

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 13620121150138

UDC _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

强制要约收购豁免制度研究

Study on the Exemption of Mandatory Takeover-Bid

郭志伟

指导教师姓名: 朱炎生教授

专业名称: 民商法学

论文提交日期: 2015年 月

论文答辩时间: 2015年 月

学位授予日期: 2015年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

本文因应日前证监会《上市公司收购管理办法》修法之背景，置法理解释论、比较法论及制度构造论三章对强制要约豁免制度进行学理研讨，以探求其法理基础、制度样态及优化方案。

首章法理解释论探讨强制要约豁免制度确立之必要及其法理基础。按豁免筑基于强制要约，是以豁免制度之确立须以强制要约之存续为前提。盖强制要约收购以中小股东利益保护为宗旨，使其于公司控制权移转时得分享溢价、获得退出机会或实现公平应卖，故基于法益平衡及国情分析，我国确立强制要约收购洵属必要。惟为补益其阻碍并购效率及影响公司外部治理机制等制度性缺失，又应同时构建豁免制度。豁免制度之法理基础为效率价值对公平价值之补益，且透过法经济学分析易知强制要约豁免亦符合科斯定理及“卡尔多—希克斯补偿”关于社会财富极大化之效率定义，而通过理论建模更可定量求得其具体发生条件。

次章比较法论探讨强制要约豁免制度之规范体例、豁免界限及给予豁免之实质标准。强制要约豁免概有强制性及自律性两种规范体例，不同体例系各国对证券市场监管需求之选择。强制要约豁免界限以持股比例达取得目标公司控制权之最低程度或平均程度为准，各国所定豁免界限之高低系其公平与效率价值博弈之结果。透过类型化分析，可证得强制要约豁免之实质标准为：投资者未取得目标公司控制权；或投资者经法律行为取得股份致其获得目标公司控制权，但此时并无以强制要约收购制度保护中小股东利益之必要；或投资者经法律事件取得股份致其获得目标公司控制权。

尾章制度构造论探讨我国强制要约豁免制度之规范解释及优化路径。我国豁免制度以“普通程序”、“简易程序”与“绝对豁免事由”三分格局为框架。对豁免程序性规范并实体性规范为立法沿革梳理，易知证监会对豁免之监管力度由重及轻直至目前分情形而各有轻重，且其变化亦使豁免权具有行政权（且有较大裁量空间）、非关联股东自决行为或投资者法定权利等多元性质。基于对各类豁免事由修法沿革、构成要件及法理基础之规范分析，本文以前章豁免实质性标准对其重新梳理并作“概括+列举”式条文设计，

俾使证监会自由裁量权得最大程度之限制。

关键词：强制要约豁免；强制公开豁免；类型化分析

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

This paper is a theoretical research to the exemption rules of mandatory takeover-bid, which consists of the following three chapters—the Legal Explanation, the Comparative Law and the Construction of the Law System.

The first chapter studies the necessity of establishing law system of the exemption and analysis its jurisprudential basis. Mandatory takeover-bid is the premise of the exemption rules. As the legislative purpose of the mandatory takeover-bid is to protect the interests of the minority stockholders, making them share the premium, get the chance to withdraw from a company or enjoy the right to transfer the shares with a fair price, it is necessary to establish the mandatory takeover-bid in our country, and to fix the institutional absence, it is also necessary to establish the exemption rules. The jurisprudential basis of the exemption rules is efficiency, which shows great importance in the Kos Theorem and Kaldor-Xicx compensation-test theory.

The second chapter studies the legislation style, the boundary and the substantial standard of the exemption rules. Different countries adopt mandatory rules or self-control principles as legislation style according to its supervision needs. The boundary of the exemption is the trigger point, which means the minimum or the average share proportion to take the control of the target company. Different boundaries are the result of game theory of fairness and efficiency. By the means of classifying analysis, we can conclude the substantial standard of the exemption rules: The investors did not get the control of the target company; or investors get the control of the target company by the means of legal act, but it is not necessary to protect the interests of the minority stockholders at that time; or investors get the control of the target company by the means of legal events.

The last chapter studies the normative interpretation and optimal path of the exemption rules in our country. Different exemption items apply general procedure, summary procedure or belong to absolute immunities according to

concrete situation. After summarizing the legislative evolution of the procedural norms and the object norms, we can conclude the supervision of China Securities Regulatory Commission (CSRC) becomes increasingly weak though it still has great power. The nature of the exemption develop into diversity—administrative power with a large scope of discretion, self-determination behavior of the non-affiliated shareholders or the legal right of the investors. Based on analysis of the revision history, constitutive requirements and the jurisprudential basis of every exemption item, this paper suggests adopting legislative system with summary and enumeration, aiming to limit the discretion of CSRC.

Key Words: Exemption Rules of Mandatory Takeover-Bid; Exemption Rules of Compulsory Offer Acquisition; Classifying Analysis

目 录

绪 论	- 1 -
第一章 强制要约收购豁免法理解释	- 2 -
第一节 强制要约收购制度及其规范基础	- 2 -
一、上市公司收购与强制要约义务之触发	- 2 -
二、强制要约收购及其规范基础	- 4 -
第二节 强制要约收购制度存废论	- 6 -
一、投资者保护与强制要约收购之法理基础	- 6 -
二、经济理性与强制要约收购之制度缺失	- 7 -
三、结论：法律移植与强制要约收购之继受	- 10 -
第三节 强制要约收购豁免及其法理解释	- 11 -
一、强制要约豁免对强制要约收购之立法补益	- 11 -
二、强制要约收购豁免之法理解释	- 12 -
第四节 豁免制度规范价值之法经济学证成	- 13 -
一、法经济学对豁免规范价值之定性分析	- 13 -
二、法经济学对豁免规范价值之定量分析	- 15 -
小 结	- 17 -
第二章 强制要约收购豁免比较法论	- 18 -
第一节 英国《城市法典》豁免规范介评	- 18 -
一、强制要约义务之触发及其豁免	- 18 -
二、豁免事由规范介评	- 18 -
第二节 欧盟《收购指令》豁免规范介评	- 21 -
一、强制要约义务之触发及其豁免	- 21 -
二、豁免事由规范介评	- 22 -
第三节 香港特别行政区《收购守则》豁免规范介评	- 24 -
一、强制要约义务之触发及其豁免	- 24 -
二、豁免事由规范介评	- 24 -
第四节 我国台湾地区“公开收购管理办法”豁免规范介评	- 26 -

一、强制要约义务之触发及其豁免	- 26 -
二、豁免事由规范介评	- 27 -
第五节 各国（地区）豁免规范比较分析	- 30 -
一、规范体例之梳理	- 30 -
二、豁免界限之确定	- 31 -
三、豁免实质标准之推演	- 32 -
小 结	- 36 -
第三章 强制要约收购豁免制度构造论	- 37 -
第一节 我国豁免制度规范体系及其立法沿革	- 37 -
一、强制要约收购豁免制度规范体系	- 37 -
二、豁免制度程序性规范历次修法要点	- 37 -
三、豁免制度实体性规范历次修法要点	- 38 -
第二节 强制要约豁免多元性质论	- 41 -
一、有相当自由裁量空间之行政权	- 41 -
二、目标公司非关联股东之自决行为	- 42 -
三、投资者之法定权利	- 43 -
第三节 我国豁免制度规范分析	- 43 -
一、适用普通程序之豁免事由	- 44 -
二、适用简易程序之豁免事由	- 45 -
三、划属绝对豁免之事由	- 47 -
第四节 我国豁免制度类型化分析及其优化路径	- 50 -
一、我国强制要约豁免事由之类型化及其优化路径	- 50 -
二、既有及增补豁免事由之优化设计	- 52 -
小 结	- 54 -
结 论	- 56 -
参考文献	- 59 -

CONTENTS

Exordium	- 1 -
Chapter I Legal Explanation	- 2 -
Subchapter 1 Mandatory Takeover-Bid	- 2 -
Section 1 The Trigger of the Compulsory Offer Obligation	- 2 -
Section 2 Normative Foundation	- 4 -
Subchapter 2 Existence or Abolition?	- 6 -
Section 1 Protection of Investors and the Legal Explanation	- 6 -
Section 2 System Defect of Mandatory Takeover-Bid	- 7 -
Section 3 Conclusion: Legal Transplantation	- 10 -
Subchapter 3 Legal Explanation to the Exemption Rules	- 11 -
Section 1 Promoting Effect of the Exemption Rules	- 11 -
Section 2 Legal Explanation to the Exemption Rules	- 12 -
Subchapter 4 Economics Analysis to Exemption Rules	- 13 -
Section 1 Qualitative Analysis	- 13 -
Section 2 Quantitative Analysis	- 15 -
Summary	- 17 -
Chapter II Comparative Law	- 18 -
Subchapter 1 The City Code of UK	- 18 -
Section 1 Trigger Mechanism and its Exemption Rules	- 18 -
Section 2 Introduction and Review	- 18 -
Subchapter 2 The Directive on Takeover Bids of EU	- 21 -
Section 1 Trigger Mechanism and its Exemption Rules	- 21 -
Section 2 Introduction and Review	- 22 -
Subchapter 3 The Codes on Takeovers and Mergers of HK	- 24 -
Section 1 Trigger Mechanism and its Exemption Rules	- 24 -
Section 2 Introduction and Review	- 24 -
Subchapter 4 Exemption Rules in Taiwan	- 26 -

Section 1	Trigger Mechanism and its Exemption Rules	- 26 -
Section 2	Introduction and Review.....	- 27 -
Subchapter 5	Comparative Analysis	- 30 -
Section 1	Legislation Style	- 30 -
Section 2	Determination of the Exemption Boundary.....	- 31 -
Section 3	Substantial Standard of the Exemption Rules	- 32 -
	Summary	- 36 -
Chapter III	Construction of the Law System	- 37 -
Subchapter 1	Legislative Evolution	- 37 -
Section 1	Normative Foundation	- 37 -
Section 2	Emphasis of Revisions to Procedural Norms	- 37 -
Section 3	Emphasis of Revisions to Substantive Norms.....	- 38 -
Subchapter 2	Multiple Natures of the Exemption	- 41 -
Section 1	Administrative Power with Great Discretion	- 41 -
Section 2	Self-determination of the Minority Shareholders.....	- 42 -
Section 3	Legal Rights of the Investors.....	- 43 -
Subchapter 3	Normative Analysis	- 43 -
Section 1	Exemption Items Applied General Procedure.....	- 44 -
Section 2	Exemption Items Applied Summary Procedure.....	- 45 -
Section 3	Absolute Immunity Items	- 47 -
Subchapter 4	Categorized Study	- 50 -
Section 1	Classifying Analysis.....	- 50 -
Section 2	Supplementary Immunity Cases	- 52 -
	Summary	- 54 -
	Conclusions	- 56 -
	Bibliography	- 59 -

绪 论

近年来，伴随全球市场自由化之发展及公司、证券法制之日趋整合，原本较常发生于英美两国之股份收购亦渐渐活跃于全球市场。^①我国市场经济自确立以来保续经年平稳快速增长之势头，法制环境亦日趋改善，中小企业借股份收购实现其外部成长已渐成趋势。按现行法制，企业实施股份收购常以获得目标公司控制权为指向，^②惟其动辄因触发强制要约收购义务而多有凝滞，如此遂产生构建强制要约收购豁免制度之吁求。

我国自引入强制要约收购及其豁免制度以来，因应实务需要已先后四次修法，渐次构筑起具有本土特色之豁免制度体系，惟学界对其关注度不足，以“强制要约收购豁免”为主题之论著鲜有发表，证监会历次对豁免规则之修法亦为其一力承当，学界少有理论支持，是以无论自立法论角度，抑或自解释论视角，强制要约收购豁免制度均亟待理论之深耕，且当此证券市场蓬勃发展、证监会力图改变监管模式之际，^③为期符合证券法制之内生性要求，尤其为完成与国际并购法制之统合，宜重新审视并研议强制要约豁免制度，是为本文之立论基础。

基于如是背景，本文拟置法理解释论、比较法论及制度构造论三章，分别解答对于强制要约收购之豁免规则“是否应确立”、“域外如何规范”及“我国如何构建或优化”三问，借法益衡平、价值博弈、法经济学分析、比较法学、规范分析及历史分析诸法，以研议强制要约收购豁免之法理基础为出发，继以介评他国（地区）豁免规范为延伸并归纳实施豁免之实质标准，嗣于对我国现行豁免制度作以规范分析后从学理补益其制度构造，俾使强制要约收购豁免制度在本文中得最充分完整之法学阐述。

^① 吕文娜. 上市公司强制要约收购制度研究——质疑强制要约收购制度在中国存在的必要性 (硕士学位论文) [D]. 北京: 中国政法大学, 2006.1.

^② BERLE, ADOLPH A. Control in Corporate Law[J]. Columbia Law Review, 1958, 58.1212-1225.

^③ 中国证监会. 健全上市公司并购重组制度促进发展方式转变和经济结构调整 [EB/OL]. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201407/t20140711_257661.html, 2014-07-11.

第一章 强制要约收购豁免法理解释论

强制要约收购豁免筑基于强制要约收购制度,而后者又植根于各类公司并购行为,是故研讨豁免制度须从基础性并购行为及其触发强制要约义务论及。本章拟秉承立法论思维,通过法益衡平、公平效率价值博弈及法经济学分析研究强制要约收购豁免制度之规范价值,并为其提供充分、恰切之法理解释。

第一节 强制要约收购制度及其规范基础

一、上市公司收购与强制要约义务之触发

上市公司并购(Merger & Acquisition, M&A)系近年来学术界与实务界关注之重要焦点,公司藉由战略性并购得接管他公司经营权以实现二者资源之整合,进而可有效提升竞争与获利能力。企业并购要分合并与收购两类,收购又有资产收购与股份收购两种实现方式,而无论采何种形式,争夺控制权系并购案之主要诉求。依我国《上市公司收购管理办法》第5条第1款之规定,收购人得透过股份取得、投资关系、协议或其他安排等多种途径获得目标公司控制权,惟在争夺公司经营权诸种方式中,最直接、稳固者系取得公司股份,^①是以股份收购在企业并购中最为人所青睐,亦自然成为法制规范之重点。

按股份收购有场内收购(或称二级市场举牌收购,集中竞价收购)、协议收购及要约收购等多种方式,我国《上市公司收购管理办法》亦提供制度安排,使收购人得单独或组合运用场内收购、要约收购、协议收购,以及定向发行、间接收购及行政划转等多种形式取得上市公司股份。

所谓场内收购系指收购人得通过二级股票市场购买目标公司股份。场内收购虽得绕过目标公司经营层便宜行事,又得藉证交所规则保障交易公正,

^① 此系就一般而言,细究之下,公司控制权与其治理结构样态关联紧密,而后者实乃一宏大而复杂之命题。通常情况下取得一定量股权即可取得公司控制权,惟在采行董事会与监察人会双轨制之国家如德国,劳工代表得充分、有效参与公司决策与监督,此时持股过一半亦未必有效控制公司。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫