

上市公司分拆上市的中小股东权益保护

徐 聪*

摘 要:上市公司分拆上市,对中小股东利害关系重大。由于中小股东的弱势地位以及大股东在分拆过程中可能涉及的利益输送和关联交易,使中小股东的合法权益受到损害,而现有关联交易回避制度的局限性并不能使这一情况发生改变。在上市公司分拆上市的过程中,涉及中小股东重大利益时应当实行分类表决机制,让中小股东集中行使表决权,分类表决的股东不但是社会公众股东,还应当是持有上市公司5%以下的中小股东。即使在分拆上市决议获得通过后,也应该允许投出反对票的异议股东做出选择,请求上市公司回购异议股东所持的股份的权利,使异议股东的利益得到保护。

关键词:上市公司 分拆上市 中小股东 分类表决 异议股东请求权 权益保护

在上市公司分拆上市中,上市公司股东权益的保护是一个极重要的问题。分拆上市涉及重大利益,会引发上市公司各利害关系人包括股东、债权人、员工重大利益的变化,首当其冲、表现最直接的就是上市公司的股东。

股东是公司经营的最大利害关系人,而债权人或其他利害关系人因为其债务或薪酬数额、内容较确定,且对剩余财产的清偿优先于股东,因而对上市公司经营的利害关系和风险程度要小于公司股东。在上市公司分拆过程中,母公司在实体变化、财产债务转移、股份分配、股东退出等方面会产生一系列的法律后果,无论是对股东的近期利益还是远期利益均是如此。因此,上市公司分拆首先需要考虑的是股东权益问题。这是因为,债权人或其他利害关系人的债权或权利并不因公司分拆上市而发生实质性影响,债权人的债权不会消灭,实现债权依托的财产也不会消灭,且债权人

* 中国社会科学院研究生院博士研究生。

及其他利害关系人具有确定性和优先于股权实现的特点,这些都决定公司分拆给股东带来的影响要高于债权人和其他利害关系人。

上市公司分拆股东权益的保护主要是对上市公司的中小股东权益的保护。原因各异,^①但笔者认为主要集中在以下两方面:

一是在分拆上市重大利益中,中小股东的弱势地位使其合法权益受到侵害的可能性极大。上市公司分拆上市既对母公司产生重大影响,又对分拆的子公司产生重大影响,对于母公司上市公司来说,分拆上市往往是子公司业务相对独立、经营发展不断成熟、子公司价值进一步发现、公司效率不断提高、公司资源合理配置、组织管理机制不断完善等方面的要求。在实践中,被分拆的子公司往往是母公司的的重要组成部分,也是公司生产经营、公司业绩和利润的重要来源,一旦子公司被分拆出去,母公司将受到较大冲击,在管理、资产、经营、业务和利润等方面处于不利地位。上市公司在二级市场的表现也因此受到较大的冲击,上市公司子公司被分拆后,对于母公司而言往往存在业务范围的缩小、优质资产的分离、经营业绩和利润的下降等情况,股东的每股利润被稀释,公司股票在二级市场会受影响,使母公司的股东受到损失。另外,即使母公司有上述情况存在,但分拆上市的概念足以引起炒作的理由,诱发二级市场炒作,也会使母公司股票具有很大的不确定性,这对中小股东的影响巨大。我国现阶段的资本市场是一个弱式有效的资本市场,具有许多鲜明的特征。个人投资者是最大的投资主体,公司股票“三高”现象普遍存在,散户投资者依然热衷于盲目炒新、狂热炒小、博傻炒差、频繁交易“四炒”操作,投资者利益保护机制,尤其是证券民事赔偿诉讼制度尚不健全。分拆控股子公司上市极有可能成为炒作的对象,^②“其实

^① 比如有人将其归纳为八个方面的原因:(1)分拆上市内部表决权集中与大股东,中小股东缺乏参与权;(2)管理层利用分拆上市获取公司利益,缺乏监管机制;(3)分拆上市的资格审查标准不明,不利于防范分拆上市对投资者造成的风险;(4)分拆上市的分拆内容缺乏监管,中小股东面临风险;(5)中小股东权容易被稀释,利益分配方式有待明确;(6)监管部门对上市公司分拆的权责规定有待明确;(7)关联交易的法律法规有待完善;(8)内幕交易影响中小股东的平等的股权收益机会。有人归纳成三个方面的原因:(1)董事会独揽分拆上市以及转染股份协议的决定权与制定权,中小股东因为缺少在董事会的话语权不能参与分拆上市及股权转让协议的表决与安排;(2)当上市公司按投资比例协议出售分拆公司的股份时,中小股东因为投资比例大小,无权通过股权协议购买股份;(3)上市公司高级管理人员可能通过夺取分拆公司上市带来的股份收益,而上市公司对高级管理人员的监管效果有限,中小股东行使监督权途径有限,防范高级管理人员损害投资人利益的机制不足。参见张玉芳:《论分拆上市中小股东权益的法律保护机制》,对外经济贸易大学法学院2011年硕士学位论文,第9~13页。

^② 在2010年中国证监会创业板发行监管业务情况沟通会与保荐代表人培训会议上,中国证监会相关人员谈及了境内上市公司分拆子公司上市的若干条件,二级市场由此掀起了一股炒作分拆上市概念股的热潮,若干分拆上市概念股在短短几个交易日内的涨幅超过了30%,和大盘指数的偏离值超过了40%,在部分投资者获利出逃的同时,众多投资者被高位套牢。

当前中国 A 股市场大部分上市公司的价值已经被高估,而分拆上市有可能导致更高的估值泡沫。”^①对分拆出去的子公司而言,由于需要重新上市,不但对母公司的股东意义重大,对通过 IPO 公开发售的公众股股东也事关重大。分拆出去的子公司的资产如何估值? 母公司作为控股股东其分拆的资产如何折股? 母公司的大股东、控股股东、实际控制人与母公司的中小股东在分拆公司的利益体现等一系列问题都对被分拆上市公司至关重要。非但如此,这对于母公司和被分拆出去的子公司之间的股权比例如何划分、利益如何安排也非常重要。公司全体股东都应该表示意见,形成股东决议。但母公司的中小股东天然的弱势地位,^②使他们很难发挥应有的作用。中小股东与大股东、控股股东和实际控制人在重大利益面前很难被公平对待。

二是可能诱发利益输送和关联交易等违法违规行为频发,不利于中小投资者等利益相关者的保护。在母子公司组织构架下,天然隐藏着难以发现和监管的利益输送和关联交易等行为。在境内资本市场中,不公允、不透明的关联交易等行为一直是控股股东进行利益输送、掏空上市公司、侵害中小投资者权益的重要工具。“分拆上市后,如果监管不严,母子公司之间的关联交易可能会损害股东利益,甚至成为高官们谋取私利的工具。”^③我国上市公司分拆过程中存在虚假操作行为,在实际中由于类似交易一般发生在关联企业,因此常常会出现高估不良资产、低估优良资产的现象,从而达到转移利润、逃避债务的目的。对上市公司而言,在分拆过程中的虚假行为最终会导致上市公司中小股东的损失。^④分拆上市也可能引发不当关联交易,损害资本市场和投资者,其表现为:(1)关联销售,被分拆公司和分拆上市公司之间进行利益输送;(2)集团公司与股份公司之间的资产买卖,进行内幕交易和市场炒作等;(3)资金占用的关联交易,可能发生新申请上市公司的资产被掏空;(4)股份公司为集团公司提供担保,转嫁费用负担;(5)集团公司的债务与股份公司的债权冲抵,增加三角债风险,^⑤“近年来,中国证监会开展了解决同业竞争、减少关联交易的专项活动,并取得了显著成效。允许分拆分立上市,从某种意义上为控股股东提供了通过各种利益输送

① 梁爽:《上市公司分拆上市的动机及其对公司发展的影响》,载《大众商务》2010年第6期。

② 由于资本多数决根据股份多数者的意思形成最后的表决结果,因此多数派的股份表决权的实际效力是100%而少数派是零。在公司运营中,股东大会决议经常按多数股东的利益形成,而不是公正地、为全体股东的利益而形成。在这种情况下,表决效力上的不平等就转化为股东权利的实质上的不平等,即多数股东的意志转化完全取代全体股东的意志,少数股东则完全无法体现自己的意志。

③ 念延辉:《我国创业板分拆上市问题探析》,载《现代经济信息》2010年第16期。

④ 王正斌、洪安玲:《我国上市公司分拆行为的分析与思考》,载《管理世界》2004年第5期。

⑤ 吴勇毅:《分拆上市,盛宴还是泡沫》,载《新财经》2010年第6期。

和关联交易行为实现自身利益最大化的渠道,如果相关监管机制无法及时跟进,中小投资者利益保护将更加困难。”^①

分拆上市中保护中小股东方式方法,应该是多种多样的。在上市公司分拆上市的法律和监管制度上可以多措并举,多方位关注分拆上市中的中小股东权益保护问题,比如要特别关注上市公司分拆上市的资格条件,给上市公司分拆上市设置一定的门槛;特别关注上市公司分拆上市的程序正义,给相关利益者主张权利的机会;要建立类别股东表决制度;要发挥独立董事和相关专家作用;要实施异议股东现金选择权,即异议股东股份回购请求权;要关注上市公司分拆上市的信息披露,阳光操作分拆上市;要关注上市公司大股东、董事、经理人的信义义务;要关注弱势相关利益者的其他权利,比如表决权、提案权、质询权、知情权、损害赔偿请求权等。此外还应加强对违法违规的监管力度,重点加强对分拆上市中的利益输送、掏空公司、关联交易、内幕交易、权利滥用、市场炒作等违法违规行为的监管。建立具体的监管措施和处罚措施,加强事中事后监管。^② 笔者认为,在这些办法和措施中,分类表决机制和异议股东回购请求权极重要,它们是中小股东主动行使权利,“用手投票”和“用脚投票”的典范,其对上市公司分拆上市中小股东权益保护极有意义,在此予以重点论述。

一、分类表决机制

分类表决机制在世界各国和地区的公司法中均有所规定,在适用情形上大致可分为两大类:一是涉及公司章程变更的分类表决,二是涉及重大利益冲突交易的分类表决。

就前者而言,美国特拉华州公司法明确规定,公司章程影响类别权利时必须进行分类表决;在英国公司法中,如果章程变更影响了类别股东的权利,就应当举行类别股东会,由类别股东决定是否同意章程变更,以此来保护类别股东的权利不受影响;在法国公司法中也有类似规定,如果变更股东的特别权益,就应当取得特别股东大会会议通过,而且要求受影响的股东经专门股东会特别同意。法律之所以要求类别权利的改变必须经类别股东会另行同意,是因为在公司中,不同类别的股东其权利和利

^① 上海证券交易所上市公司分拆分立专题小组:《上市公司分拆分立专题研究报告》,2013年1月。

^② 陈洁、徐聪:《上市公司分拆上市的利弊分析及监管要点》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第19卷),法律出版社2017年版,第42~47页。

益诉求是不一样的。在公司章程中,各类股东权利的安排是经过法律的规定和公司意思自治所得到的公司股东均能接受的结果,如果擅自变更而不经被变更的类别股东的同意,极有可能破坏之前的权利义务平衡的结果,使类别股东的权利或利益受到侵害。比如,公司法中关于普通股和优先股的规定,作为股东,两类股东的利益诉求并不相同,因而在法律制度的安排上,普通股股东追求对公司经营和对公司治理的参与,获得的是公司的表决权,但对价是要承担更大的风险,和公司一荣俱荣一损俱损;而优先股股东却不追求对公司经营和治理的参与,因而并不要求对公司的表决权,他们所追求的是公司在处于风险或者在清偿时使自己处于优势地位,有限获得利益。就后者而言,利益冲突交易是公司的大股东、控股股东、实际控制人,公司内部人董事、监事、高级管理人员等利用其在公司中的控制地位和独特地位,掌握了公司的各种权利,使公司和自己或者其关联人进行交易,可能损害公司利益的行为。这一种不公平的交易,其交易的结果显然对自己或者关联人有利,对公司不利。在表面上利益冲突交易并不直接损害中小股东的利益,实际上它是通过损害公司利益促使对公司大股东或内部人有利,而使公司中小股东利益受损。各国和地区公司法大多对利益冲突交易进行了限制和监督。综观各国和地区公司法,主要有两种做法:一是以美国为代表的国家,原则上允许交易,但要保证交易结果公平,即对利益冲突交易,在决策程序上,法律并不进行强制性限制。如果关联股东自愿回避,则对交易结果是否公平不进行实质性审查。二是以大陆法系的一些国家为代表,原则上禁止有利益冲突的交易,而将允许这种交易作为例外,即对利益冲突加以决策程序上的限制,关联股东必须回避表决。

可以看出,上述两种情况具有一个共同点,即如果中小股东大多数同意这种交易,认为这种交易是公平的,原则上就不允许关联股东对交易结果提出异议,因而在根本上都是以中小股东的意愿作为衡量交易是否有效的标准。但两种做法的不同之处,在于中小股东表决的法律效力和与表决有关的制度。美国做法给予了公司控制人较多的权利,在法律上采取了事后规制的方法,而大陆法系国家采取的是事前规制,采取表决权回避制度。我国资本市场上也是采取了表决权回避的做法,无论在董事会还是股东大会上,在关联交易中均要求关联人回避。^①

^① 上海证券交易所《股票上市规则》第十章第二节“关联交易的审议程序和披露”第 10.2.1 条规定“上市公司董事会上市公司董事会审议关联交易事项时,关联董事应当回避表决,也不得代理其他董事行使表决权。”第 10.2.2 条规定:“上市公司股东大会审议关联交易事项时,关联股东应当回避表决。”

上市公司分拆上市中,所涉及的各方利益关系重大。毫无疑问分拆上市是上市公司中一项特别重大事件。不但关系上市公司的未来发展,还关系上市公司股东及各种利害关系人的重大利益,因而作为股东大会的必要内容,公司法理应将这一事件纳入股东大会的范畴。我国公司法尽管没有直接将上市公司分拆上市直接列出,而只是将公司分立作为股东大会的职权。^① 尽管上市公司与公司分立有所不同,但上市公司分拆相对于公司合并而言,也可以看作公司分立的一种形式,在大的概念上,两者有许多共性,只不过在某些方面有所不同而已。

有了回避制度,在上市公司分拆上市中是否还需要分类表决制度?这是一个值得探讨的问题。回避制度设立的目的在于防止关联人利益输送,进而保护公司利益和公司其他股东的利益。我国目前法律对上市公司的回避制度作了规定,^②相关部门规定还进一步细化了回避制度,扩大了上市公司回避主体,对关联交易的定义、具体的关联交易事项、关联人的种类、关联人的构成等均作了规定,对关联交易的回避制度作了较详细的规定,应该说是比较全面的。^③ 无论在董事会层面还是股东大会层

^① 《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第37条第1款第9项规定“对公司合并、分立、解散或者变更公司形式作出决议”为公司股东会的职权。第99条规定:“本法第三十七条第一款规定关于有限责任公司股东会职权的规定,适用于股份有限公司股东大会。”

^② 我国《公司法》在第四章第五节“上市公司组织机构的特别规定”,第124条规定:“上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的企业有关联关系的,不得对该项决议行使表决权,也不得代理其他董事行使表决权……”

^③ 上海证券交易所《股票上市规则》第十章第一节“关联交易和关联人”第10.1.1条规定:“上市公司的关联交易,是指上市公司或者其控股子公司与上市公司关联人之间发生的转移资源或者义务的事项,包括以下交易:(一)第9.1条规定的交易事项;(二)购买原材料、燃料、动力;(三)销售产品、商品;(四)提供或者接受劳务;(五)委托或者接受销售;(六)在关联人财务公司存贷款;(七)与关联人共同投资;(八)其他通过约定可能引致资源或者义务转移的事项。”第9.1条规定:“本章所称交易包括下列事项:(一)购买或者出售资产;(二)对外投资(含委托理财、委托贷款等);(三)提供财务资助;(四)提供担保;(五)租入或者出租资产;(六)委托或者受托管理资产和业务;(七)赠与或者受赠资产;(八)债券、债务重组;(九)签订许可适用协议;(十)转让或者受让研究与开发项目;(十一)本所认定的其他交易……”该规则还将上市公司关联人分为关联法人和关联自然人。第10.1.3条规定:“具有下列情形之一的法人或其他组织,为上市公司的关联法人:(一)直接或者间接控制上市公司的法人或其他组织;(二)在上述第(一)项直接或者间接控制的出上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织;(三)由第10.1.5条所列上市公司的关联自然人直接或者间接控制的,或者由关联自然人担任董事、高级管理人员的出上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织;(四)持有上市公司5%以上股份法人或其他组织;(五)中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式原则认定的其他与上市公司有特殊关系,可能导致上市公司利益对其倾斜的法人或其他组织。”第10.1.5条规定:“具有下列情形之一的自然人,为上市公司的关联自然人:(一)直接或间接持有上市公司5%以上股份自然人;(二)上市公司董事、监事、高级管理人员;(三)第10.1.3条第(一)项所列关联法人的董事、监事和高级管理人员;(四)本条第(一)项和第(二)项所述人士的关系密切的家庭成员,包括配偶、年满18周岁的子女及其配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹、子女配偶的父母;(五)中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式原则认定的其他与上市公司有特殊关系,可能导致上市公司利益对其倾斜的自然人。”第10.1.6条规定:“具有以下情形之一的法人或其他组织或者自然人,视同上市公司的关联人:(一)根据与上市公司或者其关联人签署的协议或者作出的安排,在协议或者安排生效后,或在未来12个月内,将具有第10.1.3条或者第10.1.5条规定的情形之一;(二)过去12个月内,曾经具有第10.1.3条或者第10.1.5条规定的情形之一。”

面,上市公司在分拆过程中涉及关联交易,按目前的规定,关联董事或关联股东都应回避表决。笔者认为,即使如此分类表决制度在公司分拆上市过程仍然具有十分重要的意义,理由如下所述。

第一,关联交易中回避制度范围有一定的局限性。在股东大会或者董事会上,构成关联交易的回避制度是有条件和前提的,主要体现在以下方面:(1)在主体上,必须有关联交易的当事人。各国和地区对关联交易当事人的范围规定尽管有所不同,但总体来说,在董事会或股东大会上所议事项与该当事人具有直接或者间接的利害关系,而不是泛指整个公司以及公司的所有股东或者董事,因而这样的议决事项是和股东大会或董事会的某些股东或者董事具有特定的关系,有特定的利益冲突,使他们成了关联交易中的关联人。(2)在内容上,必须有交易事项,且交易事项与关联人具有一定的关联性。在大多数情况下,上市公司进行的交易事项并不构成关联交易,在有些情况下即使存在一定的关联性也不一定就构成关联交易。^①在极少数情况下,即使构成了关联交易,也不需要关联人进行回避,而只需要信息披露即可。^②

可见,关联交易回避制度在主体和内容上都受到一定范围的限制,主体上的关联性和内容上的交易性是关联交易回避制度的基础,没有关联性,就无法确认关联交易的回避当事人。所决事项不是交易事项,就无法确认关联交易的回避内容。

与股东大会的分类表决制度相比较,关联交易中的回避制度所涉主体和内容的范围要窄得多。分类表决在主体上并不仅仅局限于关联人,也不强调关联人,而是要解决上市公司中的某一类股东和另一类股东的利益冲突问题。它所关注的是上市公司涉及重大事项可能对某一类股东形成重大利害关系,不给这类股东自决的权利极有可能损害他们的重大利益,因而在股东大会决议之后,法律或者公司章程仍然给予这类股东再次表决的权利。在实践中往往是“少数股东制衡控股股东、维护自身权益的重要手段,通过建立类别股东表决制度,可以较好地约束控股股东侵犯少数股东利益的行为。一股一票原则把公司的控制权赋予了多数股东或控股股东,同时,客观上

^① 参见财政部财会[2006]3号《企业会计准则第36号——关联方披露》第5条,仅与企业存在下列关系的各方,不构成企业的关联方:(1)与该企业发生日常往来的资金提供者、公用事业部门、政府部门和机构。(2)与该企业发生大量交易而存在经济依存关系的单个客户、供应商、特许商、经销商或代理商。(3)与该企业共同控制合营企业的合营者。

^② 上海证券交易所《股票上市规则》第十章第二节“关联交易的审议程序和披露”第10.2.16条规定了三种情况,即“(一)一方以现金方式认购另一方公开发行的股票、公司债券或企业债券或者其他衍生品种;(二)一方作为承销团成员承销另一方公开发行的股票、公司债券或企业债券、可转换债券或者其他衍生品种;(三)一方依据另一方股东大会决议领取股息、红利或者报酬。”

也为控股股东滥用‘资本多数决’侵害少数股东权益提供了可能。为了保护少数股东的利益,许多国家的公司法均规定在某些情形下控股股东的表决权应受到限制,限制的方式之一就是:如待决事项涉及某类少数股东的权益,则允许有利害关系的少数股东组成类别股东大会进行表决,如果少数类别股东中的多数表决同意该事项,这就显示了一定的公正性,较好地维护了公司少数股东的权益”。^① 不像关联事项仅仅是与关联人发生交易的事项,分类表决在内容上也不仅仅局限于关联事项,其内容涉及整个上市公司,既涉及全体股东,又和某一类别股东利益息息相关,因而所议决的内容是广泛的,只要事项重大且可能侵害某一类股东的利益皆有可能形成类别股东表决。

第二,股权分置改革实践证明分类表决机制作用较大。股权分置,是指 A 股市场的上市公司股份能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股。^② 作为历史遗留的制度性缺陷,股权分置在诸多方面制约了中国资本市场的规范发展和国有资产管理的根本性变革,主要表现在以下几个方面:扭曲证券市场定价机制;导致公司治理缺乏共同利益基础;不利于深化国有资产管理体制改革;不利于上市公司的并购重组;制约着资本市场国际化进程和产品创新;不利于形成稳定的市场预期。因此,解决股权分置问题是恢复资本市场价格发现、资源配置、市场化并购重组等固有功能,完善市场基础制度的重要举措。^③ 2005 年我国资本市场正式进行了股权分置改革,其核心内容就是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制,消除 A 股市场股份转让制度性差异。其主要手段是采取分类表决机制,由流通股股东审议通过股权分置改革方案。在具体操作程序上,中国证监会明确规定了分类表决机制,规定“公司股权分置改革动议,原则上应当由全体非流通股股东一致同意提出;未能达成一致意见的,也可以由单独或者合并持有公司 2/3 以上非流通股份的股东提出。非流通股股东提出改革动议,应以书面形式委托公司董事会召集 A 股市场相关股东举行会议(以下简称相关股东会议),审议上市公司股权分置改革方案。相关股东会议的召开、表决和信息披露等事宜,参照执行上市公司股东大会的有关规定,并由相关股东对改革方案进行分类表决”,^④“相关股东会议表决改革方案,须经参加表决的股东所持表决权的 2/3 以上通过,并经参加表决的流通股股东所持表决权的

① 杨正洪:《论流通股与非流通股分类表决制度的建立》,载《金融法苑》2004 年第 1 期。

② 参见证监会、国资委、财政部、人民银行、商务部《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,证监发[2005]80 号,2005 年 8 月 23 日。

③ 参见中国证监会《关于进一步做好股权分置改革工作的通知》,证监发[2005]46 号,2005 年 6 月 9 日。

④ 参见中国证监会:《上市公司股权分置改革管理办法》第 5 条,证监发[2005]86 号,2005 年 9 月 4 日。

2/3 以上通过”。^①

可见,分类表决机制在股权分置改革保护流通股股东即中小股股东过程中发挥了至关重要的作用。如果没有这种制度,就很难想象股权分置改革能够顺利进行。尽管上市公司分拆上市并不完全像股权分置改革中的非流通股股东和流通股股东在利益上那样对立和尖锐,但在大股东和中小股东之间的利益分配上还是存在不一致的,而中小股东采用分类表决是对大股东制约的强有力的机制,这一制度的实施对上市公司分拆上市过程中的中小股东权益保护具有一定的借鉴作用。

分类表决机制适用于股权分置改革中的流通股股东,但在上市公司分拆上市中适用于哪一类股东呢?换言之,一类别的股东适用于实施分类表决制度?笔者认为,上市公司分拆上市类别股东应为持有该上市公司发行在外的普通股5%以下的社会公众股股东。

其一,类别股东应该是社会公众股股东。社会公众股,是指股份公司采用募集设立方式设立时向社会公众(非公司内部职工)募集的股份,也指社会公众依法以其拥有的财产投入公司时形成的可上市流通股份;换言之,社会公众股东必须是“非公司内部职工”的流通股股东。^② 监管部门对社会公众股东概念的提出首先见于中国证监会相关规定中,该规定的目的就是要形成抑制滥用上市公司控制权的制约机制,把保护社会公众股东的权益落在实处,并从五个方面加强了对社会公众股东的保护,尤其提出了试行公司重大事项社会公众股股东表决制度。但该规定并没有明确社会公众股东的定义。^③ 之后,上海证券交易所《股票上市规则》的释义中将社会公众股东定义为“指不包括下列股东的上市公司其他股东:1. 持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人;2. 上市公司董事、监事、高级管理人员及其关联人”。^④

其二,类别股股东应当是5%以下的中小股东。对于何为大股东,何为中小股东,我国有关法律法规并没有明确规定,学者也很少讨论中小股东的界定范围。但根据我国相关法律对股东信息披露的要求看,一般可推定持有上市公司5%以上的股东可视为上市公司的大股东。这是因为我国法律对持有5%以上的股东作出了很多特别

^① 参见中国证监会:《上市公司股权分置改革管理办法》第16条,证监发[2005]86号,2005年9月4日。

^② 熊锦秋:《交易所对“社会公众股”的定义需尽快修订》,载《上海证券报》2016年4月21日,第8版。

^③ 参见中国证监会《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,证监发[2004]118号,2004年12月7日。

^④ 参见上海证券交易所:《股票上市规则》(2014年修订),第十八章释义18.1(十一),载《上海证券交易所现行业务汇编(股票类)》,第56页。

的要求,比如《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第74条、^①第76条、^②第86条^③等均对持有5%以上的股东提出特别的要求,要求5%的股东,在股份交易、内幕信息披露、上市公司收购等方面作出相关的要求和规定。

二、异议股东回购请求权

(一) 异议股东回购请求权的概念和内涵

对异议股东回购请求权的概念,学者看法并不完全一致。有的学者认为,异议股东股份回购请求权,是指股东大会依照“资本多数决”的方式通过决议,改变公司的结构并对股东的利益关系造成重大影响时,对该决议持反对意见的股东享有请求公司以公平价格收购自己所持有的公司股份的权利。^④有的学者认为,异议股东回购请求权是异议权、估价权、评估权、退出权等。也有的学者认为,异议股东回购请求权是指在特定形态的交易中,法律赋予异议股东请求公司以公平价格回购其股份的权利。^⑤韩国学者李哲松认为,异议股东回购请求权,是指在股东大会上决议了对股东的利害关系产生重大影响的议案时,反对决议的股东可让公司收买自己所有的股份的权利。^⑥

异议股东的股份回购请求权渊源于普通法国家,该项制度旨在公司结构发生重大变化时赋予异议股东一项重要权利,从而使异议股东在获得合理的补偿后退出公司结构业已发生重大变化的公司。在各国和地区现代公司法中,公司的决策通常采取“多数表决规则”,即公司的决策应以股东大会中持多数股份的“多数股东”意见为准,持少数股份的少数股东应当服从股东大会依照法定程序基于多数股东的意见而作出的决议。这一规则既体现了股东民主、股份平等的原则,同时有利于维护公司经

^① 《证券法》第74条规定:“证券交易内幕信息的知情人包括:(一)发行人的董事、监事、高级管理人员;(二)持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员……”

^② 《证券法》第76条第1款规定:“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券。”

^③ 《证券法》第86条第1款规定:“通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予以公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。”

^④ 王伟:《论异议股东股份回购请求权》,载《中国法学文档》2005年第1期。

^⑤ 施天涛:《商法学》,法律出版社2003年版,第269页。

^⑥ [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404页。

营的顺利进行。但在实践中,多数股东特别是有控制权的股东利用“多数表决规则”排挤少数股东,侵害少数股东合法权益的情况也相当普遍。对此,各国和地区公司法大多给予少数股东适当的补救,^①因而股东异议回购请求权就是公司在重大决策时对那些不同意的少数股东进行适当补救的一种权利。这种补救对于在上市公司分拆过程中的异议股东的权益保护十分重要。

我国法律对股东异议回购请求权的概念未作明确规定,但法律对异议股东回购请求权还是有所规定的,主要体现在《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的规定中。《公司法》第74条和第142条分别对有限责任公司和股份有限公司所涉的股东异议回购请求权作了规定。《公司法》第74条第1款规定:“有下列情形之一的,对股东会该向决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股份:(一)公司连续五年不向股东分配利润,而公司该五年连续盈利,并且符合本法规定的分配利润条件的;(二)公司合并、分立、转让主要财产的;(三)公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现,股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。”第142条第1款规定:“公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:(一)减少公司注册资本;(二)与持有本公司股份的其他公司合并;(三)将股份奖励给本公司员工;(四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持有异议,要求公司收购其股份的。”可见,在我国《公司法》规定在七种情形下,可以行使异议股东请求权。其中《公司法》第75条第1款第2项,第142条第1款第4项与公司分拆有所关联。根据《公司法》的这两条规定,无论是有限责任公司还是股份有限公司,涉及公司分立,在股东会或者股东大会上,只要有股东明确反对但又不足以阻止分立决议案的通过时,异议股东即可行使异议股东回购请求权来保护自己的利益。《公司法》尽管只规定了公司分立情形的异议股东回购请求权,并未规定上市公司分拆的异议股东的回购请求权问题,但是根据本文所论述的观点,尽管公司分拆和公司分立有所不同,但两者在基本原理和属种概念上具有很大的相似性,上市公司分拆在某种程度上可以作为公司分立的一种形态。况且,我国《公司法》作为公司的基本法律并无可能事无巨细地将公司分立的所有表现的形式一一列举。因此,在某种程度上,对公司分立异议股东回购请求权的规定同样可以适用于上市公司分拆的情形。具体到本文所阐述的是上市公司的分拆上市,由于《公司法》第74条涉及的是有限责任公司的

^① 焦津洪:《论对持少数股份股东的法律保护》,载《中外法学》1995年第5期。

分立,有限责任公司在公司形态上不是股份有限公司,因此并不在本文的论述范围中,这里所适用的主要是《公司法》第 142 条的规定,即股份有限公司的分立,异议股东有异议回购请求权。

《公司法》第 142 条关于公司分立的股东异议请求权的规定是极其简单的。上市公司分拆异议股东回购请求权的内涵是什么?笔者认为,异议股东回购请求权的内涵应当包括以下要素:

第一,享有该权利的主体是异议股东,即在涉及上市公司分拆上市时,该上市公司的股东在股东大会审议该项重大议案时有明确表示反对公司分拆上市的行为,在具体表决时,行使表决权投反对票。

第二,该权利行使的时间是在股东大会决议之后,召开股东大会是该权利产生的条件。股东行使表决权的场所是股东大会,当股东反对的意思没有被采纳,同时自己的股份又面临难以转让的困境时,该股东便享有该请求权。近年来,股东大会的召开形式多种多样,除现场召开股东大会进行表决权外,还存在非现场召开股东大会以及现场召开与非现场召开股东大会相结合的形式。在现场召开股东大会时,股东应当出席会议并就上市公司分拆上市的决议案现场投出反对议案的表决表;在非现场召开股东大会即通信表决或网络表决的情况下,股东因为无现场股东大会,只需以通信或者网络投票的形式投出反对票即可成立。目前对于上市公司的股东大会所采用的大多数是现场与非现场相结合的形式,即一部分股东主要是大股东、控股股东以及上市公司董事、监事、高级管理人员等在股东大会现场开会,绝大多数中小股东在现场外采取网络投票的形式开会,行使表决权。

第三,该权利存在的价值在于股东能够请求上市公司以公平的价格回购其股份,以确保其合法权益不受损害。

第四,异议股东回购请求权是一种形成权。所谓形成权,是指“依权利者一方之意思表示,得使权利发生、变更、消灭或产生其他法律上效果之权利也”。^① 异议股东回购请求权的行使并不需要对方的意思表示,而仅仅需要异议股东发出请求购买的意思即可发生。

综上,笔者认为,上市公司分拆上市异议股东回购请求权,是指对股东大会上决议通过的上市公司分拆上市的议案持反对意见的股东享有的一项要求上市公司以公

^① 史尚宽:《民法总论》,中国政法大学出版社 2000 年版,第 25 页。

平价格回收其股份的形成权。

(二) 异议股东回购请求权的主体

毋庸置疑,异议股东股份回购请求权行使的主体当然是反对股东,即对股东大会作出的上市公司分拆上市决议案表示反对的股东,因而有资格作为异议股东行使股份回购请求权的仅为“股份持有人”,即公司股份的“登记持有者”。但是这里要深究的是,有几种情况作为异议股东回购请求权的主体能否成立?

一是异议股东异议后即转让其所持股份,能否行使回购请求权?笔者认为,在这种情况下异议股东不享有异议股东回购请求权,因而不能成为异议股东回购请求权的主体。因为这种请求权行使的对象是上市公司本身,是由上市公司购回异议股东所持有的股份,如果异议股东在投出反对上市公司分拆上市的议案表决票后,即将所持股份转让给了第三人及表明该异议股东并不想将所持股份回购给上市公司,因而不符合异议股东回购请求权的基本含义,其也失去了作为异议股东回购请求权的主体资格。尽管如此,随之而来的问题是,从异议股东购买得来股份的新股东能否承继原来的异议股东行使回购请求权?笔者认为,新股东不能行使这一权利。这是因为承继的新股东在主观意思上是否对上市公司分拆决议案表示异议是无法判断的,一方面,从理论和实践上看,如果表示异议即意味着新股东购买的目的是上市公司回购的价格可能比其购买的价格更高从而获取差价,但这种所谓的差价具有很大的不确定性,其结果未必比购买的价格更高。何况在获取异议股东股份后,行使回购请求权还要经过一系列诸如回购股份的评估、价格的确定等程序,从时间、成本、效益等方面均在存在较大的问题,对新股东未必有利。另一方面,异议股东回购请求权的行使是在股东大会对分拆上市议案的表决投反对票为前提条件的。新股东所获得的股份是在股东大会之后,也即新股东没有可能也没有机会在股东大会上行使反对的权利,即使在股东大会之后因获得新股份而作出对分拆上市异议的意思表示,也不具备这样的程序性要求。因此,异议股东持有股份必须具有持续性,如果从其反对决议至股份被公平收购之前将其股份转让第三人,一般认为转让人和受让人均不再享有回购请求权。^①

二是持有表决权的股东放弃表决权是否行使回购请求权?在上市公司分拆上市决议案在股东大会上进行表决时,有表决权的股东对该决议案表示弃权,即既不表示

^① 王志诚:《论公司合并及其他变更营运政策之重大行为与少数股东股份收买请求权之行使》,载《东吴法律学》1999年第5期。

赞成也不表示反对该决议案,在意思表示方面处于中立。虽然这一行为对决议案的通过与否具有一定的影响力,但弃权股东仍不能成为异议股东回购请求权的主体。因为异议股东的构成是以对分拆上市决议案的异议为前提的,异议股东即主观上必须有明确异议(反对)的意思表示并应投出反对的表决票。弃权票并没有表示对决议案的反对,而仅仅是不发表意见,不作意思表示的行为并不能达成异议行为。在资本多数决的股东大会上,弃权票对分拆决议的通过和生效具有一定的影响,如果弃权票过多就会对赞成票形成影响,在这一点上弃权票起到了反对票的效果,但它并不意味着和反对票一样。

三是持有无表决权股份的股东是否享有股份回购请求权?美国、加拿大等国否认无表决权之股东的股份回购请求权。相反,韩国公司法以及我国台湾地区“公司法”承认无表决权股东的回购请求权。有的学者认为:“无表决权股东对其加入的公司同样具有应当受到尊重的期待权(利益),同样可以适用团体的可分解性理论,在对公司结构失望而又无他途的情况下,选择行使股份收买请求权退出公司。”^①在我国,有两种情况可能出现无表决权的股东:一种是法律将这种权利的有无归属于公司自治的范畴,由公司章程具体规定。我国《公司法》第42条规定:“股东会决议由股东按照出资比例行使表决权;但是,公司章程另有规定的除外。”据此,在有限责任公司中出现无表决权股东的可能性是完全存在的。另一种是优先股股东。我国《公司法》关于股份有限公司尽管只规定了普通股的相关内容,但并没有排斥其他类型的股份类别,相反在相关条文中在一定程度上认可了其他类型的股份形式。比如我国《公司法》第126条规定:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。”我国《公司法》第131条规定:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。”在我国资本市场的实践中,优先股已大量存在。上市公司大量发行优先股,监管部门还专门规定了优先股的相关规定。^②众所周知,在一般情况下优先股是没有

^① 蒋大兴:《公司法的展开与评判》,法律出版社2001年版,第771页。

^② 《优先股试点管理办法》经2013年12月9日第16次主席办公会会议审议通过,2014年3月21日中国证券监督管理委员会令97号公布。该办法分总则、优先股股东权利的行使、上市公司发行优先股、非上市公司非公开发行优先股、交易转让及登记结算、信息披露、回购与并购重组、监管措施和法律责任、附则9章70条。

表决权的。^①对于前一种情况,由于《公司法》第42条规定的是有限责任公司,对于上市公司分拆上市并不适用,无须论述;对于后一种情况,由于优先股无表决权,在上市公司分拆上市决议通过过程中,在优先股股东明确表示反对的情形下,是否应当赋予其回购请求权是值得探讨的。笔者认为,应当赋予其优先股异议股东回购请求权。不可否认,优先股在本意上之所以可以优先是以其丧失某种管理权为前提的,与普通股股东相比,优先股股东在分配公司利润和剩余财产时具有一定的优势,公司因解散、破产等原因进行清算时,公司财产在按照公司法和破产法有关规定进行清偿后的剩余财产,应当优先向优先股股东支付未派发的股息和公司章程约定的清算金额,不足以支付的按照优先股股东持股比例分配。在一般情况下,对涉及公司的相关经营决策,由于优先股的特点,使其不参与公司的决策,因而不行使表决权。但涉及重大利益关切,决定公司命运时,作为公司的股东,优先股股东能否表达自己的意见对优先股股东至关重要。针对这种情形,各国和地区规定了特殊情况的优先股股东表决权恢复机制,以促进优先股股东参与公司重大利益的决策。大陆法系以法定的立法模式将优先股表决权机制规定在成文法中,其中日本《公司法典》以对种类股东权利有损害或者损害之虞为标准进行分类表决,并详细列举了13项需要种类股东召开专门会议进行分类表决的情形。德国则规定了较及时的表决权恢复策略。英美法系以授权式的立法例为主,授权公司章程自主约定优先股表决机制,其相关法规为公司章程提供了一定程度的指引。英国、美国均规定了类别表决范围的划分标准,并适用于优先股分类表决,所不同的是英国以“类别权利”的变更为标准,美国则以“公司章程的修改涉及、影响或者改变”类别股权为利益为标准。^②我国现行的相关制度,实际上也确立了优先股股东在特殊情况下的恢复表决机制,以促进优先股股东参与上市公司股东大会,行使股东分类表决权。《优先股试点管理办法》第10条规定:“出现以下情况之一的,公司召开股东大会会议应通知优先股股东,并遵循《公司法》及公司章程通知普通股股东的规定程序。优先股股东有权出席股东大会会议,就以下事项与普通股

^① 优先股是指依照公司法,在一般规定的普通种类股份之外,另行规定的其他种类股份,其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产,但参与公司决策管理等权利受到限制。优先股股东按照约定的票面股息率,优先于普通股股东分配公司利润。公司因解散、破产等原因进行清算时,公司财产在按照公司法和破产法有关规定进行清偿后的剩余财产,应当优先向优先股股东支付未派发的股息和公司章程约定的清算金额,不足以支付的按照优先股股东持股比例分配。优先股股东的表决权受到限制。除特殊情况外,优先股股东不出席股东大会会议,所持股份没有表决权。但是公司累计3个会计年度或连续2个会计年度未按约定支付优先股股息的,优先股股东有权出席股东大会,每股优先股股份享有公司章程规定的表决权。

^② 左海峰:《我国优先股表决机制研究》,安徽大学法学院2017年硕士学位论文,第26页。

股东分类表决,其所持每一优先股有一表决权,但公司持有的本公司优先股没有表决权:(一)修改公司章程中与优先股相关的内容;(二)一次或累计减少公司注册资本超过百分之十;(三)公司合并、分立、解散或变更公司形式;(四)发行优先股;(五)公司章程规定的其他情形。上述事项的决议,除须经出席会议的普通股股东(含表决权恢复的优先股股东)所持表决权的三分之二以上通过之外,还须经出席会议的优先股股东(不含表决权恢复的优先股股东)所持表决权的三分之二以上通过。”可见,优先股股东在涉及上市公司分拆上市时,应当参加股东大会行使相关表决权,其理应可以作为异议股东回购请求权的主体。

异议股东回购请求权的主体,必须要有明确的意思表示方可行使这一权利。明确的意思表示体现在两个方面:一是必须在股东大会决议阶段对上市公司分拆上市的决议作出明确反对的意思表示;二是在之后的法定期限内明确作出行使回购请求权的意思表示,两者缺一不可。(1) 股东对决议的反对意思表示。在一般情况下,股东为反对的意思表示分为两个阶段:第一阶段是在股东大会决议之前,股东向公司提交书面反对通知。这一意思表示的前提是股东知晓自己享有异议股东股份回购请求权,若由于公司的原因未能履行通知义务,则股东可以据此抗辩。第二阶段是在股东大会决议时,即在股东大会上对决议表示反对。如果在股东大会上又赞成公司的决议,则以前所作出反对通知失效。此外,如果股东在第一阶段作出了反对的书面通知,但并没有参加股东大会,如何认定其效力?笔者认为,可以借鉴韩国《商法典》的做法,即使异议股东不出席股东大会,决议时应将其加算在反对票之中。(2) 股东请求回购股份的意思表示。韩国、日本的公司法及我国台湾地区“公司法”规定,异议股东应自股东大会决议日起 20 日内,向公司提交载明其股份种类及数量的书面文件。而美国《示范公司法》规定得更详尽:异议股东应在法定期限内向公司提出收买请求权,并根据该通知规定的条件存放其股票证书。

对异议股东何时作出请求回购股份的意思表示,我国台湾地区“公司法”规定,股东在股东会对合并契约作出决议日起 60 日内未与公司就收买价格达成协议者,股东应在此期间经过后 30 日内申请法院裁定收买价格;否则,异议股东将丧失其股份收买请求权。我国相关法律没有作出明确规定,我国《公司法》第 74 条第 2 款虽有 60 天的规定,但仅仅规定“自股东会会议决议通过之日起六十日内,股东与公司不能达成股权收购协议的,股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼”的内容,这并不是异议股东提起回购请求权的法定时间,也没有规定未在法

定期间内行使该权利的后果。而《公司法》第 142 条第 2 款规定了对于“股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持有异议,要求公司收购其股份的”“应当在六个月内转让或者注销”也无法认定是异议股东行使这一请求权的法定时间。因此,明确行使回购请求权的法定时间十分必要。按照我国《公司法》的规定,一般认为,对于有限责任公司,异议股东请求回购股份的时间应当少于 60 天,对于股份有限公司,异议股东请求回购股份的时间应当少于 6 个月,以便给上市公司有足够的处理回购股份的空间。

(三) 异议股东回购请求权行使的程序

我国公司法上的异议股东回购请求制度最大的不足之处在于,其行使程序几近缺失。我国《公司法》对异议股东回购请求权行使的程序规定存在明显的不足,仅在第 74 条第 2 款规定先协商定价,协商定价不成的进入司法定价。第 142 条则完全未对股份有限公司异议股东回购请求权的行使程序进行规定。是否准用第 74 条的规定也没有明确的法律依据。美国特拉华州《普通公司法》规定,公司应当对能产生异议股东股份回购请求权的公司行动书面通知所有股东,并必须通知股东,每一位股东都有权在股东大会之前不少于 20 天之内,享有股份回购请求权。会议通知上应当附上持异议股东权利的法律条款。未发出通知的公司,即使是在非故意的情况下,股东仍享有股份回购请求权的救济。持异议的股东必须在表决前向公司呈递书面的意向通知书,要求在提议的公司行动生效前,股东获得其股份的补偿,而且在股东会议投票时不应赞成上述行动。在公司采取行动或收到回购请求时,应当向合乎要求的异议股东支付其评估的代表公平股份价格的款项及尚未支付的利息。如公司未支付或异议股东认为其支付的款项不正确,则可以在 30 日内以书面形式通知公司自己对其股份的公平估价和利息总额,并要求按其估价支付。^① 笔者认为,我国公司法可以借鉴域外立法,健全其回购请求权的行使程序,从而使该项权利能够真正发挥维护中小股东利益的价值。具体到上市公司分拆上市异议股东股份回购请求权的行使程序,笔者认为大致有如下程序:关于上市公司分拆上市决议案股东大会的通知→异议股东对决议案反对的意思表示(股东大会召开前)或者异议股东对决议案投反对票(在股东大会上)→异议股东提出股份回购请求(在规定的期限内)→异议股东与上市公司协议回购股份事宜→回购股份的价值评估和价格确定→协议达成→股份转让。至

^① 魏磊杰:《论美国公司法中的异议股东股份评估权制度》,载《研究生法学》2006 年第 3 期。

此,异议股东股份回购请求相关程序完成。如果异议股东在和上市公司就相关股份回购无法达成协议时,异议股东可向人民法院提起诉讼,异议股东股份回购请求权的行使即进入司法程序,最终由人民法院判决而终结异议股东回购请求权行使的程序。因此,实际上异议股东回购请求权的行使程序有两个:一个是协议程序,另一个是司法程序。后一个程序以协议程序为前提,并以协议不成为结果而启动司法程序,这一程序并非典型的异议股东股份回购请求权的行使程序。

1. 股东大会通知

股东大会通知即上市公司应当在召开公司股东会议的会议之前发出通知,通知该上市公司的股东即将召开股东大会,并将股东大会的内容、上市公司分拆上市的议案告知股东,同时告知股东其可享有的异议股东回购请求权。对股东大会的通知时间,我国法律有明确规定。我国《公司法》第102条第1款、第2款规定“召开股东大会会议,应当将会议召开的时间、地点和审议的事项于会议召开二十日前通知各股东;临时股东大会应当于会议召开前十五日前通知各股东”,“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开前提出临时提案并书面提交董事会;董事会应当在收到提案后两日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东大会审议”。可见,我国《公司法》将股东大会通知的时间法定化,分别规定在召开前20日、15日和2日。三种不同的通知时间针对三种不同的情况。依照法定期限和程序通知股东参加股东大会是股东大会会议召集人的法定义务。

2. 异议股东反对

异议股东明确反对上市公司分拆上市的议案,是其行使异议股东股份回购请求权的前提。反对意见的提出应在股东大会上明确提出,并以行使表决权的形式体现,异议股东在股东大会表决该项议案时投出反对票。由于上市公司分拆上市涉及《公司法》第142条的公司分立异议股东股份回购请求权的规定。笔者认为,对涉及此项议题的股东大会应该做出特别的安排,明确规定在投出反对票之后,异议股东在行使异议股东回购请求权时负有书面告知公司的通知义务,同时异议股东须向公司提交相关身份证明文件的内容和格式。

3. 协议回购股份

协议回购股份是异议股东行使股份回购请求权的重要内容,是异议股东和购回方上市公司之间就回购所涉及的相关内容,进行协商进而达成一致的过程。在这个过程中,协商股份回购的价格及款项的支付是协议主要的内容。由于购回的一方是

上市公司,其股份在二级市场有具体的价格,但并不意味着异议股东就一定按照市价将所持股份让上市公司一方购回,其价格的确定仍应由双方自行商定。对异议股东来说,可能会寻求比市价更高的价格是其行使请求权的目的,因为如果回购价格低于市场价,异议股东就有可能放弃回购请求权,转而将手中的股票在二级市场转让或者等到转让期满后再次转让。对于上市公司来说,可能根据股份的价值将其价格尽量降低,双方在博弈中确定股份回购的价格,如果达成一致回购请求权即能得到实现。如不能达成一致,请求方既可以放弃请求权也可以向法院提起诉讼。如是前者则异议股东股份回购请求权则归于消灭。

异议股东回购请求权能否放弃,我国的法律并没有明确规定。对有限责任公司而言,《公司法》第74条规定了异议股东与公司协商不成的,异议股东可以在法定期限内向人民法院提起诉讼,其立法本意并不倾向于放弃请求权。对股份公司而言,《公司法》第142条并未规定协议回购,而只是规定异议股东提出异议时,应当在6个月转让或者注销该公司的股份。因而异议股东请求回购的股份可有两种选择,即转让或者注销。对于后者,毫无疑问即异议股东和上市公司达成一致,公司的股份已由上市公司回购并予以消灭;对于前者应理解成异议股东将请求回购的股份转让给上市公司。在这里并没有涉及股票的价格,也没涉及协商问题。在实践中,转让股份的价格是回避不了的,也的确存在对股份价格的不同看法。当双方对价格存在异议而无法达成一致时,如何解决就成了至关重要的问题。我们认为,在理论上,异议股东的股份回购请求权,既然是异议股东的权利,就应该允许其放弃权利,或者继续持有该股份或者将股份在二级市场上转让给第三人。

4. 回购股份的价值评估和价格确定

异议股东可以行使评估权,获得股份公允价值而退出上市公司。评估权的实现不仅仅取决于法律规定,更依赖法律制度的落实,而公允价值的确定正是异议股东评估权制度的核心,是对中小股东产生实质影响的环节。1984年修订版美国《现代商业公司法》(Model Business Corporation Act, MBCA)规定,公允价值必须是“持异议者反对公司的行为生效之前那一刻的股份公允价值,排除任何因对这种公司行为的预期而造成的股份价值的增值或贬值因素,除非这种排除是不公平的”。^①但如何评估和确定反对公司行为生效前那一刻的股份公允价值呢?在实际操作中,各国和地

^① [美]罗伯特·C.克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第361页。

区有不同的方法,主要有协议模式、^①会计专家模式^②和司法评估模式。^③一般在非诉前置阶段分为协议确定、会计专家确定等模式,之后是司法评估模式。限于国情和特定评估制度的不同,相关国家和地区模式选择有所差别,很难评价优劣,但各国和地区的做法都是尽量地在评估中给异议股东股份回购公平合理的价值,在界定评估的公平价值时也都排除分拆交易所引发的任何贬值或者升值,以保护少数股东和中小股东的利益不受损害。

在上市公司分拆上市过程中,大股东想改变企业的方向,中小股东不同意时则可以自主决定自身去留。如果中小股东选择不留在新企业当中,就没有权利获得交易产生的价值,同样也不应承担交易带来的风险。公司法通过评估权给异议股东提供一个退出路径,因而排除交易带来的影响是比较合理的。而通常发生现金挤出分拆的企业尤其是被分拆的企业,都是业绩前景不错的企业,但是在分拆决议之前由于内部人控制、信息不对称,异议股东并不知情,直到交易前股价才会上升,中小股东作为事实上的贡献者却无法分享这种升值,如果在评估过程中仍然死守排除交易所产生的任何升值,就很有可能成为对中小股东压迫的基础。

对于上市公司分拆上市而言,由于其股票在交易所上市,有市场价格,那么评估是否有必要或者是否有意义呢?在美国包括特拉华州在内的23个州都对评估权规定了市场例外原则,如果股东所持股份已经在交易所上市,或者持股状况十分分散以至于事实上存在交易市场,那么这些股东就不享有评估救济权。^④这就意味着上市公司分拆,异议股东股份回购的价格不用评估只能按股票的市场价进行回购。但这一

^① 协议确定模式,是指支付给异议股东的公平价值可以由公司和异议股东协商确定。这种方法充分考虑了公司和股东的自治,为大多数国家和地区评估的必经阶段。根据支付时间的不同,又可以分为以加拿大为代表的“先谈判”协议模式,以及以美国为代表的“先履行”协议模式。参见蒋大兴:《公司法的展开与批判》,法律出版社2001年版,第781页。

^② 在韩国,公司和股东协议决定公平价值不是必经程序,一旦协议不成,由会计专家估算的价格成为标准。参见[韩]李哲松:《韩国公司法》,吴日焕译,中国政法大学出版社2000年版,第410页。

^③ 司法评估,是指通过司法程序,由法院决定股份的公平价值。司法通常在各国都是定分止争的最后渠道,在评估救济上也不例外。但是提起司法评估是权利还是义务以及提起主体,各国均有所不同。MBCA确定的是公司义务型,如果股东要求的支付无法兑现,该公司必须在收到该股东支付要求之日起60日内,提起一项请求法院决定股份公平价值及其利息的诉讼。日本《商法》确定的则是股东权利型,如果公司和股东协议不成,股东可以请求法院决定公平价值。加拿大《商业公司法》对司法评估则作了比较灵活的规定,如果公司未向异议股东发出支付要约或者异议股东在收到支付要约后未作承诺,公司可在决议批准的行动生效50日内或者法院允许的更长期间内,向法院提出要求确定异议股东股份公平价值的申请。如果公司没有提出申请,异议股东可以在另一20日或者法院允许的更长期间内,为相同目的向法院提出申请。参见美国MBCA § 13.30(2005),日本《商法》第245条、第408条,我国台湾地区“公司法”第187条、第317条,加拿大《商业公司法》第190条第1款、第15款。

^④ [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第165页。

规定是否完全公平或者对异议股东完全有利是值得讨论的。

众所周知,股票二级市场价格很容易被人为影响。应该公布的信息有可能被人隐瞒,虚假误导行为时有发生,操纵市场行为屡见不鲜,这些行为都将错误引导该公司股票的市场价格。不仅违法行为可以影响市场价格,证券管理机关的许多稳定市场的措施虽然主观出发点是善意的,但也有“太多的意外因素会影响到每天股票市场价格的形成,从而令人难以把它作为对公平价值的准确和排他的反映”,^①更何况交易发生之前的市场价格是交易发生前一天还是一个月的市场价格?规定适用交易前的价格,本意就是排除任何对公司交易行为的预期而造成的股份价值的增值或贬值因素。美国学者的实证分析证明,在合并公布之前股价通常平均上涨 13%,而且这种上涨可能在 40 天甚至 2 个月前就开始了,^②那么使用哪天的市场价格就很难确定了。而且即使能找到一个合理的时间点来确定市场价格,逐日的股市交易的股价也无法反映公司长期的公平价值。

笔者认为,从最有利于保护异议股东和中小股东权益的角度,应赋予异议股东股份回购价格评估的选择权,既可选择协议回购股份,也可以直接选择股份市价回购,还可以在协议回购不成的情况下,采取司法确定的方法。

^① Chicago Corp. v. Munds. 172A452,455 (Del. Ch. 1934). 在该案中,特拉华州衡平法院的法官对股票市场价格提出质疑。

^② G. William Schwert, “Markup Pricing in Mergers and Acquisitions”, 41 *J. Fin. Econ.* 153, 1996, p. 2102.