

内容摘要

上市公司要约收购在我国还是一项十分不完善的法律制度，本文从我国证券市场实际情况出发，借鉴国外先进经验，对我国要约收购立法的完善提出一些建议。全文分为导言、正文和结束语三个部分，正文分为三章：

第一章上市公司要约收购及其法律规制分为三个部分，第一部分从要约收购基础理论入手，主要介绍要约收购的概念、分类及与相关概念的辨析。为全文的论述作出理论铺垫。第二部分是对象要约收购所涉及的法律问题的讨论，包括信息公开制度、收购要约的内容、收购要约的承诺、收购结果、反收购及强制要约的豁免等方面的内容。第三部分则对象要约收购立法的必要性与合理性进行分析，从法学理论、要约收购的利弊、证券市场的特点等方面论证我国完善要约收购立法的基础。

第二章要约收购法律规制的比较以美国和英国的证券立法为主，分为两个部分，第一部分介绍一些国家和地区的要约收购立法发展，第二部分对象要约收购中的信息披露、强制要约收购、部分要约收购以及反收购等问题进行比较研究，以作借鉴之用。

第三章我国对上市公司要约收购的法律规制分为两节，第一节对我国目前的上市公司收购状况及要约收购在我国遇到的客观障碍进行了简要分析；第二节以我国的实际情况为基础，从信息披露、收购要约、收购结果、反收购措施等方面分析我国要约收购立法上的不足，并提出建议。

关键词：上市公司、要约收购、信息披露、反收购

目 录

导 言.....	1
第一章 上市公司要约收购及其法律规制.....	2
一、要约收购的相关概念.....	2
（一）上市公司要约收购.....	2
（二）要约收购与相关概念的比较.....	3
二、要约收购的分类.....	4
（一）自愿要约收购与强制性要约收购.....	4
（二）部分要约收购与全部要约收购.....	6
三、要约收购立法规制的主要问题.....	7
（一）信息公开.....	7
（二）要约的内容.....	7
（三）对收购要约的承诺.....	8
（四）要约收购的效果.....	9
（五）反收购措施的规范.....	9
（六）豁免强制性要约的条件.....	9
四、要约收购立法的必要性与合理性.....	9
（一）人类的行为自由需要适当的法律加以控制调整.....	10
（二）要约收购有利有弊.....	10
（三）对要约收购虽然仍有争论，但通过适当的法律来规范 这一行为已成为共识.....	11
（四）符合证券市场的“三公”原则.....	13
（五）保护目标公司中小股东的合法权益.....	15
第二章 要约收购法律规制的比较.....	17
一、要约收购在其他国家和地区的发展.....	17
（一）英国.....	17
（二）美国.....	18
（三）日本.....	19

(四) 欧陆国家	20
(五) 香港地区	20
二、要约收购法律规制的比较	21
(一) 目标公司股东平等待遇原则	21
(二) 要约收购的信息披露制度	22
(三) 强制要约收购	26
(四) 部分要约收购	28
(五) 反收购行动	30
第三章 我国上市公司要约收购的法律规制	34
第一节 我国上市公司要约收购的障碍	34
一、我国上市公司收购的现状	34
二、我国证券市场的特殊性对要约收购形成的阻碍	35
第二节 我国要约收购的法律规制	38
一、要约收购立法的指导思想	38
二、信息披露	39
(一) 我国现行法律的规定	39
(二) 从方正科技股权争夺看我国一致行动人制度	43
三、自愿要约收购与强制性要约收购	47
(一) 自愿要约收购	47
(二) 强制要约收购	49
四、收购后果的规定	53
五、明确豁免要约收购的条件	55
六、规范反收购行动	56
七、建立完善的诉讼救济机制	58
结束语	59
主要参考文献	60
后 记	63

厦门大学博硕士学位论文摘要库

导 言

自 90 年代初我国证券市场建立以来，上市公司收购活动就从未停止过。但由于我国股权结构的特殊性，以及行政力量对收购活动的影响，长期以来，我国的上市公司收购都紧紧围绕着协议收购这个主题来进行。因此，在我国要约收购无论是从立法还是从实践上都未得到应有的重视。上市公司收购过程中，收购者一旦可能触及要约收购的临界点，就向证券监管部门申请豁免这一义务。甚至利用我国在一致行动人等方面的法律漏洞，逃避要约收购义务，进行股票炒作，损害的中小股东的权利。

保护投资者利益是证券立法的宗旨之一，要约收购正是保护股东平等权利的一项重要制度。随着我国证券市场的不断发展，以及对发达国家证券市场立法的学习借鉴，要约收购立法正向着更加成熟完善的方向进步。发达国家的市场规范为我国的立法提供了丰富的经验，同时，我们需立足我国的实际情况，使要约收购在我国更可行，更能充分地发挥保护中小股东的作用。

第一章 上市公司要约收购及其法律规制

一、要约收购的相关概念

(一) 上市公司要约收购

为了清楚地说明上市公司要约收购这个概念，笔者将其分为三个层次进行解释：

1、公司收购

公司收购(take over)是指一个人(个人、法人或非法人组织)取得对另一公司资产的控制权的一种或者一系列交易活动，收购成功将使收购人直接成为被收购公司资产所有者，或者间接地取得该公司管理上的控制权。公司收购依据其对象不同可分为股权收购和资产收购，收购的方式可以为要约收购、协议收购及公开市场买卖、资产兼并等方式。

2、上市公司收购

上市公司收购指任何人通过交易，获取上市公司发行在外的普通股，从而取得对该上市公司控制权的行为。收购非常明确地指向普通股——有表决权的股份，这说明收购人的目的在于取得公司的管理权，而非获得优先的利益分配。狭义的上市公司收购就是要约收购，广义的上市公司收购还包括协议收购、合并式收购、场内收购。

3、上市公司要约收购

根据布莱克法律大辞典的解释，要约收购(美国称 tender offer，英国称 takeover bid)是指“一公司以取得另一公司的控制权为目的，根据自己需要购买的最少或最大的股份数量，通过报纸广告或邮寄(要约人如果能够获得他公司的股东名册，才能采用这种方式，这通常是在友好的要约收购情况下才可能发生)等形式直接向他公司股东做出的购买股份的要约”。^①出资收购的人称为要约人、收购者或投标人，被收购的公司称为目标公司。要约收购是上市公司收购的一种重要形式，也是各国证券法规制的重点。收购要约人向目标公司

^① Black Law Dictionary, fifth edition, West publishing Co., p1316.

相关证券持有人发出公开声明，如果后者在限定时间内向指定机构提交其持有的证券，将获得属于“控制溢价”（control premium）这一部分的额外收益。如果要约人获得的证券数量足够使其对目标公司行使控制权，要约人将利用该控制权换掉原有的董事会，并选出代表自己的董事会。

上市公司的要约收购具有四个法律特征：（1）收购行为的对象是上市公司已发行在外的有表决权证券（voting securities），即前文所说的普通股；（2）收购行为主体是证券投资人，既可以是自然人也可以是法人或者其他组织；（3）收购的目的是获得上市公司的控制权；（4）收购人在证券集中交易市场之外向目标公司的不特定多数股东公开发出收购要约。

收购者必须向目标公司的公众股东发出公开购买目标公司证券的要约。在美国，虽然法律始终对什么是收购要约没有作出明确的界定，但在司法实践中，美国证券交易委员会（SEC）归纳的八个特点被广泛采用，作为确定收购要约的一般标准。这八个特点是：（1）要约人积极广泛地向社会公众股东征求目标公司的股份；（2）要约人请求征集的股份占发行人股票的相当大比例；（3）以高于目前市场价格的价位发出要约；（4）要约的条款是固定的，不可协商的；（5）要约应确定要约收购的股份数，这一数量通常受到所能购买的额度的限制；（6）要约公开的时间有限；（7）受要约人迫于压力而出售其股票；（8）要约人在进行快速积累目标公司证券行为之前或同时，已经公开声明了购买目标公司的计划。^①

（二）要约收购与相关概念的比较

协议收购、场内收购和征集委托书是与要约收购密切相关的几个概念。

1、上市公司的协议收购是收购人于证券交易场所之外，通过与被收购公司的股东达成股份购买协议，谋求对上市公司的控制的行为。

协议收购与要约收购的区别在于：（1）要约收购只能通过证券交易所的证券交易进行，协议收购则可以在证券交易所之外通过协议转让的方式进行。

（2）要约收购中以收购方所负有的强制性义务为主，而协议收购体现得更多的是合同双方的自由意志。（3）由于协议收购是收购者与目标公司的控股股东或大股东经过友好协商，订立收购股份的合同，以实现公司控制权的转移，所

^① Farmery&.Walmsley(eds.), United States Securities and Investments Regulation Handbook, 1992, p237.

以协议收购通常为善意收购；要约收购的对象是目标公司全体股东持有的股份，不需要征得目标公司经营者的同意，且往往在目标公司经营者未事先得到收购信息的情况下发出，因此多为敌意收购。（4）要约收购主要发生在目标公司股权较为分散，公司的实际控制权与股东分离的情况下；协议收购则多发生在存在绝对控股股东的情况下。

2、场内收购是指通过集中证券交易市场收购，即通过证券交易所购买目标公司股份，实现对目标公司控股的收购方式。对于股权极为分散的公司采取这一方式，成本低且效率高。

场内收购与要约收购的区别在于：（1）场内收购通过集中竞价的方式进行，要约收购则是以一个确定的价格购买全部股份。（2）场内收购在一定持股比例范围内只需要遵循股票交易的一般规则，而要约收购则受到法律更严格的规制。（3）场内收购通过收购人与不特定的持股人之间在集中竞价系统下的要约与承诺来完成，而要约收购则需要收购人向目标公司全体持股人发出公开的一致要约，并且还需要一定持股比例的受要约人的承诺才能达成。

3、征集委托书（solicitation of proxy）与公司收购一样，是争夺目标公司控制权的一种方式，它是指公司的股东为了控制公司，或改组公司董事会从而调整公司的经营策略，向其他股东购买授权其代行投票权的委托书的行为。

征集委托书与要约收购的区别在于：（1）征集委托书获得的只是代理股东行使投票的权利，而不是股票的所有权；要约收购获得的则是股票所有权。（2）征集委托书不需要以公开要约的方式获得，要约收购则必须以公开要约的方式作出。（3）征集委托书不论是否达到最终的目的，征集人向委托人支付的对价不可能收回；要约收购如果失败，要约人向预受要约的股东支付的对价应当被退回。

二、要约收购的分类

（一）自愿要约收购与强制性要约收购

根据要约人的主观愿望，可以将要约收购分为自愿要约收购和强制要约收购。

自愿收购是指收购人根据自己的意愿进行的要约收购。收购行为对收购人

来说是于其自愿而不是出于法定义务。

强制要约收购是指当收购方所持目标公司股份达到一定比例时，依法必须向该公司所有股东发出要约的收购。强制要约收购具有以下法律特征：（1）强制要约的发生条件是大股东持有有表决权的股份达到一定比例；（2）收购人的要约收购是法定义务，非经主管部门依法豁免，不得免除；（3）强制要约的规则以强制性法律规范为主。

强制要约收购制度是对股东平等原则的救济。设置强制要约收购制度的主要目的是为了避免中小股东受到歧视，使所有的股东获得公平待遇。^①但也有意见认为，要求目标公司的大股东和小股东以相同的价格出售其股份本身就是不合理的，正如零售和批发的价格不可能相同，一个大股东所持有的 10% 的股份与一个小股东所持有的 0.1% 的股份，其股份的含金量是不同的。大股东因其所持有股份的规模，对公司经营的影响力要大得多。收购人从大股东处购得股份所获的决不仅是股票本身的价值，还取得了对公司的控制力。收购人可以凭借这种控制权使公司按符合自己利益的方式经营，降低其投资风险，因此也就减少了投资的成本。所以，大股东所持有的股份因其规模而具有高于零散股份的“控制溢价”，不应该要求大股东与小股东以相同的价格出售其股份。而且，同股同权的原则也不应适用于股票买卖的场合，因为日常的股市交易中，股票价格常常波动，但人们并未抱怨得不到公平待遇。^②

为了解释这个问题，人们又提出了另外一种理论——赋予非控股股东以撤出公司的权利。^③根据这种解释，小股东购买某个公司的股票的同时就失去了对其投资的控制。他作出这种投资决定，主要是出于对公司当前的经营控制者的能力及道德品质的信任。如果公司的控制权发生转移，小股东购买这个公司股票的基础就丧失了。既然他们无法影响控制权的转移，他们就会在公平的机

^① J. W. Anthony Cann, Consideration of the proposed Takeover Directive in the Light of United Kingdom Experience of Takeover Regulation, in Johan D. Kleyn (ed.), Conference on Mergers & Acquisitions, 1990, p47. 转引自代越：《论公司收购的法律管制》，《经济法论丛》第一卷，中国方正出版社，1999年8月第1版，第394页。

^② Cf. Patrick A Gaughan, Mergers and Acquisition, 1991, p537-540. 转引自代越：《论公司收购的法律管制》，《经济法论丛》第一卷，中国方正出版社，1999年8月第1版，第394页。

^③ Alain Hirsch & Gerand Hrtig, Comments on Defensive Measure, the Regulation of Multinational Offerings and Mandatory Bids, in Hopt & Wymeersch, European Takeovers Law and Practice, 1992, p425. 转引自代越：《论公司收购的法律管制》，《经济法论丛》第一卷，中国方正出版社，1999年8月第1版，第394页。

会下撤出他们的投资。但是，如果他们一起在股市上出售其股份，就必然因股价下跌而蒙受损失，这对他们是不公平的。特别是当目标公司是被集团公司收购成为集团一员时，这种问题更加突出。因为母公司很可能为了本公司或整个公司集团的利益，滥用其在公司中的控股地位，损害子公司广大小股东的利益。所以，法律强制收购人提出公开收购要约，使这些股东有机会以公平的价格出售其股份，撤回投资。

自愿要约收购与强制性要约收购的划分是相对的。上市公司收购从法律上说是以行为人的自愿为基础。任何一次收购，都是收购人依法实施的有计划的购买目标公司股票的行为，即使是持股比例达到强制收购的程度，多数情况也是收购者计划中的事。而所谓自愿收购也并非完全自愿，多数国家都对自愿收购的收购条件作出了严格的限制。

（二）部分要约收购与全部要约收购

根据要约人欲收购的股份数量，可将要约收购分为全部收购与部分收购。

全部收购是指收购人以取得目标公司 100% 股份为目的的收购。值得注意的是全部收购的结果并不一定是取得全部股份，100% 股份只是全部收购的目标，至于是否能够实现并不是收购人主观能够控制的。

部分收购是指收购人向目标公司全体股东发出要约，欲收购少于目标公司 100% 股份。是否应当允许部分要约收购在各国都存在争议。

支持部分要约收购的学者一般强调它对形成公司控制权市场的作用，认为它具有以下优点：（1）部分要约收购有利于要约人以有限的资源获得目标公司的控制权，因此与全面要约收购相比，它更利于公司控制权的转移，另一方面也有利于投资者投资更多的行业；（2）有利于私人直接投资，容易形成合资关系；（3）使收购者在向全面收购发展的过程中进一步了解潜在的被收购者。^①

反对部分要约收购的学者则从目标公司股东权益保护的角度出发，认为部分要约收购难保公平。一方面部分要约收购可能造成对目标公司股东的不公平。如果要约人成功地进行了部分要约收购，目标公司就处于要约人控制之下，未接受要约的股东就处于少数股东地位，而要约人可能为其自身利益而不是为全体股东的利益经营公司。有的要约人为实施收购，往往事先向金融机构举债，

^① 符启林主编：《中国证券交易法律制度研究》，法律出版社，2000年5月第1版，第244页。

在收购成功后就通过出售目标公司资产等方法还债，这也加重了少数股东的担忧。英国学者认为收购准则之所以不鼓励部分要约，是因为迫使一个股东成为公司的少数股东，而不给予其出售股份的权利是错误的。^①另一方面，部分要约收购具有强迫性，尤其在双层收购（two-tier tender offer）^②中。此外，要约收购价格一般均高于目标公司股份的市场价格以使受要约人乐于接受要约，要约价格通常又不能充分体现目标公司股份的真实价值以使要约人有利可图。在面临部分要约收购时，受要约人就处于两难的境地：如果接受要约，他们可能损失获得更高溢价的机会；如果不接受，可能导致的不利后果，因此，他们往往假定其他人会接受要约，从而接受要约。从这个意义上说，在部分要约收购的情况下，目标公司股东就很难自由地行使他们的选择权。^③

三、要约收购立法规制的主要问题

（一）信息公开

信息公开是证券法永恒不变的主题，相对于上市公司、机构投资者、收购者以及大股东而言，中小股东由于资金分散、专业知识欠缺、信息渠道不畅等原因，而成为证券投资活动中的弱势群体，往往处于较为被动的地位，利益容易受到损害。信息公开制度正是提供给所有投资者一个及时准确获取投资信息，作出判断的保障，以此保护股东的合法权利。在要约收购立法中，信息公开尤为重要，它既为目标公司提供了预警系统，警惕想要收购它的人，也是投资者作出选择的基础。

（二）要约的内容

收购要约的内容主要包括要约收购的证券类别、要约的价格及其支付、收购的数量、要约的期间等。这些内容直接关系到投资者的利益，因此是收购立

^① J.H. Farrar, N. Furey & B. Hannign, *Farrar's Company Law*, 2nd ed, Butterworths 1988, p545, 转引自宋永泉：《上市公司要约收购若干法律问题》，《法律科学》1997年第2期，第46页。

^② 收购人将收购分为两个阶段进行，在第一阶段中，收购人以较高的溢价现金收购目标公司一定数量的股份，在第二阶段对剩余的股份的收购价格低于前一阶段的价格，以此将剩余股东挤出合并。

^③ Robin J. Marsico, *Corporation Law*, edited by New York University School of Law, 1986 Volume 1, p90, 转引自宋永泉：《论上市公司公开收购的法律问题》，《中国法学》1999年第5期，第82页。

法所必须规范的。

收购的证券类别是确定受要约人范围的标准，是要约的主要内容之一。收购要约人首先应说明所要收购的目标公司，以及收购的是哪一类有表决权的证券。

要约人以何种价格收购受要约人手中的股票是受要约人考虑是否接受要约时的重要因素，支付方法有三种：现金、股票和综合证券。以股票为支付方式是指收购要约人增加发行本公司的股票，以新发行的股票或以其持有的其他法人团体的股票，替换目标公司的股票而实现控股目的的一种出资方式。以综合证券为收购对价是指收购要约的出价有现金、股票、可转换债券和认股权证等多种形式的证券的组合。^①

收购的数量可以揭示收购要约人在收购成功后可在多大程度上控制或支配公司，因而是受要约人作出决定的重要依据，同时它也决定了收购人是否需要按比例从所有承诺人手中购买他们承诺的股票。

要约的期间是指要约的有效期，即由要约生效之日起直至要约规定的结束日止的一段期间。对于一般的要约，要约人可以自行规定要约的有效期，法律对此没有任何限制，但对于收购要约，各国法律基本上都规定了要约期间的下限，这是为了保证受要约人有足够的时间来权衡收购的利弊，不至于仓促间处分自己的权利，也给其他潜在的收购要约人充分的时间，考虑是否作竞争性要约。

（三）对收购要约的承诺

对收购要约的承诺，是指受要约人作出接受收购要约的全部条件，向收购要约人卖出其所持有的有表决权证券的意思表示。

对于一般的承诺而言，受要约人一旦对要约作出承诺，合同即生效。然而在要约收购中，由于受要约人相对收购人而言，处于明显不利的地位，收购立法基于维护其正当权益的目的，赋予受要约人在一定条件下单方面撤回承诺的权利，这就是要约收购中的目标公司股东所享有的撤回权。它一方面给那些在收购开始后很短时间内就仓促作出承诺的受要约人在获悉更全面的信息的条件下重新决定的机会；另一方面，如果有其他要约人以更好的价格发出要约，

^① 官以德：《上市公司收购的法律透视》，人民法院出版社 1999 年第 1 版，第 122~123 页。

目标公司股东还有机会获得更好的收益，可以及时地减少损失。

（四）要约收购的效果

所谓要约收购的效果，指要约有效期截止时，收购人是否已经取得法定或计划中一定比例的目标公司股份。一旦达到预期目的，即可称之为成功的要约收购，收购人成为目标公司新的控股股东，有权组织重新选举经营层，调整公司管理策略。此外，要约收购成功还涉及到上市公司是否还能够保持上市公司身份的问题。由于各国对上市公司股份中社会公众股的比例都有相应的规定，而要约收购往往会使社会公众股比例减少到法定比例以下，因此上市公司的身份如何处理也会影响到收购人及社会公众持股人对待要约收购的态度。而所谓要约收购的失败也就是指收购人最终取得的股份未达到预期的比例。这时收购者应当将已收购的股份返还给出售者。

（五）反收购措施的规范

反收购措施，是指目标公司采取的旨在抵御乃至挫败收购人的收购行为的措施。当目标公司被收购或出现被收购的迹象时，通常目标公司有两种选择：一是配合收购人的收购行动，管理层向本公司股东积极推荐此次收购；二是目标公司不愿意看到本公司被收购，或觉得此次收购不公平、不友善，可能会采取积极的反收购措施，其基本指导思想是通过提高收购成本，增加收购难度或降低目标公司自身的吸引力，使收购人退却。目标公司的管理层在采取反收购措施时可能会损害到目标公司股东的利益，因此对反收购行为的规范也是收购立法的一个重点。

（六）豁免强制性要约的条件

强制性要约收购有一个固定的持股比例，然而现实中总会出现一些特殊的情况，使股东在不自觉的情况下，获得某个上市公司的股份达到或超过启动强制性要约收购的持股比例，刻板要求投资者采取强制性要约，亦有失公平。因此需要设定一定的条件免除这类投资者强制性要约的义务。

四、要约收购立法的必要性与合理性

要约收购作为证券市场中的一项重要的投资活动，已经成为许多国家和地

区证券立法关注的热点，为何要对其进行法律规范呢，我们将从以下几个方面分析：

（一）人类的行为自由需要适当的法律加以控制调整

法律的价值就在于解决人所享有的自由尺度的问题。^①人作为一个自然的动物，他会出于本能根据自己的欲望、要求、冲动来行为，然而在社会生活中，人是作为一个群体来进行活动的，当人们共同生活时，人们的行为不仅仅是作用于自然，同时也作用于他人，因此容易造成行为冲突，这就是调整人类行为的原始动力。

同时，人也具有社会性，人的社会性既包括了人的合群性，也包括人的自主性。人的合群性是人与人在社会中能够和睦相处的基础，自由在此意味着大家能够相互尊重的一种关系。人的自主性表明的是人与人之间的差异，它决定了人们各自的不同的价值追求。自由在此表现为一种自我满足。这种自由意味着当我行使我的自由时，他人也有权行使他的自由。当这种自由处理不得当时，就会造成社会秩序的紊乱，而最终使人人都失去自由。因此，对于个人与社会而言，自由是必要的，但需要一种尺度或限度——这就是法律。^①

将这一理论延伸至要约收购中，若没有法律的规制，对收购者而言，他有不择手段购买目标公司证券的自由，这可能会损害到目标公司及其股东的利益；对目标公司管理层而言，他可以想尽一切办法阻止目标公司被收购，或为了小集团利益，以低廉的价格甚而不计代价将目标公司拱手相让，这将损害到中小股东的利益；对目标公司大股东而言，他们有利用持股及信息上的优势与收购者讨价还价的自由，这也同样可能损害到中小股东的利益；对于中小股东而言，他们处于相对弱势，通常只能任人宰割，因此只好通过投机行为谋求短期利益，这会阻碍证券市场的健康发展。在这样完全自由没有约束的情况下，必然造成利益主体之间的冲突，扰乱证券市场的秩序。况且这一切都不是空想，而是发达的证券市场早期所走过的弯路。因此，对要约收购的规制是十分必要的。

（二）要约收购有利有弊

任何行为如果有百利而无一害，那么根本不需要法律来规范，只需提倡，

^① 王人博、程燎原：《法治论》山东人民出版社 1998 年 7 月第 2 版，第 129 页。

如拾金不昧；反之，如果该行为有百害而无一利，那么也无需用大量篇幅去规范，而只需绝对禁止，如杀人。然而要约收购是一个利弊参半的行为，至今对其存在价值的争论仍未停止，因此需要通过立法使其在实践中尽可能地扬长避短。

要约收购与其他并购方式相比支出较少，费时较短，行动也较为隐密。^②但相应的，要约收购也有它的不足之处：首先，收购者与受要约人地位严重不平等。从信息上讲，收购者往往有备而来，经过充分的分析才采取行动，受要约人则通常措手不及，必须在短时间内做出抉择；从实力上看，受要约人往往没有能力与收购者讨价还价，收购者则有能力强左右价格；从结果上分析，受要约人即使对目标公司的前景充满信心，在收购者制造的声势面前往往也不得不出售股份。其次，收购者与目标公司少数股东间冲突加剧。收购一旦成功，如果存在拒绝受要约的少数股东，这些股东往往是持与收购方相反意见的人，当在同一公司内部收购人与反对股东数量比较悬殊时，他们之间的冲突可能加剧，因此一些国家的立法赋予少数股东强制收购请求权，同时也给予收购者强制出售请求权。

要约收购涉及到多方的利益，既有收购人、股东的利益，又有被收购公司的利益，还关系到社会公众利益，各方都要求法律确保自己利益的实现，防止他方的侵害，收购立法的实质就是如何解决效率和平等的矛盾，找到利益的平衡点。

（三）对要约收购虽然仍有争论，但通过适当的法律来规范这一行为已成为共识

市场经济本质上是逐利经济，市场行为的主体都力图以最小的成本来获取最大的利益，各个主体之间的利益冲突和抗衡是不可避免的。而经济立法从某种角度来说，就是通过法规使各方在利益的获取上有一均衡点，以维持市场机制的正常运行。美国著名法学家庞德认为，法律的作用就是承认、确立、实现和保障人们的利益，就是防止群体之间的利益冲突。法律可以作出偏向某一利益集团的价值判断，以达到各方利益的平衡。就收购而言，一方面要为要约收

^② 同上注。

^③ 符启林主编：《中国证券交易法律制度研究》，法律出版社，2000年5月第1版，第228页。

购者提供合法的相对便利的收购渠道，在收购程序上少设一点关卡，尽量减少管理机构的直接干预；另一方面又要求有关当事人及时披露信息，给投资者以足够的时间来表达自己的意见，帮助投资者进行判断。当然，这种立法的均衡点也不是一成不变的，而是随着各国证券市场的发展和广大投资者的成熟而不断改变的。就目前而言，包括我国在内的绝大多数国家的公司收购立法的宗旨都是：保护目标公司股东利益，维护证券市场公平、公开、公正诸原则的贯彻。

①

要约收购的直接目的是获得目标公司的控制权，公司控制权市场理论认为，股份有限公司所有权与控制权的分离，以及股东对公司管理的终极控制权和股份的自由转让性，使投资者可以通过收购目标公司的股份来控制该公司的经营和管理。通过公司合并、营业转让、资产收购与股份收购等公司控制权交易方式可以形成一个公司控制权市场。如果一家公司的管理部门无效率或低效率，就会促使投资者对该公司实施收购，从而替换无效或低效的管理部门，使该公司的资产获得更有效的营运。因此公司控制权市场作为一种公司治理模式，能够有效地解决代理成本问题，有利于整个国民经济。^②

随着证券市场的发展，人们逐渐开始认识到，要约收购在确保资产有效利用中起到的重要作用。首先，要约收购使目标公司的股东有权让不能有效履行职责的现任管理层下台。当一家公司管理不力，并且有控制权的股东没有意识到这一点，或者虽然意识到但不愿意彻底更换管理层时，没有控制权的股东可以选择出售他们的股票。但这样并没有解决公司本身的问题，因为公司的控制权没有改变，原有的管理层仍然没有被动摇。如果允许小股东们的股票集中出售，形成新的大股东，公司的股权结构就会发生实质改变，管理层就会受到动摇。而且，股东单单“用脚投票”，还无法合理取得因要约收购带来的控制升水。其次，证券理论认为，公司管理效率和公司股票的市场价格之间密切相关，即公司管理效率越高，股票市场价格越高，公司管理效率越低，股票市场价格越低。与在有效管理层下的可能价格相比，股票的市场价格越低，对那些认为可以更有效管理公司的人来说，就越容易激发起收购该公司的兴趣。从众多上市公司中发现目标公司的人，是证券市场上目光敏锐的投资人，知道收购该公司物有所值，从而成为要约收购中的要约人。要约人认为，即使他为收购该公

① 官以德：《上市公司收购的法律透视》，人民法院出版社，1999年2月第1版，第34页。

② 宋永泉：《论上市公司公开收购的法律问题》，《中国法学》，1999年第5期，第82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 for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库