

公司收购法的移植与变异:部分要约与投资者保护

黄辉* 王超**

摘要:2006年之后我国收购人被允许使用部分要约来履行强制要约收购义务。已有研究对于新部分要约规则尚未全面探讨。本文考察了中国内地和英国、日本等法域的部分要约规则,统计分析了我 国收购人发出的部分要约。研究发现:我国部分要约制度与日本的要约义务模式殊途同归;部分要约都是自愿发出,目的主要是巩固公司控制权,规避现象罕见,这产生了与日本模式类似的效果。除了“苏泊尔案”外,没有收购人发出部分要约来履行协议收购触发的法定要约义务。本文对研究结果进行了解释,并建议将部分要约适用范围扩展到协议收购等主流收购方式,通过法律正式借鉴日本模式。

关键词:要约收购 少数股东保护 部分要约 法律移植 实证研究

一、引言

由于我国资本市场起步之初缺乏相关的法律基础设施,因此,当时的立法者倾向于引进以强制性规则为特色的英国收购法律模式而不是以市场自由为特色的美国模式,以更好地保护投资者。^①我国首部《证券法》规定,强制要约收购制度要求收购人在对目标公司的持股比例达到30%时,即符合取得上市公司控制权的法定标准时,^②

* 香港中文大学法学院教授。

** 香港中文大学法学院博士研究生。

① 参见张新:《上市公司收购的立法和监管——我们为什么不能采取美国模式?》,载《证券市场导报》2003年第8期。张新认为,我国缺乏美国一样的法律基础设施,这些基础设施使美国在没有强制要约收购制度的情况下能够很好地保护目标公司股东,包括国家的立法和监管、被侵害投资者的私人诉讼、收购纠纷诉讼的职业法官和律师、反垄断审查、公司控制人的信托义务以及中介的监管。

② 参见《上市公司收购管理办法》第84条。

必须向少数股东发起全面要约,收购少数股东持有的所有剩余股份(强制全面要约)。^①为了全面发挥该制度的股东保护功能,收购人被禁止使用部分要约来履行法定要约义务。

2006年我国《证券法》对强制要约收购制度进行了改革,允许收购人使用部分要约来履行法定要约义务(强制部分要约),这不同于英国相关制度。英国《城市收购及合并法典》(以下简称《城市法典》)坚持强制全面要约制度,对收购人使用部分要约来履行强制要约收购义务有严格的限制条件。这是因为部分要约会削弱强制要约对于少数股东的保护效果,且对少数股东有潜在的胁迫性。从另一个角度来看,2006年改革表明我国部分要约制度有向日本的要约义务模式迈进的趋势。现有文献对我国新部分要约制度的实施没有进行深入分析。本文通过比较和实证研究方法,探讨了改革后的新部分要约制度发挥的实际功能。

二、我国部分要约现行规则

2005年中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)开展了著名的股权分置改革,要求所有上市公司的非流通股在二级市场上逐渐恢复自由流通。^②目前大多数上市公司已经完成了改革。^③股权分置改革统一了上市公司原非流通股和流通股的价格,因此,1999年生效的《证券法》和中国证监会2002年制定的《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)相应地被修改。我国部分要约制度主要规定在2006年修订生效的《证券法》和《收购办法》中。^④

2006年我国《证券法》规定,如果投资者及其一致行动人通过在证券交易所的场内交易,^⑤或通过协议转让^⑥持有了30%的目标上市公司股份,且继续增加持股的,应向所有上市公司少数股东发出一个收购要约,购买少数股东持有的全部或部分剩余

① 参见1999年《证券法》第81条。

② 关于股权分置改革,参见 Wang Wallace Wen-Yeu and Chen Jianlin, "Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: The Case of Stock Trading Rights Reform in China", *Columbia Journal of Asian Law*, 2006, 20:298-356。

③ See Wei Cai, "The Mandatory Bid Rule in China", *European Business Organization Law Review*, 2011, 12(4): 653-680。

④ 相比《收购办法》详细规定,《证券法》体现了立法者采取了简单疏漏的立法方式。参见林少伟:《董事异质化对传统董事义务规则的冲击及其法律应对以代表董事为研究视角》,载《中外法学》2015年第3期。

⑤ 参见我国《证券法》第88条。

⑥ 参见我国《证券法》第96条。

股份。如果少数股东预受的股份数量超过该要约计划收购的股份数量,要约人应当按比例进行收购。^① 2006年我国《证券法》首次解禁了强制部分要约制度,^②缓解了僵化的强制全面要约,融合了英国强制要约制度和美国自愿要约制度。^③ 部分要约解禁并不是整体性解禁,^④因为我国《证券法》仅针对收购人进行场内收购^⑤和协议收购而触发的法定要约义务解禁了部分要约。^⑥ 改革反映了我国立法者想要最大限度地发挥收购的理想效果,包括监督上市公司管理层、促进资源有效配置等。^⑦ 部分要约改革配合了国家鼓励公司收购的战略,使大公司可以互相并购以培养大型企业集团。^⑧

为了贯彻落实2006年我国《证券法》的改革,中国证监会相应修改了《收购办法》,在形式和实质上都加强了我国的上市公司收购法律制度。^⑨ 修改后的《收购办法》详细规范了我国的部分要约。收购人进行自愿要约收购^⑩或场内收购^⑪的,在持股比例超过30%后,可以发出部分要约来履行法定要约义务。作为我国主流收购形式的协议收购^⑫和间接受购^⑬被排除在强制部分要约的适用范围之外。要约价格有两个基准:^⑭收购人在要约前6个月内购买目标公司股票支付的最高价格;股票近30天的平均市场价格。后者是一个较弱的参考基准,只要收购人聘请的财务顾问对要约价格合理性进行解释,要约价格就可以低于市场平均价格。^⑮ 要约价格规则的漏洞依然存在。

2006年《收购办法》被指违反了作为上位法的2006年我国《证券法》,^⑯因为它重

① 参见我国《证券法》第88条。

② 参见我国《证券法》第88条,《收购办法》第23条、第24条、第47条、第56条。

③ 参见郑或:《上市公司收购法律制度的商法解读》,载《环球法律评论》2013年第5期。

④ See Chen Juan, *Regulating the Takeover of Chinese Listed Companies*, Springer Berlin Heidelberg, 2014: 70.

⑤ 参见我国《证券法》第88条。

⑥ 参见我国《证券法》第96条。

⑦ See Robin Huang Hui, "China's Takeover Law: A Comparative Analysis and Proposals for Reform", *Delaware Journal of Corporate Law*, 2005, 30(1): 145 - 197.

⑧ See Li-Wen Lin and Curtis J. Milhaupt, "We are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China", *Stanford Law Review*, 2013, 65(4): 697 - 760.

⑨ See Robin Hui Huang, "The New Takeover Regulation in China: Evolution and Enhancement", *International Lawyer*, 2008, 42(1): 153 - 175.

⑩ 参见《收购办法》第25条。

⑪ 参见《收购办法》第24条。

⑫ 参见《收购办法》第47条。

⑬ 参见《收购办法》第56条。间接受购是指投资者通过投资关系取得对上市公司股东的控制权。

⑭ 参见《收购办法》第35条。

⑮ 参见《收购办法》第35条。

⑯ 参见郑或:《上市公司收购法律制度的商法解读》,载《环球法律评论》2013年第5期。

新禁止了协议收购情形下收购人使用部分要约来履行法定要约义务。由于我国收购人触发法定要约义务的主要收购活动是协议收购,因此,2006年《收购办法》造成2006年《证券法》的改革效果减半。一个可能的原因是《证券法》的改革将使收购人更少依赖中国证监会的强制全面要约豁免权,中国证监会会有维护其对收购活动监管权力的部门利益。今后的《证券法》和《收购办法》应更多联动修改,充分征求政府部门和上市公司等利益相关方的意见,争取更多社会支持。

我国市场存在的大量部分要约是不容忽视的。^① 部分要约改革符合提高公司收购效率的国家战略。^② 美国证监会要约收购委员会写过一份报告总结了部分要约的优点,如允许公司更有限地投资于一个或多个行业,促进技术交流关系,促进大公司的控制权变更和减少管理层防御设施,以及促进风险投资基金等私人直接投资等。^③ 此外,部分要约可以促进要约收购市场发展;部分要约允许收购人使用自愿收购要约,以达到收购或巩固公司控制权的目的;通过鼓励自愿要约收购,部分要约可以防止协议收购中的内幕交易和市场欺诈,减少不同地区证券市场的隔离,增加资源的有效配置;^④ 部分要约使收购人能够以较少的成本获得控制权,从而促进公司控制权市场的发展和监督目标上市公司的管理层;^⑤ 部分要约降低了收购人财务和时间负担,提供了更廉价的方式来进行创造价值的收购;^⑥ 部分要约限制监管者的自由裁量权,当收购人只想通过部分要约巩固自己的控制权时,便不再需要申请豁免全面要约。

部分要约也会带来相应的成本,最重要的成本为潜在的股东不平等。在美国等法域中,收购人可以发出前重后轻的双层要约,为目标上市公司控股股东和少数股东持有的股票设置不同的要约价格。接受要约的股东将其持有的全部或大部分股份按照要约价格出售给要约人,而拒绝要约的股东持有的股份将成为价值低于该要约价格的少数股份,这种不成比例的划分既低效又不公平。^⑦ 部分要约还有少数股东胁迫

^① 参见丁蓓:《浅析部分要约收购的相关法律问题》,载《当代法学》2002年第1期。

^② See Chao Xi, "The Political Economy of Takeover Regulation: What Does the Mandatory Bid Rule in China Tell Us?" *Journal of Business Law*, 2015, 2: 142 - 164.

^③ US SEC Advisory Committee on Tender Offers, *Report of Recommendations*, 1983: 24 - 25. See Ian Ramsay, "Balancing Law and Economics: The Case of Partial Takeovers" *Journal of Business Law*, 1992: 369 - 397.

^④ 参见丁蓓:《浅析部分要约收购的相关法律问题》,载《当代法学》2002年第1期。

^⑤ 参见宋永泉:《上市公司要约收购若干法律问题》,载《法律科学》1997年第2期。

^⑥ See Robin Hui Huang, "The New Takeover Regulation in China: Evolution and Enhancement" *International Lawyer*, 2008, 42(1): 153 - 175.

^⑦ See Lucian A. Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers" *Harvard Law Review*, 98(8), 1693 - 1808.

问题。双层要约为目标公司股票设定了不同的价格,^①少数股东被迫出售他们的股份,因为拒绝要约很可能是不明智的。^② 股东在缺乏有关其他股东是否接受要约信息的情况下,可能会接受不利的要约。^③ 由于在美国之外的法域提起股东诉讼的困难性,美国式的信义义务规则不能拿来防止收购人的剥削。^④

三、域外部分要约监管模式

(一) 部分要约限制模式

英国《城市法典》中规定了强制全面要约收购制度。^⑤ 要约的对价必须是现金或有现金备选方案,以收购人在要约开始前 12 个月内曾支付的最高价格进行,而且收购委员会可以决定调整最高价格。^⑥ 任何部分要约都需要收购委员会的批准,被收购人用来履行法定要约义务的部分要约被严格限制使用条件:第一,要约人在部分要约申请前 12 个月内,部分要约过程中,以及部分要约成功结束后的 12 个月内,没有收购受要约公司的股份权益。^⑦ 第二,要约必须说明要约股份的确切数量,除非收到不少于该数量的接受书,否则要约不得为无条件。^⑧ 第三,要约必须附条件,不仅取决于所收到的特定数量的预受,而且还取决于要约的批准;通常通过预受书表格上的单独方框表示,由独立于要约人的股东所持表决权的 50% 以上进行表决(洗白程序)。^⑨ 第四,如果部分要约可能导致要约人持有被要约公司 50% 以上表决权的股份,则要约文件必须具体而突出地提及这一点;要约人还得提及如果要约成功,要约人在相关情况下有权获得进一步的股份权益,而无须承担作出全面要约的任何义务。^⑩

^① See David D. Jr. Peterson, "Front-End Loaded, Two-Tiered Tender Offer", *Northwestern University Law Review*, 1983, 78(4): 811 - 831.

^② See Razeen Sappideen, "Takeover Bids and Target Shareholder Protection: The Regulatory Framework in the United Kindom, United States and Australia", *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 1986, 8(3): 281 - 318.

^③ See Sharon Hannes, Omri Yadlin, "The SEC Regulation of Takeovers: Some Doubts from a Game Theory Perspective and a Proposal for Reform", *Yale Journal on Regulation*, 2008, 25(1), 35 - 75.

^④ See Ian Ramsay, "Balancing Law and Economics: The Case of Partial Takeovers", *Journal of Business Law*, 1992: 369 - 397.

^⑤ 参见英国《城市法典》第 9.1 条。

^⑥ 参见英国《城市法典》第 9.5 条。

^⑦ 参见英国《城市法典》第 36.2 条及第 36.3 条。

^⑧ 参见英国《城市法典》第 36.4 条。

^⑨ 参见英国《城市法典》第 36.5 条。

^⑩ 参见英国《城市法典》第 36.6 条。

与美国董事中心主义的收购法律或市场规则相比,股东至上和机会均等原则是英国收购监管法律的核心原则。^① 强制全面要约收购制度反映了英国收购监管的重点是维护股东利益,这一传统的形成是由于机构股东在制定收购法律规则中所起的重要作用。^② 学者称为股东至上原则的股东自治版本,或激进的股东至上原则。^③ 中国香港特别行政区、新加坡移植了英国的收购法模式(见表1)。

表1 中国内地、中国香港特别行政区、英国、新加坡部分要约模式比较

国家和地区	自愿部分要约适用范围	收购人选择发出部分要约来履行法定要约义务(强制部分要约)的适用条件	要约价格基准	市场监管者
中国内地	0~30%	只适用于由收购人进行场内收购和自愿要约收购而触发的法定要约义务	收购人过去6个月支付的最高价格和目标公司股票近30天的平均市场价格	证监会
中国香港特别行政区	0~30%	批准;独立股东洗白程序;附条件等	收购人过去6个月支付的最高价格	证券业委员会
英国	0~30%	批准;独立股东洗白程序;附条件等	收购人过去12个月支付的最高价格	收购委员会
新加坡	0~30%	禁止	收购人过去6个月支付的最高价格	收购委员会

(二) 要约义务模式

与英国相反,美国联邦法和多数州法没有规定强制全面要约收购制度,只规制收购人的自愿要约收购活动,要约人只需履行信息披露义务。日本移植了美国和英国的要约收购制度因素,从而形成了自己的独特模式。日本2014年《金融商品交易法》规定了收购人采用要约收购方式完成收购的义务(强制部分要约)。投资者计划收购一家上市公司股票的,会产生要约收购义务的特定情形包括:第一是收购人计划获得

^① See Lucian Arye Bebchuk, "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 957-993.

^② See Jennifer Payne, "Minority Shareholder Protection in Takeovers: A UK Perspective", *European Company and Financial Law Review*, 2011, 8(2): 145-173.

^③ 激进的股东至上主义的首要特征是从代理人的角度描述股东与管理层的关系。股东应该能够决定有关其经济利益的重要问题,向管理层施加压力,使其财务利益最大化,并有能力替换表现不佳的人。See David Millon, "Radical Shareholder Primacy", *University of St. Thomas Law Journal*, 2013, 10(4): 1013-[i].

目标公司超过 1/3 投票权的股票(1/3 规则);第二是收购人计划在一定时间内从超过 10 人手中获得超过 5% 投票权的股份(5% 规则)。^① 在要约期间除通过要约方式外,收购人不得购买股票,^②否则有责任赔偿预受股东的损失。^③ 要约价格必须基于单一的一整套条件,^④法律要求有第三方估价人,并允许少数股东为争取更高的要约价格而提起诉讼。^⑤ 总之,日本公司收购人在特定情形下有采用要约收购的方式获得拟收购股份的义务,但没有超出其购买计划来发起一个全面要约购买所有剩余股份的义务。

韩国采用了类似的要约义务模式。韩国在 2017 年制定的《金融投资服务与资本市场法》(以下简称韩国《资本市场法》)中规定,收购人如果在证券市场外向一定人数以上的人购买股票,且收购后的持股比例不低于股票总数的 5% 的,应当发出收购要约,^⑥具体的人数由总统令规定。要约人公告该收购要约后,^⑦应当在公告日向金融服务委员会和证券交易所报送要约收购声明。^⑧ 表 2 比较了我国、日本、韩国部分要约收购模式。

表 2 中国、日本、韩国部分要约模式比较

国家	强制部分要约适用范围	要约价格参照基准	市场监管者
中国	通过自愿要约或场内收购达到持股 30% 以上,计划继续增持股份的	收购人过去 6 个月支付的最高价格和目标公司股票近 30 天的平均市场价格	证监会
日本	计划购买目标公司 1/3 以上股份,或者在一定时间内从超过 10 人手中获得超过 5% 的股份	单一价格	金融厅
韩国	计划向一定人数以上购买目标公司 5% 以上的股份	最好要约价格	金融服务委员会

^① 参见日本《金融商品交易法》第 27 - 2(1) 条。See Hideaki Roy Umetsu and Mikio Sonoda, “Comparative Analysis of Turkish and Japanese Tender Offer Regulations; Protection of Minority Shareholders”, *Turkish Commercial Law Review*, 2016, 2(2): 157 - 166.

^② 参见日本《金融商品交易法》第 27 - 5 条。

^③ 参见日本《金融商品交易法》第 27 - 17(1) 条。

^④ 参见日本《金融商品交易法》第 27 - 2(2) 条。

^⑤ See Timothy A. Kruse and K. Suzuki, *Two Decades of Development of Tender Offer Market in Japan: An Analysis of Regulatory Changes, Offer Premiums and Share Price Reactions*, Social Science Electronic Publishing, 2010.

^⑥ 参见韩国《资本市场法》第 133(3) 条。

^⑦ 参见韩国《资本市场法》第 134(1) 条。

^⑧ 参见韩国《资本市场法》第 134(2) 条。

四、我国部分要约的实证研究

(一) 部分要约数据

本文致力于研究 2006 年后我国的部分要约制度在实践中是如何应用的,为此检索了从 2007 年 1 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日 10 年期间全国所有的部分要约案例。本文采用了中国证监会官方网站等权威电子法律数据库,总共收集了 43 个要约收购案例,包括本文重点研究的 19 个部分要约案例,如表 3 所示。

表 3 部分要约所占比例

类型	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	总计(个)
部分要约	2	0	1	0	0	3	6	4	2	1	19
全面要约	3	1	3	1	1	2	3	0	4	6	24
总计	5	1	4	1	1	5	9	4	6	7	43

2006 年《收购办法》允许收购人使用部分要约来承担强制要约收购义务。^①从表 3、表 4 可以看出,从 2007 年到 2016 年部分要约的数量与全面要约几乎相同。从 2007 年到 2011 年,收购人在收购上市公司时很少使用部分要约。从 2012 年到 2014 年,部分要约的数量超过了全面要约的数量。特别是在 2014 年,所有 4 个要约收购案例都是部分要约,而不是使用全面要约。全面要约的逐年数量变化比部分要约更稳定。2016 年仅有 1 个部分要约案例,6 个全面要约案例。

表 4 部分要约的目的分类

类型	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	总计
取得控制权	1*	0	0	0	0	0	4	3	1	0	9(47.36%)
巩固控制权	1	0	1	0	0	2	0	1	0	1	6(31.57%)
自愿部分要约 (持股 30% 以下)	0	0	0	0	0	1	2	0	1	0	4(21.05%)
总计(个)	2	0	1	0	0	3	6	4	2	1	19

注:*本案是 2007 年的“苏泊尔案”

通过对部分要约的研究,本文发现所有的部分要约都是收购人的自愿行为,而不是由其股票购买行为所触发。基于收购者的动机,部分要约可以用于:(1)取得控制

^① 参见《收购办法》第 23 条。

权;(2)巩固控制权;(3)自愿部分要约。2006年改革使前两种(强制部分要约)成为可能。

第一,取得控制权是指收购人已持有目标公司30%以下的股份,想通过部分要约将持股比例提高到30%以上以获得公司控制权。这一类有9个案例,约占47.36%,在三类中占比最高。值得注意的一点是,收购人在发起部分要约之前通常已持有约29%的股权。收购人的动机与其说是为了取得控制权,不如说是为了巩固控制权。之所以将它们归类到这一类,是因为《收购办法》采用了形式主义的公司控制权标准,即30%的门槛。^①第二,巩固控制权是指收购人已经持有目标公司30%以上的股份,并继续通过部分要约的方式收购更多的股份以巩固其控制权地位。这一类别约占31.57%,占比位居第二。以上两种部分要约占比,大部分部分要约被收购人用来巩固在目标公司中的控制权地位。第三,自愿部分要约意味着收购人持股不到30%,并且希望通过部分要约的方式在持股30%以下的范围内收购更多股份,以增强其在公司的影响力。根据2006年《收购办法》的规定,持股低于30%的收购人只要没有超过30%的门槛,就可以自由发起部分要约。^②

研究显示,大部分发起部分要约的收购人就是控股股东。部分要约是为了巩固收购人对于上市公司的控制权,包括上述“取得控制权”和“巩固控制权”案例。巩固控制权的目的是实现收购人的某些战略,如协同效应。这就是为什么大多数收购人对目标少数股东提供了非常吸引人的溢价。全面要约案例中的法定要约义务规避现象在部分要约中非常罕见。部分要约的规避率为10.52%,在19起案件中只有两起是故意规避法定要约义务的。^③其他17个案例中收购人都为少数股东提供了高溢价,获得了足够的预受承诺,其中9例部分要约被超额认购。

部分要约的积极使用提高了少数股东保护水平,使少数股东能够分享公司控制权转让溢价,使控股股东与少数股东的利益趋于一致。收购人发起部分要约是为了取得和巩固目标公司的控制权,以便能够获得协同收益和其他好处。从理论上讲,收购人有动机向少数股东提供较高控制权溢价,以获得他们手中的剩余股份,而且本文的实证研究表明,大多数部分要约都提供了高溢价,其中很高比例的部分要约被超额认购。

^① 参见《收购办法》第84条。

^② 参见《收购办法》第23条。

^③ 规避强制要约收购义务的两个部分要约收购案例是2009年的“山西通宝能源案”(取得控制权)和2013年的“深圳天地集团案”(巩固控制权)。

(二)“苏泊尔案”分析

2007年浙江苏泊尔炊具有限公司由法国SEB国际有限公司(以下简称SEB)收购。SEB通过协议收购和定向增发获得目标公司股票,在持股突破30%的门槛后,发出了收购22.74%股份的部分要约,要约提供了高额溢价,被股东超额认购,所以SEB按比例进行了收购。在“苏泊尔案”中,少数股东受到了很好的保护,因为收购人发出的部分要约提供了相当可观的公司控制权溢价。有学者认为“苏泊尔案”提供的高溢价是罕见和特殊的。^①“苏泊尔案”是独特个案,还是我国部分要约的普遍情况?

本文通过实证研究发现,“苏泊尔案”既普通又特殊。普通之处在于“苏泊尔案”和大部分部分要约一样,提供给少数股东相当高的控制权溢价;特殊之处在于“苏泊尔案”收购人发出部分要约的适格性。2006年《收购办法》禁止收购人使用部分要约来履行协议收购触发的法定要约义务。^②除了“苏泊尔案”之外的所有部分要约都遵循了这一规定。“苏泊尔案”中,收购人通过协议收购持股达到30%时,没有继续协议收购方式增加持股,而是巧妙地停留在了30%这条红线,有了灵活回旋余地。在现行收购规则下,不多不少踏上30%这条线能让收购人躲过强制全面要约,为今后通过部分要约增持留下了窗口。^③过了一段时间后,收购人便发出部分要约来继续增加持股。“苏泊尔案”收购人分阶段的收购策略,为收购人使用部分要约来履行协议收购触发的法定要约义务提供了重要参考。

五、解释与政策建议

(一)移植与变异

经历改革后,我国从英国移植的强制要约收购制度经历了变异。就比较法的角度而言,本文认为我国现行的部分要约制度结合了英国部分要约限制模式和日本要约义务模式,从而形成了自己的风格。我国的部分要约制度与英国模式都对部分要约进行了限制,但是限制方式不同:我国收购人触发强制要约收购义务的,部分要约只适用于由场内交易和自愿要约触发的强制要约收购义务;而英国对部分要约的适

^① See Wei Cai, “The Mandatory Bid Rule in China”, *European Business Organization Law Review*, 2011, 12(4): 653-680.

^② 参见《收购办法》第47条。

^③ 参见清澄君:《敌意收购在中国:让竞争从幕后走向台前》,载《比较公司治理》2018年11月29日。

用条件严格限制,必须经过收购委员会的批准,且必须符合一系列条件。

2006年改革使我国部分要约制度出现靠拢日本模式的趋势。我国收购人持股超过30%的,可以发出部分要约来履行强制要约收购义务,这和日本的要约义务模式具有很强的功能相似性,即要求收购人采用要约收购方式来获取其购买计划内的股份。在场内交易中,我国的收购人通常会谨慎地进行证券交易活动,不触碰30%这条红线。如果他们超过了30%的红线,意味着他们本来就计划获得那部分超过30%的股份。强制部分要约规则的实际存在意义是保证了收购人的购买计划是通过要约收购这种最公平透明的方式进行的,提高少数股东保护水平。

本文认为,虽然我国移植了英国制度,但是我国部分要约制度的发展与日本模式殊途同归,应更多借鉴日本模式,吸收其优点。日本模式存在于多个东亚国家和地区,这些地区与我国有共同或相似的法律文化历史遗产,更适合我国进行法律移植;纯粹的英国模式对部分要约限制过于严厉,在我国水土不服,生搬硬套可能会抑制我国要约收购市场的发展。

(二) 改革评价与建议

2006年收购制度改革的最重要成果是允许收购人发出部分要约来履行强制要约收购义务。^①法律改革的目的是减轻强制全面要约对收购人造成的负担,鼓励场内交易和自愿要约。本文的实证数据表明,我国的部分要约大部分提供了高额控制权溢价,提高了目标公司少数股东保护水平,因此应被鼓励。

然而,2006年改革没有立法者预期的那样富有意义。全面要约在实践中被大量规避,收购人往往故意设定较低的收购价格,使少数股东拒绝接受要约,从而达到规避强制要约收购义务的目的。^②如果收购人不想购买更多股份,强制部分要约也同样是一个负担。收购人完全可以像规避全面要约一样规避部分要约。实证研究表明,2006年改革对想要取得公司控制权的收购人影响不大,所以在本文的10年期间没有出现敌意部分要约收购案例。^③改革影响的局限性具体表现在以下几个方面。

第一,自愿的“强制要约”。我国收购人通过场内交易持股超过30%且继续增持股份的,应当发出全面要约或部分要约,收购人可以选择使用部分要约来履行法定要约义务。收购人实证研究表明,大多数部分要约提供了较高的控制权溢价或高于市

^① 参见《收购办法》第24条。

^② 如2003年的“南钢股份案”。

^③ 我国的第一起敌意要约收购案是发生在2017年的“浙民投收购ST生化案”,敌意要约收购案例至今仍极其稀缺。

价的要约价格。发出要约能帮助收购人实现战略目标,因此,收购人往往在自愿的基础上发出要约,而非被法定要约义务所强迫。部分要约购买的股票原本就在收购人的购买计划之内。

第二,触发法定要约义务的股票交易行为缺位。在10年期间,没有部分要约收购案件是由要约人的股票交易行为触发的强制要约收购义务所引起的。部分要约人都是直接主动地发起部分要约,而不是因为先前的场内交易行为而被迫发起要约。这说明了收购人的自愿主动性,收购人如果持股达到30%却不想收购,完全可以在证券交易所内卖掉股票退回30%红线以内。

本文认为2006年改革的主要贡献是促使已经握有公司控制权的收购人/控股股东采用部分要约的方式增持股份,这使我国实践中的部分要约制度发挥了日本模式的功能。如前所述,我国收购人发出的部分要约主要是为了实现其战略目标,要约购买的部分股票都在收购人的原始购买计划之内。2006年改革使我国收购人被鼓励使用部分要约手段来实现其持股超过30%的增持计划。这一效应与日本的要约收购模式产生了类似效果,即收购人如果打算收购超过一定比例的股份,必须采用要约收购的方式。

从政策建议的角度来看,本文认为我国立法应鼓励收购人采用部分要约收购方式,将强制部分要约适用范围扩展到协议收购,更多发挥部分要约的投资者保护功能。部分要约在保护少数股东的同时,不存在使目标上市公司退市的风险。我国的部分要约数量仍然偏少,难以发挥要约收购市场的资源优化配置功能。

六、结 论

我国从英国移植的强制全面要约制度在2006年进行了改革,收购人被允许发出部分要约来履行场内交易触发的法定要约义务。本文通过比较法考察发现,我国改革后的部分要约制度结合了英国部分要约限制模式和日本要约义务模式的因素,从而形成了自己的独特风格;我国收购人通过场内交易持股一家上市公司的比例超过30%的,可以发出部分要约来履行法定要约义务,这和日本的要约义务模式殊途同归。本文实证研究了2007年至2016年间我国收购市场上发生的所有19个部分要约案例,研究发现部分要约被我国收购人积极使用,收购人往往是上市公司控股股东,收购目的不是履行法定要约义务,而是自愿巩固对公司的控制权。规避现象非常罕

见,大多数收购人向少数股东提供了高额溢价并购得了大量股票。除了“苏泊尔案”外,没有收购人发出部分要约来履行协议收购触发的法定要约义务。

本文认为,2006年部分要约改革对想要取得公司控制权的收购人影响不大,这表现为要约人发出强制部分要约的自愿性以及触发法定要约义务的股票交易行为缺位。改革的主要贡献是促使已经握有公司控制权的收购人/控股股东采用部分要约的方式增持股份,这使我国实践中的部分要约制度发挥了日本模式的功能。从政策建议的角度,本文认为虽然我国移植了英国制度,但是我国部分要约制度的发展与日本模式殊途同归,故应更多借鉴日本模式的优点。我国立法应鼓励收购人采用部分要约收购方式,将强制部分要约适用范围扩展到协议收购,更多发挥部分要约的投资者保护功能。