

## 卷首语

近年来,我国上市公司并购重组交易活跃,对于促进上市公司做大做强、提升资本市场资源配置效率、增强资本市场服务实体经济的能力,发挥了积极作用。但实践中也出现了“买壳”、“卖壳”、“造壳”、违规增持、“蒙面”举牌、控制权纠纷等较为突出的问题。为进一步推动各界深入研究与上市公司并购重组相关的法律问题,《证券法苑》特就“上市公司的收购、重组、兼并制度与监管”专题,向各界专家、学者发出“英雄帖”。理论界和实务界专家、学者积极响应,深入研究,踊跃投稿,共收到稿件100余篇。现择其优者集结出版,作为第十九卷。本卷设置“前沿探讨”、“实践解析”、“制度分析”、“重组案例”四个专栏,包括9篇文章和23个重组案例。

**【前沿探讨】**本栏目收录了三篇论文。

从1959年到1986年,美国围绕着杠杆收购与股票融资监管之间的关系进行了近半个世纪的探索,覆盖了从并购贷款、垃圾债券到壳公司等多种杠杆融资技术。刘燕、陈陌阡在《当杠杆收购遭遇股票融资监管:美国实践的启示》一文中认为,20世纪80年代美国围绕杠杆收购发生的商战、法律诉讼以及公共政策争议,目前在我国快速且密集地呈现。文章通过对美国有关杠杆收购与股票融资监管之间监管历程的复述和还原,一方面提供了一

个观察杠杆收购监管的新视角;另一方面也扩展了对股票融资交易监管本身的理解。

作为资产重组的重要方式,分拆上市在境外成熟市场广泛采用,但我国实践仅有屈指可数的几单。陈洁、徐聪在《上市公司分拆上市利弊分析及监管要点》一文中认为,我国学界及监管层对上市公司分拆上市的价值理念和监管逻辑尚未形成统一的认识,上市公司分拆上市制度的建立需要系统地考虑,除了上市公司分拆上市需要具体规则外,还要着眼于上市公司分拆上市的整个过程,联系与其紧密相关的其他法律制度和监管措施,通过完善相关的法律制度和监管措施构建起上市公司分拆上市完整制度。

近年来,随着收购市场的活跃,一致行动关系问题在控制权之争、重组上市、要约收购及权益变动信息披露监管中频繁出现。与此同时,一致行动关系监管规则在复杂的现实面前略显粗糙和滞后,存在不少漏洞或适用的难题。袁钰菲的《上市公司股东之间一致行动关系认定的法律问题研究》一文,从上市公司股东之间一致行动关系的实践乱象出发,剖析了一致行动关系认定的典型实践困境。该文认为,一致行动关系以表决权为核心,存在于收购及增减持双向权益变动前后,与关联关系存在一定交叉。近亲属间一致行动关系的解除需审慎处理,合作经营者的关系据其角色和作用判定。完善一致行动关系的认定标准需从实体、程序、监管手段等方面着力。

**【实践解析】**本栏目收录了三篇论文。

结构性资管计划的出现及其在公司并购活动中的积极运用,极大地提高了企业兼并重组市场的活跃度。但对于结构性资管计划在上市公司收购中如何行使表决权,法律未做出明确规定。这不仅关系到宝万之争等具体事例中双方的力量对比,还关系到结构性资管计划相关法律规范以及上市公司治理的完善。范黎红的《论上市公司收购中结构性资管计划的表决权行使》一文,围绕上市公司收购中资管计划的表决权行使,从资管计划的基本性质及表决权归属、资管计划内部主体间的利益平衡及加强对资管计划表决权行使的规范三个层次进行阐述,并在此基础上,提出法律规制的总体框架及具体制度建议。

因在证券市场增持上市公司股票,未履行证券法规定的信息披露

义务、未遵守慢走规则而引发的上市公司及控股股东与违规增持者之间的纷争不断出现,甚至诉至法院。丁冬、陈冲在《证券市场违规增持的司法规制:角色、策略与难题》一文中指出,面对这样的案件,司法者尽管意识到了违规增持行为是对《证券法》三公原则以及任何人不得因自己的违法行为而获利这一基本民商事价值准则的违反,但是基于各种因素考量,最终选择了保守的司法策略,未对违规增持行为进行否定性评价。文章以对案件中司法者司法策略选择的分析为基础,分析了司法在证券市场治理中面临的难题及其成因,并提出改进策略。

“宝万之争”无疑是2016年资本市场最吸引眼球的事件之一,在“宝万之争”后,A股上市公司修改章程设置反收购条款的现象大范围出现,引起了各方的广泛关注。陈霖在《上市公司修改章程设置反收购条款的合法性检视与监管探讨》一文中,通过对A股市场现有反收购条款进行类型化划分,逐一检视了反收购条款的合法性,并尝试对条款涉及的法律强制性规定与章程自治之间的界限进行法理探讨。此外,文章还参考英国和美国的监管实践,针对章程反收购条款提出了适合我国国情的监管思路建议。

**【制度分析】**本栏目收录了三篇论文。

郭富青在《我国上市公司并购重组停复牌的法理逻辑思考》一文中认为,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,矫正和治理滥用停复牌并购重组的乱象,一方面,需要设置强制复牌措施,同时不宜搞“一刀切”,不顾并购重组客观上需要的时间;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统一起来,从强化监管措施、引入司法制约、给予中小股东倾斜保护等多方面综合用力,发挥停复牌应有的制度功能。

张巍的《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》一文,回顾了数十年来有关公司并购的社会经济效果的经验性研究,基于这些研究成果,作者指出,从社会经济整体结果看,鼓励收购应当成为政策的基本导向。文章通过对实践中美国上市公司收购防御主要措施的简要介绍,以及法院审查这些防御措施的基本态度和适用规则,强调了通过司法审查区分出收购防御的动机,以及监控目标公司管理层自利防

御的重要性。以上述分析为基础,该文对于我国上市公司收购防御涉及的一系列独特问题,提出了降低敌意收购的制度成本、培养高素质的专业司法人才以及稳步推进证券发行注册制改革三点政策性建议。

特拉华州收购规则经历初期的菡萏初开,百花齐放,到后期时过境迁,奄奄一息,50多年的发展轨迹折射出了法律规则与市场、商业活动之间的紧密关联。林少伟、王弯的《美国特拉华州收购规则的历史变迁:勃兴与衰落》一文,从历史演变的角度,勾勒特拉华州收购规则从勃兴到衰落的脉络,并探讨这些规则形成背后的缘由和产生的影响,以此探寻收购规则未来的走向,并希望能对收购纠纷处理规则的构建有所裨益。

**【重组案例】**本栏目收录了二十三个案例。

并购重组,是上市公司实现行业整合和产业升级的重要方式,也是资本市场服务实体经济的重要途径。近年来,我国经济运行步入新常态,上市公司需要借助并购重组尽快实现新旧动能的转化。在此过程中,监管机构简政放权和从严监管并行推进,使政策环境得以优化,工具手段不断丰富,实现路径更加灵活,并购重组开始驶入快车道。与此同时,伴随并购重组的持续活跃,重组的方案设计也日趋灵活多样,出现了许多有创新、有突破、可借鉴、可参考的典型案列,为上市公司并购重组树立了生动的样本。为总结并购重组的发展趋势,更好地发挥资本市场助推上市公司并购重组的作用,同时也为上市公司、中介机构等市场主体提供借鉴和参考,有关研究人员精选近年来比较有代表性的23个并购重组案列进行分析,涵盖国企改革、海外收购、产业并购、吸收合并、要约收购、管理层收购、重组上市等多种类型,系统总结了案列并购重组背景、交易架构、运作流程,对所涉及的政策规定、实务要点及疑难问题进行了梳理,并分析点评了案列操作的基本思路、成功做法及可鉴之处,力求做到专业性、针对性和实用性的并重。

编者

2017年4月