

上市公司收购中的资本文明 与制度保障^{*}

卢文道^{**}

各位领导、各位专家:

大家好!我交流的主题是,“上市公司收购中的资本文明与制度保障”。近三年来,资本市场上市公司收购进入前所未有的高发期,促进了市场功能的发挥。但另一方面,也出现了一些乱象和问题,出现了一些备受关注的典型个案,如保险金融资本进入实体企业的万科控制权之争、因隐瞒一致行动关系而蒙面举牌引发多轮诉讼的上海新梅控制权之争、发出要约收购最后走向和解的上海爱建控制权之争、市场化要约收购取得成功的ST生化控制权之争。

如何透过上市公司收购高潮,透过这些典型收购个案,去认识和分析上市公司收购,是近期引人关注的热点问题,在座很多法律专家也热烈响应。今天作为会议材料出版的《证券法苑》,汇集了多篇讨论收购制度的文章,很有代表性,我也认真拜读

* 本文系根据卢文道首席律师在2017年12月15日第六届“上证法治论坛”上的演讲整理而成,未经本人审定。

** 上海证券交易所首席律师。

过,深受启发。

交易所对上市公司收购,主要承担着信息披露监管职责。几年来,在面对上市公司收购高潮、应对其中的监管难题时,我们感受到,上市公司收购不仅涉及“形而下”的资本规则,还涉及“形而上”的资本文明。可以这样说,上市公司收购行为,承载和反映着资本文明,也是洞悉观察资本文明的重要窗口。这也是我今天为什么从资本文明角度讨论上市公司收购的直接原因。

资本文明是一个比较抽象的弹性概念,有多种样态和多个维度,包括资本的价值文明、法制文明、社会文明、道德文明等。下面,我着重从关联度最高的“资本价值文明”和“资本法制文明”两个层面,简要分析上市公司收购实践和后续配套制度完善。主要有两个初步认识:一是要将资本的价值文明,作为上市公司收购制度的思想灵魂;二是要尽快修改完善配套制度,提升上市公司收购中的资本法制文明。

第一,要将资本的价值文明作为上市公司收购制度的思想灵魂。

资本的价值文明,简单而言,就是资本应当具有什么样的价值属性,在什么样的价值层面发挥功能和作用。它涉及应然和实然两个层面。应然层面,资本市场中,资本最基本的功能作用,应当是为实体经济服务,为企业发展服务。上市公司收购是重要的优化资源配置、创造物质财富的资本活动,自然应当遵循资本的这一价值属性,以提升上市公司质量、促进经济整体发展为根本。

但从实然角度看,前几年,我国资本市场的收购行为在促进上市公司转型升级、提升质量的同时,也出现了一定的脱实向虚倾向,资本应当具备的价值属性出现偏差。从已经发生的收购行为看,有的收购方并不具备运营上市公司的行业经验,却可以凭借高杠杆融资带来的资本优势,以小吞大、以弱吞强,强行收购优质的实体企业,此类收购不仅没有体现资本的服务价值,还对实体经济和企业产生了冲击力和破坏力;还有不少收购方通过资本运作,争夺已经空心化的上市企业的控制权,养壳卖壳,将上市公司作为资本运作的平台,降低了资本资源配置效率;再如,很多收购的资金主要来自金融机构,运用高得离谱的杠杆“空手套白狼”,容易聚集金融风险,向上市公司和资本市场传导。这里讲个数字。据统计,2016年以来,沪市A股收购案例中,超过四成的

收购方为有限合伙、私募或者投资公司、资产管理公司,超过六成收购人的资金来源于银行借款、股权质押或者信托等资管产品,收购行为短期化、套利化、杠杆化特征较为明显。这些现象表明,上市公司收购中的资本运作和资本文明,在一定程度上出现了错位,偏离了服务实体经济的价值属性。

回头看,为什么过去几年,上市公司收购中资本价值文明出现比较大的偏差?这可能与国内经济金融大环境有关系。近年来,我国金融资本的发展规模、速度和形成的力量,已经超越了任何历史时期,资本的正能量得到了发挥。但另一方面,负面的影响同样扩大了,金融资本在一定程度上已经“反仆为主”,出现金融自我服务、自我循环、自我膨胀等金融风险,资本文明出现了异化。金融资本过度扩张、资本泡沫化压制实体经济发展,与资本价值属性异化互为因果。近几年上市公司收购中的资本乱象,正是实体经济脱实向虚、金融风险不断累积在资本市场的缩影。面对上市公司收购中的资本乱象,证监会和证券交易所强化了并购市场监管,纠正了过度的资本投机行为,促进了资本回归理性和本源,回归价值文明。

目前,上市公司收购制度的修改完善,正在推进中。好的收购需要好的制度,而好的制度要有思想灵魂。资本的价值文明,就是上市公司收购制度的思想灵魂。上市公司收购配套制度完善和执行中,需要进一步坚守和体现这一思想灵魂,从正反两方面强化上市公司收购的价值功能。在正面,主要是促进和鼓励上市公司实施产业并购,让上市公司收购真正为促进企业发展转型服务,为提高上市公司和经济发展质量服务;应当推动收购方更多地利用公开要约等市场化方式进行收购,让中小投资者对收购有更多的参与机会,分享控制权变更带来的溢价。在反面,主要是限制和约束脱实向虚的投机性资本收购,特别要限制过度利用高杠杆形成资本优势进行“劣币驱逐良币”的逆向淘汰类收购;要压缩缺乏价值创造、带有纯粹资本运作特征的“炒壳类”收购的制度空间,避免收购成为资本玩家“击鼓传花”的游戏。

第二,要尽快完善配套制度,提升上市公司收购中的资本法制文明。

上市公司收购中,除了资本的价值文明,还涉及资本的法制文明。

资本法制文明的衡量,既涉及收购制度是否完备合理,也涉及收购双方是否遵守了游戏规则。近年来出现的上市公司收购中的争论、问题和乱象,有收购双方规避法律甚至直接违反法律的原因,也反映出现行收购制度对资本运作新变化、新样态存在短板和不适应。完善收购制度,将收购中的资本活动纳入法制轨道,让收购各方在法制框架下进行利益博弈,是提升收购资本法制文明的内在要求。

近年出现的上市公司收购高潮、突出问题和典型个案,为我们修改完善《证券法》中的收购制度、《上市公司收购管理办法》以及交易所的业务规则,提供了生动实践和丰富养分。从市场实践看,上市公司收购制度完善,应当立足中国实体经济发展需求和资本市场发展阶段,充分考虑中国上市公司股权结构、投资者结构、二级市场交易结构,在遵循资本市场收购一般规律的同时,设计出符合中国现实、解决中国问题的收购制度。

在这里,我着重结合近年来的上市公司收购实践和交易所一线监管实践,提一些问题,求教于各位专家学者。

一是如何强化控制权转让中不当收购行为的穿透式监管。大股东让渡控制权,是目前上市公司收购的主要类型。让渡的方式,包括协议转让、无偿划转、表决权委托等。此类收购中,很多属于产业并购,应当予以支持。但也有一些控制权转让,带有严重的资本投机,存在比较突出的脱实向虚、空转套利、滥用杠杆等资本乱象。被收购的公司,不少具有壳公司特征;一些收购方以资管计划、信托计划、合伙企业等形式存在,实际控制人隐藏身后、逃避监管;收购资金很多带有高杠杆,短期套利动机明显,影响上市公司控制权稳定。相关穿透式监管的范围、边界和切入点在哪里?收购方该如何披露收购意图、最终控制人、收购资金来源和杠杆?

二是如何完善二级市场举牌和要约收购制度。近年来,资本市场举牌收购、要约收购等市场化行为增加,带来了不少上市公司控制权争夺和公司治理僵局。目前的上市公司收购制度,在这一方面的制度供给不足,也在一定程度上导致监管和司法等外部干预和救济,难以发挥作用。比如,举牌收购中大额持股变动的信息披露门槛是否需要调整?交易行为趋同情形下一致行动人如何认定?要约收购中全面要约收购

的标准是否需要下调?违反收购信息披露和“慢走”义务时能否限制股东权利?

三是如何建立合理的反收购制度。近年来,针对上市公司的敌意收购和反收购开始增加,一批感受到潜在威胁的公司纷纷提前做出反收购安排。如何立足我国资本市场特殊的上市公司股权架构和投资者结构,准确定位反收购中董事会的忠实义务和职责定位?通过修改章程降低举牌、增持股份的信息披露门槛,是否违反证券法上的强制性规定?限制股东提议召开股东大会、提案改组董事会权利的正当性边界在哪里?如何防止上市公司董事会滥用停牌和重大资产重组阻止正常收购?是否可以将提起策略性诉讼作为反收购的措施?如何丰富上市公司董事会和控股股东合法的反收购工具,以保护公司和股东整体性、正当性利益?等等。

对上述三方面问题,目前证券法律界和实务界已经有所关注,但还没有形成广泛共识,值得继续深入讨论和研究。

各位领导,各位专家,资本市场发展实践告诉我们,上市公司收购是一把“双刃剑”,既可以形成正向的发展力,也可以产生负向的破坏力。上市公司收购制度需要兴利除弊,把收购中好的一面发挥出来,把坏的一面遏制下去。今后,我们会和专家学者一起,持续推进上市公司收购制度完善,进一步优化资本市场生态环境,不断提升上市公司收购市场的资本文明。

(编辑:丛怀挺、姜沅伯)