

间接收购语境下股东优先购买权规则刍议

——兼评南钢控制权转让案

马更新 王端阳

摘要：继“上海外滩地王案”之后，“南钢控制权转让案”再度引发了关于股东优先购买权的激烈讨论。在间接收购的情况下，股东优先购买权呈现出两个新特点，即权利保护自主性对象的偏移以及权利义务的异体性，因而其正当性基础有所动摇。基于法律解释的视角，现行立法并没有将间接收购作为行使股东优先购买权的禁止性条件，对有限公司人合性利益的保护实际上是重形式轻实质，容易造成对非股东受让人的利益保护失衡，且进一步导致“同等条件”的模糊不清。对间接收购时目标公司原股东是否享有优先购买权的态度，应当由默许更改为原则上禁止，特殊情况下允许，且此特殊情况一般指公司章程中有明确约定。

关键词：股东优先购买权；间接收购；人合性利益；利益衡量

[中图分类号] D922.291.91 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2024) 02-0074-16

一、问题的提出

2023 年以来，“南钢控制权转让案”背后的股东优先购买权之争，再次引发了学术界和实务界的激烈讨论。^{〔1〕}实际上，类似的案例并非第一次进入公众视野，早在 2012 年著名的“上海外滩

【作者简介】马更新，法学博士，中国政法大学民商经济法学院教授；王端阳，中国政法大学中欧法学院 2022 级法学硕士研究生。

〔1〕 本案大致案情梳理如下：2022 年 10 月 14 日，南京钢铁股份有限公司（下称南钢股份）的控股股东南京南钢钢铁联合有限公司（下称南京钢联）之控股股东上海复星高科技（集团）有限公司及其下属子公司上海复星产业投资有限公司、上海复星工业技术发展有限公司（以下合称复星）与江苏沙钢集团有限公司（下称沙钢）签署《投资框架协议》，其主要内容为：复星拟以不超过 160 亿元的对价，向沙钢转让所持南京钢联 60% 的股权，且沙钢同意向复星支付 80 亿元作为本次交易的诚意金。

2023 年 3 月 14 日，复星与沙钢签署《股权转让协议》并生效，其中主要内容为：（1）沙钢须向复星提供 10 亿元的借款；（2）拟转让的 60% 的股权最终转让价为 135.8 亿元，先前支付的 80 亿元诚意金转为本次交易的预付款；（3）股权正式交割前，双方须取得南京钢联少数股东南京钢铁集团有限公司（下称南钢集团）放弃优先购买权的确认。同日，复星向南钢集团发出《优先购买权通知函》。

2023 年 4 月 2 日，中国中信集团有限公司（下称中信集团）控股的湖北新冶钢有限公司（下称新冶钢）与南钢集团的股东南京钢铁创业投资有限公司（下称南钢创投）、南京新工投资集团有限责任公司（下称南京新工投）签署了《增资协议》约定：（1）新冶钢拟出资 135.8 亿元认缴南钢集团本次新增的 1 325 432 691 元注册资本，增资完成后新冶钢将持有南钢集团 55.2482% 股权；（2）增资价款分期交割，与南钢集团与复星之间的股权转让进度相匹配；（3）协议自南钢集团就标的股权行使优先购买权，南钢集团向复星系股东发出《关于就南京南钢钢铁联合有限公司 60% 股权行使优先购买权的通知》等条件成就之日生效。

（续下页）

地王案”就曾引发学术界和实务界对于股东优先购买权边界的关注讨论。在实践中，通过间接收购的方式来利用有限公司原股东的优先购买权，似乎已经成为一种商业策略。究其原因，从原股东角度而言，其本身往往不具有购买拟转让股权的意向，但为了保持自身持股比例，或者为了刻意阻止外部股东进入公司内部从而打破公司原有的人合性，原股东不得已地被动行权，而其短期内的现金流又不足以支付股权转让价款，因此会选择让渡自身的实际控制权来获得外部资本的帮助。从收购方角度而言，其往往本就具有收购目标公司股权的意向，此时为了能够优先于原有的外部第三人受让股权，就利用了《中华人民共和国公司法》（下称《公司法》）赋予原股东的优先购买权，依托短期内较为充裕的现金流或本就雄厚的资本实力，直接收购原股东的部分股权成为该股东的控股股东或实际控制人，从而代原股东行使优先购买权，阻却转让股东与外部受让人的交易。

此种情况下，为了探究该利用行为的法律效力，就有必要回答以下问题：在间接收购的语境下，股东优先购买权拥有哪些新的特点？《公司法》对间接收购下的股东优先购买权有无规定？在有限公司的股东拟对外转让股权时，该公司的其他股东如若变更了实际控制人，其是否依旧享有对拟转让股权的优先购买权？

二、间接收购语境下股东优先购买权的性质探究

（一）间接收购概述

间接收购是指收购人在形式上没有直接成为目标公司的股东，但通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有权益达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%但未超过30%的收购。⁽²⁾间接收购的理论依据正是合同法上的合同权利义务概括转移条款⁽³⁾，该理论在公司法领域被赋予了尤为重要的意义。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的捆绑转移，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。⁽⁴⁾

（接上页）2023年4月2日，南钢集团向复星通知决定行使优先购买权，同日复星与南钢集团按照与沙钢同等的条件签署了关于南京钢联60%的《股权转让协议》。

2023年4月10日，沙钢与江苏沙钢集团投资控股有限公司（下称沙钢投资）向江苏省高级人民法院提起诉讼，请求法院判令复星方面将其持有的南京钢联60%股权变更登记至原告方名下。南钢集团于2023年5月30日收到江苏省高级人民法院发出的《受理及告知合议庭组成通知书》，通知南钢集团作为有独立请求权第三人参加诉讼。南钢集团、南京钢联分别于2023年6月8日、2023年6月9日收到江苏省高级人民法院发出的《江苏省高级人民法院通知书》《江苏省高级人民法院参加诉讼及告知合议庭组成通知书》，通知南京钢联作为第三人参加诉讼。

2023年10月13日，南钢集团收到江苏省高级人民法院作出的（2023）苏民初1号《民事调解书》。经江苏省高级人民法院主持调解，各方当事人自愿达成协议，并经江苏省高级人民法院确认，沙钢、沙钢投资自愿退出案涉南京钢联60%股权的交易，南钢集团向沙钢、沙钢投资支付补偿款。

(2) 《上市公司收购管理办法》（2020年修正）第56条第1款。

(3) 《中华人民共和国民法典》第555条。

(4) 彭冰：《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》，载《清华法学》2016年第1期，第181页。

有别于直接收购，间接收购具有如下特点：第一，收购主体不同。直接收购中，收购人直接收购目标公司的股份，其直接成为目标公司的股东；而在间接收购中，收购人往往通过叠床架屋的结构进行跨层级收购，使自己成为目标公司控股股东的控股股东或实际控制人。第二，收购过程可视性和透明度不同。直接收购中，收购人完成收购后会直接成为目标公司的股东，即该股东变更会以变更登记的形式直接反映在股东名册之上，具有较高的透明度；但在间接收购中，目标公司的股东名册和股权结构不会发生任何可视的变化，变化的是其上游公司的股东，因此整个过程具有较高的隐蔽性，除非被收购股东主动告知，否则其他股东和债权人对此不易察觉。

实践中，间接收购的操作方式主要有以下两种：第一种，直接收购目标公司股东，这是最为简单和常见的一种类型。在此种方式中，收购人通过收购目标公司股东，实现对该股东所持目标公司股份的实际控制，一定程度上降低了交易的程序和时间成本。第二种，向目标公司的股东增资扩股，以简单多数甚至绝对多数的表决权比例控制该股东，进而实现对该股东所持目标公司股份的实际控制。与第一种类型相比，第二种间接收购的方式可以避免收购人的现金外流，其仍保有对该笔资金的使用和收益权，上文提及的“南钢控制权转让案”中新冶钢使用的便是此种方法。

间接收购模式在我国市场上得到广泛适用，原本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我国并购实践活动中并未减少。可见，间接收购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。⁽⁵⁾于收购方而言，其顺利实现了收购和控制目标公司的目的，拓宽了自身投资领域，增强了资本实力及影响力；于目标公司而言，其本身的持股比例和股权结构没有发生任何变化，提高了效率的同时降低了程序成本，而且有机会引入更为充实可靠的资金来源，对于公司的日后经营也颇有裨益；于被直接收购方而言，其在目标公司中的权利没有得到任何削减，仍保有目标公司股东的身份，可以正常行使一切股东权利。

（二）股东优先购买权的性质及间接收购语境下的新特点

学界对于股东优先购买权性质的争论由来已久，具体体现为“请求权说”与“形成权说”之争。“请求权说”认为优先购买权是权利人对出卖人享有的买卖合同订立请求权。⁽⁶⁾依此出让股东所在公司的其他股东有权利向出让股东提出以同等条件购买拟转让的股权，自出让人承诺之时起，关于股权转让的合意达成。该权利行使的方式是作为，所依据的基础权利是股东权，当其他股东向拟转让股东提出优先购买的请求，而且该请求只要满足“同等条件”的要求，便可以对抗出让人与受让人（非原公司股东）在先成立的合意。⁽⁷⁾在《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（四）》（法释〔2020〕18号，下称《公司法司法解释四》）出台后，“请

(5) 彭冰：《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》，载《清华法学》2016年第1期，第173页。

(6) 蒋大兴：《股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制》，载《法学》2012年第6期，第68页。

(7) 易军、宁红丽：《合同法分则制度研究》，人民法院出版社2003年版，第198页。

求权说”又得到了强有力的补充和支持。⁽⁸⁾ 根据该条规定,享有优先购买权的股东无法凭借自己单方面的意思表示实现其权利,只能向转让股东主张,股东的优先购买权就被视为请求权了。⁽⁹⁾ “形成权说”则认为,股东优先购买权的形成效力表现在转让方与第三方成立股权转让关系时,一旦优先权人主张或者行使优先购买权,就能使优先权人与转让方之间按同等条件产生买卖合同关系。⁽¹⁰⁾ 该说又被细分为“绝对形成权说”和“相对形成权说”。前者主张,优先购买权无论是法定的还是约定的,性质上都属于形成权,权利人可依单方之意思表示,形成与义务人将财产出卖给第三人合同条件相同的合同,而无须义务人的承诺。⁽¹¹⁾ 后者则认为,优先购买权是形成权,但该项权利附有停止条件,即只有在义务人将其财产出卖给第三人时,优先权人才得以行使其优先购买权。⁽¹²⁾

就目前来看,学界通行的观点是将股东优先购买权定性为形成权,而在此中,笔者比较赞同“相对形成权说”的观点。申言之,《公司法》在赋予原股东以优先购买权之时,正是出于对有限公司人合性利益保护的价值考量,而相较于将该权利定性为请求权,将其定性为形成权更有利于实现该立法目的。因为形成权的最主要特点便是权利人可依单方之意思表示变更法律关系,其强制性色彩更为浓厚,更有利于保护原股东对抗出让人向外转让股权的意思表示。《公司法司法解释四》赋予出让人的仅仅是一种“后悔权”,该权利虽然可能阻断原股东和出让人之间就股权转让达成合意的可能性,但同时也使得出让人与非股东受让人之间的转让合意无法产生股权转让的效果,依旧无愧“优先”之本意。换言之,如果出让人后续仍有对外转让股权的意图,原股东相比于非股东受让人依旧拥有在同等条件下优先购买该股权的权利,只不过这又是一次新的谈判和交易。出让人的“后悔权”只是给该形成权附加了一定的停止条件,如果该条件至交易结束时仍不成就,那么原股东就可以依据其优先购买的单方意思表示,主张受让这部分拟转让股权。

在明确了股东优先购买权的“相对形成权”的基础定性之后,将该权利放置于间接收购的语境之下,仍会发现一些新的特点。首先,该权利保护的自主性对象发生偏移。传统观点认为,权利的功能在于保障个体的自由范围,使其得自主决定、组织或形成其社会生活,尤其是实践私法自治的原则。⁽¹³⁾ 可见,权利希望保护的自主性对象是权利人。而在间接收购中,被直接收购人作为目标公司的股东,其本身已经因收购行为而被收购人控制了全部或大部分表决权的行使,其对于是否行使优先购买权已无实质上的决定权。换言之,收购人在完成收购之后,其才是直接收购人在目标公司中优先购买权的真正权利主体。由此,本属于被直接收购人的自主权,偏移到了收

(8) 《公司法司法解释四》第20条。

(9) 赵磊:《股东优先购买权的性质与效力——兼评〈公司法司法解释四〉第20条》,载《法学家》2021年第1期,第143页。

(10) 叶林、辛汀芷:《关于股权优先购买权的案例评述——北京新奥特集团等诉华融公司股权转让合同纠纷案》,载王利明主编:《判解研究》2006年第3辑,人民法院出版社2006年版,第99页。

(11) 蒋大兴:《股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制》,载《法学》2012年第6期,第68页。

(12) 王泽鉴:《优先承买权之法律性质》,载王泽鉴:《民法学说与判例研究》(第1册),北京大学出版社2009年版,第315页。

(13) 王泽鉴:《民法总则》,北京大学出版社2013年版,第101-102页。

购人之手，这是否符合权利保护的初衷有待商榷。其次，权利与义务呈现异体性。股东优先购买权所对应的义务，至少应当包括审慎地行使依托于转让股权而存在的股东权利。在间接收购中，收购人因收购行为而实质上享有是否行使股东优先购买权的决定权，而对于该权利的行使和义务的承担却要落在被直接收购人身上。虽然从逻辑上而言，收购人可以通过对表决权的控制而间接行使目标公司的股东权利，但在实践过程中，收购人与被直接收购人毕竟是两套人马，对于目标公司的日常经营管理活动和股东权利的行使主要还是依靠被直接收购人自身的判断和抉择，只有在重大事项上收购人才会依据所占的多数表决权而加以干涉。因此，行权时的审慎义务大都要由被直接收购人来承担。此时，股东优先购买权的权利享有者和义务承担者发生了实质上的分离，权利与义务呈现异体性。

综上所述，在间接收购的语境下，股东优先购买权产生了一些背离其原本性质和立法目的的特点，这也使得其正当性和存在意义产生了疑问。

三、间接收购语境下股东优先购买权的立法审视

《公司法》对股东优先购买权的规定并没有区分不同情形，而是用两个条款分别规定了正常股权转让程序下和强制执行程序下股东优先购买权的行权方法。⁽¹⁴⁾由于2018年修正的《公司法》相关条款的规定明显过于简略，最高人民法院曾在《公司法司法解释四》中用7个条款⁽¹⁵⁾，详细规定了包括“同等条件”的判断标准、出让股东的“后悔权”等在内的相关规则。尽管法律和司法解释试图周延地规制股东优先购买权的行使，但由于实务中涌现出了大量新型的股权转让纠纷，上述条款的实际效果不甚理想。立足间接收购的视角也不难发现，《公司法》没有明确规定公司股东在被收购的情况下是否可以和如何行使对拟转让股权的优先购买权，实属立法空白。基于此立法空白，本部分拟从法律的价值选择和法律的具体规定分别着手，分析我国《公司法》对于股东优先购买权规制的不足之处，并结合个案进行分析和点评，从而为后续的修法建议提供逻辑基础。

(一) 对人合性利益的保护重形式而轻实质

从历史背景上看，与其他公司形态不同，有限责任公司不是自然而然地产生于经济生活实践，而是由法学家、经济学家及立法者联合设计出来的制度创新产物⁽¹⁶⁾，其在本质上是由立法者根据两合公司的无限责任和股份公司的有限责任而人为创造出来的一种法人类型，目的是要吸收合伙企业合伙人之间“彼此信赖”和股份公司“有限责任”的优点，在股份公司“单一资合性”和两合公司“单一入合性”的基础上寻找一种法律对于商业实践的平衡。⁽¹⁷⁾

(14) 《公司法》第84条、第85条。

(15) 《公司法司法解释四》第16-22条。

(16) 潘星、仝斌斌：《德国有限责任公司法改革述评》，载《德国研究》2009年第1期，第24页。

(17) 郑彧：《股东优先购买权“穿透效力”的适用与限制》，载《中国法学》2015年第5期，第260页。

纵观公司法领域的各项规范性文件，都没有发现“人合性”的明确表述，该词语的价值主要是从学理上阐述“强调人的价值”这一现代公司法的新特点，具体有两层含义：第一层含义指公司的信用基础，即重在“人”。有别于“资合性”所强调的资本对于债权的保护和兜底价值，“人合性”体现的是股东以其个人信用（包括财产信用和非财产信用）为保障对公司债务承担责任，即站在与公司交易的外部第三人视角观察，二者的区分旨在解决不同公司类型应分别由谁来承担责任的问题：由股东个人承担责任的，为人合性；由公司承担责任的，为资合性。^{〔18〕}“人合性”的第二层含义指和睦的关系，即重在“合”。在这个“资本就是话语权”的商业时代，资本实力的不断变化必然伴随着股东的更替，这种频繁的更替会扩大新股东与老股东经营理念不合的可能性，降低公司的决策经营效率，甚至关乎公司的存亡。因此，法律希望通过特殊的制度设计，维护有限公司股东之间的此种和睦、合作和信赖关系，从而保证公司决策的正常作出，以维持稳定的经营状态。

然而近年来在“打造公平竞争的市场环境”的政策号召下，越来越多的学者开始质疑对有限责任公司人合性利益突出保护的必要性。有观点认为，“在对待有限责任公司的‘人合’保护问题时不应该任意扩大解释‘人合’属性中‘人’的概念，有限责任公司股东之间的‘人合’纽带作用应在资合的背景前提下进行认定”^{〔19〕}；有观点强调，“法律为维护人合性进行强制干预的缺陷在于，一方面其提供的干预措施不一定是当事人所需要的，另一方面是过分的干预强度也不一定是合适的”^{〔20〕}；甚至有更激进的观点指出，“在部分案件中，人合性俨然成为强势股东借以合纵连横、杀伐决断的利器，抑或是蜕变为股东彼此间相互制衡的手段，而在相当程度上背离其本源意义”。^{〔21〕}

仔细阅读现行立法可以发现，至少从《公司法》和《公司法司法解释四》的相关条文来看，无法将间接收购的情形排除在股东优先购买权的行使范围之外，即现行立法和司法并没有对股东优先购买权的主体资格作出明确限制，默许了股东以让渡实际控制权的方式筹资进而行使优先购买权的行为。这实质上是不合理地扩大了“人合性”利益中“人”的范围，而忽视了“合”的实质，即只拘泥于关注形式上的股东组成，简单地认为只要股东仍是本公司股权的直接持有者，那么其在公司其他股东拟对外转让股权时就当然地享有优先购买权。上述缺陷的关键在于忽视了人合性的动态变化，将公司设立时点的股东关系视为永恒不变。这是一种静态的人合性观念，从根本上忽略了“时间之矢”的存在。^{〔22〕}《公司法》假定的前提是，成立有限责任公司的股东之间存

〔18〕 吴飞飞：《有限责任公司人合性的裁判解释——基于 220 份裁判文书的实证分析》，载《环球法律评论》2021 年第 6 期，第 141—142 页。

〔19〕 郑彧：《股东优先购买权“穿透效力”的适用与限制》，载《中国法学》2015 年第 5 期，第 260 页。

〔20〕 梁上上：《人合性在有限公司中的终结》，载《中国社会科学》2022 年第 11 期，第 82 页。

〔21〕 吴飞飞：《有限责任公司人合性的裁判解释——基于 220 份裁判文书的实证分析》，载《环球法律评论》2021 年第 6 期，第 141 页。

〔22〕 梁上上：《人合性在有限公司中的终结》，载《中国社会科学》2022 年第 11 期，第 74 页。

在并将一直保持着统一和谐的经营理念，后续加入公司的股东一定会和公司原股东理念不合。换言之，对于有限公司股东优先购买权，无论是学理探讨还是司法裁判，所预设的前提都是将其看作“内部人特权”，因而不受侵犯的、必须实现的。⁽²³⁾这显然是一种不切实际的假定。就成立公司的初始股东而言，随着时间的推移，其完全有可能发生理念的变化，进而导致相互之间的理念不合，此时的股东优先购买权反倒容易成为部分股东“财大气粗”地排斥异己的工具；就拟新加入公司的第三人而言，其往往具有一定的资本实力和技术支持，不仅可以为公司注入新鲜血液，甚至有可能带动公司整体经营布局的全面升级，此时该第三人若受到了股东优先购买权的阻碍而无法顺利进入公司，对公司而言就可能是丧失了一个发展良机。因此，如果要以“维护公司的人合性利益”作为支持股东优先购买权的理由，则应当重点关注“合”的实质，而非形式上“人”的主体资格。

即便基于有限责任公司股东之间的“人合性”及其保护而言，我们仍应从公司直接股东的立场认识和判断有限责任公司“人合性”对于股东的约束，公司法从来没有擅自超越“法人人格的独立性”特点而去考察和判断有限责任公司直接股东以外的其他主体之间是否应该存在“人合性”问题。在间接收购的情况下，目标公司的原股东（即间接收购中的被直接收购人）形式上依旧是该公司的股东，但是其实际控制人已然变更为了收购人，于目标公司而言，形式上的“人合性”实际上已经被部分地打破。此时对于目标公司来说，无论是拟转让股权的非股东受让人还是间接收购中的收购人最终受让了拟转让股权，公司都加入了“外来者”，从概率上来说这两方与公司原股东经营理念合与不合的概率是相同的。因此，至少是在面对间接收购的情况时，“保护有限公司的人合性利益”不能成为赋予股东优先购买权的正当理由。

以“南钢控制权转让案”为例，虽然中信集团控股的新冶钢资本实力极为雄厚，相比于沙钢有过之而无不及，从交易结果来看由新冶钢作为拟转让股权的实际控制人，对于目标公司未来的经营前景可能更为有利，但是这并不能掩盖这笔股权转让前提的瑕疵：由于新冶钢对南钢集团的增资已经使新冶钢控制了超过50%的南钢集团表决权，且根据《增资协议》约定的增资款交割进度，我们有理由推断南钢集团无论是对于本次股权受让的决策作出，还是股权转让资金的来源，都受到新冶钢的控制或者至少是极大程度的影响。而法律应当保护的人合性所指的“人”，在本案中仅指南京钢联的小股东南钢集团，不包括也不应当包括南钢集团的实际控制人新冶钢。况且如果由南钢集团受让拟转让股权，交易的结果会是南钢集团全资持有南京钢联，而南钢集团又受到新冶钢的实际控制，那实质结果就变成了新冶钢实际全资持有南京钢联。本是以“人合性”来作为支持南钢集团行使优先购买权的论据，最后却演变成南京钢联所谓的“人”实际上都已经不复存在，这显然是自相矛盾、不合逻辑的。

(23) 高永周：《有限公司股东优先购买权的产权逻辑》，载《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2015年第3期，第50页。

（二）对非股东受让人的利益保护失衡

非股东受让人作为非典型三方交易行为的当事人，在一个完备市场上基于理性判断进行的正当交易，都应当得到交易安全的呵护，非因自身的主观恶意或过错通常不应承受交易瑕疵的风险。⁽²⁴⁾ 应当注意的是，这里的风险既包括直接损失，也应当包括期待利益的实现不能。在股权对外转让的情况下，通常会由非股东受让人和出让股东先行商谈，以求达成双方都满意的共识。在此过程中，非股东受让人一般会付出大量的人力、物力和时间成本，有时甚至为了促成交易还会牺牲一部分的自身利益，而一旦目标公司原股东行使了优先购买权，这些成本和牺牲都会因为交易的不能而成为非股东受让人的损失，此即直接损失。在交易失败后，非股东受让人持有目标公司一定股权的计划也相应地落空，本应基于该部分股权而可能产生的经营收益、利润分红自然也不复存在，此即期待利益的实现不能。由此可见，在股东优先购买权行使之时，非股东受让人作为交易的一方，其利益是受到了一定损失的。

在注意到上述损失后，学界就如何最大程度地降低该损害从而更好地实现股东优先购买权的价值展开了广泛的讨论，而随着最高人民法院印发了《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号，下称《九民纪要》），实务界似乎对于该问题作出了比较直接有力的回应。根据《九民纪要》第9条的规定，在不具备法定无效事由的前提下，出让人与非股东受让人之间的合同原则上有效，该受让人可以向法院请求由转让股东承担相应的违约责任。由此，违约责任的定性便成了实务界对于非股东受让人利益平衡维护的路径选择。由于法律之前没有明确出让人对非股东受让人应当承担的责任性质为何，该性质在理论上存在缔约过失责任和违约责任的两种可能。通说认为，缔约过失责任的赔偿范围较小，仅限于信赖利益中的直接损失，即因为信赖合同的订立和生效所支出的各项费用，而且缔约过失责任须以过错为责任要件，这无论是从归责可能性还是举证难度上来说对于非过错方都是不利的。而相较于此，违约责任的赔偿范围更大，不仅包括了非违约方遭受的直接损失，还包括了其因合同履行而可能产生的期待利益，同时违约责任不以过错为责任要件，违约方只要没能履行合同且不具备法定免责事由，就应当向非违约方承担责任，归责可能性增大的同时降低了非违约方的举证难度。由此，在公司股东行使优先购买权的情况下，其与非股东受让人之间的利益保护达到了一个相对平衡的状态：出于对人合性利益的考量，在相同条件下公司原股东可以优先受让拟转让股权；一旦该转让达成，非股东受让人可以通过追究出让人违约责任的方式获得应有的损失赔偿。

然而在间接收购的情况下，该平衡点被打破了。基于前文论述，间接收购的收购人实际上行使了本属于目标公司股东的优先购买权，在身份性质上其与非股东受让人一致，对于目标公司来说都是第三人，本质上都已经打破了“人合”的范围。在同样都是第三人的情况下，如果收购人仍代位享有法律赋予公司股东的便利，但其并不具有正当的主体资格，难免有“坐享其成、不劳

⁽²⁴⁾ 赵旭东：《股东优先购买权的性质和效力》，载《当代法学》2013年第5期，第23页。

而获”之嫌，对于非股东受让人来说是极为不公的。从结果上看，非股东受让人似乎仍可通过追究违约责任的方式获得相对合适的赔偿，但是该赔偿的前提缺乏正当性，即违约责任是法律为了平衡第三人与公司股东之间的利益保护，对于同是第三人的情况，非股东受让人本不应遭受这部分损失，其本应顺利地受让股权进而经营获利，因此即便追究了违约责任，对于非股东受让人来说也是不公平的。

在“南钢控制权转让案”中，复星在与沙钢商谈股权转让事宜时，出于现金流周转的需要，提出了由沙钢先行支付80亿元的要求，该款项作为交易的诚意金将在股权正式转让时转化为转让价款的一部分。在银行信贷收紧的大环境下，这80亿元无疑解了复星的燃眉之急，这高度证明了沙钢的诚意和实力。然而随着新冶钢的强势“截胡”，沙钢与复星的交易几乎化为泡影，而复星仅须就该诚意金支付相当于年化利息8%的赔偿金，且由新冶钢“财大气粗”地代为支付。诚然，在资本市场中资本实力是绝对的硬道理，但是也不能忽视特殊的交易环境和交易背景。试想，如若新冶钢果真具备如此雄厚的资本实力且对南京钢联的产业如此看好，为何在复星当初拟转让股权时不积极争取与其谈判，而是在复星与沙钢已经达成协议后以间接收购的方式接管这部分股权？况且，在短期内筹集80亿元的现金，可想而知对沙钢来说也绝非易事，而沙钢之所以愿意这么做，必然包含了对受让南京钢联股权后获得经营投资收益的合理期待，而这部分收益无论在短期还是长期来看都不会仅相当于违约金的数额，此时仅用8%的年化利息就试图“弥补”这部分收益，对沙钢来说损失不可谓不惨重。而这部分红利，最终却由新冶钢这个实质上同为南京钢联第三人的公司享有，显然缺乏正当性。

（三）“同等条件”的内涵与外延模糊不清

股东优先购买权之所以给学术界和实务界带来如此困扰，很大程度上要归咎于“同等条件”的模糊不清，又由于“同等条件”是原有股东行使优先购买权的前提⁽²⁵⁾，因此本轮公司法修订也围绕着如何明确“同等条件”的内涵和外延进行了尝试性的探索。2021年12月24日公布的《中华人民共和国公司法（修订草案）（一次审议稿）》（下称《公司法一审稿》）在吸纳《公司法司法解释四》第18条的基础上，试图将“数量、价格、支付方式和期限等事项”作为衡量股权转让条件是否同等的因素⁽²⁶⁾，然而这一改变却被2022年12月30日公布的《中华人民共和国公司法（修订草案）（二次审议稿）》（下称《公司法二审稿》）否认⁽²⁷⁾，而2023年9月1日公布的《中华人

(25) 葛伟军：《股东优先购买权的新近发展与规则解析：兼议〈公司法司法解释四〉》，载《中国政法大学学报》2018年第4期，第100页。

(26) 《公司法一审稿》第85条第2款规定：“股东向股东以外的人转让股权的，应当就股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，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。”

(27) 《公司法二审稿》第84条第2款规定：“股东向股东以外的人转让股权的，书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，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。”

民共和国公司法（修订草案）（三次审议稿）》（下称《公司法三审稿》）^{〔28〕}和现行《公司法》又重新将其采纳，这也侧面印证了“同等条件”的不易把握。

有学者认为，从商事习惯看，同等条件既包括同等价格条件（如对价形式、价款数额、付款时间、支付方式等），也包括价格因素外的其他对价（如职工的安置、高管的聘用、资本投入的增加等）。^{〔29〕}基于此，学界又将“同等条件”划分为“绝对同等说”和“相对同等说”，二者的核心区别就在于是否要求股权转让的所有条件都必须相同。然而尽管作出了上述诸多有益的尝试，对于“同等条件”的界定始终处于一个无法量化的不明确状态，即哪些因素是必须考虑的，哪些因素是选择性参考的，如何将非可量化因素横向比对，这些问题一直没有得到解决。由于“同等条件”的模糊不清，实务中股东在拟对外转让股权或外部人拟收购公司股权时，往往会采取多种多样的方式绕开同等条件的限制（例如设置排他性条款或歧视性条款），进而对抗原股东的优先购买权，而法院多倾向于将此类行为认定为法律规避行为，因违反了《中华人民共和国民法典》总则编第153条第1款的规定而应属无效。然而，不加分辨地径直将股东优先购买权条款规避行为等同于股东优先购买权条款违反行为，进而适用合同无效条款将该行为认定为绝对无效，这种裁判方式面临合法性与合理性的双重失位，在影响司法公信力的同时阻碍正常的商事流转。^{〔30〕}可见，细化“同等条件”的内涵和外延，对于规范股东优先购买权制度具有重要的意义。

在间接收购的情形下，原股东行使优先购买权的资金来源于有目的性的股权融资（即为了行使优先购买权而让渡部分股权以换取资金）。刺破间接收购的实质来看，这种行为是以原公司的股权为对价的一部分来交换足量资金，进而用其去收购原公司的另一部分股权。而非股东受让人的资金来源于自有资金，即便该自有资金同样是以股权融资的方法募集而来，非股东受让人的交易代价仍限定在自己的营业范围内，与拟收购股权的公司无关。二者之间的区别通俗来说就是“花别人的钱买别人的东西”和“花自己的钱买别人的东西”，因此对于原股东而言其似乎享受了更为便利的融资条件。除此之外，“南钢控制权转让案”还体现了个案中产生的对“同等条件”的具体化争议：与沙钢一次性支付80亿元的诚意金相比，南钢集团的预付款晚了6个月；沙钢与复星的协议中有一项条件是沙钢提供10亿元借款，而南钢集团与复星的协议中并没有关于借款的事项；此外，南钢集团的预付款支付条件和沙钢的诚意金支付条件也不同，沙钢将诚意金直接转移到复星的账户，由复星自由支配，这极大程度上缓解了彼时复星的资金周转压力，而南钢集团的预付款支付给的是复星监管账户，复星对于该款项的使用应当在南钢集团的监管下进行。因此，在《公

〔28〕《公司法三审稿》第84条第2款规定：“股东向股东以外的人转让股权的，应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，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。”

〔29〕刘俊海：《论有限责任公司股权转让合同的效力》，载《法学家》2007年第6期，第77页。

〔30〕舒心：《股东优先购买权条款规避行为的法律规制》，载《中州学刊》2021年第6期，第58页。

司法》没有对同等条件的标准作出更明确的细化之前，南钢集团和沙钢与复星分别达成的股权转让协议并不属于同等条件。

四、间接收购语境下股东优先购买权的规则补充及正当性论证

在明确了间接收购语境下股东优先购买权的新特点和现有弊端后，笔者认为《公司法》对间接收购时目标公司原股东是否享有优先购买权的态度，应当由默许更改为原则上禁止，特殊情况下允许，且此特殊情况一般指公司章程中有明确约定（具体可参考英美法系的“控制权变更条款”），即所谓的“限制股东优先购买权的穿透效力”。⁽³¹⁾

（一）正当性论证

1. 利益衡量之结果

在间接收购的语境下，对于股东优先购买权规则的审视实际上体现为对两种利益的权衡。支持股东优先购买权的观点更倾向于保护有限公司的人合性利益，存续股东是在身份认同的基础上主动地选择合作对象。而支持间接收购的观点则更倾向于保护股权自由转让的利益，因为股权间接转让的优势之一就是可以在不改变目标公司形式上股权结构的情况下，实质性地流转该股权所代表的经营性利益。基于前文对有限公司人合性利益的分析，笔者认为在此种情形下，对股权自由流转的保护应当优先于对人合性利益的考量。

如前所述，有限公司的人合性利益虽贵为其立身之本，但是考虑公司的商主体属性，此种“人合”依旧是建立在“资合”基础之上的，具有抽象性和不确定性，且这种不确定概率会随着公司的发展而愈发增大，因此不宜对该“人合”施以过度的保护。本轮公司法修订便体现了对上述问题的反思，相较于2018年修正的《公司法》，现行《公司法》取消了同意权条款的设置。⁽³²⁾除了简化股东优先购买权行权程序的立法目的之外，立法者也释放出了一个信号，即降低对人合性利益的强调，避免赋予有限公司原股东过多的制度性利益。此外，即便要在有限的范围内保护有限公司的人合性利益，该范围也应当限定在对真正参与公司治理之股东间人合的保护。在间接收购的情况下，收购人和非股东受让人相较于目标公司原股东而言，都属于外部人，这两方当事人与公司其他股东都不具有人合的基础，且合与不合的概率是相同的，只是由于收购人有被直接收购人这一嫁接到目标公司的桥梁，利用了其名义上的股东资格，似乎具有形式上的正当性而已。

相比较之下，股权自由流转的价值更具有可保护性。在商事实践中，有限公司的股东之所以会计划向外转让股权，可能是出于多重因素的考量：或是与公司其他股东间经营理念不合导致分家析产，或是对行业前景看衰进而希望早日抽身，或是出于自身短期内的融资需要而不得已地变卖股权……总之，股东拟向外转让股权时有其自身原因，且通常情况下此种转让的需求是迫切的。

(31) 郑喆：《股东优先购买权“穿透效力”的适用与限制》，载《中国法学》2015年第5期，第260页。

(32) 2018年修正的《公司法》第71条第2款，现行《公司法》第84条第2款。

然而，其他股东优先购买权的存在大大延缓了股权转让的时间进程，而且可能衍生出诸多的障碍和不便。更何况将其放置在间接收购的语境下，拟转让股东在履行通知义务或其他股东洽谈之时，往往需要等待对方层层上报审批，控股股东甚至控股股东的控股股东可能还须召开会议形成有效决议，然后再将公司意思层层传达至目标公司的形式股东。此种循环可能还会重复多次，严重地影响了股权交易流转的进程，有违公司法保护交易、促进交易的理念。此外，对股权自由流转的保护还有利于防止大股东利用持股比例的优势，阻碍中小股东退出公司，进而将法律对存续股东的保护异化成争权逐利、排斥异己的手段。在大股东之间争夺控股地位时，中小股东的那部分股权往往成为胜负的关键，原股东可能会出于保持现有持股比例的目的，假意行权，反复磋商交易条件，实则阻拦，从而将希望退出公司的中小股东困于公司。而中小股东往往资金实力有限，此种僵局的形成将极有可能造成其可流动资本的闲置和浪费，进而导致其可期待利益的受损。因此，只通过对中小股东的知情权、异议权、撤销权等经营性权利进行保护远远不够，保证其根据投资意愿正常退出公司，也是公司法的一项重要任务。

2. 降低制度成本之需要

限制股东优先购买权的穿透效力，亦是出于对法律秩序的维护。换个角度试想，如果允许股东以让渡实际控制权的方式行使优先购买权，那么就意味着当一个公司控制权转让时，还要平等地考虑该公司所参股的其他公司中的其他股东是否同意和行权。为了便于说明，笔者假设了一个模型（见图1）。

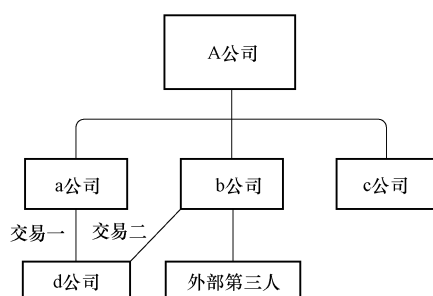


图1 间接收购时股东优先购买权行权示意图

a公司、b公司、c公司分别为三家有限责任公司（以下分别称为a、b、c），其共同出资成立了一家A有限责任公司（下称A），此时b拟对外转让其在A中的股权，且c无购买意愿。a通过增资的方式引进了一个外部投资者d公司（下称d），增资完成后d为a的控股股东（下称交易一），此时d希望代a优先购买b拟转让的股权（下称交易二）。如果法律不禁止这种行权方式，从公平的角度考虑，a在变更控制权时，b和c也应当拥有同意和优先购买的权利。因为在交易二中，d完成增资后并非A股东名册上的股东，既然在此处采取了穿透式的赋权，那么在交易一中即便b和c不是a的股东，由于a的实际控制权变更会影响b和c在A中的利益，那么b和c也应当有权优先参与a控制权变更的竞争之中。

上述模型在涉及间接收购时，只采取了单层收购作为示例，实际情况是，在复杂的商事交易中，这种收购和控制方式会体现为层层镶嵌的模式。如此一来，如果在每一层控制权变更时都要考虑其他股东是否行权，那么所形成的制度成本之大是难以估量的，最终的结果要么是控制权无法变更，要么是这种变更直到公司破产也无法完成（实际上也相当于无法变更）。因此，即便从制度成本的角度考虑，也不宜过于宽泛地认可股东优先购买权的穿透效力。

3. 践行意思自治原则之必然

市场经济的特性决定了意思自治是市场经济在法律上的必然选择，这其中意思自治又以契约自由为核心，以维持有效竞争为主要功能。⁽³³⁾ 公司法作为维持市场经济秩序的基本工具之一，近年来愈发重视意思自治的重要性，这突出体现为：诸多以往由法律强制规定的事项现在都交由章程自行规定。在诸多与公司相关的法律行为中，股权转让交易可能是对意思自治需求最为迫切的，其中的道理不难理解，因为如果在这种直接脱胎于买卖合同的交易形式之下都无法贯彻双方当事人的自由，似乎难逃违背市场经济规律与强迫交易之嫌。

具体到间接收购的情形下，抛开公司其他股东通过被收购的形式行使优先购买权的这一介入因素，拟转让股东原本是希望与非股东受让人进行交易的，且双方就交易条件等细节达成了合意，此时已经形成了一个互利共赢、双方都满意的买卖关系。然而就是因为间接收购这一介入因素的出现，原本的合意将极有可能被打破。可能出现的第一种情况是，拟转让股东本无意将股权转让给公司其他股东，但由于其他股东行权的主张，其被迫中止与非股东受让人的交易，转而重新花费成本去与收购人和被直接收购人磋商，而此种协商的结果要么是不一定能达到之前的成交条件，要么是虽然成交条件提高但浪费了时间，以至于某些促使拟转让股东产生转让意愿的因素已经发生变化，这很可能违背了拟转让股东“低成本地迅速变现或置换资产”以及“自由选择交易对象”的初衷。第二种可能情况即是拟转让股东对现有成交条件不甚满意，希望通过与其他股东的谈判，促成某种隐形的竞价机制的形成，从而使得自身利益最大化。在上述第一种情况下，拟转让股东的意思自治毋庸置疑地受到了优先购买权制度的威胁和挑战；在第二种情况下，虽然拟转让股东的意思得以实现，但这种实现是以牺牲非股东受让人的意思自治为代价的，而在一个公平有序的市场环境中，平等主体间的意思自治不应存在保护位阶上的差异，因而这种牺牲缺乏正当性。

如果说拟转让股东最终至少还能完成交易交割股权，那么原先的非股东受让人就比较被动了，因为其原本即将达成的交易完全沦为泡影，而所付出的金钱成本和时间成本只能通过违约救济途径来追索。尚且不谈寻求此种救济又要耗费新的成本，单从这些损失本是其不应承担的这一角度而言，对该非股东受让人就已经有所不公。如果说在典型的优先购买权交易中，非股东受让人的意思自治让位于其他股东的优先权尚且可以以有限公司的人合性利益作为“挡箭

(33) 江平、张礼洪：《市场经济和意思自治》，载《法学研究》1993年第6期，第20页。

牌”，那么基于上文对间接收购时人合性已被实质打破的分析，似乎就更没有理由再牺牲该非股东受让人的利益了。

（二）制度完善路径探究

具言之，如果股东希望将优先购买权适用于股权间接转让的情形，则章程中必须明确所有可使得股东优先购买权穿透适用的情形，否则法定优先购买权不能直接作为股东权利的衍生而直接限制间接股东对于目标公司的间接转让行为，即法定的股东优先购买权不具有自动穿透适用的功能。^{〔34〕}此种立法模式在价值选择上更倾向于保护股权的自由转让和流通，但这并不意味着否认有限责任公司的“人合性”特征。如前所述，在间接收购的情形下，有限责任公司的股权无论转让给哪一方，其“人合性”在形式上都将被打破，而“合”的实质被打破的可能性是相同的。因而此时，对股权自由流通的鼓励恰恰是建立在了充分尊重有限责任公司“人合性”的基础之上。而之所以对股权自由流通冠以更高位阶的保护，是因为这不仅是商事交易的基本要求，而且是世界上较为通行的做法。总体上看，越来越多的法域已经趋向于接受股东之间就股权转让设定比法定条款和程序更为苛刻的限制性条件，但其必须遵守的前提条件仍是这些股权转让的限制性条款在章程中有明确的体现。

从立法技术层面来说，笔者认为对间接收购下的股东优先购买权的限制有两条路径。其一，对“同等条件”进行扩大解释。具言之，在判断股权转让条件是否同等时，除了考虑股权转让本身的价格和非价格因素外，还应当关注行使优先购买权的股东的实际控制权是否发生移转。若答案为肯定的，则应当认定条件不同等，进而该股东不享有优先购买权。从立法语言层面来说，可以采用但书条款进行限制性补充，即“但其他股东的控股股东或实际控制人发生变化的除外”。此种做法的巧妙之处在于，绕开了“同等条件”难以界定的立法难题，单独强调判断同等条件时的前提即主体是否适格，从而继续将对实质条件的裁量权力更多地交到法官手中。需要强调的是，这里对实际控制权禁止转移的时间起点应当是公司其他股东得知原股东拟对外转让股权之时，即本质上是防止股东以让渡控制权的方式进行融资，在尊重有限责任公司人合性的同时更好地兼顾非股东受让人的利益。如果其他股东在原股东拟对外转让股权前已经就自身控制权的转移达成合意，只是影响该控制权转移的股权交割手续及工商变更登记没有完成，则不应当认定其是为了行使优先购买权而让渡了控制权，对其优先购买权仍应当予以同等条件下的保护。

其二，将间接收购下的股东是否享有优先购买权的问题作为股东会的特别表决事项，附加特别多数的表决比例，并将被收购股东的表决权排除在外。关于具体的表决通过比例，由于此事项对于公司和股东的重要程度难以比肩合并、分立等重大事项，但又高于审议报告之类的普通表决

〔34〕 郑璇：《股东优先购买权“穿透效力”的适用与限制》，载《中国法学》2015年第5期，第253页。

事项，因此笔者建议将表决比例限定在二分之一至三分之二之间，并允许公司章程作出不一样的规定。由此可见，此种路径对股东优先购买权的限制相对比较平缓，允许股东以高票但非全票的方式赋权，避开了“一刀切”立法模式过于激进的问题。

五、结语

“南钢控制权转让案”中，沙钢被“截胡”的遭遇不禁让人重思股东优先购买权制度在实践中暴露出的问题。在间接收购的情形下，由于多重公司架构的搭建，实际经营者和决策者产生了分离，进而导致股东优先购买权逐渐异化成了一项缺乏正当性基础的权利，突出表现在该权利实际上由收购人而非目标公司股东享有，且权利与义务分属于收购人和被直接收购人。遗憾的是，《公司法》没能对这种特殊情况下的股东优先购买权作出更明确的说明或规制，这也从侧面反映出在构建股东优先购买权制度时，我国公司法对于人合性利益的关注重形式而轻实质，过多地牺牲了非股东受让人的利益以换取对目标公司其他股东的维护，以及在司法解释已经作出进一步说明的前提下“同等条件”依旧存在较大的解释空间等一系列问题。在今后公司法修订的过程中，立法者应当考虑上述问题，明确规定原则上禁止股东以让渡实际控制权的方式行使优先购买权，例外情况是可以由公司章程另行约定，这不仅有利于维护股权自由流转的秩序、降低股权转让的制度成本，而且是对“意思自治”这一私法基本原则的践行。

Ruminations on the Rule of Shareholders' Right of First Refusal in the Context of Indirect Acquisition

—Commenting on the Case of Transfer of Control Rights of Nangang

MA Gengxin WANG Duanyang

Abstract: Following the “Shanghai Bund Land King Case”, the “Case of transfer of control rights of Nangang” has once again triggered a heated discussion on shareholders’ right of first refusal. In the case of indirect acquisition, the shareholders’ right of first refusal presents two new features which are the shift of the object of the autonomy of rights protection and the heterogeneity of the rights and obligations, and thus its legitimacy foundation has been shaken. From the perspective of legal interpretation, the current legislation does not make indirect acquisition a prohibited condition for the exercise of the shareholders’ right of first refusal, which in fact protects the interests of the limited company’s personal relationship by emphasizing the form over the substance, which may easily lead to the imbalance of the protection of the interests of

non-shareholders' assignee, and furthermore, leads to the ambiguity of the "equal conditions". This article argues that the attitude of the Company Law towards whether the original shareholders of the target company enjoy the right of first refusal in the case of indirect acquisition should be changed from acquiescence to prohibition in principle, but allowed under special circumstances, which generally means that there is an explicit agreement in the articles of association of the company.

Keywords: Shareholders' First Refusal Rights; Indirect Acquisition; Interests of Personal Relationship; Measurement of Interests

(责任编辑: 楼秋然 汪友年)