

间接收购背景下股东优先购买权之正当性 ——以“南京南钢股权交易案”为切入点

王闻迪

澳门科技大学法学院，澳门

收稿日期：2025年10月28日；录用日期：2025年12月1日；发布日期：2025年12月10日

摘要

“南京南钢股权交易案”再次将间接收购与优先购买权关联。在间接收购的大背景下，目标公司股东行使优先购买权呈现出非自主性的特征，出现行使优先购买权的权利主体和义务主体错位的问题，故而必要就间接收购中目标公司股东行使其优先购买权的正当性展开讨论。基于利益衡平、行使该权利的合法性及第三人不具有可保护性、该情况不可适用“穿透规则”三个方面就其正当性予以确认。

关键词

间接收购，优先购买权，人合性，权利滥用，穿透规则

The Justification of Shareholders' Right of First Refusal in the Context of Indirect Acquisition: The Case of Nanjing Nangang Equity Transaction

Wendi Wang

Faculty of Law, Macau University of Science and Technology, Macau

Received: October 28, 2025; accepted: December 1, 2025; published: December 10, 2025

Abstract

The vigorous “Nanjing Nangang Equity Transaction Case” once again linked indirect acquisition with preemptive rights. In the context of indirect acquisitions, the exercise of the preemptive right by the shareholders of the target company is characterized by non-autonomy, and the problem of

misalignment between the subject of rights and the subject of obligations for exercising the pre-emptive right arises, so it is necessary to discuss the legitimacy of the shareholders of the target company in exercising their pre-emptive rights in indirect acquisitions. The legitimacy of the “penetrating rule” is confirmed based on the balance of interests, the legality of the exercise of the right, the non-protectable nature of the third party, and the non-application of the “penetrating rule” in this situation.

Keywords

Indirect Acquisition, Right of First Refusal, Personality, Abuse of Rights, Penetration Rule

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 问题之缘起

继“上海外滩地王案”之后，“南京南钢股权交易案”再次将间接收购与股东优先购买权之间的关系成为学界讨论的“聚焦点”。

2022年9月，复星集团(以下简称复星)出于战略转型的需要，对外转让其对南京南钢钢铁联合有限公司60%的股权(以下简称南京南钢)，并于同月召开了包括沙钢集团、中信集团在内的头部钢企参与出售南京南钢的竞标，其中沙钢集团以其优越的报价款、诚意金数额以及履行期限脱颖而出。同年10月14日，双方签订了《投资框架协议》，且沙钢集团支付给复星80亿“诚意金”。2023年3月14日，复星与沙钢集团签订《股权转让协议》，双方达成沙钢集团向复星给付135.8亿股权转让款、80亿诚意金以及向复星产投10亿借款的合意，复星并向南钢集团发出《优先购买权通知函》。

2023年4月2日，中信集团通过旗下湖北新冶钢有限公司(以下简称新冶钢)向南钢集团增资，成为南钢集团实际控制人，同时，南钢集团向复星发出《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》，决定行使优先购买权，双方以135.8亿股权转让款、83亿诚意金达成《股权转让协议》。

沙钢集团以此向复星提起诉讼，南钢集团作为第三人为此次诉讼活动之中，并请求法院确认其对标的股权享有优先购买权，该诉讼请求也成为此次股权转让中的争点之一——标的股公司(即目标公司)的股东的实际控制人发生变更，是否影响该股东行使股东优先购买权。

我国现行《公司法》第四章中赋予了有限公司对内对外转让股权的权利，并就行使优先购买权的前提条件、程序以及强制执行中的优先购买权等相关问题作出规定。但是由于法律的硬性和商业运行的弹性，《公司法》中并未就间接收购模式下，目标公司的股东是否有权继续行使其优先购买权作出规定。本文以“南京南钢股权交易案”为研究的逻辑起点，探讨间接收购背景下，目标公司股东行使优先购买权的合理性。

2. 间接收购语境下股东优先购买权之释义

“知其所以然必先知其然”。在对间接收购中股东行使优先购买权的相关问题进行分析时，须明晰何为股东优先购买权及其相关内容以及间接收购有关内容。

2.1. 股东优先购买权之厘清

优先购买权在传统民法领域又被称为先买权，其是指转让人在转让财产时，某一特定主体具有和受

让人在同等条件下优先受让的权利。通过法条检索发现：现行《民法典》就优先购买权的实现方式(《民法典》第306条)¹、适用场景(《民法典》第726条和第727条)²和救济方式(《民法典》第728条)³做出规定，主要适用于按份共有中其他共有人和房屋承租人就其他按份共有人或房屋所有人意在转让其财产的情形下。

我国是典型的“民商合一”国家，因此在商法中也涉及优先购买权问题。在我国1993年《公司法》中，便规定了股东优先购买权。现行《公司法》在第84条、第85条对优先购买权做出规定，其旨在为有限责任公司股东对外转让其股权时，在同等条件下，该公司的其他股东对标的股权之受让可以优先于公司之外的第三人，同时说明，转让股东将股权转让给公司以外的第三人系该制度的启动条件。赋予股东这一权利的意义有二：第一，肯定有限责任公司股东对外转让股权的自由，拓宽其退出公司的路径；第二，赋予了该公司其他股东对标的股权优先购买的权利，抬高第三人进入公司的“门槛”，进而维护有限公司的封闭性和股东之间的人身信任关系^[1]。但不可否认的是，在“反悔权”规定之前，我国法学家对股东优先购买权存在适用条件和权利性质上的争议。其他股东行使优先购买权，除应当是转让股东进行外部转让时，其适用该制度还存在着其他条件：其他股东的购买条件须与第三人的购买条件形成同等条件。就《公司法》第84条第2款⁴的规定来看，其是指股权转让的数量、价格、支付方式和期限；无独有偶，《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)》第18条⁵指出，人民法院在判断“同等条件”时，应当考虑转让股权的数量、价格、制度方式及期限等因素。也有学者主张将“同等条件”的标准划分为“绝对同等说”和“相对同等说”，前者认为优先购买权人购买的条件应与其他买受人的条件绝对相同和完全一致；后者则认为优先购买权人的实质购买条件不会比第三人更为不利即可^[2]。

有鉴于此，本文认为与其将“同等条件”从转让股权的数量、价格等无法穷举的条件进行认定，毋宁按照“绝对同等说”或“相对同等说”的标准进行划分，其可涵盖无穷多的条件，进而对“同等条件”进行实质判断。就上述两个标准，笔者主张“绝对同等说”。其原因有以下几点：第一，出于公平原则的考量。在“相对同等说”下，要求优先购买权人提供的购买条件不差于第三人的即可，但是“更为不利”的程度难以把握，存在优先购买权人采取机会主义行为的风险，在此种情况下，转让人与公司之外的第三人意在达成《股权转让协议》，而优先购买权人行使优先购买权，致使强制转让人与受让人无法达成合意，双方所追求的法律效果无法实现，这表明转让人行使优先购买权具有“非法性”，若此时再赋予优先购买权人按照“相对标准”行使该制度，无疑损害了法律发展的基石——公平。第二，“绝对同等说”标准明确且清晰，有助于司法实践统一“度量衡”。回到“绝对同等说”和“相对同等说”产生的根源，是“同等条件”的认定标准过于模糊，为现实生活中行使优先购买权增加障碍，乃至成讼，同样也为司法裁判带来了困扰，而“相对同等说”中的“更为不利”同样缺少明确的标准，具有模糊性，若按照该标准，无法为鉴别“同等条件”提供便利之处。第三，出于保障公司利益之目的。在“绝对同等说”下，

¹《民法典》第306条：按份共有人转让其享有的共有的不动产或者动产份额的，应当将转让条件及时通知其他共有人。其他共有人应当在合理期限内行使优先购买权。

²《民法典》第726条：出租人出卖租赁房屋的，应当在出卖之前的合理期限内通知承租人，承租人享有以同等条件优先购买的权利；但是，房屋按份共有人行使优先购买权或者出租人将房屋出卖给近亲属的除外。《民法典》第727条：出租人委托拍卖人拍卖租赁房屋的，应当在拍卖五日前通知承租人。承租人未参加拍卖的，视为放弃优先购买权。

³《民法典》第728条：出租人未通知承租人或者其他妨害承租人行使优先购买权情形的，承租人可以请求出租人承担赔偿责任。但是，出租人与第三人订立的房屋买卖合同的效力不受影响。

⁴参见《中华人民共和国公司法》第84条第2款：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。

⁵《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)》第18条人民法院在判断是否符合公司法第七十一条第三款及本规定所称的“同等条件”时，应当考虑转让股权的数量、价格、支付方式及期限等因素。

优先购买权人的条件必须与第三人绝对、当然的一致；但是在“相对同等说”下，优先购买权人的条件劣于第三人所提供的条件的可能性极大，虽然可能表面上优先购买权人的条件与第三人的条件一致，但在实际上却不能向第三人的条件一样为公司发展带来裨益。如此，便会较少公司的可得利益，甚至预期利益，损害公司及其利益相关者的利益。

除上述所言，就对于优先购买权的属性问题，学界对此同样争论不休，呈“百花齐放”之态：存在“请求权”、“形成权”、“期待权”、“选择权”四类学说，有些学者甚至将“请求权”进一步划分为“物权性请求权”和“债权性请求权”^[1]。“形成权”说又在其中“一枝独秀”。有学者基于转让人、受让人和其他拟收购股东之间所形成的价格收购机制，认为该权利为请求权^[3]；亦有学者认为股东优先购买权是立法者之追求和意思自治原则和人合性保护融合之结果，进而主张优先购买权是请求权^[4]；另有学者将优先认购权视为一种要求，股权转让合同的确立需要有转让股东的承诺，若转让股东不承诺，则其他股东的优先购买权之目的在合同订立阶段便无法实现^[5]；而且《公司法解释四》中对优先购买权的有关规定无疑将该项权利作为“请求权”的观点法定化。有学者认为在现行法律中规定了优先购买权具备形成权的属性，且该权利具有理论和实践上的正当性，主张该权利为形成权^[6]；杨子君学者基于形成权说并不与《合同法》中的缔约自由原则违背，且形成权广泛存在于民法领域且其他类型的形成权与股东优先购买权拥有同样的逻辑主张该权利系形成权^[7]。郑彧学者因优先购买权是公司股东未来取得标的股权的一种期待，行使该权利需要满足一定的条件且此项权利已经受法律所保护，主张该权利是一种独立的“期待权”^[8]。

但是随着出让股东反悔权的确立，上述优先购买权性质的理论争议也随之破产。《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)》第20条中赋予了转让股东在其他股东主张优先购买权情形的反悔权。该权利的设定意味着其它股东出面行使优先购买权，并不当然地在其与转让股东之间进行强制缔约，也并不会产生股权变动的效力^[1]。反映了立法者对有限公司股东之间的人身信任关系和股权转让之间的利益衡平和取舍问题的态度变化，由重维持股东之间人身信任关系，轻股权转让转向重股权转让，轻维持股东之间的人身信任关系，这体现了我国公司法的观念进步，不再唯“人合性”独尊，同时提升了我国公司法在国际制度上的竞争优势。

2.2. 间接收购之界定

间接收购是指收购人并非目标公司的股东，而是成为目标公司股东的股东，进而行使其对目标公司的控制权。此含义体现了此种收购方式的显著特点“间接性”：收购人往往通过叠床架屋的结构进行跨层级收购^[9]。收购人借助目标公司的股东行使其对目标公司的控制权。因此，本文认为，在某种程度上，其又类似于“名义股东”和“实际股东”，收购人类似于“实际股东”，目标公司的股东类似于“名义股东”，因“实际股东”未被记载于股东名册和公司登记之中，故只能通过“名义股东”（目标公司的股东）行使对目标公司的权利，这又表明间接收购具有隐蔽性。此外，因实现间接收购的方式具有多样性，即可以通过收购控股股东股权、成为目标公司股东的股东等多种方式，收购人可以通过多个途径实现对目标公司的间接控股，间接收购具有灵活性。

在间接收购的背景之下，收购方行为通常符合“最小成本定律”，其在为获得对目标公司的控制权这一既定目标之下，存在付出高成本直接收购目标公司股权和成为目标公司股东控股股东，间接获得目标公司控制权两种方式，收购者往往选择成本代价最低的。在“南京南钢股权收购案”中，中信集团通过新冶钢以股权投资和债权投资的方式向南钢集团注资^[10]，相较于直接收购南京南钢股权享有股东身份，“股加债”的形式注资可以减少股东获得现金股利时的税负，实现股权结构合理化，并且由于在公司正常经营时，债权人享有的利息不受公司利润数额和盈利状况的影响，相较于股利的“无盈不分”，

即使公司在会计年度内亏损，债权人仍然可以获得公司偿还的利益；公司清算时，债权人受偿位次处于第一位，其受偿位次优先于股东，进而能够降低投资风险，使得投资人同时具有股东和债权人的双重身份。同时，基于资本市场中商事主体中的“经济人”属性，间接收购模式对于目标公司和被收购方也存在益处。以本文的“逻辑起点”为例，沙钢集团是民营企业，中信集团是老牌国企，其在员工福利待遇、管理模式以及资本支持、有无国家做背书等方面优于沙钢集团，能够为南京南钢提供更加充实的资本条件和发展机会；此外，南钢集团也通过收购行为实现对南京南钢的100%持股，增加了其在南京南钢的股份份额，南京南钢成为其全资子公司，其对南京南钢的股权享有控制权溢价，致使其股权在市场中具有“竞争优势”。但值得一提的是，间接收购语境下，确实会损害目标公司的股东人身信任关系和封闭性。目标公司股东在被收购或实际控制人发生变化前，其根据其自身意志行使其对目标公司的股东权利，此时，目标公司股东是权利的真正享有者，与目标公司的其他股东具有良好的人身信任关系；但在被收购人收购或实际控制人发生变化之后，对于目标公司的控制权实际上已由收购方或新的实际控制人掌控，此时，收购方丧失了自主权，是收购方控制目标公司的“一只手”，目标公司股东行使权利并非是自身意志的体现，而是收购方的真实意愿，使得原有的人身信任关系已经被打破。

3. 间接收购语境下股东优先购买权之特性

股东的优先购买权是将其定位于有限责任公司之内，故其特性与传统民法中优先购买权的特性不同，本文所论述的股东优先购买权又是位于间接收购的语境之下，故同普通语境之下的优先购买权又具有不同之处；再加之，准确把握某一制度的特性便于了解这一制度。有鉴于此，下文就其特性展开分析。

3.1. 行使优先购买权的非自主性

在间接收购的背景之下，被收购方往往并非为其自身利益或意愿而主动行使优先购买权，而是基于收购方的“命令”去行使优先购买权。

梳理“南京南钢股权交易案”的时间线，复星在2022年9月便发布公告，并且组织了关于南京南钢股权的竞标。若南钢集团有收购标的股权的需求，其在2022年9月至2023年4月长达半年多的时间内均可以主张行使优先购买权，而非在新冶钢注资之后，主张行使优先购买权。此外，中信集团对取得南京南钢股权的目的已早见端倪。中信集团也受邀参加出售南京南钢股权的竞标之中，但是由于其国有企业属性，资金审批流程复杂，导致其无法同沙钢集团一般在短时间内向复星支付高达百亿的交易金额，故未在竞标活动中“脱颖而出”，进而未能与复星达成股权转让合意。由此可见，中信集团通过新冶钢向南钢集团注资进而取得南京南钢股权，其真实目的是获得对南京南钢的控制权，并非是对南钢集团的控制权。

因此，在间接收购中，目标公司股东（被收购方）行使优先购买权通常不具有自主性，其行使对目标公司的股东权利是基于收购方的要求而被动行使。

3.2. 行使股东优先购买权和履行股东义务的主体错位

由于此种情境下行使优先购买权具有间接性，优先购买权的实质权利人是收购方。从股东出资制度角度，发起人和认股人履行出资义务，是为取得股份或股权，即股东出资是股东取得股权的唯一对价^[11]。现行《公司法》中规定的股东失权制度便是对这一原则的遵守。股东的出资具有唯一性，股东向某一公司出资便仅就该公司享有股东权利和履行股东义务。并且根据权利与义务具有统一性，优先购买权作为股东的衍生权利，收购人实质享有优先购买权的同时，理应承担相应的义务。然而，在间接收购中，真正履行对目标公司股东义务的是被收购方，其履行对目标公司的出资义务、参加股东会决议、不能损害

其他股东和公司利益等股东义务；收购方未向目标公司履行出资义务，无法行使对目标公司的股东权利，但是在现实的商业运行中，收购方是目标公司股东的真正享有者，被收购方式大都无法基于自己的意志行使股东权利，这出现了权利主体和义务主体的不统一和错位。其实，归根到底，行使优先购买权的权利主体和义务主体的错位是“间接性”的外延结果。

3.3. 特殊情形下的可被允许性

基于对《公司法》第 84 条第 2 款⁶的文义解释来看，“应当将股权转让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”属于命令性规范，即通知其他股东可以行使优先购买权是转让人的积极义务。其他股东的实际控制人发生变更后，是否仍在第 84 条第 2 款中所规定的“其他股东”之列，《公司法》中并未给出明确的规定。但是，该条的第 3 款⁷“公司章程对股权转让另有规定的，从其规定”《公司法》基于公司(股东)自治原则以公司自治的形式为收购人间接行使优先购买权打开了“缺口”。

3.4. 与法人人格否认制度之不同

公司在从事经营活动的过程中，为扩大市场范围、拓宽融资渠道或者实现责任资产隔离、税务筹划等，往往会以股权或协议为纽带设立从属公司或者控制其他公司，然后通过子公司或者其他从属公司不断地延伸控制链条，最终形成包含控制公司、从属公司、关联公司等在内的法人联合团体[12]。间接收购便是实现公司集团化的一种方式，其是母公司透过子公司的优先购买权实现对孙公司控制权的一种收购方式，此种控制方式并非股权控制，更类似于协议控制。此外，因间接收购的外观表象与法人人格否认的表现形式趋同，故在此有必要梳理二者之间的差异，以凸显间接收购之特性。

二者的触发条件不同。根据《公司法》第 23 条的规定，股东滥用有限责任和公司独立地位，严重损害公司债权人利益的，适用法人人格否认制度。即法人人格否认制度的适用条件是股东滥用其有限责任和公司独立地位。而间接收购，其首先并不是一种制度，而是一种资本市场中为获得公司控制权的手段，之所以适用间接收购往往是在存在以下两种情形：一种是受其他股东优先购买权等其他条件的限制而无法适用直接收购，如：南京南钢股权转让案；第二种是与直接收购相比，间接收购的成本更低。

二者的目的不同。本次《公司法》修订有一重大变化：加重对债权人的保护力度。因此，《公司法》第 23 条增添了横向法人人格否认制度，以求更周全的保护公司债权人。间接收购的目的则是降低收购的难度或成本。

由此观之，“穿透规则”下的间接收购与法人人格否认制度存在根本区别，间接收购有其独特性。由于被收购人行使优先购买权的被动性，优先购买权权利主体和义务主体错位致使权利与义务不对等问题的产生以及收购人实质行使优先的可被允许性，需要对间接收购背景下，被收购人行使优先购买权是否具有正当性展开论证。

4. 目标公司股东行使优先购买权之正当性

如前，股东行使优先购买权会违背转让股东与第三人的自治意思，且在间接语境之下目标公司股东行使优先购买权具有非自主性、股东权利的享有者和股东义务的承担者错位，使之对目标公司股东行使优先购买权的正当性产生疑问。下文将从三个方面对正当性进行证成。

⁶参见《中华人民共和国公司法》第 84 条第 2 款：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。

⁷参见《中华人民共和国公司法》第 84 条第 3 款：公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

4.1. 是利益衡平之后的必然选择

在间接收购语境下，对股东优先购买权规则的审视实际上体现为保护股权自由转让和维护有限公司人合性的利益衡量问题[9]。股权自由转让能够为公司进入新的资金流，为公司扩大生产经营规模提供物质基础，进而保障公司实现利益最大化。因此，归根到底，是公司利益与人合性的利益衡量问题。考虑到，有限责任公司人合兼具资合的特殊属性，人合利益和资本利益出现冲突时，相关利益主体常常将维护人合性居于首位。其实不然，其忽略了公司成立的目的是通过从事经营活动获得经营利润，具有趋利性，相对于人合性，其更加追求将“蛋糕做大”，追求增加公司的资本积累，扩大公司的生产经营规模。再者，从维护有限公司人合性的目的来讲，保障有限公司的人合性是为保障公司股东关系保持融洽和相互信任，在公司经营发展的重大决策方面保持一致或趋同，减少股东之间因对公司发展理念不同等而引起的分歧，确保股东会得以顺利进行，进而能够做出有效决议，其终极要义是推动公司向好发展，扩大公司盈利规模，增加公司利润，追求公司利益最大化利润，进而实现股东利益最大化和股权价值。一言蔽之，人合性的终极目的是实现最大程度地保障或增加公司利益和股东利益。此外，从人合性和公司利益的可维护性的角度来看，人合性的可维护性远低于公司利益。我国有多数学者将股东之间的人身信任关系误认为人合性[1]、人合性忽视了现代公司社会属性[12]、人合性具有动态化属性[13]等多方面对人合性持批判态度。以人合性的动态化属性为例，即使是在股权不发生转让的情况下，在商业市场、资本交易的过程中，股东之间对于公司的决策理念不会一成不变地趋同，会出现“同质”向“异质”的转变，股东是更加纯粹的“经济人”，易受到个人利益、对社会变化理解的不同等多个因素的影响，致使股东之间对公司的投资目标等重大决策方面的“耦合性”呈下降趋势，且伴随着有限公司规模的壮大，股东理念之间的碰撞会愈发严重，“人合性”已遭到实质破坏，其说明有限公司“人合性”本就是不稳定的、是发展的，其可维护性较低。“举轻以明重”。在股权转让的大前提下，只会使此种不稳定性更加明显，相较于永恒的公司利益而言，其可维护性更低。

申言之，基于发起人、投资人设立和投资公司为了获取预期利益、维护有限公司的“人合性”也同样以取得经济利益为目标，且公司的利益更具有可维护性三个方面而言，公司的发展利益应当优先于公司的“人合性”。

4.2. 不符合滥用股东权利的构成要件和保护范围

在间接收购中被收购人行使优先购买权的相关问题中，不乏对该行为是否属于滥用股东的权利的讨论。因此，论证目标公司行使优先购买权具有正当性时，便需要对此问题作出回应。

构成滥用股东权利，需满足以下三点，且这三点有前后顺序之分：权利人是否享有并行使某项权利、权利人是否以损害他人为主要目的行使该权利、权利人行使权利的行为是否损害了他人的合法权益[14]。但是，由于相关案件事实的不同一性，因此，此部分所得结论不可能一概而论，需要进行个案分析，故以本文的切入点为例。

首先，南钢集团作为南京南钢记载于股东名册和工商登记中的股东，其享有优先购买权，且其行使优先购买权具有合法的权利外观。其次，南钢集团行使其优先购买权是在复星向其发出《优先购买权通知函》的合理期限内行使，仅为正常的行使权利行为，并未有损害他人的目的。最后，南钢集团的行为也未损害沙钢集团的合法权益。利益损失又可分为直接利益损失和预期利益损失。沙钢集团支付给复星 80 亿诚意金，而后南钢集团支付给复兴 83 亿诚意金，其中 3 亿用于支付沙钢集团 80 亿诚意金的利息，从此方面看，沙钢集团无任何损失。南钢集团行使优先购买权时，沙钢集团仅与复星签订了《股权转让协议》和《投资架构协议》，支付了 80 亿的诚意金，但签订《股权转让协议》仅是一个负担行为，不会导致股权发生变动，支付诚意金的行为是沙钢集团履行《协议》的行为，亦不会导致股权变动，致使股

权发生变动的行为发生在股东名册变更之时，但是根据案例的相关报道可推知，在复星向南钢集团发出《优先购买权通知函》时，股东名册尚未变更，沙钢集团尚未取得南京南钢的股权，南钢集团行使优先购买权的行为未使股权自沙钢集团变更至其名下。因此，基于对价和股权的变动两个方面，沙钢集团未有直接损失。就复星方面转让股权的流程来看，其与沙钢集团确定购买条件在先，通知南钢集团是否行使优先购买权进行在后，因此，沙钢集团应当对南钢集团行使其优先购买权具有合理预期，取得南京南钢股权不应在沙钢集团的期待利益之内。换言之，南钢集团行使优先购买权的行为没有造成沙钢集团的直接损失，也未造成其预期利益损失，不满足权利滥用的构成要件，南钢集团行为不属于权利滥用行为。

《公司法》第 21 条第 2 款⁸载明“股东滥用其权利给公司或者其他股东造成损失的，应当承担赔偿责任”，换而言之，禁止滥用股东权利保护的是股东或其他股东的权利，且该条款后并无扩大其保护主体外延的可能性。另，从《公司法》体系框架来看，第 1 条⁹中也详细规定“为……，保护公司、股东、职工和债权人的合法权益……依据宪法，制定本法”，该条款亦无扩大保护主体外延的可能性。因此第三人并不在第 21 条第 2 款的保护范围内。

综上，被收购人行使其对目标公司股权的优先购买权并不符合权利滥用的构成要件，即目标公司股东行使优先购买权的行为不是滥用股东权利的行为；另，从滥用股东权利保护的法益范围而言，第三人亦禁止滥用股东权利的保护范围之内。

4.3. 间接收购模式下的优先购买权并不适用“穿透规则”

我国新《公司法》中的股权穿透规则是指只有一个股东的公司，股东不能证明公司财产独立于股东自己的财产的，应当对公司债务承担连带责任。债权人依法利用此规则，即可追溯公司幕后受益人，让有些老板用成立多个有限责任公司，利用每个公司的独立法人格，独立地位进行风险隔离、逃避债务成为不可能。现行《公司法》中，“穿透规则”既体现在股东权利之中，即股东查阅、复制全资子公司的财务会计报告，查阅全资子公司的会计账簿、会计凭证；当全资子公司的利益受到损害，股东可以提起代表诉讼，也体现在股东责任中，即公司法人人格否认制度。在体系解释角度来看，这是否为股东优先购买权适用“穿透规则”提供了条件？即在间接收购情境之下，只需判断行使优先购买权的形式主体即可，还是需要进一步深入，判断行使该权利的实质主体。

全资子公司意为其注册资本全部由母公司注入，其经营过程中产生的利润、负债等财务状况以及利益是否受到损害等与其母公司休戚相关，母子公司之间“天然地”无障碍，故而母公司股东可以在行使知情权和代表诉讼时自然地适用穿透规则，而且该穿透规则是一种“向下”的穿透。股东代表诉讼亦复如是。在股东优先购买权的穿透规则中，收购方与目标公司股东之间通常是一种控股关系，并非是母公司，这为股东优先购买权适用穿透规则增加了“无形的”障碍，其是一种“向上”的穿透力，且若穿透规则可以适用于优先购买权，会为目标公司股东行使该权利增加负担，使目标公司失去有力的资本支持，对目标公司股东无益，对目标公司也无益。一言以蔽之，穿透规则在股东优先购买权和新《公司法》中“穿透力作用方向”、是否对目标公司及其股东有益两方面迥然不同。因此，新《公司法》中对“穿透规则”的适用不能成为股东优先购买权运用穿透规则的正当性理由，由此可推知优先购买权无法适用穿透规则，目标公司股东实控人的变化不会影响目标公司股东的优先购买权，判断优先购买权的行使主体停留在形式主体即可。

除上述股东知情权、双层股东派生诉讼中适用“穿透规则”，《公司法》第 192 条中也体现了这一

⁸参见《中华人民共和国公司法》第 21 条第 2 款：公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当承担赔偿责任。

⁹参见《中华人民共和国公司法》第 1 条：为了规范公司的组织和行为，保护公司、股东、职工和债权人的合法权益，完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济的发展，根据宪法，制定本法。

规则¹⁰，这是否可以为间接收购适用“穿透规则”提供一个解释路径？其实不然。第192条是《公司法》对我国公司股权结构的一个“妥协”。相较于域外公司中小股东众多，股权结构分散，我国公司呈现出“一股独大”的特征。在此基础之上，公司的董事、监事多由控股股东、实际控制人直接或间接选举，听从于控股股东、实际控制人的指令。控股股东、实际控制人为“理性”经济人，他们极有可能为了其自身利益而损害公司或其他股东利益。比如，为了获得投资回报，在公司不满足“无盈不分”的情形下，指示董事制定利润分配方案，违背公司资本维持原则；再如，指示董事制定非定向减资方案，对排挤中小股东等其他严重损害公司或其他股东利益的行为。当公司利益或其他股东利益受损，相关主体提起派生诉讼或直接诉讼时，董事或监事往往以受实际控制人或控股股东指示为由为自己摆脱责任，因此，为加强对公司和中小股东的保护，而产生第192条，追究实质董事的法律责任。但是间接收购其并不会损害公司或其他股东的利益。母公司是通过子公司的优先购买权实现对孙公司的控制权，行使优先购买权的一个前提条件便是其与外部第三人的收购条件相同。退而言之，即使是在股东之间，也需要根据收购条件的优劣而实现间接收购，故此并没有损害公司和其他股东利益。

另，“穿透式”概念源于金融领域，主要在于发现表象背后的真相，并依实质内容及真实关系进行金融监管，其适用对象是法律规避行为，目的在于“穿透”形式合法，“揭示”非法目的^[15]。在股权优先购买权的相关案件中，涉及的金额往往较大，目标公司原股东若通过仅以损害第三人利益目的而主张行使优先购买权，获得其本无意购买的股权，实属“损人不利己”。故此，作为“理性人”的目标公司原股东，运用优先购买权实现非法目的可能性较低。在“南京钢联股权转让案”中，中信集团通过向南钢集团增资的方式借助其对南京钢联的优先购买权，其意在通过并购重组的方式完成国有资本布局优化和结构调整，扩大其旗下钢铁企业竞争优势^[16]。在司法实务中，穿透规则适用于与行政监管相关的物权、合同、金融、知识产权、海事海商纠纷案件，对一般的民事案件无需特别适用穿透规则^[17]。在本文所分析的案例的争议点股东优先购买权问题，属于一般的民事案件，亦不涉及行政监管关系，故不在适用穿透规则的案件范围之中。但是有限责任公司的股东可以以特别约定的方式扩大“人合”的形式与范围，此时优先购买权适用“穿透规则”^[8]，需要判断行使优先购买权的实质主体。

故此，梳理《公司法》中体现“穿透规则”的情境，均不能为间接收购适用“穿透规则”的合理性，因此，间接收购不能适用“穿透规则”。

综上所述，在间接收购模式下，除目标公司股东另有约定外，优先购买权不适用“穿透规则”，判断优先购买权的行使主体停留在形式主体即可，故而，目标公司股东行使优先购买权具有正当性。

5. 结论

“南京南钢股权转让案”虽已结束，但留下的影响却是依旧存在。股权自由转让、公司利益与人合性出现冲突时，相关主体将有限的公司的人合性居于首位，并将公司成立之目的——利益最大化次之，属实本末倒置之举，其反映出有限公司人合性属性在资本市场发展的过程中早已深入人心。但在人合性已饱受批判且维护其可能会阻碍公司盈利发展的大前提下，应当对过于维护人合性的措施及时做出修正，以免其偏离商事活动的既行轨道。另外，“南京南钢股权转让案”也反映出现行《公司法》对股东优先购买权相关规定的不完善。虽然《公司法》在第84条¹¹和第85条¹²中规定了股东的优先购买权，但是在

¹⁰ 《公司法》第192条：公司的控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或股东利益的行为的，与该董事、高级管理人员承担连带责任。

¹¹ 参见《中华人民共和国公司法》第84条：有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权；第2款详见1；第3款详见2。

¹² 参见《中华人民共和国公司法》第85条：人民法院依照法律规定的强制执行程序转让股东的股权时，应当通知公司及全体股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。其他股东自人民法院通知之日起满二十日不行使优先购买权的，视为放弃优先购买权。

“同等条件”的确认标准、股东行使优先购买权的边界问题、收购人间接行使股东的优先购买权的效力认定等问题，未作出具体的回应。“裁判之善，首赖法之明”。股东优先购买权相关规定的不明确，也为司法裁判的公正性蒙上了面纱。因此，寄希望于日后的《公司法》修订和相关司法解释，能够巧妙处理公司利益和人合性的冲突问题，明确股东优先购买权的前提条件、行使边界和间接行使的问题。

参考文献

- [1] 李建伟. 公司法学[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2024.
- [2] 许尚豪, 程思. 优先购买权制度中“同等条件”的法律思考[J]. 山东警察学院学报, 2017, 29(3): 12-17.
- [3] 蒋大兴. 股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制[J]. 法学, 2012(6): 67-77.
- [4] 王晓霞. 有限责任公司股东优先购买权制度探究——以利益平衡为视角[J]. 吉林工商学院学报, 2022, 38(4): 105-110, 125.
- [5] 王小蕾. 论公司法赋予优先购买权制度下转让股东反悔权的合理性[J]. 吉林工商学院学报, 2023, 39(2): 114-117.
- [6] 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[J]. 法学家, 2021(1): 142-155, 195.
- [7] 杨子君. 论股东优先购买权的性质和效力[J]. 湖北警官学院学报, 2020, 33(4): 88-94.
- [8] 郑彧. 股东优先购买权“穿透效力”的适用与限制[J]. 中国法学, 2015(5): 248-266.
- [9] 马更新, 王端阳. 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[J]. 经贸法律评论, 2024(2): 74-89.
- [10] 环球老虎财经. 中信成功“截胡”南钢控股权, 已交割“80 亿定金”的复星沙钢将何去何从? [EB/OL]. 2023-04-03. <https://news.qq.com/rain/a/20230403A09C2U00#:~:text=4%E6%9C%882%E6%97%A5%EF%BC%8C%E4%B8%A>
D%E4%BF%A1%E6%B3%B0%E5%AF%8C%E7%89%B9%E9%92%A2%E9%9B%86%E5%9B%A2%E8%82%A
1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8%EF%BC%88%E4%BB%A5%E4%B8%8
B%E7%AE%80%E7%A7%B0%E2%, 2025-7-25.
- [11] 李建伟. 股东查阅权穿越的可行性分析[J]. 山东科技大学学报, 2022, 24(1): 39-46.
- [12] 沈云樵. 有限责任公司人的特征重构——基于人合性的反思[J]. 浙江社会科学, 2024(7): 45-57, 156-157.
- [13] 梁上上. 人合性在有限公司中的终结[J]. 中国社会科学, 2022(11): 69-88, 205-206.
- [14] 王利明. 禁止滥用权利——兼评《总则编解释》第 3 条[J]. 中国法学评论, 2022(3): 1-20.
- [15] 谷昔伟. 穿透式审判思维在民商事案件中的运用与界限[J]. 山东法官培训学院学报, 2022, 38(4): 136-148.
- [16] ValueGo 估值狗. 中信 VS 沙钢竞购南京南钢钢联: 谁会成为最后的赢家? [EB/OL]. 2023-05-03. <https://zhuanlan.zhihu.com/p/626500365>, 2025-07-25.
- [17] 胡正民. 穿透式审判思维的适用规则与界限: 基于要件事实理论勾勒三阶七步穿透法[J]. 山东法官培训学院学报, 2022, 38(4): 126-135.