

我国上市公司同业竞争规制的问题反思与路径转换

任孝民*

摘要:我国目前侧重事前审核的同业竞争规制存在刚性禁止、界定过宽、上市前后标准割裂等问题,监管的干预性强,难以有效回应当下实践需要。在注册制落实以信息披露为核心、简化优化发行条件的大背景下,独立性的要求应从形式上的业务独立转向以运营决策独立为主的综合判断。另一方面,应贯彻信息披露为主、减少商业干预的基本思路,在逐步提升公司治理与问责的同时,由侧重事前审查转向事中事后的利益冲突防范。

关键词: 同业竞争 业务独立 利益冲突 篡夺商业机会

长期以来,同业竞争是首次公开发行以及上市公司再融资、收购、重大资产重组等环节监管机构的关注重点之一。实践中,监管机构对上市公司是否构成同业竞争的实质审核,既无法回应复杂商业实践需要,也影响资源配置效率,增加了市场交易成本。科创板注册制改革中,落实以信息披露为中

* 北京大学法学院经济法学博士研究生。

心,精简优化发行条件,在“逐步将现行发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更加严格,更加全面、深入、精准的信息披露要求制度体系”〔1〕方面,进行了积极探索。这为新《证券法》通过后,如何在微观制度层面真正把以信息披露为中心落到实处,提供了观测的切口。

目前对同业竞争监管的讨论更多立足于如何满足监管要求的实务操作层面,缺乏更宏观维度上对制度本身的审视。本文在阐述同业竞争基本原理及境外规制思路模式的基础上,从核准制下的规则要求与审核实践以及科创板注册制试点下的要求变化等维度;刻画呈现目前我国同业竞争监管的整体图景,并反思其中的困境与问题;最后结合当下改革趋势,尝试提出有关未来规制路径转换及短期内具体监管应对方面的建议。

一、同业竞争何以成为问题:同业竞争的实质与风险

一般而言,同业竞争是指不同市场主体因从事相同或类似的业务而在上下游客户、渠道等市场拓展及产品开布局等方面存在竞争关系。竞争有助于提升效率,是市场机制的内涵之意,各国通过有关反不正当竞争及反垄断的法律维护企业间的良性竞争。但特定情形中,竞争关系的存在会产生特定主体间的利益冲突,如公司董监高、代理商、合伙人、受托人等,此等主体间的同业竞争会被法律或协议约定加以限制或禁止,兼具私法、公法的双重色彩。〔2〕而对于公司这一组织体,同业竞争下的利益冲突防范也构成了公司治理的重要内容及目标。

(一) 同业竞争的实质:商业机会分配的利益冲突

我国法律语境下,上市公司的同业竞争通常是指,上市公司的控股股东、实际控制人及其控制的其他企业所从事的业务同该上市公司的

〔1〕 中国证监会《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》第7条“合理制定股票发行条件”。

〔2〕 参见刘凯湘:《浅析股东的同业竞争禁止条款》,载《法制日报》2013年3月12日,第012版。

业务相同或类似,构成或可能构成直接或间接的竞争关系。^[3]从主体类型上,公司的利益冲突主要可分为公司同其董事、高管之间和公司同其股东之间的利益冲突,董事、高管的竞业禁止义务和股东的同业竞争问题分别对应这两类利益冲突。上市公司的利益冲突问题根源于公司的组织性与独立性之间的矛盾。一方面,作为一个独立的法人实体,上市公司有着不同于其股东及内部人的独立利益;另一方面,作为一个组织体,其又不免受到来自股东的控制,并在两权分离下由董事、高管人员具体运营。因此,当上市公司的经营与股东、董事、高管这些可能行使公司权力的主体的其他经营或事业存在竞争关系时,这些关联人就可能利用其对公司的影响力或控制力进行商业机会的人为不公平“分配”,侵占上市公司的商业机会,实现利益转移,故而公司法、证券法通常会对这些主体与上市公司间的利益冲突加以规制。董事、高管的竞业禁止义务属于管理人员信义义务的要求,是忠实义务的具体体现,我国《公司法》已有明文规定,^[4]且目前《公司法》上也形成了较成熟的判断标准与约束措施。相较董高及其他民商事主体的竞业禁止义务,上市公司同业竞争问题则更多聚焦股东控制权滥用及其限制,其成因、表现及界定也较为复杂。

从具体表现形式看,同为利益冲突情形的同业竞争与关联交易通常相伴出现,但两者侧重不同。关联交易表现为某一具体交易行为,因此可通过对特定交易事项加以关联股东回避表决或无关联董事表决的程序控制及公平价格的实体判断标准进行规制,以防范利益转移风险。同业竞争则表现为一种宽泛的、持续存在的市场竞争关系,难以量化并针对具体事项加以处理,相较而言存在规制手段上的困难。

(二)上市公司同业竞争的潜在风险与规制必要性

除了竞争关系所内在的商业机会方面的利益冲突外,同业竞争还

[3] 参见陆正飞:《同业竞争、盈余管理与控股股东利益输送》,载《金融研究》2013年第6期;王莱娜:《同业竞争审核标准探析——基于审核实践和案例的考察》,载《金融法苑》2012年第2期。

[4] 根据《公司法》第148条第1款第5项的规定,未经股东会或者股东大会同意,董事与高级管理人员不得利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会,自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务。

存在一系列衍生风险及问题。

首先,在拆分上市——母公司的某项资产或业务仅部分剥离出来上市——导致的同业竞争情形下,上市公司的业务往往存在对母公司的过度依赖,特别是当控股股东过度控制上市公司时,甚至随着上市公司与母公司在有关业务上“一套人马机制,混同运行”的事实状态,上市公司在人员、机构、财务以及业务决策与运营方面同控股股东混同,会严重减损上市公司的独立性。

其次,从防范控制权滥用视角看,同业竞争可为控股股东的掏空或支持行为提供隐蔽路径,加剧盈余管理。一方面,在谋取控制权私人收益的动机下,控股股东会以牺牲上市公司利益为代价,将商业机会更多分配给自己,损害上市公司及中小股东、其他利益攸关者的利益,恶化横向代理问题。另一方面,除了掏空行为,控股股东也可利用同业竞争关系向上市公司进行反向利益输送,提供各类资源支持。^[5]与关联交易不同,通过同业竞争关系进行利益输送并不会与关联方发生实质性的交易,从而更为隐蔽。^[6]

另外,从市场效果角度,同业竞争可能影响经营效果的真实性与竞争的公平性。竞争促进效率,但前提是竞争主体的独立经营。若关联方存在利益冲突,相关方对商业机会实施干预和人为分配,上市公司及关联方无法在公平竞争的市场环境下开展业务,上市公司的财务表现不能真实反映其独立经营结果,则会影响市场淘汰机制及资本市场效率的发挥。此外,还有实证研究表明同业竞争关系的存在会导致上市公司的非效率投资问题。^[7]

综上,同业竞争从多个维度关涉公司治理运作,从保障公司独立性、防范大股东权力滥用、保护中小投资者以及促进资本市场持续健康

[5] 参见陆正飞:《同业竞争、盈余管理与控股股东利益输送》,载《金融研究》2013年第6期。例如,可通过调动研发、销售人员等途径转移人力资源;或可通过提高原产品或服务的价格或通过控股股东的直接协调转移客户资源;亦可通过集团对研发的新产品进行定向授权生产销售来转移产品资源。“同业竞争关系的存在使得上市公司拥有了盈余管理的新的途径和手段,即控股股东利用同业竞争关系,让渡自身的资源,对上市公司进行反向支持和利益输送,增加上市公司的销售、利润和现金流。”

[6] 同上注。

[7] 参见窦欢:《同业竞争、公司治理与投资效率》,载《经济与管理研究》2018年第4期。

发展的角度,对同业竞争加以规制具有现实必要性。

二、境外同业竞争规制路径考察

不同于对董事、高管规定有明确的竞业禁止义务,各国公司法上均未一般性地禁止公司股东与公司从事相同或类似的业务,但在证券法层面,基于不同的资本市场环境、公司治理完善程度、公司法与证券法制度等,各国或地区及交易所的处理路径与具体要求的宽严程度存在差异。

(一)宽严不一的上市标准要求

在上市规则中,部分亚洲主要资本市场对上市公司同业竞争明确提出了针对性的条件要求,如我国台湾证券交易所(以下简称“台交所”)《有价证券上市审核准则》规定,申请公司与同属集团企业公司之主要业务或主要商品,应当无相互竞争之情形,否则不予同意上市;但申请公司具有独立经营决策能力者,不在此限。^[8]台交所明确禁止了主业上的同业竞争,但以“独立经营决策能力”作为最终的判断落脚点。

香港交易所(以下简称“港交所”)《主板上市规则》第8.10条也规定了,控股股东如果在其他业务直接或间接与申请人的业务构成竞争或可能构成竞争的公司中持有权益,那么必须在申请文件中披露,且需证明申请人能够独立经营,并说明控股股东之后是否会将该业务注入申请人中及实施的时间表。^[9]此外,有关同业竞争上市审核的指引阐述了港交所评估同业竞争问题的考虑事项,并给出了可供申请人采用

[8] 参见台湾证券交易所股份有限公司《有价证券上市审核准则》第18条,载台湾证券交易所官方网站:<http://twse-regulation.twse.com.tw/TW/law/DAT0201.aspx?FLCODE=FL007326>,2020年4月20日访问。

[9] 参见香港交易所《主板上市规则》第8.10条,载香港交易所官网:https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules/Consolidated-PDFs/Main-Board-Listing-Rules/consol_mb_sc.pdf?la=zh-HK,2020年4月20日访问。

以进行利益冲突管理的具体方式,包括:(1)限制高管人员对有关业务的参与;(2)限制同时担任发行人与其控制股东的执行董事的数量;(3)增加独立董事的数量;(4)聘任独立顾问为独立非执行董事提供建议。同时,也可以通过不同商业模式、同一行业内产品的差异性与非替代性以及划分不同地域市场等方法进行业务区分,也可以由控制股东自愿作出非竞争承诺或者给予发行人业务机会上的优先权以及有关业务资产的优先受让权等限制利益冲突。^[10] 简言之,港交所允许存在同业竞争情况下申请上市,并对运用前述措施以保障发行人利益的安排予以认可。

有的交易所规则虽未予以单独规定,但将其涵盖在更广泛的“利益冲突情形”或“独立性”判断的处理中。新加坡证券交易所(以下简称“新交所”)《证券上市手册(主板)》第223条规定,发行人应当在上市之前或者在上市后的合理时间内解决或消除利益冲突,“包括控制股东在内的关联方在发行人的竞争者中保有利益”的同业竞争问题被明确列为情形之一。^[11] 第224条规定,在评估利益冲突的合规情况时,交易所会综合考虑利益冲突的规模、重要性、对发行人的影响、清理的时间安排等情形,以及如果无法被清除时是否履行了充分的程序保证公平合理、是否进行了充分披露等。东京证券交易所(以下简称“东交所”)《证券上市规则》^[12] 以及《上市审查指引》第2部第3条有关公司管理健全性的审查虽然规定了上市公司的管理必须独立于母公司,且

[10] See Hkex Guidancg Letter – Hkex – GL100 – 19 (March 2019), 载香港交易所官网: https://www.hkex.com.hk/-/media/Hkex-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Interpretation-and-Guidance-Contingency/Guidance-Letters/Guidance-Letters-for-New-Applicants/g1100_19.pdf?la=en, 2020年4月20日访问。

[11] 参见新加坡证券交易所《主板上市规则》第7部分,载新加坡证券交易所官方网站, <http://rulebook.sgx.com/rulebook/223>, 2020年4月20日访问。《新加坡证券交易所有限公司证券上市手册(Catalist创业板)》也进行了类似规定。

[12] 参见东京证券交易所 Securities Listing Regulations [Rule 1 through Rule 826] (as of June 1, 2018) Rule 207。

申请人不能实质上仅是母公司的业务部门,^[13]但并未明确对同业竞争作出单独规定。对于该问题的监管口径,则在东交所《2017年新上市指南》(2017 New Listing Guidebook – 1st and 2nd sections)中“公司治理健全性”的问答部分有所提及,交易所会综合考虑竞争发生的原因、业务协同的本质以及未来妨碍申请人独立性的可能性等情况,评估申请人是否有足够的独立性,以免暴露于母公司不当商业协同的风险中。此外,如果相类似业务下的产品或销售区域的边界能够被清晰划分,交易所可认定申请人的此类业务不必然会被限制或协同。同时,当同业竞争业已发生时,交易所可能会问询竞争背后的意图、要求申请人披露相关情况,亦可能通过同独立董事或审计师进行访谈来保护少数股东的利益。^[14]

尽管具体要求有所不同,但梳理并对比各个交易所的规则可以发现其监管的共性。除了台交所对主要商品业务间的同业竞争明确禁止外,其他交易所都未从“结构”上禁止同业竞争关系的存在,也未将不存在同业竞争作为硬性的上市条件,而即便台交所最终也构建了“独立经营决策”的除外事由。在具体的评估判断上,均倾向多方面地综合考虑同业竞争及其带来的利益冲突等风险问题,不要求上市前必须进行清理,允许通过多种途径减轻同业竞争的不良影响,整体而言对同业竞争的处理较灵活。

(二)美国的“无为而治”?

美国公司法与证券法语境中并不存在我国法上所谓的“同业竞争”一说,其主要的全国性交易所的上市规则,也未有所要求。纽交所《上市公司手册》303A.10“商业行为和伦理准则”(Code of Business

[13] 参见东京证券交易所 Guidelines Concerning Listing Examination, etc. (as of May1, 2015)II. Initial Listing Examination of Stocks, etc. [Main Markets], 载东京证券交易所官方网站: https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/rules/regulations/tvdivq000001vyt-att/listing_examination_guidelines_20150501.pdf, 2020年4月20日访问。

[14] 参见东京证券交易所 2017 New Listing Guidebook – 1st and 2nd sections (English), p. 176, 载东京证券交易所官方网站: <https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq000002g9b-att/bv22ga000001ufs.pdf>, 2020年4月20日访问。

Conduct and Ethics) 一节^[15]以及纳斯达克《上市规则》第 5610 条“行为准则”(Code of Conduct)^[16]虽然要求上市公司应对公司董事、管理人员及雇员制定商业行为和伦理准则并予以披露,内容须涉及利益冲突、公司机会、保密、公平交易等,但并针对公司股东。概言之,无论州公司法、联邦证券法以及交易所规则,均无明确的成文条款直接禁止或限制股东与上市公司之间的竞争关系,股东同业竞争似乎不成一个值得单独关注的问题。事实上,同业竞争在美国并非处于规则空白之下,只不过其方式更加一般化。

1. 公司法:公司机会规则的扩张适用

美国很少将与公司竞争作为一个单独的规则讨论,对同业竞争的规制已被包含在更为一般性的利益冲突以及公司机会规则(corporate opportunity doctrine)中,^[17]并在司法判例中通过结合控股股东的信义义务进行具体运用和标准的阐释。英美法上的“公司机会规则”与大陆法系公司法上的“竞业禁止义务”均为了防范抢夺公司商业机会,但早期传统上两者均主要约束董事与高管。英美公司法采取董事会中心的公司权力结构构造,公司商业运营方面的决策权限掌握在董事会、管理层手中,股东不能直接介入,因此抢夺公司商业机会的主要防范对象也主要是董事和高管。但实践中,除了股权特别分散而无控制股东的情形外,控制股东或实际控制人往往是公司的实际管理者,董事与高管的行为很多时候仅仅是控制股东意志的体现。随着事实董事、影子董事等概念的形成,以及控制股东作为公司管理权的实际行使者应当承担信义义务观念的确立,不得抢夺公司机会的义务也逐渐在司法实践

[15] 参见纽约证券交易所《上市公司手册》(NYSE Listed Company Manual) Section 303A.10 Code of Business Conduct and Ethics, https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-78, 2020年4月20日访问。

[16] 具体可参见纳斯达克交易所《上市规则》(NASDAQ Listing Rule)5610. Code of Conduct, <http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F1%5F4%5F3%5F8%5F12&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq%2FDequityrules%2F>, 2020年4月20日访问。

[17] 参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第482~485页。

中扩展到了控制股东。^[18]

美国公司机会规则的约束范围颇为广泛,不限于从事竞争性的生产、销售业务,还包括借贷、财产租赁、投资等方面的信息与机会等。但手段上,不同于大陆法上竞业禁止义务对有关主体同类业务经营的禁止,其更侧重程序控制——是否进行了利益关系的披露并经过合法程序的批准,也在判例中逐渐创设了有关的责任豁免情形及安全港规则,^[19]其基本考虑是通过披露后经批准的程序要求,权力滥用的概率就会降低,而单纯禁止会损害市场效率。

2. 证券法:信息披露要求与风险定价

除了公司法上的规则,《1933年证券法》(Securities Act of 1933)下,根据《规则S-K》(Regulation S-K)第105项与第503项的有关要求,在发行注册文件及招股书中,发行人需对使投资本次发行具有风险的重要事项(risk factors)进行讨论,S-1与F-1表格指引也将风险因素的说明列为招股书的必备内容。发行人需以简单平实的语言陈述风险因素,且要有针对性,而不能是普遍适用于任何发行人的通用风险。此外,对风险事项披露的位置也有要求,如果注册文件有摘要,那么要紧随摘要,如果没有摘要,则需紧随招股书的封面或封面后的定价信息部分。^[20] 股东同上市公司存在类似业务的竞争关系,是一项重要的关涉融资定价的风险事项,据此需向市场进行充分针对性的说明披露。

美国市场中如何对有关风险进行披露可从赴美上市的虎牙的招股书一窥究竟。由于是从控股股东欢聚时代(Nasdaq:YY)分拆出来的一部分直播业务,虎牙上市时与留存欢聚时代体内运营的直播业务形成了同业竞争关系。基于虎牙对控股股东欢聚时代在业务运营上的依赖、双方间的同业竞争关系以及由此引发的潜在风险,虎牙提交的招股

[18] 大陆法系国家的公司法也陆续引进了类似英美法上“事实董事”的概念,如此一来实际管理公司的控制股东需承担与董事和高管人员同样的竞业禁止义务,从而为规制控制股东同业竞争的行为提供了路径。具体参见习龙生:《论控制股东的竞业禁止义务及我国的制度构建》,载《法学家》2005年第3期;冯果:《“禁止篡夺公司机会”规则探究》,载《中国法学》2010年第1期。

[19] 同上注。

[20] 17 CFR § 229.105 - (Item 105) Risk factors.

书在风险事项下的“有关从欢聚时代剥离以及与主要股东关系的风险”(Risks Related to Our Carve – out from YY and Our Relationship with Our Major Shareholders)部分,大篇幅详细介绍了其在业务运营以及财务指标表现上的有关风险问题,主要包括财务数据可靠性、业务上对欢聚时代的依赖风险以及协议签署上的不利地位等。^[21]此外,明确列举说明了同欢聚时代存在的具体利益冲突情形,包括:在直播业务上存在人才招聘与储备的竞争关系;商业机会的分配;虎牙与欢聚时代的董事会主席是同一人带来的决策层面的冲突;欢聚时代可能会在违背虎牙利益的情况下向其竞争对手出售持有的虎牙股票;欢聚时代为了自己与股东的最佳利益可能会限制虎牙去跟欢聚时代的竞争对手进行合作,等等。特别强调了,因欢聚时代是虎牙的控股股东,因此虎牙自身将难以处理这些利益冲突情形。概言之,欢聚时代作为一个上市公司,其为了自身及其股东利益的行动与决策,可能并不符合虎牙的最佳利益。

值得注意的是,在同控制股东的关系以及关联交易部分,虎牙还披露了双方已签订了4年期的非竞争协议,欢聚时代承诺在虎牙的核心业务游戏直播领域不同其进行竞争,期满双方可协商是否展期。^[22]尽管没有监管的要求,主动签署非竞争协议其实是相对成熟市场环境下的融资成本机制约束上市公司与控股股东行为的体现。在相对有效的资本市场中,若机构投资者与投资咨询机构能够更有效地对公司风险情

[21] 虎牙在2016年12月分拆出来之前未能作为独立运营的实体的财务数据是估算的,可能无法真实地反映其若作为独立的(stand – alone)公司运营的情况。虎牙在直播领域受益于其在中国市场具有领头羊地位的股东欢聚时代的运营经验与技术诀窍,如果未来同欢聚时代的合作终止或被削减,或者无法继续从YY给予的支持中获益,公司的业务可能受到不利影响。虎牙与欢聚时代在业务运营的诸多方面签署了一系列协议,相较于同其他非关联第三方谈判签署的协议,同欢聚时代的协议条款可能更不利于虎牙,欢聚时代作为控股股东的这种影响力可能会使得虎牙难以对YY的违约事项提起法律救济。具体内容可参见虎牙招股书说明书,载美国证监会网站:<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1728190/000119312519096568/d608852dfl.htm>,2020年4月20日访问。

[22] 协议内容可参见虎牙在美国SEC提交的注册文件,载美国证监会网站:<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1728190/000119312518111659/d494918dex1013.htm>,2020年4月20日访问。

形进行定价,将公司治理方面的风险信息反映在公司股价及债券评级定价上,上市公司的股东就有动力通过主动承诺不进行同业竞争或与上市公司签署不进行同业竞争的协议的形式向市场发出不会侵占公司机会的信号,以防止公司股票发行定价或债券评级过低而抬高融资成本。公司治理情况与融资成本联动可以提升控股股东的主动自我约束。

总而言之,美国对同业竞争的规制,主要有赖于公司机会规则的约束与无关联股东或独立董事批准的程序控制理念。同时,证券监管的有关规则要求发行人对自身的风险因素进行充分披露,进而可通过有效市场的风险定价来进行融资成本约束。此外,根据纽交所及纳斯达克的要求,在没有控制股东的情况下,上市公司董事会需有一半以上的独立董事,^[23]董事会相较更能独立进行商业决策,加之美国公司法上对董事义务责任的判断又有着完善的规则,很大程度上就隔离了股东通过董事职位窃取公司利益的风险。可见有效的公司治理也可约束同业竞争的潜在风险问题,监管直接介入的必要性相应降低。

三、我国同业竞争监管规则与制度实践

我国针对同业竞争的规则散见于各类法律法规或规范性文件、监管问答乃至会议培训纪要中,监管涉及多个环节和交易情景,包括首次公开发行以及上市后的再融资、上市公司收购、重大资产重组等。尽管均以避免同业竞争为目标,在IPO前后,监管的侧重、手段及严格程度事实上并不相同。此外,科创板试点注册制在上市规则中对同业竞争提出了不同于核准制下的标准要求。这些不同板块以及上市前后监管的割裂,体现了我们对待同业竞争尚未形成统一自洽的认识与监管

[23] 参见纽约证券交易所《上市公司手册》(NYSE Listed Company Manual) Section 303A.01, https://nyseguidelines.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D-WKUS_TAL_5667%23teid-69, 2020年4月20日访问。

逻辑。

(一) 核准制下的同业竞争监管

1. 规则要求:严格的“独立性”条件与对同业竞争的刚性禁止

我国首发上市的核准制下,不存在同业竞争是发行上市的实质条件。2006年的《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称《首发管理办法》)曾在发行条件章节规定了“发行人的业务独立”,即“发行人的业务应当独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争或者显失公平的关联交易”。^[24]同境外相比,该条文将同业竞争作为“业务独立”问题,在“结构违法”逻辑下明确予以禁止,整体上采取“实质审核+事前清理/否定交易”模式,不满足要求将直接导致发行申请不能过审。

追溯这一规则的产生演变有助于理解其刚性禁止的立法背景与基础。我国资本市场初建时期主要服务于国企改制上市融资,当时对上市采取了严格的配额制与审批制,加之对拟上市公司的资产质量及盈利能力有较高要求,为满足这些“量的限制”与“质的要求”,很多国企把优质资产剥离出来单独上市,部分改制分拆上市的做法客观上造成了诸多上市公司与集团母公司间的同业竞争问题。^[25]在当时公司制的运作实践不甚成熟的情况下,面对“分拆→部分业务线上市→与集团留存业务重合→业务勾连、机构人员混同”的问题,同业竞争与公司不独立成为一个问题的两面,同业竞争规制也就成了对公司人员、资产等特别是业务方面形式独立的强调。1998年证监会发布的《关于对拟发行上市企业改制情况进行调查的通知》,要求拟上市企业改制应做到人员独立、资产完整、财产独立,需将相关资产全部装入发行上市主体中,明确提出“控股股东不得与上市公司从事相同产品的生产经营,以避免同业竞争”。由此,上市公司形式独立性条线下“避免同业竞争”成为监管基调。

[24] 2006年《首次公开发行股票并上市管理办法》第19条。

[25] “据证监会统计,因部分改制存在同业竞争、关联交易问题的公司有227家,占问题公司家数(335家)的比例为67.76%。”参见杨朝军等:《中国上市公司同业竞争问题研究》,载《上海证券报》2011年9月15日,第F11版。

随着国企大规模改制分拆上市成为往事,以及 IPO 审核对公司独立性的严格把控、对整体上市的引导,首发上市阶段新增同业竞争问题不再突出。之后证监会认为,“独立性带来的问题和矛盾已经基本解决,不需要再作为发行上市的门槛,拟采用披露方式对同业竞争和关联交易问题进行监管”。^[26]现实的吊诡之处在于,在“进一步落实以信息披露为中心的审核理念”^[27]下,2015年《首发管理办法》删除了“独立性”章节,要求“发行人应当在招股说明书中披露已达到发行监管对公司独立性的基本要求”,借此突出向信息披露监管的转变。但同时颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》依旧沿用了“禁止式”的表述,^[28]导致此所谓的信息披露监管其实是套着信息披露外衣的实质审核。此后审查实践也证明了并未放松对同业竞争的审核标准——不存在同业竞争仍然是申请 IPO 的实质条件。

2. 审查实践:同业竞争的主体范围及关系界定存在泛化倾向

尽管规则上的禁止态度是明确的,但过于原则,如何具体界定的问题留给了证监会在审核实践中予以把握。同业竞争的界定主要包括两个要素——“竞争方”主体范围和竞争关系判断,各类保荐培训及会议纪要中披露的口径则显示出审核界定时存在着监管扩张冲动。

在竞争方范围上,减损公司独立性、对公司商业机会进行不当干预与分配的前提,是对公司决策存在实质影响或控制力,因此控股股东或

[26] 《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉修订说明》,载中国政府网:<http://www.gov.cn/foot/site1/20151107/001e3741a56e17a74fcd02.pdf>,2020年4月20日访问。

[27] 同注[28]。从修改说明中“以信息披露为中心的审核理念”的提法将“信息披露”与“审核理念”相集合可以看出,当时监管层面未能理解两者之间的内在矛盾。

[28] 根据《招股书格式准则第1号》第51条的规定,“发行人应披露已达到发行监管对公司独立性的下列基本要求:……(五)业务独立方面。发行人的业务独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争或者显失公平的关联交易”。可见,尽管强调不将同业竞争问题作为发行条件,采取信息披露的规制模式,但更多是形式意义。

实际控制人才是重点规制对象。^[29]但在实践中,证监会将需要排查的对象进行了宽泛解释与扩充,要求对发行人的控股股东、实际控制人的亲属拥有与发行人相竞争的业务进行是否构成同业竞争的判断。^[30]此外,有关规则还要求核查发行人是否存在持有发行人股份5%以上的关联方同发行人存在同业竞争。^[31]将竞争方范围扩充到“持股5%以上的股东”“控股股东、实际控制人夫妻双方的亲属”体现了监管的审慎态度,对此类主体存在同业竞争的情形要求披露可最大限度揭示风险因素,但简单因5%以上股东同公司存在同业竞争而施加否定性判断,或强制要求5%以上股东出具避免同业竞争的承诺,则存在过度监管的嫌疑。

在同业竞争关系的界定上,“同业”包括相同或类似的业务,“竞争性”的本质是产品或业务之间的相互替代关系,广义上也涵盖投资机会及各类有关资源等的竞争,其具体认定需综合相关市场的界定、客户群体、采购销售渠道上下游等进行总体判断。同业竞争界定有时还需考虑上市公司与竞争方之间在人员、业务、资产、技术方面的独立性与往来情况,强调“实质重于形式”。^[32]然而,同业竞争关系的判断仍存在一些理论争议与现实困难。其一,目前竞争及反垄断领域在相关市场界定、产品的相互替代性程度等问题上存在计量方法和测度工具上的局限与争议,即便同业竞争规制下的界定判断不必陷于反垄断法下的方法技术争议,但过于监管目标导向的界定会带来任意性

[29] 2001年《股票发行审核标准备忘录第1号——发行股票公司信息披露》也突出了这一点:“应进一步重申规定‘控股股东不得与上市公司从事相同产品的生产经营,以避免同业竞争’(1998年259号文)。对此,适用于一切直接、间接地控制公司或有重大影响的自然人或法人及其控制的法人单位与公司从事相同、相似的业务。”2006年的《首发管理办法》以及2015年的《招股书格式准则》也都将同业竞争的“竞争方”限定为“控股股东、实际控制人及其控制的其他企业”。

[30] 参见证监会发行监管部“关于发行人控股股东、实际控制人的亲属拥有与发行人相竞争或相关联业务问题的审核研究”的会议纪要(2010年11月)以及2019年发布的《首发业务若干问题解答》第15条。

[31] 参见《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》(证监发[2001]37号)第38条。

[32] 参见《保荐人尽职调查工作准则》(证监发行字[2006]15号)第24条以及2019年发布的《首发业务若干问题解答》第15条。

问题。其二,由于产品或服务的竞争性或相互替代关系更多是一个程度而非有无的判断,因此何种程度的竞争性可触发监管介入也有待讨论。

就论证竞争关系方面,一些境外市场中采用的对不存在实质竞争的解释理由很难在我国审核中得到认可。证监会对从销售区域、产品、客户等方面存在差异的角度解释不存在同业竞争或所谓“同业不竞争”的说法十分谨慎,^[33]但这可能造成事实上不存在实质竞争关系的情形被施加了否定性评价。签订市场分割协议划分市场区域以避免同一地域市场内竞争的做法,被认为存在限制竞争的反垄断法合规问题而招致否定。

3. IPO 前后的监管割裂

相较 IPO 审核环节,在再融资、重大资产重组以及上市公司收购这三类情形下,规则的表述更侧重信息披露与事后清理安排,如分别要求募集资金的投向不会造成新的同业竞争问题,存在同业竞争要做出相应的安排确保独立性;^[34]对会引发同业竞争的相关资产重组交易应当就存在或可能存在的同业竞争情形进行披露并提出解决方案;^[35]收购人及其关联方与被收购公司存在同业竞争的,应提供避免同业竞争等利益冲突、保持被收购公司经营独立性的说明,并披露说明相应安排。^[36]可见上市后,同业竞争问题在规则上更多表现为一个披露事

[33] 《股票发行审核标准备忘录第1号》时期,监管要求上还较为宽松,“如有充分依据说明与竞争方从事的业务有不同的客户对象、不同的市场区域等,存在明显细分市场差别,而且该市场细分是客观的、切实可行的,不会产生实质性同业竞争的,则要求公司充分披露其与竞争方存在经营相同、相似业务及市场差别情况”。但实践中口径的宽严程度也受制于审核政策宽严的变化。

[34] 有关规则可参见《上市公司非公开发行股票实施细则(2017年修订)》第2条、《上市公司证券发行管理办法(2006)》第10条第4项、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第25号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书(2007)》第11条第4项。

[35] 有关规则可参见《上市公司重大资产重组管理办法(2016年修订)》第43条第1项、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组(2017年修订)》第38条。

[36] 有关规则可参见《上市公司收购管理办法(2014年修订)》第17条第3项、第29条第10项、第50条第3项。

项,理论上不会成为阻碍有关交易进行的条件限制。尽管监管机构也可能在事前审核中否定一些会导致或可能导致同业竞争的交易,但很难达到首发审核的严格程度。

总结而言,目前监管存在 IPO“实质审核+事前清理/否定交易”和上市后的“信息披露+事后清理”两种模式,上市前的审核监管与上市后原则上以信息披露为主的监管路径存在割裂。

(二) 科创板注册制下的改革探索和尝试

1. “重大不利影响”的规则表述更加弹性化

科创板试点注册制改革中,落实以信息披露为中心,部分放松了对同业竞争的监管要求。《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《科创板注册管理办法》)整体上仍延续了“避免同业竞争”审核监管思路,也保留了“同业竞争”作为发行条件事项的做法,不过科创板同核准制下要求在规则表述上呈现两方面的不同。一是性质上将同业竞争从上市时点的“独立性”问题表述为“独立持续经营的能力”,至少在语义上意味着监管者对同业竞争的理解有从静态的“结构”转向动态的“行为能力”的趋势;二是对同业竞争增加了“重大不利影响”的限定,显示了对同业竞争监管走向限缩范围、注重实质的趋势。

对于如何理解“重大不利影响”,《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》(以下简称《科创板审核问答》)给出的原则标准是“竞争方的同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例达30%以上的,如无充分相反证据,原则上应认定为构成重大不利影响”^[37]。从竞争方相关业务占发行人业务比重加以判断,其逻辑在于如果占比较小,利益冲突的范围与强度就能得以控制。不过,这一判断规则也存在标准单一且量化指标的刚性问题,尽管“相反证据”的表述似乎也留出了“超出30%的比例仍无重大不利影响”的反证空间。

在信息披露方面,科创板的要求同主板并无实质不同,均较为原则笼统,不过科创板也增加了要求披露发行人防范利益输送、利益冲突及保持独立性的具体安排等以及控股股东、实际控制人作出的避免新增

[37] 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》(上证发[2019]29号)第4条。

同业竞争的承诺。^[38]此外,科创板的优势在于其可在公开问询中不断提出具体细化的问题,从而引导申请企业对风险信息进一步说明。

2. 科创板对同业竞争的监管口径有待实践的进一步阐释

尽管“重大不利影响”的限定弹性化了对同业竞争的要求,但这一问题在监管上的重要性并未下降。相反,目前交易所对部分科创板申请企业的申报审核中,同业竞争堪称重中之重,如国盾量子、西部超导、和舰芯片、杭可科技、交控科技等申报案例,交易所乃至会通过多轮的问询,对同业竞争问题进行层层追问。

目前已提交注册的国盾量子以及已上市的西部超导的有关业务比例均未超过30%,而和舰芯片则在交易所的三轮问询中未能证明不构成重大不利影响,后自行撤回申请而被交易所终止审核。和舰芯片与其控股股东联华电子都从事特定尺寸的晶圆研发制造及IC设计服务业务,尽管控股股东与发行人的重叠业务在报告期内连续三年的收入占比逐年下降,但均在30%以上。^[39]和舰芯片在第二轮及第三轮的问询回复中,试图通过剔除特定产品改变同类业务的具体范围划定而将占比调整至30%以下,同时采取划定业务地域市场范围,控股股东补充承诺进一步降低有关业务在发行人市场区域内的同类收入占比并将其控制在30%以下的承诺函等方式,论证确保不会对发行人造成“重大不利影响”,^[40]但并未成功。

值得注意的是,和舰芯片所采取的细分产品、划分地域市场以及承诺未来解决的方式并非过往证监会审核通常认可的措施,而和舰芯片申报最终折戟也部分显示出,尽管注册制下整体呈现放松同业竞争要求的趋势,但路径依赖下,科创板仍会继续采用证监会已建立起来的诸

[38] 参见《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书》第63条。

[39] 在第一次问询回复中,和舰芯片称,2016~2018年报告期内,“在发行人市场区域内,联华电子晶圆收入占发行人的比例分别为208.63%、75.89%、58.79%,逐年下降,下降幅度较大,发行人晶圆毛利为负数,故毛利占比不可比”,具体参见2019年4月30日披露的《保荐人和发行人关于和舰芯片问询函的回复》,第151~172页。

[40] 参见2019年5月28日披露的《保荐人和发行人关于和舰芯片第二轮问询函的回复》以及2019年7月2日披露的《保荐人和发行人关于和舰芯片第三轮问询函的回复》第3~19页。

多口径标准,这种保守倾向会制约对“重大不利影响”的灵活解释,而如何解释“重大不利影响”恰恰事关科创板的“立新”程度。未来,科创板能多大程度上从审核监管走向美国式的信息披露监管,规则表述上的弹性能多大程度上落实于具体案例的适用,或仅仅是立法语言的变化,有待科创板有关问答与实践的进一步阐释。

四、当下同业竞争监管模式的困境与问题

我国对同业竞争的规制较境外更严格,尽管特定时期有助于纠正上市公司独立性不足,但事前审查并禁止的“一刀切”要求也带来了诸多监管困境,一方面对市场实践需求的回应不足,另一方面监管的干预性造成对市场主体资源配置决策的干预乃至扭曲。

(一) 回应性不足,无法满足复杂商业实践需要

不同于早期以国企拆分上市为主要原因及具体表现,随着我国经济转型调整、企业间资源整合增多,因上市公司或其股东层面的资产与股权方面的交易所带来的同业竞争问题日趋增多,其成因表现呈现复杂化、多样化,且往往存在正当商业考虑、有合理商业诉求。多样的商业情境需要与现行监管间的矛盾主要表现为以下类型。

一是上市公司控股股东“权宜收购”的应对问题。例如,万华化学的控股股东万华实业于2011年以12.63亿欧元收购了境外Borsod ChemZrt公司(以下简称“BC公司”)96%股权,万华化学是MDI的全球第二大生产商,BC公司则是中东欧最大的MDI制造商,业务上存在同业竞争问题,万华实业便委托万华化学负责对BC公司管理运营。^[41]为此,万华实业分拆为万华实业和万华化工,由分拆出来的万

[41] 作为控股股东,万华实业在万华化学上市之初曾作出同业竞争禁止的承诺,而此次收购形成的同业竞争问题,万华实业与万华化学通过托管协议的方式进行利益冲突的隔离,万华实业承诺在BC公司的运营状况显著改善以后的18个月内,提出以适当的方式解决业务合并的议案,且在该议案提交股东大会表决时予以回避表决。详见2011年2月9日万华化学发布的《关于控股股东万华实业集团有限公司收购匈牙利BorsodChem公司96%股权的公告》。

华化工持有 BC 公司股份;后万华化学通过发行股票的方式,将万华化工纳入上市公司,BC 公司也将被并入万华化学,同业竞争问题得以解决。回溯 2011 年由控股股东出面进行收购的背景,主要是因为当时 BC 公司经营状况不佳,几乎处于资不抵债的状态,且收购之后持续亏损,近两年才开始实现盈利,不宜由上市公司直接收购;但从行业经营角度,公司又确有基于产业战略布局考虑而完成并购的现实需要。权宜之下,公司采取了由控股股东先行完成收购、满足条件后注入上市公司的路径,但这也不可避免地导致了上市公司与控股股东在一定时间内存在同业竞争问题,由此带来了效率与合规风险上的权衡困难。

二是收购同行业上市公司控制权带来的同业竞争问题。例如,喜临门是家具行业的龙头企业,2018 年 10 月其控股股东绍兴华易投资面临可交债到期无法偿还的债务压力,拟向同为 A 股家具龙头的顾家家居转让控制权以获得流动性。若股权转让完成,喜临门则将成为顾家家居的控股子公司。两家行业龙头的“强强联合”带来产业资源整合与协同效应的机会,但同时,两家上市公司间的同业竞争问题则引发市场对作为控股股东的收购方在商业机会分配以及被收购方在商业机会获取的公平性方面的担忧。一方面,双方均有各自的利益攸关者,商业机会上对任何一方的倾斜都意味着对另一方的不利;另一方面,收购完成后如何解决同业竞争问题,整合会涉及公司业务的重大的调整,如何权衡并保证双向公平,也引发了诸多质疑。

三是国资管理与同业竞争监管之间的张力冲突。我国上市国企众多,国资管理的划转安排往往会使控股股东被动面临同上市公司的同业竞争问题。例如,国务院国资委将中国外运长航集团有限公司(以下简称“中外运长航”)整体无偿划转给招商局集团,直接造成中外运长航下属几家子公司的业务与同属招商集团旗下的 A 股上市公司招商轮船存在同业竞争。无偿划转本是一种资产整合安排,但国资系统的划转可能会带来上市公司监管层面同业竞争清理要求下的再次整合

问题。^[42]而对于大型垄断性国企集团,因一个集团被无偿划转给另一个集团所导致的同业竞争,其后续清理整合可能关乎整个行业,涉及境内外众多资产,难免复杂,整合方案缺乏事先确定性与具体时间表,此时国资管理与同业竞争监管之间的张力就更为突出。

四是在严格且缺乏弹性的监管下,对某些个案的宽松处理导致区别对待问题。例如,工业富联上市时关联人众多,其控股股东中坚公司控制着84家下属子公司,而间接持有中坚公司100%股权的鸿海精密,旗下有183家子公司及其他众多联营企业。尽管通过上市前的资产重组,鸿海精密及其下属企业已将有关资产注入工业富联,中坚公司方面也不存在同业竞争情况,但鸿海精密的一些海外子公司与工业富联在业务上仍然存在一定重合,同业竞争问题未得到彻底解决。在工业富联首发申请审核中,基于有关方对未来资产注入和消除同业竞争的承诺,证监会允许了一定期限和一定程度内同业竞争关系的存在。个别存在同业竞争未能彻底解决问题的企业,因特殊政策与监管便利实现了快速上市,而对其他企业来说,其迫于各种障碍未能及时清理的同业竞争问题可能并不严重,但往往处于审核劣势,因触碰红线而被否的公司也不在少数。^[43]

综上情形,上市前,对相关业务进行资产重组或注入有时会存在法律或事实上的客观障碍,进而导致同业竞争无法被事前清除,这种情形下同业竞争不宜作为独立的直接否定上市申请的理由。上市后,公司或其股东的各类并购重组以及业务拓展均可能带来同业竞争,且一般并非当事人主动追求,很多造成同业竞争的资产或股权收购往往有正当商业考虑,这些交易本身并无其他不法或规避监管的目的,只不过交易“恰巧”伴生了同业竞争问题。上市公司拓展新业务或基于国资管

[42] 招商局集团对于因无偿划转而产生的其他现有同业竞争,承诺将按照相关证券监管部门的要求,在相关监管政策开放后的5年内,根据相关业务的具体情况综合运用委托管理、资产重组、股权置换、业务调整等多种方式,稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。详见2017年12月5日招商轮船发布的《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》。

[43] 例如,湖南广信科技股份有限公司、四川港通医疗设备集团股份有限公司等公司IPO被否,同业竞争均是关注的重点与重要被否原因。

理进行的划转,更会导致控股股东被动地面临与上市公司同业竞争的境况。然而,我国目前的监管框架与规则似乎难以为这些情况的处理提供充足的判断依据与弹性应对空间,且个案中标准适用也不甚一致。

(二) 干预性明显,影响资源配置效率

同业竞争的规制需要权衡考虑同业竞争产生或存续原因的合理性、效率对商事交易的重要性与同业竞争的潜在风险,以兼顾风险防范与市场效率,而非单项选择题。

一方面,同业竞争本身并不具有天然的可责难性。公司作为营利性的商主体,自由从事合法的经营事项是其作为市场主体的天然权利,随着上市公司及相关方各类的业务经营拓展及股权、资产交易活动,同业竞争的产生消除呈现持续动态变化,乃市场过程的正常现象。对公司间不能存在同业竞争的限制,是对这一市场逻辑的背离,理应审慎。过于宽泛的审核界定会因过度限制竞争而造成效率损失,在监管手段上,事前审核并禁止看似“一劳永逸”,但没有看到上市后上市公司及其相关方诸多交易均可能导致新增同业竞争,而若因此禁止相关主体的交易会造其商业机会的损失。

另一方面,特定案例下同业竞争的产生与存在有其商业合理性,事前审核并禁止的监管手段会造成对正常交易决策的监管干预,同样损害市场效率。尽管 IPO 后的监管路径更多以信息披露为主,且监管权限更多移至交易所层面,上市的审核与上市后的公司监管具有一定隔离性,但 IPO 环节禁止的态度基调会对上市后的监管造成影响,使上市后以信息披露为主的监管也呈现干预性。

监管干预效应的具体作用途径是多方面的。其一,有关方考虑到同业竞争会遭到监管的否定性评价,会直接打消相关交易动议,这造成原本具有正当商业考虑的交易决策因监管压力不了了之。其二,即便监管在个案中放松审查、允许了交易,但考虑到交易进行后的同业竞争仍会被监管要求尽快清理,出于避免此等繁复,有关交易主体也会直接选择放弃交易。其三,从同业竞争的清理角度看,证监会等部门曾多次

督促进行专项清理,^[44]但以满足监管要求为直接目标进行的资产重组可能无法兼顾协同效应与效率目标——资产没有被置于最能有效运营的主体进而导致资源错配,如国资与证券监管方面定期运动式地要求上市公司清理同业竞争,甚至通过国有资产划转以清理同业竞争,可能违背市场环境下进行资产重组的逻辑与初衷。

五、注册制下同业竞争规制的路径转换

《证券法》的修改对全面推行注册制提供了法律基础,而注册制的核心便在于将投资者能够判断处理的事项通过信息披露的方式留给市场自行评价,更多依靠市场机制,弱化监管审核的家长主义色彩。在此背景下,面对当前同业竞争监管的困境与问题,倚重事前审核与监管判断干预的同业竞争规制模式也需逐步转向以信息披露为中心的监管模式。

(一) 转变规制思路:从形式业务独立到运营决策的利益冲突防范

从前文对我国与境外制度实践的分析对比中可以观察到,理解并规制同业竞争有两种视角。一种是从静态的“业务独立”出发,强调形式结构上控股股东与上市公司不存在重叠业务,为保证形式独立而禁止同业竞争本身,系“结构本身违法”的逻辑,以我国 IPO 审核中的思路为典型。另一种则相对动态化,侧重公司运营中能保持“决策独立”、避免商业机会被不当掠夺,落脚于利益冲突风险的行为规制,并强调通过信息披露向市场揭示同业竞争的风险性,典型如美国。两种思路差异的关键是对“独立性”理解的侧重不同。前者以事前禁止同业竞争的方式强化业务独立性,忽略了公司运营决策独立的维度,进而会导致对同业竞争与公司独立之间关系的片面认识。

[44] 2010年,证监会开展“解决同业竞争,减少关联交易”的专项活动,并下发了《关于开展解决同业竞争、减少关联交易,进一步提高上市公司独立性工作的通知》(上市部函[2010]085号)。2013年8月20日,国资委与证监会发布了《关于推动国有股东与所控股上市公司解决同业竞争规范关联交易的指导意见》(国资发产权[2013]202号)的通知,要求逐步解决国有控股上市公司的同业竞争问题。

首先,同业竞争不必然等于业务不独立。长期以来,我国要求避免同业竞争的规则表述更多从强化机构、人员、资产特别是业务的形式独立出发,这是特定环境——国企股份制、公司制改革不充分下业务混同严重、分拆上市容易导致普遍性的业务勾连不清——的产物。但同业竞争并不意味着公司将丧失自身业务运营独立的可能,这也是前述交易所均以“独立经营”“独立决策”为最终落脚点、强调进行利益冲突管理,将同业竞争的规制化于公司治理的前提。

其次,公司运营决策的独立恰恰是解决同业竞争潜在风险的方法。如果公司治理与市场环境足够完善,能有效制约运营决策中控股股东施加不当影响,抑制同业竞争的潜在风险,就没有必要禁止同业竞争。这是境外特别是美国敢于对同业竞争“无为而治”的逻辑所在。在我国对同业竞争的规制上,恰恰是公司实际运营决策的不甚独立反过来强化了对事前清理同业竞争、确保业务形式独立的需要,但这种本末倒置的思路无法平衡风险防范与市场效率两个目标,需加以扭转,理顺监管逻辑。

一方面,结合境外的经验,IPO及有关交易审核应从“事前禁止”向“信息披露”的监管思路转变,未来可将“不得存在同业竞争”排除出上市条件,而之以对公司“独立性”特别是商业运营决策独立的综合性判断,允许上市公司采用境外市场中较成熟的保障措施进行风险隔离防范,同时强化对其风险信息的披露揭示。另一方面,对于存在同业竞争的上市公司,则应更加关注事中事后对公司动态运营过程中的行为监管,从防范利益冲突的角度,强化无利害关系的股东及董事的程序控制,倡导独立董事的多数性存在,同时推动证券市场司法救济制度的完善,发展有关篡夺公司机会的司法裁判规则。总之,需从多个维度强化公司治理及事后责任约束,提供维护决策独立的制度保障,在此不予赘述。

(二) 监管应对的具体建议

针对当下监管的问题以及科创板实践的开展,可从“减少审核干预性”以及“强化信息披露”两个角度逐步向以信息披露为主的监管转变。

1. 放松审核,限缩范围,分类弹性处理

首先,在同业竞争的审核界定上,按实质重于形式的原则判断“是

否具有控制力”及“是否具有竞争性”。前文已论及,同业竞争规制主要是防范对公司具有实际控制力的主体通过控制、影响公司决策进行商业机会的转移。因此,竞争方审查范围也应回归“实际控制”标准。^[45] 在二股东同业竞争的情形下,尽管其对公司决策有一定影响力,但由于存在第一大股东的监督制约,实际上难以实施操纵行为。因此,当存在市场自我制衡监督力量时,监管不必过于介入。竞争关系的判断也应置于具体市场环境中评估“竞争性”程度,未来可不必拘泥业务比重的标准,对于业务占比虽高但因为产品替代性不强、确实存在地域市场的隔离,而与上市公司不会形成实质竞争的,逐步予以认可。

其次,在对同业竞争的处理上,应具体案例具体分析,避免“一刀切”地要求事前清理。对于具备一定商业逻辑且清理确有障碍的情形,可允许上市公司综合性地采取解决措施和过渡安排,只要其能够说明确保运营决策的独立即可。技术上可鼓励采取如将有关的同业竞争业务、资产托管或租赁给上市公司,或进行股权或经营权的托管,或由上市公司买断有关业务销售等过渡性安排,而何时通过“买”“卖”“销”等何种方式清理同业竞争,也应当留给市场主体根据市场环境进行资产重组决策的弹性空间。^[46] 此外,也可借鉴境外做法,创设有关豁免与安全港规则,如经上市公司非关联股东或董事的审议批准,可允许一定期限内同业竞争关系的存在。

2. 强化信息披露中的风险揭示

在稳步放松监管干预的同时,逐步从多方面强化信息披露作用的发挥。

[45] “实际控制”的判断,需结合股权集中度、持股比例、董事会人员构成与董事席位等进行综合考量。美国特拉华州最高法院法官在 *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation* 一案中,将“实际控制”界定为“兼有左右决策的股东投票权与实际管理经营公司的权威”,认为在不同具体情境中,公司的实际控制人的认定可能并不相同。

[46] 对于不同清理方式的优劣对比,以及可能涉及的各类资产重组类型与具体操作,涉及较多实务细节,本文不再予以赘述。有关问题可参见王茉莉:《同业竞争审核标准探析——基于审核实践和案例的考察》,载《金融法苑》2012年第85期;蒋孟彬、尉京红:《我国拟上市企业同业竞争解决方法及思路探讨》,载《商业会计》2012年第10期;郭小薇:《上市公司同业竞争问题研究》,载《价值工程》2011年第17期;梁胜:《上市公司同业竞争法律问题探讨》,载《企业经济》2011年第3期。

首先,从披露的信息内容性质上,需强调对风险性信息的披露。目前我国对同业竞争的信息披露强调“是否存在”“何种保障”“后续解决安排”等,这与美国强调风险信息的披露有一定差距。在注册制的逻辑下,信息披露不仅是对“正向”或“中性”信息的披露,更要对负向的风险信息重点说明,否则市场将难以通过风险定价过程对上市公司及其控股股东形成制约。因此,在从审核禁止到信息披露的路径转换中,监管需更多地通过问询等方式引导或在披露规制中直接要求,具体说明同业竞争对公司业务经营与财务表现有何负面影响。

其次,从披露的信息范围上,可适度扩大需予以披露的主体范围。规制范围与规制手段应当是“负相关”互动的,若采用“实质审查+否定交易”的强监管手段,就应尽量限缩竞争方的界定;但若仅以信息披露为手段,则可扩大信息披露的主体范围——即使不满足“实际控制”的标准,对于二股东或5%以上的重要股东等也可要求其披露有关同业竞争的情况,以充分提醒市场注意潜在风险。

此外,在披露的具体场合上,除了发行上市以及特定交易事项的披露外,可进一步要求董监高、控股股东等就存在同业竞争关系的业务领域的有关决策承担更多的解释说明义务,说明其商业判断的合理性,并要求上市公司在定期报告中对报告期内相关业务上有关决策是否独立、是否符合上市公司利益作特别说明,也可要求有关中介机构进行审查说明。

六、结语

随着我国上市公司治理的改善以及投资者适当性与投资参与门槛、价格形成机制、退市机制以及证券诉讼救济等资本市场各项制度的构建完善,有理由相信市场能逐渐更好地承担起信息判断、价格机制约束与资源配置的角色,这是推行注册制并将监管审核更多让位于市场机制的认识前提。同业竞争的规制路径转换需与配套制度的改革完善相匹配,不可一蹴而就,但整体方向是较为明确的。目前科创板注册制试点虽对同业竞争要求进行了“松绑”,但实践中口径的把握仍较谨

慎,存在进一步弹性化的空间。随着科创板对同业竞争新规则的实践与总结,未来宜着手推动不同板块以及上市前后同业竞争监管要求的统一。

(编辑:谢贵春)