

上市公司私有化的监管逻辑与路径选择

李文莉^{*}

内容提要 绝对禁止与受损者合理补偿的法理之辩、投资者保护与公司自由兼顾之监管逻辑,为我国上市公司私有化监管提供理论基础。上市公司私有化监管从“实质审查”到“法定披露”之演变,体现了投资者保护与公司自由之间的利益平衡。通过考察中美上市公司私有化的实证数据,探索数据背后我国资本市场生态破坏、私有化需求不足深层次的原因是总量控制之证券发行制度。应借鉴域外以信息披露为核心的类型化证券监管与公平性司法审查并重之路径,确立公司退市自由与投资者利益合理补偿兼顾之理念,联动修改《证券法》和《公司法》的相关规定。

关键词 上市公司私有化 主动退市 上市公司监管

DOI:10.14111/j.cnki.zgfx.2016.01.011

上市公司私有化(going private),又称主动退市,是由上市公司控股股东或其关联人通过发起一个或一系列交易来消除或本质上减少上市公司的公众股东,从而使公司恢复闭锁状态。^① 尽管交易模式是多样的,但由于控股股东控制着私有化交易的时机和条款,交易的本质是强制的,即强制将小股东所持的股份换成现金或债券。正是由于这些强制性及控股股东控制,上市公司私有化交易极易造成对小股东不公平。在美国,通过 *Singer v. Magnavox Co.* 案件,^② 特拉华州最高法院确立了实质公平审查和商业目的正当性审查标准。证券监管方面,1977 年美国证券交易委员会(简称 SEC)出台了上市公司私有化规则——13e-3 规则,规则要求上市公司私有化交易必须实现对小股东的实质公平和程序公平,这一要求似乎赋予了 SEC 对交易公平性的实质审查权,规则一出台即遭到学界和业界的抨击。^③ 1979 年 SEC 修订了这一规则,SEC 不再需要实质审查交易的公平性,而是要求控股股东及其关联人通过披露对交易是否公平的评估及其评估的依据,来实现间接规制交易的实质公平。

^{*} 上海对外经贸大学法学院教授。本文系司法部 2014 年度国家法治与法学理论研究项目“证券发行注册制的法理内核与审核机制研究”(项目批准号:14SFB4007)的阶段性研究成果。

① Harold N. Iselia, *Regulating Going Private Transactions: SEC Rule 13e-3*, 80 Colum. L. Rev. 782. (1980).

② See *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

③ See 44 Fed. Reg. 46,736 (1979).

美国上市公司私有化交易规制 13e-3 巧妙地通过“囚徒困境”法定披露制度设计^④实现了交易公平性保障。我国《证券法》第 56 条授权证券交易所决定终止股票上市交易,并未涉及上市公司私有化。当下,我国资本市场面临市场化、法治化改革,2014 年 5 月 9 日国务院发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(简称新“国九条”)明确提出了“实施主动退市”。2014 年 10 月 15 日,中国证监会正式发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《退市意见》),这标志着新一轮退市制度改革正式启动,此轮退市制度改革首次提出“主动退市”概念。特别是随着注册制的即将推出,强制退市的压力加大,主动退市的市场需求呈现,主动退市将成为我国未来资本市场退市的主流。如“二重重装”主动退市成功案^⑤将开启我国主动退市之先河。但由于我国有关上市公司私有化监管的理论与市场实践不足,加强上市公司私有化理论探讨,对于我国《证券法》和《公司法》的修订以及探索主动退市在我国的实现路径,无疑均具有重要意义。

一、上市公司私有化的法理基础之辩: 全面禁止抑或受损者合理补偿

(一) 上市公司私有化的内涵与本质

上市公司私有化,包括下市(going private)、或暂停信息披露(going Dark)、转板(switch Stock Exchange),是指上市公司主动根据公司成本与效益需要,从证券交易所申请退出,转公为私的现象。其中,下市是指公开持股公司变更为封闭公司的过程。^⑥暂停信息披露,某种意义上是一种非彻底的私有化,在公司的登记股东数不到法律规定的上市人数(在美国为 300 名或资产小于 1000 万美元时拥有不到 500 名登记股东)的情况下,通过向证监会及交易所提交相应的文件,使其股票从证券交易所摘牌退市,不再向证监会和交易所提交披露文件,履行信息披露义务,但退市后的公司仍有一部分外部股东。^⑦转板下的主动退市,是指从不同的交易所之间转换,涉及从原来上市的交易所退市,再转向其他交易所上市,但转板下的主动退市一般特指场内市场不同板市场之间转换,其对股票流动性影响不大,若转板是从场内市场转到场外市场(如 OTC 市场),则适用下市的规则。与下市概念最为类似的交易是排斥(挤出交易),挤出交易是控制公司利用控制权强迫非控制股东丧失股东地位,从而不再拥有该公司商业经营中的任何财产权益的交易行为。简言之,排斥是由于内部人强迫非控股股东出售股份或减资。

^④ Christopher R. Gannon, *An Evaluation of the Sec's New Going Private Rule*, 7 J. Corp. L. 55 65(1981) .

^⑤ 参见胡旭《二重重装主动退市方案通过,后续将转“新三板”》,载 http://news.xinhuanet.com/2015-04/24/c_1115084118.htm,最后访问时间:2015 年 4 月 24 日。

^⑥ 参见[美]罗伯特·C. 克拉克《公司法》,胡平等译,工商出版社 1999 年版,第 410 页。

^⑦ 参见钱志义、林海《各国退市整体情况和美国主动退市实践介绍》,载 <http://www.bisf.cn/zbscyjw/yjbg/201407/a51f6ae1a7254f43b47949543d354d4c.shtml>,最后访问时间:2015 年 12 月 25 日。

排斥和下市的概念是种属关系,排斥可发生在上市公司、股份有限公司或有限责任公司中,而下市仅发生在上市公司。^⑧可见,在主动退市诸多情形下,下市是上市公司私有化最为典型核心的交易形态。

上市公司私有化交易的核心是上市公司变为非上市公司。交易的本质具有强制性,^⑨这种强制性因素体现在以下几个方面:一是控股股东控制着交易时机和条件;二是小股东缺乏臂长交易中的知情判断能力和讨价还价能力;三是交易结构设计本身的强制性安排,如在两步合并中对小股东潜在的“内在压迫”等。由于交易的本质强迫性,公众股东在私有化交易中面临从股东名册被清除却得不到应有的充分补偿之风险,因此,引发对公司法治和证券监管的一系列法理基础与监管逻辑的思考与探讨。

(二) 上市公司私有化的利弊审度

1. 上市公司私有化可能的危害:投资者利益受损

上市公司私有化交易总是通过各种形式的并购交易来完成,那么,并购的定价成为私有化并购交易的核心问题。交易定价的公平性与否成为影响上市公司私有化可能产生危害的关键因素。实践中,私有化交易的定价一般会等于或高于市场价格,但市场价格是唯一的试金石吗?高出市场价格部分的“溢价”是否足以补偿小股东退出公司的损失呢?为此,我们须进一步考察私有化交易可能给被挤出的股东带来的损害,分析如下:一是公众股东对于未来可以继续通过股票市场保留在公司的期望落空。投资者可能不管定价如何确定,仅想成为该上市公司的股东,他们或因对管理层的商业智慧充满信心,或认为公司被严重低估并对公司的未来充满信心,或对公司本身估值较高,或认为所谓的“溢价”部分不足以弥补未来可从公司的获利,他们不愿退出上市公司,他们可能并不在乎挤出的价格是否公平,仅钟情于该上市公司。但上市公司私有化使其保留在公司继续获利的期望落空。二是公众股东也可能被迫接受明显低于市场价格的收购价格。由于交易的利益冲突性,控股股东有可能利用在公司的优势地位,通过交易结构的变换,最终强迫小股东接受明显低于市场价格的收购价格,这种情形下,对小股东利益的剥夺明显。三是被挤出的股东必须承担税负后果(此税负是计划外的、无法预料的)。因挤出交易发生多以现金支付,被排挤人在接受收购价格后的所得,必须承担相应的税负。若无排挤,既可继承也可选择税负较低时出手,这种税负是因被迫退出公司附加的、额外的、无法预料的负担。^⑩四是增加了公众股东寻求另一投资的成本和风险。^⑪被排挤出上市公司的公众股东留守原公司的期望落空后,不得不寻求下一个投资目标,在寻求另一个投资目标要承担相应的调查成本并需承担相应的投资失败的风险。

另外,上市公司私有化对退市后的公司和未能及时退出的部分剩余股东的损害表

⑧ 前引⑥,罗伯特·C.克拉克书,第410页。

⑨ Harold N. Iselia *supra* note ①.

⑩ Christopher R. Gannon, *supra* note ④ p. 56.

⑪ See Solomon, *Going Private: Business Practices, Legal Mechanics, Judicial Standards and Proposals for Reform*, 25 Bufflo L. Rev. 131, 143 (1975).

现在:一方面,限制公司通过资本市场筹集资金的能力,并影响公司利用其股票作为对价进行收购的能力。另一方面,降低了剩余股东所持股票的流动性。由于剩余股东的股票无法在公开市场交易,剩余股东将因股票的流动性下降而利益受损。可见,即使交易中的控股股东出让价格高出市场价格,公众股东被排挤出公司时仍会受到侵害。

2. 上市公司私有化的优势: 公司管理的自由

上市公司私有化的核心优势在于降低成本和增强公司管理的灵活性,具体体现如下:第一,上市公司私有化将显著降低公司上市的经营成本。公司下市后不再需要满足证监会、交易所对信息披露的要求,这将显著减低公司在法律和会计上所花费的外部成本(如包括集团诉讼和代理权争夺成本),以及为遵守相关规定而产生的内部成本(包括高级管理人员为遵守有关规定所花费的时间与精力等)。第二,上市公司私有化还将有效地降低公司的代理成本。退市后闭锁公司的所有者和经营者无须完全分离,代理监管成本会大为降低;所有者为自己利益服务,激励机制的作用也会更为明显;另外,私有化让管理层专注于长期发展目标和策略,而不是迎合市场的短期期望,管理的成效和灵活性均有所增强。第三,上市公司私有化将增强对商业秘密的保护力度。封闭公司不须披露其财务和商业秘密,可以有效地保护商业秘密,从而最大限度地减少公司披露竞争对手可以被利用的敏感信息,进行有效竞争。第四,上市公司私有化将防止公司价值被低估。当公司的价值被公开市场低估时,退市能帮助公司保有公司的真正价值,而非基于其可能被低估的股票价格来获得外部融资,为股东提供了一个让他们的股票在市场低迷的时候实现价值最大化的机会。第五,上市公司私有化可能产生公司增效。因为退市交易一般会与并购重组相结合,并购重组本身将会增加企业的整体效益,如规模效益等;同时,私有化交易一般是控股股东与其关联人的并购,可有效防止恶意收购,减少了对公司股东来源的认识和控制的成本。

可见,上市公司私有化制度是上市公司基于“审慎管理与公众投资压力之间的矛盾”的理性选择,^⑫上市公司或为了提高股值、或为降低监管成本和代理成本、或为保护商业秘密、或为提高公司及其管理的灵活性,而选择私有化。

(三) 上市公司私有化的法理基础之选择: 受损者合理补偿

通过对上市公司私有化的利弊分析,不难看出上市公司私有化是控股股东及其关联人基于公司成本与效益分析基础上的理性选择,下市交易给公司带来节约成本、增加管理灵活性等好处的同时,也会给公众股东带来额外的成本与损害,损害资本市场的信心与资源配置的效率。私有化虽可能造成公众投资者的损害,但对于提高公司整体效益和公司管理自由度以及资本市场的信心与安全具有重要意义。况且,对公众投资者的损害与收益在实践中的重要性仍是一个很难证明的实证问题。在私有化交易的法律规制方面,一直有两种观点:一是以 Brudney 和 Chirelstein 教授为代表的法学家认为,私有化交易本质上是不公平的,私有化对社会是无效益的,却会造成内部人的无

^⑫ Borden, *Going Private-Old Tort, New Tort or No Tort?*, 49 N. Y. U. L. Rev. 987, 1006-1007 (1974).

限滥用的风险,因此“公司法对私有化交易可以作出的最好回应就是全面禁止。”^⑬二是以 Jensen 和 Meckling 为代表的公司金融专家认为,与公众投资相联系的代理成本可能会造成不效益,且这些不效益存在之处将成为私有化最有可能发生之处。如果一个闭锁公司由所有者管理,他将会做出自身利益最大化的决策。这些决策不仅仅有利于他获得金钱回报,也同时有益于他从企业活动中获得各种非金钱利益。^⑭但若一个公司有外部投资者的存在,作为管理者,他就有可能有动机利用公司机会而占用公司资源,这样就会增加公司的代理成本,并且只要证券市场预留这种成本增加的可能,经营者就会增加这些代理成本。而私有化有利于减少代理成本而提高公司效益和社会效益。如果因有外部所有者的存在而导致的代理成本是不可避免的,那么公司就有可能通过给外部人一定补偿而私有化来减少开支。因此,公司将可以通过私有化不断提高公司效益。我们的法律就应支持私有化交易,通过确保上市公司私有化交易的公平性来保障公司自由的商业选择,即确保下市交易的定价的溢价足以弥补小股东的所有成本,“因为提高公司效益比公众股东未来收益权被剥夺的问题更重要”。^⑮鉴于上市公司私有化的诸多益处分析,特别是上市公司私有化对于公司自由以及资本市场的功能发挥等好处,世界各国均放弃绝对禁止的规制,而采用第二种监管策略,通过保障上市公司私有化交易的公平性,以实现投资者保护与确保公司自由、促进资本市场资源配置效率之间的平衡。

二、上市公司私有化的监管逻辑:投资者保护与公司自由之平衡

上市公司私有化监管保护的法益,除了交易各方利益平衡,还有资本市场的安全、信心和资源配置。因此,上市公司私有化交易的监管决不能仅仅局限于交易主体之间的利益平衡而提出以保护小股东为中心,保护公司自由、提高资本市场资源配置效率一直是证券监管价值取向双翼中的一翼。域外各国均通过公司法的司法审查和证券法的证券监管两种法律和路径对上市公司私有化交易实施监管,监管目标一致即交易的公平性,但规制方法和手段不同。以下先从公司法的“交易公平”和“商业目的”司法审查路径着手考查,而后考查证券法“信息披露”的证券监管,探寻私有化交易的监管逻辑。

(一) 主动退市交易的公平性审查:基于投资者保护

上市公司私有化交易的特点是:(1)交易一方为控股股东;(2)交易对象涉及公众股东的资产;(3)交易公平性的不确定性。^⑯由于交易一方是控股股东及其关联人,另一方是公众投资者,在控股股东及其关联人与公众投资者之间存在着信息不对称和内

^⑬ Brudney and Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 Yale L. J. 1354, 1366 (1976).

^⑭ See Jensen and Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305, 312 (1976).

^⑮ Christopher R. Gannon, *supra* note ④, p. 58.

^⑯ *Id.* 55.

部人控制,必然会产生交易公平的不确定性。私有化交易这种自我交易的性质,是典型的利益冲突交易类型。^{①⑦}因此,交易的公平性成为私有化交易监管的首要问题。

大股东不得违反其对小股东的信义义务的要求需要援引公平的概念。大股东的信义义务源自“无论何时大股东都会行使法定权力以便将大股东的意志强加在小股东身上”。公司法允许公允的自我交易,禁止不公允的自我交易,法院保有对于自我交易的公平性司法审查的权力,公平性标准是诚信义务的试金石。^{①⑧}

美国特拉华州最高法院通过 *Weinberger v. UOP, Inc.* 案确立了实质公平审查标准。在实质公平审查规则之下,法院主要审查关联交易对子公司及其中小股东是否具有实质上的公平性。交易的公平包括公平交易和公平价格。所谓公平交易,是指关联交易的整个过程要公平,主要考察交易的发起、谈判、结构、达成时间以及信息披露和审批程序等方面的因素;所谓公平价格,是指交易最后达成的价格或对价对双方而言是公平的,主要考察公司的净资产、市场价值、发展前景等可能影响到公司股份内在价值的因素。^{①⑨}后来,特拉华州最高法院在 *Rabkin v. Phillip a. Hunt Chem Corp.* 一案中,确立了以控股股东信义义务为由的公平性审查标准。*Rabkin* 案后实质公平规则代替估价权救济程序,成为确定控股股东挤出并购交易价格公平与否的主要方法。^{②⑩}

可见,美国通过提供估价权救济作为私有化完成后小股东退出的救济手段,同时又以控股股东的信义义务为由对私有化交易中自我交易的完全公平进行实质审查。为利益受损小股东的利益提供事前防御、事后司法救济的多种救济途径。^{②⑪}

(二) 上市公司私有化交易商业目的审查: 提高公司效益抑或排挤小股东

上市公司退市权和上市权一样,是一种上市公司与交易所之间的契约关系,是一种特殊的商事权利。正如著名的证券法学家路易斯·罗思·乔尔·塞里格曼在《美国证券监管法基础》中所述,“上市不是一项既定权利,可以根据公司及其股票在投资团体中的重要性的改变而终止”。^{②②}退市是上市公司基于公司自治的需要而作出的理性选择,或是基于维持上市成本效益的理性分析,或是比较不同证券交易场所之间的优势,或是为保守商业秘密、提高竞争力,或是为减少代理成本,或为避免公司价值被低估,或为节省披露成本,或为增加杠杆效应及公司和管理的灵活性等。^{②③}一般认为公司选择私有化的一个基本原因是基于“审慎管理与公众投资压力之间的矛盾”。^{②④}但由于私有化交易往往被控股股东控制,私有化交易的目的容易受到质疑: 认为私有化收益并不来自资本市场整体效益或公司盈余,而来自对小股东的排斥。这就是域外私有化监管中确立商

^{①⑦} 前引⑥, 罗伯特·C. 克拉克书, 第419页。

^{①⑧} Anabtawi, Iman and Lynn Stout, *Fiduciary duties for activist shareholders*, 60 Stan. L. Rev. 1255, 1265 (2008)。

^{①⑨} See *Weinberger v. UOP*, 457 A. 2d 701 (1983)。

^{②⑩} 参见汤欣等《控股股东法律规制比较研究》, 法律出版社2006年版, 第37页。

^{②⑪} 李文莉《非公允关联交易监管制度研究——以上市公司并购为中心》, 法律出版社2012年版, 第99-100页。

^{②②} [美] 路易斯·罗思·乔尔·塞里格曼《美国证券监管法基础》, 张路等译, 法律出版社2008年版, 第380页。

^{②③} Christopher R. Gannon, *supra* note ④, p. 55.

^{②④} Borden, *supra* note ⑫, 987, 1006-1007.

业目的审查准则的原因。有关商业目的的审查,即法律是否允许单纯“挤出”的商业目的的存在,也经历了几个发展阶段:首先要求挤出并购必须还有其他的善意的目的。但此要求在单纯动机的下市交易中却很难界定。

Singer v. Magnavox Co. 案^⑤是私有化交易方面极具标志性意义的案件。这个案件提出了当今广泛适用的裁判原则。在 *Singer* 案中,特拉华州最高法院裁决了一起母子公司的长式合并案件。法院认为必须对私有化交易进行公平性审查(对小股东实质公平)同时审查商业目的,即在排挤之外还需有其他的善意的商业目的。^⑥ *Singer* 案件留下的一个有待解决的问题是,交易是否必须要为大股东或公众公司的商业目的服务。特拉华州最高法院在 *Tanzer v. International General Industries, Inc.* 案件中解决了这个问题,认为大股东的正当的商业目的足以保障并购的公平性。在 *Singer* 案和 *Tanzer* 案中,法院表明了大股东有权通过投票维护自己的利益,只要交易的目的是善意的且大股东没有违反信义义务,交易就是合法的。并且,这一商业目的只需要对大股东有益即可,不需要同时对公众公司有益。然而,商业目的的审查在涉及单纯的私有化交易的情况下并不容易界定。直到伊利诺斯州最高法院在 *Teschner v. Chicago Title & Trust Co.* 案件中,^⑦明确在一项单纯的私有化交易中也存在一个有效的商业目的,即通过减少公众股东的数量来减少公司开支和精简机构。但也有的法院并不认可此观点,纽约法院在 *Clark v. Pattern Analysis & Recognition Corp.* 案件^⑧中认为,公司试图排挤所有非关联股东的情况下并不存在充足的商业目的。因此,上市公司私有化交易的商业目的考察一直受到争议,最终,该准则后来被特拉华州公司法所放弃,原因在于其缺乏执行效力。因为控股股东若以排斥为目的,很容易用似乎合理或确实合理的其他商业原因来掩盖其排斥之目的,但对于法院和监管者来说,事后甄别这些商业目的的真伪和重要性非常困难。与其无效地审查其商业目的,还不如确保被挤出的股东获得公允的价值,也就是确保交易的公平性。正当的商业目的的演变为判定交易是否公平的因素之一。

可见,公司法通过对上市公司私有化的“交易公平性”和“交易目的”司法审查,来保护小股东利益。这样的公司法规制最终还是通过小股东对大股东提起违反信义义务的诉讼来实现的,但由于小股东诉讼的昂贵、无效,以及小股东信息劣势及“理性冷漠”和“搭便车”心理等因素,通过信义义务的违反之诉来实现投资者保护一直受到质疑。鉴于此,证券监管有无必要介入上市公司私有化交易?应介入到何种程度?这是上市公司私有化交易的证券监管必须回答的问题。

(三) 上市公司私有化的证券监管逻辑之辩: 实质审查抑或信息披露

主动退市的证券监管逻辑,主要需解决两个理论问题,一是证券监管介入的必要性;二是证券监管的介入程度。

^⑤ See *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

^⑥ See Terrel and Ranney-Marinelli, *What Constitutes a Valid Purpose for a Merger?*, 51 Temp. L. Q. 852, 881 (1978).

^⑦ *Teschner v. Chicago Title & Trust Co.*, 59 Ill. 2d 452 (1974), cert. denied, 422 U.S. 1992 (1976).

^⑧ See *Clark v. Pattern Analysis & Recognition Corp.*, 87 Misc. 2d 385 (1976).

1. 上市公司私有化监管必要性: 投资者保护与公司自由、提高效率并重

由于证券市场的信息不对称、私有化交易的利益冲突性、现有法律规制不完备性和公众投资者经验不足等诸多原因, 证券交易市场中的上市公司私有化交易极易出现欺诈和不公平现象。具体体现在:

一是证券市场固有的信息不对称。公众投资者对证券交易普遍缺乏经验, 使得证券交易市场极易出现欺诈和不公平现象。然而, 证券市场在公司资本形成方面必不可少, 投资者只有对证券市场充满信心, 且坚信可以通过证券市场在公司发展中获益时才会进入证券市场。投资者对资本市场的信心, 只会在确保投资者可被公平对待且他们的财产地位不会遭受无法预估的变故情况下, 才会存在与发生。因此, 投资者保护不仅关乎公司繁荣还关乎资本市场的信心与安全, 证券监管必须介入。

二是内部人潜在的滥用。私有化交易的本质以及交易特点为发行人或关联股东的欺诈行为或操纵行为提供了机会, 因为非关联股东缺乏臂长交易下讨价还价能力, 以及对私有化交易的决策影响力。^{②⑨} 公司法的法理基础是对控股股东施加信义义务, 当控股股东挑战这一义务, 而公众股东阻止大股东违反信义义务能力有限时, 公共执法的行政监管尤为必要和关键。证券监管机构主要通过要求公司在所有证券交易中进行全面信息披露的方式来保护投资者, 来阻止证券买卖双方之间的信息不对称以及对证券市场的滥用。^{③①}

三是现有法律规制并不能有效地保护公众投资者的利益。以公司法为例, 信义义务的保障体系建立在对交易的公平性的审查上, 这种法院事后的审查并不能有效地防御私有化交易中的对小股东的利益损害。以证券法为例, 只要真实公开交易信息, 即使私有化交易侵害小股东的利益, 并不构成证券法上的欺诈。^{③②} 因此, 原有的公司法信义义务理论和证券欺诈理论均无法有效防范私有化交易中的投资者利益损害。

四是小股东的估价救济以及股东诉讼的高成本与低效益。估价救济诉讼的本身一直被认为昂贵且低效, 并且投资者由于缺乏经验与资金或由于“理性的冷漠”, 不愿或不能有效主张权利, 依靠小股东发动诉讼不可能真正实现投资者保护和公司自由、资本市场的效率等价值目标。证券监管的意义在于通过政府监管, 把挑战交易不公平性的负担从小股东身上部分移走了。^{③③}

五是私有化交易监管是体现证券监管功能与价值的应有之义。私有化交易犹如一枚硬币的两面, 一方面交易公平的不确定性, 可能危及投资者利益; 另一方面由于上市公司私有化交易可能提高社会效益, 促进优胜劣汰的资本市场健康发展。而证券监管的价值与功能有助于上市公司私有化交易趋利避害。证券监管的价值包括: (1) 提高效率、促进竞争、资本形成; (2) 投资者保护。提高效率与投资者保护是证券监管的两大价

^{②⑨} See 42 Fed. Reg. 60 090, 60 100 (1977).

^{③①} Christopher R. Gannon, *supra* note ④ p. 55.

^{③②} See 430 U. S. 477 (1977).

^{③③} Christopher R. Gannon, *supra* note ④ p. 65.

值目标。美国现有的证券监管联邦与州的证券法默示共享的目标,是对资本形成的干扰最小化的同时,将投资者保护最大化。也可以说,证券监管的目标应该是公平价值引导下的投资者保护和理性限度内的效率。依据英国经济学家泰勒(M. Talyor)提出的“双峰”理论,金融监管应有两个并行的目标,一是审慎监管目标,二是保护金融消费者权益目标。而宏观审慎监管机构以金融效率为目标。^③因此,作为审慎监管的价值取向提高效率与作为行为监管的投资者保护,共同构成金融监管的“双峰”理论的核心。^④鉴于此,上市公司私有化交易的有效监管符合证券监管的两大价值目标。

2. 上市公司私有化监管逻辑之演变:由“实质审查”到“法定信息披露”

考察证券市场最为发达的美国私有化监管的历史演变,不难发现,上市公司私有化的监管也经历了由“实质审查”到“法定信息披露”的发展历程。核心问题是证券监管机构是否拥有交易实质公平的审查权。美国SEC对私有化交易的证券监管经历了以下几个发展阶段:

第一阶段,审查交易的公平性。1975年2月6日SEC公布了两种可选择的私有化交易规则13e-3A规则和13e-3B规则。13e-3A规则要求对非关联股东提供的收购价格必须公平(因为该价格是由控股股东决定的),并且不能低于两个独立的有资格的人合意提出的参考价格;13e-3B规则要求交易需要有一个正当的商业目的并且交易条款必须公平。^⑤显然,这两个规则都和公司法法理基础很相似,即要求交易定价的公平性。

第二阶段,通过禁止欺诈、虚假和操纵来监管实质公平。1977年11月7日,SEC公布了新的13e-3规则的提案,该提案同时要求对非关联股东实现实质公平和程序公平。值得注意的是,1977年提案认为任何对非关联股东不公平的私有化交易都将被视为欺诈、虚假和操纵行为。这一提案进一步指出在判定交易是否公平时可以参考的几个因素。包括:非关联股东的同意;市场价格;账面价值;清算价值;无关联董事的审批;与非关联股东协商程度;第三方出价;目的;公司的预期利益;税收后果;对州法律的遵守。此阶段重要的事件莫过于对提案中赋予SEC对于“实质公平”审查权力合法性的讨论,质疑SEC审查“实质公平”的合法性,因为交易“实质公平”审查权一直都是由州法律控制并由州法院来裁决的。国会授予SEC通过信息披露规则的制定来预防或阻止“欺诈或操纵”行为,但并未授权SEC实质监管交易公平的权力,实质公平的判定权力属于州法院。《证券交易法》的10(b)条款授权SEC制定规则来预防“欺诈或操纵”行为,“操纵”行为是指那些试图通过人为地影响市场行为的方式误导投资者的活动。“欺诈”行为在私有化交易中是指基于未充分公开的内幕信息进行的交易。显然,操纵行为与交易公平无关,因为只要信息披露充分且真实,一个不公平的交易既不是操纵行为又不是欺诈行为,反欺诈条款的10(b)条款不能授予SEC拥有直接监管实质公平的权力。但

^③ 参见陈胜、李凤雨《国际金融消费者权益保护趋势》,载《中国金融》2013年第3期。

^④ 参见钟震、董小军《双峰型监管模式现状思路和挑战——基于系统重要性金融机构监管视角》,载《宏观经济研究》2013年第2期。

^⑤ See 40 Fed. Reg. 7947, 7949, 7950 (1975).

在 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 案件, 法院认为对小股东不公平交易并不构成 10b 条的操纵与欺诈的概念, 该案切断了通过欺诈与操纵条款来监管“实质公平”的路径。^{③⑥} 那么, 国会是否授权 SEC 通过 13e 条款来监管实质公平呢? 第 13e 条立法史也很清楚地表明国会并不打算授权 SEC 监管实质公平。国会试图通过第 13e 条将不公平交易的监管纳入欺诈来授权 SEC 监管实质公平, 这种观点遭到了抨击, 认为实质监管权超出了证券监管权的传统的监管权力——信息披露权。^{③⑦}

第三阶段 放弃实质公平监管, 选择法定信息披露——13e-3 规制。1979 年 8 月 2 日, 为了回应上述提案讨论, SEC 适用了更宽松的规则 13e-3, 放弃了实质监管, 通过要求披露“对交易的公平性合理信赖”间接监管实质正义, 并不把交易的不公平性视为非法, 相反要求公司披露对交易是否公平的评价以及对公平性进行评估的过程。评估的过程必须考虑 1977 年提案中涉及的实质审查的相关因素, 如市场价格、账面价值、第三方价格、商业目的、独立董事的独立意见、非关联股东的多数批准以及有关交易公平性的第三方评估报告等。即 SEC 拥有特殊信息的信息披露权——不仅披露交易的事实, 还要披露对交易公平性的主观判断, 即“对公平的合理信赖”, 以及对公平性的判断过程。这样, 通过 13e-3 规则修改, 回避了 SEC 的实质监管权合法性问题, 通过“要求发行人与关联人披露对交易公平性的主观判断及评估过程”这一巧妙的信息披露制度设计, 使发行人及其关联人自己陷入“囚徒困境”: 根据州法律的要求交易必须对小股东公平, 公司是不可能表明它所提出的交易是不公平的。另一方面, 菲利普教授指出“如果公司认为基于 13e-3 条款规定的标准这项私有化交易是公平的, 但实际上这项交易是不公平的或者判断公平与否的基础是不确切的、误导性的或者不完全的, 那么公司就已经违反了联邦 13e-3 条款的规定。”^{③⑧} 在披露自己对交易公平性的评价之外, 13e-3 条款对公司提出了进一步的披露要求, 要求披露其作出评估结论所依据的基础。这些评估的客观基础可能成为非关联股东交易决策依据和事后主张信义义务违反诉讼的证据, 也为法院事后裁决交易的公平性和反欺诈提供事实证据。通过信息披露的巧妙设计, 回避了证券监管机构“实质审查”权力合法性的争议, 通过信息披露巧妙设计实现对“实质公平”的间接监管。

然而, 证券监管权力是否拥有要求披露“事实”以外的“观点、信赖或对交易的定性”也被质疑。此观点认为, 反欺诈条款的目的在于让所有投资者拥有相等的信息获取的途径, 为实现这一目标, 需要对基础事实进行披露以使外部人可以与内部人一样拥有相同信息作出判断。信息披露是通过基于投资者平等的投资信息提供来阻止欺诈, 为了达到这种平等的信息披露仅须披露事实, 而非观点、信赖或对交易的定性。^{③⑨} 13e 规

^{③⑥} See *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977).

^{③⑦} Christopher R. Gannon, *supra* note ④ p. 78.

^{③⑧} See Phillips, *Managerial Misuse of Property: The Synthesizing Thread in Corporate Doctrine*, 32 Rutgers L. Rev. 184 231 (1979).

^{③⑨} See *Hundahl v. United Benefit Life Ins. Co.*, 465 F. Supp. 1349, 1364-65 (N.D. Tex. 1979).

则立法史显示,美国国会否定了此观点,采纳了以下观点:认为国会授权 SEC 基于公众利益和投资者保护颁布预防或阻止欺诈和操纵的法律,信息披露作为阻止欺诈和操纵的手段,而非一项独立的监管权力,必须可以有效地阻止和预防欺诈和操纵。基于此观点,只有要求披露“对于公平的合理信赖”才能有效地预防和阻止欺诈或操纵。莫斯(Moss)议员在解释该法案时证实了此观点。^{④①}可见,最终美国 SEC 对私有化交易的证券监管放弃了实质公平的审查,选择要求披露“对公平的合理信赖”的法定信息披露制度,实现对交易的实质公平的间接监管,通过有效地信息披露要求达到阻止欺诈或操纵之监管目的。

综上,从美国上市公司私有化交易监管立法史的演变可以看出,私有化交易公平性问题,因其涉及公众利益保护,并关乎资本市场的信心维护,仅仅有州公司法是不够的,证券监管介入是必要的。美国 SEC 制定的 13e-3 证券法规则与州公司法都以保障交易公平为目标,但两者的理论基础与规制方法却不同。首先,理论基础不同。13e-3 规则通过禁止欺诈和操纵行为实现交易公平;州公司法则禁止大股东违反信义义务实现交易公平司法审查。其次,规制方法不同。13e-3 规则采用的是对信息的报告(filing)、披露(disclosure)和传送(dissemination)施加特殊要求,要求发行人表述交易背后的商业目的,这个目的仅仅只是评估交易是否公平所要考虑的众多因素中的一个,通过信息披露的特殊要求来预防或阻止欺诈(fraudulent)、欺骗(deceptive)和操纵(manipulative)。而州公司法则不仅仅要求交易对小股东公平,而且要求交易存在一个正当的商业目标。正当的商业目标是判定交易是否公平的一个关键性因素,而联邦规则中它的重要性则较低。^{④②}可以看出,SEC 介入私有化交易的重要作用在于,把挑战交易公平性的责任从小股东转移到政府,有效地缓解小股东诉讼压力并加强了对小股东的保护,从而维护了资本市场的信心与安全。

三、中美上市公司私有化的实证考察:探寻数据背后的原因

(一) 中国与美国发达资本市场上市公司私有化数据比较

		退市数量 (1995—2012)	年均退市率 (退市与上市公司占比)	主动退市率 (主动退市与退市占比)
美国	纽交所	3000 家	6.2%	67%
	纳斯达克	8000 家	8.0%	50%
中国		78 家 (股市建立以来)	0.3% (总量占比)	0.3%

^{④①} See 114 Cong. Rec. 21 484 (1968).

^{④②} Rothschild, *Going Private, Singer, and Rule 13e-3*, 7 SEC. Reg. L.J. 195, 223 (1979).

从退市总量来看,作为新兴市场的中国与成熟市场的美国差距很大,自1995年至2012年的17年间,美国主板市场纽交所的退市公司数量达3000家左右,创业板市场纳斯达克交易所退市公司8000家左右,数量相当可观。

从年均退市率来看,成熟市场退市率较高,纽交所年均退市率达6.2%,纳斯达克交易所年均退市率达8.0%,退市数量基本与IPO数量相当;^⑫而我国自建立股市以来近30年,退市总量不过78家,年均退市率(以2500家上市公司计算)比例不到0.3%。^⑬

从主动退市占整个退市比例来看,美国主动退市比例甚至超过了强制退市,如在2003年至2007年间,纽约证券交易所年均退市率6%,约1/2为主动退市。而纳斯达克交易所年均退市率为8%,主动退市更是占近2/3的比重,这与我国非主动退市占据近100%的A股市场形成鲜明的对比。我国自股市建立近30年来,沪深两个交易所仅有78家上市公司股票终止上市,78家退市公司和2500多家上市公司相比微乎其微,主动退市仅有个别几家,且主要目的是为了满足不同监管要求、消除同业竞争、实现大股东整体上市或产业整合,少有真正典型意义主动退市案例。可见,我国主动退市远远低于成熟市场的水平。

(二) 中美上市公司私有化差异背后的原因分析: 探寻法制环境差异

1. 退市与上市数量比较: 发行制度市场化差异

在美国,退市数量和IPO数量基本达到平衡,甚至有时候退市数量会多于IPO数量。如从1985年到2008年,美国纳斯达克有11820家IPO,但同期退市数达到12965家。由于市场化机制的完善和作用发挥,企业退市与上市一样,都是市场化的常态,无论是上市或退市,均为企业市场化的最优选择,形成市场资源的最有效配置,证券发行注册制背景下上市资源充沛,退市完全是一个权衡成本收益的商业选择。而在新兴市场的中国,证券发行采用实质审核的核准制,上市一直采用总量控制原则,总量控制的证券发行审核制必然带来证券市场供不应求的市场生态,供不应求的上市需求必然带来上市溢价,上市溢价必然导致壳资源价值居高不下,借壳上市的盛行,必然导致不会有公司愿意选择主动退市。

因此,若想证券市场生态达到动态平衡,必须首先改革证券发行制度,实现以信息披露为中心的注册制,充分发挥市场机制的作用,改变证券市场供大于求的现状,真正实现釜底抽薪,使壳资源无生存空间,当上市成本或价值被低估等原因出现后,上市公司将会主动选择主动退市或转板。

2. 主动退市多于强制退市的原因: 退市应是企业权衡成本的商事选择

美国纳斯达克的退市企业约一半为主动退市,同期美国纽交所主动退市比例约为67%,究其原因:

^⑫ 前引⑦, 钱志义、林海文。

^⑬ 证券时报网快讯中心《证监会: 迄今为止有78家上市公司退市》,载 <http://kuaixun.stcn.com/2014/0704/11540417.shtml>, 最后访问时间: 2014年7月4日。

(1) 主动退市是公司基于成本收益权衡的商事选择。主动退市是上市公司基于成本与收益权衡的理性商业选择。但主动退市的诸多劣势将会在强制退市中被放大,并且强制退市一般伴随着惩戒性和救济的严苛性,域外发达市场均谨慎适用。另外,主动退市后可以主动转板到自己选择的市場继续交易如创业板市场,而强制退市将可能被迫到 OTC 市场,强制退市对投资者股票流动性可能造成的影响大于主动退市。鉴此,在成熟资本市场,主动退市的选择是上市公司基于其成本与效益考虑的明智选择。实证也证明了成熟资本市场主动退市比率大于强制退市。

在我国,由于证券发行的限量控制的影响,IPO 市场长期供不应求,资本市场遭到破坏,证券发行的“三高”现象与二级市场所谓的“市值管理”,使上市公司成为发行人与其关联人的提款机,市场化资源配置失灵,借壳上市盛行,频繁上演“乌鸡变凤凰”的闹剧,使上市公司“朽”而不倒。因此,在现行制度体系下,我国主动退市的市場需求不旺。

(2) 强制退市可作为交易所和证券监管机构清除市場“朽木”的有效手段,但因其对投资者利益的重大影响,各国监管机构均谨慎适用。虽然交易所就公司何时未履行其责任做出决定拥有广泛的自由度,乃至可以决定证券无权继续在交易所上市。^④但是,强制退市可能带来的危害是证券监管机构必须考虑的因素,对于摘牌的制裁,SEC 运用的很少,因为摘牌将产生解除发行人披露的义务,并将剥夺投资者利用交易所市場从事其证券交易。^⑤可见,强制退市对于投资者权益的影响必然会影晌监管机构的强制退市抉择,这也是域外资本市场较少适用强制退市的原因。

上市公司私有化本身固有的对公众投资者的损害,各国均在加强证券监管的基础上,通过公司法和证券法双重法律规制,通过公司法赋予控股股东严厉的信义义务来禁止对投资者的损害,同时通过证券法辅之以精妙的信息披露制度设计来阻止欺诈与操纵,从而实现投资者保护与保护公司自由和提高公司效益的动态平衡。

四、我国上市公司私有化交易的问题前瞻与制度回应

长期以来,我国资本市场实行总量控制的上市制度,上市公司作为稀有资源,即使是“披星戴帽”公司,仍然可成为壳资源,成为借壳上市的收购方争抢的对象;即使绩差股已达到退市边缘,但行政干预的多方介入,投资者阻挠等原因,市場缺乏主动退市动机和需求。随着注册制的推行、强制退市制度的完善、多层次资本市場的建立,主动退市将不断涌现,可以预见主动退市将随着资本市场市场化改革的推进成为退市的主流,

^④ See *Intercontinental Indus. Inc. v. American Stock Exch.*, 452 F. 2d 935, 940 (5th Cir. 1971).

^⑤ See SEC Legislation, 1963, Hearings before Subcomm. of Senate Comm. On Banking & Currency on S. 1642, 88th Cong., 1st Sess. 402-403 (1963).

主动退市制度将成为注册制的重要配套制度。为此,笔者建议我国应借鉴域外上市公司私有化交易的类型化证券监管与公司法公平性审查并重的监管路径,联动修改《证券法》和《公司法》相关规定,以实现主动退市监管的开放性与闭合性的统一、监管成本与效益的兼顾。

(一) 加强《证券法》相关制度修改,为上市公司私有化推进奠定基础

2005年《证券法》第56条授权证券交易所决定终止股票上市交易,并规定一定的终止条件,这些规定主要是强制退市的有关规定,并未涉及主动退市制度。《证券法》第97条涉及到主动退市一种情形:收购期限届满,被收购公司股权分布不符合上市条件的,该上市公司的股票应当由证券交易所依法终止上市交易;其余仍持有被收购公司股票的股东,有权向收购人以收购要约的同等条件出售其股票,收购人应当收购。即法律赋予余股股东的“强制收购请求权”,而不是赋予收购方的“余股强制挤出权”,也就是说,上市公司的控股股东或关联人若选择并购方式实现上市公司私有化,余股股东若不选择退出,上市公司私有化就不可能实现,这种制度设计与国际上通行的余股强制挤出权差距较大,不利于私有化的实现和主动退市制度改革。具体建议如下:(1)修改《证券法》,明确证券交易所决定(强制退市)或同意(主动退市)终止上市,并由交易所确定终止上市的条件;(2)借鉴美国13e-3规则,《证券法》在证券交易章节中针对上市公司私有化情形,构建特定的信息披露规则;(3)修订《证券法》的余股收购请求权为强制的余股挤出权(Squeeze-out)制度,收购超过90%(含关联方超过95%)的,有权以要约条件挤出剩余股东;辅之以小股东公允价值退出救济,从而达到促进资本形成、市场效率和投资者保护之间的平衡;(4)加强上市公司私有化类型化研究,修改上市公司收购制度,针对不同的并购形态,提出分类监管的信息披露要求,并与公司法中公平性审查的监管要求相呼应,确保证券监管的针对性与有效性;(5)制定专门的上市公司并购法律规范,通过上市公司并购重组中的信息披露制度的周密设计和公司内部治理安排,保障私有化并购的效率和中小股东权利保护。

(二) 厘清《公司法》相关法律规定,完善上市公司私有化的内部决策程序

针对具备典型利益冲突、自我交易性质的私有化交易,建议修订《公司法》相关规定:(1)明确控股股东的信义义务,使小股东受到大股东欺压而寻求救济时有法可依;(2)借鉴现行《公司法》中上市公司关联交易由关联董事回避表决机制,在上市公司私有化专章中明确上市公司私有化交易的关联股东回避表决,并进一步明确涉及私有化交易应由“代表2/3表决权的非关联股东通过”,代替原有的“出席会议的代表2/3表决权的股东通过”规定。因由出席会议的非关联股东表决通过,可能会由于小股东的理性冷漠或大股东收买其中机构投资者等原因,规避投机过关,建议采用美国关联并购所采用的“少数股东中多数”表决机制,改良我国现有《公司法》中的上市公司自我交易表决机制;(3)完善上市公司独立董事制度,改变现有独立董事缺乏独立性问题。明确上市公司私有化交易中建立独立董事组成的“独立委员会”全程介入并购交易的全过程,并

出具独立意见,增加小股东讨价还价的能力,而不是现行法律中的仅由独立董事出具独立的公平意见;(4)完善股份有限公司回购制度,增加公司因私有化需要可以回购本公司股票的法定情形,为《证券法》余股强制挤出制度扫除法律障碍。

(三) 有关《退市意见》中的主动退市制度的评价与建议

《退市意见》首次以部门规章的方式提出主动退市制度,并对主动退市的退市情形、实施程序和配套制度均作出了具体安排,这些规定无疑对退市制度改革具有里程碑的意义。本文无意提出退市制度系统性框架,而是希望针对该《退市意见》提出相应的完善意见和建议,以期对退市制度改革献计献策。笔者认为,该意见对退市的监管仅提及主动退市依据《证券法》授权给证券交易所,由交易所决定同意退市决定,但并未对证监会如何加强证券监管提出任何具体监管意见,显然,这样的退市意见是远远不够的。因为主动退市制度关乎投资者利益保护、关乎投资者对资本市场的信心、关乎资本市场的资源配置效率和资本形成、关乎资本市场健康有序发展,域外成熟市场尚且在完备的司法框架下,重视证券行政监管的作用,如完备的并购法规、专门的 13e-3 规则、无孔不入的集团诉讼、设计精妙的信息披露制度等。而我国这些配套的制度机制均不具备,特别是司法救济不完备的条件下,放弃证券监管,等于弃投资者利益于不顾,最终伤及资本市场系统安全与健康发展。具体建议如下:(1)《退市意见》列举的 7 种情形有些杂糅,建议结合国内并购重组的形态和国外私有化经验重新梳理,可采用上市公司私有化的类型化思考来概括主动退市情形(留有概括式规定以便适应法律演进的现实需要),并辅之以不同的监管要求,与其他私有化公平性监管准则相得益彰;(2)完善主动退市的内部决策程序,建议依照前述《公司法》修订建议来构建公司的内部决策程序;(3)加强主动退市的外部证券监管,建议借鉴美国 13e-3 规则,明确信息披露的内容和证监会审核要求与要点,以引导上市公司私有化交易的公平与效率;(4)注重不同层级的法律法规的衔接,在《证券法》和《公司法》联动修改的前提下,优化相关配套制度,细化《退市意见》,完善主动退市的审核机制,保障投资者利益,从而促进退市效率;(5)建立证券交易所与证监会的备案制,加强证券监管机构对退市监管的力度,预防上市公司私有化交易中的投资者利益损害。

结 语

“流水不腐,户枢不蠹”,退市制度与上市制度作为资本市场两大重要制度,关系资本市场优胜劣汰和健康有序发展。主动退市制度改革成为我国新一轮退市改革的亮点。美国上市公司私有化交易的绝对禁止与受损者补足理论之辩、实质公平审查与法定信息披露之辩为我国主动退市制度构建提供法理基础与监管逻辑。投资者损失合理补偿与保证公司自由、资本市场效率的利益平衡法理理念,为我国上市公司私有化制度构建提供理论支持。尽管美国已有上市公司私有化交易监管的成功经验,但是由于我

国的资本市场结构、法制环境和诚信基础等均与美国存在较大差距,我国退市制度市场化改革以及上市公司私有化制度的建设与完善仍任重道远。

Abstract: The absolute prohibition of legal debate on reasonable compensation with impaired people and the supervision logic of investor protection and company freedom provide theoretical basis for our country's listed company privatization supervision. The supervision of listed company privatization transforms from substantive examination to statutory disclosure, which shows the interests balance between investor protection and company freedom. With the empirical data of Chinese and American listed company privatization, the main reason for our country's ecological damage of capital market and insufficient demand of privatization is the securities issuance system of total amount control. We should imitate the extraterritorial method with typed security supervision and judicial justice investigation with information disclosure as its core, set up the idea that balances company delisting freedom and the reasonable compensation of investor interests, and revise related stipulations of Securities Law and Corporate Law.

(责任编辑:王莉萍)