

上市公司控制权之争中的规范运作

——刘成伟 环球律师事务所合伙人

随着中概股回归暂缓、借壳上市等监管规则收紧，市场及监管动态的变化带动市场上充裕资金的投资领域亦发生改变。较多拥有优质资产的上市公司运营规范，且具有丰富的平台资源价值，其控制权便成为逐利资金的目标，使得近几年控股权争夺事件时有发生。此外，在目前保监会对险资的监管尚未面面俱到的情况下，险资的充裕资金量对任何一家上市公司而言都不可小觑，值得众股东认真审视。虽然购买上市公司控制权等市场行为最终仍是为了获取利益，但这一过程中利益分化时有发生，且就上市公司及其董事监事的角度而言，其经营的上市公司所面临的控股权威胁亦是真实存在，在此种情况下无法避免的会采取一定行动，这其中的规范性问题亦值得重视。

控制权争夺的市场动态

近两年，无论是英国脱欧，还是美国大选，亦或其他地方的诸多纷争，均彰显了整个世界处于动荡不安的局势。具体至上市公司，大家也在不断地争夺，争夺的核心仍是利益，而利益亦在不断发生变化。以往上市公司争夺控制权事件较之现在并没有那么多，究其原因，一是以前市场、公司治理等各方面尚未成熟；二是市场上充裕资金需要出口；三是国

企占绝大部分比例，尤其在 2006 年股改之前，大部分股份不流通。现在很多企业，包括众多的优秀民营企业，大部分股份已是全流通，因此二级市场的买卖也更为普遍。

从市场边界和监管底线来看，监管层更关注市场秩序和公共利益。作为上市公司董监高，在收购过程中，尤其是非友好收购或控制权争夺的过程中，一边面对着新的收购人，一边是原有大股东，其处于中间的夹击位置。而《公司法》对董监高的要求是其应当代表整体利益，决定了其需遵守相应的法律义务的约束，不可单独代表任一股东。因此，处于此位置的董监高，其面临的压力以及责任风险，都需审慎对待。此外，从监管层的角度，其对公众股东的利益尤为关注。在面对上市公司争夺控制权争夺利益的事项中，监管层首先关注公众利益是否受到较大侵害。在许多争夺案例中可以发现，监管机构，无论是交易所还是地方监管局，出具监管函时往往会提及这一问题。

控制权争夺中的利益相关方

考虑到众人利益角度不同，所处位置不同，其所代表的诉求也相应有所不同。因此，某些恶意收购可能对现任董事会或上市公司是恶意的，但对中小股东不一定是恶意。因此，市场行为应强调的是合规性问题，若从道德上加以区分善恶则并无太大意义。诚然在争夺过程中包含公关信息披露，利用这一渠道去强调善恶或许会有一定帮助。但真正涉及到实

质利益时，监管机构的关注以及法院的最后判决均与善恶之定义无多大关联，其更为强调在争夺过程中是否合规，若不守规矩则违规成本是多少。最后，法院支持何方仍决定于相关证据链的建立。

从利益主体进行分析，包含大股东层面、董事会层面以及公众股东。其中，大股东层面包含收购人及原实际控制人。其次，作为董事会层面，其基础义务包含忠实勤勉义务。行为边界方面，收购办法明确表示被收购公司的董监高应公平对待收购本公司的所有收购人，且其针对收购所做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。另外，收购人和原始股东之间的利益始终是动态变化的，在这一过程中，上市公司董监高若在最开始倾向于任何一方，之后利益动态平衡发生变化，那之前所做相关决策或行动或将面临较为尴尬的局面。因此，作为上市公司董监高，首先要把握自身法律定位，明确其需代表公司整体利益，从而在做决策和行动时有足够的、合理合法的基础，后期即使利益动态变化，其始终履行自身职务，亦不至于落入尴尬地位。最后，就公众股东而言，其通常不会是直接的利益冲突主体或当事方，但董事会的不同决策或者收购人与原大股东之间争夺的过程及最终结果都可能对公众股东的利益有重大影响。

控制权争夺中的收购规则

上市公司常见收购方式包括协议转让、二级市场交易以及要约收购。协议转让是双方友好交易最常用的方式。相对而言控制权争夺较多使用二级市场交易的方式，原因之一在于二级市场隐蔽性较大，收购人从战术安排的角度可选择在二级市场进行大宗交易、竞价交易等。按现行规则，其股权在没有达到 5% 之前无需披露。收购人可通过二级市场快速操作，且控制股权在 5% 以下，在媒体未泄露信息的前提下其具有较强的隐蔽性。若几家机构同时进行类似操作，并在时机成熟时签定一致行动协议，收购人股权即可突然超过原有第一大股东，从而偷袭成功。要约收购的方式在国内市场使用较少。2013 年至 2016 年 10 月，我国仅 23 例要约收购，其中半数是由于认购上市公司定增、协议转让购买大股东股权等其他交易导致超过要约门槛 30%，从而被动触发全面要约，仅十余例是主动发出自愿要约。

在控制权争夺中，证监局发布的收购人处罚通知常见情形包括没有按时进行信息披露以及在特定限制期内继续增持甚至个别减持的情况。各地证监局处罚力度或有不同，例如给予警告，较多情况则是给予罚款等行政处罚，从而或对公司下一步资本运作产生潜在不利影响。此外，考虑到如今全面监管、从严监管，未来处罚力度亦将越来越大。

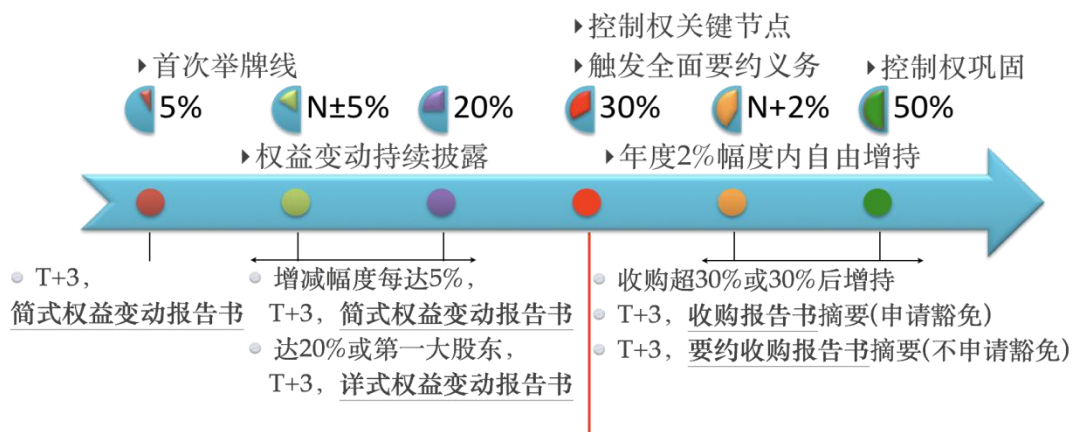


图 1 收购中的信息披露要求

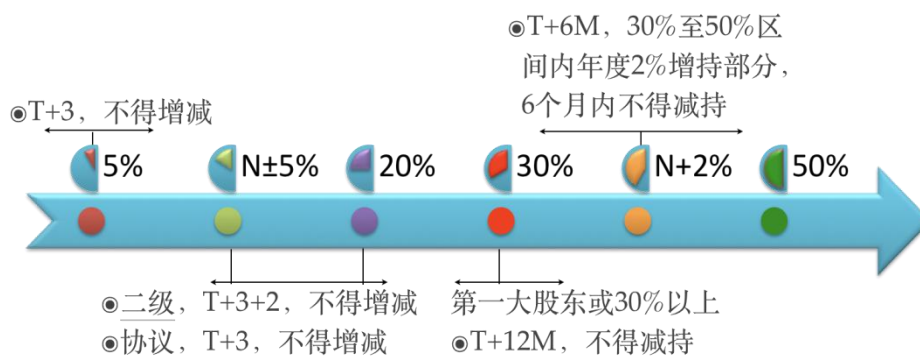


图 2 收购期间的行为限制

控制权争夺的违规成本

若在收购过程中违反相关规则，违规成本不容小觑。一方面包括直接处罚，如证监会、证监局发出处罚通知、交易所进行纪律性处分等。另一方面包括间接影响，若收购人或原始股东有相关违规行为，则或对其未来一年、甚至未来三年的后续资本运作，如上市公司增发股票等，有潜在不利影响。此外，违规行为所造成的隐性成本亦代价甚高。这种市场失信行为使得其在证监会、交易所留下不良记录，亦导致

其去其他部门进行相关运营行为时或受限制，例如一些处罚可能影响发债、影响发改委的项目申请或银行贷款申请等。

直接处罚方面，《证券法》第 213 条、《收购办法》第 75 条至第 77 条指出，收购人违规可能会被采取监管措施，包括责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等；处以罚款；在改正前，不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。现行规则下，证监会的监管处罚较多是罚款。从控制权争夺的角度而言，收购人违规处以罚款对其并没有实质威慑力，真正有威慑力的是表决权限制。而截至目前，证监局的处罚通知中尚未有收购人表决权的限制，因此诉至法院可能是较为有杀伤力的举措。

间接影响方面，于上市公司，对其后续资本运作或产生影响。首先，上市公司因违规在司法机关、检察机关、公安机关立案调查及侦查期间，禁止其发行股份购买资产，以及禁止重组上市。其次，即使立案调查结束后，需判决、处罚后满六个月才可进行相关资本运作。在此过程中，大股东亦不可减持。若过去三年内曾受行政处罚且情节严重、刑事处罚或证监会处罚，创业板公司将禁止公开或非公开发行。与此同时，交易所方面若公开谴责，亦将影响公司的重组上市及公开或非公开发行。创业板公司将禁止公开和非公开发行，主板及中小板将禁止公开发行，且各板块均禁止重组上市。对于深交所的上市公司，若过去三年内被交易所公开谴责累

计达三次，需终止上市。

针对控股股东，近三年内被立案调查将禁止重组上市，若涉嫌行为已终止满三年且方案有助消除不良后果且不影响行为人追责的除外。若近12个月受证监会处罚或刑事处罚，则创业板将禁止公开和非公开发行。近12个月交易所公开谴责将禁止重组上市，近3个月交易所公开谴责将禁止减持。此外，若近12个月未履行公开承诺，创业板虽未禁止上市公司发行，但禁止未履行承诺的控股股东及实际控制人参与认购增发，而主板及中小板将禁止公开发行。

董监高方面，现任董监高在立案侦查及调查期间将禁止发行股份购买资产，且在立案侦查及调查期间以及处罚、判决后六个月内均禁止减持。此外，证监会处罚及交易所公开谴责亦会影响上市公司发行股票。

（本文根据专家授课内容整理）