

我国上市公司并购重组 停复牌的法理逻辑思考

郭富青*

摘要:我国上市公司并购重组停复制度安排中的疏漏和空隙给上市公司的大股东或管理层提供了可乘之机,致使其滥用停复牌措施,操控并购重组进程,甚至忽悠并购重组题材,将停复牌异化为其牟取私利的工具。结果,停复牌措施不仅背离了其应然的法理逻辑,而且功能严重扭曲,同时,也与其提高市场效率,保护中小股东的目的南辕北辙,背道而驰。要使上市公司并购重组停复牌的价值功能回归其应有逻辑轨道,必须从强化监管措施,引入司法制约和给予中小股东倾斜保护等多方面综合用力,才能矫正其偏差、扭曲现象,发挥其应有的制度功能。

关键词:并购重组 停牌 复牌 功能扭曲

上市公司停复牌制度确立的初衷是解决信息不对称,保护中小投资者的合法权益,稳定证券市场的交易秩序。然而,在我国上市公司运作的实践

* 西北政法大学经济法学院教授,博士生导师,法学博士,中国商法研究会常务理事。

中却出现了随意性停复牌现象,甚至出现滥用停复牌制度的倾向,致使停复牌的制度功能发生扭曲或异化。尤其是,在上市公司并购重组中,一些上市公司所采取的停复牌措施只是出于保护大股东或公司管理层的一己私利的目的,不仅没有显现该制度的预设功能,反而影响了证券市场的交易秩序,潜在地损害了中小投资者的利益。因此,有必要对我国上市公司并购重组中停复牌的实际操作进行深刻的反思,以确保停牌制度遵循正当的法理逻辑,发挥其预期的制度功能。

一、上市公司并购重组停复牌应然的法理逻辑

(一) 上市股票停牌的性质、类型、功能与目的

上市公司股票停牌,是指股票在证券交易所场内交易的强制中断,被停牌的股票在停牌期间停止交易,其价格不再受场内交易行情的影响。上市公司之所以需要停牌,是因为影响上市公司证券交易价格的相关信息有待确实,或者上市公司重大变动事项的不确定性有待确定,并披露真实相关的信息,以保护广大中小投资者的合法权益。

我国根据上市公司证券停牌的原因,停牌可以区分为例行停牌(routine halts)和警示性停牌(warning halts),停牌的原因远远多于境外市场。例行停牌,是指在上市公司运行基本正常的情况下,出现了上市规则和交易规则规定的重大事由而必须停牌。例行停牌的公司事项完成后,披露相关的信息的当天十点三十分复牌交易,如公告日为非交易日,则公告后首个交易日开市时复牌。我国规定了大量的例行停牌,如发行人公布定期报告、召开股东大会、公布董事会和监事会决议公告等。警示性停牌,是指上市公司或其股票交易出现异常波动情况,根据上市规则或交易规则的要求而停牌,以提示投资者注意异常事项或敦促上市公司予以改进。由于警示性停牌的情形较复杂,其停牌时点、停牌期限长短及何时复牌,均需要依赖有关人员根据具体情形进行主观判断。实证研究发现,与境外成熟市场相比,我国停牌的频率偏高,停牌的时间偏长。我国独有的“例行停牌”比例高达70.74%,远高于警

示性停牌。^{〔1〕}

停牌制度的主要设计功能是:第一,减少信息的非对称性,增加市场的透明度。一般理论认为,若有关监管部门能够无误地认定在某一确定的时刻,市场尚未确实掌握与某一股票有关的准确信息,那么该股票的临时停牌可能便于相关信息向投资者有效地传递。因此,市场对临时停牌的预期必然是:停牌意味着新的和实质性信息披露。在对所有上市证券进行持续不断监管情形下,证券的市场价格应是对所有公开可得信息的反映。因而,临时停牌手段应发生在“证券价格尚未吸收新的信息”时。正因为如此,停牌制度的存在,会促使市场提防或警戒涉及个股的非常事件,其结果应能促进市场的有效形成。^{〔2〕}为此,各国推行交易临时停牌制度均要求上市公司切实履行法定义务,适时披露可能影响证券交易价格和交易量的信息,澄清市场传闻,防止内部人操控信息和价格的行为,增强市场的有效性。我国股市散户众多、投资者不成熟、价格操纵盛行,信息披露不及时、常有隐瞒或扭曲披露信息的信息,信息不对称性很高。因此,推行停牌制度更加注重降低信息的非对称程度,维护市场的高效、透明和有序。^{〔3〕}第二,稳定价格,维护有效的市场秩序。停牌可以避免出现买卖单极度不平衡的情况,防止市场波动,进而保证市场有序的运行。停牌还可以提高股票的价格发现功能,促使新的均衡价格的形成。

〔1〕 王博、李平:《深圳A股市场停牌制度有效性的实证研究》,载《第六届(2011)中国管理学年会:金融分会场论文集》。2012年7月7日,上海、深圳证券交易所发布了新修订的股票上市规则,为提高市场效率,将有关例行停牌安排等内容进行了修订,取消了股东大会召开日的例行停牌以及股票交易异常波动公告的例行停牌。沪市还取消了投资者沟通日的停牌。其修订的理由是:从实践来看,上市公司股东大会审议事项已经预先向市场进行过公告,市场参与者对其已经有一定的认知。同时,股东大会审议的很多事项对市场的影响也并不大。随着网络技术的不断发展和普及,证券信息的传播速度日益提高,传播渠道更加丰富,投资者获取信息更加便捷。普通投资者一般也已经可以在前一个交易日结束后即从网上获取公司披露的股价异常波动公告,异常波动一小时停牌所给予普通投资者的缓冲时间已经失去了意义,反而可能会提示和助推市场的炒作。这次修订能使上市公司停牌数量一举下降了70%左右。

〔2〕 储诚忠:《股票交易临时停牌制度比较研究》,载《证券市场导报》1998年第12期。

〔3〕 廖静池、李平、曾勇:《中国股票市场停牌制度实施效果的实证研究》,载《管理世界》2009年第2期。

另外,任何事物都是一分为二的,停牌除了积极的功能之外,也会对股票的交易行为造成不利影响:停牌阻止了交易者把潜在需求转化为交易;停牌可能会歪曲价格发现功能。因为停牌延长了证券价格吸取信息的时间,延迟了价格形成的进程,损害了信息的连续释放,信息的不确定性在复牌时并没有消除,常常导致在复牌时短暂而剧烈的价格波动。^{〔4〕}

不同的证券交易所对停复牌制度设计的功能不尽相同。中国大陆A股市场股票停复牌规则相对重视“股价平稳性”,避免不确定性造成股价的异常波动,常见的是股票停牌一直要持续到不确定性消除,上市公司才能发布公告申请股票复牌。在香港证券市场,交易停牌是被当作处理潜在或已出现的市场混乱的手段,而并非是为了普通的信息披露。香港联交所相对重视“信息公平获取性”,如果上市公司需要发布一项不确定信息,联交所更倾向于要求公司向市场充分提示该事件的风险,而往往不是同意公司股票停牌。只有当股价敏感性资料未能公平发布时,才采取停牌的方式让上市公司发布公告,并给予投资者足够时间去了解有关信息。可见,停牌制度的出发点是既保护投资者利益又兼顾股市连续性,强调应尽可能避免停牌以及停牌后应尽快完成复牌。然而,我国内地证券停牌制度确立时,正值20世纪90年代初,信息披露主要依靠指定的报刊,信息覆盖面较窄且投资者获取信息滞后,因而停牌的初衷主要是用以弥补信息披露的公平性。但随着证券信息工具的多样化和传播的及时性,一些规定不仅逐渐失去设计之初的意义,而且还严重妨碍了市场效率。^{〔5〕}

我国上市公司停复牌制度设计的最终目的,是促进市场高效运行,保护投资者的利益。这一目的追求决定了股票停牌制度具有不可替代的正当性,尽管停牌中断了股票交易的连续性,甚至可能扭曲价格发现功能。在交易前,停牌可以为投资者提供获得更多信息的机会,使其提防某种非正常事件的发生,并综合考虑停牌公告及持续披露的新信息,

〔4〕 同注〔3〕。

〔5〕 胡文伟、麦德光、卢文莹等:《沪港上市公司停牌制度的比较与分析》,载《上海证券报》2008年1月15日版。

对所持上市公司的证券重新作出估价,从而做出更有利的交易决策。

(二)上市公司并购重组停复牌正当性的法理分析

上市公司并购重组往往涉及上市公司股权结构、资产、债权债务、产业结构、产品结构,乃至人事安排等方面的重大变化,涉及众多的因素和利益纠葛,十分复杂。重组的流程通常也相当地烦琐常常需经历:意向性接触、框架协议签订、发行价格锁定、尽职调查、交易价格确定、相关主管部门原则同意、董事会审议和股东大会作出批准的决定,直到完成最终交易等多个环节。这就意味着重组过程有很大的不确定性,市场博弈异常激烈。上市公司的并购重组往往由大股东操纵或由公司董事会、管理层主导,很多情况下大股东本身就是并购重组交易的一方当事人,因此,大股东、公司管理层与广大的中小股东之间存在极大的信息不对称现象。当公司重组的事实未予以公告或公司重组及有关财务头寸的传闻未予以公告澄清时,交易所可根据当事人申请,或以职权对该证券断然采取停牌措施。重整期间法律要求上市公司必须保证持续不断地及时披露,那些有理由预期对其股票交易量和价格产生实质影响的信息,包括并购重组的进展情况、并购重组方案、并购重组协议的签订及其交易条件和价格等。

上市公司并购重组必然引起上市公司人、财、物等方面的一系列重大变化,对上市公司的资产和股票的价值必须进行重新评估。广大中小投资者只有在及时、充分和全面地掌握与并购重组密切相关的真实信息的前提下,才能重新作出符合自身利益的最大化的投资决策。也就是说,停牌可以避免上市公司筹划重大事项未确定前泄露信息造成股份波动,避免内幕交易,损害中小投资的利益,使上市公司利用停牌的时间妥善完成重大事项,然后重新披露信息,确保投资者有足够的时间对股票价格重新评估,并调整自己的交易策略。例如,在葛洲坝换股吸收合并母公司整体上市案例中,2007年3月23日,在其向中国证监会汇报的当日,葛洲坝股份便申请公司股票停牌锁定了股票价格,减少市场波动,保证公司整体上市的顺利完成。^[6]又如,东方网力公告称,

[6] 上海证券交易所公司管理部:《第八届公司治理论坛“典型公司并购重组案例奖”案例评析》,载《证券法苑》2010年总第2卷。

拟以现金方式收购动力盈科实业(深圳)有限公司 100% 的股权。因相关事项尚存在不确定性,为维护广大投资者的利益,避免公司股价出现异常波动,经公司向深圳证券交易所申请,公司股票自 2015 年 7 月 8 日开市起停牌。〔7〕

证监会《重大资产重组管理办法》规定,上市公司的重大资产重组、发行股份购买资产等需提交证监会并购重组委员会审核通过后方可实施,上市公司在收到并购重组委员会审核通知后应当及时申请股票停牌。《上海证券交易所股票上市规则》第 12.5 条规定,上市公司进行重大资产重组,根据中国证监会和本所相关规定向本所申请停牌的,公司股票及其衍生品种应当按照相关规定停牌与复牌。第 12.15 条规定,上市公司因收购人履行要约收购义务,或收购人以终止上市公司上市地位为目的而发出全面要约的,要约收购期满至要约收购结果公告前,公司股票及其衍生品种应当停牌。2015 年,在沪、深交易所共计 2832 家上市公司中,有 2037 家上市公司以不同理由申请股票停牌。通过选取 2120 个样本股票停、复牌情况后发现,筹划重大资产重组、发行股份购买资产为 770 次,占 36.32%;非公开发行股份为 458 次,占 21.60%。“提交证监会并购重组委审核”,达 383 次,占 18.07%。三者合计占取样总数的 75.99%。〔8〕由此可见,上市公司并购重组存在诸多潜在的不确定性,为稳定证券市场,保护中小投资者的合法权益,需要采取停牌措施,等待并购重组进程的逐步推进,获得确实的信息,消除和减少不确定性。

根据一般的原理和实践经验依据,并购重组停牌时间的长短则取决于与停牌证券有关的信息已经被披露;市场已经获得了足够的时间以评估被披露的新信息。当证券复牌时证券的价格应当能反映出对披露新信息的估价,市场对新信息解释为利好或利空决定于涨跌。

〔7〕 马燕:《东方网力重组停牌拟收购动力盈科 100% 股权加码安防主业》,载《证券日报》2015 年 7 月 10 日版。

〔8〕 李姗姗:《中国上市公司股票停、复牌制度研究》,载《上海经济研究》2016 年第 6 期。

二、我国上市公司并购重组停复牌滥用的检讨

(一)上市公司并购重组停复牌乱象丛生

上市公司并购重组停复牌的乱象主要表现为停牌公司多、频率高、停牌时间长、随意停复牌。例如,2016年2月22日,格力电器宣布因筹划重大事项而停牌。3月7日,格力电器披露,拟收购珠海银隆新能源100%股权。格力电器自今年2月22日停牌以来,在长达4个多月的时间里已经连续发布了21次停牌公告。^[9]一些上市公司的重组,并非出于市场环境、公司业务发展和治理等方面实际需要的考虑,而纯粹是人为操纵下的“醉翁之意不在酒”或“忽悠式”的重组。这些公司从一开始就没打算成功,其停牌重组的目的主要是:

1. 控制股东将并购重组停复牌作为牟利的手段或工具。一般表现为,大股东等相关方借题发挥“忽悠”股价,从中渔利。例如,有公司在重组预案公布后股价上涨,大股东等相关方借机减持套现,随即宣告重组失败,2013年被市场诟病颇多的某ST公司就属此类。有学者通过对2006~2009年股改后309个定向增发事件的实证研究,证实了定向增发过程中存在的控股股东掏空行为,即控股股东在定向增发前通过时机选择和停牌操控来锁定较低的增发价格,从而节约了购买新股的成本,损害了中小股东利益。^[10]

2. 躲避股价下跌,维持高价位。2015年6月至8月,在遭遇股灾的背景下,以“筹划重大事项”的名义申请股票停牌的上市公司竟然高达1700家,占A股上市公司的50%以上。危机过后,有相当一部分上市公司以“终止筹划重大事项”为由申请股票复牌。由此可见,在股灾的背景下,股票停牌似乎已经成了上市公司避难和大股东自救以维护控

[9] 贾丽:《4个月连发21次停牌公告 董小姐造车谋的是什么局》,载《证券日报》2016年7月7日版。

[10] 吴育辉、魏志华、吴世农:《时机选择、停牌操控与控股股东掏空》,载《厦门大学报》(哲学社会科学版)2013年第1期。

股地位的一剂良方。这是与股票停牌机制设定的初衷相违背的。^{〔11〕}例如,海欣股份2015年12月21日公告称,因涉及重大资产重组事项,即日起停牌。2016年1月5日公告称,终止重大资产重组,决定筹划非公开发行股票事宜,继续停牌。1月19日公告称,终止筹划非公开发行股票事宜,公司股票于当日复牌。海欣股份停牌期间上证指数从3578.96点重挫至2913.84点。对此,上交所指出,海欣股份未审慎评估重大资产重组的可行性,在未经充分论证的情况下直接进入重组停牌程序,并以失败告终,为此停牌一周有余。之后,公司如须再次筹划重大事项,应以合理谨慎态度行事,避免对股东正当交易权利造成不当影响,但公司仍然在条件不成熟的情况下启动非公开发行,仍以失败告终。公司前后为此合计停牌将近1个月,严重影响公司股票交易正常秩序。海欣股份1月19日复牌便一路跌停,20日又暴跌9.90%。该股1月20日换手率达11.06%,不少投资者为公司任性停牌及忽悠式重组付出近似两个跌停的代价。^{〔12〕}

3. 长期停牌以阻击敌意收购。上市公司及大股东假借重组名义申请长期停牌,目的是阻止潜在收购方的增持股票行为。因除重大资产重组以外的其他事项,交易所对上市公司的停牌时间均控制在5个交易日以内;所以个别上市公司及大股东出于自身利益考虑,往往假借并购重组名义向交易所申请长期停牌,以阻击举牌方。^{〔13〕}比如,上海新梅、天目药业的停牌时点都与举牌高度重合。其中上海新梅于2013年11月28日,披露遭遇上海开南举牌增持其股份,当天公司就宣布“筹划资产收购重大事项”停牌;另外,天目药业2014年4月16日披露,“财通基金—长城汇理1号资产管理计划”,公司于4月22日起停牌筹划重大事项。停牌约三个月后,两公司均宣布终止重组并复牌,引起市场质疑。最为世人注目的是宝万之争。2015年7月10日,宝能系的前海人寿及其一致行动人钜盛华通过二级市场采取集中竞价的方式发动对万科的收购。通过一系列买入和增持万科A股的交易活动,至12

〔11〕 同注〔8〕。

〔12〕 张炜:《遏制任性停牌及忽悠式重组》,载《中国经济时报》2016年5月19日版。

〔13〕 李娜:《搞不成,照涨停:忽悠式重组演绎另类狂欢》,载《财会信报》2014年9月29日版。

月15日,宝能系持有万科A股已经升至23.52%,成为新的第一大股东,大约投入资金430亿元。12月17日,万科董事长王石发表讲话,以宝能系“信用不够”为理由,代表万科的管理层公开反对宝能入主万科,并实施了相应的反收购措施。措施之一是,12月18日下午,万科以拟发行股份用以重大资产重组为由,发布停牌公告;措施之二是,争取小股东的支持;措施之三是,向证监会举报钜盛华及其控制的相关资管计划违法。其中,万科以向深圳地铁定向增发价值大约400亿元至600亿元,收购其子公司的全部或部分股权的重组方案,因各方最终未达成一致意见,而于2016年12月18日宣布终止。另外,由于万科一直未召开股东大会会议,小股东对管理层反收购的态度无从考察。然而,目前唯一能够证明对收购行为起到有效拖延和阻碍作用的措施,毫无疑问就是万科采取股票停牌措施。从2015年12月18日宣布停牌至2016年7月4日复牌,停牌时间持续超过半年之久。致使在此期间收购方宝能无法继续增持其股份。万科股票复牌后,虽然宝能从7月5日开始连续两日继续增持万科股票,截至7月6日,宝能系所持万科A股已经达到25.4%。

(二)上市公司并购重组停复牌乱象产生的不良影响

1. 偏离了并购重组停复牌制度保护中小投资利益的目标

上市公司并购重组的停牌之所以必要,是因为要通过停牌等待并购重组进一步明朗化,随着并购重组的逐步推进消除不确定性,确保获取信息的公平性,从而保护中小投资者的合法权益。然而,在并购重组的乱象中无论是利用停复牌忽悠股价套利,还是操控停复牌时机以对抗收购,实质上均背离了停复牌保护中小投资者利益的初衷,致使停复牌成为控股股东牟利的工具,或者成为上市公司董事、经理维护自身地位的护身符。

2. 扭曲了并购重组停牌的功能,甚至使其功能发生异化

上市公司并购重整除了着眼于公司未来经营战略、产业布局和经济效益外,时常成为大股东控制公司谋取控制利益的手段,或者成为内部人控制公司为了巩固其在公司的地位而采取的反收购措施。他(它)们往往通过操纵停复牌的时间结点,暗地里追求不可告人的目的。在停牌期间对并购重组进展情况的披露通常用语笼统,含糊其词,

言之无物,不仅没有消除信息的不对称性,增加并购重整的透明度,反而使中小投资者疑窦丛生。他(它)们要么拖延时间以待时机,要么当达其目的的时间点到来时,突然复牌。这种明修栈道暗渡陈仓的伎俩,外人看来是任性和随意停复牌,然而,对当事人来说则完全符合他(它)们自己的理性预期和逻辑法则。这种对并购重组停复牌的操纵完全抹杀了其消除信息不对称,提高市场效率的功能,致使停复牌扭曲或异化为大股东和经营管理层掩盖其虚假陈述、内幕交易、操纵市场,牟取私利的面纱。

3. 降低了市场的效率,损害中小股东的利益

我国股票市场的停牌都是缺乏效率的。停牌不仅没有实现监管层稳定市场运行、提高市场效率的目标,甚至还放大了供需偏差,加大了股价的波动,降低了价格发现效率。^[14] 上市公司并购重组的一般流程是,重组方在对并购对象有了大概了解,甚至部分已请中介机构进场尽职调查后,才决定停牌。然而,证监会严打内幕交易的实际监管措施是,只要重组之前,股价出现异动,立即派人核查,一旦查实,绝不姑息。基于这种背景,为了躲避内幕交易,上市公司一旦与被重组对象有了初步意向,就会选择立刻停牌。停牌时点的前置不仅缩短了投资者可以用来交易的时间段,而且由于贸然停牌重组,条件不成熟,通常以失败而告终。^[15] 可以看出,在这场监管者与被监管者的博弈中,双方均未获益,却剥夺了第三方(中小投资者)的证券交易权。2015年1月27日停牌的ST生化,在经历了近10个月的重组方案拟定后,意外地停止原重组方案,并且在短短6天时间里找到了新的重组方,并再次拟订新的重组方案。结果,惹怒了众多小股东。小股东以停止重组时间错乱,涉嫌虚假陈述,多次违反停牌承诺等理由,向深交所中央巡视组实名举报,ST生化大股东掏空上市公司优质资产。^[16]

[14] 同注[3]。

[15] 曹攀峰:《停牌时点前置为防内幕交易 方案操作受阻导致重组频发》,载《上海证券报》2013年5月15日版。

[16] 娇月:《ST生化停牌重组近10个月临时“改嫁”遭小股东投诉》,载《证券日报》2015年11月10日版。

三、治理我国上市公司并购重组不正当停复牌现象的对策

从上文的介绍和分析中我们发现,由于我国上市公司并购重组停牌在制度设计上的疏漏,使一些上市公司有空可钻,有机可乘,利用制度的空隙和模糊性,任意停复牌,拖延复牌,甚至滥用停复牌措施。这不仅扭曲了停复牌制度的功能机制,降低了证券市场的效率和投资预期,而且损害了广大投资者的利益。对此,学界和监管部门纷纷寻求应对之策,提出了多种治理措施,下面就进行分析和评价,并提出自己的见解和建议。

(一) 强化监管措施,对停牌的期间作出限定

为了解决上市公司并购重组滥用停复制度的乱象,首先必须从加强监管入手。2015年下半年以来至11月4日,上交所就督促上市公司加快筹划进程、缩短停牌时间已发出监管函87份。其中,仅10月一个月,就有近30家公司接到监管工作函,内容均为“要求公司加强停复牌管理并履行信息披露义务”。同时,上交所还对明显存在滥用停牌行为的公司,加大了事后问责力度,先后处理了一批市场反响较为强烈的不当行为。比如,针对宝光股份和ST宏盛滥用停牌的行为,上交所对公司及相关责任人予以了通报批评。另外,还有部分公司,如昆明机床和四创电子因涉嫌滥用停牌行为已被启动纪律处分程序。

2016年5月27日,沪深交易所分别发布了《上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》和《上市公司停复牌业务备忘录》,被世人称为“最严”停复牌新规。其中,深交所规定累计停牌时间不得超过3个月,公司筹划各类事项连续停牌时间自停牌之日起不得超过6个月;上交所则规定,筹划重大资产重组的停牌时间原则上不超过3个月,连续筹划重组的停牌不超过5个月。此外,还明确规定了延期复牌的具体条件和要求;明确以筹划重大事项为由或以非公开发行为由申请停牌,后转入重大资产重组的,停牌期限自初始停牌之日起连续计算;停牌期间更换重组标的的,也应当在规定时间内复牌,进入重大资产重组停牌程序满3个月后不得更换重组标的并继续停牌。同时,根据重大资产重组、

非公开发行、筹划控制权变更,购买或出售资产的业务特点和筹划进程,针对性规定了在延期复牌时所需履行的董事会、股东大会等上市公司内部决策程序,并要求利益相关的董事和股东回避表决,充分保障中小投资者在停复牌决策中的权利。新规出台后 20 天,有 108 家公司复牌,包括 12 家因并购重组而停版的公司,它们并购重组虽尚未完成,却直接宣布终止或取消重组。^[17]这说明新规对制止上市公司拖延复牌直到了明显的效果。

然而,有学者对强制性规定并购重组停复牌时间期限也有不同的声音。例如,有学者认为,上市公司并购重组决策链条长、过程复杂,对重组停牌的时间长短的把握面临两难。若时间太短,可能完不成重组;若太长,则影响证券市场的灵活性与投资者的利益。^[18]还有学者认为不能因停牌时间长了,就硬性要求上市公司复牌,终止重大重组事项,是对上市公司经营管理的粗暴干涉。这不仅对投资者不负责,也不利于企业发展。所以,只要上市公司按照要求定期披露重组进程,上市公司停牌时间的长短只能视具体情况来确定。如果因此给投资者带来了投资风险,那也只能算是正常的投资风险,是投资者必须应该承担的。^[19]另有学者认为,香港停牌制度在不少方面的规定其实还不如内地详细和明确,法律条文比内地宽松,在如何确定某些强制停牌的期限等方面,都留有很大的不确定性。^[20]然而,香港停牌制度却既能够确保消除和减少并购重组的不确定性,使投资者公平获得信息,又能为上市公司完成并购重组留有足够的时间。

笔者认为,沪深交易所除了已有的规定外,还应当补充规定,连续筹划重组停牌超过规定时间,交易所指令其停牌证券复牌的,若上市公司反对其证券复牌,则必须书面提出适当的理由或材料,交易所确信其理由成立的,可以批准其证券继续停牌,并要求其尽可能短地确定继续停牌的期限。这样可以使强制复牌具有一定程度的弹性,防止“一刀

[17] 夏芳:《最严停复牌新规有望根治公司复牌“拖”字诀 20 天 108 家停牌公司集中“复活”》,载《证券日报》2016 年 6 月 15 日版。

[18] 李响玲、方俊:《完善上市公司重大资产重组制度》,载《中国金融》2011 年第 16 期。

[19] 皮海洲:《A 股公司,你的停牌还能任性吗?》,载《金融经济》2015 年第 12 期。

[20] 同注〔5〕。

切”式的强制复牌导致一些确实能够改善上市公司治理结构,增强其活力和发展的并购重组无果而终。另外,上市公司并购重整停牌期限应当与终止上市挂钩。伦敦证券交易所规定,因并购重组停牌超过3年的,则自动终止上市资格。^[21] 为了增加市场交易的连续性,督促并购重组加快进程,我国可以借鉴该规定,控制停牌频率高,停牌时间长的问题。为此,可以针对性地规定,凡上市公司并购重组累积停牌时间超过1年且仍处理停牌状态的,则取消上市资格。

(二) 强化停牌期间的信息披露,形式与内容并重

有学者认为,内地停牌形式重于实质。上市公司只是根据上市规则规定停牌事由及期限,对号入座地适用相应条款,而不需具体分析公告消息是否真会导致股价异动,为停牌而停牌的现象极为普遍。^[22] 为促进停牌期间的信息披露,上海证券交易所曾规定,从2007年9月18日起,上市公司在长期停牌期间必须在每周一发布公告,说明引发停牌事项的进展。但实际上这些上市公司的公告几乎都是千篇一律,有的上市公司一字不差地把公告每周刊登一次,大都是:“仍在与有关方面就重大事项进行商讨,且存在重大不确定性,继续停牌。”一个典型例子是,世纪游轮2014年宣布停牌,停牌后至2015年7月28日,公司先后发布了38份进展公告,^[23]直至11月11日才宣布复牌。停牌达到373天。为此,2016年5月27日,深圳证券交易所公司管理部发布的《主板信息披露业务备忘录第9号——上市公司停复牌业务》第7条,将公司进入重组停牌程序后预计无法披露重组预案的时间,分为四个前后衔接的期间:“1个月内”、“2个月内”、“3个月内”、“4个月内”,分别要求公司向交易所申请继续停牌并披露继续停牌公告,继续停牌的时间相对地不得超过“1个月”、“3个月”、“3个月”、“6个月”。

[21] 根据对伦敦证券交易所1970~1988年3月间在册停牌公司分析后,发现停牌后被终止上市的公司占比高达62%,主要原因是合并、控制权接管和清盘,停牌超过3年的,构成自动摘牌的事由。参见储诚忠:《股票交易临时停牌制度比较研究》,载《证券市场导报》1998年第12期。

[22] 同注[5]。

[23] 桂小笋:《461家公司按股票交易“暂停”键8家“钉子户”占据停牌榜长达一年》,载《证券日报》2015年9月16日版。

并且要求继续停牌公告所包括内容的详细程度及程序严厉程度均逐步递增。例如,公司预计无法进入重组停牌程序后4个月内披露重组预案的,公司应当披露具体复牌时间,财务顾问应当就公司停牌期间重组进展信息披露的真实性、继续停牌的合理性和6个月内复牌的可行性发表专项核查意见。公司进入重大资产重组停牌程序后,通过时段递进的方式督促其按照交易进程备忘录及时在重组交易进展公告中披露停牌期间的重要进展信息,不但迫使公司加快重组的进程,而且能够保证信息披露的质量。当然,证券交易所必须确实负起责任,对公告的内容进行认真审查,才能防止发布虚假信息,避免用模棱两可,模糊不清或使用笼统而缺乏实质意义语言文字,糊弄监管者和广大证券投资者。

(三) 赋予中小股东相应的诉权,引入司法约束机制

有学者主张,如果上市公司并购重组过程中存在虚假陈述、内幕交易和市场操纵等违法行为,损害投资者合法权益者,应当赋予投资起诉的权利。为此,我国有必要建立建立集团诉讼制度。借鉴我国台湾地区于1984年成立了证券暨期货市场发展基金会,为投资人提供法律咨询,协助其维权的制度。该基金会以自有资金买入所有上市公司股票至少1000股,以股东身份要求公司规范运作。如果基金会认为上市公司存在疑点,就以股东身份参加股东大会,针对公司的可疑行为要求其作出说明;若公司的说明不能令人满意,可要求将此说明列入会议记录,根据记录请求法院宣布其通过的决议不合法。如果上市公司发生重大违规行为,基金会将登报邀请受害的善意投资人,委托基金会对公司进行集体诉讼。投资者基金诉讼机制可避免集团诉讼程序繁杂以及个别投资者滥用诉权的弊端,是一个更加现实的选择。^[24]

笔者认为,赋予中小股东诉权,引入司法约束机制,不但能够对滥用停复进行虚假或忽悠并购重组的上市公司具有制衡的效应,而且能使中小股东因大股东、实际控制人或管理层滥权行为而遭受的损失,获得相应的补偿。然而,在我国当前的法制环境下,中小投资者能够行使诉讼救济权的法定事由,不仅较少而且存在实现的障碍。因为投资者对证券虚假陈述提起民事赔偿之诉,须以证监会对该行为作出处罚决

[24] 马媛、孟召友:《对上市公司长期停牌问题的治理》,载《经济管理》2009年第1期。

定,或法院对该行为作出有罪判决为前提。也就是说,民事权利的行使受到公权利的制约。这不符合法治精神,应当进行改革,取消限制投资者提起民事赔偿之诉的前置条件。

(四) 建立利益平衡机制保护中小股东的利益

上市公司并购重组停牌不但剥夺了投资者证券交易权,而且有时会损害中小股东的利益。如果并购重组在股价上涨时停牌,股价下跌时复牌,或长期停牌,都可能使中小股东丧失交易获利的机会或遭受交易的损失。由于长时间停牌,股票不能流通,不能套现的原因,还可能让投资者陷入困境。因此,有学者主张,为应对这种突发事件,对于停牌时间超过30天的公司,应同时建立投资者救助基金,以投资者的股票作为抵押,向投资者(限于个人投资者)提供一定金额的救助,帮助投资者解决临时性的支付困难问题。这实际上也是长时间停牌公司对投资者应尽的一份责任。^[25] 另有学者主张建立中小投资者保护协会。认为证券业协会无法代表和维护中小投资者的利益,应依法建立中小投资者保护协会,在发生利益纠纷时代表中小投资者说话,减少目前一发生问题就直接向监管部门投诉的状况。同时,中小投资者保护协会可实行诉讼担当制度,代表中小投资者群体的利益起诉有欺诈行为者。^[26]

笔者认为,建立投资者救助基金的设想,撇开上市公司并购重组所引起投资者在停牌期间因不能进行证券交易,从而招致损失应获得补偿,这一既定的法律关系。另辟蹊径,主张建立投资者救助基金,向投资者提供以股票作为抵押的贷款,帮助其解决临时性的支付困难。首先,这种构想属于社会救助的范畴,无法解决上市公司并购重组中滥用停复牌的问题;其次,让上市公司出资设立投资者救助基金去救济因其停牌并购重组而受害的投资者,其法理依据和可操作性也令人怀疑。至于建立中小投资者保护协会,以保护上市公司因停牌并购重组而受不利影响的中小投资者的利益。笔者认为更难以收到预期的效果,因为我国历来是大政府小社会的格局,社会自治组织弱小,难以发挥应有

[25] 皮海洲:《A股公司,你的停牌还能任性吗?》,载《金融经济》2015年第12期。

[26] 同注[24]。

的功能。我国证券市场中小股东人数众多,不同的上市公司,甚至同一上市公司的中小股东,虽然身份相同,但是,他们各自的利益以及对利益的预期却仍然存在巨大的差异。因此,组建中小投资者保护协会不仅难度极大,而且即便是组建了中小投资者保护协会,能否有效地运作并发挥预设的功能,均不得而知。

有鉴于此,笔者主张我国《公司法》第142条第4项的规定,股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,有权要求公司收购其股份。该规定虽然赋予了股东异议评估权,但是适用面过窄。笔者建议《公司法》修改该条款,增加规定,当上市公司筹划并购重组事项连续停牌时间自停牌之日起超过6个月的,股东有权要求公司或大股东收购其股份。其理由是:第一,上市公司的证券交易的当事人除了回购之外,上市公司本身并不是交易主体,但是,它却能凭借自己单方的意思宣布停牌阻止证券投资人之间的交易,这是对证券投资人之间订立合同自由的干预。这种干预只有在消除信息不对称,促进信息公平获得,并有利于投资的前提下才具有正当性和合法性。当上市公司停牌并购重组久拖不决,无实质性进展,信息不对称不但没有消除或减少,反而加剧,中小投资者的利益因此遭受损失,停牌之初的正当性便逐渐丧失殆尽。第二,从停牌至上市公司并购重组方案提交股东大会表决形成决定之前,广大的中小股东没有任何选择权和话语权,只是被大股东或公司管理层发起和操纵的并购重组所绑架,失去了自由。第三,大股东或公司管理层主导并购重组,推动公司股权结构、治理结构和资产负债比例变革,调整公司产业结构和产品结构,以实现自己的经营战略构想。大多数情况下,大股东本身就是并购重组交易的一方当事人,往往是并购重组成功的最大获益者。然而,广大中小股东在事前缺乏任何意思自治的情况下,却被大股东或经营管理层绑架,不仅要承担并购重组的风险,而且因停牌堵塞了其规避风险的途径。这势必造成大股东与中小股东之间的严重的利益失衡。正因为如此,在停牌并购重组法定期间,只有赋予中小股东异议评估权,要求上市公司或大股东以公平的价格购买其股票退出公司,才能体现公平合理的法律价值追求。

四、结论

上市公司并购重组过程中,存在的随意停复牌,任意操纵停复牌时间,甚至忽悠并购重组的乱象,不仅使并购重组停复牌然的逻辑关系发生混乱;而且导致停复牌功能的扭曲或异化,背离了这一制度设计的初衷,走向了保护投资者利益的反面。这种现象之所以屡屡发生,是因为上市公司的大股东或经营管理层主导或操纵并购重组,旨在牟取一己私利。矫正和治理滥用停复牌并购重组的乱象,一方面,需要有强制复牌措施,但是又不宜搞“一刀切”,不顾并购重组客观上需要的时间,强令复牌会使规范失去合理的适应性;另一方面,应当运用综合手段,将纵向和横向措施,事前、事中和事后的监管和检查方法有机地统一起来,尤其是自律监管与司法救济协力共治,才能收到良好的效果。