

上市公司并购重组相关立法存在的问题及修改建议

潘荣伟* 王怀章** 张 露***

摘要:随着我国资本市场基础性制度建设的逐步健全,上市公司并购重组数量及交易规模快速增长,成为当前资本市场发展中的热点问题。与上市公司并购重组相关的法律法规也日趋完善,逐渐形成了一个比较完整的法律体系,但仍难以适应上市公司并购重组的新情况、新变化。本文结合上市公司并购重组案例,对有关并购重组有关的法律法规进行了梳理,并从宏观到微观两个层面上进行了反思和分析,并提出有针对性地对策建议,以期对相关法律修订有所裨益。

关键词:上市公司 并购重组 法律评估

上市公司并购重组主要包括了控制权转让、资产重组、股份回购、公司合并及分立等,这并不是严

* 中国证监会浙江监管局上市公司监管二处处长,法学博士。

** 中国证监会浙江监管局上市公司监管二处工作人员,法学硕士。

*** 中国证监会浙江监管局上市公司监管二处工作人员,法学硕士。

格意义上的法律概念,我国相关法律规定中并未对并购重组作出明确定义。根据学界研究和实务操作情况来看,一般认为并购与重组可以作出大致区分。其中,并购主要涉及公司股权结构的调整,其目标大多是公司控制权变动,核心内容是“股东准入”;重组主要涉及公司资产、负债及业务的调整,其目标是优化公司的资产规模和质量、产业或行业属性,核心内容是“资产业务准入”。尽管上市公司并购和重大资产重组在立法、监管等方面都相对独立,但在股权作为交易支付手段出现以后,并购与重组在实际操作中往往相伴而生。

一、我国上市公司并购重组法律体系及其总体评价

随着我国股权分置改革的完成,资本市场基础性制度进一步健全,上市公司及各方投资者之间的利益博弈机制发生了根本性的变化,很多有实力的未上市公司选择借壳上市、已上市公司的控股股东积极推进集团整体上市、部分业绩发展良好的上市公司加大同行业或上下游的兼并重组力度,上市公司并购重组呈现出数量及交易规模增长快速,涉及行业分布广泛,交易主体多元化等特点。同时,上市公司并购重组方式也越来越灵活,单一的发行股份购买资产、发行股份购买资产及资产出售、简单的吸收合并、换股吸收合并、新增股份吸收合并、资产置换等方式被越来越广泛地使用。在《上市公司重大资产重组管理办法》正式实施后,浙江上市公司先后发生了9起重大资产重组行为,主要为发行股份购买资产、重大资产置换以及吸收合并等类型。

(一)我国上市公司并购重组法律体系

目前,我国有关上市公司并购重组的法律法规主要规定在《公司法》、《证券法》,国务院出台的一系列行政法规,以及证监会、财政部和国有资产管理部门制定的相关规范性文件当中,逐渐形成了一个比较完整的上市公司并购监管法律框架,即以《公司法》、《证券法》等基本法律为核心,以《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》等部门规章为基础,以《股票上市规则》、《重大资产重组信息

披露工作备忘录》等自律规则为配套的上市公司并购重组监管制度体系。^①

1. 法律

《公司法》和《证券法》系由国家最高立法机关全国人大及其常务委员会制定和修订,是我国上市公司以及证券市场的法律基础。上市公司的并购重组,需严格遵守《公司法》和《证券法》的相关规定,中国证监会出台的有关上市公司并购重组的所有规范性文件,也均以合乎两法的规定为前提。其中,《证券法》还专列第四章对上市公司收购进行了专门规定。

2. 国务院政策性文件^②

《国务院关于促进企业兼并重组的意见》(国发[2010]27号)是在总结前一时期我国企业并购重组成效和问题的基础上,专门就企业并购重组出台的政策性文件。该文件明确提出要充分发挥资本市场推动企业重组的作用,促进加快转变经济发展方式和调整经济结构。

而在此之前,国务院办公厅下发的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发[2008]126号)也明确指出,要加快建设多层次资本市场体系,发挥市场的资源配置作用,支持有条件的企业利用资本市场开展并购重组,促进上市公司行业整合和产业升级,减少审批环节,提升市场效率,不断提高上市公司竞争力。这两份政策性文件既是对前期上市公司并购重组实践的确认和肯定,也是对后续上市公司并购重组的政策性引导。

3. 部门规章

(1)《上市公司收购管理办法》及其配套规定

涉及股份发行或转让的上市公司并购重组,都需要遵守上市公司收购的核心规定——《上市公司收购管理办法》。该办法所适用的上市公司的收购及相关股份权益变动活动,包括要约收购、协议收购和间接收购。

^① 黄挽澜:“公司并购中的关联交易监管制度研究”,华东政法大学博士学位论文。

^② 考虑到我国特有的权力架构和法律体制,国务院作为中央政府及其以办公厅名义下发的文件,往往比正式法律文本规定的更为具体,执行力度也更大。因此,我们在这里把国务院的两个文件作为并购重组法律体系的一部分。

2009年5月19日,中国证监会发布了《〈上市公司收购管理办法〉第六十二条及〈上市公司重大资产重组管理办法〉第四十三条有关限制股份转让的适用意见——证券期货法律适用意见第4号》,对《上市公司收购管理办法》第62条有关上市公司并购重组案中限制股份转让的规定进行了解释,明确同一实际控制人控制之下不同主体之间转让上市公司股份,不属于《上市公司收购管理办法》第62条限制转让的范围。

(2)《上市公司重大资产重组管理办法》及其配套规定

《上市公司重大资产重组管理办法》系上市公司重大资产重组项目操作的核心文件。该办法是在中国证监会于2001年发布的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》基础上制定的,主要适用于上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例,导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为,即重大资产重组行为。这是证监会第一次以行政规章形式对上市公司重大资产重组的构成要件、基本原则、相关各方义务和职责、实施程序、信息披露文件等进行的专门规范。

与之相配套,证监会制定了《关于破产重整上市公司重大资产重组股份发行定价的补充规定》、《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》、《上市公司重大资产重组申报工作指引》、《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》、《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》及配套发布的《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十三条、第四十三条的适用意见——证券期货法律适用意见12号》等配套规定。

其中,2011年8月1日,证监会正式发布了《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》(以下简称《决定》)及配套发布的《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十三条、第四十三条的适用意见——证券期货法律适用意见12号》,主要内容包括三个方面:一是明确规定借壳上市的监管范围、监管条件和监管方式,规范、引导借壳上市;二是健全和完善了发行股份购买资产的制度规定;三是支持上市公司重大资产重组与配套融资同步操作,允许上市公司发行股份

购买资产与通过定向发行股份募集配套资金同步操作,实现一次受理,一次核准,有利于上市公司拓宽兼并重组融资渠道,有利于减少并购重组审核环节,有利于提高并购重组的市场效率。

4. 其他规定

除上述主要规定和规则之外,上市公司并购重组还需遵守《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《关于外国投资者并购境内企业的规定》、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》、《上市公司并购重组财务顾问管理办法》、《反垄断法》等规定。同时,上市公司并购重组还需要遵守证券交易所制定的有关信息披露、股票停复牌等方面的自律规定。

(二) 我国上市公司并购重组法律体系总体评价

总体来看,我国上市公司并购重组法律体系与国际通行的并购重组监管规则已日趋一致,在推动我国资本市场发展、改善上市公司治理、提高资源配置效率、促进产业结构调整等方面发挥着越来越重要的作用。但也应该看到,这一法律体系在实践中还存在诸多不足和缺陷。

1. 法律层级过低

目前,《公司法》、《证券法》有关上市公司并购重组的规定多为原则性的,缺乏可操作性。真正对上市公司并购重组起到规范、约束和指导作用的,主要是证监会颁布的部门规章及其相关配套规则、交易所制定的有关信息披露方面的自律规则。这些规定的权威性和稳定性远逊于法律或者行政法规,其解释和使用可能存在不确定因素,这显然影响了这些规定的普遍适用性。

建议:重新梳理现行部门规章及其相关配套规则、交易所制定的有关信息披露方面的自律规则有关并购重组的规定,将其中合理、成熟的部分进行归纳概括,逐渐吸收到《证券法》、《公司法》中来,以此提高并购重组法律层级。在条件成熟时,建议专门就企业并购重组构建专项法律法规,作为《公司法》、《证券法》就上市公司并购/重组方面的最核心的配套法规,这个管理办法应当比较详细,明确企业并购重组所遵循的原则、并购重组的基本概念、并购重组的类型、并购重组程序及履行的手续、上市公司并购重组的特别规定、中介机构在企业并购重组中的权利和义务等,从而改变目前我国现行并购重组立法散乱、系统性差、

可操作性不强的现状。这样的立法方式好处有:第一,可以将并购、重组等实践中经常具有重合性的行为规定在一个法规中,方便适用,并避免法规冲突;第二,提高了立法等级,对并购重组中的相关规则、责任的规定更加具有权威性和严肃性,也防止被随意解释;第三,将包括外国投资者战略投资上市公司的行为也包括在该管理办法中,从而防止多部门针对同一行为的不同规定。

2. 存在立法空白

我国目前有关企业并购重组的法律体系还处于不完备之中,对上市公司并购重组这一资本市场上重大的经济活动,虽然目前有《上市公司收购管理办法》,但至今尚未制定出一部专门的法律对其进行规定。随着我国资本市场的不断发展,在上市公司并购重组领域内,所发生的一些新的经济行为无法找到与之相对应的法律法规对其加以调整,对于换股合并、换股收购、并购融资、向非关联方发行股份购买资产等并购重组创新业务均缺乏相应的规定。再如对于上市公司并购重组中经常采用的向非关联方发行股份认购资产、以新增股份实施换股收购和换股合并、以存量股份实施换股收购和换购合并等创新方式,相关法律规定中均无明确规定。

建议:对企业并购重组中的新情况、新问题进行研究分析,理清企业并购重组实践对法律的内在需求,并将其补充到相关法律规定中去。同时,在立法技术上保持一定的灵活性,在保证法律的长期性、稳定性的同时,为新的法律实践保留一定的空间。

3. 法规体系不完备、不协调

现有的并购法律、法规、规章制度之间缺乏应有的协调,不同层级的规定中还有冲突的地方。如对“一致行动人”的界定问题,我国《证券法》第86条的表述为“通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份”。证监会在《上市公司章程指引》第41条中对此也进行了解释,即两个或两个以上的人以协议的方式(不论口头或书面)达成一致,通过其中任何一人取得对公司的投票权,以达到或者巩固控制公司目的的行为。《上市公司收购管理办法》第83条,则对“一致行动”及“一致行动人”进行了更为细致的规定。但仔细对比可以发现,三者规定的一致行动人的范围并不一致。

建议:梳理、分析现行法律、法规、规章之间同层级、不同层级规定的冲突问题,对现有的规定进行整理,或归并、或修改、或废止,避免就同一行为各法规定中的不一致。

二、我国上市公司并购重组法律体系具体问题及建议

与并购重组有关的法律制度除存在上述问题外,还在一些具体问题上存在缺陷与不足。

(一) 吸收合并

典型案例:新湖中宝换股吸收合并新湖创业。新湖中宝通过换股方式吸收合并新湖创业,新湖中宝为吸收合并方和吸收合并完成后的存续方,新湖创业为被吸收合并方。本次换股吸收合并中,新湖中宝、新湖创业的换股价格以公司董事会审议本次吸收合并事项之决议公告日前 20 个交易日的交易均价确定为 3.85 元/股和 7.11 元/股,实施换股时新湖创业全体股东所持有的新湖创业股份将按照 1:1.85 换股比例转换为新湖中宝股份;本次吸收合并完成后,新湖中宝将作为存续企业,新湖创业的资产、负债、业务和人员全部进入公司,新湖创业将注销法人资格。本次换股吸收合并后新湖中宝新增 A 股股份 56,255 万股。

吸收合并是我国上市公司并购重组中一种常见的形式,也是一类比较特殊的并购方式,由于并购过程涉及多个上市公司,其复杂程度远高于其他并购方式。可以预见的是,在我国资本市场发生制度性变革的背景下,吸收合并特别是换股吸收合并已经并将持续成为我国上市公司并购重组的重要方式。但目前,我国并没有针对吸收合并的单独立法,所有的并购行为适用同样的法规,但这些法规在实际操作中并不能很好地涵盖吸收合并过程中出现的具体问题,许多重要领域还存在立法空白,难以满足吸收合并的现实需求。从具体规定来看,我国吸收合并法律规范存在以下问题:

1. 估值定价缺乏灵活性

在新湖中宝案例中,新湖中宝、新湖创业的换股价格以公司董事会

审议本次吸收合并事项之决议公告日前 20 个交易日的交易均价确定为 3.85 元/股和 7.11 元/股,实施换股时新湖创业全体股东所持有的新湖创业股份将按照 1:1.85 换股比例转换为新湖中宝股份。回顾我国吸收合并估值定价发展过程,先后经历了以净资产为定价基础、兼顾净资产与市场价格、“20 个交易日的交易均价”三个发展阶段。目前,吸收合并以相关董事会决议公告前 20 个交易日的交易均价为依据,确定换股价格、增发价格和现金选择权价格。由于“20 日交易均价”难以体现股份内在的真实价值和公平价值,削弱了该定价机制的客观性与公正性。这种表面上市场化的定价机制在实践中可能导致四个后果:一是由于定价参考基准期较短,期间股价容易被操纵;二是只要选择董事会决议公告日期,公司就能轻易操控并获得自己希望的价格;三是定价受短期大盘走势影响极大,大盘高位确定相关价格偏高,可能给企业合并带来障碍;四是在部分被重组公司股价高企的情况下,要么吓退重组者进场,要么使其提高置入资产溢价率。

建议:(1)在《证券法》中增加有关上市公司并购重组估值定价的规定,并适当延长估值定价的基准期,目前估值定价的基准期为 20 个交易日,可以考虑延长到 60 个交易日,甚至更长。(2)由法律对估值定价的确定过程和计算方法作出统一的规定,强制要求合并双方披露估价方法和估价过程。(3)加强独立董事、专业估值定价机构等第三方机构对定价的专业意见,并加强股东大会参与投票数量等方式充分反映股东意见。

2. 股东决议制度不明晰

关于吸收合并的表决,现行《公司法》第 104 条仅对表决通过比例(2/3)作出了规定,存在以下立法缺漏:(1)没有规定股东大会出席股东代表股份总数的有效比例,为大股东顺利通过有利于自己的决议提供了便利。(2)没有规定类别股东表决制度,不利于中小股东权益保护。

建议:(1)在《公司法》中明确就对公司合并、分立等事项表决的股东大会出席股东代表股份总数的有效比例作出规定,在此基础上再对表决通过比例作出相应的调整。(2)增加类别股东表决规定,要求社会公众股东和全体股东对吸收合并事项分别表决,同时获得 2/3 以

上多数通过决议。

3. 异议股东保护不足

《公司法》第75条规定了公司发生合并、分立、转让主要资产的,异议股东享有股份回购请求权。但该制度存在以下问题:(1)没有明确异议股东股份回购请求权适用于被合并方还是合并双方的异议股东。在新湖中宝案例中,系由合并方新湖中宝分别向合并方新湖中宝异议股东提供收购请求权,向被合并方新湖创业异议股东提供现金选择权。(2)对异议股东股份回购请求权的规定过于简单,股份回购请求权“合理的价格”缺乏具体的、可操作的规定。在新湖中宝案例中,该价格为董事会审议吸收合并事项决议公告日前20个交易日的交易均价,也即换股合并的估值定价。(3)没有对异议股东股份回购请求权的例外情况作出规定。在新湖中宝案例中,主要明确了两种例外情形,即异议股东主动承诺放弃收购请求权以及已经设定了质押、其他第三方权利或被司法冻结的股权。(4)作为异议股东股份回购的替代性制度安排,《上市公司收购管理办法》第27条规定了现金选择权,但有关现金选择权的规范也十分薄弱。在实践中,现金选择权方案通常由财务顾问制定,依据交易所有关业务指引实施:一方面,交易所业务指引层次比较低,法律效力有限;另一方面,现行规范相对简单,无法有效应对现实中出现的复杂情况。(5)有关股份回购请求权行使的程序规定缺失。

建议:(1)鉴于吸收合并对合并双方都会发生重大影响,建议修订《公司法》的相关规定,赋予有关合并双方异议股东股份回购请求权。但是,异议股东应当限定为公司股东大会召开前特定日期登记在册的股东,并且在行使股份回购请求权之前不得将股份转让或出售。

(2)在《公司法》中规定,应采用多种方法确定股份回购价格。从估价原则来看,首先,股份回购价格应按照其所涉交易发生之前一刻的时间来确定,不应考虑该吸收合并对股票价格的影响。其次,估价应当是对公司股份价格进行整体估价,不应因少数股东的身份或无市性而打折,避免将少数股东的利益不公平地转移给控股股东。必要时,可聘请独立的会计师或评估师对股份的公平价值进行评估。(3)建议增加异议股东股份回购请求权的例外规定,完善股份回购请求权行使的法

律程序,以便让公司及要求公司合并的股东提前知晓有多少股东反对公司合并,并作好相应的资金准备或者对公司合并议案作重新权衡。(4)修订《公司法》第174条的规定,保留并完善现金选择权制度,并明确现金选择权的适用对象限于异议股东,明确确定现金选择权的价格方式,适当增加选择权价格的弹性和灵活性,确保现金选择权价格的公允性。(5)明确股份回购请求权行使通知、行使、回购金支付等程序性要求。

4. 债权人保护制度有待完善

《公司法》第174条对公司合并中债权人的知情权和异议权作了原则性规定,但在实践中仍然呈现出不同程度的障碍:(1)没有规定债权人公告的媒体和具体内容,债权人行使请求权的起算时点不明确。(2)没有明确仅被合并公司债权人,还是合并双方债权人都享有清偿或担保请求权。在新湖中宝案例中,新湖中宝将债权人范围确定为合并双方债权人,增加了合并成本和风险。^③(3)没有区分不同性质的债权,并明确排除不宜享有异议权的债权。在新湖中宝案例中,涉及两种类型的债权:一是新湖中宝公司债券;二是其他普通债权。(4)没有规定“不清偿债务或不提供担保”的法律后果及补救措施。

建议:由《公司法》对下列事项进行明确。(1)对公告媒体作出更高、更具体的要求,明确公告媒体级别为指定证券信息公开媒体;明确告知的内容,主要包括债权人的异议申诉权和合并概要;明确债权人异议期间的起算时点为股东大会决议之日。(2)基于简化吸收合并程序和降低吸收合并成本的考量,仅应赋予被合并公司债权人以异议权。(3)明确可提出异议的债权范围。针对我国立法异议债权范围不明的情况,建议排除特定类型债权的债权人的异议权:合并公告登出后产生的债权;内部职工对公司享有的劳动债权;税务债权以及其他相似的国家债权。对于公司发行在外的债券,应该提前在债券募集说明书中对债券回售的定价机制和增加担保方案作出明确规定。(4)明确债权人

^③ 也正是考虑到这方面压力,吸收合并方案中明确,由长城证券和新湖集团作为第三方,给予08新湖债持有人一次提前清偿的机会。但若08新湖债持有人进行提前清偿权利的申报数量超过08新湖债总额的20%,则整个吸收合并方案将终止。

异议的法律后果。如债权人提出清偿或担保要求,对已到期债务,公司应当予以清偿,如果债权人同意,也可仅提供担保;对未到期债务,公司应当提供担保,如公司自愿,也可提前清偿;如公司怠于或拒绝提供担保,债权人有权要求公司立即清偿债务。同时,规定如合并后的存续公司不能对债权人及时、充分地给予清偿或者提供担保,对违法合并负有责任的公司合并各方的董事、监事应当承担对债权人的连带赔偿责任。

5. 审核程序复杂

上市公司吸收合并往往伴随着发行新股、公司合并、上市公司收购等一系列行为,而在现行监管制度下,这些环节由不同部门进行审核,往往需要多次受理、审核、反馈、上会等程序,影响了吸收合并审批效率。

建议:简化吸收合并审批程序,将吸收合并中发行新股、公司合并、申请豁免强制要约收购义务等一系列审核或核准事项合而为一,只需一次性审核或核准即可。

(二) 反收购

与上市公司收购相比,我国上市公司反收购的制度体系尚未建立。我国《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》等规范企业行为与证券市场的法律、行政法规都未能将反收购规制问题妥善解决。^④《上市公司收购管理办法》虽然对上市公司反收购进行了一些规定,如“被收购公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施,应当有利于维护公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍”;在收购完成前,“被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保,贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响”;“被收购公司不得进行重大购买、出售资产及重大投资行为”。但总体来看,我国目前缺乏专门针对上市公司反收购的立法,也没有形成一个清晰的反收购立法体系。与立法状况形成强烈反差的是,在上市公司反收购实践中,部分公司已经采取了“毒丸”、董事提名权限制、“白衣骑士”等多种发达证券市场上经常

^④ 张艳凯:“上市公司反收购措施的理念、原则及制度”,载《法治论坛》第19辑,第302~314页。

出现的反收购手段。^⑤但由于我国目前反收购立法比较散乱,难以对反收购行为进行有效规制,造成了我国反收购实践比较混乱。

1. 反收购决定权归属尚未明确

从立法精神上看,目前我国上市公司反收购立法基本上与英国法相似,反收购权力集中于股东大会,对管理层反收购行为进行限制。但相关立法并没有明确规定反收购决定权的归属,没有规定目标公司管理层在不损害公司及股东合法权益的情形下是否有权采取反收购的措施。

建议:明确将反收购决定权赋予股东大会。从新《公司法》、《证券法》的立法精神上看股东大会享有反收购最终决策权符合立法精神。^⑥同时,代理问题突出的公司治理难题也决定了将反收购决策权归属于股东大会有助于解决内部人控制和代理的问题。为此,建议修订《公司法》第38条的规定,将反收购决策权纳入股东大会职权范围。

2. 未明确董事会反收购权限

根据《上市公司收购管理办法》第32条规定,被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查,对要约条件进行分析,对股东是否接受要约提出建议,并聘请对财务顾问提出专业意见。但对董事会在反收购中的其他权限并未明确,致使其权力边界模糊。

建议:在《公司法》中除了吸收上述反收购提案权的有关规定外,还应该明确董事会在反收购过程中的其他权利和义务。在权利方面,还应该赋予反收购执行权,在股东大会作出采取反收购措施的决策后,董事会作为执行机关,可以根据股东大会的授权具体执行反收购措施,

^⑤ 陈聪、何礼果:“中国上市公司反收购法律问题研究”,载《西南科技大学学报(哲学社会科学版)》2009年第5期,第54~59页。

^⑥ 《公司法》第4条规定,公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。《公司法》第99条规定,股东大会是公司的权力机构。上市公司反收购涉及公司控制权的转移,当然属于重大决策,股东理应参与决策。新《上市公司收购管理办法》第33条规定,收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。该条规定虽然没有对反收购决策权作出明确规定,但是我们还是可以看出目前公司的内部机构设置仍然推行“股东大会中心主义”,当目标公司面临收购时,董事会的权力受到限制。

如寻找“白衣骑士”或是当收购违反垄断法时提起反收购诉讼等。在义务方面,至少应该包括:诚信义务,以股东利益最大化行事,不能损害公司和股东的利益;履行信息披露义务,等等。^⑦

3. 反收购措施的判断标准缺乏

目前,我国相关立法中,虽然从侧面限制了一些反收购措施,如多股一权等,但缺乏明确具体的反收购措施判断标准,而对于国外流行的毒丸计划、驱鲨剂、“白衣骑士”等反收购措施未明确规定。

建议:甄别常见的反收购措施,分析判断其是否符合我国反收购立法精神,能否满足反收购实践的需要,对其中可为我所用的反收购措施进行进一步的界定并在立法中明确规定,对不符合我国国情的反收购措施明确予以禁止。

(三)内幕交易

在资本市场上,公司并购重组通过资源整合可以提高公司的经营效率,因此多被市场投资者视为利好消息。实际情况表明,并购消息公布后,不论嗣后所进行的收购是否成功,公司的股票通常都会大幅上涨,由于这一层巨大诱惑使得内幕交易常伴随着公司并购重组而来。^⑧我国上市公司股权结构的特殊性和并购重组中内幕交易问题的复杂性使得内幕交易行为在上市公司并购重组中十分盛行。同时,由于公司并购具有参与人数多、历时较长、过程环节复杂等特点,导致公司并购中的内幕交易在认定上十分困难。同时,从目前立法情况来看,尽管我国相关法律对内幕交易及其防范作出了一定的规定,但仍然存在诸多不足。

1. 内幕交易主体认定过于狭窄

我国对内幕交易主体的范围界定主要采用了合法与否的标准,即内幕交易主体的认定分为法定知情人和非法获取内幕信息的人员。^⑨

^⑦ 参见雷兴虎:“论目标公司的反收购权”,载王保树主编:《公司收购:法律与实践》,社会科学文献出版社2005年版,第271~278页。

^⑧ 参见侯幼萍:“论公司收购中内幕交易的认定及我国相关立法完善——对邓军等内幕交易行政处罚案的思考”,载《甘肃社会科学》2010年第4期,第59~62页。

^⑨ 从世界各国的立法实践来看,各国对内幕交易主体的范围界定越来越宽。以美国为例,内幕交易主体认定的范围包括经典的内幕交易人、推定的内幕交易人、内幕交易的知悉者,其中内幕交易的知悉者包括的范围非常大,法律的追查也非常严格。

其中法定知情人主要包括我国《证券法》第74条列举的七类人。^⑩除了非法获取内幕交易信息的机构和个人,只要不属于以上七类人,一般不会构成内幕交易的主体。而《上市公司重大资产重组管理办法》第7条则对内幕交易主体扩展到利用任何单位和个人,显然过于宽泛而且不具有可操作性。^⑪在上市公司并购重组过程中,并购方案的最终成功取决于多方面利益的协调,任何一个重要的利益相关者都会对并购进程产生实质性影响。为了使并购重组过程顺利,控股股东必须了解持股比例较高的其他股东的利益和要求,客观上要求控股股东在重组前与被并购资产的其他重要利益相关者进行必要的协商,这样那些参与协商的各方便可以通过合法的途径获取内幕信息,而对于这些人和机构,《证券法》没有认定其为内幕交易人,这显然是不合理的。

建议:在修改《证券法》第74条的规定时,应借鉴《上市公司重大资产重组管理办法》第39条的规定,^⑫扩大公司并购重组中内幕交易主体认定的范围,将在并购重组过程中具有实质性影响的人或者机构认定为内幕交易主体。

2. 持股5%的规定不符合并购重组实际情况

根据我国《证券法》的相关规定,持有公司5%以上股份的股东属于内幕交易主体认定的法定知情人。单纯从数量上看,持有公司5%以上股份这个标准相对于其他一些成熟国家的法律规定要严,然而结

^⑩ 具体为,(1)发行人的董事、监事、高级管理人员;(2)持有公司5%以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员;(3)发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员;(4)由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员;(5)证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员;(6)保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员;(7)国务院证券监督管理机构规定的其他人员。

^⑪ 该条规定,“任何单位和个人对所知悉的重大资产重组信息在依法披露前负有保密义务。禁止任何单位和个人利用重大资产重组信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动”。

^⑫ 该条规定将重大资产重组的交易对方及其关联方,交易对方及其关联方的董事、监事、高管人员或者主要负责人,交易各方聘请的证券服务机构及其从业人员,参与重大资产重组筹划、论证、决策、审批等环节的相关机构和人员,以及因直系亲属关系、提供服务 and 业务往来等知悉或者可能知悉股价敏感信息的其他相关机构和人员,认定为重大资产重组的内幕信息知情人。

合我国上市公司重组的市场环境来看,情况却并非如此。根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,上市公司股东大会就重大资产重组事项作出决议时,必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。上市公司重大资产重组事宜与本公司股东或者其关联人存在关联关系的,股东大会就重大资产重组事项进行表决时,关联股东应当回避表决。这就使得在表决时,控股股东由于自身的关联股东身份而失去表决权,对于并购重组的成功与否没有直接的决定权。而我国国有股“一股独大”又造成了流通股股东作为非关联股东持股数量超过公司5%以上股份的情况并不常见。这就使得那些持股比例前几名的上市公司非关联股东,即使其持股比例远远低于5%,但却在实际的投票中具有非常大的影响力,甚至可能拥有或者联合拥有针对并购方案的否决权。如果他们利用其信息优势和持股优势在并购前大量买进股票和操纵股价,就会推动股票价格大幅上涨和波动,加大上市公司的并购成本,甚至可能诱发重组控制权的争夺,加剧重组的不确定性。

建议:修改《证券法》第74条的规定,调整内幕交易人认定的持股比例标准,将原标准从持有公司5%以上股份的股东修改为持股前五名或者前十名的股东。

3. 内幕信息范围过窄

《证券法》第75条明确规定,内幕信息系指证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。《证券法》第75条第2款第7项明确把“上市公司收购的有关方案”列为内幕信息,体现了《证券法》立法者对公司并购中内幕交易的重点防范和打击意图。但“上市公司收购的有关方案”这一表述,里面没有涵盖非上市公司收购的情形,而且只有上市公司收购的有关“方案”才列为内幕信息,收购方案之外的其他与收购有关的消息则排除在外。对于“上市公司收购的有关方案”之外的与公司并购有关的消息,《证券法》第75条对消息重大性的判断采取的是抽象、概括的界定,规定必须符合“证券的市场价格有重大影响”这一条件,才能构成内幕信息。但这种以市场交易的结果来推论是否为重大消息的方法,存在一定的缺陷,因为往往在重大消息发布后,内幕交易行为已经在前一段时期陆续完成,由此导致消息公布之后股价并未明显变动反而无

法举证。

建议:修改《证券法》第75条的有关规定,在认定消息“重大性”时应考虑事件的发生概率以及该事件对公司整体的影响程度,这一规定对上市公司并购重组中内幕信息的认定具有重要意义。

4. 内幕消息形成时点规定不明确

上市公司并购重组过程的复杂性和多个时间点的出现增加了认定并购案中内幕信息成立时点的难度,上市公司并购重组从初步规划到信息公开,其历程可能长达数年,若将并购信息公开前的磋商过程中,行为人买卖该公司有价证券的行为一律认定为内幕交易,则有扩大内幕交易范围之嫌。对上市公司并购重组中内幕信息的成立时点,我国在相关规定中虽然引入了内幕信息“价格敏感期”的概念,把内幕信息的“价格敏感期”限定为内幕信息形成时起至内幕信息公开时止,但对于内幕信息形成时点的认定则缺乏具体指引。

建议:在《证券法》第75条中增加一款,为内幕信息的成立时点提供一些客观形式上的事实发生日作为认定依据,如同合同洽谈日、合同草签日、交易签约日、付款日、委托成交日、过户日、董事会决议日等,增强可操作性。

(四) 信息披露

我国资本市场在借鉴国际通行规范的基础上,已初步建立了以《公司法》、《证券法》和《上市公司信息披露管理办法》为主体,相关规范性文件为补充的全方位、多层次的上市公司信息披露制度,从信息披露内容、形式到手段,形成了对公司并购重组信息的监管制度体系。在强制性信息披露制度体系下,上市公司也普遍建立了《信息披露管理办法》、《重大信息内部报告制度》、《投资者关系管理制度》等内部信息披露制度。但也应该看到,目前我国对于上市公司并购重组这一专项信息披露制度,无论是《公司法》抑或《证券法》都规定的比较原则和简略。同时,对于信息披露的具体规范主要集中在位阶较低的规章层面,如证监会的《上市公司信息披露管理办法》和财政部的《会计准则》等,而且规范的内容不尽详细和严格。

1. 信息披露义务主体过窄

收购是一种双方行为,有受让方必有出让人,而能够形成公司控制

权转移的股份转让多与大股东有关。大股东履行信息披露义务可以使小股东事先了解公司股权变化的最新动态,以便引起对可能发生的收购行为的警惕和关注。^⑬按照现行规定,上市公司的股东由于不直接承担信息披露义务,只是负有配合上市公司披露有关实际控制人发生变化信息的义务。^⑭在他们回复上市公司的书面函件普遍存在“言不尽,意不实”的现象。由于潜在并购方在并购洽谈阶段基本不承担信息披露义务,所以一些不法机构利用收购假象欺骗投资者,牟取非法利益。同时,我国《证券法》第86条、87条、94条虽然规定了信息披露义务,但都是针对收购人而言的,对目标公司的信息义务尚无明确规定。

建议:修改《证券法》第86条、87条、94条的相关规定。(1)扩展上市公司并购重组过程中信息披露义务人范围,将上市公司大股东纳入主动信息披露义务人范围。(2)强化并购双方在并购洽谈阶段的信息披露责任,为防止并购方信息披露的“变脸”,建议如果发现在一定的期限内并购方事前的信息披露存在前后不一致的情形,监管部门将拒绝受理其申报的并购材料。

2. 破产重整过程中的信息披露主体不明确

陷入破产重整的上市公司在生产经营方面具有自身的特殊性,如管理人、债权人的介入等,在这类公司的并购重组过程中,其信息披露不同于正常运作的上市公司,但我国相关法律规定并未对针对这一特殊情况作出明确的规定。在浙江海纳破产重整过程中,清算组作为浙江海纳破产重整事务的管理人负责公司的财产管理和经营事务,而有关信息披露事务仍然由浙江海纳负责,这在无形中增加了信息披露的难度。

建议:在《证券法》中增加对陷入破产重整的上市公司信息披露的特殊规定,明确陷入破产重整的上市公司并购重组信息披露责任主体,按照“谁管理,谁披露”的原则对处于破产重整阶段上市公司信息披露的义务人、内容、方式等方面予以明确,建立包含重组各方在内的信息

^⑬ 谢朝斌:“日本并购法制的改革与课题——目标公司小股东权益保护的法律规制与现实问题”,载王保树主编:《公司收购:法律与实践》,社会科学文献出版社2005年版,第190~199页。

^⑭ 对此,《上市公司收购管理办法》第58条作出了规定。

披露协调机制,避免有关信息被提前泄露或不当使用。

3. 并购重组两个环节信息披露迟缓

一是预案公布后至正式方案披露阶段,二是报证监会后的补正反馈审核期间。

建议:对并购重组公告信息进一步细化,具体披露进展,并及时将证监会提出的补正、反馈意见的相关问题及上报回复材料等予以公告,避免千篇一律的“正在审计评估”、“正在审核”等信息披露。

(五) 关联交易

由于历史原因,我国上市公司的控股股东与上市公司之间往往存在一定程度的同业竞争关系,为了符合监管机构对公司治理规范的要求以及自身提振股价的需要,我国上市公司的大股东常常会选择将所持有的经营性资产适时注入上市公司,使得在上市公司重大资产重组行为中关联方交易占据重要的地位。^⑮在上述浙江上市公司并购重组案例中,更是几乎全部涉及关联交易问题。近几年,上市公司资产重组中关联交易是证券市场上人们较为关注的问题之一,在部分上市公司并购重组过程中,关联交易成为上市公司操纵利润、大股东谋求非法超额收益的重要手段之一,这极大损害了中小股东的利益并破坏了我国证券市场的运行规则。

目前,我国相关法律中对关联交易中作了一系列的规定,修改后的《公司法》和《证券法》对关联交易的法律规制较前有所完善,弥补了一些不足,引入了新的法律制度,如独立董事制度、股东派生诉讼制度、股东累积投票制度等。但是,我国目前有关上市公司资产重组中关联交易规制的法律法规还存在诸多缺陷,主要表现在:

1. 关于关联交易的界定不够明晰

《公司法》第217条虽对关联关系作出了界定,但是过于原则,实际可操作性不强,如果没有相应的配套规则支持和配合,则很难使关联交易、关联企业的正面效应发挥出来。《证券法》虽然在第130条和第222条直接使用了“股东的关联人”的概念,但适用范围仅限于“证券公

^⑮ 侯幼萍:“论公司收购中内幕交易的认定及我国相关立法完善——对邓军等内幕交易行政处罚案的思考”,载《甘肃社会科学》2010年第4期。

司”,而且仍然比较原则和粗略,与其根本法的地位极不相称。

建议:在《证券法》中增加解释性规定。(1)明确界定关联人、关联交易的基本概念。尽管我国财政部的《企业会计准则》和沪深交易所的《股票上市规则》中均对关联人作了明确规定,但该准则和股票上市规则均不属于全国人大制定的法律范畴,以至于在我国一旦出现关联交易的事例时,只能参照规则执行,对上市公司关联交易监管极为不利。(2)对上市公司关联交易的公平性、程序正义性、信息披露的充分性及法律责任条款作出具体规定,并对法律责任进行严格规定。(3)在第四章“上市公司的收购”中对上市公司资产重组中的关联交易进行规定。

2. 欠缺对上市公司资产重组非公平关联交易侵权人相应法律责任的追究

我国对上市公司资产重组中非公平关联交易侵权人的处罚多为行政处罚,民事赔偿责任较轻,刑事处罚使用较少。我国《公司法》、《证券法》对上市公司资产重组中关联交易只规定了交易主体的注意、回避、披露义务,对非公平关联交易侵权者的法律责任的规定较欠缺、模糊。^{①6}

建议:在《证券法》中增加一条,上市公司及其关联人滥用信息不对称或内部人控制等优势地位,在资产重组中进行非公平关联交易,侵害中小股东和债权人等利害关系人的合法权益,应当承担连带责任。

(六) 司法救济

在上市公司并购重组过程中,往往出现股东尤其是中小股东权益受损的情形,如相关当事人(主要是大股东或实际控制人)作出资产重组承诺,而后有违反承诺的事件。由此往往引发相关股票价格的剧烈波动,对市场参与者造成重大影响,而违反承诺的行为更是会对投资者造成重大损失。^{①7} 现代法治的一个基本要求是:人们实体权益的受侵害,能够通过诉讼程序来得到维护和补救。我国的股东在权益受到侵

^{①6} 谢欣、王向阳:“上市公司资产重组中非公平关联交易及其法律规制”,载《理论界》2010年第9期。

^{①7} 赵旭东:“违反资产重组承诺的民事责任分析”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第236~247页。

害时,自然可以依民法和民诉法启动诉讼程序以维护自身权益。

1. 股东直接诉讼

虽然我国现行《公司法》第153条规定,“董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定,损害股东利益的,股东可以向人民法院提起诉讼”。但没有规定在控制股东违反诚信义务直接侵害股东利益时中小股东是否可提起诉讼。事实上,有的股东尤其是大股东的行为可能并未在其通过行使股东权影响董事会或股东会决议后作出,这一行为不仅是对公司的损害,还可能也是对其他股东的直接侵害。

建议:修改《公司法》第152条、第153条的规定,增加对大股东违反法律、法规或公司章程规定时,股东可以提起诉讼或派生诉讼。

2. 股东派生诉讼

股东派生诉讼是指当公司由于某种原因没有就其所遭受的某种行为的侵害而提起诉讼时,公司的少数股东(一个或若干个少数股东)代表公司以旨在使公司获得赔偿为目的而针对该种行为所提起的诉讼。我国现行《公司法》引入了派生诉讼制度。^⑩我国现行《公司法》第152条规定:“董事、高级管理人员有本法第一百五十五条规定的情形的,有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以书面请求监事会或者不设监事会的有限责任公司的监事向人民法院提起诉讼……”。但这样的规定过于笼统,导致在司法实践中难以进行具体操作,需要进一步的完善。

^⑩ 其第152条第1款规定:“董事、高级管理人员有本法第一百五十五条规定的情形的,有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以书面请求监事会或者不设监事会的有限责任公司的监事向人民法院提起诉讼;监事有本法第一百五十五条规定的情形的,前述股东可以书面请求董事会或者不设董事会的有限责任公司的执行董事向人民法院提起诉讼。”该条第2款同时规定:“监事会、不设监事会的有限责任公司的监事,或者董事会、执行董事收到前款规定的股东书面请求后拒绝提起诉讼,或者自收到请求之日起三十日内未提起诉讼,或者情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的,前款规定的股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。”第3款进一步规定:“他人侵犯公司合法权益,给公司造成损失的,本条第一款规定的股东可以依照前两款的规定向人民法院提起诉讼。”

被告范围不够宽泛。在我国上市公司的治理结构安排中,控股股东与董事、监事、经理等高级管理人员有很大的关联性,董事、监事由股东大会选举,公司高级管理人员由董事会聘任。因此,控股股东往往在上市公司并购重组中的地位至为重要,也容易损害其他股东利益。

建议:修订《公司法》第152条的规定,扩大被告的范围,将控股股东、董事、监事、经理及其他高级管理人员一同列入被告行列,以最大限度地维护公司、少数股东和其他投资者的利益。

(七)其他

1. 未对上市公司收购行为与大股东一般增持行为进行区分

根据《上市公司收购管理办法》相关规定,上市公司大股东增持本公司股份、上市公司向大股东发行股份购买资产等行为要遵守持股30%以上股东增持股份的相关要求。同时,收购人取得上市公司向其发行的新股触发要约收购义务拟向证监会申请豁免的,收购人需要承诺3年内不转让其拥有权益的股份,致使收购人的合理增持行为导致其已持有的大量股份丧失流动性。同时,对于持股50%以上股东的增持行为,也没有作出例外规定,仍要经过证监会豁免要约收购。

建议:(1)增加股份锁定期弹性。对于收购人因本次取得新股而成为上市公司第一大股东或者成为实际控制人的,继续执行锁定3年的要求;对于为导致上市公司第一大股东或实际控制人发生变更的,其锁定期执行《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定。

(2)持股50%以上股份股东增持自动豁免。修订《证券法》第96条,进一步明确相关规定。^{①9}

2. 并购重组的具体审核标准、尺度需要进一步公开、透明

重组方案的复杂性高于IPO,项目的个性化特点比较突出,难以用完全一致的审核标准来衡量,这必然导致监管部门在审核时自由裁量的空间增大,为了提高证监会审核的效率,减轻审核工作量,并购重组的审核标准需要进一步公开。

^{①9} 据统计,仅2008年以来,浙江上市公司就发生了5起持股超过50%大股东因简单增持股份而申请豁免要约收购义务的情况。

建议:采用类似 IPO 发行审核方式,出台大量的审核备忘录、解释,以及财务顾问主办人培训等制度,以利于监管审核要求及时传达给一线项目人员,提高项目报送质量和审核效率。

3. 上市公司并购重组中的业绩补偿不尽合理

目前,在上市公司发行股份购买经营性资产的情形中,尤其是借壳上市过程中,根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,以收益法对资产进行评估的,交易对方需要就实际盈利数额与盈利预测数之间的差额向上市公司进行补偿。但在实践中,上述“补偿机制”似乎又走到了另外一个极端。一方面,目前证券交易所和中国证监会的“窗口指导意见”要求,采用收益法评估,即一律要求交易对手以股份进行补偿,且不论这样的方案是否有违反交易各方(包括中小股东)的意思自治原则,而且从另外一个角度,为了“保护中小股东利益”,有可能严重损害交易对手的利益从而影响上市公司重组的健康发展。按照这一要求,如果注入资产发生亏损,没有达到合计承诺数额,则交易对手就要赔偿股份,但之后年度实现盈利,即使盈利数额远远超过预测数,也不能回补股份。这会造成另外一种不公平。因为如果交易资产在盈利预测期内发生重大亏损,则交易对手有可能认购的上市公司股份需要全部或大部分赔偿,而其后年度又恢复了盈利(这样的情况在目前的市场环境下是完全有可能发生的),但根据现有规则,最极端的情况是交易对手由于某一年度的重大亏损而导致重组注入资产“送给”了上市公司及中小股东(实际情况是注入资产本身可能拥有非常高的价值,只是某一年度发生了亏损),这对交易对手而言是非常不合理的机制。

建议:建立一个更加合理的业绩补偿机制,以平衡公众投资者和重组方的利益关系,从而有利于推进上市公司的重大资产重组,进而促进资本市场的健康发展。可以考虑通过修改《证券法》或制定行政法规的方式,规范上市公司并购重组中的业绩补偿事宜,毕竟这涉及资本市场中的一个“股份补偿”事宜,对相关方的利益非常重大,属于资本市场交易中的一项基础机制。另外,针对“股份补偿”,可以针对不同情形设置不同的股份补偿方式,比如模拟采用基础资产法评估值交易与实际采用收益法评估值交易之间的差额设定补偿限额等方式,而不应该通过“窗口指导意见”设定一种方式。