

## 收购人余股强制挤出权的 保障及制衡

——以《证券法(修订草案)》第122条为对象

董新义\* 刘明\*\*

**摘要:**在上市公司收购中,保障少数中小股东的退出权利无可厚非。然而在现实收购过程中,某些中小股东因个人私利等因素坚决不出售小额股票,致使收购效率降低。引入余股强制挤出制度可以很好地处理中小股东利益保护和保护公司利益等问题。《证券法(修订草案)》第122条引入余股强制挤出制度的尝试值得肯定,但该规定在挤出门槛安排、决策程序、监管和司法救济等方面均存在很多不足之处。本文以余股强制挤出法理为基础,以《证券法(修订草案)》第122条规定内容为分析对象,结合域外余股强制挤出制度,提出我国余股强制挤出制度的构建意见。

**关键词:**上市公司 收购 余股 强制挤出权 制衡

余股强制挤出机制是指要约收购人在获得目

---

\* 中央财经大学法学院副教授,法学博士。  
\*\* 中央财经大学法学院硕士研究生。

标公司绝大多数股份的情况下,可强制性收购余下全部股权,将剩余少数股东强制性挤出上市公司以及从上市公司的支配权中强制性排除,避免完成公开收购后少数余股股东因个人因素无法或不愿出售股权,而阻碍彻底实现非公众化运作的机制。从各国确立该制度的目的和实践来看,该机制实质上赋予了收购人在一定条件下的强制收购权。

收购人的余股强制挤出权是相对于少数股东的股份退出权而言的。在上市公司收购中,保障少数股东的股份退出权(本质乃一种强制收购请求权)无疑十分重要。<sup>[1]</sup>但法律是否也应该采取平衡措施,在保护少数股东的同时,顾及经由收购而成为多数股东的收购人完全持股的愿望和目标?是否应该给予收购人防治“麻烦小股东”的机会?是否应该从经济、效率角度将对公司发展已无关紧要的极少数股东“请”出公司?本文将以此《证券法(修订草案)》第122条规定的余股强制挤出制度为分析对象,结合欧盟及一些国家或地区对收购人的强制挤出权的规定,为我国余股挤出权制度的构建做出贡献。

## 一、余股强制挤出权保障的法律价值冲突及调和

作为一种商事法律制度,为了使余股强制挤出制度更具科学性和合理性,更加契合法的基本价值和商法价值,在面临着与法的基本价值和民法基本价值发生冲突时,如何进行利益平衡和价值顺位选择,是余股强制挤出制度设计必须优先考虑的。

---

[1] 为此,证券法律针对上市公司收购中的中小股东保护予以专门规定。例如,我国现行《证券法》第97条规定,收购期限届满,被收购公司股权分布不符合上市条件的,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。另外,该法第50条第3款规定的上市条件为“公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,公开发行股份的比例为10%以上”。也就是说,收购方通过公开要约收购上市公司股份,在其持股达到75%或90%以上时,上市公司不再符合上市条件,此时仍持有公司股份的股东就享有强制出售权。

## (一) 法的基本价值的冲突及整合

### 1. 余股强制挤出制度与法的基本价值相冲突

法的基本价值包括秩序、自由、效率与正义四种。<sup>〔2〕</sup> 余股强制挤出主要涉及自由、效率与正义三种价值。在商法领域,这三种法的基本价值之间经常存在一定冲突。具体而言,在上市公司收购的余股强制挤出中,即使小股东不愿出售所持股份,但在满足预设条件的收购人提出收购要求时,却不得不出售其所持股份。很显然,小股东转让所持股份的自由受到严格限制。而由于余股收购价格是以要约收购价格为基准,与小股东对所持股份市场价值的判断可能存在出入。这些小股东可能基于看好公司的增值潜力或者存在其他不愿出售股份的原因,以至于其认为要约收购价格不足以弥补其出售股份所造成的损失。此种情形下强制小股东接受一个与其判断不符的价格,不符合正义隐含的“应得”观念。<sup>〔3〕</sup> 余股强制挤出虽然与自由、正义价值相冲突,但却有利于效率价值的提升。商法领域更强调效率价值的优先适用性,上市公司收购作为商法领域的重要交易活动,赋予收购人余股强制挤出权,允许收购人挤出小股东,是符合效率价值要求的。此举有利于收购人降低管理成本、自由决断发展规划并进而取得收益最大化。这将激励更多的潜在收购人投入到收购市场中,形成广泛的“利益增长的乘数效应”。<sup>〔4〕</sup> 同时,这也这将极大地增强资本市场的活力,促进市场整体效率的提升,有利于资本市场的长期向好发展。因此,我国引入余股强制挤出制度在理论上不存在障碍。

### 2. 余股强制挤出制度设计必须兼顾基本价值

为了减少与法的基本价值的冲突带来的负面影响,在设计余股强制挤出制度时,应对法的基本价值重新进行顺位排列。在排列顺位时,应坚持法益权衡和兼顾协调原则。法益权衡的重要特征是“两善相权取其重”。就余股强制挤出所涉及自由、正义和效率价值而言,如按重要性进行排列,效率价值无疑当居三者之首,这是由资本市场具有较

〔2〕 张文显:《法理学》,高等教育出版社2011年版,第260页。

〔3〕 廖申白:《西方正义概念:嬗变中的综合》,载《哲学研究》2002年第11期。

〔4〕 利益增长的乘数效应主要包括规模经济效应、信息披露成本的减少、税费的节约等。

高的要素流动性决定的。同时,也是不断提高资本市场发展程度的必然要求。但效率价值优先,并不意味着对自由、正义价值的“冷落甚至抛弃”。通过余股强制挤出确保效率的同时,制度设计时必须通过程序的设定以及监管和司法制约来兼顾自由和正义价值。下文关于余股强制挤出的适用条件、监管和司法的救济就是基于上述考量。

## (二) 与民商法价值的冲突及选择

商法所调整的行为具有营利性特性,<sup>[5]</sup>这就决定了商法具有鼓励交易,确保交易能够简便、迅捷进行的效率价值取向。而由于商事活动较一般民事活动风险高,为确保市场交易能够在相对稳定的可持续环境中开展,商法必然具有安全价值取向。<sup>[6]</sup>除了效率和安全价值,由于商法与普通民法间的相互渗透、彼此交流的关系,<sup>[7]</sup>普通民法所具有的公平等价值在商法中必然有所体现。作为商法领域的余股强制挤出权的制度安排,与普通民法价值会发生激烈冲突,但商法价值的选择更为重要。

### 1. 与普通民法价值的冲突

(1) 与意思自治原则的冲突。意思自治原则是民法基本原则。在资本市场领域的股权转让,也要遵循意思自治原则,即在股权转让中需交易双方就交易时间、价格、数量等达成合意,才对双方产生法律约束。英美传统的既得权理论(*invested right*)也认为股东对其股份享有的利益正如他对不动产享有的所有权一样,未经同意不得被剥夺。<sup>[8]</sup>余股强制挤出制度无疑违背了财产(股权)自由处分原则(《民法通则》第71条)和合同自由原则(《合同法》第4条)。

(2) 与公平原则的冲突。余股强制挤出机制在提高经济整合效率、保护收购人的利益等方面有一定的积极意义,但也可能导致相关余股股东的权益受损。因此,该制度的公平性争议较大。以美国为例,在

[5] 范健:《商法》,高等教育出版社2011年版,第9页。

[6] 胡鸿高:《商法价值论》,载《复旦学报》(社会科学版)2002年第5期。

[7] 陈华彬:《民法总论》,中国法制出版社2011年版,第28页。

[8] Boyd Kimball Dyer, *An Essay on Federalism in Private Action under Rule 10b-5*, See Richard A. Posner & Kenaeth E. Scott, *Economic of Corporation Law and Securities Regulation* Little, Brown and Company, 1980, pp. 112-113.

美国的全面要约收购中,如果收购人大股东通过要约获得了目标公司90%以上的股份,则余股股东将完全丧失自主地位,收购人大股东除拥有强制购买权外,还拥有余股收购的自主定价权;法律赋予余股股东的保护措施只有请求法院重新估价的申请权,而且必须是以余股股东亲自申请的方式个案处理,不存在集团诉讼。由于程序烦琐、成本高昂,所以除非对收购人大股东给出的收购价格忍无可忍,否则余股股东不会轻易寻求这一救济措施。从某种程度上说,余股强制挤出机制迫使目标公司的小股东“非自愿”接受收购要约的可能性加大,收购人大股东与小股东在全面要约收购中并未得到公平的对待。

(3)多数股东与少数股东之间利益发生冲突。公司法的重要作用之一是为公司法上的各种利益主体提供法律保护。无论是从经济上的合理性来看,还是从法律上的合理性来看,公司法提供此种保护的本身目的是平衡其所调整的各种主体间权利义务关系,制止以牺牲其他利益主体为代价而实现不正当利益行为的发生,确保公司组织的稳定、协调和健康发展,并最终保证社会经济秩序的稳定。公司治理中必须努力平衡多数股东与少数股东之间的利益,防止多数股东滥用“资本多数决”的机制对少数股东进行压迫、排挤、诈欺以及不公正对待,又要防止少数股东不合理的阻碍多数股东的行动。<sup>[9]</sup>利益平衡理念的形成,经历了漫长的岁月。传统英美公司法将公司章程视为公司与股东以及股东之间的合同。因此,公司结构的重大变化,如兼并、解散,必须经全体股东一致同意,即使是一票否决也可使公司结构变更无法进行。少数股东对公司事务发挥着与其少数股权极不相称的控制。随着公司规模扩大及股权的日益分散,允许少数股东否决多数股东意见的做法极大地阻碍了公司商业发展和扩张以及决策、运营效率的提高,以至到了无法容忍的地步。正如公司法专家曼宁教授所言,“近一个世纪以来,法律日益注重公司的灵活性和多数股东的意志,允许少数股东阻碍经多数股东批准的交易是极不合理的”。<sup>[10]</sup>但时至今日,当余股强

[9] 王保树:《商事法论集》,法律出版社1999年版,第99页。

[10] Manning, *The Shareholders Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, *The Yale Law Journal*, Vol. 72, 1962.

制挤出立法赋予多数股东强制剥夺少数股东股权以结束其公司成员资格,甚至由多数股东单方面决定少数股权出售的时间及价格时,人们不禁怀疑少数股东的权利是否被侵蚀得太过严重?他们的投资与多数股东的投资承担了相同的风险,但在分享收益时,却被多数股东排挤出去,他们之间还可能存在利益平衡吗?

## 2. 余股强制挤出制度契合商法效率价值

余股强制挤出制度尽管存在与民法基本原则相冲突的问题,但从商法发展的历史进程看,包括股权转让在内的商事领域有其特殊性,效率和价值在众多的价值构成中已处于突出位置。余股强制挤出本身是效率优先价值取向的结果,安全价值做出了很大程度的让步。强制小股东将所持股份转让给收购人,将很可能激怒小股东,引发小股东与收购人间的对抗。但此种对抗可以通过程序设计、司法救济等途径得到一定程度的减轻。

## 二、余股强制挤出权的行使要件

《证券法(修订草案)》第122条第1款规定:“收购要约期限届满后,收购人收购一个上市公司的非关联股东持有的有表决权股份数超过百分之九十或者收购一个上市公司有表决权股份超过百分之九十五的,收购人有权以要约收购的同等条件收购其他股东有表决权的股份,其他股东应当出售。”该款规定了余股强制挤出权行使的要件,针对本规定,结合境外余股强制挤出的立法规定和司法判例,对余股强制挤出权的行使要件作如下分析:

### (一) 时间要件:余股强制挤出实施应在限定期限内

余股强制挤出应在一定的期限内实施,是适用条件中的时间要求。例如,《1989年英国公司法》第429条规定:“收购人在符合一定条件时强制购买没有接受收购要约的少数股东股份的制度。”<sup>〔11〕</sup>依该法之规定,若A已经取得或约定取得B公司90%的股票,则可在达到持股

〔11〕 《英国2006年公司法》,葛伟军译,法律出版社2012年版,第69页。

90%之后的2个月内,向少数股东发出欲购买其股份的通知。少数股东可自通知之日起6个星期内向法院提出申诉。若是无申诉,或者法院没有颁发相反命令,A公司就可以购买这些股份;若A拥有B公司10%以上的股份,依据《1989年英国公司法》则须在要约后4个月内,获得B公司其他股东人数3/4和持股额占90%的股东同意。再如我国的香港地区,根据香港地区《公司条例》第九附表,若收购公司已在4个月内取得目标公司90%的股权,收购公司可在1个月内向目标公司其余股东发出通知,收购剩余股东股权。<sup>[12]</sup>

我国《证券法(修订草案)》第122条规定:“余股强制挤出应在收购要约期限届满后实施”。此举是为了确保公司所有股东都能在面对收购人提出的收购要约时有充足的时间考虑,以尽可能争取更多的股东与收购人尽早、自愿达成交易,从而减少余股收购可能引发的争议。如此规定,具有一定合理性。但需注意的是,草案并未采取欧盟等域外做法设置期限终期,这意味着满足条件的收购人可在收购要约期限届满后随时挤出股东。这种时间上的不确定性,将使股权持有和公司内部权力分配始终处于一种不稳定状态,不利于公司治理质量的提升。因此,我国引入余股强制挤出制度时有必要设定期限限制,合理设定期限的终期。

## (二)方式要件:收购人通过要约收购形式获取股份

收购人已获取的股份应来源于要约收购而非协议收购或者其他形式,这是由要约收购的特点决定的。

首先,要约收购具有公平性。收购要约是向公司所有股东发出的,<sup>[13]</sup>公司所有股东由此可以得到公平对待。因此,收购人已获取的股份来源于要约收购,表明公司所有股东都曾获得过被公平对待的机会。这在一定程度上弱化了对收购人强制收购剩余股份、挤出小股东的道德责难。

[12] 李宗得:《香港合同法与公司法》,商务印书馆1986年版,第186页。

[13] 《上市公司收购管理办法》第23规定:“投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的,可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约(以下简称全面要约),也可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约(以下简称部分要约)。”



其次,要约收购具有公开性。我国《上市公司收购管理办法》第 28 条规定:“要约收购中,收购人应当编制要约收购报告书并进行公告。”第 29 条规定:“要约报告书应包括收购价格、收购要约约定的条件等共计 13 项具体内容,以及中国证监会要求披露的其他内容。”因此,与要约收购有关的信息需向公司所有股东披露,借由要约收购报告书等披露的有关信息,小股东可自行评估余股收购价格是否符合法律规定。

最后,要约收购具有公正性。总体而言,要约收购价格为市场化价格,一般较为公允,基本上与股东所持股份的价值相当。为引导和约束公允要约收购价格的形成,现行《上市公司收购管理办法》分别从程序和实体两个方面进行了具体规定。程序方面,收购人和目标公司均应聘任独立的财务顾问,确定要约收购价格应参考财务顾问提出的专业意见;实体方面,收购价格应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,且应在收购价格偏低时核查是否存在股价被操纵等异常情况。以要约收购的价格为基准确定余股收购价格,能够在一定程度上使小股东获得相对公正合理的对价。

而与要约收购相比,协议收购等非要约收购形式不具有或者不完全具有上述公平、公开及公正的特点。因此,要求收购人已获取的股份应来源于要约收购具有合理性。

### (三) 股比要件:收购人已获取目标公司绝大部分股份

余股强制挤出制度是收购人收购行动的后续行为,只有收购人在要约收购阶段向目标公司的所有股东发出旨在收购目标公司全部股份的收购要约,并在法定期间内接受要约的股东人数和持有的股份数都达到了法定的要求,收购人才能向尚未接受收购要约的少数股东发出收购其股份的通知。

《1989 年英国公司法》第 429 条规定:“收购人在符合一定条件时强制购买没有接受收购要约的少数股东股份的制度。”<sup>[14]</sup>依该法之规定,若 A 已经取得或约定取得 B 公司 90% 的股票,则可在达到持股 90% 之后的 2 个月内,向少数股东发出欲购买其股份的通知。少数股东可自通知之日起 6 个星期内向法院提出申诉。若是无申诉,或者法

[14] 《英国 2006 年公司法》,葛伟军译,法律出版社 2012 年版,第 69 页。



院没有颁发相反命令,A公司就可以购买这些股份;若A拥有B公司10%以上的股份,依据《1989年英国公司法》则须在要约后4个月内,获得B公司其他股东人数3/4和持股额占90%的股东同意。德国《股份法》第327a条规定:“经一个持有占公司95%股权股东的请求,股份有限公司或者股份两合公司的股东大会可以决议,剩余股东以获得适当的一次性现金补偿为条件向股东转让股票。”

在美国,特拉华州现行《普通公司法》第9章第253节规定:“余股强制挤出制度的条件是母公司拥有一家公司或多家公司销售在外的每一种类的股票总额的至少90%,办法是按规定制作、确认、上报母公司董事会关于兼并的决议、母公司拥有子公司至少90%股票的所有权等一系列证明文件。”第262条规定:“如果少数股东不同意兼并,则该股东有权请求衡平法院对自己的股票评估出一个公平的价值。”<sup>[15]</sup>美国《标准公司法》1959年引入余股强制挤出制度,并于1969年将多数股东持股比例从95%降至90%。<sup>[16]</sup>

余股强制挤出制度之所以要求收购人已获取目标公司的绝大部分股份(90%甚至95%),是因为只有这种股权分配格局,才能对公司治理结构、权力分配格局及公司上市交易产生绝对控制效应。根据我国《公司法》的有关规定,只有持股达10%以上的股东才具有同大股东直接对抗的能力。<sup>[17]</sup>这意味着当收购人已收购目标公司绝大部分股份时,小股东将丧失同大股东对抗的能力,此时与其让小股东继续留在公司中,不如由收购人以相对公正合理的对价收购其股份,既提高了效率,小股东也获得相对公正合理的对价。而根据我国《证券法》的有关规定,公司股本总额超过人民币4亿元的,公开发行股份的比例应为10%以上;不满足该比例要求的,上市公司将被暂停、终止上市交

[15] 《特拉华州普通公司法》,左羽译,法律出版社2001年版,第58页。

[16] 《美国标准公司法》,沈四宝译,北京大学出版社1981年版,第102页。

[17] 依据《公司法》第100条第3项的规定,单独或者合计持有公司10%以上股份的股东可以请求召开临时股东大会。《公司法》第101条第2款规定,在董事会和监事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的,连续90日以上单独或者合计持有公司10%以上股份的股东可以自行召集和主持股东大会。

易。<sup>[18]</sup>这意味着当收购人已获取目标上市公司90%（或者95%）以上股份时，目标上市公司将面临退市命运。此种情形下，小股东若继续留在公司，不仅可能给收购人造成困扰，其自身也将丧失二级市场中的高流动性、股票溢价等期待。此时，允许收购人以相对公正合理的对价挤出小股东，对于双方来说都是一种“解脱”，有利于形成双赢局面。

需要注意的是，我国触发比例的设定采单一标准，仅以有表决权的股份总数为计算基础。这与欧盟的做法不同。欧盟触发比例的设定采复合标准，除了有表决权的股份总数，有表决权的资本总数也一同作为计算基础。<sup>[19]</sup>本文以为我国实无必要改采欧盟的复合标准。因为收购人已持有目标公司绝大多数有表决权股份，即表明收购人已具备全面控制公司的能力。相对地，小股东的境遇也将随之发生根本性改变。此时，允许收购人挤出小股东，已符合余股强制挤出所欲调整的现实情形。如果采复合标准，无疑会提高余股强制挤出的实施门槛，不利于余股强制挤出既定目标的实现。余股比例应根据本国公司和证券法律的具体实践而定，我国股权集中性较高、投资者结构以散户为主，应考虑适当提高该比例。以我国上市公司私有化实践案例为例，2006年中国石化对旗下子公司扬子石化、齐鲁石化、石油大明和中原油气进行收购时，仅剩有3.37%的股东未接受收购要约，最后还是通过吸收合并的方式得以解决。2013年金马集团全面要约收购案中，在全面要约收购和余股收购后，仅有0.51%的股东未接受收购要约。由此可见，剩余股权比例比上述境外市场要低，因此，为进一步降低对少数股东利益的损害，本文认为我国在余股强制挤出制度构建的初期，应将触发比例提高至有表决权股份比例的95%或者是社会公众持股的95%以上。此后，再根据实际情况以及监管实践要求，逐步放宽条件，最终使该制度能够平稳适用。

#### （四）价格要件：余股收购价格不低于要约收购价格

余股收购价格不应低于要约收购价格，从根本上说是由目标公司

[18] 参见《证券法》第50条第3项、第55条、第56条。

[19] Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, Article 15, 2.

股东待遇平等原则决定的,该原则要求平等对待公司所有股东。<sup>[20]</sup>虽然要约收购价格为市场化价格,一般较为公允,但将我国余股收购价格锁定为要约收购价格,其合理性值得进一步商榷。

比较法上,对于余股收购价格的确定,大体可区分为欧盟和美国两种模式。就欧盟模式而言,在法律规定中预先明确余股收购的价格,侧重于立法保障。例如,欧盟《要约收购指令》规定,要约收购的价格或者强制收购要约中的价格被视为公平合理的价格。<sup>[21]</sup>此模式下,财务顾问和审计的专业判断以及对小股东的司法救济等配套措施作用较小。就美国模式而言,侧重于司法保障。该模式下,立法不预先明确余股收购的价格,余股收购的价格一般是经独立的谈判委员会与收购人磋商确定。如小股东对收购价格有异议,可向法院申请评估救济。<sup>[22]</sup>法院将根据目标公司的净资产、市场价值、成长潜力、分红预期、可比交易等综合因素,判定余股收购价格。<sup>[23]</sup>

我国余股强制挤出采取的是有修正的欧洲模式,侧重于立法保障。该种模式的主要问题是小股东可能无法得到充分补偿和有效的司法救济。但美国侧重于司法保障的模式也非尽善尽美,其最大的问题就是高度依赖相对成熟的司法体系和较高的司法公信力。一旦采此模式的国家或者地区不具有相应条件,那么该种模式将难以取得预期效果。因此,究竟采何种模式以及如何具体修正,应依本国具体国情而定。但立足点应为实现市场效率与小股东权益保障之间的平衡。

考虑到我国的实际情况,现实中很可能有实际控制人持股 90%、社会公众股东持股 10% 的情形,由此将来可能发生这种情况:上市公司经营比较正常,但实际控制人或其他收购人为了进行私有化等目的,趁股价跌到低位发出低价要约收购,即使收购到 1 股社会公众股(可能

---

[20] 郭富青:《论公司要约收购与反收购中少数股东利益的保护》,载《法商研究》2000 年第 4 期。

[21] Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, Article 15,5.

[22] Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, Georgetown Law Journal, Vol. 84, 1995.

[23] Joseph M. Coleman, *The Appraisal Remedy in Corporate Freeze-outs: Questions of Valuation and Exclusivity*, South Western Law Journal, Vol. 38, 1984.

是控制人的影子股),上市公司由于不符合股权分布条件而退市,且实际控制人或其他收购人可根据余股强制挤出制度,以要约收购价强制性全部收购剩余社会公众股。因此,本文认为,可以借鉴财产交易的评估制度,对于余股价格应规定当事人可申请拥有相应资质和独立资格的中介机构对余股股东所持有的剩余股份进行评价估值,为余股股东评估收购人给出的收购价格提供参考。

### 三、余股强制挤出权的监管机制

《证券法(修订草案)》第122条第2款规定:“收购人行使前款规定权力的,应当在收购要约期限届满后三个月内向国务院证券监督管理机构和证券交易所作出书面报告,并予以公告,将资金存放于证券登记结算机构。自公告作出之日起三十日后,收购人可以向证券登记结算机构申请办理变更登记。”由此可见,在修订草案中,对余股强制挤出主要是确立了信息披露的监管制度。除了《证券法》对上市公司收购有专门的制度规定以外,中国证监会还在《上市公司收购管理办法》等专门规定中对上市公司收购的信息披露作出了较为详细的规定。余股强制挤出作为上市公司收购中的一种重要的交易类型,理应在既定的信息披露制度框架内开展。但是,余股强制挤出作为一种限制股东私权并较易产生对抗性的特殊交易类型,其信息披露监管要求是否应有所提高,现有的信息披露制度特别是其标准能否有效满足被挤出小股东的信息需求等,均值得研究。

现有信息披露标准的突出特点是强调满足投资者的基础信息需求。就与余股强制挤出关系密切的要约收购信息披露标准而言,根据《上市公司收购管理办法》,收购人应首先披露要约收购报告书的摘要,继而披露正式的要约收购报告书。要约收购报告书的内容应包括收购目的、后续增持或者调整计划、收购价格、资金来源、本次收购对上市公司的影响分析等内容。如果收购人发出全面要约,还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其他后续安排。

在收购人公告要约收购报告书后,被收购公司董事会还应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见。<sup>[24]</sup>由此可见,通过对以上要约收购信息披露标准的具体落实,小股东基本上可以了解要约收购的全貌,其基础信息需求大体可以得到满足。

但需注意的是,小股东可能无法通过按以上标准披露出的信息获得更进一步的信息。例如,小股东可能无法从要约收购报告书中获得收购价格的详细测算依据、方法及过程,仅能看到经大致测算后的数字;小股东可能无法从独立财务顾问的专业意见中获得该财务顾问独立性的详细说明,而仅能看到几句有关不存在独立性障碍的结论性意见;小股东可能也无法从独立财务顾问的专业意见中获得该财务顾问就收购价格做出的较具参考价值的论证过程,而仅能看到同要约收购报告书中几近雷同的表述。因此,按照现行披露标准,小股东可能无法有效自行评估要约收购价格是否合规以及公允。现有信息披露要求的充分性远无法满足小股东更进一步的信息需求,且不符合境外成熟市场公开收购信息披露的通行规则。<sup>[25]</sup>

因此,我国在赋予收购人余股强制挤出权的同时,应充分确保小股东的信息需求。本文认为,应强化现行要约收购中收购人的信息披露义务,并在余股收购环节辅助披露必要的提示性信息,建议从以下四个方面完善对收购人余股强制挤出权行使的信息披露监管。

#### (一)充分披露要约收购报告书

要做到要约收购报告书的充分披露:一是收购报告应对要约收购价格的测算依据、方法和过程等做出详细披露。二是要约收购报告书应对测算收购价格的通行做法做出必要描述,对与通行做法的差异做出合理性说明。以上,如果只有结论性陈述,或者陈述过于简单,明显难以佐证相关结论的,将不能被视为已进行了充分披露。

#### (二)充分披露余股收购提示性信息

要做到对余股收购提示性信息的充分披露,在余股收购环节,上市公司应就确定行使余股强制挤出权利、准备收购小股东股份做出提示

[24] 参见《上市公司收购管理办法》第28条、29条、32条。

[25] 宋永泉:《论上市公司公开收购的法律问题》,载《中国法学》1999年第5期。

性公告。该公告应对余股收购价格、对价的支付形式、期限、交割、异议的处理及司法救济等事项做出综合描述。余股收购价格不应以转介条款要求小股东自行查看要约收购报告书,而应对要约收购报告书中的要约收购价格信息进行整理后重新做出提示。在余股收购开始后至股份变更登记前,如涉及余股收购的信息有所变化,上市公司应及时做出变更提示。

### **(三) 充分披露董事会报告**

要做到董事会报告的充分披露:一是董事会报告应充分披露董事会就本次交易可能对公司产生的影响、要约收购价格的公允性、后续的安排等问题开展的讨论及说明。二是董事会报告应充分披露是否从外部人士处获取了与要约收购直接相关的意见。如有,应对外部人士的身份、独立性及其意见的摘要做出披露。三是董事会报告还应就信义义务的履行情况做出必要说明。四是董事会报告应披露董事会就已履行信义义务、合理相信要约收购价格公允等方面所做出的承诺。

### **(四) 充分披露财务顾问意见**

要做到财务顾问意见的充分披露:一方面,财务顾问意见应充分披露财务顾问对要约收购价格公允性的评估意见。另一方面,财务顾问意见还应就财务顾问的独立性做出充分说明。上述意见如果只有结论性陈述或者陈述明显敷衍,不符合勤勉尽责的工作准则,将不能被视为已进行了充分披露。

## **四、余股强制挤出权的司法制衡**

域外法治的经验表明,赋予收购人余股强制挤出权的同时应确保小股东的司法救济权,这既有利于提高资本市场运行效率,又能防止收购人大股东“压榨”和“剥削”少数股东,能够很好地平衡收购人大股东和剩余少数股东的利益,兼顾效率、公平的价值。我国《证券法(修订草案)》第122条第3款对余股强制挤出的司法救济进行安排是符合中小股东利益保护原则的。但该条仅规定了“收购人行使本条规定的权利违反法律、行政法规,损害其他股东利益的,其他股东可以向人民法

院提起诉讼”,内容过于原则和简单,缺乏可操作性,难免于人“画饼充饥”之嫌。故研究被强制挤出股东的司法救济手段,实属必要。

### (一)可供参考的司法救济模式

根据程度的不同,被强制挤出股东的司法救济大体可以分为以下三种模式:

1.全面的司法救济模式。此模式以美国为代表。特拉华州现行《普通公司法》第9章第262条规定:“如果少数股东不同意兼并,则该股东有权请求衡平法院对自己的股票评估出一个公平的价值。”<sup>[26]</sup>1991年全面修订后的《示范公司法》第11章第11.04节对余股强制挤出的条件、程序等作了明确规定,第13章则对剩余股东不同意转让股份的权利、行使权利的程序、股票的司法估价等作了详细规定。<sup>[27]</sup>

在该模式中,法院会全面介入余股强制挤出活动,为小股东提供充分的司法救济。具体表现为:当小股东认为余股收购价格有失公允时,可向法院寻求评估救济。法院将根据一定的测算方法,最终判定余股收购价格。除此之外,法院会通过具体案件的审理,引导市场主体的预期,并由此间接作用于市场主体的行为。例如,在2002年的Pure Resources案中,法院确立了非强迫性的要约收购更适宜应用商业判断规则的原则,指出证明非强迫性收购应涉及下列因素:(1)多数小股东同意出售股份将约束该要约的不可撤销性;(2)控股股东同意获得90%以上目标公司股票即迅速进行简式合并,且收购价格保持不变;(3)若少数股东不接受收购提议,控股股东不得采取任何报复行动;(4)独立董事需要给少数股东足够信息和建议。<sup>[28]</sup>在2010年的In Re CNX案中,法院进一步提高了两步式收购适用商业裁判规则审理的门槛。只有在如下两个条件满足时,商业裁判规则才能作为审查标准:一是交易是由独立的谈判委员会谈判和批准的;二是收购要约经小股东

[26] 同注[16]。

[27] 卡耀武主编:《当代外国公司法》(美国《示范公司法》),法律出版社1995年版,第95页。

[28] See in re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation., 808 A.2d 421 (Del. CH. 2002).



中的多数通过。<sup>[29]</sup>在上述原则的指引下,市场主体在两步式合并中会主动选择有利于自身的方式运作。可见,全面的司法救济模式,深刻影响了市场主体的行为选择,并在小股东需要法院发挥中立裁判作用时“挺身而出”。

2. 收缩的司法救济模式。在以德国为代表的收缩司法救济模式中,法院虽然会较多介入到余股强制挤出活动中,但程度远不及全面模式。例如,根据德国《证券收购法》(Securities Acquisition and Takeover Act)<sup>[30]</sup>第39条第1款之规定,符合条件的收购人可向法兰克福地区法院提出挤出剩余股东的申请,而第2款则规定了挤出剩余股东的详细司法程序。以法兰克福州法院作为唯一的法院受理强制排除少数股东的申请,法院必须在公司刊物上公告强制挤出少数股东的申请。法院的裁定要附有理由,强制挤出少数股东的申请至少要在联邦司法部公报电子版上公告1个月,并且要约人证明其所持股份在目标公司有表决权股本或股本总额中所占比例已经达到强制排除少数股东所需之最低要求后,法院才能作出裁定。针对州法院的裁定可以向法兰克福州高等法院立即上诉,上诉具有延迟效力,但不能对高等法院的裁定再提出上诉。州法院要将其作出的裁定送达申请人、目标公司以及在裁定程序中持有股份的其他公司股东,并且要在公司刊物上公告;收到法院送达之裁定的申请人和公司其他股东都可以提出上诉。裁定生效后对所有股东产生效力。裁定生效之时,其余股东的全部股份转移给享有排除权的股东,如果存在股份凭证,则其他股东在交出股份凭证之前,只享有适当补偿请求权。目标公司董事会应立即将生效的裁定提交到商业登记簿。诉讼费用由申请人承担,且出于公平的考虑,法院还可以要求申请人支付相对人为解决诉讼事务所付出之正当费用。<sup>[31]</sup>

[29] 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年总第12卷,法律出版社2014年版。

[30] 德国于2001年12月通过《证券收购法》。最新一次修改是在2011年12月。资料来源于德国联邦金融监管局(BaFin)官网, [http://europa.eu/european-union/topics/enterprise\\_en](http://europa.eu/european-union/topics/enterprise_en), 2017年2月26日访问。

[31] 王东光:《上市公司收购中收购方的强制排除权》,载《证券市场导报》2009年第9期。

通过细致规定收购人行使挤出小股东(squeeze-out of Remaining Shareholders)权利的司法程序,小股东的权益可以得到一定程度的保障。与美国相比,德国的法院不具有评估余股收购价格的权力,也不会像美国法院那样可以创造众多的裁判规则以深刻影响市场主体的行为选择。因此,其所提供的司法救济在全面司法救济模式基础上有一定程度的收缩。

3. 有限的司法救济模式。此模式以我国《证券法(修订草案)》中的规定为代表。在该模式中,司法救济需以收购人存在违法违规行为为前提。只有收购人的行为违反了法律规定,法院才会根据原告申请做出处理。相对于全面的和收缩的司法救济模式,有限的司法救济模式能够为小股东提供的救济以及对市场主体行为选择的影响都十分有限。

以上三种模式,全面的司法救济模式体现出法院的高度专业性和自信态度。该模式是以相对成熟的司法体系以及较高的司法公信力为基础的,可复制性较差。收缩的司法救济模式设置了精密的司法程序,通过程序正义的实现来平复当事人起伏的情绪,具有较强的借鉴意义。有限的司法救济模式,既是立法为司法救济预留的空间狭小的结果,也是其对法院作用的发挥持谨慎和保守态度的直接体现。三种模式无所谓何者更优,只有紧密结合本国或者本地区的实际情况具体设定,才能取得最佳的实施效果。

## (二)我国余股强制司法救济模式的选择

我国司法救济模式属于有限的司法救济模式,其主要问题并不在于该模式能够提供的司法救济的有限,而是可操作性的缺失。《证券法(修订草案)》规定,司法救济的适用条件除了要求收购人有违法违规行为外,还要求股东受有损害。但是否造成损害,在实践中很难证明。况且,即使股东未受有损害,但只要收购人的行为存在违法违规之处,即应受到负面评价。当行政监管缺位的情况下,法院理当有所作为。另外,当收购人有违法违规行为且受有损害的小股东提起诉讼时,余股强制挤出是否予以中止以及已实施完毕的余股强制挤出当如何处理都不明确。这将使市场主体缺乏明确的制度预期,不利于提高效率,并可能造成恢复原状时不必要的成本。

针对以上问题,本文建议删除修订草案中对“损害”的具体要求;并明确司法救济的程序,为市场主体提供明确的、操作性较强的司法救济方式。另外,为更好地保护中小股东利益,本文认为,提起司法救济的主体不应局限于“其他股东”,在中小股东不能行使司法救济权时,赋予“国家指定的投资者保护机构”补充起诉权,实有必要。

## 五、结语

《证券法(修订草案)》第122条是我国构建余股强制挤出权制度的初次尝试,其立法价值毋庸置疑,但该规定尚显粗浅,可适用性价值大打折扣,需从多方面加以完善。余股强制挤出制度应本着收购人与剩余股东之间利益平衡的理念,以效率价值为优先追求目标,同时兼顾对被挤出剩余股东的公平保护。坚持这些理念构建收购人余股强制挤出权,必须从行使要件、监管措施和司法制约等多方面着手。其实,不仅上市公司收购中存在余股挤出的问题,公司回购股份、上市公司股东收购股份或除上市公司股东外的其他收购人收购股份导致上市公司退市时都可能存在余股问题,这些余股问题的解决都召唤着余股强制挤出制度的诞生。研究收购人的余股强制挤出权,其另一方面的意义在于为这些领域余股强制挤出制度的构建提供示范效应。