

# 论跨国公司收购的法律适用

代 越 陈玉兰

作 者 代 越，武汉大学法学院博士生；武汉，430072  
陈玉兰，柳州市教育学院讲师；柳州，545005

关键词 跨国 公司收购 法律适用

提 要 跨国公司收购的迅速兴起要求有关国家承认外国公司收购法规的域外效力，从而导致了跨国公司收购中的法律冲突问题。跨国收购中法律适用的特点是：适用外国法须由主管机构逐案审查，公共政策具有突出作用及缺乏双边冲突规范；跨国公司收购可适用目标公司的本国法及目标公司股东的属人法；跨国收购中的趋势是对适用外国法采取越来越灵活与宽松的态度。

第二次世界大战以来，跨国公司收购迅速兴起。以美国为例，1968年，外国人收购美国公司数量为 16起，而当年美国公司购并总数为 4462起。到 1988年，外国人收购美国公司数已增加到 307起，交易额超过 550 亿美元，而同年美国公司购并总数仅为 2258起，总金额为 2469 亿美元<sup>①</sup>。这些跨国的公司收购活动产生了大量急待解决的法律问题。

## 一、跨国公司收购中的法律冲突

本文所论述的公司收购，英语中称为 take over，是指通过公开收购取得对股份公司的控制权的行为。所谓公开收购 (tender offer)，是指在证券交易场所之外，直接向一家股份公司 (即目标公司) 的股东发出公开的要约，在一定期间内以特定的价格收购他们所持有的该公司全部或部分股份，以获得在该公司中的控股权。跨国公司收购就是跨越国境进行的公司收购。它可以是一国企业到外国收购一家外国公司；也可以是一国企业收购在内国证券市场上市的外国公司；还可以是一国企业收购在外国证券市场上市的内国公司。

跨国公司收购涉及两个以上的国家。如果目标公司在多国上市，收购人可能还需向分布在多个国家的目标公司股东发出公开收购要约。这就提出了跨国公司收购应遵循哪个国家法律的问题。例如，英国 A公司同时在伦敦和纽约证券交易所上市，英国 B公司对 A公司进行公开收购。在收购活动中 B公司、A公司及 A公司股东相互之间的权利义务关系应该根据哪个国家的法律来确定？这是一个必须加以解决的问题。

国家管制跨国公司收购的法律分为两类。一类是审查跨国收购总体上是否符合国家和社会公共利益的法律，包括反托拉斯 (反垄断) 法、外国投资法、外汇法等法律部门，属于公法范畴；另一类是主要调整跨

国公司收购中各方当事人之间的权利义务关系的法律,包括证券法、公司法等法律部门,属于民法特别法的范畴。本文讨论的范围仅限于第二类法律的适用问题

在跨国公司收购中缺乏可以适用的国际法规则,只能适用各有关国家的内国法。而现代证券市场的高度国际化,使跨国公司收购的法律适用问题变得非常复杂。由于公司在海外证券市场上市甚至在多国上市,而且众多投资者通过各种渠道投资于外国证券市场,许多大型股份公司的股东可能遍及世界许多国家。如果这样的公司成为跨国收购的目标,该公司的本国、公司股票的上市国、公司股东的所属国等多个国家的利益均会受到不同的影响,都有可能根据不同的理由,主张对有关的跨国收购行为适用本国的法律。

从理论上讲,各国可以拒绝适用外国的公司收购法规,这样也不会发生法律适用上的冲突。在证券市场国际化程度较低的时期,各国在制定公司收购规范时,既未考虑内国法规的域外效力,也未考虑承认外国法的域外效力。但自 70 年代以后,证券市场迅速国际化对承认外国公司收购法规的域外效力形成了越来越大的压力。

对于收购人和目标公司来说,公司收购是围绕公司控股权的转移而进行的统一的、整体的行为。当此项活动涉及不同国家时,即使有关国家的法律制度之间并不存在不可调和的矛盾,同时遵守各国在信息披露及收购程序等各方面的不同规定也可能耗费大量的人力、物力、财力,并延缓收购活动的进程,提高收购成本。如果有关国家的法律规则是相互矛盾的,当事人就会处于困难的境地,不知该遵守哪个国家的法律。

在某些情况下,收购人可以设计出一种交易方式,使收购活动同时符合各有关国家的法律。例如,在 A 国进行的收购活动遵守 A 国法律,在 B 国进行的收购活动遵守 B 国法律。但是,如果有关国家的规定互不相容,而且均要求将其法规适用于整个收购行为,当事人就只有两种选择:或者放弃整个收购行动;或者采取某种措施,规避某些国家的法律。这两种结果都不是令人满意的。

以美国为例,美国证券市场的国际化程度以及美国居民投资于外国股票的规模在世界上首屈一指,它在承认外国公司收购法规的域外效力方面所受的压力也更为突出。由于美国长期坚持对涉及美国股东的跨国收购必须适用美国法律,导致有关的跨国收购的法律适用问题复杂化。只要美国股东持有目标公司的股份比例不大,对收购成败无关紧要,收购人就会设法将美国股东排除在外,只向美国境外的非美国股东提出收购要约。这种情况引起了美国股东的普遍不满,认为这构成了对美国股东的严重歧视。因此,自 1974 年 Scherk V. Alberto Culver Co. 一案之后,美国最高法院开始改变态度,承认外国法的域外效力<sup>①</sup>。

承认了外国公司收购法规的域外效力,就产生了一个国际私法上的传统问题:如何解决跨国公司收购中的法律冲突。

## 二、跨国公司收购中法律适用的特点

公司收购的基本特征是,相对于收购人及目标公司来说,目标公司的多数股东由于缺乏必要的知识和经验、人单力薄及消息闭塞等诸多的原因而处于特别脆弱的地位,很容易受到欺诈、误导及内幕交易等不法行为的侵害。所以,各国的基本政策均着眼于为公司收购活动建立一个规范的、公平的法律环境,保证有关的市场活动公开、公平、公正地进行,以保护投资者的利益不受非法行为之侵害。所以,公司收购是受到法律严格管制的领域。公司收购法规具有公法与私法相结合、实体法与程序法相结合的特点。因此,跨国公司收购中的法律适用就具备了以下几个具有内在联系的特点:

### 1. 在跨国公司收购中适用外国法须由内国主管当局逐案进行审查

公司收购法规是具有强烈公法色彩的民事特别法,包含有许多强行法的规则,并由专门的政府机构或准政府机构,如美国的联邦证券交易委员会 (SEC)、英国的伦敦城收购与兼并工作组 (City Panel)、法国的证券交易所管理委员会 (COB)、我国的国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会 (证监会) 等监管机构负责监督执行。公司收购活动必须在监管机构的监督之下严格依法进行。因此,在跨国公司收购中,当事人不

能自行选择适用的法律。如果发生法律冲突,有必要适用外国公司收购法规时,须由内国主管机构进行审查,根据具体情况,豁免有关当事人在本国法上的义务。主管机关进行审查时,可能还需要就法律的适用问题与外国的有关主管机构进行协商,最大限度地保证收购活动的公平与效率。主管机关在是否适用外国法的问题上具有决定权。

## 2. 公共政策在跨国收购的法律适用问题上具有突出地位

由于对公司的公开收购活动对证券市场的稳定有重大的影响,且各方当事人在收购过程中实际上并不处于平等的地位,需加强对弱方当事人即目标公司股东的保护,公司收购法规中的许多规定体现了国家维护本国证券市场的公平与效率及保护广大投资者合法权益的公共政策。这样,公共政策在跨国收购的法律适用问题上就具有了重大意义。一国主管机关在决定是否准许适用外国有关法规时,须确信此种适用不会违反本国的公共政策。例如,美国法虽已原则上承认了外国公司收购法规的域外效力,但在反欺诈和反内幕交易的问题上,仍然规定必须适用美国的有关法规。

## 3. 缺乏双边冲突规范

在跨国公司收购领域,现有的冲突规范基本上都是规定何时适用内国法的单边冲突规范,而缺乏双边冲突规范。所谓单边冲突规范,是指直接规定某种涉外民事法律关系只适用内国法或只适用外国法的冲突规范。而双边冲突规范则只是抽象地规定一个待认定的连接点,表明什么问题适用什么地方的法律,这一法律可能是内国法,也可能是外国法,全取决于连接点之所在。双边冲突规范在法律适用上表现的是对内外国法律平等相待的开放态度。

在公司收购领域,冲突规则通常都是规定何时适用内国法的单边冲突规则。在跨国收购中,一般还是由监管机构和司法机关根据具体的情况,对案件进行逐案审查,以确定是否需要豁免本国法的义务,是否适用外国的有关法规,以及外国法规的适用范围。这说明,在跨国公司收购中,还没有形成制度化的、具有高度可预见性的、由双边冲突规范构成的适用外国法的机制。建立完善的冲突法制度还有待实践的进一步发展。

# 三、跨国公司收购的准据法

跨国公司收购的准据法是规范对目标公司股份的公开收购行为的法律。

在公司收购中的法律关系分为两类:一类是市场上的公开收购行为中的法律关系,主要由证券法规范;另一类是目标公司内部的管理部门(主要是董事会)与目标公司股东之间的关系,主要由公司法规范。跨国公司收购准据法所规范的主要是第一类的法律关系。

由于公司收购行为本身的特点,在确定其准据法时,不可能采用主观的标准由当事人选择适用的法律,而只能根据客观标准,即收购活动与特定国家的联系来决定准据法的适用。目前,各国在决定跨国收购的准据法时,主要有两种作法:一种是美国、加拿大、日本等国,只要在跨国收购中目标公司相当数量的股东是内国居民,就要适用内国的法律;另一种方式是以英国为代表的国家,只有当目标公司是内国公司时,才适用内国的法律。

## 1. 目标公司股东的属人法

以目标公司股东的属人法作为跨国公司收购的准据法,实际上是按利益分析方法作出的法律选择。这一规则不要求有关的收购活动与准据法所属国有最密切的联系,而只要目标公司有一定数量的股东是内国的居民,即内国的利益在跨国收购中受到一定程度的影响,就要适用内国的法律。

美国法院在 *Schoenbaum V. Firstbrook* 案中宣称:“我们相信国会意图使证券交易法具有域外适用的效力,以便保护在美国的交易所购买了外国证券的国内投资者,以及保护国内证券市场免受对美国证券的不当的涉外交易之影响。”所以,只要法律的域外适用对于保护美国的投资者来说是必要的,美国的法律就可以适用于跨国的公司收购行为<sup>⑦</sup>。

在跨国收购中适用目标公司股东的属人法有一定的道理。因为目标公司股东所属国与跨国收购活动具有一定的联系。首先,收购人需向目标公司股东发出公开收购要约,因此,至少一部分的收购行为是在目标公司股东所属国发生的,按“场所支配行为”的古老的法律适用规则,将该国法律适用于跨国收购行为是有道理的;其次,目标公司股东所在国往往是目标公司股票的上市国,目标公司在该国发行股票,也应该遵守该国法律的规定;再次,目标公司股东熟悉本国的法律,由于其在公司收购中处于劣势,适用股东的属人法有利于实现对交易中弱方当事人的保护。

但是,适用股东的属人法也存在很大的问题。首先,由于证券市场的国际化,许多股份公司股票为多国居民(公民)所持有。适用股东属人法会使法律适用的问题复杂化,导致跨国收购中多国法律的适用,这正是国际私法应该尽力避免的情况;其次,股东的属人法与有关的法律关系之间未必有密切的联系。如果目标公司只有少数股东属于某个国家,适用该国法律则未必适当。所以,以目标公司股东的属人法作为跨国收购的准据法并非最适当的选择。

## 2. 目标公司的本国法

所谓目标公司本国法,是指目标公司依其法律设立,并有其住所的国家的法律。按英国法律,如果目标公司是在英国设立,则应适用英国的有关公司收购法规,主要是《伦敦城收购与兼并守则》(City Code on Takeovers and Mergers)。原则上,英国在确定跨国收购准据法时并不考虑公司股票在何处交易及股东为何国公民或居民。

适用目标公司本国法具有简单明确,便于法院及主管机构适用、便于当事人遵守的优点。因为,目标公司的本国法只有一个,而且,由于公司收购的最终目的是取得目标公司的控股权,目标公司股权结构的这种变更适用其本国法是十分自然的。从逻辑上讲,公司收购的结果最终必须得到目标公司本国法的认可,所以,目标公司本国法是最有利于执行的。另一方面,对公司收购中的三方当事人即收购人、目标公司及目标公司股东来说,适用目标公司本国法也是合理的。首先,目标公司应该遵守其本国法;其次,不论股东是何国居民或公民,既然购买了目标公司的股票,也就承担了服从目标公司本国法的义务,而且也应该对目标公司本国法有所了解;再次,对收购人来说,要想取得目标公司的控股权,理当遵循目标公司的本国法,且一旦遵守了这一法律,他就应该可以完成收购行为。所以,在跨国收购中适用目标公司的本国法是一种合理的冲突规则。

但是,在跨国收购中适用目标公司本国法应该有几项例外: 1. 如果目标公司大部分股票不是在其本国而是在某个外国的证券市场上交易,那么公开收购活动的主要部分就将在目标公司股票的主要上市国进行。该国与有关的跨国公司收购活动具有最密切的联系。这时,适用目标公司的本国法就不合适了,适用公司股票的主要市场所在地的法律更为可取。2. 即使目标公司的本国是其主要上市国,但该国可能缺乏完备的公司收购法规,不能给予目标公司股东以妥善的保护。这时,可能需要适用目标公司股东的属人法。3. 如果跨国收购是换股收购而非现金收购,即收购公司发行自己的股票以换取目标公司股东所持有的等价的目标公司股票。由于换股收购涉及公司股票的发行,所以在收购中不但要适用关于收购的法律,而且要适用关于新股公开发行的法律。在这种情况下,不可能只适用目标公司的本国法,而可能需适用股票在其市场发行的各有关国家的法律。因为股票的公开发行涉及保护证券市场的公平和稳定,以及保护本国投资者的重大利益,发行地国不可能允许适用其他国家的法律。

## 四、跨国收购准据法的适用范围

跨国收购的准据法不可能适用于跨国收购过程中的一切法律问题,而是主要适用于公司收购过程中的证券交易行为。至于目标公司内部的权利义务关系,则是由目标公司的本国公司法来加以规范。

### 1. 跨国收购准据法主要适用于以下几种法律关系:

### (1) 跨国公司收购的程序

跨国收购中的程序问题,包括收购人发出公开收购要约的时间和方式;收购要约的有效期限和期限的延展;股东在要约期限内撤回其对要约的预受的权利等事项,均应适用公司收购的准据法。

### (2) 收购人及目标公司在收购中的信息披露

信息披露制度是指收购人及目标公司在公司收购过程中依法完整、准确、及时地向目标公司全体股东公开披露与收购有关的一切重要信息,以供股东进行判断的制度。该制度是公司收购法规的核心,法律主要就是通过一系列的信息披露来保障投资者在公司收购中的合法权益的。这是因为收购人按某个特定的价格向目标公司股东发出公开收购要约以后,股东和市场上的其他投资者需要从收购人和目标公司那里得到充足的信息来判断有关的收购要约的条件是否合理。在跨国公司收购中,收购人和目标公司信息披露的时间、方式、披露的内容,以及违反披露义务所应承担的民事责任,均应适用公司收购的准据法。

### (3) 关于强制收购

强制收购,即收购人持有目标公司股票达到法定的限额即应按法定的条件公开收购目标公司的全部或大部分股票的制度。在英国、中国等国家规定有强制收购制度,而在美国则没有此种制度。在跨国公司收购中,收购人是否有强制收购的义务,以及此种义务发生的条件及其内容等,均应适用公司收购的准据法。

### 2. 不适用跨国收购准据法的事项

在跨国公司收购中,目标公司内部的权利义务关系,包括目标公司董事会对全体股东的权利义务、董事会对于敌意收购可以采取哪些防御措施,公司控股股东与公司及公司其他股东的权利义务关系等问题,均应遵循目标公司的本国公司法而非跨国收购的准据法。

法人的一切权利义务都是由法人的本国法创设的,因此法人的权利义务应该适用法人的本国法,即其依法设立地的法律。目标公司董事会在跨国收购中的权利义务是法人的内部关系问题,也应该适用法人的本国公司法。以我国为例,国务院 1994年《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》第 29条规定:“境外上市外资股股东与公司之间、境外上市外资股股东与公司董事、监事和经理之间、境外上市外资股股东与内资股股东之间发生的与公司章程规定的内容以及公司其他事务有关的争议,依照公司章程规定的解决方式处理。解决前款所述争议,适用中华人民共和国法律。”

## 五、跨国公司收购法律适用的发展趋势及其对我国的启示

随着跨国的公司收购活动日益频繁,由主管机关逐案审查决定是否适用外国法以及外国法的适用范围的法律适用方式已经越来越不能适应现实生活的需要。因而,建立一种完整的、制度化的法律适用规范,使当事人能够合理地预期跨国收购将会适用哪个国家的法律,保障收购活动的顺利进行成为十分必要。美国证券交易委员会(SEC)已经开始与外国的证券主管机构进行合作,逐步建立此种体制。这代表了跨国收购法律适用问题上新的发展趋势。

在美国,由于旧的法律适用制度局限性日益明显,SEC开始考虑制定适当的法律适用规则,允许收购人按照外国的法律向美国股东进行公开收购。1990年 6月,SEC发布一项概念声明(Concept release),建议在美国股东的持股比例较低时,允许外国的收购要约按外国的法律向美国股东提出。1991年 5月,SEC制定了“多国信息披露制度”(Multijurisdictional disclosure system)收购人对美国股东的持股份额在 40%以下的加拿大公司进行收购时,可以按加拿大法律的规定向美国股东发出公开收购要约,但必须符合美国法律所规定的最低公平标准。多国信息披露制度目前仅适用于加拿大公司,但预期该制度最终会扩展适用于其他的国家。1991年 6月,SEC又公布一项法规草案,允许在跨国收购中,按照目标公司的本国法在美国进行收购活动,但有几项基本的条件:(1)美国股东持有目标公司的股份份额在 10%以下;(2)在某些情况下应向 SEC提交要约文件的英文文本;(3)美国股东在收购中所获待遇应与外国股东相同;(4)向美国股东发出的收购

文件所载的条件应与目标公司本国法对其内国股东所规定的条件相似。而且,不论收购活动适用哪一国家的法律,美国的反内幕交易和反欺诈法规都要继续适用。如果在跨国收购中适用外国的法律,SEC将不会审查收购人向SEC提交的收购文件,有关的管制和审查将由目标公司本国的监管机构进行。这样,一旦此项法律生效,SEC就放弃了对跨国公司收购的法律适用进行逐案审查的制度,将对跨国公司收购监督管理的权利让渡给与收购活动有更加密切的联系的国家。这是一个重要的转变。

总之,解决跨国公司收购中的法律冲突的发展趋势,是对外国法的适用采取了越来越宽松和灵活的态度。由于国际证券市场的统一化程度越来越高,跨国收购活动日益频繁,需要建立一种稳定、成熟的冲突法制度来决定跨国收购中的法律适用,尽量避免在一个收购活动中适用多国的法律,保障收购的顺利进行。

随着我国经济与世界经济的日益融合,我国公司和居民越来越广泛地参加到跨国公司收购活动中。一方面,我国公司在海外积极收购外国公司;另一方面,在海外上市的中国公司越来越多,中国公司也有可能成为跨国收购的目标。此外,中国居民通过各种渠道持有外国公司股票的现象也日益增加,可能需要参加外国的公开收购。这些现实情况,要求我国制定出适当的、系统的国际私法规范加以调整。

目前,我国已经制定了一些有关法规,如国务院《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》、国务院证券委、国家体改委《到境外上市公司章程必备条款》等,对中国公司海外上市的活动进行规范。但是,对于跨国公司收购中的法律适用,目前我国尚无明确的规定,仅在《股票发行与交易管理暂行条例》第2条规定:“在中华人民共和国境内从事股票发行、交易及其相关活动,必须遵守本条例。”但是,假设某个香港公司对另一香港公司进行公开收购,而目标公司的部分股东在大陆境内居住,因而收购人须在中国大陆进行部分收购活动,这些活动是否也应该完全按照我国的法律进行呢?如果情况相反,中国公司成为收购目标,而目标公司部分股东居住在海外,需在国外进行部分收购行为,是否一律不能适用中国法律呢?可见,简单地规定只适用行为地的法律,不一定利于公平合理地调整有关的公司收购法律关系。

在调整跨国公司收购法律关系时,有限度地承认外国有关法律法规的域外效力,是国际社会的发展趋势。我们应当从有利于公平和高效地解决跨国公司收购中的争议这一角度出发,借鉴先进国家的立法经验,结合我国的实际情况,有预见性地制定完整、系统的调整跨国公司收购法律冲突的国际私法规范。

注 释:

- ① Weston, chung & Hoag, *Mergers, Restructuring, and Corporate control*, Prentice- Hall, 1990, PP. 420- 421. 韦斯顿、霍格:《兼并、重组与公司控制》,1990年版,第420- 421页。
- ② Cf. Schuster, *Extraterritoriality of Securities Laws An Economic Analysis of Jurisdictional Conflicts*, in *Law and Policy in International Business*, Vol 26, 1994, PP. 169- 170 舒斯特:《证券证的域外效力:管辖权冲突的经济分析》,载《国际商务中的法律与政策》,1994年第26卷,第169- 170页。
- ⑦ Cf. Loss and Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, (3rd ed.), Little, Brown & Co. 1995, P. 1272. 罗斯、塞利格曼:《证券管理基础》,1995英文版,第1272页。

(责任编辑 车 英)