

证券论文：论我国证券法中的上市公司收购 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/42/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_42323.htm 一、立法背景与政策取向

上市公司收购是指投资者依法购买股份有限公司已发行上市的股份，从而获得该上市公司控制权的行为。上市公司收购在各国证券法中的含义各不相同，一般有广义和狭义之分。狭义的上市公司收购即要约收购，是指收购方通过向目标公司股东发出收购要约的方式购买该公司的有表决权证券的行为（美国称为 tender offer，英国称为 take-over bid）；（注：铃木竹雄、河本一郎：《证券取引法》，昭和59年，新版新一刷印行，第173页。）广义的上市公司收购，除要约收购以外，还包括协议收购，即收购方通过与目标公司的股票持有人达成收购协议的方式进行收购。我国证券法中上市公司收购取广义的含义，即我国上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式。上市公司收购是各国证券市场发展过程中的必然现象。自20世纪60年代初，美英等国家的企业为寻求多元化经营，纷纷采取收购方式扩张营业范围及规模，造成第三次“并购热潮”，其中以公开要约收购作为上市公司收购方式的次数及所涉及股票的价值都有显著增长。现行的民法、合同法以及证券法中的一般规定，已不能全面规范上市公司收购的行为，以确保证券交易中的“公开、公平、公正”，因此，1968年英国的《伦敦城收购与合并守则》

（London City Code on Take-overs and Mergers）和美国的《威廉姆斯法》（Williams Act）就应运而生了。在我国证券市场上，自从1993年9月“宝延风波”拉开了上市公司收购的帷幕后，

在前后不到一年的时间里，就接连不断地发生了“万科控股申化”、“恒通控股棱光”、“康恩贝控股浙凤凰”等十几起控股事件。1997年，我国加大了国企改革力度，出台的多数措施又均涉及到企业的并购与重组。一时间并购热浪席卷华夏大地，企业并购亦成为中国证券市场上一个兴盛不衰的话题，这表明上市公司收购的条件已在我国基本形成。然而，我国的上市公司收购立法却严重滞后。1993年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称《暂行条例》），对于上市公司收购的规定过于简单、原则，在执行和操作上都存在很多困难。因此，在已发生的收购活动中不可避免地出现了不少信息披露不规范、内幕交易、操纵股市等问题，损害了广大投资者的利益，损害了证券市场的健康发展。（注：顾功耘等：《关头证券交易所监督上市公司的研究报告》，载于王保树主编的《商事法论集》，第2卷，北京，法律出版社1997年11月版，第223页。）我国新通过的《证券法》，应中国证券市场规范上市公司收购行为之需要，单章规定了我国上市公司收购制度。对于上市公司收购的利弊，在国际上是很有争议的。有人认为，收购是一个有效制约经营管理层的工具。如果经营管理层失误，使得公司的证券价值低于其“真正”的价值，更好的经理就会收购该经营欠佳的公司，自己掌权实现公司的“真正”价值，收购制度的存在使公司的财产得到更高效的使用。同时，由于存在收购风险，经营层就会为避免它而改善经营。这就是收购的制约效应，每个人都将从中获益。（注：见frank h easterbrook and daniel d fischel，“the proper role of a target’s management in responding to a tender offer”（1980）94harv lrev1161：

“ corporate control corporations ” (1981) 91yale lj697 ; michael c jense , “ takeovers : their causes and consequences ” (1988) 2 journal of economic perspectives 2.) 此外 , 兼并收购会因规模效应而产生协调效益。 (注 : 见 roberta romano , a guide to takeovers : theory , evidence , and regulation “ (1992) 9 yale j reg119.) 但相反的观点则认为 , 收购不能产生规模效益 , 收购者只是为了虚荣和安全感进行收购 , 并不是为了股东利益的最大化。80年代 , 在美国涉及数十亿的收购战并没有以增加公司生产力的方法创造财富 , 只是财富的转移。至于制约经营管理层 , 收购的威胁的实际后果 , 与预期效果不同 , 经营管理层没有改变经营 , 反而挖空心思使公司成为没有吸引力的收购目标。最后 , 在80年代的收购热潮中 , 受到最大损害的是债权人和工人 , 收益最大的是银行、律师、会计师及其他中介人。理论上对于上市公司收购作用的不同评议 , 必将引起各国立法上的争议与差异。因为每一个规则都可以减少或增加收购的成本 , 从而引起减少或增加收购的数量和规模 , 每一个规则的取舍都体现着不同评议的政策取向-抑制或鼓励。有人认为 , 在这样一个存在着未知冲突的领域内 , 聪明的立法者应尽量保持“中立” , 避免在收购的过程中“厚此薄彼” 。然而 , 笔者认为绝对的“公平”是不存在的 , 立法是否公平仅在于是否与本国所需规范的市场情况相适应。我国的《证券法》对此的政策取向是鼓励收购 , 而不是抑制收购 , 因为我们更需要的是通过收购来优化资源配置 , 提高经营效益。

二、制度选择与比较 (一) 信息披露制度

信息公开是证券法的哲学。在上市公司收购的立法中 , 信息披露制度更显重要。美国著名的《威廉姆斯法》就被誉为一部“披

露法”。根据各国上市公司收购的立法实践，信息披露制度应包括：大量持股披露制度、公开收购要约的申报与公开制度和目标公司或第三人的信息公开制度。我国证券法对前两项制度作了明确的规定。1.大量持股披露制度是指股东在持股达到一定比例时，有报告并披露持股意图的义务。大量持股往往是收购的前兆，大量持股披露一方面使广大投资者对迅速积累股票的行为及其可能引起公司控股权的变动情势有足够警觉，另一方面又提醒其对所持有股票真正价值重新加以评估，以保护投资公众在充分掌握信息的基础上及时自主地作出投资判断，防止大股东以逐步收购的方式，形成事实上的信息垄断和对股权的操纵。我国《证券法》对大量持股披露制度作了如下规定：（1）大股东的持股报告义务。我国《证券法》第79条第1款规定：“通过证券交易所的证券交易，投资者持有有一个上市公司已发行的股份的百分之五时，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；在上述规定的期限内，不得再行买卖该上市公司的股票。”显而易见，大量持股比例的披露点越低，披露期限越短，对投资者的保护就越有利，但同时使收购者成本增加，收购所能发挥的市场资源配置机会就会削弱。因此，持股者达到多大比例时才产生披露义务，披露期限多长，各国多视自己的情况而定，而且会随着情况的变化作出调整。美国《威廉姆斯法》规定“受益所有权”（beneficial ownership）为“发行人”（issuer）所发行的“股权证券”（equity security）5%以上时，必须在持股达到5%后10日内，向sec（美国证券管理委员会）填报表格13d，并且须分送发行人和该种股票证

券挂牌交易的交易所。英国公司法规定，持有股份公司有投票权（voting right）股份超过3%时，必须在两个工作日内作出披露。香港《证券（公开权益）条例》规定比例为10%，持有人必须在取得或处理日期的下一个交易日上午9点之前做出披露。澳大利亚统一公司法规定披露比例为5%，披露期限为五日。法国股东持有披露的义务（如披露事项的多少），随股东持股比例不同而变化，划分为5%、10%、20%、50%、66.65%几个层次，披露日期为15日。我国采取的披露比例与美国相同，但所不同的是我国的披露期限仅为3日，并且在报告前的期限内，不得再继续买卖该上市公司的股票，而美国则在报告前的10日期限内，仍可继续买卖该上市公司的股票。我国对于大量持股比例及期限的规定，可以说是在借鉴了各国的做法并总结了我国《暂行条例》实施几年来的经验基础上的一种制度选择，与我国现阶段证券市场的发展情况是基本相符的，当然，这并不否认随着我国证券市场的进一步发展，这一制度会做相应的调整。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com