

## 新三板挂牌公司以市值为对赌 条件时的估值认定思考

——绿岸公司诉沈某合同纠纷案评析

黄 婧\* 苏 煜\*\* 符 望\*\*\*

**摘要:**本案对赌条款涉及新三板挂牌企业估值问题,由于条款的模糊性以及新三板的缺乏流动性,如何认定是否符合回购标准引发了争议,需要法院进一步判断回购的条件以及认定企业的估值。本案中,法院综合考量挂牌企业的经营状况、财务数据信息,参考不同的估值标准,结合各方提供的专家意见,从专业角度、形式要件、程序完整性方面进行认定,最终认定该企业的市值区间满足了回购的条件,原股东应履行对赌协议中的回购义务。

**关键词:**新三板企业 估值方法 专家辅助人

### 一、案情简介

上诉人(原审原告):上海绿岸网络科技股份有

---

\* 上海金融法院法官。

\*\* 上海金融法院法官助理。

\*\*\* 上海金融法院法官。

限公司(以下简称绿岸公司)。

被上诉人(原审被告):沈某。

原审第三人:深圳市豹风网络股份有限公司(以下简称豹风公司)。

豹风公司为一家在全国中小企业股份转让系统(以下简称新三板)上挂牌的手机游戏公司,该公司的控股股东和实际控制人为沈某。2016年5月12日,绿岸公司与豹风公司签订《股份认购协议》,约定绿岸公司以现金方式按照每股15元认购豹风公司发行的股票333,333余股,共计5,000,000元。同时,绿岸公司与沈某签订《补充协议》,约定若豹风公司在绿岸公司增资完成后3年内达成以下任意条件,绿岸公司无权要求沈某回购绿岸公司所持有的全部或部分豹风公司股份或股权:(1)2016年、2017年经审计归属于母公司净利润2年合计大于或等于8000万元;(2)在本次增资完成之后3年内实现IPO(指豹风公司取得中国证监会或其他IPO审核部门关于其IPO申报材料的受理通知书);(3)在本次增资完成之后3年内进入全国股份转让系统创新层;(4)在本次增资完成之后3年内再融资的市值超过6.5亿元。若上述任一条件未成就,则绿岸公司有权要求沈某回购。

2017年6月6日,豹风公司与新的定增投资者欢乐时刻公司签署《股票认购协议》,欢乐时刻公司按每股22元认购豹风公司发行的股票181,818股,共计3,999,996元,该次投资占总股数的0.57%。对此次定增,主办券商东吴证券出具了股票发行合法合规的意见书,其中“关于发行定价”部分载明:“豹风公司采取协议转让方式,挂牌以来仅进行四次交易……交易活跃程度低,交易价格不具参考性;本次发行价格综合考虑了豹风公司所处行业、成长性、每股净资产、前次融资价格等多种因素,并与投资者沟通后最终确定为每股22元;2016年度财务数据每股净资产为1.83元,基本每股收益为0.23元,本次股票发行价格对应2016年发行市盈率为95.65倍,发行市净率为12.02倍,发行价格高于每股净资产,估值水平与豹风公司目前发展阶段相适应,发行价格公允。”

2019年7月,绿岸公司向沈某寄送股权回购通知书,认为按市场协议交易价格计算,豹风公司在增资之后3年内未能满足市值条件以

及其他条件,已经触发回购条件,要求沈某回购绿岸公司持有的全部豹风公司股份。沈某则认为,以欢乐时刻公司定增价格22元为基准,豹风公司向欢乐时刻公司再融资时的公司估值已经超过6.5亿元,即应免除回购义务。双方就是否满足回购条件存在争议,绿岸公司遂向法院起诉。

在一审、二审审理过程中,法院还查明如下事实。

1. 豹风公司自2015年12月挂牌以来至2017年6月增资时,采取协议转让方式的交易共有5次,成交价格分别为20元/股、22元/股、30元/股、11元/股、10.18元/股,成交数量分别为3000股、5000股、2000股、3000股及8000股。

2. 在2016年5月豹风公司向绿岸公司以每股15元定向增发时,该轮融资以15元/股的价格共计增发1,806,666股,占总股数的5.99%,融资总金额为27,099,990元。该轮融资涉及的投资人包括三家机构和一名自然人,其中案外人苏州市历史文化名城发展集团创业投资有限公司(以下简称名城创投公司)及绿岸公司为新投资人,案外人北京华盖卓信股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称北京华盖公司)与沈某为原股东。上述投资人认购豹风公司股份情况如下:名城创投公司认购1,333,333股、绿岸公司认购333,333股、北京华盖公司认购70,000股、沈某认购70,000股。名城创投公司在投资前自行委托了江苏中天资产评估事务有限公司对豹风公司的市值进行评估,江苏中天资产评估事务有限公司采取资产基础法、收益法对豹风公司市场价值作出判断,于2016年5月10日出具苏中资评报字(2016)第2019号评估报告。该报告载明:经协商确定本项目资产评估基准日为2015年12月31日。本次评估中选取的价值类型为市场价值。评估中采取了资产基础法、收益法进行。(1)资产基础法是以被评估企业评估基准日的资产负债表为基础,合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值,确定评估对象价值的评估方法。评估后的豹风公司总资产价值为3456.81万元,总负债为868.39万元,净资产为2588.42万元,净资产增值为157.39万元,增值率为6.47%。(2)收益法是指将预期收益资本化或者折现,确定评估对象价值的评估方法。针对豹风公司,本次收益法评估采用现金流量折现法,并采用股权自由现金流折

现模型。本次评估取6年,即预测期为2016年1月至2021年12月,用折现率对未来6年预测的收益进行折现,然后假设以后各年度的年收益相等,从而求得6年以后永续期的年金现值,将未来6年的折现值加上期后永续期的年金现值,求得收益现值法评估结果。评估结论为股东全部权益价值为46,560.81万元。两种评估方法的结果两者相差43,972.39万元,最终评估机构认为采用收益法的评估结果更适用于本次评估目的。

3. 豹风公司相关的财务数据变化如表1所示:

表1 豹风公司财务数据变化

项目	2016年上半年	同比增减	2017年上半年	同比增减
营业收入	16,091,112.66元	124.59%	14,209,708.77元	-11.69%
毛利率	60.24%		27.73%	
净利润	2,869,062.74元	111.37%	-19,260,946.78元	-771.33%
权益净利率 (ROE)	11.14%	—	-39.50%	—
每股收益(EPS)	0.1元	-23.08%	-0.6元	-700%

## 二、审判结论

一审法院认为,第一,基于双方的专业认知能力,“再融资”不仅具有时间节点的含义,还包括再融资行为对公司市值的影响,即争议条款的免除条款应当理解为豹风公司在本次增资完成后3年内发生再融资,且再融资行为或行为后果对豹风公司市值的影响达到使其超过6.5亿元。第二,从再融资行为的发程序、发行价格、发行对象、出资情况、融资款用途角度来看,豹风公司向欢乐时刻公司再融资的价格具有公允性,能够反映豹风公司的市场价值。根据《证券期货业统计指标标准指引(2019年修订)》(以下简称《证券期货业统计指引》),按照再融资发行价格22元乘以总股数计算市值具有行业依据。第三,考虑到豹风公司是在新三板挂牌的公司,与竞价交易机制下的收盘价意义不同,不能

以再融资时点的收盘价确定豹风公司的市值。综上,一审法院认为沈某回购义务依约免除,驳回绿岸公司的全部诉讼请求。绿岸公司不服上诉至上海金融法院。

上海金融法院二审认为:第一,豹风公司为新三板挂牌的非上市公司。结合我国新三板市场现状,豹风公司股票流动性差,交易极不活跃。以豹风公司收盘价格 10.18 元乘以总股数的方法计算公司市值难以反映公开市场对豹风公司价值的认同。第二,案涉再融资采取了定向增发的融资方式,仅涉及一位新投资者,亦未引入做市商参与。投资金额不大,占总股本比例较低,也无法反映市场情况。第三,豹风公司系一家以游戏研发业务为主的企业。该行业竞争激烈、不确定性高、盈利波动较大。但若公司后续自行研发游戏项目上线表现达不到预期,则公司存在持续亏损的风险。结合豹风公司 2016 年上半年及 2017 年上半年的财务数据,毛利率在 2017 年下降很多,许多反映公司盈利能力的指标已呈现出连续下行的态势。结合 2016 年融资时的公司资产评估报告,2017 年再融资时的公允价值不应高于 2016 年的评估结果。第四,在约定不明、双方各执一词的情形下,应当依据合同法关于约定不明的相关规则予以确定。为此,法院综合考虑到以下两个估值标准:(1)《证券期货业统计指引》中的计算方法。该指引设立专章对股转系统挂牌公司市值的计算方法作了明确规定,引入了市盈率概念,并提出了净利润为正值或负值时应采取不同统计方法。该指引中的估值方法已经适当考虑了挂牌公司特点,虽然《证券期货业统计指引》主要用于统计而非直接用于投资估值,但仍具有相当的参考价值。这些统计方法表明单纯地依据个别交易进行估值,忽略净利润、市盈率等指标,可能会产生较大的偏差。(2)《私募投资基金非上市股权投资估值指引(试行)》(以下简称《私募基金投资估值指引》)中的投资估值方法。本案当事人沈某主张的估值方法即《私募基金投资估值指引》中的“参考最近融资价格法”。《私募基金投资估值指引》规定,运用参考最近融资价格法时,应当对最近融资价格的公允性作出判断,如果没有主要的新投资人参与最近融资,或最近融资金额对被投资企业而言并不重大,或最近交易被认为是非有序交易,则该融资价格一般不作为被投资企业公允价值的最佳估计使用。第五,本案审理中各方均就估值问题提供了专家意见。其中绿岸公司聘请

金融研究专家团队提供专家意见书,认为豹风公司市值在再融资时点上的公允价值在2.96~3.2亿元,法院采纳该意见,二审改判沈某履行股权回购义务。

### 三、裁判评析

#### (一) 对赌协议与市值挂钩带来的不确定性

本案对赌协议中,投资者与融资方设置的对赌条件有四,若目标公司满足任意条件,则免除融资方的回购义务。其余条件均比较明确,系较为常见的对赌条件,比如条件一“目标公司的净利润指标”,可以依据目标公司出具的利润表中相关数据径直得出结论。条件二、三所设置的挂牌主板条件,亦可依据官方出具的审批材料得以判断。但条件四划定了公司市值目标,要求在本次增资完成之后3年内再融资的市值超过6.5亿元。相对于投融资的实践,这种约定较为罕见,因为市值涉及估值,而估值方法、标准的多样化,会导致完全不同的结果。

本案中,对于如何认定一家新三板上市的网游公司的市值有无超过6.5亿元,各方在合同中并没有约定特别明确的标准,导致投融资双方对于市值计算方法产生了巨大的分歧,互不认可对方所主张的以转让成交价格或股票发行价格乘以总股本的计算方法。此外,双方亦表达了对相对方操纵公司市值的担忧,如投资方担心融资方可利用关联方进行个别高价定增成交少量股权,借机快速抬高公司市值,逃脱回购义务。对融资方而言,投资方也可以利用关联方报低价通过公开市场竞价成交,并以此压低市值以满足回购条件。<sup>[1]</sup>

笔者认为,如果没有约定特别明确的标准,新三板挂牌公司的估值确实是仁者见仁,智者见智。因为此类公司属于非上市公众公司,缺乏足够的市场流动性。不同投资者会赋予其股份以不同的价格,个性化的价格无法准确反映该公司的公允价值。因此,各方应避免将估值约定为

---

[1] 虽然关联方的认定有相关的规定,但在实务中要规避关联方认定却不难,主要依靠当事人的自律。

对赌条件,如果约定,也要明确约定估值的方法与标准,即便约定了估值的方法,相同方法在参数(如折现率)选择上的不同也会导致不小的差异。

本案中,首先是合同解释的问题。“再融资的市值”是指再融资时点的市值,还是融资方再融资行为所代表的市值?市值是指市场公允价值,还是投资方或者融资方自己认定和计算的市值?这些问题,站在不同的立场,可能有不同的看法。比如,本案判决之后,有观点认为:二审法院是把简单的问题复杂化了,有改写双方合同的嫌疑,故应从合同的文本出发,解释为再融资时新投资者认定的市值为6.5亿即可。<sup>[2]</sup>笔者并不同意这一观点,理由如下。

1. 在合同解释方面,需要考虑当事人的真实意思表示。从对赌协议整体来看,4项回购条件的设置初衷均是期待目标公司在3年时间内显著成长,并由目标公司净利润指标、挂牌板块、市值等指标来反映。这4项条件相互关联、有机结合,代表了目标公司净利润高、经营向好的局面,这是当事人的真实意思表示。如果将这些条件分拆开来、离开整体去单独地咬文嚼字,从而随意采用一种估值方法,并不可取。否则,有可能得出目标公司在经营状况明显下行,甚至净利润为负的情况下,市值仍不断攀升的结论,有悖于市场投资者的通常认知。而且本案中对于豹风公司曾有过一次资产评估报告,一对比便会发现问题。

2. “市值”从文义角度解释即公司的市场价值。上市公司的市值一般用上市公司发行的股票价格与其各自对应的股本计算的权益价值表示。但新三板挂牌公司无法简单采取这一方法,因其交易量不活跃,但其又不同于普通的有限责任公司,有其特殊的市场交易制度,包括做市商制度等。因此,估值的认定,需要综合考虑目标公司的具体情况。本案中,双方当事人没有约定具体估值方法,又互不认可对方的方法。故本案争议并非一个简单的合同解释问题。笔者认为,这种情况应视为约定不明,此时可适用1999年《合同法》第61条规定的“按照合同相关条

---

[2] 参见《法院定“市值”:一个把简单问题复杂化的判决》,载微信公众号“uncle 莱斯利”,[https://mp.weixin.qq.com/s/2eV8L4wuK4UaNpOzc7\\_ShA](https://mp.weixin.qq.com/s/2eV8L4wuK4UaNpOzc7_ShA),2022年8月25日访问。

款或者交易习惯确定”。故法院可选择适合的估值方法以保证估值结论的客观公允。

## (二) 司法实践中的估值方法与应用

对赌协议中因估值争议引发诉讼在中国司法中较为罕见,本案可能系第一起案件。但公司股权回购争议中,估值方法的运用却十分广泛。这方面,美国特拉华州公司法诉讼当中的估值方法变化与发展,可以拓宽我们的视野。

### 1. 司法估值开启多元化的重要案例: Weinberger v. UOP 案<sup>[3]</sup>

Weinberger v. UOP 是美国司法史上关于估值的重要案例。该案基本案情如下:1975年,Signal公司决定购买UOP公司的大部分股份。Signal公司以每股21美元(当时的市场交易价格约为14美元)获得UOP公司的50.5%的股份。1978年,Signal公司考虑到手头仍有大量资金,决定进一步收购UOP公司的所有剩余股份。此时,由于前次购买股份,Signal公司在UOP公司13人的董事会中已经安排了7名董事,包括总裁兼首席执行官James Crawford。两位同时在Signal公司和UOP公司董事会任职的董事Charles Arledge和Andrew Chitiea利用从UOP公司获得的信息进行了研究,研究结果是买下UOP公司剩余股票,只要价格不高于每股24美元,就是符合Signal公司利益的(该研究报告简称Arledge - Chitiea研究报告)。最后,Signal公司董事会决定出价在20~21美元。Signal公司与总裁Crawford讨论了这个提议,价格获得了总裁Crawford的认同,Crawford聘请了雷曼兄弟公司的James Glanville来提供公平意见(fair opinion)。Glanville在同时受聘于Signal公司的情况下,在较短时间内出具了意见,认为21美元是合理价格。基于该份公平意见,UOP公司董事会在不知晓Arledge - Chitiea研究报告的情况下,表决一致通过收购安排。由此引发了争议,Weinberger代表小股东在美国特拉华州提起了集体诉讼,认为Signal公司作为大股东,未向UOP公司的董事和小股东披露相关信息,违反了信义义务。

特拉华州最高法院最终认定,Signal公司未披露相关价格研究报告,违反了信义义务。董事会成员没有提供Arledge - Chitiea研究报告,

---

[3] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

也违反了他们作为 UOP 公司董事的职责。在这种情况下,小股东有权获得更大的价值,因为这次交易并非公平交易。除了公平交易这个标准之外,特拉华州最高法院还重点考虑了另一个争议问题,即公平价格的问题。如何确定每股的价格离不开公司价值的判断以及估值方法的应用。对于估值方法,该案之前的数十年,经常采用的方法是“特拉华州区块法”(Delaware block method),这种方法是一种加权平均方法,针对公司价值的要素,包括资产、市场价格、盈利等,分配了特定的权重系数,以此为基础计算每股价值。<sup>[4]</sup>但在这个案件中,法院进行了突破,提出“公平价格显然需要考虑所有涉及公司价值的相关因素”。

法院认为,对估值方法应采取更宽松自由的态度,必须允许通常在金融界普遍认为可接受的任何技术或方法。该案法官在裁判文书中还专门强调:在企业并购之日已知的或者能够被确定的市场价值、资产价值、股息、盈利前景、企业性质,以及对于合并公司的未来前景有影响的任何其他事实,不仅与提出异议股东的利益有关,而且必须由估值机构考虑。

该案之后,开始了估值方法的自由化阶段,各种方法在法院纷纷亮相,比如现金流折现法、可比公司法等,当然也伴随着各种争议。比如现金流折现法中折现率的认定,可比公司如何选取。据统计,至 2003 年,特拉华州的类似案件中,约半数采取了现金流折现法,19%、14% 的案件则分别采用资产评估法和类似“特拉华州区块法”的加权平均法,可见现金流折现法较受青睐。<sup>[5]</sup>在确定公司价值案件中,各方会聘任专家证人,设计的模型往往也是有利于自己的当事人,不仅增加了成本,让法官评判也变得不容易。<sup>[6]</sup>

## 2. 中国司法实务中估值方法的运用

相对而言,公司估值方法在我国的公司相关诉讼中较少涉及,《公司法》第 74 条规定了异议股东可以请求公司按合理价格收购其股权。但此类案件设定了较为严苛的条件(如 5 年不分红),在程序上也要求异议

---

[4] In re General Realty & Utilities Corp., 52 A. 2d 6, 14 - 15 (Del. Ch. 1947).

[5] See Jr. Rutheford B. Campbell, *The Impact of Modern Finance Theory in Acquisition Cases*, Syracuse Law Review, Vol. 53, 2003.

[6] 参见罗莉娅:《异议股东股份公平价值的确定》,载《金融法苑》2008 年第 1 期。

股东起诉,基于诉讼时间及成本的考虑,异议股东往往接受公司的报价,不愿耗时耗力去诉讼,因此此类案件引发诉讼的较少。即便有少许案件,也没有上升到估值方法的争议,而往往是公司财务资料的争议。比如有一起案件中,目标公司提供的会计账簿表明其控股股东与公司关联往来较多,金额巨大,法院认为目标公司的会计账簿不能客观反映其资产状况,也不能作为确定张某股权现有价值的依据,故判决按原出资金额收购异议股东的股权。<sup>〔7〕</sup>应当说,这种判决是法院的无奈之举,如果股权实际有溢价,按原出资额计算异议股东反而吃亏。在另一起案件中,目标公司拒绝提交财务资料,导致事实无法查清,上级法院只好发回重审。<sup>〔8〕</sup>从已有的司法实践来看,在有争议的情况下,法院倾向于要求对目标公司进行资产评估,通过摇号方式确定资产评估机构,将评估报告作为鉴定结论。由于仅有一家评估机构的一家之言,不太会出现评估方法上的争议,即便提出此类争议,法院往往也不会采纳。

本案的争议则有所不同,并非一个异议股东收购合理价格的争议。本案关于公司价值的争议,首先反映在“评估”与“估值”是否有区别。根据我国资产评估法对于评估的定义,评估是具有评估资质的评估人员依据特定的评估规则、程序进行评定、估算的专业行为。<sup>〔9〕</sup>估值没有确切定义,所指的是对目标公司或股权所作的价值判断,并没有资质的要求。其实,每个投资者在证券市场上进行买卖之时,都是在对某家上市公司估值之后作出决策。评估与估值两者英文均为 appraisal,在现有研究资料中,也未把估值和资产评估进行过明确的区分。在功能上,两者都体现为为委托人的特定经济目的进行的价值发现。在技术方法的运用方面,两者也是具有共性的,即采用国际通用的市场法、收益法和成本法及相关衍生方法。因此,在投融资领域,两个词语在实践中均予以运

---

〔7〕 江苏省宿迁市中级人民法院:江苏泰安置业有限公司与张某请求公司收购股份纠纷二审民事判决书,案号:(2018)苏13民终4838号,2018年12月28日。

〔8〕 最高人民法院:青岛厚德房地产开发有限公司与杨某请求公司收购股份二审民事裁定书,案号:(2016)最高法民终699-4号,2019年6月28日。

〔9〕 《资产评估法》第2条规定:“本法所称资产评估(以下称评估),是指评估机构及其评估专业人员根据委托对不动产、动产、无形资产、企业价值、资产损失或者其他经济权益进行评定、估算,并出具评估报告的专业服务行为。”

用,甚至出现混同的现象。

但实务中,在许多领域的准入资格方面,评估与估值还是存在一定区别的。一般来说,评估报告的出具标准更严格。具体来说,资产评估机构须按照资产评估相关准则和规范开展执业,评估程序、评估方法的选择及应用、评估假设、评估报告披露的内容要符合资产评估相关准则的规范性要求。<sup>[10]</sup>在证券法监管要求下,对于从事证券评估业务的评估机构须进行证券服务业务备案,评估机构成为中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)、财政部、中国资产评估协会共同监管对象,这对资产评估质量提出了更高的要求。一些特殊交易行为必须以评估报告为依据,在上市公司重大资产重组中,资产交易定价以资产评估结果为依据的,必须由具备证券服务资质的资产评估机构出具报告,而不能以估值报告替代。<sup>[11]</sup>在私募投资基金领域,估值是较为常见的做法,但监管方面对估值要求较低。

在司法领域,如果把“评估”作为鉴定意见,也要求相应的准入资格,如进入法院的评估机构名册。而对于“估值”,目前并没有特别的规定。这也是为什么在本案二审阶段,沈某质疑绿岸公司委托专家所作的专家意见书,认为绿岸公司委托的金融专家团队(均为大学金融学教授或研究员)不具有评估资质,无权出具名为“估值”,实为“评估”的意见,而且专家意见书中对于纵向对比估值与横向对比估值两种评估方法的选择,亦不是获得承认的评估方法。

笔者认为,“评估”与“估值”本质并无不同,在市场中具有不同的应用场景与规范标准,不应全盘否定各自存在的合法、合理性。同样地,要求估值报告的出具机构或个人去遵守资产评估的相关准则也是不符合实际的。首先,在本案中,对于目标公司,曾经存在一个先前的资产评估报告可作历史参考,后面的财务资料又不断更新,故无须再次启动资产评估程序。其次,在本案中,目标公司为第三人,并非本案原、被告,法院对其约束力较弱,能否提交会计资料配合评估具有不确定性。在这种情

---

[10] 参见赵林、毛群:《关于评估报告和估值报告的监管思考》,载《中国资产评估》2022年第1期。

[11] 参见《上市公司重大资产重组管理办法》(2023年修订)第17条第3款。

况下,不宜排斥估值方法的运用,估值意见属于《民事诉讼法》中规定的具有专门知识的人所提出的意见,可以视为当事人陈述。我国《资产评估基本准则》第16条第1款规定,“确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法及其衍生方法”,也给评估方法留下了空间。其实,有的估值方法,即便名称不同,其实质并无不同。比如本案中专家意见书所运用的横向对比估值法,提出“对标公司可从新三板或A股上市公司中寻找业务类似、规模相当的公司”,究其实质就是资产评估中的市场法。

### (三) 本案挂牌公司如何估算市值

#### 1. 估值标准的思考与取舍

本案中,结合具体的案情,合议庭参考了不同的估值方法或标准。

#### (1) 《证券期货业统计指引》中统计方法的对比与分析

中国证监会于2019年发布了《证券期货业统计指引》,主要用于规范证券期货监管系统内部的数据统计工作。该指引作为投资估值的功能尚需讨论,但是特别为新三板挂牌公司股票市值作了明确规定。在估值标准方面,区分不同情形分别将成交价格、发行价格、净利润、市盈率等指标纳入计算考量的方法,对于本案估值具有一定的参考性。根据该指引的定义,挂牌公司股票市值是指统计期末根据挂牌公司股票价格和总股本计算的股权价值合计。同时,该指引对于计算方法有专门的规定。一是股票价格通常以收盘价计算;无转让成交记录但有股票发行记录的,按最近一次发行价格计算。二是在计算挂牌公司股票市值时,既无转让成交记录又无股票发行记录的挂牌公司股票,市值估算方法为:①对于净利润为正的挂牌公司股票,股票市值通常按平均市盈率估算( $CAP = \overline{PE} \times NP$ )<sup>[12]</sup>;②对于净利润为负的挂牌公司股票,股票价格按每股面值估算。

本案中,一审法院援引了该指引,认为本案中,豹风公司转让成交较不活跃,根据上述规定,沈某以再融资股票发行价格作为豹风公司股票

[12] CAP:挂牌公司股票市值。 $\overline{PE}$ :以全市场有转让成交记录的股票为样本计算的平均市盈率(剔除无成交或净利润为负的挂牌公司股票)。NP:该类型股票归属挂牌公司母公司股东的净利润。

价格计算市值,具有行业依据。但笔者认为,这一认定存在不足:其一,《证券期货业统计指引》关于挂牌公司股票市值的计算方法在第1条列出了收盘价与发行价,是有优先顺序的,市场具有价值发现功能,市场成交收盘价格是外部价格,应优先于内部定向增发的价格。其二,如果认为市场成交量较小(合计万余股),例如本案中欢乐时刻公司参加再融资的成交量较小,仅有总股本的0.57%,从成交量上面否认收盘价而认可定向增发价,有五十步笑百步之嫌。其三,一审法院没有注意到《证券期货业统计指引》关于挂牌公司股票市值的计算方法的第2条,比如对于净利润为负的挂牌公司股票,股票价格按每股面值估算。在再融资时,豹风公司净利润已经为负值。如果以成交量否认收盘价与发行价,则豹风公司的市值统计只能按股票面价估算,将会大大缩水。其四,无论如何,《证券期货业统计指引》只是用来简便统计,而不是精确地估值。比如在净利润为负时,不考虑公司的所有者权益/每股净资产,而只是考虑股票面值,就是一种最简单的统计方式。

## (2) 市场交易收盘价能否直接用于认定新三板公司市值

《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》第3.1.2条规定,股转系统挂牌公司的股票可以采取协议方式、做市方式、竞价方式或者其他中国证监会批准的转让方式。本案中目标公司是新三板普通层挂牌的非上市公众公司,自挂牌以来至涉案增资时,仅有几次交易,成交量限于几千股,交易极不活跃。而且值得一提的是,这些股票交易均通过“协议方式”转让,而非做市方式或竞价方式。再融资时,协议方式的收盘价为每股10.18元,与定向增发的22元差别较大。

根据法院查明的事实,该交易系小股东卞某为筹钱为其父亲治病而将其持有的8000股股票愿意按成本价出让,为此寻求豹风公司帮助。豹风公司回信建议其挂牌交易。但卞某挂牌时间长达半年后无人问津,在这种情况下,最后由豹风公司原股东青岛蓝海方舟创业投资基金合伙企业(有限合伙)与其达成协议转让。因此,该交易价格的形成有其特殊的背景及偶然性,且成交量极小,难以客观反映豹风公司在特定时间节点的市场公允价值。但该小股东报出交易意向时隔较长却无人问津的情况,从侧面表明了豹风公司的股票处于这一相对较低的价格仍难以得到市场青睐。

### (3)《私募基金投资估值指引》对估值方法的细化

中国证券投资基金业协会制定、经中国证监会批准的《私募基金投资估值指引》对于投资估值的原则与方法作出了更加详细的规定。《私募基金投资估值指引》系行业规定,该指引“总则”部分第3条规定:本指引所称的非上市股权投资,是指私募基金对未上市企业进行的股权投资。对于已在全国中小企业股份转让系统挂牌但交易不活跃的企业,其股权估值参考本指引执行。《私募基金投资估值指引》规范的是私募基金管理人进行股权投资时的股权估值行为,本案中估值对象豹风公司即为交易不活跃的全中国中小企业股份转让系统挂牌公司,故该指引对本案估值具有重要参考价值。

根据《私募基金投资估值指引》,估计非上市股权的公允价值时,应当充分考虑市场参与者在选择估值方法时考虑的各种因素,采用多种分属不同估值技术的方法。本案中,沈某提出的估值方法即市场法中的参考最近融资价格法。对此,《私募基金投资估值指引》“估值方法”部分第1条规定,在运用参考最近融资价格法时,应当对最近融资价格的公允性作出判断,如果没有主要的新投资人参与最近融资,或最近融资金额对被投资企业而言并不重大,或最近交易被认为是非有序交易,则该融资价格一般不作为被投资企业公允价值的最佳估计使用。此外,该条款还规定:“基金管理人还应当结合最近融资的具体情况,考虑是否需要调整最近融资价格公允性的因素进行调整,相关因素包括但不限于:……④最近融资价格中是否包括了新投资人可实现的特定协同效应,或新投资人是否可享有某些特定投资条款,或新投资人除现金出资外是否还投入了其他有形或无形的资源。”

本案中,豹风公司最近融资即2017年6月向欢乐时刻公司的定向增发。该轮融资金额较小,增发新股数量占比仅0.57%,对被投资企业而言并不重大。与此同时,该轮融资价格中还包含了欢乐时刻公司的其他商业目的。根据庭审中当事人的陈述,欢乐时刻公司投资豹风公司除了希望获取投资回报外,还包含商业合作机会比如获得游戏发行权的考量。这种商业合作机会可视为本次投资的协同效应,属于影响公允性需要调整的因素。因此,在未对上述影响该估值方法公允性的因素进行调整的情况下,直接以22元/股的定增发行价计算豹风公司市值缺乏公允

性。故以最近融资价格法计算得到的市值,不能视为豹风公司最佳的公允估值。对于此次定向增发,主办券商发表了“豹风公司发行定价方式及定价过程公平公正、定价结果合法有效”的结论,但笔者认为,券商意见主要着眼于整个定增程序的公正性、合法性,而不是定增价格对于整个市场的合理性。对于股票的估值,不同投资者的结论会大相径庭。因此一个投资者的定增价格本身仅涉及该名投资者对特定股票的估值,尤其在定增规模较小的情况下,该定增价格难以代表整个市场的认知。除此之外,还需要注意的一点是,券商发表意见的基础是2016年财务数据,而本案争议的再融资时点为2017年6月,如果需要重新确定此时的公司估值,应依照2017年半年报数据倒算。

值得关注的是,近几年来最近融资价格法被市场错误地理解与使用,国际规范开始剔除该方法作为单独可选择的估值方法,而将其作为估值模型的输入值的一种“校对”。<sup>[13]</sup>

## 2. 本案估值应综合考虑的因素

本案中,因为无法简单套用任一标准,因此需要对公司的市值进行一个初步分析。这虽然不是法官必备的专业技能,但作为金融法官,如果能具备相关的技能,则能够更好地理解与解读需要专业人士(比如评估公司、金融估值专家)出具的报告或者专家意见。在本案中,合议庭综合考虑了以下因素。

### (1) 目标公司的经营状况

公司成长具有生命周期,从最早的创业公司开始,逐步实现高成长,进入成熟阶段并最终衰退。在生命周期的不同阶段,公司的收入和利润情况不同,其价值来源也不同,因此确定估值变量的难度也各有不同。<sup>[14]</sup>从发展阶段来看,本案目标公司豹风公司尚处于成长期。目标公司于2008年成立,2015年在新三板普通层挂牌。自挂牌以来,目标公

---

[13] See IPEV Board, *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*, <https://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf?ver=2018-12-21-085233-863&timestamp=1545382360113>, visited August 6, 2022.

[14] 参见[美]阿斯瓦斯·达莫达兰:《估值:难点、解决方案及相关案例》,刘寅龙译,机械工业出版社2019年版,第8页。

公司的财务数据处于一个持续且快速的变化状态,除了呈现出一定的成长活力外,还隐含着发展前景不稳定的风险。

从所处的行业来看,目标公司属于轻资产、智力密集型的游戏研发企业,诸如土地、设备等实物资产较少,主要经营活动为网络游戏的开发和发行。目标公司通过与各地运营商签订授权运营网络游戏协议收取版权费,以及在合作运营模式中按比例取得游戏运营分成成为营业收入来源。游戏研发具有一定的周期性,依据会计准则所呈现的财务数据会受到相应影响。目标公司年报显示,公司研发新游戏时分为研发、开发、商业化不同阶段,不同阶段的记账标准也不同,如将研发阶段的支出计入当期损益,游戏进入开发阶段时予以资本化,直到游戏进入商业化运营时,才能转入无形资产栏目核算。针对无形资产的会计处理方式降低了当期收益和账面价值的可信度,这对估值的基本参数影响巨大。

## (2) 目标公司的财务变化状况

目标公司的财务变化情况能反映出企业的过往,能间接说明企业未来价值趋势。从豹风公司公布的相关财务数据入手,通过对比2016年6月与2017年6月目标公司半年报中主要会计数据和关键指标,可以推断2017年上半年较2016年同时期的市值变化。具体财务数据对比参见前文所载明表格。除此之外,图1、图2、和图3更明显地反映出公司的盈利能力、成长能力以及偿债能力的变化。

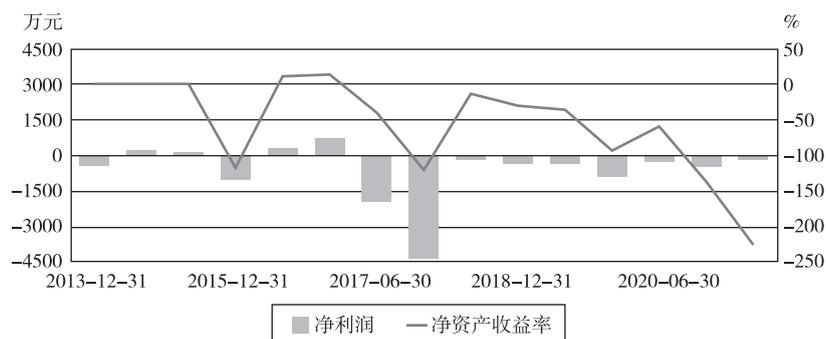


图1 豹风公司盈利能力变化

数据来源:东方财富网。

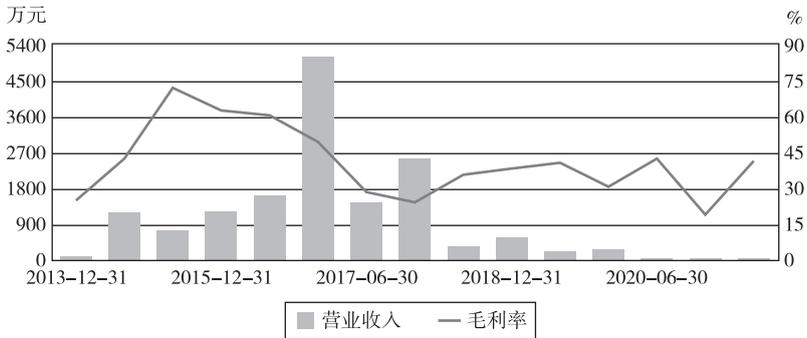


图2 豹风公司成长能力变化

数据来源:东方财富网。

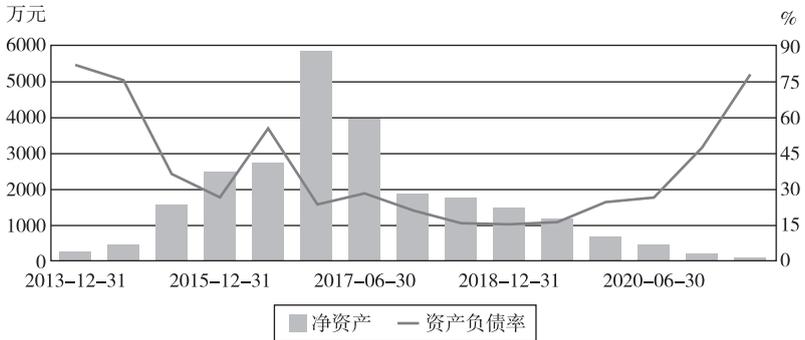


图3 豹风公司偿债能力变化

数据来源:东方财富网。

从图1、图2、图3反映的数据变化可以看出,在豹风公司营业收入变化不大的情况下,毛利率出现大幅下滑。豹风公司在半年报中给出的原因是研发游戏项目上线不达预期,已形成的无形资产摊销额计入成本,导致毛利率降低。2017年上半年公司出现亏损。每股收益指标EPS从2016年上半年的0.1转为2017年上半年的-0.6。豹风公司净资产收益率由正转负,也侧面说明公司整体资产运营状态不稳定,未来预期具有很大的不确定性。2017年6月是一个关键的时间节点,正是双方争议的再融资时点。结合上述财务指标可以看出豹风公司2017年6月,公司盈利能力较2016年同时期的盈利能力有了显著降低,可以推定

2017年6月的公司市值低于2016年同时期的市值。

(3) 可以综合多种估值方法考虑估值区间

每一种估值方法都有其特点和局限性,而且可能相差比较大。比如,在名城创投公司2016年5月投资时,相关评估报告(评估基准日为2015年12月31日)载明:采取资产基础法评估后的股东全部权益价值是2588余万元,而若采用收益法评估后的股东全部权益价值为46,560余万元,两者差异率达1,698.81%。笔者认为,资产基础法能够为公司股价设定底价(floor price),也是衡量股票公平价值的一个重要参数。<sup>[15]</sup>但是,它无法反映公司资产的收益能力或营业的真实价值,特拉华州法庭特别指出“它不能作为评估股票价值的唯一标准”,其地位并不能过分突出。<sup>[16]</sup>相比之下,收益法更关注企业的整体盈利能力,该方法通常是基于过去一段时间(一般为5年)收益记录,确定公司年平均收益,再选择一个资本比率或收益乘数,将之前所确定的年均收益折现为现值。目前对于资本比率或收益乘数的确定,美国大多数州采纳的是行业市盈率比率标准。<sup>[17]</sup>名城创投公司相关评估报告中采用的收益法稍有不同,但该报告可以用来进行纵向对比。在2015年年底时,收益法估值为4.6亿元,在2016年6月,如果估值要达到6.5亿元,则企业许多重要财务指标应该相对更好。

笔者认为,在估值的过程中,如果被估值企业的特征允许、财务数据可得,应比较考察多种估值方法的结果,能够一定程度上避免单独估值方法的局限性。《国际财务报告准则第13号——公允价值计量》中写道:“在一些情况下,单一估值方法是合适的(例如,在活跃市场中适用报价来评估某一资产或负债);而在其他情况下,则应适用多种估值方法。若以多种估值方法来计算公允价值,其结果(分别代表公允价值)应考量该结果所代表价值范围的合理性。公允价值的衡量是在该范围

---

[15] See Vern Krishna, *Determining the Fair Value of Corporate Shares*, Canadian Business Law Journal, Vol. 13, 1987.

[16] See William Meade Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, Thomson Reuters, 2012, § 5906. 140.

[17] See David Cohen, *Valuation in the Context of Share Appraisal*, Emory Law Journal, Vol. 34, 1985.

内确定最能代表该特定情形下公允价值的某一点。”<sup>[18]</sup>会计准则上没有区分不同估值方法的层级效力,在使用上允许使用多种估值方法。美国实务界一度非常流行的“特拉华州区块法”,也是综合了不同的计算方法分别来评价该公司的价值,再依据公司产业特点、发展潜力等,分别赋予计算结果不同权数,经加权复合最终得出公司股权价值。同样地,国内《私募基金投资估值指引》也鼓励管理人采用多种估算方法估值,综合判断后确定最合理的估值结果。<sup>[19]</sup>

#### (四) 专家辅助对于估值的作用

估值毕竟是一项专业的技能,涉及财务数据的解读、资产折旧的规则(如账面资产的现值),还涉及市场数据(如可比公司的选取需要万得数据),这些并不是法官的专长,因此,需要在专家辅助的基础上作出判断。就如同上文介绍的美国特拉华州许多确定公司估值案件中,各方往往会聘任专家证人,推出各种估值模型,令人眼花缭乱。在中国法庭中,因为此类诉讼较少,尤其是需要估值专家出具专家意见并出庭接受质询,对他们而言更是一个陌生的领域。<sup>[20]</sup>因此,有必要专门介绍。

##### 1. 本案例中各方提供的专家意见

由于涉及专业的估值问题,本案各方就关于2017年6月目标公司市值问题向合议庭提供了专家意见,以证明各自的主张。

沈某在本案一审中提交了两份专家意见,均以“访谈笔录”的形式作出。在两份访谈笔录中,访谈人先就案情作了背景介绍,然后向受访人提问如何理解协议中约定的“再融资的市值”,以及如何进行估值。受访人一认为,“再融资的市值”应该是企业再融资的发行价乘以当时的总股本计算出来的总价值。次年公司发行股票的行为属于再融资。“再融资的市值”应该是指该企业次年融资时的发行价乘以其当时的总股本所计算出的总价值。受访人二认为,“再融资的市值”是指公司再次进行融资的时候投资人对公司的估值。公司次年发行股票的行为符

---

[18] Para. 63 of the IFRS 13—Fair Value Measurement.

[19] 参见《私募基金投资估值指引》“估值原则”部分第6条。

[20] 相对而言,法律界比较熟悉专家证人这一概念,我国知名的学者、律师经常出席外国法庭担任本国法的专家证人。

合约定中的再融资行为,本次发行的价格是公司与投资方对公司市值的一致认可,体现了公司的客观市值,“再融资的市值”为本次发行价格乘以公司总股本。在访谈记录中,受访人还提到新三板市场单次交易量较小,不能以单次交易价格完全体现公司的客观价值,也不能作为“再融资的市值”的计算依据。

绿岸公司在二审中提交了两份专家意见。第一份意见认为,新三板挂牌公司的市值一般应以股票交易价格为依据。在特定情形下可以非股票交易价格为依据,即定向增资情形下做市商参与产生的股票价格计算市值、公开发行情形下向不特定合格投资者公开发行的股票价格计算市值。第二份意见以公司财务数据、经营业绩为参考,采用了不同的估值方法进行测算。该专家意见书采用纵向对比估值法,通过对比分析2016年上半年及2017年上半年目标公司的经营业绩、财务指标以及公司游戏产品的市场表现和潜力,得出2017年6月再融资时该公司的公允价值应低于2016年5月的市值(4.5亿元)。同时,该专家意见还采用横向对比估值法,通过与新三板创新层中以游戏研发为主业的3家对标公司的对比,得出目标公司的公允市值为1.4亿~1.7亿元;与A股上市公司中以游戏研发为主业的6家对标公司对比,得出目标公司的公允市值在2.96亿~3.2亿元。综合判断目标公司的公允价值在2.96亿~3.2亿元。

## 2. 本案专家意见的分析与认定

法院针对专家意见,可以从专业角度、形式要件、程序完整性方面进行比较分析与认定。(1)从专业背景的角度来看,各方聘请的专家均达到“有专门知识”的标准。我国民事诉讼法对于专家辅助人的资格问题没有提出特别要求,法院结合专家辅助人的个人基本信息、履历情况以及可以证明其具有相关知识的职业资格、专业职称、从业经验等材料进行了判断。比如,沈某聘请了新三板挂牌委员会委员、某证券公司投行部执行副总,绿岸公司聘请了某证券公司场外市场部总经理、某金融学院教授及研究人员作为各自的专家辅助人。法院认为,上列的各位专家具有专业的金融学背景、丰富的投融资实践经验,均符合“专门知识”的条件。(2)从形式要件上来看,一般要看各方专家意见的作出形式、相关的数据和材料基础、判断的依据等,有的专家意见只是简单的访谈结论,

属于个人对条款的理解与意见,而绿岸公司提供的金融学院研究团队的专家意见采信度更高,因为该专家意见以2016~2017年豹风公司相关财务数据为基础进行纵向数据对比分析,同时自新三板创新层、A股市场选取对标公司进行数据对比分析(市场法分析)。(3)从程序完整性看,专家辅助人到庭,其意见在程序方面当然更具有完整性和充分性。但在本案诉讼过程中,三名专家仅仅是出具书面意见或者访谈记录,仅有绿岸公司金融学院团队专家出庭陈述并接受了质询。(4)对于具体的估值方法与结论,绿岸公司专家辅助人的专家意见书采用了纵向估值法和横向估值法。这两种从本质上来讲属于市场法,也属于相对估值法。在纵向估值法方面,专家意见书以游戏生命周期为基础分析,认为2017年6月时目标公司预期潜力明显低于2016年5月时的水平,公允市值应低于2016年5月融资时的《评估报告》所给出的市值(4.5亿元)。在横向估值法方面,专家意见书从新三板创新层挂牌公司中10家业务与游戏相关的公司中进行筛选,并根据规模接近、成交量接近、主营业务收入占比接近等标准选取了3家公司进行对比。此外又从2017年37家A股游戏行业上市公司中选择了主营业务为游戏研发、收入规模相对较小的6家公司进行对比。对比指标为动态市盈率、市净率、市销率,据此认为豹风公司的公允市值在2.96亿~3.2亿元。

合议庭认为,每种估值方法都有其优先和局限性,结果可能相差较大。绿岸公司提供的专家意见书中运用两种估值方法,给出的判断结论并非一个具体数值,而是一定的价值区间,这种结论更具有可信度。这两种方法,表明了豹风公司估值无论如何不会高于6.5亿元。

#### 四、结论

在缺乏流通性市场的新三板企业估值问题上,法院的审查范围不仅限于合同文本的法律判断,而且要借助金融市场普遍认可的估值方法判断企业的公允市场价值。法院在判断目标公司的价值时,应当保持足够的谨慎与周全,着眼于目标公司的特定情形,适用不同估算方法反复验证,并在具备条件的情况下听取相关专家的意见,才能得出符合市场和

投资者预期的结论。当然,由于这一过程的复杂性和不确定性,交易主体应尽量避免在未明确估值方法的前提下将市值条件约定为对赌协议的回购条件。

(编辑:张 越)