

上市公司私有化交易的 审查标准与利益平衡

——主动退市的境外经验与启示

郭 雳*

摘要:上市公司私有化交易是大股东或其关联人通过取得公司发行在外的其他股份,使公司因股权集中而退市的一种特殊交易安排,通常采取合并或要约收购两种模式。从早期案例 UOP、Pure Resources,到最新的 In Re CNX、In Re MFW,以特拉华州为代表的美国法院系统不断反思和构建着保护中小股东与促进交易自由之间的平衡,审查标准从之前的结构主义二元化,发展为目前的功能主义趋同对待,超越了模式决定论的传统路径。在香港地区,人数验证(数人头)规则的存废亦争议颇多。涉及我国企业的私有化交易也在逐步从境外扩展到内地,围绕主动退市的法律制度,诸如董事义务、股东批准和司法审查等方面,需要更系统

* 北京大学法学院教授,法学博士、经济学博士后。Charles Whitehead、Curtis Milhaupt、Jane Winn、张宪初、刘连煜、刘燕、黄辉、习超、李清池等教授曾为本研究给予宝贵的帮助和建议,张烁提供了出色的研究助理,夏戴乐提出了完善意见,一并致谢。论文较早版本曾刊于《北大法律评论》(第 15 卷第 2 辑),北京大学出版社 2014 年版。

的研究和设计。

关键词:私有化交易 主动退市 完全公平原则 商业判断规则
人数验证 公司并购

一、引言

2014年10月,中国证监会发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(“退市意见”),提出“健全上市公司主动退市制度”,其中逐项列举了基于公司回购、要约收购、合并、解散等市场活动所引发的七种主动退市情形。在7月“退市意见”开始征求意见时,作为背景资料,证监会曾专门以美国为例,指出:1995年至2012年,纽约证券交易所有3052家公司退市,纳斯达克有7975家公司退市,其中多数为主动退市,如2003年至2007年,纽交所年均退市率6%,约1/2是主动退市,纳斯达克年均退市率8%,主动退市占近2/3。^[1]的确,这种以主动退市为目标的私有化交易(going-private transaction)是成熟资本市场上的常见现象,由此亦引发出证券监管和公司法制中的一系列问题。

上市公司私有化交易主要是指大股东或其关联人通过取得公司发行在外的其他股东的股份,使公司因股权集中而转化为非上市公司的一种特定的股权交易,其直接诉求通常在于从证券交易所摘牌,从而摆脱上市规则及报告义务的约束。美国《证券交易法》规定,当受第12(g)条或15(d)条管辖的权益证券持有人数,在私有化交易后直接或间接降至法定数目以下,证券发行人将无须继续履行原先的报告(reporting)义务。^[2]其中,第12(g)条要求符合条件的发行人对其证券进行《证券交易法》下的注册,第15(d)条对拥有已生效的《证券法》

[1] 中国证监会:“关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见(征求意见稿)起草说明”,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201407/t20140704_257272.htm, 2014年10月16日访问(以下网络类资料最后访问时间同)。

[2] See 17 C. F. R. § 240.13e-3.

下注册表的发行人施加了《证券交易法》下的报告义务,即便未在证券交易所上市,这两类公司被看成是公众性质的公司,受到较严格的约束。目前对于一般性公司,该法定数目标准是 300 人(当发行人资产为 1000 万美元以上时,法定数目标准是 500 人);对于银行或银行控股公司,标准是 1200 人。^[3]

实践中,私有化交易通常表现为上市公司的退市及相关活动,一般都会伴随着小股东被挤出(freeze-out)。美国《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)实施后,上市公司的财务和公司治理成本大幅增加,迫使许多发行人重新评估上市计划。^[4]对已上市公司而言,退市则可以甩开新增的昂贵合规成本,于是不少上市公司选择了私有化的方案。2010 年的《华尔街改革和消费者保护法案》(Dodd-Frank Act)加强了对金融机构的约束,在一定程度上又强化了上市公司私有化的动机。实际上,在传统理论中,退市向来被认为会实现控制权和所有权的重新统一,降低企业代理成本的利益驱动,有助于实现公司长期价值最大化。私有化交易数量的增加也导致了更多法律纠纷,对司法系统提出了新的挑战。以特拉华州(Delaware)为代表的美国公司法判例一直在试图平衡大股东/管理层的战略抉择和小股东的权益保障,并根据不同的交易结构发展出二元的审查标准,然而最近上述二元审查标准又呈现了趋同态势。

本文聚焦上市公司私有化交易所涉及的司法审查、董事义务和股东批准等重要内容。以下第二、三部分具体剖析上述美国公司法例的演进变迁,梳理其逻辑,归纳其要旨。第四部分首先概述我国境外上市公司主动退市的相关情况,继而就香港上市公司私有化交易所面临的一项特殊规则进行探讨。第五部分总结全文,对我国未来发展和完善主动退市法律制度提出若干见解。

[3] 参见郭雳:“创寻制度‘乔布斯’(JOBS)红利”,载《证券市场导报》2012 年第 5 期。

[4] 参见王铮:“中国企业美国退市背后”,载《上海国资》2012 年 5 月 15 日。

二、传统的结构主义二元化进路

上市公司私有化通常有两种模式:合并和要约收购,即文献中所称的一步式并购和两步式并购。^[5] 合并(merger)是指利用公司法的合并机制,^[6] 大股东直接与目标公司合并,或大股东成立新公司,由该新公司与目标公司实现合并。目标公司董事会一般会向所有股东发出表决权委托书,并建议股东接受合并提议。经由股东表决通过后,合并正式开始,控股公司或新公司存续而目标公司注销。公司的原股东通常接受现金、债券或可赎回优先股后退出公司。要约收购(tender offer)则由两个步骤组成,第一步是收购方(通常是大股东)向全体股东发出全面收购要约,借此获得目标公司90%以上的股权;第二步交易为简式合并,^[7] 此时仅需要公司董事会作出决议便可完成合并,最终实现私有化。

两种模式各有利弊。要约收购一般更快,可在1~2月内完成,主要因为其向目标公司股东发送的文件一般无须美国证监会(SEC)事先审查;相反,合并交易中股东投票说明书在送交股东前SEC要进行审查。但是在设计要约收购交易架构时,收购方必须预判其报价能否获得满足简式合并的90%门槛的积极回应。此外,合并交易中目标公司股东有权依据投票说明书信息,获得经董事会谈判而得来的对价,对此不满意的股东则可以寻求法院救济来评估其股票价值(appraisal right),而在要约收购中股东并无此项权利。

相关的信息披露义务取决于交易架构以及目标公司在交易前的状态。对于合并,目标公司必须向其股东发送投票说明书以争取对该交易的批准。对于要约收购,收购方应向SEC提交附表(schedule)TO,目标公司须提交附表14d-9。在两种模式下,除了《证券交易法》第13

[5] See Clark W. Furlow, *Back to Basics: Harmonizing Delaware's Law Governing Going Private Transactions*, 40 *Akron Law Review*. 85 (2007).

[6] See the Delaware General Corporation Law, § 251.

[7] See the Delaware General Corporation Law, § 253.

(d)条规定的收购方及其关联公司的披露义务,SEC规则13e-3还进一步提出了有针对性的要求。附表13e-3要求对如下额外的重要事项进行披露,例如对该项交易目的的讨论(包括任何考虑过的替代方案、拟议中交易的优缺点)、对交易实质性和程序公正性的说明、由第三方提供的与交易相关的重大意见和评估。

无论是一步式并购的合并还是两步式并购的要约收购,两种途径都将取得同样效果——减少非控股股东的数目。然而直到最近,特拉华州对两种私有化模式采取着不同的审查标准,即对合并方式适用完全公平原则(entire fairness standard),而对要约收购方式适用商业判断规则(business judgment rule)。

(一) 合并(一步式并购)——完全公平原则

理论上,当存在利益冲突或者有证据表明董事可能违反其注意或忠实义务时,如大股东与其子公司之间的合并,鉴于前者对于后者的控制,程序公平对于后者的小股东利益保护就起着决定性作用。^[8] 对此类交易,特拉华州法院习惯上适用更加严厉的完全公平原则进行审查,而审查包括公平价格和公平交易两部分。

1. Weinberger v. UOP, Inc.^[9]

Weinberger案确立了完全公平原则作为对合并方式私有化交易的基本审查标准。1975年,Signal公司通过并购取得UOP公司50.5%的股权,后者董事会成员为13人,其中关联董事7人。1978年,Signal公司提出与UOP公司现金合并,并认为收购价应不超过每股24美元。Signal公司聘请雷曼兄弟公司出具独立财务顾问报告,但忽视了雷曼兄弟合伙人作为公司董事的事实,报告研究时间仅为3天,而且将此可行性分析报告向UOP公司的董事进行了披露。Signal和UOP两公司分别召开董事会议,通过了决议。UOP公司2个月后召开股东大会表决,其余股东过半数同意了该方案。不过随后,Weinberger作为UOP公司的股东对UOP公司、Signal公司以及雷曼兄弟公司提起诉讼,质

[8] See Carole B. Silver, *Fair Dealing Comes of Age in The Regulation of Going Private Transactions*, 9 Iowa J. Corp. L. 385, 386 (1984).

[9] See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

疑交易的公平性并要求予以赔偿。

特拉华州最高法院(supreme court)审理认为,案中所涉董事在交易中存在利益冲突,必须适用完全公平原则,由董事承担证明其行为符合完全公平标准的义务的举证责任。法官同时指出,完全公平标准应当包括公平交易和公平价格。“公平交易”的考虑因素包括交易时间、交易结构、交易信息披露,以及是否获得董事和股东的批准等。“公平价格”则涉及合并的经济和财务考量,包括资产、收入、市场价格、未来预期以及对股票的内在价值具有影响的其他因素。

在公平交易方面,该案中的交易由 Signal 公司单方发起,UOP 董事会旋即作出回应,缺乏足够的时间进行尽职调查;双方缺乏合理协商过程;Signal 公司的可行性分析报告向 UOP 公司的董事披露加剧了利益冲突;雷曼兄弟公司出具的财务分析亦涉及关联回避事项,估值是否科学合理有待进一步考察。在公平价格方面,最高法院认为负责案件一审的衡平法院(chancery court)仅依据 UOP 公司提供的数据就认定价格公平,有失科学,同时原告有按照公平价格获得补偿的评估权。最终,法院根据完全公平原则认为 Signal 公司违反了对小股东的信义义务,应当向小股东支付更高的价格。

2. Kahn v. Lynch^[10]

特拉华州法院在 10 年之后的 Kahn v. Lynch 案从程序上略微消减了完全公平原则的威力。Alcatel 公司拥有 Lynch 公司 43% 的股份,是其控股股东。Lynch 公司的管理层有意购买 Telco 公司,但 Alcatel 公司反对该项收购,并建议 Lynch 公司购买另一家相似的公司。争执无果,Alcatel 公司决定以每股 14 美元的价格现金购买 Lynch 公司的剩余股票,实现合并。然而,Lynch 公司董事会为此设立的特别委员会(special committee)经过评估,认为收购价格应不低于 17 美元。经过几轮磋商,特别委员会受到 Alcatel 公司的威胁最终作出批准合并的决定。Lynch 公司随后提起诉讼。

法院审理认为,即使是特别委员会进行了谈判或者获得独立股东的多数决批准,由于存在潜在的胁迫,该交易仍需要适用完全公平标

[10] See Kahn v. Lynch Commc'n Sys., Inc. 638 A 2d 1110. (Del. 1994).

准。大股东的巨大影响和独立董事独立性的不确定,使适用完全公平原则以保护其他股东合法权益具有必要性。不过相比 UOP 案,该案判决认为,如果交易由其他股东的多数票通过,或者由董事会中无利害关系的独立董事所组成的特别委员会通过,公平性的证明责任将由大股东转移至异议股东。

即便如此,完全公平原则的高标准依然引起了大股东们的反弹,指称其带来的不确定性对采用合并模式构成了实质障碍。将近十年后的 *In re Cysive, Inc* 股东诉讼案件中,特拉华州法院进一步明确如下事实可以证明完全公平的存在:(1)由独立董事组成特别委员会与控股股东进行合理谈判;(2)控股股东未对特别委员会施加压力;(3)公平交易价格建立在市场调查的基础上;(4)股票市场价格考虑到清算因素;(5)多数独立董事出席会议。^[11] 综上,特拉华州法院主要把完全公平原则应用于具有利益冲突的交易中。相对下述的商业判断规则,完全公平原则的保护更为细致,对中小股东就交易中信息获取更加有利。

(二) 要约收购(两步式并购)——商业判断规则

对于要约收购之后紧跟简式合并的两步式并购,特拉华州法院通过 *Pure Resources, in Re Cox Radio*^[12] 等一系列案例指出,只要要约收购在结构上是非强迫性的(non coercive),审查标准即为商业判断规则。商业判断规则推定公司董事在进行商业决策时,会在已知信息的基础上,以公司的最佳利益为出发点,作出决定判断。换言之,如果符合以下条件:(1)董事或管理层在作出业务判断时已经获取了一些信息,并且其有理由认为在作出决策时这些信息是足够的;(2)理性地相信该业务判断是出于公司的最佳利益,则若无其滥用裁量权的证据,所为判断受到法院的保护。通过适用该规则,董事可以免受避害主义驱使下的谨小慎微之束缚,作出科学合理的积极决策。在要约收购中,因为交易的双方是收购者与目标公司中小股东,不存在控股股东对董事会决策施加影响的情形,因而无须适用完全公平原则严格审查。不过,鉴于大股东和董事会掌握更多信息,为避免其他股东受到信息不对称

[11] See *In re Cysive, Inc. S' holders Litig.*, 836 A.2d 531 (Del. Ch. 2003).

[12] See *In re Cox Radio, Inc. S' holders Lit.*, C. A. No. 4461 - VCP (May 6. 2010).

的影响无法实施理性判断,法院决定适用商业判断规则进行干预。

1. Pure Resources^[13]

确立这一原则的案例是 Pure Resources 案。Unocal 公司和 Titan 公司均为能源企业,创立 Pure Resources 公司,Unocal 公司占 65.4% 的股份。Unocal 公司与 Pure Resources 公司之间的协议包括以下内容:(1)两公司约定董事的指定方式;(2)Unocal 公司与 Titan 公司协议将 Pure Resources 公司的勘探、开采和生产限定在合理范围内,且 Unocal 公司不受同业竞争限制;(3)Unocal 公司享有反稀释权利;(4)Unocal 公司向 Pure Resources 公司发出收购要约时,后者管理层可以按照收购要约的价格和每股净值中的较高者出售其股权。上述协定在很大程度上强化了 Unocal 公司对 Pure Resources 公司的控制能力。

2002 年,Unocal 公司决定以两步式并购 Pure Resources 公司,要约设定的条件是取得超过 Pure Resources 公司 90% 股权后以简式合并方式完成私有化。按照程序规定,Pure Resources 公司董事会设立特别委员会以应对本次并购。但特别委员会权限较为局促,仅仅为聘请独立顾问出具意见并提出是否接受要约的建议,且有利害关系的董事的存在使特别委员会的独立性受到质疑。经过调查研究及与 Unocal 公司谈判失败,Pure Resources 公司特别委员会最终投票建议反对接受 Unocal 公司的收购要约。该公司的少数股东提起诉讼,希望以完全公平标准对交易的公平性进行审查。

该案中法院认为,投资者有能力拒绝大股东的要约,并且在行动上有足够的实力保证自身决定不受大股东左右,在此情况下应当给中小股东更多自愿交易的空间和尊重。因此,对于非强迫性的要约收购更适宜应用商业判断规则。具体而言,证明非强迫性的收购涉及下列因素:(1)多数小股东同意出售股份将约束该要约的不可撤销性;(2)控股股东同意获得超过 90% 以上目标公司股票即迅速进行简式合并,且收购价格保持不变;(3)若少数股东不接受收购提议,控股股东不得采取任何报复行动;(4)独立董事需要给少数股东足够信息和建议,并提供足够时间供其做出相应决定。运用上述标准进行审查,法院批评

[13] See *In re Pure Resources, Inc. S' holders Lit.*, 808 A 2d 421 (Del. Ch. 2002).

Pure Resources 公司在特别委员会设置、关联董事回避等事项存在缺陷,导致了股东的误导。

2. In Re CNX^[14]

2010年,特拉华法院在 In Re CNX 案承袭了 Pure Resources 一案中的逻辑,但对两步式并购交易适用商业判断规则提出了更高的门槛。CONSOL 公司拥有 CNX 公司 83.5% 的股份,为其控股股东。CONSOL 公司与收购者 T. Rowe Price 达成每股 38.25 美元的要约收购协议。CNX 公司董事会设立特别委员会,聘请法律和金融专业顾问,出具交易研究报告。但是特别委员会未被赋予针对要约条款的谈判权,同时其也不可采取毒丸条款和其他战略措施来应对要约收购中的不合理条件。后因 CONSOL 公司在收购价格过低的情况下仍拒绝谈判,特别委员会建议拒绝要约收购。

该案审理承袭了 Pure Resources 一案中的逻辑,但法院对两步式并购交易适用商业判断规则提出了更高的门槛。只有在如下两个条件都满足时,商业判断规则才作为审查标准:(1)交易是由一个特别委员会谈判和批准的;且(2)“小股东中的多数”(a majority of the minority)选择接受收购要约。这一判决从要约收购端开启了针对两种交易结构的司法审查标准的趋同。

事实上,适用何种审查标准及其适用依据长期以来都是争议焦点。一些评论认为,无论是一步式的合并还是两步式的要约收购,交易的实质结果是一致的,且私有化的目的均为挤出中小股东,因此应当适用完全公平原则。^[15] 反对意见则称若以此逻辑,将导致私有化交易的诉讼费用大量增加,因为相比商业判断规则,完全公平原则的审查要求更

[14] See In re CNX Gas Corp. S' holders Lit., 2010 Del. Ch. Lexis 119 (Del. Ch. May 25, 2010).

[15] See for example, Ely R. Levy, *Freeze - out Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry Between Tender Offers and Negotiated Mergers*, 106 W. Va. L. Rev. 305, 347 - 48 (2004); Kimble Charles Cannon, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going - Private Transactions; The Case for Obligating Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers After Siliconix, Aquila and Pure Resources*, 2003 Colum. Bus. L. Rev. 191, 240 - 43 (2003).

高。^[16]同时,完全公平原则不利于董事作出合理的公司机会判断,其会因对责任承担的恐惧而拒绝合理交易。相比之下,二元审查标准会使交易设计者倾向增加对中小股东的程序性保护,达到特拉华州公司法的目的。也有学者建议,不应区分交易结构而适用商业判断规则,只有当特别委员会不能作出独立判断时才适用完全公平原则。^[17]与此相关,Subramanian 教授指出,特别委员会或小股东中的投票多数决在实践中已经有不少应用,特别委员会是否具有实质性的谈判权力则需要更多关注。^[18]In Re CNX 案代表着特拉华州公司法庭的内省,也揭开进一步变革的序幕。

三、功能主义化的渐进趋同

如前所述,特拉华州法院系统在审判时向来注重考察私有化的交易模式,并根据该等模式适用相应的审查标准。然而自 In Re CNX 案以降,新近判例延续着统筹协调审查标准的努力。这些案例试图融合相关审核标准,或者说创制出一种新型的跨界动机,促使控股股东为少数股东在所有的私有化交易中提供充分的保护程序,而不论所采取的并购模式究竟是何种类型。

(一) In Re MFW^[19]

In Re MFW 案中,特拉华州法院首次认为,完全公平标准并不适用于所有“挤出”式并购。MacAndrews 公司拥有 M & F Worldwide(“MFW”)公司 43% 的股份。前者提出通过合并方式收购 MFW 其余股票的计划,但表示只有在同时满足下列条件时才会进行交易:(1)MFW 公司由经全权授权的独立董事组成的特别委员会完成谈判并批准交易;(2)取得非关联于 MacAndrew 公司的股东的多数赞成。事实上,该交易最终

[16] See *Generally Guhan Subramanian, Fixing Freezeouts*, 115 *Yale L. J.* 2(2005).

[17] See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 *U. Pa. L. Rev.* 785, 787(2003).

[18] See *Supra* note 16, Subramanian, p. 2.

[19] See *In Re MFW Shareholder Litigation*, 67 *A. 3d* 496(Del. Ch. May, 2013).

获得特别委员会以及 MFW 公司少数股东中 65% 的支持,不过仍有部分股东不满并起诉 MacAndrews 公司、MFW 公司董事等违反了信义义务(fiduciary duty)。在审理中被告认为,由于并购建立在前述两个重要程序保护基础上,该交易架构实际上复制了正常交易下的合并(arm's length merger),因此司法审查标准应当适用商业判断规则。

初审此案的特拉华州衡平法院首席法官 Strine 指出,一方面,检讨该州以往案例,涉及控股股东的一步式并购中尚未出现过不采用完全公平审查原则的;另一方面,本案又确实蕴含新的变数,即特别委员会和少数股东中的多数决的双重程序保护。在缺乏具有约束力的成例的情况下,需要审查该双重保护程序能否构成特殊的清障手段,转而使本案适用商业判断规则。例如,MFW 公司特别委员会是否由特拉华州公司法规定的合格的董事组成;又如,少数股东中的多数表决在信息公开和强迫问题上是否存在瑕疵。

关于特别委员会,衡平法院概括认为:如果不涉及下列事实的违反,特别委员会的主体资格应为合格:(1)特别委员会的独立性;(2)所聘请金融和法律专业人员的能力以及相关人士提供专业建议时权利的行使;(3)涉及合并的谈判能力与是否可以否决交易。法院经调查发现,特别委员会共有八次会面,且原告不能提供委员会未履行其注意义务的相关证据。关于小股东中的多数决,原告承认该投票信息公开,法院也未发现证据表明股东受到了胁迫。事实上,MacAndrews 公司在提出合并建议同时承诺,将不出售 MFW 公司股票或者支持涉及该公司的其他出售或并购计划。因此,衡平法院判决:该交易建立在事先约定的双重程序保护基础上,应该适用商业判断规则。

负责上诉审的特拉华州最高法院对此也予以支持,认为本案中的合并以前端明确的双重程序保护为条件,并且这些保障性措施事后也得到了恰当和有效的履行,据此控股股东不可撤销和公开地给自己“去势”,摆脱了滥用自身控制力左右目标公司的嫌疑。判决还进一步确认,类似情况下当且仅当以下六项要素同时满足时,商业判断规则才被适用:(1)交易以特别委员会和少数股东中的多数决的双重通过为前提;(2)特别委员会是独立的;(3)特别委员会得到授权自由选择其顾问并拥有对交易的绝对否决权;(4)特别委员会在就公平价格

进行谈判时尽到了勤勉注意义务;(5)少数股东在投票前知情;(6)不存在对少数股东强迫的情形。^[20]

MFW 案的两审判决从合并交易端进一步推进了两种交易架构审核的功能性趋同。现在特拉华州法院的新态度逐渐明晰起来,即无论交易采取合并还是要约收购,意欲私有化的控股股东应预判其将面对完全公平原则审查,除非交易结构是非强迫性的,且同意特别委员会独立谈判、赋予其否决交易的权力,进行完全披露,得到少数股东中的多数同意或接受要约。该案不同于 Lynch 案,后者判决表明倘若仅涉及一重程序保护,控股股东只能获得举证责任转移的对待,而前者同时提供了双重程序保护,于是最终的审查标准可以变为商业判断规则。

MFW 案的结论也与特拉华州公司法一贯遵循的保护少数股东立场相吻合。因为该判决会使控股股东更倾向于对少数股东披露交易结构,从而获得商业判断规则的适用,而少数股东可借此拥有更多筹码与收购方谈判。与此同时,特别委员会的独立否决权具有重要的程序保护价值。法院显然是希望通过双重保护使存在利益瓜葛的交易朝着正常交易靠近,单有特别委员会无法保证股东的投票权,而仅赋予股东投票权则剥夺了特别委员会代表股东谈判的权利。解铃还须系铃人,在塑造特拉华州公司法进程中一直扮演关键角色的法院再次挺身而出,努力弥合了只由人为的交易结构而导致的审查标准差异,对于从根本上指导控股股东进行交易规划、平衡各方利益,具有十分突出的意义。

(二) In Re Rural Metro^[21]

除了指出方向,判例法还不断地发展以廓清细节。2014 年的 In Re Rural Metro 案就为特别委员会的独立性和信息披露要求问题提供了参考。在这起第三方私有化交易中,目标公司股东以 72% 通过,其七人董事会中有六位是外部董事,交易条款是聘请了顾问且全部由独立董事组成的特别委员会谈判所得,看上去一切都合乎程序。而且,特别委员会的主席还是持有目标公司 12% 股份的某家对冲基金的联合创始

[20] See Kahn v. M & F Worldwide, C. A. No. 6566 (Del. Mar., 2014).

[21] See In Re Rural Metro Corp. Stockholder Litig., C. A. No. 6350 - UCL (Del. Ch. Mar., 2014).

人,似乎有充分的理由代表公司股东利益。然而经过细致审理,特拉华州衡平法院发现了在貌似周详的程序保护背后的纰漏,认定目标公司的董事违背了信义义务。

症结之一在于特别委员会的独立性遭受利益冲突的拷问。在三人特别委员会中,前述主席所管理的对冲基金面临着定期清盘回赎压力,而另一位成员也即将辞任董事,促使公司接受私有化提议比起继续保持独立经营更符合他们各自的利益。这些隐情股东并不知晓。同样存在信息披露缺失的是财务顾问在估值计算时的明显错误,它们也未在表决权委托征集材料中得到反映。

法院认为,在决定是否出售公司的关键性时刻,目标公司董事会没有履行其严格的审查义务,忽视了特别委员会成员的个人动机和潜在利益冲突,听任他们主导谈判。同时,在估值定价方面董事会也未做到充分知情,面对存在明显瑕疵的财务分析报告扮演了橡皮图章的角色。因此,董事们难辞其咎。另外值得一提的是,此案中的财务顾问也被判定负有“协助和教唆”(aid and abet)责任,^[22]法院更直指他们没有承担起“看门人”(gatekeeper)的职责。^[23] 综上,不难看出,在注重对程序进行审查的特拉华州法院眼中,缺少了对相关要素的切实体查,所谓双重保护仍可能流于表面,而追求逻辑一致性和小股东保护实效的标准趋同努力也会事倍功半。

四、中国相关公司境外私有化的实践

(一) 境外上市公司的私有化交易

过去 20 年间,我国有很多企业通过 H 股、N 股或红筹等形式在香港地区、美国等实现境外上市。随后由于环境和经营变化,其中一些公司又相继开展了私有化交易。分析其原因,主要是出于以下一些考虑。

[22] 关于该项责任,可参见耿利航:“美国证券虚假陈述的‘协助、教唆’民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象”,载《法商研究》2011 年第 5 期。

[23] 关于“看门人”理论及其应用,可参见郭雳:《证券律师的行业发展与制度规范》,法律出版社 2013 年版,第 105 页。

公司战略调整,反思发展策略。上市成功、喧嚣散去,不少企业家开始反思上市带来的光环是否真的符合企业的长远目标,而权衡随之而来的责任和义务如信息披露是否又利大于弊。例如,新东方创始人俞敏洪不止一次公开表态反思上市的决定是否明智,其退市私有化的猜想也从未停止。^[24]类似的,资本市场的残酷现实与企业家理想之间的偏差,已迫使盛大从美国退市。

应对股价被低估,回收资本。上市公司的股价受到投资者对其未来发展、分红可期待程度等影响,然而由于信息不对称或行业环境,股价可能会因投资者未发现公司的隐性价值而被低估。依据有效市场理论,非有效市场中的股票价格不能完全反映公司经营状况,因此不堪忍受被低估甚至恶意做空,停止支付“入不敷出”的上市监管成本,是相当多上市公司选择私有化的重要原因之一。

以退为进,寻求更好的上市机会。资本市场的主要功能在于融资,这也是上市的主要目的。当某一市场无法满足公司持续的发展和融资需求时,上市公司可开展退市私有化,并考虑更换上市地点,择机重新上市,获得股票重估价值。阿里巴巴电子商务公司因上市后业务经营受到资本市场诸多掣肘,马云等管理者决定从港交所退市重新布局,不久即迎来在纽交所的整体上市。融资环境和条件的变化,也驱动不少尚未在境外上市的小红筹企业干脆调整公司架构,转而直接申请在A股市场发行和交易。^[25]

当然,这些私有化交易的尝试也并非总能成功。例如,曾有“亚洲保险中介第一股”之称的泛华保险(CISG)的退市行动就备受质疑。外界普遍认为私有化收购项目的溢价应在20%~30%左右,而泛华保险选择的时点又适逢全球资本市场全面下挫,实不划算。然而其董事长兼CEO坚持认为此举符合公司的最佳利益,执意推进私有化交易。最终泛华保险私有化失败,并且需要支付相关费用;而在其宣布撤回私有

[24] 参见“新东方退市路径隐现”,载《南方都市报》2013年6月17日版。

[25] 参见郭雳、陈俐利:“红筹架构企业回归A股首发上市实践与监管研究”,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第九卷),法律出版社2013年版,第545页。

化要约之后,股价连续走低,跌幅达 34%。^[26] 总之,无论个案结果如何,未来细致整理和研究这些实例,对于建构我国内地的公司退市和私有化交易制度将有直接的助益(参见表 1)。

表 1 相关境外上市公司私有化的典型案例统计表

公司	宣布时间	所在行业	上市地点	私有化原因	私有化类型	私有化规模	退市之后公司的发展战略	私有化结果
1 盛大	2011 年 11 月	互动娱乐媒体、网络游戏开发商、运营商和发行商	纳斯达克	业务布局广,导致业绩亏损	要约收购	23 亿美元,摩根大通贷款融资 1.8 亿美元	希望回归 A 股,多元化布局,实现网游业务的长远目标	成功
2 阿里巴巴	2012 年 2 月	电子商务市场	港交所	取得发展战略决策权,为集团整体上市做准备	要约收购	190 亿港元,国家开发银行融资 116 亿港元	实现“大战略”,整体上市	成功
3 分众传媒	2012 年 8 月	数字化媒体、楼宇视频媒体、户外媒体行业、户外广告行业	纳斯达克	避免被机构做空	要约收购	36.6 亿美元,通过举债和股权融资的方式筹集资金	择期回归 A 股	成功

[26] 参见肖君秀:“泛华保险私有化暂止 四个月股价经历过过山车”,载 <http://money.sohu.com/20110922/n320212934.shtml>,2014 年 7 月 25 日访问。

续表

	公司	宣布时间	所在行业	上市地点	私有化原因	私有化类型	私有化规模	退市之后公司的发展战略	私有化结果
4	泰富电气	2010年10月	直线电机及自动化集成装置	纳斯达克	遭到美国做空的狙击, 股价被打压	合并收购	7.5亿美元, 国家开发银行融资4亿美金	对资产重新评估, 产业重组, 争取在短期内选择新的资本市场重新上市	成功(但私有化资金来源受阻, 被机构质疑等)
5	侨兴移动	2010年9月	手机电信	纽交所	业绩下滑	要约收购	以1.9股侨兴环球股票加0.80美元现金换取每股侨兴移动股票		终止(因出席会议的股东数量未达到法定人数)
6	泛华保险	2011年5月	保险行业	纳斯达克	战略调整	要约收购	组成财团, 收购价为19美元/ADS	TPG 拟将泛华分拆上市	终止(市场状况和短期波动使股价大幅下跌)

(根据相关公司披露信息材料整理)

(二) 我国香港地区“人数验证”规则争议

在香港上市公司进行私有化交易时, 还常会遇到额外的麻烦。依据之前法律, 私有化协议要得以实施, 需获得股东 75% 以上通过, 同时反对票不超过 10%, 此外, 还得有至少过半数出席会议并表决的股东赞成, 即所谓的“人数验证”(headcount) 规则, 俗称“数人头”。这一规则的

本意是赋予持股不多的小股东们更大的话语权,鼓励其积极参与投票,就公司的未来命运发声。然而,规则适用时也出现了许多不合理甚至是扭曲滥用的问题。首先,它改变了公司特别是公众公司“一股一票”、“资本多数决”的通例,提供了少数小股东“绑架”或要挟公司的可能。其次,为了促成或杯葛某交易,双方都可以利用分拆或转让股份的方式操纵投票结果。^[27]最后,由于香港实行证券间接持有制度,其中央结算机构(代理人)背后其实有许多权益持有者,但在计算“人头”时却仅作为一票赞成及反对,这使自然人小股东可能获得了更大的优势。

意识到这些弊端,2014年3月香港新修订的《公司条例》正式实施后,取消了“数人头”的安排,改为采用《公司收购及合并守则》第2.10条的规定,即反对交易的独立股东不超过10%。不过该新规则只适用于在港注册设立的公司。事实上,在香港上市的公司中在港设立的仅占一成多,在开曼群岛或百慕大注册的则接近75%,而这两地法律中仍保有“数人头”的规定。^[28]这就大大限制了香港修法的效果,今年以后已出现了两起上市公司私有化失败的案例,均属于该类情况。

1月,在开曼群岛注册成立的恒盛地产召开会议,表决由公司创始人及大股东提出的私有化方案。参与投票的120名股东中,反对及赞成私有化的股东分别为62名和58名,结果计划告吹。但是如果以股数计,上述58名赞成股东持股比例达96.92%,而62名反对股东仅持股3.08%,换言之,包括基金在内的大多数股份持有者其实支持交易,反对者主要是散户。^[29]6月,类似情形在同样设立于开曼群岛的新世界中国地产上演。大股东提议以出现波动前股价溢价约32%,购买不属于自己的31%剩余股份。但在表决时,赞成议案的出席股东人数仅占34.05%,未达到半数而交易失败,这也意味着人均持股5716美元的494

[27] 参见“私有化‘数人头’规定望更改 最快2014生效”,载 <http://hk.jj.com.cn/2012/05/29080713296527.shtml>,2014年1月25日访问。

[28] 参见“恒盛地产私有化遭否 数人头97%股份不敌3%”,载 http://stock.eastmoney.com/news/1532_20140120354989260.html,2014年1月25日访问。

[29] 参见“恒盛地产CEO和CFO辞任 否认事关私有化失败”,载 <http://hk.stock.hexun.com/2014-02-06/161922203.html>,2014年1月25日访问。

名股东,战胜了人均持股700万美元的255名投资者。^[30]香港围绕“数人头”的风波,再次提醒我们,意在保护中小股东的规则设计亦有可能产生反效果,值得深刻检讨。

五、结语

相比境外,我国内地上市公司私有化交易的数量很少且结构单一,大多数并购活动的基点仍是维持上市公司地位。主动退市已有实践的动因也迥异于国外市场,主要目的是满足监管要求、消除同业竞争、实现大股东整体上市或产业整合,典型案例如2005~2006年间,中国石油私有化旗下的吉林化工、辽河油田、锦州石化,中国石化私有化扬子石化、中原油气、石油大明、齐鲁石化等,形式上也都采取了要约收购。事先注定的结果使两步式并购原本的阶段性、试探性价值无从谈起,更重要的是,公司法上简式合并规则的缺失更令其在美国的固有优势大打折扣。

我国的要约收购中,中小股东对私有化进程的参与权和决定权缺乏法律保证。现行规则仅赋予中小股东接受或者不接受要约的选择权,而对要约价格是否合理、能否在独立的特别委员会指导下作出充分信息获取后的科学决定、能否取得议价筹码等方面欠缺颇多。而且,董事会作为交易的代表方,常常被控股股东控制,难以代表中小股东的最大利益。在信息披露方面,针对上市公司私有化尚无特殊对待,《上市公司收购管理办法》第29条仅要求收购方在要约中披露与收购相关的信息,目标公司的未来发展、资金来源等其他信息皆依赖董事会的信息披露,难以保证中小股东获得足够信息。同时,少了法律上对“公平价格”、“公平交易”的指导,信息披露的权威性、全面性和可靠性堪忧。

对于要约收购方,规则漏洞同样制造着麻烦,突出体现在退市往往容易实现,但要100%地完全持股无法做到。较近的例子是2013年神华

[30] 参见珍妮弗·休斯:“新世界与数人头”,载 <http://www.ftchinese.com/story/001056837#s=d>。

国能对金马集团的私有化。该交易中,预受要约股份过户后,神华国能持有金马集团 94.23%,远高于退市标准,但也只能按照《证券法》中规定,提议以要约价格收购剩下股东拟出售的余股,对于仍拒绝出售余股的股东,则并无办法。要解决这一困境,《证券法》修订时很有必要增加“余股强制挤出”条款,规定在要约期限届满一定期限内,如收购人获得的股份超过某一比例(90%或95%),则有权以同等条件强制收购剩余股份,并明确在协商不成情况下的诉讼救济权。

就目标公司而言,借鉴境外经验,在法律上应设置指导机构如特别委员会,代表股东与收购方谈判,职责可参照美国司法审查中对其独立性的要求。同时,独立董事的监督作用应得到进一步的发挥,特别在控股股东有利益冲突的交易中,必须独立公正地聘请财务、法律专业人士出具分析报告。义务标准和责任追究方面,我国目前的《公司法》、《上市公司治理准则》、《上市公司章程指引》、《上市公司收购管理办法》等都仅规定了比较笼统的“忠实、诚信、勤勉”要求,责任方面则多处于虚置状态,需要进一步落实。

目前,我国公司法中并无就商业判断规则和完全公平原则的明确规定,因此完全照搬美国的相关审查做法不具有可行性。但其精要所在无疑值得借鉴。如前所述,其一是对程序性措施的强调和免责保护。其二是最新案例所呈现出的标准趋同,即无论交易结构如何,只要其在开始时满足:(1)由经全权授权的独立董事组成的特别委员会完成谈判并批准;(2)在结构非强迫性、信息充分告知的情况下,获得“小股东中的多数”赞成或接受要约,便可适用商业判断规则。与此同时,结合我国现实,一方面还应增强控股股东对中小股东的诚信义务,另一方面股东大会的票决机制应进一步完善。目前,《公司法》、《上市公司章程指引》以及2014年7月中国证监会发布的《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》等,对于换股吸收合并等私有化交易的表决机制,进行了不同程度的规定,但围绕关联股东回避、社会公众股单独计算等问题仍需要继续研讨和细化。当然,对于小股东的保护也不能矫枉过正,香港“数人头”规则的教训可为殷鉴。

任何规则都不是完美的,也不会一成不变。美国特拉华州的私有化交易审查标准从之前的结构主义二元化,发展为最近的功能主义趋同对

待,超越了模式决定论的传统思维,对保护中小股东与促进交易自由之间的平衡进行了反思和重塑,一以贯之的则是其对程序要求的重视。我国对于并购重组规则也在进行集中调整。2014年3月,国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发2014年14号文),其中强调发挥资本市场作用;5月,国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发2014年17号文)出台,重申了资本市场作为并购重组主渠道的作用;8月,《证券法》修改简化了对上市公司收购的审核,落实了国务院关于简政放权、促进企业兼并重组的要求,贯彻了“放松管制、加强监管”的理念。而“退市意见”针对主动退市的特殊性,在实施程序、配套措施等方面做出了有别于强制退市的专门安排,包括股东大会双重特别多数决通过、要求独立董事发表意见、聘请财务顾问进行专业把关、保护异议股东权利(如回购请求权、现金选择权设计)等。这些内容既考虑了国情现实,显然也体现出对境外经验的借鉴,未来仍需要伴随研究的深入和实践的推进而不断丰富完善。