

公开要约收购的法律规制：从中国到日本

汤 欣 (日) 神田秀树*

目 次

- 一、问题的提出
- 二、中国法上的强制要约制度
- 三、日本法上股份的公开收购
- 四、几点比较和简单的结论

摘 要 向目标上市公司股东发出的公开收购要约，既可能是收购方主动发出的自愿要约，也可能是法规要求的强制要约。一般认为中国的强制要约收购制度学习自英国的收购规则，该制度在 2006 年的立法修改以后已经发生了重大变迁，但对于强制要约制度的详细解读、立法理念与制度运行的契合、现行制度的未来发展等方面的问题，仍有深入探讨的空间。事实上在要约收购上市公司的规制方面，于英国式的强制全面要约模式与美国式的半自由、半强制要约模式之外，仍有其他可选的规范模式，其中日本法上规定的强制要约和全面要约相结合的规范方式，既有与英国和中国现行规定类似的要素，又有鲜明的个性特点，可供在讨论中国要约收购制度的未来发展路径时进行比较、提供参考。

关键词 上市公司收购 公开要约 强制要约 全面要约 证券法

一、问题的提出

自中国的证券市场在 20 世纪 90 年代建立开始，以取得目标公司控制权为目的的上市公司收购制度，一直是立法、实践和学说关注的焦点。尤其对于通过公开要约进行的上市公司收购，

* 汤欣，清华大学法学院教授、法学博士，负责本文的第一、二、四部分写作；神田秀树，日本东京大学名誉教授、学习院大学教授，负责本文的第三部分写作。

感谢北京大学国际法学院朱大明副教授对本文第三部分的翻译和对中日作者交流的帮助，感谢翟显赫、乔光炜、陈跃跃三位研究生同学对论文写作提供资料搜集、整理和审校方面的协助。

立法在收购方持股 5% 即应进行信息披露的基础上，具体规定了强制要约的触发比例，要约报告书的内容，要约的条件、公告、进程和后续处置，中国证监会则进一步规定了繁密复杂的收购管理办法。市场实践中针对重要的案例，如早期的恒通收购棱光和近期的广州基金收购爱建股份、浙民投收购 ST 生化，提出收购法规适用上的诸多问题。国内学界倾向于认为中国的强制要约收购制度学习自英国的收购规则，该制度在 2006 年的立法修改以后已经发生了重大变迁，但对于强制要约制度的详细解读、立法理念与制度运行的契合、现行制度的未来发展等方面的问题，仍有深入进行探讨的空间。事实上在要约收购上市公司的规制方面，于英国式的强制全面要约模式与美国式的半自由、半强制要约模式之外，仍有其他可选的规范模式，其中日本法上规定的强制（部分）要约和全面要约相结合的规范方式，既有与英国和中国现行规定类似的要素，又有鲜明的个性特点，可供在讨论中国要约收购制度的未来发展路径时提供参考。

本文对于中国的上市公司公开要约收购制度，特别是其中的强制要约和全面要约制度进行细部分析，介绍日本的要约收购法律制度，探究中国法规未来发展的可能走向。文章其余部分的内容将作以下铺陈，第二部分研究中国法上的强制要约制度，检讨制度的引入和发展过程，描述移植而来的立法理念与其现实执行之间的适应困境；第三部分介绍日本的公开收购法律制度，尤其是其中颇具特色的“三分之一规则”和“三分之二规则”，检视其与英国收购规则之间的近似与不同之处；第四部分对中、日制度的若干要点进行分析比较，并得出简单的结论。

二、中国法上的强制要约制度

（一）制度的引入

中国自 1993 年起就开始在《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称“《股票条例》”）的上市公司收购制度中设立收购方的强制公开要约义务^{（1）}，1999 年的《证券法》大致沿袭了此项规定，要求收购方持有目标上市公司 30% 的已发行股份，“继续进行收购的”，应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约^{（2）}，中国证监会在 2002 年首次发布的《上市公司收购管理办法》（以下简称“《收购管理办法》”）将收购方的强制要约义务明确为“全面要约义务”，即收购方在达到 30% 的持股比例以后继续收购的，不仅应当发出要约，而且应当向所有（其他）股东发出收购其全部持股的要约。^{（3）} 出于学习国际先进规范的需要和学习的便利^{（4）}，上述的

（1）《股票条例》（1993 年）第 48 条。

（2）《中华人民共和国证券法》（1999 年）第 81 条本文。相比《股票条例》（1993 年）的规定，1999 年的立法在强制要约义务的触发比例上设置了“缓冲条件”。参见郑彧《收购法的历史、现状、问题及变革》，《证券法苑》（第九卷），法律出版社 2013 年，第 785-786 页；李东方《上市公司收购监管制度完善研究：兼评〈证券法〉修订草案第五章》，《政法论坛》第 33 卷第 6 期，第 122 页。1999 年以后的《证券法》修订，对于要约收购义务的“触发比例”未作修改，见 2006 年、2014 年《证券法》第 88 条第 1 款、第 96 条第 1 款。

（3）《收购管理办法》（2002 年）第 23 条第 2 款第一分句：在取得上市公司 30% 股份后，“收购人继续增持股份或者增加控制的，应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约”。

（4）在上市公司收购立法方面，中国大陆深受香港地区法制的影响，而后者又继受了英国的管理体制。参见蔡伟《强制要约收购制度的再审视：效率视角下的实证分析》，《中外法学》2013 年第 4 期，第 857 页。新兴市场在建立收购法律制度时常有借鉴国际先进经验（pre-established best practice）的动机甚至压力，See John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis J. Milhaupt, The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework, 52 Harv. Int'l L. J. 219, 232 (2011)。



规定几乎完全借鉴了英国“城市法典”中的基本理念⁽⁵⁾，即在收购方取得（或巩固）对于目标公司的控制权时，原则上其应当向公司其他股东及附表表决权权益持有人所持有的全部权益、以符合规定的价格和条件发出公开要约，以允许这些权益持有人退出公司并分享控制权溢价。⁽⁶⁾为此，《股票条例》从收购制度建立之初就同时借鉴英国规则⁽⁷⁾，规定了要约最低价格的限制，即收购方应当在（1）过往一段时间内其取得目标公司股份的最高价格、与（2）该种股份在要约前一段时间内的平均市场价格之间，按照孰高原则确定要约价。⁽⁸⁾但是具体对照中英两国当时立法的市场背景，实际上区别很大：一方面，1993乃至2005年中国上市公司的股权结构一直处于“分置”状态，同一公司的流通股价格往往远高于甚至数倍于其非流通股价格，要求收购方以其此前取得目标公司流通股的较高价格，对于该公司中占据多数的低价位非流通股发出全面要约，实际上是几乎所有收购方无法接受的高昂成本。⁽⁹⁾另一方面可能更为重要，英国规则将触发要约收购义务的持股比例规定为30%⁽¹⁰⁾，是因为考虑到收购方在取得目标公司此项比例的有表决权股份时，应当视为已经牢牢控制了目标公司（have secured “control”）。⁽¹¹⁾

(5) 有关英国的强制要约收购规则，参见 Rule 9, the City Code on Takeovers and Mergers (8th ed. 2006) (U. K.), available at, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018>, 2018年9月2日访问，本文简称“City Code (on Takeovers and Mergers)”或者“城市法典”。有关中国对于英国制度的移植，See Hui Huang, China's Takeover Law: A Comparative Analysis and Proposals for Reform, 30 Del. J. Corp. L. 145, 171 (2005); Chao Xi, The Political Economy of Takeover Regulation: What Does the Mandatory Bid Rule in China Tell Us?, Journal of Business Law (2015), at 145.

(6) See Paul L. Davies and Sarah Worthington, *Gower's Principle of Modern Company Law* (10th ed.), London: Sweet & Maxwell, 2016, at 962, 968. 有关中国参与立法的人士对于英国规则的简略表述，参见周正庆、李飞、桂敏杰主编《新证券法条文释义》，人民法院出版社2006年，第225-226页。

(7) See Rule 9.5, the City Code on Takeovers and Mergers.

(8) 《股票条例》(1993年)第48条第1款，此后的规定分别见于各版《收购管理办法》，参见《股票条例》(1993年)第48条第1款第2项、《收购管理办法》(2002年)第34条第1款、《收购管理办法》(2006年)第35条第2款。强制要约收购的价格条款在2008年、2012年及现行的《收购管理办法》(2014年)中未作修改。值得注意的是，《证券法》从未对于强制要约价格进行规定，而自2002年开始，《收购管理办法》在就要约价格进行规定时，对于被动发出的全面要约的最低价格的要求同样适用于其他方式的要约（即收购方自愿发出的主动要约）。就此点而言，英国规则对于主动要约价格的规定较为灵活，See Paul L. Davies and Sarah Worthington, *supra* note 6, at 963.

(9) 为解决收购目标公司流通股和非流通股在价格方面的歧异问题，《收购管理办法》(2002年)在第34条第1款中尝试区别规定针对“挂牌交易股票”（即流通股）和“未挂牌交易股票”（即非流通股）的强制要约收购价。在2005年开始的“股权分置改革”基本完成之后，《收购管理办法》(2006年)第35条第2款取消了该种区别。强制要约收购的价格条款在2006年以后至今未作修改。

(10) 强制全面收购义务规则在1972年英国城市法典中初创时，触发全面收购义务的持股比例是40%，在1974年降低到30%并一直维持至今。See John Armour, David A. Skeel, Jr., Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? — The Peculiar Divergence of U. S. and UK Takeover Regulation, 95 Geo. L. J. 1727, 1764.

(11) Rule 9.1 (a), the City Code on Takeovers and Mergers. 在英国收购规则下，收购方需要发出全面收购要约的另一种情形是其强化了对于目标公司的控制权（consolidate control），Rule 9.1 (b), the City Code on Takeovers and Mergers (8th ed. 2006). See Paul L. Davies and Sarah Worthington, *supra* note 6, at 962. 此外，英国的城市法典系将30%或以上的持股比例拟制为取得目标公司的控制权，而不论收购方是否获得了对于目标公司实际的控制力，See the City Code, Definitions on Takeovers and Mergers, at C7.

基于“城市法典”引入强制全面要约收购义务当时及之后英国上市公司高度分散的股权结构⁽¹²⁾，30%的公司控制权“门槛”实际上不易达到，因而在英国市场上真正发生的强制要约收购个案为数寥寥。⁽¹³⁾ 相比之下，中国上市公司的股权分布一直较为集中，即使在2005年的股权分置改革完成以后，虽然绝大多数上市公司的股份都已经成为“流通股”，但统计数据显示，取得30%的持股并不一定会引起公司控制权的变化。⁽¹⁴⁾ 面对上市公司股权结构明显歧异的背景，在1993年的《股票条例》中沿袭英国收购规则中有关“控制权转移”的规定逻辑并直接移植30%作为强制要约义务的触发比例，并在1999年、2006年的《证券法》和中国证监会的各版《收购管理办法》中至少在形式上加以维持⁽¹⁵⁾，既在合理性方面存在解释上的难点，又引起了实践执行方面的种种问题，以致于不得不进行各种本土化的“改造”。

值得强调的是，按照英国的“城市法典”，收购方及其一致行动人取得目标公司30%或以上的附表决权权益，触发的是全面收购要约义务，即需要要约收购目标公司的所有剩余权益⁽¹⁶⁾，

(12) 一项针对包括工程、电气工程/电子、食品和纺织/服装行业的85家英国公司的最大股东（这些公司来自“泰晤士报”排名中前400位的英国公司排名榜），在1970年第一季度进行的调查表明，只有2.35%（样本里的2个）公司中的单一最大股东持有超过50%的股份，11.76%（样本里的10个）公司中的单一最大股东持有超过20%，而51.76%（样本里的44个）公司中单一最大股东的持股小于5%。See Collett, D. and Yarrow, G. (1976). The Size Distribution of Large Shareholdings in Some Leading British Companies. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, at 249-64. 截至2018年12月29日，根据Wind数据库的实时数据，伦敦证券交易所（London Stock Exchange）共有上市公司2625家，其中，第一大股东平均持股比例为18.51%，中位数为11.7%。

(13) “Relatively few mandatory bids are made” in UK, See Paul L. Davies and Sarah Worthington, supra note 6, at 963. 具体而言，英国公司收购委员会（Takeover Panel）的年度报告显示，在2010-11年度，全英市场上共有91宗正式的要约文件递送给相关公司的股东，其中涉及9宗强制收购；在2009-10年度和2008-09年度，相应的数字分别是88, 10; 101, 5。See Brenda Hannigan, *Company Law* (3rd Edition), Oxford University Press (2012), at 709.

(14) 一项对于中国A股市场上沪深300指数成分股上市公司股权集中度的统计表明，第一大股东在2001年的持股比例均值为48.75%、中位数为52.36%，此后的十年中虽然逐年减少，但到2011年，第一大股东的持股比例均值和中位数仍然分别高达41.56%和41.92%。参见马立行《中国上市公司股权集中度变化趋势的实证研究》，《上海经济研究》2013年第3期，第110-111页。本文使用国泰安数据库进行统计的结果表明，截至2017年年末，沪深300指数样本股公司中，第一大股东的持股比例均值和中位数分别为37.70%和35.06%。一般认为，沪深300指数样本选择标准为规模大、流动性好的股票，样本覆盖了沪深市场六成左右的市值，具有良好的市场代表性。

(15) 细致而言，收购方取得目标公司30%股份即“触发”全面要约义务的表述在现行法上并不准确。仅仅在《股票条例》（1993年）上，30%持股即会触发收购方的全面要约义务（该《条例》第48条第1款）。不考虑豁免因素，在1999-2006年之间，需要30%持股加上（“继续收购的”）一手股份或者拟一次性取得30%以上的持股，才会触发全面要约义务〔《证券法》（1999年）第81条，《收购管理办法》（2002年）第13、14、23、24条〕。同样不考虑豁免因素，在2006年以后，30%持股加上（不以部分要约方式“继续收购的”）一手股份、不以部分要约方式拟一次性取得30%以上的持股，或者间接收购目标公司，均会触发全面要约义务〔《证券法》（2006年）第88条，《收购管理办法》（2006年）第24条、第47条第2款、第56条第2款〕，但要约方亦有权在30%（或以下）的持股比例基础上，“改以要约方式”增持股份并跨越30%的持股比例，此时并不触发全面要约收购的义务〔如《收购管理办法》（2006年）第47条第3款〕。本文中沿用30%作为强制全面要约义务触发点的表述，仅是沿用文献中惯用的表述方法。

(16) Brenda Hannigan, supra note 13, at 707; Len Sealy & Sarah Worthington, *Sealy & Worthington's Cases and Materials in Company Law* (10th Edition), Oxford University Press (2013), at 759.



收购方可以在要约中附带条件⁽¹⁷⁾，但在跨越30%的持股比例时严格禁止发出部分要约。⁽¹⁸⁾在此方面，同为普通法系重要规定模式的美国法完全不同，美国法允许收购方自由征集目标公司股份，但如果广泛、快速征集股份构成了公开收购要约，则联邦法律要求收购方应当进行充分的信息披露⁽¹⁹⁾、收购方事后提高要约出价时要对此前预受的目标公司股东支付同样的对价⁽²⁰⁾、如果预受要约股份超过要约总量则应按比例进行收购⁽²¹⁾、要约期间至少需要维持20天以上⁽²²⁾、预受要约的目标公司股东随时有权撤回预受⁽²³⁾，但是从未要求收购方在达到一定的持股比例之后，必须对目标公司剩余股份发出全面要约。⁽²⁴⁾在美国法上，如果收购方直接面对目标公司股东求购股份的行为引起了对于投资者保护的关切，则应当按照公开收购要约的程序及实体性规定发出要约，由此具有一定程度上的“强制性”，但法律允许收购方发出只取得目标公司部分股份的收购要约⁽²⁵⁾，使得此种强制性与英国规则中以“全面收购义务”为核心的强制要约，明显具有本质区别。⁽²⁶⁾反观中国的上市公司收购法规，虽然要约收购制度在形式上一直大概维持了某种形式的“全面要约”的要求，但自2006年开始，法规的要求已经发生重大变化，不同于之前的规定，收购方可以计划取得目标公司30%以上直至100%的部分或全部股份（“持股目标”），为此其至少有两种选择：①在任何持股比例基础上发出主动要约，直达持股目标。之所以需要发出主动要约，是因为法规要求收购方在达到一定持股比例以后继续增持股份时，必须转以向目标公司全体股东发出公开要约的形式进行，而不能采取要约收购之外的其他收购方式。此时法规对于采取公开要约方式的要求事实上已有某种美国式的“强制要约”义务

(17) 在收购委员会同意后，收购方可以附加条件，如只有预受要约的权益加上收购方已有的权益之和达到目标公司50%以上的股份后，要约方才生效。Rule 9.3 (a), City Code on Takeovers and Mergers, at F14.

(18) 如果允许收购方在取得控制权时只发出部分要约，则无异于为其日后作为大股东在目标公司中攫取不正当的“控制权私人收益”（private benefits of corporate control）开启了方便之门。考虑到普通公司法可能无法为收购权转移后目标公司的中小股东免受新的控制权人的剥削提供周全保护，在收购行为发生当时进行事前的干预有其合理性。See Paul L. Davies and Sarah Worthington, *supra* note 6, at 962; Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, and Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd ed., Oxford University Press, 2017), at 228–229.

(19) 收购方取得目标公司5%以上权益后应当在10日内履行报告和信息披露义务，如果持股发生重大变化，还应进行补充报告和披露。See U. S. Securities Exchange Act of 1934 § 13 (d), Schedule 13D; U. S. Securities and Exchange Commission (“SEC”), Rule 13d-2 (a).

(20) “最佳价格”条款，See U. S. Securities Exchange Act of 1934 § 14 (d) (7)。

(21) See U. S. Securities Exchange Act of 1934 § 14 (d) (6), SEC, Rule 14d-8.

(22) See U. S. Securities Exchange Act of 1934 § 14 (e), SEC, Rule 13d-1 (a).

(23) See U. S. Securities Exchange Act of 1934 § 14 (d) (5), SEC, Rule 14d-7.

(24) John Armour, David A. Skeel, Jr., *supra* note 10, at 1734.

(25) 有关美国针对公开收购要约进行规定的联邦证券法（“威廉姆斯法”），参见 John C. Coffee, Jr., et al., *Securities Regulation, Cases and Materials*, 13th edition, Foundation Press (2015), at 787–796; Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law* (2nd Edition), West (2010), at 736–750.

(26) See Reinier Kraakman, et al., *supra* note 18, at 228. 美国法不要求控股股东在转让控股权益时与其他股东分享溢价，See Section 5.16 of the American Law Institute, *Principles of Corporate Governance* “a controlling shareholder has the same right to dispose of voting equity securities as any other shareholder, including the right to dispose of those securities for a price that is not made proportionally available to other shareholders”。

制度的影子⁽²⁷⁾，或者说至少是介于英、美之间的制度。②向中国证监会申请，豁免发出全面要约的义务，随后以公开要约之外的其他方法收购股份达到持股目标。此时收购方如果未能取得证监会豁免或者根本未申请豁免，则将会不得不就目标公司的所有剩余股份发出全面要约，类似英国式的“强制全面要约”义务。为精确区分制度的内涵，本文将在表述针对目标公司全体股东发出的公开要约时，着力区分前述的“强制要约”与“强制全面要约”。由下文的分析可见，“强制全面要约”（可简称为“全面要约”）在中国的现行法规中虽然持续存在，但是由于中国证监会的大量豁免、以及因为价格机制等原因在市场上缺乏追捧，其实施效果已经大打折扣。

（二）制度的发展和运行

中国 1999 年的上市公司收购法规将强制要约收购义务的触发点定为 30%，收购方通过二级市场进行的证券交易达到上述比例以后，除非得到中国证监会豁免，“继续进行收购的”，其就有义务按照规定的价格向目标公司股东发出收购要约；⁽²⁸⁾ 收购方如果是通过取得目标公司母公司控制权等形式获得超过 30% 的股份（称为“间接收购”），除非得到豁免，也应当立即向目标公司股东发出收购其全部股份的全面要约。⁽²⁹⁾ 上述规定造成了公司收购的较大成本，尤其在收购方协议受让上市公司大宗股份但未真正造成公司控制权转移的案例中，可能形成对于上述收购方的沉重负担，降低实践中常见的协议收购现象的发生频率；另一方面也可能妨碍上市公司的国有股东或者实际控制人无偿划转或协议转让公司大宗股份，实施国有企业的兼并重组。对此中国证监会首先通过部门规章在 2002 年引入了对于协议收购中的全面要约收购义务的豁免权⁽³⁰⁾，之后 2006 年的《证券法》修改则更进一步，对于要约收购义务制度进行了关键性的制度变革，即把收购方在达到 30% 的持股比例以后因“继续收购”而应承担的强制要约收购义务从“全面”要约放松到“全面或部分”要约。⁽³¹⁾ 另一方面，2006 年的《证券法》明确要求中

(27) 包括如果预受要约的股份超过部分要约的股份数量，则收购方应当按照比例原则（pro-rata basis）而非先到先得（“first come, first serve”）的原则，从预受要约的股份中买取股份。有关美国法上的规定，See U. S. Securities Exchange Act of 1934 § 14 (d) (6), SEC, Rule 14d-8；有关中国法规，参见《证券法》（2006 年）第 88 条第 2 款，《收购管理办法》（2002 年）第 42 条第 1 款，《收购管理办法》（2006 年）第 43 条第 1 款。2006 年以后，相关规定没有发生变化。

(28) 《证券法》（1999 年）第 81 条。

(29) 《收购管理办法》（2006 年）第 56 条，本条至今未作修改。

(30) 对于收购方持股 30% 时继续进行收购所触发的全面要约收购义务，《证券法》（1999 年）只明文规定中国证监会对于“通过证券交易所的证券交易”的上述义务有豁免权，中国证监会在制定收购的具体规则时，则把其豁免权扩张到包含“协议收购”在内的全面要约义务 [对比《证券法》（1999 年）第 81 条与《上市公司收购管理办法》（2002 年）第 13、14、23 条]。《证券法》（2006 年）在第 96 条第 1 款但书中吸收了上述后一规定，补充了证监会对于协议收购的豁免权，《收购管理办法》在 2006 年以后则将同一豁免权规定在第 47 条第 2、3 款，至今没有变化。另一方面，虽然《证券法》（2006 年）删除了中国证监会对于“通过证券交易所的证券交易”的全面要约收购义务的豁免权表述 [对比《证券法》（1999 年）第 81 条但书与《证券法》（2006 年）第 88 条第 1 款]，但有观点认为，根据《收购管理办法》（2006 年）的“现行制度框架”，对于通过证券交易所的证券交易触发强制要约收购义务的情形，证监会仍然拥有豁免权。参见马骥《上市公司并购重组监管制度解析》，法律出版社 2009 年，第 56 页。值得一提的是，《收购管理办法》（2006 年）同时赋予中国证监会对于间接收购触发全面要约义务的豁免权，参见该《办法》第 56 条第 2 款、第 48 条，该条款至今未有修改。

(31) 对比两组法规规定：①《证券法》（1999 年）第 81 条，《收购管理办法》（2002 年）第 13、14 条、第 23 条第 2 款；与②《证券法》（2006 年）第 88 条，《收购管理办法》（2006 年）第 24 条、第 47 条第 2 款。此外，2014 年再次修改《证券法》时，出于“简政放权”的需要，不再要求收购方在就要约收购事项发出上市公司收购报告书时、事先向中国证监会报送，而是以代之以收购方的公告义务，参见《证券法》（2014 年）第 89、90、91 条和第 213 条。



国证监会“应当依照本法的原则制定上市公司收购的具体办法”⁽³²⁾，《收购管理办法》随之进行了大幅度的修改。⁽³³⁾

虽然立法中的语言表述并不十分清晰，但根据中国证监会的监管经验和市场上已有的实践案例，可以对2006年经修改后实施的收购法规中，对于跨越目标上市公司持股30%的收购行为的规定，做出两个方面的解释：①收购方在计划取得目标上市公司超过30%的股份时，可首先以二级市场增持、协议受让、接受定向发行的股份乃至主动要约等各种方法取得目标公司30%或者以下比例的股份，然后按照规定发出不低于5%的主动要约，最终达到计划的持股比例，即在上述后一阶段的跨30%收购中，允许主动发出的部分要约⁽³⁴⁾，且此种要约完成以后即便使得收购方的持股跨过30%的比例，也不触发全面要约的义务。⁽³⁵⁾②如果收购方以要约收购以外的方式，包括二级市场增持、协议受让、间接收购、法院裁决或其他形式，增持目标公司股份跨越30%的比例，且未获得中国证监会豁免或未申请豁免，则会触发全面要约收购义务，即需要就目标公司的全部剩余股份发出全面要约，称为“一笔过30%，触发全面要约收购义务”，此时不允许仅仅发出部分要约。⁽³⁶⁾

就上述第(1)方面规定的意义而言，修改后在2006年开始实施的《证券法》“修改为可以按比例收购部分股份。这样就方便了不以退市为目的的要约收购，降低了收购成本，提高了市场效率，进一步完善了上市公司收购、兼并制度”。⁽³⁷⁾自立法修改以来，A股市场上主动发出的部分要约的确出现了明显增加。⁽³⁸⁾从法理上观察，上述修改已经驶离了英国式强制性要约收

(32) 《证券法》(2006年)第101条第2款，本项授权至今未作调整。

(33) 参见刘钊《完善基础性制度建设推进上市公司并购市场发展：中国证监会上市公司监管部主任杨华谈新修订的〈上市公司收购管理办法〉》，《中国金融》2006年第19期，第52-54页。

(34) 除非同时因协议受让股份并使持股比例跨越30%或者可能出现因部分要约而导致目标公司退市的结果，否则“投资者可以在已持有上市公司任何权益的状况下，发出部分要约，无论此时该投资者是持有该上市公司1%的权益，还是29.99%的权益、30%的权益、30.01%的权益、50%的权益、70%的权益”。同前注〔30〕，马晓书，第59-60页。此外，《收购管理办法》(2006年)在第25条中规定，收购方主动发出收购要约的最低要约比例为目标公司股份的5%，此后颁行的《收购管理办法》对此未作修改。

(35) 对比《收购管理办法》(2002年)第24条(规定收购方如以主动要约方式增持目标公司股份超过30%，应当承担全面要约收购义务)和《收购管理办法》(2006年)第23、25条(未规定收购方主动要约跨过30%时，应当发出全面要约)，后者至今未作修改。

(36) 同前注〔30〕，马晓书，第58-59页。对于收购方接受目标公司新股发行导致持股超过30%的情形，《收购管理办法》(2006年)规定为在符合条件时可以向中国证监会申请豁免全面要约义务的事项，即“经上市公司股东大会非关联股东批准，收购方取得上市公司向其发行的新股，导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%，收购方承诺3年内不转让其拥有权益的股份，且公司股东大会同意收购方免于发出要约”的，“可以向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请”(《收购管理办法》(2006年)第62条第1款第3项)；之后，就同一附条件事项的豁免逐步修改为现行规定中的自动豁免，即收购方“可以免于提交豁免申请，直接向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续”，(《收购管理办法》(2014年)第63条第2款第1项)。

(37) 桂敏杰主编《中华人民共和国证券法、公司法新旧条文对照简明解读》，中国民主法治出版社2005年，第86页。事实上自1999年开始，中国法规即明确允许收购方主动发出收购要约[参见《证券法》(1999年)第78条、《证券法》(2006年)第85条]，但直到2006年的《收购管理办法》，才允许收购方主动发出跨越30%的部分要约，参见前注〔34〕。

(38) 参见陈玉罡、陈文婷、林静容《控制权市场制度变革与公司治理和并购绩效研究》，《证券市场导报》2017年第2期，第41页。

购义务制度的规范逻辑，从实质上看逐渐趋近于美国式的“半自由”要约立法框架——收购方在满足法定条件（如在中国达到“触发比例”，或在美国形成对于股东的出售压力）以后必须改采面向全部股东的公开要约方式增持股份，但其有权自行确定部分要约的持股目标。⁽³⁹⁾ 从前述第（2）方面规定的意义而言，收购方即使以要约收购以外的方法增持目标公司股份跨越30%的比例，仍然可能因为事先获得了中国证监会的豁免，免于触发全面要约收购义务，显而易见此时中国证监会对于哪些案例给予豁免、给予何种形式的豁免⁽⁴⁰⁾，对于收购方案的成败、收购方和目标公司股东的权益都会产生重要影响。

这些法律和规则的修改，均属于在简单继受他国法制以后，不得不根据本国市场实际状况所做的本土化改造。特别就全面要约义务的实施而言，1999年及此后的《证券法》均将中国证监会对于全面要约义务的豁免仅仅作为例外⁽⁴¹⁾，但通过后文中的统计可见，证监会的规章及监管实践的作用不尽相同，尤其表现在收购方的全面要约义务绝大多数都获得了中国证监会的豁免，而未被豁免的少数案例虽然在形式上满足了法规的要求，但实际上要约溢价很低、预受要约的股数寥寥无几，质言之，现实运作中的全面要约收购制度已经流于形式，对于少数股东的保护作用未能获得实现。

1. 全面要约义务的豁免

中国证券市场上最早的全面要约豁免案例发生在1994年（珠海恒通收购上海棱光）⁽⁴²⁾，自此以后，强制收购要约义务得到豁免就已成为中国市场实践的常态，本文的统计表明，从2004年1月到2012年12月末，因取得目标上市公司30%股份而触发全面要约义务的全部1132宗案例中，中国证监会总共豁免了1090宗，豁免的比例高达96.29%。⁽⁴³⁾ 对于强制要约进行豁免的情形在日本和一些欧盟国家也有存在⁽⁴⁴⁾，但在中国市场上如此高企的豁免比例却是绝无仅

(39) 《收购管理办法》（2006年）第47条第3款，如不考虑豁免因素，“收购方拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，超过30%的部分，应当改以要约方式进行”。本条规定至今未有变动。

(40) 对于收购方的豁免申请，2006年的《收购管理办法》在第61条第1款中规定，中国证监会在许可时有权决定（1）免于以要约收购方式增持股份，或者（2）免于向被收购公司的所有股东发出收购要约。上述规定至今没有修改。到2018年末的上市公司收购实践中，上述第（2）种情形的豁免从未发生。参见证券法研究知名微信公众号文章中的统计，《A股要约收购制度的实证考察：基于新版《收购管理办法》施行后的观察》，载法经笔记（ID: fajingbiji），2018年11月29日发布，<https://mp.weixin.qq.com/s/8ebmyduj5SiFucmniDa1zw>，2018年12月9日访问。

(41) 孙建冬、周滢《恒通收购棱光“买壳上市”的实证研究》，《证券市场导报》1998年第4期，第20页以下。值得一提的是，直到1999年才有法律上的明文规定，收购方在持有目标上市公司已发行的股份达到30%时，继续进行收购的，应当向该公司所有股东发出收购股份的要约，“但是，经国务院证券监督管理机构除发出要约的除外”，参见《证券法》（1999年）第81条。《证券法》（2006年）将中国证监会的豁免权规定在第96条第1款，此项但书规定至今未作修改。

(42) 《股票条例》（1993年）第48条规定，发起人以外的任何法人持有目标上市公司30%股份时，应当自该事实发生之日起45个工作日内，向该公司所有股票持有人发出收购要约。事实上直到1999年制订《证券法》时，才规定中国证监会对于某些形态的要约收购义务的豁免权，参见前注〔30〕。

(43) 此前的研究数据表明，从2004年7月到2012年12月，在触发强制要约收购义务的全部874宗案例中，中国证监会总共豁免了843宗，豁免的比例为96.45%。同前注〔4〕，蔡伟文，第854-855页。

(44) 如欧盟《要约收购指令》即允许成员国在尊重“平等对待股东”等基本原则的前提下，可以规定灵活适用强制要约收购的情形，而实际情况是各成员国都广泛应用指令赋予的自由空间。See Commission's Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids [SEC (2007) 268, February 2007], annex 3. 另见马其家：《欧盟证券强制要约收购规则及启示》，《证券市场导报》2007年第9期，第58页。



有的。⁽⁴⁵⁾ 绝大部分全面要约义务得到豁免从一个角度观察的确降低了强制要约收购的制度成本,可能便利上市公司收购的发生⁽⁴⁶⁾,但从另一个角度着眼,则完全使得全面要约收购义务制度沦为形式性规定。⁽⁴⁷⁾

2. “无人喝彩”的被动要约

(1) 主动要约和被动要约

虽然绝大多数触及强制全面要约门槛比例的个案被中国证监会豁免了全面要约义务,但毕竟有少数案例未获豁免,收购方因而实际履行了全面要约,并且市场上还存在一些主动发出的收购要约(通常是部分要约)。为了解市场实践中的被动要约案例状况,本文手工整理了从2006年9月1日到2018年12月31日在A股市场上现实发生的所有要约收购案例⁽⁴⁸⁾,将要约收购分为“被动要约”和“主动要约”两大类⁽⁴⁹⁾,被动要约是指收购方持有目标上市公司股份达到30%并以要约之外的方式继续进行收购,或者“一笔过”跨越30%比例,未获得要约收购豁免或不申请豁免,因而向目标公司所有股东发出的收购公司所有剩余股份的全面要约;⁽⁵⁰⁾主动要约是指没有法定义务,由收购方自行决定向目标公司所有股东发出的取得公司股份的要约⁽⁵¹⁾,实践中基本表现为部分要约。⁽⁵²⁾主动要约又可以进一步大致区分为三小类:①为获得目标公司控制权的要约,②为巩固目标公司控制权的要约,和③其他类型要约。

统计结果显示,自2006年9月大幅修改后的《收购管理办法》实施后至2018年年终,A股

(45) 上市公司收购中的各方当事人尤其是潜在的要约收购方在具体实践中通常会预先征询中国证监会的意见,确定较有把握能够获得强制要约义务的豁免以后,才向证监会报送有关豁免的申请,可能是导致现实中的豁免率极高的原因之一。有文献将此种非正式的意见征询称为“shadow practice”, See Chao Xi, *supra* note 5, fn. 43 and accompanying text. 由于非正式的过程无法进行确证和统计,本文中暂不进行学术上的讨论。

(46) 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》,《证券市场导报》2003年第8期,第12页。

(47) 同前注〔4〕,蔡伟文,第856-857页。

(48) 选择从2006年9月开始统计是因为法规的修改和市场背景的变化。《证券法》在2005年10月修改以后自2006年1月1日开始实施,中国证监会《收购管理办法》也进行了大幅修改并自2006年9月1日起施行,此次修改的主要目的之一是推进市场化并购重组、规范要约收购现象,参见《证监会负责人就〈上市公司收购管理办法〉有关问题答中国政府网记者问》,中国证监会官方网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/hdjl/zxft/lsonlyft/200710/t20071021_95208.html, 2018年10月11日访问。一般认为本次修改在一定程度上促进了要约收购的发生,参见同前注〔38〕,陈玉罡、陈文婷、林静容文,第37页;陈文婷、李善民、刘中华《要约收购制度改善与控股股东利益侵占研究》,《中山大学学报(社会科学版)》2018年第5期,第188页。此外,中国证监会在2005年4月启动上市公司的股权分置改革,此项改革使得上市公司的股份流动性得到根本性改善,并且也大致在2006年9月取得了阶段性成果。本节中的部分实证研究参考了前注〔40〕法经笔记文章中的统计思路。

(49) 也可分别称为“强制要约”和“自愿要约”,同前注〔30〕,马晓书,第52页。

(50) 由于有限预受等原因,被动要约的实际执行后果可能表现为收购方只取得了目标公司的部分股份。但实践中发出的此类要约都是全面要约,即向除收购方以外的目标公司全部股东发出的、收购其全部持股的要约,尚未出现被动发出的部分要约,即向除收购方以外的目标公司全部股东发出的、但只要收购其部分持股的要约。

(51) 根据《收购管理办法》的原有规定和多数学者见解,“收购”一词的内涵为获得或巩固对上市公司的控制权,该定义事实上主要是指主动发出要约。

(52) 也有极少数案例表现为全面要约,实际上A股市场上主动发出全面要约并导致目标公司退市的案例极少,在2006年以后仅三例,目标公司为当时的金马集团(000602, SZ)、ST二重(601268, SH)和东方锅炉(600786, SH)。

市场上出现的要约收购共 72 起，其中主动要约 43 起，被动要约则只有 29 起。尤其从主动案例的年度分布来看，2017、18 年连续创下 2006 年以来的新高，其中的原因除股市持续低迷造成上市公司估值不断走低、甚至形成部分股东出卖股票的底部支撑以外，上市公司股权结构日趋分散、投资者理性程度提高、国资背景的收购方得以兼顾商业利益和国资监管的需求等也是重要的市场背景。⁽⁵³⁾ 在所有的 43 起主动要约案例中，30 起为上市公司原有控股股东巩固对于公司的控制权，5 起为获得上市公司控制权⁽⁵⁴⁾，8 起为其他情形，其中又包含 5 起为引进战略投资者⁽⁵⁵⁾，3 起为终止上市。⁽⁵⁶⁾ 所有的 29 起被动要约全部为履行法律规定的全面要约义务。

(2) 要约溢价和预受比例

在分类基础上，本节从要约价格的溢价水平、预受要约的股份比例两方面对自 2006 年 9 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日期间完成的主动要约和被动要约案例进行对比：

A. 要约溢价

从 1993 年到 2006 年及以后，中国法规对于强制性全面要约收购的价格规定不断向下调整并逐渐灵活化，现行的规定是要求要约价格不得低于收购要约公告发出前 6 个月内收购方取得该种股份所支付的最高价，但允许要约价格低于公告前 30 个交易日该种股份的平均价格，此时只要求收购方聘请的财务顾问说明要约价格的合理性。⁽⁵⁷⁾

从实践中要约收购价格的溢价水平看，以收购要约公告发出前目标公司 30 日均价与收购方近 6 个月内取得目标公司股份的价格孰高为基准，计算出收购价格溢价比例。结果显示，主动要约案例中的平均溢价比例为 17.66%⁽⁵⁸⁾，显著高于被动要约案例的平均溢价比例 0.27%。⁽⁵⁹⁾

(53) 财经媒体的关注，参见《估值低谷点燃热情 2018 要约收购井喷》，《21 世纪经济报道》2018 年 9 月 26 日，第 15 版；吴晓璐《上市公司要约收购突增 5 家公司实控有望生变》，《证券日报》2018 年 10 月 16 日，第 C1 版；董添、潘宇静《要约收购持续活跃》，《中国证券报》2018 年 10 月 19 日，第 A06 版。从投资银行业务角度所做的观察，参见《华泰证券劳阿毛：从投行角度剖析 2018 年并购市场与展望》，中国上市公司融资网，2018 年 12 月 21 日，http://www.ssgsrz.com/News/newsContent/n_Id/2780.html，2018 年 12 月 29 日访问。

(54) 目标公司分别是：神州高铁（000008，SZ）、ST 生化（000403，SZ）、南国置业（002305，SZ）、苏泊尔（002032，SZ）、*ST 康达（000048，SZ）。

(55) 目标公司分别是：天邦股份（002124，SZ）、新华百货（600785，SH）、宁波中百（600857，SH）、爱建集团（600643，SH）、*ST 因美（002570，SZ）。

(56) 案例同前注〔52〕。

(57) 比较《股票条例》（1993 年）第 48 条第 1 款第 2 项、《收购管理办法》（2002 年）第 34 条第 1 款、《收购管理办法》（2006 年）第 35 条第 2 款。强制要约收购的价格条款在 2008 年、2012 年及现行的《收购管理办法》（2014 年）中未作修改。

(58) 剔除 2018 年 8 月 8 日物美控股对于新华百货（600785.SH）发起的收购要约。按本文确定的溢价比例指标计算，该案例中的溢价率为负值，具体原因是要约收购价低于（a）数值，即要约收购报告书摘要公告日前 30 个交易日，目标公司股票的每日加权平均价格的算术平均值，但高于（b）数值，即向发起收购要约当日的目标公司收盘价。

(59) 统计被动要约时剔除了两个极端案例：①Lafarge China Offshore Holding Company (LCOHC) Ltd.（拉法基中国海外控股公司）于 2015 年 10 月 30 日对于四川双马（000935.SZ）发起的收购要约，该案例中的溢价率为负值，原因是该案例中采用过去 6 个月间收购方收购目标公司股票的最高价为基准价格，但这一价格显著低于目标公司过去 30 日的平均交易价格。②浙江物产在 2008 年 4 月 14 日对于南方建材（000906.SZ，已更名为浙商中拓）发起的收购要约，该案例中要约收购公告正式披露时已经距离其收购摘要披露时间长达两年之久，故根据期间大盘涨幅对于其要约价格进行了相应调整，以致出现较为极端的 182% 的溢价比例。



B. 预受比例

从预受要约的股份比例（预受要约股份数与投资者计划收购股份数之比）看，主动要约案例也显著高于被动要约，前者此一比例的均值为184.19%，中位数为100.10%，后者均值仅2.45%，中位数为0，且29个被动要约案例中有高达15个案例无人接受要约，即接受要约数量为0；剩余14个有人接受要约的案例中，收购完成的比例超过0.01%的只有3个。

以上统计表明，比较主动要约案例的发生频次日趋活跃以及受到散户投资者追捧的程度，被动要约即全面要约案例中提供的要约溢价十分微薄、投资者的响应寥寥无几。⁽⁶⁰⁾ 上述现象一方面证明作为上市公司收购的形式之一，主动要约通过公开透明的方式、市场化的价格向公司所有股东发出收购其股份的要约，要约收购提出的各项收购条件一体适用于所有股东，中小股东享有与大股东相同的价格溢价出售其股份，实现前期投资收益及回报，而正是由于主动要约收购的收购方式公平对待了所有股东尤其是中小投资者，更好地体现了公司法下“同股同权”的精神，因此明显得到了市场的积极响应。⁽⁶¹⁾ 另一方面也恰恰形成鲜明的对照，就强制全面要约的现有制度而言，立法时想要达到的保护投资者的意图未能实现，从而在相当程度上沦为了一种无效的规则。⁽⁶²⁾

（三）全面要约义务制度的改良

就国内相关制度未来的发展方向，一种政策选择是增强全面要约收购制度的适用力度，在收购方取得目标公司30%持股时，重申目标公司中小股东退出公司并分享控制权溢价的立法目标。具体方法可能包括：①进一步收窄中国证监会豁免全面要约义务的情形，使实践中的豁免比例大幅度降低。⁽⁶³⁾ 例如在“股份转让是在同一实际控制人控制的不同主体之间进行，未导致上市公司的实际控制人发生变化”的豁免情形中⁽⁶⁴⁾，限缩对于“同一控制”的

(60) 较早时间的学者统计结果也大致相同，从2004年7月到2012年12月的案例统计表明，在未获得豁免的31宗要约收购案例中，有8宗以将目标公司私有化为目的，并最终为此支付了相对较多的溢价。其余23宗案例中，有15宗要约收购完全没有流通股股东出售股票，因为要约价低于市场价；6宗案例中有极少股东出售股票（大多为数百股或数千股），收购方全部进行了收购；只在2宗具有特殊背景的收购中，较多目标公司流通股股东愿意出售股票，收购方最终按比例进行了收购。同前注〔4〕，蔡伟文，第855-856页。对于要约收购早期经典案例的研究表明，由于要约收购的价格不具吸引力，目标公司的非流通股股东和流通股股东都未能获得有效保护，A股市场上的要约收购仅具有形式而非实质。参见张人骥、刘春江《控股溢价、流通溢价与上市公司要约收购：南钢股份案例研究》，《管理世界》2006年第2期，第126-131页。

(61) 引自中证中小投资者服务中心针对A股市场第一起通过主动要约方式成功取得目标公司控制权的案例〔浙民投收购*ST生化（000403，SZ）〕进行的评价，杨毅《中证中小投资者服务中心：中小投资者欢迎市场化要约收购》，《金融时报》2017年11月29日，第07版。参见陈洁《“庶民”的胜利》，《投资者》（第2辑），法律出版社2018年，第185页以下。

(62) 规定对目标公司投资者不存在吸引力的强制要约相关义务是无效（futile）的规则，See Paul L. Davies and Sarah Worthington, *supra* note 6, at 962-963.

(63) 2015年4月曾提交给全国人大常委会审议的证券法（修订草案）（以下简称“《证券法修订草案一审稿》”）中，曾计划将豁免强制要约义务的具体情形，从现行法规中规定的13项减少到8项。比较《收购管理办法》（2014年）第62、63条和证券法修订一审稿第120条。

(64) 《收购管理办法》（2014年）第62条第1款第1项。

认定；⁽⁶⁵⁾ 在“国有资产无偿划转、变更、合并，导致收购方持股比例超过 30%”的豁免情形中⁽⁶⁶⁾，对于国有资本的收购豁免给予明确限制；⁽⁶⁷⁾ 理顺对于收购方“自由增购率”的规定；⁽⁶⁸⁾ 取消中国证监会在法规明确列举的情形之外，对于豁免个案的自由认定权。⁽⁶⁹⁾ ②提高强制要约的出价要求，如严格规定以收购要约公告发出前目标公司 30 日均价与收购方近 6 个月内取得目标公司股份的价格孰高为价格底限，删除现有的折价弹性⁽⁷⁰⁾，亦可讨论在现有的基础价格上规定一个溢价幅度（如 10%）。③甚至退回到《证券法》（1999 年）第 81 条的旧有规定，明确要求所有增持目标公司股份跨越 30% 的收购方均应发出全面要约，禁止或至少严格限制在触发要约义务后只发出部分要约。⁽⁷¹⁾ 类似的做法旨在强化全面要约义务制度的效力，希望达到英国式全面要约义务制度下、对于目标公司股东提供充分保护的效果。但此种选择有可能因为大幅度提高收购成本，客观上压抑了公司收购发生的几率⁽⁷²⁾，亦有可能引导收购方刻意回避要约义务，导致市场上多见止步于持股 29.99%（或法规中的其他全面收购触发比例之下）的现实案例。⁽⁷³⁾ 另一种政策选择是干脆放弃全面要约制度本身，此种建议目前得到一些学者的支持，其认为全面要约义务制度具有重大的理论争议，同时在我国市场实践中的强制力已经大大削弱，要保护上市公司控制权转移时小股东的利益，需要完善各种相关的制度尤其是信息披露，而不

(65) 目前中国证监会在认定国有股权转让时是否维持“同一控制”的口径掌握较宽，与国有资产分级管理的标准并不一致。对比以下规定：①中国证监会《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（2015 年）第 19 条，存在以下情形的，属于股权转让完成后上市公司的实际控制人未发生变化：同一出资人系指同属于国务院国资委或者同属于同一省、自治区、直辖市地方人民政府。②国务院国资委、中国证监会《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》（2007 年）第 9 条，国有控股股东转让股份涉及上市公司控制权转移的，应将转让方案逐级报国务院国有资产监督管理机构审核批准后实施。另参见同前注〔30〕，马晓书，第 85 页。

(66) 《收购管理办法》（2014 年）第 63 条第 1 款第 1 项。据知名律师微信公众号文章中的统计，自 2017 年到 18 年 11 月的 A 股市场总计 125 例强制要约收购义务豁免案例中，有 50 例属于此种类型的国有资产划转豁免，是所有豁免案例中数量最多的类型。参见刘成伟《上市公司要约收购豁免》（2018 年 12 月），https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA5NzE2OTIxMA==&mid=2649657803&idx=1&sn=192af394f7e0d43094c8a7349fe65c2f&chksm=88becb9ebfc94288aeccc591426e4304374b5dc107e8d62e0ce79e34cf7794c0383db2b712c1&scene=21#wechat_redirect，2019 年 1 月 9 日访问。

(67) 《证券法修订草稿（一审稿）》（2015 年）第 120 条中曾拟取消对于国企收购案例的豁免。

(68) 《收购管理办法》（2014 年）第 63 条第 2 款第 2 项允许收购方持股“达到或者超过该公司已发行股份的 30% 的，自上述事实发生之日起一年后，每 12 个月内增持不超过该公司已发行的 2% 的股份”，在目标公司股权分布状况较为集中的情况下，收购方虽然持股 30% 仍有可能并未取得公司的控制权，此时可规定只有在收购方获取控制权以后，才能获得适量“自由增购”的权利。

(69) 《收购管理办法》（2014 年）第 62 条第 1 款第 3 项、第 63 条第 1 款第 3 项。有学者批评中国证监会对于要约收购义务的自由豁免权没有客观标准，法规适用不具备应有的确定性，甚至容易造成滥用。同前注〔2〕，李东方文，第 124 页；陈景善《公司收购制度立法模式探讨》，载郭锋主编《金融服务法评论》（第 7 卷），法律出版社 2015 年，第 375 页。在 2017 年到 18 年 11 月的相关案例统计中，上述两个条款中的豁免未见案例。参见同前注〔66〕，刘成伟文。

(70) 同前注〔57〕及相关正文文字。

(71) 英国学者认为，如果部分要约的实施不受任何限制，就会导致强制要约规则背后的政策目标落空。See Paul L. Davies and Sarah Worthington, *supra* note 6, at 1069.

(72) 容易理解，这是学术界对于英国式强制全面收购要约义务制度的主要忧虑。See Reinier Kraakman, et al., *supra* note 18, at 228 - 229.

(73) 此种案例在英国市场上并不罕见。See Paul L. Davies and Sarah Worthington, *supra* note 6, at 963.



是单纯依赖全面要约义务制度。⁽⁷⁴⁾ 值得一提的是, 比较起来股权结构较为分散的市场, 在中国这样的上市公司股权结构较为集中的市场上引入全面要约制度, 理论上可能会更多地损及公司原有控股股东的利益, 因为控股股东原先享有的控制权私人收益被迫与中小股东分享, 导致其不愿对外出让公司的控制权, 从而对于收购案例的发生带来反向激励的后果, 这也是全面收购义务的制度成本之一。⁽⁷⁵⁾

但在强化全面要约收购制度的制度刚性(乃至回归英国式的强制要约收购义务制度)或者将其完全放弃之间, 也可能有折中的改革方案, 例如调整全面要约义务的触发比例。在比较法上观察, 英国的“城市法典”中规定的30%规则对于欧盟要约收购指令的影响巨大, 但该指令在颁布时最终将触发要约义务的持股门槛交由欧盟各成员国自行确定。⁽⁷⁶⁾ 据欧盟委员会2007年的统计, 绝大多数成员国选择了“三分之一”的触发比例, 但捷克、拉脱维亚、马耳他和波兰将该比例设定为40%甚至更高。⁽⁷⁷⁾ 日本的规定事实上把全面要约义务的触发点规定在持股达到目标公司的2/3股份(“三分之二”规则)。⁽⁷⁸⁾ 瑞士的规定更显灵活性, 允许潜在的目标公司维持全面要约收购制度的原有风貌, 但也允许其股东在公司章程中对于此项规定进行修改, 以促进收购的发生。如虽然“三分之一”是瑞士法默认的全面要约触发比例, 但法律允许公司把比例自行提高到49%, 甚至允许公司通过股东大会决议完全废弃全面要约收购。⁽⁷⁹⁾ 此外, 虽然就触发比例采取定量标准的国家是主流, 但仍有少数国家采取定性标准或者(定性和定量的)混合标准, 采取定性标准的如巴西、印度尼西亚和西班牙, 采取混合标准的典型国家如印度, 而定性方面的判断试图通过多元标准确定收购方在何时取得对于目标公司的控制, 包括收购方对于目标公司董事会的控制、对于管理权的操作层面的控制等。⁽⁸⁰⁾ 采取定性或混合标准无需具体设定触发强制要约收购义务的持股比例门槛, 或者虽然规定某种触发比例但此项规定只起到辅助参考作用, 规范的重心在于收购方一旦取得目标公司控制即需要发出全面要约, 其收购义务不易设法回避, 但采取定性或混合标准转而需要监管机构或者法院在个案中根据具体事实判断目标公司的控制权是否发生转移, 以决定收购方是否应当发出全面要约, 从而显然存在对于监管机构或法院的宽泛授权、其判断明显具有主观色彩、判断结果不具确定性或者难以预测、可能对于收购方过度严厉等弊端。⁽⁸¹⁾ 就中国的具体情况而言, 一方面监管机构不大可能会有精力

(74) 同前注〔4〕, 蔡伟文, 第859页。

(75) See Reinier Kraakman, et al., *supra* note 18, at 233.

(76) EU, Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, Rule 5.

(77) 具体来说, 捷克的触发比例为40%, 拉脱维亚、马耳他规定为50%, 波兰甚至规定为66%。See Commission's Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids [SEC (2007) 268, February 2007], annex 2.

(78) 日本《金融商品交易法》第27条之13第4款《金融商品交易法》施行令第14条之2之2。朱大明、陈宇《日本金融商品交易法要论》, 法律出版社2018年, 第165页。See also, Hiroyuki Kansaku (ed.), *Japanese Financial Instruments and Exchange Act*, ZAIKEISHOHOSHA (2018), at 553. 另见下文三、(四)部分内容。

(79) 完全废弃的股东决定只能在公司上市前作出, 上市后不允许作出此类章程条款的修改。See Reinier Kraakman, et al., *supra* note 18, at 229.

(80) 一些市场最初采用定性标准, 后来改采客观性较强的定量标准, 包括英国、澳大利亚、比利时、意大利。See Umakanth Varottil, *Comparative Takeover Regulation and the Concept of “Control”*, Singapore Journal of Legal Studies 208 (2015), available at <http://law.nus.edu.sg/sjls/articles/SJLS-Jul-15-208.pdf>, at 214.

(81) *Ibid.*, 216.

参与在具体收购个案中判断收购方是否需要发出全面收购要约；另一方面可以合理预测，上市公司的现有控股股东可能倾向于欢迎维持全面要约义务作为其防御敌意收购的法规屏障，那么如果中国立法在形式上简单效仿前述的瑞士法，维持现有的30%作为默认的强制要约触发比例，同时允许公司把比例自行提高到如49%，并允许公司通过股东大会决议完全废弃强制要约收购，虽然制度上的灵活性看起来较大，但是不大可能得到控股股东控制下的股东大会响应。照此而言，按照上市公司股权结构集中的现实，将强制要约的触发比例提高到40%甚至更高，亦有可能是法规的未来选项之一，在此方面，日本的上市公司收购制度中有关强制要约和全面要约义务的规定有其特色，可供参考。

三、日本法上股份的公开收购

（一）概要

1. 制度的概要

《日本金融商品交易法》（本节中以下简称“《法》”）规定，在一定的情形下，对包含上市公司的有价证券报告书提出公司的股份等（股份、新股预约权、付新股预约权的债券等，条文中写作“股份等”）进行收购时，要遵守一定的规则进行公开收购（一般称为“TOB”）。^{〔82〕} 本节将围绕着日本的股份公开收购制度进行探讨。

对于上述所谓的“一定的情形”，《日本金融商品交易法》中进行了明确的规定^{〔83〕}，其内容主要包括以下两种情形。①从多数人（60天内超过10人）手中收购，且收购后的持股比例大于5%的情形。^{〔84〕} ②从极少数人（60天内不超过10人）手中收购，且收购后的持股比例超过三分之一的情形（多被称为“三分之一规则”）。^{〔85〕} 必须要注意的是，作为原则，受到规制的情形只是在交易所市场外进行的收购，并不包括交易所市场内的收购或通过新股发行获得股票的情形。交易所市场内的收购或通过新股发行取得股票的情形可不适用公开收购的规制可以自由进行（但也存在若干例外情形）。

日本在1971年参照了美国法，通过修改《日本证券交易法》引入了公开收购的规制。当时只对上述①中情形做出了规制。此后，1990年日本修改《日本证券交易法》对公开收购制度进行了大幅度的修改。这一次修改主要是参考了英国法，对于上述②情形建立了规制。此后日本又在2005年、2006年和2007年的《日本证券交易法》的修改中强化了对上述②情形的规制，值得注意的是，在2006年的《日本证券交易法》的修正中日本还引入了后面将会详细说明的“三分之二规则”。^{〔86〕}

〔82〕 《法》第27条之2以下。公开收购的定义为同法第27条之2第6项。

〔83〕 《法》第27条之2第1项第1号至第6号。

〔84〕 《法》第27条之2第1项第1号。

〔85〕 《法》第27条之2第1项第2号等。

〔86〕 关于日本公开收购规则以及相关的讨论，可以参见〔日〕饭田秀总《公开收购规则的基础理论》，商事法务2015年。另外，还可以参考下列与负责公开收购规则制定的立法负责人撰写的著作。〔日〕池田唯一、〔日〕大来志郎、〔日〕町田行人：《新公开收购制度和巨额持股披露制度》，商事法务2007年。〔日〕野崎彰、〔日〕宫下央、〔日〕池田贤生《详说公开收购制度与巨额持股披露制度Q&A》，商事法务2011年。



此外,但是日本在立法上允许发行股份的公司自身对本公司的股份进行公开收购的行为⁽⁸⁷⁾,当然这种行为需要满足特别规定的要求。但是,公开收购通常是指发行公司以外的主体实施的公开收购行为,本节也将主要是针对这种情形展开说明。⁽⁸⁸⁾

2. 法律实务的情况

友好收购与敌意收购都可能会使用公开收购的方法。作为日本比较典型的情况,在试图收购上市公司所有股份时,经常使用“两阶段收购”的方法。具体而言,在第一阶段的收购中,通过公开收购的方法尝试取得目标公司的全部股份,对于在第一阶段中没能取得的股份,将会在第二阶段收购中争取获得。在对上市子公司的子公司化的收购以及针对上市公司的管理层收购(MBO)等情形中,第二阶段收购被称为“现金挤出”(cashout)。但是,在《日本公司法》(2014年)修改前与修改后使用的具体手段有所差异。在《日本公司法》(2014年)修改前,法律实务中一般会使用的是附带全部取得条款的特别股制度。在《日本公司法》(2014年)修改后,如果收购方在第一阶段收购的公开收购中取得了90%以上的股份,那么在第二阶段收购中可以使用特殊控股股东⁽⁸⁹⁾的股份转让请求制度;⁽⁹⁰⁾如果在第一阶段收购中取得的股份数量没有达到90%的话(但通常需要取得三分之二以上),可以使用股份合并⁽⁹¹⁾的方式,当然,股份合并的方式会产生零散的股票。⁽⁹²⁾在日本,主要是出于税收方面的原因,在第二阶段收购中很少采用以现金为对价来实施合并或股份交换。

在敌意收购的情况下,收购方也大多会在第一阶段收购中尝试以公开收购的方式取得目标公司的股份。在友好收购的情况下,收购方或目标公司通常会在事前对公开收购进行披露。但是在敌意收购的情况下,通常会是在没有事前披露信息的情况下突然实施的公开收购。

(二) 主要的规制内容

1. 信息披露

在日本法中,围绕着公开收购,日本法中建立了完善的信息披露制度。以下从公开收购的启动、公开收购的实施、公开收购的结束的视角来对公开收购的信息披露制度进行简要的说明。首先,为了实施公开收购,首先应当对启动公开收购进行公告。在该公告中应当披露公开收购的目的、收购价格、预定收购的股份数量以及收购的期间等内容。⁽⁹³⁾对于收购的价格本身,日本法并没有进行约束。此外,还应当披露公开收购报告书⁽⁹⁴⁾以及向股东交付公开收购说明

⁽⁸⁷⁾ 《法》第27条之22之2以下。

⁽⁸⁸⁾ 《法》第27条之2以下。

⁽⁸⁹⁾ 译者注:根据《日本公司法》第179条的规定,特别控制股东是指单独或者合计持有有一个公司百分之九十以上股份的股东。

⁽⁹⁰⁾ 译者注:根据《日本公司法》第179条的规定,特别控制股东股份转让请求是指,特别控制股东可以在任何时候单方决定以现金为对价强制要求购买公司剩余的全部股份,实现百分之百控股。

⁽⁹¹⁾ 译者注:股份合并是指,公司强制性的将复数的股票合并成为更小单位的股票的行为,例如将两股合并为一股,或是将三股合并为两股(《日本公司法》第180条)。

⁽⁹²⁾ 译者注:通过股份合并,可以使达到挤出少数股东的效果。由于在法律实务中被使用在股份收购后挤出剩余股东的情形中,因此潜在存在着存在损害少数股东利益的可能性。为了解决该问题,2014年日本公司法修改时对股份合并的程序、价格等进行了制度完善(〔日〕神田秀树《公司法》,弘文堂2016年第18版,第120页)。

⁽⁹³⁾ 《法》第27条之3第1项。

⁽⁹⁴⁾ 《法》第27条之3第2项第3项。

书。⁽⁹⁵⁾ 其次，在公开收购的实施过程中，目标公司可以提出“记载了针对公开收购意见的意见表明报告书”，并在提出之后向公开收购者质询。那么，公开收购者在收到质询的问题之后，必须将针对目标公司的回答记载在“对于质询问题的回答书中”。⁽⁹⁶⁾ 最后，在公开收购结束后，公开收购方应当在公开收购期间的最终日的次日，以公告或公布的方式将记载了应募股份（在要约收购中表明出售股票的意向并进行登记的股票）的总数进行披露，并且，还应当同时提出公开收购报告书。⁽⁹⁷⁾ 此外，还应当将公开收购的股份数量等信息记载在公开收购结果通知书中，同时，还必须毫不延迟地将该通知书交付给表明出售意向并进行了登记的股东。⁽⁹⁸⁾

2. 收购期间

为了给股东留出考虑期间，收购方必须设置一定的收购期间（在日本法中，该期间为自公开收购开始的公告之日起20至60个工作日以内）。⁽⁹⁹⁾ 如果设置的收购期间少于30个工作日，那么目标公司可以通过“表明意见的报告书”请求延长收购的期间。收到延期请求的公开收购方必须将收购期间延长至30个工作日。⁽¹⁰⁰⁾

3. 收购价格的平等与禁止通过其他途径进行收购

在日本法中，要求收购的价格必须是平等的、同样的。⁽¹⁰¹⁾ 在公开收购的期间，原则上禁止通过公开收购以外的收购方式收购股票。⁽¹⁰²⁾

4. 收购条件的变更与公开收购撤回的限制

在日本法中，作为原则不得变更收购的条件、也不都能自由地撤回公开收购。⁽¹⁰³⁾

5. 收购的平等

对于已经接受了公开收购要约的股票，收购者必须全部购买。此外，如果设置了购买数量上限的话，则应当按照比例平等的进行购买。⁽¹⁰⁴⁾

（三）日本法上的三分之一规则

1. 规制内容

在证券交易所市场外（或市场内的特定买卖等）中进行股份收购时，如果收购后所持有的股份数量超过了全部已经发行股份的三分之一以上的话，即使只是从一个股东手中购买的股份，也应当遵守公开收购的规制，此时只要求收购方购买其希望购买的股票数量（一般称之为强制公开收购规制或义务型公开收购）。⁽¹⁰⁵⁾

(95) 《法》第27条之9。

(96) 《法》第27条之10。

(97) 《法》第27条之13。

(98) 《法》第27条之2第5项、《日本金融商品交易法施行令》（本节中以下简称“《令》”）第8条第5项第1号。

(99) 《法》第27条之2第2项、《令》第8条第1项。

(100) 《法》第27条之10第3项、《令》第9条之3第6项。

(101) 《法》第27条之2第3项。

(102) 《法》第27条之5。

(103) 《法》第27条之11第1项。

(104) 《法》第27条之13第4项第5项。

(105) 《法》第27条之2第1项第2号。



2. 关于《法》第 27 条之 2 第 1 项各号

这里将对《法》第 27 条之 2 第 1 项各号,包括三分之一规则以外的情形进行说明。⁽¹⁰⁶⁾

在前文中已经提及,首先作为前提,一是原则上市场内的股份收购不适用公开收购的规制(市场内可不通过公开收购进行收购)。二是原则上通过新股发行获得股票不适用公开收购的规制。《法》第 27 条之 2 第 1 项原则上是对收购市场外已发行的股份的情形进行的规制(但也有例外)。

(1) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 1 号(原则规定之 1)。从多数股东(所谓多数股东是指在 60 天内超过 10 位股东的情形)手中收购,且收购后的持股比例超过 5% 的情形。

(2) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 2 号(原则规定之 2: 三分之一规则)。从极少数股东(所谓极少数股东是指在 60 天内不超过 10 人)的手中收购其股票,并且收购后的持股比例超过三分之一的情形。

(3) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 3 号、第 4 号、第 6 号规定是为了应对违反上述第 2 号规定的“三分之一规则”时的规制(主要是指在形式上虽然没有违反第 2 号的规定,但是在实质上违反了第 2 号规定的立法目的)。参照下记(5)、(6)、(8)。

(4) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 5 号的规定是对第 1 号的例外情形(第 1 号的追加)进行的规制。

(5) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 3 号。条文上被称作特定交易。该第 3 号规定的交易严格地说虽然是一种“市场内”交易,但是仍然需要收到法律的规制(2005 年日本金融厅告示第 53 号、2007 年日本金融厅告示第 8 号)。

(6) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 4 号(快速收购)(在法律实务中也被称之为速度受限)。三个月内进行了两次以上收购行为的,会被合计计算。在三个月内通过场外交易、场外交易取得超过 5% 的话,在整体上(包含市场内以及新股发行)超过了全部股票的 10% 以上的,应当对收购行为进行合并计算。

(7) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 5 号(他人正在实施公开收购的期间实施公开收购)。他人正在实施公开收购的期间,不能够进行市场内购买,必须通过公开收购进行收购。该制度的目的为了确保多个公开收购方之间实现公平。

(8) 《法》第 27 条之 2 第 1 项第 6 号。这是有关“三分之一规则”技术上的详细规定,在《令》第 7 条第 7 项第 1 号、第 2 号中进行了规定。该第 1 号规定的是通过 PTS 交易⁽¹⁰⁷⁾进行股份收购,第 2 号规定的立法目的是将第 27 条之 2 第 1 项第 4 号规定的“快速收购规制”的特别关系者⁽¹⁰⁸⁾包含进来进行计算。

(四) 日本法上的三分之二规则

在 2006 年日本修改《日本金融商品交易法》时引入了三分之二规则。所谓三分之二规则是指,通过公开收购的方式收购的股份超过全部股份的三分之二时,就必须对全部的股份进行公开收购(一般称之为全部劝诱义务)⁽¹⁰⁹⁾。此外,在通过公开收购方式收购的股份占全部股份三

⁽¹⁰⁶⁾ 与细节相关的研究,可以参考下列著作。〔日〕神田秀树、〔日〕永井智亮、〔日〕武井一浩编《金商法大系 1 公开收购(1)》,商事法务 2011 年。〔日〕神田秀树、〔日〕永井智亮、〔日〕武井一浩编《金商法大系 1 公开收购(2)》,商事法务 2012 年。

⁽¹⁰⁷⁾ 译者注: PTS 交易是指由证券公司设立的可以不通过证券交易所而由投资者直接进行股票交易的系统。主要是受股票市场下午三点休市以后以及夜间进行股票交易的个人投资者的欢迎。

⁽¹⁰⁸⁾ 《法》第 27 条之 2 第 7 项。

⁽¹⁰⁹⁾ 《法》第 27 条之 2 第 5 项、《令》第 8 条第 5 项第 3 号、《令》第 6 条之 2 第 1 项第 4 号。

分之二以上时，必须购买全部的应募股份⁽¹¹⁰⁾（多被称为全部收购义务）。这些规制的目的是为了在收购方取得了三分之二以上的情形下对小股东进行保护。关于为什么采用三分之二的理由，在公司法上三分之二的比例是公司特别决议通过的最低要求，因此三分之二是一个可能会对公同特别决议的形成产生影响的持股比例。

（五）三分之一规制与三分之二规制的运用

关于日本中采用三分之一规制与三分之二规制，其外观与英国法截然不同，以下，为了设定三种不同的情形，然后通过以英国法的规制相比较的方法，以便更好的了解日本的收购规则。

	日本（三分之一规制）	日本（三分之二规则）	英国（收购规则）
是否允许部分收购	允许。 收购方只购买希望购买的股票数量就可以。作为具体的方式必须通过 TOB 的方式。	不允许【全部收购义务】 必须购买在 TOB 中全部的应募股份。	不允许【全部收购义务】 必须购买在 TOB 中全部应募股份。
市场上购买的情形	不适用规制	不适用规制	适用规制
立法目的	确保控制权取得的透明性以及确保取得过程的公正性	在左列的目的之外，还有就是对少数股东进行保护。	保护少数股东的利益以及保证价格。
设例 ①	A 通过 TOB 购买 35% 的股份。		在市场上购买了 35% 的股份以后，作为事后规制，必须以在市场上购买 35% 时的价格通过 TOB 的方式购买剩余股东所持有的股份，同时必须购买全部的应募股份。
是否存在事前规制	事前规制	事前规制	事后规制
设例 ②	A 必须实施 TOB。如果应募股份超过 60% 时，应该在 60% 中按照持股比例购买其中的 35%。如果应募股份是 100% 的话，那么同样要在 100% 中按照持股比例购买其中的 35%。 ⁽¹¹¹⁾		假如 A 以每股 100 英镑的价格从 B 手上购买了股票。作为事后规制，那么对于剩余的股东，就必须以每股 100 英镑的价格通过 TOB 的规则来购买其手上的股票。并且，必须以每股 100 英镑的价格购买全部的应募股份。

(110) 《法》第 27 条之 13 第 4 项、《令》第 14 条之 2。

(111) 译者注：关于在设例（2）中作为例子来设定 60% 的比例进行举例说明的原因，对照文中对于三分之一规则的说明以及译者与神田秀树教授的当面确认，其本意大致有以下几个方面的考虑，第一，60% 的比例超过了 35%，因此从适用三分之一规制的角度出发，必须要适用三分之一规制；第二，60% 的比例没有超过 67%，因此不适用三分之二规则；第三，60% 的比例在公司法的意义上超过了半数表决权，因此它的背后意味着可以获得公司的控制权。基于这三点，可以清晰地了解到，第一，如果收购者设定购买可以获得公司控制权的 60% 的股份，不会触发三分之二规则，因此只需要在应募股份中购买自己所需要的部分股份，而不需要购买全部股份（三分之二规制需要购买全部应募股份），第二，由于不需要购买应募股份中的全部股份，而 60% 的比例又足以使收购者获得公司的控制权，所以日本的收购规则对于收购者获取公司控制权是较为有利的。



续表

	日本（三分之一规制）	日本（三分之二规则）	英国（收购规则）
设例 ③		A 必须实施 TOB，购买全部的应募股份。假如应募股份的数量为 60% 的话，就购买全部 60% 的应募股份；如果应募股份为 100% 的话，必须购买全部 100% 的应募股份。	与上面的规制相同。

[说明] 1. 图表中将公开收购规则简称为 TOB。2. 图表中的应募股份是指在 TOB 中，针对收购要约表明卖出意愿并进行登记的股份。

首先，设定三种不同的情形，①A 希望购买 X 上市公司 35% 的股份。X 公司中没有绝对的控制股东。②A 希望购买 X 上市公司 35% 股份。X 公司中存在大股东 B，B 持有 X 公司 35% 的股份。因此，A 经过与 B 商量，计划直接从 B 手中购买股票。③A 希望购买 X 上市公司 70% 的股票。然后，针对上述三种不同的情形，以比较英国法的方式，来对日本的收购规则进行说明。

（六）三分之一规则与三分之二规则的未来

在日本法中，现行的“三分之一规则”和“三分之二规则”的相关规制是通过 1990 年、2005 年、2006 年和 2007 年对《日本金融商品交易法》多次修改而形成的。

日本法中的“三分之一规则”和“三分之二规则”虽然参考了英国的“强制公开收购规则（Mandatory Bid Rule）”，但是从制度上来看与英国的规则有很大的不同。英国的规则是收购方取得了一定比例（比如 30%）以上或更多的股份时，必须对剩余的所有股份以同样的价格进行公开收购，因此可以说是为了保护小股东利益的价格规制。^[112]

在日本学术界，有不少观点认为日本也应当采用与英国相同（或类似）的规则。此外，也有学者认为应当废除“三分之一规则”（美国既没有英国的强制公开收购的规定，也没有日本的“三分之一规则”这样的规制）。但是，从目前日本的情况来看，至少在不久的将来对这方面的内容进行重大修订的可能性恐怕不大。^[113]

此外，还有人认为应重新考虑市场内交易以及新股发行的情形不适用公开收购规则的规则（通过市场内交易进行收购以及通过新股发行获得股票原则上是自由的）。但是，在这方面短期内日本恐怕也没有展开重大修订的可能性不大。^[114]

[112] 根据 OECD 通过 Corporate Governance Factbook 公开的关于 Takeover bid rules 的调查，日本的事前规制型的规则也有其他国家采用。

[113] 作为重要的参考文献，有以下一些，〔日〕藤田友敬《控制股票的取得和强制公开收购：强制公开收购制度的机能》，载〔日〕岩原绅作、〔日〕山下友信、〔日〕神田秀树编《公司、金融、法》（下卷），商事法务 2013 年，第 33 页。

[114] 关于日本制度中的问题，参见〔日〕饭田秀总《公开收购规则与大额持股披露规制的课题》，Jurist，第 1512 号（2017 年），第 45 页以下。

四、几点比较和简单的结论

在上市公司收购制度中，尤其就其中的强制要约收购制度而言，一方面如果说英国式的全面收购义务和美国式的半自由式要约之间泾渭分明^{〔115〕}，恰如制度选择的两极，则中间至少还有一种制度选择的可能，那就是要求收购方以公开要约方式进行收购、但允许其向目标公司股东发出部分收购要约，同时允许跨越标志性的目标公司持股门槛。^{〔116〕}从某种意义上来说，中、日制度都与此处的“中间地带”有所交集，中国现行收购法规允许收购方以要约方式增持超过30%的目标公司持股，日本则规定收购方如果在二级市场之外从明显少数人手中购买股票且其持股比例超过三分之一但不足三分之二，收购必须通过公开要约方式进行，在此两国制度都允许收购方只发出部分而非全面要约，并规定如果预受股份超过要约数量则收购方应当按比例进行收购。另一方面，中日同时都有全面要约的收购制度，中国将跨越30%比例的“一笔过”，日本则将计划持股三分之二以上，作为收购方有义务发出全面要约的实质性触发点。在此方面，中国为使舶来品的法律理念能够契合实际，引入了宽泛的行政豁免机制，日本则没有跟从英国收购规则的制度逻辑，以目标公司的控制权转移作为收购方全面要约义务的触发点，而是转而以公司法上的三分之二特别多数决制度，作为收购方全面要约义务的法理基础^{〔117〕}，有利于收购方取得目标公司实际控制权，并在客观上减少了强制全面要约的发生概率，值得中国法规在未来考虑调整全面要约义务的触发条件时作为参考。

中、日制度也有明显的差别，则其要者试举二例：

1. 中国的公开要约义务制度中包含了对于收购方要约价格的最低要求，原因是在英国式的全面要约制度框架中，如果要达成在目标公司控制权转移时给予其股东退出公司并分享控制权溢价的立法理念，则自然应当按照收购方在到达全面义务的触发比例之前一定时段内支付的最高买价，模拟控制权溢价水平^{〔118〕}，借以确定收购方应当向目标公司的其他股东支付的要约价格。日本的规定则完全不同，无论是在三分之一规则还是三分之二规则中都未对要约的最低出价进行法律规定，学者解读，这是因为日本立法要求收购方计划取得触发比例以上股份的即应当先行发出公开收购（*ex ante regulation*），也就是说收购方只有发出要约之后才有望取得其意图获得的控制权股份^{〔119〕}，收购方希望要约价格在市场上具有吸引力，自然会有动力自定较高的要约价格，因此无需法律再行做出强制规定。

〔115〕 有学者分别称为“同等机会规则”（*equal opportunity rule*）和“市场规则”（*Market Rule*），See Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109:4 Q. J. ECON. 957 (1994)。

〔116〕 采取类似制度的还有韩国和中国台湾地区，See Yueh-Ping (Alex) Yang & Pin-Hsien (Peggy) Lee, *Is Moderation the Highest Virtue? A Comparative Study of A Middle Way of Control Transaction Regimes*, 41 Del. J. Corp. L. 393, 403-407 (2017)。

〔117〕 Dan W. Puchniak & Masafumi Nakahigashi, *The Enigma of Hostile Takeovers in Japan: Bidder Beware*, 15 Berkeley Bus. L. J. 4, 26-27 (2018)。

〔118〕 中国法规中还要求同时参考要约公布前一段时间内目标公司股票的市场交易均价，中国制度变迁的简单过程，参见前注〔57〕。

〔119〕 相比而言，欧盟（和英国）的规定是收购方履行增持股份的协议、持股达到触发比例以后，才需要发出全面要约，因此属于事后的规则（*ex post regulation*）。See Tomotaka Fujita, *The Takeover Regulation in Japan: Peculiar Developments in the Mandatory Offer Rule*, 3 UT SOFT L. REV. 24, 28-29 (2011)。



2. 关于二级市场上的公开交易是否触发强制要约义务的问题。在中国,凡是以主动要约之外的方式——包括二级市场上的买卖——取得目标公司股份跨越30%的情形,除非获得中国证监会豁免,均应向目标公司股东发出全面要约,此时应当按照规定公开《要约收购报告书》并完成相应的信息披露;⁽¹²⁰⁾但在日本,二级市场上的交易并不触发公开要约规则⁽¹²¹⁾,也就是说收购方如果通过二级市场买卖方式增持股票,即使持股超过三分之一或三分之二,也不需要发出公开要约⁽¹²²⁾,换言之,只有私下进行的协议买卖才适用公开要约规则。就中国的上述规定而言,明显体现出把强制全面要约义务制度建立在(拟制的)控制权转移门槛比例之上的法理,以及对于主动要约作为收购方式的制度偏好;就日本的规定而言,其认为如果收购方通过二级市场增持目标公司股份,则市场供求关系的变化带来的股价上涨能够给中小股东带来公平的保护,此种情况下已经不需要成本高昂的强制要约收购制度来发挥作用。⁽¹²³⁾从减少全面要约的制度成本视角来看,日本的制度的确弹性较大,但考虑到通过二级市场增持股份的信息披露要求即便存在也会相对简略,公开要约制度中则附带了严格的信息披露要求,收购方持股跨越30%的信息通过较为详细的披露能够帮助目标公司股东形成更为明智的知情决定(informed decision),更好地参与对于控制权溢价的分享,则中国的制度则亦有合理之处。

在强制要约和全面要约制度中,中、日的现行制度各有特色,但都面临各自的问题。如前文所述,中国的全面要约制度既希望沿袭英国规则的规范逻辑,又进行了本土化改造,但法规的执行情况让人不得不质疑30%的全面要约收购触发比例是否合理,乃至全面要约制度本身去留都成为开放的问题。日本的三分之二全面要约制度从外形上类似英国和欧盟的规则,但从法理基础和具体设计方面其实与之已有很大的区别,其中将全面要约触发比例提高到三分之二比例的做法颇有新意。然而亦有学者批评,日本的这一规则虽能促进控制权转移和股东的平等对待,但未能对少数股东提供充足的保护。⁽¹²⁴⁾毫无疑问,包括中、日在内,各国的公开要约制度都希望对目标上市公司的股东进行充分保护,同时还需要考虑活跃公司收购市场及控制权交易,但远未确定的是,法规能否确保①保护少数股东免遭价值减损型的收购所盘剥带来的收益,大于以下几项之和:②错失价值增长型收购可能带来的机会;③因降低市场对现任管理层和大股东的约束而增加的代理成本;④限缩产业体系对环境变化的适应能力带来的效率损失?⁽¹²⁵⁾这样的困难问题恐怕不能仅仅留给论理分析,而是要同时呼吁各市场上经验研究的参与了。

(120) 同前注(36)相关正文,另见《收购管理办法》(2014年)第28-31条。

(121) 前文三、(三)、2部分内容。

(122) 通过新股发行获得股票的情形,在日本也不适用三分之一规则,同上注。

(123) See Tomotaka Fujita, *supra* note 118, at 31-33; 同前注(78),朱大明、陈宇书,第135-136页。

(124) See Reinier Kraakman et al, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (2d ed.), Oxford University Press (2009), at 255.

(125) *Ibid.*, 259.