

上市公司收购中的非理性行为分析^{*}

马 骁^{**}

一、相关数据统计及分析

2016 年 1 月 1 日至 2017 年 11 月 30 日,A 股市场共披露 123 起导致控制权变更的上市公司收购事件(以下统称“上市公司收购”,不包括发行股份的增发股份行为),其中,有 2 起已经宣告失败。

(一)上市公司收购类型

上述 123 起上市公司收购的类型分布如表 1 所示。(见下页)

(二)是否触发要约收购

在上述 123 起上市公司收购案例中,除 ST 生化与爱建集团系主动的要约收购外,尚有 8 起触发了要约收购。

(三)上市公司被收购前的盈利情况

统计数据显示,纳入统计范围的 123 起案例中,有 36 家上市公司在控制权发生变更前三年中

* 本文系根据马骁副书记在 2017 年 12 月 15 日第六届“上证法治论坛”上的发言整理而成,未经本人审定。

** 华泰联合证券公司党委副书记、执行委员会委员。

至少有一年亏损(归属于母公司股东的净利润为负数),其中 31 家均被协议收购。

表 1 上市公司收购类型分布表(2016 年 1 月 1 日~2017 年 11 月 30 日)

类型	数量(件)	占比(%)
协议收购	76	61.79
控股股东控制权变动	24	19.51
国有股权行政划转或变更	15	12.20
实际控制人内部持股比例变动	3	2.44
主动要约收购	2	1.63
重组上市中的老股转让	1	0.81
继承	1	0.81
吸收合并	1	0.81
合计	123	100.00

资料来源:根据 wind 资讯统计数据整理。

将上市公司控制权发生变更前三年归属于母公司股东的净利润的增长率作为衡量公司业绩的指标,在控制权发生变更前三年中,有 26 家上市公司连续三年业绩下滑,其中 21 家被协议收购;有 24 家上市公司三年中有两年业绩下滑,该 24 家上市公司均被协议收购。

由此可见,在市场化交易的前提下,转让控制权的公司大多处于业绩下滑的状态。对控制权出让方而言,在所处行业或者自身经营遇到较大瓶颈、业绩增长面临较大压力甚至下滑时,可能会考虑出售上市公司控制权。

(四) 协议收购的一些特点

1. 表决权委托安排

在现金受让部分上市公司股份尚不能实现控制上市公司的前提下,通过与原控股股东签署表决权委托协议的方式,收购方可以相对较小的成本获得上市公司控制权。在纳入统计范围的 76 件协议收购案例中,有 14 笔收购中股份转让方与受让方有表决权委托的安排。在有表决权委托安排的上市公司收购案例中,股份转让比例平均值为 13%,表决权

委托的股份比例平均值为 11.9%。

2. 协议收购溢价率统计

将收购价格相较于股份转让协议签署日当日上市公司股票收盘价的变动幅度作为溢价率,上述协议收购案例的平均溢价率约为 24.48%。而在有表决权委托安排的协议收购案例中,收购的平均溢价率约为 33.96%,明显高于未有表决权委托安排收购案例的平均溢价率 22.34%。

3. 市值分布情况

76 笔协议收购案例中,被收购上市公司在股份转让协议签署日的平均市值为 66.47 亿元,其中,有 24 笔被收购的上市公司市值在 50 亿元以下,有 5 笔在 100 亿元以上,市值在 50 亿元至 100 亿元之间的有 47 笔,占比约为 62%。被协议收购的上市公司整体市值偏小,利于收购方以相对较小的成本获得控制权。

二、上市公司收购过程中常见的法律合规风险事项

(一) 隐瞒一致行动关系

根据《上市公司收购管理办法》的规定,收购人在获得上市公司相应权益时,根据持有的权益比例不同,承担不同的披露义务,直至发出全面要约。按照《上市公司收购管理办法》第 83 条的规定,没有法定的一致行动关系时,很难认定为一致行动人,因此部分收购人采取各种绕道方式规避一致行动人的认定,从而规避披露义务。近年来,监管机构开始采用大数据等手段进行相关核查,提高了监管的力度。比如,2016 年 4 月,永新华韵及宁波宏创开始大量买入莫高股份(600543)股票,鉴于永新华韵、宁波宏创在交易公司股票时的 IP 地址完全一致,上交所于 2016 年 6 月发函要求核实其相互之间及与其他股东之间是否存在一致行动关系。经上交所监管问询和督促,二者于 6 月 24 日披露《简式权益变动报告书》,承认一致行动关系。上交所决定对莫高股份股东永新华韵及其一致行动人宁波宏创予以公开谴责。该处分将通报中国证监会和甘肃省人民政府,并将记入上市公司诚信档案。

在近年出现的争夺上市公司控制权案例中,部分投资人为了在争夺

时获得信息优势,规避一致行动人认定。争夺双方经常相互指控对方隐瞒一致行动关系,监管机构也很重视相关事项。2017年8月以来,成都路桥、四环生物、兰州黄河等公司的控制权争夺过程中,交易所均对上述事项进行了问询。

(二)收购资金杠杆过高

近年来,部分收购人的资金来源主要为金融机构借款,或者有很高杠杆的结构化安排,整个收购过程信用风险较高,资金来源不确定性较大,给收购人带来较大的风险。比如,2017年11月8日,祥源文化(600576)收到证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》。赵薇夫妇控制的龙薇传媒在自身境内资金准备不足、相关金融机构融资尚待审批、存在极大不确定性的情况下,以空壳公司收购上市公司万家文化,且贸然予以公告,对市场和投资者产生严重误导,证监会对相关人士进行了处罚。

(三)不重视专业机构的作用

上市公司收购过程中,部分收购人不重视专业投行和律师的意见,没有意识到上市公司收购过程中的合规法律风险。部分收购人甚至简单听从江湖朋友的指点,形成了较大的风险敞口,为信息披露、项目合规性与成功完成埋下了较大的隐患。

(四)对上市公司未来资本运作的困难估计不足

收购人完成上市公司收购后,下一步很可能安排资产注入、产业整合、再融资、转卖控制权等资本运作事项。上市公司进行资本运作,大多数情况下需要经过证监会审核,需要就财务事项、法律事项、评估事项和是否符合证监会的有关规定进行充分说明,因而面临较大的审核风险。部分收购人在收购时,严重低估后续资本运作的难度,为后续上市公司资本运作埋下较大风险。目前的资本市场中,如果上市公司业务不能获得较好发展,二级市场的估值水平不断下降,资本运作不及预期,将会给收购人带来较大的商业风险。

(五)签署“抽屉协议”

上市公司收购中,达到相应的收购比例后,需按照信息披露的要求,详细披露收购股份对应的信息。部分收购人因各种原因与相关方签署了抽屉协议,且不对外披露这些协议。如此处理,一是让收购人处于风

险敞口中;二是如果双方发生纠纷,对方可能以披露该等事项来威胁收购人的商业利益。

(六) 忽视对上市公司的尽职调查

部分收购人对被收购的上市公司信息不够重视,不对被收购的上市公司进行充分尽职调查,认为上市公司公开信息较多,其治理水平和信息披露较为完善,甚至不清楚上市公司曾在过去 12 个月遭受过行政处罚或交易所处分,不清楚上市公司资产剥离的难度。部分上市公司的治理水平较低,信息披露不甚完善,部分上市公司受过行政处罚,后续的资本运作、再融资需要满足处罚后 36 个月的要求,这为收购人的进一步资本运作造成了较大的障碍。

(七) 忽视对出让方的尽调工作

部分收购人经常忽略对出让方的尽职调查,只是从公开信息中看到出让人持有相关股票,即和对方进行全面的商业谈判。甚至在个别案例中,出让方存在股票代持行为和操纵上市公司股票价格的情形。如果在相关谈判和商业安排中未予以考虑并进行风险防范,未来公告相关信息时将面临较大的合规风险。

对交易对方进行尽职调查时,需要重点关注以下内容:一是要充分了解交易对方的转让限制。按照《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(中国证券监督管理委员会公告〔2017〕9号)的规定,上市公司或者大股东因涉嫌证券期货违法犯罪,在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间,以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满 6 个月的,大股东因违反证券交易所规则,被证券交易所公开谴责未满 3 个月的,均不能转让股份;另外,来自非公开发行获得的股份、董监高持有的股份在转让时均有一定的限制。收购方需要对转让方的转让限制做全面了解,以安排对应的商业条款。二是要充分了解转让方的转让程序,比如国资持有的上市公司,需要按照《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》的规定履行相关程序,并在资金支付完成才可进行股权交割。受让方需要注意转让程序的合法合规性,防止影响后续的股权交割。

(八) 忽视商业条件的保护性措施

上市公司收购中,协议收购及资产注入的收购事项为场外业务。协

议形式和内容无制式格式,为交易双方留下了较大的灵活安排空间。部分收购活动中,收购人对协议的成立条件、生效条件、资金支付安排和股权交割条件未予充分重视,将为整个收购活动带来较大的风险隐患。

2015年11月11日,昆明机床(600806)发布《关于大股东转让公司股份签署协议公告》称:“控股股东沈机集团已与紫光卓远签署了《股份转让协议》,沈机集团拟将持有的25.08%昆明机床股份全部转让给紫光卓远,紫光卓远将成为公司的第一大股东。”受此消息影响,2015年11月19日,昆明机床股票复牌后连续四个涨停。但由于最终定稿协议中添加了合同生效条款,最终合同生效条款未能成就,因此未能完成股权交割。由于未就生效条件进行充分披露,证监会对相关方进行了处罚。

(九) 忽视上市公司的治理转换风险

在部分争夺控制权的上市公司收购案例中,上市公司原大股东或上市公司实际控制人采取各种防御措施,意图阻止收购人对上市公司实施收购,部分收购人盲目乐观,以为实现较高的股权比例控制,即可实现对上市公司的控制。在上市公司治理变化过程中,董事会的换届过程较为复杂,一次性替换多名董事会成员时,按照公司章程的规定,很可能触发累积投票制度,收购人从而不能获取相应的董事会席位。部分上市公司为了防御收购,对公司章程进行修订,提高了收购人调整董事会席位的难度,增加了上市公司的治理转换风险。

(十) 忽略整体收购程序的合规性

按照《上市公司收购管理办法》的规定,在收购人首次取得5%的上市公司权益时,需要披露简式权益变动报告书。之后每变动5%再次披露。持股达到20%或者不足20%但为第一大股东时,披露详式权益变动报告书。收购人持有上市公司30%以上股份继续增持的,之后3日需要披露收购报告书摘要及申请要约豁免;不申请豁免或者豁免不被批准的,须在3日内披露要约收购报告书摘要。收购过程中存在多项披露事项。

按照《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南》和《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引(2016年11月

修订)》的规定,证券交易所负责对股份转让双方当事人提出的股份转让申请进行合规性确认,结算公司负责办理与股份转让相关的股份查询和过户登记业务。因此,在整体收购工作中应当重视交易所的合规确认事宜。

具体商业决策过程中,收购上市公司形式多样,如二级市场增持、协议转让、大宗交易、部分要约、全面要约、资产认购(重组上市)。有的收购案例中,为了商业安排的需要,是2~3种收购形式的组合,在整个收购过程中,需要在中介机构的支持下,全面统筹收购事宜,保障收购活动全面的合规性及商业目的之达成。

(十一) 私募创投股东异军突起谋求控制权,大多数距离不盲目、降杠杆、规范运作的要求有一定差距

近年来,私募、创投机构作为资本市场重要投资主体引人关注。除财务投资、战略投资以外,私募创投谋求上市公司控制权的情况日益增多。截至2017年中期,沪深两市近70家上市公司第一大股东为私募、创投等机构。例如,此前的武汉联富达投资及多位一致行动关系的自然人连续增持武昌鱼争夺控制权,前期广州基金强势举牌爱建集团股份,并明确提出拟以要约收购方式取得控制权,以及近期浙民投要约收购ST生化等案例。市场交易模式创新的同时,很多案例则是不断对交易的合规性与监管机制提出挑战。

从实践看,私募创投用于取得上市公司股权的资金中,自有资金占比较小,多数为募集资金。此类资金具有较高的流动性要求,短期逐利目的性强,通常需要在一定期限内退出,由此决定了私募创投机构的持股目的,与控股股东长期持股和公司股票交易保持平稳的需要相悖,与上市公司长期持续发展需要不匹配,进而影响了上市公司治理稳定和正常经营。此外,私募创投机构往往强于资本运作,而疏于实业经营,普遍缺乏经营管理和公司治理经验,部分上市公司被私募、创投机构控制后,经营上不断没有得到改观,反而往往走下坡路,陷入困境。例如,慧球科技、匹凸匹两家公司也先后历经多家私募基金持股或控股,在相关市场乱象平息后,虽有意愿改善经营,但在做强公司主业、改善公司经营方面仍然举步维艰。

三、产生收购中非理性行为的可能因素分析

近年国内上市公司收购中非理性行为得以滋生的主要原因：一方面是由于控制权转让的现实与规范之间仍存在较大张力，亟须市场各方达成共识；另一方面是上市公司治理仍存在诸多缺陷，有待进一步完善。本文从以下几方面进行简要分析：

（一）对控制权的认识存在分歧

上市公司收购中的许多非理性行为，源于对控制权理论认识方面存在较大的分歧，对其中的基础问题难以达成共识。例如，控制权是一种什么性质的权利？转让方与受让方享有哪些权利？权利行使过程中，需要照顾到哪些主体的利益？控制权行使的边界在哪里？等等。

上市公司实际控制人或大股东依法转让其所享有的上市公司实际控制权或控股权，属于权利人处置其财产权利的范畴，应遵循意思自治原则。但任何权利的行使并非不受限制，往往以不得侵害他人权利及公共利益为边界。《上市公司收购管理办法》第4条、第6条、第7条等明确了收购活动或权益变动活动不得危害国家安全和社会公共利益，不得滥用股东权利损害被收购公司、其他股东的合法权益。这是监管规范对收购过程中各方行为的底线要求，在性质上属于公权力对私权利的介入与干预。

在收购实践中，既要承认控股股东或控制人的控股权或对公司经营活动的控制权，也要综合考虑当前我国上市公司特有的股权结构与资本市场发展程度，在行使或处置该等权利的同时，不得利用这种控制地位损害中小股东的合法权益，不得破坏市场秩序或无视监管底线。上市公司并非控股股东或实际控制人自己的公司，同时也是中小股东的公司，是资本市场的有机组成部分，其控制权的变动及后续生产经营，与债权人的利益等均息息相关。收购中高溢价导致的股价急涨急跌，信息披露不及时、不准确导致的内幕交易，收购资金不足导致的控制权不稳定等，均可归结于收购各方对控制权基础问题认识不足，使收购活动异化为仅维护自身利益的利己行为。

(二)收购人与被收购人的主体适格性和权利行使存在瑕疵

导致非理性收购的另一重要因素,在于收购人与被收购人权利的行使存在瑕疵。控制权是否稳定,直接关系到上市公司治理以及生产经营能否稳健、持续。因此,《上市公司收购管理办法》等相关规范中明确,收购人应具备一定的条件,包括但不限于资金实力、诚信状况、无违法违规记录、产业整合能力等,目的是保证收购活动完成后,上市公司能够保持稳定甚至有更好的发展。对于转让方等主体,则要求不得违反减持限制、具有完整处置权等。为保证信息披露公平性,对收购活动中的信息披露事项明确提出了真实、准确、完整的要求,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,但权利人行使权利的过程中,则违背了相关要求,作出非理性甚至违法违规行为。

在万家文化控制权转让案件中,收购人在自身境内资金准备不足,融资尚待审批,杠杆比例高达 51 倍,履约能力、履行结果均存在重大不确定性的情况下,以空壳公司进行收购并对外公告,后在互不追究责任的情况下终止收购。同时,在关于筹资计划和安排、与金融机构未达成融资合作等信息披露方面也存在违规情况。在此过程中,收购人的收购能力存疑,信息披露不准确、不及时且存在重大误导,一系列行为不仅属于非理性行为,而且已构成信息披露违法违规,并影响了其他投资者的投资判断和合法权益。美国 20 世纪 80 年代,杠杆收购已经面临强烈的功能质疑,公众普遍认为杠杆收购以金融手段来侵蚀实体工业,无异于扼杀经济。在我国当前供给侧结构性改革背景下,为进一步避免经济脱实向虚,对收购人自有资金有限情况下以高杠杆进行收购的行为,其收购主体资格、履约能力面临着是否合法的实质判断。

在亿晶光电控制权转让案例中,上市公司实控人荀建华于 2017 年初与勤诚达签订协议,拟以 30 亿元(溢价超过 100%)转让上市公司 20% 股权。因荀建华同时担任董事长、总经理,受《公司法》、减持规则等限制,不满足一次性转让 20% 的条件,于是仅公告转让 7.59% 股权,控制权不变,后将 12.41% 股份无期限质押给勤诚达,经监管问询才披露相关情况。在控制权高溢价的驱动下,不具备转让控制权条件的实际控制人,以部分“转让+质押”的交易安排,客观上已造成控制权转移的事实,但在近 5 个月的时间内隐瞒真相,未如实、及时对外披露,因涉嫌信

息披露违规被立案调查。

(三) 管理层越位与缺位的情况同时存在

当前上市公司收购中的非理性行为,也表现为董监高怠于行使职责或滥用职权,尤其是在敌意收购或控制权争夺案件中表现尤其明显,部分公司甚至出现了双头董事会,公司治理陷入僵局。但在敌意收购框架下的目标公司治理监管,必须回答解决判断敌意收购的标准、促进或阻碍敌意收购的决策权应分配给谁的问题。

我国的《证券法》和《上市公司收购管理办法》,在规范层面结合了英国和美国特拉华州公司法的路径,只有经股东允许,目标公司董事会才能采取反收购措施。同时,要求公司董事会采取有利于公司的措施,董事不能滥用权力制造收购障碍。但实践中,在宝万之争、西藏药业、康达尔、新华百货、ST 新梅、南玻 A 等控制权争夺的案例中,也暴露出我国上市公司治理方面存在的缺陷。在这些案例中,有的董事会监事会以权益变动违规、购买股份数量未达披露标准等理由拒绝披露举牌方权益变动情况,有的拒绝股东提议召开股东大会的请求,还有的董事会在表决过程中不主动回避、独立董事不独立等问题,更有的董事会通过修改公司章程,拟将认定收购是否属于敌意收购的权力直接赋予董事会,并设定了诸如交错董事会、金色降落伞等规则,部分条款的设置具有明显倾斜于董监高的效果,部分条款甚至违反了法律法规的强制性规定,违背了董监高的信义义务。

(四) 收购与反收购之间难以达到平衡

收购是一把“双刃剑”,既可以成为提升公司治理的外部手段,也可能演变为掠夺公司财富、损害股东权益的工具。从效率与公平的权衡来看,收购更注重效率,而反收购更强调公平。我国上市公司收购监管规则,总体对包括敌意收购在内的收购行为持中立态度。对收购制度的规制框架也是针对双边展开的:一边约束收购方的收购行为合规;另一边规范目标公司反收购措施的正当合法。但由于当前上市公司实际控制人不能正确认识自己和上市公司、其他股东及利益相关方的关系,认为上市公司是自己的,如果让渡控制权,则要达到自己满意的溢价并独享。同时,收购如果成功,可能使目标公司董事会和管理层失去现有的职务和薪酬。因此,以董监高的角度来判断存在敌意收购时,其往往更多从

自身利益的角度进行反收购,从而突破“委托—代理”理论框架下的忠实义务与注意义务。当控股股东或实控人、董监高、收购人的诉求难以协商一致的时候,收购与反收购之间的矛盾最为突出,股东利益最大化、保护中小股东利益、维护目标公司利益相关者等制度目标也就难以实现。

因此,收购与反收购也像一架天平,监管与规则的目标是在尊重市场主体意思自治的基础上,遵循市场规律的前提下,以制度或规则本身的目的为尺度,寻求一种公平与效率之间的平衡。

四、完善市场化监管的路径探讨

目前我国上市公司收购的非理性现象,主要由原控股股东的套现离场诉求、新控股股东对控制权的追求,以及投资者短期获利投机心理等综合原因导致。规制上市公司收购中的非理性行为,需从收购制度本身所追求的功能出发,充分尊重我国资本市场所处的发展阶段,从消解控制权转让市场的现实与规范之间的张力,持续提高上市公司治理水平入手,统一认识,规范行权,依法、全面、从严监管。

(一)持续完善收购制度体系

在上市公司控制权交易中,保护小股东利益的核心机制是让小股东分享控制权溢价。我国的强制要约制度以英国制度为基础,这与当时资本市场的发展路径息息相关,但随着近年资本市场的创新发展,我们的立法也一直向促进收购、提高效率的方向发展。实际上,英国采用30%作为强制要约的触发点已经备受批评,被认为具有随意性,没有考虑到实践的具体情况。而且,我国上市公司股权结构与英国相对分散的股权结构亦有所区别,因此,如在我国严格以强制要约作为分享控制权溢价的要求,那么绝大多数的控制权转让将难以进行。要保护上市公司控制权转移时小股东的利益,需要完善与收购相关的诸多制度,而不能将强制要约作为保证控制权溢价共享的唯一阀门。同时,也要把握好监管的尺度。监管过紧,会限制收购事件的发生,少数股东通过收购获得股权溢价的概率大大降低;监管过松,可能导致溢价利益分享不平均,实质性

侵害中小股权和上市公司权益。当前国内上市公司收购中,对中小股东权益的保护不应仅仅从要约制度着眼,结合近年市场环境变化及创新实践,对协议转让、表决权委托等未触发强制要约,但实际上已取得上市公司控制权的行为,应按实质重于形式的要求,予以更多的关注和监管倾斜。

(二) 不断加强信息披露监管

信息披露是解决上市公司收购活动中股东权利公平保护的一剂良药。当前上市公司收购中的非理性行为,基本都可以从以往的信息披露监管中加以梳理与规制。例如,作为杠杆收购工具的资管计划,本身属于价值中立的工具,为了防范上市公司收购过程中的违规行为,监管的核心策略之一就是权益披露,通过信息披露说明资金的来源、收购方的收购能力、收购的不确定性与风险,明确投资者预期,引导市场驱向理性,防范市场的不当行为。又如,对收购过程中的部分股权转让、表决权委托、股份质押安排,应结合一定区间内实际控制人或控股股东的股份处置行为或安排,通过信息披露或监管问询,督促信息披露义务人向市场明确上述安排是否实质导致了控制权的变动,并履行相应的信息披露义务。再如,近年来隐瞒一致行动关系的蒙面举牌案例不断增多,信息披露监管对于发现这种违规行为起到了至关重要的作用。结合日常监管与交易核查中发现的线索,信息披露与监管问询使隐瞒的一致行动关系浮出水面。因此,应继续加大信息披露监管力度,发挥其在收购活动中的监管优势,堵塞行为人规避监管的漏洞,引导收购活动趋于理性。

(三) 切实完善上市公司治理结构

很多公司即便已经上市,但在公司治理方面仍然未具备公众公司的本质。上市公司治理不仅涉及大股东与董监高,也需要有小股东和其他利益相关方的参与。应加快建立职业经理人市场体系,构建权责明确、约束有效的奖惩机制,加大惩戒力度,督促董监高自愿恪守信义义务、勤勉尽责,不能为了一己私利而损害公司或全体股东的利益。独立董事在上市公司重大决策与经营管理中,应充分发挥专业优势和独立性,而不应成为提名股东的代言人或股东争夺控制权的工具。应深化对公司治理内涵的认识,使中小股东和其他利益相关方有渠道、有意愿参与公司

治理,形成利益共同体,不能再有“事不关己”的漠视,应对一股独大的现状形成有效制约,确保中小股东能够在控制权转让中获得溢价利益,消弭当前上市公司收购中的利益失衡。

(编辑:丛怀挺、姜沅伯)