

我国上市公司控制权之争的 最新态势与监管路径研究

卢文道* 方俊**

摘要:近期,在我国一些上市公司中,持较高比例股份的股东之间就公司任免董事会成员、召集临时股东大会、提交或表决股东大会议案等内部治理事项,出现分歧、发生争执甚至演变为各种形式对抗的情况频繁出现,多数还伴随着公司股票二级市场价格的大幅波动,从而引起市场及媒体的高度关注。这一现象的直接原因是上市公司的“控制权之争”。在此背景下,本文分析了我国上市公司“控制权之争”发展演变的市场环境和内在特点,厘清上市公司“控制权之争”涉及的公司内部治理规范和证券市场监管问题,并在此基础上探讨证券市场监管者如何有效应对各方股东争夺上市公司控制权过程中激化的各类矛盾冲突,从而明确监管导向和政策路径。

关键词:控制权争夺 公司治理 证券监管

近期,在我国一些上市公司中,持较高比例股

* 上海证券交易所公司监管一部总监,法学博士。

** 上海证券交易所公司监管一部员工,法学博士。

份的股东之间就公司任免董事会成员、召集临时股东大会、提交或表决股东大会议案等内部治理事项,出现分歧、发生争执甚至演变为各种形式对抗的情况频繁出现,多数还伴随着公司股票二级市场价格的大幅波动,从而引起市场及媒体的高度关注。^[1]这一现象的直接原因是上市公司股东之间对公司控制权的争夺,因此被也称为上市公司的“控制权之争”。

本文认为,“控制权之争”源于近年来我国上市公司股权结构的多元变化,是我国公司“股东积极主义”的一种特殊表象,客观反映了并购重组的市场化趋势,也能在一定程度上督促公司现任管理层勤勉尽职。同时,我们还注意到,“控制权之争”经常导致公司董事会、股东大会运作陷入混乱甚至僵局,影响公司正常的经营运作。

因此,有必要全面分析我国上市公司“控制权之争”发展演变的市场环境和内在特点,厘清“控制权之争”涉及的公司治理规范和证券市场监管问题,并在此基础上探讨证券市场监管者应当如何有效应对各方股东在争夺上市公司控制权过程中激化的各类矛盾冲突,从而明确监管导向和政策路径。

[1] 赵一蕙:“上海新梅筹划收购 巧合还是反收购”,载《上海证券报》2013年11月29日第F06版;郭成林:“六股东结盟夺权上海新梅”,载《上海证券报》2014年6月10日第F06版;夏子航:“上海新梅夺权战再起”,载《上海证券报》2014年7月26日第004版;王雪青:“西藏药业两大股东内斗正酣”,载《上海证券报》2014年9月15日第004版;徐锐:“大股东直言反对累积投票制 西藏药业内斗前景莫测”,载《上海证券报》2014年9月25日第F07版;夏子航:“中科创四度举牌重夺新黄浦控制权”,载《上海证券报》2014年5月29日第F07版;覃秘:“新华网再度举牌新黄浦捍卫控股权”,载《上海证券报》2014年7月30日第F06版;覃秘:“中科创强攻控股权未果改提‘入阁’新黄浦两大股东矛盾激化”,载《上海证券报》2014年10月9日第F05版;郭成林:“长园集团紧急‘关门’阻挡野蛮人”,载《上海证券报》2014年5月29日第F05版;王雪青:“加仓长园集团沃尔核材巩固首席地位”,载《上海证券报》2014年7月3日第F07版;夏子航:“沃尔核材发声抗议长园集团公告驳斥长园集团职工董事引发口水仗”,载《上海证券报》2014年10月18日第004版;王莉雯:“豫商三度举牌东方银星抢筹争权恐将一触即发”,载《上海证券报》2013年7月16日第F01版;赵一蕙:“豫商举牌东方银星遭查‘老板娘’短线交易惹事”,载《上海证券报》2014年11月12日第F06版。

一、我国上市公司控制权之争的市场环境

今年以来,上市公司控制权争夺案例在短时间内呈爆发增长态势,从以往零星个案到近期集中出现上海新梅、长园集团、西藏药业、东方银星等多家公司的控制权争夺事件。究其原因,主要受我国证券市场整体环境中诸多基础性因素的作用影响。具体包括:我国不少上市公司股权结构趋于分散多元,以往普遍具有的“一股独大”特征逐渐弱化,使其他股东通过增持股份谋求上市公司控制权成为现实可能;同时,专业投资机构队伍逐渐壮大、投资方式日渐成熟、参与公司治理事务的能力及意愿不断增强;此外,市场整体投资收益水平稳步回升、保障投资者权利的法治环境明显改善等。

在这些因素的共同作用下,一批以私募投资基金为代表的专业投资机构,出于新的投资盈利模式,通过收购增持上市公司股份主导或参与上市公司控制权争夺。为更好地理解 and 剖析这一过程,下文对目前我国上市公司股权结构以及整个证券市场四个方面的相关基础因素进行了逐一梳理。

(一)上市公司控制权价值凸显、控制权交易活跃

近年来,由于证券发行制度还处于改革调整阶段,首次公开发行股票并上市的条件仍较为严格、相关行政审批程序周期较长。因此,不少资产所有权人转而考虑收购上市公司控制权,便于后续以资产认购股份的方式对上市公司进行重大资产重组,实现其资产的证券化上市。这一需求导致了上市公司控制权交易市场更加活跃,“壳资源”的价格始终维持在较高水平。

2013年年初至2014年三季度末,除行政划拨和司法划转之外,沪市共有53家上市公司控制权发生变更。其中,因第三方以资产认购上市公司发行股份,即通过重大资产重组“借壳上市”,导致控制权变更的,有15家;因第三方以现金认购上市公司非公开发行股份,增持权益超过原第一大股东,导致控制权变更的,有9家;因第三方协议受让或在公开拍卖场所拍得上市公司股份,导致控制权变更的,有22家;通过

二级市场购买增持上市公司股票,导致控制权变更的,有7家。从这组数据上看,除少数情况外,上市公司控制权变更主要通过以双方合意的交易形式完成,而不是被动丧失。

(二)上市公司控股股东持股比例下降、专业投资机构持股形成规模,股权结构分散和股东利益差异容易诱发控制权争夺

2011年年初至今的三年多时间,出于大股东在二级市场抛售变现,或者公司发行股份稀释权益等原因,沪深两市A股上市公司中,有48.12%的公司出现大股东持股比例下降的情况。另以持股比例看,Wind数据显示,我国沪深两市上市公司第一大股东的持股比例平均值,在2012年、2013年年末以及2014年三季度末分别为36.77%、36.32%和35.64%,整体呈逐年下降的趋势;再相比十年之前即2004年年末的41.75%,更是有十分明显的变化。

同时,QFII、基金、券商、保险公司、社保基金、券商及其集合理财产品、信托公司和阳光私募等专业机构投资者〔2〕的持股形成较大规模。Wind数据,本文对沪深两市从2012年年末至2014年年中的持股市值和持股上市公司家数变化情况进行了统计(详见下表),其中近三年合计持股市值分别达到了1.95万亿元、2.12万亿元和2.22万亿元。

| 机构类型 | 2014年中报 | | 2013年年报 | | 2012年年报 | |
|------|----------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|
| | 持股市值(万元) | 持股公司家数 | 持股市值(万元) | 持股公司家数 | 持股市值(万元) | 持股公司家数 |
| QFII | 9,368,501.59 | 224 | 8,624,002.89 | 191 | 7,594,690.02 | 152 |
| 保险公司 | 42,817,466.72 | 343 | 47,186,269.68 | 385 | 59,103,602.47 | 499 |
| 财务公司 | 554,172.51 | 45 | 717,384.67 | 46 | 1,046,984.13 | 55 |
| 基金 | 117,864,234.21 | 1888 | 131,613,409.22 | 2132 | 136,486,767.67 | 2101 |
| 基金公司 | 186,106.22 | 1 | 39,485.69 | 1 | 3,536.73 | 1 |

〔2〕 本文所称专业机构投资者持股,包括了基金、券商、理财产品、QFII、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司、财务公司、银行和阳光私募持股,但不包括一般法人和非金融类上市公司持股。

续表

| 机构类型 | 2014 年中报 | | 2013 年年报 | | 2012 年年报 | |
|----------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|
| | 持股市值 (万元) | 持股公 司家数 | 持股市值 (万元) | 持股公 司家数 | 持股市值 (万元) | 持股公 司家数 |
| 企业年金 | 37,570.79 | 25 | 89,605.90 | 17 | 34,672.92 | 14 |
| 券商 | 2,262,296.25 | 287 | 1,912,313.69 | 223 | 2,480,438.58 | 276 |
| 券商 集合 理财 | 4,634,624.30 | 971 | 4,678,629.44 | 1366 | 3,143,135.14 | 751 |
| 社保 基金 | 10,277,444.07 | 575 | 9,994,127.40 | 508 | 6,397,007.27 | 386 |
| 信托 公司 | 3,829,804.78 | 145 | 4,292,806.99 | 191 | 3,809,381.46 | 186 |
| 阳光 私募 | 2,292,614.89 | 464 | 1,728,444.49 | 331 | 1,301,977.32 | 310 |
| 银行 | 570,095.71 | 27 | 641,610.40 | 32 | 970,440.16 | 30 |
| 合计 | 194,694,932.04 | | 211,518,090.46 | | 222,372,633.87 | |

从上表来看,专业投资机构中,社保基金积极入市^[3],持股市值和公司家数持续平稳增长;保险公司持股市值和家数虽有所下降,但鉴于其直接投资上市公司比例上限放宽^[4],持股投资风格趋于多元^[5],未来可能还有增长回升潜力;券商集合理财的持股市值在2013年年末比2012年同期有大幅增长,2014年年中虽有一定回落,但仍保持在400亿元以上;阳光私募增长则最为明显,2014年年中的持股市值达到229.26亿元,比2013年年末增长32.64%。在证监会《私募投资基金监督管理暂行办法》出台后,阳光私募规模还可能进一步扩大。

[3] “社保入市透露三大信号 A 股王牌军 5 年来再次达成共识”,载《证券日报》2014 年 8 月 11 日版。

[4] 王淑娟:“保险资金入市再松绑为 A 股引入活水”,2014 年 2 月 20 日,载 http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-02/20/c_119428751.htm,2014 年 11 月 18 日访问。

[5] 徐锐:“安邦人寿举牌生命人寿增持金地股东博弈白热化”,载《上海证券报》2014 年 4 月 10 日版。

除持股市值绝对金额外,上述专业投资机构所持股份的市值和数量都达到一定比例。截至2014年第三季度末,专业投资机构的持股市值,占沪市上市公司总市值的比重为8%。而从专业投资机构在沪市上市公司的持股比例来看,持股比例在3%以上,有392家,占沪市上市公司总数的40.12%;持股比例在5%以上的,有290家,占沪市上市公司总数的29.68%;持股比例在10%以上的,有165家,占沪市上市公司总数的16.89%。

可以设想,随着控股股东持股数量及比例下降、专业投资机构持股规模和比例上升,上市公司的股权结构得到造成多元化方向发展。而与控股股东持股周期较长不同,专业投资机构用于购买增持公司股票的资金主要来源于向一定社会范围内投资人公募或私募的资金,所募资金虽然可能存在不同的投资回报周期,但均有相应的盈利压力,从而影响了其持有上市公司股份以及行使股东权利的方式。因此,除上市公司股权结构正在发生根本性变化外,不同类型股东之间持股目的及盈利需求的差异也在逐渐扩大,潜在矛盾日益突出。

(三)上市公司股东举牌并主动行使股东权利的情形不断增多,成为上市公司控制权争夺的前兆

部分专业投资机构在增持上市公司股份的过程中,改变以往投资标的较为分散、单一标的公司持股比例不超过5%的投资策略,转而主动增持超过5%甚至更高比例,并同时披露了简式或详式权益报告书,积极举牌上市公司。

以沪市为例,在剔除大股东增持类型后,根据《收购管理办法》对上市公司股东增持超过5%及20%需履行相关披露义务的要求,仅2014年前三季度,共有134个股东披露了141份增持举牌76家上市公司股权的简式或详式权益变动报告书;2012年,仅披露有79份共涉及71家公司的增持权益变动报告书;2013年也仅披露有87份共涉及81家公司增持权益变动报告书。

此外,随着市场规范约束机制的增强,私募股权投资基金已不再依靠快进快出的投资盈利模式,以上海泽熙为代表的一批私募股权基金,增持后主动行使股东权利,即通过提交上市公司股东大会案等“股东积极主义行为”,参与公司内部事务决策,影响公司经营管理策略,

谋求投资回报的最大化。例如,在2014年4月,华润深国投信托发行的上海泽熙资金信托计划,分别增持黔源电力(002039)、宁波联合(600051)股份至4.98%,并在随后提交增加公司2013年度分配方案的股东大会临时议案,提议将黔源电力原定每10股转增5股改为每10股转增10股,更提议在宁波联合原定10派1.6元之上增加每10股转增15股。

作为股东积极主义的极端形式,在控制权之争的上市公司案例中,股东增持并披露权益变动报告书,更是成为其行使权利、参与争夺控制权的重要前兆。以新黄浦为例,举牌方深圳中科创投及其一致行动人在2014年3月至5月间,在正式谋求取得公司控制权之前,先通过二级市场将增持上市公司股权,从不足5%增持至20%,期间先后披露了简式和详式权益变动报告书。

因此,从这个角度也可以认为,上市公司控制权之争,是实践中股东积极主义演变发展的特殊表现形式,是特定投资者基于对上市公司投资价值的判断,为实现投资利益最大化而采取的市场化投资策略。

二、我国上市公司控制权之争的内在特点

尽管今年以来上述上市公司控制权争夺案例的具体情况各不相同,但由于我国证券市场发展过程阶段的特殊性,以及当前公司治理法制现状,我国上市公司的控制权之争案例具有一定的相似之处,并带有明显区别于其他成熟市场控制权争夺案例的内在特征,也是本文进一步分析控制权之争相关问题的切入点。为此以下分别展开论述。

(一) 争夺控制权的股东均以改选现任董事会成员作为首要目标

从实践案例来看,争夺上市公司控制权的股东一方,在增持取得公司一定比例的股份之后,均提出了改选公司现有董事会成员的诉求;而巩固公司控制权的股东一方,则尽可能利用对现任董事会的实际控制或影响力,阻却对方提名董事当选。

例如西藏药业案例中,2014年8月,第一大股东华西药业为夺回公司控制权,提请董事会召集临时股东大会,审议以非累积投票方式增

选两名独立董事的议案;但因另一方股东提名董事占多数,董事会后以5票反对、4票赞成,否决了上述股东提请。又如东方银星案例中,2014年9月,股东豫商集团在增持至22.52%后,通过其融资融券信用担保账户托管机构中信证券,提请董事会召开临时股东大会审议董事会换届选举议案,并提出包括3名独立董事在内的9名董事候选人。但董事会以中信证券不具备独立向公司提议召开临时股东大会的资格为由,拒绝这一提请。此外,上海新梅、新黄浦案例中,也均出现公司董事会以股东提交材料不齐或未提出具体董事候选人为由,拒绝股东提议召开股东大会审议董事换届选举的情况。

而在天目药业、长园集团案例中,一方股东或董事会为限制新进股东提名选举董事的权利,则提出修改与董事任免相关的公司章程条款。例如,2014年5月,天目药业第二大股东提交股东大会临时提案,提出在公司章程中新增“除法定事由或本章程另有约定外,股东(不含原提名股东)不得提出罢免或撤换现任董事的议案”以及“董事会换届时,改选的董事不得超过董事总数的五分之一”等内容。2014年9月,长园集团董事会提议在公司章程中增设2名职工董事,引发另一方股东沃尔核材公开强烈反对^[6],认为这一修订旨在阻碍了股东行使派驻董事的权利,目的是实现内部人控制,并呼吁其他股东在股东大会投票反对这一章程修订案。

从上述案例看,为争夺上市公司控制权,双方股东都试图凭借其持股比例,行使董事提名权、股东大会表决权等股东权利,确保己方提名董事能够当选,并在董事会中占据多数,进而影响公司董事会的日常运作和表决结果,从而实现对公司的控制。

这一特点充分体现了资本多数决原则,但上市公司作为公众公司,其董事会应当是包括中小投资者在内全体股东利益的代理人,董事应当独立履行《公司法》规定要求的忠实、勤勉义务,而不仅向原提名股东负责,成为提名股东意志的附庸。因此,相关案例事实也反映出我国上市公司董事会运行机制中存在的根本性问题,即董事会缺乏独立性,

[6] “沃尔核材致长园集团全体投资者的一封公开信”,载《上海证券报》2014年10月17日版。

公司治理和决策过程中存在“股东中心主义”，甚至是“大股东中心主义”的倾向。

（二）争夺控制权的股东通常就股东大会程序问题产生冲突

如上文所述,上市公司控制权之争中,双方股东争斗的首要目标是提名选任公司董事,而争斗的主要表现形式即是双方围绕选任董事的股东大会召集召开和表决程序产生冲突。

例如,西藏药业案例中,2014年9月,第一大股东华西药业在董事会拒绝其关于召开临时股东大会的提议后,向公司监事会提议召开临时股东大会。监事会在一监事缺席的情况下,同意股东提议并发出股东大会召开通知,后该次股东大会以非累积投票方式选举通过华西药业提名的两名独立董事,否决了另一方股东提名的独立董事。但期间缺席监事提出上述监事会召集召开程序违法、决议无效,并向法院提起诉讼,要求撤销上述监事会会议决议和股东大会通知。另一方股东也以同一理由认为临时股东大会程序违法,增选董事的决议内容无效,并拟自行召集股东大会选任董事。

长园集团案例中,董事会认为股东沃尔核材及其一致行动人提请召开临时股东大会的申请书落款缺少相关一致行动人的签字盖章,不符合公司章程规定,以此拒绝沃尔核材提请。新黄浦案例中,董事会则认为股东深圳中科创及其一致行动人提请召开临时股东大会的申请没有具体的提案内容,董事会无法审议判断。

在上海新梅和东方银星案例中,公司董事会、监事会除认为股东提交资料不齐或者股东融资融券账户托管券商不具备提请资格外,还提出相关股东在增持过程中存在未及时披露一致行动关系、内幕交易等违法违规行为,股东提请召开股东大会等权利应当依法受到限制。

从这一特点看,我国上市公司控制权之争案例,涉及一系列公司治理规则的适用问题,包括:一方股东提请召开临时股东大会审议董事选任议案的,董事会、监事会如何进行判断和审议;董事会、监事会拒绝股东提请的,理由是否充分正当;董事会和监事会拒绝召集股东大会后,股东如何自行召集股东大会等。回应解决这些问题,不仅要解释现有的公司治理规则条文,还往往涉及相关规则未尽明确之处,需要进一步探究运用其规范原理。

(三) 争夺控制权的股东普遍有一致行动人共同行使表决权

在近期上市公司控制权之争案例中,争斗股东双方往往通过一致行动关系,扩大其能够支配的股份表决权数量,以求在审议选任董事等重要议案的股东大会上获得投票优势。因此,一致行动人的持股比例和数量,成为左右公司控制权归属的关键因素。与此同时,股东是否及时、如实地披露相互之间的一致行动关系,股东及其一致行动人的持股行为是否合法合规,成为控制权争夺过程中,市场投资者和监管者关注的焦点,也决定了股东能否正常行使权利。

例如,上海新梅案例中,2013年11月底,上海开南公告称在二级市场已增持公司股份达到5%,同时在权益变动报告中披露不存在一致行动人。2014年6月初,上海开南又披露与兰州鸿祥等五家公司签署了一致行动人协议,共合计持有上海新梅14.23%股份,超过原第一大股东11.19%的持股比例。但事后监管中发现,上海开南与其他五方股东基本是在同一时间段内增持公司股权,因此市场质疑其在协议签订前已存在事实上的一致行动关系,而上海开南等股东此前未如实披露相互之间存在一致行动关系的重大信息,相关监管部门已对此展开立案调查。

又如,东方银星案例中,2014年10月间,争斗双方股东及其一致行动人均将其持股比例增至临近30%的要约收购触发界限。市场怀疑双方股东为避免触发要约收购义务,隐瞒了与其他股东存在一致行动关系的事实。同时,事后监管发现,豫商集团的一名董事及董事长配偶,作为豫商集团的一致行动人,在2013年年中豫商集团增持东方银星的过程中存在短线交易行为,为此受到有关机关立案调查,并直接影响了豫商集团股东权利的行使。

同时,在西藏药业和长园集团案例中,若干股东之间虽明确表示不存在一致行动关系,但在增持或认购非公开发行股份、行使股东大会表决权等行动方向上高度一致,引发市场质疑。

而随着投资结构的多样化,一致行动关系的形式也日趋复杂。如新黄浦案例,在西藏信托发起投资新黄浦股份的集合资金计划中,股东新华闻根据信托计划约定,取得信托资金委托人的授权,代表委托人发出表决权行使等投资管理指令,其实质是通过特殊形式的一致行动关

系,扩大股东自身可支配的表决权数量。

因此可以认为,如何准确判断认定股东之间的一致行动关系,不仅对上市控制权争夺结果的影响重大,也成为证券监管上的重点难点课题。

(四)上市公司控制权争夺过程通过信息披露方式公开,对股票价格产生明显影响

实际控制权的归属,是上市公司应当披露的重大信息,其变动情况通过上市公司相关提示性公告和股东权益变动报告书等形式,及时对外披露。例如,新黄浦案例中,因两方股东及其一致行动人在2014年4月至6月间分别通过二级市场增持股份并交替超过对方成为第一大股东,上市公司为此先后四次披露《关于控股股东及实际控制人发生变动的提示性公告》以及双方股东的详式权益变动报告书。

同时,由于上市公司控制权之争主要围绕股东提名选举董事相关内部治理程序展开,上市公司除需要披露股东权益以及控制权归属变动情况之外,还需要在争斗股东提名董事候选人、提请董事会及监事会召开股东大会、自行发出召开股东大会通知等各个阶段,及时履行信息披露义务,保证中小股东对董事会潜在变动情况的知情权。

但实践中较为普遍的问题是,受一方股东的影响或控制,公司董事会在收到另一方股东关于提请召开股东大会审议董事任免议案后,未能及时披露有股东提请召开股东大会的事实,或者是董事会在通过决议拒绝另一方股东提请后,未能详细充分披露其拒绝股东相关提请的理由,导致中小股东不能及时全面地了解上市公司控制权之争的基本情况。这一问题在东方银星案例中最为典型。2014年9月4日,东方银星董事会收到股东豫商集团融资融券信用担保账户托管机构中信证券关于提请召开临时股东大会审议董事会换届选举议案的书面材料,董事会于9月19日对中信证券的提名资格予以否定,监事会则于9月23日拒绝了同一提请。但直至10月8日豫商集团拟通过中信证券发出自行召开股东大会通知后,公司董事会才公告披露了上述过程。即董事会迟延披露了有股东争夺上市公司控制权的客观事实。

之所以强调上市公司应当就股东之间争夺控制权的事实及时履行信息披露义务,主要因为监管中发现,公司控制权争夺和股票二级市场

股价存在高度的关联性,即在上市公司股东争夺控制权迹象出现或矛盾激烈化后,通常会导致上市公司股票二级市场价格大幅波动,相关案例的具体情况可详见下图。

| 上市公司简称 | 控制权之争事件相关进展及披露时点 | 控制权之争事件的对股价影响的监测期间 | 股价波动幅度 |
|--------|---|--------------------------|-----------|
| 上海新梅 | 2014年6月13日,公司披露上海开南等举牌股东签订一致行动关系协议 | 6月13日至17日连续3个交易日 | 涨幅为24.46% |
| 西藏药业 | 2014年8月至9月间,公司陆续披露第一大股东提请召开临时股东大会审议增选董事议案等,期间公司因重大资产重组长期停牌 | 复牌后首个交易日即10月9日起连续5个交易日 | 涨幅为51.70% |
| 长园集团 | 2014年1月18日,公司披露称因长和投资不断减持,公司不存在实际控制人。1月28日,长和投资披露减持股份超过5%,并拟在年内继续减持 | 1月24至2月17日连续12个交易日 | 涨幅为53.80% |
| | 2014年5月30日,长和投资向复星集团和深圳藏金转让5.76%股权 | 复牌后6月3日、4日连续2个交易日 | 涨幅为21% |
| 东方银星 | 2014年10月9日、11日,公司披露股东豫商集团提请召开股东大会审议董事换届选举等议案 | 前述事实披露后10月14日、16日连续2个交易日 | 涨幅为20.90% |
| 新黄浦 | 2014年3月5日,公司披露深圳中科创及其一致行动增持超过5% | 2月28日、3月3日至5日,连续4个交易日 | 涨幅为36.86% |

从上表可以看出,受控制权之争事件的直接影响,上市公司股票二级市场价格在极短的时间出现了大幅上涨,其中不乏连续数个交易日股价涨停的情况。究其原因,除少数情况下是争斗股东通过二级市场大量收购公司股票以增加筹码之外,主要还有一批证券市场中小投资者对公司控制权的潜在变化抱有较高的投资预期,猜测新进股东的介入可能会给上市公司带来新的并购重组机会,从而提升公司价值的基本面。但从现有的控制权之争案例来看,由于控制权争夺存在一个较为长期的过程,即使是在个别公司股东争夺局势暂时平息的情况下,公司资产状况以及盈利能力短期内并没有得到实质性的改变。因此,上

述案例中,公司股价大多在短期拉升上涨后出现长期盘整甚至回落的情况,符合公司实际情况,但也可能造成部分中小投资者投资损失。

因此,为避免大股东争斗事件误导中小股东的投资决策,解决争斗股东和中小股东之间的信息不对称问题,有必须督促上市公司及争夺控制权的股东,通过上市公司信息披露渠道,以分阶段方式,及时地向全市场披露相关信息,保证所披露信息的真实、准确、完整。

三、上市公司“控制权之争”的治理规范方向

从外部形态看,上市公司控制权之争主要体现为上市公司不同股东之间,在行使董事任免提议权、股东大会召集出席权、股东大会表决权等法定权利的过程中,产生意见分歧和行为冲突的过程。因此,对上市公司“控制权之争”现象,应当有两个层面的考虑分析。一方面,争斗股东出于自身投资盈利要求,为谋求公司控制权而行使法定权利的行为,应当得到有效的法律制度保障,以维护证券市场吸引社会投资资本的基本功能定位。另一方面,鉴于股东之间为争夺控制权行使权利的行为,可能对上市公司的日常经营活动、董事会运作和其他中小股东利益产生直接的负面影响,具有较强的外部性,为此应当为股东行使权利划定明确的边界,使股东行为受到合理有效的制度约束。

因此,下文从上市公司股东和董事会之间的权力配置、上市公司股东权利行使的法定程序、大股东对其他中小股东的诚信义务等多个角度,来讨论如何在公司治理的框架中,对争夺上市公司控制权的股东行为进行有效规范。

(一)上市公司股东任免董事会成员权利的内涵边界

股东通过选举产生董事,是实现其所有权和控制权的重要途径。我国《上市公司收购管理办法》第84条规定,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的,被视为拥有上市公司控制权,即已明确将上市公司控制权的归属认定与董事会成员的选任相关联。

但本文第二部分指出,近期发生的上市公司控制权争夺案例中,旨

在夺取上市公司控制权的一方股东,必然先提议更换或增选公司董事,而此时公司董事会任期通常尚未届满,也没有出现应当撤换现任董事的法定事由。西藏药业案例最为典型,尽管2014年5月公司董事会刚完成换届选举,但意在夺回公司控制权的股东方于2014年9月提议召开股东大会增选两名董事,其董事会换届选举与增选的时间间隔之短,让市场担忧其董事会可能受到控制权之争的影响而无法正常运转。

因此,实务中常常面临一个问题:在满足持股比例等股东资格条件的前提下,上市公司股东是否可以在董事会任期届满前,无须任何理由并且可以随时提议更换公司董事会成员?换言之,上市公司股东提议任免董事的权利应当受到怎样的合理规范约束?为回答这个问题,有必要从以下三个方面进行分析探讨。

1. 股东和董事会在治理结构中的关系定位

现代公众公司中,所有权并不掌握在公司管理者手中,由此产生了公司股东和管理层之间的代理关系,以及公司组织结构中的代理成本问题。^[7]为此,需要在公司内部建立完善一套治理机制,来减少代理成本过高可能带来的危害,其中包括了赋予公司财产所有人的股东投票选举董事的权利,由董事作为股东的代理人,对直接运营公司的管理层进行监督,确保公司经营行为符合股东利益。也可以将董事会视为公司所有者与管理层代理关系之间插入的另一个代理层级。因此,尽管董事会被普遍认为同时具备为公司获取政府及客户等外部资源、向公司管理团队提供战略咨询服务两大块功能,但董事会负责选任公司高管、决定其薪酬,审阅公司财务报告、审计报告,评估公司绩效和管理的监督功能在近年来被不断强化,成为其核心功能。^[8]

正是由于公司董事会承担监督职能,随之产生了关于董事会独立性要求的争论。特别是近年来美国公众公司董事会成员逐渐偏重于由外部人士担任,不少公司只有CEO或者另一位高管人士担任董事会成

[7] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305 - 360.

[8] Mark J. Roe, *The Institutions of Corporate Governance*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 488. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=612362>.

员,形成“超级多数独立董事”组成的董事会模式。但实证研究并未证明增强董事会独立性会改善公司绩效,^[9]也有学者认为内部管理人员和外部人士比例较为均衡的董事会更有效率。^[10]但究其根本,仍是为了强化董事代理股东行使监督职能。

因此,从董事会在公司治理结构中的理论定位来看,股东选举董事作为其监督代理人的绝对权利应当得到制度保障,而非受到不当限制。下一步则需从制度规范角度,来审视股东行使选举董事权利的相关程序。

2. 股东行使任免董事权利的程序规则

我国现有立法关于股东选举董事的相关规定较为原则。我国《公司法》规定,股份公司的股东大会选举和更换非由职工代表担任的董事^[11],董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过三年^[12],还规定股东大会选举董事、监事,可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议,实行累积投票制^[13]。此外,我国《公司法》并没有其他关于股东任免董事的具体规定,无法准确回应实务中的上述问题。但从我国现行《公司法》强调意思自治的立法精神推论,在没有强制性规定的情况下,股东提议更换选任董事的权利并没有受到限制或禁止。

而从境外国家法例看,股东任免董事的权利一般包含以下三个层次的规则。

第一层次,是董事候选人提名规则,绝大多数国家中,除董事会可以提名董事候选人外,适格的小股东(在满足一定持股比例情况下)可以直接向股东大会提出董事候选人^[14];美国公司法下,其他股东提名

[9] Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Empirical Studies of Corporate Law*, Yale ICF Working Paper No. 05 - 16; ECGI - Law Working Paper No. 44/2005. Available at SSRN; <http://ssrn.com/abstract=728103>.

[10] Donald C. Langevoort, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, 89 *Georgetown Law Journal* 797(2001).

[11] 《公司法》(2013年修订)第37条和第99条。

[12] 《公司法》(2013年修订)第45条和第108条。

[13] 《公司法》(2013年修订)第105条第1款。

[14] 英国公司法规定任何股东均可以在会议召开前提出其自身的董事会候选人。《德国股份公司法》第127条规定,任何股东均可以在会议召开前两周,提出其候选人。

董事候选人的权利受到其征集投票权规则的制约。

第二层次,是股东大会上选举董事的表决权规则,大多数国家规定经出席股东大会的股东所持表决权的多数通过即可当选董事。

第三层次,是董事罢免规则,包括董事任期和股东是否能在董事任期届满前罢免其职务。任期方面,英国《公司法》不设规定。德国和英国的任期较长,董事任期为5~6年。^[15]在任期届满前罢免董事规则方面,英国规定通过股东大会普通股决议,可以在董事任期届满前无需理由将其罢免。^[16]法国、意大利和日本规定股东通过多数决,在任期中任意罢免董事的权利。^[17]德国公司法规定必须通过股东3/4以上超级多数表决权的同意,董事才能在任期间被罢免。^[18]

美国相关规定最为特殊。各州公司法通常规定董事任期为一年,但在章程董事会交错换届即每年选举更换1/3或1/4董事的情况下,董事任期通常为3年或4年。在任期内能否罢免董事问题上,特拉华等州公司法虽然规定,无论是否有理由,代表有表决权股份过半数的股东可以罢免公司部分或者全部董事^[19],但如该公司董事会规定为交错换届(staggered board)的,除非公司章程另有规定,否则公司股东只有在有理由时才能罢免董事。与此同时,特拉华州公司法对召开股东大会选举董事作出相应的限制性规定,规定在一般情况下,根据公司内部规章规定的日期、时间或召开方式,由年度股东会议选举董事;只有在公司年度股东大会未能召开或未能选举达到法定数量的董事时,董事会才应当尽快召开相关会议;并且除非公司章程或内部规章规定,股东无权召开特别会议^[20]。换言之,尽管美国相关公司立法规定股东可以无理由罢免董事,但在程序上对股东撤换选举董事的权利,有相当严格限制。

[15] 《德国股份公司法》第102条第1款,《法国商法典》第L.225-18条。

[16] 《英国公司法》(Companies Act 2006)第138条。

[17] 《法国商法典》第L.225-18条和第225-103条;《意大利民法典》第2383条和第2367条;《日本公司法》第339(1)条。

[18] 《德国股份公司法》第103条。

[19] 《美国特拉华州普通公司法》(Delaware General Corporation Law)第141(k)条。

[20] 《美国特拉华州普通公司法》(Delaware General Corporation Law)第211(b)、(c)、(d)条。

3. 决定股东和董事会权力分配的社会经济背景

对各国在股东任命罢免董事制度立法上的差异,有学者将其归结为以“股东为中心”或以“董事会为中心”的不同公司治理架构。即以“股东为中心”进行制度立法的英、法、德、日等国,赋予股东不可撤销的罢免权和强有力的提名权,而以“董事会为中心”美国特拉华州公司法,则通过创设交错换届董事会、限制召开特别股东会,弱化股东罢免董事的权力。^[21]

不同国家立法采取的公司股东和董事权力分配模式,除受各国法制传统影响之外,更是受到社会经济因素的直接作用,并且始终处于动态发展变化当中。以美国为例,20世纪30年代出现其国内的经济力量向大型企业集中的情况,并导致上市公司股权极为分散,加剧了公司股东所有权和企业经营控制权的分离。在此社会经济背景,学者研究发现股东有权随意更换董事这一早期法令原则的消失,是股东在企业管理方面控制权弱化的一个主要变化特征。由于此类法律条款不复存在,董事们一旦就职,就可稳居其位直至任期结束,期间并不受到股东们任何有效的干涉,除非在公司章程中含有解除董事职务的特别权力,因此董事实际拥有对公司经营管理几乎具有完全的决断能力。^[22]

到了20世纪七八十年代,美国各州为了能够在吸引大型公众公司在其州内登记注册而展开激烈竞争。^[23]各州在公司股东大会和董事会的权力分配上,倾向于有权选择注册地的董事会。因此,尽管上述特拉华州普通公司法原则规定有股东选举更换董事的基本权利,但这项权利在行使上受到董事候选人提名、董事交错换届等规则的限制,导致股东自行提出董事候选人的时间和经济成本较高,制度激励不足,实践中股东成功更换董事的案例较少。^[24]

[21] [美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等著:《公司法剖析:比较与功能的视角》,罗培新译,第62页。

[22] Berle and Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction, 2001. [美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯著:《现代公司与私有财产》,甘华鸣等译,商务印书馆2005年版,第21~22页、第56~67页、第150~151页。

[23] Mark Roe, *Delawares' s Competition*, *Harvard Law Review*, Vol. 117, No. 3, 2003.

[24] Lucia A. Bebchuk, *The Myth of Corporate Franchise*, *Virginia Law Review*, Vol. 93, No. 3, 2007.

对于美国公司法的这一制度安排,理论界一直存在较大争议。以哈佛大学 Lucian A. Bebchuk 教授为代表的学者认为,应当增强股东参与公司决策的权利,赋予股东更加可行的更换董事权力,以解决长期以来困扰公众公司股东的代理问题,从而改善公司治理并增进股东价值。^[25]而另一派反对观点则强调,“董事会中心主义”的公司组织架构在应对信息高度分散且必须快速做出决定的商业环境中,能够更加富有效率,是取得成功的关键,因此认为应当将股东投票权理解为董事的一种问责机制,施加约束,而非频繁使用。^[26]

从上述问题的实质看,如何在股东和董事之间合理分配权力,规范股东选举更换董事的程序,主要考虑因素仍是为了确保公司组织形式能够适应社会经济发展的实际需要。例如,美国证券市场近年来较为活跃的对冲基金(Hedge Fund)采取有别于共同基金分散投资对象的策略,在少数上市公司中集中持股,并积极介入公司治理活动。^[27]在对冲基金等积极股东以及股东表决权代理服务机构的^[28]持续推动下,在章程中仍规定有董事会交错换届条款的美国 S&P500 公司家数明显减少,从2000年的300家锐减到2013年的60家。^[29]结合上述美国特拉华州公司关于股东任免董事权利的相关规定,这一改变固然有利于股东更换董事,但同时也让美国学者担忧公司董事过多地受到对冲基金股东追逐短期利益的压力^[30],可能会采取放弃研发等长期投资项

[25] Lucia A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harvard Law Review*, 2005.

[26] Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harvard Law Review* 1735, 2005.

[27] Liz Hoffman and David Benoit, *Activist Funds Dust Off Green Mail Playbook*, *The Wall Street Journal Europe*, June 12, 2014, at 22.

[28] 目前在美国国内影响力较大的股东表决权服务机构(proxy advisor)主要有 Institutional Shareholder Services(ISS)和 Glass-Lewis, 此类机构每年会在公司年初发布出版代理股东投票的报告,其内容偏倾向于扩大股东权利,主张修改公司章程中保护董事利益的条款。

[29] David Benoit, *Clash Over Board Will Be Measures of Activist Clout*, *The Wall Street Journal*, May 23, 2014, at C-1.

[30] Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, No. 5, 2007.

目的行为^[31]。

基于以上三点分析,可以认为,任免董事是股东实现对上市公司控制权的合法途径,但行使权利的行为受到相关公司治理程序性规则的约束,也不能背离一国社会经济发展的基本背景。基于上述分析,下文结合我国上市公司股东和董事的权力分配定位,分析股东在召集召开股东大会过程中面临的实践问题,及其相应的规范路径。

(二)我国上市公司股东提请董事会召集或自行召集股东大会权利的实践路径

目前,我国上市公司控股股东的持股比较虽有所下降,但绝对比例仍偏高,控股股东特别是国资股东对上市公司日常经营事务和人事任免具有较强的影响力和控制力,上市公司董事会履职行为的独立性和专业性有待增强。在此背景下,如盲目移植美国带有“董事会中心主义”色彩的公司法条款,对股东召开股东大会审议董事任免提案的权利进行过多限制,反而会在实践中扩大公司控股股东对董事会的绝对控制力,不利于我国现行公司法实践关于保护中小股东利益的宗旨。对此,应当考虑在程序上保障公司股东平等行使提请或自行召集股东大会、参与股东大会表决的相关权利,形成对大股东权利滥用倾向的有效制衡。

根据本文第二部分总结的我国上市公司控制权争夺案例情况,上市公司股东大会是股东通过行使表决权,参与决策董事任免等公司重大事项的唯一途径,也是决定上市公司控制权归属的必经程序,实务中相关争议问题比较突出,可归结为以下两大类。

一是股东向董事会提请召集股东大会的,董事会作为股东大会的法定召集人,是否有权拒绝股东关于召开股东大会的提请?拒绝的合理、合法依据是什么?

二是股东在公司董事会、监事会拒绝其提请后拟自行召集股东大会的,如何判断股东已经满足了自行召集股东大会的前置程序要求?

[31] John C. Coffee and Darius Palia, *The Impact of Hedge Fund Activism Evidence and Implications*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 489. 2014. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2496518>.

股东提请董事会召开股东大会审议的议案内容是否需要和其自行召集股东大会审议的内容保持一致?

尽管我国现有的公司法条文和司法实践并没有对上述问题作出直接正面回答,但可以根据现有条文的立法意图进行推断,明确以下分析和应对思路。

首先,股东提请属于公司应当召开股东大会的法定情形。

根据《公司法》第100条,单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东请求时,上市公司应当在两个月内召开临时股东大会。从条款表述看,股东在满足持股比例条件,以及所提请审议事项符合股东大会职权范围的情况下,当然享有提请上市公司召开股东大会的绝对权利。

因此,股东提请召开股东大会的权利不受董事会等公司治理机关的限制或约束。

其次,董事作为股东大会召开程序上的法定召集人,无权对股东提请召开股东大会审议议案内容进行实质性判断。

《公司法》第101条第1款规定,公司董事会是股东大会会议的召集人。同时,第101条第2款规定了董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责情况下股东权利的救济机制,即规定监事会应当及时召集和主持,监事会不召集和主持的,连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持。

从上述条款文义理解,董事会承担召集股东大会会议的法定职责,属于单纯的义务行为,该条款以及《公司法》其他规定均没有赋予董事会对股东提请召开股东大会以及提交股东大会审议内容进行实质审查判断的权力。《公司法》将监事会或股东自身作为第二和第三顺位的股东大会召集人,其实质是一种权利救济程序。不能从中推论公司董事会拥有对股东提请召开股东大会的自由裁量权。而是要求董事会根据《公司法》的相关条款,在履行其职责的过程中,承担对相关股东资格材料的真实性进行核实的义务,确保股东具备提请召开股东大会的身份资格和持股比例。

最后,股东自行召集股东大会的,需严格履行前置程序要求,不得出现滥用股东权利的情况。

股东在适用《公司法》以及证监会《上市公司股东大会规则》关于自行召集临时股东大会的条款之前,需要事先完成提请董事会、监事会召集且董事会、监事会拒绝召集或怠于召集的前置程序步骤,并满足相应的期间间隔要求。设定股东权利行使的前置程序,主要为防止个别股东滥用股东大会召集权,增加公众股东集体决策的成本。因此,可以将股东自行召集股东会的前置程序,视为股东利益的保护机制,而不是出于对股东权利的限制。基于此可对实践相关疑难问题初步解释如下。

考虑到董事会操作股东大会召集程序,董事会需要在股东提请后发出股东大会召开通知,通知必须明确股东大会议案。例如股东提请董事会召开股东大会审议董事会换届选举时,股东应当提出具体的董事候选人,以满足前置程序要求。

但如果股东提请董事会召开股东大会审议议案内容未尽具体完整的,或自行召开股东大会审议内容和前期提请董事召开股东大会审议内容不完全一致的,是否视为股东已经履行前置程序要求、符合自行召开条件?

对此,从保障股东法定权利的角度分析,如股东不存在故意误导遗漏或滥用权利情形的,可视为符合自行召集股东大会的程序要求。从督促董事履行其法定召集人职责的角度分析,董事会在发现股东提请审议内容不够明确具体时,应当就后续如何补充议案信息,如何符合发出股东大会召开通知要求等具体操作环节上,与股东充分沟通,配合股东行使权利,不得以此为由拒绝履行职责,而应尽可能妥善地履行其股东会议召集人的法定义务。

(三)上市公司大股东对公司及中小股东承担的诚信义务

如本文第二部分所述,上市公司股东之间争夺控制权,通常会引起公司股票二级市场大幅异常波动,期间如公司中小股东知情权受到不同股东信息不对称因素的限制,还可能会受误导而形成不当的投资决策。同时,大股东之间对公司控制权的争夺,还容易导致公司董事会和经营层人员结构的动荡,引发公司客户及其他往来方的信任危机,破坏公司经营战略的延续性,直接影响公司中小股东的收益权。此外,大股东在召集召开股东大会、行使表决权等内部治理事项上,也可能利用对

公司董事会的控制,不当限制中小股东参与公司治理的权利,直接损害中小股东对公司重大事项的决策权和共益权。

总之,控制权之争突出反映了大股东在行使权利的过程中,可能对中小股东利益造成的不当损害。为平衡争斗股东和中小股东之间的潜在利益冲突,除了需要在公司治理框架下明确股东权利内涵边界,并在实践中切实保障股东平等行使权利之外,还应当明确大股东在争夺控制权过程中对中小股东应当承担诚信义务,并将相关强制约束要求进一步具体化。

因此,重点是在实践中厘清争夺上市公司控制权股东所承担诚信义务的具体内容,并将其区别于公司正常经营过程中控股股东诚信义务。经分析,两者之间大致有三点差异。

第一,规范目的有所侧重。在上市公司正常经营过程中,控股股东所承担的诚信义务,主要是禁止控股股东利用其实际控制地位,对上市公司重大经营事项施加不当影响,与上市公司发生自利交易行为。在股东争夺公司控制权的情况下,系争股东所承担的诚信义务,主要是禁止股东以牺牲公司利益为代价,来谋求公司控制权。

第二,遵守义务的主体范围有所扩大。传统公司法理论认为董事和高级管理人员对公司承担诚信义务,并将其具体分为忠实义务和勤勉义务。^[32]此后美国特拉华州和加州法院基于公司控股股东拥有对董事会成员任免以及公司重大事项的影响力和控制力,在一系列判例中确认控股股东对中小股东负有类似于董事和管理层的诚信义务。^[33]而美国学者根据近年来对冲基金等积极主义股东与公司以及其他中小股东发生利益冲突的形式,认为即使在没有控制权的情况下,特定股东可就个别具体事项对公司负有诚信义务。^[34]即该研究扩展了承担诚信义务的股东范围。

[32] Robert C. Clark, *Corporate Law*, A A Balkema, 1986, pp. 123 – 262.

[33] *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717, 720 (Del. 1971); *Kahn v. Lynch Commc'ns Sys., Inc.*, 638 A. 2d 1110, 1115 (Del. 1994); *Abraham v. Emerson Radio Corp.*, 901 A. 2d 751, 762 (Del. Ch. 2006); *Jones v. H. F. Ahmanson & Co.* 460 P. 2d 464 (Cal. 1969).

[34] Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, *Stanford Law Review*, Vol. 60, 2008.

借鉴这一研究思路,虽然上市公司正常经营过程中已确定拥有公司控制权的控股股东,是对公司及其他股东负有诚信义务的单一义务主体,但在有两方股东争夺公司控制权的状态下,尽管必然有一方股东没有取得控制权,或者公司处于无实际控制人状态,考虑争斗股东行为实际上都可能对公司及其中小股东利益产生较大负面影响,可以认为参与争斗的任何一方股东,都应当对公司及其中小股东负有诚信义务。

第三,履行义务的要求有所增加。上市公司控股股东在对公司及其他中小股东履行诚信义务方面,包括不得滥用控股地位,进行自利交易,篡夺公司商业机会或者开展不当的同业竞争等。此外,如当上市公司确有与其控股股东发生关联交易的必要时,控股股东应当如实披露其与上市公司交易中的相关利益,保证其交易事项的合理性和公平性,同时涉及上市公司董事会、股东大会对该关联交易履行决策程序时,应当遵守回避原则,将交易提交无利益关系的董事或股东审议表决。

在争夺上市公司控制权的过程中,相关股东除了遵守控股股东或大股东在日常经营活动中的诚信义务要求之外,还应当及时履行附加的特殊义务,大致包括以下三个方面。

一是争斗股东应当根据《上市公司收购管理办法》关于权益变动报告书的披露要求,在增持过程中及时向中小股东等市场投资者披露直接或间接持股权益的变动情况和下一步增持计划;遵守交易窗口期和短线交易禁止等相关规定,不得利用资金优势,从事操纵市场、内幕交易等违法违规行为。

二是争斗股东应当如实披露一致行动关系人信息及其合计持股数量,不得为规避权益变动的披露要求,刻意隐瞒事实上的一致行动关系。

三是争斗股东不得利用对公司董事会的影响力或控制力,通过公司章程条款的修订、股东大会议案的设置,限制中小股东在选举公司董事等重大事项上的知情权、表决权。

四、上市公司“控制权之争”的证券监管路径

如前文所述,上市公司的控制权之争,是多重市场因素作用下,公司大股东之间围绕内部治理机制发生矛盾冲突,并引发外部市场股价异常反应的作用过程。因此,上市公司控制权争斗事件的妥善处置,并不能仅囿于厘清相应的公司治理规范原理及适用问题,而是要从证券市场监管的多个角度,予以讨论分析。

(一) 强化信息披露监管力度,引导股东适用治理规范

上市公司的控制权之争,本质上还是属于公司自治范畴内的事项,应当在公司治理规范的框架内,最终由争斗双方股东协商解决,而不是通过证券监管机构的干涉裁定,予以定分止争。例如,西藏药业等案例中,系争股东双方最终通过协商就股权转让等事项达成一致,从而化解了控制权之争可能造成公司经营运作僵局的重大风险。

但鉴于控制权之争具有较强的外部化效应和市场影响,证券交易所作为自律监管机构,对出现控制权之争的上市公司及其股东,还应当在监管协作机制下,充分发挥其信息披露一线监管职能的作用,督促公司及时披露股东行为,确保中小股东的知情权,避免股东之间矛盾冲突演化可能误导中小投资者的决策判断。例如,在东方银星案例中,系争股东都通过不断增持股份,将持股比例临近30%的要约收购界限,使市场投资者形成公司即将发生要约收购甚至竞争要约的外部判断,因此在股东权益变动文件的信息披露事后监管上,应当督促公司股东明确增持目的,说明下一步的行动计划等。

与此同时,自律监管还可以利用信息披露所具有的公开透明特性,引入市场化的外部监督机制,引导系争双方主动遵守公司内部治理规范。例如,在有股东提请公司董事会召开股东大会审议董事换届选举议案时,应当要求公司董事会在第一时间及时披露股东提请的相关情况,并就董事会在公司章程规定时间接受或拒绝提请及相关理由,予以持续披露。如长园集团和东方银星等案例中,董事会就争夺控制权的股东融资融券信用担保账户托管机构是否符合相关规定,能够以股东

名义出席股东大会、行使提请或自行召集股东大会的权利,有自身的理解和判断。对此,监管上要求董事会充分披露其理由,既便于形成后续监管依据,也能够督促系争双方严格遵守相关规定,而不是恶意曲解相关规则。

(二) 提高证券行政执法效率,督促股东遵守收购规则

从现有案例情况看,股东在争夺上市公司控制权的过程中,往往在较短时间内大量增持公司股份,或通过一致关系人的共同增持来扩大其所能支配的股份表决权数量。在这一过程中,股东及其一致行动人需要遵守法律法规以及《上市公司收购管理办法》关于权益变动以及一致关系的相关披露规则。如股东增持收购公司股份的行为涉嫌违反法律法规及部门规章,被相关部门立案调查或作出处罚认定的,其相关股东权利行使将可能受到限制,从而影响公司股东资格的确认,以及公司控制权归属的判断。

由于上市公司控制权涉及利益重大,系争股东在二级市场发起的收购行为时间较短、对公司控制权的诉求较为迫切,可能采取的违法方式也较为隐蔽,这对证券行政执法的效率提出了较高要求。例如,上海新梅案例中,上海开南等举牌方在签订一致行动关系后,立即提出选举更换公司董事会成员,但因举牌方涉嫌在增持过程中隐瞒事实上的一致行动关系,被证券行政监管机构立案。东方银星案例中,系争股东在权益变动报告书中未如实披露配偶等一致行动人买卖公司股票的情况,也受到相关部门的调查。但证券行政执法等机构对上述案例开展调查工作尚需要一定的周期,在此期间举牌股东的权利是否受到限制?并且应当限制在什么样的范围内?监管部门应当采取什么样的监管措施?对此类涉及证券行政执法的一系列问题,实践中尚需进一步的总结摸索。

同时,由于近年来公司股权市场的活跃,各类收购手段和收购工具层出不穷,对收购规则的理解和适用提出了较大的挑战。在成文规则修订完善之前,为规范市场主体行为,需要通过行政执法活动,形成一批有较好示范效果和影响力的重点案例,以督促市场主体行为遵守相应的规则要求。

(三) 推进证券发行制度改革,推动控制权市场健康发展

就导致控制权之争的利益驱动而言,除少数案例情况外,现阶段我国上市公司的控制权之争,还主要体现为股东之间就公司壳资源价值的争夺,大多数发生控制权争夺情况的公司自身经营状况不佳,争斗股东更为看重公司壳价值,而不是公司自身的经营盈利能力和市场发展机会,这和境外成熟市场上市公司控制权之争的商业背景有本质的区别,也从根本上反映了我国证券市场发展中的症结所在。

因此,为减少控制权之争等市场发展乱象,有必要加快推进以减少行政审批为核心的证券发行注册制改革,降低资产证券化的周期和门槛,提高社会融资效率。在发行渠道顺畅之后,上市公司的控制权交易市场应当是以公司经营发展潜能为对象的,合理、有序和良性竞争市场。