

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：13620081150693

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

公司合并中的异议股东估价权制度研究

——以美国法为中心

A Study on Appraisal Rights in Mergers and Acquisitions

——Focusing on American Law

王赵平

指导教师姓名：朱炎生 教授

专业名称：民商法学

论文提交日期：2011年4月

论文答辩时间：2011年 月

学位授予日期：2011年 月

答辩委员会主席：_____

评阅人：_____

2011年4月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

内容摘要

公司合并是影响公司命运及股东权益最为重要的公司变更方式，关乎不同意合并之少数股东的投资利益，因此，公司合并乃触发异议股东估价权的最重要诱因。异议股东估价权制度发源于美国判例法，并为美国成文法所吸收，至今已有超过一百年的历史。作为美国公司法制度中保护异议股东的一项重要制度，该制度为德国、日本及我国台湾地区等法域所移植、模仿，并于 2005 年被我国公司法所吸收。本文以美国公司法为中心，旨在探索公司合并情境下的异议股东估价权制度的实施机制，文章在介绍美国法律、判例及学界学说论述的同时，也检讨了我国异议股东估价权制度在规范及实践中存在的问题。

本文除前言与结论部分外，分为四章：

第一章首先以公司合并的兴起及蓬勃发展为线索，介绍了美国异议股东估价权制度的起源以及在公司合并中赋予股东以估价权的必要性，并就估价权制度的法律目的变迁和论争进行分析；

第二章围绕美国异议股东估价权制度，介绍了异议股东估价权的适用范围——该权利适用于哪些类型的股东、哪种类型的公司以及与其他类型股东权利救济能否平行适用；

第三章关注估价权制度中最核心的问题——何为股权的“公平价格”以及法院应当如何认定“公平价格”。在该章笔者详细探讨了美国的认定公平价格的标准、方法和程序；

第四章是本文写作的归依——对中国公司法中估价权制度的完善提出作者的建议。本章介绍了我国异议股东估价权的立法现状及其局限性，并结合美国公司法的立法与司法实践，提出了估价权的适用范围、评估方法及估价程序方面的建议，期望能对我国未来异议股东估价权制度的完善有所裨益。

——**关键词：**异议股东；估价权；公平价格

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

The combination of corporations has been the most fundamental change that influences the corporations and the shareholders of the corporation. It also influences the investing interests of the minority shareholders who hold an opposed view. Therefore, the combination of corporations becomes the most significant trigger of the appraisal proceedings. The appraisal rights originated from the case law of the USA, and then were absorbed by the statute law of most states more than a century ago. As an important right that protects minority shareholders, the appraisal right has been transplanted by German, Japan and the Taiwan District of China and many other countries or districts. The Corporation Law revised in 2005 establishes the legal system about the appraisal right of dissenters in China. This thesis is concerned with the appraisal mechanism under which a corporation would be involved in mergers and acquisitions, focusing on the American corporation Law. It also points out the problems in the legislation and the juridical practice of China about the appraisal rights as well as introducing the statutes, cases and articles of the USA.

This article consists of 4 chapters besides the preface and the conclusion:

Chapter I introduces the origins of the appraisal rights in the USA and the necessity of endowing dissenting shareholders appraisal rights when a corporation involved in combination. Chapter I also discusses the changes and the academic arguments about the legal purposes of appraisal rights.

Chapter II introduces the applicable scope of dissenting shareholders' appraisal right system—the applicable corporation, the applicable shareholders and whether appraisal right could be exercise with other shareholders' rights.

Chapter III highlights the central problem of this system in America—what is the

fair value of the equity shares and what factors have been taken into consideration when the American Court determines the fair value of the equity shares and how the court calculate it. This part also analyzes the standards, methods and procedures of appraising the “fair value” in America.

Chapter IV reveals the gist of this thesis—to put forward the author’s advice on how to improve the dissenting shareholders’ appraisal rights. This part introduces the current legislation and limitation of the appraisal rights in China, and then proposes some suggestions about the implement range, appraising methods and procedures of appraisal rights compared with the American legislation and juridical practice, with the hope of perfecting the appraisal rights of China in the future.

——**Key Words:** Dissenting Shareholders; Appraisal Rights; Fair Value.

目 录

引 言	1
第一章 公司合并中赋予异议股东估价权的意义	4
第一节 公司合并中赋予异议股东估价权的必要性	4
一、法定合并中保护异议股东的必要性	4
二、事实合并中赋予异议股东估价权的必要性	5
第二节 异议股东估价权的目的分析	7
一、传统理论	7
二、现代公司法理论	9
三、估价权制度的目的分析	12
第二章 估价权制度的适用范围	16
第一节 享有估价权的股东范围	16
一、无表决权股东	16
二、继受股东	18
第二节 估价权适用的市场例外原则	19
一、市场例外原则的创设——对有效市场假设的肯定	19
二、例外之例外——有效市场假设的不足	21
第三节 估价权的排他性适用	24
一、估价权与其他救济方式之间的关系	24
二、估价权排他性的批判与修正	26
第三章 公平价格之认定	29
第一节 认定公平价格的标准	29

一、公平价格的内涵	29
二、确定公平价格的时间点	31
三、控制股权溢价（Control Premiums）对公平价格的影响.....	32
四、股权折价在认定公平价格中的作用.....	35
第二节 估价方法.....	37
一、特拉华分组法	38
二、现金流量折现法	42
第三节 异议股东估价权的行使程序.....	44
一、公司内部的前置程序.....	44
二、司法估价中的程序问题探讨	45
三、关于程序简化的探讨	47
第四章 对我国估价权制度相关立法的启示	50
第一节 我国估价权制度的立法现状与不足	50
一、我国异议股东估价权的立法历程.....	50
二、我国异议股东估价权的局限性	51
第二节 对我国估价权制度设计的反思	54
一、对估价权适用范围的审视	54
二、对确定公平价格的思考	58
三、对估价程序完善的启示	60
结 论.....	63
参 考 文 献.....	64
案 例 表.....	68
致 谢.....	69

CONTENTS

Preface	1
Chapter1 The Significance of Appaisal Rights in M&A	4
Subchapter1 The Necessity of Protectiing Dissenting Shareholders in M&A 4	
Section1 The Necessity of Appaisal Rights in Statutory merger	4
Section2 The Necessity of Appaisal Rights in De Facto Merger	5
Subchapter2 Analysis of the Purpose of the Appraisal Rights	7
Section1 The Traditional Thoery	7
Section2 The Thoery of Modern Corporation Law	9
Section3 Analysis of the Purpose of the Appraisal Rights	12
Chapter2 The Application Boundary of the Appraisal Rights	16
Subchapter1 The Kinds of Shareholders When Applied	16
Section1 Shareholders without Voting Rights	16
Section2 Derivative Shareholders.....	18
Subchapter2 The Market Exception Principle	19
Section1 The Creating of the Market Exception Principle	19
Section2 The Exception of the Market Exception Principle	21
Subchapter3 The Exclusivity of Appaisal Rights	24
Section1 The Relation between Appaisal Rights and other Remedies	24
Section2 The Criticism and Perfection of the Exclusivity of Appaisal Rights .	26
Chapter3 The Determination of Fair Value	29
Subchapter1 The Connotation of Fair Value	29
Section1 The Connotation of Fair Value	29

Section2	The Time of Fixing Fair Value	31
Section3	The Influenc of Control Premiums in Fair Value	32
Section4	The Influence of Discount in Fair Value	35
Subchapter2	The Appraisal Method.....	37
Section1	The Delaware Block Method	38
Section2	Discounted Cash Flow Method.....	42
Subchapter3	The Procedure of the Appraisal Rights.....	44
Section1	The Procedure inside the Corporations	44
Section2	The Procedure of Appraisal Remedy	45
Section3	Some Discussions about Simplifying the Procedure.....	47
Chapter4	The Deficiency and Perfecting of Appraisal Rights in	
	China	50
Subchapter1	The Deficiency of the Appraisal Rights in China	50
Section1	The Development of Appraisal Rights in China	50
Section1	The Deficiency of the Appraisal Rights in China	51
Subchapter2	Perfecting the Appraisal Right in China.....	54
Section1	the Application Boundary of the Appraisal Right.....	54
Section2	The Analysis of Fixing Fair Value	58
Section3	Perfecting the Appraisal Procedure.....	60
Conclusion	63
Bibliography	64
Table of Cases	68
Postscript	69

引言

公司合并是改变公司结构的重大变更行为之一，将对股东权益造成实质性影响。由于公司通常采用资本多数决原则作为公司重大决议的基本原则，因此，在缺乏有效制衡机制的情况下，少数股东对合并事项所持的意见很难反映到公司的最终决策中，其权益可能得不到充分保障。据此，立法者和法院都承认在此类结构性变更行为中保护少数股东权利的必要性。美国公司法上的估价权制度一开始正是以维护少数股东利益的面貌出现的。所谓的异议股东估价请求权，是指持反对意见的股东要求公司以合理价格回购其持有的股份，以使其能够以法院评估的合理价格将其投资变换成现金从而退出公司。这是公司法赋予少数股东的权利，适用于包括合并在内的公司基础交易行为中。^①

十九世纪中期之前，公司组织更接近于现代的合伙。由于其规模和组织机构都相对简单，股东通常能够直接对公司的业务进行直接监督。^②当时人们一般认为，股东在购买公司股票时即获得对公司的既定财产权利，^③因此，十八世纪中期以来确立的普通法原则要求全部股东必须达成一致意见^④才能进行重大的公司行为。^⑤“全体同意原则”在充分尊重股东意志的同时，具有明显的弊端：如果继续坚持无疑会降低公司的效率，使公司难以大胆进行商业冒险开拓新业务，无法适应经济和社会的快速发展。^⑥随着工业化时代的到来和商业发展日新月异，人们需要更大和更复杂的公司，必须

^① COX, JAMES. D. & HAZEN, THOMAS LEE. Corporations[M].New York: Aspen Publishers, 2003.619-633; EMANUEL, STEVEN L., Corporations[M].北京:中信出版社, 2003.430.

^② CLARDY, DON S. Valuation of Dissenters' Stock under the Appraisal Remedy——Is the Delaware Block Method Right for Tennessee? [J].Tennessee Law Review, 1995, 62:285-311.

^③ SCHWENK, MICHAEL R. Valuation Problems in the Appraisal Remedy[J].Cardozo Law Review, 1994, 16:649-698.

^④ 股东一致同意原则的理论基础是公司的股票创设了股份持有人与公司之间的契约关系。按照合同法原理，每个股票持有者都享有在董事会决议之前做出意思表示的合同权利。

^⑤ KHUTORSKY, ALEXANDER. Coming in From the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-out Transactions [J]. Columbia Business Law Review, 1997,133-163.

^⑥ WERTHEIMER, BARRY M. The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy[J].Tennessee Law Review, 1998, 65:661-689.

通过合并以创造更高的经济效益。但单一股东即可否决众望所归的合并方案的规定并不符合社会公平正义之理念。^①于是，有一些州的判例法开始另辟蹊径，巧妙地绕过股东一致原则。最初，法院仅允许在资不抵债且没有盈利前景的前提下，公司可以多数决而非一致同意方式通过现金出售公司全部资产的交易案；其后，公司渐渐把股东多数同意原则的运用扩张到将资产出售换取股票（而非现金）的情况，进而扩展到尚不至于资不抵债的公司出售资产的交易案中；最后，多数决原则被扩张到没有出现任何财务困难的公司资产出售交易中。如此发展，出售公司资产之交易案逐渐取代合并交易案，因此规避了合并须经股东一致同意通过的原则。在此过程中，少数股东渐渐失去了掌控公司命运的权利。作为补偿，普通法赋予他们请求损失赔偿的权利。这一突破解决了股东一致同意原则所带来的问题：公司只需获得多数同意就可以进行重大变更，而少数反对股东则可获得公平合理的股价作为补偿。作为演变的结果，立法机关开始构建异议股东估价权制度，^②1851年俄亥俄州率先制定了基本的估价权法规，1899年《特拉华州公司法》创设了估价权制度，^③至今美国五十个州的公司法及《示范商事公司法》均有估价权之规定。

通过估价权的发展历程可以看出，估价制度的创设始于十九世纪公司进行合并的需求。估价权制度发展至今，合并仍为触发估价程序的最重要

^① 首先受到关注的是股东修改公司章程的权利。当时的公司章程要得到州政府的授权，因此公司章程被视为股东、公司与政府之间的合同。国家授权设立公司创设了股东对公司的财产和合同权利。因此没有得到所有股东同意的情况下对公司章程进行变更、损害或干预是违宪的。最先对此问题提出先创性意见的是 Story 法官在 *Dartmouth College v. Woodward* 案中提出的建议。在该案中，尽管在该案中 Story 法官否定了多数股东径自修改公司章程的权利，但是他对解决这一问题的前景进行预测：他建议州政府在公司章程中可保留日后修改的权力，如此一来即使缺少股东一致同意也可进行某些重大公司行为。See SCHWENK, MICHAEL R. Valuation Problems in the Appraisal Remedy [J]. *Cardozo Law Review*, 1994, 16:649-698.

^② SIEGEL, MARY. Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-first Century[J]. *Harvard Journal on Legislation*, 1995, 32:79.

^③ 对最早评估制度源于何时，美国学者意见不一。有学者认为俄亥俄州早在 1851 年就已经拥有其基本的评估法规；有学者认为其产生于 19 世纪末 20 世纪初，此说为多数学者认同。See EISENBERG, MELVINA. *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*[M]. Boston: Little, Brown and Company, 1976:75; THOMPSON, ROBERT B. Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law[J]. *Georgetown Law Journal*, 1995, 84:1-54.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库