

评估权中的少数股权折价问题研究

楼秋然

(中国政法大学民商经济法学院,北京 102249)

摘要 我国《公司法》虽然对评估权的适用范围和股东行使该权利的时限进行了规定,但对于如何计算公司价值,以及是否需要进一步对少数股权进行折价计算的问题却付之阙如。美国特拉华州最高法院虽然在 Cavalier 案中确立了禁止折价的比例分配规则,但该案本身的法理基础十分脆弱。允许折价的两条逻辑主线存在明显重大的缺陷,比例分配规则更符合评估权的制度目的及包括效率、公平在内的公共政策的分析,《公司法》以及司法实践应当明确比例分配原则,原则上不对少数股权进行折价。

关键词 少数股权;比例分配;折价;公司法;美国法

中图分类号:DF411.91 文献标识码:A 文章编号:1005-9512(2016)02-0154-08

DOI:10.15984/j.cnki.1005-9512.2016.02.013

一、问题的引出

试举一例,以提出本文之问题:张三、李四分别出资 70 万元、30 万元共同设立甲有限责任公司。以后,甲公司做出特别股东会决议(张三赞成、李四反对)同意与张三设立的全资子公司乙有限责任公司进行合并。决议做出当天,李四向律师王五提出下述问题:其一,于此情形,其是否得行使评估权(即我国《公司法》上的“异议股份回购请求权”);其二,此项权利之行使,是否应在限定时间内完成;其三,请求回购之股份的价值依何种标准确定;其四,其所持有股份的价值会否受其非控股股东身份的影响,即是否存在少数股权折价的问题。对于前两项问题,我国《公司法》已有制度安排:《公司法》第 74 条、第 142 条第 4 项对有限责任公司、股份有限公司的股东得行使评估权的具体情形进行了规定;《公司法》第 74 条第 2 项则就此项权利的行使规定了“60 日”、“90 日”的除斥期间。而对于后两项问题,我国《公司法》却付之阙如。总体来说,评估权具有返还股东投资价值^①(事后)以及阻遏不效率的控制权交易^②的制度价值。而这两项制度价值的实现不仅需要立法者适当地确定评估权的适用范

作者简介 楼秋然,中国政法大学民商经济法学院民商法专业 2015 级博士研究生。

^① See Tri Continental Corp. v. Battye, Del.Supr. 74 A.2d 71, 72 (1950).

^② 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社 2005 年版,第 160-164 页。

围,更有赖于股权价值的科学计算。以公司合并为例,异议股东股权价值的合理计算,一方面有助于其事先确定合并方案提供的对价是否充分,另一方面能够防止合并演变为单纯的利益输送工具。由此可见,我国《公司法》未对股权价值的计算方法进行规定属于重大疏漏,可能严重影响评估权制度价值的实现。

与我国不同,美国尤其是特拉华州的公司法(包括制定法与判例法)对评估权中的股权价值计算方法给予了高度的重视。一般认为,股权价值的计算涉及两个主要的问题:其一,确定作为整体的公司的价值;其二,决定公司的价值是应该按照持股比例在股东之间分配,还是需要根据持股人属于控股股东抑或少数股东进行折价。对于问题一,目前美国各州的主流方案,是遵循特拉华州最高法院在 *Weinberger v. UOP* 案(以下简称:Weinberger 案)中的做法,即在计算公司整体价值时综合考量除合并预期之外的,所有为金融行业普遍接受的影响股权内在价值的因素。^③而这又最终体现为对“折现的公司未来现金流”这一公司价值计算方法的普遍接受之上。^④由此看来,问题一至少于现阶段在美国各州的公司法中已经得到了妥善的解决。至于问题二,美国的州与州之间,甚至同一州不同时期的法院之间却呈现出一种明显的分歧。以特拉华州为例,虽然该州在 1989 年做出判决的 *Cavalier Oil Corp. v. Harnett* 案(以下简称:Cavalier 案)中明确拒绝了对少数股权进行折价,并且确立了按比例分配公司价值的规则,但仍有不小比例的后继案件在估值时对少数股权进行了折价。^⑤

从美国相关公司立法与司法实践来看,笔者认为可以提出下述论点:其一,只要合理借鉴 Weinberger 案中确立的规则,我国《公司法》中关于公司价值计算方法的立法疏漏便可以得到填补;其二,对少数股权是否应当进行折价的问题则仍然需要进一步的理论研究。

二、对 Cavalier 案的反思与检讨

(一) Cavalier 案与“比例分配”规则

简单来说,Cavalier 案是一起因不服特拉华州纽卡斯尔郡衡平法院判决而形成的上诉案件。^⑥作为共同上诉人之一的 Harnett 是一家名为 EPIC Mortgage Servicing, Inc. 的特拉华州闭锁公司的少数股东。后来,该公司欲与其母公司 Cavalier Oil Corp.(以下简称:Cavalier)实施“简易合并”。由于对此项合并要约中提供的对价感到不满,Harnett 行使其评估权向衡平法院提起诉讼。在该判决中,衡平法院确认 Harnett 所持股份的总价值应为 347,000 美元。因对该判决不服,Harnett 与 Cavalier 均向特拉华州最高法院提出了上诉。笔者的关注点,即少数股权折价问题,仅仅是 Cavalier 案的四大争点之一。在案件的审理过程中,Cavalier 主张衡平法院的判决由于没有对 Harnett 持有的少数股权进行“折价”计算,因而属于错判。特拉华州最高法院则以下述理由拒绝了 Cavalier 的折价主张。其一,特拉华州普通公司法第 262 条规定的评估权制度要求法院确定异议股东股份的公平价值。而按照有效的先例,此项公平价值就是要计算异议股东依其持股比例,在作为一个持续经营主体的公司中享有的利益。因此,衡平法院只需要确定作为整体的公司的价值,而无需再进一步,考虑诸如非控股股东的股份在闭锁公司中缺乏流动性的因素,对异议股东所持股权的价值进行折价计算。其二,虽然正

③ See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

④ See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Short And Puzzling Life Of The “Implicit Minority Discount” In Delaware Appraisal Law*, 156 U. Pa. L. Rev.1, 24-25 (2007).

⑤ See John C. Coates IV, “Fair Value” As An Avoidable Rule Of Corporate Law: Minority Discounts In Conflict Transactions, 147 U. Pa. L. Rev 1251, 1280-1287 (1999).

⑥ 以下关于 Cavalier 案的事实与判决理由,可参见 generally *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del. 1989)。

如 Cavalier 所主张的那样,特拉华州最高法院曾经在 Tri-Continental Corp. v. Battye 案中允许对异议股东的股权价值进行折价,但是这种折价是公司价值层面的折价,而不是基于个别股份进行的折价。因此,拒绝在 Cavalier 案中对少数股权进行折价仍然符合先例。其三,Cavalier 关于 Harnett 的股权由于其非控股股东的身份,在市场中出售时会遭遇折价的主张属于对评估权制度的误读。评估权不是要拟制一个股权出售市场,而是建立在如果合并并未发生,异议股东会继续保留其在公司中的投资的假设之上。其四,对少数股权的价值进行折价不仅是股东不能获得控股身份的惩罚,更可能使控股股东在合并交易中获得不当利益,而这两项结果都是不符合公平的要求的。正是基于上述理由,特拉华州最高法院在 Cavalier 案中确立了所谓的“比例分配”规则。

(二)反思与检讨

特拉华州最高法院虽然在 Cavalier 案中为“比例分配”规则提供了大量的正当性基础,然而这些法理支撑却存在明显的需要反思与检讨之处。

首先,从对特拉华州普通公司法第 262 条的文义理解的层面上看,特拉华州最高法院在 Cavalier 案中的判决存在自相矛盾之处。特拉华州最高法院一方面在判决中强调评估权制度要求法院确定的是异议股东“股份”的公平价值,另一方面却直接认可了衡平法院关于“评估权的目的在于计算公司而不是为特定股东所持有的部分股份的价值”的论述。^⑦这种自相矛盾又直接导致了特拉华州最高法院对第 262 条的错误适用。特拉华州最高法院对第 262 条的文义进行了自相矛盾的理解之后认为,法院在确定了作为持续经营主体的公司的价值之后便无需再考量其他任何因素。然而事实上,特拉华州普通公司法第 262 条明确要求法院就异议股东所持“股份”而非公司的价值进行计算。^⑧根据此项要求,法院在确定了作为整体的公司的价值之后,仍然应当考虑其他相关因素以确定是否需要特定股东所持有的股份的价值进行上下调整。由此可见,特拉华州最高法院单纯从第 262 条的文义出发认为无需考虑少数股权折价的问题,属于对文义的明显误读。

其次,特拉华州最高法院关于折价可以被区分为“公司”与“股东”两个层面的观点不具有法理基础。一方面,特拉华州最高法院在 Tri-Continental 案中并没有对折价进行“公司”与“股东”两个层面的折价。另一方面,即使认为 Tri-Continental 案法院是从公司层面对异议股东所持股份进行了折价,其法律理由仍然可以被延伸适用至股东层面的折价之上。在该案中,法院认为,由于少数股东不能依其持股比例要求进行公司清算,其实现股权价值的唯一方法就是在市场上进行出售,而这种出售价格必然包含了少数股权折价的因素。因而,不对少数股权进行折价是对经济现实的忽视。^⑨显然,此项法律理由如果可以被用以正当化公司层面的折价,就完全可以同样地被用来正当化股东层面的折价。

再次,特拉华州最高法院认为,评估权制度的目的不在于拟制一个股权出售市场,而是基于这样一种假设,即如果合并并未发生,异议股东仍会保持其股东身份,然而关键的问题在于,如果在股权市场上对少数股权进行折价是普遍存在的,那么为什么控股股东就需要支付比一般买受人更多的对价?为什么异议股东能够在评估权诉讼中,获取较之一般市场交易更高的股权价值?虽然对评估权的制度目标进行分析,可以对该问题提供令人满意的答案(详见下文),然而特拉华州最高法院在 Cavalier 案中却没有进行充分的说理。

最后,特拉华州最高法院认为,如果对少数股权的价值进行折价计算,可能导致对少数股东的惩罚以及控股股东的不当获利。然而问题的关键在于,如果少数股东在入股或者继受股权时,就已经根

^⑦ See Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A.2d 1137, 1144 (Del. 1989).

^⑧ See Edward P. Welch, Andrew J. Turezyn, Robert S. Saunders, Folk on the Delaware General Corporation Law, 2008 Edition, Aspen Publishers, 2008, p.714

^⑨ See Tri-Continental v. Battye, 74 A.2d 71, 76 (Del. 1950).

据可能的折价问题进行了价格上的调整,不对少数股权进行折价是否反而会造成少数股东的不当获利?显然,在 Cavalier 案中法院并没有给予该问题足够的重视。

(三)小结

综上所述,虽然特拉华州最高法院在 Cavalier 案中确立了评估权下少数股权价值计算的“比例分配”原则,但是其四大理论基础却显得十分脆弱。然而这种脆弱是否就意味着,对少数股权进行折价计算当然地成为那个更好的选择?答案恐怕是否定的。

三、少数股权折价及其法理支撑

虽然按照普遍的观点,特拉华州在 Cavalier 案之后便确立了拒绝对少数股权进行折价的“比例分配”规则。然而也许是因为该案的判决理由并不具有说服力(详见上文),也许是因为该案承认了公司层面的折价的正当性,相当一部分后继的美国各州法院判例,采纳了对少数股权价值进行折价计算的立场。^⑩这些后继案件允许就少数股权进行折价的最重要的法理基础在于,少数股权相较于控制股权由于缺少控制权和(或)流动性,而应当以低于其比例的份额分配公司价值,不予折价是对这一重要经济现实的忽视。这一法理基础的背后是这样两条逻辑主线:其一,由于缺少控制权和(或)流动性,金融市场普遍对少数股权价值进行折价,因此法院在评估权程序中也应当对其进行折价;其二,在特定时间点上,特定公司的价值是确定的,少数股东与控股股东的股权价值存在反向相关(此消彼长)的关系。既然少数股权相比控股股权价值较低,就应当在确定公司价值后对其进行折价。然而,这两条逻辑主线均存在明显而重大的缺陷,不足以正当化对少数股权价值进行折价的法律规则。

(一)逻辑主线一的缺陷

认为法律不得忽视经济现实,所以亦应当在评估权程序中对少数股权进行折价的观点,至少将面临以下几个方面的质疑。

第一,法律规范的选择首先应当考虑价值判断而非社会事实。与一般的社会科学不同,法学不仅需要观察、提炼并表达人类的行为规律(法的事实层面),更需要就此做出价值判断、设立规则,以便调整人类的行为(法的价值层面)。因此当事实上存在杀人者与非杀人者时,调整人们得否杀人的法律规范,首先需要考虑的不是在事实上究竟何者的人数为多,而应当就是否可以杀人做出价值判断。由此逻辑推演,仅以某种社会事实的存在(而无任何价值判断)论证法律规范的良莠也是不当的。正如魏德士教授所言:“反驳法理学的记录语句必须具备规范性内容,换言之,它必须包含评价。”^⑪由此可见,仅仅以少数股权折价系金融市场上普遍存在的经济事实,认为应当选择对少数股权进行折价的法律规范是以事实取代价值判断,实不足取。

第二,有观点认为,由于金融市场已经对少数股权进行了折价,少数股东在投资入股或者继受股权时支付的成本就是体现了折价的对价;如果在评估权程序中不进行折价,就会导致少数股东的不当获利。这种观点虽然在事实的基础上添加了评价(造成不公平),但仍可从两个方面进行反驳。其一,相当比例的少数股权并未进行“事先”折价。闭锁公司(对应于我国《公司法》上的有限责任公司)的股东往往不考虑“控制权和(或)流动性”因素对少数股权进行折价,而一般径直依各自投资比例确定股份份额(在笔者搜索到的绝大多数中国公司法案例中,闭锁公司的股权结构都是直接按照出

^⑩ As an example, see *In re Appraisal of Shell Oil*, A.2d, 1990 WL 201390 (Del.Ch.)

^⑪ [德]伯恩·魏德士《法理学》,丁晓春、吴越译,法律出版社2013年版,第12页。

资比例加以确定的)。在公司实践中还存在这样一种事后成为少数股东的情况,即股东在进入公司时并非少数股东,后因公司发行新股或者其他股东进行股权的内部转让而变为少数股东。在这种情况下(尤其是在其他股东进行内部转让时),这名“事后”的少数股东显然没有对其持有的股权进行过“事先”折价。其二,法律规范可以调整人们的预期,从而重塑社会事实。以少数股权折价问题为例,当法律对该问题未提供解决方案时,人们的预期来源于对他人行为的规律的观察与总结。考虑到少数股权缺乏控制权和(或)流动性,市场就少数股权普遍进行了折价。根据这一事实,人们预期在其出售股权时会遭受折价,从而在事先获得股权时便要求进行折价。然而,一项新的法律规范却可以直接改变这一预期。假设法律规范得到毫不迟延的有力执行,且法律规范禁止对少数股权进行折价。那么人们就会预期他人不会对少数股权进行折价(因为一旦形成诉讼,折价者必然败诉),由此就会导致一项新的社会事实的产生:人们不对少数股权进行折价。^⑫在人们调整了自己的预期之后(不对少数股权进行折价),少数股东在投资入股或者继受股权时所支付的对价就不存在折价,那么在评估权中不对少数股权进行折价也就不会造成所谓的“不当获利”。

综上所述,由于在选择法律规范时应当首先考虑价值判断问题、相当比例的少数股权未被事先折价,折价事实会被法律规范重塑,所谓的逻辑主线一显然难以为折价提供足够的正当性基础。

(二)逻辑主线二的缺陷

有的美国法院认为,因为缺乏控制权和(或)流动性,少数股权的价值低于控股股权,因此在确定公司价值后应对其折价。^⑬这种认为少数股权与控股股权的价值存在反向相关关系的逻辑,其实混淆了不同公司价值计算方法之间、控制权溢价与少数股权折价之间的关系,且存在违背公共政策的问题。

控股股权相较于少数股权确实价值更高,这种更高的价值主要体现在如下三个方面利益。其一,协同利益(Synergy Value),此种利益主要发生在公司合并的语境中,通过有效率的公司合并,两个具有互补属性的公司发生联合,从而产生较原本独立运作时更高的价值。其二,压榨利益(Expropriation Value),此项利益产生自控股股东“鱼肉”少数股东的行为。这种利益一方面产生自违反信义义务的股东行为(抢夺公司机会、挪用公司财产等),另一方面则产生自那些由于难以执行而产生法律沉默的行为(如不明显的超额工资支付、为控股股东提供豪华专车或办公室等行为)。其三,纯粹的控制权利益,这种利益来源于控股股东相较于少数股东能够决定是否、何时、如何进行某一公司事务。^⑭值得注意的是,按照通常的观点,控股股东还因为较强的流动性而在价值上高于少数股权。但少数股权的这种流动性折价主要是由于缺乏控制权或者易受压榨造成的,因此仍然可以归类到上述的利益二和利益三中(至于缺乏类似证券交易所的股权交易市场而造成的折价属于闭锁公司的公司层面的折价,而不唯少数股权所独有)。

在上述三项利益中,仅在利益二上,少数股权与控股股权之间存在价值上的反向相关关系。在评估权程序中,公司价值等于去除合并预期后的折现的未来现金流之总和。协同利益则恰恰指向通过合并能够取得的额外利益。因此,控股股权因协同利益产生的“溢价”不是转移自少数股权的折价,而是来自于一项不计入评估权程序中的公司价值的额外因素。对因单纯控制权利益(不包括压榨利益)而言,其产生系由于控制股权的买受人认为其得通过改善公司治理,实现公司之前因管理不善未

^⑫ 事实上,只要能够理解法律规范是如何改变人们预期,以重塑无法律规范的社会事实(“柠檬市场”)的话,上述论述会显得非常清晰明了。关于何为“柠檬市场”,参见彭冰:《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2007年版,第8页。

^⑬ See Perlman v. Permonite Mfg. Co., 568 F. Supp. 222, 230 (N.D. Ind. 1983)

^⑭ See John C. Coates IV, “Fair Value” As An Avoidable Rule Of Corporate Law: Minority Discounts In Conflict Transactions, 147 U. Pa. L. Rev 1251, 1274-1277 (1999).

能实现的价值。^⑮由此可见,这部分的控制权溢价的基础在于“公司增值”而不是源于股东之间的横向财富转移。但是,在控股股东想有压榨利益的情况下,控股股权与少数股权之间确实会产生价值上的反向相关关系。其原因便在于,通过控制权的压榨式行使,控股股东可以通过抢夺公司机会、拥有公司资金、进行超额支付等方式进行财富的横向转移。因此,在计算公司未来折现现金流时,需要考虑这种财富的横向转移率,从而形成少数股权的折价率。控股股东享有上述三种利益时,控股股权与少数股权之间的价值关系可以归纳为表 1。

表 1 控股股东与少数股权价值关系

	协同利益	压榨利益	纯粹的控制权利益
利益来源	合并预期	横向财富转移	公司增值
控股股权价值上升时,少数股权价值的变化	不变	下降	不变

由此可见,在且仅在控制权溢价来源于压榨利益时,少数股权与控股股权之间存在价值上的反向相关关系。若果真如此,法院以少数股权与控股股权价值之间存在反向相关关系为由,支持对少数股权进行折价,就隐含了合法化“压榨利益”的法律效果。而这种法律效果显然是不符合公共政策的。其原因有二:第一,包括抢夺公司机会、挪用公司财产等的压榨行为属于法律禁止的违反信义义务的行为,承认因此而导致的少数股权折价不仅将造成法律评价的自相矛盾,更有益于社会效率;第二,承认因难以执行而导致法律沉默的行为将造成所谓的“柠檬市场”。由于信息不对称的存在,一般投资人将按照一般的压榨严重度对股价进行事先折价,而这将导致市场上本不欲进行压榨的公司的融资成本大幅提升,并最终产生“劣币驱逐良币”的结果。由此可见,即使在压榨利益的语境下,控股股权确实与少数股权之间存在价值上的反向相关关系,法院也不得以此为由支持对少数股权进行折价。

综上所述,无论是逻辑主线一还是逻辑主线二都不足以对少数股权进行折价提供正当性基础。

四、“比例分配”规则:评估权的制度目的、公共政策分析

支持对少数股权进行折价的法院判决在两条逻辑主线上的失败,使人们不得不将目光再次放回到 Cavalier 案确立的“比例分配”规则之上。虽然 Cavalier 案本身提供的法理基础十分脆弱,但如果跳出 Cavalier 案之外仔细研究评估权的制度目的以及禁止折价的合公共政策性的话,“比例分配”规则的确立与维持应当说是毋庸置疑的。

(一)评估权的制度目的^⑯

在十九世纪,普通法要求任何公司的重大变更事项包括合并在内,必须事先取得全体股东的一致同意。也许此种要求股东全体同意的规则,对于全体股东具有某种亲密关系的公司而言尚可谓妥当,但也严重束缚了其他更具开放性的公司甚至美国商业经济的发展步伐。正是在这种背景下,评估权作为一种平衡控股股东与少数股东之间利益关系的制度应运而生。按照评估权的制度设计,重大的公司变更事项(如合并)不再需要获得少数股东的一致同意,但反对此一改变的少数股东可以要求公司返回其股权的公平价值。因此,早期的评估权制度的主要目标在于一方面为公司重大变更提供可能,一方面又赋予异议股东退出公司的渠道。然而,随着母子公司合并尤其是现金出局合并的大量

^⑮ See Aswath Damodaran, The Value Of Control: Implications For Control Premiums, Minority Discounts And Voting Share Differentials, 8 N. Y. U. J. L. & Bus, 487, 488-491 (2012).

^⑯ 本文以下关于评估权的制度目的的论述,参见 generally Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, And Majority Rule: Appraisal's Role In Corporate Law, 84 Geo. L. J. 1, 1-54 (1995)。

出现,评估权制度的目的开始转变为防止在此类合并中可能存在的控股股东的机会主义行为。在母子公司合并的语境中,或者由于母公司的持股比例,或者由于固有威胁的存在,^{①7}一般合并中的少数股东保护机制难以发挥作用。而要求向异议股东返还其股权的公平价值的评估权制度的存在,一方面可以防止合并要约中的对价过低,另一方面也为“出售公司设定了底价,从而确保公司的控制权交易增进了公司的价值”。^{①8}由此可见,评估权在现阶段的公司法语境中主要具有两项制度目的:其一,向股东返还其投资的公平价值;其二,遏制控股股东的机会主义行为。正如本文第二部分所述,特拉华州最高法院已经试图使用第一项制度目的来说明禁止折价的正当性。然而,一方面由于“公平价值”的“公平”仍然属于“评价”需要进一步的价值论证,另一方面由于不能说明为什么控股股东在评估权程序中需要支付更多的对价(如果折价是金融市场的普遍事实的话),而对比例分配规则与第二项制度目的之间关系的分析可以回答上述问题。因此,笔者将在下文对该问题进行论述。

阻遏控股股东在重大公司变更事项中进行机会主义行为的最好办法是,使控股股东从中获取的全部利益均来自于该变更给公司带来的增值部分,而不包括其他利益尤其是“压榨利益”。如果在评估权程序中对少数股权进行折价,不仅不能阻遏反而还是激励控股股东进行机会主义行为。其原因在于:以本文第一部分涉及的甲公司为例,假设李四持有的 30 万元的少数股权因为缺乏流动性需要折价 20%。那么允许在评估权程序中对少数股权进行折价就会造成这样的结果:即便甲公司与乙公司的合并会减损公司的价值,只要李四行使评估权且公司价值的减损不超过 6 万元(30 万元的 20%),张三就会进行上述本无效率的公司合并。由此可见,允许对少数股权进行折价会导致不效率的公司重大变更事项的发生。正是基于这一理由,在评估权程序中,控股股东应当支付比一般买受人更高的对价。

(二)公共政策分析

公司法与公司的首要目的仍然是追求效率,但是股东平等原则亦是公司得以存在的基础。因此,笔者将围绕“效率”与“平等”两项公共政策进行论述。

其一,“比例分配”规则更符合效率。事实上,通过前面的论述已可以得出下列结论:相比于允许折价的规则,比例分配规则可以更好地避免“柠檬市场”的出现、阻遏不效率的重大公司变更事项的发生,因此更符合效率这一公共政策的要求。于此同时,如果考虑到“比例分配”规则在具有上述优点的同时,不仅可以提升司法效率、降低司法随意性,而且不会挫伤控股股东进行有效率的重大公司变更事项的话,“比例分配”规则的合效率性将更加明显。

首先,“比例分配”规则可以提升司法效率、降低司法随意性。事实上,继 Weinberger 案要求法院在确定公司价值时必须考量除合并预期以外所有影响公司内在价值的因素之后,如何科学、有效率地计算公司价值一直以来都是法院的一块心病。在这样的背景下,如果再要求法院对少数股权进行折价,无疑会进一步本就冗长(平均耗时为 727 天)的评估权程序。^{①9}另外,由于如何确定正确的折价比率可能比计算公司价值更为复杂、缺乏可操作的标准,允许折价的法律规则将进一步提升评估权判决的司法随意性。而这种“冗长”与“随意”将给对法律可预期性要求极高的商事活动带来危机。与此相反,只要将比例“分配规则”设置为一项“选出”式的任意性规范,就可以鼓励有需要的当事人事前确定折价的比率。这样一来,在当事人无约定时法院无须考虑折价比率,在当事人有约定时法院只需尊重其意思自治。因此,“比例分配”规则不仅具有一种简洁的美感,而且还可以有效地提升司

^{①7} See Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1110 (Del.1994).

^{①8} 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克,丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社 2005 年版,第 160 页。

^{①9} See Randall S. Thomas, Revising the Delaware Appraisal Statute, 3 Del. L. Rev. 1, 22 (2000).

法效率、降低司法随意性。

其次,“比例分配”规则不会挫伤控股股东进行有效率的重大公司变更事项积极性。虽然相较于允许折价的法律规则而言,比例分配规则下的控股股东能够从重大公司变更事项中获取的利益有所减少,但是这不会阻遏有效率的公司变更事项的发生概率。其原因在于,只要重大公司变更事项是有效率的,能够实现公司隐藏的价值,那么基于“协同利益”、“纯粹的控制权利益”的存在,理性的控股股东仍然会实施诸如公司合并之类的重大公司变更事项。

其二,“比例分配”规则更符合平等的要求。公司法上所谓的股东平等原则要求的是一种比例性的平等而不是绝对性的平等。^②而这种比理性的平等当然就包含“相同的出资对公司享有的财产利益相等”。“比例分配”规则显然更符合此项比理性平等的要求。首先,在未进行事先折价(包括事后意外成为少数股东的情形)的公司中,不对少数股权进行折价显然比进行折价符合平等的要求。其次,对事先进行了折价率的公司而言,只要对证明责任进行妥当的安排就可以避免不公平。由于对事先已经进行了折价率的少数股权在评估权程序中进行折价,一来符合比例原则,二来不会造成控股股东的机会主义行为,因此应当允许法院在主张折价者提供充足证据(金融市场普遍折价的事实除外),证明事先进行了折价时,对少数股权进行折价。值得注意的是,虽然相反的证明责任(要求主张未折价者提供证据,证明事先未进行折价)也可以用来矫正折价规则造成的不效率、不公平。但是由于相反的证明责任较难实现(相对方可以主张金融市场普遍折价的事实),最终法律规则又会在实质上回到“折价”的道路上。

综上所述,由于比例分配更符合评估权的制度目的、更符合包括效率、公平在内的公共政策的要求,“比例分配”规则应当在评估权程序中得到确立或维持。

五、结 语

一项设计良好的评估权制度必须至少妥当安排两大事项,即评估权适用的范围和寻求评估权救济的股东所持股权的价值确定方法。我国《公司法》虽然对前者进行了规定,但却对后者保持了不应有的“沉默”。目前,至少在美国,Weinberger案确立的公司价值计算方法已成为无可争议的主流方法。我国《公司法》只需要进行合理借鉴就能够填补公司价值计算方面的立法空白。但对于寻求评估权救济的少数股权价值是否应被折价的问题,美国法院却呈现出明显的分歧态度。虽然特拉华州最高法院在Cavalier案中确立的“比例分配”规则被普遍认为已经成为美国各州法院的主流方案,但该案本身为比例分配规则提供的法理基础却十分脆弱。笔者于本文中从对允许折价规则的两条逻辑主线的反思与检讨出发,认为允许折价的规则并不存在任何正当性基础,而“比例分配”规则不仅符合评估权的制度目的且具有合公共政策性。因此,我国《公司法》或者法院的司法实践活动,应当明确少数股权价值计算的“比例分配”规则。

(责任编辑:陈历幸)

^② 参见[韩]李哲松:《韩国公司法》,吴日煊译,中国政法大学出版社2000年版,第222-224页。

政治与法律

2016年第2期

(总第249期)

出版单位 《政治与法律》编辑部

(上海市淮海中路622弄7号)

(邮政编码:200020)(电话:021-53060606×2489)

广告经营许可证 工商广字3101034000099号

主管单位 上海社会科学院
主办单位 上海社会科学院法学研究所
印刷单位 上海长鹰印刷厂
国内总发行 上海市报刊发行局
订阅、零售 各地邮局
国外总发行 中国国际图书贸易总公司
(北京399信箱)