

挤压式并购中少数派股东保护

——以美国简易合并的司法实践为中心

薛前强*

摘要:简易合并是“挤压式”并购的特殊手段,特殊中却又反映着普遍性问题——商业效率与公平之间的博弈。美国的司法实践显示对于小股东的保护,不断在“完全公正测试——异议股东评估权”之间徘徊,后者似乎在简易并购中取得最终胜利,这背后是立法目的之使然,但因评估权的诸多弊端,这一保护手段只是“看起来很美”,衡平法上的救济、有限公平听证、重构评估程序等补强性措施显得尤为重要,这也为整体语境下“挤压式”中小股东的保护提供碎片化修补。

关键词:简易合并 评估权 完全公平测试
挤压式并购

一、前言

根据公司法相应规定,传统的公司收购行为需

* 北京大学法学院经济法博士研究生。

由董事会制定公司合并方案,^[1]然后交由股东(大)会表决,在达成绝对多数决(2/3)后才可实施。由此可见按企业并购之程序,通常必须花费大量之时间、劳力及费用,特别是公司合并,除必须践行公司内部程序,用于保护少数股东之权益外,尚应履行诸多外部程序,以维护债权人之权益及公共利益,其程序颇为冗长及复杂。故理论上,如从促进企业组织再造及追求经营效率化之观点,似应对于影响公司股东及债权人权益轻微之企业并购案件,考量有无加以简化之必要。^[2]于是,在上述情况下,以缩短时间、金钱为目的,商行为的效率追求及技术化安排促使简易并购制度应运而生,创设了非对称合并、非对称简易股份交换、简易营业交换、脱壳法营业让与及简易合并五种简易并购类型。^[3]

伴随着建议并购制度而生的是小股东的保护问题。故本文将以简易合并为主要分析对象,探究“挤压式合并”中,异议小股东的权利如何保护。为此将就简易合并的典型案列进行梳理,以求勾勒出法院裁判理念及思路之变迁,试图对唯一的救济手段——异议股东评估权进行改造,以期在纷繁复杂的商业活动中,不断追问如何实现并购效率与权利保护之间的衡平。

二、简易合并的技术构造与适用场域

(一) 简易合并的构成要件

简易合并(short-form merger)又称略式合并,是指当母公司拥有子公司90%或95%的股份时,对于子公司的收购仅需母公司董事会决议即可,无须双方股东(大)会或股东投票表决。

1. 主体要件:母子公司之间

对于简易合并,双方主体为母子公司,通常存续主体需为母公司

[1] 例如,我国《公司法》第46条规定:“董事会对股东会负责,行使下列职权:……(七)制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案……”

[2] 王志诚:《企业并购法制之基础构造》,载《中正大学法学集刊》2001年第4期。

[3] 郑强:《简易并购制度的比较考察》,载《咸宁学院学报》2010年第11期。

(up-stream merger),若并购活动导致母公司实体消亡的(down-stream merger),则不适用。对于后者,我国台湾地区“经济部”于2010年1月12日作成函示认为:“公司依据台湾地区‘公司法’第316条之2或‘企业并购法’第19条进行简易合并,仅限于母公司为存续公司、子公司为消减公司之合并案件,且母公司之股东无异议请求权,故依反面解释,当母子公司进行合并时,若以母公司为消减公司、子公司为存续公司者,无法使用台湾‘公司法’第316条或‘企业并购法’第19条有关简易合并之规定,应适用‘公司法’或‘企业并购法’有关其他合并方式之规定。”〔4〕

对于反向简易合并,台湾地区“经济部”2009年1月16日作出函释,认为不可适用简易合并,同时若母公司持有子公司百分百股份而进行合并,子公司为存续公司,并以现金为对价发放于母公司之股东,则子公司之单一法人股东(即母公司)因合并消减而不存在,其指派之董事自当然解任。〔5〕然而,放诸当下,反向简易并购被逐渐允许,如加州《公司法》第1110(a)款规定:“母公司可以合并进子公司之内。”第1110(c)款规定:“若母公司被子公司吸收合并,那合并决议/计划应提供母公司已发行股份按比例转化为子公司股份的内容,在此情况下,合并决议/计划应由存续公司的董事会批准。”但若为第181节中的合并重组,则需母公司已发行股份的持股人同意。与其不同,特拉华州《标准公司法》第253(a)仅规定:“所有权证书和合并计划应表明合并已由母公司绝大多数股东在合并通知寄送的20天后投票通过。”

2. 比例要件:母公司持股比例最低为90%

一般来讲,适用简易合并的母公司最低持股子公司比例为90%。该比例经历了从全资控股到当下降至90%的演变过程。在美国,早在1896年,纽约州就孕育了简易并购的基因,该州股份公司法规定,若母公司100%持股子公司,那么对于子公司的合并仅需母公司董事会作

〔4〕 雍桂芳:《采简易合并时之存续及消减公司》,载《理律法律杂志》(双月刊)2010年第3期。

〔5〕 吴志光:《反向合并不适用简易合并之规定》,载《理律法律杂志》(双月刊)2009年第3期。

出决议即可。^[6] 当到了 20 世纪五六十年代,已经有 12 个州允许 100% 的简易合并,8 个州允许持股 95% 的简易合并,2 个州允许持股 90% 的简易合并,如表 1 所示:

表 1 美国早期(20 世纪 50 ~ 60 年代)
简易合并的母公司持股比例要求^[7]

类型	数量	详解
持股 100% (全资控股)	12 个	加利福尼亚州公司法第 4124 条;康涅狄格州股份公司法第 88 条;马里兰州一般公司法第 67 条(1953 年);马萨诸塞州一般法第 46A(2)条(1962 年);内布拉斯加州修订法第 21-1,107 条(1962 年);内华达州修订法第 78.540 条(1963 年);新泽西州一般公司法第 14:12-10 条(1952 年);北卡罗来纳州商业公司法第 55-108.1 条(1959 年);宾夕法尼亚州商业公司法第 908B 条(1963 年);西弗吉尼亚州法典第 31-1-63a1 条(1953 年);威斯康星州商业公司法第 180.685 条(1953 年);华盛顿州商业公司法第 72 条(1957 年)
持股 95% 及以上	8 个	科罗拉多州公司法第 71 条(1959 年);爱荷华州商业公司法第 496A-72 条(1959 年);密西西比州法典第 5309-155 条(1962 年);纽约股份公司法第 905 条(1936 年);北达科他州商业公司法第 10-20-05 条(1957 年);南卡罗来纳州法典第 12-20.5 条(1963 年);犹他州商业公司法第 16-10-70 条(1961 年);弗吉尼亚州一般公司法第 13.1-76 条(1964 年)
持股 90% 及以上	2 个	特拉华州一般公司法第 253 条(1957 年);田纳西州一般公司法第 48-518 条(1961 年)

特拉华州不同于其他州,最早规定了母公司持股 90% 即可进行简易合并,随着 1960 年《示范公司法》对简易合并进行了规定,这项立法被

[6] Lynn G. Carey, *Short-form Merger in Missouri: Potential Problems for Minority Shareholders?* Missouri Law Review, Vol. 46, 1981.

[7] D. Keith Bilter, *Jurisdiction of the California Corporations Commissioner over Delaware Short form Mergers*, California Law Review, Vol. 52, 1964. 其实,关于比例,有学者指表中各州还存在一些特殊情况,如 1949 年美国内布拉斯加州为 80%,1962 年变为 100%,伊利诺伊州 1980 年规定为 99%,这种看似在固定时间段内“逆潮流”的波动究竟原因为何,碍于历史资料的欠缺,不得为知。

美国各州纷纷效仿,简易合并也逐渐活跃/流行起来,但与特拉华州不同的是,1960年《示范公司法》中的比例仍为95%,直到1971年对《示范公司法》进行重述,起草者遵循了特拉华州的做法,将比例降至90%。

3. 程序要件:董事会作出决议

那些支持简易合并的国家,往往要求合并决议由母公司董事会作出(效率考量),而无须通过母子公司股东会决议或者子公司董事会的决议。究其原因,在于母公司作为子公司的多数股东,拥有绝大多数的股权,即使召开股东会,小股东也无法阻止合并决议的通过,同时母公司已拥有子公司绝大多数(90%及以上)的股份,购买剩余小份股份并不能对母公司及股东利益产生实质影响,故也无须母公司股东会同意。^[8]但在有限公司的场合,可能并不存在董事会,公司法规定企业合并需经股东2/3以上同意,故是否逾越公司法之规定,恐值商榷。^[9]

4. 禁止要件:从公益禁止到私益放开

简易并购最初被视为将子公司合并进母公司的清算行为,初衷是为应对大萧条时期公共事业公司杠杆率过高的问题,^[10]便于控股和处理公司间的控制关系,防止小股东趁机采取敲竹杠或拖延政策,这些公司试图对立法机关进行游说,以求即使子公司是“非全资”的情形下,也适用简易并购。于是,1936年,纽约州公共事务联合立法委员会向纽约参议院提交提案,建议降低“全资”标准至95%,同时简易并购适用于公共事业领域。^[11]在提交的议案报告中,公共事业立法委员会说到“在1935年及后几年内,亟须简化公共事业公司复杂的内部结构,故在1936年和1937年的修法中允许与持股95%的子公司合并是应运而生的做法”。^[12]

在1936年,纽约州修改了公司法,允许持股95%的母公司采用简易

[8] 张善斌:《论强制取得少数股东股权——简易式兼并探析》,载《法学评论》2002年第5期。

[9] 吴志光:《有限公司简易合并须经2/3以上董事同意》,载《理律法律杂志》2006卷第2期。

[10] Note, *The Short Merger Statute*, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 32, 1965.

[11] Catherine L. Curran, *Shareholders' Rights in Short-Form Mergers: The New Delaware Formula*, *Marguette Law Review*, Vol. 64, 1981.

[12] Catherine L. Curran, *Shareholders' Rights in Short-Form Mergers: The New Delaware Formula*, *Marguette Law Review*, Vol. 64, 1981.

合并的方式合并子公司,同时附加相应的限制条件:(1)仅适用于公共事业公司,甚至是特定的公共事业公司,^[13]并需得到纽约公共事业委员会的同意;(2)母公司就合并事项需说明必要性或举行公开听证会以决断是否可行;(3)被合并的子公司经营范围需与母公司相类似。^[14]可见,早期简易合并的公益色彩浓厚,禁止要件也围绕此而展开。自1949年开始,这些限制条件逐渐放宽。就适用对象而言,扩展到了商业公司,亦不区分公开公司与闭锁公司,外国公司甚至同样适用(1980年)。

5. 兑付要件:现金支付

如果说20世纪初期,收购者仍需给少数股东相应数量的新公司股份,那么到了“略式合并”阶段,这种对价扩张至现金之上。1957年的特拉华州公司法第一次规定母公司可以“现金支付”的方式“排挤”子公司少数派股东,而被各州所普遍采用的示范商业公司法于1960年进行了修订,允许可以存续公司的股份、有价证券或债务来置换子公司的股份,或者以现金或其他类型的对价来支付子公司的股份。自此,现金支付在各州实践中变得普遍起来,这就为排除少数股东提供了充分的可能。^[15]在后续的案件中,法院逐步确立了现金排挤的合法性,关注点已转移至对价是否公平以及晚近对商业目的和善意的考察。

(二) 简易合并的适用场域

简易并购与欧洲国家法律中的强制收购(compulsory acquisition)具有相同的功能,实施兼并的同时无须得到小股东的同意,该现象又被成

[13] 例如,纽约1936年仅允许民用天然气、电力或者同时涉及电力与天然气事务的公司进行简易合并,1937年范围扩展至地方供热公司。Lynn G. Carey, *Short-Form Merger in Missouri: Potential Problems for Minority Shareholders?* Missouri Law Review, Vol. 46, 1981. 同注[16]。

[14] 在1949年,纽约州立法机关修改了限制条件,放宽了简易合并的适用范围,不仅仅适用于公共事业公司,一般商业公司也适用,同时修改了合并审批要件,合并行为无须再获得公共事业部门的事先同意,但目的一致要件仍得以保留,子公司仍需与母公司经营范围一致或相似。直到1960年,纽约州采用现代商业公司法(the Model Business Corporation Act),目的一致要件才得以去除,简易合并的简便性才得以最大限度地发挥。Note, Catherine L. Curran, *Shareholders' Rights in Short-Form Mergers: The New Delaware Formula*, Marguette Law Review, Vol. 64, 1981.

[15] 赵万一、吴晓锋:《美国法上的排挤式公司合并及对我国的借鉴意义》,载《西南民族大学学报》(人文社科版)2005年第7期。

为“挤走式兼并”(squeeze-out merger)或“买尽式兼并”(cash-out merger)。^[16]在诸多挤压式并购手段中,简易合并因其方便简单,节约成本而脱颖而出,^[17]通常在以下四种场合被广泛使用:(1)母公司“回收”其长期运营的子公司;(2)公司运用两步收购法收购一个与自身无关企业;^[18](3)闭锁公司多数派股东“清除”少数派股东,在闭锁公司场合通常表现为“挤压式并购”(squeezing-out merger);(4)上市公司“清除”公众股东,主要表现为上市公司私有化。^[19]

-
- [16] 施天涛:《公司收购法律制度研究》,载《比较法研究》1996年第3期。关于简易并购的欧洲立法,英国早在1929年公司法中就有所规定,在科恩公司法委员会(Cohen Committee)的建议下,1948年加以修订:“为平衡多数股东与少数股东之间的利益,在多数股东持股总额达到90%以上时,少数股东有权要求多数股东购买其少数股权。”在德国,存在与简易并购名异实同的公司“一体化”(integration)规定,即母公司拥有子公司至少95%以上股份时,母公司有权要求少数股东退出,但必须给予少数股东以合理补偿。《葡萄牙商业公司法》第481条则规定:“如果控制公司(dominating company)拥有被控制公司90%以上股份,控制公司就拥有强行购买剩余股份的权利;如果它不行使该等权利,则少数股东亦有权强制其购买。”对此,可参见张善斌:《论强制取得少数股东股权——简易式兼并探析》,载《法学评论》2002年第5期。
- [17] 多数派股东挤压少数派股东的其他手段还包括:(1)运用传统的长式合并手段与一个由多数派股东完全控股的子公司合并;(2)将公司资产出售给一个由多数派股东完全控制的公司;(3)强制解散公司,向少数派股东分配清算利益后,剩余多数派股东再重新组建公司;(4)利用大规模的反向股票分割(reverse stock split)来使少数派股东仅具有零星股份(fractional shares),随后在对这些零星股份进行现金购买。对此可参见Note, *Freezing Out Minority Shareholders*, 74 Harv. L. Rev. 1630, 1630-33, 1961。
- [18] 两步收购法:第一步,控股股东控制的收购方向上市公司发出收购要约,目标为收购上市公司特定比例(通常为90%)以上的股份;第二步,若收购方获得上市公司90%以上的股份,上市公司董事会、股东会不需要采取任何行动,合并实体自动与上市公司合并。合并后存续的实体按合并价格回购非关联股东所持有的股份(不接受合并价格的股东有权申请评估,要求以评估价收购其所持股份),非关联股东被挤出,完成退市私有化,即所谓短式合并或简易合并(short-form merger)。若达不到90%,则需要由上市公司股东大会投票表决合并事宜,即所谓长式合并(long-form merger)。对此,参见《各国退市的整体情况和美国主动退市实践介绍》,载中国证券监督管理委员会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/yjzx/yjbg/201407/t20140709_257484.html, 2017年2月25日访问。
- [19] Lynn G. Carey, *Short-form Merger in Missouri: Potential Problems for Minority Shareholders?* Missouri Law Review, Vol. 46, 1981.

对于上市公司私有化的“两步走”措施,简易并购因其低成本、易于操作而被青睐。下述收购步骤显示了“两步式”收购在美国的方便性。

表2 “两步式”简易合并私有化程序^[20]

步骤	行为内容	行为效果	表格要求
Step1	上市公司发布 6k/8k 表格,宣布收到合并方案	收购行为预热	6k/8k 表格
Step2	发布附表 13D,宣布收购方收购股权	收购行为开始	13D
Step3	发布附表 13E-3,宣布私有化方案	公示私有化方案 ^[21]	附表 13E-3 ^[22]
Step4	在 step3 的 20 天后或其他规定时间不需要上市公司董事会或股东大会批准,不需要签订合并协议,以短式合并的方式合并	上市公司股东对合并无表决权,只有评估权	无
Step5	收购方以及行使了评估权的股东之外的剩余股东所持股份将被注销并自动转换为合并对价领受权	小股东被“排除”公司	无
Step6	发布由交易所出具的表格 25	从交易所退市	表格 25
Step7	发布表格 15B,宣布终止美国《1934 年证券交易法》下的注册和报告义务	完成退市和私有化	表格 15B

三、简易并购的核心问题与司法实践

(一) 简易并购的核心问题

简易合并操作方面,成本较低,公司内部人利用此点结合现金收购

[20] 本表根据北京证券期货研究院研究中心《各国退市的整体情况和美国主动退市实践介绍》报告而制作。

[21] 内容主要包括合并各方、合并的主要条款和步骤、合并的目的、合并的公允性、合并的法律后果、向非关联股东支付的合并价格及其确定依据、合并资金的来源、非关联股东的评估权等。

[22] 关于 13E-3 表格内容的详尽描述,可参见颜炳杰:《美国上市公司私有化相关法律问题》,载《北大法律评论》2008 年第 1 期。

将少数派股东从公司中“擦除”。正因此种简便性,给多数股东压榨少数派股东以可乘之机——一旦简易并购的条件成就,作为少数派的10%股东通常以获得现金、有价证券或者其他对价的方式退出(被挤出)公司,造成其希望继续保持股东身份的意思被忽视乃至绑架,成为“失声”的少数派,于是简易合并产生了一个股东保护的问题——对于剩下的持有公司股份10%的股东而言,其在并购中的地位、意思、权利如何实现。在简易合并中,子公司少数派股东无法通过股东会决议获得保护,因为母公司享有绝对股份,少数股东对收购行为起不到实质性影响。

同时“失声”的还包括母公司(控股公司)的股东,因为省去了股东(大)会的表决程序,其无机会表达是否支持此行并购,理由就在于“简易并购并不会对母公司股东权利产生实质性影响”,如早期商业公司法第68A条评论道:母公司与其控股达90%或95%的公司合并,并不会实在改变母公司股东所投资的商业活动。当然,该种并购可以借助消除优先股的应计股息而影响母公司的资本结构,由于此可在制定简易并购方案之前得以实现,故在简易并购中再对母公司进行讨论实无必要,一些案件也证明了此点。^[23]

其实,自简易合并出现之日起,批评声就不断,主要集中在对子公司少数派股东的不公待遇之上,表现在:(1)一般而言,公司的少数派是有着更多的权利保护需要的,但当成为子公司的少数派时,这种需要就被削减,而这种差别对待是无根无据的。(2)该立法允许作为同一类别股份持有人的母公司光明正大的“歧视”持有同类型股份的小股东。(3)简易合并的效率要求缩短了小股东异议评估权的行使,转而迫使其接受一个低于市场公平价格的现价。(4)简易合并侵害到了股份持有人宪法层面的财产权与所有权。^[24] (5)投资形式的强制变更。在并购活动中,少

[23] 例如,Hubbard v. Jones & Laughlin Steel Corp., 42 F. Supp. 432 (6V. D. Pa. 1941); Anderson v. International Minerals & Chem. Corp., 295 N. Y. 343, 67 N. E. 2d 573 (1946); Federal United Corp. v. Havender, 24 Del. Ch. 318, 11 A. 2d 331 (Sup. Ct. 1940)。参见 Note, *The Short Merger Statute*, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 32, 1965。

[24] Note, *Elimination of Minority Share Interest by Merger: A Dissent*, *The Northwestern University Law Review*, Vol. 54, 1960。

数派投资形式由原先的股权转变为现金或债权。(6)折现的缩水风险。虽然小股东拥有法定评估权,但评估程序费时、成本高昂以及结果不确定性,这些因素逼迫小股东不得不接受收购方提供的价格。(7)负担其他成本费用。需要指出的是,简易合并并未堵死子公司少数派股东继续进入公司的“通道”,可以现金购买的方式买入存续公司/类似公司的股票,在获得一笔现金被挤出原公司后,小股东需寻找新的投资对象,同时不可确保与现有投资相当的收益率/风险率。对所获得的现金还存在税收负担。^[25] (8)简易并购不可避免地牵涉自我交易。并购活动中,实际主体为大股东与小股东,双方利益相逆,大股东势必利用自身优势,自我交易,压榨小股东。^[26]

但是,不容否认的是,强制收购少数股份的行为对小股东来讲,亦有有利一面,毕竟“这种少数股份留在控制权外部的情形,使得剩余的少数股东处于一种难以防守的地位,他们虽然可以阻却控股股东特定计划的实现,却无法保障自身利益的最大实现,往往被挤迫和歧视,甚至被剥夺合法利益……赋予双方一定期间内享有强制收购少数股份的权利,使少数股东再有一次机会出售股份退出公司”。^[27]

(二) 简易合并的司法裁决

纽约州和特拉华州是简易并购立法/司法实践的先行者,故接下来笔者将还原该州典型案件,呈现立法者制定简易并购的“立法初心”及原始目的是如何被逐渐“扭曲”,控股股东“压制”手段的发展,借此试图勾勒出简易并购中少数派股东保护的路径安排与理念之演变。

1. 纽约州:奠定主旋律的第一案

在美国,纽约州最早制定了相关立法,但随立法而生的是对那5%的股东保护问题,在1938年,纽约州出现了第一例子公司少数派股东保

[25] 根据传统公司法之规定,若被挤出的股东获得的时股票或其他证券,那么,只有在二者价值超过被要约股份价值时(即增值),才需要交纳资本增值税,参见 Note, *The Short Merger Statute*, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 32, 1965。

[26] Lynn G. Carey, *Short - form Merger in Missouri: Potential Problems for Minority Shareholders?* *Missouri Law Review*, Vol. 46, 1981.

[27] 宁金城、赵丽丽:《论公司收购中的强制收购制度》,载《郑州大学学报》(哲学社会科学版)2002年第2期。

护案——*Alpren v. Consolidated Edison Co. of New York*,^[28]原告认为,简易合并立法侵害了其可作为并购后公司股份持有人的既定权利。法院驳回了原告请求,认为“简易合并是立法机关控制权范围内的公共政策裁量问题”,该案件不幸地被解读为“立法机关无更深层次保护少数排股东的意愿”。

若对纽约州立法做“原旨主义”的考量,可发现其实当初目的仅是为了基于公共利益而缩小公共事业公司的规模,收回那些派生在外的子公司,便于进行整体管理,而“挤出”少数派股东可谓仅为该制度实施后的额外效果,并非立法初衷。

但作为判例法的国家,先例的示范作用影响深远。在之后的 *Beloff v. Consolidated Edison Co. of New York* 案^[29]中,法院改变了之前避而不谈的绥靖态度,直言不讳的直接否定少数派股东的权利。原告 *Beloff* 为子公司 *Brooklyn Edison* 的股东,仅持股 59 份,占子公司股份总数的 0.0005%,被告 *Consolidated Edison* 为母公司,持子公司股份 99.4%,原告同样主张简易合并侵害到了其宪法权利。本次法院同样否定了原告主张,但增加认为法定评估权是少数派股东的唯一救济手段,说道“被合并公司的股东仅有物权,只可就持有的股份主张估值保护,而无权继续待在公司之中,参与并购活动乃至分享远期利益,也无宪法上的权利来支撑其对合并活动进行表决……这一切‘不幸’都源自其少数派股东的地位”。^[30]在这之后,纽约州一系列案件不断强化“法定评估权是唯一救济途径”。

2. 特拉华州:肯定—否定间的不断徘徊

如果说纽约州为简易并购审判种下种子,那么特拉华州使其得以成长,以一系列前后相继的案件确立了简易并购的司法审判的基本脉络与图景。

1959 年的 *Coyne v. Park & Tilford Distillers Corp.* 案^[31]是自特拉华

[28] 168 Misc. 381, 5 N. Y. S. 2d 254 (Sup. Ct. 1938).

[29] 300 N. Y. 11, 87 N. E. 2d 561 (1949).

[30] Catherine L. Curran, *Shareholders' Rights in Short-Form Mergers: The New Delaware Formula*, *Marguette Law Review*, Vol. 64, 1981.

[31] 154 A. 2d 893 (Del. 1959).

州自 1957 年简易合并立法后的第一案。持股 4% 的原告主张母公司现金收购做法侵害了其选择权,认为该州公司法第 253 条并未授权以现金方式合并,故逐出行为违反法律强制性规定,同时认为简易合并仅为程序法,相关的合并实体规则仍受一般并购法调整,对此法院认定简易合并立法既是实体法又是程序法,允许母公司以“有价证券、现金或其他对价”方式支付子公司少数派股东。^[32]

在 1962 年的里程碑案例 *Stauffer v. Standard Brands, Inc*^[33] 中,法院直言简易合并目的就是提供母公司“清除”少数派股东的工具。在该案中,原告以“推定欺诈”(constructive fraud)的名义提起诉讼——认为母公司提供的现金对价极度显失公平,存在对小股东的推定欺诈。特拉华州法院维持了原审判决,认为子公司少数派股东无法参加简易并购,同时股东身份并不自动承接,对此解释道:衡平法上的救济“是一般/传统合并行为,是对抗非法或欺诈行为而始终存在的力量,但在简易合并的场合,并不适用……简易合并的立法目的就是向母公司提供一个以‘擦除’少数派股东而获取利益的手段”,故子公司股东只有财产性请求权,而无身份性请求权,如无法自动成为新公司股东。

这种公平的补救措施的减少预示着对于不公平待遇的容忍,法院甚至将此“移植”到其他的资本重组领域,较为典型的就 Midstates oil 系列案。案中原告拥有 Midstates Oil 公司的股份,母公司 Middle States 拥有 96% 的股份。田纳西天然气集团公开宣布要合并 Middle 和 Midstates 两家公司,并购买了 Middle 公司所有股份,据评估其所拥有的 Midstates 证券投资组合每股价值 1700 美元。按照并购计划, Middle 公司以每股 1100 美元的价格购买 Midstates 的资产,当原告也获得 1100 每股的收购要约时,其提起诉讼,理由在于“Middle 和 Midstates 公司存在交叉董事会现象,故购买 Midstates 资产的价格显失公允,原告的股份价格不受此而决定”。法院在该案中支持了被告,并陈述道“原告主张 Midstates 公司应在合并过程中寻求更高要约价格,该价格本应更高……此论断忽视

[32] Catherine L. Curran, *Shareholders' Rights in Short-Form Mergers: The New Delaware Formula*, *Marguette Law Review*, Vol. 64, 1981.

[33] 41 Del. Ch. 7, 187 A.2d 78 (Del. 1962).

了这样一个事实——田纳西天然气集团有权利借助简易合并之规定而将 Midstates 吸收进 Middle 之中,而这样原告的唯一救济仅为评估权”。

转眼进入 20 世纪 70 年代中期,情况发生了逆转。受长式合并(long term merger) Singer v. Magnavox Co. 案^[34]保护小股东理念的影响,法院一改之前冷漠态度。Singer 案是一个关于私有化的案件。注册于特拉华州的北美公司(North American)是荷兰飞利浦公司的美国子公司,其打算收购同样注册在特拉华州且从事电子工业制造的 Magnavox 公司。为此,北美公司设立了一个壳公司——北美发展公司(North American Development Corporation)向 Magnavox 公司发起收购要约,并获得 84.1% 的已发行股份。为达到 100% 控股,北美公司又设立一家壳公司——T. M. C. 公司,后者为北美发展公司的全资子公司。通过长式合并程序,召开股东大会,北美发展公司借助 84.1% 的持股比例投票通过了 Magnavox 与 T. M. C. 的合并决议,而公众股份以现金收购的方式被替换。Magnavox 的普通股股东 Louis 和 Mollie Singer 为此提起诉讼,请求取消合并同时进行损害赔偿,理由是:(1) 合并不存在商业目的,是欺诈性的,仅为清除公众持股人而进行;(2) 现金收购价格显示公允,被告违背了对少数派股东应承担的信义义务;(3) 并购行为违反了特拉华州证券法(Delaware Securities Law)的反欺诈条款。特拉华州最高法院就本案进行了详细说理,推翻了地方法院的判决,论述焦点集中在控股股东在公司并购活动中对小股东所负担的信义义务之上。特拉华州最高法院认为“公司董事、经理及控股股东对公司及小股东负有忠实、善管及公平之义务,被告以不正当的合并目的清除小股东,违背了信义义务,故原告可获得衡平法上的救济”,该案确立了两项重要原则:(1) 首先探究合并目的,判断挤出小股东是否是其唯一目的,抑或是否存在正当商业目的,若无正当商业目的则进行下一步;(2) 对于完全公平进行司法审查。

受其影响,在之后的 Kemp v. Angel 案^[35]中衡平法院向简易收购颁发了预先禁令,法官观察到若套用 Singer 案中确立的大股东对小股东承担信义义务的严格标准,与之相比则毫无理由对简易合并实施宽松审

[34] Singer v. Magnavox Co., 367 A. 2d 1349 (Del. Ch. 1976).

[35] 381 A. 2d 241 (Del. Ch. 1977).

查。之后的 *Najjar v. Roland International Corp.* 案^[36]更为直接地否定了简易合并的有效性,推翻了 *Stauffer* 案所确立的“简易合并的目的就是清除小股东”这一理念。尽管大股东主张 *Singer* 案确立的原则只适用于长式合并,但法官在进行扩大解释后,认为完全公正和商业目的测试法均适用于简易合并。^[37]可以说,这个阶段特拉华州重述平等的传统观念,并将其应用于简易并购之中;同时还就多数派(控股股东)对少数派股东的信义义务进行了讨论,并因此设计出一个恰当的“两步走”解决方法——(1)质询并购活动的商业目的;(2)在并购交易中植入“完全公平”理念。以此方法,法院实现了对个案中少数派股东的权利公正保护与公司利益的维护。^[38]

然而,自 20 世纪 90 年代起,法院似乎陷入不断“拨乱反正/纠错/改弦更张”的过程。法院借助零星审理了一些相关案件不断重申/确立/修正保护范式:1996 年的 *Solomon v. Pathe Communications Corp.* 案^[39]意义非凡,特拉华州最高法院在本案确立“控股股东仅当存在强迫、实质欺诈或误导性信息披露时才有义务向少数派股东提供确定/固定价格要约,在非自愿价格情况下,法院将启动完全公正标准审查程序”;2001 年 *Glassman v. Unocal Exploration Corp.* 案^[40]进一步强化,否定完全公平测试的适用,而这被称为“股东保护的倒退”。案中母公司持子公司 96% 的股份,虽然原告主张母公司及其董事存在自我交易行为,法院认为特拉华州标准公司法第 253 节简易并购中的母公司无义务适用完全

[36] 387 A. 2d 709 (Del. Ch. 1978), 该案重要意义有三:首先,强调了控股股东对小股东的信义义务;其次,推翻了 *Stauffer* 案一直以来关于简易并购目的自相矛盾的言论;最后,匡正目的,将简易合并真正的目的——简化并购程序正式言表。

[37] Lynn G. Carey, *Short - Form Merger in Missouri: Potential Problems for Minority Shareholders?* *Missouri Law Review*, Vol. 46, 1981.

[38] Catherine L. Curran, *Shareholders' Rights in Short - Form Mergers: The New Delaware Formula*, *Marguette Law Review*, Vol. 64, 1981.

[39] 672 A. 2d 35 (Del. 1996), 参见 <https://www.courtlistener.com/opinion/2351847/solomon-v-pathe-communications-corp/>, 2017 年 1 月 9 日访问。

[40] 777 A. 2d 242 (Del. 2001). 该案也显示出这样一个商业并购趋势——如果一个公司试图收购目标公司,当期持股低于 90% 或者 95% 时,其需要做的是首先进行要约收购,以求持股比例达到简易收购的最低要求,接下来就是进简易合并与买尽式收购,排除目标公司的小股东。

公正审查标准,并结合 253 节的立法目的解释道“简易合并是一个简单、迅捷及节约成本的并购手段,其设立目的‘难溶’于公平交易之中,后者(完全公平测试)只会阻碍此意图”。^[41] 2002 年的 *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation* 案^[42] 则直接宣告控股股东的胜利,确保了“要约收购+简易合并”成为控股股东最为可行的“挤压”模式。^[43] 鉴于 *Glassman v. Unocal Exploration Corp.* 案的重要地位,有必要重现特拉华州最高法院的说理过程,其解释道:

我们必须回应少数股东可否借助完全公正诉讼获取衡平法上的救济来挑战简易合并的有效性。根据既有之原则,母公司及其董事在简易合并中被视为自我交易的受托人(self-dealing fiduciaries),应进行包括交易公平、价格公平在内的完全公平测试。但问题是特拉华州公司法第 253 条所授权的简易程序(summary procedure)与任何公平交易的合理概念并不一致。在简易合并中,只存在母公司的单方面行为——吸收其持股 90% 的全资子公司,使其不再作为单独实体存在,并非两家公司谈判达成合并协议。少数股东不会被预先告知,亦无表决权。反对者有权通过评估权的获得其股票的公允价值。完全公正诉讼明显与法律规定相冲突。若遵循法规之“简易理念”,那么无法确立一个完全公正的价格。相反,若设立特别委员会,聘用独立的金融和法律专家,那么这又丧失了简易合并的立法好处——简单、快速、低成本的收购程序。我们借助落实立法意图来终止这场纷争,为达此目的,第 253 条之规定应被解释为“排除建立完全公平测试之要求”。^[44]

[41] Christopher A. Iacono, *Tender Offers and Short - Form Mergers by Controlling Shareholders under Delaware Law: The “800 - Pound Gorilla” Continues Unimpeded - in re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 28, 2003.

[42] 808 A. 2d 421 (Del. Ch. 2002).

[43] Christopher A. Iacono, *Tender Offers and Short - Form Mergers by Controlling Shareholders under Delaware Law: The “800 - Pound Gorilla” Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 28, 2003.

[44] 777 A. 2d 242 (Del. 2001), 247 - 248.

经历这近 80 年的司法实践,简易合并中小股东的救济也许自 Glassman 案之后应该进入收尾阶段,一个主旋律不断地回响在裁判者耳边——若无欺诈或非法行为,则评估权是子公司异议小股东的唯一法定救济权利。但法院在 Glassman 案中仍然未解决一些历史遗留问题:如充分信息披露的持续核心角色、公平价格的寻获方法、母公司借助要约收购以“走向”简易并购的策略考量以及包括替代性救济手段的可取性等。^[45]

综上所述,可以看出,在简易合并少数派股东保护问题上,法院也“帮倒忙”,诸多案例裁判显示:在那些存在简易合并立法的州,法院对于少数派股东的“漠视”甚至超过了法律“容忍”的范围——只因为简易合并理论的效率价值追求,允许将少数派快速挤出企业,法院因此正犹豫是否禁止欺诈性的简易合并,给予少数派股东充分的衡平法救济,这在传统收购行为中是毋庸置疑的。^[46]

四、完全公平测试的式微与评估权的兴起

(一) 完全公平测试的式微

完全公平测试可被用于保护简易并购中小股东似乎已经是 20 世纪的事情了。其最近一次被完整表述是在 1983 年的 Weinberger v. UOP 案^[47]中。鉴于在关联交易中,大股东的控制地位及固有的利益冲突,特拉华州法院认定控股股东在合并中负有信义义务,当大股东处于并购交易双方时,那么该交易应适用完全公正测试,在 Weinberger 案中,特拉华州对完全公平测试的描述如下:

公平的概念包括两个基本方面:公平交易和公平价格。前者包含交易是如何计时、如何发起,交易结构、协商过程、信息披露以及董事和股东是如何批准此项交易的。后者(公平价格)则涉及从拟合并的经济及

[45] Marc I. Steinberg, *Short - Form Mergers in Delaware*, 27 Del. J. Corp. L. 489, 2002.

[46] Note, *The Short Merger Statute*, The University of Chicago Law Review, Vol. 32, 1965.

[47] 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

财务方面进行考量,包括所有的相关因素,如资产、市场价值、收益、未来前景以及影响公司股票内在/固有价值任何其他因素……然而,公平测试并非介于公平交易和公平价格之间的不倒翁,所有方面都必须作为有一个整体来进行审查——因为这是一个关于公平的整体问题。^[48]

与评估权相比,完全公平测试有着以下优点:^[49]一方面,完全公平测试是一个“选出式”(opt-out)机制,而评估权是一“选入式”(opt-in)机制。完全公平测试通常以集体诉讼的形式出现,而后者并非如此,这导致二者在诉讼费用、律师费用、专家费用分担上有所不同,导致小股东并无“兴趣”行使评估权;另一方面,完全公平测试程序简单,评估权程序复杂。据统计,在美国走完一个评估权程序平均需要 727 天。^[50]但遗憾的是,2001 年的 *Glassman v. Unocal Exploration Corp.* 案宣布该机制的“曲终人散”,最终确立了教科书式的规制模板——若无欺诈或违法,异议股东评估权将会是简易并购中子公司小股东的唯一救济手段。

(二)“看起来很美”的评估权

据考证,评估权起源于 19 世纪,旨在增强并购活动中的灵活性,当时的公司法视股东在公司中拥有既定权利(vested rights),单一股东就可否决并购行为。随着时间的推移,商事法律的后续发展要求增强并购行为的灵活性,故评估权应运而生。自诞生之日起,评估权主要服务于三个目的:(1)刺激公司控制权市场;(2)增强股份流动性;(3)校验多数公东的机会主义行为。^[51]如今,第三个目的成为评估权的最重要功能,但在现实中,评估权催生合并活动“接受或离开”(take it or leave it)的结果,给予多数派股东几乎不受限制的“排挤”裁判力从而刺激公司控

[48] Bradley R. Aronstam, R. Franklin Balotti, and Timo Rehbock, *Delaware's Going - Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, *Business Lawyer*, Vol. 58, 2003.

[49] Richard T. Hossfeld, *Short - form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp. : Time to Reform Appraisal*, *Duke Law Journal*, Vol. 53, 2004.

[50] Richard T. Hossfeld, *Short - Form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp. : Time to Reform Appraisal*, *Duke Law Journal*, Vol. 53, 2004.

[51] Randall S. Thomas, *Revising the Delaware Appraisal Statute*, *Delaware Law Review*, Vol. 3, 2000. 转引自 Richard T. Hossfeld, *Short - form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp. : Time to Reform Appraisal*, *Duke Law Journal*, Vol. 53, 2004。

制权市场,并未能很好地实现后两者功能。

评估权看起来很美,其被确认为简易合并中保护小股东的唯一方式后,John Coffee 教授发现评估权在小股东中并不受欢迎,^[52]并被指责未能很好地履行而这源于其存在以下几种弊端,以至于被称为“绝望的救济”:

首先,保护的仅为投资价值而非资格,即只可就金钱问题请求评估,与此同时也就放弃了对股东资格问题的主张。

其次,估值问题成本高昂,寻求一个双方可接受的“公平价格”是十分困难的,费时又费力。如关于如何确定价格,存在市场价值评估法、财产价值评估法、收益价值评估法、加权平均法、折算现金流法等,这些名目繁多的方法从侧面也反映出估值的困难。

再次,在双方未达成一致的情况下,涉诉风险增加。仅以我国为例,我国并无简易合并中的评估权规定,但在《公司法》中规定了其他形式的评估权,如第 74 条规定“对股东会决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格的收购其股权”,笔者根据北大法宝的数据发现,此条款下相关诉讼有 80 件,2014 年为 5 件,2015 年则高达 70 件,呈现出增加态势,对 2015 案件具体探微,可发现初审 36 件,二审则高达 44 件,足见涉及评估权的纠纷不易息诉,这背后是巨大的时间成本及社会成本。

最后,评估权适用的场域有限,在公开公司场合更为可行,但在闭锁公司场合,因为外部流动性市场的缺失,估值标准的确定较难操作。有限的场域还体现在评估权仅为略式合并中的唯一保护手段,并不同样适用于长式合并(long-form mergers)。

评估权的行使的前提是信息披露必须充分。这将影响小股东作出精明的决策以决定是接受要约对价还是行使评估权,^[53]若控股股东故意散播虚假信息,存在欺诈,小股东可向前者提起信义义务之诉。若欺诈在已被“排挤”出公司后才被发现,那么小股东此时则无法行使评估权,转而提起证券法 10(b)项下的诉讼,需证明信息披露并不充分,在信

[52] John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 21, 1996.

[53] Marc I. Steinberg, *Short-form Mergers in Delaware*, Delaware Journal Corporate Law, Vol. 27, 2002.

息存在欺诈(非对称)的情况下交付股权,此类诉讼也被法院所支持。

(三) 补强性措施

鉴于作为唯一保护手段的评估权存在上述弊端,虽普通法中的信义义务也在保护简易收购中的小股东,但这些手段在以挤压式并购为目的而发起的简易合并中略显无力。故为更好的衡平效率与公正,实践/理论上一些其他手段也在发挥着保护小股东的功能。

1. 衡平法上的救济

作为替代措施,衡平法上的救济愈发重要。这些措施主要有三种。第一种是预先禁令——暂时禁止收购行为的展开,直至法院根据案情未发现压榨小股东的迹象,但该措施也受到指责,被认为向收购公司施加过多负担,较评估权引发更多诉讼。第二种可替代手段是赋予小股东损害救济权,解放法院在估值中的操作难题。第三种是赋予小股东股东身份承继/存续权,或者使其享有股本权益(equity interest),这避免了现金收购产生的税负问题。

2. 特别委员会的把关

在简易并购中同一般并购活动一样,由非关联董事组成特别委员会,保障交易公平公正,如我国台湾地区交由子公司特别委员会、审计委员会及独立专家判断,“企业并购法”第19条规定“公开发行股票之公司并应同时将特别委员会或审计委员会审议结果及独立专家意见发送于股东前项期限不得少于三十日”。特别委员会的设定期待以独立性“孕育”公正性。同样的设计还包括由拥有独立资格的评价人对少数股东所持有的股份进行评价。

3. 恢复小股东的投票权

为保证对少数股东的损失进行全面的公平的补偿,加拿大规定对排挤出的股东的补偿条件,不能仅仅只依靠通常的股东大会决议,而应该以少数股东的多数决的承认为必要条件。^[54]但恢复投票权也是无效的,因为在简易合并这种特殊交易结构中,母公司以持有子公司90%以上(绝大多数)股份,无须小股东的支持即可通过合并表决,即是设计成

[54] 赵万一、吴晓锋:《美国法上的排挤式公司合并及对我国的借鉴意义》,载《西南民族大学学报》(人文社科版)2005年第7期。

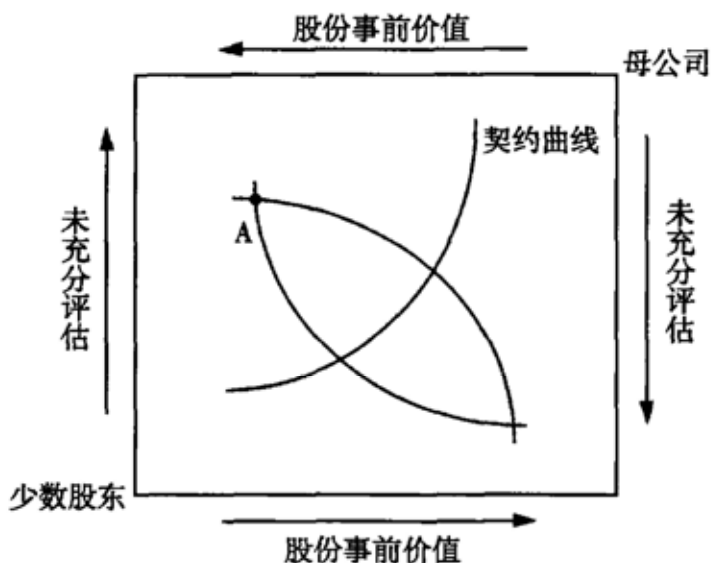
合并行为需小股东的绝对多数同意,那些投反对票者也是缺乏博弈能力,只可“被挤出”,何况现实中小股东用脚投票,很少参与并购谈判。

4. 抑制控制权溢价的整体规范

在保护小股东的同时,不容忽视的是收购价格的公平与合理,避免小股东“敲竹杠”,故意发起评估权诉讼扰乱收购行为。为实现效率与公平的完美平衡,John coffee 教授认为有四个法律整体规范可以抑制收购方向小股东支付控制权溢价:^[55](1)评估权中的估值标准/准则,这可能会/可能不会使小股东股票价值“打折”;(2)Weinberger 案所确立的现金挤压式并购中控股股东的公平交易义务;(3)威廉姆斯法案中的“最佳价格”规则,确保小股东获得同作为卖方的控股股东一样的对价;(4)威廉姆斯法案中被 SEC 所采纳的“私有化”规则,确保向所有股东提供相同的控制权溢价。

5. 用帕累托最优理论改造评估权

Richard T. Hossfeld 教授结合帕累托最优理论,对评估权进行改造,当用帕累托最优理论解读简易合并时,其如下图所示:



简易并购中母公司与小股东的帕累托最优解读

[55] John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 21, 1996.

横坐标代表了小股东的股份事前价值——小股东的最初股份购买价格;纵坐标代表了评估权的非充分性。如图可见,随着非充分性的提升,小股东股票价格降低,母公司支付更少的价格,反之,随着充分性的提升,小股东股票价格升高,母公司支付更高价格,由此可见,二者成反比关系。图中交于A点的两条曲线代表了母公司(大股东)和子公司小股东在交易中的各自地位,而契约曲线(the contract curve)则代表交易中的帕累托最优,线上的节点使一方在提升自己地位时不会伤害另一方的利益。为达到帕累托最优,母公司及子公司小股东需调整其当前的无差异曲线(indifference curve)。^[56] 借助外部性机制,如修改法律(特拉华州评估权立法),母公司和/或小股东可以取消无差异曲线,更好地分配各自利益。故需要做的有以下几方面:^[57]

一者,修改评估程序——简化评估权的提请程序,缩短冗长的“727天”;

二者,重现评估权的目的是,增强小股东股份的流动性——套用现代商业公司法(MBCA)中的给付选择权条款(payout provision),规定母公司在收到小股东提请异议评估权后,30日必须提供一个由其所计算出的“公平价格”;^[58]

三者,赋予法院评估权诉讼费用裁判权,降低小股东的诉讼成本——在母公司欠缺善意、故意低估股份的“公平价格”时,由母公司承担诉讼代理费用。

6. 有限公平听证(the limited fairness hearing)及其他合理改造

为小股东制定补救方法的关键是在简易并购的立法体系中尊重其简便安排的前提下制定补救手段。故Bradley R. Aronstam等人建议设立有限公平听证制度,旨在恢复母公司的信义义务,以求在既有法律框架公平对待小股东,具体设计在于要求母公司就两点提供有限公平听证

[56] Richard T. Hossfeld, *Short-form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp. : Time to Reform Appraisal*, Duke Law Journal, Vol. 53, 2004.

[57] Richard T. Hossfeld, *Short-form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp. : Time to Reform Appraisal*, Duke Law Journal, Vol. 53, 2004.

[58] 对此可参见李文莉:《公司股东现金选择权制度构建探析》,载《政治与法律》2012年第5期。

选择权:(1)那些符合特拉华州普通公司法第 253 条程序公平之构成要素;(2)完全公正测试中的公平价格要素。^[59]

除此之外,若简易合并中评估权行使后所确认的股份值超过了母公司所提供的对价,那么,对评估权的合理改造至少还包括:一方面,在特拉华州普通公司法第 262 条应增设规定“应当要求母公司向所有小股东支付该价值,不论他们是否行使了评估权”;另一方面,“应当要求母公司向股东支付行使评估权所产生的包括律师费、专家费在内的所有合理诉讼费用”。这将激励律师更多地参与评估权诉讼,从而使评估程序成为公司所有小股东更容易获得的有效的补救手段。同时,可能支付的诉讼费用与价格差(评估权评定价格与实际支付价格)之间狭小的谋利空间将阻却母公司故意支付较低的对价。^[60]

五、结语

商业并购行为的效率追求催生了简易并购的兴起,美国 80 余年的司法实践不断在“完全公正测试——异议股东评估权”之间徘徊,而后者似乎在简易并购中取得了最终的胜利——若无欺诈或违法,异议股东评估权将会是简易并购中子公司小股东的唯一救济手段。这背后是立法目的之使然,但因评估权的诸多弊端,这一保护手段只是“看起来很美”,阶段式的反复似乎在回响着这样一个声音:小股东保护只能对过去的规则安排进行追忆,未来的归宿也是惘然的迷思,现实的修补乃是无奈的选择。挤压式并购中小股东如何保护,如何实现效率与公平之间的衡平,这值得我们不断追问。

[59] Bradley R. Aronstam, R. Franklin Balotti, and Timo Rehbock, *Delaware's Going - Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, Business Lawyer, Vol. 58.

[60] Bradley R. Aronstam, R. Franklin Balotti, and Timo Rehbock, *Delaware's Going - Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, Business Lawyer, Vol. 58.