

当杠杆收购遭遇股票融资监管： 美国实践的启示^{*}

刘 燕^{**} 陈陌阡^{***}

摘要:基于杠杆收购对证券市场股价波动的影响,它与股票融资监管(即保证金交易监管)必然发生交集。监管的目的与其说是遏制杠杆收购,毋宁说是调控资本市场对杠杆的暴露程度,避免产生系统性风险。从1959年到1986年,美国围绕着杠杆收购与股票融资监管之间的关系进行了近半个世纪的探索,覆盖了从并购贷款、垃圾债券到壳公司等多种杠杆融资技术。尽管杠杆收购作为公共政策话题有着浓厚的价值判断色彩,但美联储尽量把控在技术层面处理杠杆收购与股票融资监管之间的关系。业界则通过对监管的回应而调整杠杆收购的交易结构,在未实质妨碍收购目的之前提下,

* 本文为美国场外配资监管研究系列之第三篇,前两篇分别为:《美国股票融资交易监管:规则与实践的演进》,载《财经法学》2017年第2期;《实质重于形式——美国场外配资监管之规则构建》(待刊出)。本文中涉及美国股票融资监管之T规则、U规则、G规则的背景及主要内容,可参考前述两文。

** 北京大学法学院教授。

*** 北京大学法学院硕士研究生。

减小杠杆对证券市场可能带来的冲击。美国的监管实践对我国目前正在建设中的股票融资(特别是场外配资)监管以及杠杆收购监管制度都不乏启示。

关键词: 杠杆收购 股票融资 保证金交易监管 美国证券交易法

一、问题与研究进路

2016年的中国证券市场,最引人关注的莫过于以宝万之争为代表的敌意杠杆收购。20世纪80年代的美国围绕杠杆收购发生的商战、法律诉讼以及公共政策争议,也在我国快速且密集地呈现。目前,宝万之争似结局已定,学者从公司治理、证券监管到大资管等角度对敌意杠杆收购的分析层出不穷,但鲜见探讨股票融资监管对杠杆收购可能产生的约束。^[1]换言之,本文关注的是一个非常技术性的视角:适用于股票融资交易的监管规则,是否也可以适用于杠杆资金组织方式的监管?

这个问题乍看起来很突兀,其实不然。从交易形态看,从2015年股灾中场外配资的结构化账户到2016年宝能购买万科股票所使用的结构化资管计划,二者几乎是完全一样的交易模式。^[2]无论是股票融资交易(又称借钱炒股、配资或保证金交易),还是证券市场中针对上市公司的杠杆收购,都直观地表现为特定市场主体借助他人资金来买入上市公司的股票。中国股民耳熟能详的一句俏皮话——“炒股炒成大股东”,颇为传神地揭示了借钱炒股与杠杆收购之间的关联。更进

[1] 国内有学者注意到美国的场外配资监管规则,但认为其不适用于上市公司收购。参见张彬:《论场外配资行为的监管——以美国U规则为借鉴》,载《金融法苑》2016年总第92期。

[2] 对2015年股灾中杠杆交易模式的分析,参见刘燕、夏戴乐:《股灾中杠杆机制的法律分析——系统性风险的视角》,载郭锋主编:《证券法律评论》,中国法制出版社2016年版;对于宝万之争中的宝能杠杆局,特别是宝万双方使用的结构化资管计划的分析,参见刘燕、楼建波:《中国式上市公司杠杆收购模式的法理解释——以宝万之争中结构化资管计划为标本》,载《21世纪商法论坛第十六届国际学术会议论文集》,清华大学法学院,2016年10月26日。

一步,2015年股灾虽未见官方的调查报告以及针对性的立法动议,但中国证监会在2016年7月28日出台的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(俗称“新八条底线”)明令禁止优先劣后级的结构化资管计划。它一方面是对2015年股灾的监管回应;另一方面也直接作用于当时正处于风口浪尖的杠杆收购之交易架构,尽管不乏争议。

当然,交易模式并不能主导监管选择。同样的交易模式运用于不同的交易场景,产生的问题或风险不同,监管思路也不一样,何况杠杆收购本身的意义或争议是一个远超过融资交易模式的话题。那么,当杠杆收购遭遇股票融资监管,究竟是基于杠杆收购的独特性而使其豁免于股票融资监管或另起一套更严格的监管指标,还是秉持法律的平等适用,要求杠杆资金的组织方式适用或承受股票融资监管逻辑?

这个问题也是美国资本市场,特别是20世纪后半叶的并购浪潮中争议极大且备受关注的问题。美国《证券交易法》建立了股票融资监管框架,据此,美联储先后制定了针对场内融资的T规则与场外配资的U规则、G规则和X规则。另外,杠杆收购,特别是针对上市公司的敌意杠杆收购,在20世纪60年代的第三次并购浪潮中初现端倪,到80年代的第四次并购浪潮中风头出尽。围绕杠杆融资是否违法并进而阻碍杠杆收购进程的争议,成为著名的反收购案Unocal案与Revlon案的案中案。^[3] 针对杠杆收购给美国大公司带来的冲击,各州层面的公司法与联邦层面的金融监管从不同角度给予回应。^[4] 其中,联邦层面最

[3] 例见 *Revlon, Inc., v. Pantry Pride, Inc., et al.*, 621 F. Supp. 804; 1985 U. S. Dist.

[4] 1985年,美国国会仅针对垃圾债券就有一系列的立法动议,可分成三类:一是美联储G规则解释,将垃圾债券视为贷款,从而适用现有的杠杆率限制;二是直接叫停某些垃圾债的发行或投资行为,如禁止敌意收购中适用垃圾债融资,或者禁止受联邦资金保险的金融机构购买垃圾债券;三是从税法角度,禁止垃圾债券的利息税前扣除。参见 Michael D. Floyd, *Junk Bonds: Do They Have A Value?*, *Emory Law Journal*, Vol. 35, 1986。从公司法角度对相关实践与研究的一个综述,参见汤欣、胡凌蔚:《敌意收购的法律规制与公司治理》,载中国财富管理50人论坛、清华大学国家金融研究院联合课题组:《规范杠杆收购,促进经济结构调整——基于“宝万之争”视角的杠杆收购研究》,2016年11月22日。

先落地的,也是影响最大、波及范围最广的回应,就是美联储 1986 年开始实施的一个 G 规则释义(12 C. F. R. § 207. 112),将股票融资规制适用于杠杆收购,特别是垃圾债券。尽管美联储的监管新规只是延续了《证券交易法》的政策逻辑,也体现出监管者对借钱炒股与杠杆收购之间异同的审慎把握,但仍然激起诸多争议,甚至直接引发里根政府的 SEC、司法部与美联储之间的对立。从某种意义上说,对于如何处理股票融资监管与杠杆收购之间的关系,美国立法、监管与司法机构自 20 世纪 50 年代末起经历了二十多年的小心拿捏过程,期间伴随着商业实践中杠杆收购模式的变化,以及业界与学界对股票融资规制适用于杠杆收购的排斥、接纳与调整,到 1986 年的 G 规则释义才基本上告一段落。

本文旨在复述这一段美国往事,一方面提供一个观察杠杆收购监管的新视角;另一方面也扩展对股票融资交易(特别是场外配资)监管本身的理解。下文分为四个部分。首先简要描述美国股票融资监管的框架与立法目的,然后梳理 20 世纪 60 年代、80 年代美国的杠杆收购遭遇股票融资监管引发的两轮理论争议,它们分别与银行并购贷款、垃圾债券+壳公司两种并购融资模式相关。一旦确定杠杆收购需受制于股票融资监管,剩下的就是技术化的法律适用问题了:杠杆收购下的相关融资安排是否构成股票融资监管下的贷款及其担保?是否超过杠杆率限制?对此,本文第四部分、第五部分分别描述了美国股票融资监管对银行并购贷款以及垃圾债券的适用方式。最后是一个简单的总结。

二、美国股票融资监管的法律框架与监管目的

(一)《证券交易法》下的保证金监管体制

股票融资交易或保证金交易在美国历史悠久。作为经济快速发展但货币紧缺的前殖民地国家,19 世纪美国的铁路、运河等基础设施建设热潮对社会资本的巨大需求,导致为购买和持有证券而进行的借贷

活动成为融资体系的内在组成部分。^[5] 华尔街或芝加哥等地的交易所中,投资者可以方便地从证券经纪人处借款,后者相应地从银行和其他途径借入资金。无法达到正规交易所门槛的普通民众则涌入具有赌博性质的场外经纪行(bucket shop)进行小额证券期货交易,后者一般都采取保证金交易的方式。^[6] 20世纪20年代,经济繁荣推动华尔街股市持续上涨,而保证金交易与此相得益彰,仅1926~1929年间纽约证券交易所的股票市值就从323亿美元攀升至698亿美元。^[7] 疯狂之后是股市的暴跌。1929年10月华尔街股市崩盘,此后美国经济更进入大萧条阶段,股价低迷,投资者以及提供股票融资的经纪人、贷款银行均损失惨重。

作为1929年大危机的产物,美国证券立法从一开始就把监管股票融资交易纳入议事日程。1934年出台的《证券交易法》第7条名为“保证金要求”(margin requirements),该节(a)款和(b)款统一规定证券贷款的保证金率,(c)款规制证券经纪人/交易商提供的证券贷款,(d)款则规制券商以外的主体提供的证券贷款。同时,《证券交易法》授权联邦储备体系理事会(以下简称美联储)对证券贷款制定监管规则,并设立了证券交易委员会(SEC)负责证券执法,所有违反《证券交易法》及其相关规则(包括美联储制定的股票融资规则)的行为都是SEC执法的对象。自此,美国确立了美联储与SEC共同监管股票融资交易的基本格局。

实践中,美联储先后于1934年、1936年、1968年、1971年制定了T规则、U规则、G规则(1998年并入U规则)和X规则,分别监管券商、银行、非银行出借人(不包括券商)提供的股票融资以及美国公民或企业向境外贷款人借入证券贷款的行为。这一规则建构过程长达30年,

[5] Peter Fortune, *Security Loans at Banks and Nonbanks: Regulation U*, *New England Economic Review*, Vol. 33, 2002.

[6] David Hochfelder, *Where the Common People Could Speculate: The Ticker, Bucket Shops, and the Origins of Popular Participation in Financial Markets, 1880 - 1920*, *The Journal of American History*, Vol. 93, 2006. 由于政府的执法行动以及华尔街等正规交易所降低投资者入场交易的门槛,此类经纪行在20世纪20年代后逐渐消失。

[7] Comment, *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 116, 1967.

监管范围从场内融资扩展到场外融资,其中 X 规则更是直接与美国公司从境外金融机构借款进行杠杆收购相关。具体的监管措施是杠杆率限制和信息披露。半个多世纪以来,美联储限制股票融资的杠杆(借入资金/自有资金或保证金)最高不超过 1 倍,在投机潮过热的年份则把杠杆率降到 50%、30%、10%(如 1958 年),甚至完全禁止证券贷款(如 1946 年),这一杠杆率限制统一适用于场内股票融资与场外配资。^[8]

(二)立法规制股票融资的目的

在美国《证券交易法》的立法过程中,股票融资交易被视为导致股市崩盘以及随后经济大萧条的罪魁祸首:向投资者无节制地提供贷款使其能够买入更多的股票,会导致股价虚高,结果吸引更多的投机者以及更多贷款涌入;一旦市场反转,贷款的强制平仓机制又会助推股市猛烈且持续地下跌。不仅如此,股市繁荣时对市场资金的汲取以及股市下跌的资金蒸发进一步牵累银行业和工商业,导致社会财富的重大损失与经济停滞。基于上述认知,国会认为立法控制股票融资交易的直接目的包括以下三方面:防止贷款吸收、保护投资者免受投机之害以及避免股市波动。^[9]

首先,贷款吸收(credit absorption)是指证券市场的投机狂热把本应该投入实体经济活动的资金都抽走了,导致实体经济活动的萎缩或萧条。众议院的立法报告^[10]指出,贷款不应从其他经济上更需要之处(如商业或者农业)转向股市,尽管证券贷款的利率更高。通过《证券交易法》对股票融资规模的限制,宝贵的社会资本得以为工商业及

[8] 美国证券法下无“场外配资”的概念,但其区分“券商 vs 银行及其他出借人”的二元监管格局,与我国监管语境下的“场内融资融券 vs 场外配资”非常类似,故本文以“场外配资”来指称银行、储贷机构、保险公司等各类非券商甚至工商企业给投资者购买股票提供的保证金贷款。

[9] Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, sixth edition, Wolters Kluwer, 2011, pp. 1210 - 1211. See also Comment, *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 116, 1967. See also Roberta S. Karmel, *The Investment Banker and the Credit Regulations*, New York University Law Review, Vol. 45, 1970.

[10] H. R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 8 (1934).

实体经济发展服务。

其次,投资者应受到保护。“在合法的投资领域之外,对于那些能负担和不能负担去赌的人,露骨的投机都显得太过诱人和容易。”^[11]通过限制其参与风险过高的保证金交易,可以使其免于在股市下跌时因股票被卖出而遭受损失。尽管有国会议员提出完全禁止普通投资者参与股票融资交易,但最终的立法文本并未接受,而是采取了限制杠杆比例的措施。

最后,无节制的证券贷款可能造成股票市场过度波动,必须予以禁止。不过,相对于前两个立法目的,防止过度投资导致市场过度波动这一立法目的尽管被参议院的立法报告提及,但阐述得远不如前两个充分,甚至在最终法律文本中都未能清晰而直观地展示。不过,随着岁月流逝,人们逐渐认为,此一目的才是《证券交易法》规制股票融资的最主要的目的。

三、杠杆收购与股票融资监管的关系——两轮争议

作为一个经济现象,杠杆收购最早在 20 世纪 60 年代的第三次并购浪潮中引起关注。此前,尽管已经零星出现过收购方借助融资来完成上市公司收购的例子,但它们尚未进入股票融资监管的视野。例如,1955 年美国国民罐头公司(the National Can Corp.)注册发行利率 5% 的次级可转债,所募集资金用来收购在纽交所上市的太平洋罐头公司(the Pacific Can Company)。SEC 并未关注该项融资购买股票的交易是否违反了股票融资规则,而是直接让注册文件生效。^[12] 毕竟,当初《证券交易法》确立保证金监管的三个立法目的,即防止贷款吸收、保护投资者免受投机之害和防止股市异常波动,看起来与杠杆收购有些

[11] 罗斯福总统在 1934 年 2 月的广播讲话,转引自 Roberta S. Karmel, *The Investment Banker and the Credit Regulations*, New York University Law Review, Vol. 45, 1970。

[12] Comment, *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 116, 1967. 当然,其中一个因素是可转债究竟属于股还是债;若是前者,则不适用《证券交易法》第 7 条及其监管规则。

距离。

随着杠杆收购数目的增加,收购方的资金组织方式也开始被立法者重视。1968年,美国国会通过《威廉姆斯法案》,对要约收购进行管制,其中明确提出了收购方应公开其收购资金来源的要求。相应地,受到敌意收购威胁的目标公司则将股票融资监管这个限制股市杠杆率的工具作为反收购的法律武器。由此提出了《证券交易法》下的保证金监管是否适用于杠杆收购的问题。二十年后,在第四次并购浪潮中,这一争论再次重现,只是争论的背景从主要依托银行并购贷款变成了以“垃圾债券+收购壳公司”作为杠杆资金的组织方式。

(一)20世纪60年代:立法目的角度的解释

美国国会在通过《证券交易法》时也对美联储授予了监管股票融资交易的自由裁量权:“在这个领域中,交易模式不停地变化,某些开始是完全合法的交易后来却演变成不合法甚至欺诈的交易模式,美联储拥有行政机关的自由裁量权被证明是必不可少的。”^[13]在此后的几十年间,美联储通过制定监管规则 T、U、G、X 并不时发布对相关规则的释义,不断扩张股票融资规则的适用范围。

1959年,美联储出台了对于 U 规则的一个释义——12C. F. R. 221. 110(2)。该解释明确,由保证金股票担保的贷款即便是用于购买一个公司的控制权,而非出于股票投机或者投资的目的,此类贷款仍受 U 规则监管。理由是,U 规则的语言显而易见地具有包容性(implicitly inclusive),包括“由保证金股票直接或者间接担保的任何目的贷款”。^[14] U 规则是适用于银行贷款人的保证金监管要求,60年代的杠杆收购以银行并购贷款为主要资金来源,美联储的上述解释导致银行提供的并购贷款受制于当时高达70%的保证金要求。

华尔街投行、律师以及部分学者对美联储的立场提出质疑,认为杠杆收购中的融资行为并不适用《证券交易法》第7条以及 T 规则或 U

[13] H. R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 8 (1934). Cf. Comment (1967). *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, 116 U. Pa. L. Rev. 103, 124.

[14] 在美联储制定的股票融资监管规则中,为购买上市交易股票或类似权益类凭证的目的,并由相关股票或证券作为担保而提供的融资被称为“目的贷款”(purpose credit),相关股票或权益凭证被称为“保证金股票”(margin stock)。

规则,因为它不符合股票融资监管的立法目的。在《证券交易法》第7条所明示的三个立法目的中,防止贷款吸收、保护投资者这两个立法目的明显与杠杆收购中的融资无关;剩下的只有“防止股价过度波动”这个目的,但杠杆收购的特殊安排——少数专业银行提供资金,也意味着其不会出现引发股价异常波动的强制平仓行为。^[15] 具体来说:

第一,杠杆收购的贷款人持有的作为担保品的目标公司股票的数量很大,除非接受大的折价,否则不容易快速卖出。这一点与融资炒股下的强制平仓完全不同。因此,贷款人理性的选择更可能是继续持股,而非强制平仓。

第二,即使收购方由于还款违约,导致担保权人最终卖出股票,此时收购方往往已陷入清算或破产状态。收购方的其他债权人会按照破产法要求进行债务重组或有序清算,也不可能许可担保权人自己把目标公司股票这个流动性最好的大宗资产卖掉。

第三,美国证券法关于转售的限制给贷款人强制平仓设置了另一个障碍。由于并购完成后收购方成了目标公司的控制人,且控制着大宗股份,因此,持有这些股票作为担保品的贷款人若销售此类股票,就可能被认定为证券法上的“分销”(distribution),从而受制于证券发行注册的要求,其至少要四周时间来准备相关文件以及等待注册生效。这就使贷款人处置股份的行为不可能在短期内对市场造成重大冲击,也不会引发市场动荡。^[16]

然而,业界提出的上述约束强制平仓的因素都不是绝对的。例如,担保权人为了自身利益的最大化,完全可能即使打折也要处置担保品,并不会顾忌市场可能遭受的冲击。再如,破产情形下的阻却需要收购方自己或其他债权人提起“中止处置担保品”的诉讼,但后者未必会意识到其在破产法下的权利并立即行使。此外,美国证券法对于分销的

[15] Comment, *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 116, 1967.

[16] 对于市场遭遇短期冲击而发生动荡的一个证据,是SEC对1962年5月华尔街暴跌事件的研究报告,其指出市场暴跌一般都很短,只有一两天时间。参见Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission(1963)。

限制,也有可能因相关的豁免条款而失去对担保权人的约束。^[17] 业界关于贷款人处置股票超过市场波动周期的主张也没有被普遍接受。例如,在 1976 年的 *Pargas v. Empire Gas* 案中,法官叫停违反 U 规则的杠杆收购程序,其理由就是若收购最后被判决违法而无效,股票继续有序处置也会导致市场、目标公司、未提交股票的目标公司股东遭受损失。^[18] 总体上看,就作为担保物的股票可能因股价下跌而被担保权人卖出这一点而言,贷款目的是收购还是投机或投资,并没有什么不同;尤其是考虑到当初国会在制定《证券交易法》时,对于保证金交易账户这种小额强制平仓的潜在风险都如此介意,很难想象,像杠杆收购中担保权人持有的大宗股票的平仓可以作为保证金监管的例外。

因此,至少在防范证券市场价格异常波动这一立法目的上,杠杆收购下的融资有必要受制于《证券交易法》下的股票融资规则。事实上,在经过了多年的监管实践后,美联储 1979 年的研究报告也认为,《证券交易法》当初的三个立法目的,目前看来依然具有适用意义的主要是防范证券市场股价过度波动。^[19] 而这个立法目的恰恰与杠杆收购相关。

(二) 20 世纪 80 年代:监管要件角度的解释

20 世纪 80 年代兴起的第四次并购浪潮以敌意杠杆收购为标志。相较于之前的收购融资,此一阶段的融资安排在交易结构上主要有两个新的特征:一是垃圾债券成为主要的融资工具;二是收购方搭建壳公司,并通过壳公司发行垃圾债券或构造“并购贷款 + 垃圾债券”的多层融资方式,对目标公司特别是大型上市公司进行杠杆收购。由于壳公司并无实际资产或营业,其在并购交易中买入的目标公司股票就是其名下全部资产;相应地,对壳公司提供融资的出借人也只是依赖目标公

[17] Comment, *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 116, 1967.

[18] *Pargas, Inc. v. Empire Gas Corp.*, 423 F. Supp. 199, 251 - 56 (D. Md.), *aff'd per curiam*, 546 F.2d 25 (4th Cir. 1976).

[19] Staff of the Federal Reserve Bank of New York, *Securities Credit Regulations of the Board of Governors of the Federal Reserve System pt. I, ch. IV*, 95 - 99 (1979). Cf. Notes, *Margin Regulations: The Stock Market Crash of 1987*, Rutgers Law Journal, Vol. 20, 1989.

公司股票或目标公司的资产与现金流获得本金与收益的偿付。

从抽象意义上看,这种资助购买上市公司股票并依托后者或其基础资产进行偿付的融资活动,与源于银行贷款或其他出借人贷款的股票融资交易有一定的相似性。因此,受到威胁的目标公司均要求将其纳入股票融资监管的范围。特别是,当敌意杠杆收购因对美国众多大企业的冲击而在公共政策层面备受争议时,一些人希望国会能颁布立法来遏制敌意收购,《证券交易法》第7条下的保证金监管规则也被寄期望作为一种公共政策工具来使用。^[20]

与此相反,业界的主流观点认为,以垃圾债券为主要融资方式的杠杆收购不应受制于股票融资监管,因为这是两类完全不同的融资活动。《证券交易法》第7条的立法目的是防止融资被过度用于购买和持有证券,导致实业缺乏资金或股价过度波动,损害投资者利益。但在垃圾债券的场景下,上述顾虑都是不必要的。首先,债券市场中存在两类不同的出借人,一般的投资者是风险厌恶者,希望获得稳健的投资回报;相反,垃圾债券的投资者是风险偏好者,希望从高风险中取得高回报(风险溢价)。两类出借人各自组成一个相对独立的贷款市场:一般的工商业借款人由于不愿支付高额利息,不会从风险偏好者处借款,只会从一般的投资者处借款;而杠杆收购者则寻求垃圾债券投资者的资金。因此两个贷款市场之间互不影响,也就不会出现“贷款吸收”现象——即资金从商业和工业转向投机用途。其次,由于垃圾债券的投资者是有经验的、具有风险承受能力的大型机构投资者,因此并不需要对其提供特别保护。最后,收购时涉及的股票仅为目标公司一家之股票,且该股票以上涨为主要趋势,收购不会引起股票市场的广泛波动。^[21]

另有观点从更加技术性的角度出发,指出垃圾债券不满足股票融资监管规则的前提条件,即由保证金股票提供间接担保。其主张,垃圾债券是无担保债券,其投资者接受此种无担保债券,是为了获得高回报率,因为垃圾债券具有足够大的风险溢价。普通商业贷款的逻辑是低

[20] 51 Fed. Reg. 1776 - 1777. (Jan. 15, 1986).

[21] William W. Barker, *The Federal Reserve and Junk Bond Financing: Anomaly or Inconvenience?*, Pacific Law Journal, Vol. 19, 1988.

利率、低风险,贷款人需要寻求担保才能出借资金;但这套商业逻辑在垃圾债券上并不适用。^[22]

不过,处于舆论旋涡中心的美联储刻意回避了对杠杆收购的政策选择表态,而是采取了一种更为技术化的应对方式,针对“垃圾债券+壳公司”模式的技术特征分析,将此种杠杆收购资金组织方式解释为一种特殊的股票担保融资状态。换言之,垃圾债券表面上是无担保债券,但垃圾债券的持有人实际上是以目标公司的股票作为间接担保来提供资金,符合“为购买保证金股票之目的提供融资,且受到相关股票的直接或者间接担保”的要件,因而落入了股票融资监管的范畴。^[23]

美联储认为,判断是否存在股票的间接担保,要看出借人的利益是否会由此得到保障、债券本息是否确定会被偿还。这个判断的时点是在杠杆收购之前的资金组织环节。^[24] 由于收购方用于专司收购的壳公司除目标公司股票外,既无资产,也无业务,缺乏支持偿还债务的现金流。并且,杠杆收购并不一定会成功;在目标公司强烈抵制的情形下(如 Unocal 案所示),壳公司可能在一段比较长的时间内持有目标公司的股票,而无法与目标公司合并。因此,如果不倚赖目标公司的股票价值,没有人会购买壳公司发行的垃圾债券。此外,债券购买者知晓发行债券的壳公司意图收购目标公司,这对壳公司处置目标公司股票、用借款资金获得目标公司股票以外的其他资产的行为进行了限制。^[25] 上述技术特征,都导致壳公司发行垃圾债券来收购上市公司这种情形符合“以保证金股票间接担保”这一股票融资监管的前提。更进一步,美联储之前曾在股票型投资基金的无担保借款场合认定存在“间接担保”因素,因为股票型基金除了股票外并无其他资产可支撑债务的偿还。“垃圾债券+壳公司”之场景与股票型基金借贷的场景非常类似。

[22] William W. Barker, *The Federal Reserve and Junk Bond Financing: Anomaly or Inconvenience?*, Pacific Law Journal, Vol. 19, No. 3, 1988.

[23] 垃圾债券融资需要满足以下要件才受制于股票融资规则监管:(1)由非银行、非券商的美国公民或机构提供,融资额超过20万美元;(2)融资目的是购买保证金股票;(3)以保证金股票提供直接或间接担保。

[24] 51 Fed. Reg. 1773. (Jan. 15, 1986)

[25] 借款人对相关股票的处分权受到限制,是美联储此前的U规则释义中列举的“间接担保”的一种情形。

因此,基于法律的统一适用,“壳公司+垃圾债券”的融资模式也应受制于股票融资监管规则。

当然,也正是基于“间接担保”的解释路径,如果有确切证据表明,垃圾债券的购买者依赖的是目标公司股票以外的其他资产作为担保(例如,壳公司的母公司或者其他有实质资产或者现金流的公司提供保证,或者债券发行人并非壳公司而是有实业经营活动的工商企业),则相关的融资安排不会落入股票融资监管的范围。此外,如果在投资者购买债务证券、提供贷款资金时,壳公司和目标公司之间已经达成收购协议(友好收购),或者出借人提供资金的前提条件是壳公司得到的股票数量已经足够进行简易合并,那么可以合理推断资金出借人倚赖的是目标公司的资产来偿付债务,从而不存在由保证金股票“间接担保”之因素,即可免于适用股票融资监管规则。^[26]

(三)小结

梳理美国 20 世纪 60 年代、80 年代关于杠杆收购与股票融资监管关系的两轮争论,可以发现,美国将股票融资监管适用于杠杆收购交易,是在比较纯粹的技术层面进行分析后得出的结论,未明显受制于或者公开体现为对杠杆收购的价值判断。不论是 60 年代针对并购贷款的立法目的分析,还是 80 年代针对垃圾债券+壳公司模式的要件分析,都是如此。股票融资监管作为杠杆收购出现时已经客观存在的法律规则,是杠杆收购交易无法回避的法律背景。因此,法律适用的统一性、一致性或公平性成为争论的出发点与归属。即使争论各方在这个技术分析过程中有一定的政策立场,对杠杆收购可能存在不同的价值判断,但后者只是一种模糊的影响。换言之,当杠杆收购遭遇股票融资监管时,它更多的是一个法律使用问题,而非价值判断或政策选择。

由于美联储在股票融资规则下设定的杠杆率水平从未超过 1 倍,相对于杠杆收购来说是一个比较严格的限制,因此,一旦明确股票融资规则适用于杠杆收购交易,目标公司也就常常运用此一法律武器指控收购人的融资安排违法或超标,以遏制收购进程或挫败收购目的。从

[26] 12 C. F. R. § 221. 124.

这个角度来看,杠杆收购为股票融资监管提供了一类最引人注目的应用场景。法院对这些案件的审理以及美联储的回应,不仅对杠杆收购产生影响,同时也在进一步厘清股票融资监管规则本身的适用方式与边界。

四、股票融资监管对并购贷款的适用

银行并购贷款一直是公司杠杆收购的主要资金来源。另外,银行也是证券市场中股票融资交易背后的大宗资金提供者,其提供证券贷款的行为受制于美联储1936年制定的U规则。偶尔,并购贷款也会来自于银行之外的其他机构,如保险公司、储贷协会或金融公司等,这些主体提供的目的贷款在1998年之前适用G规则。此外,复杂并购交易中通常聘请券商作为并购顾问,其设计并购交易结构、安排杠杆融资。而适用于券商提供股票融资的T规则要求,由券商安排并由银行或其他机构具体提供的融资还需要同时满足T规则对券商亲自提供股票融资的条件,后者比U规则和G规则更严格。^[27] 实践中,这些错综复杂的规则如何适用于杠杆收购,成为20世纪60年代到80年代间一系列司法程序的主题。

(一)米高梅案(1969年)^[28]与股票融资监管漏洞的弥补

1969年7月,Tracy投资公司要约收购在纽交所上市的米高梅公司,并从米高梅的竞争对手——联合艺术家公司所辖的一家金融公司获得了杠杆收购资金。米高梅公司挑战收购方的融资安排,以收购方的贷款人与自己存在竞争关系将导致该交易违反《克莱顿法》第7条

[27] 对券商的严格限制来自于1929年大危机之前券商放贷行为的不节制,导致立法者对华尔街较银行更加不信任,认为券商天然就有滥放贷的动机,不仅因为保证金贷款利率高,更因为放贷越多,客户证券交易量也就越大,券商可以赚取更多的交易手续费。参见 Comment, *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 116, 1967。

[28] *Metro - Goldwyn - Mayer, Inc. v. Transamerica Corp., et al.*, 303 F. Supp. 1354; 1969 U. S. Dist.

为由,迫使该贷款人退出并购交易。Tracy 投资公司紧急修改融资文件,从一家德国银行和英国银行分别借款 2000 万和 1200 万欧洲美元作为杠杆收购的资金。这些贷款都以证券担保,担保品价值为贷款本金的 150%,且融资文件规定:不排除用收购到的米高梅股票增加担保品。此外,英国银行收到的担保证券中有一半为 Tracy 投资公司的一家子公司的股票,后者并未在交易所上市。为增加米高梅股票的买入量,Tracy 投资公司后来又从前述德国银行融资 3000 万欧洲美元。

1969 年美联储的股票融资规则确定的保证金股票的最大贷款价值为 20%,即担保率(担保品价值/贷款本金)应为 500%,且非保证金股票不得作为担保品。以此衡量,Tracy 投资公司与两家外国银行之间的并购融资安排下的担保率远低于法律要求,导致杠杆超标。米高梅公司遂指控该项杠杆收购交易:(1)违反了《证券交易法》第 7 条以及 G 规则与 T 规则;(2)由于要约收购文件并未披露融资交易的违法性,又构成了《证券交易法》第 14 条(d)和(e)下的虚假陈述与重大遗漏,故请求法院禁止要约收购继续进行。

不过,法院认为,《证券交易法》及其相关的证券融资监管规则明确只适用于美国本土的券商、银行或公司,不适用于外国银行。因此,收购方从境外银行获得的并购贷款虽然超过了美联储规定的杠杆水平,但不构成美国法下的违法行为,遂驳回了米高梅公司关于叫停要约收购程序的请求。

米高梅案展示了股票融资监管适用于杠杆收购最常见的路径,即目标公司指控杠杆融资“违反保证金监管要求—信息披露瑕疵—杠杆收购交易违法”,从而阻却收购进程。这一案件更大的影响在于,它使立法者与监管者都关注到了美国股票融资监管规则的一个漏洞:外国银行或金融机构向美国公民或机构提供资金购买美国上市股票,其强制平仓行为对美国股市的影响与美国国内金融机构提供证券贷款并无不同,但却游离于《证券交易法》的适用范围之外。既然无法对境外贷款人直接施加法律约束,立法者采取的补救措施是转而对美国国内的

借款人施加遵守保证金监管的义务。^[29] 1970年,美国国会在《证券交易法》第7条增加了(f)款,美联储则据此于1971年制定了X规则,^[30] 对于从境外贷款人处借入资金以收购美国上市股票的交易,适用与T规则、U规则和G规则同样的保证金要求;美国借款人若在与境外贷款人的融资安排中违反上述保证金要求,则需要承担严苛的法律责任。

(二) 券商安排的并购贷款如何适用保证金监管规则

20世纪70年代中,有关杠杆收购的案件主要集中于券商安排(而非自己提供)的并购贷款如何适用T规则。其背景是《证券交易法》下的T规则与U规则、G规则对于券商和银行的约束强度不同。例如,券商不得发放无担保证券贷款或非保证金股票担保的贷款,但银行在U规则下或者其他出借人在G规则下都可以发放此类贷款而不受保证金杠杆率的限制。这样一来,券商就可以通过安排银行或其他出借人放贷而非自己直接提供证券贷款来规避T规则的要求。有鉴于此,T规则明确规定,在券商安排他人为杠杆收购提供资金的情形下,他人必须严格按照券商自己提供股票融资的规则和条款来进行。^[31] 这也就意味着,在券商主导的杠杆收购中,银行或其他出借人提供的并购贷款除符合U规则或G规则外,还必须同时符合T规则。

1. Alaska案(1975年)

1975年的Alaska案^[32]展示了上述规则适用的一个典型场景。该案起因于阿拉斯加州际公司与西北能源公司对Apco石油公司的竞争性要约收购,三家公司均为纽交所上市公司。西北能源公司指控阿拉斯加州际公司的并购融资安排违反了T规则、U规则以及X规则,将

[29] United States of America v. Weisscredit Banca Commerciale e d'Investimenti, Rolando Zoppi and Andre Backar, 325 F. Supp. 1384; 1971 U. S. Dist.

[30] Regulation X, 12 C. F. R. § 224, 初名 Rules Governing Borrowers Who Obtain Securities Credit, 后改名为 Borrowers of Securities Credit.

[31] Regulation T, 12 C. F. R. § 220.109 (1976). T规则给银行提供个别情形下的例外,但仍然要求银行在经券商安排发放的并购贷款中以上市证券或被豁免的证券(如美国政府债券等)作为担保品。

[32] Alaska Interstate Co. v. McMillian, et al., 402 F. Supp. 532; 1975 U. S. Dist. 该案中两家竞标者各自针对对方提出了多项证券法下的诉讼,包括要约报告书中的虚假陈述、内幕信息以及杠杆资金违反股票融资监管规则。

收购方阿拉斯加州际公司、为其提供并购顾问服务的券商、提供并购贷款的银行均告上法庭。其中，券商的违法在于其安排的无担保并购贷款违反了 T 规则关于不得发放无担保目的贷款的要求；贷款银行的违法在于其发放的并购贷款超过了作为间接担保品的股份价值的 50%（即当时适用的 U 规则所许可的最大担保贷款比例）；而作为收购方的阿拉斯加州际公司则由于获得上述违法的并购融资而违反了 X 规则。

法院驳回了西北能源公司的全部指控，认为：（1）券商虽然是并购顾问，但其并未安排阿拉斯加的杠杆融资事宜，故不触发 T 规则的适用；（2）贷款银行作为阿拉斯加州际公司的开户银行独立地提供了并购贷款，且未要求借款人提供担保，因此，也不适用 U 规则的最大担保贷款比例要求；（3）鉴于不存在违反 T 规则和 U 规则的行为，故阿拉斯加州际公司接受此一并购贷款也未违反 X 规则。

针对本案核心的“安排贷款”因素，SEC 在 1963 年的 *Sutro* 案中确立了一个认定标准：如果券商就客户（即收购方）的账户事宜或客户与资金出借人之间的联系事宜充当了二者之间的中介，比如，将客户的相关意见或要求传递给出借人，或者就出借人关于客户交易的询问或指示给予回复，券商就涉入了客户与出借人之间的提供融资或维持贷款的活动。“安排”意味着一项融资如果缺少了券商的介入是不可能完成的。^[33] SEC 的解释后来也被法院接受。^[34] 在 *Alaska* 案中，法官指出，如果券商发起一项贷款或者参与谈判贷款条款，则足以证明券商安排了贷款，但比这更少一些的介入方式并不能证明券商在“安排贷款”。本案中的券商作为并购顾问也没有直接参与贷款谈判。即使按照 *Sutro* 案的中介人标准——传递信息，它也只是参加过两次有收购方和贷款人共同在场的会面，其中一次可视为有“信息传递”行为，但也并没有达到“缺乏券商的介入则贷款不可能提供”的程度。^[35]

一旦不涉及 T 规则，本案中的贷款银行就仅需要遵守 U 规则，后

[33] *Sutro Bros. & Co.*, 41 S. E. C. 443, at 457 (1963). 在该案中，给券商的客户提供炒股资金的出借人能接触到券商的保证金管理部门，且券商持续给前者提供客户的保证金账户的交易信息。

[34] *Simon Junger v. Hertz, Neumark & Warner*, 426 F.2d 805; 1970 U. S. App.

[35] *Alaska Interstate Co. v. McMillian, et al.*, 402 F. Supp. 532, 557; 1975 U. S. Dist.

者比 T 规则宽松。贷款银行本身就是收购方最主要的往来银行,了解后者的财务状况并倚赖后者自有资产而放贷,并未要求取得收购方、其子公司、或目标公司的股票作为担保。U 规则的适用须具备“相关贷款为买入保证金股票之目的而发放”、“以保证金股票作为担保品”两个前提条件。美联储在解释“间接担保”时,专门列举了一些银行没有倚赖保证金股票作为担保品的情形,例如:(1) 银行在贷款前对收购方进行了财务状况的评估,该财务状况足以支撑贷款;(2) 相关贷款是有固定期限的,并非贷款人可随时要求偿还或者可基于市场波动而提前要求偿还。上述两方面因素在本案中都存在。更为关键的是,U 规则本身允许银行提供无担保证券贷款;由于不存在强制平仓问题,这种贷款也不受制于 U 规则的杠杆比例限制。^[36]

2. Pargas 案(1976 年)

券商介入杠杆融资安排的程度,是一个定量而非定性的问题,需要在个案中具体判断。一旦法院发现券商涉入的程度较深,即使其事后退出,且实际的融资安排与券商原来设想的有别,法院也可能认定券商的行为构成“安排贷款”,从而合并适用 U 规则和 T 规则。这正是一年后 Pargas 案的情形。^[37]

在 Pargas 案中,纽交所上市公司 Empire Gas Co. 向另一家上市公司 Pargas, Inc. 发出要约收购,收购后者 22.5% ~ 60% 的股份。Pargas

[36] 西北能源公司指控的间接担保超标,是指化学银行(Chemical Bank)在发放并购贷款前曾与 Banker's Trust 等联合组成辛迪加对阿拉斯加州际公司提供经营贷款,并取得了阿拉斯加州际公司的若干家子公司的股权作为担保品。当阿拉斯加公司向化学银行申请并购贷款后,化学银行退出了辛迪加贷款,以避免承受 U 规则的杠杆比例约束。西北能源公司指控,尽管化学银行退出了辛迪加贷款,但辛迪加贷款协议下的子公司股份担保品仍然构成了并购贷款的间接担保,因为相关担保品为 Banker's Trust 所控制,从而剥夺了借款人处分该部分股份的自由。按照此前美联储关于“间接担保”的解释,借款人对相关资产的处分权被剥夺,也可能是间接担保的一种形式。法院则认为,辛迪加贷款协议是完全独立于并购贷款的交易。在辛迪加贷款协议下作为担保品的收购方附属公司的股票,并不是为发放并购贷款的化学银行的利益而被质押。因此,虽然单就金额看,化学银行提供 4350 万美元并购贷款超过了辛迪加贷款协议下的担保品价值的 50%,但鉴于该笔贷款并未依托于辛迪加贷款协议,故属于无担保贷款而非存在间接担保安排的贷款。

[37] Pargas, Inc. v. Empire Gas Corp., 423 F. Supp. 199, 251 - 56 (D. Md.), aff'd per curiam, 546 F.2d 25 (4th Cir. 1976).

则向法院申请暂停令,称收购方的要约文件违反《证券交易法》下的披露要求、杠杆融资违反了 T 规则、X 规则以及可能造成垄断的后果。就本文所关注的杠杆融资而言,收购方在计划并购贷款事宜时,因顾虑 T 规则的适用,放弃了拟聘为并购顾问的券商 X 安排的 A 银行提供的贷款,尽管双方已签贷款承诺书。收购方另找自己的往来银行 B 申请并购贷款。然而,B 银行因业务规模限制无法满足其需求,拟寻求其他银行组成辛迪加并购贷款。通过收购方提供的 A 银行贷款承诺书的信息,B 银行联系上 A 银行一起对借款人提供杠杆收购 5000 万美元,其中 A 银行承担 4500 万美元,B 银行承担 500 万美元,均为无担保的定期贷款。

若单纯适用 U 规则,A、B 银行的辛迪加并购贷款因属于无担保贷款而豁免于 U 规则下的杠杆比例限制。但 Pargas 指控上述杠杆融资属于“经券商安排的贷款”,且违反了 T 规则关于禁止券商发放无担保贷款或不以保证金证券作为担保品的要求。鉴于辛迪加贷款中最主要的出借人——A 银行(提供 90% 的资金)是由拟作为收购方并购顾问的券商 X 最先联系的,且辛迪加贷款协议的条款也与 A 之前与收购方签订的贷款承诺书条款基本一致,均未要求证券担保品。此种情形是否构成“券商安排”,法院也拿捏不准。于是,法院寻求 SEC 和美联储解释 T 规则,以判断本案中的融资安排是否合法。SEC 委诸美联储出具意见,后者复函法院,称此种情形仍应视为券商安排的贷款,应适用 T 规则。因此,相关银行并未要求证券担保品的行径被认为违反了 T 规则禁止无担保贷款的规定,从而构成违法放贷。

(三) T 规则修正案(1982 年)

Pargas 案判决给实践中的杠杆收购以沉重打击。并购交易中券商作为并购顾问通常必不可少,且其不直接提供资金,而是安排银行或其他出借人提供融资。而银行贷款习惯上并不以拟收购的股票为担保品,而是依托于借款人的现金流、存货等其他资产为担保。因此,若银行的放贷行为必须同时适用 T 规则,则杠杆收购下的融资将遇到很大困难。

业界批评这种将 T 规则强制适用于券商安排的银行并购贷款的做法,认为其除了迫使作为并购顾问的券商在融资事务中刻意回避外别

无他用,而并购方还需要另寻融资管道,徒增交易成本。更关键的是,银行的无担保或非以股票作为担保品的贷款并不存在强制平仓问题,与《证券交易法》监管股票融资的立法目的——防范证券市场的波动,并不相干。此外,当初《证券交易法》立法时对券商融资限制更严的一个考量——券商通过保证金贷款诱使客户增加股票交易从而赚取更多交易佣金的自利动机,在杠杆收购环节也并不存在。^[38]

美联储接受了业界的批评,于1982年修订了T规则,删除了要求券商安排的贷款适用T规则的要求。自此,银行或其他出借人经券商安排提供并购贷款,只需要满足其自身适用的U规则或G规则的要求即可。^[39]

五、股票融资监管对债券工具的适用

20世纪80年代的第四次并购浪潮中,债务工具、特别是垃圾债券在杠杆资金组织中充当了主要角色。相较于并购贷款,债务工具更好的流动性使其受到机构投资者的青睐,新锐投行德莱克赛尔(Drexel Burnham Lambert, Inc.)及其核心人物米尔肯对垃圾债券市场的维护更使得债务工具成为大宗收购资金最为快速的募集渠道。80年代中期涌现出一批针对美国大公司的敌意杠杆收购,如Mesa收购Unocal, GAF收购Union Carbide, Pantry Pride's收购Revlon, Turner Broadcasting收购MGM/UA Entertainment,其背后都涉及债券工具的大量运用。^[40]

[38] Comment, *Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 116, 1967.

[39] Robert J. Gareis and Jerome W. Jakubik., *The United States Securities Credit Regulations: How They Affect Foreign Borrowers and Foreign Lenders in Acquisitions of U. S. Companies*, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation, Vol. 4, 1982.

[40] Sarah Beth Pate, *Applying the Federal Reserve Board's Margin Lending Rules to Restrict the Use of Junk Bonds in Hostile Corporate Takeovers*, Washington and Lee Law Review, Vol. 43, 1986.

(一) 对私募债券的适用

早在 1937 年, 美联储就明确, 若公司向银行发行债务证书 (debenture) 融资, 所得资金用来购买股票, 此一行为虽不属于“发放贷款” (loan), 但属于“提供融资” (extending credit)。^[41] 彼时, U 规则的适用范围仅限于“贷款”。此后美联储扩大了 U 规则的适用范围, 将“提供融资”包括在内。这一逻辑也延续到 1969 年出台的 G 规则中。因此, 若银行或其他机构投资者购买公司的债务证书, 而该公司发行债务工具的目的是筹集资金购买股票, 那么银行或其他机构投资者的行为属于 U 规则或 G 规则下的“提供融资”。

在 20 世纪 80 年代兴起的杠杆收购多层次融资安排中, 银行贷款与普通股之间存在若干债务工具, 如担保优先债券、无担保优先债券、担保次级债券等。保险公司、储贷机构、养老金、对冲基金等机构投资者多在私募发行中取得这类投资品种, 且金额超过美联储确立的监管标准 (即一个季度内提供的贷款等于或大于 20 万美元), 因此这些机构投资者也通常被认定为 G 规则下的“出借人”。

(二) 对公募债券的适用

20 世纪 70 年代, 美联储曾就公募债券出具过几份职员意见 (staff opinion), 认为公开发行的债务证券的购买者不属于 G 规则下的“出借人”。无论发行该债券的目的为何, 公开发行债务证券进行融资不属于《证券交易法》第 7 条意欲规制的情形。^[42] 然而, 垃圾债券的兴起对美联储区分公募债券与私募债券的传统立场提出了挑战。垃圾债券有一个米尔肯维持的市场, 参与机构众多。此外, 垃圾债券持有人买入债券的金额都远在美国确立的 G 规则监管标准之上。因此, 在 Unocal 和 Revlon 案中, 目标公司都基于此而对收购方发行垃圾债券募集收购

[41] 23 Fed. Res. Bull. 716, 717 (1937). Cf. Roberta S. Karmel, *The Investment Banker and the Credit Regulations*, New York University Law Review, Vol. 45, 1970.

[42] 2 Fed. Res. Reg. Serv. 5 - 993 (October 12, 1979); 2 Fed. Res. Reg. Serv. 5 - 927 (October 18, 1978); 2 Fed. Res. Reg. Serv. 5 - 372 (March 26, 1974); 2 Fed. Res. Reg. Serv. 5 - 591 (March 24, 1978). 联储出版物可通过联储提供的服务 (Publications Service) 付费获得, 联储出版物的部分目录列于联储公告 (Federal Reserve Bulletin)。

资金的合法性提出挑战,认为收购方违反了 G 规则下的杠杆比例限制。其中,Unocal 的指控因 Mesa 公司在特拉华州法院判决目标公司反收购方案合法后选择和解而未形成完整的诉讼。^[43]而 Revlon 的指控则成为该公司著名的反收购战的案中案。^[44]

1985 年 8 月 26 日, Pantry Pride 通过壳公司 Nicole 向 Revlon 的股东发出了现金收购要约。此前(8 月 14 日), Pantry Pride、Nicole 与化学银行签订了承诺函,约定化学银行对 Nicole 发放 5 亿美元并购贷款,条件是:化学银行对 Nicole 获得的所有 Revlon 股份享有最优先顺位的担保权益;没有化学银行的同意, Nicole 不得卖出、质押或者转让 Revlon 股票。收购要约发出后, Pantry Pride 又于 8 月 28 日向 SEC 提交登记文件,将于 1985 年 9 月公开发行总额为 9 亿美元的债务证券,并设置了投资者的最低购买要求——250 万美元。作为反收购策略的一部分, Revlon 公司董事会一方面申请美联储明确该笔垃圾债券适用 G 规

[43] 1985 年春,皮肯斯的 Mesa Petroleum 公司对 Unocal 公司发起收购,首先得到了一个银行辛迪加的支持,后者提供了 11 亿美元的贷款,其中包括 Unocal 的主要贷款银行——洛杉矶的国民太平洋证券银行,尽管只是一个小角色。Unocal 于 1985 年 3 月 12 日起诉到法院,控告国民太平洋证券银行接触到 Unocal 的内幕信息,参与并购贷款辛迪加的行为违反了合同和信托责任,迫使后者退出了贷款辛迪加。皮肯斯则在 3 月 21 日反诉,指控 Unocal“运用非法手段破坏了 Mesa 与银行界的关系”,同时进一步买入 3.22 亿美元的股票,持股比例上升到 13% 以上。皮肯斯打算进一步发起敌意收购,遂找到德莱克赛尔公司商讨发行垃圾债券的可行性,得到后者大力支持。1985 年 4 月 5 日,双方商定了敌意收购的事宜,德莱克赛尔负责发行 30 亿美元的垃圾债券为此次交易筹资。在德莱克赛尔的支持下, Mesa 公司于 1985 年 4 月 8 日向 Unocal 的股东提出两步式收购方案,第一步收购的股票每股支付现金 54 美元,此后收购的股票以面值垃圾债券作为支付对价。参见 493 A. 2d 946; 1985 Del. 另见[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 171~172 页。

[44] Revlon(露华浓)是一家化妆品跨国公司,兼营保健品、药品和眼睛护理业务。1985 年 8 月至 12 月间, Pantry Pride 公司的实际控制人佩莱曼在米尔肯的支持下,通过垃圾债券融资,以 18 亿美元的对价敌意收购了 Revlon 公司。参见[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 85~87 页。Revlon 公司的管理层也实施了反收购措施(寻找白衣骑士),但没有得到法院认可,法院认为目标公司董事会在公司进入拍卖程序后有义务为股东寻求最高报价的买家。该案确立了 Revlon 拍卖规则——它成为 Unocal 案之后关于董事在并购交易中是否违背信义义务的另一个基本规则。

则；另一方面起诉 Pantry Pride、Nicole 以及化学银行等违反了《证券交易法》第 7 条以及 G 规则、U 规则和 X 规则，请求法院发布针对要约收购的临时性禁令。

诉讼的焦点是收购方 9 月的债券发行是否构成公开发行而豁免于 G 规则。这个问题不仅影响该笔债券融资的合法性，而且连带决定了化学银行的并购贷款是否合法。这是因为，若单计化学银行的并购贷款金额，它符合 U 规则的保证金比例要求。^[45] 但是，若债券不属于公开发行而属于私募发行，则其须适用 G 规则，债券持有人也将成为 G 规则下的出借人。这样，作为担保品的 Revlon 股票的最大贷款价值（9.5 亿美元）就需要由 5 亿美元化学银行贷款与 9 亿美元债券来共享。如此一来，化学银行的并购贷款就违反了 U 规则。

Revlon 在庭审中指出，尽管美联储早前的职员意见认为公开发行的债务证券的购买者不属于 G 规则规制的“出借人”，但其指的是“真正”的公开发行，而不是“名义上”的公开发行。Pantry Pride 为债券投资者设定了最低 250 万美元的购买要求，因此债券不可能由公众投资者购买。另外，当时 G 规则规制的“出借人”的标准是在一个季度提供 20 万美元以上贷款，250 万美元的投资额已经大大超过 20 万美元的监管门槛。法院认为 Revlon 的观点有一定道理，但问题在于美联储作出解释时可能存在疏忽，Pantry Pride 则利用了这一漏洞。法院不愿介入国会授权给美联储的规则制定活动：既然美联储及其职员负有对《证券交易法》的解释职责，法院尊重美联储的职员意见——保证金规则对公开发行的债券豁免适用。最终，法院判决收购方的债券发行不构成公开发行。^[46]

[45] 化学银行贷款 5 亿美元，Pantry Pride 集团计划购买 18.5 亿美元 Revlon 股票作为贷款的担保品。按照 U 规则规定的比例，18.5 亿美元股票的最大贷款价值是 9.25 亿美元，因此，化学银行提供的 5 亿美元银行贷款没有超过保证金股票的最大贷款价值。

[46] *Revlon, Inc. , v. Pantry Pride, Inc. , et al. , 621 F. Supp. 804; 1985 U. S. Dist.* 相应地，鉴于债券发行因公开发行豁免而不受 U 规则或 G 规则约束，化学银行的并购贷款可以独占 Revlon 股票担保额度，也就没有超过法定杠杆比例。同时，只有在杠杆资金出借人违反 G 规则和 U 规则的前提下，才可以认定 Pantry Pride 一方作为借款人违反了 X 规则。既然贷款与债券发行都不存在违法情形，Pantry Pride 亦没有违反 X 规则。

(三) 美联储 G 规则释义 207. 112——《购买用于资助公司接管的债务证券》

Revlon 案件的结果令美联储再次承压。1985 年 12 月 6 日,美联储出台 G 规则释义 207. 112——《购买用于资助公司接管的债务证券》(征求意见稿),特别指出不再区分公开发行业与私募发行,意图将类似 Revlon 案中的债券发行(即注册为公募,但门槛很高,类似私募)纳入 G 规则麾下。然而,由于释义本文给人的感觉是公募债券发行全部适用 G 规则,批评者认为,这种做法会给二级市场带来操作上的困难。通常二级市场的债券投资者并不一定能接触到债券发行的注册文件,因此难以知晓其债券资金被用于并购交易而承受保证金监管规则,导致其投资行为的法律后果难以预期。况且之前的美联储立场一直是豁免债券公开发行,这种法律立场的剧烈改变不宜 G 规则释义来做出。美联储接受了评论意见,在 1986 年 1 月 10 日正式生效的释义本文中删去了征求意见稿中的表述,称在对 G 规则进行大修前,原来的职员意见仍然适用,即公开发行的债券不适用 G 规则。^[47] 这一立场迄今尚未改变。

除了澄清公开发行债券的法律地位外,G 规则释义 207. 112 的主要内容是对“间接担保”要求如何适用于杠杆收购的解释。尽管形式上仅仅是一个技术性的释义,但它却是美国有关杠杆收购与股票融资监管之间关系问题上最重要的一个监管文件。由于该释义建立在 Mesa/Unocal、PantryPride/Revlon、GAF/Union Carbide 等并购交易的真实场景下,它对 80 年代杠杆收购中涌现的代表性融资技术(如垃圾债券、收购壳公司、母子公司共同收购等)在友好收购、敌意收购、简易合并等程序中的应用之法律后果给予了明确,从而给杠杆收购实务传递了清晰的监管政策信号。^[48]

例如,释义中描述了两种杠杆收购结构:一是 Mesa/Unocal 交易结构,即收购方设立壳公司作为收购主体,并由壳公司发行垃圾债券融

[47] 51 Fed. Reg. 1775 (Jan. 15, 1986).

[48] 12C. F. R. 207. 112 - Purchase of Debt Securities to Finance Corporate Takeovers. 随着 1998 年 G 规则全面并入 U 规则,该释义现更名为 12 C. F. R. § 221. 124。

资；二是 PantryPride/Revlon 交易结构，即收购方（实体公司）自己发行垃圾债券，同时设立的壳公司借入并购贷款，母、子公司共同收购目标公司。在前一种结构下，由于壳公司的唯一资产就是目标公司的股票，且由于目标公司的反收购策略，壳公司与目标公司的合并是相当一段时间内无法实现。因此，垃圾债券持有人只能依靠目标公司股票作为间接担保，故落入 G 规则的监管范围。相反，在后一种结构下，壳公司的并购贷款无疑构成 U 规则下的证券贷款；而实体公司发行的垃圾债券则不一定构成 G 规则下的证券贷款，因为实体企业本身的资产以及现金流可以对债券持有人提供一定的保障，不能直接推论说下属壳公司持有的目标公司股票给母公司发行的垃圾债券提供间接担保。以此类推，在壳公司负债收购的情形下，如果其母公司或者其他有实业资产或者现金流的公司为壳公司的债务提供保证，或者壳公司和目标公司之间已经达成友好收购协议，或者壳公司得到的股票数量已经足够进行简易合并，则可以认为，目标公司的资产或其他公司的资产，而非目标公司的股票，构成了杠杆收购中债务资金的间接担保。换言之，此时壳公司的负债（垃圾债券或并购贷款）无须承受 G 规则或 U 规则的约束。

六、结语

针对上市公司的杠杆收购客观上会对于证券市场股价波动产生重大影响，因此，它与股票融资监管发生交集也是一个意料中的结果。适用股票融资监管于杠杆收购，与其说是遏制杠杆收购，毋宁说是调控资本市场对杠杆的暴露程度，避免产生系统性风险。这是一个难度很高的技术活。从 1959 年的 U 规则释义 221.110(2)，到 1986 年 G 规则释义 207.112，美国围绕着杠杆收购与股票融资监管之间的关系进行了近半个世纪的探索，期间经历了第三次、第四次并购浪潮，覆盖了从并购贷款、垃圾债券到壳公司等多种杠杆融资技术。尽管杠杆收购作为公共政策话题有着浓厚的价值判断色彩，但美联储尽量把控在技术层面处理杠杆收购与股票融资监管之间的关系。正如时任美联储主席沃

尔克在发布 G 规则释义 207. 112 时所言,本质上,股票融资监管框架并非对杠杆收购进行直接规制的适宜工具;任何超过现有立法的规制行为都应当由国会而非行政机关实施。^[49]

尽管如此,股票融资监管本身内含的限制资本市场过度投机与杠杆滥用的政策导向,势必对杠杆收购产生一定的抑制,很多时候也会引起市场效率角度的批评。例如,G 规则释义 207. 112 就不仅遭遇美联储理事会上由里根总统任命的两位委员的反对票,^[50]而且司法部、联邦贸易委员会等都批评其增加了收购方的成本、不公平地对待相互竞争的收购者、降低了公司收购的市场效率,最终给收购方和目标公司的股东带来损失。^[51]不过,业界似乎并没有那么沮丧,因为美联储在 G 规则释义中给杠杆收购留下了相当大的操作空间。华尔街通过发行优先股或者其他特殊类型的股票,^[52]或使用有实质资产或者现金流的公司(如收购方的分支机构)等方式,仍然能够让杠杆收购顺畅地进行。^[53]这些调整方式通过把权益资本、非证券类资产以及实业公司更多地嵌入杠杆收购的交易结构,能够让收购融资中的杠杆强度适度降低,有助于减小杠杆收购对证券市场可能带来的冲击。从这个角度来看 G 规则释义 207. 112 对杠杆收购的调控方式,不得不佩服其匠心独具。

此外,杠杆收购作为股票融资监管的一类特殊应用场景,也反过来激发人们重思股票融资监管的目的与手段、意义与局限,从而也促进了股票融资监管本身的完善。股票融资监管是美国证券法下历史悠久的

[49] Bartlett Naylor and Nina Easton, *Fed Votes 3 - 2 to Limit Use of Junk Bonds*; Volcker *Stresses Narrowness of Anti - hostile - takeover Rule*, *American Banker*, 1986, p. 1.

[50] 该释义最终以 3: 2 表决通过,赞成者为沃尔克主席及另外两位委员。参见 Sarah Beth Pate, *Applying the Federal Reserve Board's Margin Lending Rules to Restrict the Use of Junk Bonds in Hostile Corporate Takeovers*, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 43, 1986。

[51] William W. Barker, *The Federal Reserve and Junk Bond Financing: Anomaly or Inconvenience?*, *Pacific Law Journal*, Vol. 19, 1988.

[52] 称为“boutique”或“designer” stock。此类股票以类似债权的方式运作,但仍记为权益。当并购协议达成后或收购完成后,股票可以转为债券。

[53] William W. Barker, *The Federal Reserve and Junk Bond Financing: Anomaly or Inconvenience?*, *Pacific Law Journal*, Vol. 19, 1988.

规则,客观上面临与时俱进的问题,这一点就特别有意义。对于我国来说,不论股票融资监管还是杠杆收购监管,目前都正处于规则创设的阶段。因此,观察美国在这个领域的监管实践,特别是美联储审时度势进行监管微调的操作,无疑可得采他山之石的功益。