

公司分拆上市法律监管的制度逻辑与建构

李燕 何滨妤

(西南政法大学 重庆 401120)

摘要:对于上市公司分拆上市法律监管需秉持证券市场的公平、自由与效率理念,但又适度平衡或重点规范分拆导致的利益冲突,以有效防范和化解可能引发的金融市场风险。秉持类型化与重点领域监管并重的理念,在具体规制路径和策略上,应从三个方面加以制度建构。一是完善公司分立制度,明确兄弟公司分拆上市的制度基础;二是建立分拆上市制度,重点就母子公司分拆上市的内部决策机制、利益输送、关联交易等风险进行规范和监管;三是尽快修订《公司法》和《证券法》的相关规定。

关键词:上市公司;分拆上市;监管目标;分拆上市规则

中图分类号:DF411.91 文献标志码:A DOI: 10.3969/j.issn.1008-4355.2017.04.13

引言

上市公司分拆上市,是当前金融市场出现频率较高的热词,通常指已上市公司将其部分业务或者某个子公司独立出来,另行公开招股上市、在资本市场上融资的过程和结果。我国现行《公司法》《证券法》等法律法规对此尚无明文规定。境外成熟金融市场,上市公司分拆上市已较为普遍。近年来,欧美市场每年有上千家公司参与分拆上市,涉及金额多达上百亿欧元。近十年来,我国境内上市公司分拆业务到海外上市^①或在境内上市亦多有发

生^②。尤其是2013年以来,“红筹上市”公司“神州数码”“创维数码”通过“分拆”并“借壳”运作,成功回归境内证券市场。此后,“浙江沪杭甬”“北大青

① 1 例如2000年,境内上市公司“同仁堂股份公司”将部分制药厂、中药提炼厂分拆成立了“北京同仁堂科技发展股份公司”在香港创业板挂牌上市,成为境内资本市场分拆上市首家公司。此后2004年,TCL集团将部分业务分拆成立“TCL通讯科技”在港交所上市。同样的例子还有“友谊股份”“新疆天业”“比亚迪”“紫江企业”等公司。

② 2010年2月,境内上市公司“东北高速”分立为“龙江集团”和“吉林高速”两个上市公司,成为境内上市公司分拆业务境内上市的特例。2017年,上海城投(集团)有限公司(下称“上海城投”)为上海国资委旗下全资子公司,旗下两大上市平台为城投控股、阳晨B股)。上海城投采用了前所未有的方式:先吸收合并,再分立上市。即城投控股先吸收合并阳晨B股的全部股权,然后再将阳晨B股的全部资产、负债、业务转让给原城投控股旗下全资子公司上海环境集团有限公司,此后,上海环境集团有限公司变更为股份有限公司(即上海环境),并在上交所上市。分拆后,城投控股的主要业务为房地产和投资两块。根据拆分方案,城投控股1000股变成783股,分了217股给N沪环境。一个公司就此分为两家,原来的老股东同时持有两家公司股票。

收稿日期:2017-06-06

基金项目:中国法学会部级法学研究课题“双重上市法律制度研究”(CLS(2015)C35)

作者简介:李燕(1976),女,重庆人,西南政法大学教授,法学博士;何滨妤(1977),女,重庆人,西南政法大学民商法专业博士生。

鸟”“信利国际”“中国忠旺”等在香港的“红筹”上市公司,“药明康德”、“完美世界”、“搜房控股”等在美国上市的“红筹”公司,也纷纷实施分拆上市回归境内证券市场的行动,掀起新一轮“红筹”公司分拆上市回归潮。

实践中,关于上市公司分拆上市争议较大。支持论者认为,分拆上市可以为多元化经营的上市公司减少跨行业管理成本、提供新的融资渠道、激励和吸引管理团队与人才,促进多层次资本市场发展。反对论者则坚持,当前我国应暂缓开放分拆上市,以防增大证券市场扩容压力;且分拆上市操作程序复杂,控股股东常涉“套利”之嫌,不合理的关联交易使得监管尤为困难。事实上,分拆上市作为一种金融创新工具,兼具融资与重组之功能,其剑具双刃,利弊共存。特别是作为上市公司资产收缩型重组^[1]的资本运营行为,会导致相关公司组织结构和股权结构变化,也可能引发上市公司被掏空、资产泡沫,存在利益冲突与输送、内幕交易等风险,带来公司法和证券法理论与实务系列问题,这也即本文研究之初衷。

一、上市公司分拆上市之内涵辨析与实质分析

学界对上市公司分拆上市的内涵看法不一。一种观点^①认为,分拆上市相当于股权切离或权益切离(Equity Carve-outs),即上市母公司将全资或控股的子公司部分或全部出售给公众,子公司作为独立的法律实体单独上市;第二种观点^②认为,分拆上市是公司分立后再上市,即母公司通过“公司分立”这一组织变更方式,将子公司从母公司分离出去再上市,其结果是形成各自独立、股份比例相同的两家上市公司。

根据中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》(证监发[2004]67号,以下简称

《通知》)^③及其相关具体实践^④,目前,监管者对上市公司分拆上市行为规范与约束的重心在于,控制上市公司及其上市公司有控制权的所属企业到境外分拆上市的行为。事实上,被称为“软法”的证监会规范性文件,对上市公司具有强制性适用效力^[2],而证监会前述文件,并未将重组分立后,没有

① 持此种观点的有: Schipper, Smith (1986), Vijn (1999), Powers (2003), 王化成、程小可 (2003), 郭星海、万迪昉 (2010), 马其家 (2011) 等。

② 持此种观点者有: 张诗华 (2001), 马成 (2001), 于海云、杨庆林 (2009) 等。

③ 证监发[2004]67号《通知》第1条“上市公司所属企业到境外上市,是指上市公司有控制权的所属企业到境外证券市场公开发行股票并上市的行为”。第2条:所属企业申请到境外上市,上市公司应当符合下列条件:(一)上市公司在最近三年连续盈利。(二)上市公司最近三个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产不得作为对所属企业的出资申请境外上市。(三)上市公司最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的50%。(四)上市公司最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业净资产不得超过上市公司合并报表净资产的30%。(五)上市公司与所属企业不存在同业竞争,且资产、财务独立,经理人员不存在交叉任职。(六)上市公司及所属企业董事、高级管理人员及其关联人员持有所属企业的股份,不得超过所属企业到境外上市前总股本的10%。(七)上市公司不存在资金、资产被具有实际控制权的个人、法人或其他组织及其关联人占用的情形,或其他损害公司利益的重大关联交易。(八)上市公司最近三年无重大违法违规行为。

④ 1997年至今,中国证监会具体行政行为,对有关上市公司的分拆行为进行了批准或指导。如中国证监会关于核准同方股份有限公司下属境外公司在境外公开发行股票并在香港交易所上市的批复(证监许可[2011]1087号);根据《国务院关于加强在境外发行股票和上市管理的通知》(国发[1997]21号)对同方股份有限公司分拆下属新加坡科诺威德有限公司的行为进行审批《关于同意中翔建设集团有限公司在境外分拆上市的批复》(证监发行字[1999]51号),同意中翔建设集团有限公司将基建业务分拆,在新加坡证券交易所申请上市,同时要求,中翔建设集团有限公司的境内股权持有单位应将本次分拆上市情况书面报告中国证监会。此外,中国证监会关于交通银行股份有限公司分拆交银国际控股有限公司境外上市有关事宜的函(国合函[2017]177号),对交通银行股份有限公司分拆行为应根据《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》(证监发[2004]67号)履行信息披露义务。

控制权联结关系的分立拆分上市行为纳入规范范畴^①。实际上,股权剥离式分拆上市,即上市公司整合部分资产、业务或者子公司,发起设立新的股份有限公司再上市,形成有控制权的母子上市公司的资本运营行为,是法律监管关注的重心。

因此,笔者认为分拆上市的核心辨识要素为:一是上市公司售出分拆公司股份的对象为社会公众,既可以被看作上市公司股票的二次发售,也可以视为分拆公司(子公司)的首次公开发售;二是分拆前,上市公司应当拥有分拆公司(子公司)实际控制权;三是分拆后,形成的母子上市公司,上市母公司是上市子公司的发起人或控股股东。

二、上市公司分拆上市之利弊审度与监管法则

从法律监管层面而言,分拆上市容易导致的问题集中在三个方面:一是分拆主体“空心化”风险。母公司若将分拆上市视为“圈钱”工具,则会降低母公司的资产营运质量,影响母公司持续经营能力。二是侵害中小股东利益。主要表现为,控制权和信息不对称导致的内幕交易^②、关联交易^③、操纵市场等。具体有:(1)母子公司与关联企业间因买卖、担保等产生的关联交易、内幕交易;(2)分拆前后母子公司间因资金使用、债权冲抵、产品购销等产生的利益输送;(3)分拆上市表决权集中于母公司大股东和管理层,中小股东缺乏参与权,且中小股东股权容易被稀释,缺乏讨价还价的能力^④。三是监管部门对上市公司分拆的权责规定不明确,不利于防范分拆上市对投资者造成的风险。目前,证监会作为审查和批准上市公司分拆上市的监管主体,缺乏监管办法明确其职能或授权,分拆上市的资格审查标准、信息披露标准等也不明确,由此引发对公司法治和证券监管的法理基础与监管逻辑的思考。

不难看出,基于公司的发展与效益,上市公司控股股东及其管理层做出分拆上市这一理性选择,

既是出于拓展公司融资渠道、提升管理效率的考量,也蕴含着较大风险,可能侵害公众股东利益,损害投资者的信心。

对此,有反对论和限制论两种观点。反对论认为,分拆上市本质上是不公平的,存在控股股东、董事、经理等内部人滥用权利的风险,因此对此类行为,公司法可以做出的最好回应就是全面禁止^[3]。限制论认为,尽管代理成本可能影响公司效益,但

① 2016年2月25日证监会“行政许可事项服务指南”《上市公司合并、分立核准》第2条,设定依据为“由于上市公司实施合并、分立的核心环节均为发行股份(包括上市公司公开或非公开发行新股或者上市公司的子公司公开发行存量股份),根据《证券法》第10条、第13条的规定,必须报经证监会核准。”此条显示,上市公司运用“公司分立”方式,拆分子公司在境内上市行为,其结果是形成没有控制权联结关系的兄弟上市公司。参见:证监会《关于核准上海城投控股股份有限公司吸收合并上海阳晨投资股份有限公司并分立上市的批复》(证监许可〔2016〕2368号);上海城投控股股份有限公司换股吸收合并上海阳晨投资股份有限公司及分立上市方案已经证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过。

② 上市公司的分拆上市中,存在比一般的内幕交易行为更明显的潜在危害。因为分拆上市前往往存在通过协议转让大量股票给受让人,这种短期的大量股票的交易行为极易引起股票价格的较大波动,为证券的内幕交易行为制造机会。具体来说,上市公司与分拆公司的高级管理人员不但最早知悉上市公司计划分拆上市的举措,而且有可能成为受让分拆公司股份的受让人。在分拆公司股票溢价的吸引下,这些人员很有可能利用职务之便,将信息通过各种渠道加以利用,攫取分散的中小股东的利益,这种利用信息优势的非正当获益行为严重破坏证券市场的正常秩序。

③ 如果上市公司纷纷将盈利能力较强的部分资产或业务分立出去,一味追求分拆上市的融资效应,那么有可能造成母公司的资产营运质量和运作效率下降的结果。在这种情况下,很可能在上市公司与分拆公司之间产生大量的关联交易,或者继续加强上市公司与分拆公司历史上形成的关联交易的程度。目前,证监会虽然要求上市公司及发行人的股东或实际控制人,与发行人之间不得存在严重关联交易,可是并没有对关联交易的“严重”程度提供具体的判断标准。

④ 从上市公司中小股东利益的角度出发,分拆公司上市后,虽然在一般情况下,上市公司对分拆公司保持控股或参股关系,但由于引入新的投资者,原属于上市公司的分拆公司的股权被转让到其他投资者名下,由此,上市公司原始股东的股权受到一定程度上的稀释,从而不可避免地摊薄了原始股东的利益;而对中小股东的利益影响更为明显,因为大股东在分拆公司上市之前就通过上市公司的股权转让行为购买到了部分分拆公司的股权,获得了更高的持股比例,因此受到股权稀释影响最大的是上市公司的中小股东。因此,分拆公司上市之后,通过规范股利的分配制度保护中小股东的股份收益权,是市场外部监管和公司内部治理机制需要重视的问题之一。

有关研究表明,分拆上市有利于公司提高效益^①。提高公司效益比公众股东未来收益权被剥夺更重要^[4]。因此,应通过法律制度来保障上市公司分拆交易的公平性,保障公司经营自由。也正是基于此,世界各国均放弃绝对禁止的态度,而采取另一种监管思路,即通过引导和规范上市公司分拆交易行为,确保证券市场的公正、有效和透明,以平衡投资者保护、公司经营和资本市场资源配置效率。毫无疑问,这也是我国分拆上市监管之基本法则。

三、上市公司分拆上市之监管模式比较与选择

基于前述分析,笔者认为上市公司分拆上市的法律监管不能仅限于关注分拆交易行为各方的利益平衡,应以保护中小股东为中心进行制度设计,同时还要充分考虑如何维护资本市场的安全与投资信心、保护公司运作自由、提高资本市场资源配置效率等。如何取舍,各国或地区不同的规制方法和手段值得参考借鉴。

(一) 分类监管模式:以美国为例

美国的分拆上市,通过公司法、证券法、破产法、交易所上市规则、税法等予以规范,虽然没有专门的分拆上市规则,但相关法律法规各有侧重,体现出分类监管的特点。具体有:(1)业务分拆上市,重点关注程序和相关主体利益。公众公司业务分拆时,对分拆过程主要关注上市公司内部决策程序、信息披露条件、程序及标准;同时,对股东和债权人利益的保护,通过股东表决权、董事责任规则等保护股东利益,通过股利分配规则、各州财产欺诈转移法等保护债权人利益,这些具体规则,主要体现在公司法、证券法、破产法相应规范中。(2)母子分拆上市,需同时遵守关联公司上市规则。即分拆的上市公司受制于同一实际控制人或属于母子公司,则须同时遵循——普通发行人申请IPO的条件和关联公司的上市审查条件,这些条件,主要体

现在交易所上市规则中。(3)按比例分拆,主要通过税法规范。即对公众公司分拆上市的,母公司2年内保持对子公司的实际支配地位,2年后母公司按比例获得子公司股份的,予以税收优惠待遇——母公司免缴纳所得税,母公司的股东只需缴纳资本利得税。

此外,建立了信息披露有条件豁免原则。即一般而言,被分拆母公司实施“属于1933年《证券法》第2条3款规定的出售情形”之分拆行为,应当于事前,进行信息披露的登记和申请。但如果分拆上市行为符合以下五个条件,则可豁免登记和申请:一是基于正当经营目的;二是母公司提供了适当信息给其股东及证券市场;三是按股份配给制度,使得母公司股东按比例获得子公司股份;四是母公司股东无须支付对价即取得子公司股份;五是如取得的股份属受限制股票,则至少应该持有2年以上。

(二) 过程监管模式:以日本为例

在日本,分拆上市由“分割”和“上市”两部分组成,又称“分割上市”。分割是对上市公司事业相关的权利义务的全部或部分的让与与继受^[5],上市是指以这部分事业为基础向公众发行股份。其分拆上市的规范主要包括三个部分:1.公司分割(分立)立法。根据2014年日本公司法,在实施公司分割的过程中,被分割公司的股东、雇员、债权人等受到法律保护:股东利益主要通过分割合同、股东大会、股份回购请求、信息披露时间与场所、生效与登记等具体环节中相关制度保护^{[5]13-15};对职工,通过职工异议申诉程序予以保护;对债权人利益保护则通过事前异议、事后连带责任、债权人个别催告程

① Schipper and Smith. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: share price effects and corporate restructuring [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15 (1/2): 153 - 186. Schipper 和 Smith 通过研究发现,子公司分拆上市公告宣布后,母公司股价有正效应和累积超额收益。Prezas, Tarimcilar 和 Vasudevan (2000) 研究证实,公司存在短期超额收益。

序等达成;2. 分割上市专门规则:根据《日本商法》典分立制度,东京证券交易所修订了上市规则,明确了分割后上市公司的营业能力、审查对象,同时,在上市类型中列举了纯粹分立;3. 上市规则特别要求——关联公司独立性。对关联公司分立上市,东京证券交易所按照一般上市规则(针对所有公司的上市审查)和关联公司分拆上市标准进行双重审查。为防止利益上的过度关联,围绕分割前后被分割公司与新公司之间的独立性,审查核心要素有:(1) 资金,主要融资和资产管理不过度依赖和影响。(2) 业务,不能经营相同或同类业务;(3) 交易规模,交易规模依赖度超过 70% 以上,则不允许上市;(4) 人员,董事、高管等重要管理人员不存在交叉。

(三) 平衡监管模式:以我国香港地区为例

我国香港地区作为国际金融中心,其证券监管的目标与原则在于,追求投资者利益、公司经营自由、金融安全三方平衡。对此,上市公司分拆上市,须符合联交所基本上市条件和分拆上市规则,其观测点有:

1. 盈利能力通过指标设定,防范母公司盈利水平下降。根据联交所监管指引第 15 项应用指引(PN15)、上市决策(HKEx-LD17-2011)规定,被分拆的母公司应符合以下要素:(1) 时间要素,公开上市后 3 年内不能分拆;(2) 盈利占比,股东应占盈利总额在分拆前 5 个会计年度内任何 3 个年度,不少于 5000 万港元;(3) 业务要素,分拆后,母公司剩余业务仍符合独立上市要求,尤其是联交所《上市规则》第 8.05 条的财务指标。

2. 股东利益从三个方面判断母公司股东是否受到影响:第一,是否有明确清晰的商业利益;第二,不得给母公司股东造成“重大不利影响”;第三,赋予母公司股东表决权,即分拆交易中资产、利润、收入、股权等四个指标的占比大于 25% 等情形下,须交由母公司股东表决;同时,独立财务顾问应在股东表决遭遇反对的情况下,进行专门说明。

3. 股份配额的公平性。联交所监管指引第 15 项应用指引(PN15)指出,分拆上市获准的关键因素在于,母公司股东能否通过股份分配或优先认股权,从新的上市公司中平等地获得合理的股份。

4. 独立性是为严防被分拆母子公司间的利益输送,联交所明确要求独立性包括:(1) 业务的独立,母子公司的业务应清楚区分,各自独立;(2) 职能的独立,新公司有相对独立的管理人员^①,行政机构^②及运营机制;(3) 交易的独立。根据联交所《上市规则》第十四章,被分拆公司与新公司间的关联交易须符合相关规定。

(四) 我国上市公司分拆上市监管选择:分类与重点并行

从逻辑理性维度考量上市公司分拆上市的监管模式选择,应当把握两条基本规则。一为必要性,即是否需要证券监管;二为适度性,即如果需要监管介入,其介入的限度何在。传统的金融监管理论偏重于审慎监管,但自 2008 年金融危机以来,国际金融监管界意识到^[6],因行为监管缺失,导致了市场公平、公正失范以及金融消费者权益保护不足。依据英国经济学家泰勒的“双峰(twin peaks)”理论^[7],金融监管应坚持审慎监管与保护金融消费者权益两个并行目标。因此,应用在证券监管领域,应坚持公平、公正价值引导下的投资者保护和确保市场诚信下促进有效竞争^[8]。因此,对证券市场中上市公司分拆上市行为,仅通过利益关系人之间的合约和公司内部治理规范难以防范分拆上市

① 管理层独立并不是指“新申请上市公司的董事不能与被分拆上市公司的董事资格相同”,但如果两个公司的董事相同或存在任职交叉,且两公司存在事实上或者潜在的利益冲突时,联交所上市审查委员会只有在确信新申请上市公司的董事不仅能够考虑母公司利益而且具备以公司股东整体利益为目标进行独立经营的情况下,管理层独立要求才算成立。

② 新申请上市公司具备独立实施重要管理职能的条件,而无需得到被分拆公司的支持和认可,但上市审查委员会一般不会将秘书等非重要管理职务的通用看作管理独立的障碍。

可能出现的风险。由此,大部分国家和地区均通过明确的分拆上市规则予以调整、规范和引导。美国针对不同类型的分拆上市模式进行分类监管,并建立信息披露特别规则;日本仅允许公司分立分拆上市,重点对上市程序、资格、公司独立性予以规制;我国香港地区采取平衡的监管模式,建立了分拆上市规则,对盈利能力、股东利益、公平性、独立性等给予重点关注;体现出主要国家和地区对上市公司分拆上市的基本态度和监管逻辑,对母子上市公司潜在利益冲突进行必要的调整和规范。因此,在上述借鉴性经验基础上,笔者认为我国上市公司分拆上市的监管理念应突出“分类与重点并行”的原则。首先在监管政策方面,制定较为明确的规则;其次,区别对待不同类型的分拆模式,做到有堵有疏;再次,对重点环节予以规制,既为市场主体的有效经营提供正当渠道,又兼顾公平公正的市场环境,一定限度内降低市场风险和道德风险。

四、我国上市公司分拆上市的问题前瞻与制度回应

早在1997年,国务院发布《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》^①对“红筹公司”(即境外中资控股的上市公司)以其拥有的境外资产和境内资产在境外发行上市进行了规定;2004年,中国证监会《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》^②对境内上市公司有控制权的所属公司境外上市予以规范;同年12月,证监会《关于加强社会公众股东权益保护的若干规定》规定,对“上市公司有重大影响的附属企业到境外上市”须“经全体股东大会表决通过,并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过,方可实施或提出申请”;此外,对境内上市公司分拆业务在境内上市,2010年4月召开的创业板发行监管业务情况沟通会上,证监会管理人员介绍了创业上市的六项条件^③。但总体而言,我国境内证券市

场有关上市公司分拆上市,特别是上市公司分拆子公司在境内证券市场上市的制度基本上仍处于空白状态,监管口径采取暂不允许的立场,这不利于我国资本市场国际化、市场化改革的推进。可以预见,分拆上市作为资本市场的原生需求,将成为证券发行的重要配套制度。因此,市场主体逐利的本

① 1997年6月20日,国务院发布《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》(国发[1997]21号,现行有效),第2条规定:在境外注册的中资非上市公司和中资控股的上市公司,以其拥有的境外资产和由其境外资产在境内投资形成并实际拥有三年以上的境内资产,在境外申请发行股票和上市,依照当地法律进行,但其境内股权持有单位应当按照隶属关系事先征得省级人民政府或者国务院有关主管部门同意;其不满三年的境内资产,不得在境外申请发行股票和上市,如有特殊需要的,报中国证监会审核后,由国务院证券委审批。上市活动结束后,境内股权持有单位应当将有关情况报中国证监会备案。

② 2004年7月21日,中国证券监督管理委员会《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》(证监发[2004]67号,现行有效)第1条规定:“上市公司所属企业到境外上市,是指上市公司有控制权的所属企业(以下简称‘所属企业’)到境外证券市场公开发行股票并上市的行为”;第2条规定:对境内上市公司有控制权的所属企业到境外上市,对上市公司的要求有:1.持续盈利能力、财产、业务、人员独立性、关联人员持股情况;2.董事会、股东大会表决、独立董事表决;3.信息披露义务;4.财务顾问等。

③ 2010年4月召开的创业板发行监管业务情况沟通会上表示“明确允许”,但需要满足六大条件:上市公司公开募集资金未投向发行人业务;上市公司最近三年盈利,业务经营正常;发行人与上市公司不存在同业竞争,且上市公司出具未来不竞争承诺;发行人净利润占上市公司净利润不超过50%;发行人净资产占上市公司净资产不超过30%;上市公司及下属企业董事、监事、高级管理人员及亲属持有发行人发行前股份不超过10%。到2010年9月召开的第四期保荐代表人培训会议上,证监会管理人员特地澄清,关于允许主板企业在创业板分拆上市的说法是不准确的。创业板原则上也不鼓励分拆上市,只有主板一些大的企业满足特定条件,才可以申请在创业板分拆上市。而到2010年11月11日至12日,第六期保荐代表人中关于分拆上市的解读中,证监会管理人员表示,目前分拆上市争议较大,操作性不强需要从严把握。

性和日益增长的分拆需求^①,应当通过建立明确具体的上市公司分拆上市规则,予以引导和消解。为此,应借鉴境外对分拆上市类型化监管与重点领域监管并重的规制路径,尽快修改《公司法》和《证券法》的相关规定。

(一)从《公司法》的视角厘清相关制度,建立上市公司分拆上市的内部决策程序

1. 完善公司分立制度,厘清公司分拆边界。分拆上市实质上包括分拆和上市两个环节。分拆是股权或权益的剥离,分拆上市即上市公司将部分资产、业务或子公司股份出资,募集设立股份公司并持有其股份,其后果是形成两个上市的母子公司。与“分拆”紧密联系的概念是“分立”。以我国现行《公司法》第175条、176条为核心构建起的公司分立制度,没有对公司分立的涵义、具体形式、分割财产的范围、分立的对价等做出规定,致使理论与实践对公司分立的理解与解释难以统一。具体在上市公司分拆上市中,常将“分拆”视同为“分立”。从已有规范^②来看,分立后新公司是否是分立中新设的公司,还是存续公司,尚存争议;分立完成后,被分立公司的股东直接持有分立公司的股份。这显示出在我国法律制度环境下,公司分立是将原具有控股关系的母子公司调整为具有相同股东结构下的兄弟公司关系,这就与分拆上市后,依旧保持母子公司控制关系有根本区别。此外,境外各国公司分立制度立法例呈多样化,公司分立内涵各有不同,也与我国公司分立法律规定有区别^[9],因此,需在以后《公司法》修改中,明确公司分立内涵,以区分其与分拆的不同。

2. 建立实际控制人注意义务的行为标准。学界一般认为,原上市母公司分拆设立新上市子公司的行为性质为转投资行为,从而带来分拆上市的过程中,主要在上市公司管理层间的控制权变动问题^[10]。分拆上市前,母公司管理层对子公司拥有实际控制权;分拆上市后,子公司管理层拥有实际

控制权,但受制于母公司名义上的控制权^[11]。尽管我国国有上市公司、民营上市公司控制权配置模式不同,但都面临代理链条冗长、信息不对称等问题,容易产生内部人控制,上市公司的经营者实际上仍受命或受制于公司的控股股东^[12]。因此,实际控制人对上市公司和广大投资者负有信义义务。实践中,实际控制人、控股股东可能利用公司分拆上市机会,进行关联交易、自我交易等攫取中小股东利益。对此,现行《公司法》第21条规定了实际控制人对公司的忠实义务,第148条规定了董事、监事和高级管理人员的忠实义务和注意义务,但没有明确规定实际控制人的注意义务,以及缺乏对董

① 原证监会主席刘鸿儒在2007年6月“上市公司高峰论坛”中谈到关于分拆上市的问题。目前我国的资本市场还不允许在境内分拆上市,有的企业只好分拆到香港上市。在调研中我们发现很多国内上市公司有分拆上市的强烈需求。一部分是那些有多项成熟主业的上市公司,希望分拆开使主业更加鲜明,也有利于公司在二级市场的估值。另一部分是拥有完整下属业务的上市公司,希望分拆下属公司上市以便对下属公司进行有效激励,使分拆出的业务快速发展。分拆上市与整体上市一样,是市场化配置资源的选择,并不是说我们鼓励整体上市就要禁止分拆上市。应尊重市场化的选择结果,国内资本市场也应该允许并创新地进行分拆上市。

② 《民法通则》《公司法》虽然规定了公司分立制度,但却未对“分立”进行定义。1986年《民法通则》第44条“企业法人分立的,权利义务由变更后的法人享有和承担”,首次规定了分立制度。1993年《公司法》第七章,用第182、183、185、188条4个条文,对公司分立的条件和程序进行了简化。2005年修改后的《公司法》第75、143、176、177条对分立对象、分立程序、债权人保护、股东回购请求权等进行了规定。2013年修订后的《公司法》第74、142、175、176条分立制度与2005年基本一致。此外,2001年外经贸部、国家工商总局《关于外商投资企业合并与分立的规定》第4条将分立界定为:“一个公司依照公司法有关规定,通过公司最高权力机构决议分成两个以上的公司。2009年,财政部、国家税务总局《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》将分立界定为:“被分立企业将部分或全部资产分离转让给现存或新设的企业(以下称为‘分立企业’),被分立企业股东换取分立企业的股权或非股权支付,实现企业的依法分立。”此外,关于公司分立的类型,《民法通则》、《公司法》没有作出明确规定。1992年国家体改委《股份有限公司规范意见》最早出现公司分立类型规定,该《意见》第91条规定“公司分立,以下列方式进行,公司以其部分财产和业务另设一个新的公司,原公司存续;公司全部财产分别归入两个以上的新设公司,原公司解散。”

事、监事、高级管理人员及实际控制人注意义务判断标准。因此,我国《公司法》应建立注意义务评价标准,建议引入商业判断规则以完善注意义务的行为标准。

3. 建立上市公司分拆上市的决策机制。现行《公司法》第34条规定了股东优先认购权,第42条、第43条规定了股东表决权,但未规定母公司的股东获得新公司一定比例的股份或优先认购权,同时,表决权行使也因中小股东出资比例和公司章程受限。对此,建议修订《公司法》相关规定,借鉴香港做法,规定上市公司股东对重要子公司、资产分拆上市的表决权,制定母公司对子公司、资产的控制比例、收入占比等标准。同时,明确上市公司分拆上市中关联交易的决策须关联董事回避,并进一步明确“须经代表三分之二以上表决权的非关联股东通过”;其次,完善优先认购权制度,借鉴香港对股份配额的做法,规定原则上保证母公司的股东获得新公司一定比例的股份或优先认购权,同时规定豁免情形;最后,完善上市公司独立董事制度,其下设委员会,介入分拆交易的全过程,并出具独立意见,增加小股东讨价还价的能力。

(二) 加快《证券法》相关制度修订,为上市公司分拆上市提供制度支撑

1. 规范分拆后新设股份公司上市发行行为,完善《证券法》相关制度。

首先,分拆后,新设子公司作为独立的法律实体单独上市,其中,包含了分拆后子公司上市行为是公开发行还是非公开发行,是首次公开发行行为(IPO)还是存量发行?根据现行《证券法》第10条,上市公司通过分拆这一转投资行为新设股份公司,并将新设股份公司的股票部分或全部出售给公众,属于公开发行。同时,《证券法》第13条对公司公开发行新股规定了法定条件^①。《首次公开发行股票并上市管理办法》对IPO规定了主体、独立性、规范运行、财务会计、募集资金投向等更为细致的

条件。因此,上市公司分拆(转投资)后,新设的子公司发行上市,属于独立市场主体,也须遵循首次公开发行上市的实质条件。

其次,从分拆上市路径来看。从前文分析中我们可以看到,境外成熟资本市场对分拆上市的实施条件和具体程序均有规定。尽管现行《证券法》第50条对股份公司申请股票上市的条件进行了规定,但对上市公司分拆上市没有明确规定,法律适用上存在空白。且沪深交易所股票《上市规则》规定了首次公开发行上市和发行新股的上市程序,但分拆上市明显不属于前述两种行为。因此,建议在《证券法》修订时,增加分拆上市制度,为多样化的上市实践需求提供制度支撑。

2. 鉴于上市公司分拆上市中可能出现的关联交易、操纵市场、内幕交易等问题,建议修订《证券法》相关规定:

(1) 明确在分拆上市中证监会和交易所的职责分工,由交易所确定分拆上市的条件,重点关注以下方面:一是规定分拆前后母公司盈利能力和经营业绩须得以维持上市地位;二是借鉴香港联交所分拆上市规则相关规定,设定分拆前后母子公司的利润或资产占比;三是分类设计分拆上市模式,并借鉴前述联交所《上市规则》数量要求,规定分拆前后盈利、市值、收益等标准;四是借鉴联交所《上市规则》,规定分拆前后母子公司在业务、管理、经营等方面的独立标准;五是借鉴纽交所、东京交易所、香港联交所的做法,规定分拆上市主体存续及间隔时间;(2) 加强上市公司分拆上市类型化研究,修改上市公司收购制度,针对不同的分拆上市并购重组形态,提出分类监管的信息披露要求,并与《公司法》

^① 《证券法》第13条“公司公开发行新股,应当符合下列条件:(一)具备健全且运行良好的组织机构;(二)具有持续盈利能力,财务状况良好;(三)最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为;(四)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。”

中公平性审查的监管要求呼应,确保证券监管的针对性与有效性;(3)制定专门的上市公司并购法律制度,特别是建立上市公司分拆并购重组的信息披露制度和公司内部治理安排,保障分拆上市的效率和中小股东权利。

综上所述,上市公司分拆上市是一系列法律行为的集合。目前,我国资本市场上分拆上市实践初见端倪,市场需求不断增加,但相应的法律制度和规则尚不健全。因此,应对现有分拆上市现象进行深入剖析及研究,明确分拆上市的法律内涵与法律行为性质及效果,并采取相应的法律措施加以应对。可考虑在《公司法》《证券法》修订中,针对公司分立制度、控股股东注意义务、股票发行与上市方式等环节尽快加以制度完善。JS

参考文献:

- [1]郭海星,万迪昉.分拆上市相关研究综述[J].证券市场导报,2010(2):61.
- [2]李建伟.公司制度、公司治理与企业管理——法律在公司管理中的地位与作用[M].北京:人民法院出版社,2005:25.

[3]Brudney and Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts, 87 Yale L. [J]. 1976: 1354 - 1366.

[4]Christopher R. Gannon, supra note p. 58.

[5]神作裕之.日本公司法中的公司分立制度[J].清华法学,2015(5):11-13.

[6]冯乾,侯合心.金融行为监管国际模式比较与借鉴[J].财经科学,2016(5):1.

[7]Taylor M. Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century [M]. London: Centre for the Study of Financial Innovation, 1995.

[8]FCA. Annual Report and Accounts 2014 - 2015 [C]. Financial Conduct Authority, 2015.

[9]王通平.现行法律环境下分立上市法律路径探析[J].证券法苑,2016(18):283.

[10]徐来.实际控制人法律制度研究[D].重庆:西南政法大学博士论文,2011:103.

[11]Philippe Aghion, Jean Tirole. Real and Formal Authority in organizations [J]. Journal of Political Economy, 1997, 105(1):1-29.

[12]汤欣.控股股东法律规制比较研究[M].北京:法律出版社,2006:11.

Logic Basis and Construction for Regulation on Equity Carve-outs IPO of Listed Companies

LI Yan, HE Bin-yu

(Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, China)

Abstract: The logical foundation of legal regulation on equity carve-outs IPO of listed companies, on the one hand, is necessary to uphold justice, freedom and efficiency of the securities market, on the other hand, is a moderation or regulation for conflicts between interest and market risks. Therefore, the supervision and regulation should be carried out depending on classification and key areas. The first suggestion is to supplement the regulation on spin-off of brother companies to confirm the legal basis. The second is to supervise on parent-subsidiary spin-off listing in order to avoid the indemnification, related party transactions between listed companies and hollowed risk. Finally both company law and securities law shall be revised correspondingly.

Key Words: the listed company; equity carve-outs; regulatory goal; equity carve-outs of rules

本文责任编辑:林士平