了美国式的自愿要约收购。同时,也设计了爬坡规则和董事会的反收购权力,可以说,是力图吸收各国经验以实现最完善的投资者保护的立法模式。但是,这一制度的目标与其监管规制,以及对收购人交易自主权利限制的程度相比,是否符合比例呢?下面择要进行梳理和分析。

#### 1. 收购人为何不愿进行自愿要约

自愿要约不以触发强制要约的 30% 为前提。收购人可以在未达 30% 之前即对所有股东采取部分要约方式进行收购。这一制度表面上鼓励收购人自愿要约,但实际上意义不大。因为,收购人在持股比例未达 30% 之前,要求其采取要约方式:一方面成本较高;另一方面可能会“打草惊蛇”,导致收购对象提高收购价格,还提前将自己暴露在其他收购竞争对手的目光之下。目前,从交易所通过公开交易方式购买股票,或是通过协议收购方式从大股东手中获得股份,成本都低于要约方式。因此综合来看,自愿要约并不为大多数收购人所选用。

尽管《上市公司收购管理办法》第 46 条规定了要约收购为“交易所外”进行收购的唯一方式,但是,这一规定不是绝对的。<sup>[37]</sup> 随着场外市场的发展,交易方式的多样与多元,“公开求购”的途径将难以禁绝。在现行制度对于自愿要约收购“优惠”不足的情况下,如果想让大众对自愿要约收购制度完全接受并一直采用,那么它的优势必须比其他收购方式要更明显,使用带来的益处也需要更大,才可能更“得人心”。

#### 2. 对收购进行限制是否符合比例原则

根据《证券法》第 88 条和 96 条的规定,对于要约收购,有两种不同的方式:一种是部分要约收购;另外一种是全面要约收购。采取前一种,则打算收购的股份比例必须高于该上市公司已发行股份的 5%。部分要约收购制度的设立目的,是便于让那些只打算收购部分股份的股东,根据自己的收购计划进行部分收购的要约。但是,为了保证受要约者的平等出售权利,规定了“按比例接纳”原则。即收购人只能按要约中所

[37] 《上市公司收购管理办法》第 46 条规定:“除采取要约方式外,投资者不得在证券交易所外公开求购上市公司的股份。”



确定的比例接纳每一应约股东的股份。<sup>[38]</sup>但是,现行制度没有就应约数份超过其欲收购的股份数时,应如何贯彻“按比例接纳”原则进行规定。这里存在的问题是,如果按照规定的某一个比例进行收购时,难免会出现部分股东的可售股份低于比例确定的数量,而无法依约收购的情况。出现这种情况时,是否可以让持股更“富余”的股东来“补足”,以其持有的多余股份出售给收购人,从而在一定程度上突破比例原则呢?对此问题,现行规定尚不够明确,有待得到更好的解决。

### 3. 间接收购会不会引发全面强制要约收购

由于我国股权集中的缘故,在我国证券市场上,收购人经常通过收购上市公司控股股东的股权,从而实现对目标公司的间接控制。针对这种收购方式,2006年《收购管理办法》特别增加了“间接收购”一章。英国与美国也有这种收购现象。例如,收购人为A,上市公司的控股人为B,上市公司为C。在美国,当出现A收购B的股份,实现对C的控制权收购时,A对C公司及其股东承担的主要是信息披露义务,并不发生相应的强制要约收购义务。而在英国,情况就有所不同,当A收购B的股份实现对C的控制时,A对B公司及其股东、C公司及其股东都存在直接收购关系,因此需要向C公司其他股东发起强制全面收购要约。<sup>[39]</sup>

对此,我国借鉴了英国的做法,限制了间接收购人的部分权利,要求其在持有股份达到或超过公司已发行股份的30%时,就必须对这个公司的所有股东进行全面要约。对于这一要约要求应当这样理解:这只是限制了收购人的部分权利,对其课以强制要约收购义务。当时的立法者可能认为,控制权转移可能造成谈判优势转移,导致C公司的中小股东会因B公司受到收购,而丧失退出的权利。但是,由于现实中股权结构错综复杂,A收购B后,对于C的中小股东而言,控股人仍然是B,如果B发生了侵害中小股东的行为,那么完全可以用大、小股东制约的法律关系来进行对抗,而不是用A与C公司中小股东之间的关系进行调整。有一种声音认为,收购人与C公司的股东之间并不是收购关系,而只是

[38] 吕文娜:《上市公司强制要约收购制度研究——质疑强制要约收购制度在中国存在的必要性》,中国政法大学硕士学位论文,2006年。

[39] 苗华:《中国上市公司收购的证券监管研究——以后股权分置时期为背景的比较研究》,对外经济贸易大学博士学位论文,2007年。

简单的侵权可能,不应当适用间接强制收购来进行调整。<sup>[40]</sup>

#### 4. 触发点规则有时反而保护了大股东利益

从以往的要约收购制度情况看,虽然其出发点是保护公众股东利益,但是这一制度在实践中,有时反而有利于大股东保护自己的控制权。<sup>[41]</sup>当收购人取得目标公司的控制权后,如想巩固控制权的,就应当继续进行要约收购,这很大程度上给了收购人相当大的压力,并增加了较大的财务成本。对于那些想要保护自己控制权的大股东来说,触发点规则可能是一种对抗其他收购者的良方。<sup>[42]</sup>有研究提出,如果允许收购人不受强制要约收购触发点(trigger point)有关部分要约收购上限的限制,实施自主决定份额的部分要约收购,或将更好地推动收购发生,从而使少数股东有更好的机会,来分享控制权溢价或者获得其他出路。<sup>[43]</sup>

有观点认为,目前以30%为触发点的设计,实际是对大股东有利的。因为到达30%之后,收购人不得不发出收购要约,全部或者按比例地收购剩余股份——而长期苦恼于难以套现的大股东,也就能够得以将手中持有的股份“按比例”地出售给收购人,从而摆脱了长期以来的限售限制,也降低了其套现的成本。而对于持有不受限股票的中小股东而言,其出售给收购人的股份,实际在二级市场上原本就是可以自由流通的。任何时候都可以在任何价位出售,因而强制要约收购并没有对其产生特别的保护与优惠——反而强迫其进入不对等的谈判之中。<sup>[44]</sup>

---

[40] 同注[39]。

[41] 郑展晖:《论我国强制要约收购制度中中小股东的保护》,华东政法大学硕士学位论文,2015年。

[42] 胡汝银:《从要约收购案例看完善购并法律的必要性》,载《证券时报》2003年8月28日版。

[43] 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32页。

[44] 叶敏、朱冬云:《论我国上市公司强制要约收购制度之完善》,载《学术交流》2012年第12期。

#### 四、豁免:对收购自愿限制的再限制

虽然强制要约收购制度存在不少的不完善之处,但这一制度还是被多数国家所选用。不过,各成熟国家立法例也大多注意到,这一对于收购自愿的限制本身应当加以限制,以强制要约收购豁免等方式,确保对于收购的限制不那么严苛,为收购人采取收购行为,留出免受强制要约收购等行政干预的路径和空间。

##### (一) 强制要约豁免何以存在?

可以说,强制要约收购制度是对自愿收购行为的一次限制,而强制要约收购豁免制度则是针对强制要约收购制度进行的又一次限制。那么,强制要约豁免制度为何是必要的,又体现了何种价值与原则?

##### 1. 监管有限

豁免制度背后的机理并不复杂。从根本上说,是因为无论采取何种交易方式,收购公司的股份,乃至获得上市公司的控制权,都是公司意思自治与市场自由行为。但是,由于上市公司的涉众性,以及公众股东保护的需要,采取相应的行政审批有其正当价值。然而,行政监管必须在有限的范围内才能保持正当性,违反了行政必要性原则,就会构成监管权的滥用,并制约市场的活力与发展。以强制要约收购制度为例,可以说,这一制度是对自愿收购行为的监管介入。而强制要约收购的豁免,则是对监管权力的再次限制。因此,如何把握好监管介入的边界,做到充分监管和介入有限,是各国资本市场监管部门面对的共同难题。<sup>[45]</sup>

在《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14号)中,提出了加快推进审批制度改革:“取消下放部分审批事项。系统梳理企业兼并重组涉及的审批事项,缩小审批范围,对市场机制能有效调节的事项,取消相关审批……对上市公司要约收购义务豁免

---

[45] 根据傅玲娜的分析,如果收购的成本高于某个临界值,收购方出价将低于出售股份的收益,那么即使收购是有效率的、对社会公众有益的,收购也将不可能发生。参见傅玲娜:《法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究》,载《前沿》2010年第16期。

的部分情形,取消审批。”

2014年10月,为了贯彻这一主张,《上市公司收购管理办法》即进行了修改,简化了两种情形的豁免程序:一是因取得上市公司发行新股而取得控制权的情形;二是对于证券公司、商业银行等金融机构,在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务,导致其持有上市公司已发行股份超过30%的情形,相关方没有实际控制该公司的行为或者意图,并且提出在合理期限内向非关联方转让相关股份的解决方案的情形。<sup>[46]</sup>

同时,相关规则的修改,增加了两项自动豁免情形:一是因履行约定式购回证券交易协议,某股东购回上市公司股份,导致投资者在一个上市公司中持有的股份,超过了该公司已发行股份的30%;在这种情况下,如果相关股东能够证明,其购买的股份的表决权,在协议期间并未发生转移,那么即给予自动豁免。二是因所持优先股的表决权依法恢复,导致投资者在一个上市公司中持有的股份,超过该公司已发行股份30%——这种情形下,也可以自动适用豁免。不难看出,这四种情形的豁免许可简化与豁免自动生效,都体现了监管有限和简政放权的原则。<sup>[47]</sup>

## 2. 控制权溢价归属

我国证券市场发生的上市公司收购案中,正是由于强制要约收购义务规制得过强,原本应当成为例外情形的豁免,变成了收购环节中经常发生的步骤。虽然,豁免作为对强制要约收购义务的例外,表面上看是有益于收购人的,因而或许不利于中小股东利益;但是从实践效果看,符合特定条件的豁免,反而可能更有效地保护控制权溢价,使收购成本得到较好的控制,使收购人更有动力通过收购整合资源,从而客观上促进控制权市场的活跃、公司治理的改善和运营收益的提升,最终更好地达到保障中小股东利益的目的。

有研究表明,一味强调少数股东在公司收购中应当加强保护,而不

[46] 《〈上市公司收购管理办法〉(2014年修订)新旧版及征求意见稿对比解读》,载 [http://blog.sina.cn/dpool/blog/s/blog\\_da17d1980102v557.html](http://blog.sina.cn/dpool/blog/s/blog_da17d1980102v557.html), 2017年2月28日访问。

[47] 《〈上市公司收购管理办法〉(2014年修订)新旧版及征求意见稿对比解读》,载 [http://blog.sina.cn/dpool/blog/s/blog\\_da17d1980102v557.html](http://blog.sina.cn/dpool/blog/s/blog_da17d1980102v557.html), 2017年2月28日访问。

区分触发强制要约收购义务的具体情形,对收购方和中小股东而言都是不明智的。<sup>[48]</sup> 如果控股股东被迫与其他小股东“平等”地享有控制权转让的溢价,公司控制权的转让就会对控股股东失去吸引力,这对公司所有股东都是不利的,因为这会使公司失去一些控制权转让的良机。<sup>[49]</sup> 公司失去了通过引入新的经营者的高效经营获得利益的机会。用波斯纳的话说,“一项在没有投资者因交易而绝对受损的前提下,允许不平等地分配从公司控制权移转中获得的利益的法律规则,能使投资者利益得到最大化”。<sup>[50]</sup>

因此,收购过程中产生的控制权移转的溢价,是否应当由控股股东享有,或许应当从经济学而非道德角度加以研究,来判断强制要约的正当性边界。有研究从法经济学的角度进行分析:任何事情都讲究效率,企业里也是如此,只不过企业里更看重的效率是成本与利润的关系,在收购市场中,最高效的方法就是使交易的成本最小化,只有这样才能进行充分的市场博弈——如果经过收购,各方的利益都发生了增加,那么控制权收益归于新的控股股东之手,或许无可厚非。<sup>[51]</sup> 豁免制度的必要性在于,如果在特定情形下(下面会介绍主要的豁免情形),对其苛以强制要约收购义务,并非法律的真实目的,不利于鼓励控股股东恪尽职守,维护公司整体利益乃至社会整体利益,更不利于让收购相关各方的利益达到最优平衡。<sup>[52]</sup>

## (二)主要豁免情形

强制要约收购主要针对的是上市公司收购活动中的不公平行为。但是,现实中也存在股权的其他类型变动,这些变动大多是“无害”的,却在形式上达到了强制要约收购的规制标准,因而无论是在立法原意上还是在

[48] 习龙生:《上市公司控制权转让双方义务的国际比较及我国的制度完善》,载《商事法论集》2006年总第10卷。

[49] 汤欣:《公司治理与上市公司收购》,中国人民大学出版社2001年版,第287页。

[50] [美]理查德·波斯纳:《法律的经济分析》,蒋兆康译,中国大百科全书出版社1997年版,第356页。

[51] 更为详细的论证,可以参见傅玲娜:《法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究》,载《前沿》2010年第16期。

[52] 习龙生:《上市公司控制权转让双方义务的国际比较及我国的制度完善》,载《商事法论集》2006年总第10卷。

立法技术上,都应当给予豁免。持股行为的分类,一般分为下面几类:

第一,持有人在法律形式上超过一定控股比例,但是其在主观上并不追求控股的效果;

第二,持有人存在成为控股股东的意图,而且事实上,持股比例也达到或超过30%,但是,由于上市公司控制权结构或实际控制形态的特殊性,其虽然有30%的持股比例,却并没能取得控股权或实际控制地位;

第三,持有人事实上成为控股股东,而且主观上也确有控股的意图,但是法律出于某些特殊考虑,而豁免其强制要约收购的义务。

在前两类持股行为中,从表面上看,持有人触发了法律规定的应当履行收购要约的义务;但实际上,这两类持有人或者缺乏主观故意,或者实际上不可能控股或控制上市公司。从立法目的的角度来看,该两类股东在事实上都未构成触发强制要约收购义务的条件,更不是强制要约收购立法所限制的对象,通俗地说,是一种“误伤”。而第三类持股行为大多发生于同一控制人名下的资产交易,不构成实际上的控制权变更。因此,以上三类持股行为虽都触发了强制要约收购义务,但从国内外立法来看,一般都能取得豁免资格。

具体而言,以下几类收购行为,虽然触发了强制要约收购义务,但是允许其申请豁免,具有法理上的正当性和经济上的合理性。在我国《上市公司收购管理办法》中,即规定了以下几种主要的豁免类型:

1. 相关的义务人证明其没有获得实际的公司控制权。

收购人的持股比例达到法律所规定的要求,收购人取得了公司的相对控制权,这两个条件是触发强制要约收购义务的核心要件。但是,当持有人可以证明,其持股比例小于另一持有人的持股比例时,应当可以使其得到相关的豁免资格。因为,在这种情形下,相关义务主体并没有实质取得公司的控制权。

这里需要对法定控制权和实际控制权进行区分。法定控制权是一种推定的控制权,并不一定就是实际控制权。在没有取得实际的控制权、并且存在其他持有人的比例大于己方所拥有的的比例时,就应当获得相关的豁免资格。有时在实践中,收购方虽然拥有着大量的股份,但在收购时与目标公司事先约定,其收购不获得公司的相关股东的表决

权,这种情况下,收购方仍然可以获得豁免的资格。

2. 持股人在主观上没有想成为控股股东的故意。

实践中,有时尽管收购方拥有着超过 30% 的股份,但其主观上并没有想要成为实际的控股者的意愿。然而,主观意愿是难以证明的。只有通过明确的反向意思表示,或者相反的意愿证据,来说明当事人并无意真正成为控股人。这样,该种持股行为可以被免于课以强制要约收购的义务。例如,证券公司、银行等金融机构在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务而导致其持有一个上市公司已发行股份超过 30% 的情况下,虽然达到法定条件,但是其并无意成为控股股东。通过其明确的方案说明,愿意并可能在合理期限内向非关联方转让相关股份,就可以证明该持股人并无实际控制行为或控制意图,从而申请豁免强制要约收购义务。

3. 目标公司股东的真实意思表示。

当公司的大部分无利害关系的股东,都希望能够豁免相关收购方的强制要约的义务时,应当尊重当事人的意愿。“尊重当事人的意思自治”是私法的一项基本原则。当收购方的收购,对于其他股东而言最为有利的,而强制要约收购义务可能会导致这一收购无法完成,在这种情况下,如果其他股东都一致同意,豁免收购人的强制要约收购义务,这时法律应当做的,是尊重股东自己利益最佳判断人的身份,允许其对于收购人的强制要约收购义务进行豁免,从而确保公司大部分无利害关系的股东的获利。

4. 控股股份的受让是为了挽救目标公司。

当目标公司面临崩盘时,出售公司的股份给有意收购的收购人,如能避免破产,那么豁免强制要约收购义务将是较优的选择。上述情形在《上市公司收购管理的相关办法》第 62 条第 1 款第 2 项的相关规定中就有所体现:“上市公司面临严重的财务困难,收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准,且收购人承诺三年内不转让其在该公司中所拥有的权益。”

(三) 以新福利经济学的角度来看待“豁免”

有研究利用科斯定理,判断强制要约收购的正当性边界。<sup>[53]</sup> 其实,

---

[53] 傅玲娜:《法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究》,载《前沿》2010 年第 16 期。



对于收购的强制,是一个“将产权界定给谁”的问题。这个思路不但适用于强制要约收购及其豁免,也适用于余股收购和余股出售等问题。<sup>[54]</sup> 科斯第一定理认为:若交易成本为零,无论权利如何界定,都可以通过市场交易达到最佳配置,而与法律规定无关。即在零交易成本前提下,不论如何规则最初选择将权利界定给谁,只要交易自由,博弈有效,总会产生高效率的结果。科斯第二定理则认为:在现实交易成本存在的情况下,能使交易成本影响最小化的法律是最适当的法律。科斯主张,“应该让那些能够最有效率地使用权利,并有激励他们这样使用的人,来使用这些权利;要不断发现和维持这种权利分配,并通过法律的明确确定,使关于权利让渡的法律不那么烦琐,使权利让渡的成本比较低”。<sup>[55]</sup> 波斯纳则更明确地主张,与其因为担心市场交易成本过高而抑制交易,不如将权利赋予那些最珍视它们的人。<sup>[56]</sup>

豁免制度和其他作为强制要约收购制度的矫正制度一样,都是基于提升收购效率,从而提高整个社会收益而存在的。在收购市场的发展过程中,需要一些法律来约束和提高市场的运行效率,争取让交易创造出更多的价值。不过,有时立法者不那么看重效率,只是更多地从道德判断和监管理念出发,追求“帕累托最优”。希望制定一个对所有市场主体都有利,让所有市场主体都满意的政策。然而,这一标准在现实中并不够有效率,也不够有操作性——这一方面是因为“得失”是一种主观感受;另一方面是因为不可能有真正“不偏不倚”的公共政策。

在新的公众政策研究领域,逐步取而代之的是“卡尔多-希克斯补偿原则”意义上的效率标准。根据这一标准,只要交易的总成本不超过

[54] 研究上市公司收购的余股挤出制度,可能会面对直接的疑惑是,如果说强制要约收购和余股强制收购制度是基于中小投资者保护的考虑,让收购人承担充分的披露义务和全面收购义务,余股那么余股挤出制度看上去更像是帮助收购人强迫投资者以特定价格出售余股。基于收购人的战略目标和收购的效率,剥夺余股股东继续谈判的权利。因此,这一制度饱受质疑。不过,从效率角度研究余股挤出制度,并不意味着仅仅考虑收购人的利益和收购效率。在这个问题上,运用的经济效率标准,主要的并不是帕累托最优标准,而是卡尔多-希克斯补偿原则。详见本文结语部分。

[55] 王全兴:《契约法研究的法经济学视角——〈契约法律制度的经济学考察〉评析》,载《法商研究》2008年第2期。

[56] [美]理查德·波斯纳:《法律的经济分析》,蒋兆康译,中国大百科全书出版社1997年版,第52页。

交易的总收益,或者说从交易结果中获得的收益,完全可以对某些主体的损失进行补偿。由卡尔多、勒纳、西托夫斯基等人建市的新福利经济学认为,帕累托的最优状态“具有高度限制性”,所以,这些新福利经济学家致力于研究福利标准和补偿原则。<sup>[57]</sup> 这一标准不再迷信“帕累托最优”,而是正视现实经济生活中,任何政策的制定和执行都既有受益者也有受损者。只要受益者的所得大于受损者的损失,并且通过某种途径能够进行补偿,那么从整体上这一政策就是有效率的。用新福利经济学的视角来看,有关强制要约收购的豁免法律制度,正是这样一项有利于社会整体效率提高的措施。<sup>[58]</sup>

特别是在法规不甚健全的并购市场中,即使履行刚性的强制要约收购义务,收购方也仍可能想尽办法设法使之流于形式——常常是以收购价格低于二级市场价格的方式规避强制要约收购。相对于这种流于形式的做法,“豁免”实际上能够避免收购方的种种违规操作,以及可能给并购市场带来的混乱局面。因而,有关强制性要约收购豁免的法律规定,是对强制性要约收购义务的必要补充。作为强制性要约收购制度的重要组成部分,强制要约收购的豁免制度在保护中小股东利益的过程中既体现了刚性,又不失灵活。

## 五、结语

强制要约收购制度侧重于对公平的保护,而强制要约收购豁免制度则侧重对效率的保护,并在此基础上追求对公司所有股东包括中小股东

---

[57] 卡尔多在1939年发表的《经济学福利命题与个人之间的效用比较》论文中指出,市场价格总是在变化的,价格的变动肯定会影响人们的福利状况,即很可能使一些人受损,另一些人受益;但只要总体上来看益大于损,这就表明总的社会福利增加了,简言之,卡尔多的福利标准是看变动以后的结果是否得大于失。希克斯完善了卡尔多的福利标准,他认为,只要政府的一项经济政策从长期来看能够提高全社会的生产效率,尽管在短时间内某些人会受损,但经过较长时间以后,所有的人的境况都会由于社会生产率的提高而“自然而然地”获得补偿。

[58] 傅玲娜:《法经济学视角下的强制要约收购豁免法律制度研究》,载《前沿》2010年第16期。

利益的最终保障。活跃的上市公司收购活动,有利于培育公司控制权市场,形成有效的外部治理约束,促进上市公司提高自身质量。上市公司控制权的争夺或维系,从外部对公司董事会和管理层产生巨大压力,使经营不善的管理层随时面临被撤换的风险,迫使其努力改善公司质量,完善公司治理,提高公司质量,避免成为被收购的目标。<sup>[59]</sup>

因此,在以保护中小投资者为导向的强制要约收购体制下,也需要通过豁免等制度,体现效率对公平的有效矫正,在公平与效率的博弈中实现两者的有机结合。本文从收购制度的一般原则、境内外收购制度的发展历程入手,着重分析了强制要约收购作为一项制度的利弊得失,并从豁免制度出发,讨论其正当性的边界。一个有效的收购法律制度,能够实现上市公司资源的重新调整 and 有效配置,促进和鼓励上市公司收购行为的快速和有效进行,符合收购对上市公司和社会资源的整合目的。同时,兼顾投资者保护与公平公正的要求。

此外,上市公司收购还影响到产业的健康发展、企业的做大做强。在对收购人课以信息披露和要约收购等义务的同时,还应当为收购人实现收购目标提供充分的制度安排。<sup>[60]</sup>从法经济学视角来看,一个有效率的收购制度,是一个能够实现整体社会收益大于成本的安排。强制要约收购作为一种监管介入的举措,也应当遵循这一经济规律,否则就可能造成监管过度和效率折损。另外,此前的强制要约收购制度,由于强制过强、覆盖面过广,导致豁免成为一项不得不走的普遍流程——《上市公司收购管理办法》等规定的细化,使豁免成为一项事实上的行政许可,给收购人申请豁免、免除强制要约收购义务造成了较高的时间和金钱成本。当前,正在进行的简政放权监管转型改革,鼓励更多地取消行政许可,将豁免事项转化为可识别、可拆细、可举证的客观标准,减少主观裁量和判断,尽量方便豁免的实现和收购的顺畅。

[59] 马骥:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第23页。

[60] 以余股挤出制度为例,当前《证券法》仅规定余股出售权,未规定余股收购权,初衷是对余股股东进行保护,但欠缺对收购人利益和收购效率的考虑。这样,由于收购人无法对余股进行主动收购,余股长期不流动而成为消极余股,不利于收购目标的实现和后续战略开展。同时,由于余股股东成为绝对少数,也无法影响公司的决策,难以实现自身权益保护。对于上市公司收购的“强制”,在这里也应当有所作为。

总体而言,有关豁免的规定对强制要约收购整体法律制度具有极其重要的补益功能。这是能够用经济学数据予以佐证的,并且能够纳入科斯定理、帕累托改进、卡尔多—希克斯补偿原则等经济学逻辑框架进行论证。这一方法对于同为收购强制制度的余股挤出有同样的意义。<sup>[61]</sup>在公共政策制定过程中,任何社会资源的配置,都是“产权界定给谁”的过程。如果那些从资源重新配置过程中获得利益的人,只要其所增加的利益足以补偿(并不要求实际补偿)在同一资源重新配置过程中受到损失的人的利益,那么这种资源配置就是有效率的。如果实际上进行了补偿,这个变革就是一个现实的帕累托改善。<sup>[62]</sup>

在这个逻辑下看强制要约收购制度,如果这一制度毫无限制,可能导致收购人付出过高的收购成本。当这些成本高于收购人能够获得的利益,即使能够提升表面上的投资者保护程度,对于整个市场而言也是不经济的。同样,如果上市公司通过豁免或自愿收购的方式获得的利益,能够大于不进行强制要约收购而导致的中小股东“谈判权”或是“退出权”的潜在损失,那么这就构成一种“卡尔多—希克斯补偿原则”下的

[61] 如果说强制要约收购和余股强制收购制度是基于中小投资者保护的考虑,让收购人承担充分的披露义务和全面收购义务,那么,余股挤出制度看上去更像是帮助收购人强迫投资者以特定价格出售余股。基于收购人的战略目标和收购的效率,剥夺余股股东继续谈判的权利。因此,这一制度饱受质疑。

[62] 具体体现在余股挤出制度中,当收购人通过收购,获得90%或以上的股权时,该上市公司公众持有的股份数量占总股数的比例显然已低于10%,从而使该公司不再符合上市公司的标准。在此情形下,收购人的目标已经很明确,就是希望让该公司退市,以进行下一步的战略整合。但是,假如很长一段时间都无法完成余股收购,导致该公司即使在退市之后,也有着200人以上的股东数量,处于一个“已经退市却无法私有化”的尴尬境地。这些股东大多不再通过有效的沟通渠道进行公司治理,而是寄望于持股待沽,卖出一个较高的价格。这一阶段的退市公司,往往没有其他途径进行股票交易,也难以维持一个有效的公司治理状态。收购人将不得不付出更多的时间成本和资金成本,来维持这一状态。此外,收购人如果想尽快结束这一状态,势必付出更高的收购价格。这一情形如果成为常态,将使其他股东也希望成为余股股东。当收购人依据“爬坡规则”公告其已接近90%的持股比例时,只要是理性的股东都将不愿意继续出售,从而希望成为余股股东。这将使85%~90%的收购也变得困难,从而进一步增大了收购成本。旨在使上市公司退市或私有化的收购人,越长时间暴露在公众的视野里就越被动。其他机构投资者也会发现其必须将收购进行到底“进退维谷”的状态,从而对余股或接近余股时的准余股进行争夺或炒卖,恶意推高价格获利。收购人的成本将进一步扩大,并在交易中毫无谈判筹码,不得不接受虚高报价。

效率最优。在这种情况下,并不意味着偏向某一方,或是牺牲某一方,而是要求收购方和大股东给予中小股东足够高的赔偿,或者充分合理的补偿性安排时,从而达到现实的帕累托改善。推而广之,在整个公共政策的制定来看,是否具有正当性,或许应当从其整体效率进行判断,而不是拘泥于语词或是概念。