

控制权溢价收益归属问题研究

曾 洋*

摘要:实证研究表明,公司控制权人转让其控制股份时,完全可能溢价出售,从而获得巨额的私人利益,同时也可能损害公司和其他股东的利益。美国公司法理论及判例建立了控制权溢价收益归属的三个例外:掠夺公司财产例外、买卖公司职位例外和侵占公司商业机会例外。我国应着力构建控制权溢价收益归属“一般允许、例外禁止”的法律制度,规范控制权交易行为,保护公司和非控制股东的合法权益。

关键词:控制权溢价 收益归属 例外禁止

一、控制权溢价是控制权私人利益的实现方式

随着公司治理研究重点逐步转向平衡控制股东与非控制股东之间的利益冲突,控制权私人利益得到了一定程度的研究。^{〔1〕}控制权私人利益概念的提出,使控制权的权力构架和权利内容大于控股

* 南京大学法学院教授、博士生导师、法学博士。

〔1〕 曾洋:《公司控制权私人利益的法经济学解释》,载《江海学刊》2013 年第 5 期。

股东股权的现象获得了认知的可能,但这种可能性依然停留在逻辑层面,难以获得实证的证据,直接测度控制权私人利益十分困难,因为控制人行使控制权并通过对公司的管控所获得的收益是隐性的、难以计算的,直到人们发现控制权人出售其控制股份时往往会获得高于非控制股份出售的价格,于是,控制权溢价(controlling rights premium)现象正式进入研究的视野,并进而成了控制权私人利益研究的实证路径。事实上我们的确可以看到,从20世纪80年代开始,兴起对控制权溢价的大量实证研究,这正是控制权私人利益广泛存在且具有可测度经济价值的有力证据。

例如,Bradley分析了美国控制权市场上发生的161项公司收购价格,发现收购方对被收购公司股份的平均收购出价均要高于当时市场交易价格约13%;〔2〕Barclay和Holderness分析了1978~1982年在纽约证券交易所和美国证券交易所发生的63项公众公司私下协议的大宗股权交易价格,发现该交易价格要明显地高于消息被宣布后的市场价格,平均溢价水平达到20%,他们认为这一溢价反映了控制权的价值。〔3〕Levy分析了以色列股票市场上投票权较大的股票的溢价,发现投票权较大的一类股票的平均溢价是45.5%,对有的公司来说投票表决权的溢价甚至高于100%。〔4〕我国学者也对此进行了卓有成效的实证研究,表明我国上市公司的控制权私人收益不仅存在,而且多高于发达国家的溢价率,不论是股权分置改革之前还是之后的控制权交易数据都对这个结论给予了支撑。〔5〕而且,由于我国股权集中度的特点——前有国有股“一股独大”后有创业板和中小板市场“家族控股”,“控股股东更倾向于不(完全)转让控制权而通过逐渐降低持股比例但

〔2〕 Michael Bradley, *Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control*, Journal of Business, 53, 1980, p. 346.

〔3〕 Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, *Private Benefits from Control of Public Corporation*, Journal of Financial Economics, 25, 1989, pp. 371-372.

〔4〕 Haim Levy, *Economic Valuation of Voting Power of Common Stock*, Journal of Finance, 38, 1983, p. 88.

〔5〕 刘亚莉、李静静:《大股东减持、股权转让溢价与控制权私利》,载《经济问题探索》2010年第8期。

仍保有一定的控制权而获得私利”。〔6〕

分析至此,我们可以发现“控制权溢价”问题研究清晰的逻辑进路:公司治理结构的研究表明,公司所有权与控制权并未明显分离反而越来越表现出相互结合的特征;由此引导研究目光投向了控制人与公司及非控制股东的关系上;人们于是注意到控制权的权力构架和权利内容在实践中是大于控股股东股权的,就此现象的解释,人们提出了“控制权私人利益”概念;对此的进一步实证路径则是有关此种私人利益的“控制权溢价”研究。

单从表现形式上看,控制权溢价与控制权私人利益是不太能够严格区分的一对概念,对控制权溢价的类型化解释应当有助于理解二者的区别。控制权溢价有两种表达方式:

一是“控制权溢价体现的正是由于对公司经营过程中行使控制而带来的高于公司投资财务价值的那部分价值”,〔7〕本文称为控制权估值溢价;二是“在企业(公司)股权交易过程中,控制性股权和非控制性股权的转让价格会有所不同,即所谓的控制权交易溢价”,〔8〕也是一般意义上的控制权溢价。

控制权估值溢价存在于控制权人实际掌握公司控制权期间,描述的是控制权私人利益;而当控制权人因出售控制股份收获交易溢价时,他已以转让股份的方式放弃或部分放弃了控制权。所以,控制权交易溢价是控制权估值溢价的最终货币折现,控制权溢价是控制权私人利益的实现方式。

对于控制权估值溢价,即当控制权人仍握有控制权时的估值溢价带给他的私人利益,在制度层面已经采用了限制关联交易、禁止内幕交易以及限制高管薪酬和在职消费等规则来防止控制权滥用,规范控制权的正当行使,以保护公司和其他股东的合法权益;而对于控制权交易溢价,即当控制权人出售股权进行控制权转让或部分转让时,控制权人

〔6〕 同注〔5〕。

〔7〕 Alan R. Palmiter, *Corporations: Examples and Explanations* (影印本), 中信出版社 2003 年版, 第 341 ~ 342 页。

〔8〕 骆欣庆:《控制权溢价的经济分析》,载《北京理工大学学报》(社会科学版)2010 年第 1 期。

由此获得的溢价之收益应当归属于谁?是一律归于控制权人——这一溢价交易的市场化主体,还是也允许存在其他更合理的归属?如归公司所有,是否存在由公司其他股东分享的情形?对此问题,美国法通过大量的判例逐步建立了“一般允许、例外禁止”规则,在司法层面有效地解决了控制权人溢价收益归属问题,尽量公平地对大小股东予以保护,对我国缺乏规范的市场真空提供了很好的参考。〔9〕

二、控制权溢价收益归属的基本态度

控制权的存在符合公司治理的内在要求,也是大股东追求的目标之一,这是资本运营的逐利本性使然。控制权人能够获得溢价的一个基础就在于风险溢价,〔10〕即他付出了更多的资本、放弃了其他的投资以及分散投资规避风险的机会,从而获得了公司的控制权。而且,控制权人大多与公司利益保持一致,在经营管理方面投入更多的精力和社会资源,即便主观上为其私利,客观上也发展了公司并提升了其他股东获益的可能,从这个角度来说,控制权人出售其股份的价格条件优于其他股东,也是合乎情理的;同时,股权交易价格是由市场机制形成的,买受人既然愿意溢价购买控制股份,自然有其认为合理的收益回报,如可以更有效地管理目标公司、促进资源的更优化配置、给公司和股东创造更大的价值等,否则他为什么不以溢价购买非控制股份呢?所以基于合同自由原则,控制权的溢价交易也就无须过多质疑,那种一贯认为控制人一旦获得了控制权,就会不择手段地谋取短期收益最大化,甚至掏空公司的认识是有点过于主观的简单想象了。简而言之,控制权溢价,通常是控制权人之前所有投入的合理对价,故一般来说,控制权溢价收

〔9〕 除美国外,世界各国在这方面的法律实践和法学理论研究并不发达,尽管少数国家如德国等已有这方面的研究,但如美国通过判例建立了控制权溢价收益归属之例外情形的系统规范的,目前尚未见到,故本文主要以美国法上判例作为下文比较研究的样本。

〔10〕 刘少波:《控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释》,载《经济研究》2007年第2期。

益应归属于控制权人。

与上述理论分析相一致,在美国法上,通过相关判例建立了“股东出售控制权股份可以收取溢价”的原则,^[11]此后若干年来的判例均秉承这一原则,同时也不回避对可能出现的例外情形的描述。

较早系在 1937 年联邦第十巡回法院审理 *Roby v. Dunnett* 案^[12]时,法官在判决书中指出:

“每一个股东,包括多数股东,具有在任何时间以任何价格处置其股权的自由,而毋须向其他股东承担责任,只要其不在其他股东行使同种权利时,支配、妨碍或者误导其他股东。如果接到(要约)电报的股东并未被误导,并基于自己的判断或者需要卖出股票,那么其无权诉讼。”

但由于该案原告 *Roby* 未能证明欺诈的存在,所以第十巡回法院维持了原审地方法院做出的“驳回原告请求从被告(*Dunnett*,系 *Operators* 公司持股 60% 的股东)处获得 75 美分每股补偿”的主张。该案明确了一个一般“欺诈”例外,即如果不存在欺诈或者原告未能证明欺诈的存在,控制权人出售其股份并收获溢价就是正当的。其后的一系列案件中,如 *Benson v. Braun* ^[13] *Swinney v. Keebler Co.* ^[14] 等裁判均延续了这一做法。直到 1979 年 *Zeltin v. Hanson Holdings, Inc.* ^[15] 案,在纽约上诉法院的判决书中,法官对“控制权溢价收益归属的例外情形”做了比较具体的总结性阐述:“在没有掠夺公司财产、侵占公司商业机会或欺诈及其他恶意行为时,控股股东有权溢价出售且购买者有权溢价购买控股权。”

但另一方面,控制权人的确存在使用各种不正当的方法来实现自己的额外利益的现象,这也符合资本逐利无度带给人们的一种朴素的认识,对此,我们可将其视为控制权溢价的例外情形,事实上,一般性原

[11] Einer Elhauge, *The Triggering Function of Sale of Control Doctrine*, *University of Chicago Law Review*, 59, 1992, p. 1467.

[12] *Roby v. Dunnett*, 88 F. 2d 68 (10th Cir.).

[13] *Benson v. Braun*, 8 Misc. 2d 67, 155 N. Y. S. 2d 622 (Sup. Ct., 1956).

[14] *Swinney v. Keebler Co.*, 329 F. Supp. 216 (D. S. C., 1971).

[15] *Zeltin v. Hanson Holdings, Inc.*, 397 N. E. 2d 387 (N. Y., 1979).

则往往会有例外,那么,既然控制人利用控制权以不正当的方式恶意谋取一己之私这种例外情形会出现,法律也就应对其进行规范。研究表明,美国在 *Zeltin v. Hanson Holdings, Inc.* 案判决前后的数十年中,控制权交易的实践以及相关判例不断丰富,逐步建立了控制权溢价收益归属的“一般允许、例外禁止”的规则:一般而言,控制人可以自由交易其控制股份并收取溢价,但如果在控制权交易中出现以下三种情形时,公司控制人将不能收取溢价,而应归公司所有或由原其他股东分享,这三种基本情形是:控制权交易者存在掠夺目标公司财产之企图、交易双方有买卖公司职位的情形、存在侵占公司商业机会的情况,在这三种情形下限制控制人获取其溢价交易收益。

三、控制权溢价收益归属的三种例外情形

(一) 掠夺公司财产例外

为保护公司和其他股东的利益,美国公司法要求“持有控制权股份的股东,不能在明知或疏忽的情况下,将自己的控制权股份出售给意图通过不法行为掠夺公司财产的人”。^[16] 但应当注意的是,在美国公司法理论和判例中均明确这是为公司控制人在出售股份之前设定的一项预防措施,也就是说适用这一例外并不着眼于是否真的出现了买方对公司财产的掠夺,而是着眼于预防掠夺的发生,强调的是控制人出售股份之前的“尽职调查义务”;反过来,即便控制权交易后并未立即出现新控制人掠夺公司财产的情况,但若有证据证明控制人出售其股份时对应当调查的事项没有尽职调查,仍要被追究承担相应的后果:控制人将不得享有其溢价,而应由其他股东分享或支付给公司。^[17]

作为一种事前预防措施,控制人在股份出售前应尽到谨慎注意

[16] Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Little Brown and Company, 1986, p. 479.

[17] Noyes Leech, *Transactions in Corporate Control*, University of Pennsylvania Law Review, 104, 1956, pp. 780, 783.

的义务,防止控制性股份买受人入主公司后掠夺公司财产,具体而言,控制权人缔约前的尽职调查应当包括以下几个方面的内容:

1. 对出价过高的买方进行调查

在市场经济环境下,每一个理性的“经济人”都希望实现利益最大化,控制权人出售其股份显然也有这样的期待。但是,控制权并不仅仅是控制权人的“私益”,它也有“公益”的特征——控制权人还有义务维护公司和其他股东的合法权益。所以,如果买方出价过高,控制权人在高兴之余亦应有所警惕:买方购买该控制股份为何如此不计成本?是否已经违反了“资本投入与收益相匹配”的投资原则?

过高的溢价已成为法院判断出售控制权股份股东是否有义务调查买方的一个重要指标,作为一项基本规则,买方给出非常高的溢价应使一个理性的控制人产生警觉,从而产生调查该买方的义务。

但是,控制权人的这项尽职调查内容一直处于争议当中,争议的焦点是控制权溢价过高的标准是什么?有一种观点是净资产标准——买方支付的价款超过了公司的净资产,^[18]但如果是这样,我们反而不应该认为买方有掠夺公司财产的意图——因为理论上它无论如何掠夺公司都无法弥补自己支付的购买价款,其支付的成本已经超过了掠夺所能带来的利益。但问题依然存在:如果买方坚持认为目标公司发展前景足以令它给出如此高的溢价,那么,过高溢价反映的买方购买控制权的强烈意愿是否还应当作为原控制权人尽职调查的内容之一呢?1978年联邦第四巡回法院审理的 *Clagett v. Hutchison* 案的判决书中记载的两位主审法官的观点交锋很能说明这个问题,该案在下文关于这个问题的持续研究中将进行分析。

2. 调查买方对目标公司高流通性资产的兴趣以及占有高流通性资产的迫切性^[19]

如果一家投资性公司持有大量证券,尽管该公司净资产值较低,但其持有的证券价值远高于其净资产,此时即使出现上述提到的买方支

[18] *Supra* Einer Elhauge, p. 1510.

[19] Steven L. Emanuel, *Corporations* (emanual law outlines), Aspen Publisher, 2009, pp. 235 - 236. 该著作对控制权溢价交易收益的例外情形做了判例法上的初步解读,为本部分写作提供了线索。

付的价款超过公司净资产的情况,买方亦可以通过占有公司持有的证券而实现对公司财产的掠夺,这也可以解释为何早期(美国的20世纪40年代之前)判例主要集中于投资性公司。^[20]

其实,在现代会计制度下这项尽职调查内容依然适用,而且不仅限于投资性公司,非投资性公司也可以对外投资而持有大量证券,上市公司交叉持股现象即为此例,公司持有的证券可以进行公允估值以估算该公司的价值,所以,不论是投资性公司还是非投资性公司,只要其持有证券市值较高,控制人均应履行该项调查义务。

3. 对买方取得公司控制权的迫切性以及买方对目标公司具体运作情况的不关心程度进行调查^[21]

很难想象一个溢价购买公司控制权的人会不关心该公司的运营,除非他另有目的,比如受公司高流通性资产的吸引,或者只是想将公司包装一下再迅速转售出去,不论其目的如何,都足以构成掠夺公司财产的潜在危险。

由于本例外,即控制权溢价收益归属之掠夺公司财产例外,属于一项事前防范事项,买方掠夺公司财产并未成为事实,产生争议也是可以理解的事情,比如在前文提到的 *Clagett v. Hutchison* 案^[22]中,案件被告除了 *Hutchison*, 还有 *Steven Sobeckko*、*James Sobeckko* 和 *Joseph Shamy*, 他们与原告 *Clagett* 均是或曾经是 *Laurel* 公司的股东,*Laurel* 公司拥有马里兰州赛马委员会颁发的营业执照,主营赛马业务。

1974年10月8日至1976年3月25日,*Laurel* 公司的125,000股普通股发行并上市,约300个股东,但公司股票交投并不活跃,公司普通股市场价介于7.5美元和10美元。*Hutchison* 约持有67,662股公司普通股,系公司控股股东,在他任公司主席期间,与前述另三位被告签署股权转让协议,将其所持股份以每股43.75美元的价格转让;1975年5月12日至1975年11月5日,*Sobeckko* 和 *Shamy* 控股 *Laurel* 公司期间,将其部分普通股转让给被告 *Brown*, 四人控股 *Laurel* 公司;

[20] See e. g., *Gerdas v. Reynolds*, 30 N. Y. S. 2d 755 (Sup. Ct., 1941), *Insuranshares Corp. of Delaware v. Northern Fiscal Corp.*, 35 F. Supp. 22 (E. D. Pa., 1940).

[21] *Supra* Steven L. Emanuel, p. 236.

[22] *Clagett v. Hutchison*, 583 F.2d 1259 (4th Cir., 1978).

1976年3月25日,Sobechko、Shamy和Brown将其控股股票转让给Rizk。

原告Clagett是公司小股东,诉请控制权人对抗前述三次控制权转让进行调查,认为:“公司多数股东在卖出其控股股份时,在预见到购买者可能对公司进行欺诈、劫掠或管理不善的情形下,对少数股东负有调查潜在购买者的特点、诚信、财务稳定状况和经营管理能力的义务。”尤其是Hutchison的控制权首次转让,疑点十分明显:

(1)控制权溢价达到4倍;

(2)首次控制权交易的完成实际被安排在股权转让协议签署之后的6~12个月;

(3)股权转让协议规定禁止Laurel公司的财务状况在股权交易完成之前发生变化;

(4)Hutchison为不包括原告在内的少数股东提供了由Sobechko和Shamy以每股43.75美元的价格购买其股票的机会。

该案两位主审法官的观点针锋相对。K. K. Hall法官为多数意见派,认为原告诉讼请求不能成立并予以驳回,维持了一审判决。Hall法官对Clagett提出的四项疑点逐一进行了解释:Laurel公司是一家具有发展前景的持续运营的商事公司,这证明了该四倍溢价支付的合理性;关于疑点之二和疑点之三,实际上是为帮助新控制权人进行贷款融资,是审慎商业行为的体现;疑点四则属于法律允许的私人行为领域,并不具有可疑性,公众公司股份转让并不适用同等机会规则,在可援引的前例,如Mcdaniel v. Painter案^[23]中即是如此。

但Butzner法官对此并不赞同,在判决之后附上了少数意见,认为“地方法院错误地认定在本案中并不存在足以使多数股东负担调查义务的可疑情境,通过错误地站在不利于原告的立场而非有利于原告的立场上组建了其观点。”Butzner法官从三个方面进行论证,认为“一个理性机敏的商人至少应该调查购买者支付溢价以将公司资产转为自己使用的可能性”;“同类股票持有人应得到公司和管理层的同等对待,公司控股人同样负有不利用其权限对同种股票持有人实行差别待遇的

[23] Mcdaniel v. Painter, 418 F. 2d 545 (10th Cir., 1969).

义务”；“法庭应当充分考量 Laurel 公司拥有马里兰州赛马许可证这一特定情节,多数股东应该知道如果新的管理人是腐败的或无能力的,那么州赛马委员会将会吊销其执照”。所以,Butzner 法官总结道:“本案中公司的特性可以使我们认识到作为审慎商业行为,对购买者的调查是必要的。”

尽管当时 Hall 法官的观点主导了 Clagett v. Hutchison 案的判决结果,认为“仅仅存在较高的溢价,并不必然会使出售控制权股份的股东产生调查买方是否存在掠夺公司财产动机的注意义务”,但时至今日,越来越多的美国法院选择接受 Butzner 法官的少数意见,承认控制权卖方对买方应当进行尽职调查,只是有的法院认为卖方在任何情况下都有调查的义务,即使不存在可疑情况;而另一些法院认为不应要求卖方在任何情况下都承担对买方的积极调查义务,其调查义务的产生只基于应引起其注意的“可疑情况”,否则会对该股东施加“不合理的限制,增加交易成本”。^[24]“多数法院认为,‘掠夺公司财产例外’的理论基础是持有控制股份的股东对公司负有信义义务,因此在其转让公司控制股份时便不能明知或疏忽地将股份转让给会掠夺公司财产的买方。也正是因为有这个理论基础,除剥夺持有控制股份的股东溢价外,法院常常会判决其向公司支付相当于公司所受损失数额的损害赔偿金。”^[25]

(二) 买卖公司职位例外

绝对控股的股东交易其控制权,一般不会涉及买卖公司职位的问题,因为“法院意识到持有绝对多数股份的股东最终会在年度或特别股东大会上选举出自己的董事,这只是一个迟早的问题”,^[26]但是,对于相对控股的股东或掌控公司控制权的管理层而言,买卖公司职位却可能出现,并成为控制权溢价交易的一种例外情形而限制交易者获得溢价。

纽约上诉法院 1899 年审理的 McClure v. Law 案援引了被认为最

[24] Supra Steven L. Emanuel, p. 236.

[25] Supra Einer Elhauge, p. 1468.

[26] Supra Robert Charles Clark, § 11.4.2, pp. 480 - 481.

早禁止信托义务人将自己职位出售给他人的 1856 年英国 *Sugden v. Crossland* 判例,认为“董事将其职位和对公司的控制作价出售是非法的”。^[27] 其后,“公司的职位禁止买卖”逐步成为一项一般性的公共政策,典型的判例是美国联邦第二巡回法院 1962 年审理的 *Essex Universal Corp v. Yates* 案^[28] 和纽约州最高法院 1964 年审理的 *Caplan v. Lionel* 案。^[29] 但是,犹如“相对控制的情形下,持股多少才构成实质性控制是一个事实问题”一样,“如果出售的控制股份并非占绝对多数,而只是相对多数,法院的判决往往因个案而异”。^[30]

尽管美国法通过前述判例建立了“控制权溢价交易收益归属之买卖公司职位例外”,但应当承认的是,非绝对控股股东在出售其股份的同时买卖公司职位具有很强的不确定性,因为最终公司的职位尤其是重要职位的安排,控股股东将持主导意见,这将直接导致这场交易中的买受人投鼠忌器:他溢价获得的公司职位很可能在股东(大)会上被控股股东否决,未来可能是竹篮打水一场空的交易谁会去做呢?正如 *Essex Universal Corp v. Yates* 案中 *Lumbard* 法官一针见血地指出:“在没有足够的具有表决权的股票转让的情形下,对控制公司管理权力的转让是于法不合的。”

于是,非绝对控股的股东为了实现出售股份的同时买卖公司职位并收获溢价之目的,往往会采用一些规避法律的方法。例如,在股权交易之前就做好公司职位的安排,或者在股份转让合同中明确约定“卖方如果根据买方要求改组董事会或管理层,将获得额外报酬”,然而,这种明显的、典型的非控股股东买卖公司职位的方法,一旦被确认,其将不能获得控制权溢价;对此新的规避法律的方法是,股份出售合同中只约定股份的包含溢价的总金额,但并不将董事职位单独列价。^[31] 但这种规避方法仍有很大的不确定性,因为股份的卖方帮助买方改变董事会或经理的安排如果得不到其他股东的追认,其控制权溢价同样不

[27] *McClure v. Law*, 161 N. Y. 78, 55 N. E. 388(1899).

[28] *Essex Universal Corp v. Yates*, 305 F.2d 572, (2d Cir., 1962).

[29] *Caplan v. Lionel*, 20 A. D. 2d 301 (N. Y. Sup. Ct., 1964).

[30] *Supra Einer Elhauge*, p. 1470.

[31] See *supra* Steven L. Emanuel, pp. 236-238.

能轻易获得。

不过,尽管控制权交易中买卖公司职位情形的出现概率在降低,但仍有个别特例存在。例如,前述 *Caplan v. Lionel* 案中,Roy Cohn 持股上市公司 Lionel 公司 3%,且是 Lionel 公司董事会 10 名董事之一,更重要的是 Cohn 以其 3% 的持股掌控董事会 7/10 的席位,即 Cohn 有决定 Lionel 公司董事会除自己外的 6 名董事的选任权,Cohn 享有 Lionel 公司实质上的控制权。^[32] 于是,Cohn 在打算出售其持有的 Lionel 公司 3% 的持股时欲同时出售其拥有的董事会 7/10 席位的选任权。Cohn 是否可以在出售其股份时附随出售其“非因股份控制形成的董事会组成影响力”?对此法院持否定态度,此案判决书最终援引了 *McClure v. Law* 案,^[33] 认为:“公司的经营管理权不是交易的客体,不能与实际的股票控制权分离单独买卖。在多数股权(绝对控股股权),或者甚至是相对控股股权转让的情形下,董事辞任,并被填补空缺是合适的。而本案并不存在使此种替代有效的甚至仅仅达到相对控股比例的股权转移的情形。”

尽管上述只是个例,但并不能排除类似情形重复出现的可能。所以可将“买卖公司职位例外”视为控制权溢价交易收益归属之例外的一种类型化情形,对我国在这方面理论和司法实践中的空白均可提供一定的借鉴。

(三)侵占公司商业机会例外

新股东入主公司却转移了原本属于公司的商业机会,这种行为既损害了公司利益又侵害了其他股东权益,联邦第二巡回法院 1955 年审理的 *Perlman v. Feldmann* 案^[34] 充分展示了这种例外情形的行为细节和裁判理由:

Feldmann 是 Newport Steel Corporation 的相对控控股股东,Feldmann 控制 Newport 公司 37% 的股份,其中部分以其家人及朋友的名义持有,他也是 Newport 公司董事长兼总裁;Newport 钢铁公司主营

[32] 判决书中并未说明形成这个局面的原因,想必是 Cohn 获得了其他股东选任董事的授权。

[33] *Supra* Note 27, *McClure v. Law*, 161 N. Y. 78, 55 N. E. 388(1899).

[34] *Perlman v. Feldmann*, 219 F. 2d 173(2d Cir.,1955).

钢板生产并销售给钢铁产品生产商, Wilport Company 是由多家钢铁终端消费成员企业组成的辛迪加, Feldmann 将其所持前述股份以每股 20 美元的价格转让给 Wilport 公司, 当时 Newport 公司股票市场交易价格未超过 12 美元, 账面每股价值为 17.03 美元。该起股权交易背景是越南战争, 当时钢材需求量很大。

原告 Perlman 是 Newport 公司的小股东, 他提起派生诉讼, 要求被告 Feldmann 归还其转移公司控制权所获的非法溢价所得, 认为 Feldmann 交易了原本属于公司及其他股东共享的商业机会:

1. Feldmann 溢价售出其股份后, 即促成 Newport 公司董事会组成人员部分变更为 Wilport 公司选任的成员, 转移了管理层控制权, 亦使得 Newport 公司原本拥有的控制钢铁分配的能力一并转让给了钢铁终端使用者, 导致 Newport 公司在钢铁销售及定价方面的优势丧失;

2. Newport 公司之前一直受益于客户预先支付的免息贷款, 这笔相当于免息贷款的资本, 不仅帮助 Newport 规避钢铁销售中的支付风险, 而且为 Newport 持续扩大生产提供了资金保障, 但是, Wilport 入主公司后, 取消了 Wilport 成员企业对 Newport 的预付免息贷款。

本案审理一波三折, 原审法官 Hincks 驳回了原告诉讼请求, 上诉审 Swan 法官也发表了不同意见, 但最终主审法官 Clark 主导了案件审理结果, 认为“Feldmann 作为公司董事和控制人, 其对公司和作为受益人的少数股东负有信义义务(fiduciary duty)”, 但其“在钢铁短缺期间, 将其(相对)控股股权连同之后的控制钢铁分配的权力一起转让给了钢铁使用者”, 侵占了本属于公司的商业机会, 决定“将案件发回地方法院重审, 由地方法院决定剔除出公司对钢铁市场的控制权之后的被告股票价值”, 并判决“被告非法所得应由本案原告及原告所代表的其他少数股东所分享”。

显然, 对控制权溢价归属的例外研究, Perlman v. Feldmann 案具有很强的典型意义: 作为 Newport 公司的原控制人, Feldmann 以不当的溢价方式变现了他的控制权私人利益, 而 Wilport, 即 Newport 公司的新控制人, 则在经营管理中侵占了本属于公司的商业机会、攫取本属于股东共享的利益。

上述典型案例告诉我们, 公司控制人不但有强烈的谋取私人利益

的偏好而且有能力侵占公司的资源或谋取其他股东无法获得的利益；控制人侵害其他股东利益的手段多种多样，如证券回购、资产转移和利用转移定价进行关联交易等，这些隐蔽的“利益输送”手段被形象地称为隧道策略(tunneling)。^[35]事实上，这些隧道策略在我国上市公司群体中比比皆是，大股东通过关联交易、内幕交易、虚假重组、相互担保等手段“掏空”上市公司、侵害中小股东的利益屡见不鲜，然而相应的规范和救济措施却苍白无力，对这类问题的研究亟须重视。

四、两种控制权溢价收益归属路径的比较

在运用比较法对照考察我国国情、确立相应实体规则之前，还有一个程序问题带来的实际分歧值得我们再多一些思考，那就是控制权溢价收益归属的路径问题。因为对控制权溢价收益归属的争议一般都由公司非控制股东提起，采用股东派生诉讼方式，如前述各判例中均是如此，这样的话股东派生诉讼后之诉讼利益应归谁所有呢？

按照上述“一般允许、例外禁止”的基本规则，一般情况下控制人可以自由转让其股份并收获交易溢价，但如果溢价出售情况属于上述三种例外情形时，控制权人将不能获得该溢价收益，此时，法院一般会判决将该溢价认定为控制权人的非法所得，或归入公司，如前述 *McClure v. Law* 案与 *Gerdes v. Reynolds* 案等，或由公司原其他股东按持股比例分享，如前述 *Perlman v. Feldmann* 案。

对于第一种办法，即将控制权人的不当收益归入公司，在公司法人财产独立的制度前提下，理论上倒也合理，但实践中会出现的困境是：控制权人往往是公司的大股东，公司利益的恢复又使他成为最大的受惠者，这样，对控制权溢价收益的股东派生诉讼就变成了一场“诉讼游戏”；^[36]公司少数股东劳心劳力，回头看却发现诉讼的最终、最大受益

[35] Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Shleifer, *Tunneling*, *American Economic Review*, 90, 2000, pp. 22 - 26.

[36] 甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社 2006 年版，第 232 页。

者还是公司控制权人,实难称公平。那么,如果采取第二种办法,即控制权溢价由控制权人(溢价出售股份者)以外的公司原其他股东分享,是否就能体现公平呢?也不尽然,因为控制权私人利益具有隐蔽性,很难明确区分出溢价收益的某一部分到底是属于公司还是属于某些股东的。恰好 *Perlman v. Feldmann* 案和 *Gerdes v. Reynolds* 案分别采用了上述两种控制权溢价收益归属方法,两难之下,我们不妨看看它们在实践中应用情况来作一个比较:

在前述 *Perlman v. Feldmann* 案中,Feldmann 转让了相对控股股份,同时也转让了公司控制钢铁分配的能力,还促成公司管理层的改组,联邦第二巡回法院判决要求“被告非法所得应由本案原告(原告 Perlman 是 Newport 公司的小股东)及原告所代表的其他少数股东所分享”。Feldmann 获得的控制权溢价收益由 Newport 公司原少数股东分享,不包括新旧控制权人。法院判决书的第[9][10][11]段清楚写道:“……在市场短缺、公司产品可带来不寻常的溢价时,受托人 Feldmann 自己不能掠夺该溢价,特别在其担任公司总裁和董事的情形下,该种以其合营者的利益为代价而获得的个人利益尤其应该被禁止。本案中,Feldmann 的三重身份使得其对义务的违反更为明显。……因此,Feldmann 应将其和其同伙(codefendants)所获利润归还少数股东。正如原告(少数股东)所主张的,原告有权获得对自己权利而非公司权利的救济,因为无论 Wilport 还是其继任者都不应该分享判决可能带来的收益。被告不可能反对此种判决,因为这是唯一的选择,如给予作为整体的公司提供救济,将会使其承担更大的责任。”判决书充分诠释了 Feldmann 对少数股东的信义义务和责任,认为 Feldmann 溢价售出控制权的行为侵害了少数股东的合法权益,以此形成本案关于溢价归属的裁判基础。

Gerdes v. Reynolds 案^[37]是公司新控制权人通过目标公司高流动性资产掠夺公司财产的典型判例。该案基本案情是:1937年至1938年1月,被告 Clarence K. Reynolds 和 William F. Woodward 出售其持有的 Reynolds Investing 公司控制股份,并帮助新控制权人选举

[37] *Gerdes v. Reynolds*, 30 N. Y. S. 2d 755 (Sup. Ct., 1941).

Prentice, Mayer, Davis, McLanahan 替补董事席位。1938 年 1 月 3 日,在新的管理层接管公司控制权之后,Prentice 和 Davis 在未经董事会授权的情形下,打开了公司保险箱,并移走价值约 1,000,000 美元的证券,其将这些证券置放于由 Prentice 和 Brady 作为成员(合伙人)的证券经纪公司 Prentice & Brady。其后,Prentice & Brady 陆续卖出了这些证券,Reynolds 公司前任管理层质押于 Prentice & Brady 的其他证券也被处理,然后,新控制权人采用制造虚假交易、开立支票并多次背书,以转移支付的方式掠夺了前述证券售出所得。

Gerdes v. Reynolds 案涉及的控制权溢价交易非法所得被纽约最高法院判令归入 Reynolds Investing 公司,判决书要求被告承担责任的理由为:“(1)被告违反了对公司 and 公司债券持有者、优先股股东和普通股小股东的信义义务,进行了股票出售和与之相随的辞职及选任购买者作为其继承人替补其位置这一本身违法的交易行为;(2)即使该种交易行为本身并不违法,作为卖方的被告疏忽大意地或者恶意地未对买方进行调查或者提前通知其他股东即将到来的管理层的变化,尤其在超额价格本身足以使得被告注意到某些不正当行为可能将要发生的情形下。”同时,判决认为:“公司董事负有信托义务,并有义务善意照管信托财产并经营信托事务。若其违反该种义务,引致资产浪费或者财产损失,那么其将负担与衡平法上一般受托人相同的责任。”显然,案中被违法售出的 Reynolds Investing 公司所持有的证券属于 Reynolds Investing 公司财产,而被告转让其控制权获得的高溢价,只是新控制权人觊觎并进而掠夺这笔证券财产的对价。所以,该案中原控制权人的溢价收益是建立在对公司利益侵害的基础上,故判决归入公司顺理成章。

通过比较可以发现,在美国判例法中,当出现控制权溢价交易收益归属之例外情形时,其溢价收益将不再由公司控制人享有,而是出现两种归属路径:如果控制权溢价交易侵害了公司利益,那么该溢价部分归入公司;如果控制权溢价交易侵害了公司其他股东利益,那么该溢价部分由公司原其他股东分享。这两种溢价收益归属路径殊值我国关注,尤其应在我国法律关于股东派生诉讼之诉讼利益归属问题的规则完善过程中予以借鉴。

五、我国的相关实践及规则应对

在我国,尽管法律上对上述公司控制人溢价出售其股份行为等尚无规范,但实践中,控制权人借助控制地位高价出售其股份、对公司或其他股东造成不良影响的控制权溢价交易行为早已泛滥横行。有学者对此泛化使用“控制权正当行使”概念,要求控制人在握有公司控制权时,基于信义义务的要求,不得从事有损公司和其他股东利益的行为,比如关联交易、内幕交易、过度薪酬、利益输送、大额占款等。^[38]这些研究和对策当然有其合理之处,但还有更多的细化和可操作空间的设计,如控制权、控制人究竟如何认定,控制人对公司及中小股东的信义义务具体为何,控制人溢价出售其股份是否应当受到一定的限制,如发现这种溢价行为存有不当之处,其收益归属应做何种重新分配,等等。因此,本文借助上述学理和比较法上的探讨,对我国公司和证券法律体系中的相关规则缺陷及其理论基础不足进行分析,并提出框架性建议。

(一)我国法关于“控制人”的界定存在缺陷

公司控制权不是公司法上的实定法权利,但控制人概念在法律上已进行了界定,只不过,我国公司法对控制人的规定存在缺陷。

公司控制人(控制权人)是行使控制权的法律主体,其控制形式应当包括绝对控制、相对控制和实质上的控制,故理论上一般认同,所谓控制人,是指基于股权控制机制和非股权控制机制而控制公司的任何自然人、法人或其他组织。在外延上,控制人包括了得以直接或间接控制公司的控股股东、实际控制人以及董事、高级管理人员等主体。申言之,公司立法上的“实际控制人”属于控制人的一种。^[39]反观我国公司法上规定的“实际控制人”,却背离了这种基本理论认识。《公司法》第217条第3项将“实际控制人”定义为:“虽不是公司的股东,但通过投

[38] 同注[36],第71~75页、77~84页;王保树、杨继:《论股份公司控制股东的义务与责任》,载《法学》2002年第2期;宋从文:《公司控制权正当行使的实证分析》,载《法律适用》2009年第4期等。

[39] 李建伟:《关联交易的法律规制》,法律出版社2007年版,第34页。

资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为的人。”此规定将“实际控制人”限定为“不是公司的股东”,在逻辑上实在有失周延。^[40]

从表面看,《公司法》第217条第3项界定“实际控制人”时将公司股东排除在外并不是毫无依据,例如有观点认为,“即使持有表决权的多数也不必然带来义务,除非持有人实际控制公司,是控制带来义务的”。^[41]言下之意控制可以与控股无关。但对此持批评意见的学者称其为“‘控股股东’概念界定上的行为主义标准”。^[42]尽管持股数量很少甚至不持股而实际控制公司的情形不多见,但并不是不存在,^[43]只是相应的职务安排、协议安排或投资关系等必不可少,否则很难实现对公司的控制。不过即便如此,这也不应当成为立法中将公司控制人与股东截然割裂的依据,因为掌握控股权是实现控制权的终极路径。对控制权的认定还是应采客观的股权标准较为妥当,即公司控制权以股权控制为基础、以实际控制为补充,“只要股东在股权比例上居于绝对或相对多数,构成控制地位,就应判断为控制股东”,^[44]而不应以控股股东是否行使甚至滥用其股权表决权为前提;对于非控股情形下的公司控制,正如前文所述,“构成实质性控制是一个事实问题”,需要具体问题具体分析。

结合《公司法》第217条第2项关于“控股股东(包括绝对控股和相对控股股东)”的规定分析,可以发现,我国公司法试图将控股权和控制权、控股股东及控制人分别规定,划清二者界限。然而,对控制权的认识正在逐步演进并发生变化,复合型控制权——相对控股加管理层实质上的控制,在公司——尤其是股权较为分散的上市公司的控制中越来越多见,前述将其分别规定的立法模式反而容易导致对控制权的认识模糊,混淆控股权和控制权的关系。就本文研究而言,控制权与股权的紧密联系也是控制权溢价研究的逻辑基础,因其溢价必然通过股权交易产生。

[40] 宋从文:《公司控制权正当行使的实证分析》,载《法律适用》2009年第4期。

[41] 何美欢:《公众公司及其股权证券》(中册),北京大学出版社1999年版,第823页。

[42] 王保树、杨继:《论股份公司控制股东的义务与责任》,载《法学》2002年第2期。

[43] 例如前引Caplan v. Lionel等案的“实质上的控制”情形。

[44] 同注[42],第61页。

因此,对控制人及其控制权应当重新认识,应以股权控制的客观标准为基础,建立绝对控制、相对控制和实质上控制的综合控制权界定模式,设计控制权正当行使的法律规制架构,以防范控制权的滥用。在这样的法律构架中,对控制权溢价出售的收益归属之例外情形亦应有所反映,即公司控制人出售其控制股份,应当体现其对公司和其他股东的信义义务和责任,否则,其出售后的溢价收益就应归入公司或由其他股东分享。

(二)我国法关于公司控制人的信义义务规定缺失

在我国相关法律制度中,信义义务的研究只不过是公司证券法理论中诚实守信的文化宣示,控制人对公司和股东的信义义务(fiduciary duty)^[45]并未有直接体现,而被简化为公司管理层(董事、监事、高级管理人员)对公司的忠实义务和勤勉义务,^[46]义务主体和内容均发生了变化。

这实际上是传统公司法理论在我国法中的体现。依据传统公司法理论,股东有别于公司董事,他们不必对公司和其他股东以及债权人负有义务。^[47]然而,随着控制权被滥用的愈演愈烈的现实以及对控制权私人利益的深入研究,人们发现,控制人损害公司和中小股东权益的事件在不断发生,传统公司法理论日益受到人们的质疑,公司控制人是否也应同公司董事等一样,对公司以及其他股东承担信义义务?并进而对控制权的行使进行一定的限制?这是控制权正当行使的理论基础,也是规制控制权溢价出售的理论依据。

信义义务的前提是信托法律关系的存在,在英美公司法的发展历程中,20世纪40年代后,董事对公司的信义义务逐渐扩展到控股股东身上;至1969年,加州最高法院的一项判决确认控股股东对中小股东也直接承担信义义务,改进了此前的控股股东只对公司负有信义义务的理论

[45] 所谓“信义义务”,是指一种由受信(托)人对受益人承担的具有最大诚信、忠诚、信任和正直的义务。See Byran A. Garner Editor in Chief, *Black's Law Dictionary*, West Group Published, 7th ed., 1999, p. 523.

[46] 参见《公司法》第148条、《上市公司收购管理办法》(2008年修订)第8条。

[47] 同注[40],第40页。

主张。^[48]此后,美国法学界一直认为控制人与公司及中小股东之间存在信义关系,其理论基础概有:(1)优势地位论:即控制股东具有的优势地位是产生控制股东诚信义务的直接原因;(2)实际控制论:控制股东是公司实际的控制者,是产生信义关系的间接原因;(3)权力与自由决定权论;(4)股东实质不平等论;(5)受托人地位论:控制股东处于受托人地位。其中,“受托人地位”论得到最广泛的接受。信托关系是特定当事人之间的一种不对等的法律关系,受托人处于一种相对有利的地位,而受益人和委托人由于信息不对称和失去操作权而处于弱势地位。法律为了保护受益人或委托人的利益,防止受托人滥用其权力,要求受托人对受益人或委托人负有信义义务。美国公司法将公司的董事视为公司财产的受托者,认为作为受托人的董事应对信托财产负有信义义务。但随着公司控制人之多数决原则的滥用,其司法实践进一步把此理论扩大到了控制股东和弱势股东之间。^[49]

同样,德国公司法也承认控制股东对小股东负有诚信义务。德国学者普遍认为,表决权行使的自由不能发展到表决权的滥用,支配股东的表决权是带有法律义务的权利,其行使受社会秩序和诚实信用原则的约束;考虑少数派股东的利益,是支配股东行使表决权时的义务。善良风俗原则、权利滥用理论等是法院限制支配股东滥用其表决权的理论依据。^[50]

通过比较法研究可以发现,公司控制人(较多的表现为控股股东、支配股东)对公司以及其他股东的信义义务一直存在,这在一些国家既有系统的理论研究,也是司法裁判的依据。这既是法律对实践需求的一种基本回应,也是股东民主理念的发展,它填补了传统公司法中资本多数决原则、表决权自由行使原则和有限责任原则存在的制度漏洞,也是对

[48] 朱慈蕴、郑博恩:《论控股股东的义务》,载《政治与法律》2002年第2期。

[49] 习龙生:《控股股东的义务和责任研究》,法律出版社2006年版,第61~65页。

[50] 同注[40],第40页;另可参见[韩]李哲松:《韩国公司法》,吴日焕译,中国政法大学出版社2000年版,第393页;亦可参见[德]格茨·怀克、克里斯蒂娜·温德比西勒:《德国公司法》,殷盛译,法律出版社2010年版,第578~580页;[德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔:《德国资合公司法》,高旭军等译,法律出版社2005年版,第111~118页、470~473页,有部分类似相关的表述。

公司自治原则的有益补充。因为公司控制人具有无可比拟的优势地位,如不课以特别的义务,非控制股东或债权人甚至公司自身的利益都有可能被其恣意侵害,对此,不能仅仅依赖道德约束来保证控制权的正当行使,信义关系的客观存在是控制权应当受到一定限制的理论基础。如此,如能明确确立公司控制人的信义义务,控制权正当行使以及控制权溢价收益的法律规制就能具备正当化的法理根据。当然,对试图将作为公司内部治理制度理论基础的信义关系理论无节制地扩展到股东之间,甚至波及潜在股东的观点应有所警惕。

(三) 控制权溢价收益及其归属问题的框架性立法设想

涉及公司控制权的交易多发生在公司并购中,交易定价是其中的核心问题。我国《上市公司重大资产重组管理办法》规定,发行股份价格不能低于上市公司董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价,该定价机制基本适应当前以整体上市、借壳上市为主流的重大资产重组的特点,在维护中小投资者利益方面发挥了积极作用。^[51] 但从市场实践看,随着国内并购重组市场化程度的提高,控制权溢价交易会以各种方式出现。^[52]

回顾我国公司控制权溢价交易的现实,可以发现其间潜藏着许多问题,而由于理论的落后和规则的缺位,权益被侵害的公司或中小股东只能徒唤奈何。例如,2003 年我国证券市场连续发生的几起上市公司要约收购中,^[53] 南钢联合收购南钢集团持有的南钢股份(600282,SH)每股溢价 10.12%,^[54] 成商集团(600828,SH)的收购价为净资产加价 10%,格林柯尔公司收购亚星客车(600213,SH)控制股份的收购价为净资产加价 15%。^[55] 相比于这些公司的公开交易价格及公司净资产,收购价的确定并不合理,导致的结果是小股东折价(指要约收购价低于股

[51] 蔡曼莉、徐翌成、陈洁:《关于完善重大资产重组股份发行定价机制的思考》,载《证券市场导报》2011 年 6 月号。

[52] 参见注[51],第 5 页。

[53] 控制权溢价交易常见于上市公司收购中。

[54] 张人骥、刘春江:《控股溢价、流通溢价与上市公司要约收购:南钢股份案例研究》,载《管理世界》2006 年第 2 期。

[55] 贺宛男:《大股东溢价小股东折价——要约收购规则亟待修改》,载《新财经》2004 年第 1 期。

票公开交易价)、大股东拿的却是溢价。^[56]在如此不对等的价格条件下,中小股东的权益谁来维护?我国对上市公司的相关规定在这些方面均无着墨,^[57]我国现行的法律制度坚持股权转让自由原则,但对控制权交易对中小股东利益的影响有所忽视,特别是对控制权私人利益及交易溢价存在的事实、溢价的归属以及溢价是否对中小股东造成了损害等未作规定。

有鉴于此,本文在前文研究的基础上,对控制权溢价交易及其收益归属问题提出框架性制度构想,主要包括控制权溢价交易披露与说明、溢价收益再分配、溢价交易追踪、溢价收益追讨等方面。

1. 控制权溢价出售的信息披露义务。披露义务人是公司控制人;披露内容包括所出售股份的比例、买受人、出售原因、对公司影响的分析、出售价格、溢价是否过高、溢价的理由等;披露方法是,如果是上市公司,应符合《证券法》关于信息披露的要求,如果是非上市公司,应要求控制人将该信息主动告知其他股东及债权人。

另外,还可借鉴美国一些州的立法,赋予公司董事会对于控制人股权协议转让的审查权。如规定当转让有表决权股份的比例达到一定程度的时候,需经过董事会的同意,否则即使该股权交易完成,新的控制人也不能行使表决权。^[58]此外,该项审查的结果亦应披露。

2. 控制权溢价出售前应做出承诺。控制人溢价出售其股份之前,该股份的买卖双方应联合发表声明、做出承诺,履行新旧控制人对公司及中小股东的信义责任。承诺内容包括但不限于:控制股份转让不存在掠夺公司财产情形、没有买卖公司职位现象,也不会侵占公司商业机会,否则,控制权交易溢价部分将归入公司或由其他股东分享。

3. 完善中小股东的权益救济机制。目前解决这一问题的主要路径是股东派生诉讼机制,我国公司法对此略有规定,但不够完善,主要表现在两个方面:一是诉讼对象仅限定为董事、监事和高级管理人员,没有包

[56] 该溢价主要是指要约收购前的协议收购价与公司净资产比较的价格,这种比较方式因我国非流通股的特殊情况所致。

[57] 例如,《上市公司信息披露管理办法》《上市公司收购管理办法》《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》等法规。

[58] 施东晖:《上市公司控制权价值的实证研究》,载《经济科学》2003年第6期。

括公司股东等其他类型的公司控制人;二是对派生诉讼利益的归属没有明确规定。

4. 尽职调查、控制权溢价交易追踪及溢价收益的追讨。要求控制人出售其股份前,自行或委托中介机构对股份买受人进行调查,主要调查买受人的资信、是否是公司的“潜在的掠夺者”(suspected looters),并分析其入主公司后对公司产生的影响,由此体现出对公司以及其他股东和债权人负责任的态度。

至于将这项尽职调查义务视为一般性的确定义务(affirmative duty):一旦发生控制权交易则产生该项调查义务,还是附条件义务(conditional duty):只有在存在合理怀疑的条件下才有此项义务,^[59]尚可进一步斟酌。但至少应当明确的是,控制权溢价出售前对买受人进行尽职调查是控制人的一项法定义务,公司董事会或非控制权人可要求控制人履行该项义务。制度构建方面,对控制权溢价交易后可设定一段时间的追踪期,若发现其交易存在前述不当情形,可由公司或股东追讨。

最后,应当指出的是,公司控制权并不必然溢价转让,如公开市场交易低迷而大股东亟需资金等情形,控制权也可能折价转让;同样需要再次申明的是控制权溢价转让的收益并不必然非法,例外也仅仅是例外。但是,这些例外情形反映出公司及其他股东的利益确实有受到侵害的可能性,对此,以追求公平为己任的法律就应予以关注,而不能回避。故而,本文建议对控制权溢价交易及其收益归属问题建立特定情形的禁止性规定,从而有助于我国公司治理结构的完善,因为“少数股东有权获得平等分享为公司控制股权支付的溢价的机会,该规则将会深刻影响控制股权转让的方式”。^[60] 关注控制权交易溢价的同时也应关注控制权的估值溢价,对其其中不合理的行为——多见于上市公司治理中的诸如利益输送、关联交易、内幕交易以及不合理薪酬和在职消费、大额占款等的规制,控制权私人利益及其溢价收益归属例外的研究应可提供一定的理论支撑。

[59] 参见前注[24]、[25]。

[60] Supra Note 15, Zeltin v. Hanson Holdings, Inc., 397 N. E. 2d 387 (N. Y., 1979). “minority stockholders are entitled to an opportunity to share equally in any premium paid for a controlling interest in the corporation. This rule would profoundly affect the manner in which controlling stock interests are now transferred.”