记者|张晓云

投资者对新三板挂牌公司进行股权投资时，与实控人签署了对赌协议，对赌条件之一涉及公司市值认定。投资期满，双方就市值条件是否达成股权回购条件发生争议。

当对赌协议中涉及公司市值认定，新三板公司的估值该如何判定？

7月12日，上海金融法院通过微信公众号发布了该院首例涉新三板公司估值争议案件。二审改判实控人履行股权回购。

值得注意的是，上海金融法院基于目标公司相关财务数据变化、历次融资过程及价格、公开市场交易价格，综合考虑市场法、收益法、成本法等不同估值方法，采纳投资者提供的专家意见，对一起涉新三板公司估值争议案件作出终审判决：认定目标公司市值在再融资时点上无法达到协议约定条件，股权回购条件成就。

B公司为一家在新三板挂牌的网络游戏公司，该公司的实控人为S。2016年5月12日，L公司作为投资者与B公司签订《股份认购协议》，约定L公司以现金方式按照每股15元认购B公司发行的股票333,333股，约5,000,000元。

同时，L公司与S签订《补充协议》，约定若B公司在L公司增资完成后三年内达成以下任意条件的，L公司无权要求S回购L公司所持有的全部或部分B公司股份或股权：

1）2016、2017年经审计归属于母公司净利润二年合计大于或等于8,000万元；

2）在本次增资完成之后三年内实现IPO（指B公司取得中国证券监督委员会或其他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三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三年内再融资的市值超过6.5亿元。若上述任一条件均未成就，则L公司有权但无义务要求S回购L公司所持有的全部或者部分B公司股份或股权。

三年期满后，L公司、S双方对于《补充协议》中第四项“在本次增资完成之后三年内再融资的市值超过6.5亿元”之条件是否成就发生争议，遂起诉至法院。一审法院经审理查明，B公司作为新三板公司，交易极不活跃，挂牌以来仅进行数次交易，成交价格分别为每股20元、22元、30元、11元，成交数量分别为3,000股、5,000股
、2,0
00股、3,0
00股。2017年6月2日，以收盘价每股10.18元成交8,000股，成交额81,400元。

但除了上述交易之外，2017年6月6日，B公司与案外人H公司签署《股票认购协议》进行定向增发，约定H公司按每股22元认购B公司发行的股票181,818股，共计3,999,996元。

一审法院以再融资发行价格
22元/股乘以总股数的方法计算市值，认为B公司的市值满足了超过6.5亿元的条件，S回购义务免除，驳回L公司的诉讼请求。

L公司不服一审判决，上诉至上海金融法院。

二
审中
，上海金
融法院经审查认为
，公司市值应当理解为公开市场条件
下公司的公允价值
。估值方法的选择应考虑目标公司类型、所处行业及发展阶段、融资方式、财务状况、行业规范及监管要求等因素进行综合判断。

最终，上海金融法院认定B公司市值在再融资时点上无法达到6.5亿，股权回购条件成就，故改判S履行股权回购义务。该案已于6月9日终审生效。

上海金融法院的依据又是什么呢？主要有以下五方面：

一是B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，B公司股票流动性差，交易极不活跃。以B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B公司价值的认同。

二是
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，占总股本比例极低，也无法反映市场情况。

三是B公司系是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B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，公司盈利能力的许多指标，已呈现出连续下行的状态。结合2016年融资时的公司资产评估报告，2017年再融资时的公允市值不应高于2016年的评估结果。

四是在约定不明、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，合议庭综合考虑到以下两个估值标准：

1.《证券期货业统计指标标准指引》中的计算方法。

该指引设立专章对于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的特点，虽然该方法主要功能是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《估值指引》）中的投资估值方法。

《估值指引》系行业规定，该
指引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股权估值具有参考价值。本案中估值对象B公司符合该指引的适用条件。本案当事人S主张的估值方法，也即该《估值指引》中的参考最近融资价格法。该《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，如果没有主要新的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。

五是本案审理中各方均就估值问题提供了专家意见。二审中，L公司聘请了某金融研究专家团队提供了《专家意见书》并出庭接受质询。该意见从纵向估值法和横向估值法入手，结合B公司所属的行业特征及相关行业股票交易情况比如市净率、市盈率进行了对比分析。合议庭认定该意见书具有较强说服力。