

论上市公司要约收购制度的完善^{*}

——以爱建集团要约收购案为视角

张凤翔^{**} 王向前^{***}

摘要:近年来,随着我国资本市场的发展和监管政策的完善,不时发生资本方举牌要约收购上市公司以实现财务投资或产业投资的案例。2017年广州基金及其一致行动人举牌爱建集团,拟通过要约收购的形式取得爱建集团的控制权,并进一步对后者的公司治理结构和日常经营产生影响。本案是2014年《上市公司收购管理办法》修订后,上市公司要约收购方面比较典型的案例。虽然经过一番波折以和解告结,但该案经历过程中反映的问题对我国上市公司要约收购制度的进一步完善具有重大参考意义。

关键词:要约收购 一致行动人 收购资金来源 股份增减持信息披露 停复牌

2017年的爱建集团要约收购案曾轰动一时。在经历了收购人举牌、发出要约收购,上市公司停

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 上海爱建集团股份有限公司合规与风险管理总部总经理。

*** 上海爱建集团股份有限公司合规与风险管理总部合规与法务经理。

牌、发布定向增发计划等互相攻防后,该要约收购案最终以和解告终。^[1]从该起收购案可以看出,现行上市公司收购制度在投资人的主体资格、收购资金来源、股份增减持信息披露和反要约收购的规范性等方面仍有进一步完善的空间。

一、上市公司要约收购的基础法律问题

(一) 上市公司收购的法律概念

法律意义上,上市公司收购是指以上市公司为客体,以取得上市公司控制权为目的,通过法律允许的途径实现上市公司控制权的转移。我国关于上市公司收购的法律规范主要有《证券法》及《上市公司收购管理办法》(2006年制定、2014年修订,以下简称《管理办法》),但均未对上市公司收购做明确的定义。根据对《证券法》规范的理解,我国法律规定实质上对上市公司收购采取了广义的含义,即以取得上市公司控制权为目的,形式上包括要约收购、协议收购及其他合法方式。

如前所述,要约收购是《证券法》中规定的上市公司收购的一种方式,在收购的目的、收购主体、客体方面与上市公司收购一致,而在收购方式上具有其显著特征,即投资者以发出收购要约的方式向上市公司全体股东要约收购上市公司股份,与接受要约的其他股东完成证券买卖交易,并最终取得上市公司的控制权。

根据《管理办法》,按照投资者是否自愿的划分标准,要约收购可分为自愿要约收购和强制要约收购。此外,按照投资者拟取得上市公司股份数量是否设置上限,要约收购可分为全面要约收购和部分要约收购。与前述分类相对应,无论自愿要约收购还是强制要约收购,均可以是全面的要约收购也可以是部分的要约收购,但都是向上市公司全体股东发出的要约,收购的目的都是取得上市公司的控制权。

[1] 该事件经过可参见潘清:《华豚企业举牌爱建集团 拟继续增持》,载《经济参考报》2017年4月18日,第7版;罗辑:《觊觎第一大股东 爱建集团股权攻防战升级》,载《中国经营报》2017年5月1日,第B5版;胡金华:《广州基金弃78亿要约收购 爱建集团股权之争收场》,载《华夏时报》2017年8月7日,第15版。

笔者认为,从上市公司要约收购的最终落脚点,即取得上市公司控制权角度看,全面要约收购与部分要约收购的分类本身意义并不大。如果以取得上市公司100%股份为目的,则将导致上市公司不符合上市标准而导致暂停上市或退市。因此,上市公司要约收购不是以取得上市公司100%股权为目的,而是通过针对不同上市公司股份分散情况,并根据交易双方的财务状况取得上市公司的控制权,至于是绝对控股还是相对控股,从法律管理上看,并无实质影响。即使在《管理办法》中规定的强制要约收购,也是在触发法定条件(持有上市公司股份超过30%)后,投资者应当发出收购要约,该等要约可以是全面要约也可以部分要约,即使是全面的要约中只有部分股东接受了要约,投资人只收购了上市公司的部分股份,但足够取得其控制权,也就不影响全面要约收购的初衷。

(二)上市公司要约收购的法律特征

其一,上市公司要约收购本质上是证券交易行为,需要遵守交易所的基本交易规则。^{〔2〕}要约收购的交易标的是上市公司在外流通的股票,收购方利用上市公司股票的流动性、可交易性,通过购买行为大量掌握上市公司股份,进一步取得控制权。这些对流动股票的交易需要在证券交易所公开进行,包括向全体股东发出收购要约、履行信息披露义务等都需要在指定的信息披露平台上进行公告。出让受让合意达成后的交割也是在证券交易所进行,需要遵守场内交易的基本规则。这一点是要约收购与协议收购的场外交易形式明显的不同点。

其二,收购方不特定,在主体资格和信息披露上受严格约束。在不违背公司法及上市公司收购法律、法规对投资人的禁止性规定的前提下,目标上市公司及其发起人以外的任何法人、自然人及其他组织均可能成为上市公司要约收购的收购方。同时,上市公司的收购方也可以不是单个法人、自然人或组织,如一致行动人概念的引入和应用,将收购方扩大到两个以上主体组成的联合体,也增加了收购方的不特定化。由此不特定化产生的操纵市场、内幕交易等问题,需要上市公司收购相

〔2〕 李东方:《上市公司收购监管制度完善研究——兼评〈证券法〉修订草案第五章》,载《政法论坛》2015年第6期。

关规定对要约收购一致行动人主体审查及信息披露等进行严格约束。

其三,交易对手具有广泛性和不确定性,中小股东保护尤为重要。要约收购是通过证券交易所向持有目标上市公司股份的全体股东发出要约,上市公司作为公众公司,股东众多,股权分散,要约的受众广泛,接受要约的上市公司股票持有人都会成为要约收购方的交易对手,这和协议收购主要与上市公司的大股东协商交易条件相比,要约收购交易对手广泛并且在要约发出时并不确定,这就需要对上市公司中小股东合法权益予以特别保护,以维护证券市场的基本原则。

其四,要约收购以取得上市公司控制权为目的,这是要约收购的核心特征。收购方在作出针对上市公司的要约收购决定时首先看好上市公司所拥有的资源如牌照、特许经营、特殊行业等,然后会以持有上市公司一定数额的股份为形式,并最终持有足够对上市公司产生控制的股份和表决权。但是上市公司的控制权并不单单以所持有股份的比例为唯一的衡量标准,如《管理办法》中对上市公司控制权的规定除了持有上市公司 50% 以上股份,还包括支配规定的股份表决权。^[3]实践中,收购方在要约收购相关法律文件如要约收购报告书中并不表明要约收购的具体股份数额,而是仅仅明确以取得上市公司控制权为目的收购股份,至于最终以持有上市公司多数股份还是以取得其他形式的股份表决权,会因目标上市公司的股份分散情况、法律和章程规定的管理层产生程序及股东大会表决权等因素存在不同。

二、以爱建集团要约收购案为视角的讨论

鉴于上市公司要约收购的上述特点,各国监管机构都制定了相应

[3] 我国《上市公司收购管理办法》第 84 条对上市公司控制权做了详细的规定,即有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权:(1)投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东;(2)投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%;(3)投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任;(4)投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响;(5)中国证监会认定的其他情形。

的法律法规对其进行规范。上市公司要约收购监管制度主要的目的是通过规范收购方和收购程序,保护上市公司及其他投资人合法权益,实现上市公司要约收购的合法、有序开展,维护证券市场“公开、公平、公正”的基本原则和持续稳定发展。

(一) 投资人的主体资格——以一致行动人为例

如前所述,上市公司要约收购的投资人具有不特定性,凡是不违背禁止成为上市公司股东的法律规定的,均可能通过要约收购的方式取得上市公司的控制权。但是,上市公司的收购需要大量的资金,有些投资人单独不具备资金条件而需要通过联合体的形式来实现资金的集合;还有的可能存在规避监管关于信息披露的规定,通过多个关联主体进行收购,但在收购的过程中并未及时披露一致行动的事实,而是在关联主体合计持有上市公司股票达到一定数额再行披露,而此时持股比例已经远远超过了法律、法规规定的一致行动需要披露的底线。

对于一致行动人的理解和相关规则的运用要从多方面来看。其一,如前所述,在维护正常的资本市场秩序的前提下,收购方通过适当采取资金、决策等方面的一致行动,可以有效弥补单个主体进行资本市场收购行为时某种程度上财力不足的缺陷;其二,一致行动方大多数因为单个主体资金不足的原因才成为一致行动人,也从某种程度上反映出其在财务能力及/或公司治理方面并未具备成为上市公司实际控制人的能力,即使通过协议成为一致行动人,在收购完成后可能对上市公司治理和持续经营产生不利的影响;其三,以规避监管机构关于持有上市公司股份达到一定比例时的信息披露要求为目的的一致行动人也时有发生,我国证券市场上出现过多起投资人隐瞒一致行动行为、规避信息披露义务、扰乱证券市场正常秩序的案例。^[4]

我国《证券法》并没有关于“一致行动”或“一致行动人”的直接概念,但在上市公司收购专章中有“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份”达到一定比例,需要根据规定履行相应的报告和披露义务,可以视为一致行动人的规定。

[4] 参见《上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号民事判决书》及《西藏自治区拉萨市中级人民法院(2015)拉民二初字第36—3号民事裁定书》。

《管理办法》则明确了一致行动的概念是指“投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”。从字面上看,《管理办法》似乎对《证券法》中的一致行动人概念范畴有所缩小,《证券法》中的成为一致行动人包括“持有”“通过协议”“其他安排”三种安排,而《管理办法》中成为一致行动人仅包括“持有”“通过协议”两种安排。但《管理办法》还规定,上市收购人包括投资者及与其一致行动的他人,将投资者与一致行动人一并归为上市收购人,并且一致行动不仅指行为还是包括事实。也就是说,即使是未进行披露,但被监管认定为一致行动的,也应当纳入一致行动人范畴,受到监管规范的约束,弥补了《管理办法》定义中未包含“持有”的规定。

此外,根据《管理办法》,收购人包括投资者及与其一致行动的他人,且限于法人、自然人及其他组织,该等主体均属于《公司法》规定的可以作为股东进行工商登记的实体,可以作为投资者也可以作为一致行动人参与到上市公司收购中。除《管理办法》规定的收购人外的实体,如资管计划或信托计划等,不能登记为《公司法》上的股东,不具有投资者的资格,也不能作为投资者的一致行动人而成为收购人。

2017年爱建集团要约收购案中,信息披露义务人上海华豚企业管理有限公司(以下简称“华豚企业”)第一次披露《简式权益变动报告书》时,已与其一致行动人广州基金国际股权投资基金管理有限公司(以下简称“广州基金国际”)前后经过半年多时间合计持有爱建集团5%股份。本案中,收购人采取的策略是由广州基金国际买进上市公司少量股票,后由华豚企业大量买进,合计达到信息披露要求。

投资者在市场上采取的投资策略,在法律、法规及监管机构的规范框架下操作,无可厚非。但因为收购对象是上市公司,不但涉及上市公司经营的稳定,还涉及证券市场稳定以及由此衍生的中小投资人的权益保护。以本次收购为例,从公开资料看,当时爱建集团的非公开发行项目正在报监管审核,华豚企业及其一致行动人的举牌动作,确实给爱建集团管理层及其相关股东带来不小的影响。

还有一个值得注意的问题是,一致行动人的变更问题。华豚企业本次举牌受到证券交易所从监管层面的监管问询。在华豚企业出具的

回复函中,一致行动人变更为广州基金国际的母公司广州产业投资基金管理有限公司(以下简称“广州基金”),该等变更虽与爱建集团相关方的反收购有关,也从某种程度上反映了收购方在举牌时候就投资主体确认方面的不确定,若该等中途任意变更一直行动人的情形大量出现,将使资本市场上的资金运作行为以尝试和变更为常态,缺乏规划与统一安排,有损资本市场的正常秩序。

(二) 收购资金来源的合法性论证

《公司法》规定了公司股东成立公司的条件之一是有法律规定的资金投入,该等规定对上市公司股东同样适用,该规定也包含了公司股东资金来源的合法性问题,如自有资金、拆借资金、融资资金等其来源及程序等都需要法律、法规的规范。同时,由于上市公司的公众公司性质,监管部门要求其股权清晰,不存在纠纷。《管理办法》第36条对不以终止上市公司上市地位的要约收购的价款支付方式做了明确规定,即包括现金、证券、现金与证券相结合等合法方式。同时要求收购人“聘请的财务顾问应当对收购人支付收购价款的能力和资金来源进行充分的尽职调查”。对于收购人的履约能力,需要在履约保证金或履约证券提交保管、银行保函及财务顾问连带责任保证的支付承诺中采取三选一的保障措施,其中银行保函和财务顾问连带责任保证的支付承诺是2014年《管理办法》中新增的内容。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书》(以下简称《要约收购报告书》)要求对收购资金来源是否直接或者间接来源于被收购公司或者其关联方,以及若收购资金或者其他对价直接或者间接来源于借贷需要说明借贷协议主要内容等细节事项。这些规定都反映出监管部门对收购方的资金来源和履约能力的约束加强。

根据爱建集团本次举牌的要约收购报告书,在报告书公告前,收购方就将保证金存入监管账户作为本次收购的履约保证金,并说明资金将来源于合法自有资金,不存在股份质押借贷融资也不存在来源于爱建集团及其关联公司的融资,该等披露尚属监管部门可以接受的范畴。而在此前曾有保险资金进入上市公司要约收购市场,收购方的资金来源合法性问题成为监管核查的重点,尤其是收购资金中包含资管计划,涉及资金来源性质、表决权行使等影响收购资金合法性的因素。值得

注意的是,现行的上市公司要约收购相关法律、法规对资管计划等新型资金来源形式并没有进行约束。实践中,对上市公司要约收购的监管,除在收购报告书格式中要求披露说明收购资金的来源外,还会根据上市公司监管相关规定,从股东明确、权属清晰、表决权合法合规等角度予以审核,但该等审核因上位法缺失而存在不确定性。

近年来,金融市场上大量出现新型融资工具,如资管计划、信托计划、契约型私募基金及 P2P 等,前三者也是近年来监管部门对公司首次公开发行股份并申请上市中重点核查的对象,因该三种股东涉及委托投资、委托理财或委托管理等法律基础,可能导致股东不明确,股权不清晰,是在公司首次公开发行股份并上市申请前需要重点清理的对象。同样,P2P 融资属于借贷资金,资金所有权应当归属于资金所有人而非 P2P 平台,平台利用这部分客户资金入股上市公司。存在权属纠纷风险,尤其是 P2P 平台存在资金池的情况下,将放大权属纠纷的风险,影响资本市场的稳定。

《证券法》《管理办法》及与之配套的《要约收购报告书》在 2014 年刚刚修订完成,2015 年起资本市场上便涌现大批量的保险资金举牌上市公司,以保险资金为代表收购方在上市公司要约收购资金中占据很大的比例,该等情况受到了保险监管机构的高度重视,并基于保险资金的特殊性积极出台了监管政策。2017 年年初,保监会颁布《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》(保监发〔2017〕9 号)严格规范保险公司收购上市公司的资金来源问题。^[5]虽然是跨越监管主体,该点规定与爱建集团举牌案中收购方对资金来源的合规性承诺原则上是一致的。然而,保监会的上述规范是从保险市场的角度出发、基于保险资金的特殊性而制定。在上市公司监管层面,上市公司要约收购制度尚未对近年来金融市场融资渠道多样化的新情况导致的资金来源多样化问题进行全面规范。

(三) 股份增减持信息披露——基于投资者保护的探讨

投资人在二级市场买卖上市公司股票本属于自由市场的自由交易

[5] 《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》第 3 条规定:保险机构收购上市公司,应当使用自有资金。保险机构不得与非保险一致行动人共同收购上市公司,不得以投资的股票资产抵押融资用于上市公司股票投资。

行为,但以大量收购上市公司股票并以取得控制权为目的收购行为则由于上市公司的公众公司性质而受监管的规制,这也是《管理办法》的一个重要立法目的,即规范上市公司股票交易及控制权变化,保护上市公司公众公司的中小投资者。对于股票买卖这种自由交易行为,监管主要从程序上规范、监督其运作,集中体现在收购人持股变动的信息披露上。

收购方对上市公司股份增减持的披露涉及披露义务主体、到达披露标准的持股比例、披露内容及披露的时间等内容,信息披露关系到规范大股东股票买卖,在信息不对称情形下中小投资者的投资判断和权利保护问题。从投资者保护角度看,对要约收购规定越低持股比例的披露标准、越早的披露时间和越多的披露内容,越有利于中小投资者及早关注到上市公司控制权的改变预期,并据此及时做出增减持判断,因而基于自身的判断独立承担后果。但是,过低的披露标准、过早的披露时间以及过多的披露内容,也会过多增加收购方成本,这就需要在收购方与中小投资者利益之间进行平衡考虑。

我国《证券法》和《管理办法》详细规定了上市公司收购中增减持股份的信息披露事宜。其中,明确规定了收购人及一致行动人均是信息披露的主体;对于达到披露标准的持股比例,有5%、20%及30%的规定;^[6]披露时间应当在需要披露的事实发生之日起3日内;披露方式主要是向监管部门报告、公告权益变动报告书及公告要约收购报告书。需要明确的是,《管理办法》中持股比例达到5%、20%的信息披露并不是要约收购的专章规定,而是在权益披露一章中的整体规定,适用于投资人对上市公司持股的持续监控,投资人持股比例达到30%时则是要约收购专章规定的强制要约收购标准。

爱建集团举牌案中,收购人及其一致行动人在披露持有标的公司

[6] 根据《证券法》和《上市公司收购管理办法》的规定,持有上市公司股份达到5%以及超过5%以后每增加或减少持有5%的股份的变动需要及时披露;对于持股5%~20%但不是第一大股东或实际控制人的,应当编制简式权益变动报告书,披露简要信息;对于持股5%~20%同时又是第一大股东或实际控制人以及持股20%~30%的,需要编制详式权益变动报告书,披露详细信息;对于持股超过30%并继续增持股份的,应当发出收购要约。

5%股票的简式权益变动报告中说明后续将以取得控制权为目的继续增持爱建集团股份,^[7]但并未明确增持方式。在经过监管问询等程序后,收购方明确了收购方式,即拟通过关联方广州基金要约收购爱建集团30%的股份。如前所述,成为收购标的的上市公司股权结构往往比较分散,如华豚企业及一致行动人举牌时,爱建集团的第一大股东爱建基金会持有爱建集团12.30%的股权,第二大股东均瑶集团持有爱建集团7.08%的股权,持股5%相对于上述两大股东的持股比例已然较大,收购方后续增持超过7.30%的股份即可成为爱建集团的第一大股东。之后,在很短的时间内,作为事实上的一致行动人广州基金确定采取要约收购方式取得爱建集团控制权,而在披露前述简式权益变动报告书公告时,广州基金并不是信息披露义务人,其收购爱建集团股票的意图并未明确。此时,爱建集团实际控制人对举牌应对稍显仓促,更重要的是对于爱建集团广大的中小投资者而言,因大额股票交易及较大幅度的股票价格变动对其投资的稳定性及安全性造成影响。

有观点认为,收购方举牌时已实际持有上市公司股票,其实际也是上市公司的股东,同样应当受到保护。事实上,作为要约收购发起方的收购人及其一致行动人之间由于对上市公司收购早有协商及安排,并实际掌握大量资金应对收购,相对于不了解情形的中小投资者甚至是上市公司的大股东,要约收购的安排和进程都属于收购方的内幕消息,事先无从知晓,信息并不对称,也就无法做出适当投资判断。

(四) 反要约收购制度的规范性——基于停复牌安排的探讨

流动性是证券市场的一个重要特征,也是造成上市公司股票价格波动的一个重要因素。因流动性导致的价格波动也会影响到上市公司股票价格的稳定性,继而影响整个证券市场的稳定性。而上市公司要约收购的实现依赖于上市公司股票的流动性,即上市公司股票不处于停复牌的状态。

然而,要约收购主要又是对上市公司原控股股东、实际控制人控制

[7] 上海爱建集团股份有限公司2017年4月17日公告的《上海爱建集团股份有限公司简式权益变动报告书》第8页载明,本次权益变动的目的“……将进一步增持上市公司股份……拟以上市公司第一大股东的身份,改组董事会,进一步完善上市公司的法人治理结构,主导上市公司的日常经营和管理……”

权的挑战。公司的上市本身是一个为了使其符合监管法律规定而经历特定法律程序的艰难历程,上市公司不仅仅是控股股东、实际控制人的财富来源,还有些上市公司持有稀缺资源——如特许经营牌照、核心知识产权、广泛的社会资源等,再加上有些上市公司持股分散,控股股东持股比例不高,就容易成为被收购的对象。但是,上市公司的控股股东、实际控制人面对非事先协商一致的收购并不会主动让渡控制权,而是采取反收购措施,争取保持控制权。

爱建集团要约收购案中,爱建集团方面基于维持估价稳定的考虑,采取了紧急停牌措施,后续以重大资产重组事宜为由连续停牌,直至本次要约收购案以和解告终,爱建集团重大资产重组事项也公告终止、改为股权投资。无论主观意愿如何,爱建集团在要约收购发起时的停牌一定程度推迟了收购方的行为。停牌的股票因失去流动性而失去了流动价值,因此上市公司的停牌也不能无限期地进行,监管对于重大资产重组的停牌期限有严格规范。所以在爱建集团的停牌过程中不但要根据重大资产重组相关规定进行信息披露,还需要不时应对监管对停牌及要约收购事项的质询。

我国《证券法》《管理办法》等均未明确规定上市公司反收购制度,反而在《管理办法》第33条规定了要约收购期间,被收购公司董事会未经股东大会同意不得采取对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响的行为。^{〔8〕}该等规定,限制了被收购公司管理层的反收购行为。实质上,反收购的法律规制是在要约收购与反要约收购的相互矛盾的价值主体之间寻求平衡,对于被收购方不自愿的恶意收购,需要在被收购方董事会职责、原控股股东的利益以及收购方被公平对待的地位之间寻求一个平衡点。

上市公司停牌监管规范应当是随着证券市场形态的发展不断变化和深化的规范。近年,上市公司要约收购时有发生,但很多情况下,上

〔8〕 我国《上市公司收购管理办法》第33条规定:收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。

上市公司并非有预期及情愿地被收购。上市公司控股股东或实际控制人为了避免要约收购成功导致丧失公司控制权,往往会对上市公司发出重大资产重组的通知,并要求上市公司停牌。但是,随着对抗要约收购方案的推出或与要约收购方协商一致,上市公司往往会以一纸公告终止重大资产重组。对中小投资者来说,上市公司控股股东或实际控制人对重大资产重组停牌的利用一定程度上损害了前者的知情权、交易权等权利。现行的法规和监管规定对以重大资产重组为由规避上市公司收购或内幕交易之实的停牌行为并没有明确的界定,但若该等滥用停牌的行为成为常态,势必影响到证券市场的正常秩序,这就需要监管法规切实针对上市公司重大资产重组的规范,扼制滥用停牌规则危害证券市场秩序。

三、上市公司要约收购制度完善建议

结合上述爱建集团要约收购案中反映的问题,本文提出以下完善上市公司要约收购制度的建议:

(一) 完善一致行动人资格审查制度

建立严格的一致行动人资格审查制度,对直接投资人的资质审查在现有基础上进一步规范,并同时适用于一致行动人。在必要的情况下,可对一致行动人资格的审查比一般投资者更加严格,并要求一致行动人之间对彼此的资格承诺承担连带责任。尤其是集团法人统一控制或有关联的法人作为一致行动人,实质上要约收购行为是集团法人或其实际控制人意志的体现,要严格审核各一致行动人的身份及作为上市公司股东的适格问题,并且有必要要求其相互间承担连带责任。

此外,适当限制一致行动人的变更,主要是限制增加一致行动人及一致行动人由一方变更为另一方的随意性,避免上市公司、股东及相关方在信息不对称的情形下的无所适从,以遵循“公开、公平、公正”的原则,确保资本市场主体行为理性和资本市场秩序的稳定性。

(二) 施行全面的收购资金来源约束机制

从上市公司治理角度,更加严格限制收购资金来源的途径和合法

性。就收购资金来源合法性及收购资金充足问题,除赋予中介机构核查的义务外,监管部门可将该等权限直接归由自身行使,以证监会和交易所上市规则、公司上市发行审核监管规定对上市公司控股股东、实际控制人股东资质的要求及对上市公司股权结构、权属清晰等的规范为准则,对收购方资金来源途径及方式进行严格核查。对于收购资金来源中存在明显违法、违规情形的,可以采取如资本市场禁入等较为严厉的处罚措施。

同时,随着金融市场创新融资形式的发展,市场主体新型的融资形式需要穿透核查资金来源,涉及资管、信托、保险、P2P以及将来金融市场上可能存在的融资形式的,可将该等资金来源监管条线的相关规范在要约收购资金规范制度里予以体现,必要时可以考虑建立跨监管机构的监管机制以及建立大资管统一监管机制的可行性。

(三) 进一步严格股份增减持信息披露规则

进一步规范投资者及一致行动人信息披露的持股比例标准和披露时间。以持股5%为信息披露的界限可适用于单一收购人,而对采取一致行动的收购人信息披露可适用更低的持股比例标准、更早的披露时间以及更广泛的披露内容。该等规范也可以允许上市公司建立一定的股份增持预警机制,采取措施防范某些拟通过一致行动人进行收购的股东囤积股票,防止在某个关键时间节点对上市公司进行突击举牌。

进一步规范收购过程中一致行动人变更的信息披露,考虑到上市公司的公众公司性质,通过及时有效的信息披露实现对中小投资者的利益保护,以最终实现投资者被公平对待和证券市场的稳定秩序。对于事实上的一致行动人但并不是现行规范规定的持股比例达到5%时编制简式权益变动报告书的信息披露义务人,可以适当要求信息披露义务人在权益变动报告书中对该等主体的法律地位及未来对上市公司的增减持情况予以说明,并要求其不得违背该等说明。

(四) 健全反收购措施规范制度,将停复牌规则纳入其中

上市公司收购立法对目标公司的反收购措施、流程等问题需要予以足够的重视。宜在《公司法》及《证券法》等上位法原则的指导下将反收购规则进行细化,如在《管理办法》中设立专章规定反收购制度,确立保护上市公司及其股东利益的基本原则,在做好收购与反收购的

平衡的基础上,赋予上市公司股东一定的反收购权利以及对实现该等权利的程序进行规范,明确上市公司管理层的义务及职责,在限制其行为的同时,以对上市公司忠诚尽责为原则,明确上市公司董事会可以采取的反收购措施。

同时,鉴于上市公司要约收购是基于上市公司股票的流动,上市公司停复牌规则尚未在《管理办法》或实施细则中明确,但停复牌却事实上成为上市公司对抗收购的一种措施。这就要求上市公司收购制度在与其他上市公司资本市场运作制度——如非公开发行制度、资产重组制度及债券融资制度等相衔接的过程中,一方面明确各个事项的先后主次及勾稽关系,另一方面避免一种规则成为另一种行为的工具。

(编辑:谢贵春)