

企业并购、法律生长与证券市场

——美国早期并购潮的历史足印

刘 燕*

摘要:企业并购有战略扩张与公司治理两套逻辑,给法律进化打下了时代的烙印。美国第一次并购潮展现了并购的商业逻辑,也塑造了美国公众证券市场以及公司法关于并购程式的规则体系。第三次并购浪潮见证了敌意收购的兴起和证券监管的应对,也激发了税法与会计准则对并购支付工具的滥用施加间接约束。第四次并购潮中公司控制权争夺的喧嚣重新激活了公司法,特别是董事信义义务规则。这些可为观察我国证券市场并购与公司法提供参照系。

关键词:美国并购潮 控股公司 合并/资产融合 敌意杠杆收购 特拉华规则

敌意收购与反收购在各国证券市场都是跌宕起伏的大戏,其间产生的强烈的利益冲突或矛盾争议也刺激着法律规则的快速生长与供给。前特拉华州首席大法官 Allen 先生曾感叹 20 世纪 80 年代的公司控制权之争将历史悠久的公司法从沉闷、无

* 北京大学法学院教授。

聊、空洞的状态中唤醒,^[1] Unocal、Revlon、Blasius、Weinberger 等一系列经典判决确定了目标公司董事会反收购措施的合法性边界。商业无国界,商法全球通。当敌意收购溢出美国,特拉华州法院创制的经典商业法则也成为包括我国在内的新兴市场学习的样板。^[2]

不过,特拉华反收购规则作为公司并购法律规则中最华彩的一章,只是美国第四次并购潮的杰作。它体现的是解决公司代理成本的监管逻辑,与并购通常蕴含的企业联合与扩张的商业逻辑是两条不同的路径,后者更清晰地体现在美国其他几次并购潮中,它们同样给法律的进化打下深深的烙印。例如,19 世纪末 20 世纪初的第一次并购浪潮充分地展现了并购的商业逻辑——规模经济与协同效应,它同时也塑造了美国公众证券市场以及公司法关于并购程式的规则体系。当然,规模经济下的垄断阴影也刺激了反垄断法的兴起,后者自此与公司并购如影随形。20 世纪 60 年代的第三次并购浪潮一方面见证了敌意收购的兴起以及证券监管对要约收购的约束;另一方面更困扰于证券市场的市盈率游戏对上市公司并购行为的扭曲。在后一方面,公司法的无为也激发了税法与会计准则对并购支付工具的滥用施加间接约束。从某种意义上说,第三次并购潮可谓历史的“分水岭”,此后并购法律规制的重心从公司自身的组织结构变动转向并购交易中实质利益冲突的评价。特拉华反收购规则正是这一新航向的延伸,它在第四次并购潮中浓墨重彩地框定了目标公司董事会的行事边界,如今依然通过新的判例精细地引导董事会应对并购的处事风格。^[3]

[1] William T. Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, Cardozo Law Review, Vol. 14, 1992.

[2] 比较法视野下的文献,例如,John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis J. Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, Harvard International Law Journal, Vol. 52, 2011. 中译本载《金融法苑》2015 年第 1 期(《敌意收购机制在发达国家以及新兴市场中的演进》,夏戴乐译);国内早期的介绍,例如汤欣:《公司治理与上市公司收购》,中国人民大学出版社 2001 年版;近期的介绍,例如张巍:《资本的规则》,中国法制出版社 2017 年版;林少伟、王穹:《美国特拉华州收购规则的历史变迁:勃兴与衰落》,载《证券法苑》(2017 年总第 19 卷),法律出版社 2017 年版。

[3] 清澄君:《你不要求,我不答应:并购交易中的迷离一招》,载比较公司治理微信号,2017 年 10 月 27 日访问。

本文无意重述美国并购潮与法律进化的完整故事,而是撷取早期并购潮的一段历史,就其中与公司财务相关的法律规制演进做一简略的回顾。它主要涉及公司并购的方式、程序与对价等方面的规则,以及企业并购与证券市场和监管之间最初的交汇。对今人来说,这些略显技术性的内容已经凝固成公司法的某个常规条款或者某个会计报表科目,甚至是公司法教科书中偶尔闪现的历史遗迹。其中的一些基本规则,也已经通过立法移植与借鉴进入我国民商事立法。但法条层面的“搬字过纸”〔4〕难免疏漏,而且往往抹去了法律规则背后丰富的应用场景以及演变轨迹。1993年《公司法》确立了并购规则却忽略了与此相伴随的异议股东评估补偿权,就是一例;由此也影响到被誉为“中国资本市场中第一单市场化重组”之三联重组郑百文交易。从这个意义上说,翻开美国早期并购潮这段尘封已久的历史,也有助于我们更好地理解作为舶来品的公司法中相对技术性的一面。〔5〕

下文分为三个部分。第一部分简要梳理美国并购潮与法律创新之间的关系,并考察它对资本市场的影响。第二部分回顾第一次并购潮中两种不同的并购路径与公司法并购规则的创新。第三部分叙述第三次并购潮中的市盈率效应以及公司法、证券监管、税法、会计准则的不同回应方式。最后是一个简要的总结。〔6〕

〔4〕 语出经济学家对我国《反垄断法》的戏谑。参见薛兆丰:《商业无边界——反垄断法的经济学革命》,法律出版社2008年版,第38页。

〔5〕 阿道夫·伯利在20世纪20年代曾言:“与公司财务有关的法律问题对于公司法学者来说是一个技术性强的工作,很难,但并非不可能完成,因为衡平法院已经认识到经济环境的变化并且正在按照实际需要发展出相应的规则。”Adolf A. Berle Jr., *Studies in the Law of Corporation Finance*, Callaghan and Company, 1928, pp. 35 - 36.

〔6〕 第三次并购潮下的要约收购监管以及贯穿整个并购潮的反垄断法都溢出了文本关注的范围,前者是因为与敌意收购相关,已有诸多文献介绍,后者是因为我国官方政策层面对中资企业“做大做强”的偏好,使反垄断法尚未成为国内市场并购的考量因素。

一、并购潮与法律创新

诺贝尔经济学奖得主斯蒂格勒教授指出：“现代经济史最引人注目的发展，就是单个企业通过兼并对手而成长为大型公司……综观美国大公司，几乎没有哪一家不是以某种方式、在某种程度上应用了兼并收购而发展起来的；通过内部积累扩张至如此规模的企业可谓凤毛麟角。”^{〔7〕}就此而言，企业并购是一个时时发生的交易或持续不断的过程，个案完全可能激发新的法律供给。不过，当并购交易以群体方式集中涌现（“并购潮”）时，法律规制的逻辑与突变就更加清晰。

自 19 世纪末以降，美国经历了五次并购浪潮，分别发生在 19 世纪末至 20 世纪初、20 世纪 20 年代、20 世纪 60 年代、20 世纪 80 年代以及 20 世纪 90 年代之后。^{〔8〕}经济学或管理学文献通常基于各次并购潮对市场竞争的不同影响而给它们贴上相应的标签，如第一次并购潮是横向并购以及“为垄断之并购”，第二次属于纵向并购或“为寡头垄断目的之并购”，^{〔9〕}第三次是混合并购，第五次并购潮又回归以“强强联合”为特征的战略并购，等等。^{〔10〕}这些标签也折射出反垄断法的影子。

不过，本文关注的是并购潮带来的企业组织形式重大调整的法律回应，它首先是一个公司法问题。与合伙、个人企业等组织形式不同，传统上，公司是一个纯粹的法律产物。^{〔11〕}这也意味着，合并过程中公司

〔7〕 George J. Stigler, *Monopoly and Oligopoly by Merger*, The American Economic Review, Vol. 40, Papers and Proceedings of the Sixty-second Annual Meeting of the American Economic Association, 1950, p. 23.

〔8〕 [美]帕特里克·A. 高根：《兼并、收购与公司重组》（第4版），顾苏秦、李朝晖译，中国人民大学出版社2010年版，第29～68页。

〔9〕 [美]J. 弗雷德·威斯通、[韩]S. 郑光、[美]苏珊·E. 侯格：《兼并、重组与公司控制》，唐旭等译，经济科学出版社1998年版，第10～12页。

〔10〕 Holmstrom and Kaplan, *Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, 2001.

〔11〕 William G. Roy, *Socializing Capital: The rise of the Large Industrial Corporation in American*, Princeton University Press, 1997, p. 145.

组织结构的重大变化须以公司法观念与规则的配合为前提。其次,公司并购与证券市场密切相关。证券市场作为股票集中交易的场所是并购的天然通道,上市公司在其中既是并购主体又是并购客体,有着复杂的利益纠葛。由是观之,美国并购潮激发的法律创新最集中地体现于第一次、第三次与第四次,其中第三次并购潮尽管从商业战略角度评价最低,但从法律角度看却处于并购的程式规制转向利益冲突调整的节点。

(一) 第一次并购潮

美国 19~20 世纪之交的第一次并购浪潮被称为“大并购”(great merger movement),其重要性超过了之后任何一次。^[12]它不仅建立了美国工业以大型公司为主导的基本格局,同时也见证了传统公司法的重大变革以及公众证券市场的兴起。经济学家对大并购存在规模经济与范围经济、垄断与限制竞争、管理技能的成熟、投机与资本市场获利等不同解释,^[13]但都不否认其背景是 19 世纪 70 年代后美国铁路业及部分制造业普遍存在的恶性竞争与新型工业内在的规模化发展诉求之间的强烈冲突。当规模经济效应以及管理技能效率日益成为共识,合作也就成为产业界解决问题的方案。^[14]第一次并购潮又分为前后两个阶段,分别由实业家和金融家主导,其并购交易模式以及对法律的诉求都有所差异。新泽西州最先对此予以回应,提供了公司法人持股与控股公司、非货币财产出资的自主估值、异议股东评估补偿权等具体规则。这些新的法律规则不仅为第一次并购潮提供了强有力的法律支持,而且建构了公司法并购程序规则的基本框架,迄今仍是公司法的有机组成部分。

第一次并购潮与证券市场则比较微妙。大并购的第二个阶段催生

[12] Charles R. T. O'Kelley, *The Evolution of the Modern Corporation: Corporate Governance Reform in Context*, University of Illinois Law Review, 2013; [美] 布鲁斯·瓦瑟斯坦:《大交易——兼并与反兼并》,吴全昊译,海南出版社 2000 年版,第 28 页。

[13] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 295 - 297.

[14] N. R. Lamoreaux, *The Great Merger Movement in American Business, 1895 - 1904*, Cambridge University Press, 1985, p. 189.

了面向公众的资本市场,但后者也成为并购潮的接盘侠。当时并购交易的主要形式是发起人和银行家依靠发行大量股票来购买某一行业中众多企业的资产、负债以组建巨型公司,这些巨量的新股票随后被倾泻到证券市场中流通转让,为拟变现退出的企业主以及从事并购交易的发起人获取现金回报。^[15]以1901年美国钢铁公司并购交易为例,共发行了11亿美元股票与3亿美元债券,而当时美国全部制造业公司的资本化规模也不过90亿美元。为避免股市因过大抛压而崩盘,摩根组织了一个300人的银团并指定了一个股市老手为股票造市,以保持股票价格稳步上升。^[16]与此同时,大量中产阶级投资者被并购潮的喧嚣所吸引,第一次进入证券市场。美国经济在19世纪后期的繁荣给公众带来了财富增长与资金结余,需要新的投资渠道,在传统的政府债券与铁路债券之外,新型工业公司的优先股甚至普通股看来是一个前景光明的选择。股票被视为一种新的财产,与传统的土地、家庭农场、实业生产单位等财产类似。“股票市场就是新的边疆,正等着美国人来拓荒。巨型现代公司将华尔街变成了美国的‘西部’,公司股票就是参与淘金的工具”。^[17]最终,许多小投资者在并购潮消退后的股市崩溃中遭受了重大损失。这也催生了联邦层面最早关于证券市场监管的动议,直到《1933年证券法》修成正果。

(二) 第三次并购潮

20世纪60年代的并购潮与证券市场密切相关。在股市繁荣的背景下,上市公司的并购非常频繁。新出现的争议涉及两方面:一是以要约收购方式体现的敌意收购开始兴起;二是上市公司利用并购的市盈率效应对资本市场的误导,它们分别对证券监管以及公司财务规制提出了明确的诉求。

敌意收购的出现与证券市场作为股票集中交易场所的定位有关。上市股票的自由转让提供了并购方通过购买股票来收购目标公司的天

[15] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 44, 292 - 293.

[16] [美]罗恩·彻诺:《摩根全传》,金立群校译,重庆出版社2010年版,第73页。

[17] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 4, 10 - 11.

然通道,从这个角度看,并购也可视为证券买卖交易的一种特殊形态。传统上,这种现金收购股份的交易适用买卖合同的规则,但它对证券市场的冲击远胜普通股票买卖交易。美国 19 世纪下半叶针对铁路公司的争夺战,如范德比尔特与德鲁等围绕伊利铁路公司的厮杀,摩根与谢弗在北太平洋公司上的较量,都曾在华尔街掀起腥风血雨。^[18] 不过,直到第三次并购潮中,这种现金收购方式才进入证券监管的视野。当时,俗称“周六晚特供”(saturday night special)的要约收购方式旨在以固定价格快速取得目标公司的大宗股份,这种急风暴雨式的袭击对那些中等规模的目标公司的股东和管理层都极具胁迫效果。此前,二级市场收购的途径主要是征集委托投票权和换股要约,二者已分别受到《1934 年证券交易法》与《1933 年证券法》的监管,但对于现金报价购买方式却仅有“报价后至少保持 7 天”的要求。美国国会在小心权衡了要约收购中的各种利益冲突后,于 1968 年通过了《威廉姆斯法案》,对要约收购施加了两项:(1)以信息披露为核心的慢走规则;(2)以股东平等原则为核心的收购规则,其目的是保护目标公司股东及公众投资者而非阻却敌意收购或援助目标公司管理层。^[19]

另外,第三次并购潮仍属于企业兼并扩张的传统型并购,因此争议更多地体现在上市公司的兼并行为模式所存在的问题,即以股票或可转债作为工具大肆并购完全不相关行业中的公司,并借助并购的市盈率效应在资本市场呼风唤雨,最终导致并购潮与股市泡沫在 20 世纪 60 年代末的同时破灭。混合并购有违“专业化提升效率”的常识,其在 60 年代兴起有诸多原因,如规避反垄断法对横向兼并与纵向兼并的限制,以及受证券组合投资理论的通过分散化降低风险的影响。此外,20 世纪 50 年代快速发展的管理科学提出了“管理的协同效应”理论,认为经理人可以利用先进的管理技术来胜任统一管理不同行业公司的挑战。这种“管理神话”最终被证明难以实现,许多混合并购成立的综合

[18] [美]约翰·S.戈登:《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起(1653~2004)》,祁斌译,中信出版社 2005 年版,第 119~133 页、202~204 页。

[19] 郑琰:《中国上市公司收购监管》,北京大学出版社 2004 年版,第 88~92 页;[美]布鲁斯·瓦瑟斯坦:《大交易——兼并与反兼并》,吴全昊译,海南出版社 2000 年版,第 58~59 页。

性企业集团因效率低下而成为第四次并购潮中被分拆、重组、收购的目标。^[20] 不过,当时的证券市场也对混合并购策略给予积极的回应,投资分析师和机构投资者追捧成长性股票,并购则成为企业持续成长的最佳方式。结果,股票与可转债支付工具的流行、并购会计准则和税法中的漏洞以及投资者的不成熟,共同造就了并购的市盈率效应,对企业并购行为产生了不当激励。公司法对此束手无策,最终依靠税法和会计准则的修订以及市场力量的调节来解决。

从某种意义上说,法律对并购市盈率效应的回应方式,也标志着以公司组织形式或结构变动为规制对象的传统法律约束已到了尾声。接下来登场的法律回应,基本上都是针对并购中的利益冲突问题,后者在第四次并购潮中的敌意杠杆收购中达到顶峰。

(三) 第四次并购潮

第四次并购潮的背景是 20 世纪 80 年代的放松管制与金融创新背景。相较于其他各次并购潮的战略性扩张特征,此次并购潮以减少公司代理成本的接管交易为主,真正把资本市场变成了公司控制权市场。1985 年之后金融买家或并购基金取代实业界成为并购潮的主角,垃圾债券极大增加了收购方的资金实力,从而可以将大型上市公司收入囊中。^[21] KKR 在 1988 年以 240 亿美元的天价收购 RJR - 纳贝斯克公司的交易,更成为“门口的野蛮人”之代表。

在敌意杠杆收购中,收购方、目标公司、股东、管理层、金融机构或机构投资者等不同群体间的利益冲突被放大到极致,也引发众多争议,如收购与反收购的合理性、巨额负债与超高杠杆的风险、各种毒丸计划的合法性、董事会应当对谁负责等。它们不仅是法律问题,更成为社会焦点与政策热点。支持者认为敌意杠杆收购激活了公司控制权市场,回应了对美国公司治理的批评,更好地维持了投资者的利益。^[22] 反对

[20] Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997, pp. 258 - 259.

[21] [美]布鲁斯·瓦瑟斯坦:《大交易——兼并与反兼并》,吴全昊译,海南出版社 2000 年版,第 64 ~ 65 页。

[22] E. g., Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94, 1981.

者则指称金融买家的私欲损害了美国实体经济,所谓通过改进公司治理提升效率不过是个幌子,“解决短期业绩指标欠佳的不二法门就是剥离那些业绩表现令人失望的部门,而不是通过对企业各方面资源的更紧密的运用来获得收益”。^[23]

以并购形态论,敌意杠杆收购是在要约收购的基本模式上,分别于收购方增加了杠杆资金的组织,在目标公司方增加了反收购的操作。因此,对法律规制的新诉求一是针对杠杆,二是针对目标公司的反收购行为。实践中,前者在联邦层面进行,后者在州层面进行,二者的立场并不完全一致。例如,美国国会与联邦政府(包括证券监管部门 SEC)对限制杠杆的诸多立法诉求基本保持着克制与谨慎的立场。^[24] 不仅如此,第三次并购潮中诞生的《威廉姆斯法案》对要约收购的规制原来仅针对收购方,1980 年修订时又增加了目标公司董事会的披露义务。^[25] 相反,州层面的公司法修订多支持目标公司的反收购,司法实践则承担了确立反收购下目标公司董事会的信义义务边界的任务,后者也是第四次并购潮中最主要的法律创新。特拉华州法院在 Unocal、Revlon 等一系列案件中确立了“双叉测试”“拍卖规则”“战略兼并例外”等规则,以明确商业判断规则在董事会并购决策中的具体适用。^[26] 另外,针对杠杆收购与反收购对目标公司债券持有人的损害——因杠杆收购导致债券市场价值下跌,特拉华州法院在因 KKR 收购 RJR - 纳贝斯克公司派生出来的一个案件中,^[27] 拒绝给予债权人信义义务的保护,某种意义上也降低了杠杆收购的法律风险与成本。

立法与司法部门对利益冲突的调整以及在收购与反收购之间小心设置的平衡,看起来达到了一种比较理想的状态。企业并购开始向理性回归:90 年代后的第五次并购潮中,敌意收购基本已经消失;企业主

[23] Baskin el., *History of Corporate Finance*, pp. 301 - 302.

[24] William W. Bratton, *Cases and Materials on Corporate Finance*, 6th edition, Foundation Press, 2008, pp. 316 - 317.

[25] 郑琰:《中国上市公司收购监管》,北京大学出版社 2004 年版,第 195 ~ 198 页。

[26] 对这些案例及规则的一个生动解析,参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社 2017 年版,第 42 ~ 108 页。

[27] *Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco, Inc.*, 716 F. Supp. 1504 (S. D. N. Y. 1989).

要基于战略目标而非财务目的进行收购;投资者更注重每股收益,杠杆不再是成功与否的决定力量。^[28] 另外,美国公司治理的后续发展也甚为令人满意,机构投资者,特别是以对冲基金等为代表的积极股东有效地保持了对公司管理层的经常性压力。于是,财务经济学家写道:“我们现在都成了 KKR”,^[29]而法律人则乐见特拉华规则的衰落与以活跃股东为中心的替代监管机制的兴起。^[30]

二、大并购与公司法并购规则体系的成型

(一) 第一次并购潮的交易形态与法律障碍

商业史学家把第一次并购潮分为两个阶段,前一个阶段自 19 世纪 80 年代后期到 1893 年,由实业家发动并主导;后一个阶段(1897 ~ 1903 年)的合并则“是由银行家和投资商鼓吹而搞起来的”。^[31] 两个阶段的并购交易模式以及对法律的诉求都有所差异。

实业家主导的并购遵循了从限制竞争到集中管理的发展路径;表现在并购方式上,则是先寻求控制权的集中,最终实现企业合并。但在这个过程中,“限制竞争”或者“垄断”的违法性成为挥之不去的阴影,从而提出了对控股合法性的诉求。著名经济史学家小艾尔弗雷德·钱德勒描述了这一阶段企业合并的基本步骤,它包括法律层面的结构调整与商业层面的管理优化两部分:“几乎所有以合并方式成长的企业都遵循了相同的途径,它们在开始时只是作为一种同业公会而存在,控

[28] Gregor Andrade, Mark Mitchell & Erik Stafford, *New Evidence and Perspectives of M&A*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, 2001.

[29] George P. Baker, George David Smith:《新金融资本家》,张爱玲、孙经纬译,上海财经大学出版社 2000 年版,第 45 页。

[30] 林少伟、王鸾:《美国特拉华州收购规则的历史变迁:勃兴与衰落》,载《证券法苑》(2017 年总第 19 卷),法律出版社 2017 年版,第 154 ~ 173 页。

[31] [美]小艾尔弗雷德·D. 钱德勒:《看得见的手——美国企业的管理革命》,重武译,王铁生校,商务印书馆 1987 年版,第 388 页;Arthur Stone, *The Financial Policy of Corporations*, 4th edition, Ronald Press, 1941, pp. 922 - 924. 也有学者仅将 1897 ~ 1903 年这一段视为第一次并购潮。

制着许多小型制造企业所形成的卡特尔。同业公会接着以合法方式合并而成为一个单个企业,以托拉斯或控股公司的形式出现。完成了合法的合并之后,跟着来的就是管理上的集中,合并公司的董事会对各个成员的制造设备进行合理化改革,并且从一个单一的中央办事处管理扩大后的工厂。最后的步骤就是对销售实现向前的合并,对原料和半成品的采购和控制实现向后的合并。”^[32]

金融家主导的并购采取的是将众多企业直接合并组建为巨型股份公司的方式,有学者称其为“资产融合”(fusion),从今天的理解看,这一并购模式类似新设合并。通过资产融合组建巨型公司也是第一次并购潮中争议最大的部分,“发起设立”(promotion)、“过度资本化”(over-capitalization)、“掺水股”(watered stock)等现代公司法中的历史遗迹多源于此。一种激进的观点认为,并购潮中组建巨型公司的目的就是“制造能够使发起人和金融家快速致富的股票”,并在证券市场套现。^[33]在“资产融合”交易中,合并的发起人向参与合并的众多中小企业主购买其全部资产与负债并直接置入新公司,同时向企业主们发行股票作为对价,间或支付少量现金和债券。其中,优先股的发行数量通常参照新公司取得的有形资产的市场价值来确定,普通股则根据原企业的商誉或预期未来收益的一定倍数来发行。此外,发起人或银行家的报酬的绝大部分也体现为新公司的普通股。结果,新公司发行的证券以面值计远超过取得的资产价值,在当时引发很大争议,甚至触发法定资本制下虚假出资的法律责任。^[34]

总之,第一次并购潮的两个阶段以及两条路径——控制权集中与合并/资产融合——都面临着法律障碍或不确定性,需要法律创新来加以清除。现实中,这一重任落在了新泽西州身上。尽管历史学家通常将新泽西州在19世纪末的公司法变革归因于该州欲吸引外州公司前来注册以增加财政收入——类似于日后特拉华州的情形,但其客观效

[32] [美]小艾尔弗雷德·D.钱德勒:《看得见的手——美国企业的管理革命》,重武译;王铁生校,商务印书馆1987年版,第365~366页。

[33] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2007, p. 9.

[34] Ibid., at 44, 292-293.

果是极大地推动了第一次并购潮的发展。

(二) 控制权集中与控股公司创新

传统上,普通法将公司看作一个单细胞的、完整的组织体,旨在实现股东们的特定的目的并在立法规定的范围内以法律认可的方式活动。相应地,公司法人只能拥有具体的、真实的财产形态而非其他的公司,同时也不能与其他企业以任何方式(如合并、联营、市场协作、专利池等)进行联合或共同行动。这种规则的背后既有美国社会的民主观念与民粹思潮对公司联合可能带来的经济力量集中或垄断的反感与恐惧,也有法教义学上关于公司法人性质的古老观念。就后者来说,公司股东设立一家公司就意味着他们将直接经营该公司,并选择了承担该项营业的风险。一家公司被其他公司持有并控制,这是难以想象的;公司持有其他公司或与其他公司联合从而暴露在新的风险之下,这对股东也是不公平的。^[35]

普通法的上述限制,导致实业家选择的每一种控制权集中方式都遭遇到难以克服的法律障碍或现实困难。美国南北战争之后,面对日益严重、混乱无序的价格竞争,从铁路业到制造业,一些公司组成同业公会(卡特尔)试图控制同行业的恶性竞争。然而,同业公会在法律上并不具有合法性,且总有成员采取秘密杀价或漏报销售额等机会主义行为谋取个体收益,导致同业公会名存实亡。此后,一些实业家通过个人认购其他企业的股份方式来谋求对后者的控制。然而,这种方式受制于个人或家庭财富的“瓶颈”,而且当时许多企业都是合伙制,外人无法通过购买股份取得控制权。针对此种困境,铁路业寻求联邦与州立法将卡特尔合法化,极少数铁路公司(如宾夕法尼亚铁路公司)则成功地从州议会获得了特许状,能够合法持有其他铁路的股份以减少铁路路线竞争。但是,新兴的制造业公司无法承受或不愿承受专门立法或特许的成本与代价,遂转向依赖信托协议(托拉斯)来实现控制权的集中,信托的受托人(管理机构)有权对加入托拉斯的成员公司做出经营

[35] William G. Roy, *Socializing Capital: The Rise of the Large Industrial Corporation in American*, Princeton University Press, 1997, pp. 145, 148 - 149; Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, San Francisco: Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 42 - 43.

和投资方面的决策。最早的尝试是洛克菲勒的标准石油公司在 1882 年 1 月 2 日签署的信托协议,40 家成员公司的股东以其股票换取新成立的标准石油托拉斯的证券,授权由九位理事组成的总部机构对标准石油公司的事务进行全面监督,同时在各州成立州特许的子公司来接管标准石油联盟在该州内经营的资产,以避免被当作“外来”公司而受限或被课以重税。这种托拉斯控制模式也很快被其他公司效仿。^[36]然而,1890 年《谢尔曼反托拉斯法》(以下简称《谢尔曼法》)封杀了以信托方式实现企业联合的任何企图。一些州法院开始宣布特定信托协议为非法。标准石油信托所在地的俄亥俄州检察官也对标准石油信托提起诉讼,并在 1892 年由州最高法院裁决标准石油公司的信托协议不具有法律效力。^[37]

在此背景下,1889 年新泽西州修改公司法,允许一家在本州设立或者在本州营业的外州公司持有其他公司的股份和债券,这为深受反托拉斯法困扰的公司合并开辟了一条新通道。此后,新泽西州多次修订公司法,进一步完善控股公司的组织规则,如允许公司为任何目的而设立(包括仅仅持有其他公司的股票而本身不从事任何业务),确认控股公司作为股东享有与自然人股东完全一样的权利(包括投票权),等等。^[38]这些规则很快为纽约州、特拉华州等效仿,后者也加入了控股公司合法化的行列。由于美国许多州直到 20 世纪 20 年代初才允许跨州合并,控股公司这一新的法律形式与兼并活动互为因果,成为第一次并购潮中企业联合的一种重要机制。^[39]一个颇具象征意义的例子是,洛克菲勒在 1899 年将此前被宣布非法的标准石油信托重新组建为新泽西州控股公司。尽管该公司最终在 1911 年被美国最高法院强制解散,但控股公司形式本身却通过了《谢尔曼法》的检验。

[36] [美]小艾尔弗雷德·D. 钱德勒:《看得见的手——美国企业的管理革命》,重武译,王铁生校,商务印书馆 1987 年版,第 368~371 页,375~376 页。

[37] [英]约翰·米克尔斯维特、阿德里安·伍尔德里:《公司的历史》,夏荷立译,时代传媒出版有限公司,安徽人民出版社 2012 年版,第 69~71 页。

[38] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 42-45.

[39] [美]布鲁斯·瓦瑟斯坦:《大交易——兼并与反兼并》,吴全昊译,海南出版社 2000 年版,第 28 页。

(三) 合并/资产融合与出资规则的松绑

大并购的第二阶段是发起人与金融家主导的阶段,并购交易的主要形态是“资产融合”,即将众多企业直接聚合在一起,组建成一个巨型公司并发行大量证券给原企业的股东。它与新泽西州公司法的另一项法律创新密不可分。1896年,新泽西州公司法修订案允许公司出售财产或接受实物出资时以股票作为对价,且董事会可以自主决定实物财产的价值以及股票的价值。有学者将此规则誉为“新泽西州对美国巨型现代公司以及美国股票市场做出的至关重要的贡献”,^[40]因为它极大地降低了合并/资产融合交易因过度资本化而暴露的法律风险。

过度资本化的争议,源于并购潮中新设的巨型公司的资本结构安排与传统公司法对于实物出资的规制模式之间的冲突。发起人或银行家在运用“资产融合”构造巨型工业公司时,本质上是一个对参与合并企业的现有资产进行资本化的过程。新资本结构中的股票数量主要考虑满足企业/资产出售方的要价以及发起人安排交易的报酬,其中企业/资产出售方在有形资产之外,通常都要求对企业的商誉或未来收益给予的补偿,这就导致新公司发行的普通股通常并无实体资产予以对应,而是根据预期未来收益的一定倍数发行。这种估值与资本化方法虽然得到当时一些经济学家和实务人士的认可,但却与传统的法定资本管制相悖。当时各州公司法通常要求董事会对非现金资产出资负有确定“真实价值”(true value rule)的法定义务,即所接受的实物出资的价值从公平的角度看与发行的股份金额相符。^[41]此标准后来在司法实践中逐渐被放宽为“诚信标准”(good-faith rule),以对董事主观状态的考察替代了对实物出资价值本身的严格衡量:股东和董事仅在在有实际欺诈时,才就出资不足部分(含实物资产价值虚增部分)对债权人承担责任;但过分地高估实物出资(gross over-valuation)可以推定为存在欺诈。^[42]因此,法官会审查董事在接受实务出资并发行股票时是否达到了“诚信标准”,其中一个很重要的考量就是是否存在对实物资

[40] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2007, p. 45.

[41] *Wetherbee v. Baker*, 35 N. J. Eq. 501 (1882).

[42] *E. g., Coit v. Gold Amalgamating Company*, 119 U. S. 343 (1886).

产的过分高估。这也就意味着,在并购潮中以资产融合方式组建巨型公司的发起人,因其所发行的普通股根本没有任何实物资产对应,很可能被法官宣布为“过分高估”从而需要承担法律责任。

新泽西州 1896 年公司法修订解除了发起人的上述担忧。其明确规定:“当交易中不存在欺诈时,董事们对所购买的财产的估值的判断是终局性的”。该规则完全排除了法官的自由裁量,可以最大程度地降低发起人和银行家在设立巨型公司的资本化过程中所暴露的法律风险。不过,由于这一立法显得过于冒进,新泽西州法院曾试图对法条做限缩解释。在法案修订后的第一例并购交易诉讼中,法官以“推定欺诈”替代了公司法文本中的“实际欺诈”,并将以下一些情形都纳入欺诈范畴:董事没有对实物资产的价值进行尽责调查,或者他们将其他通常不认为是真正的财产的“资产”(如商业和对未来收益的资本化)纳入计算中,或者其对估值的判断明显地受到自身利益的引导,等等。^[43] 法院的这种做法引发了强烈的批评,最终不得不退回制定法的划定的界限之内。^[44] 自此,新泽西州公司法为并购潮的第二阶段清除了最大的法律障碍。

(四)合并事项的多数决与异议股东的评估补偿权

新泽西州公司法 1896 年修订的另一个贡献,是通过给予异议股东评估权而赋予一般性合并交易以合法性,从而彻底消除了以股东多数决而非一致决方式实现公司合并遭遇的合宪性危机。

严格来说,异议股东评估权并非新泽西州首创,而是宾夕法尼亚州法院最早在 1858 年的一起铁路公司合并案中提出的。^[45] 当时,宾州议会以特别法案批准了两家铁路公司进行合并,但持异议的股东以该法案违反了“合并须全体股东一致同意”的基本法理为由诉诸法院,要求禁止合并交易。对于法官来说,这是一个很棘手的问题:以当时普遍接受的公司法律人格理论看,强迫异议股东接受另一家公司的股票,相当于剥夺了该股东基于设立公司的法案而获得的神圣权利,因而是违

[43] Donald v. American Smelting and Refining Company, 62 N. J. Eq. 729 (1900).

[44] George W. Wickersham, *The Capital of a Corporation*, Harvard Law Review, Vol. 20, 1909.

[45] Lauman v. Lebanon Valley R. R., 20 Pa. 42 (1858).

宪的;然而,从经济理性角度看,似乎又应该支持铁路公司的合并。于是,主审法官创造性地解释说立法者一定是打算赋予异议股东以评估补偿的权利,但忘记在法案中写入这种条款。最终,法官做出裁定:除非公司向异议股东提供了担保,以保证补偿其股份被评估出的价值,否则就禁止合并交易。法官的一番苦心很快被立法者接受,宾州议会在1861年通过了适用于铁路公司合并的评估权法案。^[46]

新泽西州效仿了宾州的做法。为铁路公司重组之需要,新泽西州在1878年颁布了铁路公司合并法案并引入了评估权条款。1883年,合并特许及异议股东评估权被扩大适用于港口、码头等行业的公司。1889年的公司法修订确立了针对横向合并的公司内部程序,即由合并双方公司的董事会批准,并经每个参与合并公司的2/3以上股东批准。尽管纵向合并仍然被禁止,但由于此一时期企业进行合并的主要目的是消除同行业的恶性竞争,所以,立法放行横向合并基本上就能满足商业需要。最终,1896年公司法修订承认了纵向合并的合法性。自此,一般性的合并交易都可以采取资本多数决方式,并辅之以评估权条款为异议股东提供救济。^[47]

(五)公司法的成就与证券市场的隐忧

从1889年到1896年,一个完整的公司并购规则框架在新泽西州公司法中搭建起来,它包括:许可公司持有其他公司股票,专为持股目的而设立公司,允许董事会对发行股票以及接受实物资产的估值做出终局性决定,以及采取“多数决+异议股东评估权”方式作为公司合并的一般程序。新泽西州公司法通过上述一系列的规则创新,为控股、合并、发行股份购买资产、资本化等各类并购路径提供了组织法上的规则。不仅如此,这些相对技术性的规则对于公司法观念的革命也是一个极大的促进。19世纪末的美国各州公司法已经普遍接纳了股东有限责任以及董事会集中管理,逐渐抛弃了法人拟制说、越权原则等传统、僵化的观念。公司并购规则对公司组织结构的重大调整,为公司法

[46] Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, Yale Law Journal, Vol. 72, 1962.

[47] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, Berrett - Koehler Publishers, Inc., 2007, p. 292.

的现代化转型提供了新动力。

不过,公司法对并购交易提供最大限度的自由,却给初生的公众证券市场带来不小的压力。任何一种商事交易都免不了被滥用,并购也不例外。在并购潮的第二阶段,许多合并/资产融合交易投机性浓厚,发起人随意高估合并企业的价值而过度发行股票,为制造更多股票而劝诱并安排完全不具合理性的合并,在证券市场中哄抬股价进行投机,等等。有些合并交易的虚饰被证券市场识破,相关股票也被打折出售,但刚刚踏入证券市场的大众投资者还是遭受了很大损失。到1903年并购潮消退后,约一半的合并交易都失败了。最大的100家工业公司的股票市值下跌了18亿美元,每一家跌幅都在百万美元以上。即使是由当时最受尊敬、对投机深恶痛绝的银行家摩根所发起的合并交易——美国钢铁公司,其普通股市值也因掺水股丑闻从超过5亿美元跌至2.16亿美元,优先股的市值则从4.3亿美元跌至1.92亿美元。^[48] 联邦政府的一个调查机构对美国钢铁公司进行了估值,认为其价值不及当初资本化规模(14亿美元)的一半。^[49] 美国钢铁公司不得不在此后停发股息,将留存收益用来挤出普通股的水分,直到1929年才将掺水股的空洞填满。^[50]

并购潮对公众证券市场的冲击,也使证券监管第一次提上联邦政府议事日程。不过,由于垄断问题是当时舆论的焦点,对证券市场的关切很快转化为对并购形成的巨型公司进一步强化垄断地位的担忧。从政府到民众都怀疑过度资本化的公司必然通过提高产品价格来攫取垄断收益,以满足掺水股部分的股利分配需求。因此,联邦层面对并购潮中滥用行为的回应体现为一系列的反垄断改革以及联邦公司化(公司向联邦政府注册)的动议,意图迫使公司披露财务信息以显示并购交易中资本化的真实价值,便利联邦政府辨识垄断的存在并依据《谢尔曼法》起诉。最终,这些监管或立法动议都流产了,但它们在一定程度

[48] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 94-95.

[49] [美]罗恩·彻诺:《摩根全传》,金立群校译,重庆出版社2010年版,第73页。

[50] [美]本杰明·格雷厄姆、戴维·多德:《证券分析》,邱巍、李春荣、黄铮译,吴有昌校,海南出版社1999年版,第343页。

上促进了公司财务信息的披露以及会计分类的统一。^[51] 通过强制披露并购交易中的资本化信息来保护投资者利益的监管理念直到一次大战结束后才成形,并成为《1933 年证券法》的基本框架。

三、并购的市盈率效应及其法律回应的多重路径

以经济效果论,第三次并购潮被公认为一场失败的并购运动,许多混合并购缺乏合理性。许多分析家甚至认为它导致了美国 20 世纪 60 年代十年牛市的崩溃。^[52] 这一局面也与并购的市盈率效应在证券市场中激起的泡沫以及背后隐藏的对债务工具、并购会计准则的滥用有关,它们给上市公司盲目扩张和鲁莽并购提供了制度性激励。^[53] 然而,传统的法律规制对此无能为力,美国《示范商业公司法》在并购潮初起时放松了分配规则,某种程度上可能助长了激励错置与会计滥用。与第一次并购潮类似,公司法的主要关切点是清除企业并购之路上的法律障碍。然而,时代已经变了,面对新的滥用手段,人们现在期待的是公司法扮演某种监管的角色。这或许超过了公司法的能力或疆域,最终这个问题是靠市场力量的成长以及证券监管、税法与会计准则的修订来共同解决的。

(一) 并购的市盈率效应

市盈率(P/E ratio)是公司普通股的市价与每股收益之间的比值。市盈率越高,代表投资者对公司未来盈利有更好的预期,因此愿意支付更高的价格。这样的公司被称为“具成长性公司”,股票则称为“成长

[51] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed over Industry*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2007, pp. 4-6, 113-165. 另见[美]加里·约翰·普雷维茨、巴巴拉·达比斯·莫里诺:《美国会计史:会计的文化意义》,杜兴强、于竹丽等译,孙丽影、杜兴强审校,中国人民大学出版社 2006 年版,第 195~198 页,227~228 页。

[52] [美]帕特里克 A. 高根:《兼并、收购与公司重组》(第 4 版),顾苏秦、李朝晖译,中国人民大学出版社 2010 年版,第 46~47 页。

[53] [美]乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社 2004 年版,第 436 页。

性股票”。并购的市盈率效应通常发生在股市繁荣时期,投资者的乐观情绪会普遍抬高股价水平,从而给予上市公司高市盈率。高市盈率公司用自己的股票作为对价收购低市盈率的公司,将后者的业绩装入自己的财务报表以增加每股收益,然后借助自身的高市盈率提升股价。股价上涨后,公司用股票作为支付工具进行收购的能力又增强了,再寻找下一个低市盈率的公司。由此形成“并购—盈利增长—股价增长—新的并购”的螺旋上升过程。高市盈率以及持续增长的每股盈利也可以向证券市场证明上市公司的并购扩张行动是合理的。^[54]

这里举一例简要说明并购的市盈率效应。收购方 A 与目标公司 T 的每股收益均为 1 美元,但收购方作为上市公司市盈率有 20 倍,而 T 为私人企业市盈率仅为 5 倍。A 的年收益为 100 万美元,发行在外的普通股为 100 万股,每股市价为 20 美元;T 的年收益 15 万美元,股份为 15 万股,估值为 5 美元/股。A 向 T 建议友好合并,以 1 股市值 20 美元的 A 公司股票换取 T 公司 3 股,溢价 100% $[=(20-5\times 3)/5]$ 。为此,A 发行了 5 万股新股给 T 的股东完成对 T 的吸收合并。并购交易结束后,A 的年净利变为 115 万美元,发行在外的普通股为 105 万股,每股收益从原来的 1 美元增长到 1.10 美元 $[=(100+15)\text{ 万美元}/(100+5)\text{ 万股}]$ 。由于 A 的市盈率为 20 倍,因此股价将上涨到 22 美元 $(=1.10\text{ 美元}\times 20)$ 。这样一来,并购交易俨然给所有人都带来了好处:目标公司 T 的股东收到了溢价;收购方 A 的每股收益增加,股价上涨,股东获得了更好的回报。于是,A 公司继续寻找低市盈率的盈利公司进行并购,重复上述多赢的并购神话,直到股价不再上涨。第三次并购潮与美国 20 世纪 60 年代的华尔街牛市同步,并购的市盈率效应也驱动许多上市公司大肆收购各种不相关行业的公司。

然而,相较于通过并购实现规模经济或经营协同效应的商业逻辑,市盈率效应是一种典型的金融技巧,因为它建立在收购方原来的高市盈率可以继续适用于并购后的公司这一前提之上,与投资者对公司的了解、信心和市场情绪密切相关。然而,随着并购的持续,并购方的盈

[54] [美]帕特里克·A·高根:《兼并、收购与公司重组》,顾苏秦、李朝晖译,中国人民大学出版社 2010 年版,第 44 页。

利能力受被并购公司的影响越来越大,未必能维持原有的营利能力。当市场缺乏对未来的稳定预期时,就不愿再使用最初的高市盈率,收购方也很难持续找到可以拉低股价的目标公司。因此,市盈率效应这种基于“金融技巧”的并购只能持续一段有限的时间,然后就会自动消失。如果碰上证券市场由牛市转入熊市,则市盈率效应消失的速度更快。如下所述,追求并购市盈率效应的公司往往还运用债务类工具作为并购对价来进一步放大收益、助推股价,因此市盈率效应消失与股市下跌的叠加效果会对并购公司带来灾难性的后果。第三次并购潮的兼并之王——LTV公司,曾通过这种方式推动其股价从1964年的11美元上涨到1968~1969年间的136美元,但随着牛市的结束,公司股价在1970年3月下降到21美元,跌幅高达85%,LTV的庞大帝国也很快解体了。^[55]

(二) 市盈率效应背后的制度缺失与滥用

就市盈率的机理而言,市盈率(P/E) = 普通股市价/每股收益,因此证券市场投资者对公司未来预期的评价与公司每股收益是相互依存的两个方面。在第三次并购潮期间,这两个方面都暴露出问题。在投资者方面,20世纪60年代投资基金等机构投资者开始成为证券市场的主导力量,激烈的行业竞争使它们非常重视股价上涨,追捧成长性公司以及并购交易。在每股收益方面,不少公司通过滥用并购会计准则及债务性工具来制造每股收益不断提升的幻象。此外,混合并购导致的公司向证券市场披露的信息急剧减少也进一步加剧了双方的信息不对称问题。

具体来说,混合并购形成的综合性企业集团中包括许多各不相干行业中的公司,其中不少都是细分行业的龙头公司。并购前,这些公司按照证券法规的强制信息披露规则都需要对外披露详细的财务报告,因此证券市场得以对不同行业内的不同公司进行比较,评价管理层的表现或预测公司未来盈利能力时有比较可靠的依据。然而,这些公司

[55] [美] 乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社2004年版,第423页;[美] 布鲁斯·瓦瑟斯坦著,《大交易——兼并与反兼并》,吴全昊译,海南出版社2000年版,第28页。

被并购后就不再对证券市场披露财务报告,导致投资者丧失了对细分行业做基准性判断所必需的信息。尽管 SEC 要求上市公司披露营业收入中占比 15% 以上的收入来源,但它远远不能满足投资分析的需要,且综合性企业集团基于业务的分散性很容易规避此种要求。进一步,这也影响到资本市场对综合性企业集团本身的投资评价。如果不能对一个多元化经营公司所涉足的各行业的相对重要性有所了解,那么对于该公司未来前景所做的任何预测都很难说具有可靠的基础。^[56]

不仅如此,上市公司还通过下面两种财务技巧来人为提升每股盈利,进一步误导市场推高股价:一是在普通股之外,大量使用可转债或优先股等混合金融工具;二是滥用合并会计准则,通过对并购交易采取联营法的会计处理,保证并购后企业持续报告新增利润。

1. 可转债与附转换权之优先股作为并购支付工具

并购方使用可转债或附转换权之优先股作为支付工具,有两方面的好处:其一,这些混合证券具有与普通股同样的上涨趋势,因此虽然票面利率(或分红率)比较低,但目标公司股东也乐于接受,这样可以减少公司并购的资金成本;其二,也是更关键的,它们可以带来收益自展效应或每股进阶效应(bootstrap effect),即由于可转债或优先股不同于普通股,在计算每股盈余时不包括在分母(股数总和)内,从而可以对外报告更高的每股收益。

然而,一旦股价下跌或市盈率效应消失,债券持有人或优先股投资者不转股,并购方的债务成本就陡然上升。因此,混合证券工具的大量运用在膨胀了每股收益的同时,也极大地提高了并购方的杠杆率,增加了后者在股价下跌时的财务风险。

2. 并购会计之联营法

就经济实质而言,并购的常态是收购方以现金或股票等为对价,买入了目标公司;极少数情形下,才会出现两家规模相差不大的企业平等联合在一起,保持原有资产、人员和股东的延续。相应地,会计处理方法有两种方法:一是购买法;二是联营法。混合并购潮中上市公司的对

[56] [美] 乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社 2004 年版,第 439~443 页。

外并购本应适用购买法,但由于会计准则的漏洞,它们大都选择联营法(pooling of interests),因此后者可以提供两方面的益处:第一,被并购企业的资产、负债及股东权益以原账面价值而非市价为基础进入收购方的资产负债表,不产生并购商誉,未来也不存在资产增值部分的折旧或者商誉摊销等问题,从而避免了拉低并购方未来年份的利润;第二,被并购企业的留存收益,特别是当年已实现的净利润都可以直接加总到收购方的盈利中(如上节所举A公司与T公司的例子),因此,并购后可以马上报告当年净利的增长。相反,若采用购买法进行会计处理,被并购公司的利润相当于是并购方花钱买来的,只是资产交换,并不构成真正的利润。^[57]

不仅如此,联营法按账面价值记录被并购企业的资产,还给收购方公司提供了通过“并购—处置”来随心所欲创造“即时利润”(instant earning)的契机。例如,第三次并购潮中的另一家明星企业——西海湾公司,混合并购将其变成一个覆盖石油、化工、电影等多个行业的大型综合性公司。其中,它在1966年收购派拉蒙影片公司,就是看中了后者的大多数资产为早期制作的电影胶片,账面价值远低于市场价值。对于西海湾公司来说,这些影片资产与公司其他业务并不相关,属于可有可无者,因此收购完成后就迅速卖掉了派拉蒙影片公司的32部电影,记录了一大笔盈利,成功地支撑了西海湾公司的股票价格。美国会计学者将联营法的这种应用斥责为“肮脏的池塘”(dirty pooling)。^[58]

综上,并购的市盈率效应以及上市公司对会计准则、混合证券工具的滥用共同造就了所谓的“跨界兼并秘法”。^[59]它给证券市场带来一系列的问题:上市公司沉湎于通过购买“即时利润”而非经营协同效应来提升盈利水平,人为膨胀的每股收益和投资回报误导了投资者和其他报表使用人,难以获得足够信息的证券市场在追逐所谓高成长性股票的过程中加剧投机和股市泡沫,等等。当市场投资者最终明白其中

[57] 丁友刚:《企业合并会计方法:问题、争论与选择》,载《会计研究》2004年第3期。

[58] A. J. Briloff, *Accounting Practices and the Merger Movement*, Notre Dame Lawyer, Vol. 45, 1970.

[59] [美] 乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田凤辉译,经济科学出版社2004年版,第436页。

的猫腻,大量并购明星公司的股票遭到唾弃。20世纪60年代末华尔街牛市与并购潮同时戛然而止,的确很难说谁是因、谁是果。

(三) 法律如何回应:公司法的式微与替代性规制路径的兴起

并购的市盈率效应及其背后的滥用问题给法律规制带来了特殊的挑战。传统上,公司法对于公司以股票为支付工具来并购其他企业是按照法定资本制下的非现金出资来处理的,以债券为支付工具进行则构成一种买卖交易。无论是接受出资还是买卖,都属于交换关系。这就意味着,被并购的企业的利润进入并购方时只是不同形态的资产转换,它不能构成并购方利润,更不能被用来分派股息红利。然而,20世纪50年代并购会计之联营法兴起后,并购公司需要将将被并购公司的账面盈利当作自己的利润看待,因此传统公司法对并购交易的处理方式也受到律师们的批评。^[60] 为了促进并购交易,1961年美国律师协会对《示范商业公司法》进行了修改,特别允许并购后进入公司资本公积账户的被并购公司利润可以用来分配。换言之,公司法认为应该给予公司管理层最大的自由来利用并购会计之联营法,古老的法定资本管制已经过时了。^[61]

相较于公司法的彻底放弃,证券监管采取了相对积极的态度,但也只是限于改进综合性企业集团的信息披露问题。早在1964年,学者就建议修改《1934年证券交易法》,要求多元化经营的公司收入的分解信息外,披露不同部门经营活动的收入和利润。但由于当时实务界与理论界对于按照部门还是子公司、按照产品线还是行业分组进行披露不存在公认的划分标准,且管理费、研发费用以及税收负担等公共费用在不同产品线之间如何分摊也存在难度,公司管理层有很大的自由裁量权,因此,SEC认为,在此背景下强制要求综合性企业集团披露分部信息是无意义的。面对各方的批评以及股市泡沫的破灭,1969年SEC

[60] William P. Hackney, *The Financial Provisions of the Model Business Corporate Act*, Harvard Law Review, Vol. 70, 1957; Baker, *Dividends of Combined Corporations: Some Problems Under Accounting Research Bulletin No. 48*, Harvard Law Review, Vol. 72, 1959.

[61] George D. Gibson, *Surplus, So What, the Model Act Modernized*, 17 Bus. Law. 476 (1961-1962).

开始要求公司发行新股时在登记说明书中披露行业分部信息,1970 年又将这一要求扩大到 10—K 表。到了 1976 年和 1977 年,美国财务会计准则委员会和证交会分别出台规则,对公司管理层在产品线界定和公共成本分摊中的自由裁量权进行了限制。^[62]

此外,并购的市盈率效应也将会计准则的经济后果或约束功能推到了前台。并购方对每股盈余的操纵,无论是刻意使用可转债或优先股计算每股收益,还是滥用联营法来快速制造盈利,都与会计有关。尤其是,联营法还是 1957 年美国注册会计师协会(AICPA)发布的《会计研究公告第 48 号》中正式认可的会计处理方法,^[63]大规模出现的滥用也令会计师们非常尴尬。相对来说,每股收益计算的问题比较好解决,AICPA 下设的会计准则委员会于 1966 年、1969 年分别发布了第 9 号和第 15 号会计准则,要求公司在计算、列示每股收益时,将可转换债券、可转换优先股以及其他相当于普通股的证券考虑在内。因此,实务中开始将“每股收益”与“摊薄每股收益”分别加以计算,很大程度上消除了原来每股收益计算上的误导。关于联营法的争议则不然,它将美国国会、SEC、联邦贸易委员会、产业界、财务界都卷了进来。1970 年,在经过了激烈的争议后,会计准则委员会发布了第 16 号会计准则,对并购交易适用联营法设置了 12 项前提条件,如不得计划在合并完成日两年内处分合并公司的重要资产等,以期限缩联营法的适用范围。然而,新的会计准则仍受到广泛批评,被指过度迎合产业界的要求,无法真正遏制并购交易中的滥用。各方的批评如此强烈,直接导致了会计准则委员会的解散,在 1972 年被一个更具广泛代表性的财务会计准则委员会所替代。^[64]最终,联营法在 2001 年被美国财务会计准则委员会发布的第 141 号公告所废止。

[62] [美] 乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田凤辉译,经济科学出版社 2004 年版,第 444 页;张铁铸:《美国上市公司分部信息披露制度发展研究》,载《财贸研究》2006 年第 1 期。

[63] American Institute of Certified Public Accountants, Accounting Research Bulletin No. 48, “Business Combinations” (1957).

[64] [美] 乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田凤辉译,经济科学出版社 2004 年版,第 422 ~ 436 页。

最后,税法也对并购的市盈率效应背后的会计准则滥用问题做出了回应。1969年美国国会通过税制改革法案,提出了三方面的要求:第一,并购公司在计算每股收益时,用于并购支付工具的可转债必须被视作普通股;第二,并购公司如果准备高价出售从被并购方取得的、按联营法低估的资产以获取收益,那么,在选择这些资产的估值方法时,就必须遵守税法的限制性规定;第三,并购公司使用的可转债工具产生的利息在税前扣除的上限为500万美元/年。有意思的是,在最后这项要求中,税法仔细地描述了收购中运用的可转债之股份属性而非债务属性,这是通过对“公司收购负债”(corporate acquisition indebtedness)的特定定义来体现的。“公司收购负债”指并购方为取得目标公司股份或营运资产而支付对价所承担的债务,如果:(1)该债务劣后于一般债券或其他无担保债权人;(2)可以转换为发行人公司的股份;(3)发行人公司的债/股比高于2:1,或者全部负债的利息的保障倍数(以预计收益计算)不足3倍。上述定义还涉及了对并购公司杠杆率或资本结构的描述,只不过这种立法模式并不能阻止日后垃圾债券的迅速增长。^[65]

四、结语

对美国早路径期并购潮的回顾,呈现的是与特拉华反收购规则不一样的画面。企业并购、公司法、公众证券市场、证券监管几条线索交织演进,提供企业并购扩张的组织法规则,消除滥用行为对资本市场的影响。它们最终在第四次并购潮中与特拉华反收购规则衔接,集中处理公司控制权争夺中的利益冲突问题。至此,并购的两套商业逻辑——战略扩张与公司治理,都已经完整呈现,而法律规制的不同路径也都悉数亮相。美国法特有的进化特征,^[66]也在跨越一个世纪的并购潮中得到了充分

[65] William W. Bratton, *Cases and Materials on Corporate Finance*, 6th edition, Foundation Press, 2008, p. 316; [美]帕特里克·A. 高根:《兼并、收购与公司重组》(第4版),顾苏秦、李朝晖译,中国人民大学出版社2010年版,第46页。

[66] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第25页。

展现。

徜徉在美国早期并购潮的场景中,也时常让人产生似曾相识的感受。比如,第一次并购潮中合并/资产融合路径下的资本化过程,就与我国 IPO 环节的企业改制颇为类似,二者对公众证券市场的塑型及其带来的争议——新股发行定价过高对证券市场投资者的伤害,也惊人地相似。再如,第三次并购潮中的市盈率效应,也与我国前些年创业板市场中的并购热潮和市值管理有异曲同工之处。

这其实也并不奇怪。我国证券市场虽然时间不长,但以并购形态论,从企业改制上市到宝万之争,短短 20 多年间俨然走完了美国百年并购潮的历程。这也使域外不同时期、不同特征的并购程式以及冲突形态在我国会同时存在。由此导致的立法与监管对策如此密集地交织在一起,以至于人们很容易忽略不同类型问题的特点以及法律回应的不同方式。一个直接相关的例子就是宝万大战所引发的争议。由于我国证券法下的要约收购规则因应宝延之争等敌意收购早已出台,当宝万之争出现时,证券监管者旁观敲打而不入场吹哨的做法曾让很多人困惑不已。如若知晓美国第三次、第四次并购潮分别解决要约收购程序、公司治理纷争的这一段历史,便会更容易接受证券监管与公司法的分野。

当然,由于我国公司法本身也是“舶来品”,且缺乏专门的主管实施机关,对快速发展的商业实践的回应比较慢,以至于证券监管承担了很多本应由公司法承担的任务,二者之间的界限并不像域外发达市场国家那样泾渭分明。另外,在域外作为公司法内在组成部分的商业会计准则,在我国却从一开始就游离于法律逻辑之外;相应地,会计准则对公司并购行为的影响或约束在我国也很少纳入并购法律规制的框架之中。当然,域外商法典中的会计规则以及公司法资本制度隐含的会计线索都太古老,在其宗主国都已经被冷落或者被抛弃,于今天的国人而言恐怕更是当作曾经的西洋镜而已。谁又会意识到,公司损益表最后一栏的“摊薄每股收益”的背后,还承载着一段并购监管的历史呢?

从这个角度看,翻检美国早期并购潮的故纸堆,也算正当其时。