

换股并购中若干法律问题探讨

史建三 赵永*

内容摘要 随着我国股权分置改革的完成和一系列并购新规的出台,大规模的换股并购也将我国资本市场上被逐渐激活。然而我国学界对换股并购从法律角度的研究却少之又少,现行法规也缺乏对换股并购的明确规定。对换股并购中控股股东的义务、股东代表诉讼、异议股东救济等若干法律问题进行分析,分别阐述西方国家的控股股东的谨慎调查义务、双重股东诉讼、异议股东估价权等法律制度对完善我国关于换股并购法律法规的重要借鉴作用。

关键词 换股并购 双重股东诉讼 异议股东估价权

换股并购是西方国家最常用的并购方式之一,它不仅比现金并购方式节约交易成本,而且在财务上可合理避税和产生股票预期增长效应。因此,从20世纪90年代以来,以换股进行并购交易一直在全球并购市场上占据着主体的地位。随着我国股权分置改革的完成和一系列并购新规的出台,大规模的换股并购也将我国资本市场上被逐渐激活。

一、换股并购中控股股东的义务问题

在股权式并购特别是换股并购中,起关键性作用的是目标公司的控股股东,正是由于该股东的股权出让行为,使得并购公司得以登堂入室,成为目标公司新的控制权人。在德国,控制股东转让其控制权时,法院一般会要求控制股东履行合理的调查义务,即注意义务,不能将其股份出让给怀有不良企图的购买者。所谓控股股东的谨慎调查义务也就是指控股股东在转让股权时,必须履行一个善良管理人或者普通谨慎人应尽的注意去从事调查活动,不得消极履行。国内有学者也认为,公司控制权转移时,控制股东应当对接收方做合理的谨慎调查,该义务直接针对少数股东。^[1]谨慎调查义务其实是诚信义务的一种。美国判例法在很早就创设了控制股东对从属公司和小股东承担诚信义务的原则。该原则认为,单纯持有多数股权,并因此使股东对公司和其他股东负有忠实义务和注意义务,但是如果控股股东借股权之持有而行使控制力时,忠实和注意义务遂告产生。

换股并购中,为何要规定目标公司控股股东针对小股东权益保护的谨慎调查义务呢?笔者认为:

* 史建三,上海社会科学院法学研究所研究员,赵永,上海社会科学院法学研究所民商法硕士研究生。

[1] 赵万一:《公司治理法律问题研究》,法律出版社2004年版,第219页。

其一,是对资本多数决原则的约束。资本多数决原则是“股权民主”的体现,控股股东其实对公司的经营决策和管理享有决定权,这也是私人财产所有权制度在公司制度中的必然延伸。公司意思的形成和控股股东的意见表现有绝对关系,尽管控股股东的这种意见表现不一定真正体现公司和小股东的利益和需求。在公司意思形成过程中,控股股东表决权的实质影响力远远超过它实际持有股份的比例。当目标公司控股股东要将自己的股份通过换股或者其他方式转让给并购公司时,小股东几乎没有可反对公司决议的能力。控股股东可利用换股交易来迫使小股东低价出售股份,或者通过股份回购和新股定向增发来恶意稀释小股东的股权比例。因此,为防止资本多数决原则的滥用,规定控股股东一定的义务就必不可少。其二,是信托义务的延伸。信托义务是指基于一定的信赖,一方将自己的特定财产交于另一方掌管,另一方则承诺为最佳利益行使。股东和管理层之间的关系就是典型的信托义务关系,但公司的经营管理者事实上是控股股东的代理人,他们时刻都在看护着大股东的利益,控股股东与小股东之间是实质上的信托关系。基于控股股东强大的表决权,小股东只能信赖大股东的善意作为,无法监督和制约他们的恶意作为,这种信赖约束无法对控股股东的权力滥用进行有效的监督和制约。因此,就有必要把这种义务上升到法律层面。所以在面临并购活动时,控股股东基于这种实质上的信托关系,应当对并购方进行合理的谨慎调查,发现收购方有明显对目标公司不合理的企图或者不合理的换股比例时,控股股东应当断然拒绝转让股份。其三,是董事注意义务的补充。在换股并购中,并购公司一般和目标公司的管理层接触较为密切,事先协商好并购协议的内容,如换股比例的确定、换股的具体程序,此时目标公司董事的注意义务就显得尤为重要。在换股并购中,并购公司可以直接与目标公司的控股股东相协商,确定股份的交换事宜,这时控股股东就应履行自己的谨慎调查义务。如果控股股东与董事的身份重合,那么他们的义务也自然发生重合。然而控股股东和管理层所处的地位和法律关系毕竟不同,很多控股股东是隐藏于幕后利用控制权来操纵管理层按照他们的意思行事。所以法律应将谨慎调查义务强加于控股股东,以保护公司和小股东的利益不受控股股东滥用控制权的侵害。值得注意的是控股股东的谨慎调查义务应该低于公司董事的注意义务。因为毕竟在现代公司中实行所有权与经营权相分离,股东并不负有与董事一样的善管义务,而且对股东和董事的素质要求有较大的差异,因此不能对控制股东过于苛刻,将控制股东的注意义务理解为通常交易上的注意义务即可,而无须作出更高的要求。^[2]其四,是法理上的要求。目标公司的控股股东本来有与并购公司签订股份交换的契约自由,这在私法上是具有较高效率的制度安排,但是效率最大化并非是公司法的终极关怀。在公司法上“存有疑义时,应解为自由之故”,此处“自由”主要指证券市场上的公平、公正及公司股东的共同利益,尤其意味着小股东免受劫夺的财产安全与人格尊严。^[3]合同法的基本原则在上市公司换股并购等场合中的运用受到了公司法上股东权益保护的终极关怀目的的限制,因此控股股东的谨慎调查义务具有法理依据。其五,是控股股东本身所具有的强势地位使其也有能力来进行适当的、谨慎的调查。公司的控股股东一般是资金雄厚的机构投资者,有条件也有足够的激励机制来对并购公司方进行谨慎调查工作。规定其适当的谨慎调查义务,可以避免因为严重的不负责任或者明显的疏忽,导致不法控制人入主目标公司,损害公司及其他股东的利益,这也应是保护小股东权益的有效途径。

1990年,美国特拉华州法院在Harris v. Cater一案中的判决书第4部分写到:“如果将公司控制权转让给他人的人士显然不是他买家的保证人,而事实警示一位合理的谨慎的人一种风险,买家不诚实或者在某些重要方面不真诚,卖家即有义务作出一位合理谨慎的人将会作出的调查,并应通常就表现出的谨慎,以使会被他的行为影响的其他人不会因他的错误行为而受到损失。”^[4]这是特拉华州法院首次就控股股东的谨慎调查责任作出明确的判决。但是值得注意的是,法院也认为,少数股东有权保护

[2]赵万一:《公司治理法律问题研究》,法律出版社,2004年版,第219页。

[3][日]久保欣哉:《公司法之理念:自由与效率之间》,载《台大法学论丛》,第23卷(2)。

[4]Robert. W. Hamilton. Corporation(Fifth Edition)(West Publishing,co,1994) p.1084.

自己不受控股股东滥用控制权行为的侵害,但他们无权禁止其他股东享受其合法权益,包括控股股东以较高的溢价(证券或者现金等)自由出让控股所获得的权益。因此1994年美国法律协会拟定的《公司治理原则:分析和建议》指出:单就控股股东就其转让的股份接受高额溢价或买家有长期从事扩张性并购的名声而言,并不能使调查成为必要。需要的是有足够的事实可以让控股股东注意到,未就买家及其获得控股股份的动机作出调查即继续从事交易是不够谨慎的。可以看出,由于考虑到有可能会损害私法自治、契约自由和完善的机制等因素,美国法律协会对控股股东的谨慎调查义务作了一定限制。“足够可疑的事实”的客观因素加上控股股东“不作调查即为不够谨慎”的主观因素才构成控股股东的谨慎调查义务。目前我国法律中对公司并购重组中的控股股东的义务并无规定,可以考虑加入对控股股东谨慎调查义务的规定,但义务的范围应作明确的规定。

二、换股并购中的股东代表诉讼提起问题

所谓代表诉讼(derivative action)提起权,指当公司拒绝或者怠于通过诉讼来追究公司治理机构成员或者公司外第三人对公司所负的义务或者责任时,具备法定资格的股东根据法定程序以自己的名义,但为了公司利益提起诉讼的权利,代表诉讼又可称为“派生诉讼”、“衍生诉讼”、“传来诉讼”、“代位诉讼”等,它是一种共益权。由于公司的管理层往往被控股股东所控制,为了确保公司利益免受管理层及其他第三人的侵害,必须旗帜鲜明地保护中小股东代表诉讼提起权。

(一)换股并购中代表诉讼提起的困惑

股东在提起代表诉讼时必须具备股东身份,代表诉讼中原告股东资格不仅在起诉阶段应当具备,而且应当贯穿于整个诉讼程序的始末,直到法院作出最后的判决为止,这也是美国诸州公司立法的通例。然而在换股并购中,并购的成功往往伴随着目标公司股东身份的改变。1999年4月,日本兴业银行的2名股东向东京地方法院提起股东代表诉讼,请求该银行的董事和监事共计80人向银行进行损害赔偿,理由是银行的融资和向日本债券信用银行提供“解困”等行为给银行造成了损害,这些损害的发生是因为董事犯有重大过失,违反了商法规定的董事的善良管理注意义务和诚信义务,而监事没有及时地阻止董事的损害行为和追究他们的赔偿责任,也应当承担连带赔偿责任。股东的代表诉讼还没有结束,日本兴业银行和富士银行、第一劝业银行成立控股公司,这样原告股东因把持有的兴业银行的股份转移给控股公司,从而失去日本兴业银行的股东资格,变为控股公司的股东。2001年3月,东京地方法院出具的判决书认为:“依照商法第267条第1款的规定,提起股东代表的股东必须是6个月之前开始持续持有股份的股东。这一规定是关于股东代表诉讼的原告适格的规定。依据文义解释,这里所说的股东应被解释为被告董事所属公司之股东。就因为股份转移而失去股东资格的情形中的股东代表诉当事人适格仍否可以继续维持一事,法律没有作出特别规定。与此同时也没有什么特别的理由去违背法律的文义作出要维持股东的原告适格之解释。”^[5]因此法院驳回了原告股东的诉讼请求。该判决一出,日本的商法学界争议不断,纷纷认为判决有失公正,因为该判决剥夺了股东的代表诉讼提起权,它很明显地助长了某些控股股东或者管理层人员利用股份交换去阻止股东代表诉讼的危险性。原告股东诉讼提起权的缺失是换股并购制度的一个缺陷。

(二)双重股东代表诉讼制度

如何弥补在换股并购中形成的这一缺陷呢?我们可以从1990年美国北卡罗来纳州的Aiford v Shaw的案例中得到启示。在这个案例中,原告是全美保险公司(All American Assurance Company,以下简称AAA公司)的股东,在其向法院提起代表诉讼后,被告实施了一种旨在损害AAA公司及其众股

[5][日]周剑龙:《公司并购重组中的公正与效率—以日本股份交换和股份转移制度为素材》,转引自:王保树著:《公司收购:法律与实践》,社会科学文献出版社2005年版,第91页。

东利益的欺诈性行为,将该公司并入被告的 ICH 公司,从而把全部原告的股份转换成了 ICH 公司的股份。待这一切完成后,被告遂向法院提出,原告不再是 AAA 公司的股东,一旦公司兼并程序终结,原告就丧失了代表 AAA 公司起诉的资格,法院也无权再审理此案。法院认为,北卡罗来纳州公司法并未要求原告股东在提起代表诉讼后继续持有该公司的股份。法院还指出,尽管许多州要求原告股东在起诉后持续维持股东资格,但是有一例外:如果原告股东资格的丧失是由于公司控制者违反信托义务或者由于被起诉的欺诈性兼并而引起的,则不在此限。法院认为,本案中原告的股东资格是由被告行为终止的,且此种行为与代表诉讼的背景密切相联,故本案中的原告仍可以继续行其已提起的代表诉讼,否则,将显失公平。在美国采取此种规则的尚有不少其他判例。这就是由美国判例法所确立下来的“双重股东代表诉讼”(double derivative action)制度。

所谓“双重股东代表诉讼”是指母公司的股东代表子公司追究子公司董事等人的责任而提起的诉讼。在美国,不论是联邦法院的判例还是州法院的判例几乎都承认母公司有这样的特权。从双重股东代表诉讼引申出去,还可以有“三重股东代表诉讼”“多重股东代表诉讼”的问题,“三重股东代表诉讼”(triple derivative action)指在甲公司为乙公司股东、乙公司又为丙公司股东的情形下,由甲公司股东代表丙公司而提起的代表诉讼。以此类推,只要存在着一连串的顺次持股关系就可出现多重代表诉讼。

在双重股东代表诉讼中,除非代表诉讼所涉及的两个公司之间为百分之百的母子公司关系,否则原告公司股东很难在所代表的子公司中拥有控制权利益。那么在我国今后的立法中是否应当否定双重股东代表诉讼呢?笔者认为,双重股东代表诉讼还是有其法理依据的,因为母公司持有子公司的股份,母公司的股东对子公司拥有实质性的利益,如果子公司和母公司怠于提起追究子公司董事等人或他人的损害赔偿责任的诉讼时,母公司的股东应该有权利提起代表诉讼追究赔偿责任,来维护自己的实质性利益。在美国一些判例中,多重股东代表诉讼是受到限制的,仅限于所有关系公司均为作为被告的不法行为人所控制。但是笔者认为,首先,对被代表公司造成损害不仅仅局限于公司的控制人,恶意第三人一样会对被代表公司利益造成侵害;其次,扩张的代表股东诉讼提起范围,无疑就成了强化公司经营者义务与责任的达摩克利斯剑;^[6]第三,多重诉讼实质上是数个单层代表诉讼的叠加,承认多重代表诉讼,就等于把代表诉讼制度真正贯彻到底。^[7]而现在公司立法的趋势也是放宽此种限制。这种诉讼制度值得我国今后立法借鉴。

笔者认为,双重股东代表诉讼比起普通的诉讼程序来说复杂了很多,至于多重股东代表诉讼更会出现许多错综复杂的程序问题。如双重股东代表诉讼中原告股东资格的确定,原告对诉讼前置程序的履行,诉讼所涉公司的诉讼地位的确定,诉讼费用担保制度等等均需要立法者准确设计。

(三)股东继续持股原则的扩张

“股东继续持股原则”(continuous ownership requirement)的适用扩张也可以弥补换股并购引起的股东代表诉讼权提起的缺陷。“股东继续持股原则”是在日本商法学界讨论较多的问题,它是指股东不仅在提起股东代表诉讼时应当是公司股东,而且在法院对股东代表诉讼做出终审判决时也应当是公司股东。日本原商法典中并没有对该原则进行明确的规定,只是在第 267 条规定提起代表诉讼的股东应是 6 个月前持续持有公司股份的股东。日本有学者解释,法院就股东代表诉讼作出终审判决时原告股东当然应是公司股东,若原告股东在诉讼审理过程中因转让股份而失去了公司股东的地位,那么法

[6]此典故出自古希腊的一个历史故事:公元前四世纪西西里东部的叙拉古王迪奥尼修斯(公元前 430—367)打击了贵族势力,建立了雅典式的民主政权,但遭到了贵族的不满和反对,这使他感到虽然权力很大,但地位却不可靠。有一次他向宠臣达摩克利斯谈了这个问题,并且用形象的办法向他表明自己的看法。他为了满足一下宠臣达摩克利斯的贪欲,把宫殿交托给他,并赋予他有完全的权力来实现自己的任何欲望。这个追求虚荣、热衷势利的达摩克利斯在大庆宴会时,抬头看到在自己的坐位上方天花板上,沉甸甸地倒悬着一把锋利的长剑,剑柄只有一根马鬃系着,眼看就要掉在头上,吓得他离席而逃。这时迪奥尼修斯王便走出来说道:“(达摩克利斯头上)这把利剑就是每分钟都在威胁王上的危险象征,至于王上的幸福和安乐,只不过是外表的现象而已。”

[7]刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社 2005 年版,第 357 页。

院就要驳回代表诉讼了。^[8]从法理说,是因为原告股东一旦失去股东地位,那么他和公司就不存在利益关系,不可能勤勉地、诚信地为了公司和其他股东的利益把股东代表诉讼进行到底。

关键是日本商法学界解释这一原则的适用有一前提,就是原告股东转让股份失去股东地位是出于自愿,而非强制。基于这样的解释,我们可以作这样的扩张:换股并购属于公司组织法上的行为,在该行为发生的情形中,股东代表诉讼的原告股东失去公司股东的地位不是因为该股东自愿把股份交换了,而是因为公司本身的组织法上的行为强制地要求他这样做,所以法院不应该否认股东的原告适格,而是应当维持原告适格。2003年的日本法务省起草的《关于公司法制现代化的纲要试案》就股份交换后的股东原告适格应当予以维持提出了立法建议。^[9]

三、换股并购中异议股东的救济问题

在换股并购中,尽管有部分股东特别是小股东可能对公司换股并购或者换股比例不满意,但是,法律并不能赋予这些股东单纯以此为由提起撤销公司并购行为的权利,目的在于“为了防止不必要地因为争议而延长合并、加重合并的负担”。^[10]如果异议股东提起禁止公司重大行为的代表诉讼,异议股东就必须对其不公正性举证,在公司管理层掌握信息的背景下,这显然是个不易克服的障碍。因此,为了保护异议小股东的权益,就必须规定替代性的补救措施。西方国家较多使用的制度是异议股东估价权(the appraisal right of dissenters),又称为少数股东股份收买请求权或异议股东的股份价值评估权。

(一)异议股东估价权

在现代公司法中,虽然公司所要进行的某些特别交易活动得到了公司股东会议合法的授权并可以有效进行,但是公司也有义务以公平的价格购买那些持异议的小股东的股份,这就是所谓异议股东估价权。估价权的价值主要在于平衡了同意特别交易的大股东和对特别交易持异议小股东的双方利益。如果公司所进行的特别交易活动会严重损害小股东的利益,则小股东对公司的期待利益落空。在中小股东竭尽了代表诉讼等救济手段还不能维护自身的权益时,行使异议股东估价权既保证了公司股东会议决策的民主性不会失去效率,又为公司并购过程中小股东的权益提供了事后保障,兼顾了公平和公正原则。而且异议股东估价权的行使无需举证,成本较低,还可以解决股东间的“搭便车”现象。^[11]在异议股东权中,公司必须以一个公平的价格来回购。其法理在于,如果一个股东因为反对拟议中的交易,并且拒绝帮助促成这项交易而选择退出该公司,那么他不应当分享任何由这项交易造成的增值,也不应当分担任何由此造成的贬值。^[12]

(二)异议股东估价权的理论依据

对通过换股进行兼并或收购的重大行为,小股东为什么要持有异议?笔者认为其理由有三:其一是换股并购可能会损及自身权益。比如并购方可能以不正当意图来控制目标公司,目的是掏空目标公司的资产,而此时控股股东又疏于谨慎的调查义务,为了避免权益受到损害,小股东行使异议股东估

[8][日]北泽正启:《会社法》,日本青林书院1994年版第439页。

[9]《关于公司法制现代化的纲要试案》第三部分3.(9)。规定:a.成为全资子公司的公司的正在审理中的股东代表诉讼原告,即使由于股份交换、股份转移丧失了全资子公司的股东地位,而经该股份交换、股份转移成为全资母公司时,亦不丧失其作为股东代表诉讼原告资格。b.关于合并的消灭公司正在审理中的股东代表诉讼原告,即使由于合并丧失了消灭公司的股东地位,而经该合并成为合并存续公司的国内的股东时,该原告亦不丧失其股东代表诉讼原告资格。该纲要案已经在2005年2月9日的日本法务省法制审议会第144会议上得到正式通过。转引自王保树:《最新日本公司法》,法律出版社2006年版,第545页。

[10][德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔:《德国资合公司法》,高旭军译,法律出版社2005年版,第750页。

[11]“搭便车”现象指由于单个股东的努力会使其他股东受益,所以每个股东都不愿耗费很多的实践和金钱去行使权利,制止不正当行为,而寄希望于其他人出面干预,自己搭个便车。

[12]史东明:《TCL换股合并事件之评析》,http://www.economiclaws.net/2004年6月28日

价权。其二是对换股比例不满意。虽然部分股东赞成公司的换股并购行为,但不同意换股比例的设计。由于并购双方都是独立的经济实体,有各自的经济利益,他们会为维护自身利益而对并购双方的公司股票价值进行估算和评价,以及对并购后公司的价值进行估算。换股并购使用的会计方法也有购买法和权益结合法两种,不同的会计方法选择所得到的换股比例的结果差别很大,而担心换股比例不公正的异议股东就可以行使估价权。其三是小股东的合理期待落空。正如克拉克教授指出:“如果我购买了一家法律出版公司的股份,我可能不会希望在一天早晨醒来时发现该公司已经被并入一家电视传播公司,该公司的收益不再是源于公司所出版的法律书籍,而是源于所播放的电视节目。此时,我的公司股份所代表的利益已经不是法律书籍的出版业务,而是完全不同的商事业。”^[13]小股东购买一家公司的股票可能是因为他们理解这家公司具有特殊的身份和特定的性质,当小股东因此成为公司的成员后,会仍然期待自己所投资的公司继续具有这种特定的性质。如果公司被换股并购了,小股东的身份就发生了变化,成为并购公司的一名股东。在这种情况下,小股东的合理期待落空,公司法应当允许公司小股东以合理的价格卖出他们的股份,从而使他们退出已丧失吸引力的公司。

之所以要以估价权的方式来保护小股东的权益,笔者认为,一方面是由于小股东利益需要得到公平对待,另一方面就是保证了公司重组活动的效率。如果公司法不规定公司以公平合理的价格购买持异议股东的股份,那么小股东势必以公司的并购活动存在欺诈性、压制性为由向法院提起诉讼。除去漫长的诉讼过程不说,如果法院支持了小股东的诉讼请求,否认了公司的并购行为,则公司的重组活动将很难实现。而通过公司购买持异议股东的股份,公司大股东的决议即可获得维持,既防止了公司小股东利用自己的诉讼权利压迫公司大股东,也使公司组织能够获得稳定的发展。^[14]

(三)各国异议股东估价权的规定

关于换股并购中的股东估价权在美国公司法上有明确规定,美国《商业公司法》13.02. a 条款规定:“在下列任何公司行为发生时,其股东享有估价权利且有权取得对其所持股份公平价值的支付:(1)该公司为其中一方当事人的合并易完成:①如果依照本法第 11.04 条规定,经公司股东同意方可进行合并,且公司股东对该合并具有投票权;但就合并完成之后仍为流通股份的任何类别或序列股份,任何股东均不享有股价权利之情形除外;或②如果该公司为子公司,且该项合并受本法第 11.05 条约束;(2)股份将被取得的公司作为一方当事人的股份交换已完成,且如果该公司股东对该项股份交换行为具有投票权,但就未被交换的任何类别或序列的股份,任何股东不享有股价权利之情形除外……”^[15]日本商法典第 408 条也作了类似规定,如果公司作出了与其他公司合并的决议,则公司应当以公平合理的价格购买公司那些持异议的小股东的股份。

我国《公司法》第 143 条第 1 款虽然也规定了异议股东的股份回购,^[16]但同其他国家的相关规定相比较,太过简略。“合并”一词并未涵盖公司收购,对异议股份收买价格的公平合理规定缺失,没有对换股行为中异议股东的股份回购作出明确规定,这些均应在以后的公司法修改中体现出来。2006 年 9 月 1 日施行的《上市公司收购管理办法》第 36 条第 4 款规定:“……收购人以未在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的,必须同时提供现金方式供被收购公司的股东选择……”这里现金选择权的规定可以看作是在换股并购中异议股东估价权的体现,也为我国今后对换股并购中小股东权益保护提供一个有效的方式。但是现金选择权中现金价格如何估价还没有一个明确的标准,而且如果是较低价格的现金选择权,能否真正起到保护中小投资者利益的作用是让人怀疑的。因此,笔者建议,可规定公司应以公平合理的价格收买异议股东的股份,对于现金选择权中每股现金价格,应不低于换股并购之前一个月内最高股价,并可考虑给予异议股东适当的补偿。

[13] Robert Charles Clark. Corporate Law (Little Brown and Company Press, 1986) p.444.

[14] 张民安:《公司法上的利益平衡》,北京大学出版社 2003 年版,第 215 页。

[15] 虞政平:《美国公司法精选》,商务印书馆 2004 年版,第 112 页。

[16] 《公司法》第 143 条第 1 款第 4 项:“股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。”