

异议股东评估权之理论反思与规范续造

周 淳

内容提要:异议股东评估权是公司组织变更时,主动或被动放弃公司股权之异议股东,通过法院介入调整对价而确保其获得公平补偿的权利,应用于全部公司类型。与此不同,卖回权仅适用于封闭公司,旨在为遭受不公平损害的小股东提供退出通道。两者在规范意旨、适用事由与要件构造上存在本质差异。基于此,对公司多年可分配却不分配利润、可解散却决议存续等情形,应适用卖回权。评估权纠纷的裁判核心在法院强制介入股权价值认定。为实现评估权之监督利益冲突与公平补偿功能,法院应区分组织交易是否为关联交易作类型化处理,有区别地参考评估价格、交易价格与股票市场价格,以确保异议股东按比例取得公司持续经营价值,防止组织交易成为价值转移的工具。

关键词:评估权 卖回权 异议股东 监督利益冲突 公平价值

周淳,浙江大学光华法学院副教授。

异议股东评估权是现代公司法协调组织变更效率与少数股东保护的制度产物。当公司发生合并、分立等重大组织变更时,多数股东通过法定表决机制推动交易完成,异议股东则有权请求取得其股份的公平价值。该制度的规范意旨在于为多数决提供合法性支撑的同时为少数股东提供公平救济。在公司股权集中度较高、证券市场深度有限的中国,评估权对中小股东保护具有特殊价值。

2023年修订的《公司法》扩充了公司回购股权的法定情形,涵盖异议股东评估权和小股东卖回权两类规范。^[1]前者针对组织变更中反对股东的价值补偿请求;^[2]后者则赋

[1] 公司法之资产分割原则限制股东任意取回出资。如章程或股东协议未有规定,在有重大事由时小股东可向法院请求判令公司或者控股股东收购其股权,该权利通常称为退股权或回购请求权;同时,股东反对公司合并、分立、转让主要财产等组织变更时享有的评估权,我国学者也称为异议股东回购请求权。为在文中区分二者,本文将前者称为小股东卖回权或简称为卖回权,后者称为异议股东评估权或简称为评估权。《公司法》对有限公司和股份公司分别规定了公司回购股权和公司回购股份情形,为简化表述,下文用“股权”统一指称“股权或股份”。

[2] 公司合并、分立、转让主要财产时,股东取得对价有三种情形:本公司股权(股权价值可能发生显著变化)、另一公司股权、现金或现金等价物。评估权之内容,既包括对价形式之调整(股权转变为现金),亦包括对价金额之调整(价额增加),但在过去研究中,仅有前者得到关注,评估权被简单等同于退出权。

予封闭公司小股东在控股股东滥用权利严重损害其利益时强制退出的权利。

然而,现行立法未能充分辨识两类规范的差异,一方面忽略了评估权之价值修正面向,将其简化为退出通道;另一方面又对评估权与卖回权的事由杂糅规定。这一处理方式引发若干规范困境:其一,两类权利统一的法理基础有待厘清;其二,有限公司、封闭股份公司^[3]和公开股份公司的差异化构造难以得到合理解释;其三,评估权的公平补偿功能被遮蔽,公开公司股东在组织变更中的保护需求难获回应。上述认识缺位如不及时更正,恐在未来导致司法裁判和监管实践对规则核心的持续失焦。

一 评估权的实践异化与规范困境

(一) 实践困境

《公司法》2005 年大修首次引入异议股东评估权,但在过去约二十年间,该权利始终处于闲置甚至异化状态。笔者在“北大法宝”检索 2006 年至 2023 年间异议股东与公司间的评估权纠纷,数量实际不足百例,显著少于其他股东权利纠纷。^[4] 司法裁判的分歧主要如下:其一,评估权是否为股东之法定权利,可否通过章程或股东协议排除;^[5]其二,在公司连续五年可分配不分配利润或可解散却存续的情形,评估权之前置要件得否排除;^[6]其三,法院有无认定股权价值之职责,^[7]应否以体现公司清算价值的净资产价值计算全部股权价值。可见法院对评估权之规范本质和构成要件并不清楚,对其意旨也不甚明了。在合并分立等组织变更中,“公平”要素的缺失导致异议股东失去股权却无法取得股权的客观价值,可能遭受“二次伤害”。

股份公司异议股东的评估权则完全落空,司法实践中几无适用实例。在上市公司实践中,异议股东评估权被异化为股东的现金选择权。^[8] 现金选择权看似提供了合意退出的通道,实则从根本上剥夺了异议股东请求司法界定并追索股权公平价值的权利。现金选择权本质为事前由公司自行定价的卖出期权,^[9]实践中,上市公司设定的行权价格通

[3] 本文所指封闭股份公司,是指股份转让存在章程或股东协议限制的股份公司。参见邓峰著:《普通公司法》,中国人民大学出版社 2009 年版,第 93 页。

[4] 笔者以“请求公司收购股份”为案由,以 2006 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日为区间(即引入异议股东评估权至本次修订修改相关规定的的时间区间),在结果中全文检索《公司法》第 75 条或第 74 条,并排除对赌协议等约定回购的纠纷,合并相同被告、相同事由起诉的案件,仅得到 71 个相关案例。可资对比的是,在同一时间区间内有关股东优先认缴权、优先购买权的纠纷,均逾千例。在相关文献中也有类似发现,参见陈洪磊、张馨云:《有限责任公司异议股东股份回购请求权制度实证研究》,载黄红元总编《证券法苑》第三十五卷,法律出版社 2022 年版,第 208-210 页;曾思:《论股东回购请求权对利益冲突交易之规制功能》,《环球法律评论》2024 年第 4 期,第 91 页。

[5] 认可章程排除异议股东评估权的效力的判决,参见广西壮族自治区柳州市中级人民法院(2021)桂 02 民终 3568 号民事判决书。

[6] 参见李建伟:《从异议股东回购请求权案裁判看商事法律的解释与利益衡量》,《人民司法·应用》2023 年第 22 期。

[7] 例如,部分法院仅裁判公司具有回购义务,却回避价格的认定,参见内蒙古赤峰市中级人民法院(2013)赤商终字第 62 号民事判决书。

[8] 参见李文莉:《公司股东现金选择权制度构建探析》,《政治与法律》2012 年第 5 期,第 85-87 页。

[9] 参见上海证券交易所《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第六号——上市公司现金选择权业务指引(试行)》。

常略低于交易定价、等于或仅略高于股票市价,因而基本沦为“装饰”。但通过现金选择权,公司和内部人既可以控制反对交易的表决权数量,消解股东为了取得更高溢价而反对交易的动机,又在形式上符合监管机关保护小股东的要求。甚至,公司内部人可通过操纵交易时间影响行权价格,使现金选择权演变为内部人推进交易的工具。

(二) 规范缺失

评估权被闲置和异化的原因,首先在其规范意旨被窄化为提供流动性;其次在 2005 年《公司法》的有关规定范围过窄、限制过多,行权条件极难满足。

我国《公司法》2005 年修订时首次规定了异议股东评估权,但对其规范意旨的理解始终重在退出功能。^[10] 在该次修订过程中,为便利合并分立等交易进行,修订草案引入了源于美国法的异议股东评估权,规定公司合并分立时异议股东可要求公司以公平价格收购其股份。^[11] 但在审议时,立法者误将评估权等同于小股东破除资本锁定的退出通道,^[12] 将其移至有限公司专章,又在适用情形中增加“可分配不分配”“可解散却存续”,并删除价格公平性要求。^[13] 同时,立法者将股份公司合并分立情形时收购反对股东股份作为禁止收购本公司股份之例外,并略去行权程序与价格公平要求。

2023 年修订的《公司法》填补了 2005 年《公司法》对股份公司评估权规定的体系缺漏,并对有限公司增加了控股股东滥用权利时的小股东卖回权,后者不以异议为前提。根据现行规定,公开发行股份公司^[14]的股东仅在合并、分立情形享有异议股东评估权;非公开发行股份公司与有限公司的股东在公司合并、分立、转让主要财产,连续五年满足利润分配条件却决议不分配利润,存续期限届满或解散事由出现却决议不解散时享有异议股东评估权。^[15] 由此形成一套差异化的法定股权回购规范,见下表。但前述规定不仅继续遮蔽了评估权的定价修正功能,也延续了评估权的适用事由与要件规定,可能引发作为组织变更救济的评估权与作为压制救济的小股东卖回权之间的张力。在评估权的嗣后适用中,仍有以下问题需要澄清。

其一,逻辑起点不明。立法者认为异议股东评估权与小股东卖回权功能等同,均在为股东开辟退出通道。但现行规定的差异化结构,难以被退出意旨统合。现行法对上市公司原则上排除异议股东评估权,仅保留公司合并、分立情形之例外;针对封闭公司股东退

[10] 参见张穹主编:《新公司法修订研究报告》(下册),法律出版社 2005 年版,第 156 页;安建主编:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社 2013 年版,第 125 页。

[11] 参见曹康泰:《关于〈中华人民共和国公司法(修订草案)〉的说明》,《中华人民共和国全国人民代表大会常务委员会公报》2005 年第 7 期,第 576 页。

[12] 释义原文为:“多数股东利用股东会决议客观上‘绑架’或‘裹挟’其他股东,使其合理期待的利益落空或蒙受额外风险的威胁时,小股东有权要求收回投资。”安建主编:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社 2013 年版,第 125 页。

[13] 2005 年《公司法(修订草案稿)》第 212 条规定:“股东对于股东会或者股东大会作出的公司合并、分立决议持异议的,可以要求公司以公平合理价格收购其持有的公司股份。”

[14] 在我国现行发行上市一体化的制度安排下,“公开发行股份”与“股票在证券交易所上市交易”在程序上不可分离,公开发行股份的公司实践中即为上市公司,下文统称“上市公司”。

[15] 较为特殊的是《公司法》第 219 条规定的简易合并与小型合并。简易合并中,标的方无须经股东会决议,但股东享有评估权;小型合并中,收购方无须经股东会决议且异议股东不享有评估权,标的方股东享有异议股东评估权。

出困难的结构困境增加了控股股东滥用权利时小股东的卖回权,却规定后者仅适用于有限公司,不适用于封闭的股份公司。其二,体系评价失准。现行法排除股份公司中小股东卖回权的适用,又对公司连续五年不分配利润这类通常认为挫败股东合理期待的行为单独处理,将其涵摄于统一适用于封闭股份公司与有限公司的评估权,导致相似情形不同处理。对股份公司多年不分配利润、但又不符合第 161 条第 1 款第 1 项之情形,应类推适用小股东卖回权,抑或类推适用异议股东评估权,并不清晰。其三,权利本质不明。部分司法实践将评估权理解为意定权利,^[16]上市公司向股东提供之现金选择权得否排除股东之评估权也存在疑问。现金选择权与股东事后诉讼在结构上互斥,^[17]上市公司小股东如质疑组织交易对价过低,向法院提起评估权诉讼,法院可否以其放弃现金选择权为由驳回?其四,核心要素不全。现行法“合理价格”之规定忽略了评估权的定价修正功能。在合并分立交易的部分情形,如本次《公司法》修订新增的小型合并中,股东可能不缺乏退出通道,但缺乏公平补偿。评估权之规范重心究竟在回购义务之确认抑或交易价值之修正,股权价格如何认定,均不明确。

表 现行法中股东要求公司回购股权之法定情形

情形	有限公司的 异议股东	非公开发行股份 公司的异议股东	公开发行股份 公司的异议股东
合并、分立	有	有	有
转让主要财产	有	有	无
五年符合利润分配条件却不分配利润	有	有	无
可解散却以股东会决议继续存续	有	有	无
控股股东滥用股东权利,严重损害公司 或股东利益(不以异议为前提)	有	无	无

二 评估权规范意旨之重述

现行公司法实践与规范困境的成因,在于过度强调评估权的退出功能,忽略了价格修正才是其核心。估价功能独立于退出功能。公司为合并、分立或转让主要财产等组织交易时,股东保有或取得的对价有三种情形:价值可能发生显著变化的本公司股权、另一公司股权或者现金。取得后两种对价的股东实已主动或被动退出公司。仅强调退出功能,将产生对这部分股东救济不足、甚至以合意退出掩盖对价不公的风险。评估权的价格修正意旨过去在我国未得到重视,是因挤出合并并不盛行。但随着本次《公司法》修订中现

[16] 对比第 89 条第 1 款和第 89 条第 3 款,第 1 款之规定以“可以”为提示性语词。实践中,有法院据此认为章程可以排除异议股东评估权的规定,参见广西壮族自治区柳州市中级人民法院(2021)桂 02 民终 3568 号民事判决书。

[17] 因现金选择权之行权价格必然低于交易价格,如股东对交易价格不满,其必然放弃现金选择权;而且,异议股东行使现金选择权即向公司或指定第三方出售股票,将丧失股东资格,其即便对交易不满,也无法再提起决议撤销之诉或股东代表诉讼。

金合并^[18]简易合并的增加,少数股东在组织交易中面临定价不足等机会主义行为剥夺的风险显著增加,回归评估权“公平补偿”的本源意旨势在必行。

(一) 为组织变更之多数决提供合法性

评估权发源于美国,其最初被认为是公司重大组织变更中一致决向多数决转变的产物,是股东失去否决权的补偿。美国早期公司法理论认为,公司是特许的产物,股东之股权系固有权(vested right),来源于国家、公司与股东之间的合同。^[19] 故换股合并须经全体一致同意,否则相当于剥夺股东之财产并强行给予其另一财产作为对价。然而,一致决实质上赋予小股东一票否决权,小股东敲竹杠行为严重阻碍有效率的合并。故在一起突破性案例中,法院证成了公司合并多数决的正当性,^[20] 判决只要反对股东能按比例取得公司出售之价值,合并可继续进行。在法院认可合并中的多数决效力后,美国各州以成文法形式增加公司合并时的异议股东评估权条款,赋予反对股东诉至法院、由法院主导股权评估并取得现金支付的权利。^[21] 可见,评估权的功能之一在于推动针对公司组织变更的法律规制,实现从财产规则向责任规则之转变。评估权为多数决议处分少数股东股权提供了正当性,但否决权补偿说未能充分说明,正当性系来源于反对股东的退出机会抑或对股权价值的充分补偿。故在后续演进中,美国发展出退出通道说,而德国在引入简易合并制度时,面对简易合并实质征收少数股东股权的质疑,法院提出应对股东提供其股权的全额补偿。^[22]

(二) 为少数股东提供退出通道

退出通道说主张,合并、分立等组织变更导致公司资产价值发生重大变化,少数股东只能被迫接受其所反对的变化,故评估权之功能在于打破多数股东对少数股东的锁定,提供退出通道。^[23] 退出通道说有其价值,在这一学说影响下,公司章程不当变更类别股权利等意定异议股东评估权实践日益丰富。

退出通道说亦有明显的历史局限性。其一,退出通道说滥觞于禁止现金作为公司合并对价的法律环境。^[24] 在只能通过换股或资产置换进行重组的制度背景下,异议股东确需通过司法估价退出公司。但在现金合并盛行的当下,股东面临“被迫退出”而非“无法退出”之困境,强调评估权之退出功能不仅无法救济股东,反而在逻辑上陷入循环论证。其二,退出通道说盛行于美国资本市场早期流动性匮乏时。随着证券市场深度与广度不

[18] 我国《公司法》是否规定了现金合并,尚存争议。有观点认为《公司法》第219条为现金挤出少数股东提供了制度空间,参见耿利航:《公司挤出合并下异议股东回购请求权的功能定位》,《法学研究》2025年第2期,第81页。

[19] See Trustees of Dartmouth College v. Woodward, 17 U. S. 518, 558 (1819).

[20] Lauman v. Lebanon Valley R. R., 30 Pa. 42 (Pa. 1858). 在该案论证中,法院认为,合并与出售主要资产后解散公司本质相同,股东均丧失了特定公司的股权。既然转让主要财产与解散均可经多数股东决议而生效,无须股东一致同意,合并也可以由多数决定。

[21] See Mary Siegel, Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century, 32 *Harvard Journal on Legislation* 79, 86-91 (1995).

[22] Vgl. BVerfG, NJW 1999, 3769, 3771.

[23] See Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 *Georgetown Law Journal* 1, 3 (1995).

[24] 特拉华州公司法几乎是同时引入了评估权之公开市场例外规则与现金作为合并对价规则,参见 Edward F. Greene, Corporate Freeze-out Mergers: A Proposed Analysis, 28 *Stanford Law Review* 487, 489 (1976)。

断加强,股东退出成本不断降低,如评估权之功能仅在于提供流动性,则将失去独立制度空间。退出通道说还有适用局限性。该理论的当然推论是,若反对股东所持股票或所获对价具有流通性,则评估权无意义。其规范表现为公开市场例外规则,即评估权只适用于自身非上市公司且以非上市公司股份为对价的组织变更。20 世纪 60、70 年代美国相当数量的州公司法在该理论影响下采纳了公开市场例外规则。^[25]

然而,组织变更中股东权益受损的根源未必在缺乏流动性,而在对价缺乏公平性。一方面,不利于公司之组织变更发生时,立即“用脚投票”也不能弥补对股权价值的损害。另一方面,退出通道说错误预设了市场有效和零代理成本。组织变更中的内部人处于信息与结构的双重优势,可进行择时、择机交易,甚至诱导市场形成偏低定价。即便内部人并非收购方,也可能基于自利动机批准对价不足的交易。由于信息不对称与理性欠缺等原因,股东很难识别定价不足。组织变更存在的机会主义风险无法被退出通道对冲。有鉴于此,美国相应立法后续均不同程度地修正甚至放弃了公开市场例外规则。《示范商事公司法》曾一度删除“公开市场例外”规则;虽然最终将该规则保留,但极大扩充了例外情形,明确存在现实或潜在利益冲突可能的组织变更不得适用公开市场例外规则。^[26]

从世界主要经济体的立法趋势观察,提供退出通道事实上未成为评估权的功能重心。大陆法系国家如德国、日本、瑞士等国,在引入评估权时均未借鉴市场例外规则。德国合并中评估程序的适用不以股东反对为前提,也无需股东出售股份。^[27]此外,在德国和瑞士的简易合并中,母公司持有子公司 95% 以上股权,可以现金为对价挤出小股东。瑞士法规定,子公司股东在此情形下有权要求法院审查交易对价是否公平,^[28]德国法亦规定,股东可提起评估程序,要求法院对对价充足性进行审查。^[29]日本公司法也未规定公开市场例外规则,日本评估权诉讼大量发生在公开公司。^[30]

(三) 监督交易与公平补偿

由于大量组织交易由实际控制人、控股股东或管理层及其关联方发起,评估权之定价修正功能日渐凸显,并逐渐独立为核心功能。通过法院介入,依据公平标准对股权价值进行强制定价修正,^[31]此种对价审查与调整机制内含于股权之财产权属性之中,不能被章程实质限制或排除。^[32]

[25] 特拉华州于 1967 年修订《普通公司法》(*Delaware General Corporation Law*)中增加了公开市场例外规则,美国《示范商事公司法》(*Model Business Corporation Act*)1969 年修订时增加了公开市场例外规则。See Robert B. Thompson, The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act, 74 *Law and Contemporary Problems* 253, 257-258 (2011).

[26] Model Bus. Corp. Act (2016) § 13.02 (a) (4).

[27] § 14 Abs. 2 UmwG, § 15 UmwG.

[28] Federal Act on Merger, Demerger, Transformation and Transfer of Assets (2003) § 105.

[29] § 327a I AktG.

[30] See Alan Koh, Appraising Japan's Appraisal Remedy, 62 *American Journal of Comparative Law* 417, 420 (2014).

[31] Vgl. BVerfG, NZG 2012, 1035, 1307.

[32] See John C. Coffee, The Mandatory/Enabling Balance In Corporate Law: An Essay on the Judicial Role, 89 *Columbia Law Review* 1618, 1671-1672 (1989). 也有不同意见,如 Jill E. Fisch, A Lesson from Startups: Contracting out of Shareholder Appraisal, 107 *Iowa Law Review* 941, 974-984 (2022)。

否决权补偿说和退出通道说均未能全面认识组织变更中对价不足风险对股东权的深层影响。组织变更涉及股东财产风险的重大变化或财产形态的强制转换。现金合并分立和主要财产转让中,股东对公司持续经营价值的份额被强行买断,这种转换具有不可逆性,如对价无法涵盖公司作为持续经营实体的公允价值,股东权利将遭实质减损。换股交易中,即便股东取得流通股份作为对价,换股比例也切实影响股东财产利益。内部人机会主义行为更加剧了对价不足风险。公平补偿强调异议股东应按其持股比例取得公司的持续经营价值,包括“将公司全部资产和内在业务价值考虑在内的股份的真实价值”。^[33]

公平补偿功能使评估权诉讼兼具事后救济与事前监督属性。评估诉讼可在事后监督有利益冲突的组织变更,帮助股东和法院发现管理层在交易中的不当行为,指引受信义务诉讼,从而减少管理层的机会主义风险。^[34]更重要的是,评估权的行使以股东反对为前提,故其定价机制将设定股东对交易的预期,决定其赞成交易、放弃评估权抑或反对交易、行使评估权。如此,评估权在事前设定了出售公司之重大交易的底价,筛选出为公司增加价值的交易,^[35]从而过滤向关联人进行财富转移的组织交易甚至掠夺性合并。实证研究也表明,公司兼并过程的质量与评估救济的力度密切相关。^[36]所以,世界多个主要经济体的立法趋势为明确现金合并中股东的法定评估权,并对关联方发起的组织交易进行实质审查。^[37]以美国公司法为例,特拉华州公司法规定母公司发起的挤出合并中,标的公司异议股东并不欠缺或者并不需要退出通道,仍然享有评估权;美国《示范商事公司法》规定,有利益冲突的组织交易中,异议股东均享有评估权。^[38]

监督与救济功能的实现,均依赖于法院对公平价格之认定。一方面,定价机制在事前划定了交易底价,使买方更易支付较高溢价,从而筛选交易并惠及全部股东。另一方面,在利益冲突交易中,定价机制亦可在事前激励公平交易程序、定位公平价值的锚点,^[39]在事后救济股东因对价不足遭受的权益损害。

(四)我国法中评估权规范意旨检视

评估权的规范功能涵盖证成组织变更多数决的合法化、向反对股东提供流动性、监督组织变更的实质公平性和防止少数股东被内部人掠夺等多重面向。晚近以来,评估权的监督与公平补偿功能的权重逐渐上升。这一变化过程发轫于现代公司法权力配置的演

[33] BVerfG, NJW 1999, 3769, 3771.

[34] See Hideki Kanda & Saul Levmore, The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law, 32 *UCLA Law Review* 429, 429-473 (1985).

[35] See Daniel Fischel, The Appraisal Remedy in Corporate Law, 1983 *American Bar Foundation Research Journal* 875, 879-880, 885 (1983).

[36] See Audra Boone, Brian Broughman & Antonio J. Macias, Merger Negotiations in the Shadow of Judicial Appraisal, 62 *The Journal of Law & Economics* 281, 312-314 (2019).

[37] See Edward Rock, Paul Davies, Hideki Kanda, Reinier Kraakman & Wolf-Georg Ringe, Fundamental Changes, in Reinier Kraakman et al. eds., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd edition, Oxford University Press, 2017, pp. 186-192.

[38] 8 Del. C. § 262 (b) (3); Model Bus. Corp. Act (2016) § 13.02 (b) (4).

[39] See Albert H. Choi & Eric Talley, Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule, 34 *The Journal of Law, Economics, and Organization* 543, 553-571 (2018).

进——法律赋予多数股东通过集体意志处置甚至剥离少数股东股权的权利,又源于立法对合法组织交易中内部人机会主义风险认识的不断深入。在此背景下,评估权赋予少数股东的“对抗多数”功能不仅针对重大变更本身,更针对有价值转移风险的交易价格,其实现机制是异议股东要求法院作为中立第三方介入并调整对价。

我国公司法对异议股东评估权的意旨理解始终重在其退出功能。2023 年修订中,立法机关释义仍将《公司法》第 161 条称为“股东可以退出公司的规定”,并明确其不适用于公开发行股份的公司,将评估权完全等同于封闭公司的退出通道。^[40] 但第 162 条又对合并、分立情形排除了公开市场例外,与前条立场形成龃龉,立法逻辑未能一贯。此外,我国公司法的条文表述湮没了法院的定价修正职责。自 2005 年《公司法》以降,相关规定仅要求“合理价格”,现行法对公开公司股东评估权甚而略去合理价格的表述,导致现金选择权被视为异议股东评估权在上市公司的具体实例。

从规范层面上看,合理价格更依赖意思自治,公允价值则是对股东的强制性公平补偿。^[41] 两者的规范差异可用董事受信义务之审查标准来说明。不涉及利益冲突时,只要交易定价程序不存在严重不足以至于构成恶意或者重大过失,法院往往尊重董事的商业判断,不进行实质审查。^[42] 但对利益冲突交易,则采取更为严苛的公平标准进行实质审查。从数值上看,合理价格标准的包容范围和裁量空间显著更大。

法院常将正常市场交易中理性买方和理性卖方自愿达成之交易所形成之价格,推定为公平价格。^[43] 但在组织变更情境下,由于存在高度机会主义风险且股东将丧失股权,法院应以更严谨审慎的态度考量公允价值。这要求法院充分审查交易结构与程序,识别任何可能影响交易独立性或公平性的因素。对于存在现实或潜在的利益冲突的组织交易,更应着重于程序公平的审查,通过事后审查修正利益冲突可能扭曲的价值分配机制,纠正内部人对少数股东的价值掠夺。所以,现金选择权既不是评估权,也不能排除评估权。同时,评估诉讼对组织交易的程序与实质审查已包含对董事高管行为的评估,内部人因违反受信义务所应付的赔偿应按比例直接纳入支付给异议股东的补偿金额。^[44] 从这个角度来看,评估权的定价修正功能,从个别救济溢出到全体股东,其对交易底价的设定与程序公正的审查,将实质改善所有股东在组织变更中的地位。

是以,评估权的监督交易与公平补偿功能与我国现行公司法对控股股东、实际控制人、董事、高管等公司内部人行使公司权力行为的严格约束立场,是相一致的,也弥补了我国法对对价不足的组织交易无从救济的漏洞。对价不足很难成为否认决议效力的理由,

[40] 参见王翔主编:《中华人民共和国公司法释义》,中国法制出版社 2024 年版,第 226 页。

[41] 其在价额上不等于完全赔偿,若评估诉讼由异议股东自行承担诉讼费与律师费(不含评估费用)。对财产征收的不完全补偿论述,参见 Thomas Merrill, *Incomplete Compensation for Takings*, 11 *New York University Environmental Law Journal* 110 (2002)。

[42] See Frank Gevurtz, *Corporation Law*, 2nd edition, West Academic Publishing, 2010, p. 685.

[43] See *Ewen v. Peoria & E. Ryco.*, 78 F. Supp. 312 (1948); 再如,我国上海证券交易所发布的《上海证券交易所关联交易实施指引》(上证公字[2011]5 号)第五章规定了关联交易中公允价格的认定方式,其中包括以“可比的独立第三方的市场价格”认定公允价格。

[44] 美国法上有相关讨论,参见 *Weinberger v. UOP, Inc.* 1985 Del. Ch. Lexis 378 (1985)。

股东直接提起损害赔偿又往往面临举证困境。

三 评估权行使条件之重思

公司法当前之规范结构不恰当地糅合了异议股东评估权与小股东卖回权。二者在形式上虽均表现为公司向股东支付价金、股东丧失股权,但二者的规范本质、触发事由及行权程序存在本质差异。异议股东评估权严苛的要件设置不当抑制压制救济的司法能动,强调退出作为唯一目的的卖回权又可能湮没评估权对组织交易的监督要素。糅合导致两种本该并立的股东救济,在制度设计上均出现缺陷,甚而生发适用困境,如公司长期不分配利润时股东究竟应主张评估权或卖回权,上市公司合并分立中异议股东如何行使评估权等。

(一) 评估权与卖回权之界分

公司发生法定组织变更导致股权财产形态或价值发生被动变化,反对股东可请求司法介入对交易对价进行公允性校正。故评估诉讼虽由股东发起,实源于公司主动进行的组织变更。评估权是对组织变更导致股东利益受损的法定救济。组织变更固然可能存在定价不足风险,但其本身仍为公司法所鼓励。多数与少数之间就组织变更发生的意见分歧,并非控股股东与非控股股东之间的结构性冲突,因而异议股东成为“少数”,具有偶然性与随机性。故为平衡便利组织交易与保护少数股东利益,评估权以股东所反对的根本变化发生与股东明确表示异议为双重前提。^[45] 亦即,评估权行使须具备严格法定的客观事由,法院对事由没有自由裁量权,对价值公平性则有认定职责。而由于公司组织变更有前置的债权人异议程序和法定债务清偿安排,法院裁判时通常无须衡量债权人利益。故而,在引入评估权的多个法域,评估纠纷系通过裁定价款的非诉程序解决,^[46] 因股东丧失股权或是组织交易本身的结果,或是行使评估权之当然后果——评估权是形成权,股东作出行权的意思表示即发生股权移转。因此,股东行使评估权的意思表示一经作出,应不允许“反悔”。评估诉讼不能采取代表人诉讼的方式,诉讼有关的律师费用与评估费用可能成为股东行使权利的障碍。较为合理的方式是由公司承担评估费用,既可激励公司主动提供关于公司价值的真实信息,也可降低股东发起诉讼的成本。

与之相比,小股东卖回权是少数股东单方面主动发起、旨在脱离公司并取回出资的机制,是股东权益受损的司法救济。德国法通说认为卖回权是继续性契约终止权在公司法中的类推适用,^[47] 英国法则将其视为合伙人强制清算权在公司中的替代。^[48] 但由于公司的独立人格与资产隔离,股东只能以强制公司或控股股东收购的方式退出其与公司的法律关系,且受资本锁定原则的约束。

[45] 例外是《公司法》第219条第1款所规定的简易合并,有关交易不需要标的方的股东会决议,但基于公平补偿原理,股东仍不对称地享有评估权。

[46] 如日本《非讼事件程序法》(非訟事件手続法)、德国《评估程序法》(*Spruchverfahrensgesetzes*)。

[47] Vgl. Strohn/Fleischer, in: Münchener Kommentar GmbHG, 5. Aufl. 2025, § 34 Rn. 211–212.

[48] See Alan K. Koh, *Shareholder Protection in Close Corporations: Theory, Operation, and Application of Shareholders Withdrawal*, Cambridge University Press, 2022, p. 135.

故此,卖回权以两项要件同时满足为前提:其一,多数股东存在不当行为;其二,前者导致少数股东加入公司之合理期待落空,留在公司的契约基础彻底丧失。比较法上对此表述略有不一,如英国公司法规定股东的退出权应基于其他股东的不当行为给该股东造成的不公平损害;美国法要求符合封闭公司或有限责任企业的法定解散事由,德国和日本等国公司法通常要求有重大或不得已之事由,^[49]但实质逻辑一致。股东加入公司包含多层次权益诉求,如了解公司事务、参与经营管理、取得投资回报等,但无法事无巨细地提前约定,故只能由法院结合个案对继续性契约进行漏洞填补。当多数股东的不正当行为导致少数股东的权益遭受结构性、复合性的挫败,使后者留在公司的契约基础彻底丧失,法院在救济少数股东与维护公司整体利益及债权人利益之间进行利益衡量,发现令公司回购少数股东股份不违反资本维持、不损害公司持续经营能力时,可以强制公司收购少数股东的股份。因此,卖回权诉讼之重点在于由法院根据公平原则,结合个案事实进行自由裁量,确定公司或第三方之收购义务。退出价格可由公司与股东协商,^[50]如少数股东拒绝接受公司提出的合理价格又无正当理由,法院可以驳回少数股东的请求。公司未提出要约或少数股东有正当理由拒绝接受要约的,公平价格的计算应以股东起诉时为定价基准日,评估费用则应由法院根据个案事实裁量分配。

卖回权仅存在于封闭公司。例如,与英国不同,德国、日本等国关于资合公司的成文法中均不存在小股东卖回权,^[51]由法院在个案中类推适用人合性企业的规则。美国公司法中,股东卖回救济是股东解散公司和强制清算权的衡平替代,^[52]也以公司的封闭性为前提。我国法虽仅对有限公司规定了小股东卖回权,但可视具体情形类推适用于封闭股份公司。

(二) 评估权事由限缩

从上述差异观之,法定评估权应限于公司合并、分立、转让主要财产等重大组织变更。对可分配不分配利润与可解散不解散情形,应作为控股股东权利滥用的表现形态之一,归于卖回权调整。

首先,连续五年可分配却不分配、可解散却存续本身均不足以证成股东的无条件退出,现有规范结构将产生体系不协调。对公司连续五年可分配利润却不分配作特别处理,忽略了公司在生命周期不同阶段对资金积累的不同需求,^[53]也未考虑股东各方对此有无

[49] See UK Companies Act (2006) § 994 (1) (a); Model Bus. Corp. Act (2016) § 14.30 (2) (ii); Limpert, in: Münchener Kommentar GmbHG, 5. Aufl. 2025, § 61 Rn. 14; 日本《公司法》第 606 条第 3 款。

[50] 例如,2006 年修订的美国《修订统一有限责任公司法》(Revised Uniform Limited Liability Company Act)删去了此前对股东退出公司的公允价值条款,将卖回权及其定价交给公司自治;原规定为 Uniform Limited Liability Company Act (1995) § 701, 702。

[51] 日本《公司法》中仅对持分会社规定退出权,但此类公司的缺省规定是公司未规定存续期限时股东可在会计年度终了时任意退出公司;Strohn/Fleischer, in: Münchener Kommentar GmbHG, 5. Aufl. 2025, § 34 Rn. 211 - 212。

[52] See James D. Cox & Thomas Lee Hazen, *Treatise on the Law of Corporations*, 2nd edition, Aspen Publishers, 2003, pp. 407 - 408.

[53] 数据显示,成立后 3 - 7 年为我国内资企业退出市场高发期。参见国家工商总局企业注册局、信息中心:《突破“瓶颈期”与“危险期”迎接成长关键期——全国内资企业生存时间分析报告》,《中国发展观察》2013 年第 9 期,第 28 - 32 页。可见,连续 5 年满足利润分配条件却不分配利润的公司,基本可视为挺过初创期、进入成长期,立法者更应尊重公司积累资本快速发展的需要。

明示或默示合意的存在,更与卖回权的一般规定产生体系不一致的风险。试举一例,如公司已存续十五年,除第五年亏损、第十年分配些许利润外,其他年度均为可分配却不分配,少数股东被锁定的严重性显然更高,有关股东却无法就第 89 条第 1 款第 1 项主张评估权。

有观点主张,可解散却存续“兼有修改章程和新设公司的双重性质”,^[54] 或为“公司应当消灭而未消灭”。^[55] 诚然,公司继续存续意味着股东取得清算财产时间延长、风险增加,但至多构成股东的合理期待落空,而非根本性变化。资合公司的缺省推定是永久存续,在美国法中,唯“期限限定型”有限责任公司中有企业决定存续时反对股东退出的规则。^[56] 德国学说曾一度以经营期限届满却作出持续决议作为股东退出公司的事由,但当前通说主张仍须满足股东丧失继续留在公司的合理期待方可行使卖回权。^[57]

其次,上述两种情形与评估权要件呈现显著不适配性,故在实践中几乎被虚置。例如,对连续五年可分配却不分配利润,由于“预设条件过于严格、涵盖情形过于狭窄”,^[58] 公司极易通过操纵分配节奏或回避开会而规避评估权规定。对此,司法实践中形成了少数股东持股比例越高,其退出主张越不容易得到支持的吊诡局面。在公司不曾召开股东会决议前述事项时,法院认为持股不足 10% 之股东由于无权单独召集临时股东会,其评估权行使不应以开会和异议为前提;^[59] 但对持股超过 10% 的股东,法院却认为其本可召集临时股东会却怠于召集,不应支持其评估主张。^[60]

对此,有学者主张取消对前述情形的程序要求,扩张评估权适用。^[61] 但于体系损害更小、更符合规范意旨的方案应为将有关情形视为对股东取得投资收益权利的压制,纳入针对股东压制的卖回救济,再视公司类型直接或类推适用第 89 条第 3 款。否则,将对封闭股份公司产生严重的相同情况不同处理风险。这一方案也更利于小股东利益的周延保护。评估诉讼虽由少数股东发起,但事由和期限的严格法定决定诉讼时点实由董事会或者多数股东控制,公司内部人或可规避事由发生,^[62] 或可操纵少数股东行权时间以影响应支付的评估价值。

(三) 评估权行使程序厘清

明确小股东在人合性与闭锁性较强公司中基于股东压制而合理期待落空时的卖回

[54] 叶林:《反对股东股权收购请求权的行使与保障:〈公司法〉第 75 条评述》,《社会科学》2012 年第 9 期,第 75 页。

[55] 赵德勇著:《异议股东回购请求权法律问题研究》,知识产权出版社 2020 年版,第 85 页。

[56] 我国《合伙企业法》与《民法典》中,也有不定期合伙与定期合伙之区分。合伙期限直接影响合伙存续期间合伙人的强制清算权,参见周江洪著:《典型合同原理》,法律出版社 2023 年版,第 635 - 636 页。

[57] Vgl. Berner, in: Münchener Kommentar GmbHG, 5. Aufl. 2025, § 60 Rn. 266.

[58] 刘斌:《中国公司法语境下的不公平损害救济》,《法律适用》2023 年第 1 期。

[59] 《山东省高级人民法院关于审理公司纠纷案件若干问题的意见(试行)》(鲁高法发[2007]3 号)规定,公司连续五年满足利润分配条件却不分配利润的,持有公司不足十分之一表决权之股东可以直接行使评估权。再如济南市中级人民法院(2014)济商终字第 57 号民事判决书;上海市第二中级人民法院(2010)沪二中民四(商)终字第 1406 号民事判决书。

[60] 参见江苏省高级人民法院(2017)苏 04 民终第 910 号民事判决书。

[61] 参见李建伟:《从异议股东回购请求权案裁判看商事法律的解释与利益衡量》,《人民司法·应用》2023 年第 22 期,第 84 页。

[62] 如,公司在期限届满前一年修改章程将经营期限改为无限期,法院认为股东无权行使评估权。参见广西壮族自治区柳州市柳南区人民法院(2012)南民初字第 398 号民事判决书。

权,与异议股东评估权系属两种不同性质之权利,其意义还在于厘清有关行权程序之差异。

评估权之目的与构造,决定其须以股东所反对的交易发生与股东明确表示反对为双重前提。《公司法》第 162 条未明确规定上市公司中异议股东的行权要件,有观点认为,应以异议为已足。^[63] 首先,股东行使评估权将给公司造成流动性风险,从公司利益与交易效率考虑,应要求行权股东提前书面通知公司。而在电子通信方式投票高度便捷的当下,通知或投票给股东造成的成本相差无几,没有必要另立规则。其次,以反对为要件更适宜发挥评估权的事前监督功能。我国上市公司股东会决议并无最低出席人数或股份之要求,只要求出席股东的多数通过,故不出席股东会并无反对效果。最后,省略反对要求还意味着股东以诉讼费用为代价取得一个价值为评估价与交易价格之价差的买入期权,只要股东持有的股权多至足以平摊单位股权之诉讼成本到前述价差以下,即可发起评估诉讼。如此,不但评估权之监督功能化为乌有,滥讼还可能急剧增加。

也是基于上述考量,对评估权的严格程序要求在比较法上是通例。欧盟以指令形式要求欧盟各国制定有关评估权条款,但原则是股东明确反对的,方享有评估权。^[64] 美国大多数州公司法除要求异议股东不得对交易投赞成票、不得接受交易对价外,还要求异议股东应在股东会召开前规定时间内将行权意思书面通知公司。^[65] 在 20 世纪 90 年代美国法学会曾建议将评估权的适用与异议股东之反对投票脱钩,^[66] 以便利交易流程,但该建议并未得到响应。可见,我国公开股份公司合并分立时股东主张评估权也应适用第 161 条规定之程序要求。简易合并例外,较为合理的做法是,子公司董事会有义务按法定或章程程序发出评估通知,股东即可根据该通知在法定期限内主张评估权。^[67]

从《公司法》第 89 条和第 161 条的文义出发,股东与公司协商不成是法院受理诉讼之前提,但具体适用时宜对“合意不成”作宽松解释。有观点主张,如股东未向公司提出请求即失去提起评估诉讼之权利,则有关规定中的后 30 天殊无意义。^[68] 此外,在重大变更中异议股东与公司几无再协商可能。以吸收合并中的标的公司为例,异议股东不满交易价格,但交易结果已然发生,公司人格消灭,存续公司无任何动力支付高于交易价格之补偿价。既如此,强令股东与公司先行协商并无实益。因此,以股东提前书面通知公司其行权之意思表示作为前置条件更为妥适,股东之反对也可解释为包含行使评估权要求公司支付相应对价的意思,通知一旦作出,即不可撤回。法院作出裁判时,还应要求公司向股东支付从组织变更生效日起评估价款的利息。

[63] 最高人民法院民事审判第二庭编著:《中华人民共和国公司法理解与适用(下)》,人民法院出版社 2024 年版,第 719 页;耿利航:《公司挤出合并下异议股东回购请求权的功能定位》,《法学研究》2025 年第 2 期,第 87 页。

[64] See Directive (EU) 2019/2121 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 Amending Directive (EU) 2017/1132 as Regards Cross-Border Conversions, Mergers and Divisions, recital (18), § 86 (i).

[65] See e. g. 8 Del. C. § 262 (d) (1).

[66] See The American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, vol. 2, American Law Institute Publishers, 1994, pp. 324 - 327.

[67] 如美国特拉华州公司法的相关规定,8 Del. C. § 262 (d) (2).

[68] 参见郑远民、赵冰:《异议股东股份回购请求权的程序问题研究》,《时代法学》2019 年第 1 期,第 32 页。

四 评估权公平补偿之实现路径

(一) 确定公平价值的一般考量

确认评估权之成立仅为问题之起点,如何确定公平价值方为问题之核心。若评估权沦为“有权无价”的空洞救济,或定价机制偏离公平补偿之意旨,则评估权条款将沦为具文。股权虽有客观价值,但其公平价值本质是对期值之计量,不存在唯一正确的数值,而是“不同评估方法的折中之物”。^[69]我国司法裁判主要依赖第三方评估意见,评估意见对公司的所有者权益主要按照净资产价值计算;^[70]对上市公司,监管机构选择依赖交易公布前股票的市场价格(下称“市场价格”)。上述评估方法均有局限性,市场价格受市场有效性制约,而净资产价值法仅体现公司的清算价值而非持续经营价值。比较法上,对非上市公司更多以收益法、市场法作为主要评估方法。^[71]

异议股东系因公司主动发起的组织变更被迫放弃股权,应按其持股比例取得企业持续经营之整体价值。企业持续经营价值应以企业作为持续经营实体的价值创造能力为基础来整体评估,而非简单等同于各项资产账面价值的加总,亦非流通股票市场价格的汇总。法院对公平价值的裁判应综合考量评估意见、组织变更之交易价格与市场价格。因此,对评估意见、交易价格和市场价格赋予多少参考价值与客观权重,不仅是事实问题,更是规范问题,切实影响评估权之监督与补偿功能的实现。以交易价格论,理论上,在信息充分且市场竞争完全的条件下,非关联方向公开公司发起合并交易(“臂距交易”)的每股价格应最高,含合并产生的协同效应与代理成本之降低等交易收益,代表充分竞争市场中所能实现的最高成交价格;仅获取公开公司控制权之每股交易价格次之;收购公开公司少数股权的每股交易价格更次之,须较多数交易情形扣除控制权溢价;封闭公司少数股权的每股价格最低,因另需扣除流动性折价。

在认定异议股东股权的公平价值时,不应扣除控制权溢价与流动性折价,但交易价格具体应被赋予何种权重,根本上仍取决于异议之交易是否公平。关联交易中内部人转移价值的风险显著高于臂距交易,交易价格对公平价值的参考性也更弱。基于此,本文提出的方案是区分股东所异议之交易是否为关联交易而进行类型化处理,从而决定交易价格能否参考,以及交易收益如何分配。因篇幅所限,下文以合并交易为例,从主张评估权之卖方公司(标的公司)股东视角加以阐述。

[69] Nicholas Schmidlin, *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis*, Wiley, 2014, p. 159.

[70] 于笔者所收集的案例中,半数以上法院采净资产价值法。这一结论与既有研究一致,参见杨姗、张媛:《异议股东回购请求权的法律适用与立法完善》,载梁慧星主编《民商法论丛》第69卷第2期,社会科学文献出版社2019年版,第203页。

[71] See International Valuation Standards Council, *IVS 200: Business And Business Interests, Exposure Draft (2016)*, <https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2021/10/IVS200BusinessandBusinessInterestsExposureDraftFinal.pdf>, 最近访问时间[2026-03-07]。中国资产评估协会《资产评估执业准则——企业价值》(中评协[2017]36号)也规定了市场法、收益法和成本法。证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》(证监会公告[2023]35号)列举重大资产重组中的估值方法为收益法、市场法与成本法。

(二) 买方为关联方之交易

1. 仅在公平程序满足条件下参考交易价格

以交易价格推定评估价格,将消解评估权的制度价值;^[72]但参考交易价格亦可促进交易、抑制滥讼。关键在于交易是否为自愿公平的臂距交易。^[73]

我国当前公司法对组织交易的程序公平性判断主要着眼于决议的信息披露与决策回避,但内部人对交易价格的影响可能早于谈判和决策。股权不同于有形资产,其价值来源于公司未来经营的现金流,所有关于公司经营成果和未来预期的信息,均由公司管理层控制。控股股东或管理层可能通过信息优势扣留重大信息、掩盖公司的真实价值。即便管理层与收购方不存在关联关系,组织变更也放大了不当行为的机会。管理层可能侵占公司机会、推迟有利投资、进行不公平披露,以压低交易价格以换取其他好处。此外,关联性的组织交易也客观上排除了竞争。当买方是对公司真实价值有清楚了解之内部人士或可能从内部人士处获得准确信息时,第三方很可能不愿意参与竞价。实证研究表明,管理层发起的收购很少出现第三方竞争者。^[74]

对此,有两种不同处理思路。一种是法院实质审查交易程序,仅在交易过程完全符合公平交易标准时,才可能参考交易价格。例如,在美国特拉华州司法实践中,公平交易须满足下列五项条件:臂距交易;董事不存在任何现实或潜在的利益冲突;买方进行了尽职调查并充分获悉关于卖方价值的非公开信息;进行了多轮加价;签约后未有竞争买方出现。^[75]亦即,根据势均力敌的谈判过程、充分竞争的买方市场,确定交易价格是有意愿、能力和充分知情的买方可能支付的最高价格。另一种方案是立法授权法院对交易收益进行再分配,以实质上纠正不公平。^[76]我国现行法并未规定非上市公司之股东会表决回避机制,在买方为内部人或内部人关联方时,特别多数决议通过的交易价格未必公平;即便在关联股东应当回避的上市公司,基于前述理由,法院也应采轻易不参考交易价格的立场。简易合并中,应当推定不参考交易价格。

2. 区分公司形态审慎参考公开市场价格

若交易价格因利益冲突不具有参考意义,则应着重考虑市场价格或评估意见。在标的公司股权无公开交易市场时,公司价值唯有通过专家评估可得。于标的公司为上市公司情形,股票市场价格提供更客观的参考依据,但利益冲突仍可能影响市场价格之客观性。^[77]

[72] 当标的公司为上市公司时,存在两个相关的市场价格,交易价格与交易发生前的股票的市场价格;当标的公司为非上市公司时,只存在一个相关的市场价格,即交易价格。在前一种情形下,交易价格往往高于交易发生前的市场价格,对异议股东而言其放弃交易价格是为了取得更高的评估价格,但评估价格绝不会低于市场价格。如我国现金选择权的定价通常低于交易价格、高于或仅等同于市场价格,即被称为“制度的花瓶”,参见李文莉:《公司股东现金选择权制度构建探析》,《政治与法律》2012年第5期。

[73] 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』(商事法務,2013年)311頁参照。

[74] See J. Russel Denton, Stacked Deck: Go-Shops and Auction Theory, 60 *Stanford Law Review* 1529, 1545 (2008).

[75] See *Brigade Leverage Capital Structures Fund Ltd. v. Stillwater Mining Company*, 240 A.3d 3 (2020).

[76] See Hidefusa Iida, How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work? : Lessons from Japan, 18 *Asian Journal of Comparative Law* 407, 407-425 (2023).

[77] 交易公布后,标的公司的股票价格通常会迅速上涨,直至略低于公布的交易价格。差价反映交易最终未能实现的可能性(例如,未得到反垄断机构批准)。故交易公开前未受影响的交易价格,才得剔除交易的影响因素,客观体现公司之持续经营价值。

现代金融理论认为,有效市场中股票市场价格能够反映有关公司价值之信息,但实际上,标的公司股票的市场价格与客观价值之间仍可能存在偏离。首先,市场上每一只股票的信息效率可能不同,在“弱式有效市场”中,股票市场价格未必反映股票基本面,在“半强式有效市场”中,如管理层扣留未被市场知晓的重大非公开信息,股票市场价格仍可能偏离真实价值。其次,股票的市场价格与供求关系密切相关,交易公布前特定时间的市场价格只是股票的边际交易价格,也通常低于控制权交易之价格。最后,股票市场价格还会受到投机泡沫、市场操纵、后见偏见等非理性行为的影响。在关联交易中,收购方有极大动机选择时机、操纵股价或控制信息披露以隐藏利好信息。

对市场价格之信赖程度,也与司法机关之特定政策立场密不可分。以美国为例,特拉华州法院对股票市场效率之信任始终有限,在董事会和股东之间的决策权分配上坚持董事会中心主义,认为董事会比股东更了解公司之长期价值所在。相反,公众股东对公司价值之认识是短视的、不充分的,市场“在任何特定的日期里一定是错误的”。^[78] 不过,特拉华州对公开市场的有限信任遭到学者的激烈批评,^[79] 评估套利现象也令立法与司法机关压力巨大。^[80] 近年来,特拉华州法院逐渐承认在存在自由和活跃交易的前提下股票市场价格的可参考性。^[81] 无独有偶,德国联邦法院也长期秉持股票市场价格与评估无关的立场,直到晚近才有条件地承认市场价格的可参考性。^[82] 日本法院亦考虑以市场价格作为公开公司评估价之参考。^[83]

适用市场价格作为估值参考的前提是价格可靠反映股票基本价值。法院须结合公司外部公众股之数量、平均交易量、股票价格对特定意外事件之反应速率、分析师关注程度等因素,逐一判断价格对股票基本面之反映程度;同时,须排除管理层扣留重大信息、进行价格操纵等可能性。我国股票市场之有效性较弱,散户投资者居多,市场中投机行为多于理性投资行为,故除非专家意见对特定公司股票市场有效性作出积极认定,否则不应将股票市场价格作为唯一估值参考。因此,在买方为关联方的交易中,交易价格和市场价格均只能作为底价,应以评估意见作为主要参考依据。

(三) 买方为非关联方交易

在买方为非关联方、过程充分公平的交易中,交易价格可起到锚定作用,但仍要校正控制权溢价或少数股折价产生的影响。

控制权溢价究竟应是附着于多数股权上的权益,抑或是内在于公司之价值而应为全体股东所分享,反映了一国公司法对控制权之基本立场。在我国,公司整体出售时,控股股东享有控制权溢价是否构成控制权滥用,学界还未有共识。但股权平等是我国公司法之原则,根据产权平等保护之理念,至少估价诉讼中,控制权溢价应等比例分享于异议股

[78] Chicago Corp. v. Munds, 172 A. 452, 455 (Del. 1934).

[79] See Lawrence Hamermesh & Michael Wachter, Finding the Right Balance in Appraisal Litigation: Deal Price, Deal Process, and Synergies, 73 *Business Lawyer* 961, 969-971 (2018).

[80] See Wei Jiang et al., Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage?, 59 *Journal of Law and Economics* 697, 698-701, 727 (2016).

[81] See Fir Tree Value Master Fund, LP v. Jarden Corp., 236 A.3d 313 (Del. 2020).

[82] BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21.

[83] See Hidefusa Iida, How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work?: Lessons from Japan, 18 *Asian Journal of Comparative Law* 407, 409 (2023).

东。试举一例说明。现行《公司法》第 219 条为“两步走”合并开辟了空间,买方可如能购得公司 90% 以上股份,即可对余下股东进行挤出。若第二步之交易价格低于第一步,可能形成对股东之胁迫;如以第二步价格确定评估价值,则构成对小股东的二次剥削。

无论标的公司是否上市,少数股东的股权价值均可能因缺乏控制权而遭受额外折价。在上市公司,市场价格可能内含少数股东折价,交易稀薄的股票还叠加流动性折扣;在非公开公司,股权转让受限加剧了少数股权的额外折价风险。^[84] 对少数股东适用折价,实质上是对缺乏控制权的惩罚,更可能激励控股股东通过压制少数股东来攫取私利。^[85] 因此,无论交易类型或公司形态如何,控制权溢价或少数股东折价均不具有正当性基础,^[86] 估价时应进行反折价处理,按企业整体价值的比例向少数股东补偿,不得因其股东身份或流动性不足而打折。我国司法实践亦持相同立场。^[87]

(四) 交易收益之重新分配

组织交易可能给企业带来额外收益(下称“交易收益”)。交易收益具有主观性,其未必本源于公司自身,而部分系于交易对象,如战略收购可能产生协同效应。我国法并未对评估权定价提出法定标准,比较法对此问题立场也不一。例如,美国特拉华州公司法明确规定定价时不得纳入与合并完成或预期合并完成有关之价值;《示范商事公司法》的态度相对折中,原则上排除交易收益,但对异议股东不公平的除外。^[88] 德国法原则上要求独立价值作为评估价,但不完全排除合并收益。^[89] 日本《公司法》2005 年修订时亦作重大修改,明确评估价可考量合并给标的公司产生的价值。^[90]

交易收益可能来源于协同效应或代理成本降低。原则上,协同效益应当归属于实现交易之人,而非反对交易之人——异议股东,以激励更多创造整合价值的战略并购,实现社会资源之有效配置。但代理成本降低带来的增值值得特别讨论。因优化资本结构而降低的代理成本,系收购行为创造之价值,不应归于异议股东,否则将削弱敌意收购激励,损害控制权市场效率。但因纠正管理层失信行为而产生的收益性质不同。虽然将其归于异议股东也可能遏制敌意收购,但股东对管理层忠实勤勉本有合理期待,此部分价值系公司因内部人贪渎所减损的固有价值,本应归交易前全体股东所有,若将其排除于异议股东之外,构成对异议股东的二次伤害。^[91]

[84] 我国资产评估协会在《资产评估执业准则——企业价值》中即指出,在评估时应注意企业整体价值、股东全部权益价值与股东部分权益价值不同。

[85] See Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A.2d 1137, 1145 (1989).

[86] The American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, vol. 2, American Law Institute Publishers, 1994, p. 303.

[87] 例如在某案中,被告公司主张异议股东所持 11.78% 股权估值时应计算非控股股权折扣系数,法院认为没有法律依据,不予支持。参见北京市第二中级人民法院(2023)京 02 民终 9435 号民事判决书。

[88] 8 Del. C. § 262 (h); Model Bus. Corp. Act (1984) § 13.01 (3).

[89] See Andreas Engert, How (not) to Administer a Liability Rule—The German Appraisal Procedure for Corporate Restructurings, in Stefan Grundmann, Hanno Merkt & Peter O. Mülbert eds., *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag*, De Gruyter, 2020, pp. 211–222.

[90] See Hidefusa Iida, How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work? : Lessons from Japan, 18 *Asian Journal of Comparative Law* 407, 411 (2023).

[91] See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts, 50 *Boston College Law Review* 1021, 1052 (2009).

问题在于,精确定位交易价格中属于协同效应或代理成本降低所产生的收益,特别是厘清代理成本降低之因果关系,对法院而言几乎不具有可操作性。更可行的做法是更精细的类型化处理。于买方为关联方之交易,对评估价以专家评估意见为主,即便参考交易价格,亦应酌情将交易收益在买方与卖方之间均等分配甚至全部归于卖方所有,以防止股东权益受损。于买方为非关联方之交易,可以交易价格作为锚点,由公司承担交易收益不归属于异议股东之证明责任。如此,对交易收益的分配也实现了评估权之监督与补偿功能。

综上所述,对评估价格、交易价格与市场价格,法院究竟如何赋予权重,与实在法所规定之评估权意旨有关,也取决于法院对股东应得之公平价值的观念认知。如仅将评估权作为向股东提供流动性通道之机制,股票市场价格即是“合理”的,此时评估权纯然多余,我国上市公司现金选择权即为实例。若以监督利益冲突交易与约束内部人机会主义行为为目标,则应坚持广义之关联关系界定思路,将交易方与公司或内部人存在关联关系的交易,与完全外部独立第三方之交易相区分。如以向股东提供完全公平补偿为目的,则应当对目的与过程均高度可疑之交易采取更为激进的评估方法。譬如,控股股东发起之挤出式合并,以买断少数股东之股权为目的,天然带有少数股东向控股股东转移价值的嫌疑,显然不同于无关联关系外部人发起之针对公司全部股权的现金要约收购。美国有部分判例在母子公司并购中,推定地不信任交易价格,而采专家评估机制,并倾向裁判高于交易价格的评估价格,在客观上使得母公司向子公司的其他股东分享协同效应,^[92]校正控股股东与少数股东之间可能扭曲的财富分配。

五 结 论

2023年修订的《公司法》增加了有限公司小股东压制救济,也系统完善了简易合并、小型合并等组织交易机制,为回顾和反思异议股东评估权制度提供了契机。长期以来,评估权在理论与实务中被过度等同于“退出权”,处于与压制救济功能混淆的历史错位中。随着股东救济体系精细化,评估权理应从单一的退出通道功能中回转,实现向监督组织变更与保障股东公平补偿的本位回归。

基于产权平等保护原则,异议股东有权按比例取得公司持续经营之客观价值。由于交易或市场价格常受制于信息不对称或机会主义行为,偏离公司客观价值,评估权通过定价修正实现对组织变更的事前筛选与事后审查。内部人与外部股东之间高企的代理成本是我国公司法面临的重大挑战。公司法以夯实控股股东和实际控制人之诚信义务、抓住“关键少数”作为重要命题,恰应正视评估权本质,充分发挥其约束交易过程、监督利益冲突之功能,防止并购重组、分拆上市等提质增效行为成为控股股东转移财富的工具。^[93]

[92] See Victor Brudney & Marvin Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 *Harvard Law Review* 297, 318-328 (1974); *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289 (Del. 1996).

[93] 国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发[2020]14号);《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(中国证监会2024年9月24日发布)。

Navigating Appraisal Right of Dissenting Shareholders: Reflections and Normative Reconstruction

[**Abstract**] Dissenting shareholders' appraisal right refers to the right of minority shareholders to demand a court-determined fair value for their shares and receive cash payment when a company undergoes a merger, spin-off, or other significant corporate reorganization. The core function of the appraisal right is to ensure fair compensation, rather than merely permitting capital withdrawal. Appraisal right thus differs from withdrawal right in both normative purpose and structural design. The 2005 Company Law blurred this distinction, causing the appraisal remedy to remain largely dormant for a prolonged period. Although the 2023 amendment partially addressed these deficiencies, the current framework essentially retains the previous structure, improperly conflating appraisal with withdrawal rights while disregarding the fair compensation element, thereby undermining the effectiveness of the appraisal remedy. As a result, dissenting shareholders may fail to obtain adequate compensation, and the appraisal process may not fulfill its normative purpose. The normative functions of the appraisal right encompass legitimizing majority-rule decisions, providing liquidity to dissenting shareholders, monitoring the substantive fairness of transactions, and preventing insider expropriation of minority shareholders. Among these, monitoring and fair compensation are the primary functions. *Ex-post* judicial valuation constrains *ex-ante* transaction pricing and monitors procedural fairness, thereby benefiting all shareholders. The normative purpose of the appraisal right thus differs fundamentally from the withdrawal right. Accordingly, judicial practice should restrict the statutory grounds for invoking appraisal. Circumstances such as prolonged unjustified non-distribution of profits or continued existence beyond an agreed term should be governed by withdrawal right rules, subject to a finding of abuse of control. To ensure fair compensation, dissenting shareholders should receive a proportionate share of the company's going concern value without any discount for lack of marketability or minority status. This article develops a typological approach to fair value assessment. In related-party transactions, greater weight should be accorded to expert valuations, as insider opportunism may distort both transaction and market prices. In arm's length transactions, the transaction price and, for public companies, the unaffected market price may serve as benchmarks, provided that courts ensure they genuinely reflect the company's true value. Synergies from mergers or acquisitions should be equitably allocated to dissenting shareholders in accordance with the transaction structure. In conclusion, through a clearer legal framework and more refined valuation standards, fair compensation can be secured, erosion of the appraisal remedy prevented, and the interests of majority and minority shareholders more equitably balanced in corporate reorganizations.

(责任编辑:余佳楠)