



论我国上市公司强制要约收购与豁免要约

赵莉丽

摘要: 本文对我国上市公司的强制要约收购必要性进行了分析。同时, 本文梳理了豁免要约相关制度的变化以及相关豁免情形的适用。最后, 本文分析了强制要约收购制度对大股东及中小股东权益保护的平衡并提出如下建议: 对于不会导致控制权变更的股东增持可以扩大豁免要约的适用情形。

关键词: 强制要约收购, 全面要约, 豁免要约, 权益保护

强制要约收购制度作为我国上市公司收购中所需遵循的重要规则, 我国《上市公司收购管理办法》对其进行了较为详细的规定。在实际实践中, 强制要约尤其是强制全面要约对投资者的保护作用有限, 学者(李芳菲, 2014)^[1] 研究中认为收购方不能被豁免收购间接导致中小利益者受损情况的发生。2020 年新的《证券法》实施后, 《上市公司收购管理办法》将以往的豁免要约改为了免除要约。对于我国强制要约制度, 以往有学者(汤欣&神田秀树, 2019)^[2] 对于制度的引入、发展和运行, 相关适用过程、强制要约收购制度的合理性等方面都进行了研究(薛人伟, 2019)^[3]。但是, 对具体豁免情形的分析欠缺。

本文对我国强制要约之全面要约的必要性进行分析, 同时梳理豁免要约的制度变化。本文通过实际数据讨论了豁免情形的适用, 依据免除要约的情形提出了相关建议。本文的研究可以为监管和未来立法提供一些参考。

1. 强制要约之全面要约必要性

我国《上市公司收购管理办法》中第二十四条、第四十七条第二款、五十六条第二款中对于收购人通过证券交易所的收购、协议收购以及间接收购在达到 30% 以后的继续增持都明确了应当通过要约方式来进行。其中, 明确说明超过 30% 之后的协议收购和间接收购都会直接触发强制要约的全面要约; 只有通过证券交易所的交易, 超出 30% 以上的收购才可以有发出全面或者部分要约的选择。而且, 该办法第二十五条中也限制了以要约方式收购上市公司股份的最低预订收购比例不得低于该上市公司已发行股份的 5%。除了二级市场的

【作者简介】赵莉丽, 研究方向: 民商法学, Email: bjgyzll@163.com

2790-3796/© Shuangqing Academic Publishing House Limited All rights reserved.

Article history: Received July 23, 2023 Accepted August 28, 2023 Available online August 30, 2023

To cite this paper: 赵莉丽 (2023). 论我国上市公司强制要约收购与豁免要约. 现代法学研究, 第2卷, 第2期, 36-41.

Doi: <https://doi.org/10.55375/jls.2023.2.10>

交易，其他方式直接触发强制全面要约，但是，全面要约对于大部分收购者来说，收购全部股份而终止上市公司地位并不是自己目的所在，或者从根本上是违背了其收购意愿的(蔡伟，2013)^[4]。在我国，上市资格还是一种相对稀缺的资源，上市公司是进行资本市场融资的平台，以退市为目的而进行的全面要约，并不会成为收购人的主要选择。

强制要约收购是否有其必要性？在我国，虽然股权过度集中的问题在股权分置改革的背景下得到一定程度的改变，但是上市公司股权集中的问题仍然存在。在资本市场还不能充分有效发挥外部治理作用以及我国也还不具备完善的证券市场司法保护体制之时，收购过程中可能就会存在大股东及公司董监高等未尽到法定义务、中小投资者利益受到损害却不能通过司法的手段进行保护的可能。学者(叶敏&朱冬云，2012)^[5]认为，在我国仍需要强制要约制度来为中小股东的利益提供保护，这个制度有其存在的必要性。

强制要约制度某种程度阻碍了相关收购的进行。对于成为想要通过协议方式收购的股东，在只想收购部分股东的部分股份时而不面临的一个阻碍，以至于收购人为了使得其他股东不接受要约的目的，在法律规定的要约价格范围内故意设置低廉的价格，这样大概率会导致该要约付之东流，成为空有形式的一个行动，而没有什么结果。学者(王超，2020)^[6]对 2007 年-2016 年的全国要约收购案例进行了实证研究，他们发现，收购人为了履行由间接收购和协议收购而触发的全面要约时，都通过设置较低的要约价格进行规避，使得接受预受的股份数几乎为零，或与实际计划相差巨大，从而导致收购不能继续进行。此种情况下，本意对于中小投资者权益保护的设定没有得到实现。

因此，当前对于我国强制要约之全面要约的必要性的讨论是存在分歧的。

2. 我国要约收购制度及豁免要约收购情形的变化

我国强制要约制度最早规定在 1993 年《股票发行与交易管理暂行条例》的第 48 条。其后，1999 年的《证券法》第 81 条在前条例基础上作出进一步规定。2002 年我国第一次颁布《上市公司收购管理办法》中对上市公司收购作出了更为详尽的规定。在此之后，中国证券监督管理委员会分别于 2006 年、2008 年、2012 年、2014 年、2020 年对该法规进行了修订或修正，于 2009 年、2011 年、2017 年、2022 年、2023 年对于办法中所规定的限制股份转让、严重财务困难、要约豁免申请条款竞合、集中竞价增持股份收购完成时点的认定等发布相关适用意见。

2006 年的修订是在我国《证券法》、《公司法》修订的背景下进行的。修订稿将原强制性要约收购制度调整为强制性要约方式，收购人可以自行选择全面要约或主动的部分要约方式来取得公司控制权，修订的目的是希望通过此规定来鼓励并活跃上市公司的收购活动。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^[7]中明确，为了保证中小股东利益，收购人在要约前需提供 20% 的现金，同时引入了换股收购(明确收购人可以证券作为支付手段，收购上市公司)。但是，收购人必须同时也要提供现金收购方式供投资者选择。修订稿强调了在收购过程中董监高对上市公司所应负有的忠实、勤勉义务。在监管方面，新稿简化了中国证监会的审核程序、发挥财务顾问的作用来提高市场效率。

在豁免要约收购方面，为了适应我国股权分置改革后的上市公司股份全流通局面，允许收购人在收购完成 12 个月后每年增持不超过 2% 的股份。但是，此次修订还未明确规定所增持股份限售期间以及相关信息披露的情况。2008 年的修订则对于此种情况增加了相关规定，要求持股达 30% 的股东持有股份一年后进行每 12 个月增持不超过 2% 的情形需要在增持行为完成后的 3 日内就增持情况进行公告，并将需要事前提提交豁免申请改

为了只要在增持行为后提交。2012 年的修订则进一步简化程序，变为了免于提交豁免申请，同时还将达到 50% 以后的继续增持以及因为继承而导致的超 30% 都改为免于提交豁免申请。但是对于持股 30% 和 50% 以上的增持，要求每增加 1% 都要及时在次日披露进展公告，并且在达到 2% 时的当日和公告的当日都不得再行增持的规定。

在受理时间上，2006 年明确了免于以要约方式增持股份的申请在受理后 20 个工作日内作出是否豁免的决定；以简易程序免除发出要约的，自证监会收到相关申请文件之日起 5 个工作日没有提出异议，就可办理转让和过户的登记手续，即豁免要约要提交申请但是证监会对于简易程序的不出具决定。2012 年将简易程序的时间由 5 个工作日改为了 10 个工作日；2020 年在《证券法》修订，推行注册制的背景下，直接改为了无需再由证监会进行行政审批。该次修改虽然还像原来一样的形式保留了两个条文，第六十二条是“免于以要约方式增持股份”，第六十三条是“免于发出要约”，似乎是区分原来的普通和简意的豁免要约程序，但实际该章标题由原来的豁免申请变更为免除要约，可以理解第六十二条和第六十三条的适用已经没有什么区别，即符合这些规定的情形就可以免于发出要约邀请而直接进行相关股份的变动，无需再获得证监会的审批即可施行。

豁免申请的审核程序的表述变化见下表 1：

表 1 《上市公司收购管理办法》中豁免申请审核表述变化

项目	2002 年	2006 年/2008 年	2012 年/2014 年	2020 年
章标题	第四章 要约收购义务的豁免	第六章 豁免申请		第六章 免除发出要约
普通程序	第四十九条 ……收购人可以向中国证监会提出豁免申请	第六十二条 ……收购人可以向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请		第六十二条 ……收购人可以免于以要约方式增持股份
受理后决定时间		20 个工作日	20 个工作日	无
简易程序	第五十一条 ……相关当事人可以向中国证监会报送豁免申请文件	第六十三条 ……当事人可以向中国证监会申请以简易程序免除发出要约	第六十三条 ……当事人可以向中国证监会提出免于发出要约的申请	第六十三条 ……投资者可以免于发出要约
受理后无异议时间	5 个工作日	5 个工作日	10 个工作日	无

由我国豁免要约收购条文的变化，可以看出，对于符合豁免要约收购情形的监管呈现越来越松的趋势，由审批到无需审批，相关豁免情形也在逐渐增加。

3. 豁免要约收购情形的适用

豁免要约收购制度的设定，是为在特殊情况下，公司控制权没有实质变化或者相关变化对中小投资者的利益不会有不良的影响而设置的特例。此种情况下，收购方可以不以要约方式增持，在 2020 年之前都需向证监会提交相关豁免申请，2020 年之后都改为免除发出要约，相关情形符合《上市公司收购管理办法》中豁免情形的，可以直接豁免，按照规定履行信披义务即可，这为收购人节省了时间以及相关的信披成本。在以往学者(蔡伟，2013)的研究中发现，我国对于触发强制要约收购义务后受到豁免的比例非常高，在其研究的样本中被豁免的比例占到 96.45%。

为了确定证监会核准豁免的情形主要为哪些，作者通过公开信息查询，时间点设置为在 2020 年之前未实行免除要约申请之前。在证监会网站主动公开信息中“上市公司要约收购义务豁免核准”项目下共有 1142 个结果。最近的时间停止在 2020 年 1 月 19 日。我们仅对 2019 年批复结果进行梳理，发现全年核准豁免要约收购的共有 50 个批复文件^[8]，申请豁免的原因及数量见以下表 2：

表 2 2019 年证监会豁免要约核准批复相关原因及数量统计表

豁免原因	国有资产行政划转	公司合并	协议转让	协议安排	定向回购	其他情形	合计
数量/个	28	3	12	4	2	1	50

其中，协议转让中有 2 家是非国有公司在同一实际控制人控制的不同主体间的转让；协议安排中有 2 家为非国有企业实控人股权整合及表决权委托，未导致控制权变更的情形；定向回购的 2 家为非国有企业的定向回购减少发行股份；其他情形的 1 家为中国航空科技工业股份有限公司以发行内资股方式收购上市公司股份。除此以外，其他家得到豁免批复的都与国有企业的国有资产无偿划转、变更、合并等有关。可见，豁免要约的适用情形还是主要集中于国有企业相关的股权变化。在豁免原因中“其他情形”的适用，说明证监会对于收购要约相关未在 2014 年修订的《上市公司收购管理办法》中明确列出的豁免情形，采取了一事一议的方式。但是该“其他情形”如何界定，决定权在证监会审核标准。随着 2020 年《上市公司收购管理办法》修订为免除要约申请，无需再取得证监会的批复，那对于“其他情形”的判定将由谁来决定，这对于市场投资者也是没有明确的事项，“其他情形”可能得不到相关的适用。证监会或者证券交易所可以根据资本市场的变化而颁布相关的进一步的说明，增加具体可以豁免要约的情形，也让市场相关投资者能有一个明确的对于免除要约情形的认定，不然该规定中的“其他情形”就只会成为一个摆设而起不到实质作用。

4. 关于免除要约收购制度的优化建议

4.1 在控制权不变情形下扩展免除要约情形

中国《上市公司收购管理办法》六十二条“(一)收购人与出让人能够证明本次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”。六十三条中“(四)在一个上市公司中拥有权益的股份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”以及“(五)在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 50%的，继续增加其在该公司拥有的权益不影响该公司的上市地位”，这几个条款的设定都是为了保证上市公司控制权的稳定，在控制权不会发生变化情形下而给予的进行相关收购的便利情形。

有相关学者(汤欣&神田秀树)^[2]文章中对于全面要约制度的改良方面认为，可能的政策之一是进一步收窄

豁免要约义务的情形，限缩对于上述条文中“同一控制”的认定。在作者看来，同一控制下相关变更并不涉及控制权的变更，没有限缩的必要，反倒应该是扩大其应用。在该法第八十四条中规定了，“投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%即认为拥有上市公司控制权”。既然认定表决权超过 30%即认为拥有上市公司控制权，那在该法六十三条中(四)和(五)的设定对于已经拥有控制权的股东想要继续增持的话应该可以保持一致的免除要约的要求。

目前，条文对于 50%以上的增持没有方式和比例的约束，但条文(四)中对于已经持股 30%但未达到 50%的股东每 12 个月增持不超 2%的规定，就直接将相对价格可以较为自由协商的协议方式排除在外，时间和比例的限制都使得相关收购方不能很快的实施增持。不过有学者(唐林垚, 2017)^[9]认为在持股达 30%一年后每 12 个月增持 2%的比例限制，使增持股份的速度和额度都受到限制，可以使一些企图在短期内获得公司控制权的图谋无法实现，使得一些意图短期内收购上市公司股份后又兑现出售获取高收益的收购意图自然消退。但在作者看来，要约收购对于收购方以及上市公司来说都需要付出较大的资金成本，包括聘请财务顾问、律师等出具相关文件及审核意见，如果该收购人已经是公司控股股东，那么只要保证继续增持不会影响控制权的变更，则继续增持没有必要再设置方式和比例的要求，无论通过二级市场增持还是协议转让等方式都可以自由适用。

4.2 完善信息披露义务

在扩展免除要约情形的同时，如何保证对中小股东权益的保护？随着注册制的推进，我国证监会在监管的理念和方式上也都在经历着深刻的变革，更多的是增强相关主体的信息披露责任，对于收购过程中免除要约的情形要区分不同情形，完善信息披露的时点与内容，充分增强中小投资者对信息的知情权。如在现有持股变动在增持达 1%、达 2%、达 5%等不同情形下充分履行信披义务的基础上，完善披露内容，告知中小投资者该股份变动的目的及之后欲采取的行动，该收购对公司未来发展可能的影响等。需要随着市场的推进不断对信息披露的内容进行完善。对于身份已经为控股股东的收购人进行增持，通过采取进行信息披露的方式替代需要付出较多要约收购时间成本与聘请财务顾问等的金钱成本的要约收购，可以鼓励更多的控股股东通过增持来稳固控制权，同时也可以增强中小投资者对公司的投资信心，充分保护投资者利益。

4.3 增强事后监管与违规处罚力度

事前的宽松规定必须通过事后的严监管才能充分起到稳定市场、保护投资者利益的效果；如果只有宽松的过程，而没有事后的强监管和违法责任的承担，则整个宽松的制度可能会成为许多不法收购人违规获取利益的途径。在制度设计上，在现有基础上要加大对违反要约收购相关法律、法规而进行收购的收购人所需承担的违法责任；监管方式上，对于事后的监管应该可以通过与中国登记结算公司对上市公司控股股东持股变动进行一个联动，严格监控控股股东股份变化及其是否及时按照法规履行相应的信披义务，对违规情形及时进行处理。通过事前宽松规定便利大股东相关增持行为，事后严格监管有效增强对中小投资者的利益保护作用。

5. 结语

由协议收购及间接收购引发的全面强制要约的制度设定，初衷是保护中小投资者。目前来看，该制度可能存在一定的不足。比如，收购人可以设计规避收购。我们认为，减轻收购人成本付出的免除要约收购情形对全面要约收购是一个有益的补充。目前，免除要约情形相对市场的复杂情况还是较少，在免除要约中的“其

他情形”如何定义，如何审核等都需要相关监管机构给予一个明确的标准，让市场有较为清晰的预期。免除要约制度设计上，对于已经具有控制权地位的股东如果进行继续收购，可以在每年增持不超 2%的比例上给予更大的选择余地，如可以通过协议收购或间接收购不超 5%的方式，增加其继续获取股份，稳固控制权的渠道和方式，而不是局限于二级市场的增持；同时，在放松过程要求的同时，可以增强事后的监管力度以及对违法的处罚力度，使得宽松落地政策与实际监管形成完整闭环，保证过程的有效稳定实施，对上市公司大股东及中小投资者都起到有效保护的作用。

参考文献：

- [1] 李芳菲(2016). 强制要约收购之中小股东利益的保护(硕士学位论文, 西南政法大学).
- [2] 汤欣, 神田秀树 & 朱大明(2019). 公开要约收购的法律规制:从中国到日本. 清华法学(02), 28-48.
- [3] 薛人伟(2019). 论中国强制要约收购制度之合理性 从法经济学视角分析. 中外法学(05), 1299-1339.
- [4] 蔡伟(2013). 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(04), 847-859.
- [5] 叶敏 & 朱冬云(2012). 论我国上市公司强制要约收购制度之完善. 学术交流(12), 77-79.
- [6] 王超(2020). 法律规避视角下强制全面要约制度实证研究. 金融法苑(04), 3-12.
- [7] 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. 获取:https://www.gov.cn/zwhd/2006-09/17/content_389685.htm, 最后访问时间:2023. 08. 11.
- [8] 证监会主动公开目录. 获取:http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100035/zfxgk_zdgk.shtml#tab=zdgkml, 最后访问时间:2023. 07. 04
- [9] 唐林垚(2017). 国情与惯例的结合:我国上市公司之收购、要约及豁免. 经济法论坛(02), 56-68.