

# 上市公司收购制度的重大变革

## ——《上市公司收购管理办法》(征求意见稿)修订要点分析

□ 周文伟

2002年底,中国证监会发布了《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》,确立了上市公司收购的基本法律框架。结合2005年底《公司法》、《证券法》的修订,中国证监会对收购办法进行了完善和调整,将前述两个办法合并为新的《上市公司收购管理办法》(征求意见稿,以下简称新收购办法),于近日向社会公开征求意见。新收购办法对上市公司收购的基本制度进行了重大调整,以进一步规范上市公司收购兼并活动,适应股权分置改革后的全流通市场。新收购办法的重大调整主要体现在以下方面:

### 一、调整要约收购制度,将强制性全面要约收购制度调整为强制性要约方式,兼顾收购效率和原股东公平

现行《上市公司收购管理办法》为降低收购人因履行全面要约收购义务造成的收购难度,通过证监会行使豁免权及对流通股的要约价格下限作出调整(公告前三十个交易日每日加权平均价格的算术平均值的90%)来降低收购成本,鼓励上市公司收购活动。但是,从实际情况看,在股权分置的情况下,由于流通股价格与非流通股价格相差悬殊,上市公司收购的主要方式是协议转让非流通股,而要约收购因收购的资金成本和时间成本过高,面临公司退市风险而难以实施,且为履行义务而发出的全面要约收购往往是走过场,中小股东受到的保护很有限。因此,在现有的国情下,强制性全面要约收购制度在一定程度上牺牲了上市公司收购的市场效率,不利于发挥上市公司并购对于优化证券市场资源配置的功能。

本次《证券法》修改对上市公司收购作出制度性的重大变革,将我国证券市场实行了十多年的强制性全面要约收购制度,调整为强制性要约收购方式。收购人持股达到30%时,继续进行收购的,必须采取要约方式,除非取得证监会的豁免,但收购人可以根据自己的意愿选择按一定比例(新收购办法规定至少收购总股本5%)发出收购部分股份的部分要约,也可以发出收购全部股份的全面要约。

新收购办法除了对强制要约方式收购股份作出上述调整外,还保留了主动进行要约收购的方式,明确了投资者可以根据其投资策略和经营需要,选择以要约方式收购上市公司全部或部分股份,为故意收购留出了空间。

这样的制度安排大幅降低了收购人的成本,减轻了收购人的义务,体现了鼓励上市公司收购的政策导向。由于收购成本是可控制的,收购人在上市公司收购中将掌握更大的主动权,可以根据公司的股权结构和分散程度来决定采取何种方式进行收购,不必担心在强制性全面要约收购情况下出现的公司退市风险和收购资金压力。因此,新收购办法施行后,收购人的收购方式将呈现多元化,既可以通过一对一的协议收购,也可以通过二级市场举牌收购,还可以采取主动要约收购,或者将上述方式混合运作。与此同时,预计基于价值发现的敌意收购将会增加,由此将引发收购与反收购、竞争性要约收购等情形,从而活跃控制权市场,使上市公司管理层面临随时被更换的压力,并购市场对公司管理层的行为约束将得以充分体现。

### 二、基于重要性原则,根据投资者不同的持股比例,分层提出监管要求

首先,对于投资者持股比例低于上市公司总股本30%的都称为权益变动,投资者仅需履行权益披露义务,不需要事先

取得证监会无异议,证监会对权益变动活动进行事后监管,对于持股比例介于20%至30%之间的由财务顾问进行事前把关。此类权益披露分两个层次进行,一是对于持股比例介于5%至20%之间的,投资者仅要求进行简要信息披露(权益变动报告书);二是对于持股比例介于20%至30%之间的,投资者要求进行详式信息披露,若投资者成为第一大股东或实际控制权的,还应当聘请财务顾问对披露的内容出具核查意见。

其次对于持股比例超过30%的,称为上市公司收购,并根据投资者是否拟向证监会申请豁免履行不同的报告和公告程序,证监会将豁免申请作为行政许可项目,进行事前审核。投资者可以直接发出要约收购报告书摘要,经证监会审核无异议后向全体股东进行全面要约或部分要约;也可以向证监会申请豁免要约义务,若无法取得豁免的,再履行要约义务、或限期减持股份。

同时,新收购办法对间接收购(收购上市公司控股股东并取得上市公司实际控制权)进行了规范,投资者或收购人应当比照直接收购履行各项报告和公告义务。收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%的,应当向该公司所有股东发出全面要约;收购人预计无法在事实发生之日起30日内发出全面要约的,或无法取得证监会豁免的,应当在前述30日内将其直接控制的股东所持有的该公司股份减持至30%或30%以下。

### 三、规范收购人的主体资格,将存在证券市场失信行为、无实力、与上市公司存在利益冲突的收购人排除在外。同时要求收购人足额支付款项后,才可以办理股份过户。

新修订的《证券法》引入了“一致行动人”的概念,将“通过协议或者其他安排与他人共同持有”的股份与收购人所持股份合并计算。本次收购办法明确界定了一致行动人的范围,对一致行动人既作出原则性界定,又进行了逐一列举,要求一致行动嫌疑人负有举证责任,将一致行动作为共同收购行为纳入监管范畴,扩大了信息披露义务责任主体的范围,从而大大增强了上市公司大宗持股变动和收购信息披露的真实性、准确性和完整性,防止收购人通过种种安排,规避信息披露和要约收购等法律义务。

### 四、强化财务顾问在上市公司收购中的作用,证监会由事前监管转变为适当的事前监管与强化的事后监管相结合

原收购办法仅要求在要约收购中,收购人应当聘请财务顾问等专业机构,对收购人的实际履约能力作出评判。新收购办法则规定,除国有股行政划转和变更、股份转让后实际控制权未发生变更、继承取得股份几种情形外,收购人进行上市公司收购或持股将超过20%的,收购人就必须聘请财务顾问出具核查意见。收购人拟提出豁免申请的,也应当聘请财务顾问出具专业意见。同时,新收购办法还单列一章,界定了财务顾问在上市公司收购中的职责,要求财务顾问承担收购前尽职调查、收购过程中的跟踪关注以及收购完成后的持续督导责任,对如何履行持续督导责任也予以明确。

证监会目前正在制订财务顾问参与并购重组的指导意见(或称管理办法),将对财务顾问加强管理。因此,新收购办法实施后,财务顾问将承担更多的把关责任。

同时,根据新《证券法》的相关规定,证监会事后监管措施也得到强化,投资者及其一致行动人取得上市公司控制权而未聘请财务顾问、未充分履行信息披露义务、未按规定履行报告义务,构成规避法定程序和义务,变相收购上市公司的,证监会责令改正。投资者及其一致行动人在完成整改前,不得行使相关股份的表决权。

### 五、减少监管部门审批豁免的权力,对要约收购义务可以得到证监会豁免的情形进行了调整,体现了股东自治的精神

在新的法律框架下,收购人通过证券交易所的证券交易收购流通股的情况下,在持股达到30%,拟继续通过二级市场进行收购时,必须采取要约收购方式,证监会对此无豁免权。而在收购人通过协议收购方式取得控制权的情况下,收购人持股达到30%时,拟继续进行收购的,必须采取要约收购方式,除非得到证监会的豁免。

豁免条件的设定上,对于不同省级国有单位之间转让国有股,一般不予豁免,以体现法律对国有、民营、外资公平对待的精神。另外,司法裁定不再作为可以申请豁免的当然条件之一。

在上市公司面临严重财务困难或进行定向增发这两种情况下,收购人能够免除要约收购义务,首先需要取得股东大会的同意,将决定权自监管部门转向股东自身,证监会仅保留最终裁决权。

最后,为有助于控股股东巩固控制,允许持股比例30%以上的股东爬行增持,每年不超过2%。

### 六、为市场化并购工具提供了法律空间

新修订的《证券法》明确界定了公开发行和非公开发行,这就为上市公司以股份作为支付手段进行并购重组预留了法律空间。

为此,本次收购办法修订中,对收购人以依法可以转让的证券进行支付的情形,作出了几项原则性的规定,对于收购人拟持股超过30%的,可以申请豁免,为全流通时代的并购创新创造了条件。

### 七、完善和规范了要约收购各项要求

1.提高了要约收购的价格下限  
新收购办法规定,要约收购价格下限为收购人刊登提示性公告前三十个交易日,收购人买入该种股票所支付的最高价格或该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的较高者。与原收购办法相比,取消了该种股票的每日加权平均价格的算术平均值90%的规定,使要约价格更接近于股票的二级市场价格,防止要约收购走过场。

2.明确了部分要约收购的底线为总股本的5%,有利于维护市场秩序。

3.明确以退市为目的的全面要约和证监会强制收购人发出的全面要约,必须向上市公司股东提供现金选择。

### 八、对管理层收购提出更高的公司治理要求

收购办法对管理层收购提出较为谨慎的态度,在公司治理、内部程序、财务顾问等方面作出了几项特别要求:

1.公司治理方面,要求上市公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及有效的内部控制制度,独立董事的比例应

当达到董事会成员的1/2以上;

2.内部程序上,要求董事会非关联董事作出决议,2/3以上的独立董事赞成本次收购,出席公司股东大会的非关联股东半数通过本次收购;

3.上市公司进行管理层收购的,独立董事应当聘请独立财务顾问出具专业意见,财务顾问还应当进行持续督导;

4.对于管理层存在《公司法》第147条、第149条规定不履行诚信义务情况的,禁止收购上市公司。

### 九、适度限制反收购行为

收购办法对反收购活动作出原则性规定,要求被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施,应当有利于维护本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。董事会提出的有关反收购的议案和措施,必须经股东大会批准方可采取。收购办法将采取的具体反收购方法和措施的决定权下放给公司董事会和股东大会,体现了新收购办法整体的市场化导向。

### 十、其他修订

1.新收购办法对境外法人或境外组织进行上市公司收购的,提出了原则性的要求。

2.规范了上市公司收购过渡期间(收购协议签署至股份过户完成)的安排和信息披露,防止收购人提前控制公司,有利于上市公司收购中平稳过渡。

3.取消了5%以上股东持股变动达到1%的信息披露要求,而以5%取代,股东持股变动将更为隐蔽,但有利于二级市场收购。

4.30%以下的股东权益变动,即使导致上市公司第一大股东或实际控制人变更的,不再需要上市公司董事会出具董事会报告书,而由财务顾问对相关事项进行核查。

总体来看,新收购办法对上市公司收购制度进行了非常全面的修订,但在以下几个方面,相关要求还不是十分明确,期待在正式发布稿中能够得以体现:

1.若出现投资者取得股份低于20%,但成为上市公司第一大股东或实际控制人的情形,该投资者如何履行信息披露义务(简式还是详式),以及是否需要聘请财务顾问对相关事项进行核查?

2.投资者或收购人拟用证券作为支付手段的,是仅在要约收购情形下(持股比例超过30%)才允许,还是在其他情形下(如收购29%的股份)也允许?

3.鉴于部分要约情形下,要约收购活动可能增加,新收购办法应当对要约收购期满,收购人无力全额支付收购款项导致要约收购失败的,收购人及财务顾问应承担的责任和如何处理予以明确。

4.新收购办法对于在间接收购且持股比例超过30%情形下,收购人预计无法发出在事实发生之日起30日内发出全面要约的,以及证监会不予豁免要约收购义务的,收购人应当在30日内将其直接控制的股东所持股份减持至30%或30%以下。为避免减持股份对二级市场的冲击,应当对收购人及时披露减持计划或安排提出适当要求,提高市场透明度。

5.新收购办法对控股股东有每年可以爬行增持2%的规定,建议明确股东增持股份及其原持有股份的禁售期限。

# 关于进一步加快推进清欠工作的通知

证监公司字[2006]92号

各上市公司:

清理上市公司资金占用,是维护上市公司资产完整、提高上市公司质量的一项重要工作。按照《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》(国发[2005]34号,以下简称“国发34号文件”)的要求,各上市公司要从全局和战略的高度充分认识解决控股股东侵占上市公司资金问题的重要性和紧迫性,采取各种措施,加快清欠进度,确保实现年内完成清欠任务的目标。现就有关要求通知如下:

一、加强领导,落实责任。存在资金占用问题的各上市公司董事会要把清欠工作作为当前的重点工作,切实抓紧抓好。公司全体董事对清欠工作负有不可推卸的责任,公司董事长是清欠工作的第一责任人。各上市公司要按照所在地证监局、证券交易所的要求及时报告清欠工作情况。各证监局将根据公司董事会的清欠工作情况,衡量公司董事对公司应尽的勤勉忠实义务,并记入诚信档案。

二、区分情况,分类解决。国发34号文件提出控股股东要针对不同情况,采取现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式加快偿还速度。各上市公司应根据实际情况选定最切实可行的清欠方式。占用额较小、控股股东有还款能力的,公司应要求控股股东尽快解决,凡是金额在1000万元以下的资金占用必须在2006年6月底前完成清偿,控股股东确实不具备现金清偿能力的,公司要督促控股股东抓紧办理以股抵债、以资抵债所必备的法律手续,早日进入清欠程序;对情况复杂、解决难度很大的占用问题要采取创新性方式解决。凡是有利于公司利益和保护中小股东的方案,上市公司都可以在证监局的指导下大胆尝试,加快解决问题的步伐。控股股东拒不清偿的,公司董事会要有责任依法起诉控股股东,通过司法途径追回公司财产。

三、坚持清欠与股权分置改革紧密结合。存在资金占用问题的各上市公司要结合股权分置改革工作,采取以股抵债为主的有效方式,加快清欠进程。仍存在资金占用问题的少数已完成股权分置改革的公司,应立即采取以股抵债等方式,迅速解决占用问题。

四、按照年报披露的清欠方案履行承诺。存在资金占用问题的各上市公司应严格按照年报披露内容及时开展清欠工作。未制定清欠方案或未按清欠方案及时开展清欠工作的各上市公司董事会应在2006年9月30日前向中国证监会和当地证监局报告资金占用的形成原因、过程、控股股东和上市公司两方的相关责任人。届时不报告的,中国证监会将依据《公司法》第六章的规定,追究公司董事长和董事会成员的责任。

五、营造有利于上市公司清欠的氛围。各上市公司在清欠工作中,要将清欠进展情况、存在问题和难点及时报告地方人民政府和相应国资管理部门,请求给予支持和帮助,在地方人民政府和国有资产监督管理机构的统一领导下,打好清欠攻坚战。

六、严格执法,追究拒不偿还占用资金的单位和主要责任人的责任。各上市公司董事会要充分认识控股股东侵占上市公司资金问题的危害性和严重性,认清拒不整改的严重后果,

自觉改正错误,认真履行维护上市公司法人财产权不受侵害的责任,促使控股股东在规定期限内将占用上市公司资金彻底归还。对于国有控股股东清欠不积极的,证券监管部门将及时通报国有资产监管机构和组织部门,敬请他们对相关负责人和直接责任人给予纪律处分;对于非国有控股股东或实际控制人不积极采取清偿措施清偿所占资金的,证券监管部门将通报银行业监督管理机构对其信用情况予以高度关注。对于不能按期偿还占用资金的控股股东的责任人,除采取上述措施外,我会将依法对其实行严格的市场禁入,除不予受理其本人或所任职的公司在证券期货市场的行政许可申请;对于相应的上市公司的责任人,我会将其认定为不适当人选,违规情形严重的,将对其实行市场禁入;涉嫌犯罪的,移送公安机关追究其刑事责任。

七、建立长效机制,坚决遏制“前清后欠”问题的产生。各上市公司要健全内部控制制度,完善责任追究机制,明确货币资金支付管理审批权限,规范关联交易,严禁发生拖欠关联交易往来款项的行为。各上市公司必须在《公司章程》中载明禁止股东或实际控制人侵占上市公司资产的具体措施,明确董事、监事和高级管理人员维护上市公司资金安全的法定义务,载明公司董事、高级管理人员协助、纵容控股股东及其附属企业侵占上市公司资产时,公司董事会视情节轻重对直接责任人给予处分和对负有重要责任董事予以罢免的程序。上市公司董事会要建立对大股东所持股份“占用即冻结”的机制,即发现控股股东侵占资产的应立即申请司法冻结,凡不能以现金清偿的,通过变现股权偿还侵占资产。上市公司应力争通过多样化的支付手段进行收购兼并实现整体上市,消除占用资金的根源。

附件:关于G股公司“以股抵债”工作操作指引

二00六年五月二十六日

附件

## 关于G股公司“以股抵债”工作操作指引

依据《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》的有关规定,以股抵债工作的基本业务流程为董事会决议、国资委批复(如属于国有股)、股东大会决议、债权人公告、证监会批复、公司股份变动公告、工商登记变更(G股公司以股抵债工作流程图附后)。

一、G股公司“以股抵债”工作流程说明

(一)董事会决议公告中特别载明“本公司在以股抵债方案得到国资委批准后确认股东大会通知”(如属于国有股)。同时,公司应当按照《公司法》规定通知债权人并公告。

(二)国资委批复。经国资委批准后,公司发布临时报告,确认临时股东大会召开时间。期间,公司发布两次独立董事征集投票权催告公告,催告股东参与股东大会。公司应在会议召开前3日提醒投资者参加网上投票。

(三)股东大会决议。临时股东大会应就“以股抵债”方案进行特别表决,并经出席会议有表决权的股东单独计票

1/2以上通过。下列事项逐项表决:

- 1.侵占资金现值的计算方式、现值金额;
- 2.以股抵债的股份价格和冲抵侵占资金的股份数量;
- 3.彻底解决侵占行为和防止侵占行为发生的措施;
- 4.对董事会实施以股抵债的授权及其有效期限。

(四)公布股东大会决议,制作并向中国证监会报送上市公司以股抵债申请文件。

(五)证监会核准及实施。证监会在公司发布第3次债权人公告后,做出核准决定并通知公司,公司应当在2个工作日内将核准情况予以公告,同时公告股份变动报告,实施以股抵债方案。

(六)工商登记变更。公司在公告股份变动报告的次日起,依照法律、行政法规要求办理注销股份的变更登记工作。

二、定价原则

以股抵债是在控股股东无力以现金清偿的情况下,采取的一种用发展办法解决历史遗留问题的措施,因此,在确定以股抵债价格时,应当考虑以下方面:

(一)侵占资金金额计算。以股抵债方案应遵循公平对等原则,侵占资金金额不仅包括侵占资金本金,还必须包括根据银行同期存款利率和侵占时间计算出来的利息。

(二)股份定价原则。G股公司“以股抵债”的价格应按符合市场化原则,比照《上市公司证券发行管理办法》,定价按照董事会决议前20个交易日公司股票的均价确定。

### 三、信息披露要求

为确保实施以股抵债中及时、准确、真实地充分披露信息,公司应当按照以下内容与格式提交以股抵债申报材料 and 公开披露信息:

(一)上市公司董事会关于控股股东以股抵债的报告。

(二)董事会决议文本。董事会决议中应以股抵债事项是否有利于上市公司的发展和全体股东的利益发表明确意见,并说明董事投票情况;董事投反对票的,应单独予以说明。独立董事就以股抵债事项发表的意见。

(三)上市公司与控股股东签订的实施以股抵债的协议。

(四)上市公司关于控股股东实施以股抵债报告书。报告书显著位置应当载明“本公司董事会全体成员保证本报告内容的真实、准确、完整,对报告书的虚假记载、误导性陈述或重大遗漏负连带责任。报告书至少应当包括以下内容:

- 1.交易双方情况介绍、双方最近三年的主要财务数据和指标、上市公司股本结构及主要股东持股情况(特别披露控股股东所持股份的质押、抵押、冻结情况)。
- 2.控股股东侵占上市公司资金的详细情况,包括资金侵占发生的年月日、占用的金额、占用原因和方式;如有偿还的其年月日、所偿还的金额;资金占用费收取依据、收取费率、收取金额、收取时间;截至日期的侵占资金现值及其计算方式。
- 3.控股股东不能以现金偿还所侵占资金的详细原因。
- 4.以股抵债协议的主要内容。

(1)实施以股抵债的法律依据和实施原则、目标。

(2)以股抵债金额的确定(该金额小于截至日侵占资金现值的,说明为什么不能全部用以股抵债方式清偿,不能清偿

的以后将采取何种方式清偿,控股股东并对此做出有效承诺)。

- (3)以股抵债的股份定价及其依据、抵债的股份数量。
  - (4)以股抵债的交付及交付时间。
  - (5)以股抵债协议生效条件、生效时间。
- 5.实施以股抵债后,上市公司股本结构及主要财务指标的前后对比(指标按年报要求)。
- 6.以股抵债对上市公司的影响,至少包括是否具备持续上市条件、资产负债结构是否合理、杜绝控股股东再发生侵占公司资金的措施等。
- 7.保护社会公众股股东及其他利益相关者合法权益的措施。
- 8.其他能够影响股东及其他投资者做出合理判断的,有本次交易的所有信息。

(五)独立财务顾问报告。

### 四、中介机构职责

独立财务顾问职责。以股抵债是一项重大关联交易,根据交易所《上市规则》有关规定,上市公司与关联人之间进行重大关联交易,应当聘请独立财务顾问就该关联交易对全体股东是否公平、合理发表意见,并说明理由、主要假设及考虑因素。因此,上市公司董事会应当聘请有保荐资格的券商担任独立财务顾问,从保护社会公众股东和其他利益相关者合法权益的角度,出具独立财务顾问报告。财务顾问应当在尽职调查、充分论证的基础上,对以下事项出具明确意见:

- 1.控股股东侵占资金的历史情况,被侵占资金的现值及其计算依据、计算方法的合理性,现值计算结果的准确性。
- 2.就以股抵债方案在保护社会公众股东及其他利益相关者合法权益方面发表专业意见。
- 3.就彻底解决侵占行为和防止侵占行为发生措施的合理性、有效性发表专业意见。

