

我国上市公司一致行动人概念的 嬗变与功能异化

蒋学跃*

摘要:立法上,我国一致行动人概念在法律层面借鉴美国模式,而在规章层面借鉴英国规范,最终导致概念体系的紊乱与不协调。在内涵上,我国一致行动人概念强调获得控制权的要素,使其嬗变为表决权拘束协议。在适用范围上,在监管加码的冲动下,特别是强调对实际控制人的监管,导致了其被泛化与滥用。在功能上,一致行动人已经从最初监管当事人规避举牌义务,异化为被当事人用来规避监管的工具。基于深入贯彻注册制理念的需要,未来应重构一致行动人的概念,强调获取控制权而非表决权,限缩适用范围,厘清与表决权拘束协议的关系,使其回归监管权益披露的原初目标,更好地发挥证券市场并购的外部治理功能。

关键词:一致行动协议 表决权 实际控制人

一、概念溯源

我国一致行动人概念主要借鉴了美、英两国的相关规定,其他国家或地区如德、日和我国香港特别行政区则或多或少地与上述两国类似。^①

(一)美国《证券交易法》中“一致行动人”的规定

在 20 世纪 60 年代,美国证券市场出现了利用爬行收购(二级市场持续增持)和公开要约方式收购上市公司的股份,美国国会在 1968 年颁布了《威廉姆斯法》修改了

* 深圳证券交易所法律部副主任研究员。

本文仅代表作者个人观点,不代表所在单位观点和意见。

① 参见谈萧:《一致行动人的比较法考察》,载《证券市场导报》2006 年第 6 期。

1934年《证券交易法》,分别对公开市场收购和要约收购规定了举牌的义务。^①

1. 大额持股举牌中的“一致行动人”

投资者可以公开市场或私下协商买入股票,然后向上市公司提出改组董事会的提议,以此获得控制权。美国《威廉姆斯法》的立法者认为,此时必须让市场知道谁在买及为什么要买,以确保其他投资者能够理性地作出卖出或者继续持有的决定。^②为此,美国《证券交易法》第13(d)(1)条规定了大额持股举牌义务。但由于投资者可能会利用“泊车交易方式”规避举牌义务。^③因此,美国《1934年证券交易法》第13(d)(3)条规定了“合并计算”的规则,即“两个以上的人员构成合伙、有限合伙、辛迪加或者其他集团,以获得、持有或者处置发行人证券的,该辛迪加或者集团应当视为本款所称的一个人”。^④

这种“视为一个人”的规定表面上是一个合并计算的问题,实质上涉及的就是一致行动人的问题,但是美国《证券交易法》没有规定具体的认定标准,而完全交由司法判例和美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)的判断。在1971年的“洗浴工业公司诉布洛特案”中,美国法院认为若干个人事先各自独立取得目标公司的股份,事后他们一旦达成控制目标公司的合意,这个“团体”就形成了,也就是说“获得目标公司的控制权的意思一致”可以作为判断一致行动人的一个标准。SEC在1977年制定的规则13b-5(b)(1)将法院上述观点成文化,认为当两个人或多人为收购、持有、表决或处置发行人证券的目的共同行动时,这一“团体”就在协议之日起形成,^⑤其言下之意是,即使不是为了获得控制权而是单纯获得股份也可以构成一致行动人。在1981年的一起案件中,美国法院认为如果当事人同意一致购买目标公司的额外股份后,即使并没有形成关于控制目标公司的共同计划,但该团体仍然存在,就必须按照合并的持股数量履行信息披露义务。^⑥这意味着这里“一致行动”是对于“额外取得股份”的一致,即使没有在“获得控制权方面达成一致”也并不妨碍

① [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第507页。

② [美]罗伯特·C.克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第448页。

③ 泊车方式是指美国投资者通过多个股票经纪人买入同一家公司的股票,同时约定每个经纪人不超过5%,此外,投资者还对经纪人购入股票的损失承诺补偿。由于美国采取间接持有制度,因此,利用这种方式很容易规避举牌的义务,此时就属于美国《证券交易法》第13(d)(3)条规定的“合并计算”情形。参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第323页。

④ 英文原文:When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a “person” for the purposes of this subsection.

⑤ [美]罗伯特·C.克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第452页。

⑥ [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第517页。

认定其为一致行动人。但是,无论是司法判例还是 SEC 的规则都明确表示,任何情况下个人或实体中的家庭、人身或营业关系本身并不必然导致一个团体的存在,而必须有一个一致行动(明示或默示)的协议或合意。^①这意味着,美国不会因为相互之间的人身、经济利益等关联关系而推定一致行动人的存在。

美国之所以将“额外获取股份”和“获得控制权”都作为判断一致行动人的标准,原因在于 SEC 的 13D-G 规则对于没有控制意图的“被动投资者”和机构投资者可以适用简式披露报告,^②而对于有获取控制权的投资者适用详式披露报告,但二者都可能出现规避披露的可能。

2. 股权收购披露中的“一致行动人”

上述美国《证券交易法》第 13(d)条规定的大额持股举牌义务主要适用于爬行购买或私下协商购买股份的行为,由于这种购买不存在立法者所担心的利用公众股东集体行动困境而出现胁迫的问题,因此,这种披露义务触发点是达到 5% 的持股比例,且可以在事实发生后的 10 日内履行。如果投资者以获得控制权为目标发出股权收购(要约收购),^③就可能会产生利用公众投资者集体行动困境而对其进行胁迫的问题,此时就必须适用美国《证券交易法》第 14(d)(1)条的规定,投资者需要提前举牌。^④同样,为了防止收购人通过私下达成合意规避监管,《证券交易法》第 14(d)(2)条规定了类似于“一致行动人”的合并计算规则。^⑤在实践中,股权收购中一致行动人的认定标准与美国《证券交易法》第 13(d)(3)条几乎一致。

① [美]路易斯·罗思:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 449 页。

② 参见项剑、丛怀挺、陈希:《股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心》,载《证券法苑》2017 年第 2 期。

③ 美国证券法学者倾向将要约收购称为股权收购,参见[美]罗伯特·C. 克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社 1999 年版,第 458 页。

④ 美国《证券交易法》第 14(d)(1)条规定:“任何人利用邮递、州际商业手段、工具、全国性证券交易所任何设施或者以其他方式对依据本法第 12 条注册的任何类别的权益证券、要求同样注册的保险公司任何类别的权益证券[本法第 12(g)(2)(G)条包含的豁免除外]或者《1940 年投资公司法》项下注册的封闭式投资公司发行的任何类别权益证券直接、间接发出收购要约、收购请求或者要约邀请,成交后可能直接、间接成为该类别证券 5% 以上股份受益所有权人的,应当在首次公布或者向有关证券持有人发出或者提供收购要约、收购请求或者要约邀请的副本时,向证券交易委员会申报说明书,说明本法第 13(d)条中规定的信息和证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者通过规则和条例规定的其他信息,否则,即构成违法。所有收购请求或者要约邀请,或者为该证券收购要约、收购请求或者要约邀请制作的广告,应当作为该说明书的组成部分一起申报,并且应当包含证券交易委员会通过规则和条例规定包含的信息。初步征集或者请求后发出的征集或者请求该收购要约的任何追加资料的副本,应当包含证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者通过规则和条例规定的必要、适当信息,并且应当在不晚于首次公布或者向有关证券持有人发送、提供该资料副本时申报证券交易委员会。所有说明书的副本,应当按照向证券持有人和证券交易委员会提供该资料的格式,在不晚于首次公布或者向有关证券持有人发送、提供时发送给发行人。”

⑤ 美国《证券交易法》第 14(d)(2)条规定:“两个以上的人员为获得、持有或者处置发行人的证券而构成合伙、有限合伙、辛迪加或者其他集团的,该辛迪加或者集团应当被视为本款所称的一个人。”

3. 评析

总体而言,美国在两个举牌义务中适用“一致行动人”概念,但都拒绝给出具体的认定标准,而是交由司法和监管机构根据具体情况加以认定。根据判例和监管机构的执法实践,只要当事人构成“获取股份”和“获得控制权”中任意一个“意思一致”,即可认定为一致行动人,但是绝不因为相互人身关系或经营活动中存在关联关系而对一致行动人进行推定。上述一致行动人的认定标准贯彻了立法者的一个基本立场,即对待公司控制权的争夺采取中立,既不鼓励也不遏制,因此,执法者对于一致行动人的认定也采取保守和谨慎的态度。^① 因此,采取推定则会不恰当地扩张一致行动人的范围,这不仅会误伤一些无辜的投资者(如不会寻求控制权的机构投资者),也会削弱证券市场控制权交易所具有的外部治理功能。

(二) 英国关于一致行动人的规定

1. 英国《披露与透明度规则》中的一致行动人

英国《披露与透明度规则》在赋予(大额)持股人信息披露义务时,明确规定了一致行动人的概念。英国《披露与透明度规则》第5.4条规定,如果两个人或多方当事人之间签署一份合同,承诺通过共同行使表决权的方式执行一项以公司为对象的“长期共同方针”时,合同的每一个当事人都将被视为掌握了其他各方拥有的表决权,也就是将他们视为“一致行动人”。^② 英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)负责上市公司的持股信息披露的监管执法,也相应承担着认定一致行动人的职责。^③

2. 英国《城市法典》中的一致行动人

英国1968年《城市法典》明确规定了一致行动人(Persons Acting in Concert)的概念,该法典规定:“一致行动人包括根据协议或非正式协议积极合作,通过他们其中的任何一方购买一个公司的股份来获得或联合控制这个公司的各方,一致行动的各方在信息公开方面应被作为一个人对待。”^④ 此外,英国《城市法典》还专门列举了将6种具有关联关系主体推定为一致行动人的情形。^⑤ 但需要特别指出的是,这个“一致

① [美]罗伯特·C. 克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第458页。

② [英]保罗·戴维斯:《现代公司法原理》,罗培新译,法律出版社2016年版,第969页。

③ 参见[英]保罗·戴维斯:《现代公司法原理》,罗培新译,法律出版社2016年版,第949页。

④ See City Code on Takeovers and Mergers C1.

⑤ 六种情形具体是:一个公司与其母公司或孙公司、合伙公司;一个公司和它的任何一个董事;一个公司和它的退休基金;一个人与他所经营的投资公司、单位信托或其他投资者;一个金融顾问与他的持股方面的顾客;目标公司的董事。

行动人”概念仅适用于公司收购的情况下,即一致目的是取得或巩固公司的控制权。^① 英国的并购专家组(Panel on Takeovers and Mergers)负责并购执法活动,也承担着认定一致行动人的职责。^②

3. 评析

英国分别通过两个不同的法律建立单纯持股与公司收购信息披露义务,其中都涉及一致行动人的规定,在这一点上与美国非常像似。对于单纯持股信息披露中的一致行动人,法律强调其“行使表决权的意思一致”,而对于公司收购的一致行动人,法律则强调其“将来获取控制权的意思一致”,但共同点都是为了规制当事人规避举牌义务的问题。但英美两国在一致行动人上存在三点不同:一是美国立法上没有明确定义一致行动人,而英国则对其有明确定义;二是美国在判例中强调一致行动人既可以是“行使控制权一致”,也可以“取得股份一致”,而英国仅强调“获得控制权方面的一致”;三是美国对是否构成一致行动人不作推定,特别是不推定关联人之间构成一致行动人,而英国则对一致行动人作推定,且将关联人推定为一致行动人,这可能会潜在地造成一致行动人与关联人的混淆。

(三)我国的一致行动人规定

1. 我国《证券法》的规定

我国1998年颁布的《证券法》(以下简称1998年《证券法》)通篇没有涉及“一致行动人”的概念,2005年修订的《证券法》(以下简称2005年《证券法》)相关条文间接涉及了“一致行动人”的概念。就功能角度而言,从具体条文表述来看,^③特别是“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有”的表述,我国2005年《证券法》第86条主要借鉴了美国《证券交易法》的相关规定,其“共同持有”的规定实质上承担了对一致行动人定义的功能,但没有明确对一致行动人作定义,也没有给出其具体的判断标准。但与美国将纯粹持股信息披露与公司收购信息披露分别规定一致行动人的做法不同,我国2005年《证券法》第86条没有区分纯粹持股和股权收购分别规定一致行动人问题。

① [英]保罗·戴维斯:《现代公司法原理》,罗培新译,法律出版社2016年版,第1067页。

② 同上书,第1009页。

③ 我国《证券法》第86条规定:“通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所做出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。”

2. 我国《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》的规定

由于1998年《证券法》没有涉及一致行动人问题,而监管实践中却面临认定一致行动人的问题,因此,中国证监会制定的部门规章承担了对一致行动人进行定义的功能。2002年证监会颁布的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(以下简称《持股信息披露办法》)第9条规定首次规定了“一致行动人”概念,从其“在行使上市公司表决权时采取相同意思表示”的表述来看,^①其在很大程度上受到了英国《披露与透明度规则》的影响。与此同时,中国证监会在2002年颁布的《上市公司收购管理办法》(以下简称2002年《上市公司收购管理办法》)第62条规定“一致行动人”概念适用《持股信息披露办法》。由此,我国在部门规章层面建立起单纯持股和公股权收购的两种不同的举牌义务以及适用一致行动人的概念。

3. 我国《收购管理办法》的规定

2006年,中国证监会修改了《上市公司收购管理办法》(以下简称2006年《上市公司收购管理办法》),并废除了《持股信息披露办法》。2006年《上市公司收购管理办法》第83条修改了《持股信息披露办法》关于一致行动人的定义,不再强调是“行使表决权方面保持一致”,而是仅强调“共同扩大其能够所支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”。^②从几种推定情形的设置来看,^③2006年《上市公司收购管理办法》主要是借鉴了英国《城市法典》的规定。此外,由于2006年《上市公司

① 《持股信息披露办法》第9条规定:“一致行动人是指通过协议、合作、关联方关系等合法途径扩大其对一个上市公司股份的控制比例,或者巩固其对上市公司的控制地位,在行使上市公司表决权时采取相同意思表示的两个以上的自然人、法人或者其他组织。前款所称采取相同意思表示的情形包括共同提案、共同推荐董事、委托行使未注明投票意向的表决权等情形;但是公开征集投票代理权的除外。”

② 2014年修订的《上市公司收购管理办法》第83条规定:“本办法所称一致行动,是指投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实……”

③ 2006年《上市公司收购管理办法》规定了12种推定情形:“……如无相反证据,投资者有下列情形之一的,为一致行动人:(一)投资者之间有股权控制关系;(二)投资者受同一主体控制;(三)投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员,同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员;(四)投资者参股另一投资者,可以对参股公司的重大决策产生重大影响;(五)银行以外的其他法人、其他组织和自然人作为投资者取得相关股份提供融资安排;(六)投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系;(七)持有投资者30%以上股份的自然人,与投资者持有同一上市公司股份;(八)在投资者任职的董事、监事及高级管理人员,与投资者持有同一上市公司股份;(九)持有投资者30%以上股份的自然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员,其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属,与投资者持有同一上市公司股份;(十)在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的,或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份;(十一)上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份;(十二)投资者之间具有其他关联关系。一致行动人应当合并计算其所持有的股份。投资者计算其所持有的股份,应当包括登记在其名下的股份,也包括登记在其一致行动人名下的股份。投资者认为其与他人不应被视为一致行动人的,可以向中国证监会提供相反证据。”

收购管理办法》废止了《持股信息披露办法》,导致我国举牌监管由单纯持股和股权收购两个部分,重新退回到仅规制股权收购举牌的监管模式中,继而使我国一致行动人的概念仅适用于股权收购举牌监管过程中。^①

(四) 简评

我国 2005 年《证券法》形式上借鉴了美国《证券交易法》的规定,采取了宽泛定义的做法,而 2006 年《上市公司收购管理办法》形式上借鉴英国《城市法典》,采取具体定义且设置了具体推定情形。这种不同层级法律移植对象的不同,导致一致行动人概念体系上的紊乱和适用上的诸多困惑。

1. 法律层面关于一致行动人的规定与我国证券行政执法模式不匹配

美国采取的原则监管模式,即关注在股权收购举牌信息披露中容易被规避的实质,在法律上不对一致行动人作出明确定义,因为一旦给出具体的标准,就会被投资者再次规避。这种规定模式是与美国证券行政执法模式相衔接的,因为 SEC 的行政执法多数是在法院的监督下进行的,即 SEC 向法院提出当事人构成举牌义务的规避而应给予处罚的建议,法院行使裁量权认定案件中的一致行动人。但我国证券行政执法是法院事后监督(在行政诉讼中对行政处罚作司法审查),在依法行政的压力下,证券监管机构必须要有明确的规则,因此,2005 年《证券法》缺乏明确对一致行动人定义的规范模式难以满足监管实践的需要,与我国证券行政监管模式不匹配。

2. 过于强调表决权使一致行动人概念的泛化与扩张

2006 年《上市公司收购管理办法》采用了英国具体定义“一致行动人”的模式,形式上满足了监管实践的需要,但同时存在英国法律关于一致行动人规定中存在的固有缺陷。首先,一致行动人定义过于强调“表决权行使的一致”,而事实上应该将落脚点放在获得控制权方面,因为实践中某些投资者如公募基金在积极股东主义思潮下会积极行使表决权,但不一定谋求控制权,如果强调表决权的行使,会将这些投资者不当纳入一致行动人的范围,增加了信息披露的频度和成本;其次,强调表决权的行使还使一致行动人协议与表决权拘束协议混淆;最后,由于采取了关联人之间的一致行动推定,造成了一致行动人与关联人的混淆,进而导致了实践中一致行动人概念的泛化和滥用。

^① 但这并非说 2006 年《上市公司收购管理办法》规定不合理,因为如前所述,美国区分为持股举牌和股权收购举牌的做法导致在监管实践中出现更多的困惑,因此,我国仅规定股权收购的举牌义务可以说具有相当程度上的合理性。

二、我国一致行动人概念的嬗变

如前所述,我国的一致行动人概念原本应仅适用于股权收购领域,但是我国一致行动人概念发生了嬗变,导致监管实践中其性质发生了变化。

(一)一致行动人概念的嬗变:从“获得控制权一致”到“表决权行使一致”

如前所述,在股权收购领域,美国和英国的一致行动人概念都强调“获取控制权的一致”,但都没有强调“行使投票权方面的一致”。但目前无论是从监管实践还是市场自发行为来看,我国的一致行动人概念都共同强调“行使表决权的一致”,使我国的一致行动人概念在内涵上嬗变为“行使表决权的一致”。发生这种嬗变主要有以下几个方面的原因:

首先,由于历史上我国将单纯持股信息披露和股权收购平行规定了一致行动人的概念,而当时的《持股信息披露办法》对于一致行动人曾经强调“行使表决权一致”;其次,2006年《上市公司收购管理办法》虽然仅规定了股权收购的一致行动人,但由于受此前规定的影响,保留了“通过协议共同扩大其能够支配的表决权”,仍然不恰当地使一致行动人与“表决权”发生了关联,为一致行动人概念的嬗变埋下隐患;最后,由于我国倚重于对“实际控制人”的监管,^①使一致行动人中的“获取控制权的一致”被误读为“行使表决权的一致”,^②导致实践中我国的一致行动协议的概念已经演化为境外的股东协议和表决权拘束协议的概念,与一致行动人的概念设置初衷背离。^③

(二)一致行动人性质的蜕变:由事实问题转变为法律问题

境外一致行动人监管的目标是避免当事人利用分散持有规避举牌义务,其监管重点是,是否“构成”一致行动人,更大程度上是一种基于默契的事实问题。如果我国将一致行动人看作行使上市公司表决权一致,监管重点将转向当事人是否有一致行动协议,由此变成了一个法律问题,即一致行动协议是否违反法律的规定,是否有效。具体到一份当事人行使表决权的协议上来看,如果一方当事人与他人达成一致行使

^① 我国证券法上的“实际控制人”概念本身也有滥用的问题,具体参见拙作《上市公司实际控制人概念存废论》,未刊稿。

^② 有学者甚至认为一致行动人就是指在投票方面形成一致的股东,参见谈萧:《一致行动人的比较法考察》,载《证券市场导报》2006年第6期。

^③ 参见梁上上:《表决权拘束协议:在双重结构中生成与展开》,载《法商研究》2004年第6期。

表决权的协议,当事人必然会在具体的协议中约定出现分歧时应如何处理,以及违约时的救济方法。^①但如果是关注的一致行动人利用协议规避监管,监管者根本无须关注当事人行使表决权的具体处理方法,而只需要关注这种协议的存在事实。这种差异也导致了中外监管方面的差异,我国证券市场监管中基本上都要求发行人的律师对一致行动协议内容的合法性和合规性出具意见,而美国则截然相反,基于协议或控制是对一个事实问题的认定,SEC不允许发行人的律师就是否存在控制权表达任何意见,因为在具体情景中是否存在控制权,当事人比外部律师更有优势。^②

三、适用范围的扩张:由收购领域扩张到其他领域

(一)在股权收购中一致行动人问题

一致行动人的概念最初是用来解决投资者规避举牌义务的问题,因此,其适用范围应该是上市公司收购领域,如早期“宝延风波”,^③近几年的康达尔、上海新梅、成都路桥收购案等一系列股权争夺战中出现的“蒙面收购”问题。但与境外差别较大的是,在最应该适用“一致行动人”的上述案例中,双方当事人对于是否属于一致行动人的“合并计算”问题并没有产生任何争议,如上海新梅的收购方开南投资及王某某对于证券监管机构认定其为一人控制或存在一致行动关系而对其作出行政处罚并没有异议,而争议的焦点是原大股东要求限制收购人持有股票的表决权。^④

(二)在短线交易中适用一致行动人

我国《证券法》第47条规定了持股5%以上股东的短线交易收益上缴的义务,从条文本身来看,5%股东应该是指直接持股和名义持股的问题,但无论是司法部门还是监管部门都倾向于适用于“一致行动人”对其合并计算,如“南宁糖业与马丁居里投资管理有限公司股票交易”一案中,南宁市中级人民法院认定3个被告是一致行动人,因此构成短线交易。^⑤更有甚者,有人认为一致行动人反向买卖股票(如5%以上

① 当然,上市公司股东之间的表决权拘束协议也可能对上市公司治理产生影响,因此,监管过程中也必然会涉及表决权协议的效力、履行和违约救济问题,对此相关问题的讨论,参见拙作:《上市公司股东表决权拘束协议若干问题探讨》,未刊稿。

② [美]路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第339页。

③ 参见吴高臣:《论上市公司收购中的一致行动的法律规制》,载《法律科学》2001年第4期。

④ 参见姚瑶:《公司收购中违反大额持股申报义务的法律责任——基于上海新梅案的分析例证》,载《河北法学》2017年第1期。

⑤ 参见马晓:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第102页。

的股东买入股票,其配偶卖出股票)也构成短线交易。^① 在交易所的自律监管过程中,还产生了一致行动人之间转让股票是否构成短线交易的疑问。^② 这一适用与境外存在较大差异,一方面,由于英国没有短线交易,自然不会产生适用一致行动人的概念;另一方面,美国《证券交易法》第 16(b) 条规定仅规定了 10% 受益所有权的短线交易,并没有规定合并计算的问题,也就是不适用一致行动人概念。^③

(三) 减持环节适用一致行动人概念

中国证监会 2017 年 5 月发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(证监会公告[2017]9 号)以及上海、深圳证券交易所发布的相关实施细则都明确规定了“大股东与其一致行动人的持股合并计算”,使一致行动人概念由公司收购信息披露中扩张到股票减持领域。

与我国不同的是,美国在二级市场减持会涉及“关联人”概念,而关联人会与我国所谓的“一致行动人”发生重叠。根据美国 SEC 的“规则 144”的要求,如果是上市公司关联人持有的股票则构成限制性股票,其向二级市场出售,必须满足严格数量和提前信息披露的要求。^④ 这里的关联人包括直接或间接地控制发行人,或者直接间接地被发行人控制,或者与发行人共同被一人控制。根据 SEC 规则 405 规定,控制是指直接或间接影响管理决策的能力。此时,如果几个股东签署控制上市公司的协议就有可能成为控制上市公司的主体,其减持公司股份就会受到限制。例如,一个投资者在上市前入股,如果其没有与其他股东签署一致行动协议,那么可以适用“规则 144”关于上市后 6 个月后可以出售股票的规定,既没有数量限制,也没有提前通知义务。相反,如果其签署了一致行动协议,则需要遵循每 3 个月 1% 的减持股票数量限制和提前通知的义务。

(四) 在确定实际控制人时适用一致行动人概念

我国《证券法》中广泛使用了“实际控制人”的概念,证券的发行、信息披露、二级市场减持等各个环节都无一例外地贯穿了对“实际控制人”概念的强调。^⑤ 由于我国的一致行动人涉及控制权的问题,因此,在对实际控制人的监管过程中普遍适用一致

① 参见袁钰菲:《上市公司股东之间一致行动关系认定的法律问题研究》,载《证券法苑》2017 年第 1 期。

② 如一个持股 5% 的股东与另外一个股东是一致行动人,其中一个股东将其买入 1% 的股份在 3 个月内转让给另外一个股东,有人认为构成短线交易。

③ 参见[美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社 2003 年版,第 623 页。

④ 数量是每 3 个月卖出的总数不能超过发行人总股本的 1% 或提交 144 表格前 4 周内平均的 1 周交易量;如果 3 个月内拟卖出 5000 股或超过 5 万美元金额,股东需要提前向 SEC 提交 144 表格,履行通知义务。

⑤ 我国《证券法》中“实际控制人”的概念出现了 13 次。

行动人的概念。与我国不同,美国证券法上无实际控制人的概念,自然也不存在适用一致行动人概念的问题。美国1934年《证券交易法》第12(b)条^①和美国1933年《证券法》19(a)条^②都仅仅要求发行人披露与其存在控制关系的相关主体,但并不要求发行人披露是否存在实际控制人的问题。SEC根据《证券交易法》的授权制定了S-K条例,其中第101条、第401条、第403条、第404条、第601条都涉及控制关系的披露问题,但并不将其作为判断发行人控制权稳定以及持续性经营的依据。

四、功能的异化:从被动认定到主动利用

由于一致行动人概念最初是用来解决规避举牌义务问题的,因此,一致行动人更多的私下达成协议或形成默契,因此,美国法院曾经明确宣布“(一致行动人之间)明示或默示的合意并不需要书面协议”。^③换言之,一致行动人为了规避举牌义务会极力避免签署一致行动人协议,但事实却相反,我国证券市场中一致行动人协议非常普遍。^④出现这一反常现象主要是因为我国证券监管的传统是重视对控制权和实际控制人的认定和监管,贯穿于首次公开募股(Initial Public Offering, IPO)、并购重组审核以及持续性监管过程中,当事人借助主动签署一致行动协议而满足发行审核相关规定、规避重组监管、巩固控制权,使一致行动人的功能发生异化。

(一) 满足发行审核要求

《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称《首发办法》)第12条要求“发行人最近3年内……实际控制人没有发生变更”,理论上这是一个依据个案的具体判断问题,并且在一般意义上股权分散不应该成为上市的阻碍,但是证监会《首次公开发行股票上市管理办法》第12条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券

① 美国《证券交易法》第12(b)条规定:“证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者,通过规则和条例要求的确属必要或者适当的,与发行人,与直接、间接控制发行人、直接、间接被发行人控制或者直接、间接与发行人一起受共同控制的任何人,以及与该证券本金、利息或者本金兼利息的担保人相关的以下详细信息。”

② 美国《证券法》第19(a)条规定:“为本法之目的,证券交易委员会有权通过规定列明所需信息的格式规范,有权规定资产负债表和损益表中需显示的项目及细节,并有权规定在编制账户、资产与负债的评估或估价、确定贬值和损耗、区分经常性收入与非经常性收入、区分投资收入与营业收入,在证券交易委员会认为必要或需要时编制直接或间接控制发行人、被发行人控制或与发行人共同直接或间接接受控制的任何人的合并资产负债表或损益账户时需遵循的具体方法。”

③ [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第516页。

④ 仅2019年1月1日至5月15日,WIND资讯中关于上市公司和新三板的一致行动协议(涉及签署、续签、到期、解除)的公告多达51个。

期货法律适用意见第1号认为首发办法第12条的规定的立法本意是保持控制权的稳定性,实际控制人的认定是股票发行审核委员会的关注重点,^①实践中如果拟上市公司的股权较为分散,可能构成上市的障碍。此外,拟上市公司的原第一大股东的股权可能随着创业投资机构的进入而不断被稀释,导致其相对持股比例下降,也有可能被认定为实际控制人的变更。在具体审核中,如果没有实际控制人,股东可能需要更长的锁定期。^②为此,实践中保荐人一般会让前几大股东通过签署一致行动协议的方式,满足审核要求。^③但是,确实存在因为后续触发要约收购义务而主动解除一致行动协议的情形。^④

(二)规避重组上市监管

根据2006年《上市公司收购管理办法》第13条的规定,重大资产重组中涉及实际控制人变更的,则需要依据IPO的审核标准,如果是创业板的上市公司,实际控制人的变动本身就会成为一种法律障碍。在实践中,部分公司采取现有大股东借助一致行动协议,形式上实现控制人不变,以此规避重组上市的审核规定。以2013年创业板的“天瑞仪器并购宇星科技案”为例,宇星科技作价29亿元,按发行价每股16.01元计算,发行数量约为1.8亿股,高于天瑞仪器总股本,这意味着,控制权变更与购买资产总额两项硬指标或将双双“触线”。上市公司控股股东及实际控制人刘某贵持有公司6552万股股份,占上市公司现有总股本的42.57%。而重组完成后,刘某贵的持股股权则将降低为32.33%。为保持绝对控股,刘某贵与妻子杜某某、妹妹刘某珍,以及公司总经理应某达成一致行动人,合计持股超过8.78%。在3位一致行为人的协助下,刘某贵合计控制上市公司表决权比例超过41%,超过权策管理、安雅管理、太海

① 中国证券监督管理委员会第十八届发审委2019年第9次会议审核拉卡拉支付公司首次公开发行的公告中,股票发行审核委员会提出了以下问题:“发行人现有股东中联想控股股份有限公司为发行人第一大股东,持股比例超过了30%。请发行人代表说明:(1)未认定联想控股为实际控制人的原因及合理性;(2)在联想控股为财务投资人的情况下,未将第二大股东兼创始人孙陶然及其弟弟孙浩然认定为实际控制人的理由及其合理性;(3)孙陶然与戴启军等4个主要管理层股东是否构成一致行动人;(4)若认定无实际控制人,是否会对公司治理、管理层决策及股权的稳定性带来不利影响,如存在该不利影响,公司如何进行管理;(5)主要股东是否存在未来单独或联合谋求发行人控制权的安排和计划。请保荐代表人说明核查依据、过程,并发表明确核查意见。”

② 证监会2019年3月25日发布的《首发业务若干问题解答》(以下简称《首发问答》)规定:“对于发行人没有或难以认定实际控制人的,为确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响,审核实践中,要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定36个月,直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的51%。”

③ 参见密尔克卫2018年6月25日公布的《招股说明书》中披露。

④ 参见荃银高科在2013年9月6日的公告,称公司的原7名股东因为签署一致行动协议,导致后续股份增持要履行要约收购义务,因此,决定解除一致行动协议。

联、福奥特、和熙投资 5 名交易对方持有上市公司的股份比例,仍为上市公司实际控制人。^①

(三) 巩固控制权的现实需要

由于我国《公司法》采取股东大会中心主义,因此,上市公司的股东主观上存在通过一致行动协议巩固控制权的内在需求。此外,我国《公司法》不允许设立双重表决权股,留给董事会设置反收购措施的空间较小,反收购主要倚重于股东的表决权,因此,客观上也促使了上市公司股东通过签署一致行动协议来巩固控制权。在金科股份的相关股东的一致行动协议从签署到解除反复过程中,应该最能反映巩固控制权的诉求。2011 年 5 月金科股份借壳 ST 东源,因为满足要约收购豁免问题,因此,重组方签署一致行动协议构成 2006 年《上市公司收购管理办法》第 63 条第 3 项的豁免要求。但是公司借壳上市后,各方感觉一致行动协议对其后续的减持和信息披露产生了较大负担,因此于 2014 年陆续签署《一致行动解除协议》,特别是大股东黄某云与其女儿黄某诗在 2014 年 12 月 12 日签署《解除协议》,用协议方式解除了天然的一致行动关系。各位股东陆续减持,但 2018 年由于遭遇到融创的收购威胁,黄某云与其女儿黄某诗于 10 月 28 日又重新签署了《一致行动协议》,协议签署后,黄某云先生及其一致行动人持有公司总股本的 29.9925%,巩固了对公司的控制权。新三板公司会有更多激励利用一致行动协议巩固控制权的情况,因为新三板公司的股东无要约收购的义务,如新三板挂牌公司雷克斯 2019 年 3 月 13 日发布公告称,甲方持有 57% 的股份,乙方持有 38% 的股份,二者签署一致行动协议并没有导致控制人的变动,只是为了提高经营决策效率。

五、建 议

鉴于我国一致行动人概念已经出现了滥用和功能异化,与其设置初衷相悖,故提出如下建议。

(一) 重构概念

我国法律和部门规章借鉴了不同国家的规定,分别采取了原则定义和规则定义

^① 相关案例参见袁钰菲:《上市公司股东之间一致行动关系认定的法律问题研究》,载《证券法苑》2017 年第 1 期。除采用一致对象协议遵守形式上控制权不变的要求外,还有通过新增股东放弃控制权以及事实上的一致行动人宣布不是一致行动人的发生实现规避借壳的监管,参见《爱使股份跨界并购游久时代》,载吴清总编,黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(2017 年第 19 卷),法律出版社 2017 年版,第 203 ~ 216 页。

的两种方法,我国一致行动人概念体系发生紊乱。

1. 在《证券法》中采取英国的一致行动人概念

鉴于我国的执行机制与英国更加相似,^①建议采取英国的模式,将2006年《上市公司收购管理办法》的相关规定上升为《证券法》层面的规定,但为了便于及时补充新推定情形,建议在我国《证券法》中增加“证券监管机构可以就一致行动人具体推定情形作出规定”的授权规定。

2. 修改一致行动人的定义,不再强调表决权的构成要素

我国2006年《上市公司收购管理办法》过分强调“表决权”,使一致行动协议容易被误解为就是表决权拘束协议或者股东投票协议。在实践中,签署表决权拘束协议或股东投票协议可能会导致成为一致行动人,但一致行动人概念本身是为了解决股东规避举牌义务问题的,主要针对的是代持和分散持有的问题,如果强调表决权行使,会不恰当地扩大一致行动人的认定范围。此外,无论是我国现行《证券法》,还是正在修改的《证券法(三读稿)》,我国股权收购的举牌义务已经成为世界上最严的规定。如果我们还扩张对一致行动人的认定,将会形成叠加效应,证券市场的股权收购的外部治理功能可能会被彻底摧毁。^②因此,应该将一致行动的定义修改为:“一致行动是指投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大对一个上市公司控制权的行为或者事实。”如此,一些如公募基金的机构投资者虽然可能会对一些议案积极行使表决权,但因为其并不寻求控制权,而也已就不应该将不同基金管理人持有的股份作为一致行动人合并计算,则一方面可以减少机构投资者的信息披露成本,另一方面也可能培育机构投资者的积极股东主义,提升上市公司治理水平。^③

(二) 限缩适用范围,在短线交易采用权益的概念

由于在二级市场减持和短线交易过程中可能会出现投资者借用他人账户而产生真实持有和名义持有不一致的问题,因此,现有监管政策采用扩张适用一致行动人概念的方式去解决这一问题。我们认为过度扩张了一致行动人概念的适用范围,在堵住了部分规避行为的同时也增加了市场交易阻力,对整个市场效率和功能产生了负

① 英国的持股信息和股权收购监管的执法机关分别是FCA和专家组。

② 我国大额持股举牌问题最终需要从收购方、管理层、中小股东三个视角进行反思,而不是继续加码收购人的义务和责任。对于这一问题探讨,详见张巍:《美国的上市公司敌意收购防御及其对中国的启示》,载《证券法苑》2017年第1期。

③ 有建议借鉴美国经验,区分是否获取控制权规定不同的信息披露义务,如机构投资者和被动投资者就可以享受较为宽松的披露义务。参见项剑、丛怀挺、陈希:《股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心》,载《证券法苑》2017年第2期。

面效应,因此,可以借鉴美国法律中的“受益所有权”概念,修改我国《证券法》第47条,不再采用持有5%以上的股东概念,而是采取拥有5%以上权益的投资者概念。

(三) 出台表决权拘束协议指引,厘清其与一致行动人之间的关系

由于我国上市公司收购领域中目标公司可供采取的反收购措施的空间受限,实践中股东有利用签署表决权拘束协议巩固控制权的现实需要,但由于表决权拘束协议是一个法律问题,涉及合规性,目前不少表决权拘束协议存在合规隐患,如约定董事会的表决意向以及缺乏违约责任的约定,最终将不利于上市公司的规范运作。因此,建议证监会参照《上市公司章程指引》的做法,颁布《表决权拘束协议指引》,一方面,可规范表决权协议;另一方面,可厘清表决权拘束协议与一致行动人协议的关系。

(四) 逐渐淡化实际控制人的确定问题,减少一致行动人概念的功能异化

由于我国现有一致行动人概念被误读为行使表决权方面的一致,加之监管实践中促使发行人确定实际控制人,使一致行动人概念由原本监管持股和公司收购举牌义务的功能,异化为当事人主动规避监管的工具。在目前发行审核监管过程中已经发生了积极的变化,如《首发问答》以及上海证券交易所发布的《科创板发行上市审核问答》都已明确一致行动协议并不是确定实际控制人的唯一标准。^①未来随着注册制改革的不断推进,为了深入贯彻注册制理念,^②应逐渐淡化对实际控制人认定,将其逐渐还原为一个事实问题,即发行人需要完整、准确披露相关事实,但无须外部律师和保荐人确定实际控制人问题,这可以在很大程度上减少一致行动人功能的异化。

① 《首发问答》第9条规定:“法定或约定形成的一致行动关系并不必然导致多人共同拥有公司控制权的情况,不应为扩大履行实际控制人义务的主体范围或满足发行条件而做出违背事实的认定。通过一致行动协议主张共同控制的,无合理理由的(如第一大股东为纯财务投资人),一般不能排除第一大股东为共同控制人。实际控制人的配偶、直系亲属,如其持有公司股份达到5%以上或者虽未超过5%但是担任公司董事、高级管理人员并在公司经营决策中发挥重要作用,除非有相反证据,原则上应认定为共同实际控制人。”

② 参见清澄君:《注册制是一致制度,更是一种理念》,载微信公众号“比较公司治理”2019年3月2日。