

【制度与法规】

# 挤出式并购的理论反思与体系建构

——以自愿退市的制度完善为背景

刘汉广

**【摘要】**挤出式并购制度对促进常态化自愿退市、深化注册制改革有重要意义。本文重申了挤出式并购对少数股东保护和资本市场效率的重要性,通过对比分析美国与欧洲挤出式并购制度形式上相异、功能上趋同的发展趋势,总结对我国的启示。本文指出,我国应考虑在新《公司法》第219条简易合并制度中增设挤出式并购、评估权制度,通过少数股东简单多数决、收购计划向证监会备案、施加内部人监督责任等方式提升挤出式并购与既有制度的适配度。在此基础上,修正欧美挤出式并购制度控股股东制约不足、并购效率不高等通病,对内部人友好收购施以专门责任,提升控股股东防范水平。同时,设置合理的门槛条件,确保形成以评权诉讼为主、以禁止合并诉讼为辅的差序格局,确保挤出式并购制度在整体上符合经济效益。

**【关键词】**注册制;余股挤出;简易合并;国九条;公司法;自愿退市

**【作者简介】**刘汉广,女,武汉大学法学院博士生,研究方向:公司法、金融法(湖北 武汉 430072)。

**【原文出处】**《证券市场导报》(深圳),2024.12.33~44

**【基金项目】**国家社科基金重大项目“我国资本市场制度型开放的法律体系构建研究”(22&ZD204)、司法部法治建设与法学理论研究部级课题青年项目“股份回购中公司法与证券法的协同机制研究”(22SFB4025)。

## 一、问题的提出:挤出式并购何以重要?

注册制的健康运行有赖于高效的后端退出机制。国务院印发的《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》(即新“国九条”)中,着重强调了进一步畅通多元退市渠道、完善吸收合并等政策规定,建立应退尽退、及时出清的常态化退市格局。2024年9月24日,中国证监会主席吴清在国新办新闻发布会上表示,证监会将多措并举活跃并购重组市场,发布促进并购重组的六条措施。通过收购的方式加强产业整合、完善退市渠道,从而提高资本市场效率,已经成为我国证券法理论研究的重要议题。退市制度的未来在于自愿退市,是学界相对成熟的共识。<sup>①</sup>随着注册制步入正轨,上市不再是特权,而是适格企业的权利,壳资源价值的贬损也系大势所趋。若无适当的退出机制,我国资本市场难以形成优胜劣汰的良性竞争生态,与域外成熟资

本市场中上市与退市基本持平甚至退市更多之主流背道而驰。畅通后端退出机制,从根本上防止我国资本价值被摊薄,是优质资本市场的理性选择。完善非自愿退市可以很大程度上替代自愿退市、成熟资本市场通过非自愿退市优化公司治理的认识虽曾被我国学者提及,但并不准确。交易所多是有营利性诉求的公司,保留了不遵循上市规则的特定股票能否继续上市的终局判断权,这决定了非自愿退市很难真正替代自愿退市。

然而,作为自愿退市的关键一环,挤出式并购(squeeze-out/freeze-out)的制度设计在我国面临较大争议。挤出式并购也叫余股挤出,指的是并购中收购人获得目标公司一定比例的股份或股权后,可以以合理价格强制收购余股股东的股份或股权,将余股股东从目标公司中挤出。该制度在2015年证券法草案(简称“15草案”)第122条中被引入,该条表述

为：“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数超过百分之九十或者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”。不过，2019年《证券法》正式稿中该条被删除，有反对声音在“如无必要、勿增实体”的指引下，提出了通过现存制度实现余股挤出制度实质功能的设想。有观点认为，既有制度对少数股东的单方面保护足矣，增设挤出权反而蕴含着侵害少数股东公平权和财产权的可能，即使存在自愿退市的诉求，也可以考虑用特殊通道的方式实现挤出的实质效果。<sup>②</sup>删除挤出权后的证券法规定少数股东在收购人股份达到百分之三十时享有强制要约收购(mandatory bid,《证券法》第65条)的前端权利，在收购公司股份分布不符合上市要求时享有后端的售出价(sell-out right,《证券法》第74条)。

然而，我国证券法的这种设计只能对中小股东形成形式保护，难以切实保护中小股东利益。正如格罗斯曼与哈特指出的，作为财务投资者，只要少数股东的权益以公允价值清算，退出股权市场就符合其利益。<sup>③</sup>但强制要约收购中的回购请求权精细不足，难以充分估计股价，容易被收购人操纵。在收购人方面，挤出式并购的形式缺位不会阻却实质意义上的挤出行为，因为收购人获得独家控制权这一优势难以替代。<sup>④</sup>收购人将不惜通过先合并或出售资产、后解散公司的方式压制少数股东。<sup>⑤</sup>我国也有类似的先例，2006年中石化收购余股时就由于法律缺位导致收购人只得成立空壳子公司吸收合并以实现不完美的挤出效果。<sup>⑥</sup>而域外经验证据表明，用特殊通道进行余股收购必然会拉高成本，印度、韩国等新兴市场也已因此摒弃了特殊通道挤出的方式，将挤出权制度化、常态化。<sup>⑦</sup>即使是还存在特殊通道的英国，特殊通道也被认为更耗时和不稳定，不如一般性的挤出受欢迎。此外，也可能导致少数股东有动力通过成为余股股东获取更高的边际股价，因而存在少数独裁(minority dictatorship)的危险。<sup>⑧</sup>

综上，目前《证券法》中建构的少数股东形式保护并未实现其预期效果。建构挤出式并购至关重要，对于收购人高效收购、少数股东退出时获得合理报偿都有基础性意义。挤出式并购制度作为自愿退市的关键一环，应成为注册制改革的重要议题。本文旨在通过吸收域外挤出式并购制度的经验教训，反思域外挤出式并购制度的通病，最终回归本土方案，考察我国立法逻辑和技术，在确保可行性的基础上，提出我国挤出式并购制度的构建方案。

## 二、挤出式并购制度的美国模式与德国(欧洲)模式

目前我国对境外经验的研究聚焦于挤出式并购的前端机制，即如何实现合规的挤出。对后端机制的研究尚不充分，少数股东对挤出本身或挤出价格不满时应如何寻求救济不甚明确。本文将对境外挤出式并购两种主要模式的前端和后端机制设计进行完整介绍。

### (一)前端机制：美国模式与欧洲模式

目前我国对于挤出式并购的学术讨论主要集中于对美国 and 德国模式的研究。<sup>⑨</sup>其中，研究美国制度的学者认为我国制度目标与美国挤出式并购实现的良善效果具有一致性，在公司法层面，应引入和调整特别委员会(special committee, 简称SC)与少数股东多数决(majority of minority, 简称MOM)<sup>⑩</sup>，警惕少数股东要挟行为。<sup>⑪</sup>在证券法层面，应以信息披露监管而非实质审查，引入类似Rule 13e-3的设计。<sup>⑫</sup>在美国模式中，私有化需遵循证券法和公司法两类规则，其中，前者属于联邦法，满足注销注册所需的人数和资产要求以及信息披露要求即可。<sup>⑬</sup>后者属于州法，我国目前的研究主要聚焦特拉华州。其中，一步挤出是挤出制度的初始形态，两步挤出则是始于20世纪90年代的一种颠覆性补充，其中第一步是要约收购，短式与长式合并则是作为第二步的后端合并程序(back-end merger)。<sup>⑭</sup>

一步挤出和两步挤出这两种在经济实质上相同的挤出模式最初接受不同司法标准的审查，导致了少数股东向多数股东的财富转移乃至社会福利的整体损失，但后续通过设置无胁迫标准(non-coercive)

等方式填补了这一漏洞,目前两种挤出实质上基本一致。类案与概念梳理可见图1、图2。<sup>⑤</sup>

主张引进德国挤出式并购制度的学者认为,我国与德国在制度环境上存在相似性,复制德国模式的可行性较高。有学者主张退市需以股东会决议和挤出价格评估为前提,<sup>⑥</sup>还有学者认为,德国采取的退市模式是补偿模式,美国则属于等待期模式,我国应引入德国模式。<sup>⑦</sup>然而,不宜将美国退市模式等同于等待期模式。挤出式并购制度的全景图可大致分为美国与欧洲两个板块,其中,私有化(go private)和停止公开披露信息(go dark)的界分是美国退市讨论的基点。两者广义上都属于自愿退市的范畴,前者指的是上市公司转为无法交易的非上市公司,余股完全丧失流动性。后者指的是上市公司转为非上市公司,可以在OTC与粉单市场继续交易,不剥夺外部股东的参与权。<sup>⑧</sup>萨班斯法案出台以来停止公开披露信息变得流行,造成了学术界将美国少数股东退市保护等同于停止公开披露信息中的等待期保护的认识。<sup>⑨</sup>此外,补偿模式绝非德国专属,甚至滥觞并不在德国。德国模式的塑造极大地依赖其对特拉华模式的借鉴,实行效果也不及后者。

我国学者对德国模式的推崇源自于将事前评估的形式与德国式评估权实质标准绑定,但德国模式的形式优越性与美国模式的实质优越性其实是可分、可兼得的。

目前有关德国模式的研究相对微观,本文主张将德国置于欧洲的大背景下,从而更好地理解德国模式的基本逻辑和其在欧洲的典型意义,具体可见图3。欧洲议会和理事会关于收购要约的指令(Directive 2004/25/EC,简称欧洲收购指令)第15条建立了挤出制度的基本框架:成员国可以在单一阈值或少数股东超级多数决(super majority of minority)中择一作为本国的挤出式并购方案。单一阈值要求收购人持有目标公司的投票权(voting rights)和有表决权股份(capital carrying voting rights)都达到特定门槛(成员国可在90%~95%范围内自主确定一个门槛)。<sup>⑩</sup>少数股东超级多数决则指的是目标公司股东接受要约后,收购人成功收购(或者通过合同方式确认即将收购)目标公司不少于90%的有表决权股份和要约所包含的90%以上的表决权。换言之,90%以上表决权的少数股东应当认同本次要约收购的价格。

无论是单一阈值还是少数股东超级多数决,都

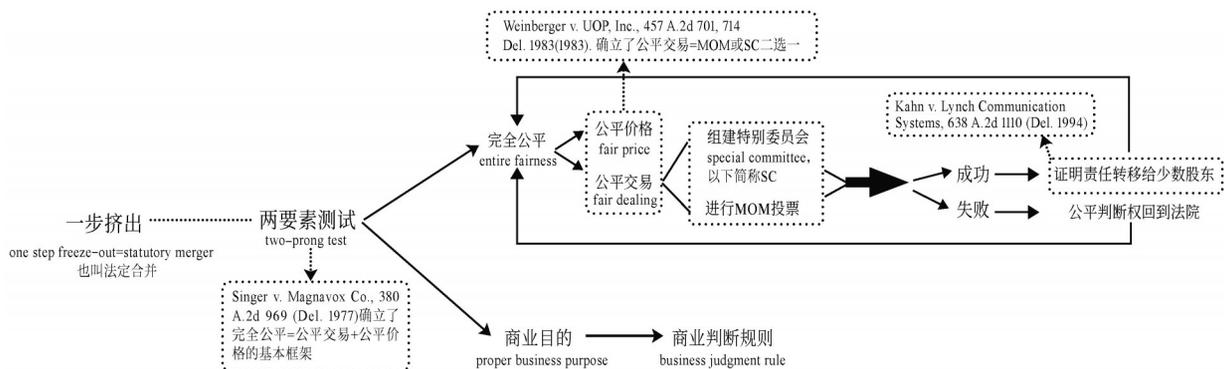


图1 美国的一步挤出(以特拉华州法为例)

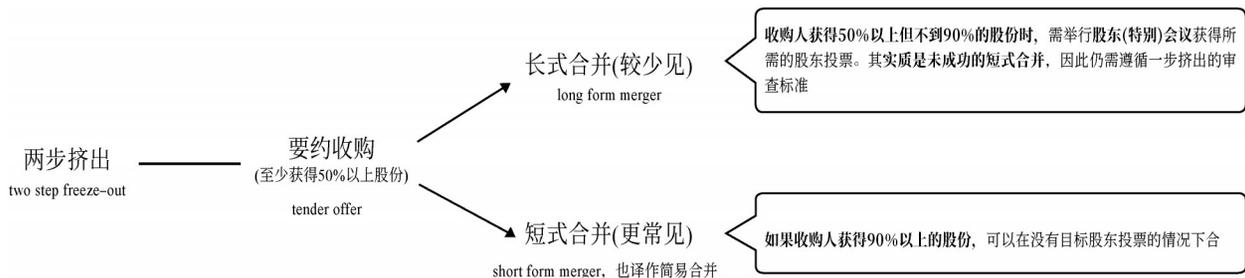


图2 美国的两步挤出(以特拉华州法为例)

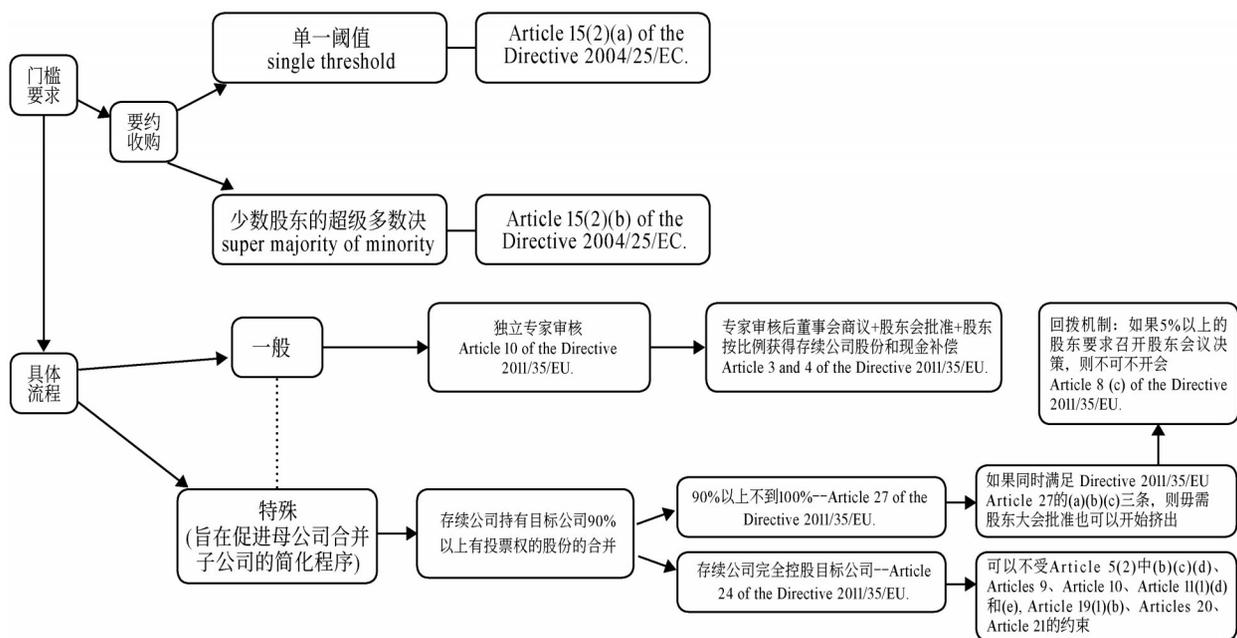


图3 欧洲的挤出框架与对应规定(以欧盟规定为例)

以收购人发出要约为前提,类似于美式两步挤出。挤出后,目标公司的股东可以基于董事会商议且股东批准的交换比例获得存续公司的股份,并在此之外获得一笔不超过已发行股票面值10%的现金。理论上,换股的比例可以极高,但成员国提交合并草案前必须经独立专家就审查交换比率(即参与合并的公司的价值是否公平反映在股价中)发表意见。若收购人为持有子公司大量甚至全部股份的母公司,则股东大会批准、会前信息披露等收购程序会简化。此种简化程序也存在回拨机制:5%的股东要求召开股东会时,挤出也可能被阻遏。

欧盟各成员国在该框架内有调整具体方案的自由,其中,没有评估权或集体诉讼,只有少数股东超级多数决、导致挤出变得几乎不可能的英国被视为欧洲挤出版图的传统代表。<sup>②</sup>近年来,德国得益于立法与司法主体的改良尝试,取消了部分无意义的程序约束,挤出的应用率较高,被认为代表了欧洲资本市场挤出制度较为进步的切面。德国不仅允许收购人在超级多数决和控股95%的单一阈值中二选一,还产生了一种效果类似于一步挤出的例外性安排,在未经过要约收购阶段的情况下,控股股东若控股95%以上则可以召集全体股东会议批准挤出程序。

综上,当前研究对挤出式并购制度作了初步探索,为本文提供了良好基础,但并不全面。其一,目前的研究集中于前端的挤出门槛条件,对后端异议股东求偿的禁止合并或评估权关注不足。其二,持不同观点的研究者沟通不足,两大模式之间的异同与联系还存在探索空间。本文将在下文处理上述问题,以图建构超越挤出制度共同体的本土方案。

### (二)后端机制:禁止合并诉讼与评估权的完善

为理解前后端机制的衔接关系以及后端机制内部的动态关系,必须梳理挤出式并购的沿革情况。在任何司法辖区,挤出式并购的诞生都经历了这样的历程:少数人必须承受不利后果和多数民主本是公司法王国的初始设置,但随着“多数暴政”的出现,股东压制理论占据了学术注意力。此时管理层在非冲突交易中的商业判断仍鲜受事后批评,但控股股东和管理层试图通过公司谋求私利(实施欺诈行为或除权少数股东)的行为则需自证完全公平。<sup>③</sup>作为例外的例外,挤出式并购本质上是一种合法的股东压制,为公司的商业目的和市场整体利益,可以适度突破压制学说,回归多数决的本真状态。这种突破的限制主要体现在两个方面:第一,需合理设置挤出式并购的触发门槛,以划定反对股东压制的常态和

允许压制的例外之边界。无论在美国还是德国,少数股东都可以在遭受严重侵害时通过从根本上推翻挤出、以禁止合并为目的、适用于所有挤出的诉讼维护自身权益。第二,设置评估权,确保因压制受损的少数股东分享控制权溢价。在美国,评估权通常仅作为潜在诉讼威胁倒逼收购人合规,只有在异议股东提起评估权诉讼时才会成为现实威胁,评估权诉讼往往适用于两步挤出中不反对挤出本身但要求价格调整的情况。德国极富创新性地将评估权一分为二:事前,法院指定的独立专家就拟议价格公平性展开审查<sup>②</sup>,并监督交易在商业登记处登记;事后,少数股东还可以通过评估权程序挑战独立专家估价的公平性。美国的评估权诉讼和德国的“事前估价程序+事后评估权程序”起到的实质效果类似,不过由于美国评估权诉讼根植于其强大的事后集体诉讼机制,很难被其他国家复刻。

禁止合并的诉讼是严重违反前端合规机制的后端救济,但其并不受欢迎,原因有三:其一,司法审查标准和成本都过高,更经济的做法是通过司法评估确定挤出价格是否合理<sup>③</sup>;其二,法院不倾向于在挤出公示后撤销已经完成的挤出,因为这样会造成对新公司股东权益的侵害<sup>④</sup>;其三,支持推翻挤出本身可能社会效果不佳。在德国,少数股东股权转让登记是挤出的前置要件,而转移登记时不允许存在未决诉讼。这导致大量少数股东赶在登记前提起诉讼“敲竹杠”,损害挤出制度的效率。<sup>⑤</sup>美国的情况要好得多,Weinberger案以来,少数股东只有证明达到不可挽回的损害标准时才可以提起诉讼以禁止合并,且此类诉讼经常被驳回。<sup>⑥</sup>撤销挤出的主要功能在于通过威慑的方式鼓励控股股东提供公平交易(尤其是SC或MOM等程序性保护),因为完全公平标准下判决的金额通常高于交易合理价格。<sup>⑦</sup>德国也只有存在内部人操纵价格或虚假陈述等少数情况时,才可选择就上市授权的撤销向行政法院提出上诉,多数诉讼只是就金额向普通法院提出诉讼。<sup>⑧</sup>

评估权在域外是最为普遍的少数股东救济形式,但国内对其研究不充分。首先,应明确少数股东

定义。美国的挤出理论主张,推翻挤出以全体少数股东都遭欺诈或胁迫为前提,但估价程序中,少数股东将进一步被划分为基于过程公平性和对价格基本满意接受要约的股东,和认为价格不公、承担评估成本的另一批股东。<sup>⑨</sup>美式观点根植于“价格胁迫的幽灵只存在于幻想之中”的逻辑:少数股东不会轻易接受低价报价,而投标人则因对目标公司有信心,且希望避免少数股东采取评估权徒增费用和分散精力,往往愿意支付较高溢价,更何况不公平征用的风险在购买股票时即反映在股价上。<sup>⑩</sup>德国少数股东则并未呈现这种分裂性,未在决议通过时反对挤出且已经接受要约的股东也可享受评估权,这种做法因不稳定性受到诟病。

其次,需找到余股价值判断的标尺。理论上,少数股东内部天然会趋于无限异质化,不论是主张因余股由弱勢的少数股东持有而应降价的少数折扣派(minority discount),还是主张余股边际价值较高的少数溢价派,都认为余股与其他股价格不一致。<sup>⑪</sup>然而,由于计算每一余股的具体价值过于复杂且不符合股东平等原则<sup>⑫</sup>,通常将余股价格定为触发评估权事件前一段时间内股票最高价,这在立法中通常被称为最优价格规则(best-price rule)。在欧洲,挤出价格不得低于挤出发生前6~12个月(成员国自主决定)收购人给出的最高要约价格。<sup>⑬</sup>在美国,发挥类似作用的是Rule 14d-10。不过,基于市场价值理论(market value)的最优价格规则如今被批评为对控股股东机会主义行为的鼓励。<sup>⑭</sup>由于内部人基于未公开信息操纵退市时机的机会主义风险过大且往往难以证明,司法机关往往会保留介入价格判断的权力,最优价格规则只是收购人在前端合规需遵守的默认设置,并非不可突破。主张较为激进地突破最优价格规则的,是第三方销售价值(third-party sale value)理论。该理论一度颇受欢迎,它主张:退市中股价必然缩水,而判断股价与内在价值是否一致的信息几乎全由内部人垄断。即使启动诉讼,外部股东也没有能力承担证明估价过低的成本,这种对受托优势地位的结构性的滥用需专门规则而非泛泛信义务予

以防范,否则会导致隐性的少数折扣。<sup>⑧</sup>由于强制挤出公众股东是实现私有化价值增量的必要条件,因此公众股东有权分享该增量,而收购人有义务详细披露私有化的目的、预期收益和分配方案的合理性。<sup>⑨</sup>然而,Weinberger案以来,第三方销售价值理论被推翻,美国的主流观点认为:其一,信托理论认为,部分股东获得额外收益、另一部分股东收益不变的情况下不需要分享一切收益,否则就是鼓励余股股东“搭便车”。其二,控股股东投入的精力与资源、控制公司的机会成本都难以确认,少数股东收到的要约价格若高于实际价值是否应退还、若挤出导致损失而非收益时该如何处理,也无定论。其三,控制权溢价源自股份聚合,分散的股份并没有如此之高的价值。<sup>⑩</sup>德国法院判例也有类似的说理:在时效利益层面,挤出效益的实现依赖少数股东退出,而这种收益在挤出决议作出之日尚不存在。在风险—收益关系层面,评估程序和法院程序费用和 risk 全然由控股股东承担,收益却被少数股东按比例分享,这将影响控股股东挤出的意愿,因此余股估值中不应考虑挤出收益。<sup>⑪</sup>

目前的评估权通说是营运价值理论(going concern),该理论试图以较为温和的方式突破最优价格规则。其中,特拉华州的模式最受推崇,主张在贴现现金流量法(discounted cash flow method,以下简称 DCF)的基础上,将预期再投资机会产生的贴现自由现金流也纳入测算。申言之,可能不会反映在估价中的、未传达给市场、若不包含在评估中将剥夺少数股东部分真实投资价值的信息和见解<sup>⑫</sup>,甚至因公司机会分散导致的潜在收益损失等前景信息(future prospects)都将被纳入测算。<sup>⑬</sup>仅基于 DCF 测算的德国模式则被批评投机和弹性过大,不宜单独适用。<sup>⑭</sup>

### 三、境外挤出式并购制度的功能趋同

我国的挤出式并购研究相对初步,欧洲模式和美国模式的支持者目前的沟通尚不充分。将实质上趋同的两套体系中的形式差异扩大化解释为因制度环境不同导致的价值选择分歧,无疑是因果倒置的。换言之,目前美、德二选一的片面性可能是

对另一方考察不足或人为割裂公司法与证券法所致。在更整体性的视角下,两者存在沟通与趋同的空间。全球化背景下,固有的法系划分正在分崩离析,商事交流的效率需求决定了商法趋同的潮流势不可挡。<sup>⑮</sup>在技术框架上,在梳理各域外模式对我国的借鉴意义之前,应厘清它们之间的相互关系,提炼各模式欲追求的实质效果。技术分歧只是在趋同实质之下在具体制度环境中衍生出的细微形变,其本身并不由制度环境决定。在本阶段,一切与趋同的实质性目标一致的技术细节均可拆卸、杂糅和重组,毋需与特定模式产生绝对的绑定关系,后发优势得以充分发挥。

评价欧美挤出制度的关系,势必要剥离形式外观的差异,对比两者实质功能的内涵。这需要做到三点:其一,理解和承认欧美模式的差异,这是两种模式对话的前提。美式挤出和欧式挤出只是名称相同,但内涵完全不同。美式挤出的程序确定性极大抵消了标准的弹性,“胁迫”“完全公平”等近乎于信托义务的标准被 SC 和 MOM 等程序装置锚定在特定范围内,挤出几乎可以完全由交易驱动。美国的集体诉讼传统决定了公司更愿意面对一项特定交易的可控诉讼风险(譬如退市诉讼)而不是派生诉讼和集体诉讼的潜在风险,也更有动力通过少数股东程序保护减少或避免集体诉讼。<sup>⑯</sup>欧式挤出的灵活性较强,且由于其民法传统(civil law)不允许未经股东同意而直接剥夺其参与权,挤出程序中股东会获得一定比例转换的存续公司股份和部分现金补偿,少数股东很可能在公司退市后持续参与公司运营,仅基于现金补偿挤出少数股东获得完全控制权的美式挤出在欧洲不完全成立。

其二,欲理解欧美挤出制度的差异,不能孤立考察挤出制度本身,应将研究视野拓展到关联制度。特定制度实质功能的考察不应以个体而应以制度矩阵为单位。美国以挤出作为少数股东救济的重头戏,欧洲则通过较普遍的前端强制要约收购和后端售出权摊薄了挤出的少数股东保护功能<sup>⑰</sup>,而挤出的效率功能又不受重视。这决定了欧式挤出的设计相

当粗放:通过畸高的门槛标准和失衡的评估权程序对少数股东倾斜。譬如,欧式挤出中的强制要约收购和售出权依托公权的事前强制力虽然部分替代了SC和MOM的自主合规功能,但SC和MOM带给收购人的程序性保障功能仍然缺失。强制要约收购或敌意收购的制度目标都是鼓励目标公司控股股东与外部收购人竞争以提供额外的股东保护,但在控制权过于集中的欧洲,能达到门槛要求的通常是控股股东。<sup>④</sup>加之强制要约收购本身也会触发挤出,而挤出价格必须高于强制要约收购价格,导致收购因包含巨额控制权溢价而过于昂贵。<sup>⑤</sup>设计粗放导致的低效率已经开始反噬欧洲,立法者也作出了一定回应,但显然还不够。德国就已经注意到,较高挤出门槛将导致控股股东在挤出前就已对公司形成极强的控制力,以及这种控制力造成的决议空洞化后果。<sup>⑥</sup>在此背景下,Macrottron案被Frosta案推翻,理由是退市与公司结构变化不具有可比性,因此退市中少数股东不需要股东决议批准这种公司法额外保护。<sup>⑦</sup>相比之下,美国法更依赖司法事后审查,少数股东保护压力集成到后端,主要靠潜在诉讼威胁倒逼市场产生合适的挤出价格,因而挤出设计较为精细。

其三,应当综合判断欧美挤出模式实质功能差异的产生原因。是由于处于不同发展阶段还是因不同的环境导致的现实分歧所致?本文认为是前者。在挤出式并购发展的第一阶段,滥觞于封闭公司大股东在谋求扩张或企业结构根本性变革时小股东可以选择在存续公司中继续参与或选择挤出。这一阶段小股东的选择权正当性来源在于,在该阶段的公司(尤其是封闭公司)中,股东与公司的联系除投资关系外,也有感情依赖和雇佣关系,强制挤出的正当性被公司内斗的可能性削弱。加之股票通常缺乏流动性,导致估值也更为困难。<sup>⑧</sup>第二阶段的代表为目前的欧洲,本阶段挤出式并购的适用对象扩张到公开公司,评估权的正当性来源是流动性丧失或企业发生根本性变革,从而颠覆了股东初始预期。本阶段的基本背景是在不发达的资本市场为异议股东提供以公平价格离开公司的可能性(即流动性目的),本质

上是封闭公司评估权的一种现代拟制。由于收购是强制性的,而保护的内涵则是替代性的,外部股东即使获得了持股公允价值,也还是需要承担寻找同等投资的额外成本、评估权带来的税收成本和无法获得同等投资机会的风险,即使留在存续公司也至多获得份额被稀释的股权。<sup>⑨</sup>流动性较高的美国已迈入第三阶段,评估权的理论正当性由对流动性或根本变革的补偿转变为对多数机会主义(控股股东套现)的防范。由于本阶段对参与权的剥夺更为彻底,评估权成为公司内部特定成员试图从其他成员处掠夺财富时最低出价的默示条款。<sup>⑩</sup>

#### 四、从趋同到超越:挤出式并购制度的本土建构

在补齐挤出式并购后端研究和理解挤出式并购共同体内部对话机制的基础上,可以着手建构超越挤出式并购共同体的本土设计。首先,应梳理相关立法,考察本土挤出式并购建构的基础条件,选择可行的技术方案。其次,应在此基础上,理解目前挤出式并购共同体面临的共性问题,在设计本土方案时超越这些发展困境。

(一)从证券法到公司法:移植挤出式并购的技术路线

挤出式并购制度通常在各国公司法中,我国此前试图将其纳入证券法的尝试是一种特例。挤出式并购本就属于公司治理而非监管介入的事项,理应由公司法统筹。<sup>⑪</sup>域外立法例支持这一点,且公司法中的挤出式并购通常不限于上市公司。<sup>⑫</sup>“15草案”的立法语言与欧洲收购指令高度一致,该指令挤出仅适用于上市公司,目前证券法中建构的其他配套制度(如强制要约收购和售出权)也以欧洲收购指令为样本。除领域法归属的问题外,“15草案”在内容上也不成熟。如果说“15草案”是对欧洲模式不成熟的模仿,那么欧洲模式本身也是对特拉华模式不全然成功的移植。德国模式之所以得以在欧洲国家中受到关注,是因为其对欧洲模式进行了一系列调整,使之更适应资本市场的效率诉求。在这种背景下,对欧洲模式不加甄别地移植显然是不负责任的。当前的欧洲模式饱受诟病:控制权交易的过高成本阻

遇了高效的控制权交易,剥夺了少数股东通过挤出获得补偿的机会,是隐蔽的控股股东保护。学界均认为过高的门槛构成控股股东壁垒,应适度降低门槛以矫治过于失衡的股权结构。需预留敌意收购空间,确保第三方主体有可能对抗控股股东。<sup>⑤</sup>欧式挤出式并购的高门槛虽然受到批评,但有其历史必然性,是为缓和“股份=财产权=基本人权”的传统和资本市场效率诉求之间的矛盾所作出的妥协。<sup>⑥</sup>这种妥协在我国并不具备现实基础,我国的私权保护远未达到将侵犯财产权视作违宪的程度,然而“15草案”的挤出门槛在比例上还是对标了欧洲收购指令的顶格规定,而且学界还主张应进一步提高挤出门槛。<sup>⑦</sup>这种做法无疑不符合挤出的基本规律与趋势,应予改进。

那么,我国公司法是否具备承接挤出式并购制度的包容性?答案是肯定的。2023年修订的《中华人民共和国公司法》第219条规定:“公司与其持股百分之九十以上的公司合并,被合并的公司不需经股东会决议,但应当通知其他股东,其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权或者股份”。不难发现,从证券法到公司法,删除了“其他股东应当出售”的表述,收购人不得在获得一定比例的股份后强制逼出少数股东,少数股东却享有回购请求权。严格来说,公司法第219条的简易合并制度不包含挤出式并购,这是该条立法语言借鉴美国《标准商事公司法》(Model Business Corporation Act,简称MBCA)第11.05条的结果。<sup>⑧</sup>本文认为将公司法第219条置于挤出式并购的框架下一并讨论在立法技术上并不困难:我国目前的简易合并制度具备包容挤出式并购的开放性,也可以被视作挤出式并购的前置条件。MBCA并不统领所有的州,包括我国公司法最为崇尚的模仿对象特拉华州在内的部分公司法强势州,都规定简易合并(short-form merger)中收购人有权强制挤出少数股东,且立法语言较为相似。<sup>⑨</sup>在公司法中设置挤出式并购有两种路径,一种是与当前证券法配套制度相协调,另一种是在公司法中自成一派。在第一种方案下,由于我国简易合并制度没有设计

配套的挤出式并购和相应的评估权,不能在欧洲收购指令建构的框架内实现平衡。在第二种方案下,由于我国对美国模式的借鉴也不完整,无法在公司法中建立相对独立的挤出制度。美国法的灵魂在于判例法而非成文法,但我国立法并未吸收前者的要义,导致当前的设计缺乏可行性。

不论是证券法还是公司法,都有承接挤出式并购的开放性。两种路径的实行效果没有太大差异,若希望将挤出式并购的适用范围限缩为上市公司,可以在证券法或《上市公司收购条例》中载入挤出式并购,或者在公司法中将挤出式并购适用主体限于上市公司。若希望将挤出式并购的适用范围扩张到封闭公司,则可以直接载入公司法,由于封闭公司的估值困难与流动性差,在立法文本中应给予少数股东更充分的保护。<sup>⑩</sup>

#### (二)本土化方案:挤出式并购与我国既有制度的衔接

两种领域法虽然都具备承接挤出式并购的开放性,但目前我国的制度设计还存在短板,并没有设计挤出式并购、评估权和禁止合并诉讼等制度。在制度设计的过程中,应处理好新设制度与既有制度的衔接问题。

目前,我国简易合并主要功能是省略股东会决议程序以提升效率,以及通过知情权和回购请求权保护少数股东权益。<sup>⑪</sup>当前的立法表达足以在合并中保护少数股东,但增设挤出式并购后,少数股东还需要额外的保护。挤出式并购的具体设计需综合考虑两个方面,除了制度自身的效率与实用性外,与证券法配套制度的衔接也很重要。应综合考虑挤出式并购与强制要约收购权、售出权叠加使用给收购人带来的负担,调适制度整体的严苛程度。欧式挤出中通过高门槛标准保护少数股东的方式饱受诟病,但美式挤出绕过代理问题的三种方式,已经被证明可行性较强。其一,设计MOM。前文已经论证过,“15草案”拟采用的少数股东超级多数决模式在欧洲广受批评,对欧洲模式的学术讨论都指出更合适的或许是简单多数决。我国在挤出式并购的机制设计

中,应载明超过百分之五十的少数股东同意挤出式并购时即可开启并购流程。其二,对于董事会的监督。不同于将挤出式并购限定在上市公司要约收购场景的“15草案”和特拉华模式,公司法的简易合并中并没有区分一步或两步挤出。换言之,收购人要达到简易合并的持股比例要求,除了通过要约收购外,还可以基于目标公司董事会批准收购方案实现。然而,在集体诉讼乏力、信义义务传统缺失且董事会极大程度受双控人影响的我国,不太可能产生类似于SC这样具有独立谈判能力的主体。可以将SC的职能转移给外部中介机构,该机构应对收购过程的公平性负连带责任。同时,也可以向知道或应当知道相关信息的董事和双控人施加监督责任。若收购公平性存疑,则中介机构和关联内部人均应承担相应责任。其三,对于两步挤出,还应额外审查要约收购中是否达到无胁迫性标准。可以整合欧美的少数股东保护措施,将简易合并和要约的价格一致、投标人不得在谈判时作出报复性威胁、外部专家审查价格合理性等内容载入法律中。

我国目前的评估权诉讼规定也极为粗疏,亟须细化。一般认为,评估权可以比回购请求权更好地帮助少数股东抵御收购人出价不合理的风险,且有助于建构相对平衡的收购人—少数股东关系。不论是欧洲收购条例、MBCA,还是未采纳MBCA的很多公司法强势州,都配置有评估权。<sup>④</sup>而公司法第219条设置的回购请求权可能是股权交易市场价格、双方商议价格或法院确定价格<sup>⑤</sup>,《上市公司收购管理办法》第35条则以最优价格规则为基础(余股价格不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格),仅是要约价格低于提示性公告日前30个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值时,财务顾问才有义务分析是否存在股价被操纵等问题。换言之,我国以市场价值理论为基础,标准不统一,套利空间较大,对于股价操纵的认定标准也不细致。借用Pure Resource案的理论框架,我国结构性(例如在获得控制权后通过毒丸计划压低少数股东股价)和实质性的胁迫并存

(对股票内在价值的错误估计),后者较为严重。为破解这种胁迫,应突破将形式和实质绑定的思维惯性,结合美国模式的实质评估标准和德国模式的形式设计。实质标准层面,我国的挤出式并购应当以最优价格规则为基础,结合营运价值,余股估价应排除因挤出产生的预期收益但应涵盖预期再投资机会产生的贴现自由现金流,防止出现操纵退市时间和价格的情况。形式设计层面,在事前,目标公司应聘请独立专家估价,并将计划报给证监会。在事后,应设置评估权诉讼程序,只允许未接受收购要约的股东成为原告,以防止出现德国模式中的滥诉或预期不稳定现象。在评估权设计成文前,可以通过法官说理的方式将简易合并中的回购请求权解释为实质上的评估权。此外,我国也没有专门的禁止合并诉讼。可以通过派生诉讼的形式实现类似效果,在诉讼条件设置上,可以参照美国禁止合并诉讼中的“不可挽回损失标准”。少数股东只有证明存在实际或推定的欺诈、自我交易、未披露、蓄意浪费或错误陈述公平性信息,且达到不可挽回的损害标准时,才可以提起诉讼以禁止合并。

(三)超越域外制度的两个方向:控股股东防范与制度效率提升

目前欧洲与美国的挤出式并购存在两个共性问题:控股股东防范和挤出制度效率提升。我国若希望建立更符合市场需求的挤出式并购,则必须处理这两个问题。一方面不能放任少数股东敲竹杠,另一方面应厘清两类诉讼的关系,确保控股股东、少数股东和外部收购人三方关系处于大致平衡的状态。

### 1. 控股股东防范问题

无论是欧洲还是美国都面临内外部收购人收购难度不同的问题,在欧洲,本问题表现为除控股股东外几乎无外部股东可以实现敌意收购,且目标公司信息披露机制也不完善。美式挤出的问题则在于制度惯性,在流动性提升的当下,防范控股股东多数机会主义已经成为美式挤出最新的核心诉求,而制度框架对此诉求的回应不足:在外部敌意收购中,露华浓职责(Revlon duty)要求董事会必须为其股东榨取最

后一美元,这也与董事会成员不希望因收购成功而失业的自利动机有内在一致性。然而,面对内部敌意收购时,由于董事会倾向于保持被动,内外部敌意收购的双重标准将导致少数股东无法获得同等保护。<sup>④</sup>

我国同样面临上述问题,内外部敌意收购受到一样的约束,并不足以克服利益冲突。首先,应完善收购信息披露机制,建构类似于SEC Rule13e-3的规定,确保内外部收购人可以获得一致的信息。其次,必须对内部收购人施加额外责任,应考虑强制收购人向证监会并购重组委员会报批收购方案,确保收购过程的公平性。还应考虑强制要求收购人聘请外部中介机构监督收购流程,并向知情董事与双控人施加专门责任,迫使相关人举报自利行为。最后,应允许董事对不符合公平性要求的友好收购采取反收购措施,为股东争取最大的合理利益。

## 2. 制度效率提升问题

欧式挤出和美式挤出的效率问题有不同的成因,在欧式挤出中,这种效率损失的来源是敲竹杠。以德国为例,推翻挤出的诉讼虽然成功率不高,但可以造成时效利益损害。异议股东有权就决议程序或内容提出决议无效之诉(Anfechtungsklage, §243 AktG),或者对违反公司法原则的行为提起决议撤销之诉(Nichtigkeitsklage, §241, §249 AktG),从而获得巨大的抵制影响力(未决诉讼导致挤出无法登记生效)。尽管立法机关为保护控股股东时效利益而出台“快速通道”程序(Freigabeverfahren,即对于股东决议瑕疵诉讼登记障碍的“豁免程序”),但时滞仍难避免。<sup>⑤</sup>评估权层面也有类似的敲竹杠行为,少数股东可以挑战法庭指派专家估价的合理性,并因此获得显著更高的赔偿金额,这种诉讼的诱惑极大挫败了股东在要约收购中出售股份的意愿。<sup>⑥</sup>2002年到2007年底的317起挤出中,有214起启动了评估程序,且诉讼平均时间超过三年。<sup>⑦</sup>拒绝要约收购者更受重视的现实造就了少数股东集体行动困境和市场失灵,极大阻遏了挤出实现其制度目标。<sup>⑧</sup>

美式挤出制度效率低下的根源则在于两种诉讼边界的模糊化——禁止合并诉讼这一间接诉讼形式

侵入与撬动了评估权诉讼这一直接诉讼形式,此前挤出制度以评估权诉讼为主、昂贵的禁止合并诉讼为辅的经济框架受到完全公平标准滥用的冲击。这主要是评估权诉讼功能异化所致:其一,禁止合并诉讼与评估权关系的模糊化鼓励了法院向一般条款逃逸的倾向。有的法官认为应当将完全公平作为评估权过程中的一个佐证性要素,不应当在评估时适用该标准<sup>⑨</sup>;有法官主张评估权诉讼包罗万象,可以处理一切以提高估值为由的诉讼<sup>⑩</sup>;还有法官认为应当完全排除完全公平在评估权诉讼中的适用。<sup>⑪</sup>混乱中,越来越多的法院在评估权诉讼中启动完全公平程序,通过评估权诉讼简化少数股东求偿程序的立法本意反被悬置。<sup>⑫</sup>原告也倾向于直接发动禁止合并诉讼,便于享受其时效利益(可以在合并前提出并通过初步禁令增加原告谈判筹码)、费用优势(信托索赔大部分费用由目标公司支付)和扩大发起人范围的优势(评估只能由异议股东进行)。<sup>⑬</sup>其二,对规避评估权行为的事实合并(de facto merger,以资产出售或其他形式行挤出之实的合并)应如何定性仍无定论,导致评估权诉讼的地位一直悬而未决。一贯亲董事会的特拉华州法采形式主义,主张企业有选择包含或不包含评估权方案的自由。<sup>⑭</sup>在主张扩大评估权的州中,加州最为激进:将重组视作企业的根本性变革,确保存续公司股东可以获得流动性,并主张事实合并中的少数股东有评估权。<sup>⑮</sup>

为防止少数独裁,我国应吸取德国模式教训。应当设计推翻挤出的诉讼,但此种诉讼不宜阻遏挤出的进程。同时,为保证制度整体上的经济,应在提升禁止合并类诉讼的门槛同时降低评估权诉讼的门槛。具体而言,我国法院没有施加禁令(injunction)的权力,公司法中可以实现禁止合并效果的是派生诉讼(第189条)或决议瑕疵诉讼(第25~28条)。两者均不能直接阻止合并生效,只能在董监高违反法律、行政法规、公司章程,或者决议存在实质性或程序性瑕疵时适用。由于挤出开始后不宜过于轻率地否定其效力,可以将推翻挤出的诉由解释为欺诈、胁迫、严重违反信息披露规定等少数情形,以衔接证券法内

幕交易、虚假陈述、操纵市场等方面的规定,与评估权诉讼拉开差距。同时,对评估权诉讼应采实质主义,允许事实合并中的少数股东获得评估权。

## 五、结语

挤出式并购制度对于注册制改革中优化自愿退市制度具有重要意义,虽然在2015年《证券法》草案中被删除,但其必要性始终存在。我国应在公司法中增设挤出式并购,当前我国《公司法》第219条规定的简易合并制度虽与美国《标准商事公司法》(MBCA)的规定相似,但并未包含强制挤出的内容。通过将现有的简易合并制度与挤出式并购相结合,可以为强制挤出少数股东提供法律基础。考虑到我国已经存在强制要约收购制度和售出权制度,应防止我国挤出式并购门槛过高,导致“以少数股东保护为名行控股股东防御之实”的不利后果。应采取简易合并与强制要约收购的结合机制,明确规定,当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数超过百分之五十或者收购一个上市公司有表决权股份超过百分之九十时,有权启动挤出程序。少数股东的保护机制需要进一步细化,平衡多数压迫的结构性侵害和少数滋扰的相对危险。应明确禁止合并诉讼与评估权诉讼的适用范围,避免两者的混淆与滥用。对于禁止合并诉讼,立法应设定较高的门槛,仅在少数股东能够证明存在欺诈、信息披露不充分或控制权交易中的重大不公时允许起讼,避免滥诉敲竹杠的行为。同时,应降低评估权诉讼的门槛,规定未接受要约收购的少数股东有权提起评估权诉讼,防止控股股东通过压低股价、操纵市场等手段损害少数股东利益,并通过独立的外部评估来确定股权的公允价值。为防范控股股东的机会主义行为,立法中应借鉴美国SEC Rule 13e-3的规定,要求控股股东在启动内部收购时向监管部门提交收购计划,并经外部独立机构审核。

## 注释:

①参见蒋大兴.公司如何死亡?——公司退市监管政策的改革[J].法学评论,2005,(2):116-122.

②参见方重.构建余股强制挤出机制[J].中国金融,2015,(9):63-65.

③See Grossman S J, Hart O D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J]. The Bell Journal of Economics, 1980, 11(1): 42-64.

④See Rho H J. New squeeze-out devices as a part of corporate law reform in Korea: What type of device is required for a developing economy[J]. Boston University International Law Journal, 2011, 29(1): 41-78.

⑤See Clark R C. Corporate Law(2nd ed.)[M]. Netherlands: Wolters Kluwer, 1986: 500-501.

⑥参见王怡丞.余股强制挤出制度的再释义与本土化[J].北京化工大学学报(社会科学版),2023,(3):40-48.

⑦See Lee T G, Ryu M H(Brandon). Squeeze-out through compulsory acquisition under the amended Korean Commercial Code—will compulsory acquisitions work in practice[J]. Asian Business Lawyer, 2012, 10: 137-156.

⑧See Goergen M, Martynova M, Renneboog L. Corporate governance convergence: Evidence from takeover regulation reforms in Europe[J]. Oxford Review of Economic Policy, 2005, 21(2): 243-268.

⑨也有兼议美国和德国模式的文章,但也聚焦于两国的技术差异而非关联,例如,董新义,刘明.收购人余股强制挤出式并购的保障及制衡——以《证券法(修订草案)》第122条为对象[J].证券法苑,2017,(2):144-161.

⑩参见沈朝晖.上市公司私有化退市的“安全港”制度研究[J].法学家,2018,(4):66-79.

⑪参见郭雳.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[J].证券法苑,2014,(3):89-108.

⑫参见李文莉.上市公司私有化的监管逻辑与路径选择[J].中国法学,2016,(1):194-209.

⑬Rule 12g-4要求不超过300人或不超过500人且截至近三年最后一日发行人总资产不超过1000万美元。私有化交易信息需根据Rule 13e-3披露,如存在要约收购或以其他发行人的股票为对价支付少数股东挤出费用的情况,则需遵循Reg 14D、14A或14C额外披露。

⑭由于长式合并与一步挤出实质效果差异不大,后文的两步合并都指向“要约收购+简易合并”的情况。

⑮See Subramanian G. Fixing freezeouts[J]. The Yale Law

Journal, 2005, 115(1): 2-70.

⑩参见冯果,李安安.上市公司主动退市过程中的利益冲突及其法律规制——以中小股东权益维护为中心[J].南都学坛,2011,(5):68-72.

⑪参见张艳.主动退市中投资者保护模式的反思与重构[J].环球法律评论,2020(6):72-87.

⑫See Fried J M. Firms gone dark[J]. The University of Chicago Law Review, 2009, 76(1): 135-160.

⑬同注 17:72-87。

⑭Capital carrying voting right指的是有表决权的股份对应的股本,在类别股设计的公司中,一股一权和一股多权的情况并存,不同的类别股覆盖的股本无异,但表决权有别。

⑮See Chen C, Zhang W, Wan W Y. Regulating squeeze-out techniques by controlling shareholders: The divergence between HongKong and Singapore[J]. Journal of Corporate Law Studies, 2018, 18(1): 185-216.

⑯See Levy E R. Freeze-out transactions the pure way: Reconciling judicial asymmetry between tender offers and negotiated mergers[J]. West Virginia Law Review, 2004, 106(2): 305-358.

⑰Sections 327a through 327f of the German AktG.

⑱同注 22:305-358.

⑲See Ventoruzzo M. Freeze-outs: Transcontinental analysis and reform proposals[J]. Virginia Journal of International Law, 2010, 50(4): 841-918.

⑳See Krebs C A. Freeze-out transactions in Germany and the US: A comparative analysis[J]. German Law Journal, 2012, 13(8): 941-978.

㉑See Steinberg M I, Lindahl E N. The new law of squeeze-out mergers[J]. Washington University Law Quarterly, 1984, 62(3): 351-414.

㉒See Thompson R B. Squeeze-out mergers and the new appraisal remedy[J]. Washington University Law Quarterly, 1984, 62(3): 415-434.

㉓See Horbach M, Koch S. How to manage squeeze-outs in Germany[J]. International Financial Law Review, 2005, 24(10): 34-36.

㉔See Resnick B M. Recent Delaware decisions may prove to be entirely unfair to minority shareholders in parent merger with partially owned subsidiary[J]. Columbia Business Law Review, 2003, 2003(1): 253-284.

㉕See Pritchard A C. Tender offers by controlling shareholders: The specter of coercion and fair price[J]. Berkeley Business Law Journal, 2004, 1(1): 83-112.

㉖只有伊利诺伊州等少数几个将少数折扣视作事实问题的州还认可其合法性,其他将少数折扣视作法律问题的州普遍否认其合法性。See Murdock C W. Squeeze-outs, freeze-outs, and discounts: Why is Illinois in the minority in protecting shareholder interests[J]. Loyola University Chicago Law Journal, 2004, 35(3): 737-778.

㉗同注 27:387-489.

㉘Article 5(4), Directive 2004/25/EC.

㉙譬如,德国挤出规则规定,公告前六个月内若股票流动性过差以至于无法产生市场价格的时间超过三分之一且连续几个交易日价格偏差超过5%,少数股东需自己承担非因退市带来的流动性风险,这种被称为适销性折扣(marketability discount)的做法备受批评。See Casper M, Gasse N. Delisting rules in the context of corporate governance: Can the protection of shareholders be effected by a competition of listing rules or are state-made provisions required?[M]//du Plessis J J, Low C K, eds. Corporate Governance Codes for the 21st Century: International Perspectives and Critical Analyses. Switzerland: Springer International Publishing Switzerland, 2017: 209-230.

㉚See Kessler M K. Elimination of minority interests by cash merger: Two recent cases[J]. The Business Lawyer, 1975, 30(3): 699-711.

㉛See Brudney V. A note on going private[J]. Virginia Law Review, 1975, 61(5): 1019-1056.

㉜See Hamermesh L A, Wachter M L. Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts[J]. Boston College Law Review, 2009, 50(4): 1021-1068.

㉝Oberlandesgericht Frankfurt a. M.[OLG-Higher Regional Court], Case No. 5W 39/09(June 17, 2010), 同注 26:961.

㉞Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A. 2d 345, 361 Delaware 1993(Del. 1993).

㉟Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A. 2d 1137(Del. 1989).

㊱实证研究表明,基于DCF的测算与其他方法测算某股票的价值可以得出相差近五倍的结果,同注 26:962.

㊲See Coffee J C. The rise of dispersed ownership: The roles of law and the state in the separation of ownership and control[J]. Yale Law Journal, 2001, 111(1): 1-82.

④同注 25:878-879.

④5 欧洲收购指令第 16 条规定售出权,其起草目的几乎与挤出式并购完全相同,大多欧洲国家也在各自的商法中规定了强制要约收购制度。

④6 See Burkart M, Panunzi F. Mandatory bids, squeeze-out, sell-out and the dynamics of the tender offer process[R]. ECGI Working Paper Series in Law, 2003, No. 010/2003.

④7 Article 5, Directive 2004/25/EC.

④8 See Maume P. The parting of the ways: Delisting under German and UK law[J]. European Business Organization Law Review, 2015, 16: 255-279.

④9 Macrotron 案判决,只有在股东大会决议批准的情况下才允许退市,且应以民事法院司法审查的适当价格购买少数股权,该案因为导致了宪法成员权的不成文扩张而受到批评。

⑤0 同注 5:528-530.

⑤1 See Thompson R B. Exit, liquidity, and majority rule: Appraisal's role in corporate law[J]. Georgetown Law Journal, 1995, 84(1): 1-60.

⑤2 See Fischel D R. The appraisal remedy in corporate law[J]. American Bar Foundation Research Journal, 1983, 8(4): 875-902.

⑤3 参见吕成龙.论证券监管介入上市公司治理的限度[J].中国法学,2024(1):226-244.

⑤4 欧美皆倾向于在公司法中设置挤出式并购,在证券法中作特别规定。虽然欧洲收购指令仅适用于在受监管市场(regulated market)的企业(也就是上市企业),但欧洲各国的挤出式并购立法仍见诸公司法,譬如英国 2006 年公司法的第 979 条就对挤出式并购专门立法。

⑤5 同注 25:914.

⑤6 See Christensen J W, Schans, et al. Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids in the European Union[M]/Ferrarini G, Hopt K J, Winter J, Wymeersch E, eds. Reforming Company and Takeover Law in Eu-

rope. Oxford: Oxford University Press, 2004: 825-924.

⑤7 参见李雪莹.上市公司余股强制挤出制度本土化路径探究[J].公司法律评论,2019:155-169.

⑤8 参见赵旭东,刘斌.新公司法条文释解[M].北京:法律出版社,2024:479.

⑤9 目前域外挤出式并购论文与著作,也大都以特拉华州为中心展开,即使是备受我国学者推崇的德国挤出式并购设计,也是以特拉华州为原型的。

⑥0 例如上调 MOM 的投票门槛。

⑥1 同注 58:479.

⑥2 MBCA Chapter 13 单独配置了评估权,特拉华州的 DG-CL§253(d)则在简易合并中设置有评估权。

⑥3 同注 58:211.

⑥4 See Gilson R J, Gordon J N. Controlling controlling shareholders[J]. University of Pennsylvania Law Review, 2003, 152(2): 785-844.

⑥5 同注 26:966.

⑥6 同注 29:34-36.

⑥7 同注 26:968.

⑥8 See Kaisanlahti T. When is a tender price fair in a squeeze-out? [J]. European Business Organization Law Review (EBOR), 2007, 8(4): 497-519.

⑥9 Alabama By-Products Corp. v. Neal, 588A. 2d 255(Del. 1991).

⑦0 Steinberg v. Amplica, Inc., 729 P. 2d 683, 42 Cal. 3d 1198, 233 Cal. Rptr. 249(1986).

⑦1 Kademian v. Ladish Co., 792 F. 2d 614(7th Cir. 1986).

⑦2 同注 51:50.

⑦3 同注 26:952.

⑦4 Hariton v. Arco Electronics, Inc., 188 A. 2d 123, 41 Del. Ch. 74, 41 Del. 74(1963).

⑦5 See Cal. Corp. Code §§ 181, 1001, 1201, 1300.