

类重组上市典型情形的 监管逻辑与监管路径

施金晶* 李梦飞**

摘要:2016年《上市公司重大资产重组管理办法》的修订集中完善了重组上市规则,细化了重组上市的认定标准,同时也提高了监管要求。监管趋严背景下的特别监管,有效抑制了部分规避监管的交易行为,但市场上的规避方案也出现了新的态势,引发了新的问题。本文在分析重组上市监管逻辑的基础上,研究通过维持控制权不变和“三方交易”两类重组上市情形及其表现形式,提出相应监管建议,以期裨益重组上市监管的制度完善和具体实践。

关键词:类重组上市 证券监管 制度完善

一、对重组上市进行特别监管的必要性

(一) 重组上市的法律本质

重组上市,是指在控制权变更的一定期限内,

* 华东政法大学经济法学博士研究生。

** 上海证券交易所公司监管一部员工。本文仅代表个人观点,与所任职单位无关。

上市公司向收购人及其关联人购买资产达到法定规模,致使上市公司发生根本变化的重大资产重组行为。^[1] 现行《重大资产重组办法》(以下简称《重组办法》)第13条采用列举加兜底条款的方式明确了重组上市的构成要件:其一,控制权发生变化;其二,向收购人及其关联人购买资产;其三,上述购买资产导致上市公司主营业务或其他方面发生根本变化。基于此,重组上市既是收购行为,改变了上市公司控制权的归属,以此区别于大股东注资和对第三方的产业并购;又是重大资产重组行为,改变了上市公司的主营业务,以此区别于单纯的控制权变更。

控制权和主营业务的双重变化,使得上市公司发生由内而外的根本性改变,其交易实质相当于产生新的上市主体。

(二) 重组上市特别监管的原因

从法学角度来看,监管是制定并实施规则的一种活动。^[2] 对重组上市行为进行特别监管的逻辑起点是其导致新实体上市的交易实质,因此关系到证券市场的准入。2016年《重组办法》修订,延续了对重组上市的监管要求,要求购买的资产对应的经营实体应符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的发行条件。基于法律的公平性和法律体系内部统一性,对重组上市行为按照IPO的标准予以特别监管,这既是一种立法技术,也是一种价值判断。首先,目前我国发行审核核准制下,拟上市公司需接受实质审核才可上市,通过重组上市进入证券市场的资产亦应符合相应的标准,以避免造成初始上市资产质量差异过大。其次,重组上市导致上市公司在实际控制人、主营业务等方面都发生根本变化,使得投资者原本借以形成稳定预期的判断基础全部丧失。在这种情况下,投资者相当于面对新上市公司,与面对一般资产重组有所不同。倘若对重组上市行为不施以特别监管,将导致初始上市和重组上市两个行为的监管存在严重失衡,给监管套利留下空间,也无法平等地保护投资者。

除了涉及证券发行市场,重组上市还涉及证券交易市场,这使得对

[1] 重组上市,即俗称的“借壳上市”。参见证监会2016年7月1日新闻发布会上就《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿进行答问的相关表述。

[2] D. Gowland, *The Regulation of Financial Market in the 1990s*, Edward Elgar Publishing Limited, 1990.

重组上市监管的必要性较 IPO 更为复杂。这种复杂性来源于重组上市交易中裹挟的私人利益以及资本、信息上的个别优势,产生了多种利益冲突,影响到诸多利益主体。具体而言,首先是上市公司股东之间围绕资本优势产生的利益冲突。重组上市涉及上市公司控制权的变化,在股权交易过程中,控制性股权和非控制性股权的转让价格会有所不同,控制性股东会通过其手中的控制权攫取非控制性股东的权益。^{〔3〕}并且,重组上市还涉及上市公司体内资产的重大变化,因公司治理有效性、利益冲突与代理问题的存在,^{〔4〕}收购等重大事件的决策权集中在控制链最上层的控制人手中,^{〔5〕}直接导致重组上市中交易的公允性问题存疑。其次是内幕信息知情人和普通投资者之间围绕信息优势产生的利益冲突。在有出售计划且提前知悉公司未来重大信息的情况下,股东可能基于逐利目的而择时交易。^{〔6〕}重组上市必然导致公司基本面发生重大变化,这种预期的不确定性和市场的投机性相结合,极易产生利用内幕交易、操纵市场获取暴利等违法行为,损害中小投资者的利益。

除此之外,还有来自现实的外部原因推动了重组上市行为特别监管制度的建立。基于立法和监管在资源、效率层面的考量,一种交易行为只有在形成一定的规模及影响后,才有对其进行特别监管的必要。之所以要将重组上市行为从资产重组中细分出来加以类型化,是基于我国证券市场在基本制度、投资者结构等方面的特殊性,重组上市成为上市公司资产重组中一类发生频繁且易产生较大市场影响的交易行为。重组上市的根本目的是实现新资产的上市以收获上市实体在资本市场中享有的融资便利,在实际效果上与 IPO 等同。但由于现行 IPO 制度存在审核节奏控制等不可控因素,重组上市的路径显然更具效率

〔3〕 骆欣庆:《控制权溢价的经济分析》,载《北京理工大学学报》(社会科学版)2010年第1期。

〔4〕 重组上市作为一项重大交易需经管理层决策和股东决策,若公司股权分散会产生代理问题,产生管理层和股东层之间的矛盾;若公司股权过度集中,资本多数决下将产生大股东和中小股东之间的冲突。

〔5〕 邓淑芳、陈晓、姚正春:《终极所有权、层级结构与信息泄露——来自控制权转让市场的经验证据》,载《管理世界》2007年第3期。

〔6〕 蔡宁:《信息优势、择时行为与大股东内幕交易》,载《金融研究》2012年第5期。

和可预见性。首先,制度套利空间的存在使企业选择重组上市来实现上市目标具有强烈的利益驱动;其次,目前的退市机制尚不顺畅,^[7]市场上留存的所谓“壳资源”较多,客观上为重组上市行为的多发提供了充足素材;最后,我国当前的投资者结构以个人投资者为主,易被事件驱动、形成投机炒作氛围。

因此,将上市公司的重组上市从并购重组中细分出来进行类型化的监管,既是法律体系内部统一性的要求,也具有现实的必要性。

(三) 重组上市的监管目标

通过监管所要达到的目的是确定监管宽严程度的基础。重组上市是与上市公司相关的不同利益主体之间就公司资产、控制权等作出的利益交换和利益安排,本身是由市场主体主导的交易行为。但基于存在诸多私人利益驱动以及部分主体享有信息和资本优势,对重组上市进行特别监管的目的,就是通过事前明晰、确定、完备的规定,使得重组上市利益各方形成稳定的预期,保护中小投资者的合法权益不受侵害,维护公平、透明的市场环境。

与此同时,重组上市自身也具有提高上市公司质量、促进产业升级的功能。对2016年全年发生的58笔上市公司控制权转让交易的研究发现,重组上市交易中,控制权出让方整体盈利水平欠佳、成长性较差、主营业务处在急剧萎缩的状态。^[8]这要求重组上市的监管也不能妨碍到制度基本功能的实现。因此,基于重组上市交易本身的复杂性,监管制度需要在遏制投机炒作、提高上市公司质量和促进产业并购的多元目标之间寻求平衡。

(四) 重组上市实践中的新问题:类重组上市

现行《重组办法》对重组上市的监管要求十分明确。构成重组上市,不仅意味着重组标的资产需符合IPO的发行条件,还意味着本次交易不能配套募集资金,同时上市公司现有控股股东、标的资产所有股东持有股份的锁定期均需延长。也正因此,为实现监管套利,行为人有强

[7] 丁丁、侯凤坤:《上市公司退市制度改革:问题、政策及展望》,载《社会科学》2014年第1期。

[8] 孙峰、帅沁蕾:《2016年A股上市公司控制权变更50余起,我们找到了哪些规律?》,载《中国机电工业》2017年第3期。

烈的避免构成重组上市的动机。就目前而言,在重组上市监管的立法链条上,问题不在于采取何种程度的监管要求,而在于如何确定监管对象、明确监管范围。尤其是面对实践中利用复杂多变的交易方案规避监管的类重组上市案例,如何建立合理有效的认定标准进行识别定性并采取相应的监管措施,是当前监管的主要问题。

此处所讨论的“类重组上市”,是指那些交易外观并不符合《重组办法》规定的要件,但实质上趋同于重组上市,且基于常理判断大概率是为规避监管而实施的行为。构成重组上市需要同时满足三个要件,行为人可选择规避任一要件来使交易方案不构成重组上市。在2016年以前,结合构成要件,可将规避借壳监管的各类手法分为三类:第一类是围绕上市公司控制权不变的规避手法;第二类是围绕收购人与资产控制权差异的规避手法;第三类是围绕资产比例的规避手法。2016年《重组办法》修改,改变了过去仅以“资产总额”这一指标来认定主营业务发生根本变化的做法,增加了营业收入、净利润、期末净资产、发行股份比例等指标,并且规定了“主营业务发生根本变化”这一弹性标准,较难规避。因此,《重组办法》修改后,行为人主要利用另外两个要件:控制权变更和资产交易对象来设计交易模式以规避重组上市监管。从实践来看,典型的交易类型有两种:一种是在维持控制权不变情况下发行股份购买资产;另一种是“向甲方转让控制权、向乙方购买资产”的“三方交易”。下文将对此作逐一讨论。

二、控制权未变更情形下重组上市的识别和认定

(一)控制权的界定

控制权变更的认定以控制权的界定为基础。依据《重组办法》第13条,在认定重组上市时,采用定量和定性、列举和兜底相结合的方式来界定控制权。投资者符合持有上市公司50%以上股份、可以实际支配上市公司股份表决权超过30%、可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、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这四种情形之

一,即被认定为上市公司控制权人,并规定了兜底条款。若上市公司股权分散,董事、高级管理人员可以支配公司重大的财务和经营决策的,视为具有上市公司控制权。^[9]

作为现代公司制度演进的产物,公司控制权已经逐渐类型化为绝对控制权、相对控制权和实质上的控制权这三种相互联系又有所区别的权利,主要和公司股权以及公司管理人存在紧密的联系。^[10]从现行规则来看,综合考虑了股权(表决权)控制和管理层控制,涵盖了上述三种权利类型,规则自身是较为全面的。但是,股份比例、表决权比例这些可以量化的指标往往在交易中被用来作为一项规避监管的交易安排,以形成控制权不变的表象,从而难以判断上市公司控制权的实际变化情况。

(二) 维持控制权不变的典型方式

在公司运营过程中,表决权是对公司控制力的象征,拥有表决权也就拥有对公司经营活动的话语权。^[11]维持控制权不变,对控制权人明确的公司而言,在理论上只有两条路径:其一,提高上市公司原控制权人的表决权比例;其二,降低标的资产实际控制人在上市公司中的表决权比例,以达到控制权人不发生形式上的变更。这两种路径既可通过股份比例的安排来实现,也可通过表决权拘束协议实现。而对于股权分散、不存在控制权人的公司来说,则需要在交易后保持无控制权状态。

实践中,为维持控制权人对上市公司的持股比例,行为人往往采取由原控制权人突击增资标的资产或认购募集配套资金的方式达到目

[9] 《重组办法》第13条规定:“控制权的认定按照《上市公司收购管理办法》第84条进行。”《上市公司收购管理办法》第84条规定:“有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权:(一)投资者为上市公司持股50%以上的控股股东;(二)投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%;(三)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;(四)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;(五)中国证监会认定的其他情形。”

[10] 曾洋:《公司控制权私人利益的法经济学解释》,载《江海学刊》2013年第5期。

[11] 梁上上:《表决权拘束协议:在双重结构中生成与展开》,载《法商研究》2004年第6期。

的;为降低资产注入方在交易完成后的持股比例,常常由其突击转让所持标的资产部分股权,或由上市公司在交易中仅购买标的资产的大部分而非全部股权,以减少向资产注入方发行股份的数量;或者,直接由新进入上市公司的股东自愿大比例放弃表决权,或将表决权委托给上市公司原实际控制人,以维持原实际控制人的表决权优势地位。同时,行为人往往会以第一大股东未发生形式变更替代可能存在的其他股东和管理层控制。典型的表现是,通过交易安排,标的资产的实际控制人成为上市公司的第二大股东。从股权比例角度看,虽然第一大股东并未发生变化,但基于股权比例的接近,从常理推测,上市公司的控制权很有可能通过协议约定的方式已经掌握在注入资产和业务的二股东手中,并可能形成管理层控制的情形。如交易双方约定标的公司实际控制人全权决定公司日常生产经营和财务决策,不得被罢免或解除职务,就是实现了实质意义上的管理层控制。对于重组前即处于无实际控制人状态的公司,由于重组未使上市公司的无实际控制人状态发生变化,控制权是否发生实际变更,在认定上也存在争议。

为规避控制权变更要件的触发,多数公司的重组方案会同时采用前述一种或多种方式,通过对持股比例、表决权比例等可量化且直观的指标作出特别处理来维持上市公司的控制权不发生形式上的变化。这些交易方案的特点是,如果不经过上述特别安排,标的资产实际控制人持有上市公司表决权的比例将高于上市公司原控制权人,上市公司将因控制权变更构成重组上市。也正因为此,实践中运用上述操作手法的交易方案颇具规避监管的嫌疑。

(三) 监管难点和监管判断

关于控制权的认定,规则层面的判断标准虽然已相当全面完整,但公司实际控制权在性质属于事实上的权力,只能通过对公司实施控制的事实才能证明权力的存在。^[12] 实践中控制权变更的判断涉及股权比例、一致行动人、董事会的构成等具体情况,而其中相当一部分可以通过私下协议作出安排,难以辨别控制权的真实状况。此外,通过股权

[12] 郭富青:《论公司实际控制权:性质·渊源·法律导向》,载《甘肃政法学院学报》2011年第1期。

比例、表决权比例等反映出的“公司控制权不变”是一项客观事实,难以判断其背后交易各方的真实意图。有时确实是原控股股东不愿意出让控制权,交易是为发展壮大而进行“蛇吞象”式的同行业并购或者是为转型升级而进行的跨行业并购;有时又确实是因为拟置入资产不符合IPO的条件,为规避监管作出的暂时性的控制权不变更的安排。若一律认定为重组上市,对前者而言,不符合促进上市公司利用并购重组做大做强政策目标;但若一律不纳入重组上市的监管范围,显然是放任了规避监管行为的发生。

基于控制权的事实性特征导致的上述两个监管难点,也应回到具体案件事实中求得解决。从实践来看,以规避监管的动机作为考察角度,若拟购买资产符合重组上市条件,则不存在规避动机和套利空间,规避嫌疑较大的往往是那些拟购买的资产已达到构成重组上市的规模,但又不符合资产要求的交易。因此,对于购买体量超过自身的资产且主营业务发生根本变化、标的资产不符合重组上市的要求特征的交易,若同时存在上市公司的控制权在形式上保持不变,但是新进股东的持股比例与大股东较为接近的情形,因极易通过私下协议等安排实际上取得控制权以达到真实交易目的,倾向于认定为重组上市。

再以利用控制权要件规避监管的操作手法来进行考察。对于重组上市而言,重组后的股权比例结构是一个根本的商业利益安排,应符合一般的商业逻辑。因此,可关注交易方案中是否涉及控制权的特别处理,并结合对交易特征的把握来推定背后的动机。前述方案中的交易安排,与重组方案本身无直接关联,不是重组交易的必备条款,且与一般交易逻辑不符,意图规避重组上市的可能性就极强。对于此类交易,应在扣除相关操作影响的基础上再行判断控制权是否变更。

三、三方交易情形下重组上市的识别和认定

(一)“三方交易”的定义和本质

“三方交易”,是指上市公司在控制权变更情形下,向新的控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的其他对象购买资产的重大资

产重组行为,即通常所说的“向甲方转让控制权,向乙方买资产”的行为。与现行法定义的重组上市相比,关键的不同点在于,上市公司购买的资产不属于收购人,也即不符合重组上市的第二个构成要件:向收购人购买资产。

“三方交易”的交易逻辑通常有两类:第一类基于产业逻辑,收购上市公司的目的,主要是看重其体内资产,收购完成后改进公司管理,进行同行业及上下游收购,做大做强主营业务;第二类基于金融逻辑,收购上市公司的目的主要是看重其“壳”价值,收购完成后“养壳”“炒壳”,通过概念股炒作、忽悠式重组、市值管理、减持等实现收益。第一类“三方交易”显然不属于重组上市监管的范畴,目前我国资本市场上的“三方交易”主要为第二种类型,下文讨论的“三方交易”也限于第二种类型。^[13]

“三方交易”虽形似“第三方发行”,但从“第三方发行”的规则演变和功能定位来看,其不应定性为“第三方发行”。2011年以前,发行股份购买资产的对象主要限于控股股东及其关联方(即服务于大股东整体上市,解决同业竞争、减少关联交易),以及通过资产注入将取得实际控制权的借壳方(重组上市),实践中一般不允许上市公司仅向其他非关联的第三方发行股份购买资产。2011年《重组办法》修改时,增加了“赋权性”规定,明确允许上市公司向“控股股东、实际控制人及其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产”(俗称“第三方发行”),但其前提条件是上市公司“控制权不发生变更”,交易目标必须是“推进行业或产业整合,增强与现有主营业务的协同效应”。根据对

[13] 实践中还可能存在“向甲方转让控制权,向乙方买资产但未导致主营业务根本变化的”情形。笔者认为,对于这类情形,不应全部认定为重组上市,而应该区别对待。从监管目标上看,重组上市监管制度需要在遏制投机炒壳、提高上市公司质量和促进产业并购的多元目标之间寻求平衡;从交易类型上,应进一步加大对同行业、上下游产业并购的支持力度,同时也要为上市公司通过并购发展双主业留有一定空间。因此,对于“向甲方转让控制权,向乙方买资产但未导致主营业务根本变化的”,如果标的资产运营良好或与上市公司现有主业能够产生协同效应(通常认为属于同行业或上下游),该等资产的体量相比上市公司存量资产没有显著过大,也不涉及置出全部或主要的经营性资产,交易各方愿意参照重组上市的标准接受股份锁定,没有明显套利动机的,应有别于短期内导致主营业务发生根本变化的情形,不将其认定为重组上市。

“赋权性”规定的反面解释,如果“第三方发行”不符合上述前提和目标,上市公司就不得实施。2014年《重组办法》再次修改,允许上市公司向第三方发行股份,购买“与现有主营业务没有显著协同效应”的资产,其本意在于,为一些行业前景欠佳的上市公司谋求转型、发展新主业留有空间。但从文义上看,这只是有限度的放松,修改后的办法仍明确要求上市公司“控制权不发生变更”,交易目标仍是“促进行业的整合、转型升级”,并且对这类购买行为作了更严格的披露要求。由此看来,支持上市公司做大做强现有主业、沿着已有的产业链逐步完善升级,一直是“第三方发行”的主流导向。而此处讨论的“三方交易”,虽然也是向控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的第三方购买资产,但该交易行为还同时具有上市公司“控制权发生变更”和“导致主营业务根本变化”两项特征,与上述“第三方”发行有着根本区别。

从变更控制权、使主营业务发生根本变化的特征来看,“三方交易”与重组上市一样,都没有行业或产业整合的实质内涵,最终效果都是大体量的非上市资产绕道实现证券化。如将“三方交易”视为普通的“第三方发行”,将形成明显的监管套利空间。因此,结合其定义及交易逻辑,基于实质等同的原则,“三方交易”更应界定为重组上市。

(二) 监管路径选择

基于“三方交易”的实质,应将其纳入重组上市的监管范围,但与典型的重组上市相比,其对上市公司和投资者的影响更难判断、风险因素更复杂易变。根据现行《重组办法》,“重组上市”的资产注入方限定为“收购人及其关联人”,结合资产审核条件等同于IPO的标准,由此推演出的监管逻辑是:上市公司控制权发生变更后,如果购买资产将导致主营业务发生根本变更,通常只有在该等资产属于“收购人及其关联人”的情况下,才能真正符合IPO标准。因为,通过这种典型的重组上市,“借壳”的实体资产在其实际控制权、管理层和主营业务三方面均保持稳定(从上市前的报告期延续到上市后一定期限内),而这三方面也正是IPO审核中对发行人的核心要求(实际控制人没有变更、董事和高管、主营业务无重大变化)。相比来看,“三方交易”不仅在短期内使上市公司控制权发生更迭,而且通常会使新注入的实体资产的实际控制权发生重大变化,不论对上市公司还是标的资产而言,未来控制

权能否稳定、业务能否持续经营等风险因素,都比典型的重组上市更复杂多变。因此,即便按照重组上市标准对“三方交易”进行审核,也应加强后续的监管。

此外,“三方交易”的模式极易被用来进行“壳资源”的买卖炒作。尤其是在当前的市场环境下,“杠杆收购”上市公司控制权等行为屡见不鲜,在供需两端的共同驱动下,一些私募股权投资基金也开始通过各种方式成为“壳”交易的掮客。而迫于杠杆收购的资金压力,掮客们在收购完成后往往急于通过不当市值管理炒作股价,损害投资者利益。部分公司在控制权变更后重组屡次失败,公司经营处于极其不稳定状态。如果不将“三方交易”纳入重组上市范围并对控制权转让施加严格监管,很可能诱发金融资本竞相争夺公司控制权,进一步加剧“炒壳”“倒壳”现象。现阶段我国上市公司的控制权之争就主要体现为股东之间就公司壳资源价值的争夺。^[14]金融资本运用杠杆进行“囤壳”的现象已十分明显,2016年全年公告控制权变更的上市公司家数已超50家。“三方交易”中控制权的变更,往往就是炒作开始的前奏。同时,随着卖壳收益的增大,面临经营压力的上市公司可能更倾向于卖壳获利,而放弃实施产业并购的机会,进而使上市公司并购重组“脱实向虚”。大量“壳公司”通过借壳契机股价飙升,有些上市公司股价甚至超过同行业经营良好的可比公司;有些经营情况极差甚至没有实质性经营业务的公司股价仍不会下降,原因是很多投资者判断该股票存在借壳预期。“借壳”概念扰乱了资本市场的定价机制,造成股价严重扭曲,并在一定程度上影响市场作为价值判断的公允性,妨碍资本市场实现其有效配置资源的功能。^[15]基于此,应对概念公司的控制权转让行为加以严格监管,抑制“炒壳”“倒壳”现象,防范并购重组“脱实向虚”,防止滋生内幕交易等违法行为。

综上,“三方交易”的实质与重组上市无异,但就其交易形式而言显然不符合现行《重组办法》第13条规定的构成要件。根据对《重组

[14] 卢文道、方俊:《我国上市公司控制权之争的最新态势与监管路径研究》,载《证券法苑》(总第13卷),法律出版社2014年版。

[15] 马骁、刘力臻:《中、美及香港证券市场借壳上市监管制度比较》,载《证券市场导报》2013年3月号。

办法》相关规定的历史解释、体系解释和目的解释,应当适用兜底条款,将“三方交易”认定为重组上市。鉴于“三方交易”中的相关风险因素比重组上市更为复杂,市场影响更为恶劣,应对交易前期的控制权转让进行严格监管,并在交易完成后就重点事项展开持续监管。

四、类重组上市的监管路径探讨

(一)通过考察交易特征和控制权安排,从严把握控制权认定

控制权不变,尽管是一项“客观事实”,但在监管实践中,可以通过考察交易的主要特征和交易方案中对控制权的处理方式来推定交易动机、还原交易在正常商业逻辑下的全貌,从严把握控制权是否变更的认定标准。具体而言:

1. 明确对现有控制权特别处理方案的还原标准

证监会已于2016年6月以“问答”的形式明确:在认定是否构成《重组办法》第13条规定的交易情形时,上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人拟认购募集配套资金的,相应股份在认定控制权是否变更时剔除计算。上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人在本次交易停牌前6个月内及停牌期间取得标的资产权益的,以该部分权益认购的上市公司股份,按前述计算方法予以剔除。^[16]

以此作为参照,对于其他的特别处理也应在剔除影响、全面还原后再行判断控制权是否发生变更。标的资产的控股股东突击转让标的资产股权的,对应的发行股份数应还原至其总股份数的计算中。建议将上市公司停牌筹划重组期间及停牌前6个月内,通过标的资产实际控制人转让股权方式降低持股比例的,在认定重组上市控制权变化时,按照标的资产实际控制人原有持股比例对应发行的股份数量认定是否发生控制权变更。

[16] 证监会:《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》,载证监会网站 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjgfgzc/ywzx/201606/t20160617_299116.html,2017年9月20日访问。

表决权是公司所有与公司经营的连接点,是不同股东之间争夺公司控制权的工具,^[17]对于放弃表决权的交易安排,表决权放弃后,若股权发生转让,受让股东是否承继放弃表决权没有明确规定,易造成公司控制权的不稳定。《公司法》规定“同股同权”,如果非因本次重组交易的必要条件而放弃表决权,导致各个股东所持股份和实际支配的表决权不匹配,可能会导致《上市公司收购管理办法》等法律法规的适用障碍,进而引发上市公司治理等一系列问题。此外,法学理论上,权利虽是可以放弃的,但若涉及以合法形式掩盖非法目的,就应当认定为无效的民事行为。^[18]建议对于大比例放弃表决权(建议将标准设定为20%),或因放弃表决权导致其他股东的表决权比例发生重大变化的,如由30%以下变为30%以上及由50%以下变为50%以上的情形,作出禁止性规定。

2. 尽快形成控制权不明晰情况下的认定标准

(1)明确管理层控制情形下的认定标准。《重组办法》将管理层控制认定为控制权变更的情形之一,在目前的监管实践中,特别是如出现上市公司原有资产全部置出的情况,已实际形成第二大股东控制或管理层控制,第一大股东虽然在股权的数量上占优,但极有可能已实质丧失控制权。但是,如何认定第一大股东之外的其他主要股东或管理层实际控制上市公司,需要具备哪些要件,目前缺乏具体的认定标准。

(2)明确无实际控制人下控制权变更的认定标准。交易前后均为无实际控制人情形是认定控制权是否变更的难点问题。如不予以规范,可以预见,维持交易前后上市公司的无实际控制人状态将会是今后重组方案中重点使用的手法之一。因此,建议结合交易性质、交易方式等在具体案例中总结判断交易是否构成重组上市的主要考虑因素,并在条件成熟时明确具体监管标准。

3. 区别对待现金收购及同行业整合

基于重组上市监管的多元目标,对于仅购买标的资产部分股权,并

[17] 梁上上:《股东表决权:公司所有与公司控制的连接点》,载《中国法学》2005年第3期。

[18] 根据《合同法》第52条,“以合法形式掩盖非法目的”属合同无效的情形之一。签订放弃表决权协议作为一种单务合同,亦应受此限制。

提高现金支付比例,建议强化问询其合理性,如经问询,具备商业合理性,应认定不构成重组上市。此外,同行业并购对于促进国企改革与供给侧改革、化解过剩落后产能、培育先进产能具有极大的促进作用,建议在规则允许的范围,适当放宽认定标准予以支持。

4. 基于监管实践达成一致的监管尺度,以适当方式明确并公开

新《重组办法》实施后,规则适用和监管尺度经历了一段时间的磨合期和探索期,已形成了不少有共识的实践做法。但客观而言,一些应急出台的窗口指导还没有完成规则化和公开化。上市公司和中介机构在实施重组中,容易出现规则适用方面的困惑,客观上增加了重组的市场成本。重大资产重组中,上市公司控制权是否发生变更的认定,市场极度关切,建议将实践中已有共识的监管尺度以适宜的方式予以适度明确并公开。例如,收购或重组导致上市公司从单一控制变为共同控制,从单一控制或共同控制变为管理层控制等情况,都构成控制权变更;重组交易导致上市公司新产生的5%以上股东合计持股比例超过原第一大股东与原持股5%以上股东的合计持股,认定交易前后控制权发生变更。

(二) 将三方交易纳入重组上市范围并从严监管

1. 按照重组上市的标准严格监管“三方交易”

按照“举轻以明重”的法律解释原则,如果坚持重组上市条件应等同于IPO标准(对两种上市方式实现监管平衡,遏制监管套利),那么,对于此类“三方交易”,因其对上市公司的影响更难以判断、风险因素更复杂多变,只有按重组上市的条件进行监管,才能有助于实现监管平衡、有效遏制监管套利。在现行《重组办法》下,应当适用兜底条款,认定为重组上市,按照重组上市标准进行监管。

2. 持续关注交易后的公司治理及对公司持续盈利能力的影响

“三方交易”在短期内使上市公司控制权及资产控制权均发生重大变化。未来公司的控制权能否稳定、业务能否持续经营,都存在较大的风险。因此,即使对于在前期方案中没有进行重组上市监管套利的“三方交易”,也应当在后续监管中重点关注。应以公司治理为切入点,结合新的实际控制人对公司董事会及主营业务经营的控制力,持续关注可能的失控风险,提前做好风险防控和信息披露监管工作。

3. 强化对控制权转让概念公司的监管

2016年下半年以来,控股股东转让股权的公司家数显著增多,个别公司出现了股价明显上涨的情形。部分公司控制权收购中出现高杠杆,背后隐现资本大鳄的身影。控制权变更已经成为上市公司后续资本运作的一个信号。建议对控制权转让概念公司从信息披露、停复牌和交易核查、后续重组等方面全方位、立体化加强监管。考虑到强制要约收购制度,控制权协议转让中,新的收购人一般持股比例低于30%。此时,其需要披露详式权益变动报告书。从目前公司的披露情况看,大多数公司都会出现披露信息不足的问题。为防范公司股东利用不完整的信息误导投资者,建议重点关注收购人的股权结构、资金来源及后续计划这三个要点的披露。

关于股权结构,收购人应按照格式准则的要求详细披露其控股股东、实际控制人的有关情况,实际控制人原则上应披露到自然人、国有资产管理部门或者股东之间达成某种协议或安排的其他机构。对于收购人其他小股东的披露要求,格式准则没有明确。笔者建议,考虑到杠杆收购的风险,建议在杠杆收购中,要求予以披露。

关于资金来源,目前格式准则要求,资金或者其他对价直接或间接来源于借贷的,应简要说明借贷协议的主要内容,包括借贷方、借贷数额、利息、借贷期限、担保及其他重要条款。但实务中,公司控制权收购的资金来源非常复杂,可能涉及多种复杂的金融产品及结构化设计,而不是简单的借贷。因此建议在资金来源方面,要求收购人说明收购资金中自有资金及其他资金的来源,是否涉及杠杆收购及结构化设计。如涉及,为保证公司控制权的稳定性,应要求同时披露杠杆倍数,结构化产品的期限,本次股权转让之前或之后是否存在质押股份的情形或计划等关键信息。

关于后续计划,包括是否继续增持及是否有资产重组计划两方面。关于增持计划,如公司明确表示后续将继续增持,要求去按照本所的格式指引,披露具体的增持计划。关于资产重组计划,为防止公司炒作股价,要求公司如实披露目前进展。如没有明确计划及有效协议,仅是初步考虑,要求公司如实披露。

五、结语

对重组上市行为的特别监管,关键在于如何合理地划定监管范围。既要准确认定规避监管的类重组上市行为,防止监管套利、投机炒作和内幕交易,又要避免阻碍并购重组促进产业升级、优化配置资源功能的实现,从而构建宽严相济的平衡监管体系。2016年《重组办法》的修订,在提高对重组上市监管要求的同时,也集中细化了资产要件的构成标准,进一步明确了重组上市的定义。但法律对行为的列举不可能穷尽,只能在实践中随着类重组上市行为新形态、新问题的出现,不断地加以类型化的补充和完善,以保证监管的严肃性和有效性。因此,重组上市的监管也注定是一个动态发展的过程。针对目前实践中存在的使用特别交易安排处理控制权、采取“三方交易”方式规避构成重组上市的典型方式,应在具体的案例中总结和明确相应的认定标准、明确监管口径,不断完善监管规则,从而实现重组上市监管的多元目标。