

中小投资者权益保护视野下上市公司 私有化的监管进路

潘一豪

(中央财经大学法学院, 北京 100081)

摘要:上市公司私有化是上市公司至关重要的重组交易活动,在私有化交易中,由于控股股东处于优势地位,私有化交易往往会发生诸如操纵信息披露、操纵现金流、操控财务状况等法律禁止的行为,导致处于弱势地位的中小投资者权益受损。在我国,由于中小投资者缺乏对私有化交易的参与、私有化中控股股东的不当定价以及私有化中信息披露环节的混乱所导致的中小投资者权益受损实例层出不穷。因此,建立基于投资者合理补偿的中小投资者补偿机制是监管者应选择的监管进路。

关键词:上市公司私有化; 中小投资者权益保护; 投资者合理补偿; 信息披露

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2018)02-0021-07

一、引言

一国金融市场的发达程度明确地标志着它的经济发展水平^[1]。近年来,受全球金融动荡的影响,资本的自由化程度加大,从资本市场进行融资已然成为许多企业的选择。我国企业私有化趋势却逐渐凸显。上市公司私有化是上市公司至关重要的重组交易活动,在发达国家的资本市场中屡见不鲜。在美国司法实践中,不同的私有化方式具有相同的特点,即大股东、管理层或关联方受利益的驱使而普遍违反对小股东负有的信义义务^[2]。360、阿里巴巴等企业对其下属的上市公司进行了要约收购,上市公司私有化进程中,中小投资者的权益保护逐渐成为众多学者的研究重点。不同的资本市场对私有化的定义不同:在欧洲指上市的目标公司因其股份被新公司全部收购而变更登记为私人公司^[3];在美国,证监会13e-3规则虽使用了going private transaction,但没有对私有化进行明确的定义,仅仅提及私有化交易会使上市流通的权益证券无法进行上市交易^[4]。从我国实际情况出发,上市公司私有化与国企的私有化完全是不同的概念,前者指上市公司的控股股东、管理层或关联方为终止公司上市交易,通过并购取得其他股东的股权的交易行为,其不仅是公司形式的变更,更是特殊的股权交易。

由于控股股东在企业中处于优势地位,因此,企业私有化往往会发生《证券法》、《公司法》等法律禁止的行为,导致处于弱势地位的中小投资者权益受损。虽然立法者和监管者为保护中小投资者权益做出了许多努力,但从实际操作来看,仍不足以防范大股东对中小投资者权益的侵害。因此,如何才能控制和解决中小投资者的权益受大股东侵害的问题,有力地保护中小投资者的利益是一个较突出的问题。

二、上市公司私有化对中小投资者的权益损害

上市公司指其股票允许进入市场交易的公司,该市场由国家承认的机构管理和监督,定期运行,并且对

收稿日期: 2017-02-23

作者简介: 潘一豪(1994-),男,贵州毕节人,硕士研究生,研究方向为民商法、金融法、证券法。

公众直接或间接开放^[5]。上市公司进行私有化往往采用不同的并购交易方法,因此,确定并购的定价至关重要。虽然在实践中并购定价大多数情况下会高于或等于市场价,但这种所谓“溢价”很难弥补对中小投资者造成的损失。首先,公众股东持有公司股票并不完全都是基于盈利的考量,有的公众股东可能是基于对公司的信任与情感,在这种情感的基础上,一旦上市公司私有化成功,公众股东通过股票市场留在公司的希望破灭。其次,因控股股东处于优势地位,极有可能迫使小股东接受不合理的收购价格,导致小股东利益受损。最后,加大了公众股东的机会成本与时间成本。当公众股东被迫离开上市公司后,闲置的资本在逐利动机的驱动下会本能地寻找其他投资目标,一定程度上会使公众股东承担更大的机会成本与时间成本。此外,上市公司私有化后,由于公司在资本市场的筹资能力降低,公司股票的流动性被限制,部分来不及退出的股东也存在被控股股东侵害的可能。因此,虽然中小投资者名义上能够获得“溢价”所带来的利润,但是利润背后可能产生更大的损失^[6],控股股东往往通过下述三种手段掠夺中小投资者的利益:

第一,操纵信息披露。对市场交易者来说,信息是十分宝贵的资源,充分地信息披露是保障中小投资者合法权益的前提。然而,因控股股东具备中小投资者所没有的信息优势,信息不对称下的中小投资者仿佛就被打了一场“单向透明战争”,为降低公司的估值进而通过市场估值与实际估值的价差而获利,控股股东往往会利用信息优势操纵信息披露。如中石化私有化旗下石油大明一案,石油大明在《独立财务顾问报告》用大量文字论证可采储量下降的原因,唯独缺少具体数字加以佐证,同时利用各种方法压低资源储备的估值,最终在私有化过程中每股获得 2.6 元的差价,盈利 6.9 亿元。

第二,操纵现金流。通常情况下,控股股东牢牢掌握上市公司的财政权,因而可以利用上市公司的资金支付中小投资者的股份对价,降低交易费用。操纵现金流的方法主要有直接和间接两种,前者对中小投资者来说极为不公平,指通过委托理财、预付货款等方式转移属于公司的资金,以公司资金代替控股股东自有资金支付收购中小投资者股票所需价款;后者可以使控股股东降低自有资金的使用量,指控股股东与外部联系,建立债权债务关系,待私有化成功后利用目标公司的现金进行清偿。间接的方式则需控股股东向外借债,约定私有化之后以目标公司的现金来偿还债务。

第三,操控财务状况。为控制私有化成本,实现利益的最大化,控股股东一般会利用优势地位操控公司财务状况,降低私有化前的股票价格^[7]。中石油私有化子公司锦州石化过程中具有操纵财务状况的嫌疑。锦州石化主营业务在 2002 年至 2004 年间利润一直平稳增长,但在 2005 年国际原油市场价格稳定、国内市场需求持续扩大的情形下,突然产生 6.18 亿元的巨额亏损。与中石油其他旗下石油加工企业相比,锦州石化的经营业绩一直名列前茅,但在私有化前的主营利润率突然下降至 -5.62%。从整个石油加工及炼焦业来看,根据当年国家统计局发布的报告,锦州石化半年就亏损了全行业的半壁江山,不得不令人深思。

由于前述三种手段具有较强的隐蔽性,中小投资者难以发现自身权利遭受损害。因此,上市公司私有化中中小投资者的权益难以保障。从我国实际情况看,操纵信息披露、操纵现金流、操控财务状况源自三方面的因素:一是中小投资者缺乏对私有化交易的参与;二是私有化过程中控股股东的定价不当;三是信息披露环节的混乱。

三、上市公司私有化对中小投资者权益损害的机理分析

股份公司的经营者原则上应使股东利益最大化,易言之,公司的利害相关方之间存在利益冲突的情形下的经营决定应以最优先考虑股东利益为原则^[8]。股东既包括大股东,也包括中小投资者,因此,在私有化的过程中,不能仅仅为了大股东的利益而牺牲中小投资者的利益。基于此,在上市公司私有化过程中,中小投资者权益损害的往往由以下三方面导致。

(一) 中小投资者缺乏对私有化交易的参与

1. 中小投资者缺少对退市的参与。退市环节是上市公司私有化的重中之重,通常情况下,一旦控股股东在私有化过程中收购到的股本足以申请退市,会立即退市以实现自己私有化的目的。然而,在我国法律规定

中,中小投资者在退市过程中只有是否接受邀约的权利,没有是否接受退市的权利。因此,上市公司退市后势必会造成股票价格的波动,导致中小投资者的权益受损。

2. 上市公司退市后环节的中小投资者缺位。上市公司私有化往往会经历由要约收购到强制挤出的过程,在强制挤出中,反对收购的中小投资者无法处分自己的股权以及参与公司退市后的各种环节,控股股东将取得对公司的绝对控制权,这对中小投资者而言是十分不公平的^[9]。

(二) 私有化过程中控股股东的不当定价

作为上市公司合并的核心环节,股权定价是合并双方关注的重点,应基于双方的意思自治来确定价格。然而,因控股股东对公司具有极强的控制力,为了实现自身利益的最大化,往往会操纵定价环节,时常将上市公司作为控股股东的“提款机”,从根本上一点点“掏空”上市公司,损害了中小投资者的利益^[10]。有鉴于此,价格是否属于可干预的对象是收购定价机制公平性的一个重要考量因素。在私有化交易中,股票价格是基于市场的自我调节进行私法上的自治,还是应由监管者介入对价格进行控制以保障中小投资者的合法权益是一个值得探讨的问题。从私法自治的层面看,双方能够达成一致的前提在于双方具有完全的意思自治能力,不被外部因素强迫或控制。虽然控股股东通过介入的方式控制私有化价格符合形式上的双方意思自治,但究其本质,因控股股东具有中小投资者不具备的对上市公司的强大控制力,能够利用合法的手段控制董事会和股东会。因此,在上市公司的私有化过程中,公司将会丧失议价能力任由控股股东摆布,进而导致中小投资者的合法权益受损。此外,私有化过程中必不可少的中介机构的聘任由董事会决定,然而佣金却由上市公司支付。因此,为了实现自身利益的最大化,通过做出利于控股股东的价格评估以投入公司的控制者的怀抱,进而导致中小投资者合法权益受损便符合逻辑归宿。

(三) 信息披露环节的混乱

1. 中小投资者无法获取有效信息。我国《上市公司收购管理办法》规定,私有化收购方可以不用披露太多信息,基于信息优势的考量,上市公司的控股股东一般会尽可能少地进行信息披露。因此,上市公司收购要约中缺少充分且有效的信息披露,本来就处于弱势的地位的中小投资者甚至成为“功能性文盲”,无法从信息披露层面维护自己的合法权益。

2. 控股股东操控信息披露内容。通常情况下,上市公司的控股股东掌握大量真实有效的信息,并且对信息披露过程具有控制权,为了降低上市公司证券市场中的股价以期在私有化中攫取更大利润,控股股东极有可能操控信息披露内容、误导市场判断、打压公司股价,在一系列的操控组合拳中,中小投资者的损失便是逻辑上的归宿^[11]。上市公司私有化的实践中,收购方往往会采用四步走的策略:第一步,收购方一般会在私有化交易前安排己方人员打入目标公司的管理层并制造管理的混乱,在混乱中对上市公司进行资产评估,同时市场散布上市公司财务状况恶化、盈利能力衰退、公司亏损扩大等负面信息。第二步,通过负面信息的持续发酵,目标公司的股票价格往往会出现下跌的情形,收购方便在下跌的过程中适逢其时地向市场放出私有化的信息,造成目标公司及控股股东关联方股票价格大幅上涨,一方面,关联方可以通过该类操作获得市值上升(表1);另一个方面,随之就会发生收购方沽空目标公司股票的情况,致使目标公司股票价格低于正常收购价格。第三步,顾问公司受收购方之托顺势而为,制造市场恐慌情绪,打击中小投资者对公司股票价格的信心,为收购方的私有化交易做准备。第四步,只要收购方即控股股东放出消息表明私有化上市公司的意图,中小投资者便会落入收购方的圈套向其抛售所持公司股票,私有化即告完成。^①

^① 当年被中石油收购的子公司吉林化工,在2004年终于摆脱了一直亏损甚至险些退市的尴尬境地,每股盈利0.73元。然而,在2005年中期,其每股盈利下降到了0.04元,收益率也从2004年的43%猛降至2%,尤其是其主营业务石油产品的毛利率更是降至负13%。到了2005年第四季度,吉林化工亏损约3亿元,全年预计亏损约6亿元。而吉林化工给出的亏损理由则是:因年度停产检修,导致商品出产量减少了25万吨,另外加上大量的装置设备报废,总计减少利润1.2亿元,而计提固定减值准备却高达1.55亿元。而且,早在2005年的7月,中石油便开始了其对吉林化工的私有化进程,同时吉林化工通过披露市场信息影响中小投资者,导致公司股票估值被大幅降低。

表 1 公告直接或间接参与 360 私有化的 A 股公司^①

| 360 私有化中获得市值上升的大股东 | | | |
|--------------------|-------------------------------------|------------------|---------------|
| 公司名称 | 参与详情 | 首次披露日期 | 7 月 18 日股价涨跌幅 |
| 天业股份 | 通过天盈汇鑫参与 360 私有化,投资 8971 万美元 | 2016 年 4 月 27 日 | 10.02% |
| 爱尔眼科 | 全资子公司山南智联以参与投资欣新盛投资的方式间接投资奇虎 360 股权 | 2016 年 4 月 6 日 | 1.32% |
| 中信国安 | 投资不超 4 亿美元参与 360 私有化的权益投资部分 | 2015 年 12 月 21 日 | 5.36% |
| 电广传媒 | 通过“华融 360 专项投资基金”间接投资参与奇虎 360 私有化 | 2015 年 12 月 9 日 | 3.46% |

3. 控股股东操纵上市公司业绩。公司通过财务报表向市场展现自己的经营业绩,控股股东则利用财务报表向市场传递虚假信息,最终实现上市公司股票价格的非正常下跌,以降低私有化成本。目前,我国法律没有规定私有化的公司应提交业绩审计报表,因此难以通过财务报表对公司业绩真假进行审查。

四、基于投资者合理补偿的中小投资者权益保护

通过上述分析看出,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,但是会在一定程度上给公众股东带来额外的成本与损害。在私有化交易的法律规制方面,一直有两种观点:一种观点认为,公司法对私有化交易可以作出的最好回应就是全面禁止^[12];另一种认为,一个公司由所有者管理将会更好地造福投资者^[13]。纵观世界各国监管当局,前者观点已被摒弃,均采用后者监管策略,即在认可上市公司私有化的前提下,通过立法规制私有化交易的各环节,以实现社会、公司和投资者利益的协调,进而保护中小投资者的合法权益。不论具体购买行为是否处于追求控制,也不论购买人最终是否取得控制权,只要追求控制权过程中的购买行为符合《证券法》收购的条件,就应当受《证券法》相关规则的制约^[14]。从中小投资者保护的层面看,上市公司私有化中的定价,应由监管者介入与市场定价相结合,实现利益博弈的平衡,达致公司、控股股东及其关联方、中小投资者三方的合法利益得到充分的保护。

(一) 公平性审查

因私有化交易是典型的利益冲突交易类型,带有自我交易的色彩^[14]。根据前述私有化交易的特点,交易的双方分别是控股股东及公众投资者,在这种情形下,极易出现内部人控制导致的交易公平性的缺失。因此,如何保障私有化中交易的公平性是监管者所面对的重要问题。公平且不损害中小投资者利益的自我交易是为公司法所允许的,公平与否是信义义务的试金石^[15]。基于这种公平性的考量,大股东的信义义务中应包含公平性的概念,法院应对信义义务中的公平性保留审查的权力。美国司法实践中,公平性审查已发生由形式审查到实质审查的转变^②,法院的公平性审查侧重于关联交易是否侵害了中小投资者的合法权益以及是否具有实质上的公平性。公平性涵括两个方面,即价格与交易之公平。一方面,价格公平是基于公司的市场价值、净资产等可能影响公司股票价值因素,最后确定的价格对交易双方而言具有公平性;另一方面,交易公平指私有化交易由始至终的各环节应具有公平性^③。随着上市公司私有化实例的增多,美国法院确立了基于控股股东信义义务的公平性审查规则,逐渐替代估价权救济规则成为判断公平性的主要标准^[16]。通过私有化后的估价权救济与私有化中基于信义义务的公平性审查两种方法,上市公司私有化中小投资者的利益便获得了事前防范、事后救济等多途径保护^[17]。

有鉴于此,从公平性审查的角度,我国上市公司私有化中,应增加收购方的公平交易陈述,在要约收购报

① 来源中证网: <http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201607/t20160719-5015387.html> 最后访问日期:2018 年 3 月 14 日。

② 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。

③ See Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701 (1983) .

告书中阐明三方面的内容:私有化的后果、交易公平性问题、专家评估意见,涵括交易的时间、方案、参与人员和交易对价等方面。在私有化后果上,应明确上市公司与中小投资者私有化后的情况,进行可行性分析;在交易公平性问题上,应说明交易对价及公平性,包括股票的净账面价值、历史价格、市场现价、持续经营价值以及清算价值等内容的分析;在专家评估意见上,应邀请专家对标的企业关联方披露的私有化交易目的、方案及选择原由和并购方已有的交易协议、近两年来的审计报告和财务信息等信息进行评估^[18]。

(二) 商业目的审查

因上市公司与交易所是契约关系,上市公司存在上市权与退市权两种相对的特殊商事权利。上市不是固定不变的权利,可根据公司或投资者的意愿发生改变^[19]。上市的理由多种多样,退市的原因也不尽相同,或因维持上市成本,或因公司自治之需要等各方面因素。然而,在不尽相同的原因存在一个基本的考量,即公司审慎管理与公众投资者之间的利益冲突。在私有化过程中,由于信息披露的不充分与公众投资者对控股股东的不信任,中小投资者会对私有化的目的产生怀疑,认为私有化是控股股东用来排挤中小投资者以实现盈利目的的工具。因此,为保护中小投资者,域外上市公司私有化监管的商业目的审查规则应运而生。

无论是公平性抑或是商业目的审查,均要求中小投资者对控股股东提起违反信义义务之诉讼。然而,在实践中,提起该类诉讼的时间、精力、金钱等成本对中小投资者来说是难以承受的。因此,通过信义义务违反之诉保护即被动地司法保护中小投资者的功效并不突出,证券监管应及时介入以主动保护中小投资者。在上市公司收私有化交易中,证监会应主动对私有化的商业目的进行审查,坚持上市公司私有化除排挤中小投资者之外还需有其他的善意的商业目的,且该商业目的足以保障并购的公平性的原则,一旦发现控股股东利用私有化获取暴利或披着私有化的外衣通过损害中小投资者而盈利,为保障中小投资者的合法,证监会应有权终止私有化交易,惩罚控股股东。

(三) 投资者保护前提下的公司自主高效

在欧盟,投资者保护的水平和形式方面已经出现了很大规模的趋同,但小股东的权利和董事责任尚未如同财务报表方面以及进一步的监管制度那样实现一体化^[20]。因此,由于信息不对称、公众投资者不成熟等多层次原因,欺诈与不公是上市公司私有化中经常出现的现象。上市公司私有化监管属证券监管,理应包括提高效率与投资者保护的目标。美国现行监管体系是基于最小化的市场干预与最大化的投资者保护而建构。在金融监管中,“双峰”理论的核心目标是实现提高效率的审慎监管与投资者保护的行为监管。因此,上市公司私有化交易监管应符合证券监管的两大价值目标——公平价值引导下的投资者保护和理性限度内的效率。

虽然我国《公司法》第38条和第100条没有明定上市公司私有化的决定权是否在于股东大会,但根据相关目的解释或者授权立法的法理,赋予股东大会决定权不仅是《公司法》的逻辑归宿,也符合所有股东的合法权益^①。为了调动全体股东参与表决的积极性,应借鉴最高人民法院微信送达法律文书的方法,股东大会对私有化的决定应在充分告知的前提下,利用当今的信息科技,探索多元化的表决方式,涵括电话、网络、邮寄、传真的方式参与私有化表决,以此解决上市中小投资者“搭便车”心理带来的“集体行动困境”。

(四) 法定信息披露

作为证券法基本原则之一的信息披露也是对上市公司的核心要求^[21]。信息披露制度最初发源于英国,但在美国的证券市场得到发展完善,并成为美国证券法的核心和基石^[22]。美国学界认为信息披露非独立的监管权力,而是阻止欺诈和操纵的手段,应有效地阻止和预防欺诈和操纵,做到披露“对于公平的合理信赖”^②。可见,美国SEC对私有化的监管采取的是间接监管方式,要求披露“对公平的合理信赖”的法定信息披露制度。

① 香港《公司条例》166条规定的关于以协议安排的方式进行私有化,必须以价值计算无利害关系的四分之三股权通过的表决制度是值得借鉴的,同时由于我国上市公司股权结构过于集中,有利害关系的控股股东应当在股东大会上放弃表决权。

② See 114 Cong. Rec. 21,484(1968)。

证券监管是保证美国上市公司私有化交易公平性必不可少的手段。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^①。基于这种差异,SEC 介入私有化便发挥了不可替代的重要功效,政府代替中小投资者承担起维护交易公平性的责任,切实地做到了中小投资者合法权益的保护,有效地降低了证券市场的交易风险与成本。

基于此,上市公司私有化的信息披露中,为防止内幕交易、股价的非正常波动等损害中小股东的情况发生,应规定对股东大量持股及变动、财务信息、明确信息披露的合理时间等方面的法定信息披露^②。完善信息披露制度建议借鉴美国 SEC 规则 13e-3 的相关规定,尤其是 13E-3 表格第 8 项的内容,包括发行人或关联人的态度、披露的公平性的基础因素、外部人士或非关联代表对公平性的意见,弥补私有化交易中信息不对称的漏洞。同时就《上市公司收购管理办法》中第 29 条中关于以终止上市地位为目的的全面要约无需披露收购对上市公司的影响分析的规定,应当作出适当修正,以满足中小股东在分析其接受私有化对价与否的信息需求,使其在充分的信息披露中作出自愿的选择。

五、结语

英国 2006 年公司法规定“董事应以公司的最大利益做出决议。董事必须从最有可能促进公司成功的目的出发履行自己的职责。同时考虑公司职工的利益;公司与供应商以及客户之间关系;公司活动对地域社区和周围环境的影响,维持一个高标准的商业声誉;确保各股东之间利益的公平性。”^[23]在日本法中,为在不合理的公司运营中维护股东自身利益而赋予股东监督纠正权^[24]。可见,各股东之间利益的平等保护已然是公司决策过程中必须考量的因素。上市公司私有化的过程必然会涉及到诸多法律关系,因此,如何基于股东平等原则对私有化过程进行监管,从公司的多数决定的滥用中保护少数股东^[25],是一个不得不面对的问题。从前述分析可知,美国关于上市公司私有化的监管较我国更为先进与完善,有鉴于此,我国上市公司私有化交易监管中,应以公平性审查、商业目的性审查、投资者保护前提下的公司自主高效以及法定信息披露四个方面为进路。当然,在保护中小投资者的同时,亦不能过度牺牲公司的效率与自由,因此,应以中小投资者保护为中心来建构平衡点,在保护中小投资者的前提下实现上市公司私有化的顺利进行。

参考文献:

- [1] [美] 弗兰克·J·法博齐. 固定收益证券手册: 第六版 [M]. 任若恩, 李焰 译. 北京: 中国人民大学出版社, 2005: 1.
- [2] 翟浩. 上市公司私有化退市: 路径、特征与立法建议 [J]. 人民论坛, 2013(5): 72-73.
- [3] 柯昌文. 股权结构上的柔性和上市公司私有化 [J]. 价值工程, 2010(19): 27-29.
- [4] 颜炳杰. 美国上市公司私有化相关法律问题 [J]. 北大法律评论, 2008(1): 203-229.
- [5] 胡晓静, 杨代雄. 德国商事公司法 [M]. 北京: 法律出版社, 2014: 67.
- [6] 李文莉. 上市公司私有化的监管逻辑与路径选择 [J]. 中国法学, 2016(1): 194-209.
- [7] 王华鹏. 上市公司私有化中的中小投资者保护法律制度研究 [D]. 北京: 中国政法大学, 2008.
- [8] [日] 落合诚一. 公司法概论 [M]. 吴婷 译. 北京: 法律出版社, 2011: 57.
- [9] 徐文彬, 戴瑞亮, 郑九海. 特拉华州普通公司法 [M]. 北京: 法律出版社, 2010: 56.
- [10] 杜杭君. 中国证券市场监管与投资者保护 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2002: 87.

① 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、披露和传送施加特殊要求,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、欺骗和操纵 (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。

② 整个交易过程应由控股股东、关联人、上市公司来共同负责,将三者利益捆绑在一起,明确隐瞒重大信息、进行虚假陈述的法律责任,确保信息披露的真实性、及时性和完整性。

- [11] 张民安. 公司法上的利益平衡 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2003: 146.
- [12] Brudney V, Chirelstein M A. A Restatement of Corporate Freezeouts [J]. Yale Law Journal, 1978, 87(7): 1354 – 1376.
- [13] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Social Science Electronic Publishing, 1979, 3(4): 305 – 360.
- [14] [美] 罗伯特·C·克拉克. 公司法则 [M]. 胡平 译. 北京: 工商出版社, 1999: 419.
- [15] Anabtawi I, Stout L. Fiduciary Duties for Activist Shareholders [J]. Social Science Electronic Publishing, 2008, 60(5): 1255 – 1308.
- [16] 汤欣. 控股股东法律规制比较研究 [M]. 北京: 法律出版社, 2006: 37.
- [17] 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 [M], 北京: 法律出版社, 2012: 99 – 100.
- [18] 申尊焕, 龙建成. 大股东侵害与中小股东利益保护: 一个模型分析 [J]. 财贸研究, 2005(6): 79 – 84.
- [19] [美] 路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼著. 美国证券监管法基础 [M]. 张路 译. 北京: 法律出版社, 2008: 380.
- [20] [挪] 安登斯, [英] 伍尔德里奇. 欧洲比较公司法 [M]. 汪丽丽, 汪晨, 胡曦彦 译. 北京: 法律出版社, 2014: 435.
- [21] 叶林. 证券法教程 [M]. 北京: 法律出版社, 2010: 186.
- [22] 唐波. 新编金融法学 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2012: 226.
- [23] 崔文玉. 日本公司法精要 [M]. 北京: 法律出版社, 2014: 15.
- [24] [日] 山本为三郎. 日本公司法精解 [M]. 朱大明, 陈宇, 王伟杰 译. 北京: 法律出版社, 2015: 61.
- [25] [日] 前田庸. 公司法入门 [M]. 王作权 译. 北京: 北京大学出版社, 2012: 68.

The Regulatory Approach to Privatization of Listed Companies in the View of Protection of Rights and Interests of Small and Medium Investors

PAN Yihao

(School of Law, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: The privatization of listed companies is an important restructuring activity of listed companies. In the privatization deal, due to the controlling shareholder in a dominant position; privatization deals tend to involve law prohibited behavior, such as the manipulation of information disclosure, manipulation of cash flow, and manipulation of financial situation; leading to the damage to the rights and interests of the small and medium investors in disadvantaged position. In our country, there is an endless stream of instances of damage to the rights and interests of small and medium investors caused by the participation of small and medium investors in the privatization transaction, improper pricing of controlling shareholders in privatization and the confusion of information disclosure in privatization. Therefore, the establishment of compensation mechanism for minority investors based on the reasonable compensation for investors is the regulatory path that regulators should choose.

Key words: public to private transactions; protection of the rights and interests of small and medium investors; reasonable compensation for investors; information disclosure

(责任编辑: 黎 芳)