

学校编码：10384

分类号 密级

学 号：9708019

U D C

## 学位论文

# 公司收购法律制度比较研究

关家涛

指导教师姓名：李 国 安 副教授

申请学位级别：硕 士

专 业 名 称：国 际 经 济 法

论文提交日期：2000 年 6 月

论文答辩日期：2000 年 6 月

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2000 年 月

答辩委员会主席

评 阅 人

2000 年 月

## 内容摘要

公司收购是指一个人（既包括自然人也包括法人）以获取一个公司的控制权为目的而购买该公司一定数量有投票权股份的行为。

本文从英美两国法律实践出发，结合我国公司收购立法现状，对公司收购法律制度进行了比较研究，正文共分三章：

第一章探讨了对公司收购进行法律规制的必要性与公司收购立法的价值取向。指出由于公司收购交易的独特性及其运作机制容易造成对目标公司股东的侵害，所以需要法律对公司收购进行规制，以保护目标公司股东的利益。但对事物的观察切忌片面，只要施以正确的引导，公司收购则可以从外部监督目标公司的经营者，督促目标公司经营者提高公司的经营效率，这一点无论是对于目标公司股东还是整个社会都是有益的。基于这一认识，英美两国公司收购立法的价值取向均是趋利避害，对公司收购进行“中性规制”。

第二章共分三个部分。第一部分对英美两国的公司收购立法现状作了简要的介绍，指出英国的《城市法典》、美国的《威廉姆斯法》及证券交易委员会条例分别是两国规制公司收购的主要法源。第二部分是就英美两国公司收购法律原则与制度的论述，信息披露原则、公平原则、股东自主权原则是英美两国公司收购法律的基本原则。针对信息披露原则，本文详细探讨了要约前的信息披露与要约时的信息披露。针对公平原则，本文将其进一步划分为股东待遇平等、消除强迫性影响、机会平等三个子原则加以论述，并对机会平等原则下的部分收购制度与强制收购制度进行了特别的剖析。针对股东自主权原则，本文重点分析了目标公司管理层的信息披露义务与反收购措施的决定权问题。第三部分比较了英美两国公司收购立法上的差异，并得出结论：英美两国公司收购法律规制的主要区别在于，股东待遇平等原则与消除强迫性影响原则适用范围不同、股东机会平等原则的贯彻程度不同及对待股东自主权的态度不同。

第三章借鉴英美两国的法律规定，对我国的公司收购立法作了较深入的考察。本章分为两部分，第一部分指出：取消对收购主体的限制、放宽大股东持股变动报告条件、增加协议收购的规定等是《证券法》对《股票发行与交易管理暂行条例》的重大改进。第二部分分析了《证券法》对公司收购规制的不足和失误，并就本人的研究所及，提出了完善我国公司收购法律若干粗浅的立法建议。

关键词：公司收购 法律制度 比较研究

## 目录

引言

第一章 公司收购法律规制的必要性与价值取向

一、公司收购法律规制的必要性

二、公司收购法律规制的价值取向

第二章 英美公司收购法律规制的原则与制度

一、英美公司收购立法现状

二、英美公司收购法律原则

三、英美公司收购法律规制的比较

第三章 对我国公司收购立法的考察

一、《证券法》对《股票发行与交易管理暂行条例》的改进

二、《证券法》相关规定之不足

结束语

主要参考文献

后记

厦门大学博硕士论文摘要库

## 导言

公司收购是指一个人（既包括自然人也包括法人）以获取一个公司的控制权为目的而购买该公司一定数量有投票权股份的行为。质言之，公司收购是一种买卖合同行为，合同的主体是收购者与目标公司（被收购公司）的股东，交易的标的是目标公司的股份。据此，公司收购具有以下特征：

一、从主体来看，公司收购的收购者是单一的，即使收购者是两个以上的人，只要他们购买股份的目的是联合起来控制一个公司，他们便在整体上被看作是一个买方（见正文所述受益所有权与一致行动人的概念）。目标公司股东作为股份的出卖方，或是一个或多个特定的主体，或是多个不特定的主体，前者多见于协议收购，后者则常见于要约收购。

二、在合同客体方面，公司收购中买卖的标的是目标公司发行的有投票权的股份（Voting Securities），而且交易量大。

三、从主观意图来看，收购者购买目标公司股票的目的是获得目标公司的控制权。如果投资者不是为了控股的目的而购买股票，则该行为只是一般的证券投资行为，而不是收购行为。<sup>1</sup>

四、在收购过程中，收购者往往以较高的溢价<sup>2</sup>向目标公司的股东发出要约，并限定一定的时期作为要约有效期。<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> 韩斌：《上市公司收购概念析论》，《法学》1997年第9期，第49页。

<sup>2</sup> Premium，在公司收购过程中，收购者为了确保收购成功，往往以高于市价的价格购买目标公司的股票，购买价格与市场价格的差价，叫做溢价。

<sup>3</sup> 张舫著：《公司收购法律制度研究》，法律出版社1998年版，第13-14页。

## 第一章 公司收购法律规制的必要性与价值取向

### 一、公司收购法律规制的必要性

这种必要性源自公司收购交易的独特性及其运作机制给目标公司股东带来的压迫性影响与剥削性影响。<sup>4</sup>

#### (一) 公司收购交易的独特性

首先，收购者一般是一个有备而来的公司，在收购之前就做了大量的调查、分析等准备工作，而目标公司股东则处于分散状态，事先对收购也一无所知。这样，交易双方地位相差悬殊，极易造成交易过程中的不公平。

其次，公司收购的目的并非对目标公司的一般证券投资，而是获得对该公司的控制权，因此目标公司的同一种股票在短期内交易数量大，溢价高，给证券市场带来极大的冲击。

#### (二) 公司收购中的运作机制<sup>5</sup>

作为证券投资者的目标公司股东，当面临一项收购要约时，必须作出是否出售手中所持有股票的决策，这种卖出股票的决策如同其当初进入证券市场，购买目标公司股票的决策一样重要。在法律对要约收购进行特别规制之前，由于原有公司法和证券法中关于投资者保护的规定通常并不及于目标公司股东，致使目标公司股东在面对收购要约时得不到与其购买目标公司股票时相类似的保护。英国和美国均认为在要约收购中，目标公司股东内在地容易受到伤害。在不受规制的要约收购中，收购者会将自己秘密掩护起来，并且限制要约被接受的时间，要求目标公司股东售出股票的承诺不可撤销（即使收购者最终并不一定接受这些股票，如收购失败），而且当承诺售出的股票数量超过要约购买的数量时，按接受要约的先后顺序购买。这样的要约收购特别容易产生不公平的结果。目标公司股东除了必须面对得不到充足信息的问题外，还会遭到胁迫、受到不平等的待遇，如小股东没有同等的机会与大股东一起享受目标公司控制权转移所带来的溢价。此外，目标公司控制者的行为也可能给股东造成一定的损害：目标公司管理层可能不愿轻易交出控制权，并不惜采取可能损害股东利益的措施使控制权很难甚至不可能转移出去。基于这种情况，就需要法律的介入，以“制约要约者粗暴对待目标公司股东的肆无忌惮的行为”<sup>6</sup>和限制目标公司管理层采取损害股东利益的措施。

### 二、公司收购法律规制的价值取向

尽管对公司收购进行法律规制的初衷是为了限制收购者毫无顾忌的收购行为，使目标公司股东获得应有的保护，树立投资者对证券市场的信心，维护证券市场的秩序。但诚如某些西方学者对公司收购所做的经济学分析那样，公司收购也可以为投资者乃至整个社会带来巨大的好处。亨利·曼尼在1965年就指出，要约收购可以从外部监督公司的管理层，使股东从经营不善的公司中退出。他的理论基础是，公司的经营管理效率与公司股票的市场价格之间存在高度的正向关系。公司经营管理不善，它的股票市价就低，就容易引起收购者的关注，而收购者之所以愿意发出收购要约，是因为他相信收购目标公司后，可以改善目标公司的经营状况，提高其效率，进而从中获益。因此，一个成功的公司收购不但意味

<sup>4</sup> 张敬前：《上市公司部分收购的法律问题》，《法学评论》1995年第6期，第59页。

<sup>5</sup> 作为公司收购的典型形式，要约收购对证券市场的冲击较大，也是各国规制的重点，所以下面的分析以要约收购为例。

<sup>6</sup> Tunde I.Ogogewo, The Underlying Theme of Tender Offer Regulation in the United Kingdom and the United States of America, The Journal of Business Law 1996.5, pp464-465.

着目标公司股东获得了溢价，而且目标公司的资产也得到了更有效的利用。公司收购成功后，原目标公司的管理层往往会失去控制地位，这意味着高额薪金的丧失。因而，为了保持自己对公司的控制地位，避免公司成为收购对象，公司的管理层也会努力工作，提高公司的经营效率。这种情况对整个社会都是有益的。<sup>7</sup>

公司收购这一行为牵涉到许多利害关系者，如收购者、收购公司的股东、目标公司、目标公司股东、目标公司的管理层，甚至目标公司的雇员、债权人、目标公司所在的社区、消费者等。各方主体都有自己的利益所系，因此在公司收购中难免有各种各样的利益冲突。法律规制的目的正是在于平衡各方主体的利益，一方面发挥公司收购对监督目标公司管理层及提高目标公司经营效率的积极作用，另一方面抑制其对目标公司股东的压迫与歧视等消极作用，尽可能消弥冲突，使公司收购在有序的环境中进行。在此领域，英、美的做法可资借鉴。

如美国，在 1982 年 Edgar v. MITE 一案中，联邦最高法院认为伊利诺斯州的公司立法剥夺了股东以高溢价出售他们股份的机会，阻碍了要约收购机制对目标公司管理者的监督作用的发挥，因而是违宪的。<sup>8</sup>但《威廉姆斯法》的立法过程又表明，国会高度注意：“应在公司现任管理层与挑战集团之间保持一种平衡，不使任何一方得到不应有的优势”。<sup>9</sup>再如英国，一方面在《城市法典》中规定了强制要约、公开信息、禁止欺诈、限制短期大额收购等限制要约者的制度。<sup>10</sup>另一方面又提出应“尽可能避免给诚实和公平的收购行动设置障碍”。<sup>11</sup>尽管前述亨利·曼尼的公司控制市场理论确实表明应该通过规制来鼓励收购，但考虑到收购行动所引起的争议及目标公司管理层带有感情色彩的反应（这些争议和反应往往使限制要约收购的可能性增加），因此，承认要约收购有利也有弊，为立法对要约收购进行中性规制（Neutral Regulation）提供了根据。结果，在英美两国，虽然对公司收购的规制并不必然导致鼓励要约收购，但也不会直接限制它的采用。<sup>12</sup>

---

<sup>7</sup> Tunde I.Ogowewo,supra,p466.

<sup>8</sup> 聂德宗：《对内部人控制的治理——美国公司治理模式及其变迁》，《法律科学》，1999 年第 5 期，第 115 页。

<sup>9</sup> Tunde I.Ogowewo,supra,p467.

<sup>10</sup> 刘澄清著：《公司并购法律实务》，法律出版社 1998 年版，第 50-53 页。

<sup>11</sup> Tunde I.Ogowewo,supra,p467.

<sup>12</sup> Id.

## 第二章 英美公司收购法律规制的原则与制度

### 一、英美公司收购立法现状

#### (一) 英国

在 1968 年以前,英国只有 1958 年的《防止投资欺诈法》和 1948 年的《公司法》对公司收购有所涉及,远远不足以解决公司收购中出现的各种问题。1959 年,英格兰银行牵头成立会员式的自律组织——城市工作委员会(City Working Party),由英格兰银行、证券交易所理事会以及与证券业有关的协会代表组成。同年,该委员会颁布了《英国商业合并说明》(Notes on Amalgamation of British Business)。1968 年,该《说明》演变为内容更加详尽的《伦敦城收购与合并法典》(London City Code on Takeover and Merger)(以下简称《城市法典》)。《城市法典》不是经立法程序制定的,它并无法律效力,只是作为规范公司收购行为的立法建议。《城市法典》包括前言、定义、一般原则、具体规则和四个附件共五个部分,详细规定了保护股东的各项措施,其中有强制要约的规定、对目标公司股东公开信息的规定以及目标公司董事的责任和反收购行为的限制等规定。

此外,英国还有一些成文法涉及公司收购的问题,但这些成文法均非对公司收购的专门立法,而仅在某些章节或条款中有所涉及。例如,1985 年《公司法》第六章第 189 条至 220 条对大股东持股报告作了规定,第 151 条至 155 条禁止利用目标公司的财产对收购交易提供帮助,第 429 条对公司收购后的强制购买作了规定。1986 年《金融服务法》(The Financial Service Act)对收购中的欺诈、内幕交易等规定了相应的民事和刑事责任。

在监管上,英国坚持自律原则。《城市法典》由城市工作委员会及其下属的收购与合并工作小组(The Panel of Takeovers and Mergers)负责推行,其权威性主要来自委员会成员的自觉遵守和对违法行为的谴责与共同抵制。同时,《城市法典》还得到了英国贸易工业部、英格兰银行等政府有关机构和法院的支持,使其具有很强的约束力。<sup>13</sup>

#### (二) 美国

在美国,公司法的立法权限在于各州,1950 年颁布的《模范公司法》(The Business Corporation Act)虽对各州立法有较大影响,但实际上只有参考示范作用;证券法体系主要由联邦一级的 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1935 年《公共事业持股公司法》、1939 年《信托契约法》、1940 年《投资公司法》、1970 年《证券投资者保护法》及 1984 年《政府证券法》和各州“蓝天法”组成。在公司收购的规制方面,联邦的《威廉姆斯法》和各州公司法中的有关条款共同构成制定法规制体系。

##### 1、《威廉姆斯法》

在 50 年代末期之前,绝大多数公司合并是通过两个或更多的公司之间的“友好”协商来实现的。在 60 年代,开始出现公司收购。其中一些是友好的,另外一些则是敌意的,这给商业社会带来了巨大的变化。

1965 年 10 月,参议员哈里森·威廉姆斯(Harrison Williams)倡议立法保护目标公司,并向国会提交了以其名字命名的《威廉姆斯法案》,第一次的努力虽然失败,但他在 1967 年的第二次努力取得了成功,使该法案在国会获得通过。<sup>14</sup>

<sup>13</sup> 杨志华、耿利航:《上市公司收购制度研究》,载于徐杰主编:《经济法论丛》第 1 卷,法律出版社 2000 年版,第 279-280 页。

<sup>14</sup> 弗雷德·威斯通等著:《兼并、重组与公司控制》,唐旭等译,经济科学出版社 1998 年版,第 460-461 页。

该法案的目的在于修改 1934 年《证券交易法》的部分规定，增加第 13 条 d、e 项及第 14 条 d、e、f 项。相应地，证券交易委员会制定的证券交易条例也作了补充。这些增补成了美国对公司收购规制的主要法律根据。

## 2、各州立法

美国各州对公司收购的立法分为两代。几乎在《威廉姆斯法》颁布同时，各州也开始了对公司收购的立法，至 70 年代中期，美国的许多州有了对公司收购的立法，其特点是对要约收购（Tender Offer）作严格的限制，大部分州规定在 Tender Offer 发起之前，收购者应将收购计划提交州的审批机构批准。这一规定遭到了收购者的猛烈攻击，1982 年，在 Edgar v. MITE 一案中，美国最高法院正式判决伊利诺斯州强加给收购者的这些规定违宪。为了避开这一判决，各州开始了第二代公司收购立法，这次立法的特点是各州把公司收购作为公司内部事务规定于公司法中，但对 Tender Offer 的规定仍很严格，而且允许目标公司采取某些反收购措施。<sup>15</sup>在 1987 年的 CTS Corp.v.Dynamics Corp.of America 一案中，最高法院撤销地方法院和第七巡回法院的判决，转而认为印第安那州公司法中对公司收购的规制并未违宪，也没有造成对州际通商的歧视。从此以后，各州公司收购立法的速度大大加快，对公司收购的规制愈加严厉。<sup>16</sup>

## 二、英美公司收购法律原则

### （一）信息披露的原则

在自由市场经济中，价格机制是被普遍接受的决策工具。因此，英美两国对公司收购的法律规制都避免对要约收购本身的财务或商业的利弊作出评价，而是创造一种适当的环境，使投资者在享有充分信息的情况下进行决策（Informed Decision Making）。在没有对公司收购进行特别规制之前，自由市场经济中的价格机制并不会使收购者产生任何动力去披露目标公司股东所需要的信息，这样就产生了法律强制要求收购者进行信息披露的必要性。除此之外，为了维持商业活动中的道德标准，保证公众对证券市场具有充足的信心，也促使立法者强制公司收购者履行信息披露的义务。<sup>17</sup>1966 年，当时的美国证券交易委员会（SEC）主席 Manuel Cohen 在总结证券交易委员会对公司收购立法的态度时说：“建立和保持投资者对证券市场的信心对我国的资本流动相当重要，它是证券市场赖以有效运行的前提。牢固地坚持这一前提对于所有的美国人，不管他是不是股东，都具有重要的意义。而要达到这一目标，我们必须保证所有的证券市场参与者在获得一个公司、该公司的经营者、该公司的证券等信息方面处于平等的地位。”<sup>18</sup>

信息披露义务包括两项，一是要约前的信息披露义务，二是要约时的信息披露义务。

### 1、要约前的信息披露

英美两国不仅规定了收购要约中应披露的信息，还要求收购者对收购要约发出前的大量的股份变动及寻求控制权的计划作出披露。

#### （1）大股东持股报告比例及期限

美国《证券交易法》第 13 条（d）规定，任何人或任何群体在获得按第 12

<sup>15</sup> Roberta Romano, The Genius of American Corporate Law, The AEI Press, 1993, pp53-57. 转引自张舫著，前引书，第 47 页。

<sup>16</sup> Stephen J. Leacock, Restricting Hostile Take-overs in American Law, The Journal of Business Law, 1987.6, pp514-519.

<sup>17</sup> Tunde I. Ogowewo, supra, pp467-468.

<sup>18</sup> H. Leigh French, International Law of Take-overs and Mergers-United States, Canada, and South and Central America, p55.



条登记注册的某一类股份证券(Equity Security)超过 5%的受益所有权(Beneficial Ownership)后,必须在 10 天之内填具表格(Schedule) 13(d),并将其送给证券发行者、所交易的证券交易所和证券交易委员会。<sup>19</sup>

虽然英国也有类似的预警系统(而且对大股东的持股比例要求更低),但是要求披露的规则渊源既有法律之内的,又有法律之外的。英国 1989 年《公司法》规定,如果某人获得一家公众公司 3%的有表决权股票,或他在获得 3%股票之后持股增减变化达到 1 个百分点,则他有义务在此之后的两天内通知该公司。为了应付所谓的“黎明突袭”(Dawn Raid),即只要购买的股票数量没有达到强制要约义务的触发点(30%的持股比例),收购者就可以在很短的时间内,可能只有几分钟,以超过市价很多的价格购买大量的股份。1980 年 12 月 11 日,收购与合并工作小组通过了《大量股份购买管理条例》(The Rules Governing Substantial Acquisition of Shares,简称 SARs),作为《城市法典》中相对独立的一部分。当某人持股超过 15%时,该管理条例除了限制其股份增加的速度外,还起着信息披露的作用。如果任何人在 7 天之内取得一家公司 10%以上有表决权股票,加上其原已持有的股份导致此人持有的该公司有表决权股份达到或超过 15%但不足 30%,这种购买将会被管理条例禁止。在持股比例达到 15%的次日中午以前,购买者必须将这一事实通知该股票发行公司和证券交易所。<sup>20</sup>

## (2) 大股东持股变动报告及期限

由于大股东持股数量发生变化同样会对投资者产生影响,因此大股东除了履行持股报告义务之外,还应履行持股变动的披露义务。如前所述,英国《公司法》规定,大股东持股达到法定比例后,其持股数量变化达到 1%时,必须在 2 日内予以披露。美国的规定较为灵活,当大股东持股达到法定比例并完成表格 13(d)后,如果发生需要报告的任何“实质性”(Material)变动,持股人必须依据变化的内容,立刻补充申报,修正 13(d)表格。对于何谓“实质性”变动,SEC 条例 13(d)-2(a)规定,“实质性”变动包括但不限于持股数量每增减 1%的变化;即使没有上述持股变化,如果收购股权的意图由纯粹投资转向对股权的控制,同样会被认为是实质性的变动。<sup>21</sup>

## (3) 大股东持股比例的计算

大股东持股比例的计算是审查投资者是否负有大股东持股报告义务的前提。这一计算对于其他相关公司收购制度同样具有重要意义,如在强制要约收购制度中对持股量的计算。

①直接持股。即投资者直接以股份所有人的名义持有的有表决权股份。

②间接持股。即投资者没有以股份所有人名义持有股份,但其通过某种安排或附属关系,实际可以行使股份所有人因持有股份而获得的某些权利。

美国将直接与间接持股而拥有的权利统称为受益所有权。将单一股东直接和间接持有股份量合并计算的目的,是防止股东为逃避信息公开义务而以委托书或其它协议等方法间接持有股份,从而暗中获得目标公司的控制权。

英国没有受益所有权的概念。但《公司法》第 6 章第 208 条有对应的“可公开利益”(Notifiable Interests)概念。可公开利益包括所有直接或间接对股票的控制或其它利益。<sup>22</sup>

<sup>19</sup> 张舫著,前引书,第 108 页。

<sup>20</sup> Tunde I.Ogowewo,supra,pp469-470.

<sup>21</sup> 杨志华、耿利航,前引文,第 293-294 页。

<sup>22</sup> 同上,第 295 页。

③一致行动人的持股。美国《证券交易法》第 13 条 (d) 3 规定, 两个或两个以上的人作为一个合伙 (Partnership)、一个有限合伙 (Limited Partnership)、辛迪加 (Syndicate), 或其他群体 (Group), 为了获得、持有目标公司的证券而协同行动, 这样的辛迪加或群体应被推定为一个人或一个群体 (Group), 受表格 13 (d) 信息公开要求的约束。

英国《城市法典》提出了“一致行动人”(Persons Acting in Concert) 的概念, 认为一致行动的各方在信息公开方面应作为一个人对待, 规定: “一致行动人包括根据协议或非正式协议积极合作, 通过他们其中的任何一方购买某一公司的股份来获得或联合控制这个公司的各方。”《大量股份购买管理条例》(SARs) 则规定: 如果两个或两个以上的人通过协议或非正式协议共同行动, 购买一个公司有投票权股份或这些股份之上的权利, 那么他们所持有和购买的股份将被集合起来计算并视为一个人的一次购买或持有。<sup>23</sup>

#### (4) 大股东持股报告的内容

大股东持股报告的内容是法律要求申报人披露的最低限度的信息。根据 SEC 制订的表格 13 (d) 的规定, 在该表格中必须公开这些情况:

- ①收购者的背景、身份、国籍以及受益所有权的种类;
- ②在收购中使用的资金或其他对价的数量和来源;
- ③购买股票的目的, 如果购买股票的目的是为了控制目标公司, 那么必须公布其对目标公司未来的计划;
- ④受益所有的股份数量和任何合伙人的详细情况;
- ⑤与任何人在目标公司证券方面的任何合同或非正式协议的详细情况。

从要求披露的信息的性质来看, 它显然是为了及早向目标公司管理层提供预警信号, 并就目标公司的控制权已经发生或可能发生变化的情形向证券市场提出警告。此外, 法律要求购买者在获得一定比例股票后进行披露的事实表明, 立法意图不在于通过披露信息来阻碍收购的进行, 而在于向目标公司的股东透露购买者大量购买股票的行为给其投资带来的潜在的影响。对达到信息披露义务触发点之前的股票购买行为, 潜在的收购人没有义务披露其收购计划和收购策略。<sup>24</sup>

#### 2、发出收购要约时的信息披露义务

要约收购开始时进行信息披露可以保证目标公司股票持有人在享有充分信息的情况下作出决策。与此同时, 披露的信息还将吸引其他对目标公司有兴趣的收购者, 从而导致“拍卖”(Auction) 现象的出现。在这方面, 英美两国的法律规定非常相似。

美国《证券交易法》第 14 条 (d) (1) 规定, 任何人向一个公众公司股东发出收购该公司股份总数 5% 的公开收购要约, 都必须填具表格 14 (d)。要约人必须披露的信息除了法律规定要约前应披露的以外, 还包括:

- (1) 与目标公司之间的合同、交易和谈判的细节;
- (2) 发出收购要约的目的及要约人对目标公司的计划或建议;
- (3) 与向股东推荐该要约并继续留在目标公司中的公司雇员之间签订的雇佣合同的条款及对推荐该要约但离开目标公司的雇员进行补偿的细节;
- (4) 对目标公司股东的投资决策有实质影响的其他信息, 如收购者财务状况和反垄断法的适用情况等。<sup>25</sup>

<sup>23</sup> 张舫著, 前引书, 第 109 页。

<sup>24</sup> Tunde I.Ogowewo, supra, p468.

<sup>25</sup> Id, pp470-471.

在英国,《公司法》和《城市法典》规定要约者须履行信息披露义务的目的同样在于保证目标公司股东在面临要约收购时能够获得充足的信息进行投资决策。《公司法》规定,要约者不许以职位损失补偿或退休对价的形式,为目标公司董事提供补偿,否则将被处以罚款,而且董事所得应归出售目标公司股票的所有,除非这种补偿业已披露给目标公司股东并且经目标公司股东大会同意。《城市法典》的披露要求更加广泛,并且强调完全的信息披露。其基本原则之4规定:“应给予股东充足的信息、意见和时间,以使他们对要约作出具有充分根据的决定。不应对他们隐瞒任何有关信息。”此外,还有两条基本原则与信息披露有联系。基本原则之2规定:“在进行要约的过程中或正在计划要约时,要约人、目标公司以及两者各自的任何顾问,均不得只向部分股东提供并非全体股东均可获得的信息。至于目标公司向真正有意的要约人提供保密信息,或者反过来由后者向前者提供保密信息这两种情况不适用本原则。”基本原则之5规定:“任何由要约人、目标公司以及两者各自财务顾问向股东提交的、包含信息和意见的文件或告示,必须象招股说明书那样,以最高的注意和精确标准制作。”要约人给予目标公司股东的信息必须充足且能使他们及早获得,以便据此在有利的时间内就要约的优缺点作出决策。如果收购者也是一家股份公司,那么它对目标公司股东的义务不逊于对自己股东的义务。而且,要约中的各方当事人必须谨慎行事,避免发布可能误导目标公司股东和证券市场、或可能造成某种不确定性的报告,即使这些报告事实上并非不精确。<sup>26</sup>

《城市法典》中的规则2.2规定在以下几种情况下,收购者必须宣布收购:

- (1) 收购者将其确定的收购意图郑重地通知目标公司后,无论目标公司董事会的态度如何;
- (2) 当一个人购买一个公司有投票权的股份(包括在这些股份之上的权利)超过该种股份总数的30%,导致强制收购义务的产生时;
- (3) 收购者与目标公司的董事会接触之后,目标公司股票的价格发生不正常的波动(超过价格的10%)时;
- (4) 收购者与目标公司接触之前,目标公司成为谣言和猜测的对象,或者目标公司的股票价格发生不正常波动,并有充足的理由认为是潜在的收购者的行为所致时;
- (5) 当需要协商和讨论的目标公司股东人数过多时。<sup>27</sup>

## (二) 公平的原则

证券市场法律规制的主要目标之一是使市场保持这么一种状态:股东和其他潜在的投资者都相信,在进行投资时,他们将会得到公平的待遇。在英国,收购与合并工作小组认为:“工作小组的基本目标是在要约过程中,使目标公司的股东能获得公平的待遇,特别保证股东之间的待遇相类似。”<sup>28</sup>

基于公平的考虑,规制收购行为的法律不仅可以变更要约人和目标公司股东之间合同的条款,也可以确定两者之间的合同成立时间。合同条款的修改是为了消除对目标公司股东的强迫和不公平待遇,确定合同成立的时间是保证目标公司股东的机会均等。诚如上文所言,由于目标公司股东分散,地位较之收购者弱,因而极易遭受强迫性的影响和不公平待遇。而要约者可以通过设计要约过程来大

<sup>26</sup> 李胜军:《规制要约收购的合理性和理论基础——以英美的作法为例》,载《清华法律评论》第2辑,清华大学出版社1999年版,第93页。

<sup>27</sup> 张舫著,前引书,第111页。

<sup>28</sup> Panel Statement on the Report of Panel Working Party on Takeover Rules and Practices, June 26, 1989, p2.

幅降低出现收购竞争的可能性,导致没有其他要约者提出对目标公司股东更优惠的条件。要约者的这种传统“私法上的权利”严重违背了公平的理念,理所当然遭到了法律的干预——限制要约者的“私法上的权利”,消除要约中对股东的强迫和不公平待遇,倡导公平原则。<sup>29</sup>

在英美公司收购法律规制中,公平原则具体包含以下三方面内容:

#### 1、股东待遇平等原则

股东待遇平等原则是指当目标公司股东交售相同种类股票时,得到的对价也应相同,后承诺的股东应该得到与先承诺的股东相同的价格条件,要约者后来提高的要约价格应适用于已经交售股票的目标公司股东。<sup>30</sup>

##### (1) 价格平等制度与最高价制度

美国《证券交易法》第14条(d)(7)规定:“当收购者在收购期满以前,通过提高对股票持有者的要约对价,使一个公开收购要约的条件不同时,收购者应将提高的对价付给公开收购要约中的每一个股东,无论这些股东在提高对价以前是否已被付给了对价。”这就是价格平等制度(Same price)。SEC曾进一步解释它对此问题的立场,认为在公司收购的价格上应坚持两个原则:①一个公开收购要约必须是对作为要约对象的同一类股票的所有股东发出的一一全体持有人规则(The All Holders Requirement);②所有这些股东必须被付给在收购要约中最高要约对价——最高价制度(The Best Price)。嗣后,SEC在条例14-d-10(a)中规定:“任何要约者发出公开收购要约,都必须符合两个条件:①该收购要约是向收购要约范围内的所有股票持有人开放的;②根据收购要约付给任何一个股东的对价是在这一要约期间付给其他任何股东的最高价。”<sup>31</sup>

英国《城市法典》中也有类似的规定,规则6.2规定:如果要约人或一致行动人在要约存续期间以高于要约中的价格购买了股票,要约人就必须修改其要约价格,使其不低于前述购买所支付的最高价。《城市法典》的序言指出,法典及实施该法典的工作小组“主要任务在于确保与收购有关的所有股东得到公平和平等的待遇。”与此相对应,《城市法典》基本原则之1指出:“目标公司中所有属于同一类别的股东必须得到要约人的类似待遇。”基本原则之2规定股东必须获得同等的信息,基本原则之10规定,应确保所有股东都能分享控制溢价。<sup>32</sup>法典中的具体规则在这方面走得更远,例如规则6.1规定,如果要约人或一致行动人在要约开始之前的三个月内购买过目标公司的股票,那么要约中对同类股票的要约报价不应低于该购买所支付的价格。规则14.1、14.2规定,如果目标公司有一种以上的股本权益,要约人应为每一种股票支付可比的对价,并就每一种股票分别发出要约。<sup>33</sup>

通过对英美两国关于价格平等和最高价制度的规定加以比较,可以看出,英国《城市法典》在确保股东平等待遇方面规定得更为详尽。

##### (2) 部分收购中的按比例购买制度

一般而言,部分收购是指试图通过收购目标公司少于100%的股份而获得该

<sup>29</sup> Tunde I.Ogowewo, supra, pp473-474.

<sup>30</sup> 有的学者认为股东待遇平等原则还应包括另一部分含义,即目标公司的所有股东都应有机会售出其所持有的股票。参见 Sappideen, Takeover Bids and Target Shareholder Protection: The Regulatory Framework in the United Kingdom, United States and Australia, Journal of Comparative Business and Capital Market Law, p281, pp291-293. 但本文认为,该另一部分含义应独立为“机会平等原则”,详见下文相关内容。

<sup>31</sup> 张舫著,前引书,第115页。

<sup>32</sup> 公司控制股份转让价格与市场价格之间的差价,称为控制溢价。

<sup>33</sup> 李胜军,前引文,第94-95页。

公司控制权的法律行为。<sup>34</sup>

美国《证券交易法》第 14 条 (d) (6) 规定, 当要约人发出的收购要约是部分收购要约时, 如果在要约开始后 10 天内, 目标公司股东同意出售的股份总数超过要约人在要约中所愿意购买的股份数量时, 要约人必须从承诺出售股份的每一位股东手中按比例购买。但是 SEC 认为这样的规定仍不足以保护投资人的利益, 因为小股东们无法像专业人士那样在 10 天内就能作出准确判断, 而一俟小股东作出决定后, 按比例接纳的期限可能业已届满, 导致小股东不能实际享有按比例出售股份的权利。1982 年, SEC 制定条例 14d-8, 要求要约人对在要约期间承诺出售的所有股份, 都应按比例购买, 从而彻底实现了按比例购买的目的。英国《城市法典》规则 36.7 规定, 当部分收购要约被超量承诺时, 最终应按比例购买。

如果法律没有按比例购买的规定, 部分收购的要约人为了保证收购成功, 会设计一个时限, 在该时限中, 按照“先承诺者先受益”(First Come, First Served) 的方式购买目标公司的股票。按照这种方式, 先承诺的股东就可以全部售出手中的股票, 后承诺的股东就丧失了卖出股票的机会。为了避免这种情况, 目标公司股东经常仓促作出出售股票的决定, 而不管收购人的报价是否合理。而且, 如果目标公司的大股东先出售股票, 并且达到了要约人欲收购股份的数量, 那么小股东们即使想出售股票, 也为时已晚, 由此造成了目标公司大股东与小股东之间的不平等。而按比例购买制度的实行, 一方面极大地缓解了目标公司股东匆忙作出决定的压力, 又避免了收购者对目标公司大、小股东之间的不平等待遇。<sup>35</sup>

## 2、消除强迫性影响原则

如果允许收购者任意设计其要约收购过程, 其结果往往对目标公司股东造成强迫性影响。这种强迫性影响可以让目标公司股东没有充分的时间来对要约作出分析判断, 并使目标公司董事会没有足够的时间在股东们出售股票之前提出建议。此外, 这种任意设计的要约收购, 还会阻止竞争性要约的提出。基于这种状况, 法律特设如下制度来消除对股东的强迫性影响。

### (1) 限制要约的期间

限制要约期间的规定, 目的在于限制要约者自主决定要约有效期间的能力。它要求要约期间必须达到合理的长度, 使得目标公司股东能够对披露的信息进行充分的分析判断, 进而作出理性的投资决策, 以减轻对目标公司股东的强迫性影响。

就要约的有效期间, 美国 SEC 的条例 14 (e) -1 (a) 要求, 任何人发出的收购要约, 自公布或送达目标公司股东之后的存续期间不得少于 20 个工作日。英国《城市法典》规则 31.1 规定, 初始要约公布后至少要存续 21 天, 规则 32.1 规定, 修改之后的要约自公布后至少要存续 14 天。<sup>36</sup>

### (2) 目标公司股东的承诺撤回权

所谓目标公司股东的承诺撤回权, 是指法律规定一个时限, 在此时限内, 目标公司股东有权撤回先前匆忙作出的出售股票的承诺、改正原来不明智的决定。撤回权的行使可使目标公司股东免受要约人不公平交易条件的制约。此外, 由于

<sup>34</sup> Lan Ramsay, Balancing Law and Economic: The Case of Partial Takeovers, The Journal of Business Law, 1992.4, p370.

<sup>35</sup> Thomas Hurst, The Regulation of Tender Offers in the United States and the United Kingdom: Self-regulation Versus Legal Regulation, North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Summer, 1987, p4.

<sup>36</sup> Geoffrey K. Morse, Companies: Securities Regulation, The Journal of Business Law, 1988.4, p329.

撤回权允许目标公司股东接受收购竞争者中最高的报价，因而可以促进公司“拍卖”市场的形成。

美国《证券交易法》第14条(d)(5)规定，已接受要约的股东可以在下列期间内撤回其所交售的股票或者作出的承诺：①要约公布后7个工作日内；②要约公布后60日内，但是收购者已实际购买了作出承诺的股东的股票的除外。1986年SEC制定条例14(d)-7，将股东的撤回权行使期间延长，扩展至整个收购要约有效期，并适用于任何收购要约延长的期间。这样，已承诺交售股票的股东，可以在要约有效期内，随时撤回其出售股票的承诺。如果收购者对要约内容有所变更，或因其他原因需要延长要约有效期限，股东在延长期内也可以行使撤回权。

37

在英国，《城市法典》规则34规定，如果要约公布21天后仍未成为或被宣布为无条件，<sup>38</sup>已作出承诺的股东有权撤回其承诺。规则31.4规定，如果要约已经成为或被宣布为无条件，该要约在其截止日期之后还必须存续14天。<sup>39</sup>

比较而言，英国对股东撤回权的限制比美国要严格。在英国，目标公司股东行使撤回权是以要约是否成为无条件为基准，即股东一般不享有撤回权，除非在21天后要约仍没有得到持有50%以上股份的股东的接受。

### 3、机会平等原则

机会平等原则的含义是，目标公司的所有股东都应有同等的机会售出他们所持有的股票。如果允许目标公司一部分股东把他们从要约收购者那里得到的转让公司控制权的溢价揣进自己的口袋，而不与其他股东分享，就是一种不公平的现象。安朱斯(Andrews)曾一针见血地指出：“如果说在公司内部活动中，比如在分配红利、行使表决权时平等对待股东是重要的，那么保证股东之间在他们与公司股票市场的关系方面的平等也同样重要。”<sup>40</sup>

美国《威廉姆斯法》虽强调充分保证股东间的平等待遇，但其各项制度的规定并不能保证股东间的机会平等。虽然SEC根据《威廉姆斯法》，在其制定的条例14d-10(a)(1)中要求收购要约必须面向同一类股票的所有持有人，即前面所说的全体持有人规则，但仍有许多法律上的漏洞造成股东间的机会不均等。最突出的是，首先，对部分收购的限制不严，其次，没有规定强制收购义务。

#### (1) 部分收购中的机会平等原则

##### ① 部分收购的利弊分析

##### A、部分收购的益处

1983年美国SEC收购咨询委员会(SEC Advisory Committee on Tender Offers)曾阐述部分收购的好处：可使公司以更有限的资金在一个或一个以上的行业投资；有利于形成技术交流关系；可导致公司控制权的变更并减少大公司管理层的掘壕自保(Entrenchment)现象；吸引私人直接投资；鼓励外国资本在美国的投资；使收购者在向全资拥有的收购过程中进一步了解潜在的被收购者。<sup>41</sup>

##### B、部分收购的弊端

##### a. 对目标公司股东的不公平和剥削

<sup>37</sup> 杨志华、耿利航，前引文，第313-314页。

<sup>38</sup> 收购要约得到持有目标公司超过50%股份的股东承诺，称为无条件。

<sup>39</sup> 李胜军，前引文，第95页。

<sup>40</sup> Andrews, The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Share, Harvard Law Review, (1965) 78, p505, 522.

<sup>41</sup> Thomas Hurst, supra, pp10-11.

如果要约人成功地实现了部分收购，则对目标公司未出售股票的股东来说，就会面临这样的危险，即新的控制者并非为全体股东而是为自己的利益经营公司。

b.对目标公司股东的强迫性

举例来说，假设一个要约人以每股 10 元的价格发出收购目标公司 60% 股份的要约，而该目标公司的股东经评估认为其股票每股应值 12 元，再假设收购成功后剩余的少数股票的价格为每股 8 元，在此情况下，如果所有受要约人可以联合起来，他们会拒绝该要约，如果他们接受要约，则其股票只有 60% 可获得每股 10 元的价格，而其余 40% 则每股只值 8 元，而事实上，在面临重压之下的两难选择时，人数众多的公司股东要相互联络，行动一致，几乎是不可能的。就单个股东而言，如果其他股东接受要约，而他不接受要约，就会在要约人取得控制权后使自己的股票面临每股仅值 8 元的危险，如果他接受要约，则其至少还有 60% 的股票每股可得 10 元，尽管这比每股 12 元要低，而且还有 40% 部分每股只值 8 元，但这比他不接受要约要有利。因此，出售股票是他面临不利时不得已所能选择的一种自我保护方法。这样，对单个股东来说，该部分收购要约即具有一定的强迫性。<sup>42</sup>

c.容易产生“双层要约收购问题”

由于部分收购是收购者以收购目标公司股份总数的一定比例为目的，向目标公司全体股东发出收购要约的行为，因此在实践中，部分收购经常会演变为“双层要约收购”(Two-tiered Tender Offer)，在前一段，收购者在收购要约中规定以较高的价格购买目标公司一定比例的股份，而且一般以现金支付，在后一段，对于目标公司其余的股份以较低的价格收购，一般以一定比例的现金、收购公司的债券或股份混合支付。<sup>43</sup>这种收购显然造成了目标公司股东间的不平等。

②英美两国对部分收购的规制与机会平等原则

英国《城市法典》对部分收购施加了严格的限制。最重要的是，任何部分收购都必须得到收购与合并工作小组的同意。如果要约不会导致要约人或与其一致行动人（以下简称要约人）持有目标公司 30% 或以上的股票，该要约通常会得到同意。当要约可能导致要约人持有目标公司 30% 或以上的股票时，如果要约人在要约前的 12 个月内已经有选择地大量取得目标公司的股票，则该要约通常不会获得同意。即使部分收购得到了工作组的同意，它仍然受到如下限制：第一、部分收购要约必须向该类股份的全体股东发出，对于超过要约人欲收购比例的承诺股份，要约人对每一位股东必须按同一比例接纳；第二、在要约期内及要约完结后的 12 个月内，要约人不可在公开市场上取得目标公司的股票；第三、如果要约将导致要约人持有目标公司不少于 30%，但不超过 50% 的股份，要约人必须准确说明其欲取得的股份数目，除非收到的接受要约的股份数目不少于要约数目，否则该项要约不可宣布为无条件；第四、上述要约必须得到除要约者以外的持有目标公司有投票权股份至少 50% 的股东的同意，但是，如果有一个股东持有超过 50% 有投票权股份，则可豁免该项要求；第五、如果要约是向拥有一类以上股本权益的公司的股东发出，而可导致要约人持有 30% 或以上的股份，必须向每类其他股份的持有人作出同等条件的要约；第六、如果部分要约可导致要约人持有目标公司 48% 有投票权股票，则要约文件必须对此情况作出警告性陈述，并且也要表明要约人将可以自由地购买目标公司更多的股份而不会诱发规则 9 的强

<sup>42</sup> 官以德著：《上市公司收购的法律透视》，人民法院出版社 1999 年版，第 147-149 页。

<sup>43</sup> Thomas Hurst, supra, p4.

制要约收购义务的产生。<sup>44</sup>

美国《威廉姆斯法》对部分收购的规制，除了要求按比例接纳外，几乎没有任何限制，因此要约者可以自由决定其所欲购买的目标公司股票数目。

综上，对于部分收购，英美两国都规定了按比例接纳的制度，消除了“先承诺者先受益”给目标公司股东带来的不平等现象。但由于美国除此之外对部分收购没有更多的限制，因而无法阻止“双层要约收购”所造成的目标公司股东间不平等现象的发生。反之，英国《城市法典》对部分收购加以严格的管制，极大地抑制了部分收购带来的消极影响。特别是规定了在部分要约期间及要约结束之后的12个月内，禁止要约者在公开市场上购买目标公司的股票，相当程度上减轻了“双层要约收购”给目标公司股东造成的强制性影响。<sup>45</sup>

## (2) 强制收购中的机会平等原则

强制收购是指投资人及其一致行动人直接或间接持有已发行的股份达到法定比例时，有义务依照法律规定，向该公司的全体股东发出收购要约，收购该公司全部股份的行为。强制收购对于持有法定比例股份的大股东是义务，对于其他股东是赋予了其决定是否出售股份的选择权。这是保护小股东利益，维护投资者平等地位的一种措施。<sup>46</sup>

### ① 强制收购制度的立法理由与理论争论

对强制收购制度的争论，是公司收购各项法律制度中争论最激烈、分歧最大的一个问题。在欧共体对公司收购的统一立法过程中，对强制收购制度设立与否的分歧便是其中的重大障碍之一。

#### A、强制收购制度的立法理由

设立强制收购制度的目的是保护目标公司小股东的利益。其立法理由是基于这样一种事实：在公司收购中，收购者常常私下与目标公司中掌握控制权的大股东协商，以较高的溢价购买这些大股东的股份，获得目标公司的控制权。公司的控制权在小股东的不知不觉中发生了转换，小股东被剥夺了与大股东享受相同溢价的机会。立法者认为，如果公司的控制权转移给新的控制者，那么所有的股东都应有机会以新的控制者为取得该控制权而购买股份时付出的最高价格出售自己的股份。理由有二：首先，这个以前被他人控制的公司，现在由一个新的控制者所控制，在这种情况下，股东应被给予机会出售股份来退出公司，因为，他们对新的控制者的经营能力和经营方法可能评价不高，或根本不信任；新的控制者还可能改变公司的经营项目，为此股东可能不愿继续留在公司中；其次，公司控制权的转移常常包含着超过市场价格的溢价支付，这些溢价是所有的股东都应该分享的，因此，收购者有义务以为取得控制权而购买股份时所支付的最高价向所有的股东发出要约。

综上，立法者设立强制收购制度主要基于两点认识：第一，小股东在拥有控制权的股东转让股份使公司的控制权发生转移后，其利益可能受到损害；第二，小股东与拥有控制权的股东在股份转让中应有同等的机会享受控制权溢价。<sup>47</sup>但在这两方面都存在理论上的争论。

#### B、强制收购制度的理论争论

##### a. 赞同者的主张，代表人物为伯利（Berle）与安朱斯

<sup>44</sup> Thomas Hurst, supra, pp9-10.

<sup>45</sup> Tunde I. Ogowewo, supra, pp476-477.

<sup>46</sup> 杨志华、耿利航，前引文，第324页。

<sup>47</sup> 张舫著，前引书，第139-140页。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库