

上市公司私有化退市的“安全港”制度研究

沈朝晖

摘要 经过三十余年的理论争议和判例矫正,2014年美国特拉华州最高法院在 *Kahn v. MFW* 中最终为上市公司私有化退市的“安全港”制度背书。经董事会特别委员会和少数股东多数决的公司治理内部机制是对控股股东重大利益冲突的双重清洁,商事裁判标准也由完全公平转为商业判断规则。美国式“安全港”的功能发挥有赖于诸多前提,整体运作成本较高,法律移植殊为不易。中国证券监管机构强制性地部分引入清洁机制,积极功能表现在迫使控股股东向公众股东披露信息,赋予公共股东一定的谈判力量,同时也导致法权保护的财产规则理论所预测的“敲竹杠”问题与效率减损。未来中国A股上市公司私有化退市中的利益冲突问题应从外部规制和内部治理机制两个层面进行制度完善。

关键词 利益冲突 上市公司私有化退市 董事会特别委员会 少数股东多数决 自我执行

作者沈朝晖,法学博士,清华大学法学院副教授,清华文科“仲英青年学者”。

DOI:10.16094/j.cnki.1005-0221.2018.04.005

依赖事前的公司治理内部程序机制,而非事后法院的完全公平司法审查,以预防和威慑控股股东与被控制公司之间的利益冲突交易的不公平性,是一个由来已久的美好法治设想。Black 与 Kraakman 提出的公司法自我执行模型是指不依赖法院的事后审查或政府监管机构的审批,而依赖公司组织内部程序和激活公司治理,抗衡与遏制控股股东与被控制公司之间的利益冲突交易,对利益冲突达到内部清洁的效果。^① 上市公司私有化退市实质是控股股东联合管理层等公司内部人引入若干私募股权投资基金共同组成一个买方团 (consortium) (以下统称控股股东) 发起的收购上市公司公众股东手中股权的交易。对于控股股东通过法定合并的方式挤出少数股东的自我交易,美国特拉华州法院在 *In re MFW* 股东诉讼 (2013) 和 *Kahn v. MFW* (2014) 中确立双重清洁机制所组成的“安全港”,得到美国学界和实务界的广泛赞誉。判例法给予控股股东以制度激励。如果控股股东和被控制公司之间的私有化退市方案,在公司内部治理程序上是由无利害关系董事所组成的特别委员会 (简称特委会) 独立谈判所形成的交易条款,同时还进一步在股东会中被少数股东中的大多数同意,即少数股东多数决规则 (以下简称 MOM),则双重清洁机制的联合作用发挥协同综效。^② 其法律效果不再是饱受批评的 1994 年 *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* ^③ (简称 *Lynch*) 判决所确立和沿袭二十年之久的完全公平司法审查,而是发生司法审查标准转换的实质效果,转向商业判断规则。在上

^① See Bernard Black and Reinier Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”, *Harvard Law Review*, Vol. 109, No. 8 (1996), pp. 1958-1960.

^② See Luca Enriques, “Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European-Commission Proposal)”, *European Business Organization Law Review*, Vol. 16, No. 1 (2015), p. 20.

^③ See *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A. 2d 1110 (Del., 1994).

市公司私有化退市中，控股股东行为的“安全港”得以最终确立。

据不完全统计，近年来中国资本市场上控股股东吸收合并 A 股上市公司的案例已有十余件。^④ Henderson 与 Epstein 指出，企业的治理模式有“公共公司”和“私人公司”两种。^⑤ 在法律世界中，企业的选择会受到税法和公司法、证券法的影响。2002 年《萨班斯-奥克斯利法》（简称 SOX 法）增加企业的上市合规成本，改变企业治理周期的均衡状态，导致美国发生一波私有化退市的浪潮。随着中国股票公开发行注册制的推行、严监管下公众公司合规成本的增加、私人诉讼的强化以及股票市场估值的理性回归，A 股上市公司私有化退市在一定条件下会成规模地发生。上市公司私有化退市将对中国既有的公司法、证券法及其配套规章构成重大的挑战与检验。本文研讨发达国家在上市公司私有化退市方面的规制前沿，特别是在完全公平司法审查下发展出的双重清洁依靠公司治理内部程序自我执行和自我实现，使得独立第三方（法院或证券监管部门）的介入成本最小化。本文对其进行整体的、体系的、语境的挖掘，将对中国的立法发展具有前瞻性的借鉴意义。

一、利益冲突双重清洁“安全港”的功能与前提

对于 *MFV* 的一审和二审判决，美国学界和实务界给予广泛的好评。单一的清洁机制只具有举证责任倒置的效果，不改变司法审查标准，依然适用完全公平司法审查，而只有双重清洁机制合用，即董事会特委会的谈判和批准、少数股东中的大多数同意，才能将司法审查标准由完全公平转化为商业判断规则。两个清洁机制是相互补充，而非替换关系。^⑥ 二者同时具备发生“协同综效”时，依赖公司内部治理程序，可达到消除控股股东利益冲突交易的不公平性的效果。“安全港”对公司内部自治进行赋权和制度激励，商业判断规则的适用空间进一步扩大。这是美国公司审判实践的最新发展。不过，双重清洁需要具备一定前提才能发挥清洁功能，要求严格，对于控股股东而言，“安全港”的使用成本很高，知易行难。如同 Leo Strine 法官所言，司法任务是决定什么时候两个清洁因素（cleansing factors）中的一个清洁因素存在，以及如果其中一个清洁因素存在，法院给予多大的遵从程度，这些问题从来都不简单。实际上，它一直是美国公司法的迷思。^⑦ 下文进一步挖掘特拉华州法院所背书的两个清洁因素，如何能达到利益冲突的清洁。

（一）董事会特别委员会的功能与前提

上市公司私有化退市中使用的特委会是交易谈判委员会，具有若干特征。它是临时性的，而非常设机构。委员限于经过股东会合法选举产生的董事，故其合法性来自于股东投票选举，而且是独立董事或者与利益冲突交易没有利害关系的董事组成。^⑧ 特委会的功能是当董事会不能公正地履行职责时，临时组建以处理利益冲突。特委会是公司治理中富有价值的重要工具，如衡平法官 Chandler 所说，“在特拉华州法上，有意义的独立特委会扮演有力的角色”。^⑨

在控股股东与被控制公司之间的利益冲突交易中，特委会的角色是作为少数股东利益的守门人

④ 参见中银国际证券有限责任公司“关于招商局公路网络科技控股股份有限公司换股吸收合并华北高速公路股份有限公司暨关联交易之估值报告”（2017 年 6 月），第 16-17 页。

⑤ See M. Todd Henderson and Richard A. Epstein, “The Going-private Phenomenon: Causes and Implications”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76, No. 1 (2009), p. 2.

⑥ See *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 879 A. 2d 604 (Del. Ch. 2005).

⑦ See Leo E. Strine, Jr., “Derivative Impact? Some Early Reflections on the Corporation Law Implications of the Enron Debacle”, *The Business Lawyer*, Vol. 57, No. 4 (2002), p. 1376.

⑧ See Scott V. Simpson, “The Emerging Role of the Special Committee—Ensuring Business Judgment Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest”, *The Business Lawyer*, Vol. 43, No. 2 (1988), p. 666.

⑨ *In re Digex, Inc. Shareholders Litig., Consol. C. A. No. 18336*, slip op. at 72 (Del. Ch. Dec. 13, 2000, revised Jan. 19, 2001).

和谈判代表，积极介入价格和其他条款形成的过程，而非价格的被动接受者或被动的投票批准者。股东会在公司治理中是被动地对董事会提案投票，只能作出同意、不同意或弃权的决定，对交易条款形成的过程没有直接的影响。特委会弥补了这个缺口，作为少数股东的集体谈判代表，特委会的角色设定是少数股东的代理人，与控股股东进行谈判，形成提交董事会和股东会表决的最终条款。特委会的目标是要模拟公平的谈判。此外，完全公平裁判标准中的“公平”是一个范围（range），^⑩而不是某一个精确的点，而控股股东的存在，使得控股股东成为少数股东出售股份的唯一买家；只要控股股东不同意向外部竞标者出售股份，任何第三方都无法获得公司的控制权，控股股东享有单边垄断的优势，市场检验（market check）不会完全发挥作用。特委会的功能在于对等谈判出来的交易价格能够克服市场竞标失灵所带来的价格折扣。^⑪

作为价格形成机制的特委会程序，区别于美国公司法上另外一个经常提到的程序——无利害关系的董事会表决，或者叫关联董事的表决回避。例如《特拉华州普通公司法》（Delaware's General Corporation Law, DGCL）第 144（a）节，董事等公司内部人与公司之间的利益冲突交易，经无利害关系董事的批准，适用商业判断规则，是董事利益冲突交易的“安全港”。又如我国《公司法》第 124 条规定的关联董事在董事会回避表决。DGCL 第 144（a）节所规定的无利害关系董事的批准和特委会是两个不同的清洁机制。第一，在法律渊源方面，特委会是判例法发展演化而逐渐成熟的清洁措施，董事会层面的表决权回避是成文法的规定。第二，在功能方面，关联董事回避表决是消极的、被动的利益冲突清洁，特委会是积极的、主动的利益冲突清洁。第三，无利害关系董事的表决通过，属于公司行动，是公司意思表示形成和有效公司决议的必经程序之一，特委会是董事会授权，其评估结论不是公司行动，特委会与控股股东谈判达成的方案，还必须在董事会层面经过无利害关系的董事会表决通过，方成为公司决议。

为了防止特委会被控股股东不当影响以致在功能上不能最优模拟公平谈判场景中的董事会，特拉华州法院为特委会设定如下前提。

1. 独立性和正直性。特委会适格的首要条件是它的每一位成员均独立于控股股东，表现在特委会成员的选择和组成方面，特别是特委会主席人员的任命方面，须免于控股股东的干涉。尽管有联邦证券法的事前规制和州公司法的事后审查，对于独立董事的独立性质疑主要是结构偏差理论。在董事利益冲突中，结构偏差体现在同行之间的相互保护。在控股股东利益冲突中，结构偏差体现在控股股东对被控制公司董事会的控制关系。结构偏差论者认为，独立董事难以有真正的独立性。^⑫

关于结构偏差论对独立董事独立性的质疑，特拉华州法官的认识在变化，由怀疑到承认独立董事的作用。Allen 等法官认为，“我们承认，无利害关系的特别独立董事是否可以正直地行使职权，仍然具有争论。反对给独立董事特委会的过程赋予商业判断规则的理由是，虽然大部分公众公司的董事会成员大部分是独立董事，但独立董事并不是密封地隔绝于内部董事。这个现实可能解释了特拉华州最高法院为什么犹豫是否要赋予独立委员会的程序以完全清洁的效力。这也是为什么法院拒绝赋予董事会批准以完全追认效果的原因。”^⑬从怀疑发展到法官最终信任独立董事的品质，有几个原因。第一，2002 年以来在美国联邦层面严苛的 SOX 法的实施，对公司治理提出了更高的要求，很大程度上改变了美国上市公司治理的现实情况。^⑭研究表明，SOX 法之后，董事会的规模变得更

^⑩ See Melvin Eisenberg, “Self-Interested Transactions in Corporate Law”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 13, No. 4 (1988), p. 999.

^⑪ See Richard Booth, “Majority-of-Minority Voting and Fairness in Freeze-out Mergers”, *Villanova Law Review*, Vol. 59, No. 6 (2014), p. 94.

^⑫ See J. Robert Brown, Jr., “Disloyalty without Limits, ‘Independent’ Directors and the Elimination of the Duty of Loyalty”, *Kentucky Law Journal*, Vol. 95, No. 1 (2006), pp. 55-56.

^⑬ William Allen, Jack Jacobs and Leo Strine, Jr., “Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law”, *The Business Lawyer*, Vol. 56, No. 4 (2001), p. 1308.

^⑭ See Miriam Bitton and Odellia Minnes, “Exploring the Standard of Review of Transactions with Controlling Shareholders after *in re MFW Shareholders Litigation* (Decided May 29th, 2013)”, *Business, Entrepreneurship & Law*, Vol. 7, No. 2 (2014), pp. 457-461.

大和更加独立。^⑮ 特别是基于在类似情景下的特别诉讼委员会中的运行情况和司法审查经验，在严格的民事法律责任下，美国法院开始逐渐信任独立董事的操守。第二，美国独立董事群体所面临的市场声誉制裁，是司法执行的替代机制，给了法官信心。美国的独立董事往往在多个上市公司任职，由于有 MOM 的制约，而少数股东中的大多数成员是机构投资者，作为特委会成员的独立董事在评估控股方的提议和进行谈判时，评估谈判的最终结果一旦在少数股东的大会上被否决，独立董事的生涯会在机构投资者的投资记录上留下不良记载。

2. 充分赋权。要与控股股东谈判得出一个公平的价格和交易条款，本身是一个悖论；这需要特委会具有谈判的实权。特委会具有充分赋权才能对抗来自控股股东的压力，公平谈判。董事会的充分赋权才能确保特委会的独立性，前提一和前提二是紧密相连的。

根据利益冲突交易所模拟的公平基准，特委会的权限会不同。其一，控股股东直接合并被控制公司，所模拟的公平基准是第三方直接合并被控制公司。面对第三方的直接合并提议，目标公司的董事会具有说“不”的否决权。因此，在控股股东直接合并被控制公司，特委会也应具有否决权。但目前特拉华州的判例法上，特委会的否决权容易让特委会作出风险规避和明哲保身的行为，因为特委会表决通过上市公司私有化退市方案有可能会事后被少数股东起诉，风险规避的理性做法是否决私有化退市，容易导致特委会否决有价值的挤出合并交易，^⑯ 而控股股东不能像第三方那样再绕开董事会发起要约收购或投票权征集，否则适用完全公平审查。这会导致有效率的私有化退市在特委会阶段就被阻止了，造成社会福利的损失。Subramanian 因此建议，在法定合并的场合，应模拟公平谈判交易下的合并，容许特委会有否决权，但否决权应受制于控股股东寻求替代交易的权利。^⑰

其二，在 TOFO 中，特委会的妥当赋权范围是目前美国判例法有分歧的焦点。理论上，特委会模拟的公平基准应是独立第三方要约收购中的董事会权限大小。在特拉华州公司法关于独立第三方的要约收购中，董事会有权采取包括“毒丸”在内的反收购措施阻止恶意收购接管公司的发生。相应地，TOFO 中的特委会也应具有否决权，未得到特委会批准的控股股东要约收购，不适用商业判断规则，而是适用完全公平标准。CNX Gas 判例提出主要从三个具体指标来判断特委会是否具有妥当赋权。其一为是否具有谈判的否决权，也即是否具有离开谈判桌的权力。其二为是否具有寻求替代竞争性交易的能力，这是公平性的市场检验。其三为是否具有决定发起反收购措施的权限，特别是毒丸计划。^⑱ 此外，从反面来看，董事会对特委会的授权是否存在明确限制特委会权利的事项，若存在这一限制而且是不当的，则容易被法院否定特委会具备充分赋权这个前提。

3. 信息对称及外聘顾问的独立性。特委会的信息对称包括两方面：信息获取与独立的外部顾问。信息获取的要求是为了解决信息不对称问题，实现特委会和控股股东谈判的信息平衡。由于特委会由独立董事组成，独立董事掌握的信息有限，公司内部信息掌握在内部董事手中。^⑲ 作为特委会成员的独立董事是否能无阻碍的获取相关信息，取决于与控股股东有关联的那些董事向特委会进行信息披露。控股股东和附属于控股股东的董事（affiliated directors）是否向特委会隐瞒了相关信息，是美国司法审查的重点。如果说信息获取这个前提是强调信息的对称，那么独立的外部顾问则是强调对有效信息的处理和消化能力要对等。特委会的角色某种意义上是信息中介。囿于经验和专业能力，特委会成员可能不擅长法律和财务，为了弥补特委会成员在专业上的可能缺陷，特委会有

^⑮ See James S. Linck, Jeffrey M. Netter and Tina Yang, “The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand of Directors”, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8 (2009), p. 3287.

^⑯ See Guhan Subramanian, “Fixing Freezeouts”, *The Yale Law Journal*, Vol. 115, No. 1 (2005), p. 2.

^⑰ Ibid, p. 63.

^⑱ See *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, Case No. 5377-VCL (Del. Ch. May 25, 2010).

^⑲ See Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York: Oxford University Press, 2012, p. 64.

权聘请外部专家。^{②①} 法官 Allen 特别看重外部顾问的作用, 因为外部董事的经验有限。^{②②} 特委会聘请外部的法律和财务顾问, 不论结果如何, 外部法律和财务顾问的咨询费用全部由公司承担。由这些外部无利害关系法律和财务顾问来评估利益冲突交易。由特委会的独立性可以推导出它聘请的专家也应该是独立的。法律顾问和财务顾问的独立性要求之一是与控股股东聘请的法律顾问和财务顾问分开, 例如在 Dell 电脑公司私有化退市中, 控股股东和特委会分别聘请法律顾问和财务顾问。

4. 特委会的注意义务。若特委会只有充分赋权, 没有法律责任, 也会造成特委会行为的扭曲, 社会福利水平的下降。作为董事会的替代, 特委会的义务承继于董事会的受信义务, 同时也享受商业判断规则的保护。特委会对批准或否决控股股东的提议, 承担受信义务的法律后果。一般来说, 特委会成员在选任时已经董事会判断其不具有利益冲突, 即不会违背忠实义务;^{②③} 特委会的受信义务主要是注意义务。^{②④} 在上市公司私有化退市的语境中, 它的受信义务包括出售公司控制权时的 *Revlon* 义务, 即为股东获得最大化的价格。特拉华州法院还认为, 一个功能良好运作的特委会, 前提是各成员对自身的义务 (mandate) 已经有充分的知情。^{②⑤} 这也是特委会成员的注意义务的应有之义。美国实践中特委会一般会至少做两件事情证明自己尽到注意义务。一是聘请独立的财务顾问和法律顾问。二是特委会须对控股股东支付给公众股东的对价进行市场检验, 广泛招揽, 与潜在的其他竞标者或潜在的交易对手进行询价, 以确保控股股东支付的对价是市场上可得到的最高对价, 从而证明特委会已经勤勉尽责地与控股股东进行最大努力程度的谈判。

(二) 少数股东多数决的功能与前提

控股股东重大利益冲突交易的第二道清洁机制是 MOM。该条件历经多年的判例检验, 最终得到美国特拉华州法院的背书, 也经历了一个争论和校准的过程。MOM 对利益冲突的清洁机理有两个理论基础。一是代理理论。受信义务人的利益冲突交易因得到本人的同意或追认而获得正当性。^{②⑥} 二是少数股东的批准是对第三方法官审查的替代。如果公司决议已经完全知情和无利害关系的股东大会的批准, 则法院的干预没有必要或是多余的。这个理论将公平视作由充分信息基础上的无利害关系的第三方所做的过程, 并将独立第三方的审查等同于法官的审查。^{②⑦}

MOM 对控股股东利益冲突清洁具有三个功能。功能之一是对特委会的最终监督。如果说特委会是形成交易条款和公平对价的谈判力量, 那么, 股东会则是对特委会谈判结果的最后核查和监督。^{②⑧} 当特委会在谈判的时候, 已经预先知道特委会与控股股东之间的谈判结果将会提交关联股东回避表决的少数股东中单独表决时, 这会引导特委会的行为向 MOM 预期的方向发展。MOM 的功能之二是让控股股东和特委会谈判而成的对价接受市场检验。这是 Subramanian 的洞见。如果没有 MOM, 假设持股 60% 的控股股东与子公司的独立董事组成的特委会谈判, 意图将子公司合并。控

^{②①} In re John Q. Hammons Hotels Inc. Shareholder Litigation, 2009 WL 3165613, at* 12 n. 38 (Del. Ch. Oct. 2, 2009) (“[I]t is not sufficient for the special committee to merely be disinterested and independent. Rather, the committee must be given sufficient authority and opportunity to bargain on behalf of the minority stockholders, including the ability to hire independent legal and financial advisers.”).

^{②②} See William T. Allen, “Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy?”, *The Business Lawyer*, Vol. 45, No. 4 (1990), p. 2055.

^{②③} See Gregory Varallo, Srinivas Raju and Michael Allen, *Special Committees*, New York: Oxford University Press, 2011, p. 21.

^{②④} See Scott V. Simpson and Katherine Brody, “The Evolving Role of Special Committees in M&A Transactions: Seeking Business Judgment Rule Protection in the Context of Controlling Shareholder Transactions and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest”, *The Business Lawyer*, Vol. 69, No. 4 (2014), p. 1129.

^{②⑤} Potter Anderson & Corroon LLP, *Special Committees: A Primer*, *Corporate Governance Advisor*, New York: Aspen Publishers, March/April 2007, Vol. 15, No. 2, available at http://www.potteranderson.com/media/publication/167_Special_20Committees_20A_20Primer_2020JFG_20MKR_20Corp_20Gov_20Adv_20April_2027_202007.pdf.

^{②⑥} See Reinier Kraakman, *The Anatomy of Corporate Law* (second edition), New York: Oxford University Press, 2009, pp. 35-37.

^{②⑦} See Edwin W. Hecker, “Fiduciary Duties in Business Entities Revisited”, *University of Kansas Law Review*, Vol. 61, No. 5 (2013), p. 923.

^{②⑧} See note ②⑥, p. 53.

股股东与特委会达成的条件是每股 10 元，控股股东运用手中的 60% 投票权，赞成该交易；如果有 MOM，因控股股东回避表决，愿意比控股股东出价更高的第三方才可能出现和竞标。在 MOM 下，有可能中间杀出个“程咬金”（deal jumper），它能提供比控股股东更高的报价。如果控股股东不提价，则竞标者可以用它从 MOM 那里得到的投票权阻止大股东的私有化退市提议。那控股股东只能被迫以更高的价格收买竞标者，或将它的股份卖给第三方。^{②③} MOM 的功能之三是确保全体少数股东得到中位数的价格，^{②④} 确保股东偏好的中间化得到满足。假设公司有十位少数股东参与投票，对股份的内心估值和保留价格分别从 1 元到 10 元。最乐观的投资者对股份的估值是 10 元，最悲观的投资者对股份的估值是 1 元。当提案的对价从 1 元逐级上升，少数股东同意票数和比例逐步上升。当对价到 6 元时，会有六位股东同意。Booth 认为，不同于荷兰式拍卖，MOM 这个结果与阶梯拍卖（stair-step auction）的结果是一致的。^{②⑤} 估值为 1 元的股东，最后得到 6 元的对价；同时，估值为 10 元的股东，也得到了 6 元的对价。在组合投资和多元化投资中，MOM 还最大化了交易的发生数量。^{②⑥} 基于 MOM 的功能，有学者认为 MOM 比特委会更加重要。^{②⑦}

MOM 要发挥功能，也有内置的前提。一是向少数股东充分地披露信息，使少数股东的投票决策是基于充分知情。二是股东决策中不存在被威胁或胁迫的质疑。前两个是要约收购司法审查对股东决策所沿袭下来的常规保护。三是参与 MOM 的少数股东与控股股东不存在隶属或合谋关系。^{②⑧}

1. 信息披露。对 MOM 的质疑不同于特委会所面临的结构偏差或者品质（integrity）问题。从定义上看，与交易和控股股东无利害关系方能成为 MOM 中的少数股东。^{②⑨} 对 MOM 清洁效力的诘问有三个方面：信息披露、^{②⑩} 要约收购司法审查所传承下来的严格审查控股股东是否存在对少数股东投票的胁迫或暗示的胁迫^{②⑪}和少数股东集体行动问题。在信息披露方面，特拉华州法院对作为少数股东投票基础的信息对称从疑虑、部分承认到最终相信信息披露的完备，这个演变的发生有若干原因。其一是联邦证券执法和州公司司法的协力。联邦 SEC 在信息披露方面的严格执法，大大弥补了州法的事后司法救济的不足。特别是 SOX 法实施以来，SEC 对公众公司的信息披露执法越来越严厉和有效。我们知道，除了前述的加强独立董事和董事会的独立性，SOX 法的另一个重点是信息披露。^{②⑫} SEC 执法的力度加强，获得广泛认可。在这样的环境下，特拉华州法官的态度在发生改变。“在今日的环境中，给予那些基于 MOM 认可后的利益冲突的合并交易非完全的清洁效果，缺乏充分的正当性。SEC 的信息披露监管和私人律师的努力，再加上机构投资者的股东积极主义放大了信息披露执法的效果，新技术带来的大量信息流动更加促进了信息披露执法。这个时候，不认可 MOM 更加缺少正当性。”^{②⑬} 其二，当今互联网信息传播的力度，大大不同于 1994 年 *Kahn v. Lynch* 判例时的技术面貌。^{②⑭} 在 *MFW* 判例中 Strine 法官提到，互联网增强了股东获取信息的能力，让股东变得更

^{②③} See note ①⑥, pp. 53-54.

^{②④} See note ①①, pp. 94-96.

^{②⑤} See note ①①, p. 96.

^{②⑥} See note ①①, p. 94.

^{②⑦} See note ①①, p. 94.

^{②⑧} *Lewis v. Vogelstein*, 699 A. 2d 327 (Del. Ch. 1997). Also See William Allen, Reinier Kraakman and Guhan Subramania, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* (fourth edition), New York: Wolters Kluwer, 2012, pp. 293-294.

^{②⑨} See note ①③, p. 1308.

^{②⑩} See J. Robert Brown, "Speaking with Complete Candor: Shareholder Ratification and the Elimination of the Duty of Loyalty", *Hastings Law Journal*, Vol. 54, No. 3 (2002), p. 641.

^{②⑪} See note ①③, p. 1308.

^{②⑫} See Stephen M. Bainbridge, *The Complete Guide to Sarbanes-Oxley*, New York: Adams Business, 2007, pp. 38-72.

^{②⑬} *Ibid* note ①③, p. 1307.

^{②⑭} See note ①④, pp. 464-465.

加通晓,因此更有能力获得和处理公司和市场的信息。^{④①}信息充分下的、没有胁迫压力的股东和董事投票,优于法院的判断。^{④②}

2. 投票(预受要约)无胁迫。此前提是确保少数股东在自由意志支配下的自由投票(合并式的私有化退市)或预受要约(TOFO式的私有化退市)。在*Pure Resource*案中,法院对控股股东要约收购是否存在胁迫所给出的操作化标准是:MOM须是要约收购启动前所约定的要约生效的条件;在后端的简易合并中,给少数股东的对价应与要约收购的条件一样;控股股东必须承诺不报复。^{④③}在TOFO交易中,这三个操作化的标准具有确定性,也是安全港的内在构成。对MOM的质疑是,当要约收购的发动主体从第三方转到控股股东时,控股股东主导的交易结构内生的会对少数股东的胁迫或压迫。^{④④}强制披露只能解决公众股东的信息不对称问题。控股股东和交易设计的胁迫性,再加上少数股东的集体行动困境,使得对MOM清洁作用的质疑更加严重。^{④⑤}特拉华州法院最终认可在一定条件下MOM的清洁功能,与近几年美国股票市场投资者结构的变化有关。市场结构的变化和法律的合力使得特拉华州法院最终对少数股东的投票和意思自治赋予更大的法律意义。第一,美国股票市场投资者日益以机构投资者为主,特别是对对冲基金的作用日益明显。据统计,在1965年,美国股票市场中机构持股16%;到2001年,机构持股上升到61%。^{④⑥}机构投资者的行为模式更加理性,更能克服集体行动的困境。第二,股东积极主义的兴起。随着机构投资者在投资者中的占比优势变化,股东积极主义的兴起使得集体行动问题进一步缓解。^{④⑦}私有化退市相比其他隐蔽的控股股东交易,更容易观测和评估,^{④⑧}更容易调动机构投资者的介入积极性。机构投资者在联邦证券诉讼和州公司并购交易诉讼中,均积极发起诉讼成为首席原告。^{④⑨}美国上市公司持股的机构化和少数股东积极主义的兴起,使得法官相信少数股东完全有能力保护自己,而不需要父爱主义的司法审查。第三,专业的投票咨询机构的中介服务为少数股东提供专业化的投票建议。美国市场近年来兴起一个新的“守门人”行业——投票顾问(proxy advisors),他们为机构投资者提供专业的投资咨询服务。^{④⑩}例如“机构投资者服务”(ISS)作为最有影响力的投票顾问之一,为它的客户提供投票评估的服务,推荐给机构投资者客户。作为市场守门人的投资咨询机构的职业化服务,有力地保护少数股东。这些因素让特拉华州法院逐步认可MOM。

3. 参与MOM的股东无利害关系。MOM实际发挥清洁作用的第三个条件是参与MOM的少数股东与控股股东不存在隶属关系,或不存在与控股股东的先前协议,否则会导致参与MOM的少数股东相互之间对表决事项的利益的激励方向错配,减损MOM的效果。在*CNX Gas*判例中,机构投资者T. Rowe Price是第一大少数股东,持有少数股东的37%股份。在要约收购之前,控股股东与

^{④①} See *In re MFW Shareholders Litigation*, 67 A. 3d 496, 530 (Del. Ch. 2013).

^{④②} Ibid.

^{④③} See *In re Pure Resources Inc., Shareholders Litigation*, 808 A. 2d 421 (Del. Ch. 2002).

^{④④} See A. C. Pritchard, “Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 83, No. 1 (2004), pp. 101–104.

^{④⑤} See note ③⑤, p. 641.

^{④⑥} See Marcel Kahan and Edward Rock, “Embattled CEOs”, *Texas Law Review*, Vol. 88, No. 5 (2010), p. 987; Paul Rose, “The Corporate Governance Industry”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 32, No. 4 (2007), p. 897; Leo E. Strine, Jr., “The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30, No. 3 (2005), p. 688.

^{④⑦} See Donald C. Langevoort, “The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets”, *Virginia Law Review*, Vol. 95, No. 4 (2009), pp. 1060–1061.

^{④⑧} See Vikramaditya Khanna and Umakanth Varottil, “Regulating Squeeze-Outs in India: A Comparative Perspective”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 63, No. 4 (2015), p. 1045.

^{④⑨} See David H. Webber, “Private Policing of Mergers and Acquisitions: An Empirical Assessment of Institutional Lead Plaintiff in Transactional Class and Derivative Actions”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 38, No. 3 (2014), p. 907.

^{④⑩} See Stephen Choi, Jill Fisch and Marcel Kahan, “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality”, *Emory Law Journal*, Vol. 59, No. 4 (2010), p. 869.

T. Rowe Price 已达成私下收购协议，锁定了出售价格。而且 T. Rowe Price 既是被控制公司的少数股东，又是母公司的少数股东。这使得不论少数股东预受要约的价格和数量是多少，T. Rowe Price 都能获利。^{⑤①} 私下收购协议在司法审查中被发现，法院否决该案 MOM 的效果。另外在 *Pure Resources* 判例中，法官经审查发现，部分少数股东是被合并公司的管理层，与控股股东有私下的股东投票协议，已受到控股股东的影响，不符合少数股东无利害关系的内在要求。^{⑤②} 总之，对于少数股东和多数股东的隐蔽联系和事前协议，美国法的解决办法是依赖信息披露基础上的司法程序进行发现。^{⑤③}

二、双重清洁“安全港”的中国移植与效果检验

目前中国 A 股上市公司私有化退市的法律途径主要是两个：直接吸收合并和要约收购。

（一）途径 1：控股股东吸收合并 A 股上市公司的法律规制疏漏

控股股东通过吸收合并 A 股上市公司进行私有化退市，须遵循公司法和证券法的双重规定。在公司法层面，公司合并须经过双方董事会、股东大会的特别决议。其中，董事会至少一半董事出席，合并提案须经过全体董事的过半数通过；上市公司股东大会没有最低出席人数要求，合并提案须经出席股东大会的表决权的三分之二以上通过。公司章程可以在公司法的基础上有更高的特别规定。控股股东吸收合并 A 股上市公司的提案，在董事会表决时与控股股东有关联的董事必须回避表决；在股东大会表决时控股股东及其关联股东必须回避表决。合并还必须依法履行债权人通知和公告程序，并根据各自债权人于法定期限内提出的要求向各自债权人提前清偿债务或为其另行提供担保。在证券法层面，上市公司的董事会须聘请独立财务顾问出具独立财务顾问的意见和专项核查意见，聘请律师出具公司合并的合法性法律意见书。

控股股东吸收合并 A 股上市公司属于利益冲突程度比较严重的交易。控股股东控制上市公司董事会，使得董事会没有独立的意志与力量去维护公众股东的利益。控股股东主导的合并上市公司方案会有诸多对公众股东不公平的安排。监管部门已经意识到控股股东吸收合并 A 股上市公司中的利益冲突问题。例如，我国的会计准则把这类合并称为“同一控制下的合并”，对同一控制下的合并方案的定价有特殊的估值、记账和会计准则。^{⑤④} 然而，目前的法律规制仍显薄弱，也表现在公司法和证券法两个层面。在公司法层面，上市公司的控股股东、实际控制人和董事会对公众股东都承担受信义务，而在受信义务的移植国家^{⑤⑤}包括我国的商事审判中对受信义务的裁判不深入、不成熟或不发达，^{⑤⑥} 难以依赖司法裁判保护公众投资者。在证券法层面，证券监管部门不区分是关联方还是非关联方发起的对 A 股上市公司的吸收合并，在股权定价方面适用统一的监管标准：董事会决议公告日作为公众股东手中股权的定价基准日，一般是定价基准日的前 20 个交易日上市公司股票交易的均价为公众股东所得到的对价。^{⑤⑦} 为了吸引公众股东接受，控股股东在这个定价基准上给予一定的溢价。关键问题不是从财务估值的实体上去论证给予公众股东的对价是否公允，而是对价的形成

^{⑤①} See note ⑬.

^{⑤②} See note ⑫.

^{⑤③} See note ⑪, p. 1045.

^{⑤④} 参见财政部《企业会计准则第 20 号——企业合并》第二章“同一控制下的企业合并”。

^{⑤⑤} See Hideki Kanda and Curtis Milhaupt, “Re-examining Legal Transplants: The Director’s Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 51, No. 4 (2003), pp. 893–896.

^{⑤⑥} 这个判断是基于两个法律实证研究的一致结论。参见甘培忠等主编《新类型公司诉讼疑难问题研究》，北京大学出版社 2009 年版，第 343–344 页；王军“公司经营者忠实和勤勉义务诉讼研究——以 14 省、直辖市的 137 件判决书为样本”，《北方法学》2011 年第 4 期，第 30 页。

^{⑤⑦} 《上市公司重大资产重组管理办法》2016 年修订依然沿袭一直以来的惯例，参见其第 45 条第 1 款。

过程是否符合程序正义。公众股东手中的股权以什么样的价格被控股股东收购，公众股东毫无议价能力，而是控股股东提议，然后再由控股股东控制下的董事会去聘请投行财务顾问进行财务估值的论证。整个价格形成的过程，缺乏公平谈判下的程序正义所带来的可信度。更隐蔽的严重问题是，如同 Bebchuk、Kahan 和 Subramanian 所指出的，^{⑤7} 如果法律上依赖市场价格的股票估值，迷信市场价格，将诱发控股股东的机会主义行为。比如控股股东及控股股东控制下的董事会选择市场股价的低迷期公告合并决议，然后以之作为定价基准日。看起来符合监管要求，而实际上股票价格有诸多市值管理的可操纵的灰色地带。依赖股票市场的价格作为公众股东手中股权的定价基准，是中国证券法的极大误区。应着重为公众股东寻找到能与控股股东对等谈判的机构，经过对等的谈判谈出来的对价，方能推定为公允。股价仅仅是参考因素之一。

（二）途径 2：控股股东要约收购 A 股上市公司的法律规制疏漏

通过要约收购进行上市公司私有化退市，首先应区分非关联方的要约收购和关联方的要约收购。前者往往是敌意收购。而控股股东或管理层等内部人作为收购人发起的要约收购是友好收购，也是关联方主导的收购。与美国等地的公司法不同的是，中国公司法没有规定简易合并，因此，中国的要约收购上市公司私有化退市的交易结构，不是美国式的要约收购和简易合并的组合，而是要约收购和触发退市的组合。第一步是控股股东向上市公司的公众股东发出要约收购，将要约收购生效的条件设定为投资者预售要约的股权比例达到上市公司主动退市的条件。公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上；公司股本总额超过人民币四亿元的，公开发行股份的比例为 10% 以上，^{⑤8} 公司方符合上市标准。只要投资者预售比例达到足够的数量，使得公司的股本总额与股权分布等发生变化不再具备上市条件，即可实现第二步——主动退市。主动退市之后的第三步则是控股股东对目标公司进行吸收合并。一旦退市，被合并公司脱离上市公司身份，不受中国证监会的关联股东回避表决的强制要求，大股东可以参加股东会投票。控股股东提名的董事也可以参与董事会表决。凭借控股股东的资本多数决，吸收合并决议的通过更加容易。在合并决议中，控股股东可以用现金作为对价，以更低的成本完成余股挤出的目标。在这样的制度背景下，要约收购作为成本更低、进度更快的私有化退市途径，将在中国市场扮演重要的角色，

如果是无关联方对 A 股上市公司发起以私有化退市为目标要约收购，由于目标公司的董事会对于收购人具有独立性，能保护公众股东免受不公平要约的伤害。在商业判断规则下，司法保持最低限度的介入。然而，当控股股东对被控制公司发起要约收购时，利益冲突问题严重。被控制公司的董事会不具有独立性；控股股东对要约收购的发起拥有时机优势、内部信息优势和定价优势。

中国《上市公司收购管理办法》（简称《收购办法》）中关于要约收购规则的假定是非关联方发起要约收购。在这个假定下，要约收购的程序规则借鉴了美国 1968 年《威廉姆斯法》，规定了要约的期限、要约的程序、要约收购的信息披露等，基本上可以确保非关联方的要约收购对于上市公司的公众股东是公允的。由于《收购办法》的立法想象局限于非关联方的要约收购，而要约收购上市公司私有化退市的发起人是控股股东等关联方，这类收购的利益冲突和对公众股东的不公允问题在《收购办法》既有规则的考虑范围之外。中国《证券法》第四章和《收购办法》没有意识到控股股东要约收购的内在胁迫性，没有区分无关联方发起的要约收购和控股股东发起的要约收购这二者之间的本质差别。一个比较典型的缺漏是，如同在吸收合并中的监管标准主要依赖股票市场定价，要约收购的定价同样过于依赖股票市场的定价^{⑤9}，即定价基准日是要约收购提示性公告日，这

^{⑤7} See Lucian Bebchuk and Marcel Kahan, "Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts", in: Randall Morch, ed., *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: The University of Chicago Press, 2000, pp. 250-252; also see note ①⑥, pp. 34-36.

^{⑤8} 参见《证券法》（2014）第 50 条第（二）项、第 55 条（暂停上市）和第 56 条（终止上市）。

^{⑤9} 参见《收购办法》（2014 年）第 35 条第 1 款。

容易被控股股东所操纵和利用。针对关联方的要约收购，如同下文的政策建议部分所表明的，根据“安全港”的公平模拟的方法论，应有一套特别的制度以符合程序正义的要求。

（三）双重清洁机制的中国实践

控股股东发起的上市公司私有化退市中的利益冲突明显，而目前我国法律的正面规制漏洞较多。那么，我国能否依赖公司治理及双重正当程序以达到利益冲突的公司内部清洁呢？

第一，关于第一层清洁程序——价格形成机制中的中立机构——的中国实践。在无关联方发起的私有化退市中，价格形成机制中的中立机构是董事会；在关联方发起的私有化退市中，价格形成机制中的中立机构是特委会。在中国，谁能替代既有的董事会，承担与控股股东对等谈判的功能？客观地看，中国公司治理内部机构尚需要建设一个客观、中立的能对抗控股股东的独立谈判与评估机构。首先，在独立性方面，美国式的特委会不仅对中国公司实践来说还比较陌生，而且独立董事的独立性难以支撑美国式特委会在我国的移植与功能运作。独立董事的独立性和正直性是特委会作为中性决策机关的基础。但现实中的独立董事在公司治理中只起到很有限的作用，难以依赖其遏制控股股东的隧道行为。而与独立董事功能几乎等价的监事会“表现堪称失败”。^⑩其次，在职权方面，独立董事表面上权力很大，例如证券监管要求重大关联交易^⑪应由独立董事认可后，方能提交董事会讨论；独立董事作出判断前，可以聘请中介机构出具独立财务顾问的评估报告，作为其判断的依据。^⑫而实践中，独立董事很少会聘请第三方中介机构出具独立财务顾问意见。再次，在功能定位方面，代表公众股东利益的独立机构的功能不仅仅是对控股股东的提案进行投票表决，而是要与控股股东进行对等的谈判，深度介入对价形成的过程，在正当程序的程序正义下推定最终的结果是公允的。而我国所确立的关联董事回避表决制度，仅是表决权回避，没有对公众股东所被动接受的对价的形成过程产生影响。在对价形成过程中，独立谈判机构是否尽到注意义务和履行注意义务下的若干行为标准，比如聘请独立的财务顾问、法律顾问，对控股股东的报价进行询价式的市场检验，是否具有真正的谈判力，等等，应是监管与裁判的重点方向。

第二，中国证监会在上市公司强制推行 MOM，不仅在规范层面违反《公司法》，有违公司法理，而且在实践层面的效果是积极效果和消极效果兼备。过犹不及。尽管公司法和证券法分属不同的部门法，中国证监会只有证券法的执法授权，而不能介入公司治理。不过，中国证监会已经在独立董事、现金分红、^⑬上市公司的股东大会等事项深度介入公司治理。证监会强制规定：涉及上市公司增发、配股、可转债以及重大资产重组、股抵债、子公司分拆上市等重大影响社会公众股股东利益的事项，必须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，^⑭称为上市公司的关联股东表决权回避或表决权排除制度，实际就是美国的 MOM。因此，在控股股东对 A 股上市公司进行私有化退市中，控股股东将被强制回避表决，上市公司的社会公众股东表决权单独计算。美国的 MOM 是任意性规范，属于判例法激励下的私人秩序。我国上市公司股东利益冲突交易中的股东表决回避则属于中国证监会的强制性规则，不区分利益冲突交易的规模大小、性质和对公司利益的效果。这是证监会基于大股东“掏空”上市公司的历史教训而自身监管无力作出的立法，目的是用 MOM 替代证券监管。然而这违反《公司法》。《公司法》关于股东表决权回避只有一种情形，只要求公司为股东提供担保时，相关的股东回避表决。^⑮在其他的任何股东利益冲突交易中，股东会表决时控股股东没有义务回避。表决权是股权的本质属性之一。中国证监会对股东利益冲突的强制回

^⑩ 参见郭雳“中国式监事会：安于何处，去向何方”，《比较法研究》2016年第2期，第74页。

^⑪ 指上市公司拟与关联人达成的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产值5%的关联交易。

^⑫ 参见2001年中国证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第五（一）1段。

^⑬ 参见张辉《上市公司法律规范体系重构》，社会科学文献出版社2010年版，第45页。

^⑭ 例如《上市公司证券发行管理办法》第44条。

^⑮ 参见《公司法》第16条第3款。

避表决制度没有《公司法》依据，属于证券监管部门侵入公司治理领域。不过由于我国公司法和证券法领域的违宪审查制度不健全等体制性原因，无人挑战证监会的越权行为。从公司法理上说，除非滥用控制权，控股股东也是股东，有权利为了自己的利益在股东大会行使表决权。

中国 MOM 的运行情况如何呢？实践地看，它发挥了积极效果。最大的积极作用是迫使控股股东向公众股东揭露信息，具有信息揭示（information revealing）的制度效果。MOM 倒逼公司修改议案，也不乏大股东否决议案、改弦易辙的情况。^{⑥⑥} 然而，MOM 条件也会产生消极效果。法权的保护有财产规则、责任规则和禁易规则。^{⑥⑦} 财产规则对权利的保护是指当某人想剥夺他人的权利，必须通过自愿的交易，通过卖方所同意的对权利的估值，才能发生权利转移。这种权利的保护形态产生最小程度的国家干预。一旦原初的权利已经配置好，国家不需介入以决定权利的价格。财产规则下的双方谈判中，当事人双方均参与权利的定价。最重要的是，如果卖方认为买方给的价格不够，卖方（权利人）有否决权。责任规则是指只要某人愿意支付一个客观评估的价格，就能改变原初的权利配置。这个估值可以是原始权利人被第三方评估者裁定的出售价格。但一旦客观的估值被设定，即使原始权利人抱怨说客观估值低于他的主观估值，也得不到法律的支持。相比财产规则，责任规则增加一个额外的国家干预程序：借助权威第三方的估值——而不是由私人定价。责任规则下，法权的强制转移或侵害为法律所允许，例如强制征收。财产规则和责任规则对法权的保护各有利弊。责任规则有利于交易的强制推行，有效率上的优势，但法权保护失于薄弱。而财产规则可以比较充分地保护法权，因为未经权利人同意法权交易不得进行，但财产规则容易导致卖方敲买方竹杠的问题（hold out），^{⑥⑧} 是一种效率损失。Goshen 指出，公司法中的 MOM 对少数股东的股权保护属于财产规则。^{⑥⑨} 他将少数股东作为一个集体，控股股东的私有化退市方案需经过少数股东中的大多数集体同意方才有效表决通过。^{⑦①} 既然 MOM 增强了公众股东同意的权重，具有类似财产规则的保护性质，那么就会发生“敲竹杠”问题。

“敲竹杠”问题不是一定发生的。在财产规则的法权保护下，如果控股股东和非控股股东之间的市场谈判成本低，则“敲竹杠”的效率损失可以避免。成熟资本市场上的股东之间的谈判成本相对较低，MOM 的负效应较小。但由于中国资本市场和投资者在三个方面的特征，导致控股股东与公众股东之间的谈判成本、交易成本比较高，证券监管所强制要求的 MOM，一定程度上阻止控股股东和被控制公司之间有效率的利益冲突交易的发生。这种效率损失的实践表现则是控股股东的提案被 MOM 所否决。^{⑦②} 这三个方面的特征或市场的结构性不足如下。其一，MOM 发挥功效的前提是控股股东和上市公司向少数股东完整、准确地披露所有与少数股东决策相关的重大信息。充分的信息披露是公司少数股东作出决策和正确投票的关键前提。而中国上市公司的信息披露是很不充分的。少数股东在进行表决时面临的信息不对称问题严重。其次，机构投资者能降低控股股东与公众股东之间的信息不对称，便于降低控股股东和公众股东之间的谈判成本。“成熟投资者在信息的搜集和评估方面进行投资，以逻辑一致和职业化的基础，依据他们的发现进行投资。”^{⑦③} 而我国的情况

^{⑥④} 坊间俗称控股股东、实际控制人向中小股东“拜票”。各种案例参见童璐“反对有效！30 天 13 家公司议案遭股东大会否决”，载证券时报网 <http://www.stcn.com/2016/0701/12777484.shtml>，2018 年 3 月 1 日访问。

^{⑥⑦} See Guido Calabresi and A. Douglas Melamed, “Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral”, *Harvard Law Review*, Vol. 85, No. 6 (1972), p. 1089.

^{⑥⑧} See Richard A. Epstein, “A Clear View of the Cathedral: The Dominance of Property Rules”, *The Yale Law Journal*, Vol. 106, No. 7 (1997), p. 2091.

^{⑥⑨} See Zohar Goshen, “The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality”, *California Law Review*, Vol. 91, No. 2 (2003), p. 395.

^{⑦①} Ibid, p. 395.

^{⑦②} 参见王高英“表决权排除适用例外之可行性分析”，《公司法律评论》（2009 年卷），上海人民出版社 2010 年版，第 415 页。在 Google 网站输入“被少数股东否决”等词条进行检索，有相当数量的报道是关于上市公司关联交易由于 MOM 被否决的例子，例如注^{⑦③}。

^{⑦③} Ibid note ⑥⑨, p. 424.

是，尽管中国证监会努力培育机构投资者，期待机构投资者在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用，然而总的来说，中国上市公司的公众股东仍以散户为主，理性冷漠问题严重。控股股东和公众股东之间的沟通成本、谈判成本、交易成本较高。正如集体行动的逻辑所指出的，股东投票是一个很高成本的活动，因为股东要搜集、吸收、消化信息，作出判断。这个过程会耗费大量的时间、精力和金钱，而收益却是全体股东所享有。个体股东而非机构股东为主的投资者结构，使得股东的集体行动问题严重。最后，按照股价反映信息的准确程度与速度，股票市场的效率机制分为强式有效、半强式有效和弱式有效。股票市场的效率机制越完善，股东投票或决策所需要付出的成本越小，因为相关的信息反映在股票价格的波动之中，公众股东可以通过观察上市公司股价的变动以控制信息消化成本和决策成本，股东大会决议的表决通过成本会降低，不易发生效率损失，甚至散户可以搭机构投资者的“便车”而获得保护。然而，中国股票市场的股价和公司基本面等信息严重脱节，股价反映信息的贴合程度仅仅是弱式有效的市场机制。

此外，MOM 发挥功能的另一个前提条件是参与 MOM 的少数股东是无利害关系的。如果少数股东和控股股东有私下表决权合意，实际已构成《收购办法》的一致行动人，这样的少数股东不应参与 MOM。少数股东与控股股东之间是否存在表决上的合意或一致行动关系，适用证券法上的“一致行动人”的推定判断标准。^⑦ 这有赖于充分的信息披露将控股股东和少数股东之间的业务、融资、商业合作等关系披露出来。对于引起合理怀疑的关系，证券交易所可通过问询函的方式要求其进一步披露。关于控股股东与少数股东特别是机构投资者之间是否存在一致行动的关系，应成为财务顾问的专项核查意见之一和律师尽职调查的法律意见书的重点内容之一。

三、政策建议兼结语

在股权相对集中的市场，控股股东重大利益冲突的事前预防、清洁、行政监管和事后司法审查是个永恒的命题。基于控股股东重大利益冲突交易的利弊并存，公司法对其的规制经历从简单的禁止、可撤销、完全公平司法审查，再到“安全港”的制度演变轨迹。本文以上市公司私有化退市利益冲突的双重清洁为源头与主要素材，揭示美国法院对双重清洁机制的利益冲突净化效果由不承认、疑虑、部分承认到最终背书的演变过程。可以发现，这个制度变迁过程是与 21 世纪 SOX 法以来美国公司治理结构、资本市场股东基础结构、市场中介（股东投票咨询业）的发育、证券执法强化以及互联网技术普及时代的来临等因素导致的本地知识深刻变化直接相关的。美国公司判例法对利益冲突双重清洁的背书具有公司制度变迁的世界示范与引导意义。

在《公司法自我执行模型》发表五周年之后，Black、Kraankman 联合 Tarassova 反思自我执行模型在俄罗斯的失败教训后发表了一篇文章，论文的副标题是“我们错在哪里”。^⑧ Black 与 Kraankman 发现自己错了，他们为俄罗斯设计的自我执行的公司法没能遏制住控股股东、实际控制人——他们称之为“大盗”——的利益冲突交易。Black 与 Kraankman 总结的核心问题是俄罗斯对控股股东利益冲突交易的执法太弱，而且缺少执法的制度基础设施与政治意愿。^⑨ 三位学者痛心疾首于自己构思的为转型经济体设计的公司法自我执行模型在俄罗斯的司法、执法环境中虚有其规则，给出

^⑦ 参见《收购办法》第 83 条关于一致行动人的若干情形推定。

^⑧ See Bernard Black, Reinier Kraakman and Anna Tarassova, “Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong”, *Stanford Law Review*, Vol. 52, No. 6 (2000), pp. 1731-1807. 中文译本参见 [美] 伯纳德·布莱克、芮里尔·柯艾克曼、安娜·塔若索瓦 “俄罗斯私有化与公司治理：错在何处”，彭冰译，载许章润主编《清华法学》（第 3 辑），清华大学出版社 2003 年版，第 192-254 页。本文参考了彭冰的译文，下同。

^⑨ See note ⑧, p. 1755.

的直接政策建议是加强制度层面的基础设施建设。

尽管我国的公司、证券方面的制度基础设施要优于俄罗斯孱弱的法制环境，Black 与 Kraankman 加强制度建设的首要建议与思路也同样适用于我国。中国 A 股上市公司私有化退市的两种途径的外部法律规制的缺漏明显，而由双重清洁所构成的美国式“安全港”，在我国法中尚未完整形成。美国式“安全港”是一个整体，它功能发挥与运行成本高，这是它能替代完全公平司法审查的原因，避免控股股东的规制套利。在美国司法与证券监管生态中生长出来的“安全港”，成功移植到其他法域所需要的前提条件很多。这是一个结构性的问题。基于中国的司法商事审判专业性弱^⑦的制度基础设施框架以及上市公司内部治理水平下降^⑧的情况，利益冲突的有效规制需要遵循证券监管与司法裁判协力、强制与赋权并用、“功能重于形式”等原理。具体的政策建议分为外部规制和内部治理两个层面。“只有在……企业的内部建立起控制自我交易的制度之后，才放松对自我交易的行政控制”。^⑨利益冲突的外部管控与内部治理这两个层面是紧密联系的。如下的这些建议有的适用于控股股东的的所有类型的重大利益冲突交易，但主要是针对上市公司私有化退市。

在利益冲突的外部管控层面，其一，上市公司私有化退市的信息披露应该有特别的监管。外部规制的加强是公司内部治理发挥作用的基础。信息是资本市场有效和公司治理发挥作用的基础。私有化退市中的信息披露尤其要加强。在证券法层面，上市公司私有化退市除了要约收购或者股东投票委托书征集（proxy）所必需的信息披露之外，还应有增强版的信息披露，强制性的额外披露更多的信息。立法精神是通过增强版的强制信息披露制度，以解决上市公司私有化退市中如何确保公众股东得到的对价是公允的这个核心问题。披露的重点在于对价的公允性论证。可参照 SEC 的规则 13e-3 和附件 13E-3（Schedule 13E-3）。其二，关于公众股东手中股权的估值，我国的监管标准应放弃对股价的市场迷信，不应以股价作为定价基准与证券合规标准，至少不能作为主要的定价基准，而应转向定价与估值形成过程的公平谈判基准。具体到上市公司私有化退市的监管方面，中国证监会上市部和并购重组委员会在审核上市公司重大资产重组中积累了股权类资产公允评估与审核的丰富经验，可以之为基础构建我国未来上市公司私有化退市中公众股东保护的事前行政监管制度，发挥其专业优势，以弥补事后司法救济的不足。不论是何种交易形式的上市公司私有化退市方案（合并、要约收购或者减资等），除非符合完善之后的双重清洁的“安全港”，控股股东收买公众股东手中股权所支付的对价是否公允，作为上市公司私有化退市中最核心的问题，应纳入中国证监会并购重组委员会的审核事项。

在利益冲突的内部清洁层面，其一，改善独立董事的独立性、履职和作为独立谈判机构的功能定位。在独立性方面，可参照美国司法审查的独立董事独立性要求，^⑩依赖独立董事组建特委会。肯綮之处在于独立董事的选举制度上。在股权分散的上市公司，独立董事是全体股东投票选举出来的，容易独立于某几个股东；而在股权集中的上市公司，独立董事同样是股东选举出来的，大股东对独立董事的选举具有较大的决定权。控股股东选举出来的独立董事，在制度逻辑上难以独立于控股股东。建议在独立董事选举时，限制大股东的投票权权重，^⑪这样让股权在投票选举独立董事的时候尽量分散，使得选出来的独立董事只能代表公众股东的利益。Bebchuk 更是主张上市公司中的

^⑦ 根据世界银行的“Doing Business in China”项目对中国公司少数股东保护程度的评估和打分（以 0-40 分为范围，10 分为最佳），2017 年上海的“少数股东保护度指数”为 4.5，“利益冲突的监管指数”为 5，“股东治理指数”为 4.5 分，“董事责任的指数”为 1，“股东诉讼的容易度指数”为 1，“股东权指数”为 1。北京的得分也类似。均不及格，其中公司商事司法审判的短板是重要原因。参见世界银行网 <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/china#protecting-minority-investors>，2018 年 3 月 1 日访问。

^⑧ 根据亚洲公司治理协会出版的《亚洲公司治理观察》，中国上市公司的治理水平近四年不断下降。See *The Asian Corporate Governance Association*, CG Watch 2016: Ecosystems Matter, http://www.acga-asia.org/upload/files/research_preview/20161014021202_3.pdf; [英] 史蒂夫·约翰逊“中国公司治理退步”，FT 中文网 <http://www.ftchinese.com/story/001070081?full=y>，2018 年 3 月 1 日访问。

^⑨ Ibid note ④, p. 1783.

^⑩ 参见郭雳“上市公司私有化交易的审查标准与利益平衡”，《北大法律评论》（第 15 卷第 2 辑），北京大学出版社 2014 年版，第 402-403 页。

^⑪ 参见彭冰“中央和地方关系中的上市公司治理”，《北京大学学报》（哲学社会科学版）2008 年第 6 期，第 80 页。

某些独立董事只能由公众股东选举 (minority-election rule), 使他们成为独立性增强版的独立董事, 维护公众股东利益免受控股股东压迫。^⑩ 在履职和作为独立谈判机构的功能定位不仅是被动的表决, 更重要的是要赋予它谈判的实权与能力, 包括单独聘请外部顾问。其二, 《收购办法》的漏洞需填补, 增加规定控股股东发动要约收购的情形。根据公平模拟的方法论, 控股股东要约收购的利益冲突清洁应是模拟无利害关系第三方下的要约收购。《收购办法》对于非关联方的要约收购, 要求董事会评估、对公众股东作出推荐, 并有权采取反收购措施。这更接近美国的要约收购规则下的董事的积极作为义务。相应地, 控股股东要约收购下的公平模拟也应要求目标公司设立独立于控股股东的独立委员会, 作为公众股东的代理人。它有权采取在非关联方要约收购下的董事会权限范围内所能实施的一切合法措施。其三, 由于上文所建议的不论何种形式的私有化退市方案均须经由中国证监会并购重组委员会的审核 (以替代和弥补事后司法救济的不足), 此时 MOM 可由强制性改为任意性规范, 控股股东在发起上市公司私有化退市时若遵行 MOM, 行政监管部门在审核时可采取适度宽松的尺度, 在就控股股东是否滥用控制权的商事裁判时改为举证责任倒置。发起私有化退市的控股股东将有两个行动选项, 一是那些由于交易成本高导致私有化退市方案被 MOM “敲竹杠”的控股股东可以不选择 MOM, 而是基于自身的持股比例使公司通过私有化退市方案, 但要受到证监会并购重组委员会的实质审查; 另一个选项是控股股东遵循 MOM, 甚至模仿设立美式的特委会, 交易节奏放缓, 但可得到 MOM 的制度激励, 在重组委员会审核时适用适度宽松的政策或简易程序, 在事后的商事裁判时可改为举证责任倒置甚至转换裁判标准。最后, 对于自愿选择适用 MOM 的上市公司私有化退市方案, 独立财务顾问和律师法律意见书核查的重点核查项目须包括参与少数股东投票的机构投资者股东是否与关联股东存在隐蔽关系, 并出具专项核查意见向公众投资者披露。

从更一般的视野来看, 制度基础的建议与建设仅仅是应对私有化退市以及控股股东重大利益冲突的一个方面。Black 与 Kraakman 从更宏观的视野提出控制控股股东利益冲突交易的三层结构: 影响利益冲突交易可行度以及惩罚风险的法律与制度基础设施; 影响所有企业、特别是整个商业环境的一般监管和经济因素; 仅涉及特定企业或控制者的因素。^⑪ 例如整体商业环境越差, 控股股东价值创造的收益越小, 越倾向于利益冲突交易。公司法自我执行模式在俄罗斯的失败是由于俄罗斯在这三个层面的“结构缺陷”所致。回到中国应对上市公司私有化退市的法制发展问题上, 法律制度建设仅是一个方面, 以法律规则为核心可向市场、经济、社会、文化等不同层次延伸制度改革建议, 例如对于上市公司私有化退市规制而言比较重要的是培育资本市场的监督力量, 才能避免“结构缺陷”的问题。从 Black 与 Kraakman 避免“结构缺陷”的视角来看, 控股股东重大利益冲突的双重清洁是依赖公司治理内部程序的自我清洁, 它看似简单, 其实与它赖以发挥功能的诸多前提构成一个有机的结构整体, 任何前提或环节的缺憾都可能造成利益冲突无法自我清洁。双重清洁的比较法移植时须避免“结构缺陷”, 方能使之发挥功能, 成为有力的规制工具。

【主要参考文献】

1. Richard Booth, “Majority-of-Minority Voting and Fairness in Freeze-out Mergers”, *Villanova Law Review*, Vol. 59, No. 6 (2014).
2. Guhan Subramanian, “Fixing Freezeouts”, *The Yale Law Journal*, Vol. 115, No. 1 (2005).
3. Vikramaditya Khanna and Umakanth Varottil, “Regulating Squeeze-Outs in India: A Comparative Perspective”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 63, No. 4 (2015).

(责任编辑: 姚海放)

^⑩ 关于在控股股东存在的情况下增强独立董事独立性的 Bebchuk 新方案, See Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, “Independent Directors and Controlling Shareholders”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 165, No. 6 (2017), p. 1272.

^⑪ See note 74, p. 1752.

cedural act and quasi concrete administrative act.

Key Words Factual Administrative Act; Concrete Administrative Act; Informal Administrative Act; Declaration of Intention in Administrative Law; Quasi Concrete Administrative Act

Wang Kai ,Ph. D. in Law ,Professor of Law School of Beihang University.

“Safe Harbor” for Majority Stockholder’ s Significant Conflicts of Interest Transactions:

The General Exploration Based on Judicial Adjustment for Listed Company

Privatization of Delisting

SHEN Zhaohui • 66 •

Through the theoretical controversy and case correction over thirty years ,the Supreme Court of the State of Delaware of United States ,finally endorsed the “safe harbor” for listed company privatization of delisting in *v. MFW* in 2014. Through double cleaning of major interest conflicts of majority stockholders by the internal company governance ,which is decided by the Special Committee of board of directors and a majority of the minority shareholders ,standard of commercial referee will fairly transform into business judgment rule. However ,the functioning of American double-cleaning system depends on several premises ,leading to higher overall operation costs and especial difficulties in legal transplantation. At present ,Chinese securities regulators have compulsively introduced partial cleaning system to force majority stockholders to disclose the information to the public shareholders so as to endow public shareholders with certain negotiating power and have also led to the “hold-up” issue and efficiency loss predicted by the property rule theory of legal right protection. The institutional perfection for conflicts of interest in A shares listed company privatization of delisting in China should be conducted from two perspectives ,external regulations and internal governance mechanism.

Key Words Conflict of Interest; Listed Company Privatization of Delisting; the Special Committee of Board of Directors; Majority of the Minority Shareholders; Self-Enforcing

Shen Zhaohui ,Ph. D. in Law ,Associate Professor of Tsinghua University Law School ,Tang Scholar.

Parties to the Action of Rescinding Shareholder Meeting Resolution:

Rules , Legal Norms and Practice

——From the perspectives of the Corporate Law and Procedural Law

LI Zhigang • 80 •

Articles 2 and 3 of Judicial Interpretation by the Supreme Court on Certain Issues Concerning the Application of the “Corporate Law of the People’ s Republic of China” (IV) (hereinafter referred to as “Judicial Interpretation of Corporate Law (IV)”) clarify the parties who can initiate the action to rescind the shareholder meeting resolution. Its purpose is to solve the standing and range problem of the parties who can initiate the specific action to cure defects in shareholder meeting resolutions. These two provisions have their basis both in corporate law and procedure law. The intention of the corporation is formed by its internal governance organs of the corporation by way of holding meetings ,which is typical in the organization law. Shareholder meeting resolution represents the relationship between its shareholder as the company’ s member and the company as a whole organization ,rather than the relationship between the shareholders. This essential nature determines the range of the plaintiffs who have the standing to bring a lawsuit to rescind a