

公司治理法律规则背后的经济 与社会含义

——以日本活力门收购事件为视角*

罗培新**

摘要:包括公司收购规则在内的公司治理法律制度,能否像技术一样被移植?是否移植的法律一旦适得其位,经济将获得蓬勃发展?此种法律的禀赋观点,在近年经济全球化背景之下,一度备受青睐,然而却不无问题。本文将分析日本一个典型的敌意收购案件为视角,对此展开探讨。在该案中,要约方活立门公司是一家代表着市场导向的“外部”公司,它挑战着日本既有的公司治理制度结构,引发了巨大争议,并且带来了重大的社会裂痕。与此同时,它还驱动着日本公司治理结构的一系列重大变迁,包括将正式的法律(以法官制定规则的形式)运用于公司资产的转让,也包括美国(特别是特拉华州)的《公司法》作为一套不具有拘束力的指引被移植进来。仔细分析这一制度变迁的过程,

* 本文系根据罗培新译著《法律与资本主义:公司危机揭示的全球法律制度与经济发展的关系》(北京大学出版社2010年即将出版)编译而成,该书作者为[美]克提斯·J.米尔哈特(Curtis J. Milhaupt)和[德]卡塔琳娜·皮斯托(Katharina Pistor)。

** 华东政法大学教授、博士生导师。

将会发现法律制度的移植拥有远远超出技术移植的经济与社会含义。

关键词:公司治理 技术规则 活力门收购 经济与社会含义

一、问题的提出:公司治理法律制度是纯粹的技术规则吗

晚近以来,在学界、政府决策层、世界银行等国际组织中,相当一部分人仍笃信不疑,认为公司治理的法律制度,就像技术一样可以移植。移植的法律一旦适得其位,经济将获得蓬勃发展。

在更为宽泛的意义上说,他们认为,一项清晰界定并保护产权的法律制度,是经济取得成功的先决条件。而且,一旦法律适得其所,它将成为一种固定的、政治上保持中立的制度安排。也就是说,良好的法律是经济增长之遗世独立、万代不易的基石。此种观点被称为法律的禀赋视角:它将法律制度视同为高速公路或者水坝——经济发展腾飞之前的一项固定资产投资,它决定了经济的发展路径,但其自身却不会变动不居。

此种观点可追溯至马克思·韦伯。他运用法律来解释西欧资本主义的兴起,得出了一项著名的论断,即“理性的”法律通过对市场交易提供预期和合法性而支撑着经济活动的发展。^①一个世纪之后,诺贝尔奖获得者道格拉斯·诺斯部分援引了韦伯的观点,并将其运用于具体制度领域中。诺斯声称,将富国与穷国一分为二的是各国制度的质量。在诺斯看来,富国成功地形成了可靠的、低成本的制度,保护了产权,确保了合约的履行。相反,穷国则缺乏这些孕育着市场交易的制度安排。由于制度变迁存在路径依赖,那些禀赋孱弱的国家想变更其基础以赢得未来的经济增长,相当困难。

他们的论证过程,可以简单地抽象为以下方程式:良性法律 + 良性执法 = 良好的经济绩效。

20世纪90年代,Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes,

^① Trubek, David M. 1972. Max Weber on law and the rise of capitalism. *Wisconsin Law Review*(3):720 - 753.

Andrei Shleifer 和 Robert Vishny(以下简称 LLSV)四人在开展经济增长的法律基础研究方面,充当了急先锋,将前人的学术研究向前推进了一大步。他们建立了一个数据库,设置了多个法律指标,以衡量 49 个国家中股东保护和债权人保护的质量。他们将这些国家分为英美法系国家和大陆法系国家,并且在一篇论文中,追溯了普通法系和大陆法系的起源,一直追溯至 12 世纪。^② 他们认为,12 世纪英国孱弱的中央集权和强大的地方利益催生了陪审团制度,后者使得法院能够免受地方行政长官的干扰,从而为法院保护私人利益奠定了基础。根据这一见解,相反的是,彼时法国已经充斥着中央政治集权,王室高高地凌驾于法院之上。因而法院总是倾向于维护君主利益,而不愿保护私人主体的权益。显而易见,他们认为,英美法系国家的法律禀赋优于大陆法系国家,因而就法律保护的质量而言,普通法系国家优于大陆法系国家。弗里德里希·A·哈耶克甚至断言,普通法系向来是代表着制约政府权力的传统,比大陆法系国家更适应市场经济的需要。

这些关于法律与经济形而上的决定性见解,让许多政策制定者和学者痴迷不已。现实也是如此。过去十多年来,受到将有利的经济绩效归因于“良”法的智识之影响,诸多新兴国家自愿地、或者在诸如世界银行等国际组织的压力之下,对公司治理采取“标准菜单”式的法律变革。不难想像,在这项研究中,普通法系赢得了高分,因为在许多学者和政策制定者心目中,“良”法即等同于英美(特别是美国)法。

然而,如果一套法律制度被缩减、剥离成一堆法条的集合,法律制度将沦为一种纯粹的技术。其结果是,法律变革将异化为技术努力而不是政治或社会的变革。或许,世界银行致力于在发展中国家推行的“法律技术援助项目”,正陷入了法律制度的技术迷思之中。当然,这也许是世界银行等国际组织自身的边界使然:对于其提供咨询建议的国家,它们无权予以政治介入或进行社会变革。

但是,公司治理法律制度只是一套纯粹的技术规则吗?事实上,无

^② Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencia Lopez - de - Silanes, and Andrei Shleifer. 2000. Tunneling. *American Economic Review* 1990(2):22 - 27.

论是发达国家,还是转型经济体,公司治理法律制度本身均无法自足。国别化的政治经济约束所产生的路径依赖以及资本与产品市场的全球化所带来的制度趋同压力,都给公司法律制度打上了迥异于技术规则的社会烙印。

生命就像一盒巧克力,你永远都不知道里面装着什么。而由于公司治理法律规则内生于各国政治、经济等宏大语境之中,其样态之纷繁,似乎也像一盒巧克力一样,在入口之前,永远也难以猜透其味道。

就此而论,LLSV 评估公司治理法律制度的技术路径,势必面临重重质疑,其最根本的问题有二:其一,枉顾具体法律规则生成的社会背景,将公司治理法律制度抽象为纯粹的技术规则,认为它们可以随便地移植和转让;其二,在给其指标赋值的过程中,只看到法律的纸面规则,却忽视了法律作用于市场的动态过程。易言之,有些规则虽白纸黑字,实际上却被虚置,另有些不成文的规则却发挥着重要的作用,这两类规则极难赋值。LLSV 将法律规则视同为技术并赋予不同权重,轻则混淆视听、欠缺解释力,重则误导政策制订,伤及社会福利。

举例而言,美国、日本、韩国和中国都运用独立董事制度以解决代理成本问题。从表面上看,不同国家的公司治理规则实现了趋同,这些国家在 LLSV 有关建立独立董事制度的模型变量中可获得同样的赋值。然而,这一静态的函数显然无法反映不同国家对于“独立”的理解有哪些不同、每一国家试图缓解的代理问题有哪些差异,等等。代理问题的差异包括中国与政府过从甚密的上市公司监督缺位、韩国财阀中控股股东剥削小股东、日本公司的管理层身份与雇员利益可能过分重合、美国公司的股权高度分散以至于股东“搭便车”问题严重……因而,即便四个国家都贴上了同样的“解决代理问题”和“引入独立董事”的标签,其遵循的路径和制度实施绩效却多有差别。

美国公司治理以法律制度高度分权、市场偏好诉讼、适应性超强而著称,同时亦有着过于复杂、难以预测、特别不适于灵活协调解决治理问题等重重积弊。因而,不管初衷多么美好,过分关注美国的法律方案,可能会扼杀了解决本土问题的想像力和创造性。

事实上,公司治理法律制度并不像有形的资本出资那样,一旦到位,就可以为经济活动提供坚实基础。经济活动的活力源泉正在于公

司治理的诸多“创造性破坏”行为,正所谓“打破一个旧世界,才可以建设一个新世界”。因而,法律制度必须适合并顺应经济的诸多变化。就此而论,法律不应当被认为是亘古不变的禀赋,而是市场主体的行为及其策略性反应之间的高度循环往复的过程,可以称之为法律和市场之间的一种“螺旋式关系”。而由于各国公司治理的制度环境、市场结构、文化传统甚至宗教信仰各有不同,公司治理的约束条件和实现路径亦各有差异。

看起来,世界银行正在醒悟过来,其得出了同样的结论。世界银行近期一份报告总结了 20 世纪 90 年代改革的教训,得出结论称:“如果解决方案必须从特定的国家中寻找,而不是运用现有的蓝图,则那些向发展中国家提供建议或资金支持的人,必须更为谦逊,对大量可能的解决方案保持更多的开放,更多地站在该国的角度来看待问题,在评估不同的可能的解决方案之成本和收益时,需要更多的求索精神”。^③

二、活力门收购事件始末

第二次世界大战后至晚近以来,日本的法律制度在促进经济增长方面取得了令人瞩目的成就。在此过程中,全球化的力量也冲击并改变着日本的法律与结构。接下来,本文以分析活立门(Livedoor)(一家互联网公司)对日本广播公司(Nippon Broadcasting System)^④的收购案为视角,来分析在敌意收购背负着社会污名并且绝少发生的日本,一起收购事件是如何引发了巨大争议,并且带来了重大的裂痕。与此同时,它还驱动着日本治理结构的一系列重大变迁,包括将正式的法律(以法官制定规则的形式)运用于公司资产的转让。令人印象深刻的是,该事件导致美国(特别是特拉华州)的《公司法》作为一套不具有拘束力的指引被移植进来,以帮助日本对敌意收购及公司防御行为予以规范;随后,活力门的总裁因存在证券和财务欺诈之嫌疑而遭到逮捕。这

^③ 参见 2006 年世界银行(World Bank)的报告。

^④ 该公司是附属日本主要传媒巨头的一家电台广播公司。

一系列令人眼花缭乱的事件表明,人们对法律在日本资本主义社会中的作用之期望,发生了重要的转变。为应对外部压力和国内新的发展动力,日本的公司治理法律模式正在发生变迁。而这正回应着本文的命题:公司治理规则并非纯粹的技术规则,同时,法律制度的移植拥有远远超出技术移植的经济与社会含义。

日本广播公司是日本富士电视网络公司(富士电视公司,Fuji TV)的一家子公司,后者是日本最大的传媒公司,同时也是声誉卓著的富士三景(Sankei)传媒集团的总部。然而,有些怪异的是,在2005年早期,日本广播公司持有富士电视公司22.5%的已发行股份,而富士电视公司则仅持有日本广播公司12.4%的股份。出于改变这种状态的考虑,2005年1月17日,富士电视公司宣布对日本广播公司全部已发行股份以现金方式予以收购。日本广播公司的董事中除与富士电视公司存在关联关系的四名董事弃权之外,全部同意了此项要约。

就在此项要约收购进行期间,2005年2月8日,一家名为活力门(Livedoor,其前身为Livin's on the Edge)的互联网服务提供商,宣布了一项令人震惊的结果:它已经刚刚购买了日本广播公司970万股的股份,占后者股份总额的29.6%。加上此前的持股,活力门总共持有日本广播公司38%的股份。此项股份收购的资金来源是发行可转换债券所筹集的资金,其承销商是美国投资银行雷曼兄弟。另外,此项收购是通过东京证券交易所的闭市、场外交易系统来实现(因而,它们不受以下证券法的规范:持有一家公司的股份超过33.3%的,必须向所有的股东发出公开收购要约)。^⑤ 同一天,活力门通知日本广播公司,其有意收购后者全部已发行股份。活力门的首席执行官,一位名为崛江贵文(Takafumi Horie)的32岁的大学辍学生,召开记者招待会并宣布了其期待实现的合力,即把全国广播公司的网站转变为一家门户网站,同时期望与富士三景集团签订商事合作协议。

作为对此事件的回应,2005年2月23日,日本广播公司宣布,其董事会已经决定向富士电视公司发行对应着4720万股日本广播公司股

^⑤ 《证券和交易法》1948年第25号法案,第27-2(1)条。由于活力门引发的争议,这一条款后来被修订,使强制要约收购规则也适用于闭市交易。

份的权证。如果行权的话,该批权证将使富士电视公司拥有日本广播公司的主要控制权,并且将活力门的持股稀释至 20%,而此时活力门对日本广播公司的持股增至将近 40%。2002 年修订后的商法典授权创设的此种权证(在日本称为 *skin kabu yoyaku ken*),允许董事在未经股东会审批的情况下、以董事会确定的价格发行证券,只要这一价格是“公允的”。^⑥日本广播公司发行的权证,以 5950 日元(约 53 美元)的价格行权,这也是富士电视公司提出的要约价格,但这一价格低于当时日本广播公司的股票交易价格。日本广播公司宣称,其发行权证的目的在于确保自身仍属富士三景集团,这将为其股东带来长远利益。

活力门提起诉讼,请求禁止发行此种权证。东京地区法院认定,日本广播公司发行此种权证的目的在于维持在任管理层对公司的控制,以及公司与富士三景集团的关联关系,因而法院裁定,权证的发行“严重有失公平”。日本高等法院确认了这一点。面临这一裁决,日本广播公司和富士电视公司双双放弃了权证的发行。最终,活力门公司获得了日本广播公司的绝大多数股份,日本广播公司的总裁随后宣布辞职,从表面上看,他是为了承担“未能保护公司抵挡住敌意收购”的责难。^⑦

最终,各方以和平的方式结束了对日本广播公司的股权争夺。2005 年 4 月 18 日,活力门承诺,将其持有的日本广播公司的股份,以每股 6300 日元的价格卖给富士电视公司,这一价格也是其购买这些股份的平均价格。作为回报,富士电视公司对活力门注资 4 亿 4 千万元,持有后者 12.5% 的股份。最后,这三家公司创建了一家联合委员会来共同开发相关业务。

然而,对于活力门和堀江贵文而言,这起几乎是空前的并购交易的后果却是灾难性的。2006 年 1 月,堀江贵文因为遭到证券和财务欺诈的指控而被逮捕。检察官指控,活力门发布了误导性财务报告,并且在收购其他技术公司时,与其关联公司共同实施了一系列不正当证券交

^⑥ 《日本商法典》1899 年第 488 号法律,第 280-21(1)条。

^⑦ “日本广播公司:总裁因未能抵挡并购而辞职的可能性增大”,*Mainichi Shimbun*, 2005 年 4 月 9 日, <http://www.mainichi.msn.co.jp/shakai/wadai/news/20050409k0000e04002400c.html> (日本)。

易行为。这起在日本以“活力门震动”而闻名的事件,迅速剥离了堀江贵文的神秘面纱,并导致“活力门”的股价大跌,最后从证券交易所退市。通过要约收购与日本传播公司实现重组的短短八个月后,活力门事实上在一夜之间灰飞烟灭,公司领导的声誉也彻底破灭。2007年3月,法院认定堀江贵文违反《证券和交易法》的行为构成犯罪,并将其判处两年半有期徒刑。

三、活力门收购案的经济与社会背景

虽然那些对美国的敌意兼并和收购活动颇为熟稔的读者,会很气馁地认为此项交易的事实相当平淡无奇,但对于活力门收购在日本引发的争议,无论如何高调地评论都不为过。确切无疑的是,人物之传奇色彩是公众对这一事件极为关注的原因之一。堀江贵文极富电视镜头感,直言不讳,鲁莽冒进,这与日本绝大多数公司高管的老成持重与四平八稳,形成了鲜明的对比。富士电视的多个栏目著名主持人威胁说,如果活力门控制了他们的传媒集团,他们就辞职。然而,敌意标购不仅在公司层面而且在政治和社会层面,都在日本人的潜意识中引发了更深层次的共鸣。为理解个中原因,笔者必须往前回溯一段时间,梳理一番日本战后制度构建的脉络。只有了解了这一交易发生的背景,我们才能理解它对国家未来的剧烈影响。

在战后的日本中,非正式的社会和经济制度主导着关键主体的行为。而日本公司治理的一个主要安排是主银行制度。对于某一特定的公司客户及其大股东而言,主银行是其最大的单一的贷款人。主银行掌握着借款人最重要的信息,在监管公司的运营方面发挥着重要作用,并且至少会在公司陷入困境时出手援助。另外,由于在公司运营欠佳的时候,其管理层经常被银行人员所替换。因此,据称,主银行制度替代了日本缺失的并购市场并发挥着相应的功能。^⑧

^⑧ Sheard, Paul. 1989. The Main Bank system and corporate monitoring and control in Japan. *Journal of Economic Behavior and Organization* 11:399-422.

日本战后的公司治理和组织的第二个显著特色是公司和金融机构之间相互持股。正如我们接下来会谈到的,虽然晚近以来日本公司的交叉持股安排已经下降,但在 20 世纪 90 年代早期,公司将近 2/3 的股份都被“稳定的”股东长期持有,后者通常对在任管理层保持友善。这一做法以公司系列(keiretsu)的形式达到了高峰。在历史上,系列是由一群关联公司形成的,它们通过稳定的交叉持股、交错董事和广泛的市场营销之联系,以及强化集团身份和促进信息交换和风险共担的纽带来形成。在战后日本公司治理的鼎盛时期,主银行居于六大公司集团系列的核心地位。如今,居于若干公司系列的核心地位的主银行之间的兼并,弱化了公司集团的身份属性。

公司系列和其他聚合性更弱的公司集团,都是鼓励专属资产投资(包括人力资本投资)的手段。虽然交叉持股增大了获得控股权的成本,因而事实上使得公司控制权市场陷于瘫痪,但传统上构建于持续性融资和生产——市场营销之上的、深深嵌入于日本公司股权结构中的长期关系,促进了非资本方式的监督。实际上,这些关系提供了一种替代机制,借此,它们可以发挥其他一些国家(特别是美国和英国)的资本市场所能够发挥的约束和风险承担功能。日本战后的劳工流动性相对较弱,这在一定程度上是高度保护雇员的法律制度之必然结果,它通过激励公司在雇员培训和发展方面进行特定于公司的投资,从而强化了团体结构的稳定性。

在日本,公司和政府经济部门官员之间高度的非正式互动关系,支撑着这些制度。战后日本的许多管制做法,迥然相异于美国分权、以法院为中心的私权执行模式。相反,政府官员忙于其与被规制主体之间的持续性调适,塑造并履行着双方达成的合意,而不是直接导出政策或正式地执行法律或法规。被规制主体积极参与(可能是非正式参与)了规制过程。法律站在幕后,强迫违逆者走向合作与服从,但在规制经济活动方面,法律并非首选之工具。

我们以此为背景,来考察活力门并购案。在日本长时间的经济萧条中,支撑其战后经济成功的制度特色面临着长期的严峻压力。而正当日本的经济萧条走向尾声之时,活力门开始发出收购要约。于是,以下若干联系紧密的因素可以解释为什么该笔交易会引发如此大的

争议:

首先,这场争夺被喻为“旧”日本与“新”日本之争。活力门是一家由身着T恤和牛仔裤的辍学者执掌的互联网公司,这个人通过收购大量的小技术公司而为自己积累了名声和10亿美元。而最近,其雄心所向是由衣着古板衬衫的60岁左右的人掌舵的、庞大的传媒巨头之下的一家电台播放公司(并且间接指向该公司的母公司)。考虑到前述日本战后的经济结构,活力门所选择的目标更令人吃惊。虽然富士三景集团并非日本战后领军的公司系列之一,但活力门收购代表着一个外部人对于显属集团成员的公司,发动了前所未有的攻击。

其次,不同于活力门之前的其他若干次并购,本次交易的主体运用了此前闻所未闻的策略来追求其目标的实现。活力门主动发出收购要约,并且策略性地运用诉讼,使得日本广播公司试图强化与其事实上的母公司的关系的种种做法,不具有法律效力,这些都离日本的并购规范相当远。正因为如此,它使人们觉得,一个全新的、贴上了强势的“美国”标签的资本主义正在渗入日本,因而引发了巨大的争议。例如,在活力门故意收购日本广播公司案中,富士电视公司的董事局主席称“我很疑惑,不知这类事情是否属于美国风格?我也不会知道,因为我是日本人”。^⑨更富有思想的评论人士则质疑日本是否要整体引入美国的公司治理制度,包括美国对合同自由的广泛依赖、强大的资本市场、事后的司法审查机制以及以大量激励为基础的私人执法机制。^⑩现在,日本一些人将故意收购视为标准的公司治理手段的一个组成部分,认为其可以最有效地利用资产,从而帮助日本经济走向复兴;其他人则认为这种国外的做法在日本不受欢迎,因为其与日本人的敏感格格不入,而且日本相对不发达的公司和资本市场也制约了其作用的发挥。

该项交易运用了新策略,造成了一定的影响,而与此紧密相关的是,在更大的意义上(无论是真正意义上的,还是策略意义上的)人们认为日本现在容易受到国外收购浪潮的伤害。多年来,日本的一些上

⑨ Karube, Takuya. 2005. Livedoor ushers in era of hostile takeover. Japan Today, 24 February 2005.

⑩ Uemura, Tatsuo. 2005. Raibudoa tai Fuji Terebi: Shijo no Ruru wo Fumiarasu Mono wa Dare ka? [Livedoor v. Fuji TV: Who will trample the market rules?]. Sekai, May:58.

市公司的交易价格低于其资产价值,而就市值而言,日本主要的大公司经常大大低于他们的美国竞争对手。因而,在活力门发起的争夺战中,虽然主要各方均为日本人,但交易始终笼罩着一层焦虑的气氛。媒体以及政府的诸多批评,集中于雷曼兄弟在为活力门收购提供资金支持方面所发挥的作用。经济团体联合会(Keidanren)这家强大的商业院外游说组织发表了政策性文件,号召日本商业共同体采取措施以抵制“国外掠夺者”。作为对此焦虑情绪的回音,在争夺日本广播公司的过程中,日本政府推迟了原定修订《公司法》的日程,后者允许外国公司运用三角合并和股票互换的方式,进行跨境公司收购。正如在欧洲关于第三指令的激烈论争所显示的,对敌意收购行为作出官方回应,将深深触及民族主义、保护主义,以及对未来不可知的恐惧。这些力量同样在日本起着作用。^①

或许最为重要的是,活力门收购及其他控制权争夺战,将日本的公司治理带到了一个人迹罕至之处。日本公司控制权市场的出现,即使它还不成熟,也具有极大地改变日本公司管理者激励结构之潜能。活力门收购事件中的民调显示,日本70%的大公司的管理者都很关注敌意收购的“威胁”。^②此前,如果公司不存在资金困难,日本的管理者几乎没有直接的动力来增强其公司的价值,^③并且对提升公司所有利益相关者而不仅仅是股东的利益引以为豪。如果这些管理者不能免受敌意收购及其他异议股东发起的威胁,则他们忽视股东回报的行为,也将在相当程度上威胁到其自身的前途。虽然无论以什么方法来计算,目前在日本针对公司发起的主动要约收购还相当少,而且到目前为止没有一例取得了彻底的成功,但其趋势是不断增加,而且以公司治理的

^① 然而,《欧盟并购指引》背后的动因与日本略有差异。在欧洲,指引意在为欧盟成员之间的并购创造博弈的平台;而在日本,为反收购措施创建指引的动因,则是日本经济第一次出现了敌意收购的现象。

^② “70%的公司察觉到了敌意收购的威胁”,*Asahi Shimbun*, 2005年4月30日第1版(日文)。

^③ 例如,可参见Lucier(2002, 13)。其研究表明,在对美国、欧洲及亚太地区的比较中可以发现,日本的CEO们“因公司合并及与业绩相关的离职比例最低;CEO的经营绩效对其任职期限的影响最小;获得提升的CEO们,年龄最大;日本公司对股东回报的关注度最低”。

视角观之,重要的是要约收购的存在而不是其数量。

四、活力门收购案引发的社会反应

本文必须细为分析活力门收购引发的两个直接的反应:第一,也就是更为直接的反应是,该收购衍生了直接的诉讼。第二,间接但影响更为深远的是,日本一个强大的部门引入了不具有拘束力的并购守则。接下来,本文依次分析这些反应,然后对堀江贵文被捕和被成功起诉一事可能存在哪些不同观点,进行简要的探讨。

正如上所述,“二战”后长期以来,至少直至最近数年内,日本的敌意收购现象一直极为鲜见。而且,在难得一见的要约收购中,目标公司的董事会将向友好的股东发行大量的股份。由于要约收购绝少出现,法律也极少介入控制权的争夺之中。在活力门事件出现之前,法院制定的唯一的规则就是“主要目的”测试。也就是说,公司向白衣骑士(white knight)发行新股的主要目的是否是筹集资本,如果回答“是”,而且好像有道理,则新股发行将被视为是正当的。如果相反,发行新股的主要目的是稀释要约方的持股份额,则新股发行将被视为不正当。然而,请注意这一规则具有如下局限:首先,通过一场法律诉讼来确定一场公司交易的“主要目的”,本身存在困难。其次,这一规则并不适于判断其他类似的防御措施的合理性,如美国式的“毒丸”,就没有公司融资的功能。这些局限性导致了日本战后的并购诉讼极不频繁,而且公司也绝少使用反收购措施。在一个公司之间的联系主要由“关系”和“非正式的监管手段”调整的制度中,法院的作用更不显著。而且,如果法院极少被要求解决公司治理问题,它们也几乎没有机会来制定切实可行的规则。

然而,在活力门诉讼中,法院被迫来裁决在任何并购法中都属于核心的问题:在什么情况下,允许目标公司的董事会针对主动要约设置事实上牢不可破的屏障?在为这些防御措施提供正当性时,地区法院提到了日本广播公司发行权证的独一无二的性质,这也回应着特拉华州的相关法理。(也就是说,一旦权证发行给了富士电视公司,事实上日

本广播公司的任何异议股东都无法从友好股东中夺回日本广播公司董事会的控制权。)在上诉阶段,高等法院承认,董事会在决定如何应对面向公司的主动要约时,通常可以适用商业判断原则。^⑭然而,对于地区法院认定该权证发行属于“严重不公平”,从而作出的禁止性裁定,高等法院也予以认可,并且阐明了以下规则:

一般而言,当公司控制权争夺已经展开时,以下的权证发行构成明显不公平的发行行为(《商法典》第 280 - 39(3);第 280 - 10 条):通过稀释其他股东的持股份额,为现有管理层或者为能够对公司管理施加影响的特定股东保持公司控制权为主要目的而发行权证。然而,当敌意收购方:(1)意图在于使目标公司或其关联公司在其股价上涨之后,以溢价回购其股份(绿邮计划);(2)意图是把于公司管理层而言至关重要的知识产权、非专利技术、公司商业秘密、核心商业交易或客户资源,转让给收购方或其关联方(“焦土”政策);(3)已经购得目标公司的股份,这样在获得控制权之后,收购方可以清理公司资产以为收购方或其关联公司的债务提供担保或者清偿;(4)暂时控制公司的管理权以出售与核心营业无关的有价值资产,例如出售不动产或有价证券,以从其收益中支出一一次性股利;或者出于追逐高额股利的目的,在股价上升之后抛售股份——换言之,如果存在剥削目标公司的滥用规则之动机,则不适合将收购方作为一名股东来保护,而且如果显然其他股东的利益将被侵害,为了维持或者保护管理层的控制权,而且防御手段在必要和适当范围内,则可以允许发行权证。^⑮

法院认定,在活力门收购中,并没有充分的证据表明存在以上任何剥削的动机,法院遂作出结论,日本广播公司的董事会发行权证的主要目的是保留管理层的控制权。

从日本高等法院作出的判词中,美国的律师协会注意到,它与美国

^⑭ 商业判断规则遵循的是法官立法之原理,它的核心思想是,除非公司董事或高管的决策程序或内容显属不当,法院一般不会对其善意但结果不理想的决策进行“马后炮”式的判断。

^⑮ Nippon Hoso K. K. v. Livedoor K. K. 一案,上诉以寻求禁止发行权证的禁令,1173 Hanrei Taimuzu 125, 东京高等法院 2005 年 3 月 23 日,克提斯 J. 米尔哈特(Curtis J. Milhaupt)翻译。

法官根据特拉华州法律对著名的美国石油公司优尼科(Unocal)案件的裁决有诸多相似之处。在美国公司并购高潮迭起的20世纪80年代,特拉华州法院运用了最基本的测试法来审理优尼科案件,并对目标公司董事会运用反收购措施的合法性进行判断。根据该案的判决,为使防御措施合法有效,目标公司的董事会必须举证,敌意收购对目标公司的政策和有效性构成了威胁。法院关于活力门案件的裁决与特拉华州这起着著名案件具有相似之处,这并非偶然。法院在活力门案件中,简要地阐明了根据特拉华州法律这一案件将会得到怎样的处理。而近期这些日本的并购大战,更在相当广泛的范围内引发了学者们的热议:特拉华州的法律规则本可以运用于这些案件中。

虽然活力门案件对于日本有关公司并购的司法裁判规则的发展具有重要的意义,活力门收购案立竿见影的后果却是,日本颁布了一些不具有约束力的指引来应对敌意收购。事实上,在活力门惹出沸反盈天的争议之前,21世纪早期一些基本上不成功的敌意收购的尝试,已经搅动着日本的政商两界。在过去十年里,稳定及交叉持股范式的消解,使得日本的公司并购面前显得尤为脆弱。2004年8月,“出于对稳步增长的敌意收购的关注”(公司价值研究小组2005,2),日本通产省(METI)创建了由法律学者、律师和商界代表组成的公司价值研究小组,来研究如何对敌意收购活动作出妥当的政策反应。在日本,此类咨询委员会(称为shingikai)介入法律与政策制定过程的历史悠久,它们通常由某一部委牵头设立,并由学者、媒体、劳工代表、律师和商界人士组成。这种安排促进了公权机关与私人之间的互动及政策之协调。这些组织为负责起草法律的政府官员提供情报,并且使利益受到法案影响的群体——至少是那些受主管部委之邀而参与讨论的人们——在政策与法律制定过程中可以表达自己的意见。这些咨询委员会完成的报告通常构成了政府制定新的法律或政策的基础。这些组织在制定公共政策方面所发挥的集中和协调的功能,值得关注。一旦通过这一进程制定了政策,事后与该政策相关的诉讼就极为少见,美国的情况也同样如此。

公司价值研究小组本着以下四条原则开展工作:增进公司价值、遵循全球标准、禁止在日本公司和国外公司之间制造歧视、增加公司机会。在活力门收购案引发的巨大争议期间,该研究小组在进行深入的

调查研究和听取了有关英美公司反收购措施和法律诉讼的专家意见基础上,发布了一份报告。该份报告采纳了特拉华州的并购法理,因而备受关注。在开篇陈词中,该报告称,由于合理的反收购措施可以增进公司和股东回报,因而没有一个西方国家彻底放弃反收购措施。接着,报告以“优尼科规则”及其发展变化为中心,对特拉华州反收购的种种做法,特别是“毒丸计划”进行了详尽的分析。该报告还建议优尼科收购案强调,对于那些以寻求管理层自我继续为目的的反收购措施,股东保留最后的特许权是非常重要的,对其沉淀下来的教义与法理要加以吸收总结。相应地,该报告强调,正如许多特拉华州的案件所显示的,最核心的问题是,无论公司采取怎样的反收购措施,股东是否还保留着通过投票权征集而使在任董事去职的现实可能性。最后,该报告讨论了是否要引入一项规则,也就是特拉华州法院确立的著名的 Revlon 规则,该规则主要是要求董事会在决定出售或转让公司控制权之后,如果面临多个买方竞争,则应将公司拍卖给出价最高的收购方(公司价值研究小组 2005)。

该报告称,在日本确立公司反收购措施,受到反收购措施的法律效果不确定、先例及经验匮乏以及对什么构成合理的反收购措施缺乏共识等因素的影响。接着颇为赞许地引用司法部的如下观点:“如果将美国和欧洲认可的绝大多数反收购措施根据日本情况进行改造,则它们也能够在日本实施”(公司价值研究小组 2005,18)。特别地,该报告得出结论称,类似于日本广播公司试图只向富士电视公司发行的权证,也可以被用作实现股东权利的方案(“毒丸”)。该报告再次援引特拉华州的相关法理,探讨了确保和增强反收购措施合理性的方法,其中包括保留通过委托书征集而更换董事会成员、引入独立董事、制定反收购措施时听取意见、运用在特定情况下自动失效的“可咀嚼的毒丸”,以及引入股东批准机制等。简而言之,该报告代表着特拉华州的并购法理对于日本制定相关政策的主要影响。

以这一研究报告为基础,日本通产省和司法部于 2005 年 5 月共同发布了《并购指引》。该《并购指引》是“以那些在其他地方发展出来的典型的反收购措施为模本”而制定(经济部 2005, n. p.),反映了特拉华州法理对其的重要影响,虽然在确保收购的公平的措施方面,日本

《并购指引》比特拉华州更为倚重股东对反收购措施的审批。特别地,该指引要求,面对可能的收购威胁而作出的反收购措施,必须与该威胁具有合理的关系,并且是必须的。指引还采用了类似于“毒丸”的措施,这使得如果目标公司的董事会不批准,并购事实上无法进行。

《并购指引》虽然在技术层面不具有拘束力,但它对日本公司治理的制度环境却产生着直接的影响。为引入《并购指引》所确立的原则,东京证券交易所改变了其上市规则,一家大型的养老基金组织也改变了其投票权征集的指引。正如20年前特拉华州法院引入了“毒丸计划”一样,《并购指引》的颁布也引发了日本资本市场接纳“毒丸计划”的浪潮(或者至少是引发了强烈的兴趣),许多公司纷纷创设了此前被两大部委予以明文禁止的强大的反收购措施。2006年6月,正值股东会召开时节,也是第一次真正检验“毒丸计划”在日本公司管理层的受欢迎程度的时候,大约150家公司都采纳了某一版本的权利方案。一年之后,大约400家公司采纳了“毒丸计划”。

对于活力门收购及其他收购尝试,除了前述制度层面的反应之外,堀江贵文的被捕为这一事件增添了另一层重要意义。甚至在这一意义上,活力门事件也堪比20世纪80年代发生的以下事件:革新了那个年代的并购融资方式的“垃圾债券”的发明人迈克尔·迈尔肯(Michael Milken),在并购浪潮结束之后被起诉,并被宣判犯了证券欺诈罪。与堀江贵文一样,迈克尔·迈尔肯也是第一个吃螃蟹的人,他们揭开了可为商界接受的行为的盖子,但在这一过程中树敌无数。可以认为,这两个人之所以成为诉讼的靶子,其部分原因在于,他们拒绝按照当时规范市场的潜规则(unwritten rules)出牌。当然,这并不是说他们都是无可责难的,问题在于这两个人行事过于高调(至少在一些圈子里的强势人物看来是如此),从而成为了诉讼热情高涨且冷面无情的检控人员的目标。^⑩

^⑩ 堀江贵文和活力门公司受到的处罚,都比此类不当行为在日本通常会受到的处罚要严厉得多。从事白领犯罪的公司高管,通常会被判处缓刑。而且,在活力门一案进行的同时,一家著名的公司因为从事会计欺诈而被判处罚金,但公司并没有从东京证券交易所退市。参见 Norimitsu Onishi, *Livedoor Founder Is Sentenced to Prison*, *International Herald Tribune*, 2007年3月17~18日, at 13。

或许现在对堀江贵文被起诉和定罪一事作出结论还为时尚早,但此时得出两项迥然相异的解读却完全可能。一方面,如果它传递出执法者高度重视东京证券交易所的公平和透明这一信号,则这一动向补充着日本近年来的一些举措,这些举措表明日本正经历着从保护非正式的公司关系向保护投资者的制度转型。另一方面,如果这一案件主要是一起对标新立异者的选择性诉讼——而且诉由并非是违背了日本的法律,而是违背了日本的商业文化——则它表明,尽管过去十年来日本发生了很大的变化,但市场创新仍然面临遭受处罚的危险。然而,即便如此,它也传递出了向法律转型的信号,因为在过去,公司在任管理层更多是用非正式的产业关系以及其与财政部门的非正式联系,来维护或加强其市场地位、处罚竞争对手并形成市场规则。在这方面,相比之下,国家的法律手段被运用得少得多。

五、法律移植的背后:为什么是美国而不是德国的法律

在全球范围内,即便公司治理法律制度趋同于美国模式,亦未必是因为美国法律制度特别优越,而是全球法律职业教育及其结构之变迁使然。以法律需求视角观之,当地法律共同体熟悉移植法律,是移植规则为东道国所用的关键因素。美国在研究生法律教育市场中与日俱增的影响力,对于趋同现象具有重要的解释意义。每年有数以千计的外国研究生(事实上所有的人都已经是律师、法官、检察官、政府官员、公司法律事务顾问或者法律学者)在美国学习法律。全球熟稔于美国公司法律的专业人士与日俱增,产生了明显的“网络外部性”:第一,美国法律的传播,增强了远隔重洋的法律专业人士使用共同法律语言进行交易、或者作为对手进行谈判的能力;第二,这种越来越广泛的基础,增强了全球人士选用美国法律作为准据法的激励,这也给那些运用美国法律来提供专家建议的人士带来了好处。而这些群体在母国进行制度设计时,本能地优先选用美国的法律以为借鉴。日本就是一个最为典型的例子。

接下来,本文回到并购的新规则,并且考察一番为什么日本在制定

指引时会移植特拉华州的并购法理。在这一过程中,日本首先做的是,或者至少是暗暗在做的是,面对敌意收购时日本拒绝作出“本土”的反应,而倾向于采纳“全球”标准。本土的应对措施本来可以对非股东的利益相关方、特别是雇员提供强有力的保护,而雇员一直是“二战”后日本公司运营管理所关注的首要的焦点。追根溯源,这种做法在德国第一部《并购法典》中有所体现,^①它允许公司采取基本上不加限制的任何措施,只要它们得到监事会(其半数成员必须由雇员出任)的多数通过。如果考虑到日本公司法最初是以《德国商法典》为模本——在法律和金融学文献中,日本的公司法渊源于德国的民法——而且“二战”后两国在制度和社会关系方面拥有诸多共同点,则公司价值研究小组有意无意地拒绝接纳德国的模式,特别引人注目。

与移植国外法律时会发生的绝大多数情形一样,作出遵循全球标准的决定,要比作出本土化的反应更易于在实践层面获得正当性。故而,时机非常重要,也就是说,市场的发展变化使得日本公司不适当地受到未经邀请的要约收购的伤害,特别是那些通过潜在的强迫性要约而进行的收购,对日本公司的伤害尤深。另外,考虑到反收购措施的有效性面临着法律方面的不确定性,而且实施此类措施的经验匮乏,这些都阻碍着对于什么构成公平和可操作的反收购措施达成市场共识,因而采取反收购措施的交易成本非常高,公司价值研究小组反复强调这一点。在这种环境下,采纳一种历经市场检验,而且广受尊崇的外国法或做法,可能会被认为是唯一可行的应对之策。而且,这一事件之后的做法——在富于影响力的某一部委组织之下,成立专家委员会来研究国外法律并对日本的政策困境提供解决思路——这在日本有着悠久的历史。

然而,日本为什么选择了特拉华州的法律?法律与金融学研究文献可能会称,这一选择表明大家认可在股东保护方面特拉华州的法律更优。但同属英美法系的还有规范着英国公司并购活动的《并购城市

^① 德国于2000年通过投票推翻了欧盟《第十三次并购指引》后,于同年颁布了《德国并购法》。数年后,大幅修订后的《第十三次并购指引》最终获得通过,德国也修订了其并购法,但仍然在很大程度上保留了以监事会批准为基础的灵活的反应制度。

法典》。¹⁸ 该法典已经是其他一些国家(包括新加坡和马来西亚)并购法律的样板。它代表着与特拉华州迥然相异的并购法律路径,要求目标公司的董事会在面临收购要约时,必须遵循“严格中立”原则,未经股东同意不得创建反收购措施。作为对董事会严守中立的回报,收购要约必须遵守强制性的要约规则,以防止股东遭受不公平或强迫性策略的侵害。由产业和法律专家组成的并购委员会,对并购规则进行解释并对违法者进行惩戒,以强化对《并购城市法典》的遵循。大体说来,日本要移植法律进来,相较于特拉华州的并购法律而言,《城市法典》是更有吸引力的选择。因为复制和执行相对直白的规则,相比于复制和执行国外一套复杂的司法理论,要容易得多。而且,英国并购委员会的准行政角色,相较于特拉华州以法院为中心的路径,也更加符合日本规制经济的传统路径。¹⁹

对于日本为什么决定弃用《城市法典》而选用特拉华州的做法,我们丝毫没有低估特拉华州法律智识上相对较强的吸引力对此决定的影响,但看起来其他一些因素也在影响着这一选择。正如任何移植法律的过程一样,负责解释和执行法律的专家对国外法律的熟悉程度看起来也影响着并购指引的选择。日本的许多律师、经济官员和法官,曾经就读于美国的法学院,故而熟知特拉华州的法律。更为特殊的是,公司价值研究小组成员中至少有三分之一是公司法学者,他们广泛接触过特拉华州的法律。而对于日本的法律共同体而言,《城市法典》则不熟悉得多。与此同时,实施英国式的强制要约规则被认为是不利的,因为其阻碍了潜在的富于效率的部分收购要约,并且要求对证券法中的要约收购规则作出大幅修改,这在通产省与金融监管机构之间缺乏合作的情况下会面临政治问题。²⁰ 或许对于选用《并购指引》的部委以及该

¹⁸ 英国并购委员会于1968年通过了该并购法典,详情请参见 www.thetakeoverpanel.org.uk, 2009年9月20日访问。

¹⁹ 然而,也可以认为,英国城市法典所运用的自治模式与日本战后的管制模式迥然相异,在后者模式下,产业主体显然是在经济部委的督导之下运作。就此而言,英国的路径可能代表着与日本以往监管做法的极大的偏离。

²⁰ 在活力门收购进行之时,日本当时的要约收购规则规定,如果持股超过33.3%,就必须强制性地发出收购要约。但它与《城市法典》的强制性要约规定不同,因为日本的要约方无须对目标公司发行在外的所有股份发出收购要约。

指引所指向的政治群体而言,最为重要的是,特拉华州的并购法理比《城市法典》更为倾向保护管理层。因而,采用《城市法典》将与日本关注非股东利益群体的悠久传统背道而驰,并且会加剧一种忧虑,即境外企业收购日本公司的浪潮将会到来,而公司价值研究小组曾明确表明,减轻这种担忧正是制定指引的原因所在。因而,在所有可能的方案中,特拉华州的并购法律为日本通产省和司法部的拍板人物提供了最佳选择:一种既保护了公司管理层,又为日本所熟悉且能实现政治目标的全球标准。

日本采用特拉华州的标准并且在《并购指引》中将“毒丸”措施合法化,与用利益集团来解释特拉华州法律的发展具有许多有趣的相似之处。直接参与制定并推动这些指引实施的(日本和美国的)律师和财务顾问们,并没有忘记通产省的这项工作所带来的潜在而巨大的商业机会。如果选用《城市法典》将极大地制约美国的顾问在日本公司控制权争夺战中的作用,并提升英国律师事务所在日本的法律服务市场中的作用,而在当时看来,并购市场是日本一个潜在的、全新而庞大的市场。相反,在过去的二十年里,美国的律师事务所长驻日本,并且得到了日本的大量潜在的利益惠顾。可以说在一夜之间,日本 3000 多家上市公司都引入了“毒丸计划”这一在美国获得发展并经市场检验的复杂的法律技术,从而创造了一个全新的市场。虽然根据日本的公司法,美国版的“毒丸计划”不能被直接采用,但由于日本公司所处的制度环境已经带着明显的美国风格,美国律师事务所在敌意收购和反收购措施方面累积的经验,对于日本的公司极富吸引力。对于日本律师中的精英而言,他们中的绝大多数接受过美国法学院的教育,并且是纽约州或加利福尼亚州的律师协会会员,移植美国的法律,特别是将美国的“毒丸计划”改造成合乎本国法律制度之需要,会带来巨大的、全新的商业机会。事实上,日本的律师事务所迅速着手运用不同的结构来克服日本公司法提出的技术障碍,从而创造他们自己的“毒丸方案”。

问题的关键并不在于通产省屈服于特殊利益集团,或者说选用特拉华州的法律是为了居心叵测地掩盖保护主义。问题的关键仅仅是,日本的选择是多元动因作用之结果,因而,这一选择到底传递的是日本

向股东至上标准的理想模式趋同的信号,还是向提供了更优的股东保护标准的特拉华州公司法趋同的信号,极为含糊不清。

六、余论:活力门收购事件的经济与社会意义

这些发展和演变对于日本公司治理意味着什么?或者更宽泛地说,它对于日本战后的资本主义究竟意味着什么?在此一阶段,可能会出现若干潜在的场景:考虑到向美国公司治理制度的强势趋同之可能性。如果日本效仿美国,它的改革路径十分清晰。一个可能的变革是独立董事在日本的公司治理中将发挥更显著的作用。任职于董事会的独立董事将会增加,而且,由于独立董事的参与将使法院更可能在事后裁决中认定创建或保持“毒丸计划”是否公平、是否构成对敌意收购的妥当回应,独立董事将成为并购设计和谈判中的重要角色。这样,在公司控制权争夺战中,在包括股东、管理者和雇员等在内的全新的竞争性群体里,独立董事就发挥着仲裁员的关键作用。^④这与日本战后的做法有很大的差异。战后经济的高速增长及友好的商业联盟中稳定的持股结构,给予管理者相当大的空间来追求“公司的”利益(主要是指雇员、债权人、贸易伙伴,以及股东的利益,其次序依此排列)。因而,敌意收购活动可能会促使独立董事委员会作为日本公司中一个新的权力级,获得长足的发展。

公司管理层的这些适应性反应,可能会触发其他市场主体作出策略性举动。普遍存在的“毒丸”会大量诱发日本目前还绝少运用的投票委托书征求战,人们会将其用作驱逐在任管理层的一种手段,并借此祛除反收购措施。或许最为重要的是,日本近期的经验表明,随着市场主体不断地要求审查反收购措施的合法性,公司诉讼案件显著增加。的确,很快地,一位国外机构股东提起诉讼,要求法院审查日本首例公

^④ 的确,现在对于在日本的语境之下什么情况构成“独立”,有着很大的争议。公司法并不要求独立董事出席公司董事会,在其他任何法律或司法裁决中,也没有关于“独立”的正式的界定。相反,公司法在指称“外部”(shagai)董事时所运用的范围之宽泛,足以涵盖来自于母公司或兄弟子公司的董事。《商法典》第188条。

司“毒丸”的合法性。随着法院面临着形形色色的、稳步增长且行走于现行法律边缘的市场创新所带来的新问题,日本的公司法理将获得进步和提升。^②

在这一情境中,灵活性更强、也更易接受股东监督的日本的公司法律制度,正在经受着周边资本市场和股东权益分配变化的“重压”。正式的公司治理制度之外的动因,带来了重大的变革。例如,活力门中的崛江贵文推动了公司制度之革新,而根据旧有的法律制度,更有效率地配置公司资产,会被污蔑为传递了公司失败或社会不和谐的信号。最终,接踵而至的转型,迫使公司高级管理人员放弃现有的制度安排。正如罗纳德·吉尔森(Ronald Gilson)(Gilson 2006a)所叙述的那样,美国20世纪80年代发生的故事也大抵如此。类似的正式公司治理框架之外的发展演变,带来了强大的变革压力,以至于那些留恋现有制度的人、特别是高级管理人员也无法独善其身。其结果是美国公司治理发生了剧烈的转型:从一个对于狭隘的高管人员破坏公司价值的决定仍予大力保护的制度,转向一个拥有着使国际变革的提议生机勃勃的品质的制度典范。

然而,也有可能对日本作出一套完全不同的制度解读。时下的变革所触发的适应性和策略性反应,并没有使日本的公司治理制度不堪重负。相反,《并购指引》可能只是增加了公司管理层自我继续的能力,指引将“毒丸计划”合法化,可能只会锁定狭隘的公司管理层,并完美地替代正在消逝的、曾经作为稳定的持股和交叉持股之基础的制度安排。正如吉尔森指出,在美国,“毒丸计划”能够作为一种保护股东利益的谈判工具,而不仅仅对威胁着在任管理层的收购起着遏制作用的工具,这是因为独立董事这一基础制度的存在、能够判断“毒丸计划”之动机是否正当的法官以及资本市场的压力(Gilson 2004)。如果日本缺失了其中的大多数基础制度——确实可以看出其中基础制度的许多重要差距——“毒丸”将把大量的市场主体冻结在其轨道上。在

^② 正如特拉华州大法官法院所称:自从20世纪80年代以来,在很大程度上是法官创造的《公司并购法》一直没有停止前进的脚步,以赶上不断发展和新战术层出不穷的公司并购实践,而它正是这一重要的经济领域的显著特征。Carmody v. Toll Brothers, 723 A. 2d 1180 (Del. Ch. 1998).

路径依赖的情境中,采用特拉华州的并购法律,强化了既有制度安排而不是实现了其转型。

然而,在所有可能性当中,包括上文的描述所勾勒的场景中,无论是“毒丸计划”导致了日本公司治理向美国强烈地趋同,还是“毒丸计划”产生了冻结效应,它们都不会像人们所设想的那样原样不变地发生着。这种判断源自于一个基本事实:特拉华州的公司并购法理,在美国与在日本的运作状况完全不同。法律的移植总是一场痛苦的实验,而且这种特殊的移植可能更加不可预期。日本已经植入的不是单一的法律规则或程序机制,而是一套复杂的普通法法理和精巧的法律技术,后者以股东权利计划的形式出现,它与市场的发展演变共生共存数十年,而市场之发展演变又通过策略性和适应性反应的循环往复进程来完成。相反,《并购指引》却是法律变革这一迅速的、自上而下的进程之产物。如果我们考虑到特拉华州那套由定义宽松、注重事实的标准组成的并购法理,即使在其美国本土也不确定(Kamar 1998),那么这一实验的后果将更难判断。如果正如 Hansmann 和 Kraakman(2001, 459) 所称,掌握在特拉华州法院手中的特拉华州公司法代表着“不确定的事后决定的更为极端的形态”,则由那些在不同的社会和经济环境中成长起来的、职业训练也不尽相同的日本法官,来运用这套有着相同的开放式结构的规则,其结果极可能更不确定。至少,考虑到流动性相对较弱的日本劳工市场以及积极介入以保护员工免受解雇的司法传统,日本的法官被期待着更多关注那些危及稳定雇佣关系的并购。因而,特拉华州的法律在东京的运作,与其在维明顿(Wilmington)的运作看起来会迥然不同。

与任何法律移植一样,日本的主体也在调整着特拉华州的法律原则,以适应其自身利益的需要,而且该法律的伸缩性也足够强,公司股东和管理者可以策略性地运用它们。这一现象既不鲜见又并非一定不利,但它值得关注。移植过来的标准因解读者利益需求之差异而被赋予了不同的含义。活力门一案的裁决甫一发布,为寻求扩大“毒丸计划”的市场份额,日本的一些律师提出了观点——当然不是特拉华州法律“面授机宜”的结果——只有提前安排好的反收购措施才能通过司法审查。美国的法律和金融顾问——他们大体上是特拉华州公司法

发展演变的大赢家(Macey 和 Miller 1987)——积极促成将《并购指引》作为填补日本公司法漏洞的最佳方法,而日本公司法近期即面临着敌意收购。就此而言,牵头制定指引、并促使日本采纳了特拉华州法律的通产省,在其中发挥的作用无疑值得一提。虽然通产省的努力与其近年参与其他公司治理的变革一脉相承,但它可能并不是整合各方力量、从而对敌意并购作出回应的最适格的机构。通产省并不拥有公司法或证券法事务的正式管辖权,其他政府部门,例如金融监管局、证券交易监管委员会(大致类似于美国的 SEC)看似更适合对这一政策事宜作出公司治理方面的回应。然而,通产省更贴近于公司企业部门,后者在针对敌意收购的反收购措施获得批准方面,显然拥有最为直接的利益。通产省以牵头制定了不具有拘束力的指引的方式迅速作出反应,而没有以其几乎没有任何话语权、也完全没有持续性影响的立法的方式作出回应,从而巧妙地确保了在这一经济政策重要领域的未来发展演变中,通产省始终居于核心的地位。然而,同样值得关注的是,迄今为止,与特拉华州法院不同的是,日本的法院看起来并不愿挺身而出,使自己承担起公司控制权争夺战的仲裁者这一关键角色。

活力门案件及其余波,是日本的法律在支撑市场活动方面发生广泛变迁的一大表现。虽然 20 世纪日本经济的成就在一定程度上依赖于成功地界定、并且保护了产权的法律制度(Ramseyer 和 Nakazato 1999),但这一时期对正式的法律的需求相对较低。^② 正式的制度与规则主要是被用来协调关键主体之间的关系,^③以及在关系破裂时发挥着“结束游戏”[endgame,借用了 Bernstein(1996)的术语]的标准的功能。首先,加入拥有市场权力并能借助监管部门而发挥影响的集团,或者与其联盟,就能够获得保护。这一体系的信用绝大部分并非来自于法律的威权,而是来自于精英的智识及官僚机构在制定经济政策和监管市场中的核心作用。监管者通常会运用非正式手段来传递政策变迁的信号或实现监管目标。相形之下,法律的变革步履缓慢,并且绝对对

^② 关于战后时期对公司法需求之低的证据,请参见 Milhaupt(2001)。

^③ Gilson, Ronald, and Curtis Milhaupt. 2005. Choice as regulatory reform: The case of Japanese corporate governance. *American Journal of Comparative Law* (553): 343-377.

市场的紧急事态作出回应。20 世纪的日本公司法变革,许多是“政策推动”而不是“需求驱动”。简而言之,虽然法律是治理结构中的一项重要背景因素,法律的许多功能被基于关系的非正式安排取代了,而且立法过程本身集权化,排斥了私人主体的直接参与。

然而,许多因素交织在一起,共同促使日本经济的高速增长走向终结。这些因素包括稳定的公司联盟的解体,官僚机构的声望下跌,以及新的市场主体的进入等,它们都提升了以法律调整市场主体之间关系的需求,也帮助改变了立法的进程。近期,日本公司的股东构成及持股范式的变化,可能是这一变迁中最显眼的标志。^⑤ 金融机构持股的市值,从 20 世纪 90 年代早期占比 43%,跌至 2006 年的 31%。在这一群体中,商业银行的持股份额急剧下挫,从 1992 年将近 16%,跌至 2006 年的不足 5%。在同一期间,公司持股的份额也从 29% 跌至 21%。值得注意的是,日本机构股东减少的持股份额,被境外投资者所增加的投资份额彻底抵消,后者 1992 年持股的市值占比 6%,2006 年上升至将近 30%。几乎所有的这些股份,都由境外机构投资者所持有,它们都积极参与了其组合投资中的公司的经营管理。同样重要的是,股东的持股范式也发生了变化,体现着日本战后公司所有权结构特征的交叉持股和稳定“友好”的持股范式也显著地消减了。以市值为计算依据,从 20 世纪 90 年代早期至 2002 年,交叉持股比例的下降超过了 10%。此间,长期持股的比例则下降了将近 20%。

现在,市场主体越来越多地倚赖正式的法律制度来界定和保护产权,并为复杂的市场活动提供规则。以非正式手段来传递各种信号和执行政府政策,遭到了广泛的批评,批评者认为其既不透明,也不符合日本的经济状况,甚至还会侵蚀日本的民主。^⑥ 正如日本的首相顾问委员会所说,近期的法律变革“正致力于从[事先]过度控制/规制型,转向[事后]审查/救济型,推动着政府部门的分权、改革臃肿的行政体系、提高行政能力……”(司法制度改革委员会 2001,8)。其结果是,日

^⑤ 关于股份所有权的数据,来源于东京证券交易所 <http://www.tse.or.jp/english/market/data/shareownership/index.html>。

^⑥ 相关内容可参见 2001 年司法制度改革委员会。

本的立法已经变得相对分权化,并且更富有竞争力。更多的主体参与了立法,许多新规则在制定时,也以增加市场主体的选择权而不是施加强制性要求为导向。^②

活力门收购及其余波,象征着人们对法律在日本经济治理中的作用的期待,正在发生变化。与以往通常做法迥然相异的是,各方大量运用全新的法律技术(股份购买权)并依赖法院来保护自身利益。在这场控制权交易争夺战中,一部新的公司法(以针对反收购措施的重要的司法裁决的形式)被创造出来,以帮助消除市场的不确定性。人们甚至启用了刑法来使股票市场免受误导性财务信息披露的侵害。然而,这一事件也表明,转向更多地运用法律来实现治理,其本身也蕴涵着诸多复杂性。在如何应对敌意收购这一关键的政策方面,政府机构并没有彻底将其威权让给法律制度。相反,它们迅速行动起来,广泛听取受众的看法,并以颁布协调了各方期待和市场行为的《并购指引》的方式,做出了一个非正式(不具有法律拘束力)的回应。绝非巧合的是,这一做法仍然将政府机构置于行动的核心。而且正如前面所讨论的,本案动用刑事法律力量所传递出来的信号极为含糊不清:它表明了必须强化市场透明度和信守法律,还是表明市场创新者将会受到惩罚?

活力门事件及其发展演变所衍生的最后一个观点,与公司法在成功的经济体中所扮演的角色有着特别的关系,这也是法律与金融学文献所反复推演过的命题。此类研究文献广为宣扬的观点是,在保护小股东方面,公司法“举足轻重”,而且独一无二。然而,考虑到正如我们所见的,在这方面特拉华州公司法也含糊不清,实际上日本的情形也表明,在制度转型期间,日本公司法所发挥的协调功能对于经济的成功至为重要,特别是在研究了20世纪80年代特拉华州所历经的变迁之后,此点尤为明显。

在美国和日本这两个世界上最大的经济体的制度转型的关键时期,公司法在市场创新和法律的策略性反应之间的高度循环往复的进程中,居于核心地位。在这一过程中,许多主体在追求其自身利益的过

^② Gilson, Ronald, and Curtis Milhaupt. 2005. Choice as regulatory reform: The case of Japanese corporate governance. *American Journal of Comparative Law* (553): 343-377.

程中,都在努力创造或者适应新的规则。虽然在这两套制度中,市场预期得以调整的准确方式可能有所不同,但都明显地遵循了以下类似的范式:在这一进程中的关键时刻,一些市场人士,例如,在我们的制度剖析中居于核心地位的敌意收购方,打开了潘多拉的盒子,迫使法律制度对新情况和新问题作出回应,从而触发了新一轮的适应性反应。这一进程不断往复,直至所有的主要市场主体达成了一套关于事物如何运作的、全新而相对稳定的内心预期,而且一套更适合于市场现状的全新的公司治理制度逐渐形成。相对而言,在美国,特拉华州最高法院批准了这项“说不”的防御措施以及“毒丸计划”的所有相关主体均接受了该计划的当前样态的时候,这一进程才告结束。在日本,接受一套全新的司法裁决、接受诸如权利计划这样的全新的法律技术以及接受对正式的公司和证券法律构成补充作用的不具有拘束力的指引的进程,近期才急切地启动。然而,关于怎样才构成对敌意收购的合理反应,董事会、股东及其他主体在设立反收购措施的过程中如何行事方为妥当,诸如此类的预期已经受到了影响。日本在把国人所不熟悉的并购法理运用于本国的政治经济中时,将面临预期的不断调整,但日本终将在这一进程中找到自己的平衡点。

由于经济状况恶化,日本在短期内经历了剧烈的制度转型。与“失落的十年”这一与日本20世纪90年代息息相关的别称远远不同的是,对于日本的法律与经济制度来说,用“沧海桑田的十年”来形容更为恰当。而日本是否会吸收、以及如何吸收晚近以来引入的所有全新的法律技术,日本的制度最终将以什么面貌出现,仍然是未定之数。然而,几乎没有疑问的是,活力门事件以及相关事件的发展演变传递出一个信号,即日本正在经历一个以更富于竞争性的法制经济为目标的制度转型。

然而,堀江贵文遭到起诉,为这一重要的事件添加了一个含糊不清的注脚。它是否传递着监管部门下定决心要为日本资本市场创造一个更为透明、更为健康的法制环境的信号?或者它是一种对于动摇了日本传统商业伦理的行为的严厉惩罚?如果是后者,那么它传递出来的信号是:日本的改革表面上轰轰烈烈,但实际上却远非如此深远。在更深的层面上,活力门收购案件揭示的意义是,法律制度的移植拥有远远超出技术移植的经济与社会含义。