

# 上市公司国际并购及其法制环境分析

李鹏程 (厦门大学国际经济法研究所)

在经济全球化的背景下,公司并购作为一种新的投资形式,被广泛地运用于国际投资领域。据联合国贸易与发展会议统计,1998年全球外国直接投资额达到6440亿美元,比上年增长39%,其中跨国公司并购总额达4110亿美元,占全球跨国直接投资额的63.8%。1999年上半年,全球企业并购成交总额达1.5亿美元,创历史新高。其中欧洲的并购活动日趋活跃,并购所涉及资金达8700亿美元,比去年同期增加1倍。作为发展中国家中吸收外资最多的中国,成为这第五次全球并购狂潮中的又一热点。如1995年,日本五十铃汽车株式会社和伊藤忠商社以一次性协议购买“北旅”4002万非上市法人股,占北旅总股本的25%,成为北旅最大股东。10日之后,美国福特汽车公司与“赣江铃”达成协议,以4000万美元购买赣江铃新发行B股的80%,占该股票发行完后江铃公司总股本的20%,成为赣江铃的第二大股东。1996年3月,法国圣戈班工业集团在香港收购中国福耀玻璃两家发起人股东——香港三益发展有限公司和香港鸿侨海外发展有限公司,从而间接持有福耀42.166%的股份,成为福耀第一大股东。诸如此类,不胜枚举。随着我国经济日益融入全

球市场,国际并购活动在我国将会更为活跃,而相关的外资并购立法却远未跟上,阻碍经济的进一步发展。因此,借鉴他国先进立法,建立和完善我国的外资并购法律制度刻不容缓。

## 法律性质

在公司并购活动中,操作最规范的当推上市公司的并购。上市公司是“所发行的股票经国务院或者国务院授权证券管理部门批准在证券交易所上市交易的股份有限公司”。对之进行并购需在证券市场上公开购买其股份从而获得该公司的控制权,该行为本质属于证券交易,其运作应受证券法及相关法律制度的规制。因而,选择上市公司并购作为研究对象,能更好地考察各国公司并购立法的特色。

上市公司的并购行为,如果涉及到两个或两个以上的国家,即收购公司与目标公司分处于不同的国家时,该种行为即为国际并购。

根据国际投资法的基本理论,国际投资分为直接投资和间接投资。国际直接投资是指外国投资者在东道国直接经营企业的投资方式,投资者对企业的经营管理拥有一定的实际控制权;而间接投资是指仅以其持有

能获得收益的股票或债券等进行投资,不参与企业管理,也不享有对企业的控制或支配权。两者的区分主要在于投资者对企业是否有控制权。由于跨国并购会导致外国公司取得本国公司的大多数股权或资产从而能够控制该公司,因此,上市公司的国际并购应属国际直接投资的范畴。但是,“控制”的标准各国立法迥异。如法国1990年1月的90—58号法律及随附的《通知》规定,非法国公司持有法国上市公司20%以上的股权或表决权或者持有非上市公司1/3以上的股份或表决权时,即构成控制。此外,法国投资管理局也可以根据其他因素确定是否构成控制,比如存在购买法国公司其他全部股份的选择权,购买法国公司的特许权或其他商业协议致使法国公司受制于该投资者,也可构成控制。而美国财政部根据《埃克森——佛罗里奥修正案》将外国控制解释为:即使在收购时并不构成控制,但是,只要收购可以导致外国人最终控制美国公司,就构成外国控制。

上市公司国际并购作为一种新的投资方式,在国际投资领域呈现一片蓬勃生机。究其目的和动机,则大致可分为二类:(1)以改善自身经营状况,增强经济技术实力为目的的并

购。这类并购由公司的经营者发动,是一种以改善企业自身资源配置状况为目的的投资行为。在选择并购目标时,通常选择有较强的行业或财务相关性,以实现市场生产能力、财务状况等企业经营要素互补与扩展。如美国波音与麦道两大飞机公司合并,是为谋求生产能力互补与扩展;美国雷诺烟草公司与纳贝斯特食品公司跨行业合并,则以改善财务状况为主要动因。(2)单纯以追求资本增值为目的的并购,其主要特点是追求资本增值,它是一种纯粹意义上的投资行为,其并购的目的不是为了谋求企业生产要素的整合,而是为了赢利后售出。

第五次全球并购浪潮面广额大,规模惊人,影响深远。资本的跨国流动日益自由,资源的配置效率大幅度提高,各国似乎都在分享企业跨国并购所带来的利好。但事实上,随着跨国公司的大规模扩张,各主导行业将被为数不多的几个超级跨国公司所控制,各地区经济及企业将出现对跨国公司不同程度的依附性。行业垄断、价格控制等市场扭曲现象层出不穷。因此,各国纷纷立法以规制企业跨国并购行为。

### 法制环境

市场经济社会中,投资环境的优劣往往取决于其法律制度的健全与否。外资的准入,外资企业的经营及其待遇争端的解决等事项都须有法律的明确规定方能保证竞争的公平性。因而,为了规范并购行为,维护证券市场的正常竞争,很多国家都构建起了本国的外资并购法律体系,它一般包括三个层次的法律制度:一是外

资法,即各国对外资进入本国市场(包括证券市场)的管制及对外资收购本国上市公司的限制,这是跨国并购法律制度中最重要的部分。二是东道国的证券法律规则,包括东道国的证券法及证券市场的自律规则。涉及证券交易和证券市场的管理形式,政府对证券市场的监管,信息的披露,违法行为的处罚,对上市公司的收购等。三是其他相关的法律规范,如公司法、反垄断法、环境保护法、外汇管理法等。

#### 1. 规制垄断的立法

总体而言,企业并购与大规模垄断企业的形成具有一定的因果关系。垄断“主要是指经营者自己或通过企业兼并等方式,形成对一定市场的独占或控制”,它限制或排斥竞争,破坏资源的最优配置,阻碍科学技术的发展。因而,反垄断是各国规制跨国并购立法的首要任务。

美国是最早对公司并购进行法律监管的国家,其对企业并购中垄断的立法主要包括以下两部分:(1)国会立法即反垄断法,包括1890年的《谢尔曼法》、1914年的《克莱顿法》。对企业并购的控制,最主要体现在《克莱顿法》第7条。《克莱顿法》后来经过1950年的《塞勒——克福弗反对合并法》和1976年的《哈特——罗迪诺反垄断修订法》以及1980年的《反托拉斯程序改进法》的修正,成为美国政府管制并购活动最主要的法律,其对企业并购中的垄断问题的规制呈强化趋势。(2)司法部颁布的兼并指南。它最早颁布于1968年,1982年进行过两次修订。最新的修订是1992年由司法部和联邦

贸易委员会联合发布的“横向合并指南”。制定指南的目的是为执行联邦政策的反垄断机构提供关于企业合并的分析框架,即什么样的企业合并应当受到反垄断法的追究。另外,美国作为普通法系的代表,其法院对企业界并购中的判例的影响力巨大,效力丝毫不低于国会立法。

大陆法系的国家的做法不同于前者。譬如,意大利是民商合一的国家,其对企业并购中的反垄断问题以及对上市公司收购的法律监管,均被统一规定在《意大利民法典》之中。而更为典型的是德国做法,采取单行立法的方式,对企业并购的垄断问题进行规制。1957年,德国颁布了《反限制竞争法》,其中尚无控制企业并购的规定,1973年对该法的修改才较为系统地规定了企业并购的概念,对并购进行干预的规模标准,控制的程序,对受害人的法律救济以及例外情况等。1976年的修改扩大了企业并购前通知的要求,缩小了并购小企业的豁免范围和标准。1989年的最新修订强化了对商业企业并购的控制。总之,德国对企业并购的立法控制也呈不断强化的趋势。

由此可见,反垄断是各国规制企业并购的核心。尽管随着经济全球化的日益发展,为了增强国内企业的国际竞争能力,各国对反垄断的态度日渐温和,上市公司国际并购日益频繁。但反垄断仍是各国规制跨国并购的首要立法取向。如以德国戴姆勒——奔驰公司和美国克莱斯勒公司的合并为例,欧盟委员会首先审查的是这个巨型合并是否会产生垄断的后果。调查表明,根据欧洲经济区1997年轿车的销售情况,合并后该

企业在这个地区的市场份额仅为 4.1%，且在该地区所有国家的市场份额都未能超过 8.5%。由于不构成垄断，欧盟委员会于 1998 年 7 月批准了这一合并。

## 2. 监管上市公司收购的立法

上市公司收购是指投资者依法购买股份有限公司已发行上市的股份，从而获得该上市公司控制权的行为。上市公司收购是各国证券市场发展过程中的必然现象。因此，规范上市公司收购法律也相应出台。

1968 年的《威廉姆斯法》是美国规范上市公司收购活动最主要的法律依据，该法对通过证券交易所逐步收购 (Creeping Acquisition) 和通过发出收购要约 (Tender offer) 一次性收购作出了详细的规定。其主要内容有三：(1) 13D 条款。该款为股东和目标公司的管理机关提供有关收购的早期预警系统，以保护投资者的利益。当一个人或一致行动的人取得目标公司 5% 以上股份时，必须在 10 日内向证券委、证券交易所和目标公司提交 13D 表，向证券委、证券交易所备案并披露其持股情况；以后收购方买入或卖出目标公司每 1% 以上该种股份或其购股意图有所改变，都要及时向上述机构补充备案。(2) 13G 条款。该款规定，持有一上市公司股权达 5% 以上，但在以前 12 个月内所持股不超过 2% 并无意于取得该企业控制权的公司或个人，只要填写较简单的 13G 表，无须填写 13D 表。(3) 14D 条款。该款规定通过发出收购要约一次性收购一个上市公司必须向证券交易所、证券委提供 14D 表进行备案。14D 表的内容比 13D 表更为复



日本五十铃公司在并购狂潮中看中了具有发展潜力的中国。本刊资料杂，规定了通过收购要约收购某种股票应遵守的义务。英国也于 1968 年颁布了《伦敦城收购及兼并守则》，对上市公司收购问题作了较详尽的规定。

而大陆法系国家一般没有上市公司并购的专门立法。例如公司并购活动较为沉闷的德国，在 1991 年以前没有任何专门适用公开收购的法律，涉及并购的立法只有股份公司法，其《股份公司法》第 20 条、21 条规定，一企业直接或间接地持有另一公司的股份超过 25%，或者后来达到 50% 以上时，必须通知另一公司其在该公司的利益，否则，其持有的股份不享有表决权，这一规定也同样适用于跨国并购。当一个人购买德国公司 25% 以上股份或表决权时，还必须通知联邦卡特尔局。当收购产生或加强市场控制地位时，这种收购将被禁止。

在上市公司收购实践中，由于大股东在股权交易中处于优势地位，他们在收购过程中往往能以较高的价格出售其股份，而消息闭塞、缺乏经

验的中小股东和债权人则会承担较大的损失。为了贯彻同股同权原则，规范证券交易，各国通过立法对上市公司国际收购予以管制，或通过设立强制性收购要约和信息披露义务或通过对于中小股东和债权人实行特殊保护。

## 3. 管制上市公司国际并购的外资立法

外资法，是指一国对本国境内外国资本加以保护、鼓励、引导、监督、约束的立法。外资法是一国调整本国境内外资活动的基本法律，在上市公司国际并购方面，主要是对直接投资额、外资投向等基本问题作出明确规定，以规制跨国并购活动。如法国外资法规定：在外国从事直接投资，原则上须经济部批准。但是否批准，视投资项目而定，如关于武器、健康状况、安全等有关产业的投资难以获得批准。对于外国人购买一公司的证券，一般未作限制，但外国人购买一公司的证券足以达到控制一法国公司时，这种交易就会受到严格限制。

日本为了适应资本流动的自由化,内阁先后于 1967、1975 年通过了《对内直接投资自由化决议》及《技术引进自由化决议》,大大放宽了对外国资本和技术的限制。1980 年修改了《外汇和外资管理法》,实施新的外资制度,对外国直接投资不再实行审批制度,而实行申报制度,外国投资者只需通过申报,合格的投资者即可获得自动许可,在 30 天后即可进行投资。但该法同时规定,外国人取得日本上市公司 10% 的股份,必须经过申报。并且,如果收购严重影响日本的国家安全、商业利益和外汇收支平衡时,外国人将被禁止收购日本公司的股份或取得日本上市公司 10% 以上股份;如果收购涉及国防、原子能、农业、森林、渔业、石油、矿产等敏感行业时,收购人必须向大藏省或其他机关事先申请,经审查批准才能进行投资。如果未能按照规定进行事先申报,可能被处以 3 年有期徒刑并处巨额罚金。

#### 4. 反收购制度及其立法控制

所谓反收购措施,是指目标公司采取的旨在抵御乃至挫败收购人之收购行为的措施。目前在理论上对于如何规制反收购有着不同的认识。持公司控制权市场无效论者认为目标公司管理部门有权采取反收购措施,其理论依据主要为“掠夺理论”,即根据公司法关于董事责任的法理,公司管理部门发现收购人实施收购的目的是获得公司控制权后掠夺公司资产的,则不仅有权,而且有义务采取合理措施,以免公司股东利益受到侵害。因而,采取反收购措施是正当的。美国、德国、法国等发达国家都在

立法中规定了反收购制度。如法国立法规定的反收购制度主要有:(1) 双重投票权制度,即对于持有公司记名股票达二年以上的股票可以赋予双重投票权,这样公司的投票权就能控制在长期股东手中。(2) 发行投资券和无表决权的优先股。这两种证券的数额最多可达发行公司股本的 25%。(3) 向友好的第三人发行认股证或可转换为普通股的债券。(4) 将公司转化为两合公司。两合公司的内部细则可以规定由无限责任股东投票。这样,确保公司控制权仍然掌握在某一集团手中。(5) 大股东联合抗拒收购。如果目标公司的大股东的股份达到相当多的数量,可以组成团体联合采取一系列防卫措施。(6) 收购自己的股份。但该措施效果有限,因为公司最多只能购买自己股份的 10%。(7) 事先授权董事会在收购时增加资本。

而持公司控制权市场有效论者认为,法律应当限制反收购措施。因为目标公司采取反收购措施可能产生以下两种结果:其一,收购人的收购被挫败。这不仅使目标公司资产不能获得收购溢价的机会,而且使目标公司的资产不能获得更有效地利用。其二,收购人支付更高的收购成本,不利于发挥公开收购的积极作用。所以,在立法实践中,产生了两种规制反收购措施的模式:

——英国模式,即规定目标公司管理部门未经股东同意不得采取反收购措施。其收购准则一般原则第 7 条规定,未经股东大会批准,目标公司董事会不得采取任何可能会导致一项善意要约失败的对抗行动。普通条例第 21 条列举了董事会不得采取

的措施:(1) 发行任何已被授权但未发行的股份;(2) 发行或授予任何与未发行股份有关的选择权;(3) 创设或发行含有可转换或购买公司股份选择权的证券;(4) 出售、处分、购买或同意出售、处分、购买大量资产;(5) 在日常业务过程以外订立合同。

——美国模式,即赋予目标公司管理部门采取反收购措施的权力,并通过信息披露制度来制约反收购行为。其《威廉姆斯法》规定:目标公司必须将有关欲采取的反收购行为进行披露;有义务将其对第三人发出要约的观点加以公开;目标公司欲对其证券持有人作出任何建议(包括拒绝或接受收购要约),则应在此类建议公布或送达股东之前,向证券委员会(SEC)呈报表 14D-9,当目标公司自行购回所发行的股票时,必须在购回前向 SEC 报存有关资料并公开。

#### 我国的相关立法及对策

当前,我国规制上市公司国际并购法律主要有《公司法》、《证券法》及其相关法律,特别是《证券法》第四章专门对上市公司收购问题作了规定,表现我国立法鼓励上市公司并购的政策取向。并且,该章吸收了国外的先进立法成果,为我国上市公司的收购确立了两项基本的法律制度。

##### 信息披露制度

根据各国上市公司收购的立法实践,信息披露制度应包括,大量持股披露义务、公开要约的申报与公开制度和目标公司或第三人的公开制度,我国证券法对前两项制度作了明确规定。

——大量持股披露制度是指股

东在持股达到一定比例时,有报告并披露持股意图的义务。我国《证券法》第79条第1款规定了大股东的持股报告义务,其报告的临界点为持有一个上市公司已发股票的5%。第79条第2款规定了大股东所持上市公司已发行股份比例每增减5%时,负有持股变动报告义务。

——公开要约收购的报告。公开要约收购的报告书是广大投资者作出投资判断的重要判断依据。因此,法律对其要求甚为严格。我国《证券法》第82条规定,向国务院证券管理机构报送上市公司收购报告书,载明事项应包括:收购人的名称、住所;收购人关于收购的决定;被收购的上市公司名称;收购目的;收购股份的详细名称和预定收购的股份的数额;收购的期限、收购的价格;收购所需资金额及资金保证;报送上市公司收购报告书时,所持有的被收购公司股份数占该公司已发行的股份的比例;收购人还应将前款规定的公司收购报告书同时提交证券交易所。

### 强制要约收购制度

强制要约收购是指当一持股者持股比例达到法定数额时,强制其向目标公司同类股票的全体股东发出公开收购要约的法律制度。这一制度是对股东平等原则的救济。我国《证券法》第81条规定了上市公司强制要约收购制度:“通过证券交易所的证券交易,投资者持有一个上市公司已发行的股份的30%时,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,但经国务院监督管理机构免除发出要约的除外”。同时,《证券法》第87条第1款规定

收购人在持有目标公司90%以上的股份时,应当按收购要约中的同等条件收购其余股东的股份,而不得拒绝。

前述两项制度成为目前我国规范上市并购(包括国际并购)的最基本的制度,相对于无法可依时有了巨大进步。但应看到,我国在上市公司并购立法方面还存在许多缺陷:如立法散乱、不系统,缺乏体系效率;现有的法律、法规、规章的效力层级低,内容不完备,法律漏洞多。特别是被称为企业并购两大支柱法的反垄断法和上市公司收购法,在我国立法上几乎还是一片空白,单靠《证券法》中的上市公司并购的规定是难以应付跨国并购浪潮的强大冲击的。因而,笔者认为,当前我国应做如下工作,以构建一个较为完善的上市公司国际并购环境:

——尽快建立和完善上市公司跨国并购的法律体系。跨国并购作为一种市场经济行为,离不开良好的法律体系。因此要引导跨国公司对我国上市公司并购向优化产品结构和产业结构方向发展,建立适合中国的国际并购法律体系的基本框架。该法律体系应包括反垄断法、跨国并购审查法、证券交易法、公司法、社会保障法、破产法等。为便于我国政府将国际并购纳入市场经济发展的正常轨道,达到吸收外资和保护国内有效竞争的双重目的,同时又有利于跨国公司的投资等,降低投资者对实施并购的政策风险和法律风险,所有针对国际并购的立场政策、审查程序等都应在法律中体现出来。我国当前最迫切的立法任务应是制订反垄断法、跨国并购审查法等法律。

——完善上市公司并购的环境。我国现行外资法对外资准入限制较多,A股市场还未对外资开放,跨国公司公开收购我国上市公司困难重重。因而,为了吸引更多的跨国公司参与我国境内公司的并购活动,就应培育更加成熟的资本市场,积累更加丰富的经营管理和防范金融风险的经验,并有相应制度和机制保护资金运作安全、高效。此外,还应减少公司并购活动中的地方行政干预,以保护收购公司的积极性。但同时应注意加强对外商并购中的国有资产评估的规范和监管,尤其要重视对国有资产的商标、土地、经济业绩等资产评估,以防止国有资产流失。

——建立上市公司国际并购审查制度。鉴于我国企业的国际竞争能力相对较弱、幼稚产业尚需适度保护的现状,对国内企业并购和上市公司的跨国并购宜分别立法予以规范管理,并将跨国并购纳入外资管理的范畴。一是加强产业政策的引导。从国家长远利益出发,根据本国国情,及时修订产业指导目录,具体规定哪些产业允许跨国公司可以并购方式进入,哪些产业要受到保护。力求保护有节,开放有度。二是对国际并购实行综合审查标准,使之既能通过国际并购的方式引进资金、技术和管理等,又能防止跨国公司在市场上形成垄断,同时促进相关产业的有效竞争。三是在一些特殊行业中禁止或限制国际并购,例如对涉及国家安全的航空、海运、原子能、军工等领域的国际并购予以禁止或对控股比例予以严格限制,以防外国公司控制这些领域,从而维护本国的经济主权。IEC