

公司挤出合并下异议股东 回购请求权的功能定位

耿利航*

内容提要：当少数股东不同意合并时，可以行使异议股东回购请求权“强卖”股份给公司，而公司多数股东（控制人）也应有权以现金为对价“强买”拒绝退出的少数股份，实现挤出少数股东的目的，二者应是一体发展的制度安排。简易合并本质上就是现金挤出合并，其初衷并非单纯地简化公司合并的决策程序。在挤出合并下，异议股东回购请求权之功能应从给予异议股东退出公司的机会，转变为通过评估股份公允价值来保护少数股东利益、抑制公司控制人机会主义的主要制度工具。为保护少数股东以及防止滥诉，应在完善异议股东回购请求权救济程序的基础上，综合考虑股价的有效性、公众股东的接受度、交易程序的完善性等具体情况，形成能够认定股份公允价值的明确的、具有可预见性的司法裁判规则。

关键词：挤出合并 现金合并 简易合并 异议股东 股份回购

一、问题的提出

我国 2023 年公司法对公司合并和异议股东回购请求权的规则群进行了大幅度修订，尤其是在第 219 条新增了简易合并制度，公司与其持股 90% 以上的公司合并，被合并公司不需经过股东会决议，如果合并支付的价款不超过合并公司净资产的 10%，也无需合并公司股东会的批准（“小规模”合并）。该条被认为是 2023 年公司法的一个亮点，如果被合并公司股东已经无法阻止合并，省去股东会同意程序可以节约交易成本。但该条存在的疑惑在于，如果仅是为省去召开股东会的成本，为何不直接规定母公司持有三分之二以上子公司股份即可以进行简易合并，而要坚持母公司持股“90%”以上这个“神奇数字”？包括简易合并在内的所有公司合并本质上都具有强制性，公司多数股东（控制人）有权自行决定，但不同意合并的少数股东可以公允价值将其股份“强卖”给公司，此即异议股东回购请求权。我国公司法虽然规定了对公司合并、分立等持异议之股东的回购请求权，但立法者并没有进一步阐述该权利的理论

* 中国政法大学民商经济法学院教授。

基础和制度功能。

公司合并和异议股东回购请求权实为一对紧密铆合的制度。异议股东回购请求权起源于20世纪初的美国法，是在公司进行合并等重大交易（fundamental changes）时，为少数股东提供的特别或专属救济。^{〔1〕}随着现代公司法逐步接受以现金作为对价的合并，公司合并的功能已经发生深刻变化，不仅是为提升效率、扩大规模，还经常带有强烈的挤出少数股东的意图：多数股东不仅有权决定公司合并，还有权“强买”少数股东持有的股份。异议股东回购请求权作为少数股东对抗多数股东“强制”的主要工具，亦应适应公司合并功能的转变，以有效保障少数股东的权益。

二、公司合并的少数股东挤出功能

通常情况下，合并本身意味着被合并公司股东的强制换股。然而，如果合并协议中约定仅以现金或性质类似的债券（以下统称为“现金”）而非合并后的公司股份作为换股对价，被合并公司的少数股东只能交出股份并从合并后的存续公司中完全消失。因此，公司合并不仅具有两公司经营和财产整合的功能，也自带公司股东层面的少数股东（余股）挤出功能。挤出合并的本质即是以现金合并（cash out merger）的方式挤出（squeeze-out）被合并公司的少数股东。^{〔2〕}

（一）少数股东挤出功能的确立

公司合并是个古老的公司法制度，其产生初期并不是作为挤出少数股东的工具。事实上，在19世纪英美普通法中，股东对其股份享有如动产般的“既得权利”（vested rights），对公司合并、章程变更等重大事项享有一票否决权。但随着公司和资本市场的发展，这种严格的少数股东权利保护无法适应公司并购重组的实践需求，公司立法开始授权董事会在多数股东批准的情况下进行合并等重大交易。^{〔3〕}然而，这个时期“既得权利”观念的影响仍然存在。虽然合并导致强制换股，但少数股东还保有相当程度的股权（财产）处置自由：其可以选择同意合并并留在存续公司，或者不同意并退出公司，多数股东无权将少数股东逐出公司。^{〔4〕}美国早期的合并立法通常规定，参与合并的股东有获得存续公司股份的权利。美国法院在很长一段时间内，对公司控制人采用旨在驱逐少数股东的各种迂回做法（如通过解散公司将资产转移给己方新设公司）也持敌对态度。^{〔5〕}

公司合并能够实现挤出功能，这是来自合并立法或法院对合并协议中仅以现金作为对价的

〔1〕 See William J. Carney, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980 Am. B. Found. Res. J. 69-70 (1980); Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L. J. 245-247 (1962). 异议股东回购请求权在美国公司法中被称为异议股东“评估权”（appraisal right）。国内有学者统称为“评估权”（参见施天涛：《公司法论》，法律出版社2014年版，第564页以下），或者异议股东回购请求权（参见赵旭东、刘斌主编：《新公司法条文释解》，法律出版社2024年版，第212页），也有学者混用这两个概念（参见邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第379页以下）。为使比较法研究更贴切，本文如无特别说明，将不加区分地使用这两个概念。

〔2〕 See Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N. Y. U. L. Rev. 624, 625 (1981).

〔3〕 参见前引〔1〕，Carney文，第94页。

〔4〕 See Irving J. Levy, *Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment*, 15 Cornell L. Rev. 426-427 (1930).

〔5〕 参见前引〔2〕，Weiss文，第629页以下。

特别许可（认可），其制度肇端正是简易合并立法以及法院此后对现金并购敌意的逐渐消融。从20世纪20年代起，美国一些州的公司法开始允许在合并中使用现金作为支付对价，最早是佛罗里达州公司法第36条。但这些规范仅被法院狭义解释为，只是为合并提供的额外灵活性，而非授权现金挤出少数股东。〔6〕简易合并制度的雏形出现在1924年纽约州的一项公司法案中，该法案允许董事会径行批准母公司与全资子公司之间的合并。1936年经济大萧条时期，该法案将“全资”条件改为持股95%，这是美国公司立法第一次出现了“95%”这个数字。〔7〕将母公司持股100%减至95%其实意义不大，本次改法的重要意义是，不仅明确允许简易合并中仅以现金作为支付对价，而且为促进公共事业公司简化股本结构，表现出明确的授权逐出少数股东的立法意图。少数股东既无权对合并进行表决，也不能主张持有存续公司的股份。1949年贝洛夫诉纽约联合爱迪生公司案是纽约州最高法院受理的首起质疑该法案侵犯股东财产权的二审案件。〔8〕法院驳回了原告的诉讼，认为简易合并属于立法机关权力范围内的公共政策选择，原告“既无权留在公司或参与合并，也无权分享合并后的收益”，其只能行使评估权，使自己获得股份的公允价值。在1962年斯托弗诉标准品牌公司案中，〔9〕异议股东诉称，被告使用空壳公司，根据1957年特拉华州公司法第253条消除其在公司的财产权益，这属于滥用权利。特拉华州最高法院维持原判，并直言不讳地表示，为防范那些合并过程中的职业勒索人，“（简式合并）法规的真正目的是为母公司提供一种消除少数股东在企业中的利益的手段”。简易合并立法是协调股东利益冲突的初步尝试：少数股东持股低于10%，意味着其对公司经营几乎没有发言权，很大程度上只是为了经济利益的财务投资者。此时，多数股东摆脱少数股东的愿望尤其值得尊重，否则立法不会特意规定母公司需要如此高的持股比例。〔10〕美国公司法权威艾森伯格教授总结道，简式合并立法实为一项“挤出”法律，而不是合并法规。〔11〕

进入20世纪60年代后，美国公司法更进一步，对现金合并立法进行了全面解禁。1961年纽约州公司法第902条（a）（30）、1967年特拉华州公司法第251条以及1969年《示范商事公司法》第71条都修改为，允许在一般（法定）合并中仅使用现金作为对价。持有公司多数股份的股东可以直接使用现金作为合并对价，通过股东会决议“一步”挤出少数股东，也可以先发出收购要约，在其持有的股份加上接受要约的股份总数超过目标公司股份的90%后，再进行无需股东会决议的“第二步”简易合并。美国放开现金合并，这在现代公司法理论中有充分的依据。认为股份不得被强制剥夺，是基于股东对其股份具有永久持有的固有权利，然而，这种观点只是同义反复，没有注意到股权的特殊性质。其一，股权并非动产，也不代表股东对公司资产的任何权利。股权是股东基于公司法或章程的规定，参与公司少数重大事项、董监事任免等集体决策的权利。股东作出投资决策时已经接受了以下这种可能性，即该投资的性质和价值可能会因股东会对合并、发行新股或分拆股份、清算等作出决议而发生重大改变。如

〔6〕 参见前引〔2〕，Weiss文，第632页，第637页。

〔7〕 See Catherine L. Curran, *Shareholders' Rights in Short-form Mergers: The New Delaware Formula*, 64 Marq. L. Rev. 693 (1981).

〔8〕 Beloff v. Consolidated Edison Co. of New York, 300 N. Y. 11, 87 N. E. 2d 561 (1949).

〔9〕 Stauffer v. Standard Brands, Inc., 41 Del. Ch. 7, 187 A. 2d 78 (Del. 1962).

〔10〕 See Arthur M. Borden, *Going Private - Old Tort, New Tort or No Tort?*, 49 N. Y. U. L. Rev. 1025-1026 (1974).

〔11〕 See Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Boston: Little, Brown & Co., 1976, p. 240.

果公司被解散，股东同样无法主张保留股权。在此意义上，现金合并没有任何不同。其二，既然公司法允许公司合并时的资本多数决，所谓股权的“所有权”属性实际上已经被击破。如果多数股东有权批准合并，将其原股票换为代表不同公司权益的另一张纸，为什么不能进一步决定将股票换成现金？^[12] 公司资本多数主义必然意味着“强制”，法院没有多少政策理由因个别股东的坚持而否认多数股东同意的交易。其三，根据现代金融市场理论，股权是获得公司未来收入流的权利，具有特定的风险回报特征，因此存在许多替代品。^[13] 这意味着，资本市场上的多数公众投资者仅是财务投资者。如果其得到公允的补偿，就没有必要非要保护个别投资者对某一公司的特定投资。事实上，也没有几个投资者对特定公司的投资“情有独钟”。

在美国 20 世纪 70 年代的经济衰退时期，上市公司私有化首次大规模出现，许多 60 年代后期牛市时高价买入股票的股东被低价挤出，现金合并被斥为公司控制人“中饱私囊”的“合法”技术。^[14] 美国证券交易委员会（SEC）最先行动，对现金合并制定了特别的强制性信息披露规则，即 13e-3 规则，以增强透明度并减少内幕交易与利益冲突，保护少数股东在现金合并中的利益，确保他们在获得足够信息的基础上作出知情决策。^[15] 然而，该规则缺乏实质公平性监管规范，少数股东纷纷根据 1934 年证券交易法中的 10b-5 规则向联邦法院寻求救济，称现金合并构成证券买卖相关的欺诈。在圣达菲工业公司诉格林案中，^[16] 美国联邦最高法院指出，除非存在虚假信息披露，否则合并属于州公司法的调整范畴。特拉华州最高法院在压力之下也曾有过犹豫。在辛格诉美格纳沃克斯公司案中，^[17] 该法院认为，以消除少数股权为唯一目的的现金合并违反了多数股东对少数股东的信义义务，挤出合并尚须有合法的商业目的（business purpose）支持。在罗兰国际公司诉纳贾尔案中，^[18] 特拉华州最高法院一改前见，认为商业目的测试也适用于简式合并。这一转变是股东“既得权利”观念的一个回摆：在公司合并中，控制人仅提供公允对价并不够，少数股东的持股利益也有保护的必要，控制人至少还要找到一些好的理由才能摆脱少数股东。然而，商业目的的概念极为宽泛，控制人似乎简单声称挤出少数股权有利于促进效率就能够满足要求。^[19] 1983 年温伯格诉 UOP 公司案（以下简称“温伯格案”）一锤定音，特拉华州最高法院认为，任何能够促进母公司利益的合并都有其合法的商业目的，商业目的测试对少数股东已经无法提供有意义的保护，少数股东的权益保护应通过对公允对价、正当程序等的司法审查实现。^[20] 该案裁决为现金合并完全合法化奠定了基础，标志着美国公司法裁判从试图以商业目的限制控制人权力向通过对价公平性保障少数股东权益的转型。

从早期合并须经少数股东同意到允许资本多数决，再到引入简易合并乃至最后全面放开现金合并允许逐出少数股东，是美国公司立法和司法在少数股东与多数股东权益之间进行适当平衡和反复试错的最终结果。为促进公司并购重组，合并立法给予公司多数股东几乎无限的权

[12] 参见前引 [1]，Manning 文，第 232 页；前引 [10]，Borden 文，第 1016 页。

[13] See Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 Am. B. Found. Res. J. 878 (1983).

[14] 参见前引 [7]，Curran 文，第 700 页。

[15] See 17 C. F. R. 240.13e-3.

[16] See *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977).

[17] See *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A. 2d 969 (Del. 1977).

[18] See *Roland International Corp. v. Najjar*, 407 A. 2d 1032 (Del. 1979).

[19] 参见前引 [2]，Weiss 文，第 667 页。

[20] See *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

力，而将防止少数股东利益被剥削的责任全部留给了法院。^[21]美国对现金合并的全面解禁，使现金合并成为公司挤出少数股东进行私有化的最便捷和最常见的技术。^[22]乃至在实践中，公司合并在大多数情况下已不再是两个公司的资源整合，而可以被重新“定义”为目标公司与收购方特设壳公司的结合（三角合并），合并目标只为逐出少数股东。^[23]

（二）我国公司合并制度挤出功能的缺失

公司时常需要根据营运情况和资金需求，在对外融资和收回全部对外发行股份回归闭锁之间进行动态调整。公开发行人上市融资虽然能够获取公众资本，但要相应地付出信息披露、公司监督等公共监管成本。当上市成本已经大于收益时，如股价低迷或股份流动性丧失、难以再融资等，控制人（或寻求第三方）可能选择通过收购全部发行在外的股份进而完全退出公开交易市场来进行私有化。然而，在上市公司私有化过程中，常会遇到少数股东拒绝交出股份的余股难题。

上市公司私有化最便捷的方式是公司控制人或第三方直接向社会公众股东发出全面收购要约。然而，即使要约价格足够高，社会公众股东也可能不会全部接受。因为常有个别股东拒绝参与，有些零星持股的股东可能急于进入账户进行接受要约的操作，甚至忘记持股都不鲜见。比如，2005年中国石油对吉林化工、锦州石化等三公司的流通股进行要约收购期满后，虽反复催告，仍有极少数股东（锦州石化1.08%、吉林化工0.30%）没有接受要约。^[24]2006年中石化对下属齐鲁石化、中原油气等四家上市公司进行要约收购，最后也（只能）是“基本”完成。^[25]2013年神华国能集团对金马旅游集团发出全面收购要约，但截至2025年3月，其仍与未接受要约的余股“尴尬共存”。^[26]按照证监会《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》（中国证券监督管理委员会公告〔2022〕31号）第3条“优化退市公司持续监管制度”的要求，如收购后余股股东超过200人，被收购公司将平移至三板市场“退市专区”继续交易。所谓“退市”只是改变了交易场所，被收购公司还是需要遵守证券法、公司法并履行上市公司信息披露、内部治理的（三板）“上市”公司。比如，2023年8月经纬纺机公告主动退市，并给少数股东高溢价现金选择权，实质上是将全面收购要约与收购成功后退市进行了“二合一”操作。最后，约98%的社会公众股东接受了现金，导致经纬纺机在耗费了20

[21] 参见 William T. Allen *et al.*, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 6th ed., Holland: Wolters Kluwer, 2021, p. 505; 前引〔2〕, Weiss文, 第625页。

[22] See Guhan Subramanian, *Post-Silicon Freeze-outs: Theory and Evidence*, 36 J. Legal Stud. 3 (2007).

[23] See Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 Geo. L. J. 10 (1995).

[24] 参见《中国石油天然气股份有限公司关于锦州石化股份有限公司余股收购结果以及不再通过深圳证券交易所交易系统收购余股的公告》（2006年7月），<https://pilu.tianyancha.com/announcement/fceb4158294f0b5bfbf03ad65b615c4>, 2025年3月18日最后访问；《中国石油天然气股份有限公司关于吉林化学工业股份有限公司余股收购结果以及不再通过深圳证券交易所交易系统收购余股的公告》（2006年9月），https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=172315, 2025年3月18日最后访问。

[25] 根据中石化要约收购情况的公告，四家公司均有极少数流通股股东未接受要约：齐鲁石化0.91%、扬子石化0.49%、中原油气2.39%、石油大明8.79%。参见《中石化基本完成四公司要约收购 共支付133亿元》，<https://finance.sina.com.cn/stock/s/20060412/08092494045.shtml>, 2025年3月3日最后访问。

[26] 参见《广东金马旅游集团股份有限公司关于神华国能集团公司要约收购本公司股份余股收购结果公告》（2013年9月25日），<https://finance.sina.com.cn/stock/t/20130925/011016839381.shtml>, 2025年3月3日最后访问。通过“企查查”查询，截至2025年3月，国家能源集团国源电力有限公司（原神华国能集团）持股金马旅游集团99.78%，身份未明的散户仍持有0.22%股份。参见<https://www.qcc.com/firm/7d3e839c0e85911db60b1496c040393a.html>, 2025年3月3日最后访问。

多亿现金后仍需在“退市板块”为剩余少数股东提供信息披露和代办股权转让服务。^[27]由此可见，由于余股问题难以解决，我国上市公司“退市”实际上存在制度障碍。

即使彻底退出证券市场无障碍，收购对上市公司控制人的好处也是有限的，因回笼全部在外股权并彻底完成私有化才是控制人的主要目标。“退得干净”对公司控制人可能极为重要。一方面，控股股东（母公司）与其子公司之间存在固有的利益冲突，体现在关联交易、资源调配以及商业机会分配等方面，这可能对子公司少数股东产生不利影响。然而，控股股东对少数股东信义义务的边界及认定标准总是隐晦不定，被诉风险在所难免。^[28]母公司如想在真正意义上对子公司资产拥有完全的控制权，必须持有100%的股份，而不仅仅是控制权。^[29]简化的股权结构不仅能够最大限度地降低代理成本，还能从根本上消除股东间的利益冲突，使控制人摆脱少数股东的质疑或干扰，专注于公司的长期发展。另一方面，对母公司来说，公司法对少数股东的保护越充分，控制人取得100%股权的意愿也就越强烈。即使高溢价要约后少数股东的持股比例大大减少，公司应对少数股东“纠缠”或者诉讼的成本仍基本上保持不变。因此，控制人只能通过将少数股东全部拒之门外来避免这些成本。正如德国学者所称，少数股东经常带来与其出资贡献极不相称的费用，这在上市公司中尤为明显。通过让公司变为一人公司，可以“每年节省数百万的资金，并且唯一的股东可以更迅速、更灵活地从事企业经营管理活动”。^[30]

我国公司合并制度一直缺乏余股挤出的设计，这是实践中上市公司退出不畅延续至今的关键肇因之一。事实上，没有公司控制人或第三方愿意耗费巨资回购股份后却只能带领留存的社会公众股东进入一个更没有流动性的三板市场。类似地，公司控制人既然愿意（或因触发强制全面要约义务而被迫）采取全面要约收购，就应当有权利获得100%控股，即一次性买断少数股权，真正实现公司整合的目标。然而，收购溢价越高，接受要约的股东越多，但坚守不退的“钉子户”反而获得了更大的权利，如在需要关联股东回避表决的交易中行使“一票”否决权。在这个博弈下，收购方一开始就会打消溢价收购的意图。例如，2022年中国国航因受让股权触发对山航B的全面要约收购义务，要约收购期届满后，只有极少数股东接受要约。山航B后因两年期末净资产为负值而被摘牌转入三板市场。未接受要约的部分公众股东在向监管机构举报中国国航要约收购定价过低侵害其利益未果后，便开始在股东大会上“主动维权”。^[31]结果是，中国国航饱受少数股东“维权”之苦，绝大多数股东也失去了高价退出公司的机会。

早在2014年，我国证券监管机构就已经明确提出，为健全公司退市和收购机制，亟需建立一套包括触发条件、救济程序等内容的余股挤出规则。^[32]学界主流意见是，仿照2004

[27] 参见《经纬纺机：关于以股东大会决议方式主动终止公司股票上市现金选择权申报结果的公告》（2023年10月21日），http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?gather=1&id=9580568，2025年3月6日最后访问。

[28] See Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 Yale L. J. 1370-1372 (1978).

[29] 参见前引[21]，Allen等书，第511页。

[30] [德]格茨·怀克、克里斯蒂娜·温德比西勒：《德国公司法》，殷盛等译，法律出版社2010年版，第658页。

[31] 参见《山航否决小股东罢免董事长等全部议案 称不存在利益输送》，<https://companies.caixin.com/2024-06-14/102206237.html>，2025年3月6日最后访问。

[32] 参见2014年证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》（中国证券监督管理委员会令 第107号）。

年《欧洲议会和理事会关于收购要约的指令》（以下简称“欧盟收购指令”）第15条规定的模式，建立要约收购后的余股挤出规则。^[33] 2015年《中华人民共和国证券法（修订草案）》曾新增第122条第1款，规定了两类要约收购后的余股挤出规则，“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超过百分之九十或者收购人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”。但2019年证券法并未采纳。同时，根据2019年证券法第76条，收购行为完成后，收购方与被收购公司合并并将该公司解散的，被解散公司的原有股票由收购人“依法更换”。这被监管机构理解为公司合并只能采取收购方增发股票的换股吸收合并的方式。^[34] 2023年证监会《上市公司重大资产重组管理办法》（中国证券监督管理委员会令第214号，以下简称“公司重组办法”）也仅规定了换股吸收合并，虽然第49条第3款规定，“上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证、存托凭证等用于购买资产或者与其他公司合并”，即允许多种合并对价，但仍是基于合并必须给予股东换股权利。

（三）基于挤出功能的公司合并制度

我国1993年公司法第七章规定了公司一般合并制度，但对于能否现金换股未置可否。在2001年引发关注的郑百文重组事件中，核心争议就是在重组中能否强制以现金回购坚持不退的个别股份。郑百文重组完成后，部分异议股东因其股份被注销登记并换为现金为由，向法院起诉三联商社和中国证券登记结算有限公司（中登公司），要求返还其股份。一审法院认为，在原告股东明示反对的情况下，被告以股东大会决议为依据，以独立财务顾问确定的所谓公平价格回购原告的股份，侵害了原告作为股东对其股份依法享有的所有权。二审法院则回避了这个问题，简单以重组已经完成，中登公司将原告所持股份回购并办理注销手续是执行股东大会决议为由，改判三联商社胜诉。^[35] 在前述中国石油和中国石化分别对下属上市公司的要约收购完成后，两公司最后均是通过设立壳公司与下属公司另行现金合并的方式处理余股问题。^[36] 中原油气的一名股东随后提起诉讼，认为未经其本人同意，将其持有的中原油气股票换为现金的临时股东大会决议内容违法。但两审法院均不愿意触及少数股东能否被现金换股的核心问题，而只是抓住了原告诉请中的瑕疵，称其虽认为临时股东大会决议内容违法，但并未请求确认决议无效，故对决议内容的效力不予审查。^[37] 实际上，2005年公司法引入异议股东回购请

[33] 参见赵万一、赵舒窈：《中国需要一部什么样的证券法》，《暨南学报（哲学社会科学版）》2018年第1期，第76页；李东方：《上市公司收购监管制度完善研究——兼评“〈证券法〉修订草案”第五章》，《政法论坛》2015年第6期，第124页；董新义、刘明：《收购人余股强制挤出权的保障及制衡》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》2017年第2期，法律出版社2017年版，第144页以下。

[34] 参见《【行政许可事项服务指南】上市公司合并、分立核准、注册》（2020年8月20日），<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101864/c1515156/content.shtml>，2025年3月3日最后访问。

[35] 根据重组方案，郑百文股东需将所持公司股份的50%过户给三联商社，对反对重组、不同意过户的股东，将依照独立财务顾问确定的公平价格回购其股份并注销。郑百文重组登记日有股东68,115名，仅有32名股东提交声明，既不同意将所持50%股份过户给三联商社，也不同意公司回购其股份。参见《一审判决理解片面 郑百文案终审裁定小股东败诉》，<https://finance.sina.com.cn/stock/s/20050420/03191532268.shtml>，2025年3月1日最后访问。

[36] 参见《中石化设立四大壳公司》，<https://finance.sina.com.cn/20070302/11111240506.shtml?from=wap>；《北京市春晖投资有限责任公司关于本公司与锦州石化股份有限公司及辽河金马油田股份有限公司合并的债权人公告》，https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=187796，2025年3月1日最后访问。

[37] 参见朱某诉中国石化中原油气高新股份有限公司股东权益纠纷案，河南省郑州高新技术产业开发区人民法院（2007）开民初字第734号民事判决书，河南省郑州市中级人民法院（2008）郑民一终字第22号民事判决书。

求权的一个诱因即是郑百文重组事件，但没有找全问题，因为郑百文重组方案已经给了异议股东以独立财务顾问评估的公允价格退出的途径。股东有权请求以公允价格退出和能否被强制现金换股并不是一回事。然而，我国法院对股东持股“非经同意不得被剥夺”至今仍有挥之不去的“执念”，典型如孙某等与上海米蓝贸易有限公司等决议效力纠纷再审案。^[38]

允许现金合并对于促进我国资本市场高质量发展具有紧迫的现实意义。我国现阶段证券市场监管创新有两个核心举措：一是严守进口，提高公司上市审核标准；二是提升上市公司投资价值，鼓励上市公司通过吸收合并和私有化等成熟市场主流的交易方式，形成不再符合资本市场监管要求的上市公司应退尽退、及时出清的退市格局。^[39]我国很多上市公司都曾行业翘楚，虽然经营遇到困难或由于行业等原因不再受市场“欢迎”，市值大幅缩水，但并不意味着没有经营能力和市场占有率。现金合并不仅鼓励“空壳”公司自行离开市场，也将推动第三方的并购，促进资本市场的结构优化。在德国2002年立法“解禁”现金合并后，仅2002年当年就有100多起挤出合并，2007年底增加到317家。最初的挤出激增主要是由于拥有压倒性多数的股东迫切要求退市并精简公司持股结构，其后的焦点转移到了控制权交易之后的挤出交易。^[40]

合并是公司自治行为，我国2023年公司法虽然没有列明合并对价的形式，但既未如美国早期公司立法那般直接否认现金对价，也未如证券法第76条那般对合并对价有“依法更换”或类似的限制规定，因此可以认为，公司法对合并对价秉持开放态度。更重要的是，在2023年公司法第219条第2款“公司合并支付的价款不超过公司净资产的百分之十”的规定中，“价款”这一用语与其所参照的美国法明显不同。后者通常考虑新发股份对原有股东权利被稀释的影响大小。^[41]例如，美国《示范商事公司法》第11.03条规定，公司小规模合并时新发行股份不应超过存续公司合并前发行的有表决权股份总数的20%。我国公司法中小规模合并的适用门槛是合并公司净资产的小规模变动，即不超过公司净资产10%。“价款”这一用语说明，立法者允许以现金作为合并对价。因为如果合并只能通过换股交易，就不存在所谓“价款”了。

尽管我国证券法修订稿和学界的主流意见是仿照欧盟模式构建余股挤出规则，但2023年公司法中的现金合并制度为挤出余股规则提供了更好的构建路径。现金换股涉及股东基本权利，本应规定在公司法中而非以信息披露为制度核心的证券法中。而且事实上，欧盟要约收购后的强买规则与美国“二步”简易合并制度也没有多少区别：其一，在核心政策依据上，二者均是控制人只有持股达到90%（或95%）这个高门槛后，才允许强制现金交换余股。^[42]

[38] 该案原两审法院均认为，多数股东愿意以公允价格收购少数股权，没有侵害少数股东的利益。但再审法院认为，多数股东收购少数股权的股东会决议违反公民合法财产受法律保护的规定，因而无效。参见上海市第二中级人民法院（2015）沪二中民四（商）再终字第3号民事判决书。

[39] 参见2023年《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）、2024年证监会《关于严格执行退市制度的意见》和《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》。

[40] See Christian A. Krebs, *Freeze-out Transactions in Germany and the U. S.: A Comparative Analysis*, 13 German L. J. 958 (2012).

[41] 参见前引〔1〕，赵旭东等主编书，第477页以下。

[42] See Marco Venturuzzo, *Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, 50 Va. J. Int'l L. 911-912 (2010). 2007年，德国联邦宪法法院再次强调，控股股东有权通过挤出合并来避免少数股东产生的诉讼成本，而95%的法定持股要求确保了只有那些几乎没有现实可能性影响公司管理的股东才被排除在外（参见前引〔40〕，Krebs文，第960页）。

其二，在法律后果上，欧盟规则中收购方行使余股强买权的，将使目标公司成为收购方100%控制的子公司，这也与美国实践中常见的三角合并相同。其三，虽然要约收购经常是收购方达到90%持股门槛的更快速和成本更低的手段，但没有理由将挤出余股与要约收购强行挂钩。2002年德国股份公司法第327a-327f条规定的公司并入制度就“是一个具有逐出少数股东效果的公司结构变更”。^[43]如果母公司（主公司）持有被并入公司股本的95%，并入可以现金清偿为条件，迫使少数股东退出公司。

我国证券监管机构应摒弃固见，至少允许上市公司控制人在通过要约收购等方式持股达到90%的门槛后，以现金作为对价进行后端的简易合并，以最大程度释放该制度红利。公司合并只是偶然发生，在现代通讯表决条件下，不召开股东大会的费用节约也只是些许，而且多数股东本来就已经享有控制利益，愿意耗费大量成本增持至90%以上，其目标就是完全取消少数股东的持股地位。如欠缺挤出功能，简易合并制度的引入将有如邯郸学步，甚至存在被完全虚置的风险。再进一步，我国亦应允许在一般合并中以现金作为对价，通过降低现金合并门槛，实现提升公司治理与资本市场活力的双赢。

三、挤出合并下异议股东回购请求权的定位

我国2023年公司法扩展了异议股东回购请求权的触发事项，其中，第89条新增第3款允许有限责任公司受压制股东退出公司；对于非公开发行股份公司，则比照第89条第1款、第2款和第4款增订第161条；对于公开发行股份（上市）公司，第162条第1款第4项沿袭2005年公司法第143条第1款第4项，但其理论依据始终存在疑惑。2005年公司法修法者解释称，对于有限责任公司，因股份转让受限，控股股东利用股东会决议的方式进行合并等，将客观上造成“绑架”或“裹挟”其他股东的效果，而股份有限公司的股份是可以自由转让的，故仅允许股东对股东大会作出的合并、分立决议持异议时，要求公司收购其股份。^[44]然而，上市公司股东对合并、分立持异议时，同样可以直接在市场上抛售股票，为何非要打破资本维持原则而赋予其回购请求权，修法者对此没有进一步解释。有学者认为，该条款“并不能看成是一种股东权利”，而是为避开严格的公司不得回购股份的限制。^[45]如果说2005年公司法仅区分有限责任公司和股份有限公司还可以解释为立法技术上的含糊，那么2023年公司法对股份有限公司也根据股份流动性进行差别立法的意图已经非常明确，为何仍未取消上市公司异议股东回购请求权，立法者在这一问题上依然保持沉默。事实上，该法第162条第1款第4项之意旨在挤出合并下才能得到更好的解释。

（一）传统的退出定位

传统上，异议股东回购请求权是作为对少数股东丧失阻止合并权利的交流或替代。公司合并意味着强制换股，既然少数股东无力（或者不应该）阻止合并，就不能强迫其成为另一个完全不同的公司的投资者。是时证券市场不发达，该制度的功能核心是为异议股东提供离开公

[43] 前引[30]，怀克等书，第657页。

[44] 参见全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会编：《中华人民共和国公司法释义》，法律出版社2005年版，第113页，第204页；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129页以下，第228页。

[45] 参见前引[1]，邓峰书，第382页。

司的流动性。^[46]我国2005年公司法第75条同样是为少数股东提供退出公司的通道，但该条自始就是一个“混搭”结构，公司合并、分立、重大资产出售以及修订章程使公司存续都属于公司根本性变动，“符合分红条件但五年连续不分红”则属于股东压制，二者性质不同。2023年公司法第89条第3款虽专门规定受压制股东的司法退出权，但未拆除上述“混搭”结构。

然而，该退出定位已经难以契合现代公司法理论：一方面，如果认为公司合并等构成了股东合理期待的丧失，那么公司解散、章程修改、对外大量发行股份，乃至公司经营范围或方向、实际控制人或管理团队、外部经营环境、税收等重大变化对股东的不利影响都可能与公司合并相当，但公司法并没有在这些情况下为少数股东提供退出途径。另一方面，异议股东回购请求权对公司其他股东和债权人的影响并未受到足够关注。股东要求公司回购其股份，不仅可能损害公司债权人利益，也给公司带来了沉重的资金负担。合并中的公司往往正处于紧张的资产业务重整中，尤其需要的是“输血”而不是“放血”。^[47]在本质上，异议股东回购请求权源自传统公司法上的股东“既得权利”理论，是对股东已经无权否认合并（而导致换股）的补偿，而该“既得权利”早已成为一个理论“神学遗迹”。如果只为此故，异议股东回购请求权并没有存在的必要。^[48]

理论上的质疑导致美国立法和司法实践对异议股东评估权的不断限缩，以防止少数股东随意离开公司。美国大部分州规定的股东评估权触发事项相当有限。作为美国公司法代表的特拉华州公司法第262条甚至只规定了公司合并中的评估权，即使公司合并与重大资产出售实为同类交易，特拉华州法院仍坚持否认重大资产出售实为“事实合并”的说辞。^[49]该州法院还默许多数股东可以通过三角合并、反向资产出售等方式进一步规避触发评估权，使得该法定权利很大程度上成为多数股东可以选择的任意性规则。^[50]此外，评估权诉讼还有严格的法定程序要求，如特拉华州公司法第262条规定，股东必须在合并完成前向公司发出书面通知，明确表示不接受合并协议中的价格并将行使评估权，且须在合并交易完成后的120天内提起诉讼，否则将丧失该权利。异议股东在漫长的诉讼期间不能出卖股份，还须自行承担相关诉讼费用，而法院认定的公允价格也未必高于合并协议中的价格。于是，异议股东评估权在美国一开始就成为少有股东愿意行使的“绝望救济”。^[51]更重要的是，现代公司合并更多地发生在股票公开交易的证券市场，但美国大多数州已经规定了“公开市场例外”（market out exception），取消了上市公司股东的评估权，理由是上市公司股东不满意合并决议的，随时能用脚投票离开公司，无需拖累公司再行提供回购机会。理论难题和实践困境一度导致特拉华州立法者考虑取消该救济。^[52]

[46] 参见前引〔4〕，Levy文，第421页；前引〔23〕，Thompson文，第18页。

[47] 参见前引〔1〕，Manning文，第234页。

[48] 参见Mary Siegel, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-first Century*, 32 Harv. J. on Legis. 94 (1995); 上引Manning文，第248页。

[49] See Mary Siegel, *An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions*, 74 Law and Contemporary Problems 234 (2011).

[50] See Robert B. Thompson, *The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act*, 74 Law and Contemporary Problems 255-257 (2011).

[51] 参见前引〔11〕，Eisenberg书，第83页。

[52] 参见前引〔23〕，Thompson文，第17页。

（二）提供公允价值的定位

正是美国公司立法允许现金合并，使异议股东评估权在理论和司法实践中均得以“重生”。事实上，特拉华州80%以上的该类诉讼都起因于上市公司现金合并。^[53]在现金合并中，异议股东收到现金即自动退出公司，根本不存在流动性困境，也无需向公司请求回购。然而，传统的退出功能已经完全无法解释司法实践中出现的这一新情况。

基于异议股东评估权的传统退出功能，1967年特拉华州公司法第262条（b）（1）规定了“公开市场例外”：若股东所持股份在全国性证券交易所挂牌交易，或其所在公司股东人数超过2,000名，则异议股东不得行使评估权。然而，该法第262条（b）（2）又规定了“公开市场例外的例外”，若上市公司合并中少数股东收到的是现金对价，则其仍享有评估权救济。特拉华州公司法之所以在上市公司现金合并中重拾异议股东评估权，凸显的是少数股东反抗（多数股东）剥夺的定位。^[54]其背后的法理逻辑是，公司合并的时机和价款实际上都由多数股东控制，而多数股东经常拥有公司未公开的重大信息，很可能在市场低迷或公司股票内在价值被严重低估时择时出价。虽然不满合并的少数股东可以自由抛售股票，但证券市场并不总是能够充分保护少数股东，即便现金出价高于市场价格，少数股东利益也可能被多数股东侵占，因此有法院介入审查价格公允性的必要。^[55]当然，上市公司换股合并中也可能有对价不足的问题，但特拉华州等只许可上市公司现金合并中异议股东评估权的理由是：换股合并中异议股东与公司多数股东的关系没有终止，换股后的股东所面临的预期代理成本与换股之前是相同的。然而，现金合并是公司多数股东与少数股东之间的最后一次博弈，少数股东被强制切断参与存续公司经营的机会，不仅私有化带来的经济利益被多数股东独占，其还可能被迫低价出售其股权，导致原有股权利益被多数股东侵占，因此是对少数股东危害最大的利益冲突交易。^[56]

传统上，美国公司法对利益冲突交易的规制是通过对公司内部人施加信义义务来完成的。在“温伯格案”中，^[57]特拉华州最高法院虽着重指出，除非存在欺诈或其他重大违法行为，评估权诉讼应成为少数股东在现金合并中的排他性救济途径，因为价格是“压倒合并其他特征的核心考察因素”，没有多少理由绕道信义义务诉讼。然而，考虑到评估权诉讼程序繁琐、救济方式有限等原因，其并未如其他州法院那样倾向于将评估权诉讼作为公司合并中股东的排他性救济，^[58]而是默认在股东利益冲突最为激烈的现金合并中，多数股东对少数股东负有直接的信义义务。这导致特拉华州公司合并案的原告总是提起信义义务诉讼，因为该诉讼可以采取“默认加入”的集团诉讼方式提起，集团累计的巨额索赔能够给予原告或律师逼迫公司和解的巨大经济杠杆，甚至特拉华州几乎每一起大型合并都伴随着多起信义义务诉讼。但在2014年卡恩诉M&F环球公司案和2015年科尔温诉KKR金融控股有限责任公司案中，^[59]特

[53] 参见前引 [23]，Thompson 文，第 25 页以下。

[54] See William J. Carney & Keith Sharfman, *The Exit Theory of Judicial Appraisal*, 28 Fordham J. Corp. & Fin. L. 6-11 (2023).

[55] See Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 Duke L. J. 635-640 (1998).

[56] See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pa. L. Rev. 803-804 (2003); Brett A. Margolin & Samuel J. Kursh, *The Economics of Delaware Fair Value*, 30 Del. J. Corp. L. 432 (2005).

[57] 参见前引 [20]，“温伯格案”。

[58] 参见前引 [23]，Thompson 文，第 43 页以下。

[59] See Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A. 3d 635 (Del. 2014); Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 125 A. 3d 304 (Del. 2015).

拉华州法院最终确立了双重程序保障下信义义务诉讼的安全港规则：如果公司合并从一开始就得到一个独立的、被充分授权的无利害关系董事所组成的特委会的批准，并得到少数股东中大多数的非强制的、知情的同意，法院将不再主动对合并的公平性进行审查。这一规则有效抑制了绝大多数公司合并后的信义义务集团索赔诉讼。^[60]然而，随着特拉华州信义义务诉讼日渐式微，对冲基金等机构投资者又开发出新的诉讼套利模式，即大量购入目标公司股票后提起评估权诉讼。自2004年初至2013年，针对合并交易的该类诉讼比例由5%飙升至15%，案涉金额提高了10倍。评估权诉讼不仅在理论上从“公司法外围的理论杂耍”，一跃成为美国公司法研究延续至今的热门问题，^[61]在司法实践中也已经成为对公司内部人在合并交易中的权利滥用行为的法院检查，是保护少数股东的最后一道防线。^[62]

实际上，自20世纪80年代起，美国公司法学者便重新审视了现金合并中评估权诉讼的功能，认为此类诉讼赋予了股东在合并交易完成后向法院主张“公允价值”的权利。评估权诉讼的核心在于法院估值，本质上是法院对合并方提出的公允对价进行“底线”审查。法院审查不仅在事后保护了少数股东，诉讼的潜在威胁还能在事前促使合并方提出更公平的报价。特别是在“二步收购”中，少数股东可能面临被以低于初始要约价格排挤的风险。通过评估权诉讼，可以确保少数股东事后仍能获得公允的价格。此外，评估权诉讼还具有揭示控股股东、董事在合并交易中可能存在的利益冲突及其他不当行为的功能，从而敦促公司内部人更加关注交易的公平性和透明度。^[63]

我国公司法中异议股东回购请求权的功能在现金挤出合并的背景下才能得到更好的解释。股东不满意上市公司合并时可以“用脚投票”，无需公司提供回购救济，换股合并中少数股东一般也无需担心其持股利益被侵害，因为少数股东与公司控制人将按照合并协议规定的同样比例进行换股。^[64]事实上，2023年公司法第162条第1款第4项不仅在文本上参考了特拉华州公司法，只规定了合并、分立这两种触发事项，并特意将公司转让主要资产排除在外，而且正好直接对应少数股东被公司控制人强制挤出时的救济：不满意公司合并决议的股东固然可通过二级市场出售股票，但如果市场价格不能真实反映股份的价值，本不愿意退出公司的少数股东也只能被迫接受。因此，该规定虽表面上仍为异议股东可以要求公司回购其股份，但已经名不

[60] 特拉华州法院审查标准的变化直接决定了诉讼结果：在完全公平或加强审查标准下，被告都有巨大的和解压力，但在商业判断标准下，原告起诉一般被直接驳回，从而为被告提供了一个“免费脱罪”卡。See Randall Thomas & Harwell Wells, *The Shifting Tides of Merger Litigation*, 71 Vand. L. Rev. 603 (2018). 中文有关文献，参见郭雳：《上市公司私有化交易的审查标准与利益平衡——主动退市的境外经验与启示》，载桂敏杰主编：《证券法苑》2014年第3期，法律出版社2014年版，第89页以下；沈朝晖：《上市公司私有化退市的“安全港”》，《法学家》2018年第4期，第66页以下。

[61] See Charles R. Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, 92 Wash. U. L. Rev. 1570-1571, 1578-1583 (2015). 美国评估权诉讼套利之所以可行，大致有三个原因：其一，法院通常对原告比较慷慨，判给原告更高的溢价。其二，特拉华州公司法第262条要求公司向原告支付评估期间的利率损失，通常是美国联邦贴现率加5%，这高于固定收益市场利率。其三，2005年特拉华州衡平法院审理的特兰斯卡里奥治疗公司评估权诉讼案（See *In re Appraisal of Transkaryotic Therapies, Inc.*, C. A. No. 1554-CC, 2007 Del. Ch. LEXIS 57 (May 2, 2007)）无意间促进了评估权诉讼的增加。

[62] See Charles Korsmo & Minor Myers, *The Flawed Corporate Finance of Dell and DFC Global*, 68 Emory L. J. 224 (2018); Albert H. Choi & Eric Talley, *Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule*, 34 J. L. Econ. & Org. 545-546 (2018).

[63] 参见前引[13]，Fischel文，第878页以下，第887页；Hideki Kanda & Saul Levmore, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA. L. Rev. 443-444 (1985)。

[64] 参见前引[28]，Brudney等文，第1357页。

副实。少数股东已经没有权利要求继续留在合并后的公司，故其也不再是给予少数股东“强卖”的退出机会。为凸显其本质上是对价格争议进行司法审查的属性，称为评估权救济似乎更为贴切。

事实上，如果少数股东认为现金对价太低，评估权诉讼不仅是一种直接和简单的诉讼形式，而且对于缺乏信义义务传统的大陆法系国家，其几乎是现金合并中少数股东救济的唯一有效手段。尽管我国2023年公司法规定了程序性规则，如股东知情权、股东会绝对多数同意规则以及母子公司合并时关联股东或董事的回避表决等，少数股东可基于公司合并程序的重大瑕疵提起股东会决议效力之诉，但通常情况下，法院很少会撤销多数股东（尤其是经少数股东中大多数表决）通过的合并决议，只会判决给予少数股东公允对价。当然，少数股东也可以根据2023年公司法第21条“公司股东不得滥用权利”条款向控股股东提起直接索赔诉讼。然而，该概括性条款的法律内涵长期存疑，诸如其是否借鉴了美国法上控制股东对少数股东的信义义务，抑或仅是一般性的权利滥用规制，尚无定论。^[65]公司合并首先是组织行为，控股股东有其持股利益，通常并无法定义务在股东会表决时“曲意逢迎”少数股东。对于表决权以及由此形成的公司控制权滥用的判断标准、此种权利滥用的损害赔偿责任的认定等问题，不仅在立法上旨意不明，学理上的阐释和研究也极其薄弱，遑论达成广泛的共识。^[66]既然公司法允许现金合并，那么，只要决策程序符合公司法和公司章程规定，控股股东即使投票支持现金合并，也难说构成权利滥用。况且，如果控股股东回避表决，合并条款的公允性也可能被直接推定。^[67]

四、挤出合并下异议股东回购请求权的优化

在现金挤出合并下，异议股东回购请求权诉讼已经转变为一个对价公允的估值工具。因此，需要改造其在传统退出功能下的救济程序，将其从“股东绝望的救济”转变成保护少数股东的切实有效的工具。然而，如果法院总是否定合并对价的公允性而判给少数股东更高溢价，评估权诉讼将无法抑制。尽管在我国既往司法实践中，有限责任公司异议股东回购请求权诉讼都很罕见，^[68]但随着上市公司现金合并的逐渐展开，评估权诉讼乃至机构投资者进行评估权诉讼套利很可能大规模出现。这就要求制度设计未雨绸缪，在保护少数股东利益以及防范不必要的诉讼之间取得平衡。

（一）优化异议股东回购请求权的救济程序

民事权利的实效取决于该权利救济的程序繁简和成本高低。我国异议股东回购请求权诉讼罕见的原因是，2005年公司法第75条规定的触发条件有限且程序严格。2023年公司法第89

[65] 参见朱大明：《美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性》，《清华法学》2017年第5期，第49页以下；靳羽：《美国控制股东信义义务：本原厘定与移植回应》，《比较法研究》2021年第1期，第111页以下。

[66] 参见赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，《法学研究》2020年第4期，第107页。

[67] 参见刘贵祥：《关于新公司法适用中的若干问题》，《法律适用》2024年第6期，第30页。

[68] 笔者根据北大法宝提供的“法条引用案例搜索”功能，对2018年公司法第74条所涉案件进行统计。去除相同被告以及争点无关的案例，2022年、2023年异议股东回购请求权案件分别只有12件和7件。然而，同期公司诉讼案件分别有20,487件和12,749件。

条和第 161 条有着同样的要求，少数股东欲行使回购请求权，不仅应对股东会决议投反对票（解释上应出席股东会），还要在股东会决议作出之日起 60 日内与公司协商（强制协商程序），并最迟在股东会决议作出之日起 90 日内向法院提起诉讼，否则“超过公司法规定期限的”，法院将不予受理。^[69]虽然 2005 年公司法第 143 条第 1 款第 4 项未明确规定上市公司合并、分立时的异议股东回购请求权程序，但实践中上市公司合并也参照适用有关规定。

我国公司法之所以设置如此严格的程序要求，是为对应该回购请求权的传统退出功能：公司进行合并等重大事项时，需要提前考虑少数股东行使回购请求权的可能性并为此预留现金，且要避免引发大量股东行使回购请求权而导致公司发生现金枯竭的危险。为防止少数股东随意退出以及缓解股东退出对公司的运营稳定和财务安排造成冲击，不仅异议股东回购请求权的触发事项极为有限，严格程序其实也构成内在限制。

然而，股东自愿退出与被迫交出股份的性质有所不同。在现金挤出合并中，公司控制人不允许少数股东继续持股，现金对价已被纳入合并规划中，公司不会遭遇流动性危机。在少数股东只能要求公允估值的情况下，严格的程序要求已经缺乏足够的正当性。况且，多数公众股东可能不会出席股东会，甚至很久都不会意识到自己的股份已被转换为现金，2023 年公司法第 144 条新增的无表决权或表决权受限的类别股股东可能无权参与合并决议。因此，法院应将回购请求权与股东投票完全脱钩，把关注点放在哪些股东需要通过评估权保障其股份的公允价值。在此意义上，首先应当废除强制股东出席会议并投反对票的要求，如美国特拉华州公司法第 262 条（a），规定股东不投票赞成（禁反言）即可自动获得评估权资格。其次，对于协商程序，在传统换股合并中，少数股东除非提出回购请求，否则默认选项就是接受换股，协商仅发生在公司与个别异议股东之间，此时，强制协商有助于减少公司讼累。但在现金合并中，合并协议统一规定了现金对价，不会在少数股东之间形成不同的现金待遇，强制要求所有对价格不满的股东与公司进行个别协商，徒增公司和股东负担，^[70]实际上也不可行。因此，应将协商程序解释为任意性规则，即少数股东对价格有异议的，可直接向法院提起诉讼。最后，在换股合并中，异议股东行使回购请求权是为了主动解除与公司之间的关系，故通说认为该权利是形成权。^[71]而在现金合并中，被挤出股东并没有“二选一”的权利，其只剩下请求公司对股份进行公允补偿的请求权，故该权利已经转化为一种债权，适用普通诉讼时效似乎更为合理。当然，为促进合并交易的快速完成或及时结清，可以考虑缩短该诉讼时效。

我国 2023 年公司法第 162 条第 4 款未明确上市公司收购时异议股东回购请求权的行使程序，这为法院提供了根据现金挤出合并中少数股东救济的实际需求另行制定程序规则的契机。同时，评估权诉讼与证券虚假陈述案件都有“小额多数”的特征，少数股东的个别索赔额较小，即便程序性障碍被清除，仍可能因诉讼成本考虑而不愿单独提起诉讼，这是美国特拉华州法院未完全放弃信义义务诉讼的核心原因（该诉讼可以采用集团诉讼模式提起）。而如今美国评估权诉讼兴起的主要原因也在于，对冲基金等机构投资者可以通过成规模地聚集股东诉权来

[69] 参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（一）》（法释〔2006〕3号）第3条。该解释经法释〔2014〕2号修正后，沿用了该规定。

[70] 参见林国全等：《论现金逐出合并与少数股东权利保障——简评释字第770号大法官会议解释》，中国台湾《财金法学研究》2019年第2期，第193页以下。

[71] 参见叶林：《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76页以下。

解决股东诉讼成本与收益不匹配的难题。因此，我国未来的司法实践可以考虑以下改革措施，以解决少数股东起诉动力不足的问题：其一，降低股东诉讼期间的资金压力。参考美国《示范商事公司法》第13.24条和第13.25条的规定，要求公司先向异议股东支付双方无争议的对价金额，如果原告股东没有无理取闹等不良行为，公司应承担法院指定专家的评估费用，法院还可以要求公司支付包括原告聘请律师等在内的诉讼费用。^[72]其二，简化评估权诉讼程序。评估权诉讼如只涉估值没有实质法律争议的，可以类推适用我国民事诉讼法第177条，通过非诉程序审理。^[73]其三，评估权诉讼类似证券市场虚假陈述民事诉讼，也具有典型的同类诉讼特征，原告股东群体只是持股不同，核心争点都是股份的公允价值，故法院也可以选择采取示范诉讼的方式，事先确定公允价值标准。^[74]此外，应允许代表人诉讼。代表人诉讼的本质特征在于“合众为一”，即以有限的原告提起诉讼，但判决约束力扩展至同类原告群体，^[75]确保少数股东权益得到普遍保护。对此可参考2020年《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（法释〔2020〕5号）第29条，对于符合权利人范围但未参加登记的投资者后续提起的诉讼，如果其主张的事实和理由与代表人诉讼生效判决、裁定所认定的案件基本事实和法律适用相同的，直接裁定适用已经生效的判决或裁定。

（二）构建公允价值的认定规则

在现金挤出合并中，异议股东回购请求权的核心是法院估值。理论上，只要异议股东获得合并交易前股份的公允价值，交易的全部增值就应归合并方。这种利益分配机制可以最大程度地激励合并方进行有价值的合并交易，符合增进社会福祉的帕累托（改进）效率：股份估值的目的是防止合并方对少数股东原有利益份额的侵占，并非迫使其交出合并收益。特拉华州公司法第262条（h）中关于公允价值不包括因完成或预期完成合并而产生的任何增值的规定，正是这种利益分配机制的体现。^[76]如果法院以公平的名义迫使合并方付出过高的代价甚至无利可图，合并方只能放弃合并交易，其效果与赋予少数股东否决交易权利的“财产法则”并无二致。

然而，法院并不是专业的评估机构，其只能依赖外部评估专家的意见作出判断。在“温伯格案”之前，美国法院通常指示评估机构按照“特拉华区块”（Delaware Block）方法确定股份公允价值，将公司盈利价值、资产价值、市场价值等既往业绩的历史记录在加权平均的基础上得出的数据作为公允价值。该方法的优点是数据可验证，缺点是忽视了公司的未来增长潜力，导致股份经常被低估。为增加评估权诉讼的吸引力，特拉华州最高法院在“温伯格案”提出，公司真正的经济价值应该取决于其未来的前景，公司市场价值、资产价值、红利、盈利前景、公司性质以及任何其他已知或可能的因素都应被考虑，因此鼓励法院采用诸如贴现现金流法（DCF）、公司对比法（CCA）等各种现代估值方法。^[77]然而，估值仅在表面上看起来

[72] 参见前引〔49〕，Siegel文，第240页以下。

[73] 非诉程序部分反映了诉讼案件的非诉化，即将原本按照一般诉讼程序审理的案件纳入非诉程序解决，以快速和灵活地解决纠纷。参见张卫平：《民事诉讼法》，法律出版社2023年版，第535页，第537页。

[74] 参见最高人民法院、中国证券监督管理委员会《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》（法〔2018〕305号）第13条。

[75] 参见陈杭平：《“合众为一”：代表人诉讼判决效力论》，《法学评论》2024年第2期，第6页以下。

[76] 参见〔美〕理查德·A.伊斯特布鲁克、丹尼尔·R.费斯尔：《公司法经济结构》，罗培新译，北京大学出版社2014年版，第110页以下。

[77] 参见前引〔20〕，“温伯格案”。

是个技术活，事实上是一门艺术。其没有单一公认的方法，只有一个选项菜单，且每个选项都会从不同角度生成价值“快照”。而且，如果脱离公司既往业绩，估值只能是主观预（猜）测，其可信度存疑。比如，DCF法高度依赖评估专家使用的未来预期的估值模型，输入的假设（如未来的增长率、折现率、市场风险溢价等）也会极大地影响估值结果。因此，即使是采用同一种估值方法，不同专家的估值甚至可能相差十倍。^[78]由此导致的结果是，法院在面对各为其主的“专业意见”时，将遭遇一个棘手问题，即如何评判不同专家给出的估值报告，尤其当这些报告的估值相差巨大时，如何判断哪个更为可信。

在现金挤出合并中，虽然少数股东面临被低价逐出的风险，但是股票的公允价格只能是市场接受的价格，法院不能给出市场都无法接受的价格。^[79]评估权的目标是提高整体股东的效益，并非保护极少数对价格不满意的股东。因此，法院应综合股价的有效性、公众股东的接受度以及交易程序的完善性等具体事实，形成能够推定现金对价公允性的明确的、可预见性的司法裁判规则。

1. 股价有效性

依据“有效市场”理论，证券市场已经足以为股票进行公允定价。而且，该股价不包括合并交易的增值，不多不少体现了公司股票原本的公允价值。^[80]2023年“公司重组办法”第45条和第49条即规定，合并公告前一段时期的股价可以作为确定公允价值的依据。然而，2023年公司法第162条第1款第4项事实上要求法院不能盲信股价，否则只要并购价格高于股价即驳回诉讼，将违背该条款的规范意旨，使其降格为事实上的“公开市场例外”。而如前所述，公司股价可能因宏观经济波动、行业周期等系统性因素持续低迷，公司控制人可能利用信息优势择机定价，即便合并交易呈现出表面溢价，仍可能只为掩盖其对少数股东利益的侵蚀。因此，“公司重组办法”这两条存在的问题是，其一概认可了市场有效性，在某种程度上为实践中收购价格与股价锚定提供了无条件的“挡箭牌”，更被学者批评为“证券法的极大误区”。^[81]

法院认定股价有效需要足够的市场证据支持。一方面，我国B股市场、新三板市场等由于交易主体、定价机制、流通性等与主板有显著不同，即便是公开交易市场，也并非一定是有效市场。如在前述中国国航要约收购山航B的过程中，要约价格为要约收购公告前30日山航B股票交易均价。少数股东投诉认为B股市场无法为山航股份公允定价。^[82]另一方面，即使在一般认为整体上有效的主板市场，受到投资者情绪、舆论和投机行为的影响，个股的股价也可能被过度推高或压低。那些因虚假陈述、绩差等濒临退市的上市公司股票几乎没有流动性，缺乏足够交易以形成有效的价值发现。因此，单纯依赖市场整体的有效性来判断个股股价是不完全的，法院亦应审查案涉特定股票本身是否交投活跃、机构投资者持股情况、是否有评级机

[78] 参见前引[55]，Wertheimer文，第630页；William W. Bratton, *Fair Value as Process: A Retrospective Reconsideration of Delaware Appraisal*, 47 Del. J. Corp. L. 532-534 (2023)。

[79] See Jonathan Macey & Joshua Mitts, *Asking the Right Question: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets*, 74 Bus. Law. 1015 (2019)。

[80] See Ben Lucy, *Defining Appraisal Fair Value*, 106 Va. L. Rev. 1187 (2020)。

[81] 前引[60]，沈朝晖文，第74页。

[82] 参见《中国国航“抄底式”私有化山航B 要约价格折让股东面临两难抉择》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1735705448524621219&wfr=spider&for=pc>，2025年3月1日最后访问。

构跟踪评级等因素，特别是公司是否充分披露了与交易或公司价值相关的所有重要信息、有无市场价格操纵情形等。^[83]在维里申合伙主基金有限公司诉阿鲁巴网络公司案中，^[84]特拉华州最高法院虽称，“股票的市场价格必然是对股票在任何特定时间的所谓基本价值的最佳估计”，但并不认同将股价作为公允价值的基准，原因是阿鲁巴网络公司在并购公告后才发布了盈利大幅增长的财报，而且一审法院也没有对股价是否接近公允价值进行足够的法庭调查，原被告双方事实上均未主张过股价为公允价值。而在冷杉树价值主基金有限合伙诉佳顿公司案（以下简称“佳顿公司案”）中，^[85]因为有充分事实证明佳顿公司不存在未披露的重大信息，交易活跃而且有市场分析师不断跟踪评级，公司在交易前6个月曾以非常接近公告前股价的价格发行过新股，故特拉华州最高法院认可了公司合并前股价可以作为公允价格的基准。

2. 公众股东接受度

如果法官无法确信股价的有效性，可以借助公众股东对合并或要约的接受度这个外在标准进行判断。在证券市场，公众股东尤其是机构投资者不会轻易交出股份，因此，公众股东对合并或要约的接受度也是合并或收购价格公允性的一个指标。只有合并或要约价格远高于证券市场大多数当前持有人的底价，才能被大多数股东接受。接受的股东占比越高，法院越没有事后另行检查的必要。^[86]英国法院传统上即依赖要约的接受度来决定是否支持余股收购。如果90%的公众股份接受了要约，这一点通常就能充分证明要约价格的公平性。^[87]“欧盟收购指令”第15条5规定，如果接受要约的公众股份达到了90%以上，即可直接推定要约价格为公允价格。当然，该90%的标准可能过于严格，如果母公司原持股80%，要求公众股东对要约的接受度达到90%的话，意味着母公司最后持股比例须达到98%以上，因此可以酌情适当降低推定标准。^[88]

3. 交易程序完善性

如果合并价格是在公开透明的市场中由交易双方平等协商形成的，该价格会纳入更多的本来由合并方享有的合并增值部分（合并价格相对于股价一般都有近30%的溢价），法院自应尊重。在我国上市公司换股吸收合并的实践中，尽管“公司重组办法”规定了独立董事出具独立意见（第21条第3款）、非关联股东特别表决（第24条）等严格的程序规则，但未见独立董事提出过质疑，非关联股东对投票也表现出理性冷漠，少有合并方案被否决。最高人民法院对董事会或股东会批准的实际功效也持有保留意见。^[89]因此，对于合并交易程序是否完善，法院不能只审查董事会或股东会决议形式上是否符合公司法或公司章程的要求，而应深入判断公司控制人是否真正隔离在交易决策之外，独立董事是否曾积极为股东争取利益，如是否对合

[83] See Geoffrey Christopher Rapp, *Proving Markets Inefficient: The Variability of Federal Court Decisions on Market Efficiency in Cammer v. Bloom and Its Progeny*, 10 U. Miami Bus. L. Rev. 305, 318, 322 (2002).

[84] Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., 210 A. 3d 128 (Del. 2019).

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

[86] See Robert T. Miller, *Stock Market Value and Deal Value in Appraisal Proceedings*, 96 Notra Dame L. Rev. 1403 (2021); Albert H. Choi & Eric Talley, *Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule*, 34 J. L. Econ. & Org. 568 (2018).

[87] 参见 [英] 保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿：《现代公司法原理》，罗培新等译，法律出版社2016年版，第1103页。

[88] 参见前引 [42]，Venturuzzo 文，第916页。

[89] 例如，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（五）》（法释〔2020〕18号）第1条第1款规定：“关联交易损害公司利益，原告公司依据民法典第八十四条、公司法第二十一条规定请求控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员赔偿所造成的损失，被告仅以该交易已经履行了信息披露、经股东会或者股东大会同意等法律、行政法规或者公司章程规定的程序为由抗辩的，人民法院不予支持。”

并方案提出过质疑或者合并价格是否存在提价的情况，特别是公司是否向市场开放了平等投标和尽职调查的机会。^[90] 法院审查的目的是，确认合并交易程序是否真正复现了市场平等交易的场景。

理论上，如果是非关联合并交易，收购方是公司外第三方，公司控制人或董事会代表公司与其进行对等磋商，没有动力隐藏利好消息压低估值，特别是在市场存在众多竞争者时，收购方也会有动力极力挖掘公司的真实信息进行最高出价以赢得竞争，市场竞价可以确保交易程序充分和完善。而且，非关联交易条款本来也属于公司董事会的商业判断。因此，在非关联合并交易中，可以免除法院对合并对价的公允性审查。美国《示范商事公司法》因此干脆取消了非关联合并交易中的股东评估权。^[91] 但是，特拉华州法院没有接受在非利益冲突交易中排除评估权，原因是非利益冲突交易极难穷尽定义，而且事实上绝大多数公司并购都带有利益冲突的阴影，即使表面上完全独立的并购交易，被并购公司董事会也可能因各种原因（如并购方承诺给予董事更高的退休金或提供继续在公司任职的机会）而垂青个别出价者乃至设置条件阻碍市场竞争。^[92] 因此，即便对于非利益冲突合并交易，特拉华州法院也要考察交易的具体事实，防止潜在的利益冲突损害少数股东利益。

在 2010 年之前，美国特拉华州法院并不看重（甚至轻视）股价与合并交易价格，不仅总是主动进行估值裁量，而且通常对原告比较友好。这刺激了其后美国评估权诉讼套利的爆发。2010 年后，特拉华州法院的审查角度逐渐发生变化，不再是受理原告起诉后就直接针对股份所谓的“内在”价值进行主观估值，而是首先对合并交易的外在事实进行“密集”考察。如果信息披露以及交易过程已经足够完善，法院将尊重市场价格，驳回原告起诉，从而有效地抑制了诉讼套利。^[93] 因此，与信义义务诉讼类似，评估权诉讼的审判理念也转变为一个交易“过程”审理哲学（process jurisprudence）。^[94]

特拉华州最高法院为此在 2017 年连续作出两个重要判决，最终确认了交易程序完善对于股份公允价值的推定作用。DFC 全球公司诉穆尔菲尔德价值合伙人有限合伙案是一个非关联方现金合并交易，特拉华州衡平法院对现金流折现法、可比较公司法和收购价格各分配了三分之一的权重。2017 年特拉华州最高法院发回重审时，一方面重申了有效市场理论，指出有效市场产生的价格“包含了有关证券价值的所有可用信息”，而专家的估值只是“迎合了其富有客户的诉讼需求”，另一方面对本案所涉合并程序表示非常满意，因公司董事会先后接触了数十个潜在买家，有一个“持续了大约两年的”“强有力的”出售过程，众多竞争者都有获取公司非公开信息的公平机会。因此，法院在行使估值裁量权时，“给予交易价格主要的、实际上是排他性的权重”。^[95] 戴尔公司诉磁星全球事件驱动主基金有限公司案（以下简称“戴尔

[90] See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 73 Bus. Law 961, 967-68 (2018).

[91] 参见前引〔48〕，Siegel 文，第 124 页以下。国内学者也多有类似建议，参见张艳：《主动退市背景下余股强制挤出制度的构建》，《政治与法律》2024 年第 4 期，第 156 页。

[92] 参见前引〔55〕，Wertheimer 文，第 706 页。

[93] 在特拉华州，2000 年至 2014 年评估权诉讼平均回报率为 98.2%，2015 年至 2019 年急剧降低到 13.2%。See Wei Jiang et al., *The Long Rise and Quick Fall of Appraisal Arbitrage*, 100 B. U. L. Rev. 2138 (2020).

[94] See William W. Bratton, *Fair Value as Process: A Retrospective Reconsideration of Delaware Appraisal*, 47 Del. J. Corp. L. 497, 500 (2023).

[95] DFC Glob. Corp. v. Muirfield Value Partners, L. P., 172 A. 3d 346 (Del. 2017).

案”)涉及戴尔(创始人兼首席执行官)与私募投资机构共同实施的管理层(MBO)收购,属利益冲突合并交易。尽管公司独立董事和非关联股东均批准了交易,但特拉华州法院仍然对交易过程的有效性进行了审查。一审法院认为,公司在签订初步合并合同前只联系了个别私募投资机构,之后虽将交易开放给第三方竞标,但时间短促,第三方难以对戴尔这样庞大和复杂的公司进行充分的调查,再加上投资者短视导致股价低迷等,遂以DCF法为基础认定股份公允价值(比收购价格溢价28%)。二审法院再次认为,“有效市场产生的价格通常是对公允价值更可靠的估计”,而且本案并没有任何事实表明戴尔排斥其他买家的介入或阻碍尽职调查,整个交易有一个开放的竞价环境。尽管公司起初只联系了个别买家,但“全世界都注意到了交易的可能性”,“任何感兴趣的人都可以自己联系公司”。因此,“交易价格即使不是压倒一切的,也具有重大的(公允价值)证明价值”。事实上,少有合并程序完全无瑕,即使对于利益冲突交易,如果“整个事实”表明合并价格是在市场平等交易中形成的,法院就可以信赖合并价格。〔96〕

对于股份价格公允性推定,美国特拉华州最高法院在上述两个案例中均没有细分股价和交易价格,其既强调有效市场股价的指引,也关注交易程序对形成公允对价的作用。事实上,交易价格一般高于股价,通过并购市场的竞价和磋商机制,少数股东将获得市场上能够给出的最高价格。特拉华州法院在2020年“佳顿公司案”中对此进行了总结,在交易过程不存在瑕疵的情况下,法院可以给予交易价格“相当大的权重”,而当交易过程有瑕疵并且该瑕疵削弱了交易价格的可靠性时,法院也可以根据股票交易事实,借助交易公告前一定时期的股价进行判断。

在我国,证券市场效率有待提升,上市公司常有未披露的重大信息,证券法也没有对上市公司施加立即披露所有重大经营信息(如公司技术处于突破边缘、计划进行重大投资等)的一般性义务,强制性信息披露并非实时,导致股价可能一定程度上偏离公允价值。如果股东因没有得到充分信息而被误导,其对要约的接受度高也不能作为收购价格公允的唯一指标,而且公司收购程序常有不完善之处。因此,我国法院不能“择一而行”,应该综合股价的有效性、公众股东对要约的接受度以及交易程序的完善性等进行判断。如果法院不能确信股价完全有效,但信息披露、交易磋商程序较为完善,即“整个事实”表明合并价格是可信的,就可以驳回评估权诉讼。

结 语

是否可以或将耗费多少成本挤出少数股东,几乎是每一个公司设计合并方案时的核心关注点。“核心国家无一禁止公司控制人将公众公司私有化,或禁止母公司强迫其子公司少数股东交出股份。”〔97〕少数股东不同意合并可以现金退出,控制人也应有权强制回购不同意退出的少数股份,这本应是一体发展的制度安排。挤出规则的缺失将严重减损公司合并制度的功效。〔98〕在我国资本市场鼓励上市公司之间并购重组以及促进绩差、严重违法等上市公司及

〔96〕 Dell Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A. 3d 1 (Del. 2017).

〔97〕 [美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》,罗培新译,法律出版社2012年版,第193页。

〔98〕 参见前引〔42〕,Ventoruzzo文,第915页。

时出清的监管主线下，尤其应重视现金合并制度的构建。

公司法“授权（多数股东挤出）”和“保护（少数股份公允估值）”是一体两面的问题。在现金合并的挤出功能下，异议股东回购请求权不再是维护少数股东退出的固有权利，而是确保被套现的股东获得股份的公允价值。因此，应在优化异议股东救济程序的基础上，构建公允价值的认定规则，法院应综合公司股价的有效性、公众股东的接受度、交易程序的完善性进行判断。法院对交易事实和程序的关注不仅为模拟市场主体平等交易的场景，更为公司内部人提供了一个免受诉讼侵扰的安全港。就如“戴尔案”所称，如果公司采取了一系列措施使利益冲突最小化，以确保股东获得最大价值，而法院仍要基于 DCF 法强行加价，将严重削弱公司采用最佳实践的动力。

需要指出的是，虽然余股困境经常发生在上市公司，本文的对策研究也聚焦于上市公司的现金合并，但闭锁类公司中多数股东也时有将少数股东强制挤出的正当需求。然而，有限责任公司股权估值缺乏证券市场定价，多数股东强制挤出少数股东是否构成压制行为不无疑问，如果公司章程中没有公司有权强买股东股权的规定，强制挤出是否相当于撕毁合同（公司章程）而欠缺妥当性也不无争议。^[99]因此，尽管 2023 年公司法对闭锁类公司以现金作为合并对价并没有限制，但是否允许有限责任公司的挤出合并或司法实践中应否设置特别条件，有待进一步研究。

Abstract: When minority shareholders dissent from a merger, they can exercise their appraisal right to “force-sell” their shares to the company. Meanwhile, the majority shareholders (controllers) should also have the right to “force-buy” the dissenting shares at a cash price, achieving the purpose of squeezing out the minority shareholders. These two mechanisms should develop as an integrated system. Short-form mergers are essentially cash-out mergers, and their primary intent is not simply to streamline the decision-making process for mergers. In a squeeze-out merger, the function of the dissenting shareholder appraisal right should shift from providing the opportunity for dissenting shareholders to exit the company, to becoming the main institutional tool for protecting minority shareholders’ interests and curbing the controlling shareholders’ opportunism by evaluating the fair value of shares. To protect minority shareholders and prevent abusive litigation, it is necessary to improve the remedy process of the appraisal right, comprehensively consider the effectiveness of share prices, the acceptability by public shareholders, and the completeness of the transaction process, and establish a clear and foreseeable judicial ruling framework for determining the fair value of shares.

Key Words: squeeze-out merger, cash merger, short-form merger, dissenting shareholders, appraisal right

[99] 参见 Robert B. Thompson, *Squeeze-out Mergers and the “New” Appraisal Remedy*, 62 Wash. U. L. Q. 415, 432 (1984); 前引 [28], Brudney 等文, 第 1356 页。