

论股东回购请求权对利益冲突交易之规制功能

曾 思

内容提要:利益冲突交易之规制是公司法的一项核心议题。新修订的《公司法》第 89 条增加了股权滥用的情形,从而为法院通过股东回购请求权来规制利益冲突交易提供了明确的法律基础。对裁判文书的考察表明,股东回购请求权已经发挥了阻遏不当利益冲突交易的显著效用。然而,股份回购作为在利益冲突交易下小股东的一项救济措施,突破了公司法人独立性,仅在特定情形下具有合理性。当公司发生重大变动时,公司持续经营稳定性本来就已被打破,公司可以提前准备现金应对回购请求,此时满足小股东回购请求权不会产生过高制度代价。法院在确定回购价格时,应将公司交易中涉及的利益冲突作为重要考量因素。而在公司未发生重大变动的情况下,仅当利益冲突交易构成股东压制时,法院才应支持股东回购请求权。在适用事由上,法院需明确区分公司正常运营过程中的单次、偶发性利益冲突交易与长期利益输送的不同情况。在认定标准上,应以其他救济途径,如损害赔偿、司法解散之诉等,不足以或不利于实现股东保护为前提。

关键词: 股东回购请求权 利益冲突交易 公司重大变动 股东压制

曾思,香港中文大学法律学院副教授。

我国公司普遍股权较为集中,如何规制控股股东操纵下公司的利益冲突交易是我国公司法面临的一个核心问题。在 2023 年《公司法》修订前,司法规制利益冲突交易的一个主要法律依据是当时《公司法》第 20 条第 1 款关于股东不得“滥用股东权利”损害公司利益,否则应对公司承担损害赔偿的条款。^[1] 2023 年修订后的《公司法》在第 89 条第 3 款增加了关于滥用股东权利情况下小股东可以要求公司回购股份的规则。这一规定扩大

[1] 参见陈洁:《论不当关联交易的司法救济》,《人民司法(应用)》2014 年第 19 期,第 25 页。实践中,控股股东滥用股东权利的情形呈现出多样化的态势,包括公司与股东间的利益冲突交易、违反法律的股权转让、管理不善、排除小股东参与管理、擅自挪用公司印章或账簿等。其中,利益冲突交易在所有股权滥用的种类中是数量最多、最为常见的滥用类型。See Colin Hawes, Alex K. L. Lau & Angus Young, The Chinese “Oppression” Remedy: Creative Interpretations of Company Law by Chinese Courts, 63 *American Journal of Comparative Law* 559-600 (2015). 在关联交易损害赔偿案件中,法院常同时援引修订前的《公司法》第 20 条与第 21 条,例如最高人民法院(2017)最高法民终字 416 号民事判决书。

了股东回购请求权制度的适用范围。此条款与修订后《公司法》第 21 条(对应修订前《公司法》第 20 条)的“滥用股东权利”表述相呼应。由此引发的问题是,股东回购请求权是否也可以被法院运用于规制控股股东操纵下的利益冲突交易?由于“滥用”一词的界定模糊,如何合理解释“滥用股东权利”并避免该条款的过度扩张适用,成为公司法面临的新问题。^[2]此外,修订后的《公司法》第 89 条第 1 款以及第 161、162 条保留了原法中关于公司合并、分立或转让主要财产时股东回购请求权的规定。这些公司重大交易也可能涉及利益冲突,因此在适用这些条款时,法院是否应考虑其对利益冲突交易的规制作用,也值得深入探讨。目前的研究对此尚未给予充分关注。

对于新规定的理解与解释有必要建立在对现有制度运行的深入考察与理论反思之上。我国修订前《公司法》下的股东回购请求权制度主要借鉴了美国法下的异议股东回购请求权,^[3]在公司发生重大变动的情况下,股东回购请求权为小股东提供了退出机制。在比较法上,这一制度还发挥着对利益冲突交易的规制作用。^[4]作为一项“舶来品”,股东回购请求权制度在我国是否能发挥相同的作用,尚缺乏实证研究。更重要的是,公司法已经设置了多项针对利益冲突交易的规制措施。^[5]与这些规制措施相比,股东回购请求权的制度优劣及其合理性尚需进一步的理论探讨。^[6]本文旨在通过裁判文书研究,论证法院以股东回购请求权规制利益冲突交易的可行性,并从理论上分析其利弊与合理性,以期为我国司法实践提供规范性的启示。

一 股东回购请求权对利益冲突交易的规制作用

我国 2005 年《公司法》设置的股东回购请求权借鉴了域外法,实践中已经积累了大量的本土司法经验。由于《公司法》刚完成修订,相关法条的实际应用还未充分显现,本文将围绕修订前《公司法》规则的司法实践展开分析。

笔者通过威科先行法律信息数据库整理了法院援引修订前《公司法》第 74、142 条(或 2005 年《公司法》第 75、143 条)审理的所有案件。在排除不相关案件并剔除同一公司不同股东提起的相似案件后,截至 2022 年 10 月 1 日,发现涉及公司不同意回购,但小股东基于法定事由提起股东回购请求并胜诉的案件 60 起。这些案件的引发事由包括公司长期不分配利息与公司合并、分立、转让主要财产等情形。其中因公司转让主要财产引发的案件数量最多,有 30 起(50%)。11 份判决涉及公司连续五年未派发股息而导致的

[2] 对于“滥用股东权利”制度本身被滥用的担忧,参见邓峰著:《普通公司法》,中国人民大学出版社 2009 年版,第 415 页。

[3] 参见施天涛著:《公司法论》,法律出版社 2018 年版,第 568、575 页。

[4] See Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 *Georgetown Law Journal* 1, 12 (1995). 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。

[5] 《公司法》第 192 条规定了“影子董事”制度,可用于追究控股股东损害公司利益之责任。当公司利益冲突决议违反公司法强制性规范,股东也可以提起决议无效之诉。参见叶林、卓娅:《关联交易的公司法规制:类型化与程序审查》,《法律适用》2024 年第 2 期。

[6] See Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, p. 36.

股份回购。涉及公司合并或分立的案件有 12 起。^[7]

在转让主要财产类案例中,公司所转让财产的价值有时并未达到明显重大的程度,然而法院仍然支持了回购。在法院支持小股东诉求的 30 起案件中,13 起案件的判决书明确显示公司转让的资产价格未超过其总资产的 50%,在 6 份判决中甚至未超过总资产的 20%。法院对于何为“主要财产”采取了宽松的解释,仍然支持了回购。

值得注意的是,公司转让主要财产类案件中大量存在公司通过利益冲突交易向控股股东输送利益,进而损害公司与其他小股东利益的情形。^[8] 在原告援引“转让主要财产”作为回购理由并胜诉的 30 起案件中,涉及利益冲突交易的案件有 15 起,占原告胜诉案件的半数。其中,在公司转让资产未达到总资产的 50%的 13 起案件中,10 起(77%)案件的判决提及公司对外转让资产的交易存在或可能存在利益冲突,2 起案件的判决虽未明确提及存在利益冲突,但是公司对外转让资产的对象与公司控股股东存在交易关系,公司决策也有一定利益输送之嫌疑。^[9]

股东回购请求权在公司重大变动存在利益冲突的情况下所发挥的功能与不存在利益冲突情况下的功能存在明显差别。后者仅仅是小股东“退出权”的体现,而前者则更侧重于保障小股东退出时所获对价的公允性。通过股东回购请求权制度,法院可以要求公司以合理价格回购小股东股份,在一定程度上确保其获得公允的投资回报,同时客观上实现对利益冲突交易的规制效果,避免公司不公允决策对小股东利益之损害。股东回购请求权制度的这一规制效果可以从司法实践中得到印证。例如在一起案件中,被告将资产转移给另一公司。法院认定两家公司“地址一致、销售电话一致、公司股东存在部分一致的情形,不能消除被告……故意转让资产,侵害小股东利益的合理怀疑……故以转让金额代表股权价值不具有可参考性”。^[10] 此案中,利益冲突交易显然影响了法院对回购价格计算方法的选择。不同的价格计算方式对于小股东保护强度各异,同时也影响控股股东参与涉及利益冲突交易的动机。法院要求公司以合理价格回购小股东之股份,将使得公司控股股东通过不当利益冲突交易损害小股东利益的目的落空,进而产生对此类不当行为的事前阻遏效果。

二 以股东回购请求权规制利益冲突交易的理论反思

上述实证研究显示,股东回购请求权在实践中已经发挥了阻遏不当利益冲突交易的

[7] 在剩余的少数案件中,法院在认定公司不存在法定回购事由的情况下仍然以股东间人合性丧失为由支持了回购。参见山西省运城市中级人民法院(2014)运中民终字第 312 号民事判决书。

[8] 在英文文献中,利益冲突交易(conflict-of-interest transactions)一般与关联交易(related-party transactions)等同。此类交易中,董事或股东对于公司参与的交易有直接或间接财产利益或其他利益冲突的情形。See Bernard Black et al., *Legal Liability of Directors and Company Officials Part 1: Substantive Grounds for Liability* (Report to the Russian Securities Agency), 2007 *Columbia Business Law Review* 614, 689 (2007). 中文文献下的概念区分,参见迟颖:《有限责任公司董事自我交易制度建构与司法适用》,《法学家》2021 年第 3 期,第 116 页。

[9] 参见青海省高级人民法院(2009)青民二终字第 3 号民事判决书。

[10] 参见河南省新密市人民法院(2021)豫 0183 民初 6174 号民事判决书。

效果,具备可行性。不过,考虑到我国公司法对利益冲突交易已经设置了大量规制制度,仍有必要考虑这一制度在规制利益冲突时相对于其他规则的优劣,以论证其合理性。

(一) 股东回购请求权的规制功能质疑

在公司通过利益冲突交易转让财产时,股东回购请求权可以在一定程度上增强交易之公允性,但与其他规制措施相比,股份回购属于对公司治理介入较严重的手段,可能产生一定的不利后果,应谨慎对待。

其一,法院以股东回购请求权规制利益冲突交易可能不利于公司整体利益。公司一经设立就获得独立法人人格,其资产与股东分离,股东失去对资产的直接控制,此即公司法的正向资产隔离功能。^[11] 公司作为独立法人,由股东根据持股比例表决产生公司意志,小股东即使不同意大股东的决定,也应服从公司的集体意志。在尊重公司法人人格与财产独立性的前提下,即使小股东能够证明利益冲突交易对公司不公允,也应由公司获得损害赔偿而非允许股东撤回出资。允许小股东通过股份回购的方式退出本质上是对公司资产分割安排的一种突破。正向资产隔离具有重要经济功能,因其确保了股东不得随意撤回出资,使得公司在设立后可以放心将流动性资产转变为专用性资产(specified assets)加以运营。而股份回购一般要求公司向股东提供额外的现金,因此公司可能需要将专用性资产变现,进而蒙受损失。相比之下,倘若小股东针对公司因利益冲突交易所致损害提起股东派生诉讼,赔偿一般归于公司,有助于维持公司业务稳定性与持续经营价值。

其二,法院以股东回购请求权规制利益冲突交易面临着过度规制的问题。利益冲突交易对公司的影响具有两面性:一方面,不公允的交易可能成为公司向关联方输送利益的手段;另一方面,公允的利益冲突交易也可能促进公司的经营发展。考虑到股份回购对公司流动性的影响,允许小股东请求回购可能导致“敲竹杠”的危险——小股东可能借机在公司决策符合所有股东利益时仍然提出反对,要求公司回购股份,以此作为谈判筹码以获得更有利的回报。而当谈判破裂时,股东回购请求权之行使可能有损公司利益。^[12]

其三,股东回购请求权的行使要求法院对公司股权进行准确的价值评估。然而,现实中法院往往面临着信息劣势与机构能力的双重不足。法院常常缺乏关于公司商业经营的信息,因此难以准确评估公司股权的价值。股权作为一种金融资产,其价格评估具有一定的专业性,而法院可能缺乏相应的能力。在我国司法实践中,法院通常采用公司账面净资产法等较为简便的方法来计算股权的合理价格。但这种方法存在明显的局限性,因其未能充分考虑到资产为公司带来的未来预期收益,进而影响到对小股东的保护效果。相较之下,域外一些地区的法院采用了更为复杂的折现现金流法等方式进行计算。折现现金流法依赖于对未来预期现金流的估计,而未来预期现金流的估值取决于诸多因素,包括公

[11] 参见曾思:《资产分割理论下的企业财产独立性:经济功能与法律限制》,《中外法学》2019年第5期;Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 *Yale Law Journal* 387, 435 (2000)。正向资产隔离一般被认为发挥着重要的债权人保护功能。而股份回购突破了资产隔离,可能损及债权人利益。但本文关注点在小股东保护,暂不考虑资本维持原则与债权人保护的问题。

[12] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1998, p. 242.

司的收益、费用、税收以及外部宏观经济环境的变化。同时,折现率的计算取决于公司的风险,一般需要寻找与公司存在类似风险的其他公司并观察其折现率来确定。这一方法在理论上更为完善,但对评估的专业性要求更高,且在方法的运用上主观性较为明显,导致结果的不确定性增大。^[13] 因此,股东回购请求权的运用可能带来相对较高的运行成本,包括时间、人力等资源的投入。相比之下,损害赔偿等救济只需要关注某一具体利益冲突交易本身是否损害公司利益,法院需要考虑的信息范围大幅降低。对于具有市场价格的商品、服务,法院还可以参考相应的市场价格以判断交易的公允性,而不需要对公司整体价值做出判断。故而,以损害赔偿来规范利益冲突交易的实施代价与操作难度更低,法院错判可能性较低,不易产生规制不足或规制过度的问题。

(二) 公司重大变动下法院以股东回购请求权规制利益冲突交易的理论证成

从异议股东回购请求权制度的初衷来看,该制度原本旨在公司重大变革时,为股东提供一种“退出”机制。当公司经历重大变动时,其新经营策略可能背离股东初衷。在此情境下,为股东提供回购机会被认为是一种必要的法律保护措施。早期的公司法对控股股东和董事会的权力行使设有严格的规范,公司合并通常需要股东一致同意。然而,随着 19 世纪末工业革命的加速,大量公司通过修订章程扩大其经营权力以应对外部商业环境的变化,这些决策可能导致经营策略发生根本性转变。^[14] 资本多数决(包括三分之二多数决)下的决策由控股股东主导,对小股东权益造成重大影响。而倘若采取全体股东一致决,又将导致公司决策过程过于僵化,无法灵活应对外部环境与市场形势的变化。异议股东回购请求权作为一种折中方案应运而生。^[15] 实践中,法院普遍将其视为小股东解除合作、退出公司的权利。如论者所言,异议股东回购请求权的“主要目的不是控制,而是逃离。”^[16] 还有学者指出,异议股东回购请求权是为了确保“少数人不会受到多数人的任意支配。它为不满的投资者提供了一个有保证的市场”。^[17]

随着异议股东回购请求权制度的演进,其功能逐渐从单纯的“退出”机制转变为增强交易的“公允性”。在公司重大变动涉及利益冲突交易的情形下,异议股东原本就有要求回购的权利,故股东回购请求权可以附带实现对不当利益冲突交易的阻遏效果,不会产生额外的运行成本。同时,公司重大变动对小股东利益的影响更为深远,因为公司合并、分立或转让重大资产倘若存在利益冲突,有可能交易缺乏公允性,直接导致股东的损失。从域外经验来看,美国各州自 1960 年代起逐渐接受公司并购中以现金作为对价的做法,允许控股股东控制下的公司通过“挤出合并”交易,向小股东支付现金同时将其排挤出公

[13] See Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done about It?, 1989 *Duke Law Journal* 27, 37-46 (1989).

[14] See Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 *Georgetown Law Journal* 1, 12 (1995).

[15] See Bayless Manning, The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, 72 *Yale Law Journal* 223, 228 (1962).

[16] See Wiley B. Rutledge, Jr., Significant Trends in Modern Incorporation Statutes, 22 *Washington University Law Quarterly* 305, 341 (1937).

[17] See Henry W. Ballantine & Graham L. Sterling, Jr., Upsetting Mergers and Consolidations: Alternative Remedies of Dissenting Shareholders in California, 27 *California Law Review* 644, 657 (1939).

司。在这样的交易中,异议股东的回购请求权实际上已经不再是单纯为小股东提供退出公司的机制,因为在并购完成后,股东将被迫离开公司。例如,在著名的 Weinberger 案中,某公司控股股东与子公司合并,法院允许异议股东请求公司回购,并且采纳了现代金融理论以确定回购价格,确保小股东利益不因公司并购时价格过低而遭受损害。实证研究表明,美国法下超过 80% 的异议股东回购请求权案件涉及以现金为对价的具有利益冲突的并购交易。^[18] 在控股股东存在利益冲突的情况下,小股东更有可能行使异议股东回购请求权。^[19] 异议股东回购请求权已经成为确保小股东被迫退出时价格公允性的重要机制。^[20] 这些经验表明了异议股东回购请求权制度在规制利益冲突交易上的重要功能。

在公司重大变动之际,以股东回购请求权规制利益冲突交易产生的制度代价有限。首先,尽管股东行使回购请求权可能会对公司的现金流造成一定的压力,并进而影响其持续经营能力,但在公司发生重大变动(如并购)的情况下,股份回购对公司影响则相对减弱。在此背景下,公司经营本就将迎来重大转折,此时维持公司持续经营价值的必要性已不复存在。法院可以充分发挥这一制度的规制作用,而无需过分担忧其对公司整体利益的负面影响或对相应交易过度规制的问题。

其次,公司在重大变动发生时通常会有资源和策略来应对股东的回购请求,^[21] 包括通过新增负债或增发新股的方式来筹集资金,在不损害公司长期经营能力的前提下缓解现金流的压力。公司在作出重大变动决策时,往往会提前考虑到股东行使回购请求权的可能结果,并为此预留相应的资金。公司可以对可能行使回购请求权的股东持股上限进行合理预估,并据此做好充分准备。在公司重大变动时,仅表达异议的股东有权行使回购请求权,这使得持股上限的计算较为容易。这种前瞻性的规划有助于公司在面临股东回购请求时保持足够的灵活性,从而避免对公司经营造成不利影响。最后,如果公司的现金流确实紧张,则可以避免作出可能引发大量股东回购请求的决策,优先考虑维护自身的财务稳定性。因此,重大变动下的异议股东回购请求权对于公司经营的连贯性与稳定性影响有限。^[22]

再次,在公司发生重大变动且交易存在利益冲突的情况下,无论小股东寻求的是损害赔偿还是股份回购之救济,法院均无法避免对相应资产进行评估。当公司将主要经营性资产整体转让给利益冲突方之际,若小股东因质疑交易不公而提出损害赔偿请求,法院便需审查公司的经营性资产的公允价值,以判断交易是否损害了公司及其他股东的利益。在此情形下,资产评估的难度与在股份回购中确定股份合理价格的任务不相上下,股份回购

[18] See Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 *Georgetown Law Journal* 1, 25 (1995).

[19] See Charles R. Korsmo & Minor Myers, Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A, 92 *Washington University Law Review* 1551, 1604 (2014).

[20] See Joel Seligman, Reappraising the Appraisal Remedy, 52 *George Washington Law Review* 829, 829 n. 3 (1984).

[21] 同时,公司重大变动如合并、分立本来也需要履行债权人保护程序,确保了股份回购不会额外产生债权人保护之成本。见《公司法》第 220、222 条。

[22] See Richard Squire, Why the Corporation Locks in Financial Capital but the Partnership Does Not, 74 *Vanderbilt Law Review* 1787, 1803-1804 (2021).

作为规制手段相对于损害赔偿的制度代价并不明显。

公司重大变动之际法院以异议股东回购请求权附带规制利益冲突需要对这一制度设计略加调整,使其不仅仅发挥提供股东“退出”的作用,还实现对交易“公允性”的规制。这一制度安排成功的关键在于回购价格的确定。在确定回购价格时,法院可以全面考虑利益冲突的程度以及公司决策过程是否充分避免了利益冲突的影响,以实现规制效果。特拉华州法院在公司发生并购时所采回购价格的计算方法包括交易前股权价格、并购交易价格以及折现现金流法等多种计算方式。^[23] 在法院选择这些方法时,公司决策过程中的利益冲突问题以及相应的控制程序是主要的考虑因素。^[24] 若公司的决策和谈判过程公平,且经过无利益冲突的独立董事和股东的批准,法院通常会尊重公司的交易价格,并将其作为计算回购价格的基础,从而避免对公司造成不必要的额外成本与诉讼负担。^[25] 例如,在 *Highfields Capital, Ltd. v. AXA Fin., Inc.* 一案中,法院认为,在公司整体出售的情况下,如果出售价格是通过公平交易过程产生的,那么法院可以将出售价格作为计算股份回购价格的依据。^[26]

在评估出售过程是否公平时,法院会考虑多个因素,包括是否有高管或董事作为买方利益相关人参与交易、他们是否在合并后继续与收购方合作以及存在潜在利益冲突的董事是否已回避投票等。而倘若公司交易存在明显利益冲突,法院对股份回购价格的认定,以及对回购价格基准日的选取则一般将更偏向小股东一方。在一些存在利益冲突的交易中,公司整体对外出售的价格甚至低于交易日前的公司股票的市场价,法院以交易前市场价格作为回购价格可对小股东提供基本的保护。^[27] 倘若法院认为市场价格不能体现公司客观价值,也可以采用折现现金流量法评估公司股权价值,以保护小股东利益不受侵害。^[28] 法院的这一处理方式客观上可以实现对利益冲突交易的规制效果。在公司利益冲突明显的情况下,控股股东面临异议股东回购请求权之诉带来的更高的诉讼成本与不确定性,因此控股股东将更有动力通过恰当的公司决策程序来隔离利益冲突对交易的不良影响以降低诉讼成本。这些决策程序可以增强利益冲突交易的公允性,避免对公司及股东利益的损害。

(三) 公司非重大变动下法院以股东回购请求权规制利益冲突交易的适用场景

在公司决策不构成重大变动的情况下,股东回购请求权制度成本较高,应审慎适用。然而,当封闭公司在控股股东的控制下通过了存在严重利益冲突的交易,并达到股东压制程度时,股东回购请求权保护小股东所产生的制度效益超过其制度成本,存在适用之

[23] See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, Finding the Right Balance in Appraisal Litigation: Deal Price, Deal Process, and Synergies, 73 *Business Lawyer* 961, 977 (2018). 对于特拉华州法下异议股东回购请求权制度的规定,参见《特拉华州公司法典》第 262 条。

[24] *Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd*, 177 A. 3d 1, 35-37 (Del. 2017).

[25] See Charles R. Korsmo & Minor Myers, Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A, 92 *Washington University Law Review* 1551, 1604 (2014).

[26] *Highfields Capital, Ltd. v. AXA Fin., Inc.*, 939 A. 2d 34, 61 (Del. Ch. 2007).

[27] See Charles R. Korsmo & Minor Myers, Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A, 92 *Washington University Law Review* 1551, 1604 (2014).

[28] *Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd*, 177 A. 3d 1, 35-37 (Del. 2017).

空间。

1. 利益冲突交易作为股东压制的典型形态

封闭公司的特点决定了小股东容易受到控股股东的压制。相较于上市公司或股东众多的有限责任公司,封闭公司的股东人数较少,少数股东在公司经营不善或认为自身权益受到不公平剥夺时难以退出。控股股东通过利益冲突交易可以转移公司资产,从而剥夺少数股东的收益,构成股东压制的一种典型形态。在美国法下,法院在判断是否存在股东压制时会考虑公司行为是否“偏离了公平标准,侵犯了每个将自己的资金托付给公司的股东都有权依赖的公平原则”。^[29] 部分法院以信义义务之违反作为股东压制的理论基础,而控股股东与公司间利益冲突交易可能产生对信义义务之违反,进而构成股东压制。例如,在 *Kaplan v. First Hartford Corp.*, 案中,法院认为,一家公司的大股东以及该公司的主席与董事通过一系列决策将公司资产转移到了大股东的其他企业或家庭,这些行为累积起来“展示了对小股东的压迫性对待模式”,法院最终同意考虑以股份回购作为救济。^[30]

英国法下的不公平侵害 (unfair prejudice) 制度与美国法下的股东压制类似,而封闭公司通过利益冲突交易损害公司利益也认为属于一种典型的不公平侵害。^[31] 法院常在此情形下允许小股东请求公司回购其股份。^[32] 认定不公平侵害的关键在于判断公司决策是否违背股东的合理期待 (legitimate expectation)。合理期待包括股东的普遍期待 (universal expectations) 和个人期待 (personal expectations)。普遍期待是指所有公司的股东在加入公司时都有的期待,它包括公司决策不违反法律、公司法或任何监管规则。个人期待则是基于股东间的个人关系产生的期待,只有当股东之间存在相互信任和某种共识时,公司决策才可能违反个人期待。控股股东或董事通过利益冲突交易输送利益可能违反公司法下的信义义务要求,也就违背了股东对于公司决策遵循法律的普遍期待,构成不公平侵害。在域外,股份回购是股东压制下保护小股东的一项最为重要的手段。^[33] 这一措施在股东压制达到一定严重程度时可以帮助小股东退出,为小股东提供必要的流动性,避免其受到控股股东的持续压制。

在英国、澳大利亚、中国香港等地区,小股东在公司通过利益冲突交易损害小股东利益时可以直接提起不公平侵害之诉。小股东需要证明相应的利益冲突交易对于公司而言并不公允,损害其利益。在 *Re Elgindata Ltd* 一案中,一名小股东持有一家公司 33% 的股份并在其中担任董事。^[34] 随后,该投资人与其他股东间的关系破裂,决定辞职并提起诉

[29] Robert B. Thompson, *The Shareholder's Cause of Action for Oppression*, 48 *Business Lawyer* 699, 712 (1992).

[30] *Kaplan v. First Hartford Corp.*, 484 F. Supp. 2d 131, 146 (D. Me. 2007).

[31] *Re Macro Ipswich Ltd* [1994] 2 BCLC 354 at 406E - G. *Re Elgindata Ltd* [1991] BCLC 959. *Re KR Hardy Estates Ltd*, [2014] EWHC 4001 (Ch).

[32] Section 996 (2) (e), 2006 Companies Act (United Kingdom). 我国香港地区也有类似规定, Section 724, Cap. 622 Companies Ordinance.

[33] See Paul L. Davies & Sarah Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 10th edition, Sweet & Maxwell, 2016, para. 20-19.

[34] *Re Elgindata Ltd* [1991] BCLC 959.

讼,声称其他股东在管理公司事务决策上没有向他征求意见,并且利用公司资产为其自身谋利。法院认为其他股东利用公司的资产谋利的行为构成了不公平侵害,要求公司回购该小股东的股份。由于公允的利益冲突交易可能有利于公司经营,以股东回购请求权规制利益冲突交易可能导致过度规制的问题。因此,法院在公司进行单次、偶发的利益冲突交易时一般不会认定其构成不公平侵害。^[35] 但是,倘若相应利益冲突交易达到一定严重程度或频繁发生,法院可能认定不公平侵害成立,要求公司以合理价格回购股份。^[36]

2. 股东回购请求权作为规制手段

尽管股东回购请求权对公司经营将造成一定不利影响,然而在利益冲突交易较为严重,达到了股东压制程度的情况下,这一制度有适用之必要。其一,司法适当介入封闭公司的公司治理可以保护小股东利益,进而促进投资。封闭公司的股权具有非流动性,小股东难以通过公开市场出售股份的方式实现退出。同时,封闭公司一般由股东直接控制并参与管理。当股东之间的合作关系破裂时,控股股东可能通过利益冲突交易向自身输送利益或是以其他小股东难以预料的方式损害小股东利益。法院在公司决策构成股东压制时为小股东提供救济有助于降低代理成本,提振股东投资信心,降低公司融资成本,提升整体的社会效率。

其二,相较于域外某些地区,我国公司法在保护小股东权益及规制利益冲突交易方面的力度相对较为温和,故以股份回购作为规制利益冲突交易的措施可以弥补其不足。域外发达地区公司法对于利益冲突规制设置了严格的规则。以最具代表性的特拉华州法为例,在公司参与存在利益冲突的交易时,倘若小股东挑战该交易的公允性,控股股东一般承担举证责任,需要证明利益冲突交易完全公平(entire fairness)。^[37] 完全公平包括过程公平(fair dealing)与价格公平(fair price),对控股股东要求极高。只有当利益冲突交易经过了无利益冲突的董事和股东批准后,法院才可能放松审查。^[38] 实证研究表明,特拉华州法有效规制了经理人的不当行为,为小股东提供了严格的保护。^[39] 《公司法》第 21、22、192 条等条文规定了控股股东控制下的不公允关联交易的损害赔偿制度。但我国法院通常不会采用举证责任倒置,导致小股东难以胜诉。^[40] 在其他制度规制力度较弱的情况下,法院以股份回购规制构成股东压制的利益冲突交易可以弥补现有制度的不足,因此以股份回购方式规制利益冲突交易具有更强的正当性。

其三,股东回购请求权之诉属于直接诉讼,在公司股东人数有限的情况下,与损害赔

[35] Re Macro Ipswich Ltd [1994] 2 BCLC 354 at 406E - G. 香港的判决,参见 Harbour Front Ltd v. Leung Yuet Keung, [2018] HKCFI 358, [46]. See Stefan H. C. Lo & Charles Z. Qu, Law of Companies in Hong Kong 487 (2018).

[36] Section 996 (2) (e), 2006 Companies Act (United Kingdom).

[37] See Edward B. Rock & Michael L. Wachter, Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations, 24 *Journal of Corporation Law* 913, 921-922 (1999).

[38] See Edward B. Rock & Michael L. Wachter, Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations, 24 *Journal of Corporation Law* 913, 921-922 (1999).

[39] See Clifford G. Holderness & Dennis P. Sheehan, Constraints on Large Block Shareholders, in Randall Morck ed., *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2000, p. 139.

[40] See James Si Zeng, The Effectiveness of Judicial and Public Enforcement of Regulation on Related-Party Transaction in China, 22 *Journal of Corporate Law Studies* 505, 516 (2022).

偿之诉相比对小股东保护更为周全。小股东在提起损害赔偿之诉时即使能够证明公司因关联交易蒙受损失,股东利益也仅间接受损,一般仅能要求控股股东或董事向公司提供损害赔偿。^[41]而公司仍在控股股东控制之下,其结果是赔偿资金将重归控股股东控制。倘若控股股东与小股东关系已经破裂,公司可能再次参与关联交易,对小股东利益造成严重损害,此时损害赔偿将难以充分保护小股东利益。而股份回购可以帮助小股东退出公司,完全脱离控股股东之控制。这一救济手段可以发挥弥补信义义务与股东派生诉讼等制度之不足的功能。

以直接诉讼而非派生诉讼规制利益冲突交易之优势可以从域外经验得到印证。例如,在美国法下,公司在控股股东控制下通过利益冲突交易损害小股东利益,可能违反信义义务,小股东可以提起派生诉讼。然而,一些法院意识到在公司仅有少数股东甚至两个股东的情况下,派生诉讼和直接诉讼的区分在很大程度上没有意义,而“纯粹属于技术性问题”,并认为此时股东通过提起直接诉讼要求公司回购股份可以更有效地保护其利益。^[42]在英国法下,当公司因董事违反信义义务而蒙受损失,相应起诉主体应为公司。然而,此时股东的利益(而非权利)也因此受到影响,因而英国法下的不公平侵害制度可以提供救济,允许股东以直接诉讼的方式获得救济,包括要求公司回购股份。在英国法下的 *Atlasview Ltd v. Brightview Ltd* 案中, *Brightview* 公司从控股股东处获得了一笔贷款,贷款合同提供了控股股东紧急收回贷款的权利。在控股股东行使该权利时, *Brightview* 公司无力偿还贷款,不久后被出售给了由控股股东拥有的另一家公司。小股东提起诉讼,认为 *Brightview* 公司的损失主要是由于贷款协议过于偏袒控股股东的利益所导致的。法院认为,若要求小股东以派生诉讼的方式来追究控股股东的责任,那么公司将获得救济,而控股股东基于其持股比例将获得大部分的收益,而实际上遭受损失的小股东却无法充分获得保护,这种做法与常理相抵触。^[43]又如,在 *Re Saul D Harrison & Sons plc* 案中,法官更加明确地指出,不公平侵害制度的一个主要目的就是避免派生诉讼的严格要求,增强对小股东的保护。^[44]

从我国司法实践中涉及利益冲突的股东回购请求权案件情况来看,大量公司股权集中而股东人数较少,30份法院支持小股东回购的判决书显示的平均股东数仅为3人。例如在一起案件中,向利益冲突方转让主要财产的公司仅有两位股东,分别是控股股东与提

[41] 最高人民法院(2017)最高法民再8号再审民事裁定书。不过,倘若存在其他特殊情形(如不当利润分配),法院也有可能允许股东提起直接诉讼。参见吴凌畅:《控股股东滥用关联交易的司法救济与诉权配置》,《投资者》2020年第5辑,第66页。

[42] *Funk v. Spalding*, 246 P. 2d 184, 188 (Ariz. 1952). 坚持公司获得损害赔偿而非股东的一个可能的原因是保护债权人,维持公司资产的清偿顺位。但是,如果公司有足够可供分配的资产,这个担忧并不成立; see Paul L. Davies & Sarah Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 10th edition, Sweet & Maxwell, 2016, para. 20-19. 本文主要讨论利益冲突交易下的小股东保护,债权人保护并非本文关注重点。

[43] *Atlasview Ltd v Brightview Ltd* [2004] EWHC 1056 (Ch).

[44] *Re Saul D Harrison & Sons plc* [1994] BCC 475 at 489; See Ataollah Rahmani, No Reflective Loss: The English Approach Reconsidered, 6 *Journal of Corporate and Commercial Law and Practice* 1 (2020); *Re Texgar Ltd* [2002] 1 HKLRD 687.

起股东回购请求权的原告。^[45] 小股东倘若提起损害赔偿之诉,获得赔偿后的公司仍然处于控股股东控制之下,难保后者不再次通过其他方式继续侵害小股东利益。相较而言,股东回购请求权之诉属于直接诉讼而非派生诉讼,股东可以直接获得其投资回报,这一制度在股东压制的情况下提供了更为合适的救济措施。

其四,在化解股东压制的目标上,股东回购请求权制度与我国现有的司法解散之诉制度相兼容且可以弥补后者的不足。司法解散之诉可以在一定程度上作为股东压制的救济手段,然而这一制度难以满足实践需求。解散公司之诉对公司经营而言破坏性极强。相比之下,股份回购干预较小,适合于股东压迫程度较低的交易。理论上,司法解散之诉给予了小股东与大股东谈判的有力筹码,不一定必然导致解散结果,只是允许其借此谈判谋取部分利益。但实践中,当事人谈判总是存在交易成本,双方未必能达成和解。例如,一项关于司法解散之诉的实证研究表明,由于当事人利益冲突激烈,司法解散之诉的调解率仅有 4%。^[46] 股东回购请求权之保护相对温和,对公司持续经营价值影响较小,适合在公司股东压制还没有达到解散公司的严重程度时使用。

对于以股东回购请求权规制利益冲突交易的一个潜在的反对意见在于小股东可能会滥用这一权利,在公司决策符合公司整体利益的情况下也要求回购。对此,有学者认为,法院通过个案裁量,可以避免股东回购请求权之滥用,同时这一制度可以避免小股东在加入公司后被永久性剥夺投资回报,是对小股东的必要保护。^[47] 要实现这一制度目标,法院需要建立个案审查的能力,通过对相应裁量因素的考察决定是否允许股东回购。

三 以股东回购请求权规制利益冲突交易的制度设计

前述分析表明,股东回购请求权制度在实践中能够发挥对利益冲突交易的规制效用,不仅切实可行,且在特定情境下具有合理性。但鉴于股东回购请求权牵涉的利益错综复杂及制度施行所需成本,如何精巧地构建相应的法律规范,仍需深入探究。修订后的《公司法》虽已对该制度进行了完善,但条文尚显简略,亟需从解释论的角度加以详尽阐释。在以股东回购请求权规制利益冲突交易的问题上,有必要区分公司重大变动与公司非重大变动下的利益冲突交易。二者虽然不是泾渭分明,但是也难以统一,有必要分别构建相应的法律规范。

(一) 公司重大变动下法院以股东回购请求权附带规制利益冲突的制度优化

在公司经历重大变动时,引入股东回购请求权以规制潜在的利益冲突,这一做法既符合法律条文的字面解释,也契合立法的初衷与目的。尽管《公司法》在涉及公司重大变动的事由中并未明确提及利益冲突的具体情形,但现行规则在回购价格的计算上采用了“合理价格”作为标准,这一灵活性的规定为实际操作留下了空间。立法者将合理价格的

[45] 参见重庆市高级人民法院(2018)渝民初 146 号民事判决书。

[46] 参见李建伟:《司法解散公司事由的实证研究》,《法学研究》2017 年第 4 期,127 页。

[47] See Robert B. Thompson, The Shareholder's Cause of Action for Oppression, 48 *Business Lawyer* 699, 706 (1992).

最终裁定权赋予了法院,这意味着法院在确定回购价格时完全可以将公司决策过程中是否存在利益冲突作为一个重要的考量因素。通过这样的操作,法院不仅能够个案中确保回购价格的合理性,还能在必要时对潜在的利益冲突进行附带性规制。^[48]这一规范应从以下几个方面加以优化。

首先,在适用对象上,一个值得讨论的问题是股东回购请求权是否应适用于公开发行证券的公司。《公司法》第161条排除了公开发行证券公司的股东的回购请求权。这一条文借鉴了域外“公开市场例外”规则。倘若股东可以通过公开市场转让股份,就没有必要通过股东回购请求权这一成本更高的制度退出公司。然而,这一理论仅关注了股东回购请求权对小股东提供的“退出”功能,而忽略了其规制利益冲突交易的功能,存在一定的不足。

在公司重大变动存在利益冲突的情况下,股东回购请求权仍然可以为上市公司小股东提供公允性的价值。理论上,尽管上市公司股东可以通过转让股份退出公司,然而其转让股份的价格仍然会受到公司控股股东操纵下的不当行为之影响。当公司通过利益冲突交易损害小股东利益时,公司股价必然会相应下跌,此时单纯通过公开市场出售股票无助于纠正公司不当行为。因此,股东回购请求权对于上市公司的利益冲突交易仍然可发挥重要规制作用。对此,域外经验可资借鉴。研究表明,在美国的39个州(包括特拉华州)中,法律要么没有采纳公开市场例外,要么即使采纳了也对该例外设置了例外,在公司参与存在利益冲突的交易时允许股东行使回购请求权,仅有11个州几乎完全采纳了“公开市场例外”规定,剥夺了公开交易公司股东的评估权。美国《示范商业公司法》(*Model Business Corporation Act*, MBCA)的起草者也认为,存在利益冲突的交易可能对上市公司股东造成不利影响,认为在这一情况下应该设置公开市场例外的例外。^[49]

如今,《公司法》第161条所规定的公开市场例外条款已然确定,难以改动。且考虑到涉及大量股东的回购案件对司法系统的压力,法院将股东回购请求权制度运用于规制公开发行证券的公司也可能面临一定困难。尽管如此,我国仍可通过证券监管机构和交易所等监管机构,为上市公司小股东特别设置相应的股份回购规则。^[50]监管机构需认识到股份回购在规制上市公司涉及重大利益冲突的重大公司变动时可以发挥重要作用。

其次,在行权条件上,公司重大变动下的股东回购请求权制度应以异议为构成要件。股东回购请求权对于公司持续经营价值可能产生不利影响,将异议作为构成要件可以确保公司在决策前准确估计潜在行使回购请求权的股东持股比例,准备必要的现金,从而将

[48] 对于股份有限公司,《公司法》第161条规定了公司转让主要财产的情况下允许股东回购。第162条第4项延续了原有规则,允许公司合并、分立下公司回购异议股东的股份。考虑到公司合并、分立对小股东影响更大,也应赋予小股东异议股东回购请求权。此处的分析并未考虑公司与股东间存在意定回购事由的情形,而只是关注小股东单方面向法院请求要求公司回购股份的情形。

[49] See Gilbert Matthews, *The “Market Exception” in Appraisal Statutes*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2020/03/Market-Exception-Matthews-March-2020.pdf>, 最近访问时间[2024-06-17]。

[50] 有学者指出,我国现金选择权可以发挥中小股东公允价值现金退出和监管利益冲突行为双重功能。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。

股份回购对公司法人人格突破的不利影响降至最低。目前司法实践中,法院在一些案件中突破了异议这一要件。^[51] 这些案件大部分存在公司决策对小股东的不当压制情形,相应处理方式也可以被视为法院在修订前《公司法》第 74 条约束下的无奈之举。在《公司法》修订后,法院可以在存在股东压制时援引第 89 条第 3 款予以处理。

最后,在价格确定上,股东回购请求权制度的实施应根据其主要目的进行相应调整。法院应区分涉及利益冲突与不涉及利益冲突的重大变动。在公司重大决策不涉及利益冲突时,异议股东回购请求权所发挥的主要是提供退出机制的功能,而并不发挥增强相应重大变动交易公允性的功能。因公司重大变动而产生的股东退出仅仅因为股东“道不同不相为谋”,法院对认定公允价格应采取较为谦抑的态度,不过度介入公司治理。然而,倘若公司重大变动涉及利益冲突,法院不能将回购价格的确定与案件整体事实割裂。公司重大变动本身就会给公司整体价值产生重大影响,而这一影响很有可能反映在公司的净资产以及股权价值上。因此法院需要根据公司决策中利益冲突的程度与影响相应调整回购价格的计算方式。

在我国法律制度下,法院规制利益冲突交易可以通过调整回购价格的认定时点与计算方法两个途径实现。第一,法院可以选择一个较早的时间点确定回购价格,以避免存在利益冲突的重大交易对小股东利益的影响。^[52] 在英国的 *Re KR Hardy Estates Ltd* 案中,法院认为股份回购的计算时点一般是法院下令回购之日,但如有必要,法院也可以选择更早的日期以确保对小股东的公平对待。^[53] 有学者指出,以更早的日期计算回购价格本质上使得小股东可以通过股份回购这一直接诉讼的方式免遭公司不公允决策的损害。^[54] 我国司法实践中也有类似的处理方式。例如在一起案件中,一家公司将其核心资产转让给其控股股东所全资持有的另一家公司,小股东提起股份回购请求。由于交易价格低于资产的账面价值,倘若按照净资产法计算,小股东所持股权的价值已清零。法院审查后决定选取利益冲突交易之前的公司净资产作为计算股权价值的基础,为小股东提供了更强的保护。^[55] 这一处理方式说明通过调整价格确定方法来规制利益冲突交易完全具有可行性。

在认定公司重大交易中的利益冲突程度以及公允性时,法院可以考虑多方面的证据与因素,包括相应决策是否经过评估,有无可参考市场或可比交易,以及无利益冲突股东的意见。^[56] 现有司法实践中,法院常常未充分考虑利益冲突交易公允性的因素。实际上,在股份回购争议所涉公司存在多个股东的情况下,无利益冲突股东的意见可以被作为

[51] 参见最高人民法院(2015)民申字第 2154 号民事裁定书。

[52] 倘若公司交易本身产生一定的溢价或增值,而法院希望在公司存在利益冲突情况下强化对小股东保护,在价格确定时也可以将公司交易带来的部分利益考虑在内。

[53] *Re KR Hardy Estates Ltd*, [2014] EWHC 4001 (Ch). Paul L. Davies & Sarah Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 10th edition, 2016, Sweet & Maxwell, para. 20-20.

[54] See Bas J. de Jong, Shareholders' Claims for Reflective Loss, 14 *European Business Organization Law Review* 97, 106 (2013).

[55] 参见重庆市高级人民法院(2018)渝民初 146 号民事判决书。

[56] See William W. Bratton, Fair Value As Process: A Retrospective Reconsideration Of Delaware Appraisal, 47 *Delaware Journal of Corporate Law* 497, 571 (2023).

重要参考。^[57] 由于股权本身估值存在一定难度, 股东回购请求权会产生一定的社会成本。因此, 法院通过考察公司重大交易是否存在利益冲突以及公司决策程序是否隔绝了利益冲突影响而相应调整其价格认定方法, 可以尽可能弥补其信息劣势, 避免过度规制或规制不足之问题。

第二, 我国法院也可尝试根据案件情形适当调整回购价格的计算方法。在美国法下, 法院通过不同的回购价格计算方法可以改变公司的诉讼成本, 以影响控股股东之决策。^[58] 鉴于我国司法制度与美国存在显著差异, 我国不能机械地照搬美国的经验。尽管如此, 法院仍然可以借鉴其背后的理念, 在价格确定上灵活地采用多种方式, 以提供不同层次的小股东保护。在缺乏可比交易的情况下, 我国法院通常采用公司账面净资产价值与未来预期收益法来认定合理的回购价格。这两种计算方法在小股东保护程度上存在明显的差异。一般而言, 对于持续盈利的公司而言, 以净资产为基础计算所得的回购价格相对较低, 对小股东的保护力度较弱; 而未来预期收益法则能够得出较高的回购价格, 从而提供更强有力的保护。例如在一起案件中, 公司账面净资产为 4651 万元。评估机构基于各项资产的预期收益对其进行评估后认为股权价值为 7280 万元, 远高于账面净资产价格。^[59] 部分公司可能在账面净资产难以反映其真实价值时更多地通过利益冲突交易损害小股东利益, 法院不应过分依赖于账面净资产作为计算回购价值之基础。法院应考虑根据利益冲突严重程度, 适当发挥裁量权选择合适的计算方式以实现小股东保护之目标。

以公司重大变动是否存在利益冲突而调整回购价格, 有助于避免股份回购过分影响公司有效率的公司交易。在这一问题上, 德国法的经验也颇具参考价值。在德国法下, 公司合并需要股东会三分之二以上多数通过,^[60] 且被收购公司的股东可以发起评估程序 (Spruchverfahren) 以要求在合并交易中就对价不足的部分获得额外的现金补偿。^[61] 这一制度并不区分利益冲突与否。其结果是评估程序对小股东保护较强, 由于公司期待小股东启动评估程序, 一般都会压低交易价格, 反而使得评估程序本身成为导致价格不公的一个因素。恩格特教授 (Andreas Engert) 批评这一项制度对小股东的过度保护, 认为德国法院应向特拉华州法院学习, 区分决策存在明显利益冲突以及采取了合适的程序避免利益冲突的公司交易, 并在后一情形下适当简化对交易的审查。^[62] 我国也应吸收这一经

[57] 美国法有类似处理方式。See *Pinson v. Campbell-Taggart, Inc.*, No. CIV. A. 7499, 1989 WL 17438, at 7 (Del. Ch. Feb. 28, 1989).

[58] *Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd*, 177 A.3d 1, 35-37 (Del. 2017).

[59] 尽管该案采用的方法是对各项资产分别评估并加总, 与针对股权的折现现金流法评估存在一定差别, 但其与净资产法之间的差异仍然十分显著。参见江苏省无锡市中级人民法院 (2019) 苏 02 民终 3301 号民事判决书。

[60] § 12 (2) Restructuring Act.

[61] See Andreas Engert, *How (Not) to Administer a Liability Rule — The German Appraisal Procedure for Corporate Restructurings*, in: Grundmann/Merkt/Müllbert (Hrsg.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag*, 2020, pp. 211-222. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3723763>, 最近访问时间 [2024-06-17]。

[62] See Andreas Engert, *How (Not) to Administer a Liability Rule — The German Appraisal Procedure for Corporate Restructurings*, in: Grundmann/Merkt/Müllbert (Hrsg.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag*, 2020, pp. 211-222. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3723763>, 最近访问时间 [2024-06-17]。

验,通过在回购价格的计算中考虑利益冲突问题更好地平衡各方利益,实现对公司决策的适度规制。

(二) 股东压制下法院以股东回购请求权规制利益冲突交易之机制设计

对于构成股东压制的利益冲突交易,修订后《公司法》第 89 条第 3 款与修订前《公司法》第 20 条第 2 款(现为第 21 条)均采用了“滥用股东权利”的表述,而后者常常被用于规制控股股东操控下的公司利益冲突交易,因此不公允的利益冲突交易可以被作为控股股东滥用股权的一种情形。不过,在公司未发生重大变动但相应交易存在利益冲突的情况下,法院应仅在存在股东压制的情况下提供股份回购之救济。

在目前的司法实践中,我国法院并未明确采纳股东压制理论,因此在是否允许回购的标准上存在一定的混乱。有的法院采用“长期的经营矛盾”等描述作为允许回购之理由。^[63]理论上,倘若股东间矛盾导致公司董事会、股东会瘫痪而长期无法做出决策,则接近公司僵局之标准。股东压制更常见于公司存在控股股东压迫小股东的情形,而非股东势均力敌下的公司僵局的情形。^[64]以股东压制作为公司未发生重大变动下的股东回购请求权可以避免对小股东过度保护或保护不足的问题。具体而言,股东压制下的股东回购请求权制度在规范设计上应有几个方面的特殊调整。

在适用标准上,法院在提供股份回购之救济时应以利益冲突交易是否达到股东压制的程度为标准。以股东压制作为标准可以对不同情况下的利益冲突交易实现规制,寻求资本多数决与小股东保护间的平衡。^[65]法院可借鉴域外经验,考虑控股股东的行为是否违反了小股东的合理期待,这些合理期待包括公司决策遵守法律、章程以及股东间约定与共识。

《公司法》第 89 条规定有限责任公司控股股东滥用股权损害公司与其他股东利益时,小股东有权请求回购。理论上,“滥用”的含义十分宽泛。倘若与《公司法》第 21 条采相同解释,则有可能导致小股东可以轻易要求公司回购其股份,不利于公司经营稳定。同时,小股东还可以利用这一权利阻碍对公司整体有利的交易,反而有损社会效率。法院在解释第 89 条时应考虑这一救济手段对于化解股东压制的必要性,以及与股东压制程度的相称性(proportional)。^[66]倘若关联交易行为不太可能频繁重复发生,通过决议无效、损害赔偿等救济可以有效规制,法院应避免采用股份回购这种对公司持续经营伤害较大的救济措施。^[67]公司正常经营活动下单次、偶发的利益冲突交易一般不应产生股东回购请求权,以避免过度规制的不利后果。只有在公司利益冲突交易严重,或具有一定持续性、系统性时,才可能被认为是控股股东有意压迫小股东、剥夺后者参与分配公司利润的方式,违反其合理期待,小股东可以获得股份回购之救济。

[63] 在山西省运城市中级人民法院(2014)运中民终字第 312 号民事判决书中,法院指出该案并无公司法规定的法定回购请求权事由,但原告与其他股东间存在“长期的经营矛盾,无法调和”。虽然原告主张公司存在转让主要财产的行为,法院并未认可该主张,而是以矛盾无法调和的特殊情况为由同意了原告的请求。

[64] 对于二者的区分,参见李建伟:《司法解散公司事由的实证研究》,《法学研究》2017 年第 4 期,第 132 页。

[65] 值得指出的是,由于《公司法》仅在第 89 条确立了股权滥用情形下的回购请求权,故本节的讨论仅适用于有限责任公司。

[66] Re Elgindata Ltd [1991] BCLC 959, 1005.

[67] Kizquari Pty Ltd v Prestoo Pty Ltd (1993) 10 ACSR 606.

法院在具体案件中判断是否存在股东压制时应考虑两方面的裁量因素。其一,法院应关注公司的股权结构。在公司股东人数较多,涉及利益较广的情况下,股份回购可能对其他股东造成一定影响。此时损害赔偿制度一般更为合适,以避免个别股东通过股东回购请求权“敲竹杠”,损害公司及其他股东的利益。然而,在公司股东人数较少的情况下,这一顾虑并不明显,且损害赔偿制度可能导致资金重归大股东控制,小股东持续遭受压迫。此时股份回购制度在保护小股东目标上更具价值。其二,法院还应全面考虑除了案涉利益冲突交易以外的股东压制的其他证据。在一起案件中,涉案公司多次向关联方转让其所持有的股权,并且长期不分配利润,导致小股东无法从中获得应有的回报。^[68] 在这种情境下,如果仅仅依靠损害赔偿作为救济手段,控股股东在赔偿公司损失后很可能再次掌控资金,并通过其他隐蔽的方式继续进行利益输送。此时为了彻底化解股东压制问题,法院应当支持小股东提出的回购请求。

在确定回购价格的过程中,法院必须充分考虑利益冲突交易对公司股权价值所产生的负面影响。若控股股东存在长期利用利益冲突交易损害公司利益的恶劣行径,法院应当选择一个更早的时间点作为确定回购价格的基准,以确保回购价格本身不受公司利益冲突交易的扭曲影响。例如,在前段所述案件中,原告指出公司实际控制人在2011年即通过转让资产等方式“恶意减少公司净资产,意图贬损原告股权所对应的净资产”,请求法院根据2011年的净资产计算回购价格。这一主张具有一定合理性,可以避免公司以过于低廉的价格回购股份,从而切实保障小股东利益不受不正当利益冲突交易之影响。

四 结 论

股东回购请求权在司法实践中已发挥了阻遏不当利益冲突交易的作用。股东回购请求权是对资本多数决原则的一项限制,有助于保护小股东,但也存在过分干预公司自治的弊端,需要被审慎适用。对于公司重大变动,现行法律下的股东的回购请求权已经为小股东提供了退出机制,法院可以基于这一制度附带实现对利益冲突交易的规制。对于公开发行证券的公司,尽管修订后《公司法》规定了公开市场例外,监管者仍应注意到股份回购对于具有利益冲突的公司重大交易之规制作用。在具体实施上,法院应仅在股东表达了异议的前提下提供股份回购之救济,且应将公司决策公允性纳入对回购价格确定中。而对于公司未发生重大变动下的股东回购请求权制度,有必要引入股东压制理论,以在保护小股东的同时避免对公司法整体秩序的破坏。这一制度也与现有的关联交易之规制以及司法解散之诉等制度兼容,具有合理性。在公司存在股东压制时,法院应仅在损害赔偿等救济措施不足以保护小股东时才提供股份回购之救济,同时需要考虑公司股权结构以及包括利益冲突交易在内的诸多股东压制形态的相关证据。法院可以通过选择股份价格的计算时点,避免利益冲突交易对股权价值的影响,进而实现规制利益冲突与保护小股东的目标。

[68] 参见江苏省常州市钟楼区人民法院(2018)苏0404民初2952号民事判决书。

Regulating Conflict-of-Interest Transactions through Share Buyback Rights

[**Abstract**] Regulating conflict-of-interest transactions is a central issue in corporate law. Article 89 of the newly revised Chinese Company Law has increased the scenarios of abuse of shareholders' rights, thereby providing a clear legal basis for regulating conflict-of-interest transactions through share buyback. An empirical analysis of judicial decisions in China indicates that the right to request share buyback has already played a significant role in regulating such transactions. This paper conducts an empirical analysis of judicial decisions to understand how the right to request share buyback has been applied in practice. This analysis reveals that courts have supported buyback requests in numerous cases, especially where conflict-of-interest transactions have been detrimental to minority shareholders. Additionally, courts have supported the request for share buyback when there is a conflict of interest in the corporate transaction even when doing so sometimes is not entirely consistent with law. These findings highlight the important function of the right to request share buyback in minority shareholder protection. However, using share buyback to regulate conflict-of-interest transactions violates the principle of corporate legal personality. Implementing share buyback requests involves significant costs, including the accurate valuation of shares and the potential impact on a company's cash flow. Courts often face challenges in evaluating a company's value due to information asymmetry and the complexity of financial assessments. This regulatory strategy is thus appropriate only in specific situations. This paper draws comparisons with practices in other jurisdictions, such as the U. S. and the U. K. , where similar mechanisms have been used to regulate conflict-of-interest transactions. It highlights the importance of judicial discretion in balancing the interests of all shareholders and ensuring fair transaction practices. When a company undergoes significant changes, its operational stability is already disrupted. Additionally, a corporation usually can prepare cash in advance to address buyback requests. In such cases, fulfilling minority shareholders' buyback requests does not incur excessive social costs. When determining the buyback price, courts should consider the conflict of interest involved in the company transaction as an important factor. Conversely, in the absence of significant changes within the company, courts should support shareholder buyback rights only when the conflict-of-interest transaction constitutes shareholder oppression. Courts must clearly distinguish between single, sporadic conflict-of-interest transactions during normal business operations and systematic tunneling activities. Moreover, in determining whether to approve a share buyback request, courts should consider whether alternative remedies, such as damage compensation and judicial dissolution, are more appropriate in protecting minority shareholders.

(责任编辑:余佳楠)