

上市公司并购重组中 内幕交易法规问题研究

刘国 冯俊文

随着国际金融危机影响的逐步深入和国内产业结构调整的需要,我国产业结构面临着深度调整,客观上促使上市公司并购重组活动日趋活跃。然而在我国上市公司并购重组的进程中,内幕交易行为甚至股价操纵行为却常常如影相伴,不仅侵害了广大中小投资者的合法权益,而且给上市公司的重组造成很大困扰,严重妨碍了资本市场的公平与效益。有效控制和减少上市公司重组中的内幕交易行为,对于完善资本市场功能和保护广大投资者权益,具有十分重要的意义。

一、我国上市公司重组行为特征分析

1. 重组中关联方交易占据重要地位。由于历史原因,我国上市公司的控股股东与上市公司之间往往存在着一定程度的同业竞争关系,为了符合监管机构对公司治理规范的要求以及自身提振股价的需要,我国上市公司的大股东常常会选择将所持有的经营性资产适时注入上市公司,使得在上市公司重大资产重组行为中关联方交易占据重要的地位。

2. 控股股东的权利限制。合理规范控股股东行为、保护中小投资者合法权益一直是我国上市公司管理层的工作重点。我国上市公司“一股独大”的现象使得控股股东在上市公司的持股比例常常达到二分之一甚至三分之二,就持股比例而言,广大中小股东处于明显的弱势地

位。为了规范控股股东行为,控股股东的权利在一定程度上受到限制,主要表现为针对关联交易的投票回避制度,这就造成了在涉及关联方交易的重组过程中,持股比例最高的控股股东往往坐壁上观。

3. 吸收合并占我国上市公司重组的比重很大。同一母公司控制下的吸收合并是常见的重组形式,无论是国有控股还是非国有控股都是如此。对于国有控股的上市公司,这种现象由两方面原因造成:一方面,我国上市公司中有很多是属于同一母公司控制的,另一方面,原本属于不同母公司的上市公司,在合并前通过国有资产划拨组建新的母公司,形成新的同一最终控制人,如河北钢铁集团的组建。对于非国有控股的上市公司,这种现象产生的原因在于我国金融资产较实物资产存在较大的溢价,非同一控制下的上市收购成本异常高昂,在实践中难以操作。

二、相关法规存在的问题

1. 内幕交易主体认定过于狭窄。从世界各国的立法实践来看,各国对内幕交易主体的范围界定越来越宽。以美国为例,内幕交易主体认定的范围包括经典的内幕交易人、推定的内幕交易人、内幕交易的知悉者,其中内幕交易的知悉者包括的范围非常大,法律的追查也非常严格。

我国对内幕交易主体的范围界定主要采用了合法与否的标准,即内幕交易主体的认定分为法定知情人和非法获取内幕信息的人员。其中法定知情人主要包括我国《证券法》第七十四条列举的七类人:①发行人的董事、监事、高级管理人员;②持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员;③发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员;④由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员;⑤证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员;⑥保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员;⑦国务院证券监督管理机构规定的其他人员。除了非法获取内幕交易信息的机构和个人,只要不属于以上七类人,一般不会构成内幕交易的主体。

在上市公司控股股东权利受到一定限制的背景下,并购方案的最终成功取决于多方面利益的协调,并非控股股东自身可以决定,任何一个重要的利益相关者都会对并购进程产生实质性影响。为了使合并过程顺利,控股股东必须了解持股比例较高的其他股东的利益和要求,客观上要求控股股东在重组前与被并购资产的其他重要利益相关者进行必要的协商,这样那些参与协商的各方

可以通过合法的途径获取内幕信息，而对于这些人和机构，证券法没有认定其为内幕交易人，这显然是不合理的。

2. 持股百分之五的规定并不严格。

根据我国《证券法》规定，持有公司百分之五以上股份的股东属于内幕交易主体认定的法定知情人。单纯从数量上看，持有公司百分之五以上股份这个标准相对于其他一些成熟国家的法律规定，例如美国所规定的百分之十要严，然而结合我国上市公司重组的市场环境来看，情况却并非如此。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》规定，上市公司股东大会就重大资产重组事项作出决议时，必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。上市公司重大资产重组事宜与本公司股东或者其关联人存在关联关系的，股东大会就重大资产重组事项进行表决时，关联股东应当回避表决。这就使得在表决时，控股股东由于自身的关联股东身份而失去表决权，对于并购重组的成功与否没有直接的决定权。而我国国有股“一股独大”又造成了流通股股东作为非关联股东持股数量超过公司百分之五以上股份的情况并不常见。一方面，非关联股东持股高度分散，另一方面，控股股东又失去投票权，这就使得那些持股比例前几名的上市公司非关联股东，即使其控股比例远远低于百分之五，但在实际的投票中具有非常大的影响力，甚至可能拥有或者联合拥有针对并购方案的否决权。

既然持股比例较高的上市公司非关联股东能够对重组过程产生重大影响，就很难想象在重组中他们愿意仅作为中小股东利益代言人的角色出现，实际上在控股股东和真正的中小股东之间，这些持股比例较高的上市公司非关联股东构成了第三类利益团体。如果他们利用其信息优势和持股优势在并购前大量买进股票和操纵股价，就会推动股票价格大幅上涨和波动，加大上市公司的并购

成本，甚至可能诱发重组控制权的争夺，加剧重组的不确定性。因此，将原规定中的百分之五修改为公司持股比例前五名或者前十名的非关联股东，在重组过程中应会更具操作性。

3. 上市公司的吸收合并立法滞后。

吸收合并是我国上市公司并购重组中一种常见的形式，也是一类比较特殊的并购方式，由于并购过程涉及多个上市公司，其复杂程度远高于其他并购方式。在资本市场发达的国家中，针对吸收合并的立法都较为完善，例如，美国1968年起草的威廉姆士法案以及后来的证券法13(d)及14(d)条款都对吸收合并相关问题进行了详细规定。

我国并没有针对吸收合并的单独立法，所有的并购行为适用同样的法规，但这些法规在实际操作中并不能很好地覆盖吸收合并过程中出现的具体问题。例如，甲上市公司吸收合并乙上市公司，甲公司内幕信息的知情人并不能认定为乙公司内幕信息的知情人，而同时他显然也不是乙公司非法获取内幕信息的人，《证券法》禁止甲公司内幕信息知情人买卖甲公司的证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖甲公司的证券，但对于该内幕信息知情人是否能够购买乙公司的股票，或者泄露该信息，或者建议他人买卖乙公司的证券，却并没有明确的规定，为监管留下了空白区。

不仅如此，上市公司并购主体对重组法规在并购业务中是否适用并没有统一的认识，都是根据自身的理解制定相关的并购方案。“云天化系”的资产重组就是一例。《上市公司证券发行管理办法》第三十七条第二款规定，非公开发行股票的对象应当符合发行对象不超过十名的限制，而云天化在《云南云天化股份有限公司重大资产重组暨关联交易预案》中拟以换股方式吸收合并其控股股东云天化集团的十一家下属公司，包括两家上市公司和九家非上市公司，考虑到云天化同时拟向云天化集团发行A股

股份作为支付对价，收购其持有或有权处置的资产，云天化该次非公开发行股票的对象达到十二家，显然不符合《上市公司证券发行管理办法》的要求。因此，加快制定针对上市公司吸收合并的专门立法，具有现实的重要意义和紧迫性。

4. 内幕交易重事后惩戒，轻事前预防。

针对上市公司重组中内幕交易行为猖獗的情况，我国进行了一系列立法工作，并且逐步加大了执法力度。2005年修订后的《证券法》扩大了内幕交易的主体与内幕交易知情人的范围，加重了内幕交易的法律责任，同时规定了内幕交易的民事赔偿责任；2009年2月公布的《刑法修正案》也加大了对泄露证券交易内幕信息行为的惩罚力度，严惩证券、期货交易中的“老鼠仓”行为。但是，这些立法主要还是立足于对内幕交易的事后惩戒，对于内幕交易的事前预防仍重视不足。

由于内幕交易行为具有很强的隐蔽性，其认证和取证十分困难，最终查处定案的几率较小，执法监管的成本高昂，被人们称为“无法取胜的战争”。事后惩戒和事前预防并重才能有效控制内幕交易。美国是全球内幕交易控制较好的国家，为了加强对内幕交易的打击力度，美国除了采取依靠社会力量进行监督外，还采取了次级举证责任在辩方的方式，即内幕交易主体在参与交易后需要自己证明自身的清白，这对相关内幕交易主体构成了强大的威慑力，可以有效预防内幕交易的发生。虽然由于资本市场的成熟程度等原因，包括中国在内的大多数国家并没有采取这样严格的措施，但举证责任前置所体现的内幕交易事前预防的方法思路却是值得我们借鉴的。

在现有的市场环境和法规制度下，除举证责任前置外，还可以通过制定其他制度在一定程度上实现内幕交易的事前预防。例如，对内幕交易发生前若干时间内新进的股票实行严格的利益归入制度或者投票回避制度，减少其利用内幕交易获取利益的空间，可以大大降低内

航空业上市公司运用衍生金融工具 避险的方法与途径

陈郡 董旭

在原油价格和汇率的剧烈波动中,受冲击和影响最大的就是航空企业。2007年,南方航空由于人民币升值,汇兑收益高达12.83亿元,占其利润总额的61%;而2008年,东方航空原油期货合约产生的公允价值变动损失达63.53亿元,占其利润总额的50.50%。不难看出,这些收益和损失都是在非主营业务中产生的,但却占到了当年利润总额的半数以上。这种影响是企业无法控制的客观因素造成的,企业有必要合理运用衍生金融工具对这些非主营业务中产生的利得和损失进行控制,以有效规避风险。

一、航空业上市公司常用的衍生金融工具

本文所指的航空业上市公司,仅仅是指航空运输业上市公司(依据《上市公司行业分类指引》),不包括上海机场等



其他与航空相关的服务行业上市公司。一般而言,航空业上市公司常用的衍生金融工具主要包括以下几种:

1. 期货。是指交易双方按约定的价格在未来某一期间完成特定资产交易行为的一种方式。期货的主要功能是价格发现、套期保值、投机获利。航空公司使用期货交易最看重的是利用套期保值功

能对国际航线的用油价格进行锁定。

2. 期权。是指期权的买方有权在约定的时间或约定的时期内,按照约定的价格买进或卖出一定数量的相关资产,也可以根据需要放弃行使这一权利。较之于燃油期货,航空公司更多的是选用燃油期权进行套期保值。不光是因为期权占用的初始本金少,还因为期货合约需要“逐日盯市”。如果航空公司持有的期货合约种类多,企业每天要付出相当的精力来调整自身持有的期货头寸,无形中增加了成本。面对各种期权类型,航空企业应该选择标准化的期权,警惕“奇异性期权”,即附加有多种影响因素或在期权执行时附加设置一些条件的期权(如彩虹期权、篮子期权、价差期权、数量调整期权等)。

3. 互换。是指交易双方约定在合约有效期内,以事先确定的名义本金额为

幕信息的知情人利用信息优势深度干预重组的动力,从而能够在一定程度上降低利用内幕交易操纵市场的可能性和危害性。

三、结论与建议

我国上市公司股权结构的特殊性和并购重组中内幕交易问题的复杂性使得内幕交易行为在上市公司并购重组中十

分盛行。为了规范上市公司并购重组中的内幕交易行为,笔者认为有必要对现有法规进行一些改进。第一,扩大公司并购中内幕交易主体认定的范围,将在并购过程中具有实质性影响的人或者机构认定为内幕交易主体;第二,改变内幕交易人认定的持股比例标准,将原标准从持有公司百分之五以上股份的股东修改为持股前五名或者前十名的股东;第三,

制定专门的吸收合并法规规范吸收合并中的内幕交易行为,对吸收合并中的相关事项进行有针对性的管理;第四,通过完善各项制度,加强内幕交易的事前预防,并将事前预防与事后惩戒相结合,以有效打击内幕交易的违法行为。

(作者单位:南京理工大学经济管理学院)

责任编辑 刘莹