

● 民商法

内地与香港对上市公司收购监管之比较^{*}

——兼议我国《证券法》的完善

郑 新 俭

(武汉大学 法学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 郑新俭(1962-), 男, 湖北红安人, 武汉大学法学院法律系博士生, 主要从事民商法研究。

[摘 要] 上市公司收购是重大的证券交易活动, 各国均对其实行一定程度的监管, 以维护整个证券市场的稳定。香港《守则》规制详尽完整, 并具有很强的可操作性, 我国《证券法》则粗略得多, 因而有待于进一步完善。

[关键词] 上市公司; 收购; 监管

[中图分类号] D922. 287 [文献标识码] A [文章编号] 1008-2999(2002)03-0338-05

上市公司收购是指自然人或法人基于获得或强化一个上市公司的控制权的目的, 购买该公司一定数量的有投票权证券的法律行为^[1] (第 17 页)。上市公司收购是重大的证券交易活动, 它很可能导致上市公司控制权的转移、董事会的重组、股票市场的波动, 从而影响到上市公司股东和广大公众投资者的利益, 因此各国均对上市公司收购实行一定的监管, 以确保其规范运作。自“宝延风波”以来, 内地证券市场的收购事件时有发生, 从不同的角度提出了不同的问题。1998 年颁布的《中华人民共和国证券法》(以下称内地《证券法》)虽设专章对上市公司收购加以规范, 但由于种种原因, 尚有欠缺和不圆满之处。香港是著名的国际金融中心之一, 有着繁荣且极具竞争力的证券市场, 而完备的证券法律体系和卓有成效的监管无疑给予了其巨大的支持。本文拟就两地对上市公司收购的监管进行比较, 并探讨香港对内地《证券法》完善的借鉴。

一、信息披露

公开原则是证券市场监管的原则, 美国大法官 Louis Brandeis 曾对其意义进行了经典概括, 即“阳光是最好的防腐剂, 灯光是最有效的警察”^[2] (第 92 页)。而信息披露是公开原则的核心。为了保护目标公司股东的正当权益, 防止欺诈行为, 维护证券市场的良好秩序, 各国均把信息披露作为监管收购活动的重要内容, 具体而言, 包括如下几个方面:

1. 大股东持股披露。大股东持股往往是收购的前兆, 某些收购人可能采取“黎明偷袭”的方式, 迅速积累目标公司的股票, 当目标公司管理层还未警醒时, 公司控制权已经转移, 因此大股东持股披露可以起到预警的作用, 使目标公司及其股东注意控制权变动情势, 防止收购人垄断信息和操纵市场。香港

《守则》第33号规则规定任何人获得公司10%的股票权后,必须在获得后第一交易日不迟于上午9点前向执行人员和联交所披露,如果投票权在10%至35%之间,持股增减达1%,也必须在同样的时限内披露。内地《证券法》第79条规定投资者持有上市公司股份比例达到5%,应在事实发生之日起三日内,向中国证监会、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予以公告。在此基础上,如果其增减持股达到5%,应同样予以披露。但是,收购人可能采取联合他人分散购买股票的方式来规避披露义务。内地首起收购案——“宝延风波”就是一起关联企业一致行动案。1993年9月29日,宝安上海公司持有延中股票4.56%,而9月28日,宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司所持延中股票分别达到4.52%和1.57%,三者同为深圳宝安集团的子公司,而宝安上海公司直至9月30日其单独直接所持延中股票达5%时才公告^[3](第165页)。中国证监会根据《股票发行与交易管理暂行条例》第48条关于“任何法人直接或间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到5%时应予以披露”的规定作出了相应处理,实际上表明了关联企业共同持股达5%应予以公告的立场。“间接持有”一词含义模糊,难以操作,已经不利于对规避行为进行有效监管了,而《证券法》连“间接持有”都忽略了,仅简单规定为“持有”,显然是立法上的缺漏,因此建议吸收香港《守则》中“一致行动人”的概念以弥补其不足。根据香港《守则》定义,一致行动人包括依据一项协议或协定,通过取得一间公司的投票权,一起积极合作以取得或巩固对该公司的控制权的人,同时还列举了8类人,除非相反证明成立,否则均被推定为一致行动人。与“间接持有”相比,“一致行动人”更加明确具体,范围更广,可以使对信息披露的监管更加完整,更加严密。

2. 收购人的披露。各国均规定收购人应将收购意图、要约条款及有关信息予以披露;已披露的信息发生变更的,该变更应立即披露;收购结束后还应披露收购情况。香港《守则》在这方面有详尽的要求,第3号规则集中了应公布要约或可能的要约的情况和要约公布的必要内容;第8号规则规定要约条款公布后21天内收购人应向目标公司股东呈交要约文件,包括附表1规定的资料,如果资料发生重大改变,应在继后的文件中予以说明;第19号规则规定了对要约结果的公布。内地《证券法》没有要求收购人向目标公司股东呈交要约文件及资料,只在第82条中规定收购人发出要约前应事先向中国证监会报送收购报告书,同时提交证券交易所。可见,收购报告书包括的大量资料仅向中国证监会和交易所披露,而最重要的信息披露对象——目标公司股东却被忽略了,而且,收购报告书中也没有包括财务信息。实际上,信息披露的目的不仅是便于证监会和证券交易所监管,而且是让目标公司股东充分了解收购信息(包括财务信息),正确评估公司的经营状况和前景,从而作出明智的投资决策。因此,建议《证券法》将财务信息纳入收购报告书,并规定收购报告书以一定的方式向目标公司股东公开。

3. 目标公司管理层的披露。在收购活动中,目标公司股东鉴于本身专业技能和财力精力的欠缺,对收购信息没有足够的分析判断能力。而董事会作为公司经营业务的管理者,应为公司和股东的利益服务,其具备的丰富知识和经验也使它能够提供帮助和指导。因此,香港《守则》规定目标公司董事会必须就是否接纳收购要约向股东作出建议,为保证建议客观准确,不产生误导,《守则》还要求董事会聘请独立的财务顾问,就收购要约是否公平及合理事宜,从更专业的角度提供书面意见,该意见及有关理由也应向股东公开。此外,如果任一董事就该收购遇有利益冲突,董事会应设立独立委员会,以便董事会公正地执行其职责。如果董事会未能就要约的利弊达成意见或未能向股东给予确实的推荐,应在公告中说明原因和所有论据。相比之下,内地《证券法》在这方面尚是一片空白,建议借鉴香港的做法加以充实,以更好地保护股东的利益。

二、强制要约收购

强制要约收购是指当收购人收购一个公司的股份使其控制公司的投票权达到特定比例时,法律强制其向公司所有股东发出收购要约的制度,规定强制要约收购制度的国家一般以对股东的平等保护和

赋予股东撤出投资的权利为立法理由。因为在收购活动中,收购者很可能先以较高的价格购买大股东的股份,获得公司的控制权后,再以较低的价格购买剩余股份,中小股东迫于窘境往往不得不接受,这就造成了股东之间的不平等待遇。另外,公司的控制权易手后,股东可能对在公司里继续投资不再抱有信心,这时就需要一个合理的退出机制。强制要约收购制度使目标公司股东在控制权转移后仍能以公平的价格出售其股份,从而较好地解决上述两个问题。香港《守则》对强制要约收购制度的规定主要是第 26 号规则,内地《证券法》则主要体现在第 81 条。通过比较我们可以发现两者的区别:

1. 主体:香港《守则》第 26 条的适用主体是“任何人及其一致行动人”,“一致行动人”的概念在《守则》中自始至终适用,它对监管尤为重要,没有这个概念,强制要约收购义务很容易被规避;而内地《证券法》第 81 条的适用主体仅是“投资者”,显然不够严谨,因此应引入“一致行动人”的概念。

2. 收购标的:制定强制要约收购制度的立法理由之一是防止股东利益因公司控制权的转移而遭到损害,而控制权针对的应是有投票权的证券。有投票权的股份当然是收购的标的,但是诸如认股权证、可转换证券等有偿证券,作为股票的派生权益证券,本身虽不是股份,但因为其拥有认购有投票权股份的权利,所以也应成为收购的标的。因此,香港《守则》第 26 号规则不仅就购买有投票权的股份从而触发强制要约收购义务的情况作了规定,同时还就现实取得可转换证券、认股权证及期权所附的投票权从而触发强制要约收购义务的情况做了专门解释,这实际上是将可转换证券、认股权证和期权纳入到收购标的中来。而内地《证券法》仅规定了前一种情况,收购标的范围显然过窄,与现实不符,应参照香港《守则》加以扩大。

3. 触发点:香港《守则》第 26 条规定了双重触发点,一是在取得 35%或以上投票权,即获得控制权时,触发强制要约收购义务;二是持有 35%至 50%之间投票权的,在任何 12 个月内获得 5%以上的投票权,即巩固控制权时,也触发强制要约收购义务。内地《证券法》规定的是“持有一个上市公司已发行的股份的 30%时,继续进行收购的”,须承担强制要约收购义务,这就意味着即使持股达到 30%,但不继续进行收购的,则不须承担强制要约收购义务。而纵观制定有强制要约收购制度的国家,均没有继续收购的说法,只要所持投票权达到一定比例,强制要约收购义务立即产生。况且在实践中如何界定“继续收购”也比较困难,容易引起歧义和纠葛,所以建议将此删去。

4. 收购方式:香港《守则》第 26 号没有区分收购方式,只要收购人取得的投票权达到触发点,即产生强制要约收购义务。而内地《证券法》规定的是“通过证券交易所的证券交易”,持股达 30%并继续进行收购的,则须承担强制要约收购义务,实际上是将在证券交易所之外通过协议收购从而取得控制权的情况排除在外。《证券法》之所以有这种规定是与内地目前的股权结构相关的。内地的上市公司大多是从国有大中型企业改造过来,国有股和法人股占有很大的比例,同时由于历史的原因和出于市场承受力的考虑,国有股和法人股暂不上市流通,因此协议收购便成了转让上市公司国有股和法人股的现实选择。1994 年 4 月珠海恒通置业有限公司以 5 160 万元的代价协议取得上海建材工业总公司持有的上海棱光实业股份有限公司 1 200 万股(占总股本的 35.5%),首开协议转让上市公司国有股之先河,此后,类似的收购事件纷至沓来。可见,我国内地的协议收购与其他国家和地区(包括香港)的协议收购有一定程度的偏离,主要表现在收购标的是不在交易所上市流通的股份。鉴于种种原因,中国证监会对协议收购几乎无一例外地豁免了强制要约收购义务。但是应该看到,随着证券市场的发展与完善,国有股、法人股不能上市流通的问题终会得到解决,协议转让中的行政干预也会逐渐减弱,从而与其他国家的协议转让一致,成为一种纯粹的市场行为^[4](第 36 页),那么同样可能对目标公司的中小股东产生不利影响,使科以强制要约收购义务成为必要,因此《证券法》应作出前瞻性的规定,以顺应今后的发展趋势。

5. 豁免:尽管制定强制要约收购制度的初衷是为了维护目标公司股东的利益,但在具体的收购实践中,情况错综复杂,如果仅根据一个固定的触发点来判断是否适用强制要约收购制度,未免有失灵活和弹性,甚至可能造成不良的后果。香港《守则》在制定强制要约收购制度的同时还设计了豁免制度,以减少其僵化程度,增强灵活性。第 26 号规则的豁免注释详细说明了适用豁免的种种情况,如挽救行动、

无心之失、大股东对抗等等。内地《证券法》虽然规定证监会可以豁免强制要约收购义务,但没有载明具体的标准和情形,这无疑有损于该法条的可操作性,也不利于提高豁免实践的透明度。因此建议《证券法》可以先规定豁免的标准,然后借鉴香港《守则》列举可以豁免的具体情形,从而使豁免有章可循。

三、反收购措施

反收购措施是指目标公司采取的旨在抵御或挫败收购行为的措施^[5](第63页)。反收购措施一般发生在敌意收购(即遭到目标公司管理层反对的收购)的场合中。常见的反收购措施有毒丸、驱鲨剂、白衣骑士等。尽管许多人认为收购是一种有效的外部监督方式,有利于资源优化配置,有利于提高经营效益,但它并非有百利而无一害,收购诱发的短期行为,收购者对目标公司股东的掠夺(收购价格过低),对目标公司小股东的逼迫(抢先上船收购),都是收购中存在的事实。而股东由于能力的欠缺和力量的分散,使他们难以与有备而来的收购人相抗衡,此时如果允许管理层采取反收购措施,无疑有利于保护股东的利益。因此,各国均不会绝对禁止反收购措施。但是,目标公司管理层与股东之间又存在着难以避免的利益冲突。假定收购成功,股东可能获得较高的溢价,但控制权的转移却往往意味着管理层人员待遇丧失和名誉扫地。所以,他们大多有采取反收购措施的倾向,这就需要对反收购措施进行一定程度的监管。目前对反收购措施的监管模式主要有两种,一种以英国为代表,它将是否采取反收购措施的权力赋予股东,未经股东同意,管理层不得采取反收购措施;另一种以美国为代表,它以董事会的信托义务来限制目标公司采取反收购措施的权力,并在判例法中确立和发展了“商业判断规则”来具体衡量采取反收购措施的权力的运用是否符合董事的信托义务,实际上是赋予了管理层采取反收购措施的广泛权力。香港《守则》采取的是英国模式。首先,《守则》第8项原则规定:“董事应为全体股东的利益着想,而不应追求本身利益或由其私人及家族关系带来的利益。”这是对普通法上董事信托义务的高度概括。第9项原则接着指出:“当真正的要约已经向受要约公司的董事局传达,或受要约公司的董事局有理由相信可能即将收到真正的要约后,受要约公司的董事会不可在未经股东于股东大会予以批准的情况下,就公司事务采取任何活动,从而在效果上令该项真正的要约受到阻挠或使股东没有机会根据要约的利弊去作出决定。”在第4号规则中又详细列举了被禁止的阻挠行动。《守则》对公司管理层采取反收购措施的权力进行了严格的限制,旨在确保公司股东享有对是否接受收购要约的最终决策权。尽管《守则》要求董事向股东提出自己对收购要约的意见及对股东的建议,事实上股东也确实可以通过这种方式来说服股东不接受收购要约,但这并不构成《守则》所禁止的阻挠行动,因为股东并未被剥夺作出决定的最后机会。内地《证券法》在公司管理层是否有权采取反收购措施方面没有任何规定,然而随着收购事件的增多,反收购措施也会相应增多。在宝安收购延中过程中,延中公司就曾聘请了在应付敌意收购方面很有经验的施罗德集团香港宝源投资公司做顾问并提出反收购备选方案,只是未实行而已。因此,内地《证券法》在监管反收购措施方面作出补充规定实属必要。在模式选择上,建议采取香港《守则》的做法,理由如下:

1. 从收购的特点来看,双方当事人是收购人与目标公司股东,收购人通过购买目标公司股东有投票权的股份来取得公司的控制权,因此收购的成功与否不取决于目标公司的管理层。如果赋予目标公司管理层采取反收购措施的广泛权力,则意味着没有其合作和支持,收购就不能成功,这无疑损害了收购的独特功能。内地目前上市公司平均规模较小,不良资产较多,效益普遍不高,需要有效的方式来推动资产重组,提高企业经营效益,因此《证券法》体现出鼓励收购的立法取向。如果为公司管理层实施反收购措施留下较多余地,很可能会给收购的顺利进行造成较大障碍,这不符合当前的政策与现实需要。

2. 从公司股东与董事的关系来看,股东是真正的所有者,是公司的终极利益归属者,董事应基于公司和股东的利益活动,但是由于收购过程中公司管理层与股东之间存在着严重的利益冲突,如果给公司管理层组织反收购活动留下过多的空间,这是很危险的,尤其是在目前内地投资者尚欠成熟,董事责任

制度和股东保护机制不健全的情况下,有必要严格限制公司管理层采取反收购措施的权力,以确保股东对其投资的最终决策权。

通过上述比较,我们不难发现,香港《守则》对上市公司收购的规制相当地详尽、完整,内地《证券法》总体上则粗略得多,在许多方面没有作出相应规定,即使有规定的地方也存在不少缺陷,这必然导致对上市公司的监管不够缜密、不够深入,甚至可能出现监管漏洞。因此,《证券法》有待充实和完善。同时,收购活动是一种非常活跃的商事行为,其形式千变万化,问题层出不穷,而《证券法》毕竟内容有限,不可能穷尽现实中的任何问题,法律具有的稳定性特点又使之不能像香港《守则》一样经常地加以修改。因此,有必要制定相应的《上市公司收购条例》,将《证券法》的原则性、概括性规定进行细化,增强其可操作性;如果出现新问题,还可以及时修改《条例》,以适应不断发展变化的形势,防止收购行为溢出法律规制之外,只有这样,才能使对上市公司收购的监管严格而富有弹性。

[参 考 文 献]

- [1] 官以德. 上市公司收购的法律透视[M]. 北京: 人民法院出版社, 1999.
- [2] 张 舫. 公司收购法律制度研究[M]. 北京: 法律出版社, 1998.
- [3] 刘澄清. 公司并购法律实务[M]. 北京: 法律出版社, 1998.
- [4] 范黎药. 略论对强制要约收购制度适用范围的合理界定[J]. 法学, 2000, (1).
- [5] 宋永泉. 论上市公司公开收购的法律问题[J]. 中国法学, 1999, (5).

(责任编辑 车 英 于华东)

Comparison of Regulation on Takeovers of Public Companies Between Mainland And Hong Kong

——Study on the perfection of Security Law of the Mainland

ZHENG Xin-jian

(Wuhan University Law School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: ZHENG Xin-jian (1962-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Law School, majoring in civil law.

Abstract: The takeovers of public companies are important security transaction activities, so different countries all have certain degree regulations on them in order to maintain the stability of the whole security market. The thesis make a comparison of the regulation on takeovers of public companies between the Mainland and Hong Kong from three aspects of disclour of information, mandatory offer takeovers and anti — takeover measures. I hope the thesis can benefit the perfection of Security Law of The Mainland.

Key words: public companies; takeover; regulation