

规范和发展产业型并购重组的 规则完善与监管微调

王 啸*

摘要:2016年下半年以来,管理部门一方面治理整顿“炒壳”“忽悠式重组”等问题和乱象;另一方面鼓励有利于实体经济发展的并购重组。经过规范和引导,以产业整合、升级或转型为导向的并购重组正在成为市场主流。产业型并购重组具有周期长、跨度大、涉及面广等特点。我国长期机构监管过程中积累起来的各种规范和惯例未必与蓬勃兴起的产业型并购重组相适应。本文结合实体经济发展对并购重组的实际需要,提出规则完善和监管微调的建议。

关键字:并购重组 重组上市 协议转让 慢走规则 老股减持

一、引言:产业型并购重组的兴起及其与市场环境、监管政策的相互作用

产业型并购重组是实体经济企业和多层次资

* IDG 资本合伙人,博士。本文仅代表作者个人观点,与所任职机构无关。

本市场的最活跃的结合部。它是经营性资产进入资本市场的主要途径,是实体企业运用资本市场做大、做强、做优的重要手段,也是淘汰过剩产能、加快市场出清、促进产业调整的市场化途径。我国资本市场上的并购重组短短不到十年间,浓缩了境外市场多次并购重组浪潮的百年历程。从2011~2012年悄然兴起,到2015年倏忽过热,再经过2016年下半年以来治理整顿,热衷炒壳、炒概念的旧模式逐渐边缘化,以产业整合、升级或转型为特征的并购重组开始成为主流。^[1]

产业型并购重组从两个路径对实体经济发生作用:存量方面配合国家供给侧结构性改革和混合所有制改革,增量方面助力国家经济动能转换,为战略性新兴产业提供资本支持。在实践中展现出鲜明的时代特征和丰富的交易模式:有提高行业集中度和企业竞争力的横向兼并,如宝钢、武钢吸收合并,冀东水泥、金隅股份战略重组,中国建材和中国中材合并;有淘汰过剩产能,注入优质资产的“腾笼换鸟”重组,如ST济柴通过重组置入中石油旗下金融资产,ST天利成为中石油石油工程业务建设平台,以及ST舜船、ST金瑞、ST煤气等一批僵尸企业的重组;有向战略新兴产业转型升级的并购,如艾迪西、大杨创世、鼎泰新材分别重组申通快递、圆通速递、顺丰控股,从传统行业转型为综合物流服务;还有推动混合所有制改革和提高公司治理的股权重组和资产收购,如中国联通引入战略投资者,中粮集团引资并进行一系列控股型投资等;以及追求技术升级、渠道协同、管理提升等的跨境并购和全球产业链整合。

产业性并购重组的发展离不开资本市场提供的各项功能,包括股

[1] 大致而言,2011~2012年始称“并购元年”,2013年和2014年IPO暂停期间并购逐渐升温,2015年“疯牛市”期间并购重组行为过热,产生种种乱象,2016年下半年以来综合治理,2017年下半年开始出现产业型并购重组为主流的趋势。最新趋势可以用深交所的一组数据作为佐证:2014年、2015年、2016年和2017年上半年上市公司进行纵向产业链延伸或横向同业并购占比分别为43.61%、50.00%、55.66%和60.19%,呈现逐年攀升的趋势。参见深交所微信公众号“深交所就深市上市公司2017年半年报情况答记者问”。另外根据证监会副主席姜洋2017年9月14日在北京CBD国际金融圆桌会上以“发挥直接融资功能 推动增长动能转换”为题的讲话,2016年年初至2017年7月底,全市场并购重组交易额达3.38万亿元,基于产业整合的并购重组超过70%。

权和资产的流动、估值和风险定价、股份支付工具、多元融资渠道、长期资金供给等,这一切又离不开政策引导、立法调整和监管规范。另外,产业性并购重组与长期机构投资者互利共生,有利于优化资本市场配置资源的生态环境,促使市场与监管良性互动。

我国的监管规则是在不断处理矛盾、解决问题的过程中构建起来的。在传统的机构监管体系下,积累了较多的监管条款、审核口径和执行惯例(以下也统称“规则”)。这些规则往往针对某个特定问题而设,带有防坏人、堵漏洞的实用性和权宜性。产业型并购重组的跨度大、周期长、结构复杂、涉及面广,执行过程要穿越层层规则的丛林,摩擦碰撞难以避免。

经过2015年下半年和2016年年初几轮“股灾”,资本市场的主要矛盾是遏制风险蔓延和引导市场理性回归。一段时间以来,监管新政密集出台,措施多管齐下,治理效果显著。随着市场各项功能恢复正常,工作重心也将向提高资本市场服务实体经济的能力等方面适度调整。如何在加强监管和防范风险的前提下提高市场流动性和效率,既保护投资者权益,也发挥市场主导资源配置的功能,将成为规范和发展资本市场的重要课题。

本文试图梳理目前涉及并购重组的各项制度规范,提出适时完善规则条款和适度调整监管口径的思考与建议。

二、“重组上市”:适度形成与IPO的差异化监管

(一)“七项测试”+“重组上市”,使相当多的并购重组标的纳入IPO监管

2016年修订的《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)为治理整顿乱象祭出大招:增加“重组上市”的测试指标。将过去仅有的“资产总额”一项标准增加为收入、利润等五项定量指标以及“导致主营业务发生变更”一项定性指标,加上“其他”作为兜底条

款,合称“七项测试”。〔2〕一旦触及“重组上市”(过去市场俗称的“借壳上市”),不但必须符合《重组办法》规定的条件,〔3〕还要符合《首次公开发行股票并上市管理办法》的相关规定,进行“等同IPO”的审核。〔4〕此外,还被加以多种限制,包括不得配套募集配套资金、增加股份锁定期(原控股股东及第三方新增股份分别强制锁定三年和两年)等。

“七项测试”增加了并购重组方案被确诊为“重组上市”的概率,从而相当多的收购和重组标的原本属于信息披露或一般行政许可的范围,现在等同IPO的严格“待遇”。不符合IPO标准的并购重组对象只好徘徊在资本市场大门之外。据不完全统计,年内至少200家上市公司终止重组事项。截至2017年9月初,共有89家并购重组(全部为发行股份购买资产)处于审核状态,与《重组办法》的征求意见稿出台(2016年6~7月)时150~160家在审项目相比,数量减少一半。2017年1~8月3家“重组上市”通过并购重组委审核,明显低于2014年、

〔2〕 根据《重组办法》第13条,在上市公司控制权变更在五年之内,向收购人及其关联人购买资产达到五项标准之一(标的资产的收入、利润、总资产或交易金额、净资产或交易金额、股份比例等达到上市公司可比指标的100%),或者虽未达到以上标准但导致主营业务发生变更,或发生中国证监会认定的其他情形,就会构成“重组上市”,即过去市场俗称的“借壳上市”。

〔3〕 除了重大资产重组的一般条件,修订后的《重组办法》还增加了“负面清单”条件,即“上市公司及其最近3年内的控股股东、实际控制人不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形,但是,涉嫌犯罪或违法违规的行为已经终止满3年,交易方案能够消除该行为可能造成的不良后果,且不影响对相关行为人追究责任的除外;上市公司及其控股股东、实际控制人最近12个月内未受到证券交易所公开谴责,不存在其他重大失信行为”等。

〔4〕 即《重组办法》第13条规定的“上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司,且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的其他发行条件”。施金晶(2015年)梳理了借壳上市从“趋同”发展到“等同”的过程。2011年8月《重组办法》修订,明确借壳上市的审核“参照《首次公开发行股票并上市管理办法》的相关规定”,即“趋同IPO审核”的由来。2013年11月《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》,将“趋同”审核提升到“等同”IPO的审核标准。2014年《重组办法》再次修订纳入《通知》的内容,将该项要求的效力层次提高到部门规章的级别(参见施金晶:《博弈与平衡:借壳上市监管制度研究》,中国金融出版社2015年版)。2016年又一次修订的《重组办法》沿袭了“等同”IPO审核的要求。

2015年、2016年分别20家、32家和18家的通过数量。2016年7月至今,只有7家通过审核,且其中4家在去年征求意见稿出台前已经通过股东大会决议。^[5]

(二) 并购重组与 IPO 的天然差异

上述统计现象反映出监管组合拳的效果。重组新政与 IPO 提速等其他措施多管齐下,有效地给“炒壳”降温,促成了市场理性回归。不过矫枉过正之后,还需考虑并购重组与 IPO 毕竟是企业进入资本市场的不同途径,天然具有差异互补性。

IPO 门槛在全球资本市场都是最高的,其中既有监管和法制原因,也出于机构投资者的博弈、交易所的精品战略定位、企业的成本收益衡量等商业因素,在此不展开讨论。相较 IPO 的高标准、严要求以及耗时、费力的过程,被上市公司收购或者进行“反向收购”是以较低成本进入资本市场的途径,^[6]因此成为大部分企业的现实选择。^[7] IPO、重组上市、被上市公司收购等多种途径畅通并行,为不同行业、不同发展阶段、不同竞争序列和不同财务诉求的企业提供阶梯性的选择。例如,为战略新兴行业企业开辟专门上市板块的时机尚未成熟,并购重组为不符合现行 IPO 条件的创新成长型企业提供了进入资本市场的可行途径。企业利用资本市场的正常需要得以满足,就不会一拥而上争相 IPO,也不会跟风追逐并购重组。唯其如此,困扰已久的 IPO“堰塞湖”和“忽悠式、概念式”重组方能最终根治。

从政府监管的角度,对并购重组与 IPO 实施监管的立足点不尽相同。IPO 作为企业首次公开发行股票并上市交易,为保护公众投资者的合法权益,在信息披露的真实性和企业持续盈利能力等方面需要公

[5] 这七家包括圆通、顺丰、申通、韵达等四家快递公司(除韵达一家,其他三家在2016年7月前开完股东大会),欢瑞世纪(2016年7月前开完股东大会),*ST天仪,新疆城建。

[6] 反向收购在美国主要有两种途径:先在 OTC Market 或 OTCBB 等场外市场实现反向收购,再转板进入纳斯达克甚至纽交所;或者以已经实现 IPO 的壳公司(“SPAC”,详见下文分析)为上市载体进行换股合并。

[7] 例如,美国资本市场 21 世纪以来,并购(M&A)替代 IPO 成为企业进入资本市场的最主要途径。参见王啸:《评美国小企业 IPO 危机及 JOBS 法案的应对》,载《证券法苑》2014 年总第 14 卷,法律出版社 2014 年版。

权力强有力的事前介入。并购重组是上市公司与未上市企业及双方主要股东的自愿交易,尤其是第三方交易经过充分博弈,市场约束和激励机制能够发挥作用,监管部门主要防止交易当事人合谋侵害上市公司中小股东利益,因此关注交易公允性和信息披露全面性。另外,即便是IPO条件也并非单一,在不同市场、不同板块提供各种套餐,以适应千差万别的企业需要。^{〔8〕} 并购重组交易尤其是触及“重组上市”时,仅适用一套IPO标准就显得过于僵硬了。

(三) 差异化制度的实现路径

综上所述,有必要保持并购重组与IPO两种制度的适当差别。一个方法是微调“七项测试”的松紧尺度。对于刻意规避被界定为“重组上市”的做法,如调整股权结构或通过表决权安排避免实际控制人发生变更,或者刻意避免向收购人及其关联方购买资产等,不必拘泥于《重组办法》的字面规定,从严掌握解释口径,扩大“重组上市”的适用范围。^{〔9〕} 对于并非“刻意规避”重组上市的交易方案设计,不妨维持《重组办法》的书面要求,不再加码升级监管标准。例如,股权相对分散、市值不大的上市公司收购体量较大的资产,交易双方存在避免实际控制人变更的真实意愿,再如,一些拟收购的标的确实来自第三方而非

〔8〕 在《证券法》的“持续盈利能力”的原则要求下,沪市主板和深市中小板的《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》)规定“最近三年累计三千万净利润”,《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》(以下简称《创业板首发管理办法》)提供“最近两年净利润累计不少于一千万”或者“最近一年盈利,最近一年营业收入不少于五千万”两套选择指标。境外交易所如纳斯达克、伦敦证券交易所、香港交易所等存在更加多样的上市“套餐”。

〔9〕 例如,2017年3月,证监会发言人邓舸称,通过此类方案(指出让控股权给新实际控制人,第三方注入资产的“三方交易”),上市公司在很短时间内不仅变更了实际控制人,还对原主业做了重大调整,在(上市公司)控制权稳定、持续经营能力等方面存在重大不确定性,比典型的重组上市更复杂多变,需要从严监管。其后,南通锻压、珍视通、申科股份、方大化工等重大资产重组涉及“三方交易”相继被证监会否决或终止重组。

关联方,等等。近期多次高层讲话和近期案例释放的信号表明,^[10]这种区别对待、有紧有松的做法正在成为监管常态。

另一个办法是对“重组上市”适度体现与 IPO 的监管差异。首先,坚持等同 IPO 审核的要求,严格遵循 IPO 的有关法律、法规和部门规章。其次,在审核细节方面,如实际控制人变更的界定、利润的实际门槛、独立性的判断等,形成与 IPO 差异化的口径和惯例。这方面的实践并非没有先例。例如,《首发管理办法》要求发行人股权明晰,因而不允许出现业绩对赌等导致股权状态不明确、不稳定的条款。而重组上市为了避免标的估值过高损害上市公司中小投资者的利益,专门要求业绩承诺及未完成承诺的关联股东的补偿机制。再如,IPO 审核对非同一控制下企业合并作出严格限制,目的是防止捆绑上市、报表重组的行为;但在并购重组中,拟注入资产可能包括多个规模参差的公司,未必每个公司都符合 IPO 条件,但不全部注入又会产生关联交易、同业竞争等问题,因此对于收购对象为多个公司的,可以允许财务指标模拟合并计算。

三、“纯现金公司”:实质重于形式的过程监管和以风险为导向的信息披露

(一) 原则规定和具体分析

产业型并购重组往往涉及一连串的交易行为。控制权转让、资产

[10] 证监会主席刘士余 2017 年 6 月 17 日在出席证券业协会会员大会时讲到,证券公司不能只盯着承销保荐,更要在并购重组、盘活存量上做文章,为国企国资改革、化解过剩产能、“僵尸企业”的市场出清、创新催化等方面提供更加专业化的服务,加快对产业转型升级的支持力度。姜洋副主席 6 月 20 日在 2017 年陆家嘴论坛上的致辞中讲到,“一是大幅简化并购重组行政审批,鼓励基于产业整合的并购重组,严格重组上市要求,加强并购重组监管。这‘一松一紧’有效促进了资源优化配置,有力支持了国企改革、产业升级和结构调整”。7 月 27~28 日,由中国证券业协会举办的第三期保代培训班(并购主题)在郑州进行,有关监管人士指出,“重组相关规则修改的导向就是,在从严规范重组上市的同时,继续鼓励和支持资本市场并购重组,以进一步提高上市公司质量,促进行业整合和产业升级,服务实体经济发展”。

剥离、资产注入等有可能互为条件,构成“一揽子”交易,也可能分步实施,相对独立。根据《重组办法》,上市公司重大重组应当“有利于上市公司增强持续经营能力,不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形”。那么,是否阶段性重组不能出现“纯现金公司”?还是最终重组完成后不成为“纯现金公司”即可?

从务实出发,关键在于度的判断和把握。如果标准过于宽松,会产生较多投机空间和预期混乱。尺度过严也有问题。产业型并购重组往往是一个漫长艰苦的过程,从获得控股权,盘活或剥离原有资产,再到选择和发展新的业务,很难毕其功于一役。例如,巴菲特在1952年买下纺织行业的伯克希尔公司,起初打算抄底行业不景气并妙手回春,无奈回天乏力,继而改弦更张,经过努力数十载,将公司发展为全球前五大市值的控股投资公司。如果对原则的把握过于硬性,企业重组不得不带着规避监管的博弈思维,刻意保留部分原本不需要的资产,或者仓促收购资产或置办新业务,徒增交易成本,减损市场效率。

我国在供给侧结构性改革和经济动力换挡的大背景下,并购重组实践中遇到的情况十分复杂,需要具体问题灵活分析。例如,“腾笼换鸟”式的重组过程中,资产注入和出售未必能够同步操作。如果一味禁止“纯现金公司”,资产无法按期置出,同时由于“等同IPO”审核而迟迟无法注入资产,加上各项融资政策全面收紧,公司可能会陷入旧的资产出不去、新的资产进不来,融资不符合条件的休克状态。另外,也要避免尺度过于宽松,让“炒壳”死灰复燃,“乌鸦变凤凰”旧病复发。

(二) 批评借鉴境外经验

境外对“纯现金公司”的监管及其背后成因值得深入分析。香港交易所2015年12月修订的《上市规则》将类似情况称为“现金资产公司”,作出严格限制。^[11] 有关规定层层递进:(1)不论何种原因,如果

[11] 根据我国香港交易所《上市规则》第14.82条、14.83条、14.84条,不论何种原因,如果上市公司的全部或大部分的资产为现金或短期证券,则该公司会被交易所认定为不适合上市并将其停牌。停牌期间,如上市公司经营一项适合上市的业务,即可向交易所申请复牌,交易所对此视同新申请人提出的上市申请处理。如停牌持续超过12个月或交易所人为有需要的其他情况下,交易所所有权取消上市。

上市公司的全部或大部分的资产为现金或短期证券,则该公司会被交易所认定为不适合上市并将其停牌。(2)停牌期间,如上市公司经营一项适合上市的业务,即可向交易所申请复牌,交易所对此视同新申请人提出的上市申请处理。(3)如停牌持续超过12个月或交易所人为有需要的其他情况下,交易所所有权取消上市。有意思的是,此项规定出台的背景,正是内地资本市场IPO排队过长且融资限制较多,不少中资企业选择赴港借壳上市,令港股“造壳”“卖壳”的气氛比原先更加浓厚。此举旨在抑制港股“炒壳”,与我国《重组办法》修订的目的如出一辙。

同样是严格监管,细究不难发现微妙的差异。其一,港交所主要依靠停牌、信息披露、上市和退市等市场化的常规做法,我国现阶段则时而诉诸窗口指导等更为灵活的手段。其二,企业在港交所上市的难度低于境内,因此港交所对现金资产公司的资产注入“视同新上市申请”与境内“等同IPO审核”不可混为一谈。其三,香港市场具有“闪电配售”、折价转让老股等便利的融资手段,如果融资和收购进程安排得当,能够合理避免成为现金资产公司。A股市场正值发行股份购买资产的配套融资、定向增发、老股减持、质押融资等政策全面收紧时期,避免“纯现金公司”的市场措施受到较大的限制。

美国资本市场对重大资产重组导致上市公司主要为现金的情形没有事前、事中的监管限制。公司维持上市状态,主要是符合交易所的相关规则并处于交易所酌量裁决之下。有意思的是,纯现金公司还可以申请IPO并在纽交所、纳斯达克等证券交易所上市,这类公司称为“特殊目的收购公司”(special purpose acquisition company, SPAC)^[12]。它们需要特定期限(通常为24个月)内完成对标的公司的收购,以便维持SPAC的上市地位,否则要将现金扣除管理费用(大约4%~5%)后

[12] 2003~2015年,美国资本市场通过SPAC上市的公司占全部IPO的10.1%。参见 Johannes Kolb, *Going Public via Special Purpose Acquisition Companies: Frogs do not Turn into Princes*, *Journal of Corporate Finance* Volume 40, October 2016, pp. 80-96。

返还给投资者。^[13] 据统计,2003~2015年,美国资本市场通过 SPAC 实现借壳上市的公司占全部 IPO 的 10.1%。另一项统计表明,2003~2011 年通过“反向收购”注入 SPAC 公司的资产规模为 200 亿美元,相当于同期 IPO 募集资金量的 10%。^[14]

由此可见,不同地区的资本市场对“纯现金公司”的监管因地制宜、宽严相济,总的原则是给予一定的存在时间和腾挪空间。监管手段主要采取信息披露、停牌、退市等较为市场化的方式。

(三) 实质判断与风险披露相结合的建议

对重大资产出售除了履行正常的信息披露审核程序,对于导致上市公司出现无主营业务且主要资产为现金的情形,依据“七项测试”中“导致主营业务发生变更”的标准,将此情形界定为“重组上市”,纳入行政许可的严格审查范畴。因为重大资产出售不涉及注入资产,因此不同于注入资产“等同 IPO 审核”的方式。但“重组上市”的其他法定条件依然有效,如上市公司及其控股股东、实际控制人的诚信记录要求。此外,重点关注以下方面:出售资产作价的公允性,资产承接方及资金来源,过渡期的员工安置,置出过程的债券债务处理,资产或股权转让限制,后续资产收购计划,收购人作出的限期消除纯现金状态的承诺等。

为避免重大资产出售方案通过审核后新的资产迟迟不注入,上市公司长期沦为空壳,还需辅以具有威慑力和操作性的事后监管。建议以风险揭示为导向采取以下措施:(1)当经审计的年度财务报告出现主要资产为现金或者无具体经营业务的情形,对其股票交易实施退市风险警示;(2)在重大资产出售的 12 个月后主要资产仍为现金或者无具体经营业务的,暂停其股票的上市交易;(3)其后 6 个月内仍未消除上述情形的,强制终止其股票的上市交易。

[13] Floros, Ioannis v. and Sapp, Travis, *Shell Games: On the Value of Shell Companies* (March 7, 2011), *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, 2011, pp. 850 - 867. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1455927>.

[14] Jay Ritter, *Initial Public Offerings: Tables Updated Through 2011*, <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2011Statistics020112.pdf>.

四、“慢走规则”：保留首次“举牌”的暂停要求，后续以信息披露代替强制停顿

(一)我国资本市场的结构性变化趋势

我国资本市场悄然发生着结构性、深层次的演变。首先是股权结构从集中趋于分散。根据 Choice 数据库整理,2014 年到 2017 年上半年,大股东持股比例的平均数(中位数)逐渐下滑,分别为 36.1%、35.4%、34.3% 和 33.8%(34.0%、33.2%、32.1%、31.6%)。大股东持股低于 30% 的上市公司占 A 股上市公司总数的比重逐渐提高,2014 年到 2017 年上半年分别为 40.5%、41.7%、44.0% 和 45.2%。如果扣除沪深主板上市公司,创业板、中小板所显示的趋势更为明显。相伴而来的是机构投资者崛起。在机构投资者、个人投资者和一般法人等三类股东当中,最近三年机构投资者持股比例保持最高。例如,2016 年这三类股东持股比例分别为 36.0%、32.3% 和 31.7%。同步发生的变化是股东主体日益多元。公募基金、社保基金、企业年金、社会保险等大量社会资本进行股权和证券投资,上市公司国有、民营的性质不再泾渭分明。

资本市场的结构变迁必然催生诸多新事物,如“股东积极主义”抬头和控制权市场活跃。根据 Wind 资讯,2014 年以来共有 204 个股东通过二级市场增持“举牌”(增持比例达到 5%)178 家 A 股上市公司,而在三年之前“举牌”现象尚不多见。无独有偶,2016 年至 2017 年 8 月发生 20 起要约收购,而在 2002 年至 2015 年,要约案例共计 68 起,平均每年仅 5.2 起。在众多案例中,不乏隐形举牌、违规增持、信息披露含糊等问题。这固然是由于市场主体的规范意识不够到位,也有规则滞后于实践发展的原因。

(二)“慢走规则”的有关问题与调整建议

我国《证券法》确立了股份大额变动的信息披露要求和“慢走”规则。根据《证券法》第 86 条的规定,投资者持有上市公司已发行股份达到 5% 时,以及之后每变动达 5% 时,应当报告上市公司并公告持股人名称、持股数量等信息,且在报告和公告前后不得再行买卖该上市公

司的股票。“慢走”规则的目的是遏制敌意收购,预防市场操纵,保护投资者知情权。但随着资本市场发展,有关问题逐渐显露。

“慢走”规则偏重保护现有大股东及管理层的利益,但一定程度上抑制了对公司管理层构成监督和提高管理效率的外部力量。在“一股独大”时代,大众投资者主要是“搭便车”或用脚投票,参与公司治理的动力不足,因此“慢走”规则的弊端不甚明显。随着股东结构分散和机构投资比重提高,外部投资机构有动力增减持股份获取财务收益,或者谋求上市公司控制权。面对资金来源合法、行为合规的股份收购或股东权益变更,立法和监管应尽量保持价值中立,不明显偏向公司现有大股东、管理层或者增持方和收购方。

另一个具有现实意义的场景是国有上市公司混合所有制改革。国有股东引进战略投资者的同时,可能希望保持既定持股比例,或由于限售期等原因无法转让老股。由意向中的投资者通过“举牌”增持股份,不会摊薄国有股东权益,也有利于维护股价,各方乐见其成。^[15]这种情况下,证券市场增持股份的“慢走”设置没有起到保护原股东权益的效果,反而有悖于各方面的基本利益。

适当修订“慢走”规则,既维护公司股权和经营稳定,也为防止管理层攫取私利提供外部监督机制。建议保留持股首次达到或超过5%时暂停买卖的要求,但持股超过5%之后,不再强制暂停买卖,而是强化权益变动的公开原则。持股超过5%的股东,每变动达到1%,应当在两日内披露增持信息,且需披露截止前一日的最新增持情况。对于不符合上述规定的违规增持行为,在违规行为发生后12个月内,不得就违规增持的股份行使提案权、表决权等股东权利,也不得转让所违规增持的股份。^[16]

[15] 例如,2017年3月,中船重工董事长接受采访时明确表示,“欢迎各种资本来举牌,因为发生在国资控股、持股比例高达50%以上的企业举牌,恶意收购的可能性很小,也很难实现目的;相反,这种举牌就是一种支持与信任”。“举牌给我们带来的好处是引入社会资本的机制活力。”

[16] 项剑(2017年)等系统阐述了有关规则改进建议,参见项剑、从怀挺、陈希:《股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心》,载《证券法苑》2017年总第20卷,法律出版社2017年版。

五、“协议转让”:维持限价等要求的前提下适当提供灵活性

(一)我国上市公司股份协议转让制度变迁及诸多限制

股份协议转让是上市公司收购或股东权益变更的一种重要实现方式。股权分置改革之前,协议转让作为非流通股转让的唯一合法途径而存在。股改后进入全流通时代,协议转让并没有退出历史舞台。证券竞价交易适合小额、分散、高频的交易需求,难以承载控制权转让或其他大比例的股东权益变更,不能满足企业正常生产经营有关的并购重组的需要,也不利于机构投资者的培育。因此在股权分置改革初步完成的2006年8月,证监会及时发布了《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》(以下简称《暂行规则》),明确协议转让适用于“上市公司收购及股东权益变动的股份转让”等情形。^[17]目前,协议转让已经成为控制权交易的最主要方式。据统计,2014年至2016年10月A股市场发生208起上市公司控制权变更,通过协议转让方式完成控制权变更的占比超过50%,通过并购重组(包括借壳)占比18%,通过二级市场增减持实现控制权变更的占6%。^[18]

协议转让是一种契约行为,转让价格由当事人在公平自愿的基础上协商决定,这是私法自治原则的应有之义。^[19]事实上,有限责任公司和股份有限公司的股份转让就是《公司法》规范下的协议转让行为。公司上市后,证券交易纳入《证券法》的调整范围,但并不意味着股东失去自由转让股份和自主定价的权利。然而我国的特殊情况在于,证

[17] 2006年8月证监会发布的《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》(以下简称《暂行规则》)和后续出台的交易所有关业务指引都明确了协议转让的适用范围:(1)与上市公司收购及股东权益变动相关的股份转让;(2)转让双方存在实际控制关系,或均受同一控制人所控制的;(3)外国投资者战略投资上市公司所涉及的股份转让;(4)中国证监会认定的其他情形。

[18] 项剑、从怀挺、陈希:《股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心》,载《证券法苑》(2017年总第20卷),法律出版社2017年版。

[19] 具体讨论可参见刘道远:《交易制度改革语境下协议转让功能及其构造》,载《河北法学》第27卷第3期。

券市场的散户参与度较高且交易活跃。倘若协议转让的定价充分自主,与证券竞价交易构成二元价格体系,容易被大股东及相关利益方利用,成为利益输送或侵占中小股东权益的工具。近年来针对现实问题几经修改规则,对协议转让的限制越来越严格。

第一,为避免协议转让成为大股东化整为零减持的工具,要求出让方转让5%以上的股份才可以使用协议转让,且单个受让方的受让比例不得低于5%。^[20] 第二,为防止协议转让价格相比二级市场股票价格折扣过深,要求以协议签署日的前一交易日股票收盘价为基准,转让价格范围下限比照大宗交易规定执行。按照沪深交易所大宗交易的规定,买卖双方在证券交易当日涨跌幅价格限制范围内确定交易价格。^[21] 这就把协议转让价格的下限设置在收盘价的九折范围内。^[22] 第三,为避免限售期的股份变相套现,交易所将“转让可能导致规避股份限售相关规定”纳入不予办理股份转让的列举情形,现实中在限售期内签署未来转让股份的协议很难操作。^[23]

[20] 参见沪深交易所2016年1月发布的《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》。

[21] 《深圳证券交易所综合协议交易平台业务实施细则》(深证会[2008]177号第17条)第17条规定:用户对各交易品种申报的价格应当符合下列规定,交易方可成立:(一)权益类证券大宗交易中,该证券有价格涨跌幅限制的,由买卖双方在其当日涨跌幅价格限制范围内确定;该证券无价格涨跌幅限制的,由买卖双方在前收盘价的上下30%或当日已成交的最高、最低价之间自行协商确定。

[22] 有关规定[如深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引(2016年11月修订)]同时提出“法律、行政法规、部门规章、规范性文件及证券交易所业务规则等另有规定除外”。适用于“除外”的情形主要是《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》第24条:国有股东协议转让上市公司股份的价格应当以上公司股份转让信息公告日(经批准不须公开股份转让信息的,以股份转让协议签署日为准,下同)前30个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基础确定;确需折价的,其最低价格不得低于该算术平均值的90%。

[23] 根据2006年8月14日上交所、深交所、结算公司公布的《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》第16条,股份出让人不得以规避限售规定为目的进行股份转让。对于未按照本规则规定提出的股份转让申请,证券交易所所有权对股份转让不予确认,结算公司有权不予办理过户登记手续。2016年11月修订的《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》第7条关于“本所不予受理”的情形包括“本次转让可能导致规避股份限售相关规定”。

(二) 境外协议转让制度宽松的缘由

在美国证券交易市场,竞价交易、大宗交易、做市商、协议转让等多种交易制度并存,满足不同交易主体的不同交易需求,其中对协议转让并没有特殊限制。不仅非限售股可以协议转让,限售股的协议转让也随着监管改革获得灵活的空间。美国证监会1990年《144A规则》允许限售证券在限售期内在合格机构投资者(qualified institutional buyer, QIB)范围内的转售,而且几乎不受人数限制。

对待限售股和非限售股的流通性差异、协议转让和二级市场交易的价格差异,中美监管采取了两种截然相反的处理方式。我国主要用“堵”,不断加强限制,堵住变相流通或估值套利的通道。美国采取“疏”,不断提高各类股份的流动性,让套利空间和监管博弈自然减少。两种监管导向和措施并无优劣之分,关键是与国情与市场环境相适应。美国资本市场以机构投资者为主,二级市场(证券竞价交易)、一级半市场(新股的定向增发和老股的协议转让)以及一级市场(IPO新股认购)在投资者构成、交易习惯等方面不存在明显的差距。而且美国市场化的博弈力量(如集团诉讼,做空机制,交易所退市等)和事后惩罚和救济机制较强。这些都是我国目前尚不具备的条件。

我国香港证券市场与境内更为相近,存在散户与机构并存的二元格局,但香港交易所对新股发行和老股转售都鲜有限制。根据香港交易所《上市规则》,经过股东大会的一般性授权,可以在20%的股份比例、最多20%的折价范围内“闪电配售”。更深的折价或更多的配售数量也无禁止条款,前提是合理证明符合所有股东和上市公司利益,并经过股东大会表决程序即能实施。耐人寻味的是,香港监管机构长期处心积虑地与“老千股”作斗争,却不愿干涉新股配售和老股转让的市场自主权。其用心不难理解:市场化和国际化是香港金融市场的相对竞争优势。香港交易所动用限价、限售等“准行政化”手段难免投鼠忌器,生怕动摇香港市场赖以繁荣的基石。

(三) 我国的现实问题与改进空间

综前讨论,我国对协议转让的种种限制具有现实针对性,但也不乏改进余地。控股权收购交易需要经过初步接触、达成意向、尽职调查、法律谈判、对价确认、签署协议等步骤。在此期间,信息泄露、传闻炒作

或整体市场波动都可能让股价严重脱离双方合意的估值。倘若双方还在履行尽调和谈判,无奈股价已经轻舟过重山,将导致交易被迫中断。申请股票交易停牌能够锁住股价,然而在限制停牌期的大趋势下,给予控制权变更的停牌时间有限(根据有关业务指引,通常不超过十个交易日,除非涉及跨境等特殊事项),难以覆盖交易全过程。

将协议转让价格与二级市场特定时点的股价挂钩不但有悖于自主交易原则,也不利于市场定价机制的形成。控制权变更从某种意义上是一个价值发现的过程,交易当事人自愿基础上形成的协议价格比起伏不定的二级市场价格更能代表企业真实价值。因此,良好运行的协议转让市场有利于引导市场的理性估值。

考虑到我国股市二元结构环境中,协议转让完全与股价脱钩容易引发利益输送及其他侵害中小股东利益的行为,因此也不宜一步到位放开协议转让的定价约束。折中办法是提供多个市场参考价选择,包括协议签署日前20日、60日或120日股票交易均价。规定转让价格不低于上述价格之一的九折。

另外,适当放松对限售期内签署未来转让股份的协议的限制。“限售”的本源含义是限制公开出售,我国的限售规定禁止一切方式的股份转让,已经是相当严格的要求。进一步剥夺当事人在限售期内签订远期转让协议的权利,就不免失之过严了。当然,为防止限售股变相流通,可以对签约日与限售期届满日的间隔加以限制,如规定签约距离限售期满不多于3个月。

六、“存量股流通”:适时推出“同步核准”和“反相挂钩”机制

(一) 存量股流通问题及对资本市场系统生态的影响

资本市场的流动性是并购重组活跃的基础条件。然而基于种种考虑,我国上市公司的股份流通(以下称为“存量股流通”或“老股减持”)有严格的限制规定。股份限售的对象可以分为三类。一类是控股股东、实际控制人及其关联方的股份,自上市交易之日起3年内不得转让,有关规定见于《公司法》《证券法》及交易所的业务规则。另一类

是公司董事、监事、高级管理人员,任期内每年减持不得超过其持有公司股份数量的25%,自上市交易之日起1年内不得转让,且离职半年内不得转让,有关规定源自《证券法》。第三类是上市前后获得的非公开发行或转让的股份,具有不同的限售期,见诸证监会关于首次公开发行股份并上市、非公开发行新股、发行股份购买资产的证监会部门规章和规范性文件、交易所的业务规则、业务指引等。2017年5月证监会发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称“减持新规”)对5%以上重要股东、通过非公开发行获得股份的特定股东、董监高持股做了全方位、无死角的爬行减持规定。这些规定有着明确的针对性和现实意义,通过将大股东和其他关键人员、持股机构的利益与公司绑定较长一段时间,避免他们及其所持股份的频繁变动给公司带来经营的不确定和业务的不稳定,防止内部股东利用公司上市和减持获取短期利益,也遏制突击入股等市场套利行为,引导市场的长期投资理念。

但由此产生的股份流动性问题也值得重视。在2006年之前的股权分置时期,市场划分为流通股与非流通股两个利益冲突的阵营,大股东通过“隧道挖掘”侵占小股东利益的做法一度盛行,中小投资者信心殆尽,市场陷入慢慢熊市。股改成功十年后,资本市场的层次和深度今非昔比,目前的限售股本质上都属于流通股,与过去的非流通股存在天壤之别。但存量股流通乃至整个市场的流动性直接和间接影响着市场各方面,关系资本市场的长期健康发展。

首先是IPO扩容的市场压力。虽然官方及主流媒体反复强调,IPO产生的新股数量及从市场获得的融资规模都十分有限,与二级市场涨跌本不存在必然的关系,但IPO提速总是牵动市场敏感的神经。究其原因,随着上市公司数量迅速扩容,积累的限售股及其解禁洪峰才是真正担心之所在。减持新规能够将泄洪压力后移,并分摊在更久的时期,但这主要还是“堵”的手段。对于限售股累积是否会形成新的“堰塞湖”,至今尚乏行之有效的防范疏导措施。

其次是股份限售、股权融资与市值管理问题叠加对资本市场生态的长期影响和衍生效应。IPO融资有发行市盈率限制,融资金额有限,上市后的再融资需要较长间隔期且审批难度加大。与此同时,严格的

限售制度大大减弱了大股东的变现能力。这些既定约束条件下,股份质押或以股东担保的其他融资就成为公司上市后融资的主要工具。在其他既定条件下,公司市值及其提高预期几乎决定了上市公司的融资能力。于是市值管理就成了公司上市后的当务之急和优先任务。为迅速膨胀市值,追求外延增长和提升报表利润的愿望十分强烈。2015年的股市过热见证了这么一幕:上市公司、大股东、中小投资者、证券分析师纷纷加入“质押融资—并购扩张—市值管理”的游戏欲罢不能,最终依靠监管的强势介入而偃旗息鼓。严格股份限售和减持、严管定增等监管政策和措施立竿见影,但从长远计,还需堵、疏兼顾,从释放股份的流动性和增强权益性融资便利等方面探索改革的新道路。

(二) 改革的经验教训与对问题的重新认识

美国资本市场监管对股份流通问题进行了近半个世纪的探索,其中不乏比较借鉴之处。美国有关规则对股份限售、解除限售条件和逐步减持都有明确的要求,但与我国相比存在两个重大差异:第一,1972年《144规则》颁布以来几经修改,总的方向是不断缩短限售期,不断放松对转售数量和比例限制。^[24] 20世纪90年代出台的《144A规则》,进一步允许限售股在合格投资者范围内转售。^[25] 我国的股份限售和减持要求则不断趋严。第二,限售股公开流通除了等待限售期过后的爬行减持,还有一个重要的出口:主动向证监会提交注册申请。注册生

[24] 主要是指1972年美国证监会颁布的144规则,允许关联股东和非关联股东在分别满足一定的限售期权益及其他条件的情况下公开出售存量股。例如,对于非关联股东,区分从购入后持有6个月、6个月到1年以及1年以上,对公开出售施加不同的限制。持股6个月以内的,不允许“非关联方”股东公开出售其持有的任何老股;持股一年以上的,“非关联方”股东可以公开售股,不再受任何144规则规定的条件限制;持股6个月到1年内的,要看公司上市的上市时间以及公司是否遵守了上市公司的报告义务,即投资者是否获得了充分的信息。对于关联股东,除了满足上述条件,还有更严格的售股数量、方式的限制及信息披露要求。参见唐应茂:《美国144规则对我国存量股监管的借鉴意义》,载《证券市场导报》2013年第1期。

[25] 1997年和2007年两次修改《144规则》,不断放松限售期和限售期后转售比例的限制。1990年实施144A规则,小型非公众公司的私募证券可以在大型机构投资者(定义为“合格机构购买者”)范围内公开转让,不受持有期的任何约束。近年为促进合格机构购买者之间转让市场的流动性,又出现了SecondMarket等私募证券交易市场。这些长期不懈的改革旨在实现一个目的:增加证券的流动性以促进资本形成(capital formation)。

售期(如大股东及其关联方申请公开出售前持股时间不得低于三年)和出售规模的限制。同时依赖市场自发的调节机制。出售比例过高会向市场传递关联股东趁股票高估套现的信号,在市场的充分重复博弈下,“减持套现”的冲动自然受到抑制。合法合规的老股出售能够平抑市场过热和个股高估,在不觉之中引导市场理性估值。

另外,为了对冲减持新规抑制天使投资人、风险投资机构、私募股权投资机构的积极性,有必要研究推出持股时间与限售、减持的反相挂钩机制。对公司上市前通过非公开发行或协议转让取得的股份,持有时间越长,上市后(无论IPO还是发行股份购买资产的方式实现上市)限售和减持的约束越少。将股份持有期与限售和减持的时限挂钩不仅仅是鼓励长期投资的需要,而且更加契合将来“注册制”的制度演进方向。美国《144规则》便是从《1933年证券法》对豁免注册的逻辑出发,明确限售期从获得股份之日起计算,而与公司上市日无必然的关联。

七、结论

2016年下半年以来,有力整治“概念式”“忽悠式”重组,及时刺破估值泡沫,叫停击鼓传花的并购游戏,引爆商誉计提损失等地雷,收效显著。随着资本市场参与主体趋于理性,各项功能恢复常态,实体企业运用资本市场展开并购重组的诉求日益增加。我国目前的监管规则体系是在实践过程中积累起来的,必然存在适应最新发展需要的持续改进空间。

本文的建议基本不涉及法律、法规及部门规章层面的大修大补,主要是在监管和市场的细节处调整和完善,包括并购重组与IPO的差异化监管,对“纯现金公司”的事前实质判断与事后风险揭示相结合,保留首次“举牌”的“慢走”规则但后续以强化信息披露代替强制停顿,适度增加控制权转让或股东权益变更的协议定价灵活性,对老股出售提供与新股发行同步核准的通道并推出持股时间与限售、减持的反相挂钩机制。目的是在“加强监管、防范风险”的前提下,提高资本市场的流动性,降低交易成本,增强风险定价能力,从而加强资本市场资源配

效后,即由限制性证券(restricted securities)变为非限制性证券,可以在公开市场自由出售。因此企业 IPO 并在纽交所或纳斯达克上市经常伴随一定数量的老股减持。

我国 2015 年年初推出过一轮证券发行制度改革,其中老股出售与首次公开发行股票同步实施作为一项改革措施。然而试点不久,发生了老股大比例减持和高市盈率套现的“奥赛康”事件,改革戛然而止。其中教训是深刻的。在 IPO 供求关系和价格机制尚未理顺,中介机构归责和事后监管等配套机制尚未到位的情况下,奇兵突进地推行发行价格、发行方式和发行审核的市场化改革,难免在市场动荡和舆论质疑中夭折。

更深层次的改革阻力来自思想认识层面。我国长期以来,新股发行和老股转让被区别对待。前者视为“融资”,带有为实体企业服务的目的正当性;后者看作“交易”,带有零和博弈、投机的色彩,加之一些股东套现前概念炒作、公司造假上市等恶劣案例,加强了对老股减持的负面印象。

事实上,新股发行和老股转让的本质都是“证券交易”。证券交易所首先是证券交易的场所,有效运作的交易市场提供价格发现、风险定价和资源配置,由此衍生出企业融资等功能。股份交易不活跃、流动性不畅,新股发行融资就会大打折扣,新三板发展中的问题就是一个例子。反之,美国在《144A 规则》出台后,限售股的流通性提高带动了外国公司到美国非公开发行股份的热情,进一步夯实了美国资本市场的全球地位。

(三) 适时推出同步核准机制和反相挂钩机制的建议

随着资本市场各项功能逐渐恢复,重启股份流通改革的机会窗口渐行渐近。可以择机推出老股减持与新股发行的同步核准机制。允许在首次公开发行股份并上市或后续公开发行新股时,一并报送老股减持的申请资料。申请和信息披露内容包括拟出售股份的数量、来源、出售时间、价格区间、出售原因等。在新股发行的同时实现部分存量股流通,不但缓解以后的解禁压力,而且起到抑制盲目炒新股或炒作增发概念的效果。

为防止出售数量过大和比例过高,区分关联和非关联股份作出限

置的能力和对实体经济服务的能力,并推动资本市场、立法和监管、实体经济三方面良性循环发展。

本文仅涉及并购重组与现有监管体系最频繁碰撞的环节。产业型并购重组是一个宏大的课题,覆盖跨境换股、反垄断、税收筹划、内幕交易规制、监管体制改革等更为宽广的领域。本文抛砖引玉,期待更多深入的研究、精辟的见解和不懈的实践。