

关于完善上市公司收购中 财务顾问制度的思考^{*}

高鹏程^{**} 曹璐^{***} 操龙飞^{****}

摘要:上市公司收购交易涉及控制权变更和巩固,对中小投资者利益影响重大,主要国家均逐渐重视财务顾问在收购中的重要地位。我国规定了财务顾问在上市公司收购交易中的一系列职责,确立了其“看门人”的地位,并将包括财务顾问在内的中介机构作为强化收购行为监管的抓手。目前,收购中的财务顾问还存在准入资格不统一、独立性规定不完善、尽职履责不充分等问题。建议统一财务顾问准入要求,完善财务顾问独立性机制,强化财务顾问履职约束。

关键词:上市公司收购 财务顾问 制度完善

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 上海证券交易所公司监管一部员工。

*** 原上海证券交易所公司监管一部员工。

**** 上海证券交易所公司监管一部员工。

一、我国当前上市公司收购中财务顾问的法律规定

(一) 财务顾问的职责规定

上市公司收购,从《证券法》第4章“上市公司的收购”中相关规定来看,实际是指上市公司被收购,或者说对上市公司的收购行为。^{〔1〕}虽然我国并没有明确上市公司被收购的判断标准,但应包括取得及巩固上市公司控制权的行为。^{〔2〕}

目前,我国尚无对财务顾问的体系化立法。财务顾问的规定主要见于《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》(以下简称《财务顾问办法》);^{〔3〕}同时,还散见于《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购管理办法》)、《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组管理办法》)等行政法规中。^{〔4〕}其中,《财务顾问办法》于2008年6月实施,时间较早,其后财务顾问的有关规定一定程度上与前者存在交叉和重复。^{〔5〕}

〔1〕 例如,在《证券法》第4章“上市公司的收购”中,第85条规定:“投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司。”可以推导,第4章标题所指“上市公司的收购”,实际即对上市公司的收购。本文将视语境,交替使用上市公司收购、对上市公司的收购和上市公司被收购等表述。

〔2〕 《上市公司收购管理办法》(2014年修订)第5条规定:“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东,可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人,也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权。”

〔3〕 《收购管理办法》第2条规定:“上市公司并购重组财务顾问业务是指为上市公司的收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购等对上市公司股权结构、资产和负债、收入和利润等具有重大影响的并购重组活动提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。”

〔4〕 此外,有关格式指引中也有对财务顾问意见的相关要求。例如,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书》(2014年修订)第40条规定:“当收购人难以提供财务资料时,须聘请财务顾问进行核查,说明收购人无法按规定提供财务资料的原因、收购人具备收购上市公司的实力且没有规避信息披露义务的意图。”

〔5〕 例如,《财务顾问办法》第24条规定了财务顾问在上市公司并购重组活动调查和出具专业意见应当重点关注的问题,而《收购管理办法》第66条类似规定了财务顾问就收购出具财务顾问意见时应当分析和逐项发表意见的事项。

总体来说,聘请财务顾问之于上市公司收购,在现有的规定下,通常是强制性的,没有聘请财务顾问不得进行上市公司收购。^[6]尽管财务顾问视聘用方为收购人抑或被收购上市公司,有收购人财务顾问和独立财务顾问之分,^[7]但归纳起来,收购中的财务顾问职责主要包括六方面:(1)对收购人进行尽职调查;(2)提供专业化服务,就收购方案提出对策建议,指导收购人按照规定的内容与格式制作申报文件;(3)对于收购人进行证券市场规范化运作辅导,督促其依法履行报告、公告和其他法定义务;(4)对收购人及申报文件内容进行核查和验证,对收购事项发表专业意见;(5)接受收购人委托,向中国证监会报送申报材料,组织协调收答复;(6)履行持续督导收购义务。^[8]从有关规定来看,出具相关核查意见应为其核心职责。

具体来看,根据财务顾问的职责不同,大致可以将收购划分为一般性收购、特定方式收购、特殊主体收购三大类。一般情况下,视收购人最终持有上市公司股份比例不同,应当对收购报告书或详式权益变动报告书等有关内容出具核查意见。^[9]对于以要约方式开展的收购,上

[6] 《收购管理办法》第9条规定:“收购人进行上市公司的收购,应当聘请在中国注册的具有从事财务顾问业务资格的专业机构担任财务顾问。收购人未按照本办法规定聘请财务顾问的,不得收购上市公司。”在特殊情况下可免于聘请财务顾问,包括因国有股行政划转或者变更、股份转让在同一实际控制人控制的不同主体之间进行、因继承等行政或法定原因取得控制地位情形,以及取得控制地位后通过承诺至少3年放弃表决权。参见《收购管理办法》第17条第2款。此外,对于收购人拥有上市公司权益的股份未达到20%时,是否应强制聘请财务顾问出具意见也存在争议。见脚注[9]。

[7] 目前,上市公司收购均强制要求收购人聘请财务顾问;在要约收购、管理层收购时,上市公司也需同时聘请财务顾问。与收购人聘请的财务顾问不同,上市公司聘请的财务顾问称为独立财务顾问。参见《收购管理办法》第32条、第51条等。若无特殊说明,下文将收购人财务顾问和独立财务顾问统称为财务顾问。

[8] 《收购管理办法》第65条。

[9] 收购人根据拥有上市公司权益股份的比例不同,应当披露不同的文件。根据《收购管理办法》第17条的规定,当收购人拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的30%时,应当披露收购报告书,财务顾问应当对收购报告书等内容出具意见。当投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的20%,但未超过30%的,应当披露详式权益变动报告书。如投资者及其一致行动人成为第一大股东或实际控制人时,即构成收购时,应当聘请财务顾问对详式权益变动报告书的内容出具核查意见。值得注意的是,对于投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%,但未达到20%的,且成为第一大股东或

市公司和收购人均需聘请财务顾问,就要约收购价格等特殊问题出具意见;对于协议收购超过强制要约的点而可免于发出要约时,财务顾问需就是否符合豁免情形发表意见。对于特殊主体收购的,即管理层收购,需有财务顾问的专门意见。此外,出现间接收购下未充分履行信息披露义务的消极情形时,上市公司董事会可聘请财务顾问就相关情况进行查询(见表1)。

表1 聘请财务顾问的情形

类型	触发点	财务顾问义务	聘请主体	是否强制	规范依据
一般收购	投资者及其一致行动人收购完成后拥有上市公司权益的股份比例超过30%	对收购有关事项出具报告(说明收购报告书是否真实、准确、完整,收购目的,收购人主体资格、规范化运作辅导情况,收购人与其控制人的控制关系结构、管理经验、资信情况、最近3年的诚信记录、资金来源及合法性、以证券支付收购价款时的特殊说明、承诺及履行能力、批准审批履行情况、后续计划、收购影响、收购人及其关联方与被收购公司业务和	收购人	是	《收购管理办法》第36条、第47条、第50条、第66条;《财务顾问办法》第24条

实际控制人时,也符合收购定义,根据《收购管理办法》第16条第2款的规定,应当参照上述详式权益变动报告书有关的内容要求进行披露。但是,是否应聘请财务顾问出具核查意见,并不明确。一种观点认为,鉴于财务顾问对详式权益变动报告书出具意见的要求规定在17条第2款,所以对于收购后收购人权益不达20%的情形无须聘请财务顾问发表意见。但这也可能事实上造成与收购必须聘请财务顾问这一大原则不一致。另一种观点认为,第17条第1款第7项规定收购人还要能够按照第50条的规定提供相关文件,包括财务顾问关于收购人最近3年的诚信记录、收购资金来源合法性、收购人具备履行相关承诺的能力以及相关信息披露内容真实性、准确性、完整性的核查意见;或者收购人成立未满3年的,财务顾问还应当提供其控股股东或者实际控制人最近3年诚信记录的核查意见。从实践来看,上述两种做法都存在,前者如海特高新(002023.SZ),2014年9月披露详式权益变动报告书,公司控股股东、实际控制人发生变化,新实控人持有上市公司18.31%的股份,但未聘请财务顾问出具意见;后者如海翔药业(002099.SZ),2014年5月披露详式权益变动报告书,公司控股股东、实际控制人发生变化,新实控人王云富控制上市公司18.31%的股份,财务顾问广州证券同时出具《关于王云富先生协议收购海翔药业若干问题之核查意见》。当然,也有采用更为严格的做法,财务顾问就详式权益变动报告出具核查意见。例如,东北电气(000585.SZ)2017年1月披露详式权益变动报告书,公司控股股东、实际控制人发生变化,新实控人控制上市公司9.33%的股份,财务顾问海通证券直接就详式权益变动报告书出具了核查意见。

续表

类型	触发点	财务顾问义务	聘请主体	是否强制	规范依据
一般收购		人事安排、收购标的独立性、上市公司原控制人及其关联方是否损害公司利益、收购过渡期安排等；境外法人或其他组织收购人符合战略投资条件、有收购能力)			
	投资者及其一致行动人收购完成后拥有上市公司权益的股份比例达到或超过5%，但未达30%	就权益变动报告书披露的内容出具核查意见 (至少包括收购人近3年诚信记录、资金来源及合法性、履行承诺能力及相关信息披露真实性、准确性、完整性的核查意见；收购人成立未满3年时，其控股股东或实际控制人近3年诚信记录的核查意见)	收购人	是	《收购管理办法》第16条、第17条；《财务顾问办法》第24条
特殊方式收购	以要约方式收购上市公司股份	除一般收购的内容外，还应关注要约收购的特殊内容 (要约收购的目的、收购人的支付方式和条件、履约能力、是否将导致退市、剩余中小股东的保护机制等，要约价格低于提示性公告日前30个交易日该种股票每日加权平均价格的算术平均值时的股票交易情况说明)	收购人	是	《收购管理办法》第28条、第35条、第36条；《财务顾问办法》第24条
		结合收购人的主体资格、资信情况及收购意图，分析要约条件，对股东是否接受要约提出意见 (说明收购价格是否充分反映被收购公司价值，要约是否公平合理，收购人主体资格、实力及收购影响、收购人是否利用被收购公司或其资产为本次收购提供财务资助，收购人以证券支付收购价款的特殊分析)	上市公司董事会	是	《收购管理办法》第32条、第67条

续表

类型	触发点	财务顾问义务	聘请主体	是否强制	规范依据
特殊方式收购	以协议方式收购上市公司股份超过30%，收购人拟依据《收购管理办法》第6章的规定申请豁免发出要约	向证监会、证券交易所提交豁免的书面报告和核查意见(说明是否属于可豁免的情形、收购人履行承诺的能力及信息披露的真实性、准确性、完整性)	收购人	是	《收购管理办法》第48条、第66条
特殊主体收购	上市公司董监高、员工或其所控制或委托的法人或其他组织，拟通过收购或间接收购取得本公司控制权	就本次收购出具专业意见(上市公司估值分析，就收购的定价依据、支付方式、资金来源、融资安排、还款计划、上市公司内控制度、收购人及其直系亲属最近24个月与上市公司的业务往来及收购报告书的其他内容等发表意见)	上市公司	是	《收购管理办法》第51条、第67条
消极情形	上市公司被间接收购，公司实际控制人及其支配的股东未履行报告公告义务，公司董事会认为必要	向实际控制人和受其支配的股东查询	上市公司董事会	否	《收购管理办法》第59条

(二) 收购中的财务顾问地位

1. 各国逐渐重视收购中财务顾问的作用

各国对财务顾问在收购中的作用已有较充分的认识,强化财务顾问监管也逐渐成为世界主流监管认识。从各国制度来看,要求中介机构出具意见已较为普遍。美国实践中,为方便董事会尽到信义义务(fiduciary duty),在与控制权有关的交易(corporate control transaction)中多会聘请财务顾问(financial advisor)出具所谓公平意见(fairness opinion)。^[10]除私有化交易(going-private transactions)外,^[11]无论联邦法还是州法,均没有强制要求中介机构出具相关意见。^[12]财务顾问多半由投资银行担任,所涉及内容可能包括交易价格等与财务公平性有关的问题。^[13]英国法下,收购人审慎考虑并在有充分理由证明有能力实施收购时,才能向被收购人发出通知,财务顾问应对收购能力和收购通知间的关联性负责。^[14]当然,在反向收购(reverse takeover),即重组上市的特殊情况下,财务顾问还应对标的有关的财务信息披露负责。^[15]我国台湾地区

[10] 美国控制权交易包括合并、要约收购、重整等类型。See Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinion: How Fair are They and What can be Done about It?* 1989 Duke L. J. 27, 27 (Feb. 1989); Steven M. Davidoff, *Fairness Opinion*, 55 Am. U. L. Rev. 1557, 1558 (Aug. 2006).

[11] SEC Schedule 13E-3, Item 8 & 9, 17 C. F. R. § 240.13e-100 (1985).

[12] Robert J. GIUFFRÀ, Jr., *Investment Bankers' Fairness Opinions in Corporate Control Transactions*, 96 Yale L. J. 119, 124 (Nov. 1986).

[13] 同上注,第120页。

[14] The Takeover Code, 2.7(a): "An offeror should announce a firm intention to make an offer only after the most careful and responsible consideration and when the offeror has every reason to believe that it can and will continue to be able to implement the offer. Responsibility in this connection also rests on the financial adviser to the offeror."

[15] UK Listing Rule, 8.2.1 R (10) & (11) (referring to 5.6.12 G and 5.6.15 G). 当然,对首次公开发行上市和持续上市阶段提供相关顾问服务的主体,金融行为监管局(FCA)制定的《上市规则》(Listing Rule)均称为保荐人(sponsor),并规定对于上市公司反向收购,应当由上市公司聘请保荐人;保荐人职责除确定发行人满足上市条件外,还要就有证券在受监管市场(regulated market)交易的收购人,向FCA证明财务信息和内幕信息等有关的信息披露规则与其《披露与透明度规则》(Disclosure and Transparency Rule)无实质差异,并且收购人遵守了有关交易场所的披露规则;或者当收购人没有证券在受监管市场交易时,对收购人财务、业务运行的非财务信息等负责。

“企业并购法”第6条规定,公开发行股票的公司进行并购的,应在董事会和股东大会前聘请独立专家就换股比例或配发股东的现金或其他财产的合理性发表意见。^[16]此法律的目的在于借助独立专家的意见和判断协助董事对并购决策的合理性作出判断,保障股东权益。

2. 对包括财务顾问在内的“看门人”强化监管成为趋势

“看门人”(gatekeeper)理论最早可以追溯到20世纪80年代,^[17]是对证券市场外部独立专业机构的归纳。其重要性日益得到重视,原因在于上市公司所有权与经营权的分离,造成股东和上市公司之间存在严重的信息不对称,而该类机构通常具有法律、财务等方面的专业知识优势以及声誉公信力,其核查能进一步保障公司信息披露的真实、准确、完整,保护不能集中决策的投资者的利益。我国在《财务顾问办法》制定之初即明确了财务顾问作为并购重组“第一看门人”的地位。^[18]从发达国家的经验来看,一方面,“看门人”已从学术化的理论演变为实务认可的概念,^[19]某些中介机构在监督公司内部治理方面的重要作用已经不

[16] 我国台湾地区“企业并购法”第6条规定:“公开发行股票之公司于召开董事会决议并购事项前,应委请独立专家就换股比例或配发股东之现金或其他财产之合理性表示意见并分体提报董事会及股东会。但本法规定无须召开股东会决议并购事项者,得不提报股东会。于公司分割案件时,前项委请独立专家表示意见之内容,为分割受让营业或财产之既存或新设公司发行新股之价格及所受让营业或财产之合理性。”

[17] Ronald Gilson & Ranier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549, 612-621 (1984) (讨论投资银行家作为“看门人”的角色)。其实,看门人在多个领域均有使用,往往借用了其比喻义,如在社会科学中可以指承担排查错误或确保合规职责的外部或独立的看守者或监管者。See John C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* 1-2, Oxford University Press, 2006。看门人含义广泛而不精确,在金融领域,也存在争论。例如在美国,审计师、会计师和评级机构等都被规则明确纳入“看门人”的范畴,明确在相关交易中必不可少的审查义务,对于律师、证券分析师等中介机构的地位还在探讨中。See e. g., John C. Coffee Jr., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, Columbia Law and Economic Working Paper No. 221 (April 2003), available at: <https://ssrn.com/abstract=395181>。

[18] 关于《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法(征求意见稿)》(2018年1月11日)的说明。其在规则制定的背景说明中,明确旨在规范并购重组财务顾问执业行为、促进其担当好并购重组“第一看门人”。

[19] John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 Yale L.J. 1, 37-39 (2001). See, e. g., U.S. Dodd-Frank Act, Sec. 931; Securities Act Release No. 7870 (June 30, 2000).

可或缺。从《财务顾问办法》制定的指导思想来看,在价值发现、交易安排之外,旨在强化财务顾问事前把关、事中跟踪和事后督导的职责,形成市场化的约束力量,一定程度减少纯粹依赖行政力量的事前监管。^[20]其中蕴藏着以财务顾问为抓手,协助保障资本市场平稳运行和风险防范的目的,总体契合国际成熟经验。在要约收购中,我国更是通过双重财务顾问制度,进一步增强市场机制的约束。另一方面,完全依赖“看门人”的声誉机制将无法避免商业运作中存在固有的缺陷并可能出现机制失灵的风险,在防范如系统性风险等更加宏观性、深层次的市场问题方面更是如此,特别是在2008年美国次贷危机后,进一步强化“看门人”责任、加大监管力度已经成为发达市场的共识和趋势。^[21]随着收购制度本身在我国的独立化、频繁化,财务顾问“看门人”的职责也应当相应加强。

二、我国上市公司收购财务顾问制度现状及存在的问题

从世界范围来看,我国对财务顾问的监管总体来说相对细致且较为严格。但是,过于细致化和操作性的规定,容易落后于实践的快速发展;同时,我国行政立法分散化的特征明显,对同一事项的规定存在交叉重复,在一定程度上影响了规则体系的统一性。

(一) 准入资格设置缺乏统一性

准入要求事关财务顾问的职业能力。《证券法》明确,证券公司经证监会批准可以从事“与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务”;^[22]此外,《证券法》规定,财务顾问机构等经证监会批准,可从事证券服务业务,同时授权证监会制定有关审批管理办法。^[23]目前,《财务

[20] 关于《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法(征求意见稿)》的说明。

[21] John Patrick Hunt, *Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and A Proposal for Improvement*, at 64 (Sept. 5, 2008), reprinted in 2009 Colum. Bus. L. Rev. 109, available at <https://ssrn.com/abstract=1267625>.

[22] 《证券法》第125条。

[23] 《证券法》第169条第2款。

顾问办法》针对证券公司、证券投资咨询机构或者其他财务顾问机构,分类明确了从事上市公司并购重组相关财务顾问业务的条件。^[24]但至少从规则层面来看,不同机构从事财务顾问业务的资格要求并不统一。

从表2可以看出,财务顾问的规定涉及主体业务资格、财务指标、内控和尽调制度,以及财务会计信息、控制人、人员、执业经历等多方面的要求。总体来看,一方面,证券投资咨询机构准入要求较证券公司更高;其他财务顾问机构需另行成立专门机构,至少在并购重组财务顾问经历方面,较证券公司、证券投资咨询机构的准入要求也更高。但另一方面,对于不同机构的准入条件存在不严格对应的问题。例如,证券投资咨询机构并未规定尽职调查制度要求,且如实缴注册资本和净资产不低于500万元的要求也远低于目前证券公司的实际水平;又如,其他财务顾问机构需要满足专门机构的准入要求,但并不清楚具体要求的内容,且仅对董事、高管提出了执业要求,似在一定程度上弱于证券公司和证券投资咨询机构。

表2 上市公司并购重组财务顾问准入要求对比

要求	证券公司	证券投资咨询机构	其他财务顾问机构
业务资格要求	—	取得证监会核准的证券投资咨询资格	—
财务要求	净资本符合中国证监会的规定	实缴注册资本和净资产不低于人民币500万元	—
内控制度要求	健全且运行良好的内控机制和管理制度,严格执行风险控制 and 内部隔离制度	健全且运行良好的内控机制和管理制度,严格执行风险控制 and 内部隔离制度	—
尽职调查制度要求	健全的尽职调查制度,良好的项目风险评估和内核机制	—	—

[24] 《财务顾问办法》第6~9条。

续表

要求	证券公司	证券投资咨询机构	其他财务顾问机构
财务会计信息要求	真实、准确、完整	真实、准确、完整	—
控股股东、实际控制人要求	信誉良好且最近3年无重大违法违规记录	申请资格前一年未变化,信誉良好且最近3年无重大违法违规	信誉良好且最近3年无重大违法违规
从业人员要求	财务顾问主办人数不少于5人	证券从业资格人员不少于20人,其中,从事证券业务经验3年以上的不少于10人,财务顾问主办人不少于5人	董事、高管正直诚实,品行良好,熟悉证券法律、行政法规,具有证券市场工作3年以上或金融工作5年以上的经验,具备经营管理能力
其他条件要求	—	具有2年以上从事公司并购重组财务顾问业务活动的经历,且最近2年每年财务顾问业务收入不低于100万元	具有3年以上从事公司并购重组财务顾问业务活动的经历,且最近3年每年财务顾问业务收入不低于100万元,另行成立专门机构
消极条件	最近24个月内无违反诚信的不良记录、无因执业行为违反行业规范受行业自律组织的纪律处分;最近36个月内无因违法违规经营受处罚或者因涉嫌违法违规经营正被调查		

(二) 独立性有关规定不够完善

尽管财务顾问在名称上有独立和非独立之分,但事实上,无论独立财务顾问,还是收购人财务顾问,规则上均有独立性的总体性要求。^[25]独立性是财务顾问审慎尽责的保障。具体来看,独立性有关规定目前还存在如下问题。

1. 收购人财务顾问独立性的内涵规定尚不明确

虽然规则要求收购人聘请的财务顾问应当具有独立性,但并未明确独立的含义。从目前独立财务顾问独立性的要求来看,总体上不得与上市公司有利害关系。以此为参照,收购人财务顾问独立性的核心似乎在于不得与委托人存在利害关系。结合财务顾问的相关规定,财务顾问与收购人的关系,不会导致其出具的文件无法保证真实性、准确性和完整性,协助或无视收购人利用收购损害被收购公司及其股东的合法权益,教唆、协助或伙同收购人编制披露虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的文件,似应包含在财务顾问独立性的内涵中。^[26]可以注意到,有损独立财务顾问独立性的包括涉及独立财务顾问和上市公司关系的四种情形:(1)一方持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有另一方股份达到或者超过5%;(2)一方向另一方派驻董事;(3)最近2年存在资产委托管理、担保等业务往来或最近1年财务顾问为上市公司提供融资;(4)财务顾问董监高、主办人或利害关系人在上市公司任职。此外,还存在涉及独立财务顾问与上市公司相关方关系的两种情形,即为上市公司并购重组交易对方提供服务、担任收购人的财务顾问或者与其存在关联关系。^[27]是否可以参照上述规定,根据财务顾问与收购人之间是否存在相互持股、各类业务往来、人员派驻或任职等情况,对财务顾问的独立性进行判断,有待明确。^[28]

2. 独立财务顾问独立性标准实践中易规避

尽管独立财务顾问独立性已形成一套既有标准,但从实践来看,相

[25] 《收购管理办法》第9条,《财务顾问办法》第17条。

[26] 《收购管理办法》第9条第2~4款。

[27] 《财务顾问办法》第17条,《收购管理办法》第67条。

[28] 当然,收购人的财务顾问不能担任独立财务顾问,或者与独立财务顾问存在关联关系,应是《收购管理办法》第67条引言的应有之义。

规定的完备性仍有待商榷,由此也可能进一步影响到财务顾问独立性的判断。例如,财务顾问和上市公司之间存在5%或以上持股关系的规定,似可通过基金、信托等间接持股的方式达到规避的目的。^[29]进一步可推出,通过代持、抽屉协议等安排间接控制对方股份将更难纳入上述规定的规制范畴,且因隐蔽性更强,实际也更难以发现。再者,即使独立财务顾问近期曾为交易对方提供保荐等与财务顾问类似的服务,可能也很难被认定为“并购重组中为上市公司的交易对方提供财务顾问服务”,而丧失独立性。^[30]更重要的是,尽管规则规定了不得与上市公司存在利害关系和可能影响独立性其他情形的兜底条款,但因规则较为原则,实践中存在对独立财务顾问与上市公司是否存在利害关系难以判断,且监管也通常很少进行实质性判断的问题。例如,上市公司的实际控制人在独立财务顾问中大比例持股,虽可能影响财务顾问独立性,但可能较难纳入规制范围。^[31]

(三) 职责履行的尽职程度不够充分

目前,有关财务顾问职责的整体规则框架,已基本能全面涵盖财务顾问和独立财务顾问为收购提供尽职调查、咨询建议、运作辅导、材料申报、意见出具、持续督导等整个业务流程。但实践中,财务顾问还存在未充分调查核实交易真实情况和风险、未能准确提供建议并适当发表意

[29] 例如,在2015年1月中国南车(601766.SH)和中国北车(601299.SH)合并中,长城证券担任独立财务顾问。其控股47.059%的长城基金,通过旗下长城品牌优选产品,重仓持有上述两家上市公司股票。长城证券虽不直接持有上市公司股份,但长城基金在合并后将事实受益,作为其大股东的长城证券也将受益;即使长城证券与长城基金通过防火墙、保密措施等安排相互独立,本质上也可能影响长城证券作为财务顾问的独立性判断,但通过成立基金间接持股的方式似达到了规避的目的。

[30] 例如,在恒顺众昇(300208.SZ)2013年5月的重大资产重组中,担任独立财务顾问的兴业证券,曾于2012年在标的资产拟IPO时(2013年5月因IPO财务核查终止)担任保荐机构,尽管保荐工作与财务顾问的工作性质相近,但未被认定为在并购重组中为上市公司的交易对方提供财务顾问服务。本案例虽不涉及上市公司收购,但在独立财务顾问是否与上市公司独立这一问题上通用的。

[31] 例如,罗顿发展(600209.SH)2017年10月披露重组草案,构成上市公司收购,公司实际控制人持有联合独立财务顾问之一的长城国瑞33%股权,受到证监会和交易所的问询。独立财务顾问以不满足规定的具体情形为由,认为未损害独立财务顾问独立性。又如,江山化工(002061.SZ)2017年5月披露重组预案修订稿,增加了由公司实际控制人浙江省国资委控制的浙商证券作为联合独立财务顾问,最终方案获证监会无条件通过。

见、持续督导过于泛化等问题。

1. 履行尽职调查义务不够充分

实践中,财务顾问未因时因地采取适当的尽职调查措施、合理排除风险的情况并不显见。随着收购的增多,特别是杠杆收购的增多,对收购人主体资格、资信情况、相关交易风险等未能充分评估的情况逐渐增多。^[32] 部分原因直接源自财务顾问本身未进行充分、广泛、合理的调查,甚至在尽职调查中过多依赖有关交易方真实性等承诺。此外,收购人在收购中还可能聘请其他中介机构:涉及有关法律问题的,收购人需聘请律师事务所;^[33] 涉及以其非现金资产认购上市公司发行新股的,还需聘请会计师事务所、资产评估机构。^[34] 因业务准入资格管理,财务顾问作为上市工作收购相关工作的组织协调人,承担组织其他中介机构召开会议、撰写收购报告书等材料、与监管部门沟通等职能。与对保荐机构的要求不同,^[35] 规则并未明确财务顾问对其他机构出具专业意见的再审查权利及义务。实践中,财务顾问还存在过度依赖其他中介机构导致尽职调查不充分的情况。^[36]

[32] 例如四川金顶(600678.SH)。2017年2月,深圳朴素至纯投资企业(有限合伙)(以下简称朴素至纯)12亿元收购公司控股股东所持公司全部20.5%股份,控股股东和实际控制人发生变化,构成收购。本次收购的资金来源原披露为自有资金、自筹资金及朴素至纯普通合伙人朴素资本受托管理的资金,财务顾问核查并发表了意见。其后,经监管问询,收购人又补充提示了交易不能完成、收购人持股稳定性等相关风险,后调整收购资金全部来源合伙企业自有资金,全体合伙人认缴出资13.4亿元。当然,目前受到处理的案例多涉及重大资产重组案例,即独立财务顾问对重组标的没有履行尽职调查的义务。

[33] 《收购管理办法》第64条、第63条第2款。

[34] 《收购管理办法》第36条第1款,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书》(2014年修订)第28条第2款。

[35] 《证券发行上市保荐业务管理办法》(2017年修改)(以下简称《保荐管理办法》)第54~56条。

[36] 例如,鞍重股份(002667.SZ)重组上市中,浙江九好办公服务集团有限公司(以下简称九好集团)通过虚增服务和贸易收入、虚构银行存款等,向鞍重股份提供含有虚假内容的审计报告,导致鞍重股份2016年4月披露的重大资产重组报告书和其后的收购报告书摘要中,关于标的资产、收购人九好集团最近三年主要财务数据的内容存在虚假记载、重大遗漏。2017年5月,作为独立财务顾问的西南证券最终因未充分核查和验证等受到证监会处罚。另外,因财务顾问所具有的独特通道优势往往使其成为交易的牵头人,对其他中介机构选聘上具有话语权,实务中委托人也往往是通过财务顾问的介绍而聘用其他中介机构。这就导致财务顾问可能干预其他中介机构发表专业意见,利用其支配地位干扰其他财务顾问的独立性。

2. 核实申报文件和出具意见不够审慎

财务顾问对收购重要文件信息披露等情况未能充分把关的情况较为普遍。收购人聘请的财务顾问对收购报告书等材料进行查验,甚至由于篇幅较长且专业性要求较高,可能事实上由财务顾问代为撰写。尽管如此,2016年9月1日至2017年9月1日,沪深两市共94家上市公司发布《收购报告书》,其中25家上市公司对收购报告书或摘要发布修订稿,占比高达27%。从修订内容看,主要集中在补充明确收购人后续安排,包括对上市公司的公司治理安排或股份增减持计划等。而相应的财务顾问意见也存在类似问题,说明财务顾问对相关信息披露规则的理解和执行尚不到位。^[37]需要特别注意的是,要约收购中,在诸如要约价格等关系到上市公司股东利益的核心要素方面,财务顾问的意见也通常止于表面合规性,并不进行实质性判断。^[38]此外,虽然相关规则在一定程度上突出了独立财务顾问对要约价格等关键要素的核查责任,但从实践来看,独立财务顾问发表的意见在一定程度上存在与收购人财务顾问趋同的情况,鲜有独立财务顾问在价格等关键问题上发表与收购人财务顾问

[37] 例如,广日股份(600894.SH)2017年7月披露的收购报告书及其财务顾问意见显示,“暂无”更改董事会人数、改选董事、更换高管的计划,最终于2017年8月1日收购报告书补充公告中明确无上述计划。在收购报告书、权益变动报告书中使用“暂无”“不排除”等表述,最终被要求修改明确的情况在沪深两市都较为常见。

[38] 例如,万通地产(600246.SH)2016年10月披露了控股股东的要约报告书,以提示性公告前6个月内收购人取得上市公司股票的最高价格,即定增价格(4.30元/股)确定了要约价格,但是明显低于要约提示性公告前30个交易日公司股票每日加权平均价格的算术平均值。根据《收购管理办法》第35条的规定,“对同一种类股票的要约价格”,要约收购价格不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格;此外,要约价格低于提示性公告日前30个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的,收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前6个月的交易情况进行分析,说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前6个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。根据该条,上交所发函问询,要求解释限售流通股价格是否与要约针对的无限售流通股属于同一种股票,要约价格明显低于均价是否合理。最终,收购人按照公司股价前30交易日均价并略溢价1.7%修订了要约价格。

不同的意见。^[39]

3. 持续督导存在简单化倾向

规则规定,自收购报告书公告之日起至收购行为完成后的12个月为督导期。^[40]在此期间财务顾问的持续督导义务主要有三大方面。其一,在定期报告披露后的15日内向上市公司所在地的证监会派出机构报告、向交易所备案持续督导意见,内容应结合上市公司披露的定期报告,涉及收购规范实施和有关披露情况、公司规范运作情况、收购人承诺和收购方案中其他相关义务履行情况、收购人后续计划和预期目标实现情况、收购人实施效果和此前披露及专业意见的符合情况、管理层收购中定期报告披露的相关还款计划落实情况与事实的一致性。^[41]其二,在每季度前3日内就上一季度收购人的相关情况向派出机构报告,内容涉及对收购人影响较大的投资、购买或者出售资产、关联交易、主营业务调整以及董事、监事、高级管理人员的更换、职工安置等情况。^[42]其三,财务顾问发现被收购上市公司出现为收购人及其关联方提供担保或者借款等损害上市公司利益的情形、有违法或者不当行为的,应当及时向证监会、派出机构和交易所报告。^[43]通常情况下,规则并未要求公告收购持续督导意见。^[44]从实践中自主披露的持续督导报告来看,至少存在两大方面的问题。时间上,财务顾问存在不严格按规定发表持续督导

[39] 当然,鉴于交易所事中反应的速度加快,公司在披露财务顾问报告甚至收购报告书时,交易所即会就其中存在的问题进行问询,要求财务顾问发表意见。如有必要,财务顾问会相应调整财务顾问报告。通常在相关问题明确后,独立财务顾问才会出具其报告书,这自然导致与收购人财务顾问报告的进一步趋同。

[40] 《收购管理办法》第71条;《上海证券交易所上市公司持续督导工作指引》(以下简称《上交所持续督导指引》)第38条。

[41] 《财务顾问办法》第31条;《收购管理办法》第71条;《上交所持续督导指引》第38条第2项、第5项(对管理层收购中定期报告披露的相关还款计划落实情况与事实的一致性,并没有明确规定要向交易所的报告、备案)。深交所并没有关于财务顾问持续督导的具体指引。

[42] 《收购管理办法》第72条;《收购管理办法》第71条;《上交所持续督导指引》第38条第3项。

[43] 《收购管理办法》第69条;《上交所持续督导指引》第38条第4项(规定在发现收购人在上市公司收购报告中披露的信息与事实不符时,及时向交易所报告)。

[44] 《收购管理办法》第71条第3款规定,财务顾问与收购人拟解除委托合同的,应说明说明无法继续履行持续督导职责的理由,并公告。

意见的情况。^[45]内容上,收购持续意见存在简单化的趋势,财务顾问通常用格式化的语言带过。从收购完成后的情况来看,部分存在通过股价短期内快速上涨实现再次转手套利的情况,对公司业绩改善作用不大;^[46]此外,将上市公司作为资本运作的平台,通过高比例股权质押等募集资金更不罕见。从这个角度上看,财务顾问并没有认真核查交易和充分提示风险。尽管规则形式上,规定了财务顾问的报告义务,但实际中财务顾问向派出机构进行报告的情况已经弱化,有的至多采用口头形式进行沟通;向交易所的报告更是如此,交易所在上市公司监管实践中还基本取消了备案的有关要求。加之监管资源有限,事实上可能导致收购后续监督不足。

三、进一步完善财务顾问监管的思考和政策建议

财务顾问勤勉尽责,是收购信息披露真实、准确、完整,维护交易秩序的重要保障,是保障投资者在信息对称的前提下进行决策的关键。对应前述财务顾问执业中存在的问题,建议从源头、事中、事后三个方面寻找对策,提高财务顾问的履职能力和履职水平。

(一) 统一财务顾问准入要求

从实践来看,上市公司收购的财务顾问目前都是由证券公司担任,甚至大多数财务顾问额外具有保荐业务资格。证监会可以通过分类评级、新业务审批、现场检查等多种方式实现对证券公司的严格监管。因

[45] 例如,中电广通(600764.SH)2016年9月披露收购报告书,并于2016年10月中完成过户,公司2016年10月底披露第三季度报告,招商证券作为豁免要约收购的财务顾问并没有编制持续督导意见,而是在公司于2017年4月披露2016年年度报告时,结合两次定期报告发表了持续督导意见。

[46] 例如,东北电气(000585.SZ)前控股股东苏州青创贸易集团有限公司2015年12月以8亿元受让公司9.33%的股份,在一年多以后,于2017年2月作价13亿元转让其所持全部股份。公司2016年营业收入、净利润分别为6351万元、-9943万元,相较于2015年的1.5亿元、493万元,同比大幅下降。又如,长航凤凰(000585.SZ)前控股股东天津顺航海运有限公司2015年7月以10亿元受让公司17.89%股份,2017年5月作价19亿元出售。公司2016年营业收入、净利润分别为7.12亿元、972万元,同比分别下降7.52%、92%。

此,目前严控财务顾问准入有助于证券监督管理机构对财务顾问业务的统一监管,为上市公司收购行为的监管提供有力抓手。因此,建议考虑进一步强化非证券公司财务顾问的准入标准,并在实践中继续严格把握对非证券公司的准入审批。此外,尽管财务顾问需对收购人进行辅导、持续督导,但申请从事财务顾问业务的证券公司,目前仅要求建立健全的尽职调查制度、内核机制;^[47]相较而言,证券公司申请保荐机构资格,对应其主要职责,还需事先提交保荐业务辅导制度、持续督导制度、持续培训制度和保荐工作底稿制度等的建立情况。^[48]为从源头上确保财务顾问为履职健全各项内部制度,可参照要求财务顾问在进行准入申请时,补充提交有关制度的建立情况。

(二)完善财务顾问独立性机制

鉴于《财务顾问办法》关于财务顾问独立性的内容易受规避,建议:一方面对现有规则进行严格、实质解释;另一方面,从制度的根源上思考解决方案。

1. 严格独立性规则的认定标准

在现行独立性的标准尚未修订的情况下,可通过规则解释,防止财务顾问独立性事实上受损。例如,对持有上市公司股份进行扩大解释,将独立财务顾问通过旗下产品持有上市公司股票,或者通过资管计划认购重组募集配套资金等会导致其持有上市公司股票的情形纳入独立性要求。又如,若为交易对方提供其他中介机构服务与本次交易具有关联性,可通过对“并购重组中为上市公司的交易对方提供财务顾问服务”进行适当扩大解释将其纳入。此外,建议监管中可对独立财务顾问与上市公司存在利害关系的其他情况更积极地进行实质性判断,防范规避。^[49]

[47] 《财务顾问办法》第6条第6项。

[48] 《保荐管理办法》第10条第8项。

[49] 目前,已有监管机构进行实质性判断的个案。天翔环境(300362.SZ)于2016年7月披露收购德国水处理企业AS公司的重大资产重组预案,东北证券担任独立财务顾问。作为本次收购的第一步,先于境内设立了成都东证天圣股权投资基金(以下简称东证天圣)在德国收购壳公司mertus 243. GmbH,并向其提供年化成本12%的借款7.39亿元用于收购标的资产。东证天圣由东北证券全资子公司东证融成资本管理有限公司(以下简称东证融成)独立财务顾问认为,7.39亿元虽然披露为股东借款,但实际为对外投资,经过对外投资审批,相关安排在于保障收购失败时方便回收,

2. 优化财务顾问独立性的保障机制

虽然财务顾问作为“看门人”最终应服务于上市公司中小投资者的利益,但是从目前独立财务顾问的聘用程序来看,均由董事会决定聘任而不另行提交股东大会审议,并由董事会签署聘任协议及代公司支付费用。由此,独立财务顾问的聘用事宜上由控股股东决定,中小投资者不具有话语权。收购人财务顾问更是由收购人聘用和付费。相关聘用、付费机制给了控股股东、收购人挑选财务顾问的可能,财务顾问机制可能沦为控股股东和收购人交易合意下的摆设。建议可考虑在聘用程序上进行优化。例如,考虑由行业组织等无关联第三方充当雇佣方。当然,应当承认,在目前的市场格局下,对财务顾问聘用机制进行根本性的改革,还存在相当难度。

(三) 强化财务顾问履职约束

考虑到实践中财务顾问还存在尽职调查不审慎、收购人相关文件核查不充分的问题,需要考虑通过完善相关规则进行强化,切实提高履责标准,细化财务顾问的法律责任,切实督促其归位尽责。

1. 细化财务顾问尽职调查和核查的相关要求,强化持续督导责任

目前,财务顾问如何进行尽职调查没有详细的规则指导,其工作原则、调查方式、调查内容等尚不够明确。由于保荐人相关规则相对严格和完善,同时财务顾问与保荐人在角色、职责方面存在一定相似性,建议可参照《保荐人尽职调查工作准则》,完善相关规则,以提高财务顾问执业质量,为事后财务顾问追责提供依据。需特别注意的是,形式规范方面,作为上市公司和标的资产尽职调查过程中形成的工作记录文件,规范的工作底稿对夯实尽职调查工作的基础具有重要性,财务顾问虽然要

相关利率明显低于国内金融机构贷款利率,且资金的使用全程在收购方东证天圣的控制下,从未被上市公司使用和向上市公司收取任何资金成本。可能因为披露上的原因,也可能因为固定化的收益安排,最终使东证融成提供的资金具有明股实债的嫌疑,公司最终也更换了项目的独立财务顾问。当然,如果财务顾问参与成立并购基金为上市提供资金支持但不约定资金回收的固定利率,能否被认定为向上市公司提供融资,还不得而知。和上市公司设立。其中,东证融成认缴人民币 4.7 亿元,并担任普通合伙人和执行事务合伙人,控制并购基金;上市公司作为有限合伙人认缴人民币 0.3 亿元。交易中,东证融成通过并购基金最终间接享有标的公司 94% 的股权,并在 2 个多月的时间通过东证天圣转让标的股权的方式快速退出。财务顾问独立性的问题在证监会审核中受到重点关注。

求建立工作档案和工作底稿制度,^[50]但是尚无明确格式要求。同时,由于收购本身不涉及审核,而重组审核、要约豁免审核不要求报送工作底稿,导致部分财务顾问申报时不制作工作底稿或不制作完整的工作底稿,待监管部门检查时再补充制作或添加内容,工作底稿制度形同虚设。建议参照《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》的规定,进一步明确收购工作底稿的格式要求,同时增加报送财务顾问工作底稿的要求;为避免审核责任扩大的风险,工作底稿可仅作为备查文件存档,作为抽查的重要文件。调查对象方面,鉴于高杠杆收购等问题目前比较突出,在国家防风险、去杠杆的总体政策要求下,建议进一步强化财务顾问对规则要求的收购资金来源有关情况的核查,核实不同渠道融资资金的金额、期限、成本、支付能力,以及杠杆风险是否充分提示等,防范上市公司成为风险积聚的平台。类似地,财务顾问持续督导的工作职责内容,也要就收购的影响、后续公司控制权稳定情况等作针对性加强。此外,对于涉及公司控制权变更的重组上市,规则在持续督导期,即证监会核准后的三个会计年度之外,^[51]允许派出机构对于存在问题的收购人延长财务顾问持续督导期6个月至12个月,^[52]建议至少可类似明确收购的持续督导期也可适当延长。同时,可考虑参照重大资产重组财务顾问年度持续督导意见公告的要求,^[53]明确收购持续督导意见的公告要求,以接受公众的监督。

2. 严格事后监督,加大对违规财务顾问的追责力度

一方面,建议强化财务顾问及其主办人的持续动态监管,建立收购信息披露抽查制度。对于市场质疑者投诉举报较为集中、未完成承诺的,监管部门可通过现场检查,对财务顾问勤勉尽责情况重点关注。同时,对于虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,加大违法追究力度。^[54]目前,包括重大资产重组财务顾问监管在内,追究其法律责任的案例相

[50] 《财务顾问办法》第33条。

[51] 《重组管理办法》第37条。

[52] 《上市公司的收购及相关股份权益变动活动监管工作规程》(证监公司字[2007]20号)。

[53] 《重组管理办法》第38条。

[54] 《财务顾问办法》第42条。

对较少。自律惩戒方面,以上海证券交易所为例,自2015年以来,针对财务顾问主办人仅实施监管措施且不足10单,涉及重大资产重组筹划不审慎,披露不合规、不充分等问题,更没有专门针对收购财务顾问实施纪律处分和监管措施。另一方面,相较于《保荐管理办法》共用18条的篇幅明确了保荐人和保荐代表人的法律责任,现行《财务顾问办法》仅有8条关于财务顾问的法律责任规定,相关内容和要求比较宽松。可以考虑参照《保荐管理办法》相关规定,根据收购监管实践情况,丰富相关措施。例如,对于收购报告书等申请文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的,补充规定暂不受理申请、在交易所问询或者证监会审核重大资产重组时冷淡对待等惩罚性措施,抑或考虑参照对保荐代表人的规定,^[55]将财务顾问主办人因违法违规行为受处罚与证券公司分类评价相挂钩,提高财务顾问违法成本。

(编辑:谭婧)

[55] 《证券公司分类监管规定》(2017年修订)规定,证券公司分支机构负责人等管理人员、保荐代表人等主要业务人员因对公司及分支机构违法违规行为负有责任被实施行政处罚、监管措施或者被司法机关刑事处罚的,在证监会年度分类评价时,按有关原则减半扣分,累计最高扣5分。