

拖售权条款的效力及可执行性研究（上篇）——基于比较案例的视角

拖售权条款是投资协议中常见条款，但国内鲜少查询到有关裁判案例。一方面拖售权条款被广泛运用，但另一方面拖售权条款所引发的对强制交易和拖售价格是否公允的质疑以及实际操作中如何与公司章程规定的治理程序、优先购买权条款、国有资产转让要求、工商变更登记要求等相互衔接，存在一定争议以及诸多模糊之处，因此，拖售权条款的效力和可执行性成为一个亟待解决的难题。

本文尝试基于中外案例的比较视角，为该问题的解决提供参考思路。本文分为五部分，第一部分介绍拖售权条款在国内的实践情况，第二部分为国内执行拖售权条款的法律及操作障碍总结，第三部分为拖售权条款在其他法域的可执行性及其典型案例介绍，第四部分为拖售权在境外与我国可执行性存在差异的原因剖析，第五部分为在国内增强拖售权条款效力及可执行性的启示与建议。

本文将以上、中、下三篇的形式发布，其中上篇为第一、二部分，中篇为第三部分，下篇为第四、五部分。

一、问题的提出：广泛存在的拖售权条款与不清晰的裁判规则

拖售权（drag-along right）又名领售权、强卖权、强制出售权等，是指投资人在特定情形下有权要求其他股东按照相同交易条件（比如价格、付款安排等）将所持有的标的公司全部或部分股权与投资人同时出售给第三方。顾名思义，拖售权带有一定的强制性，被拖售股东通常不能拒绝。拖售权条款是国

内投资界自域外风险投资领域借鉴而来，目前已经在国内投资实践中广泛使用，但拖售权条款的效力和可执行性的裁判规则却仍未得到明确。

（一）拖售权条款已广泛运用于投资领域

作为投资人退出以及标的公司控制权转移的重要途径，拖售权在投资领域已得到非常广泛的使用，是投资人常用的特殊权利条款。在境内上市公司近年披露的公告中，拖售权条款也屡屡出现。

上市公司	投资协议中的拖售权条款
<p>A 上市公司 (2023 年 3 月 14 日)</p>	<p>投资方和创始股东共同提议向第三方出售公司(不论是否设计为兼并、重组、资产转让、股权转让或者其他交易)时,原股东中其他各方应:(a)按照其持有的目标公司全部股权,按照与创始股东一致的方式行使表决权;(b)根据公司或者创始股东的合理要求,签署和递送所有有关文件及采取其他支持此次公司出售的行动;(c) 如果此次公司出售被设计为股权转让交易,应按与创始股东相同的条件向第三方转让其持有的所有公司股权。¹</p>
<p>B 上市公司 (2022 年 12 月 30 日)</p>	<p>各方同意, B1 公司或其控制的主体申请上市公开发行股票获得批准前,任何第三方拟以不低于 B1 公司最近一年度净利润 15 倍且不低于本轮增资后 B1 公司的估值价格购买 B1 公司的股权情形下, 若专项基金决定转让其持有的 B1 公司的股权,专项基金有权要求所有其他股东以同样的条件共同出售其持有的 B1 公司的股权。²</p>
<p>C 上市公司 (2022 年 8 月 19 日)</p>	<p>在 C1 公司合格发行上市或并购事件之前发生下述任一事件的, C2 公司、C2 公司、C3 公司中的每一方, 均有权要求 C1 公司其他股东以相同的条款和条件出售或转让其持有的全部或部分 C1 公司股权,或支持 C1 公司出售其全部或实质性全部的资产或业务。³</p>
<p>D 上市公司 (2022 年 5 月 31 日)</p>	<p>如有第三方拟购买 D1 公司全部或部分股权从而使得 D1 公司控制权(指第三方持有 D1 公司 50%以上的股权或虽然持股比例未达 50%但通过董事会设置或其他安排从而享有能够对 D1 公司进行实际控制的权力)发生变更的,且该等交易经包括投资方委派的董事在内的半数以上董事同意, 投资方有权要求 D 上市公司以同样的价格和条件出售其持有的全部或部分 D1 公司股权。在该等情况下, D 上市公司应当按照投资方要求出售其持有的全部或部分 D1 公司股权。⁴</p>

(注: 前述 B1、C1、C2、D1 与 B、C、D 上市公司不一定存在关联关系, 采用 B1、C1、C2、D1 仅是为了表述涉及主体在同一个案例中出现。)

¹ 《A 公司关于对外投资的公告》(公告编号: 2023-002), 2023 年 3 月 14 日。

² 《B 公司关于受让 B1 公司股权并对其增资的公告》(公告编号: 2022-085), 2022 年 12 月 30 日。

³ 《C 公司关于控股子公司 C1 公司引入外部投资者暨关联交易的公告》(公告编号: 2022-099 号), 2022 年 12 月 30 日。

⁴ 《D 公司关于 D1 公司增资扩股及转让部分老股的进展公告》(公告编号: 临 2022-66 号), 2022 年 5 月 31 日。

（二）除一则和解案例外，目前尚未发现涉及拖售权条款效力的公开案例，拖售权条款的效力及可执行性有待明确

虽然拖售权条款已经在投资实践中广泛使用，但其作为舶来品，可能在我国执行时“水土不服”。根据《中华人民共和国公司法》（下称“《公司法》”）等相关法律法规，转让股权⁵需要履行一系列内部决议和外部行政登记程序。因此，即使拖售权条款在一定程度上提前解决了内部决议程序可能面临的障碍，但在进行外部行政登记程序时，一旦标的公司或被拖售股东不配合履行，行权股东如何实现其期待的商业安排，拖售权条款是否可以诉请强制执行，更多地有赖于拖售权条款本身的约定是否具有可执行性，极大地考验拖售权条款作为投资人退出机制的设计初衷。

我国现行法律法规尚未对拖售权条款的效力予以明确规定，按照民事法律行为“法无禁止即自由”的一般原则，商事主体自愿订立的拖售权条款，根据当事人意思自治原则，拖售权条款原则上应属合法有效，各方均应遵照履行。在上海某法院审理的一起以和解方式结案的拖售权条款效力纠纷案件中，该案被拖售股东认为拖售权不公平而拒绝履行，法院认为，“仅从条款上看，极难认定领售权条款存在不公平之处”。⁶这个案件虽然没有形成生效判决，但从法院的分析来看，其在一定程度上认可了拖售权条款的有效性。除此之外，我们尚未发现其他涉及拖售权条款效力的公开案例。

二、中国法语境下拖售权条款的效力及可执行性难点

我们理解，对境内标的公司股权行使拖售权时，拖售权条款的效力及可执行性可能会遇到如下难点：

（一） 股东协议的约定与公司章程规定的治理

程序相互衔接的问题

拖售权条款触发时，通常不仅涉及股权转让，可能也会同时引起董事、经理、法定代表人的变更，从而触发章程变更等需要董事会乃至股东会审议的内容。然而，为了保持灵活性以及避免市场监督管理部门备案的不确定性，拖售权条款通常约定在股东协议而非公司章程中。

因此，拖售权条款的执行，需要与章程的通知、审议、表决等程序进行衔接。如果拖售权条款仅笼统约定被拖售股东有义务在同等情况下出售股权，而未在股东协议中约定了被拖售股东在董事会、股东会表决中的配合义务，或者在股东协议中约定了被拖售股东在董事会、股东会表决中的配合表决同意义务，但章程未进行同等约定的，股东协议能否被视为对章程的书面一致修改，或在股东协议仅在部分股东之间达成的情况下，股东协议的约定能否被视为被拖售股东在董事会、股东会已经投出赞成票，仍有待司法实践明确。

（二） 被拖售股东书面放弃异议回购请求权是否有效

在多层持股的交易架构中，如果拖售股东要求拖售的股权是标的公司的主要资产，⁷或者拖售涉及到标的公司的合并与分立时，《公司法》第七十四条第一款第二项规定，公司合并、分立或转让主要财产的，对股东会该项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权。因此，如果被拖售股东成功行使异议回购权，将意味着其股权的转让程序、价格将不受制于拖售权条款的约定，导致拖售权条款实际上被架空。

虽然我们能从被拖售股东的配合义务中推断被拖售股东不得行使异议回购权，但如果投资协议或股东协议没有明确约定被拖售股东放弃异议回购权，这种推定能否得到司法裁判的认可亦存在不确定性。即便投资协议或股东协议明确约定被拖售

⁵本文仅从有限责任公司角度进行探讨，如无特别说明，“公司”指有限责任公司，“股权”指有限责任公司股权。

⁶张鹏飞：《风险投资中领售权条款法律问题研究》，载《金融法苑》2017年总第94辑。

⁷“主要财产”的认定标准可以从量和质两方面进行判断：在量上，

以转让财产的价值占公司资产总额的比例为标准；在质上，以该财产转让对公司生产经营是否产生重大影响为标准，如公司因财产转让而无法维持营业或者不得不大幅度地减小营业规模等。参见（2021）沪02民终7883号案件。

股东放弃异议回购权，考虑到《公司法》兼具公法与私法属性，第七十四条中并无“公司章程另有规定的除外”该等表述允许对异议回购权另行约定，因此，该约定是否会被认定为违反《公司法》的强制性规定而无效，也仍有待明确。

（三） 被拖售对价过低易触发显失公平的顾虑，在拖售方与受让方为关联方时还容易引发滥用权利损害股东利益的争议

例如，E上市公司因大股东行使拖售权而出售其持有的P公司9.37%股权的交易对价为人民币4,337万元，而E上市公司在2016年获得股权的成本为人民币13,604万元，深圳证券交易所对本次股权转让定价依据进行了问询。⁸在极端情况下，拖售对价与投资成本相比可能会很低，容易引发是否显失公平的顾虑。

在部分案例中（例如下文提及的某互联网平台并购案例），拖售方与受让方为关联方，如此时对价偏低，也容易引发《公司法》第二十条规定的股东滥用权利损害其他股东利益或公司利益的争议。

（四） 拖售权与优先购买权的冲突

有限责任公司的股东对股权转让享有同等条件下的优先购买权，在受让方并非标的公司现有股东时，股东协议需要明确约定被拖售股东及其他股东放弃优先购买权。但在涉及到多轮次融资且股东协议无法涵盖全部股东时，拖售权条款可能无法对抗其他股东的优先购买权。

（五） 拖售权与国有资产转让的冲突

根据《企业国有资产法》第五十四条的规定，⁹国有资产转让一般需要在产权交易所公开征集受让方并公开竞价，允许协议转让的国有产权范围或者情形非常有限。¹⁰拖售权交易普遍是通过非公开协商方式确定受让方和交易对价，与国有资产转让的要求往往存在冲突。除此以外，国有资产转让还可能面临复杂的行政审批流程、严格的交易对价限制等。因此，如果拖售权条款涉及国资标的公司或国资股东，拖售权条款是否能够顺利执行将面临重大的挑战。

（六） 办理工商变更登记的障碍

在实务操作中，有限责任公司在办理工商变更登记时，通常需要提交其他股东同意股权转让的文件（如股东会决议）及放弃优先购买权¹¹的文件等材料。如前所述，虽然拖售权条款通常会约定被拖售股东应当配合办理工商登记程序，包括签署相关文件等，但如果被拖售股东拒不配合签署转让协议或放弃优先购买权声明等文件，行权股东在进行标的公司的股权、董事、法定代表人等变更时，将面临实质障碍。

特别感谢君合深圳办公室张建伟律师、赵蒙蒙律师及香港办公室谢嘉豪律师对本文的支持与贡献。

⁸ 参见深圳证券交易所中小板公司管理部下发的《关于对E公司2019年年报的问询函》（中小板年报问询函【2020】第249号）。

⁹ 《企业国有资产法》第五十四条：国有资产转让应当遵循等价有偿和公开、公平、公正的原则。除按照国家规定可以直接协议转让的以外，国有资产转让应当在依法设立的产权交易场所公开进行。转让方应当如实披露有关信息，征集受让方；征集产生的受让方为两个以上的，转让应当采用公开竞价的交易方式。转让上市交易的股份依照《中华人民共和国证券法》的规定进行。

¹⁰ 《企业国有资产交易监督管理办法》第三十一条：以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：（一）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；（二）同一国家出资

企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。

《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》第一条：涉及政府或国有资产监督管理机构主导推动的国有资本布局优化和结构调整，以及专业化重组等重大事项，企业产权在不同的国家出资企业及其控股企业之间转让，且对受让方有特殊要求的，可以采取协议方式进行。

¹¹ 虽然章程或者股东协议中事先放弃优先购买权的约定通常有效，但是在实务操作中，各地市场监督管理部门对此态度不一。部分地方市场监督管理部门要求，即使股东事先通过章程或协议放弃优先购买权，在办理股权转让登记时，仍需要提交该等股东签署的优先购买权放弃声明或类似文件。

张愉庆 合伙人 电话：86-755 2939 5278 邮箱地址：zhangyq@junhe.com
周怡彬 律 师 电话：86-755 2939 5256 邮箱地址：zhouyibin@junhe.com
杨思涵 律 师 电话：86-755 2939 5281 邮箱地址：yangsihan@junhe.com



本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。