

# 论公司强制股份转换中的少数股东保护

吴英志\*

**摘 要:**鉴于企业并购交易属于公司组织结构重大变更之组织行为与交易行为,其变更影响公司少数股东权益甚巨,故应如何立法设计调和相关的利益冲突以减少并购交易争议发生,一向为企业并购交易中少数股东权益强化保护不可或缺的机制。公司强制股份转换属于类似合并的股权收购行为,具有类似挤出式合并强制逐出少数股东与上市公司合并私有化下市之效果,故应于公司强制股份转换交易过程中建立起利益冲突回避、资讯强制揭露、受托人义务与责任设计以及异议股东评估权行使程序设计,以调和控制股东与少数股东之间、管理阶层与少数股东之间的利益冲突,进而全面强化公司强制股份转换中少数股东权益保护。

**关键词:**股份转换 控制股东 挤出式合并 私有化下市 异议股东评估权

## 一、前 言

收购公司为降低现金对价成本支出、掌握目标公司控制权或取得目标公司有价值资产,通过以股份作为交易对价换取目标公司股份与资产的换股并购行为<sup>①</sup>达到并购目的。我国常见换股并购模式主要为“上市公司换股吸收合并模式”(Stock Swap Statutory Merger)、“协议收购股权的换股合意收购股权模式”(Stock-for-Stock Acquisition)与“发行股份购买资产的换股合意收购资产模式”(Stock-for-Asset)。

---

\* 清华大学法学院商法博士研究生。

① 参见朱慈蕴:《全球化与本土化互动中的公司制度演进》,法律出版社2015年版,第382页。

所谓公司强制股份转换,<sup>①</sup>系由收购公司对目标公司股东交付收购公司所增发的新股以换取目标公司股东所持有的全部目标公司股份,使收购公司成为目标公司的控股公司(以下简称股份转换全资母公司),目标公司股份则全数为收购公司所持有,目标公司自交换成立日后即成为收购公司100%持股的子公司(以下简称股份转换全资子公司)。该制度的创设目的在于使收购公司更简易地一步式创设全资母子控股公司与共同控股公司架构以完全掌握目标公司控制权与保留目标公司的上市地位、法人格地位及其他资格,<sup>②</sup>该种并购交易类型又可细分为公司强制股份交换、公司强制股份移转、共同强制股份移转、简易股份转换与非对称式股份转换等多元公司股份转换模式。

此外,公司强制股份转换系根据类似合并的法定决策程序,由并购公司强制收购目标公司100%股份以完成双方公司股权交换行为,交换成立日后发生双方公司组织再造的企业结合效果,故其并购行为性质属于类似合并的股权交换行为。<sup>③</sup>同时,当公司强制股份转换议案经并购双方公司股东会议决通过后,目标公司少数股东如同合并消灭公司少数股东一般,仅可向目标公司提出异议股东股份回购请求或被迫强制接受并购公司收购而将其在目标公司的持股转换成并购公司股份,即目标公司股东仅能被迫出售手中所持所有目标公司股份而无法继续持有目标公司股份,产生被迫退出目标公司的效果。<sup>④</sup>

职是之故,当企业进行先为过半股权收购,后为公司强制股份转换的二阶段并购时,即会发生类似挤出式合并(freeze-out merger)的法律效果,迫使目标公司少数股东被强制逐出(squeeze-out),进而衍生出应如何全面保护公司强制股份转换中少数

---

① 参见王志诚:《企业组织重组法制》,北京大学出版社2008年版,第115~116页;刘俊海:《现代公司法》(第2版),法律出版社2011年版,第610页;楼晓、王晓波:《股份交换制度与传统公司法理念的冲突和协调》,载《中共青岛市委党校青岛行政学院学报》2008年第3期;李文华:《股份交换中适用异议股东回购请求权制度的合理性分析》,载《兰州大学学报(社会科学版)》2006年第6期。

② 参见廖大颖:《论股份转换与控股公司法制之实质规范》,载《成大法学》2003年第5期。

③ 参见蔡英欣:《谈日本商法新修正案与发展动向》,载《月旦法学》1999年第55期。

④ See F. Hodge O'Neal and Robert B. Thompson, § 5:9. Compulsory share exchange, O'Neal and Thompson's Oppression of Minority Shareholders and LLC Members, 2020; Corporate Acquisitions, Mergers and Divestitures, § 4:4. Types of tax-free acquisitions—Stock-for-stock transaction, 2020; Stephen A. Hess, § 6:10. Corporate procedures for an acquisition—Stock acquisition, West's Colorado Practice Series TM, 2021.

股东免于不公平侵害的立法设计与司法实践争议。<sup>①</sup>例如,应如何透过利益冲突回避、资讯强制揭露与受托人义务与责任等设计以避免目标公司少数股东受到控制股东不当压迫 (oppression) 与管理阶层有悖于受托人义务侵害;应如何通过异议股东评估权行使程序设计使少数股东退出公司时受到合理补偿保障<sup>②</sup>等。

2021 年《中华人民共和国公司法(修订草案)》向社会公开征求意见之际,倘若我国日后欲于《中华人民共和国公司法(修订草案)》中增订公司强制股份转换的法律规制以弥补我国企业并购途径的不足,当有从利益冲突回避、资讯强制揭露、受托人义务与责任及异议股东评估权等多方面进行立法设计之必要,以调和控制股东与少数股东之间、管理阶层与少数股东之间的利益冲突,进而实现企业并购交易中少数股东权益免于受到不公平侵害的目标。

## 二、公司股份转换中利益冲突回避、资讯揭露与受托人义务

如前所述,并购实务中时见并购公司透过二阶段并购模式:先收购目标公司 51%、67% 或 90% 以上股权,成为目标公司控制股东;后派任并购公司董事成为目标公司董事,推动并购公司与目标公司之间股份转换,并辅以现金逐出并购模式强迫目标公司异议少数股东出售股份,完成目标公司 100% 股权收购。然而,有疑问的是,并购公司除属于目标公司的交易对手方外,另通过成为目标公司控制股东而掌握控制权模式,发动目标公司挤出式并购交易,该等控制股东自我交易行为 (self-dealing) 是否会对反对并购交易的目标公司异议少数股东产生过度压迫与不公平的情形? 这引发了众多实务与学说之间的争论。为适度调和目标公司控制股东与少数股东之间利益冲突并防止目标公司控制股东过度压迫少数股东,美国法院判决实务<sup>③</sup>从控制股东追求并购交易效率、控制股东负有受托人义务与责任及并购交易利益冲突适度回避等综合角度考虑,提出目标公司控制股东与少数股东之间的不同利益冲突审查标准。

<sup>①</sup> See JP Haskins, *Whose Harm Is It Anyway? —The Feasibility of Direct Claims by Minority Shareholders Following Cash-Out Mergers in Texas Corporations*, 68 Baylor L. Rev. 567 (2016); Laurie N. Lebrun, *Recent Amendments to the Commercial Code of Japan: Impact on Merger & Acquisitions*, 32 Law and Policy in International Business 811 (2001).

<sup>②</sup> 参见李文华:《股份交换中适用异议股东回购请求权制度的合理性分析》,载《兰州大学学报(社会科学版)》2006 年第 6 期。

<sup>③</sup> See Daniel Wilson, *Desirable Resistance; Kahn v. M&F Worldwide and the Fight for the Business Judgment Rule in Going-Private Mergers*, 17 U. Pa. J. Bus. L. 643 (2015).

我国论者结合《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)关于董事忠实义务、勤勉尽责义务与控制股东关联交易禁止与滥用股东权禁止的法律规范及《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)与《上市公司收购管理办法》关于上市公司私有化下市的少数股东保护规范,提出当控制股东发动挤出式合并或并购私有化下市时,应如何强化目标公司少数股东保护的立论,当可作为我国股份转换中少数股东与控制股东发生利益冲突时,进行立法保护的方向。

#### (一) 长式并购(Long-Form Merger & Acquisition)的利益冲突审查

综观美国并购交易实务发展可知,由于并购公司多半透过二阶段并购模式成为目标公司控制股东并派任并购公司法人董事同时担任目标公司董事职务的方式,完成目标公司的收购或合并。该等由目标公司控制股东所选任董事对于目标公司少数股东同时负有董事受托人义务与责任,是否亦可受董事经营判断法则(business judgement rule)保护<sup>①</sup>,引发了美国法院裁判实务不同见解。

在美国特拉华州最高法院 1983 年“*Weiberger v. UOP, Inc.*”判决中,法院为衡平审查控制股东为追求并购效率而为自利交易行为与少数股东恐被强制挤出而所受不公平侵害保护的利益冲突,舍弃美国特拉华州最高法院 1977 年“*Singer v. Magnavox*”判决所建立商业目的测试原则(business purpose)<sup>②</sup>,提出整体公平标准(entire fairness)。其判决要旨认为,<sup>③</sup>当并购公司已取得目标公司 2/3 以上股份而成为在目标公司中具有控制力的大股东并指派并购公司董事成为目标公司董事之一员时,如其仍欲通过长式合并模式完成目标公司合并与以现金强制逐出目标公司异议中小股东,为避免由于目标公司控制股东现金强制挤出中小股东行为与目标公司中小股东自由出卖股份行为发生利益冲突而有过度不公平地侵害目标公司中小股东权益之情事,唯有受控制股东指派目标公司董事们决策行为通过完全公平测试原则(entire fairness standard)下公平交易原则(fair dealing;procedural fairness)与公平价格

---

<sup>①</sup> See Priya Gupta, *Freezeouts in Delaware: An Exploration of the Appropriate Standard of Review*, 2 Columbia Business Law Review 713(2012).

<sup>②</sup> 参见[美]斯蒂芬·贝思布里奇:《美国并购法》(第 3 版),李晓新译,法律出版社 2018 年版,第 166~167 页;游启璋:《现金逐出合并时少数股东的股份收买请求权》,载《政大法学评论》2014 年第 136 期。William J. Carneyal and George B. Shepherd, *The Mystery of Delaware Law's Continuing Success*, 1 U. Ill L. Rev. 11(2009).

<sup>③</sup> 参见[美]兰迪·J. 霍兰德:《美国公司法—特拉华州公司法经典案例选辑》,陈春山主持翻译,台北,新学林出版社 2011 年版,第 100~106 页。Dale A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions*, 4<sup>th</sup> edition, West, 2012, p. 378-382; Howard Leviant et al., *Casnote Legal Brief—Corporations*, 中信出版社 2003 年版,第 79~80 页、第 85~86 页、第 88 页;薄守省:《美国公司法判例译评》,对外经济贸易大学出版社 2007 年版,第 122~138 页。

原则(fair price)的双重公平测试,始可认为受控制股东指派的目标公司董事们的决策行为无悖于目标公司董事受托人义务与责任之要求。

在美国特拉华州最高法院 1994 年“Kahn v. Lynch Communication Systems”判决中,法院依循 1983 年“Weiberger v. UOP, Inc.”判决整体公平标准(entire fairness)审查基准,提出修正式整体公平标准(entire fairness),以更加强化整体公平标准的举证责任合理分配。该判决认为,<sup>①</sup>本次并购交易的目标公司董事会需由无利害关系的董事组成,并且由无利益冲突董事们所组成的董事会代表目标公司与并购公司进行并购交易程序的公平谈判磋商及公平收购价格议价,最后由无利益冲突董事们所组成董事会向公司董事会与股东会提出最终议定并购交易方案与公平收购价格建议,且经公司董事会与股东会多数表决通过。倘若起诉原告即目标公司中小股东不服无利益冲突董事们所组成董事会所提出的本次最终议定并购交易方案与公平收购价格建议,则转由起诉原告就本次最终议定并购交易方案与公平收购价格建议不符合整体公平标准(entire fairness)审查标准负起举证责任,<sup>②</sup>证明无利益冲突董事们所组成的董事会并购交易程序不符合公平交原则(fair dealing; procedural fairness),抑或其所提出公平收购价格建议不符合公平价格原则(fair price)。

由于我国非上市公司多属于股权高度集中的公司经营形态,<sup>③</sup>易发生公司控制股东透过资本多数决不当地欺压中小股东的情形。<sup>④</sup>为抑制控制股东滥用资本多数决与通过董事选派控制方式完成自己交易或关联交易而损及全体股东权益,我国《公司法》第 20 条、第 21 条、第 147 条、第 148 条与第 149 条规定有董事忠实义务、勤勉尽责义务与控制股东关联交易禁止与滥用股东权禁止的规范,然其关于控制股东信义义务内涵、自我交易之程序公平规制与实质交易公平判断则由于我国《公司法》第 20 条规制不够清晰与司法实践不足而仍待学理补充解释,以作为该条法律适用漏洞的填补。<sup>⑤</sup>

① See William J. Carney, *Mergers and Acquisitions Cases and Materials*, 2<sup>nd</sup> edition, Foundation Press, 2007, p. 848 - 860; 张心悌:《逐出少数股东——以资讯揭露义务与受托人义务为中心之美国法比较》,载《政大法学评论》2011 年第 123 期;郭雳:《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》,载《北大法律评论》2014 年第 15 卷第 2 辑。

② See Ely R. Levy, *Freeze-out Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry between Tender Offers and Negotiated Mergers*, 106:2 W. Va. L. Rev. 330 (2004); Daniel Wilson, *Desirable Resistance: Kahn v. M&F Worldwide and the Fight for the Business Judgment Rule in Going-Private Mergers*, 17 U. Pa. J. Bus. L. 648 (2015).

③ 参见曹富国:《少数股东保护与公司治理》,社会科学文献出版社 2006 年版,第 83 ~ 84 页。

④ 参见赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,载《法学研究》2020 年第 4 期。

⑤ 参见赵骏、吕成龙:《上市公司控股股东自利性并购的隧道阻遏研究》,载《现代法学》2012 年第 4 期;曹富国:《少数股东保护与公司治理》,社会科学文献出版社 2006 年版,第 230 ~ 232 页。

首先,根据《公司法》第20条第2款的规定,控制股东不得滥用影响力损害中小股东利益,如有违反者,控制股东须对于中小股东损失负起赔偿责任。该条法律规制模式属于原则性的概括规定,对于控制股东在公司合并决议或公司强制股份转换决议过程中,是否构成资本多数决滥用而不当地欺压中小股东出售股份之责任标准,则仍有规制不足与判断标准不够清晰之弊。此外,我国法院依据《公司法》第20条第2款的规定直接判令控制股东应向中小股东赔偿的案例甚少,而且有判决认为控制股东滥权侵害中小股东权益的行为属于民事侵权行为,<sup>①</sup>应由中小股东对控制股东滥权行为负举证责任,致使中小股东多因无法举证控制股东具有滥用权力之情事而中小股东主张被驳回,<sup>②</sup>进而导致《公司法》第20条第2款存在司法实践保护不足之问题。

其次,我国控制股东如欲透过具有类似合并性质的公司强制股份转换挤出目标公司中小股东,恐将涉及控制股东自我交易的利益冲突。为解决我国《公司法》第20条第2款当前法律规制不足问题与落实控制股东信义义务,避免由于控制股东自我交易而不当地压迫中小股东强制出售股份,本文建议或可参酌上述美国1983年“*Weiberger v. UOP, Inc.*”判决及1994年“*Kahn v. Lynch Communication Systems*”判决所建立公平交易程序(fair-dealing)与公平交易价格(fair price),第一,由非控股股东派任的非关联董事组成独立特别委员会(Independent Negotiating Committee)代表公司与控制股东谈判与审议并购交易条件,同时主动地将并购交易过程向非控股股东的股东们揭露。第二,委请独立财务顾问与外部专家就并购交易条件公平性提出评估报告并向非控股股东的股东们揭露。<sup>③</sup>第三,依循我国《公司法》第43条、第74条、第103条与第142条的规定,进行长式合并特别多数决决议与异议股东股份回购请求。第四,控制股东如于长式合并逐出少数股东过程中,滥用资本多数决与表决权而不当侵害少数股东自由应卖权利或获取合理补偿机会,其滥权行为可谓控制股东受托人义务违反与信义义务违反之行为,<sup>④</sup>自应扩充我国《公司法》第20条关于股东

① 参见傅穹:《我国控制股东信义义务的司法续造》,载《上海政法学院学报(法治论丛)》2021年第3期。

② 参见刘俊海:《论控制股东和实控人滥用公司控制权时对弱势股东的赔偿责任》,载《法学论坛》2022年第2期。

③ 参见南玉梅:《利益冲突交易的规则重构》,载《中国政法大学学报》2021年第5期。

④ 甘培忠:《公司控制权正当行使的制度经纬》,载《私法》2005年第5辑第2卷;赵旭东:《中国公司治理制度的困境与出路》,载《现代法学》2021年第2期;楼秋然:《公司法第20条中滥用股东权利规定的理论与实践》,载《西部法学评论》2016年第3期。

不当滥权损及其他股东利益内涵的解释,<sup>①</sup>令控制股东依据同条规定,对于受控制股东不当强制逐出少数股东的损失负起损害赔偿责任。<sup>②</sup>如控制股东同时透过选派董事与控制董事职务执行方式实施不公平侵害少数股东利益之自我交易行为,亦可根据《公司法》第147条、第148条与第149条之规定,追究利益冲突情形下董事忠实义务违反之法律责任。<sup>③</sup>

## (二) 上市公司并购后私有化下市(Going-Private)的利益冲突审查

上市公司并购实务中,时见上市公司控制股东或管理阶层认为上市公司当前价值被交易市场所低估,或不欲与上市公司少数股东分享上市公司日后潜在发展价值,抑或不愿意继续承担保护上市公司中小股东的代理成本与监理成本等因素,<sup>④</sup>而通过长线并购后终止上市方式或先要约收购及后简易并购的终止上市方式,迫使上市公司中小股东因惧于上市公司私有化下市后,其所持有股权转让不能再自由流通出售的压力,而向上市公司控制股东或管理阶层出售所持有股份。据此,上市公司控制股东或管理阶层透过类似合并性质的股份转换模式完成私有化下市,是否会对于上市公司少数股东产生过度压迫?是否参考适用美国1983年“*Weiberger v. UOP, Inc.*”判决与1994年“*Kahn v. Lynch Communication Systems*”判决揭櫫整体公平标准(entire fairness),方足以保护上市公司少数股东?

为更充足保护上市公司少数股东免于私有化下市后持有股份被过度压迫地出售而受到不公平侵害,美国特拉华州最高法院2010年“*In Re CNX Cas Crop. S'holder Ltd.*”<sup>⑤</sup>、2013年“*In re Dell. Shareholders Litigation*”<sup>⑥</sup>、2013年“*In re MFW Shareholders*

① 赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,载《法学研究》2020年第4期;赵骏、吕成龙:《上市公司控制股东自利性并购的隧道阻遏研究》,载《现代法学》2012年第4期。

② [日]行冈睦彦、朱大明:《控制股东滥用影响力的法律规制》,载《清华法学》2019年第2期;朱大明:《美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性》,载《比较法研究》2017年第5期。

③ 参见南玉梅:《利益冲突交易的规则重构》,载《中国政法大学学报》2021年第5期。

④ 参见游启璋:《现金逐出合并时少数股东的股份收买请求权》,载《政大法学评论》2014年第136期。

⑤ 参见郭雳:《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》,载《证券法苑》2014年第3期;Dale A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions*, 4<sup>th</sup> edition, West, 2012, p. 385-389.

⑥ 参见蔡昌宪:《下市交易中利益冲突之净化机制:从美国Dell公司收购案谈起》,载《台大法学论丛》2015年第2期;Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 Harv. L. Rev. 595 (2016).

Litigation”<sup>①</sup>与2014年“Kahn v. M&F Worldwide Corp.”<sup>②</sup>等判决揭示了利益冲突净化原则(Cleansing Process Effect on the standard of review to the business judgement rule)。<sup>③</sup>该原则认为,首先,目标公司董事会系由无利益冲突的独立董事们组成特别委员会,<sup>④</sup>并由该特别委员会代表目标公司与并购公司就并购交易案进行独立地谈判交易,其与本次并购交易具有利益冲突目标董事们均回避本次并购交易案参与,由特别委员会独立选任外部专家就并购公司提出公平收购条件进行评估并出具专家评估报告。其后,特别委员会需根据外部独立专家报告与并购公司进行合乎目标公司全体股东最大利益的磋商或否决交易。最后,特别委员会向目标公司无利益冲突股东们提出外部专家出具公平收购条件评估报告及其与并购公司公平磋商结果,<sup>⑤</sup>如获目标公司无利益冲突多数股东们议决通过并购交易案,则视同公司并购交易已经目标公司股东会议决通过。此外,如并购交易经特别委员会会议决通过,以及经无利益冲突多数股东们在未受威胁且获有充足资讯判断下议决通过者,则应根据商业判断法则(business judgement rule)<sup>⑥</sup>认为目标公司董事会已善尽董事忠实义务履行,无须再根据前述完全公平测试原则(entire fairness standard)向目标公司异议中小股东提出诉讼上举证责任。<sup>⑦</sup>

除美国各州公司法对于上市公司私有化并购挤出少数股东设有受托人义务与责任保护规范外,美国证券监督管理委员会(Securities and Exchange Commission,

---

① 参见郭雳:《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》,载《证券法苑》2014年第3期;郭雳:《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》,载《北大法律评论》2014年第2辑;沈朝晖:《上市公司私有化退市的安全港制度研究》,载《法学家》2018年第4期。

② See Daniel Wilson, *Desirable Resistance: Kahn v. M&F Worldwide and the Fight for the Business Judgment Rule in Going-Private Mergers*, 17 U. Pa. J. Bus. L. 653(2015); Mark J. Gentile, Richards, Layton & Finger, Wilmington, *Recent Developments in Delaware Corporate Law*, SX018 ALI-CLE, 2015, p. 47-48; [美]乔纳森·罗森伯格、亚历桑德拉·路易森:《特拉华州法律下的控股股东关联交易》,王敏燕译,载《四川大学法律评论》2020年第1期,第249~251页。

③ See Carl L. Stine, *MFW and the Legal Fiction of Market Equivalency*, 44 Del. J. Corp. L. 69(2020).

④ See Geoffrey C. Hazard Jr and Edward B. Rock, *A New Player in the Boardroom: The Emergence of the Independent Directors Counsel*, 59(4) Business Lawyer (ABA) 1391(2004); Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 Harv. L. Rev. 631(2016).

⑤ See Byron F. Egan, *Fiduciary Duties of Corporate Directors and Officers in Texas*, 43-SPG Tex. J. Bus. L. 192(2009); Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 Harv. L. Rev. 641(2016).

⑥ 参见黄朝琮:《公司出售时之受托义务与程序机制》,载《受托义务之理论与应用》,台北,新学林出版社2021年版,第109~110页。Iman Anabtawi, *Predatory Management Buyouts*, 49 U.C. Davis L. Rev. 1308(2016).

⑦ 参见郭雳:《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》,载《北大法律评论》2014年第2辑;蔡昌宪:《下市交易中利益冲突之净化机制:从美国Dell公司收购案谈起》,载《台大法学论丛》2015年第2期;周振锋:《企业并购下董事之责任及程序》,载《企业并购理论与实务》,台北,元照出版社2021年版,第80~81页;黄朝琮:《美国法上经营阶层收购之研究》,载《东吴法律学报》2017年第1期。

SEC)亦于1979年颁布上市公司私有化交易的13e-3申报规则(以下简称13e-3申报规则)规范上市公司私有化资讯披露义务,明令上市公司应于私有化终止上市完成前,向上市公司全体股东披露完整的交易资讯以协助少数股东判断股份收购价格与条件是否公平及同意自由应卖股份退出公司。例如<sup>①</sup>,根据13e-3申报规则第6目(Sec Rule 13e-3 Item 6)的规定,披露公司组织结构将因何种并购交易行为发生重大变化;根据13e-3申报规则第7目(Sec Rule 13e-3 Item 7)及其附件的规定,披露并购交易目的、并购交易架构设计模式、并购交易关系人、并购交易公平磋商过程、影响并购交易公平价格议定因素及经董事会最终通过建议并购交易价格;根据13e-3申报规则第8目(Sec Rule 13e-3 Item 8)及其附件的规定,披露并购交易价格定价模式如公司账面价值、市场价值或清算价值等;根据13e-3申报规则第9目(Sec Rule 13e-3 Item 9)的规定,披露外部独立专家与财务顾问关于本次并购交易评估报告;根据13e-3申报规则第10目(Sec Rule 13e-3 Item 10)的规定,披露并购交易资金来源与全部并购交易总额等。

我国主要通过上市公司换股吸收合并终止上市或要约收购上市公司后终止上市的途径,达到上市公司并购私有化退市之效果。由于我国长期仰赖中国证监会与证券交易所的行政监管措施,以及我国多数上市公司股权结构仍属集中及独立董事独立性与专业性仍待强化等因素,尚无由独立董事所组成的成熟运作的并购审查委员会,亦无由无利害关系少数股东所组成的成熟运作的股东会表决机制,<sup>②</sup>故我国要防止控制股东利用资本多数决强制挤出中小股东的不公平侵害,当应从以下几个层面逐步完善我国上市公司并购私有化中小股东权益保护机制。

首先,从上市公司外部证券监管角度,可以参考美国13e-3申报规则(Sec Rule 13e-3)强令上市公司私有化资讯主动揭露规则模式,要求上市公司主动披露上市公司并购交易资讯与终止上市资讯。<sup>③</sup>同时,通过并购私有化主动终止上市的上市公司,应主动向中国证监会、中国证监会并购重组委员会或证券交易所等证券监管机构,申请上市公司终止上市审核,以确保上市公司私有化下市符合证券监管法令要求

<sup>①</sup> 参见张心梯:《逐出少数股东——以资讯揭露义务与受托人义务为中心之美国法比较》,载《政大法学评论》2011年第123期;黄朝琮:《经营阶层收购之研究》,载《特殊交易型态与资讯揭露》,台北,新学林出版社2021年版,第102~104页;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。Iman Anabtawi, *Predatory Management Buyouts*, 49 U. C. Davis L. Rev. 1310(2016).

<sup>②</sup> 参见沈朝晖:《上市公司私有化退市的安全港制度研究》,载《法学家》2018年第4期。

<sup>③</sup> 参见李文莉:《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。

且不会过度干扰证券市场稳定发展。

其次,从上市公司内部决策程序与不同股东间利益冲突调和角度,或可参酌我国香港特别行政区《公司收购、合并及股份回购守则》第2.2条“公司如因收购或合并后下市,除收购人及收购一致行动人不得参与表决外,经公司无利益冲突股东75%以上表决同意并购后下市与未有超过10%无利益冲突股东反对并购后下市者,则视为并购下市案经公司多数股东们议决通过”的规定以提高上市公司并购私有化股东会决议门槛。

再次,应积极改善上市公司独立董事独立性不足的情况,<sup>①</sup>责由非关联股东选任非关联独立董事,由非关联独立董事组成特别委员会委请外部财务顾问<sup>②</sup>参照我国《上市公司重大资产重组管理办法》第45条<sup>③</sup>、第50条及《上市公司收购管理办法》第35条<sup>④</sup>关于证券市场公允价格定价模式的规定,评估要约收购价格或换股并购价格与比例是否公允,以令上市公司中小股东在信息对称状况下,从经济理性第三人角度为自由应卖的商业投资作出判断决定。

最后,我国为使因要约收购后终止上市的目标公司异议中小股东可获得更完善的退出上市公司的机会而免于受到下市后控制股东长期压迫的风险,应于《证券法》第74条<sup>⑤</sup>及《上市公司收购管理办法》第27条、第29条、第43条等<sup>⑥</sup>规定,明定收购公司必须向目标上市公司提供现金选择权行使机会。

---

① 沈朝晖:《上市公司私有化退市的安全港制度研究》,载《法学家》2018年第4期。

② 高鹏程、曹璐、操龙飞:《关于完善上市公司收购中财务顾问制度的思考》,载《证券法苑》2018年第24卷。

③ 《上市公司重大资产重组管理办法》第45条规定:“上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。本次发行股份购买资产的董事会决议应当说明市场参考价的选择依据。”

④ 《上市公司收购管理办法》第35条规定:“收购人按照本办法规定进行要约收购的,对同一种类股票的要约价格,不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。”

⑤ 《证券法》第74条规定:“收购期限届满,被收购公司股权分布不符合证券交易所规定的上市交易要求的,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,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。”

⑥ 《上市公司收购管理办法》第27条规定:“收购人为终止上市公司的上市地位而发出全面要约的,或者因不符合本办法第六章的规定而发出全面要约的,应当以现金支付收购价款;以依法可以转让的证券(以下简称证券)支付收购价款的,应当同时提供现金方式供被收购公司股东选择。”《上市公司收购管理办法》第29条第2款规定:“收购人发出全面要约的,应当在要约收购报告书中充分披露终止上市的风险、终止上市后收购行为完成的时间及仍持有上市公司股份的剩余股东出售其股票的后续安排;收购人发出以终止公司上市地位为目的的全面要约,无须披露前款第(十)项规定的内容。”《上市公司收购管理办法》第43条第1款规定:“收购期限届满,发出部分要约的收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受要约的股份;以终止被收购公司上市地位为目的的,收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的全部股份;因不符合本办法第六章的规定而发出全面要约的收购人应当购买被收购公司股东预受的全部股份。”

### 三、公司股份转换与异议股东评估权

为保护因为公司组织、股权与资产结构产生重大变化而受到影响的公司异议股东得以受到合理补偿而退出公司,<sup>①</sup>并透过法院非诉裁定异议股东股份公平收买价格方式达到防止控制股东过度压迫少数股东的制衡监督功能,<sup>②</sup>我国、美国与日本均设有并购交易异议股东股份回购请求制度。然而,异议适用范围、异议股东请求资格、异议股东保护的程序规制模式、异议股东诉讼司法救济模式与异议股东股份公平收买价格基准时点与评价方式则由于各国立法者与法院对于异议少数股东应受保护规范密度看法不同而有所差异。

#### (一) 异议股东股份回购请求的适用范围

我国《公司法》第74条规定:“如对于股东会公司合并、分立、转让主要财产的决议事项投反对票的股东,可以请求公司按照合理的价格收购其股权。”《公司法》第142条规定:“股东如对于股东大会作成公司合并、分立决议有所异议者,可要求公司收购其股份。”然细究异议股东评估权制度功能可知,当公司组织发生重大基础性变更影响公司全体股东权益之时,应立法容许反对公司组织产生重大变化的异议股东有请求公司收买其股份以补偿异议股东原始投资损失,故宜扩充我国《公司法》第74条、第142条适用范围,使其及于同属公司组织重大变更的公司强制股份转换。<sup>③</sup>

#### (二) 异议股东股份回购请求的股东请求资格

异议股东评估权功能虽给予反对并购决议案股东一个合理退出公司与回收投资补偿机会,然若容许消极不行使股东权之股东或已赞成并购决议而后反悔不愿意成为并购公司股东之股东均可向法院提起异议股东股份回购诉讼,将导致并购交易结果过于不确定致交易效率低下,或因并购交易成本无可估算导致并购交易失败概率提高或异议股东滥行诉讼风险发生等,故我国《公司法》、美国《模范商业公司法》第13.02条与美国《特拉华州公司法》第262条及日本《公司法》莫不针对异议股东评估权股东适用范围作了一定适用条件限制。但是,我国《公司法》第74条与第142条规

① See George S. Geis, An Appraisal Puzzle, 105 Nw. U. L. Rev. 90(2011).

② 参见游启璋:《股份收买请求权的股东退场与监控机制》,载《月旦法学》2006年第128期;焦津洪:《论持异议股东的股份评估权与补偿权》,载《国际商法论丛》(第4卷),第4~5页。George S. Geis, An Appraisal Puzzle, 105 Nw. U. L. Rev. 90(2011).

③ 参见高永深:《论异议股东股份回购请求权》,载《河北法学》2008年第4期。

定,仅明确对股东会并购决议投反对票股东或持异议表示股东可请求公司回购股份,无表决权股东或因不可归责于己的原因而无法出席股东会的股东是否可依据我国《公司法》第74条与第142条规定行使异议股东评估权,则未有明确规范。

首先,就无表决权股东部分,我国多数论者基于股东平等原则并参考美国与日本立法例,认为应赋予无表决权股东行使异议股东评估权之权利。<sup>①</sup>盖因异议股东股份回购请求权制度设立之旨在于当公司组织结构发生重大变化,不再符合公司股东们原始投资期待时,则应给予公司股东们再次选择是否愿意持续投资公司的机会,故对于有表决权股东与无表决权股东无进行差别待遇之理,应秉持股东平等原则,允许无表决权股东可就异议股东评估权行使权利。

其次,就因不可归责于己的原因而无法出席股东会的股东部分,在我国袁某晖与长江置业有限公司请求公司收购股份诉讼案判决<sup>②</sup>中,法院认为应允许由于不可归责于己的原因而无法出席股东会的股东可就异议股东评估权行使权利。因其法院认为,<sup>③</sup>原告袁某晖已向被告长江置业有限公司表达反对并购意见,然因被告长江置业有限公司未依法通知原告袁某晖参加股东会,致使原告袁某晖因不可归责于己的原因而无法出席股东会,更无从在股东会投票反对并购。据此,法院认为应依法支持原告袁某晖可向被告公司请求异议股东股份回购之权,方符合异议股东评估权保护异议股东之旨。

### (三)异议股东股份回购请求的程序保护

我国《公司法》第74条规定:“如对于股东会公司合并、分立、转让主要财产的决议事项投反对票的股东,可以请求公司按照合理的价格收购其股权。自股东会会议决议通过之日起六十日内,该反对股东与公司若不能达成股权收购协议的,反对股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼。”考虑我国《公司法》对于异议股东评估权保护与并购交易法律关系安定性维护似有不足,我国《公司法》第74条与第142条有必要增补异议股东评估权程序规制。例如<sup>④</sup>,为充分保障公

---

① 参见王作全、王毓萌:《完善我国异议股东股份回购请求权制度的思考》,载《青海师范大学学报(社会科学版)》2021年第2期;刘胜军:《论优先股股东的异议股东股份评估权保护:美国的实践及启示》,载《法学杂志》2018年第8期;蔡英欣:《股份收买请求权制度之检讨》,载《全国律师》2014年第2期。

② 最高人民法院民事判决书,(2014)民申字第2154号。

③ 参见郑运民、赵冰:《异议股东股份回购请求权的程序问题研究》,载《时代法学》2019年第1期。

④ 参见王作全、王毓萌:《完善我国异议股东股份回购请求权制度的思考》,载《青海师范大学学报(社会科学版)》2021年第2期;焦津洪:《论持异议股东的“股份评估及补偿权”》,载《国际商法论丛》2002年第1期;雨时:《股份回购请求权制度的操作问题》,载《金融法苑》2005年第63期。

司股东对于公司基础重大变更的知情权,公司应依法于股东会开会前向公司全体股东发出股东会开会通知,并于通知书上载明反对并购异议股东可请求公司回购股份通知的方式与期限;反对并购异议股东则应于股东会开会前,按照公司载明股份回购请求期限,向公司为书面异议表示并为公司股份回购请求之意思表示;公司与异议股东应于股东会决议后 60 日内进行股份回购价格协商,倘若双方无法于 60 日内议定股份回购价格,反对股东得于股东会决议通过后 90 日内向法院诉请公司回购股份。公司则应于股东会决议通过后 90 日内,以全体异议股东为被告向法院诉请异议股东股份回购价格裁定及其附加利息金额裁定。

#### (四) 异议股东股份回购请求的公平收买价格

如前所述,我国《公司法》第 74 条仅规定异议股东可从股东会会议决议通过之日起 90 日内诉请法院裁定公司按照合理的价格收购其股权,但对于法院非诉裁定审理程序、收购股权的公平价格基准时点、收购股权的公平价格定价模式、收购股权应附计利息、异议股东请求诉讼裁定所支付诉讼费用、鉴定费用或律师费用应如何合理分摊等,尚没有具体法律规定,易产生公司与异议股东对于法院裁定股份回购价格是否公允之争议。

此外,由于我国当前关于异议股东评估权诉请法院裁定的案例不多,现有司法判决则多以公司清算价值(liquidation value)的公司净资产价值为股份收购计算基准,即以公司解散清算后,公司净资产价值除以公司全部发行股份计算出公司每股股份应有价格。再以公司净资产为计算基础的公司每股股份价格乘以异议股东持股股份比例,计算出公司回购异议股东全部股份应支付的股权收购价格。<sup>①</sup> 例如,(2013)中二法东民二初字第 102 号民事判决、(2014)民申字第 2154 号民事判决等。<sup>②</sup> 然却忽视公司未来发展价值、永续经营价值(going concern value)、并购后可预期综效价值或公司与同时期发展公司相互比较市场价值等因素,而难令人信服纯以公司净资产为基准所计算出股权回购的价格属于异议股东评估权行使下公平合理的收购价格。<sup>③</sup>

① 刘胜军:《论优先股股东的异议股东股份评估权保护:美国的实践及启示》,载《法学杂志》2018 年第 8 期。

② 参见堵文瑜:《异议股东评估权中合理价格的分类确定研究——以司法实践为中心》,载《法律与金融》2019 年第 1 期。

③ See William J. Carney & Mark Heimendinger, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums*, 152 University of Pennsylvania Law Review 845 (2003); 堵文瑜:《异议股东评估权中合理价格的分类确定研究——以司法实践为中心》,载《法律与金融》2019 年第 1 期;高永深:《论异议股东股份回购请求权》,载《河北法学》2008 年第 4 期。

美国特拉华州法院从早期特拉华州块状法(Delaware Block Method)逐渐发展为现今更合乎市场交易规则的现金流量折现法(Discounted Cash Flow)、可比较法(Comparative Analysis)<sup>①</sup>及以并购价格推定为公平价格法。首先,所谓美国特拉华州块状法系根据美国特拉华州最高法院1950年“Tri-Continental Corp. v. Bettye”判决要旨而来<sup>②</sup>,法院以权重法加总平均计算方式,加总公司过去获利价值权重、公司过去市场交易价值权重与公司当前资产价值权重,平均后计算出公司应有公平交易价值。其次,现金流量折现法系根据美国特拉华州最高法院1983年“Weiberger v. UOP, Inc.”判决揭示要旨<sup>③</sup>而来,由于特拉华州块状法仅以公司过去表现统计数据为计算基础而忽略公司未来仍可持续经营价值,故改以公司未来持续营业收入扣除成本方式作为公司继续经营价值。<sup>④</sup>再次,可比较法(Comparative Analysis)系指,<sup>⑤</sup>由于特拉华州块状法计算方式有其缺陷,现金流量折现法的未来预期估算恐过于不确定或过度主观,故可考虑采用比较本益法(comparable P/E ratio method),将公司与同类型公司或同类产业公司之间相互比较后,计算出公司预期,又可获得交易价格与交易获利。最后,以并购价格推定为公平价格法系根据美国特拉华州最高法院2017年“DFC Global Corp. v. Muirfield Value Partners, L. P.”及最高法院2017年“Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd.”等判决揭示要旨<sup>⑥</sup>而来,当并购公司与目标公司立于公平对等交易关系,目标公司董事会由无利害关系独立董事组成特别委员会代表公司进行尽职交易价格磋商,同时开放竞价收购者向目标公司提出不同要约收购价格,并购公司买方则已对目标公司价值进行详尽尽职调查并进行合理价格分析,此时并购交易双方所议定并购交易价格即可先被推定为并购交易公平价格。

综上所述,我国法院纯以公司净资产作为每股回购价格基准所计算出全部股权收购价格,可能因忽视公司未来发展价值、并购后可预期综效价值及公司与同时期发展公司相互比较后市场价值而有失公允,故可参考特拉华州块状法、现金流量折现

---

① 参见蒋云蔚:《美国法上的异议股东股份评估权制度对我国的借鉴意义》,载《西南政法大学学报》2008年第2期。

② 参见林建中:《美国特拉华法上股份收买请求权的计算方式与衍生问题》,载《政大法学评论》2014年第137期。

③ 游启璋:《现金逐出合并时少数股东的股份收买请求权》,载《政大法学评论》2014年第136期。

④ See Richard T. Hossfeld, *Short-Form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp.: Time to Reform Appraisal*, 53(4) Duke Law Journal 1362(2004).

⑤ 参见林建中:《美国特拉华法上股份收买请求权的计算方式与衍生问题》,载《政大法学评论》2014年第137期。

⑥ 参见杨岳平:《论商业法院的商事法制再造功能》,载《月旦法学》2021年第310期。

法、可比较法或并购价格推定为公平价格法,并结合我国法院现有公司净资产法(Net Asset Value),就个案异议股东评估权请求股权收购价格进行综合判断,以作为我国法院审查我国《公司法》第74条“法院裁定公司按照合理的价格收购其股权”的计算方式选择。

## 四、结 论

综合前文所述,由于公司强制股份转换法律性质属于类似合并的股权收购行为,故其于公司强制股份转换过程中,同样会发生类似于挤出式长式合并与上市公司私有化并购下市等强制逐出目标公司少数股东之行为效果(cash-out/squeeze out/freeze-out)。为避免我国目标公司少数股东于公司强制股份转换过程中受到不公平侵害,应透过利益冲突回避、资讯强制揭露与受托人义务与责任设计以防止目标公司少数股东受到控制股东不当压迫侵害(oppression)或因管理阶层有悖于受托人义务而被不当侵害,以及通过异议股东评估权行使程序设计以令少数股东退出公司时受到合理补偿保障等,以全面强化公司强制股份转换的少数股东保护。

在防止我国控股股东滥用资本多数决不当压迫少数股东或管理阶层违反受托人义务而不当侵害少数股东方面,由于我国对于控制股东信义义务内涵、自我交易之程序公平规制与实质交易公平判断仍未尽完善,故应扩充我国《公司法》第20条关于股东滥用权利损及其他股东利益内涵的解释,令因受到控股股东滥用资本多数决而被不当驱逐的少数股东可依《公司法》第20条的规定向滥权控制股东请求损害赔偿。对于控制股东透过选派董事与控制董事职务执行方式实施不公平侵害少数股东利益之自我交易行为,则应容许受侵害少数股东根据《公司法》第147条、第148条与第149条的规定,追究利益冲突情形下违反董事忠实义务之法律责任。另外,若上市公司控制股东拟通过公司强制股份转换模式或二阶段要约收购与公司强制股份转换模式完成上市公司私有化退市,则应从上市公司外部证券监管角度,要求上市公司主动披露上市公司并购交易资讯与终止上市资讯。从避免控制股东于股东会上滥用资本多数决角度,应提高上市公司并购私有化股东会决议门槛。还应积极改善上市公司独立董事独立性不足的缺陷,责由非关联股东选任非关联独立董事,由非关联独立董事组成特别委员会委请外部财务顾问参照我国《上市公司重大资产重组管理办法》第45条与第50条及《上市公司收购管理办法》第35条关于证券市场公允价格定价模

式,评估要约收购价格或换股并购价格与比例是否公允,以令上市公司中小股东得于信息对称状况下进行自由应卖的商业投资判断决定。

在异议股东评估权行使程序设计方面,由于我国《公司法》第 74 条及《公司法》第 142 条关于异议股东评估权的法律规则不甚完善,故宜于《公司法》第 74 条及《公司法》第 142 条进行以下规制增修,以完善我国当前异议股东评估权制度。例如,应扩充我国《公司法》第 74 条、第 142 条适用范围,使其及于同属公司组织重大变更的公司强制股份转换(compulsory share exchange)和无表决权股东与因不可归责于己的原因而无法出席股东会的股东;应简化、明确与完善异议股东评估权行使程序,责由公司依法于股东会开会前向公司全体股东发出股东会开会通知,并于通知书上载明反对并购异议股东可请求公司回购股份通知方式与期限。公司与异议股东双方应于股东会决议后 60 日内进行股份回购价格协商,倘若双方无法于 60 日内议定股份回购价格,反对股东得于股东会决议通过后 90 日内向法院诉请公司回购股份;为避免我国法院对于异议股东股份回购公平价格之定价模式,仅以公司清算价值(liquidation value)的公司净资产价值为股份回购价格定价基准,而忽视公司未来发展价值、永续经营价值(going concern value)、并购后可预期综效价值或公司与同时期发展公司相互比较市场价值,故应结合我国法院现有公司净资产法与特拉华州块状法、现金流量折现法、可比较法或并购价格推定为公平价格法,就个案异议股东评估权请求股权收购价格进行综合判断,作为我国法院审查我国《公司法》第 74 条“法院裁定公司按照合理的价格收购其股权”的计算方式选择等。