

上市公司主动退市中 监管逻辑与路径选择

——以交易公平性与投资者补偿为视角*

臧俊恒** 黄慧颖***

摘要:健全的主动退市制度是促进证券市场朝自主、有序化方向发展的有效路径。为其设定合理的审查标准,在保证上市公司高效退市之同时维护中小投资者利益便成为必要。我国首例上市公司主动退市案例背后的上市公司主动退市制度中存在着对投资者压迫与投资者抵制等问题。美国的交易公平性审查以及法定信息披露制度为我国提供了的监管思路。确立投资者补偿的交易公平性标准,同时以公平性的合理信赖作为法定信息披露标准,是可行的完善路径。

关键词:主动退市 交易公平性 信息披露
上市公司监管

股票发行核准制,使监管机构客观上影响了上

* 本文为国家自然科学基金国际(地区)合作与交流项目“中国非正规金融的风险、潜力及变革”(项目批准号:71661137006)的阶段性研究成果。

** 中国人民大学法学院经济法学博士研究生。

*** 中国人民大学法学院法律硕士研究生。

市公司的数量和市场上的股票供给。^{〔1〕}我国证券的发行和上市条件十分严格,导致了市盈率长期居高不下、壳资源供不应求及“壳”价格被过分抬高乱象。一些缺乏生命力、盈利能力较差的上市公司持续在市场中占据资源,即使业绩已达到退市边缘,其仍缺乏主动退市之动机与需求,导致资源配置不均。目前,我国正在推进的以“信息披露”为核心的注册制改革,正是为证券市场“松绑”,充分激发证券市场自身潜力,保障证券市场健康有序运行的有效进路。在简化事前监管,保证证券市场进入机制市场化、有序化的同时,规范上市公司的退出路径,完善上市公司退市机制,尤其是主动退市制度,是顺应当前注册制改革的一项重要议题。

一、案例引入:上市公司主动退市中的投资人抵制

(一)案情概要

2015年4月3日,我国首例A股主动退市行动宣告失败。^{〔2〕}*ST二重在要约收购的截止日发布公告称,公司实际控制人中国机械工业集团(以下简称“国机集团”)预受要约的股东为12759户,预受要约股份数量合计11259万股,因预受要约股份数量不足1.71亿股,未能达到社会公众持股数量占总股本的比例低于10%的条件,国机集团发起的要约收购自此不生效。^{〔3〕}由此,我国首个主动退市的案例便以*ST二重失败而告终。在要约收购失败后,2015年4月24日,二重重装召

〔1〕 叶林:《上市/证券公司破产、重整、和解问题的法律思考》,载《法治论坛》2008年第2期。

〔2〕 黄锐:《二重重装正式摘牌成中国证券市场主动退市首例》,载新华网,http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-05/21/c_1115363434.htm,2017年8月17日访问。

〔3〕 参见中国机械工业集团有限公司全面要约收购二重集团(德阳)重型装备股份有限公司股份的《要约收购结果公告》,载上海证券交易所网站,<http://www.sse.com.cn>,2017年8月17日访问。(以下注释中《*ST二重关于异议股东保护的专项说明》《二重集团(德阳)重型装备股份有限公司股票转让公告》《二重集团(德阳)重型装备股份有限公司股票转让公告》《中国机械工业集团有限公司全面要约收购二重集团(德阳)重型装备股份有限公司股份要约收购报告书》均载于上海证券交易所网站)

开临时股东大会决议终止上市交易,赋予异议股东股份回购请求权与现金选择权,现金选择权定价仍为 2.59 元/股。^[4] 终止上市后,公司股票转入全国中小企业股份转让系统挂牌交易,根据《股票转让公告》,公司股票进入股转系统后报价区间降为 2.24 元/股至 2.46 元/股。^[5]

亦即为了终止 *ST 二重上市交易,采取了以下两种方案(见下表):

终止 *ST 二重上市交易方案表

| 方案 | 生效条件 | 股东须接受的价格 | 结果 |
|-------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------|----|
| 方案一:要约收购 ^[6] | 公众股东持股比例低于 10% | 要约收购定价:2.59 元/股 | 失败 |
| 方案二:股东大会决议终止上市交易 | “2/3”+“2/3”决议通过 ^[7] | 现金选择权定价:2.59 元/股;进入股转系统后报价区间:2.24 - 2.46 元/股 | 成功 |

(二)主动退市失败原因分析:对投资者的压迫

深入分析案例不难发现,该要约收购主动退市以失败告终之根源在于对投资者权益保护未给予足够的重视。对投资者而言,其一,*ST 二重失去随时选择重新上市机会,这本身即浪费了巨大的资源。其二,假如投资者接受要约收购条件,投资者虽可以较快地拿到国机集团的要约

[4] 该现金选择权的资金提供者仍然为国机集团。参见《*ST 二重关于异议股东保护的专项说明》。

[5] 二重重装股票转让首日报价区间为 2.24 元/股至 2.46 元/股,这意味着比收购时的现金选择权价格至少降低 0.13 元/股。参见《二重集团(德阳)重型装备股份有限公司股票转让公告》。

[6] 此次收购明确以终止二重重装的上市地位为目的;要约收购的生效条件为社会公众持股数量占总股本的比例由 17.5% 降至 10% 以下。参见《中国机械工业集团有限公司全面要约收购二重集团(德阳)重型装备股份有限公司股份要约收购报告书》。

[7] 根据《上海证券交易所股票上市规则》(2014 年修订)第 14.4.2 条的规定,“上市公司股东大会决议主动撤回其股票在本所的交易,并决定不再在交易所交易或转而申请在其他交易场所交易或转让的,除须经出席会议的全体股东所持有有效表决权的三分之二以上通过外,还须经出席会议的除下列股东以外的其他股东所持有有效表决权的三分之二以上通过:(一)上市公司的董事、监事、高级管理人员;(二)单独或者合计持有上市公司 5% 以上股份的股东”。

收购款,即每股 2.59 元的要约收购价格,该价格较停牌前 *ST 二重的平均市价高出 10%,然而却远低于发行价格。投资者若不接受要约,将面临进退两难的窘境:一方面,因强制退市导致剩余股东所持股票的流动性降低,难以在公开市场进行交易;另一方面,上市公司进入股转系统后投资者将面临股价进一步下跌之可能。因此,无论要约收购成功抑或失败,对投资者而言均对其利益造成了重大损失。

通过前述一系列终止上市的交易措施可以发现,本次交易对中小股东具有强制性,^[8]这种强制性因素体现在:一是实际控制人或控股股东控制着退市的时机与条件;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,比如在要约合并中存在对中小股东潜在的“内在压迫”。^[9]中小股东的挣扎与反抗非但无法阻止上市公司退市的进程,反而导致自身利益之减损。即上市公司退市行为通常具有强迫性——反对交易的非控制股东缺乏投票权或拒绝交易的法律能力。^[10]因此,在具有“强迫性”的退市行为中,应当通过在制度设计上保障中小股东之权益。

二、上市公司主动退市之概念内涵与效应分析

(一) 主动退市之概念内涵

主动退市 (going private),或称主动终止上市,是指上市公司基于实现发展战略、维护合理估值、稳定控制权以及成本效益法则等方面的考量,认为不需要继续维持上市地位或者继续维持上市地位不再有利于公司发展的情形时,^[11]通过内部决议或公司控股股东抑或其他关联方进行股份收购等法定程序,主动向证券交易所申请其股票终止交易

[8] Harold N. Iselin, *Regulating Going Private Transactions: SEC Rule 13e - 3*, 80 Columbia L. Rev. 80, 1980, p. 782.

[9] 李文莉:《上市公司私有化的监管逻辑与路径选择》,载《中国法学》2016年第1期。

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

[11] 参见《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》。

的行为。^[12] 主动退市与强制退市共同构成了我国退市两种类型。我国现行主动退市的途径和渠道包括:要约收购(tender offer)、转换交易所交易(即转板,switch stock exchange)、吸收合并或新设合并、股东大会决议解散或进行股份回购等。^[13] 其中要约收购为上市公司主动退市的常用手段,^[14] 上市公司的股东或者其他收购人通过向目标公司所有股东发出要约,期满后以一定价格购买其持有的股份的意思表示而进行的收购,^[15] 一般通过授予投资者一定数量的证券同时给予投资者现金支付选择权的方式对投资者进行补偿,该收购方式使得收购人与投资者之间直接发生关系,有效利用上市公司的外部资源实现上市公司私有化。

既有研究认为公司退市是成本和收益之间权衡的合理选择。当公司退市的收益超过其成本时,公司就会选择退市。但是,该观点仍然局限于关注公司退市的一种或者几种动机,忽视了公司退市各种动因之间的关联性,也缺乏统一的研究分析框架。^[16] 事实上公司退市以后往往不会一直保持退市状态,而是“以退为进”,通过一系列架构重整措施,扭亏为盈,实现公司的长远发展。

(二)上市公司主动退市之双重效应

积极效应:在退市制度下,如果上市公司退市涉及两家企业的合并或联合,则能够为上市公司带来相当的收益,其一,为企业提供了一条效益最大化的退出机制,避免了资源的浪费,^[17] 实现公司经营、管理、营销

[12] 本文所指的退市,在美国的文献中,通常使用 going private,如美国 SEC 规则 13e-3 (rule 13e-3)使用“going private transaction”,文献和资料将“going private”翻译为“私有化”“下市”或“退市”,三者 in 证券交易中并无本质区别。需要说明的是,本文引用的资料中出现的私有化、下市指的是企业退市。

[13] 参见《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》。

[14] 由于上市公司发生主动退市的原因主要有:股票价格被低估;公司连续亏损,面临被强制退市风险时,实施主动退市。上市公司往往无法通过为异议股东提供回购请求权保障其利益,选择由上市公司的控股股东或实际控制人向包括异议股东在内的全体股东提供现金选择权,不但能够保证资金来源,也在维护异议股东及其他股东利益的前提下,避免为上市公司带来负担。

[15] 邱灼松:《强制要约收购制度批判研究》,中国法制出版社 2013 年版,第 51 页。

[16] 祝继高、隋津、汤谷良:《上市公司为什么要退市——基于盛大互动和阿里巴巴的案例研究》,载《中国工业经济》2014 年第 1 期。

[17] 臧俊恒:《合并救济措施研究》,载《经济法学评论》2016 年第 2 期。

或生产中的规模经济、企业规模资源的配套使用,有益于降低成本和实现公司管理自由,从而为目标公司节省经营成本,包括定期披露以及准备和分发年度报告的各种花费。其二,因信息披露要求降低,企业能够更有效地向拟交易的对方保持计划和财务秘密,这种保密使企业能更卓有成效地参与竞争,同时,激励因素的改善和监督成本的降低还能够减少代理成本。

消极效应:主动退市在给上市公司带来收益的同时,却容易导致投资者利益受损。其一,投资者退出上市公司导致其税收计划灵活性丧失。其二,由于重新投资导致成本增加。其三,投资者对有关权利的合理期望的挫折,以及由于市场价格因自我交易而贬值,或没有反映公司的真实前景(正如内部人所能洞察的那样),而对投资者造成投资价值的剥夺。^[18]

这些交易的纯粹效果聚集一起时的不确定性表明,在进行制度选择时应当避免极端的规则:全面准许抑或全面禁止。对于上市公司实现公司战略,保障公司长远可持续发展为目标的主动退市情形,应当予以支持和鼓励的态度,同时应避免因主动退市给投资者带来的损害影响,从而实现各方之间的利益平衡。

三、域外镜鉴:上市公司退市交易之监管路径

上市公司退市监管保护之法益,除需对交易各方进行利益平衡外,对资本市场的安全和资源配置等宏观目标亦应纳入考量范畴。域外各国规制上市公司私有化交易主要有公司法进行审查和证券法实施监管两种路径与范式,监管目标均旨在促进交易公平,但规制的方法与手段存在差异。因此,以下将分析公司法之“商业目的”与“交易公平性”司法审查路径,而后考察证券法“信息披露”的证券监管范式,从而探寻上市公司退市交易的监管逻辑。

[18] 同注[8],第419页。

(一) 主动退市交易审查:商业目的审查→公平性审查

1. 商业目的审查

关于上市公司退市交易之审查,美国特拉华最高法院在 *Singer 诉 Magnavoxgong 公司* 一案中提出了具有里程碑意义的意见,法院要求被告必须证明合并的公司商业目的是善意的而且交易对小股东是完全公平的。^[19] 提出商业目的之要求即,不应准许自我交易,除非它产生盈余。^[20] 商业目的准则并未强调自我交易盈余准则之可比较的一面:控制人能否不进行自我交易,或者不担负着不公平对待非控制股东的风险实现正当的商业目的?实际上,当事人和法官常常可以探寻是否存在较温和的方法,从而实现正当的商业目的。^[21] 最终商业目的准则在 1983 年特拉华州最高法院判决的 *Weinberger 诉 UOP 有限公司* 案中被放弃。^[22] 很大程度上源于对于公司及其高级职员而言,要为他们的所作所为找到似乎合理或确实合理的商业原因轻而易举,但对法院来说,确定这些原因的真实性与重要性却是难上加难。同时,不断变化的现实情况有可能经常产生收益,因此绝对禁止排斥是无法保证的,促使法院转而集中于确保受排斥人获得充分补偿。

2. 交易公平性审查

在 1983 年特拉华最高法院判决的 *Weinberger 诉 UOP 有限公司* 案中,同时确立了实质公平审查标准,法院使用并阐明了公平的概念:母公司合并时,法院必须确定受信托人履行了完全坦诚的义务,交易是否完全公平,即交易过程公平和交易价格公平。此外,法院阐明了信托义务的存在与证明责任的确立,由于母公司及子公司的董事是子公司小股东的受信托人,并且公司并购涉及内在利益冲突,因此由受信托人承担交易完全公平的证明责任,须以完整的材料经受法院严格仔细的审查。可见,美国关于上市公司下市交易的审查由“商业目的准则”转变为“交易公平性”司法审查,商业目的审查最终在纽约法院 *Clark 诉 Pattern*

[19] *Singer v. Magnavoxgong*, 380A. 2d 969 (1977).

[20] 同注[8],第 420 页。

[21] Christopher R. Gannon, *supra* note④, p. 55.

[22] *Weinberger v. UOP*, 457A. 2d 701 (1983).

Analysisi & Recognition 公司案^[23]中确定为判断交易公平性的因素之一。不管是商业目的审查抑或交易公平性审查,均通过小股东向大股东以违反信义义务或向目标公司董事或高管以违反信托义务的诉讼方式实现,这种方式由于存在程序复杂、成本高昂以及小股东信息不对称和公众股东“搭便车”等问题而遭受质疑,是否应当采取更为适当的方式进行事前审查,是证券监管中值得研究的问题。

(二)上市公司退市监管之辩:保障上市公司信息披露

1977年11月,美国证券交易委员会(SEC)在发布的通告中,退市交易对投资者可能产生的损害进行了说明。考虑到私有化交易对中小投资者的潜在危害以及由此导致的投资者丧失对证券市场信心的不利影响,美国证券交易委员会(SEC)认为,对退市交易制定规则进行约束是必要的和适当的。

1. SEC 规则信息披露:从实质公平标准到合理理由相信

目前,美国证券法关于上市公司退市的特别规则主要规定在1979年通过的证交委规则13e-3中。该规则适用于上市公司退市交易,这些交易的范围涉及股份重购、股权收购、子公司合并、资本结构调整、反向股票分裂等,其后果是按照《证券交易法》撤销注册、撤销上市或从主要的“柜台市场”撤出。该规则除纯粹的退市交易外,还包括长期子公司合并中的许多交易行为。

SEC规则在1979年正式通过之前,于1977年11月17日曾发布提议稿,该提议稿要求上市公司履行充分信息披露的义务,对私有化交易进行实质性规范,但由于该意见再一次引发了对规制是否有必要的争论,^[24]最终SEC将前述内容予以删除,但是明确了“对交易的公平性合理信赖”的披露标准。^[25]关于上市公司主动退市的披露内容,主要规定在附表13e-3第7项规定中,其一,必须声明进行退市交易的真实目的(第7a项),探讨实现该目的之方法、设定交易的时间表以及交易结构之缘由(第7b、7c项)。其二,必须分析退市交易对目标公司、关联公司和

[23] Clark v. Pattern Analysisi & Recognition Corp., 87 Misc. 2d 385 (1976).

[24] 诸如此类的争论在美国立法过程中经常存在,更加相信市场的自我矫正能力,还是政府对市场进行干预的作用,仿佛从未停止过。

[25] SEC Release No. 34-16075, 1979 SEC LEXIS 969 (1979).

小股东可能带来影响(第7d项)。其三,披露文件还必须表明,目标公司及其关联人认为交易对非子公司的证券持有人是否公平。^[26]

2. 公平交易判断标准:公平价值

缺乏公平交易的表现包括对真实情况不披露,以及没有对合并价格进行谈判。对公平价格的问题,可行性研究的内容使人怀疑。估价通常就是所能获得的唯一补偿,不过估价在合并中通常是一种权利,其并未要求那些援引这种法定补偿的人履行提出或证明有关不公平的义务,也未要求该公司履行任何证明合并公平的义务,仅仅要求法院确定股份的公平价值,当然确定公平价值可能要调查合并中是否包含完全坦诚和公平交易。同时,向小股东提供的对价是否为公平价值,应当声明该退市交易是否经过由代表小股东利益的非关联代表进行了谈判(第8d项)以及交易结构是否符合正当程序(第8c项)。通过SEC拥有特殊信息的披露权,以股份价值是否公平作为确定该下市交易是否为公平交易的一项重要标准。

四、问题前瞻:我国上市公司退市交易之现实挑战

上市公司通过要约收购的方式以主动退市,能够实现公司管理的灵活和自由之目标。而监管机构通过主动退市制度将公司经营自主权交还公司自身,可以随时准备上市,给予退市公司一定的“缓冲期”,使得有潜力、前景的公司在主动退市后,通过调整整顿能够重新上市,继续发挥自身优势,从而使公众资金得到高效利用。通过梳理我国现行主动退市的制度规范并结合上市公司主动退市实践案例发现,我国现行上市公司主动退市中投资者权益保障机制不完善,主要体现在以下方面。

(一) 上市公司主动退市申请审查标准有待明确

证券交易所往往对上市公司退市具有较大的自主权。目前,由上海证券交易所、深圳证券交易所分别出台的《上市公司股票上市规则(2014年修订)》(以下简称《上市规则》)是我国就上市公司退市具有重要指导

[26] 同注[25]。

意义的规范。该规范第 14.4.10 条规定：“上市公司主动退市应当……向证券交易所提出主动退市申请，由本所……进行审议，重点从保护投资者特别是中小投资者权益的角度……作出是否终止股票上市的决定。”由证券交易所对上市公司退市申请进行审查，审查重点在于上市公司决策程序是否合规以及能否实现投资者特别是中小投资者权益的保护。而通过查阅我国目前上市公司退市披露的文件，关于交易公平性以及定价正当性理由说明不足，主要原因在于，对退市申请的具体审查事项和审查标准尚无特别明确的规定，这对于上市公司信息披露目标指向不够明确。

（二）保护中小投资者的议价机制缺失

主动退市为上市公司本身产生利益的同时，却极有可能损害投资者利益，补偿价格的公平性成为影响上市公司主动退市成功与否以及公众股东权益能否得到保障之关键因素。实践中，通过要约收购的方式进行上市公司主动退市时的价格通常高于或等于股票市场价格。但实践证明，仅以市场价格作为参考标准并不一定合理。比如，*ST 二重案中，要约价格虽高于市场价格的 10%，但相较于公司股票 IPO 时的发行价（8.5 元）降低了 70%。对于投资者而言，在收购人提供的要约定价较低的情况下，投资者要么主动接受现有价格退出，要么后期以较低的价格被迫接受相同或更低的价格退出，就现行的制度设计而言，投资者难以从上市公司主动退市为公司带来的收益中获取应有的利益。^[27] 容易引起投资者的反感和抵触，因此，*ST 二重以要约收购方式进行主动退市以失败告终是投资者反抗情绪的体现。

在上市公司主动退市的交易定价过程中，小股东缺乏议价能力，同时，由于交易的本质强迫性，同时我国现行制度中缺乏主动退市过程中对中小股东的保护机制。公众投资者在主动退市过程中面临从股东名册中被清除却得不到应有的充分补偿之风险，在这样的交易中，中小股

[27] “股份收购过程中，同时伴以毫不掩饰的威胁：对那些不投标的股东，公司以后将使用现金合并实行‘大扫除’，即现在以我们的价格‘自愿’出售你的股份给我们，否则以后发现你自己不得不以我日后指定的价格出售。”参见[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 397 页。

东完全处于被动地位,欲反抗却无相应的救济途径予以支持,这种不公平的现象导致投资者消极应对股权收购从而无法真正达到要约收购的目的,造成一种“双输”局面。

(三)不同的退市方式之间缺乏衔接机制

在证监会公布的《退市意见》中,列举的主动退市的方式或途径共有八种,这八种退市方式在《上市规则》中也没有详细规定。笔者认为,应当在程序上保护中小投资者的利益,并作出合理的监管安排。分析上述*ST二重主动退市案例可以发现,两种方案实质上是“换汤不换药”。首先,两种方案目的相同,均旨在终止*ST二重上市交易为目的;其次,交易资金提供主体相同,均为实际控制人国机集团;再次,效果相同,对于接受要约和接受现金选择权的股东来说,都相当于将股份出售给实际控制人;最后,两者定价相同,均以2.59元/股购买投资者股份。^[28]然而,第一方案要约收购的失败可以看出,投资者对收购给出的价格已经表现出反感,即拒绝接受以2.59元/股的价格补偿退出公司;然而,第一方案进行要约收购失败后(可以说是投资者获得的短暂胜利),时隔不到1个月,上市公司采取股东大会决议终止上市交易,给予投资者相同价格的现金选择权。这使投资者不得不接受该价格,否则投资者持有的股票将进入股转系统,面临股价进一步下跌的风险。通过上述过程可以发现,实际控制人通过不同的退市方式以达到退市的目的,对投资者期望完全不加考虑,极易导致投资者权益受损。那么《上市规则》中所列举的多种退市的方式应当如何衔接,本质上相同的退市方式能否重复使用?不同退市的方式之间是否应当有衔接机制?证券制度修改中应当做出回应。

五、制度重构:我国上市公司退市交易中投资者权益保护路径

相对于大量海外中国概念股公司主动选择从资本市场退市而言,中

[28] 根据《异议股东保护的专项说明》,“现金选择权的提供方为国机集团。二重重装股东行使现金选择权,相当于以2.59元/股将股份出售给国机集团”,即现金选择权的义务主体为国机集团(要约收购中的收购人)。

国上市公司主动退市现象很少。造成这种情况有两个方面的原因:一方面,目前我国资本市场的市场化机制尚不完善,公司上市需要满足硬性的指标要求并且经过严格的审查,如此高的门槛使上市公司壳资源具有重要的价值,企业自身一旦进入资本市场便不愿意退出;另一方面,我国资本市场主动退市机制不完善,退市的程序烦琐且缺乏明晰的后续安排,这就给企业主动退市带来诸多问题。因此,笔者认为,有必要借鉴美国公平交易和公平价格原则,对公司法治和证券监管的法理基础和监管逻辑进行思考和探讨。

(一) 确立投资者补偿的交易公平性标准

因公司股东及其高级管理人员的行为导致风险和不确定性加大时,应当对承受风险及不确定性的一方进行相应的补偿。在证监会公布的《退市意见》列举的主动的八种退市方中,而无论采取何种退市方式,对接受上市公司主动退市计划并放弃持有公司股份的投资者如何进行补偿都是关键问题。在1974~1975年的美国退市现象中,当时许多上市公司中有控制权的内部人利用股市不景气,采用普遍认为不公平的价格强行买断公众股东的股份。这种不公平价格是建立在罗伯特·C. 克拉克所称的公司管理层、控股股东或实际控制人所具有的“位置性优越洞察力”基础之上。^[29] 在这些交易中,付出的金额都高于其股份的市场价格,但和他们在上市时所支付的价格相比,或在随后的股市回升时期同类公司的股票所达到的市场价格相比都少很多,如果缺乏充分的证据证明其公允,此种市场价格则对投资者来说并非公平价值。

笔者认为,给予持异议者的公平价值必须具有客观性。第一,公平价值的确定,应综合考虑股票市场价值、股东持有的上市公司净资产价值份额、未来公司收益现值,而非仅以市场价格为标准;第二,交易过程,应当保证交易价格的确定经过代表公众投资者利益的非关联方的谈判以及内部决策程序合规,并对议价及决策情况予以披露;第三,证明责任,应明确控股股东或实际控制人对交易公平性的证明责任,确立举证责任倒置规则。即在上市公司退市交易公平性审查中,当控股股东或实际控制人收购上市公司时,当中小股东对交易的公平性与否提出质疑

[29] 同注[8],第358页。

时,由控股股东或实际控制人证明其交易的公平性。

(二)以公平性的合理信赖作为法定信息披露标准

资本市场的核心在于完善的信息披露制度。因为上市公司的任何重大事实的不披露或者虚假陈述、误导性陈述或者重大遗漏都可能导致证券市场的操纵、欺诈、欺骗,进而损害公众投资者利益。在上市公司主动退市中,应当设置更为严格的信息披露制度,提高信息披露的要求,否则一旦上市公司退市、转板或解散,未及时退出的公众投资者将难以获取有效信息维护自身权益。

第一,在信息披露的内容上应保障信息披露内容的充分性。通过查阅上市公司退市过程中在上交所、深交所披露的文件可以看出,上市公司披露的文件关于特定信息的说理明显充分性不足。为使中小股东能够在获取充分信息的基础上做出合理决策,在文件披露中应当明确对于上市公司未来计划的时间表和交易结构的理由。分析退市交易对目标公司、关联公司和小股东可能带来的利益和损害,其中交易可能带来的利益或损害应当量化至可操作的程度。同时,应当明确披露如果只有结论性陈述,将不被认为是进行了充分披露,公众投资者有权利提出质疑。

第二,在披露标准上应当达到公平的合理信赖标准,披露文件必须表明目标公司、关联人认为交易对非子公司的证券持有人是否公平的看法,并能够使得投资者对披露标准达到合理信赖。对交易公平性“没有合理信心”的陈述,将不被认为对此进行了充分披露。

第三,以不同层级的信息披露要求解决不同退市的程序之间的衔接问题。在主动退市过程中,监管机构应当特别注意采取连续采取不同方式达到退市目的之交易,在这种情况下,控股股东或实际控制人掌握交易的进度和交易结构,极易发生中小投资者被控股股东或实际控制人“强迫”而遭受利益损害的情形,不利于维护资本市场的信心与安全。笔者认为,第一次退市措施失败后,在短期内(笔者认为应当以6个月为限)再次实施退市时,应当由证券监管机构或者证券交易所要求其说明正当性理由,并对价格的公平性披露提出更高的标准。