



股东优先购买权与间接收购的利益衡量

——上海外滩地王案分析

彭 冰 *

目 次

- 一、案情介绍与判决
- 二、有限公司的人合性与股东优先购买权
- 三、作为合同概括转让的公司载体
- 四、利益衡量
- 五、法律解释和司法实践也不支持扩张保护股东优先购买权
- 六、结论

摘 要 在“上海外滩地王案”中，法院一审判决认定，对公司股东的间接收购触发了其他股东的优先购买权，彰显了法院在面对商业交易时倾向于“刺破”交易形式、关注交易实质的裁判倾向。但如果具体分析，则会发现立法对股东优先购买权设有诸多限制，其所保护的法益——有限公司的人合性，在现行《公司法》中也并非突出保护对象。一味突出保护股东优先购买权，会极大增加企业并购的交易成本，损害公司作为一种法人形态本身所具有的便利企业资产转让的特别价值。因此，在股东优先购买权和间接收购的利益衡量中，应当倾向于间接收购而非股东优先购买权。法院应当更多地尊重商业交易的形态，股东的人合性需求则可通过设定合同特别条款来实现。

关键词 股东优先购买权 间接收购 股权收购 上海外滩地王案

* 北京大学法学院教授，法学博士。

本文写作过程中与葛云松、张双根、邓峰、杨明、许德峰、王军等诸多同仁有过许多讨论，得益颇多，特此感谢。我的学生郭晓娴、牛馨雨帮我校对了文字，并帮忙绘制了本案纠纷中的两张股权结构图，一并感谢。



一般认为,有限责任公司(以下简称“有限公司”)具有所谓人合性特征,为避免与陌生人合作,有限公司的股东之间往往通过股东协议或者章程限制股东对外转让股权。股东优先购买权是指在有限公司的股东拟对外转让股权时,赋予其他股东优先购买的权利。股东优先购买权的触发条件是股东对外转让股权,但在公司并购时,尽管消灭公司股东持有的本公司股权被强制更换为存续公司的股权,看起来发生了股权转让,一般意见却并不认为这会构成其他股东行使优先购买权的条件。同时,一般意见也认为,有限公司某一法人股东的控制权变化不会导致该有限公司的其他股东可以行使优先购买权,因为至少从形式上来看,该股东并未转让其在本公司的股权,不符合股东优先购买权的触发条件。实际上,股权收购并不会影响到目标公司自身持有的权益和负担的义务,这一直被认为是股权收购的一大优势。^[1]

2013年4月,上海市第一中级人民法院对复星商业与SOHO中国的股权纠纷作出一审判决,认定SOHO中国与证大房地产、绿城公司之间的股权收购交易意图规避复星商业在项目公司海之门有限公司中的优先购买权,以“合法形式掩盖非法目的”,应当无效。本案涉及标的金额40亿元人民币,刷新了目前为止的中国股权纠纷最高记录,实为“史上最大股权纠纷案”,^[2]不过媒体上一般称为“上海外滩地王案”。除金额巨大外,争议各方均为市场著名机构,纠纷自发生之日起就成为媒体关注热点。本案争议的交易是SOHO中国以股权收购方式,从证大、绿城手中获得了几个子公司的100%股权,这些子公司是海之门公司的股东,而海之门公司则持有上海外滩地王项目公司的所有股权。交易完成后,在原告复星商业宣称具有股东优先购买权的海之门公司,股东其实并未发生变化,只是除复星商业外,海之门公司的其余股东均因股权被收购而成为了SOHO中国控制的全资子公司。在中国资本市场上,这种收购方式被称为“间接收购”,在收购上市公司的交易中被广泛采用。因原公司股东在形式上并未发生变化,一般不会触发其他股东优先购买权的行使。但在本案中,一审判决突破传统观念,以“刺破”交易形式看实质的裁判思路维护股东优先购买权,引发各方热议。^[3]

败诉方随即提起上诉,二审一直拖延未作出判决。2015年9月23日,复星和SOHO中国双双发布公告,宣布上海外滩8-1地块(BFC项目)的归属权厘清:海之门公司进行了股权和股东贷款的系列重组,海之门公司以84.93亿元的代价向股东之一的复星商业出售上海外滩地王项目公司的全部股权,SOHO中国间接持有的海之门公司50%股权相当于作价42.47亿元。换句话说,上海外滩地王项目的权益被从原来的海之门公司全部转移给了复星商业,SOHO中国最终选

[1] 参见 Stephen M. Bainbridge, *Mergers and acquisitions*, 2nd Edition, Foundation Press 2009。

[2] 新闻媒体宣称的“史上最大股权纠纷案”是云南红塔集团与陈发树的股权纠纷案,涉及金额不过22亿元人民币,“国内最大股权纠纷案宣判陈发树22亿买药成无息贷款”,载中国经营网, http://www.cb.com.cn/deep/2013_0205/445742.html, 最后访问时间:2015年12月28日。

[3] 本案的缘起和发展,请参见财新网的报道:“郭广昌、潘石屹争地”,载 http://www.caixin.com/2012-12-10/100470697_all.html, 最后访问时间:2015年12月28日。本案一审判决之后的争议和评论,请参见新浪房产的两个专题栏目:“外滩地王案一审宣判”,载 <http://sh.house.sina.com.cn/xinwen/waitandiwang/>, 最后访问时间:2015年12月28日;“外滩地王案第二回合”,载 <http://sh.house.sina.com.cn/zhuanli/wtdwa/>, 最后访问时间:2015年12月28日。学者方面的评论,请参见吴建斌:“上海外滩‘地王’案的二维解析”,《法学》2013年第7期,第3~15页;白依可:“股东优先购买权的价值取向与保护边界——上海外滩地王案的法律解析”,载顾功耘主编:《公司法律评论》2014年卷,上海人民出版社2014年版,第395~403页;唐豪臻:“股东优先购买权背后的利益衡量——以‘外滩地王案’为视角”,《特区经济》2015年第2期,第88~90页。

择退出了外滩地王项目。^{〔4〕}

至此，“上海外滩地王案”落下帷幕。虽然本案没有二审判决，但本案涉及的问题绝非仅有。2011年江苏大富豪啤酒有限公司的股权转让纠纷也涉及同样争议，虽然诉讼理由不同，并以调解结案，但实际上是支持了间接收购应当考虑对股东优先购买权影响的观点。^{〔5〕}

然而在现代商业社会中，公司往往通过设立专门的项目公司持有部分资产，其重要目的之一就在于可以通过股权转让方便地转让这些资产。这正是项目公司、母子公司制度在商业实践中被普遍采用的主要理由。^{〔6〕}间接收购模式在中国市场上得到广泛适用，原是为了逃避中国证监会对收购活动的监管，但在证监会明确将其纳入监管范围后，间接收购方式的使用在中国并购实践活动中并未减少。可见，间接收购和项目公司的存在自有其商业优势，其中最重要的好处就是可以在不影响子公司权益的同时完成控制权变更。这是公司制度本身具有的一大优势，是母子公司结构之所以得到广泛采用的重要原因。股东优先购买权并不应该成为这一原则的例外。如果当事人对股东优先购买权有特殊需求，可以通过合同特别约定的方式来加以保护，例如在合同中明确限制对方的控制权变更。上海第一中级人民法院对复星案的一审判决忽视了商业交易的一般理性，过于偏向于保护一方商业当事人，显然与公司制度的内在价值走得太远了。

在复星案判决中，法院纠缠于项目公司形态与股东优先购买权之间的纠葛，类似的案例在商业实践中层出不穷。以项目公司股权转让的方式来转让土地开发项目的全部控制权和收益权，以矿业公司的股权转让来转让矿业权等，均在法律上引发争议，法院的判决也在关注形式还是关注实质中摇摆不定。^{〔7〕}因此，复星案揭示出的不仅仅是股东优先购买权是否应当得到尊重以及得到多大程度尊重的问题，而是更为广泛和基础的问题——公司形态本身作为一个虚拟的法人，应当在多大程度上得到尊重。

本文以为：以转让公司的方式转移公司名下的财产和合同权益，是公司作为一种组织形态本身的特性，有其独特的经济价值，应该得到尊重。除了基于公共利益的监管要求而有特别立法规定外，对于某些个人化的权益不应通过“刺破”公司转让的交易形式加以特别保护，而应通过当事人之间的协议约定实现自我保护。

〔4〕 参见“外滩地王争夺落定 郭广昌赢了潘石屹”，载财新网，<http://companies.caixin.com/2015-09-24/100855770.html>，最后访问时间：2015年12月28日。

〔5〕 在该案中，江苏大富豪啤酒公司为中外合资公司，中方股东为富豪酒业公司，外方股东为新加坡喜力亚太公司，分别占股51%、49%。2011年7月，大富豪公司得知，华润公司将通过受让股权方式成为喜力亚太公司的新股东。大富豪公司认为，华润公司作为同业竞争者，有计划地收购行为有垄断国内啤酒市场之嫌。同时，通过受让喜力亚太公司股权的方式达到变相持有大富豪公司49%股份的目的，规避了富豪酒业公司的优先购买权。为此，大富豪公司以喜力亚太公司股东转让股权行为，必然导致喜力亚太公司将掌握的大富豪公司经营信息透露给华润公司进而侵犯其商业秘密为由，向南通中院提起诉讼，请求确认该股权转让行为无效。2012年4月，华润终止转让协议。2013年3月，中外双方达成调解协议，喜力亚太将股权以2450万美元转让给富豪酒业公司。参见何凤丹：“雪花收购大富豪啤酒失手 华东布局痛失一棋”，《投资者报》2012年第15期，第7页；丁国峰等：“2450万美元股权转让案调撤”，载《法制日报》2013年3月29日，第5版。

〔6〕 See Kenneth Ayott & Henry Hansmann, Legal Entities As Transferable Bundles of Contracts, 111 *Michigan Law Review* 715 (2013).

〔7〕 对此类案件的综述，参见王军：“法律规避行为及其裁判方法”，《中外法学》2015年第3期，第638~639页。



本文结构如下：第一部分介绍复星案的案情和判决，并做一些简单讨论，指出问题的关键是在股东优先购买权和间接收购相互冲突时的利益衡量问题；然后分别分析相互冲突的这两种权利的各自性质：股东优先购买权的背后是要保护有限公司的人合性（第二部分）；间接收购背后是利用公司形态完成合同权益的概括转移（第三部分）；在上述讨论的基础上，本文试图比较这两种权利，分析法院应该如何对待间接收购对股东优先购买权的影响问题（第四部分）；然后是从法律解释的角度，分析对股东优先购买权进行扩张解释并不符合解释规则，也不是司法实践的一贯做法（第五部分）；最后是结论（第六部分）。

一、案情介绍与判决^{〔8〕}

（一）案情介绍

2010年2月1日，证大置业公司通过公开竞买方式竞得上海外滩8-1地块（因拍定价格较高，该地块被称为“上海外滩地王”），并设立项目公司持有和开发该地块。此后，证大置业所属关联方、复星商业所属关联方、绿城合升所属关联方、磐石投资四方达成合意，拟通过合资公司共同开发外滩8-1地块。2010年4月26日，各方合资设立海之门公司，股权结构为：复星商业持50%股权、证大五道口持35%股权、绿城合升持10%股权、磐石投资持5%股权。2011年10月28日，证大置业将项目公司100%的股权以及所有与该股权的相关权益均转让给了海之门公司，海之门公司成为四方合作的平台公司，持有该地王项目公司的全部股权，是本案纠纷发生的焦点。在本案纠纷发生前，开发外滩8-1地块的交易结构参见图1。

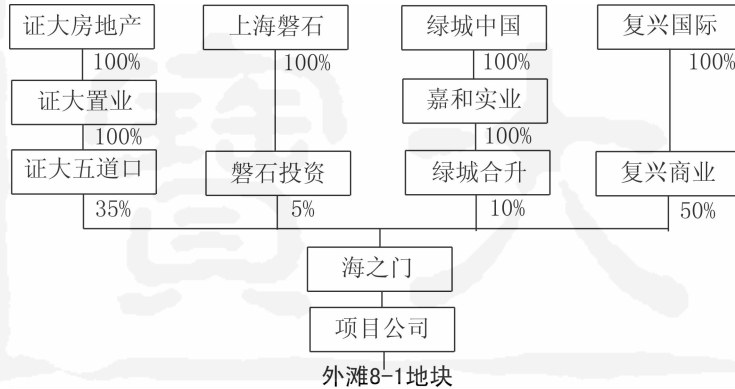


图1 本案纠纷发生前，外滩项目开发的股权结构图

此后，证大置业因为资金紧张，希望出售其土地开发权益。在简单询问了复星商业是否行使优先认购权没有得到明确答复后，^{〔9〕}证大置业与SOHO中国达成了转让协议，为避免触发复

〔8〕 本部分讨论的案件内容均来自一审判决书，参见（2012）沪一中民四（商）初字第23号，以下引用不再一一注明。

〔9〕 2011年12月22日，证大置业公司致函复星商业，称复星商业可以在12月28日之前决定以人民币42.5亿元的总对价购买证大方股东合计持有的海之门公司50%的股权及相关权益，并规定了付款进度。12月26日，证大置业与证大房地产又联合致函复星商业，要求复星商业在12月27日17:00之前决定是否以人民币42.5亿元的总对价购买证大方股东合计持有的海之门公司50%的股权及股东借款。

星商业在海之门公司中的股东优先购买权，双方商议转让的是海之门公司中除复星商业之外其他股东的控制权。2011年12月29日，长烨公司（SOHO中国的全资附属公司）与嘉和公司、证大置业公司签订《框架协议》，约定长烨公司受让证大置业、嘉和公司分别持有的证大五道口公司、绿城合升100%的股权及相关权益，^{〔10〕} 合计转让价格为40亿元人民币。绿城合升和证大五道口公司中除海之门公司的股权及相关权益外的其他资产应当被剥离至其关联公司名下。《框架协议》对交易目的有明确描述：“……实现间接持有海之门公司50%股权以及项目公司50%股权的收购目的……”

最终，由长烨公司指定长昇公司（也为SOHO中国全资附属公司）取得了证大五道口公司、绿城合升100%的股权及相关权益，并办理了工商变更登记。此次交易后，结构如图2。

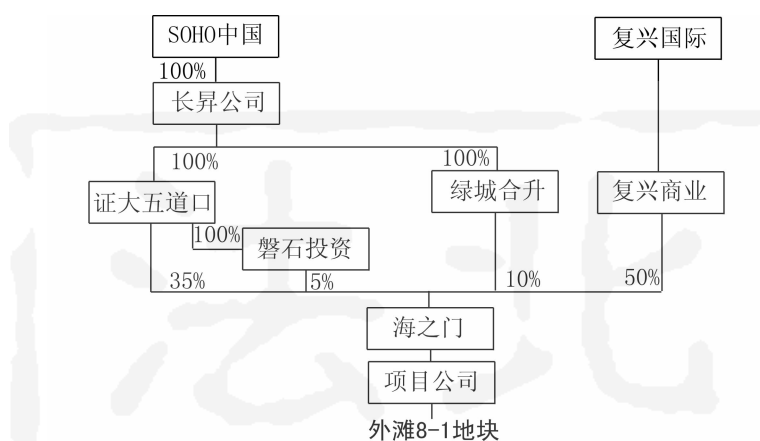


图2 证大置业向 SOHO 中国转让外滩项目权益后的股权结构图

复星商业认为上述股权转让影响了海之门公司的人合性，侵害了其股东优先认购权。2012年5月30日，复星商业向上海第一中级人民法院提起诉讼。

（二）法院一审判决

法院将各方诉讼主体以及合同参与方，按照资产权益归属关系，划分为四个利益集团，分别为原告所属的复星、SOHO 中国（长烨公司和长昇公司的实际控制人）、绿城公司（嘉和公司、绿城合升的实际控制人）、证大房地产（证大置业和证大五道口的实际控制人）。

法院认为被告之间（SOHO 中国、绿城公司和证大房地产）交易行为的目的，在于控制海之门公司50%的权益。在交易前，海之门公司的股权结构由三方利益集团持有，即复星持有50%，绿城持有10%，证大持有40%，复星处于相对控股地位。法院认为：被告间的交易从形式看，与海之门公司并无直接关联，但是，“从交易行为的实质上判断，上述交易行为结果具有一致性，且最终结果直接损害了原告的利益，即原告对于海之门公司的相对控股权益受到了实质性地影响和损害，海之门公司股东之间最初设立的人合性和内部信赖关系遭到了根本性地颠覆。”

〔10〕 2011年12月29日，证大五道口公司已经与磐石投资的唯一出资人上海磐石投资有限公司签订股权转让协议，受让其持有的磐石投资100%股权。这其实也是一次间接收购，因为在海之门公司层面，股东并未发生变化，但持有海之门5%股权的磐石投资已经变成了证大五道口的全资子公司。不过，即使刺破转让公司的形态，这也是发生在现有股东之间的转让，并不触发其他股东的优先购买权。



法院认为,《公司法》第71条^[11]规定了有限公司股东在其他股东对外转让股权时享有优先购买权,被告对此也是明知的。但本案中,被告“有悖于海之门公司的章程、合作协议等有关股权转让和股东优先购买的特别约定,完全规避了法律赋予原告享有股东优先购买权的设定要件,通过实施间接出让的交易模式,达到了与直接出让相同的交易目的。据此,本院认为,被告绿城公司和被告证大五道口公司实施上述交易行为具有主观恶意,应当承担主要的过错责任。上述交易模式的最终结果,虽然形式上没有直接损害原告对于海之门公司目前维系的50%权益,但是经过交易后,海之门公司另50%的权益已经归于被告长烨公司、被告长昇公司所属的同一利益方,客观上确实剥夺了原告对于海之门公司另50%股权的优先购买权。目前双方对于海之门公司的董事会成员改组事宜已经发生争议,各持50%的股权结构的不利因素已经初见端倪,海之门公司未来的经营管理和内部自治的僵局情形也在所难免。显然,上述交易后果的发生,不利于海之门公司以及项目公司的实际经营和运作,也难以保障外滩8-1地块项目的正常开发。”

法院认为,依据《合同法》第52条第3项的规定,“以合法形式掩盖非法目的”的合同无效,被告之间关于股权交易的实质,属于明显规避了《公司法》第71条之规定,符合《合同法》第52条第3项规定之无效情形,应当依法确认为无效。因此,法院判决:长烨公司和长昇公司各自与嘉和公司、证大置业公司签订的转让绿城合升和证大五道口公司股权及相关权益的协议无效。

(三) 简单分析

本案中一个有意思的问题是原告的诉求和法院判决结果。原告诉求只是请求法院宣布涉案股权转让合同无效、将涉案股权恢复至转让前的状况,却没有明确提出要行使优先购买权。尽管学界对股东优先购买权的性质多有争议,但本案判决明确认为“股东优先购买权具有法定性、专属性、是一种附条件的形成权和期待权”。原告复星认为争议中的股权转让规避了优先购买权的规定,侵害了其合法权益。但股东优先购买权是一种由有权股东选择行使的权利,如果复星有意行使优先购买权,这种规避才会对其造成损害,如果其无意行使优先购买权,则对其影响不大。从本案事实来看,在争议的股权转让发生之前,复星两次接到转让方的函件询问其是否行使优先购买权,均未明确答复。至提起诉讼,复星也未明确表示要行使优先购买权。否则,按照一审法院的认识,直接判决复星以争议股权转让的40亿元金额同等条件受让股权,是何等便捷之举。但复星却并未提出此等要求。人们不得不质疑复星的诉讼动机——复星也许并非真的想行使优先购买权,而是希望通过诉讼来阻挠股权转让的发生,阻挠SOHO中国介入项目开发而已。^[12]

从本案事实来看,SOHO中国与绿城公司、证大房地产之间交易的实质就是通过收购目标公司股权而取得目标公司持有的资产,这一交易目的昭然若揭,也通过各上市公司公开披露,交易各方并未隐瞒。但这一交易目的显然难说非法。实际上,通过收购目标公司股权获得目标公司财产正是股权收购的主要目的。在存在多层母子公司结构时,通过收购上层公司的股权以取得下层公司的控制权和财产,这种交易模式被称为“间接收购”,在我国上市公司收购中被广泛

[11] 一审判决书写的是《公司法》第72条,不过,现行《公司法》在2013年底修改,原来的第72条就变成了第71条。为了叙述方便和准确,本文直接采用了现有条款编号——第71条,后文同此,不再赘述。

[12] 有学者对此也有类似批评,参见前注[3],吴建斌文,第8页。

采用，早期甚至成为规避证券法上强制要约义务的重要手段。^{〔13〕}一审法院所谓“以合法形式掩盖非法目的”，显然说的不是这一交易目的，而是指双方当事人采用间接收购的方式，目的在于规避下层公司中复星商业的股东优先购买权。

但通过交易结构的设计规避第三方的权利行使，是否就构成了非法目的，则需要具体讨论。例如，同样是并购交易，如果采用股权收购方式，可以规避异议小股东的回购请求权；而如果采用公司合并方式，则可以规避目标公司股东拒绝出售股票的权利。两种交易结构都是合法形式，各有利弊，当事人基于其商业考量，自由选择交易形式，并不会导致“以合法形式掩盖非法目的”的指控。实际上，一般认为，法律对不同类型行为的规范各有其“独立法律意义”，法院应尊重不同法律规范之间的独立性，尊重当事人对法律规范的信赖和所作的类型选择。^{〔14〕}

在中国的司法实践中，“以合法形式掩盖非法目的”往往被用于处理法律规避行为，在当事人双方规避法律禁止性规定，损害了法律意图维护的公共利益时，该理由被用来阻却表面看起来合法的法律行为生效，^{〔15〕}像本案这样适用于私人利益的维护，在以往司法实践中并不多见。实际上，本案原告在诉请中提出判决股权转让合同无效的理由也并非“以合法形式掩盖非法目的”，而是“六被告之间关于股权收购的交易，明显旨在规避《公司法》关于股东优先购买权的规定及《合资公司章程》的约定，……属于恶意串通，损害原告利益，故应为无效”。而一审判决书的表述，也是说该交易以“间接出让的交易模式”，“完全规避了法律赋予原告享有股东优先购买权的设定要件”，故意损害了原告利益。从这个角度来说，认定股权转让合同无效更为合理的基础应当是《合同法》第52条第2项的规定——“恶意串通，损害国家、集体或者第三人的利益”。不过，恶意串通需要证明“恶意”和“损害”，在复星并未要求行使优先购买权的情况下，未免有些困难。

《合同法》第52条第2和第3项所规定的合同无效条件，在理论上存在严重的问题，在实践适用中也极为混乱。^{〔16〕}因此，本文并不打算讨论《合同法》第52条的适用问题。本文主要讨论：“法院认定间接收购因规避了股东优先购买权而无效这一判决是否合理”这一核心问题。间接收购与股东优先购买权在这里都是合法的权利，但却相互冲突，在冲突中，哪种权利应当得到优先保护？

现实世界中充满了权利冲突，任何人在行使自己权利的同时都可能阻碍他人行使权利。问题在于这种阻碍在何时应当被容忍、在何时应当付出代价、在何时应当被制止。^{〔17〕}本案中，证大房地产和绿城合升的股权转让与复星的股东优先购买权处于冲突境地，证大房地产、绿城公司与SOHO中国之间采用的间接收购方式，虽然看起来规避了复星的股东优先购买权，但实际

〔13〕 至2002年中国证监会才基于监管目的在《上市公司收购管理办法》中加以规制，但出于商业原因仍然有很多上市公司收购交易采用间接收购模式，只是需履行监管要求。

〔14〕 See Bigler & Rohrbacher, Form or Substance? The Past, Present, and Future of The Doctrine of Independence Legal Significance, 63 *Business Lawyer* 1 (2007).

〔15〕 参见梅夏英、邹启钊：“法律规避行为：以合法形式掩盖非法目的——解释与评析”，《中国社会科学院研究生院学报》2013年第4期，第63~67页。

〔16〕 参见牛一旻：“论恶意串通损害他人利益的合同——以《合同法》第52条第2项为中心”，北京大学法学院2012年法学硕士论文。

〔17〕 参见苏力：“《秋菊打官司》案、邱氏鼠药案和言论自由”，《法学研究》1996年第3期，第65~79页。



上,是回避而不是消除了这一冲突。

究其实质,间接收购必然导致目标公司股东的实际控制人发生变化,这与股东优先购买权所力图保护的有限公司人合性确有冲突。在间接收购的情况下,目标公司的股权结构虽然在形式上看起来没有变化,但因为股东的实际控制人已经发生改变,该股东实质上已经变成了完全不同的“人”。

以本案为例,复星原本的合作对象是证大和绿城,并且因为后两者持股分散,复星作为第一大股东在开发事项上居于主导地位。但由于证大和绿城将其两个子公司的股权完全出售给了SOHO中国,导致复星需要面对一个持有同样50%股权的合作对手SOHO中国,而其行事风格也许是复星完全不能接受的。^[18]因此,原告复星的诉求完全可以理解。

问题在于法律是否应当支持这一诉求?在法律没有明确规定的情况下,法官是否应当扩张解释法律,将间接收购也纳入股东优先购买权保护的范畴?要回答这一问题,法官必须在股东优先购买权保护和间接收购形式之间作出何者优先的利益衡量。股东优先购买权要保护的是有限公司的人合性,间接收购实际上是公司作为合同概括转移的载体这一功能的具体运用,因此,本文先分别讨论有限公司人合性与股东优先购买权制度在中国法上的具体规定,再讨论公司作为合同概括转移的载体这一原则的理论基础,然后才能回答如何在两种不同的法益之间进行平衡。

二、有限公司的人合性与股东优先购买权

(一) 有限公司的人合性与资合性

一般认为,有限公司是具有人合性特征的资合公司。所谓人合性,是指公司之经济活动,着重在股东个人条件。若公司之经济活动,着重在公司之财产数额而不注重股东个人条件的,则为资合公司。在这个从人合公司(标准为无限公司)到资合公司(标准为股份公司)的光谱中,有限公司更偏向于资合公司一端。^[19]中国公司法的分类中只有股份公司和有限公司两类,没有无限公司和两合公司,因此在光谱上看来只有有限公司代表人合性、股份公司代表资合性这两种划分,也许这就是本案一审法院为什么这么强调有限公司人合性的主要原因。但实际上在中国,合伙企业才是典型的人合性企业。中国《公司法》中规定的有限公司,还是以资合为其本质,人合性特征在法条上并没有规定得很突出。^[20]

首先,中国公司法对有限公司严格审查出资形式,对出资的真实性和充实性都有严格要求。《公司法》对于资本三原则的严格遵守表明:立法者更重视有限公司的财产数额而非股东个人条

[18] 参见“郭广昌首度披露心路历程 正面回应潘石屹”,载《经济观察报》2012年12月3日,第41版,参见<http://www.eeo.com.cn/2012/1130/236792.shtml>,最后访问时间:2015年12月28日。

[19] 参见柯芳枝:《公司法论(上)》(增订五版),(台湾)三民书局2002年版,第11~14页。

[20] 这里讨论的是现行法对人合性规定不足。如果从理论上分析,本文作者则认为有限公司的人合性应当加强,成为一种法人型合伙企业,并以此与股份公司完全区分开来,相关论述,参见彭冰:“理解有限公司中的股东压迫问题——最高人民法院指导案例10号评析”,《北大法律评论》第15卷第1辑(2014年),北京大学出版社2014年版,第74~105页。不过,即使强调有限公司的人合性,也不意味着一定要否定间接收购的效力,因为对人合性的保护,可以通过合同约定这一成本较低的方式进行,参见本文第四部分的论述。

件，更注重公司的经济实力而非股东个人。^[21]

其次，《公司法》中对于有限公司人合性的规定，具体表现在两个方面：一方面是在股东虚假出资时，其他股东对其虚假出资承担连带责任；^[22] 另一方面就是通过限制股东对外转让股权来形成有限公司的封闭性。但正像后面所指出的：股东对外转让股权的限制在公司法中并非强制性规定，而是公司章程可以另有规定的缺省规则。反而是股东对其他股东虚假出资必须承担连带责任的规定更具有强制性，但后者的目的恰好在于着重保护的是公司资本的真实性，强调的是有限公司的资合性特征。

即使承认有限公司具有一定的人合性特征，也不宜过于强调。有限公司的人合性注重股东的个人条件，目的在于维护股东之间的信赖关系，这也是立法上规定股东优先购买权作为维护有限公司封闭性的一个主要理由。但人合性完全体现于股东之间的信赖关系以及由此而达成的股东和谐。当有限公司中股东关系已经破裂，再将所有股东都闭锁在公司内，则只会增加股东之间的斗争，损害公司的经营。这将使得股东将公司的资产都浪费在内斗上，实际上损害了社会整体利益。不如让股东和平分手，各自将资本投入到更有效的用途中去，使资本得到更有效的利用。因此，《公司法》第 74 条才会规定符合条件的异议股东有权要求公司回购其股权，第 182 条才会规定法院可在一定条件下强制解散公司。这一道理显而易见。即使是最注重人合性的婚姻关系，《婚姻法》也不得不规定：“如感情确已破裂，调解无效，应准予离婚”（第 32 条）。

（二）受限的股东优先购买权

可能正是基于上述考虑，《公司法》对于股东优先购买权的规定才没有严守封闭性。《公司法》规定的股东优先购买权实际上是一种利益平衡机制，并非全部是为了保护其他股东，实际上还保护了转让股东和第三方受让人的利益。^[23]

一般而言，限制股东对外转让股权可以采用多种方式，主要有两大类：一类是必须征得其他股东同意才能转让（consent restraints）；另一类是其他股东有优先购买权。而优先购买权还可能表现为不同形式，包括：第一购买权（right of first refusal）、第一选择权（right of first options）、预先购买协议（buy-sell agreement）等。其中第一购买权使得其他股东或者公司在外部人提议的价格下可以优先购买股权；第一选择权则是其他股东或者公司可以事先约定的价格优先购买股权；预先买卖协议是明确规定在特定情况下某股东必须向其他股东或者公司以事先约定的价格出售股权。^[24]

在这些股权转让限制措施中，我国公司法规定的股东优先购买权类似于第一购买权，实际上是其中封闭性效果最差的，因为股东必须在同等条件下才能行使该权利。中国公司法虽

[21] 2013 年《公司法》修改，只是取消了对最低出资比例和出资期限的要求，放松了对公司设立阶段的出资管制，并未否定资本维持和资本不变原则，参见刘燕：“重构‘禁止抽逃出资’规则的公司法理基础”，《中国法学》2015 年第 4 期，第 181～205 页。修改后的《公司法》仍然要求公司在设立时股本确定，所有发行股份必须已经全部被股东认购，资本确定原则也仍然存在。

[22] 参见《公司法》第 30 条的规定：有限公司成立后，发现作为设立公司出资的非货币财产的实际价额显著低于公司章程所定价额的，应当由交付该出资的股东补足差额，公司设立时的其他股东承担连带责任。

[23] 参见蒋大兴：“股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制”，《法学》2012 年第 6 期，第 67～77 页。

[24] 参见 Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, 2nd Edition, West 2011, p. 541。



然还同时规定了其他股东的同意权，但还规定，其他股东半数以上不同意转让的，不同意的股东应该购买该转让股权，不购买的，视为同意转让——实际上使得同意权形同虚设（第71条第2款）。

试对比下我国台湾地区的“公司法”对有限公司非董事股东对外转让股权的限制。我国台湾地区“公司法”规定：股东非得其他全体股东过半数同意，不得以其出资之全部或者一部，转让他人。虽然该法也规定了：不同意之股东有优先受让权，但该优先受让权只有在全体股东过半数同意该股东转让出资的情况下才能适用，换句话说，其效果与我国《公司法》对同意权的规定恰好相反：若其他股东过半数不同意该股东对外转让出资，则转让根本就无从发生。^[25]

对其他股东必须在同等条件下才能行使优先购买权的限制，实际上也是中国立法者在保持公司的人合性和股东自由转让股权之间达成的某种利益平衡。^[26] 股东投资公司往往以盈利为目的，对股东来说，股权转让的最大目的在于以最好的价格收回投资，至于谁是受让人，转让方往往并不在意。除非转让股东与公司其他股东已经闹翻，转让股东并不会刻意将股权转让给外人，造成公司内的股东“离异”。一般而言，如果公司内的其他股东能够接手最好——能够维持有限公司的人合性，但如果其他股东对股权价值的估值存在差异，或者其他股东没有经济能力接手股权，则《公司法》并不限制转让股东对外转让股权。实际上，同等条件的限制也使得其他股东并不能随意排除外部人的加入，其排除外部人加入的能力取决于这些股东的经济实力：一旦外部人提出了一个内部其他股东无力支付的条件（包括价格、支付期限等），其他股东就只能因不能满足同等条件而被迫允许其他股东加入。换句话说，《公司法》采取了“势利眼”的策略——只要外部人经济实力高于其他股东，就有权打破所谓的人合性，强行加入有限公司。试问：这种制度安排下的人合性，还是真正的人合性吗？

同时，《公司法》第71条第4款明确规定：“公司章程对股权转让另有规定的，从其规定”，明确股东优先购买权并非强制性条款，而是公司可以通过章程修改另行规定的赋权性条款，绝非像本案判决书中所强调的“股东优先购买权具有法定性、专属性”。中国公司法只是将有限公司的股权转让限制作为缺省规则，允许当事人选择。在创设了有限公司制度的德国，其做法与我国恰好相反——不是由股东选择排除（opt-out）优先购买权，而是由股东选择是否采用（opt-in）优先购买权：德国公司法允许股东原则性排除股东的优先购买权，股权转让限制必须由股东特别规定。《德国有限公司法》第15条规定，除非在公司章程中对股份转让限制做了明确约定，否则股东可以自由转让。从立法条文的明确意思看，德国立法者已经把法定的股东优先购买权处理成为一种由章程自由约定的优先购买权。^[27]

从这个角度来说，即使对于那些直接违反股东优先购买权的股权转让合同，其效力也并非绝对无效。主流理论观点偏向于认为：违反了股东优先购买权的股权转让合同应当是可撤销的合同。^[28] 因此，本案一审法院直接判决间接收购的合同无效，就过于严苛了。

[25] 参见前注〔19〕，柯芳枝书（下），第648~649页。

[26] 其实这不是一个很好的利益平衡，《公司法》第71条同时规定同意权和股东优先购买权，形成了一个坏的定价机制。参见本人的相关分析，载甘培忠、刘兰芳主编：《新类型公司诉讼疑难问题研究》，北京大学出版社2009年版，第215~216页。

[27] 参见曹兴权：“股东优先购买权对股权转让合同效力的影响”，《国家检察官学院学报》2012年第5期，第151页。

[28] 同上，第149~150页。

三、作为合同概括转让的公司载体

间接收购是通过收购目标公司法人股东的股权，而间接获得目标公司的股权——虽然看起来目标公司的股东没有发生变化，但其某些法人股东已经改变了控制人。这种交易形式的核心是利用了公司股权结构形式上不变来实现控制权的变化，其理论基础是公司被认为是合同权益概括转让的载体：当公司的控制权发生变化时，一般来说，公司持有的各种合同关系并不发生必然的变化，除非合同有特别的约定。

复星案一审判决的逻辑是：间接收购改变了股东的实际控制人，因此在下层公司构成了股权转让，触发了其他股东的优先购买权。如果将这一逻辑同样推演，则可以说因为该股东的实际控制人变化，其所缔结的所有合同，尽管在形式上当事人并没有发生变更，但实质上已经发生了合同权益的概括转移（从该股东原来的实际控制人转变为新控制人），合同的相对方因此都有权要求必须经过其同意，该股东才能发生控制权变化。

这一判决逻辑直接违反了合同法对公司作为合同当事人的基本处理原则。《合同法》规定，公司合并和分立造成消灭公司持有的合同权益法定概括移转。换句话说，《合同法》规定的原则与复星案一审判决的逻辑恰好相反：即在公司实质发生变化时，只要形态不变，就不影响该公司持有的合同权益。如果合同当事人对合同的相对性有特别需求，例如不希望合同对方的实际控制人发生变化，则需要通过合同特别约定来加以限制。

为什么合同法的基本规则是尊重公司的形式而非复星案一审判决那样看重公司的实质？这是因为公司制度本身的一个重要用途就在于可以方便地转让合同权益。美国学者 Ayatte 和 Hansmann 提出一个理论，认为公司法人人格出现的目的之一就是公司作为一个法律实体便利了合同群（bundles of contracts）的捆绑转移（bundled assignability），该理论强调公司股权转让为合同群的概括转移提供了便利，认为这是公司法人制度出现的重要原因，也正是商业实践中项目公司、母子公司被广泛使用的主要目的。^[29] 因此，股权并购不影响目标公司合同权益这一原则不仅仅是维护股东自由转让股权的简单问题，实际上这可能是公司制度的重要优势所在，构成了公司法律制度的基石之一。

按照法经济学的观点，企业不过是合同权利束的集合，是各类合同的组合，包括与供应商的合同、与员工的合同、与银行的合同等。让我们假设一个简单的案例：^[30] A 准备在某高档商场租赁一个店面，零售某高档品牌的皮包。这门生意涉及三类主要合同：店面租赁合同、品牌特许权协议、银行贷款合同（用于在销售完成前支付前期的租金和特许权使用费）。A 可以选择以自己的名义签订这些合同（作为个体工商户或者个人独资企业），也可以选择成立一个公司 B，以 B 的名义签订这些合同（B 为一人公司）。假设 A 个人的信用可靠，那么无论是以 A 的名义还是以 B 的名义签订合同均可。但实践中往往 A 会成立 B 公司用 B 的名义签订这些合同。按照 Ayatte 和 Hansmann 的解释，这既符合 A 在商业上的需求，也有利于社会整体利益。^[31]

首先，这些合同存在相互依存性。高档商场是否愿意出租店面给 A，其实与 A 经营的业务

[29] 参见前注〔6〕。

[30] 本案例来自 Ayott & Hansmann 的上述论文，为了叙述方便，本文有所改进。

[31] 同上注。



是高档品牌有关,因为这影响到高档商场本身的环境。高档品牌是否愿意给A特许经营权,也与其租赁的店面是否处于高档商场有关。银行是否愿意贷款,也可能与这两者有密切关系。这种相互依存性可以表现为对交易质量的担忧,也可以表现为对信用风险的担忧,但是这些担忧很难在合同中直接以条款的方式规定出来。

在这种相互依存的情况下,可以想象这些合同中很难规定允许合同概括移转的条款。因为一方合同当事人可能有机会主义的动机,去损害另一方当事人的利益。例如,如果允许合同概括移转,A可能就会在签订店面租赁合同后将该合同转让给C,而C经营低档次品牌产品,本来是不可能获得在高档商场的店面租赁机会的,或者至少要支付更多的租金。考虑到这种机会主义的存在,高档商场一定会要求明确规定合同概括移转必须经过其同意。对高档品牌特许权协议和贷款协议来说,也是一样。

同时,如果考虑到不同当事人之间还可能存在资产专门化(transaction-specific investments)的关系,这种不允许合同概括移转的需求就会更加强烈。^[32]假设A在租赁店面之后需要投资装潢以适应品牌要求,而这种专门化投资只与该高档品牌相关,在经营其他品牌时就不适用。因此,如果允许合同概括移转,A考虑到自己可能会利用这种自由搞机会主义,当该店面被转移给C后,这些投资就没有用处了,因此,A就不会进行这种投资。另外,在允许合同自由移转时,A进行了这种专门化投资后也面临高档品牌的威胁,其可能收回特许权协议,导致A的投资浪费。因此,此类合同不仅仅限制合同的概括移转,还必须是长期合同,才能符合双方的利益。

但长期的不能转让的合同,实际上增大了A投资的困难。A现在的投资被锁定在这个业务中,当A面临流动性困难时,无法变现;当A发现更有价值的投资机会时,也无法从此业务中退出;甚至当A发现其他人(例如D)经营这个业务比其更能产生价值,因此愿意支付更高的价格从A手中接管此业务时,也无法出售给D,因为所有的相关合同都禁止合同概括移转。当A在事前考虑到这个困难时,就会降低其投资的意愿。最终因为投资不足,社会的整体利益受到了损害。

公司的法人制度则为A提供了一个合理的投资结构——当A通过设立公司B,用B的名义来签订上述所有合同时,虽然仍然是长期的不可转让的合同,交易对手因此都获得了合同的依存性保护、防范了交易对手转让合同的机会主义,也鼓励了资产专门化的投资,提高了效率,但A同时获得了投资的流动性,不再被困在生意组成的合同之网中无法逃脱。现在A可以通过出售B公司股权的方式变现投资,以获得流动性,同时也没有损害合同的依存性,因为在转让B公司的股权时,B签订的所有合同都没有变化,虽然B的实际控制人发生了变化,但B从事的生意并没有变化,合同当事人并没有采用机会主义的机会。Ayatte和Hansmann将公司法人制度的这一特性称之为:捆绑转让(bundled assignability),认为这是项目公司、母子公司结构大量出现的重要原因。应该注意到的是:我们上述的分析与A是自然人还是公司并无关系。在A是自然人时,其设立公司B可能还有更多考虑,例如有限责任制度的保护等。所以该理论用来解释母子公司结构和项目公司的普遍适用,似乎更有说服力。

实践中,一个公司通过设立子公司或者项目公司的方式从事业务经营是很普遍的。这种交易结构的安排,当然有税收、监管等方面的原因,但这些并不能用来解释问题的全部。捆绑转让是更为重要的理由。以本案为例,证大房地产以“地王”的价格拍得外滩8-1号地块后,并

[32] 关于资本专门化,请参见 Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press 1987。

没有用自己的名义开发，而是设立了项目公司专门负责开发。当证大房地产准备与绿城合升和复星合作开发该项目时，也没有直接在项目公司层面开展合作经营，而是设立了海之门公司，作为各方合作平台，同时将项目公司的所有股权转至海之门公司持有，海之门公司成为专门持有项目公司的项目公司。而在 SOHO 中国与复星达成退出安排时，也没有在海之门公司层面对股权做处置，是由海之门将其持有的项目公司全部股权出售给了复星，然后清算海之门公司，SOHO 公司按股权比例获得了海之门公司出售项目公司的收入。^{〔33〕}

项目公司在这里的主要功能就是捆绑转让。我们可以设想在开发外滩 8—1 地块过程中可能存在多种合同，例如各种基建合同等，这些合同与该地块的开发密切相关，并且不能随意转让。但地产开发投入大，开发商面临重大的流动性风险。通过项目公司持有地产和相关的开发合同，则为开发商在此后通过转让股权获得流动性留下了很大的运作空间。因此，项目公司在房地产开发行业中得到了普遍适用。^{〔34〕}

复星案一审判决认定间接收购侵害了下层公司其他股东的优先购买权，其实是对公司形式的刺破，这会极大损害公司形态在合同权益概括转移中的作用，同时这也会给股权转让带来更多的限制。如果适用复星案原则，则未来任何公司控制权转让时，都要考虑该公司所参股的子公司中其他股东的优先购买权是否行使的问题。推而广之，恐怕还需要征求该公司所持有的各种合同中合同对方的同意，否则可能构成未经对方同意的合同转让，其交易成本之高不可想象。如此一来，股权收购将无法开展，创业投资者的流动性也损失殆尽，社会投资水平将整体下降一大截。

四、利益衡量

本案争议焦点是复星在海之门公司的股东优先购买权，该优先购买权主要规定在两个地方：①复星、证大、绿城在共同投资设立海之门公司前，曾分别签订《合作投资协议》，其中有条款规定任何一方未经对方书面同意，不得全部或者部分转让其在本协议项下的任何权利和义务；②《海之门公司章程》中对股东转让股份的限制。因为一审判决主要将论述集中在章程对股东优先购买权的规定上，所以这里主要讨论了《海之门公司章程》中规定的股东优先购买权。无论是原告还是一审法官，显然都忽视了《合作投资协议》中对权利转让的限制条款。

《海之门公司章程》第 6.2 条和 6.3 条有如下约定：

6.2 股东向股东以外的人转让股权，应当经其他股东过半数同意。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意，其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的，视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的，不同意的股东应当购买该转让的股权；不购买的，视为同意转让。

6.3 经股东同意转让的股权，在同等条件下，其他股东有优先购买权，但本章程另有规定的除外。两个以上股东主张行使优先购买权的，应协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。股东将其在公司的全部或

〔33〕 参见前注〔4〕。

〔34〕 参见楼建波：“特定目的营业主体在商法上的地位——兼论商主体的规制原则”，《社会科学杂志》2008 年第 3 期，第 142～148 页。



部分股权转让给其母公司、子公司的，不适用6.3条规定的在同等条件下其他股东有优先购买权的规定。

可以看到章程第6.2条和第6.3条的规定主要来自《公司法》第71条的第2和第3款，只是最后加了一条股东将本公司股权转让给母公司和子公司不适用股东优先购买权的例外规定。然而在本案所争议的交易中，SOHO中国与证大房地产、绿城合升之间的股权转让并不涉及海之门公司的股权，SOHO中国从证大房地产和绿城合升处购买的分别是证大置地、绿城合升100%的股权及全部权益，这两个公司则分别持有海之门公司40%与10%的股权。因此，虽然交易结束后SOHO中国通过购买方长昇公司（为SOHO中国的全资附属子公司）间接持有了海之门公司50%的股权（通过证大置地和绿城合升），但海之门公司本身的股权结构并没有发生变化。从实质上来看，海之门公司50%的股权实际控制人由证大和绿城变更为SOHO中国，但从形式上来看，海之门公司的股东没有发生任何变化，证大置地、绿城合升、磐石投资仍然是海之门公司的股东，并未对外转让股权。从形式上看，《章程》第6.2条和第6.3条约定的股东优先购买权并没有被触发，该约定毫无用武之地。

这彰显的是交易结构设计的技巧，实际上是利用了股权收购不会影响目标公司合同权益的合同法原理。但显然股权收购确实对海之门公司的人合性造成了破坏。一审法院认定：“目前双方对于海之门公司的董事会成员改组事宜已经发生争议，各持50%的股权结构的不利因素已经初见端倪，海之门公司未来的经营管理和内部自治的僵局情形也在所难免。显然，上述交易后果的发生，不利于海之门公司以及项目公司的实际经营和运作，也难以保障外滩8-1地块项目的正常开发”。因此，问题在于：法院如何从公共政策的角度分析衡量股权自由转让和股东优先购买权这两方面的利益：一方面是公司股东转让股份的自由，这会促进投资；另一方面是保护股东优先购买权给股东带来的某种确定性，以确保有限公司的人合性特征。

复星案可能是中国法院第一次明确面对此问题。法院必须在股东优先购买权保护和股权自由转让之间作出何者优先的利益衡量。利益衡量从来都不是一件容易的事情，本文先简单介绍一下美国法上的做法，然后再通过理论讨论来分析如何衡量这两种利益。

对于类似问题，美国法院曾经旗帜鲜明的回答：不应当。在一系列案例中，美国法院认为：当事人既然选择与公司缔约，就应当明白公司的特性——公司作为法律上虚拟的法人，在保持人格不变的同时，其股东、董事、管理层和商业政策都可能发生变化^[35]并且从某种程度上这也是公司的优势——人格具有持续性，不因为人事变化而改变合同履约义务。所以即使在担任受托人、管理人的公司发生并购或者控制权变化的场合，尽管其主要涉及个人性关系，大部分美国法院仍然不承认其构成了合同变更。^[36]

以复星声称的股东优先购买权为例，股东优先购买权的目的在于维持股东之间的人合性，显然具有很强的个人性因素。但公司章程中的相关条款所限制的仅仅是股东对外转让所持本公

[35] See *Chicago Title & Trust Co. v. Zinser*, 264 Ill. 31, 105 N. E. 718 (1914).

[36] See Note: Effect of Corporate Reorganization on Nonassignable Contracts, 74 *Harvard Law Review* 393 (1960), 395. 实际上，在美国法中，在公司合并的场合，有判例支持其触犯专利和版权特许权协议中的“不得转让”条款，但在股权收购的情况下也不得适用。参见 Elaine D. Ziff, *The Effect of Corporate Acquisitions on the Target Company's License Rights*, 57 *Business Lawyer* 767 (2002)。

司股权的行为，并未直接限制作为公司的股东其自身的股权变化。因此，其效果只能及于自然人股东。当股东是公司时，要想发生实际的效果，就应当由各公司股东的实际控制人来签订限制转让协议才能真正发挥作用。

实际上，复星确实可能考虑到了这一问题，也曾经在与海之门公司其他股东的实际控制人签订的合作投资协议中加入了类似的限制条款。据法院认定，2010年4月25日，证大房地产公司、复地集团、绿城合升曾经分别签订了《合作投资协议》（即所谓“母协议”），其中规定有这样的条款：“除非本协议另有规定，未经对方事先书面同意，任何一方均不得全部或部分转让其在本协议项下的任何权利和义务”。但是复星并未以该条款作为诉讼的主要理由，这可能是基于以下的考虑：①该协议的签订方证大房地产确实是证大方的实际控制人，但另一签订方绿城合升不是，因此，该条款只能约束证大一方，无法约束绿城一方；②该协议定有仲裁条款，复星如果援引该协议，只能申请仲裁，不能提起诉讼。

从合同实务角度来看，此类限制转让协议并不一定需要实际控制人之间签署。一般实务中，只需要在合同中明确约定“禁止合并或重组”和“禁止控制权变化”条款即可应对此类情况。例如在一个标准的国际银行贷款合同文本中，往往有“未经贷款人书面同意，借款人不得改变所有权结构”的约定，也往往有“借款人不得收购、合并”的约定，甚至还会有借款人不得进行重组、在贷款期间必须维持借款人的内部组织结构、管理人员稳定等方面的约定。^[37]

在利益衡量上，我们可以分别考虑两种不同权利安排可能给交易带来的影响。如果我们选择以股东优先购买权作为优先保护利益，则将迫使所有涉及有限公司股东控制权变更的交易，都必须征求其他股东同意和是否行使优先购买权的意见征询。这打破了传统上法定合并分立并不构成合同概括移转的一般原则，限制了股权流动性，会极大增加并购交易的成本。

试想一下，如果复星案的一审判决成为一般原则会给并购市场造成多大的影响：任何一起股权收购案，收购人都必须询问目标公司的子公司中其他股东是否行使优先购买权（只要该子公司不是股份公司），而任何一个其他股东如果要行使优先购买权，就可能对股权收购造成影响，特别是当目标公司资产规模庞大时。可以想象，当某个并购目标是资产庞大的有限公司时，需要征求多少子公司中其他股东的同意。实际上，其他股东这个时候具有的同意权和优先购买权赋予了其极大的谈判权力，这些股东可以利用这种机会通过威胁阻挠并购而获取其本不应该获得的利益。而且由于并购所涉及的目标公司控制权，往往并非恰好是争议中优先购买权所针对的股权，所谓的同等条件如何确定，也是一个复杂的谈判过程。^[38]

复星案判决确立的这一原则，理论上也同样可以适用到目标公司持有的所有合同权益中去。依据此原则，则所有目标公司签订并正在履行的合同，当目标公司的股权被其他人收购时，都会构成这些合同的一方当事人发生变更，因此都需要取得合同另一方的同意。这样一来，在股权并购时，目标公司所持有的所有合同的相对人都有权要求股权并购获得其同意才可进行，否则就构成了未经同意的合同概括移转。设想一下任何一家正常经营的公司所持有的合同数量，就知道这将使得股权收购变成一个不可能完成的任务。

[37] 参见陈孝周编著：《借款人、贷款人与贷款协议》，中国金融出版社2001年版，第190～192页。

[38] 例如，A公司持有B公司60%的股权，B公司又持有C公司50%的股权，当D拟从A公司购买其持有的B公司60%股权时，按照复星案原则，则构成B公司转让其持有的C公司股权，C公司的其他股东因此有优先购买权。问题是，从D购买B公司60%股权的条件中如何推出B公司持有的C公司50%股权转让的同等条件？



虽然从理论上来说,目标公司可能在与其它股东合作投资时考虑到这个问题,可以在所有合资公司的章程中都约定其他股东放弃在目标公司并购或者控制权变更时享有优先购买权,但显然这一条款的加入成本过高,而且打击面过大,因为该条款的效果可能是使得目标公司本身也要放弃优先购买权,实际上对有限公司人合性的保护并不利。^[39]

反过来,如果我们选择以股权自由转让作为优先保护利益,则虽然会有像本案复星这样的原告宣称其优先购买权受到了侵害,但实际上,这些其他股东完全可以通过在有限公司章程或者股东协议中加入“禁止并购条款”或者“实际控制权变更条款”来保护自己。而且这种条款的加入更有针对性,因为只有那些对有限公司人合性更为重视的股东才会要求与合作投资中加入此类条款,保护的相对确定,效果更好,却不像前面所说的要求所有合作股东放弃优先购买权那样打击面过大。

因此,在利益衡量上,本文显然更倾向于保护股权的自由转让,让注重人合性的股东去通过合同条款的特别约定来保护自己。

五、法律解释和司法实践也不支持扩张保护股东优先购买权

对于权利之间的冲突,法律有时会直接规定处理结果,例如《公司法》第71条实际就规定了有限公司股权转让的自由和限制——股东对内可自由转让股份,股东对外转让股份则受限于其他股东的同意权和优先购买权。但法律规定总是不完备的。第71条仅仅规定了优先购买权的触发条件是“股东向股东以外的人转让股权”,而在间接收购模式下,股权并未发生直接转让,发生变化的是股东自身的控制股权。《公司法》第71条并未规定间接收购导致的股东实质变化是否应当触发股东优先购买权,尽管其实际影响看起来差不多。这需要通过法律解释来扩张对股东优先购买权的保护吗?

从法律解释的逻辑来看,本文以为立法者的态度其实是明确的:间接收购对股东优先购买权的影响不应当被考虑,股东优先购买权不应当构成对间接收购的阻碍。这主要涉及到如何解释《公司法》第71条第2款所规定的“股东向股东以外的人转让股权”中的“转让”之词。对“转让”一词如果扩大解释,也许可以将间接收购行为纳入进来,成为优先购买权的触发条件。但问题在于,从文义解释、条文结构解释和立法目的来看,都不支持对“转让”做扩大解释。立法目的涉及对股东优先购买权和股权自由转让两种权利的比较权衡,前文已经专门讨论。这里补充讨论为什么从文义和结构上也不能对“转让”做扩大解释。

(一) 文义解释和结构解释

通常对股权转让一词的理解主要是指股权的所有人发生变更,从这点来看,转让显然并非仅指买卖,应当包括一切导致股东变更的行为。但这一解释在适用到股东优先购买权时还要受到额外限制,因为第71条规定的“股东向股东以外的人转让股权”,可能触发两个条件:其他股东的同意权(第71条第3款)和其他股东的优先购买权(第71条第3款),在行使优先购买权时,其他股东只有在“同等条件下”,才有优先购买权。因此,股东能否行使优先购买权,还要受制于同等条件的限制。实际上,在股东变更不是通过交易发生,股权转让的对价很难确定,同等条件也无从谈起的时候,无论是立法还是司法都并不支持其他股东在这个时候行使优先购买权。

[39] 参见前注[6]。

《公司法》第75条明确规定，在自然人股东死亡时，其合法继承人可以直接继承股东资格，除非公司章程另有规定。继承导致股东变更，理论上继承人作为新股东在未经其他股东同意的情况下加入公司，显然会损害有限公司的人合性。例如，同样对继承问题，《合伙企业法》就要求继承人必须按照合伙协议的约定或者经全体合伙人一致同意，才可取得合伙企业的合伙人资格（第50条）。但《公司法》则在这一问题上直接否认了其他股东的同意权和优先购买权，显然是认为有限公司的人合性并不那么绝对，股东优先购买权也并非想象中那么重要。实际上，考虑到继承发生的股权转让并不伴随着对价支付，即使立法者希望维护有限公司的人合性，也可能只能保留其他股东的同意权而不给优先购买权，因为继承虽然构成股权变更，但因为是法定效果，并无买卖发生，不应该解释为转让。

可能正是因为理解了立法这一思路，最高人民法院在考虑实际出资人拟代替名义股东成为有限公司显名股东时同样排除了优先购买权的适用。《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（三）》中明确要求，实际出资人必须经过有限公司其他股东过半数以上同意，才能请求公司变更名义股东，将自己列为公司股东（第25条）。虽然此时股东从名义股东变更为实际出资人好像看起来也构成了转让，但司法解释并未规定其他股东可以行使优先购买权，因为从名义股东变更为实际出资人，只是实际股东归位，不是买卖交易，并无同等条件可以适用。允许其他股东可以在同意变更股东的同时行使优先购买权，显然并不公平。

正是基于同样的理由，对于股权赠与是否适用股东优先购买权，学界虽有不同意见，^[40]但司法一般还是倾向于认为股权赠与并不会触发股东优先购买权。^[41]这是因为如果将优先购买权适用到股权赠与场合，将会极大损害股权转让人处分股权的自由。赠与的发生往往是基于股权赠与人与被赠与人之间的特殊关系，也可能是出于股权赠与人实现社会公益的目的，在此时适用其他股东的优先购买权，在没有同等条件参照下，其他股东等于无偿获得股权，既不公平，无疑也极大地损害了社会公序良俗。^[42]

因此，从同等条件对行使优先购买权的限制来看，对于股权转让能否触发优先购买权，应当做限制性解释。

（二）司法实践和类比

从司法方面来看，最高人民法院也支持对股权转让做狭义解释。

在《最高人民法院公报》刊登的“张桂平诉王华案”中，王华、张桂平和其他人于2002年9月发起设立了浦东公司，2004年10月，王华与张桂平签订了一份《股权转让协议》，约定王华将其持有的浦东公司17%的股权转让给张桂平。受限于当时《公司法》关于发起人三年内不得转让股份的规定，双方约定暂不过户股权，但同时签订了一份《过渡期经营管理协议》，约定

[40] 参见刘俊海：“论有限责任公司股权转让合同的效力”，《法学家》2007年第6期，第5~6页。刘教授支持将优先购买权适用于股权赠与，其认为“转让人可将从优先购买人处获得的对价赠与受赠人”，问题在于，既然行使优先购买权的基础是同等条件，赠与的无偿性将使得转让人从优先购买人处无法获得对价。

[41] 参见“孙宏伟诉王永超等案”〔（2012）穗中法民二终字第2071号〕。在该案中，王永超与孙宏伟签订了一份《股权赠与协议书》，约定王永超赠与孙宏伟某公司0.75%的股权，但在工商局注册方面仍由王永超代为持有。两审法院都认为：双方的此种约定并非公司章程规定的必须经公司其他股东同意的情形，也未违反法律法规的强制性规定，合法有效。

[42] 参见白开荣：“股权转让中的优先购买权研究——以案例分析为路径的考察”，吉林大学法学院2011年硕士学位论文。



在转让协议签订日到股权过户日之间为过渡期，在过渡期内，王华出具不可撤销的授权委托书，授权张桂平代行浦东公司董事职责、股东权利。张有权以王的代理人身份参加浦东公司股东大会并行使表决权和其他股东权利，享受王作为浦东公司股东在过渡期内所享有的全部收益权、再行转让权、承担过渡期内的风险等等。显然，在王华和张桂平之间“形成了事实上的股份托管关系，即法律和名义上的股东仍是王华，而实际上王华作为浦东公司股东的权利和义务由张桂平享有、承担”。对此，法院认为这种股权托管关系并未构成法律所禁止的发起人股份转让，因为登记在股东名册和工商登记上的股东仍然是王华。^[43]在这一公报案例中，尽管股权托管的实际效果和股权转让相同，但法院仍然遵从形式要件，只要王华仍登记在股东名册和工商登记上，就拒绝承认发生了实际的股权转让。这显然是对转让的一种限缩性解释思路。

《合同法》对公司合并分立的规定，也支持上述观点。依据合同法的一般原则，合同生效后即对双方当事人发生约束力，一方未经对方同意不得概括转移其在合同中的权利和义务。但这一原则有一个重大例外，即合同权利义务的概括转移可能基于法律规定而发生，所谓法定概括移转。合同法规定的最重要的法定概括移转方式就是企业的合并和分立。《合同法》第90条明确规定：“当事人订立合同后合并的，由合并后的法人或者其他组织行使合同权利，履行合同义务。当事人订立合同后分立的，除债权人和债务人另有约定的以外，由分立的法人或者其他组织对合同的权利和义务享有连带债权、承担连带债务”。依此规定，企业合并或分立后，消灭企业持有的合同权利和义务都概括转移由合并、分立后的企业承接。因这一移转属于法定移转，因而不需要取得合同相对人的同意，依合并或分立后企业的通知或公告即发生效力。^[44]不过，《公司法》在公司合并时为债权人提供了一个要求提前清偿或者提供相应担保的救济机会。^[45]

举重以明轻，既然在合同当事人发生变更的合并和分立中都不需要经过合同相对人同意就可以概括移转合同，在当事人形式上未发生变更，只是该当事人的实际控制人因为股权收购而发生变化的场合，当然更不需要经过合同相对人的同意了。实际上，在效果上与股权收购相同的反向三角并购（reverse triangular merger），在美国得以盛行，其重要原因就在于可以使得目标公司继续存在，避免引起重新谈判合同等复杂问题。^[46]

从这个思路来看，本案涉及的间接收购虽然改变了证大五道口、绿城合升等股东的实际控制人，但从形式上看，在海之门公司并没有发生股东变更，显然也不应当认为间接收购构成了股权转让，不应当认为复星在本案中有优先购买权。

六、结 论

沸沸扬扬的“上海外滩地王案”已经落下帷幕，然而该案一审判决所带来的思索并没有结束。该案彰显了中国法院在面对商业交易时倾向于“刺破”交易形式去看交易实质的裁判倾向。这一做法固然有其合理性，但面对成熟商人之间的商业交易时，是否应当相信商人的意思自治，

[43] 参见“张桂平诉王华股权转让纠纷案”，《最高人民法院公报》2007年第5期，第39~48页。

[44] 参见崔建远：《合同法》，北京大学出版社2012年版，第251页。

[45] 《公司法》第173条规定，公司应当自作出合并决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告，债权人可以要求公司清偿债务或者提供相应的担保。

[46] 参见邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009版，第637页。

对商业交易的形式有更多尊重？^[47]

本文具体分析复星案中涉及的股权间接收购和股东优先购买权之间的冲突问题，不赞同一审法院对股东优先购买权的特别保护，主要是因为股东优先购买权本身在立法上就设有诸多限制，其所保护的法益——有限公司的人合性，在现行《公司法》中也并非突出保护对象。而对股东优先购买权的特别保护，则极大增加企业并购的交易成本，并且损害了公司作为一种法人形态本身所具有的便利资产转让的特别价值。实际上，如果某些股东对优先购买权有特别需求，则只需要在股东协议或者章程条款中明确规定“禁止并购”或者“禁止控制权变更”条款，就可以达到目的，并不需要花费太多的成本，只需要在缔约时对自己的需求有清醒的认识。

本文对复星案的分析虽然只涉及股权间接收购和股东优先购买权之间的冲突，但以转让公司来转让企业资产的交易模式，在现实中比比皆是。例如，以项目公司股权转让的方式来转让土地开发项目的全部控制权和收益权，以矿业公司的股权转让来转让矿业权等，均在法律上引发争议，法院的判决也在关注形式还是关注实质中摇摆不定。

限于篇幅，本文无力对这些类型做逐一分析，而只想提出两点看法：第一，对于那些通过间接收购或者其他交易形式来规避监管的，需要监管者做出明确的应对。这是因为监管涉及公共政策目标，相比司法机关，监管机构是更好的衡量者。以本文讨论的间接收购为例，中国证监会基于监管目的，就明确将其纳入了上市公司收购监管的范围。

《证券法》要求持有一家上市公司5%股权的股东必须公告，持有一家上市公司股权30%后继续收购的，必须采用要约方式。为了规避这些监管要求，许多上市公司收购交易都采取间接收购的方式进行——收购人通过获得上市公司控股股东的控制权而间接控制上市公司。在这种收购模式下，作为目标公司的上市公司本身股权并未发生变化，收购人获得的是上市公司控股股东的控股权，后者往往是非上市公司，对其的股权收购并不需要遵守《证券法》上的规定。但从2002年开始，中国证监会颁布《上市公司收购管理办法》，明确将间接收购也视为上市公司收购，收购人必须履行《证券法》规定的收购义务。

这是中国证监会基于监管目的对股权收购不构成合同概括移转的例外规定。上市公司收购监管的目的在于要求上市公司在实际控制人发生变化时，履行权益披露和强制要约的义务，因此注重公司控制权的实际变化，而不拘泥于股权的名义变化。^[48] 监管往往是为了保护公共利益，刺破形式直探本质因此具有很大的合理性。

第二，商业交易中的当事人，如果有特别需求，则可以通过合同条款的特别约定来保护自己。意思自治，既是一种自由，同时也是一种责任——自己保护自己的责任，特别是针对成熟的商人。

从这个意思来说，本文虽然只是对一个具体案例的分析，但又何尝不是一种对商法裁判思维的呼吁？

[责任编辑：高丝敏]

[47] 本文作者一直倡导在商业纠纷裁判中，法院应当更多尊重商人对交易形式的选择，参见彭冰：“论公司分立行为的界定”，《证券法苑》2013年第2期，法律出版社，第621~640页。

[48] 因此当股权变化并不导致上市公司实际控制人发生变化时，收购人可以申请豁免，免于以要约方式增持股份。参见《上市公司收购管理办法》（2006年）第62条。