

美国三角并购结构的变迁及启示

孙棋琳

(北京大学法学院, 北京 100871)

摘要: 美国并购市场从法定并购到三角并购的结构变迁反映了商业实践的多样化需求对既有法律规则规避的冲动。法律设定了并购的基本模式和规则框架, 但繁琐的股东投票要求和目标公司的潜在债务却大大增加了并购的成本和不确定性。实践需求催生了正向三角并购模式, 但这一模式在目标公司的主体资格延续和权利义务承担方面局限重重, 于是对其结构化改造创设了反向三角并购, 后者在既有法律框架内满足了规避股东投票要求、潜在债务隔离、主体资格延续和权利义务承担等要求。中国的并购实践虽借鉴了三角并购的形式, 但囿于法律规则的考量不同, 在细节上仍可依域外变迁的逻辑弥补自身疏漏。

关键词: 法定并购; 三角并购; 商业实践

Abstract: The evolution of mergers forms in the United States from statute mergers to triangular mergers reflects the fact that diversified demands of business practices are inclined to evade legislated rules. Statutes of corporate law lay out the fundamental formalities and framework of merger. But the requirement of a vote of the shareholders and the contingent liabilities of target in statutory mergers increase the cost and uncertainty of the transaction. The demand of averting these adversities developed the form of triangular mergers, which is not perfected at the succession of the target corporation when it is a qualified party under civil, administrative matters or anti-assignment provision. Therefore reverse triangular mergers are created. A reverse triangular merger overcomes the limitations of statutory merger and forward triangular merger. In China, there are cases of triangular mergers in practice. Although confined to the different rules in Company Law, China still needs to perfect in structural mergers by drawing upon the evolution of mergers evolved aboard.

Key words: statutory mergers, triangular mergers, commercial practice

作者简介: 孙棋琳, 北京大学法学院博士生, 加州大学伯克利分校访问学者, 研究方向: 金融法、公司法。

中图分类号: DF411.91 **文献标识码:** A

公司并购是公司成长的重要方式之一¹, 尤其在现代经济全球化的浪潮之下, 资源的跨国境整合打通了公司经营边界。在美国, 大公司的增长大多借助兼并来完成, 只有少数公司通过内部增长等其他方式实现扩张。² 并购商业活动可能涉及的领域包括公司法、合同法、会计法、税收法、反垄断法、劳动法等, 跨国收购还涉及外资和外汇法律, 因此可以称得上是“最复杂的商业交易之一”。³ 并购所欲实现的目的复杂多样, 包括扩大规模、减少竞争、实现产业互补、协同效应。近年来, 科技公司之间的并购除了为了产品或技术, 还可能为了获取目标公司的人力资本。⁴ 作为财务投资的手段, 并购还可

能被用来投资价值被低估的公司。在中国, 公司并购则可能为了获取上市公司的“壳”资源。但是, 公司法律所规定的最原始简单的合并方式已经不能满足复杂的商业实践需求⁵, 导致商人们想方设法创造新的模式, 即满足在合法框架下实现并购目的, 又达到成本收益的最佳比例。三角并购在19世纪70年代至80年代出现并迅速被广泛应用, 正反映了商业实践对法定直接并购的结构化应用。

法定并购中的股东投票要求

一、美国法定并购中的股东投票权

以法律条文的规定为依据,并购的形式包括吸收合并和新设合并⁶,这一点在中国法和美国法的语境下没有本质上的差异,这两种基本的并购形式构成了其他并购模式的基础。在法定直接并购的程序中,并购决议最终能否通过需要交由双方股东会批准,而并购结束后,被并购公司的权利义务也通常由存续公司继承。法定并购对股东决议和债权债务承担的一般强制性要求目的在于维护股东和外部债权人的利益,而这两个事项的规定却反而成为法定直接并购的局限所在。

对于公司并购这样的重大事项,一般认为属股东会特别决议事项,应当获得绝大多数股东的批准⁷,但美国法律对此的要求却十分宽松。除纽约州等极个别州要求特别多数通过外⁸,美国多数州的公司法仅仅要求并购决议只需股东会简单多数通过。如《特拉华州普通公司法》规定,并购协议经过公司有表决权的发行在外的股份过半数同意的,即可提交登记备案。⁹同样,《修订示范公司法》规定,除非公司章程或者其他文件要求更多的投票或出席的更多票数,合并计划书或者股份交换书应经有权就此计划书投票的股东的多数票通过。¹⁰

在董事会中心主义的美国,法律之所以要求并购事项需要经过股东批准的原因是,与公司自身的价值相比,并购行为所涉及的资金可能占到相当大的比例。对于并购公司而言,发起并购需要募集资金,而这笔资金可能让企业担负一笔重大债务,从而影响股东未来的收益。并且,并购结束后,以发行股份募集资金的方式会稀释现有股东的股权份额;对于被并购的公司而言,并购行为很可能导致原股东被逐出公司。

二、股东投票的豁免

实践中并非所有的并购行为都会导致上述影响,因此,法律需要在原则上创设例外。以《特拉华州普通公司法》为例,在满足特定要求的情形下,并购协议可以不经存续公司的股东会批准,这些情形包括:(1)并购没有造成公司的章程发生任何变动;(2)在并购前后,公司的流通股和库藏股性质没有发生变化;(3)公司不会为并购而发行新普通股、可转换普通股的证券或债务,或者发行不超过公司发行在外普通股的20%。¹¹

通常并购行为会导致公司章程内容的变动,而章程的变更,需要获得股东会的批准¹²,因而上述第一项规

定的目的是保护股东利益免遭董事会不当并购行为的伤害,将涉及变动章程的并购决定权交由股东会处理。而对于第二项,目的是防止公司利用流通股(outstanding share)和库藏股(treasury share)的区分,在不改变股票总额的情况下,将库藏股转为流通股并以之作为对价支付被并购方,从而避开股东投票的要求。第三项背后的立法政策考量是:对于数额不大的公司行为,一律要求经过股东会授权批准的决策成本过高。¹³现代公司的分权模式下,公司经营事项决定权被更多赋予董事会。立法者认为发行新证券的价值如果低于公司价值的20%,不会对股东的利益产生重大影响,完全可以交由董事会自行决断。包括特拉华州在内的多数州的法律,都做出了类似的规定。而为收购发行不超过现有20%的股票,也成为并购中规避股东会表决的重要标准。

此外,以并购是否会对股东产生影响以及影响的程度为依据,美国法上的短式合并(short-form merger)也豁免了股东会表决的要求。如果母公司拥有子公司90%以上的股权,那么无论母公司并购子公司还是反之,都不需要任何一方股东会表决。¹⁴另一种情况是,如果两个子公司同属于一家母公司,且母公司在两家子公司中的股权比例都在90%以上,那么这两家子公司之间的合并无需经过股东会表决。因为合并对母公司的股东几乎不产生任何影响,而子公司的股东会决议结果毫无疑问会满足特别多数通过的要求。

豁免规则虽然对并购中要求股东会决议的要求有所缓和,但是仍然是以豁免事项是否对并购公司的股东产生根本影响而确定。然而,股东投票要求可能成为并购顺利进行的阻碍。召开股东会对公司来说也是一项负担,同时股东投票的结果具有很大的不确定性,很难确保有足够多数股东能够接受并购。尤其当收购方是上市公司的情况下,股权分散在众多股东手中,理性的中小股东很难会仔细调查收购的信息并为可能存在的微小收益积极参与投票,成本和收益之见的悬殊差异导致他们选择置身事外,从而使并购事项失去了一部分中小股东的支持¹⁵,却增加了不赞成并购所占表决权的比例。此外,法定并购中,被并购公司股东可能起诉称董事违反信义义务而阻断并购交易,也可能行使回购请求权(appraisal right)造成收购现金超出原计划,增加融资负担。

正向三角并购及其局限

一、正向三角并购的交易结构

法律虽然规定了并购交易中特定条件下的投票权豁免，但是这些条件的适用具有特殊性和局限性，对市场不同需求的主体来说僵化而难以适用。更重要的是，在法定直接并购模式中，被并购公司的权利义务会一并转移至新公司。但在资产负债表列明的负债之外，被并购公司还可能存在更多的潜在债务，并购方除了在收购之初对被收购资产打一定折扣之外，并不能有效降低自己的风险。于是，为了避开股东投票，并让并购方避开被并购目标公司的潜在债务责任¹⁶，实践中发展出了三角并购(triangular mergers)的模式。

三角并购又称子公司并购(subsidiary mergers)，并购公司自身并不直接参与并购，而是由子公司和目标公司之间吸收合并，并购结束后，目标公司成为并购公司的子公司。如果子公司将目标公司吸收合并，子公司存续，就属于正向三角并购(forward triangular mergers)，反之，如果目标公司将子公司吸收合并，则为反向三角并购(reverse triangular mergers)。

在正向三角并购中，通常并购公司为了实现并购而专门设立一家新的全资子公司，这家子公司没有实体业务，只承担并购催化剂的作用。母公司将其股票或现金注入子公司作为子公司的资产，由子公司吸收合并目标公司。并购经双方股东会批准同意后，目标公司将其资产负债估值作价后转如子公司，作为并购的对价，子公司将收购母公司注入其中的母公司的股票或现金，转移给目标公司的股东。¹⁷合并的结果是子公司存续，目标公司整体并入子公司，主体资格消灭。正向三角并购的交易结构如图1所示。

需要说明的是，母公司注入子公司的资产——也即用以支付目标公司股东的对价的形式可以是股票或现金，但现代实践中常常使用二者的组合。¹⁸使用现金

最大的优势是使交易变得简单快捷，在不考虑股票溢价收益的情况下，现金的强流动性更能吸引目标公司股东。而使用股票支付最重要的原因是减轻税收负担。根据美国国内税收法的规定，用股票支付收购对价的方式，可以获得税收减免。¹⁹对于目标公司的股东而言，出售自己的股票而换取收购公司的股票作为对价，无需为所收到的股票支付所得税，只有在将股票卖出时才需要纳税。而除了股票之外的对价支付方式，如现金或债券，都会使目标公司的股东承担纳税义务。因而与现金支付方式相比，股票支付就获得了递延纳税的收益。²⁰此外，从会计角度，以现金支付可能需要动用企业的自有现金流，会占用企业的营运资金。换股的方式不挤占企业营运资金，缓解财务压力，保证资产负债表和现金流量表的良好表现。同样，如果收购公司通过发行其他证券募集现金用以收购，对企业来说将形成一笔新的债务。²¹

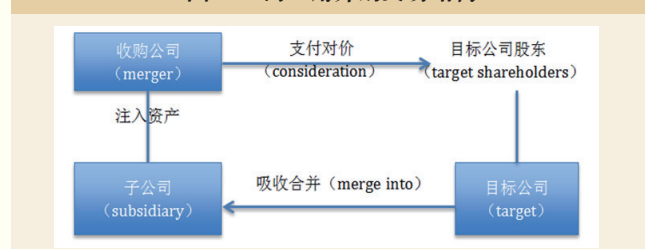
二、正向三角并购对法定并购的改进

三角并购的典型优势就是避开了收购方公司股东的投票权和异议股东的回购请求权，因为法律将这项权力赋予了直接参与合并的主体。²²收购公司增发的用以收购的股票价值，至少与目标公司的价值相当，这个价值很可能触发发行股票不超过收购公司资产20%的界限。²³

在三角合并中，收购公司由于不是吸收合并的直接主体因而可以免于通过股东会决议。²⁴因为，即使收购公司增发超过20%的股票注入子公司，其前提条件也不是以收购为目的，而是成立子公司，除非章程另有规定，不需要股东会决策批准。而另一个涉及三角收购存在价值的问题是，如果目标公司的收购价值低于收购公司20%的股票价值，就没有必要设立子公司进行并购。此时，在不考虑债权债务的承担、主体资格的延续和税收、融资等问题时，收购公司也可以直接与目标公司并购。现实中这种不对等并购当然存在，不过三角并购的实施除了规模对等的公司之间用于并购之外，还要考虑税收负担、权利义务承担和主体资格延续等问题。

三角并购另一个优点在于对目标公司的现有和潜在债务的隔离效应——将并购公司的资产隔离在目标公司的债权人的请求范围之外。²⁵在法定的吸收合并中，收购公司直接与目标公司合并，其所有的权利和义务均由存续的收购公司承担，其中也包含潜在债务，收购公司

图1 正向三角并购交易结构



并不能确定这笔债务的大小²⁶，必须以自己的所有财产对这些债务承担责任。而在三角并购中，与目标公司实施合并的是收购公司的子公司，因而子公司承担了在法定吸收合并中收购公司的责任，对目标公司的债务以其所有的财产承担责任，而其所有财产仅是母公司的一部分。并购结束后，母公司和子公司的主体人格相互独立，母公司仅以其出资为限对子公司的所有债务承担有限责任，从而规避了以母公司所有财产担保目标公司债务的可能，实现了债务的隔离。

三、正向三角并购的局限

尽管正向三角并购可以避免收购公司的股东会投票，也可以将并购公司的资产隔离在目标公司的债务之外，但是，在这个结构中，最终目标公司的主体资格消灭，导致目标公司的一些特殊利益因主体资格的消灭而引发一些繁琐的法律问题。

首先，如果目标公司所在行业属于政府特许准入的行业²⁷，如银行，信托，保险等行业，目标公司本身的价值可能并不重要，收购方更看重的是其特许经营的牌照。那么在一般并购和正向三角合并的情况下，目标公司的主体资格消灭，其特许执照也将被注销。

其次，目标公司的知识产权转让限制。如果目标公司仅仅拥有某项知识产权的使用权，无论其是否有偿使用，在并购时是否可以由并购后存续公司继续按照合同约定使用尚不确定。尽管主流观点认为公司的知识产权——无论是自主产权的还是被授权使用的，应当随着并购一并转移给存续公司²⁸，但却有判例的结论与此相左，增加了三角并购中权利义务的不确定性。²⁹

此外，目标公司与第三方签订的合同中可能约定了合同的权利义务不得转让的条款(non-assignment contract clause)。商业合同中常包含这种未经合同相对方同意禁止转让的条款，其目的在于防止合同主体不认可的其他主体强行代替另一方承接合同权利义务。这一条款的存在要求并购获得合同相对方的同意，而这可能延迟甚至阻碍并购的进行，因为合并导致目标公司消灭，存续公司要继承其所有权利和义务，第三方可能以此为要挟要求并购方支付其一定的价金作为对不可转让条款违背的补偿。³⁰规避这一约定的做法是通过股权的收购来控制目标公司，这样就保留了目标公司的主体资格。但合同

相对方又可以在合同中约定不得转移合同的权利义务同样适用于控制权转移的情况，这样就达到了防止合同主体实质变更的目的，因而正向三角并购在涉及禁止转让权利义务条款的情况下存在局限。

另外，目标公司主体资格的消灭还会引发这样几个问题：一是如果目标公司市场声誉较好，正向三角并购就消弭了其品牌价值，二是原目标公司的员工安置，无论是重新签订劳动合同还是精简裁员都涉及一系列繁琐的劳动法问题，这些问题虽不是并购完成的实质障碍，但却也是法定直接并购和正向三角并购要花费时间和资金妥善处理的问题。

反向三角并购的结构与机理

一、反三角并购的交易结构

与正向三角并购一样，反向三角并购也是对法定并购的结构化应用，二者只在存续主体上存在差别。在反三角并购中，母公司设立并购子公司，目标公司吸收合并子公司，目标公司存续并成为并购母公司的子公司。通常，反三角合并的最终结果是获取目标公司100%的股权，使之成为并购公司的全资子公司。如果仍保留一部分目标公司的股票归原股东持有，将对并购双方的股东造成不必要的后患。对于并购母公司而言，持有子公司少于100%的股权意味着他们可能要面对小股东的诉讼，尤其是在母子公司之间的交易中。对于目标公司的股东，他们可能并不愿意成为被合并后公司的股东，因为其股票一般不适销³¹，他们更愿意接受现金，或者在公开市场上可以交易的母公司的股票。

反三角并购的流程与正向三角并购相似。首先，并购母公司设立全资子公司，再将相当于目标公司资产的母公司股票注入子公司。³²其次，由子公司与目标公司实施吸收合并。双方公司的董事会达成并购协议，交由双方的股东会批准。子公司的股东即为母公司，代表母公司的又是母公司的董事会，这个唯一的股东当然会批准并购协议。而目标公司的股东会只需要经过50%以上股份表决即可通过。第三，与正向三角并购相反，双方股东会批准并购后，子公司并入目标公司，子公司的主体资格消灭。此时，并购的目的并未实现，目标公司不会自然而然成为母公司的子公司，而这也是正向三角并

购和反向三角并购的区别所在。

按照一般逻辑，目标公司吸收合并了子公司，获得了子公司的资产，就需要对子公司的原股东——母公司支付交易的对应价，这个对应价可以是现金，也可以是目标公司自己发行的股票。以并购的目的而言，自然不会支付现金，最终目的要将目标公司的股权转归收购母公司控制。根据并购协议约定，母公司将把它在子公司的股票换成目标公司的股票，目标公司股东的股票则将换成母公司的股票，这一步所执行的实质是收购母公司与目标公司股东之间的换股。³³换股可以执行的一个重要前提是，子公司的价值和目标公司的价值相当，或者前者的价值多于后者。³⁴因为，在目标公司将子公司吸收合并之后，它需要为这笔交易向子公司的股东支付对价，选择以股票支付，则股票的价值要相当于子公司的价值。在不增发新股的前提下，就必须将目标公司所有的股票交付给子公司的原股东，只有这样才满足价值对等的要求。而为了实现并购目的，并购协议当然会约定这样的换股条件，而不是增发股票。最终，目标公司的股东手中所拥有的，就是吸收合并来的子公司的资产——收购母公司注入子公司的股票，母公司作为子公司的股东，将收到目标公司的股票作为对价，实现对目标公司的控股。

一个需要说明的问题是，并购协议通过之后对双方都有约束力，多数决原则决定了只要经过股东会超过50%表决权同意，公司就必须执行，虽然可能存在个别股东期待受损的情况，但小股东可以通过异议股东的回购请求权(appraisal right)³⁵，要求法院评估并购价格是否适当。

并购协议中约定的换股措施，在原理上解释了目标公司为何在吸收合并子公司后成为并购母公司的子公司，而在实践中，并不会真的实施换股的步骤，因为这在法律层面就可以完成。在子公司和目标公司的股东批准并购协议之后，向公司注册管理机关提交并购申

请表格，其中表明并购子公司消灭，目标公司存续，则子公司的股票将被注销，子公司的股东有权获得存续公司股票，原目标公司股东将有权获得存续公司支付给其的相应对价，注册机关只需将目标公司的注册证书中的股东更换为并购母公司即可。

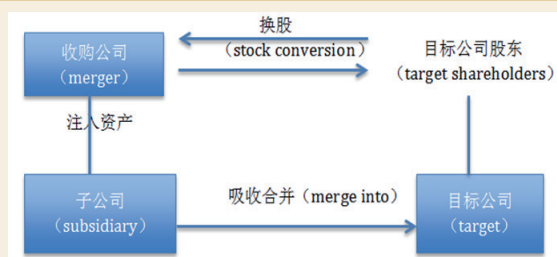
二、反向三角并购的原理与优势

反向三角并购的结果是：并购子公司消失，目标公司的股东成为并购公司的股东，而并购公司成为目标公司的唯一或控股股东，目标公司主体资格的存续使得在法定并购和正向三角合并中所面临的被并购公司主体资格延续问题得以解决。因为不会造成目标公司除股权变动以外的其他变更，自1971年以来，反三角并购被认为是避免第三方对合同权利义务转让限制条款的最佳交易结构。³⁶尽管这一认识被业界广泛接受并应用，但却并未有实际案例予以确认，直至2013年特拉华州衡平法院的判例才正式予以肯定。³⁷

从表面上看，反三角并购同股权收购所达到效果完全一样³⁸，但后者的局限在于：并不能保证获得目标公司所有的股权。同样，之所以不直接实施以股换股的收购方式，却要叠床架屋地设立一个子公司实施并购，原因在于以股换股的收购方式属于股东行为，交易对手方是目标公司的全体股东，收购方不能保证目标公司所有的股东都接受收购价格。如果有股东企图抬高股票收购价格，将增加并购的不确定性，无法实现股权100%并购，甚至可能无法达到控股的程度。而在反三角并购中，只要经过目标公司股东会超过50%表决权通过，并购就对所有股东产生效力，即使有个别股东行使回购请求权，也并不能阻止交易的进行。³⁹但在有些州，以股换股的并购方式属于公司行为，需要经过董事会和股东大会的批准⁴⁰，直接由母公司的董事会和目标公司的董事会达成换股并购协议，再经双方股东会同意，就可以避免与小股东直接交易，迫使少数股东服从多数股东的决议。但这样做却又可能触发法定并购所面临的母公司股东会投票要求，同样会增加交易的不确定性。

因此，在法定并购和正向三角并购中面临的一些局限，诸如：并购需要经过股东会投票、承担目标公司的潜在债务、目标公司主体资格的延续等⁴¹，在反三角并购中都得到了解决。此外，如果目标公司存在税务损失(net operating loss)，这项税收损失被视为一项财产，可以用来

图2 反向三角并购交易结构



抵扣收购公司未来若干年应交税金的税基。但如果公司被吸收合并,这项税收后抵的优惠则将失去适用的前提。⁴²

一项针对2001~2011年间并购交易的经验研究表明,反三角并购在美国的并购市场中占据绝对主流的地位。⁴³然而,尽管反三角并购有着以上诸多优势并被广泛使用,但特定情形下,交易者还是会选择正向三角并购。例如,当目标公司的市场声誉较差时,并购方就倾向于采用正向三角并购,将目标公司吸收入子公司,终止其主体资格。另外,正向三角并购比反三角并购更受欢迎的场合是在涉及税收问题时,税收考量的不同也是二者重要的区别。按照税收法的一般原则,无论在何种形式的并购中,现金部分的对价都被视为应税收入。⁴⁴正向三角并购中,收购方可以用股票支付50%的对价,这部分可以享受免税待遇⁴⁵,目标公司的股东不必为此缴税。⁴⁶而在反三角并购中,以股票支付对价时,只有20%的部分可享受免税待遇。⁴⁷这就意味着,如果并购方有超过20%的对价以股票支付,并希望享受较多的免税待遇,正向三角并购就是更优选择。⁴⁸

三角并购在中国应用的法律考量

围绕并购公司股东的投票批准权、目标公司的债务隔离、目标公司的主体资格延续和对第三人权利义务的承担等问题,美国并购市场经历了从法定并购到三角并购的演化。这说明商业创新与法律规则可以实现良性互动,结构化的工具可以在规则的限度内实现特定的商业目的。在中国的并购市场,尽管实践中存在利用三角并购的形式,但由于受到不同法律因素的影响,交易的目的、结构等细节与美国法上的并购存在较大差异。

一、中国市场三角并购应用实践

对于三角并购,中国《公司法》和税收法律都没有设置具体的规则。而根据现行的法律规则,公司并未被禁止交叉持股,公司并购可以以自己的股权支付并购对价,也可以以其母公司的股份作为支付对价,这就为实践中实施以母公司资产为支付对价的三角并购提供了适用空间。而现实中,也存在三角并购的实例,如新长江集团并购华联商城、国海证券借壳ST集琦、中华煤气收购百江燃气、艾派克收购美国利盟公司(Lexmark)等收购案例中,交易结构都采用了三角并购模式,但除去跨境

并购外,本土企业之间的三角并购交易的细节因为考量因素的不同而与美国法上的三角并购有所不同。

严格来说,中国企业实施的与美国三角并购结构操作相同的并购交易大多有跨境因素,多数情况下为内地企业以三角并购方式跨境收购外资,使外资成为境内公司的子公司。而中国本土公司之间实施的三角并购最突出的特点在于并购目的为借壳上市,中美实践中对三角并购的应用,最大的差异也在于此。美国法上的并购考量因素更多的是整合资源、扩大经营规模,在中国,由于注册制的规定,上市公司资格是有限且稀缺的“壳”资源,因而三角并购的应用场景更多存在于借壳上市,以反三角收购保留目标公司的主体资格是为了利用其上市公司的外壳,从而为并购母公司提供上市融资的渠道,这已经超出了传统市场中并购的意义。

新长江集团收购华联商城是典型的本土企业之间对三角并购的使用,其中收购方为新长江集团,其全资子公司为新长江网络,而被并购方为华联商城。从收购动因看,收购方和被收购方各取所需,对于华联商城而言,作为连年亏损的上市公司,为保住其配股资格,必须提升其净资产收益率。证监会要求的配股条件为连续三年净资产收益率平均不低于10%,而华联商城1997年和1998年的净资产收益率分别为10.06%和6.27%,因而1999年其目标收益率必须不低于13.67%,此时它需要通过收购一家有高收益率的公司来快速提升收益,进而保住配股资格。对于并购方而言,新长江集团则为了买壳上市,打开股权市场融资渠道获得更大的发展空间。收购的具体步骤为:华联商城的股东大会通过决议以1.6亿元收购新长江网络100%的股权,收购对价支付给新长江网络的股东新长江集团,完成目标公司对子公司的吸收合并,实现子公司资产装入上市壳公司;随后,新长江集团以现金方式收购华联商城21.86%的股权,成为华联商城的第一大股东,以达到控股华联的目的,同时保持对新长江网络的控股。这样的交易结构即保留了目标公司华联商城的上市资格,又实现了新长江的控股地位。

而事实上,在中国的并购实践中,无论借壳上市交易结构呈现出怎样的外观,其在背后都存在三角并购的影子。因为欲上市的企业往往将其主要资产装入子公司,再由子公司与作为壳公司的目标公司实施反向合并,由目标

公司吸收合并子公司，从而实现上市的目的。但由于子公司并非专为并购而设立，而往往是既存的经营实体，交易所支付的对价也并不完全是并购母公司的股票，也可能包含子公司作为经营实体自身的价值，因而就淡化了母公司在并购中的影响，在外界看来，常常是子公司与壳公司之间实施的吸收合并，并没有呈现典型的三角并购的结构，国海证券借壳ST集琦上市即为例证。

借壳上市成为注册制下的重要的上市方式，而三角并购，尤其是反向三角并购能够在法律框架下实现这一目的，并且与IPO相比时间更短、成本更低、确定性更强。因而，从实现借壳上市的目的上看，三角并购的优势恰恰贴合了中国并购市场的现实需求，既可以实现并购主体之间的债务隔离，又保留了目标公司的上市主体资格。当然，借壳上市只是利用到了三角并购中延续被并购目标公司主体资格的一项优势，而三角并购的价值也并不限于借壳上市的便利，随着中国资本市场的开放和交易的需求多样化，三角并购的特殊结构会满足更多交易的特殊需求，将会有更多的应用场景。

二、中国实施三角并购的法律障碍

尽管三角并购比传统并购更能满足特殊交易的多样化需求，但其在中国并未成为市场广泛采用的并购方式，并且，与美国的并购实例相比，不仅交易形式不完全相同，交易细节也存在差异。重要原因是由于在中国《公司法》下实施的三角并购，绕不开法定资本制下的股东会投票，在程序上还要求对债权人实施特别保护，这些限制性条款的存在部分地消解了三角并购的灵活性和便捷性。

1. 法定资本制下的董事会决策权

在股东会中心主义的中国《公司法》下，董事会的权限基本框定在执行股东会决议的范围内，很少有自主决定权。⁴⁹三角并购的首要步骤是设立用于收购的子公司，由子公司与目标公司实施吸收合并，这样做的一个重要原因是避开股东会表决。而在中国《公司法》中并没有明确设立子公司是股东会的特别决议事项或者一般决议事项。但是，在将收购所用资产——股票、现金、债券或其组合——注入子公司时，几乎不存在规避股东会批准的空间。根据《公司法》第37条规定，增加或减少注册资本、发行债券、修改公司章程等事项属于股东会的权限，而第43条又规定，修改公司章程、增加或者减少注册资本、公司合

并、分立、解散或者变更公司形式等属于公司的重大事项，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。对上市公司而言，除了遵守103条关于合并、分立等重大事项须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过的规定外，第121条将公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十的事项也列为股东会特别决议事项。因此，设立子公司并向其注资用于收购目标公司，往往绕不开股东会的表决批准，在收购公司与目标公司规模相当的情况下，还要经过股东会的特别表决批准。

若以股票为对价，发行新股就意味着增加公司注册资本，因为在法定资本制之下，董事会没有发行新股的权利，每发行一股新股都需要经过股东会的批准。然而，在不改变股本总额的情况下，回购制度和库藏股制度可以避免新股的发行。美国多数州对公司回购自己的股票并不限制，只有当回购行为导致公司丧失清偿能力时才予以禁止。⁵⁰而中国《公司法》原则上禁止回购，仅在特定情形下才予准许。第142条规定，在减资、与持有本公司股份的其他公司合并、将股份奖励给本公司职工，以及对公司的合并、分立持异议的股东请求回购时，公司才能收购自己的股票，因而不存在利用回购来的股票用于支付收购对价的权利。库藏股(treasury stock)是公司已发行而未流通在外的股份，同样可以在不增加股本的情况下，用于支付对价，但在法定资本制之下并不存在库藏股的概念，公司回购的股票不仅有特定用途，而且还需遵守法律规定的使用期限。因而，在中国，发行新股就必然意味着增加公司股本，导致注册资本的增加。无论适用发行新股条款，还是适用改变注册资本条款，都会触发股东会投票批准的要求。

在这个规则框架下，检视新长江收购华联商城的案例可以看到，收购母公司新长江集团并没有新设子公司，也未定向增发股票用于收购。参与合并的子公司是新长江集团已有的全资子公司新长江网络，后者是有经营业务的实体，早在并购之前就已经存在。华联商城将新长江网络吸收合并之后，支付给新长江集团一笔现金对价，后者用这笔现金对价购买了华联的21.86%的股票而达致控股目的，并未使用并购母公司的股票，交易类似于以资产换股权的并购。

对于目标公司而言，无论是正向还是反向三角并购，

其都是并购的直接参与公司，不可避免地要经过股东会表决批准，且需要经过三分之二表决权以上通过。同样，在异议股东的利益保护方面，《公司法》第74条规定了异议股东的回购请求权，如果异议股东无法与公司在回购价格上达成一致，可以在股东会通过并购决议之日起90天内向法院起诉，由法院裁判回购的合理价格。同样，对股份公司而言，第142条规定股份公司的股东对公司合并、分立持异议的，可以请求公司收购其股份。

2. 合并中的债权人保护程序要求

并购要考虑的一个重要主体是债权人，尤其是三角并购中目标公司的债权人。目标公司直接参与合并，合并的结果对并购各方有着重大影响，这种影响无法在短期内判断是积极的还是消极的，会波及债权人的利益。在美国法的实践中，除非有禁止未经同意的权利义务转让或实质转让条款，并购无须征得债权人的同意。对债权人的保护主要通过债务契约、估值技术和欺诈性转移等制度实现，这些制度都已经超越了法定资本制度僵化单一的保护措施。

公司债权人的立场首要关注的是公司现金流和资产稳定，并防止公司资产减少。以此为基础，以保障债权人作为己任的法定资本制对举债、分配及可能引起公司财产变动的行为进行了一系列规制，中国《公司法》对合并分立中债权人的保护是这一规则的延伸。第174条规定合并各方的债权、债务由合并后的存续公司或新设立的公司继承，第173条规定，公司合并应当自作出合并决议之日起10日内通知债权人，并于30日内在报纸上公告。债权人可以要求公司清偿债务或者提供相应的担保。很显然，立法者预先假设这种合并变动会对债权人造成消极的影响，因而要求合并应当及时通知债权人，并赋予债权人要求提前清偿的权利。这所带来的问题是：一方面，债权人如果都要求提前清偿债务，收购方将承担计划外的资金压力，尤其当目标公司负债较多时，将迫使收购方不得不重新考量收购的价值和融资成本，而即使债权人仅要求提供担保，收购方也不得不为此提供担保。另一方面，在程序上，并购的期限无疑需要在并购协议达成后经历45天，以等待债权人的回应。但这个期限是否会产生实体上的法律效力，即如果并购方未遵守这个期限而径行实施合并，债权人是否可以据此请求法院判定合并无效，法律并未明确。因此，《公司法》中债权人程序保护条款的存在，实际上是为结

构化的三角并购添加了一项程序上的等待期。

三、三角并购本土化的特殊考量

尽管在中国实施三角并购存在上述法律障碍，但在降低交易成本、提高交易效率等方面三角并购仍是一项有效的并购模式，依然可以实现债务隔离效应，防止收购公司承担目标公司的潜在债务，延续目标公司的主体资格和对第三人权利义务的承担等优势。

但同时也应当注意，由于中国资本市场的结构和法律背景不同于美国，实施三角并购可能引发特殊问题。美国公司股权分散程度较高，公司的所有权和经营权的分离程度也很高。这种市场结构决定了利用三角并购可以大大减少召开股东会所产生的巨大费用，而完善的股东保护措施，如异议股东回购请求权、股东集体诉讼、董事和大股东的信义义务等则能够较好地平衡小股东利益保护。但在中国甚至在整个东亚地区，公司的大股东控制现象十分突出，股东常兼任公司董事，或者在董事人选上有较大的影响力，因而所有权与经营权合一的现象相对突出。在这样市场结构下，即使在《公司法》的障碍消除后可以发挥三角并购的传统优势，但也需认识到，由于中国《公司法》中以异议股东回购请求权为代表的小股东保护措施的不完善，三角并购很有可能被大股东甚至董事会用来侵害中小股东的利益，成为压榨中小股东的便利途径，因而，在实施三角并购的实践中，立法还应当考量配套中小股东利益保护的规则。

虽然中国《公司法》第74条和第142条分别规定有限公司和股份公司的股东对公司决议异议时有权请求公司回购自身的股份，但对于如何确定回购的公平价格以及异议股东实现救济的程序并未做详细规定。也正由于异议股东退出权的不完善，中国的三角并购最终呈现出的不是实现对目标公司100%的控股，而往往只是实现成为控股大股东的目的，因为通常控股股东足以影响或决定目标公司的经营决策，而不必担心在美国法下中小股东的异议回购请求权或其他维护自身权益的多种方式对公司决策的影响。⁵¹

因此，在追求市场并购多样化和效率性的价值目标之下，打破三角并购在中国本土实施的法律障碍的同时，还应当做好配套规则的建设，保障中小股东的利益免受侵害。除了完善中小股东的异议回购请求权外，另一个重要的保障措施便是规范控股股东的信义义务，扩

大其适用范围。而三角并购的便捷性体现在可以避开股东投票表决的要求,因此无论是目标公司与子公司之间的合并还是母公司与目标公司之间的交易,都存在侵害小股东利益的空间,因而保障大股东对小股东的诚信、谨慎交易的义务也有适用空间。

结论

在公司并购领域,以多变的交易结构而避开法律规则限制的现象十分突出。各种收购方式及其变形的单独或者组合使用,远远超出了法律基本规则所设定的基本框架。以交易结构规避法律限制的冲动一方面表现了法律规则的滞后性,另一方面又表现出复杂的商业现实需求灵活多变。由于新兴交易方式或现象突破了原有法律规则的框架,法律才不得不变更予以回应,但灵活的实

践又总能在新规则上寻找到突破口,因此,法律规则在应对商业实践中往往显得捉襟见肘。

域外制度创新和交易实践,尤其是公司金融领域领先的美国,为并购市场的规则和创新树立了参照,也为我国的资本市场的创新和规制提供了比较的文本。三角并购的出现有其特定的原因,即传统的并购模式不能满足特定交易的需求。通过法定并购与三角并购模式的比较,我们才能更清楚地认识三角并购这种叠床架屋式的并购所具有的优势和特点,而这也是商业实践创设三角并购所欲实现的目的。在现有法律框架下,中国的结构化收购可能要面临更多的问题。在并购市场愈发活跃的中国,三角并购的应用场景也许会随着法律规则和市场实践博弈的变化而变化,但其内在的演化逻辑却会给未来的收购方式提供考量的范本。 ■

注释

1. 中国法律语境下的兼并、收购、合并和重组与美国法律所称的merger、acquisition、consolidation和reorganization并不是完全一一对应的,merger更准确的对应是吸收合并,而新设合并则对应consolidation。本文在没有特殊说明的情况下,统一使用并购这一称谓。

2. George J. Stigler, Monopoly and Oligopoly by Merger [J]. American Economic Review, 1950 (40): 23.

3. William T. Allen, Reinier H. Kraakman, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization [M], Aspen Publishers 2003: 423.

4. Claire Hill, Brian JM Quinn, Steven Davidoff Solomon, Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice [M]. West Academic Publishing 2016: 15.

5. 中国《公司法》第172条规定了吸收合并和新设合并。而在美国,法律规定的并购方式被称为statutory merger(法定合并)。以特拉华公司法为例,第251(a)条规定了基本的并购方式,即吸收合并和新设合并,第251(h)又描述了短式合并(short form merger),即同属于一家母公司的子公司之间的合并。

6. See Del. Gen. Corp. Law § 251(a); see also M.B.C.A.e11.02(a).

7. 如《欧盟第3号公司指令》要求以出席股东会所持表决权的2/3作为标准。

8. See N. Y. Bus. Corp. Law § 903(a)(2).

9. See Del. Gen. Corp. Law § 251(c).

10. See M.B.C.A. § 11.04(e).

11. See Del. Gen. Corp. Law § 251(f).

12. See Del. Gen. Corp. Law § 242.

13. Reinier H. Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach [M], Oxford Press 2004: 133.

14. See, M.B.C.A.e11.05, see also Del. Gen. Corp. Law § 253.

15. 股东不参与投票还有可能是出于搭便车的目的,即让其他股东表决,如果事后有收益可以坐享其成。

16. 此外,另一个常常被讨论的因素是并购公司的股东异议回购请求权(appraisal right),关于这一点更详细的介绍请参见Kimble C. Cannon, Patrick J. Tangney, Protection of Minority Shareholder Rights under Delaware Law: Reinforcing Shareholders as Residual Claimants and Maximizing Long-term Share Value by Restricting Directorial Discretion [J]. Columbia Business Law Review, 1995, (1995): 759-763.

17. 实践中,出于成本考虑,母公司并不会将新发行的股票或现金转入子公司,因而子公司的资产实际只存在账面价值,待并购

协议生效后,直接由母公司向目标公司的股东交割股票或支付现金。

18. 并购支付方式的经验研究表明,20世纪80年代的并购中全现金支付的占45%,全股票支付的为33%,90年代全股票支付的占58%,全现金支付的仅为27%。参见Gregor Andrade, Mark Mitchell, and Erik Stafford, New Evidence and Perspectives on Mergers [J], Journal of Economic Perspectives, 2001, (15) Number 2 (Spring): 106, table 1。而在2003年到2007年间,使用股票和现金混合方式支付的比例超过了40%,参见George Alexandridis, Christos F. Mavrovitis, and Nickolaos G. Travlos, How Have M&As Changed? Evidence From the Sixth Merger Wave [J], The European Journal of Finance, 2012, (18): 667-668, table 1.

19. U.S. Internal Revenue Codenance, 2012(D).

20. (美)帕特里克·美)高根. 兼并、收购和公司重组(第4版)[M]. 顾苏秦、李朝晖(译). 北京: 中国人民大学出版社, 2010: 605-606.

21. 当然,并购并不是一定要采取股票支付方式,实践中更多会组合使用支付方式。关于支付方式的实证研究,可参见Carleton, W.T., D. K. Guilkey, R. S. Harris, J. F. Stewart, An Empirical Analysis of The Role of The Medium of Exchange in Mergers [J]. The Journal of Finance, 1983, (38): 813-826.

22. Kimble C. Cannon, Patrick J. Tangney, Protection of Minority Shareholder Rights under Delaware Law: Reinforcing Shareholders as Residual Claimants and Maximizing Long-term Share Value by Restricting Directorial Discretion [J]. Columbia Business Law Review, 1995, (1995): 759.

23. See Del. Gen. Corp. Law § 251(f).

24. Claire Hill, Brian JM Quinn, Steven Davidoff Solomon, Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice [M]. West Academic Publishing 2016: 41-42.

25. Dale A. Oesterle, The Law of Mergers and Acquisition (4th ed.)[M]. West Academic Publishing 2012: 64-65.

26. 例如,美国的环境法律责任可能巨大而广泛,不仅适用于造成环境污染的主体,还可能要求后续的财产承接人承担责任,如一家公司并购了另一个公司,在原目标公司的土地上建造房屋,如果这块土地下面是有毒废物,那么并购公司就要承担污染的环境责任。See Edwin L. Miller, Jr. Mergers and Acquisitions: A Step-By-Step Legal Practical Guide [M]. Wiley 2008: 87.

27. 在美国,法律对公司的经营范围没有太多限制,属于法无限制即可为的事项,因此多数州并不要求在公司注册证书上写明经营

范围，如加州和特拉华州。但公司具体从事的业务如果涉及政府特准准入的，则要取得相应牌照。See Del. Gen. Corp. Law § 101(b).

28. Jessica L. Braeger, Anti-assignment Clauses, Mergers, and the Myth about Federal Preemption of Application of State Contract Law to Patent License Agreements [J]. Drake Law Review, 2002, (50): 639-641.

29. PPG Indus., Inc. v. Guardian Indus. Corp., 597 F.2d 1090, 1094 (6th Cir. 1979).

30. Shannon D. Kung, The Reverse Triangular Merger Loophole and Enforcing Anti-Assignment Clauses [J]. Northwest University Law Review, 2009, (103): 1043.

31. Franklin A. Gevurtz, Corporation Law (2nd ed.)[M]. West Publisher 2010: 690.

32. 这里仅以股票为例，如果母公司希望以现金支付最终的交易对价，原理和股票一样。此外，与正向三角合并中一样，这里的股票通常是并购母公司新发行的普通流通股股票。

33. (美)罗伯特·克拉克. 公司法[M]. 胡平等译. 北京：中国工商出版社，1999：347.

34. 为获得目标公司100%的股权，并购母公司所要支付的对价——其自身的股票价值应当不少于目标公司的所有股票的价值，多出的部分属于溢价，溢价越多对目标公司的股东越具有吸引力，并购的目的越容易实现。当然不排除有只为了获取控制权而只获取部分股票——如50%股份情况的存在。

35. See. Del. Gen. Corp. Law § 262.

36. Shannon D. Kung, The Reverse Triangular Merger Loophole and Enforcing Anti-Assignment Clauses [J]. Northwest University Law Review, 2009, (103): 1042

37. Meso Scale Diagnostics, LLC v. Roche Diagnostics GmbH, C.A. No. 5589-VCP, 2013 WL 911118 (Del. Ch. Feb. 22, 2013, revised Mar. 8, 2013). See also Eric, Roy, John, and Lee, Delaware Chancery Court Rules That A Reverse Triangular Merger Does Not Effect An Assignment of Rights of the Surviving Corporation [J]. Pratt's Journal of Bankruptcy Law, 2013, (7): 368-375.

38. 但如果目标公司与第三方签订的合同中约定：合同权利义务禁止转让条款同样适用于公司控制权实质性变更的情形，那么股

权收购就面临需要取得合同相对方同意的困境，而反三角并购却恰好避免了这一点。See Edwin L. Miller, Jr. Mergers and Acquisitions: A Step-By-Step Legal Practical Guide [M]. Wiley 2008: 20.

39. 早期的特拉华法院曾经因股东的异议回购请求权而阻止并购交易的进行，但异议回购权的发展后来有所改变，法院在收到异议股东的起诉时，会评估交易对价的公正性，并给出法院认为的合理价格，但并不会因此推翻交易。

40. (美)罗伯特·克拉克. 公司法[M]. 胡平等译. 北京：中国工商出版社，1999：348.

41. Franklin A. Gevurtz, Corporation Law (2nd ed.)[M]. West Publisher 2010: 689-690.

42. See U.S. Internal Revenue Code § 381(b)(3).

43. 统计显示，反三角并购的比例占65%，正向三角并购和法定直接并购所占比例均为16%。See Robert Anderson, Jeffrey Manns, The Delaware Delusion[J]. North Carolina Law Review, 2015, (93): 1075.

44. Stephanie Hoffer, Dale A. Oesterle, Tax-free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers [J]. Northwest University Law Review, 2014, (108): 1106.

45. 在全部以现金支付对价的场合，正向三角合并的结构很少被使用，因为它被视为同资产交易一样，会被双重征税。See Edwin L. Miller, Jr. Mergers and Acquisitions: A Step-By-Step Legal Practical Guide [M]. Wiley 2008: 84-85.

46. See U.S. Internal Revenue Code § 368(a)(2)(D).

47. See U.S. Internal Revenue Code § 368(a)(2)(E).

48. Claire Hill, Brian JM Quinn, Steven Davidoff Solomon, Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice [M]. West Academic Publishing 2016: 57.

49. 参见《公司法》第46条。

50. See Del. Gen. Corp. Lawuinn, Steven Davidoff Solomon, Mergers and Acq; M.B.C.A.e6.04.

51. 在美国实践中，最常被小股东用来维护自身权益的方式是诉称董事或控股股东违反信义义务(fiduciary duty)，各州公司法都确立了信义义务。在特拉华州，在涉及利益冲突的交易中，大股东还要对小股东承担信义义务。

(上接第68页)

注释

1. 周小川. 守住不发生系统性金融风险的底线.《人民日报》，2017年11月22日06版。

2. 其他全球系统重要性保险机构还有：荷兰全球人寿保险集

团、德国安联保险公司、美国国际集团、英国英杰华集团、法国安盛保险集团、美国大都会保险集团、美国保德信金融公司以及英国保诚集团。

参考文献：

[1] Alessandri P, S. Masciantonio and A. Zaghini, Tracking Banks' Systemic Importance Before and After the Crisis[J]. International Finance, 2015, 18(2): 157-186.

[2] Banulescu G, E. Dumitrescu, Which are the SIFIs? A Component Expected Shortfall approach to systemic risk[J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 50: 575-588.

[3] BCBS. Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer[R]. 2010.

[4] BIS.Global Systemically Important Banks: Updated Assessment Methodology and the Higher Loss Absorbency Requirement [R]. 2013.

[5] Borio C, Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? [R] BIS Working Paper, No.128, 2003.

[6] Borio C, Drehmann, Assessing the risk of banking crises-revisited[R].BIS Quarterly Review, March, 2009.

[7] Clement P, The term "macroprudential": origins and evolution[R]. BIS Quarterly Review, 2005.

[8] Crockett A, Marrying the macro-and microprudential dimensions of financial stability[R]. BIS Working Paper, No. 1, 2000.

[9] FSB, Macroprudential policy tools and frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors[R]. 2011.

[10] IMF, Detecting System Risk, Global Financial Stability Report[R]. 2009.

[11] IMF-FSB-BIS, Elements of Effective Macroprudential Policies. Lessons from International Experience[DB/OL]. 2016.8.

[12] 张天顶, 张宇. 流动性剩余、流动性风险与银行业系统性风险测量[J]. 金融监管研究, 2017, (03): 14-28.

[13] 钟震. 系统重要性金融机构监管国际改革：路径探微及启示 [R]. 中国人民银行工作论文, No. 4, 2014.

[14] 中国人民银行.中国金融稳定报告[M]. 北京：中国金融出版社，2017.

[15] 周小川. 金融政策对金融危机的响应——宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑和主要内容[J]. 金融研究, 2011, (01): 1-14.