

[专论]

日本反并购防御新准则的实施

——从特拉华州制定“公平合理”的公司并购规范所得的经验和教训/杰克·B·雅各布著 赵炳昊译

关于我国公司特别清算法律制度的建构/刘振

CEO与上市公司治理结构的完善/郭玉昆

[专题研究]

有限责任公司与中小企业的契合性/李晓慧

中小企业的划分标准及对企业形态的意义/姚晋升

2007年第4辑 (总第12辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所
最高人民法院民事审判第二庭

主办

人民法院出版社

[法治杂谈]

病态公司的药方

——法学家的提问与经济学家的辩驳/胡胜国

[法官律师论坛]

解散公司诉讼中的若干问题研究/彭劲荣

冲突规则的协调

——拍卖中股东优先购买权的保护困境与解决路径/罗发兴

关于股东权约定限制规则的确定/刘慎辉

公司决议诉讼之裁判思路/冒金山

[域外公司法]

西班牙公司道德守则/王金根 译 Donald Wong 校

[高峰论坛]

我国要不要制定《商法通则》/整理人:王晔人

2007年第4辑 (总第12辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所 主办
最高人民法院民事审判第二庭

人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司法评论. 2007 年. 第 4 辑: 总第 12 辑/赵旭东、
宋晓明主编. 北京: 人民法院出版社, 2008. 8
ISBN 978 - 7 - 80217 - 523 - 5

I. 公… II. 赵… III. 公司法 - 研究 - 中国
IV. D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 118657 号

公司法评论 2007 年第 4 辑 (总第 12 辑)

赵旭东 宋晓明 主编

责任编辑 林志农
出版发行 人民法院出版社
地 址 北京市东城区东交民巷 27 号 (100745)
电 话 (010) 67550563 67550575 (责任编辑)
67550516 (出版部) 67550558 67550551 (发行部)
网 址 <http://courtpress.chinacourt.org>
E - mail courtpress@sohu.com
印 刷 汉印印刷有限责任公司
经 销 新华书店

开 本 787 × 1092 毫米 1/16
字 数 240 千字
印 张 13.5
版 次 2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 80217 - 523 - 5
定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究

编辑委员会

编委会主任 江 平

编委会成员 (以姓氏笔画为序)

王卫国 王利明 王保树

王家福 邓荣霖 石少侠

江 平 吴志攀 宋晓明

赵旭东 奚晓明 黄松有

主 编 赵旭东 宋晓明

副 主 编 李建伟 林志农

编辑办公室 吴伟央 沈 莹 吴 冬

杜 瑶 过 琳 王艳华

目 录

[专 论]

- 1 日本反并购防御新准则的实施——从特拉华州制定“公平合理”的公司并购规范所得的经验和教训
/ 杰克·B·雅各布 著
赵炳昊 译
- 27 关于我国公司特别清算法律制度的建构
/ 刘 振
- 44 论公司清算中未申报债权的法律后果
/ 李志强
- 53 CEO 与上市公司治理结构的完善
/ 郭玉昆

[专题研究]

- 65 有限责任公司与中小企业的契合性
/ 李晓慧
- 81 中小企业的划分标准及对企业形态的意义
/ 姚晋升
- 97 关于有限公司若干概念的辨析
/ 李建伟

[法治杂谈]

- 111 病态公司的药方
——法学家的提问与经济学家的辩驳
/ 胡胜国

[公司人物]

- 115 十二位民营企业家的罪错之路

[法官律师论坛]

- 153 解散公司诉讼中的若干问题研究
/ 彭劲荣
- 162 冲突规则的协调
——拍卖中股东优先购买权的保护困境
与解决路径
/ 罗发兴
- 172 关于股东权约定限制规则的确定
/ 刘慎辉
- 182 公司决议诉讼之裁判思路
/ 冒金山

[域外公司法]

- 192 西班牙公司道德守则
/ 王金根译 Donald Wong 校

[高峰论坛]

- 196 我国要不要制定《商法通则》
/ 整理人: 王喲人

[专论]

〔编者按〕美国特拉华州最高法院大法官 Jacobs 具有丰富的公司案件司法裁判经验，相关公司法学的著述颇丰，在美国公司法学界享有盛誉。应有关部门邀请，他将于近期访问中国的大学与科研机构并进行学术交流活动。经过努力，我们荣幸地联系到曾经担任他的法官助理（Law Clerk）的宾夕法尼亚大学法学院博士生赵炳昊先生，并相商由 Jacobs 大法官以及相关学术刊物授予系列论文的中文翻译版权、由赵博士翻译、由本刊连续发表。敬请关注。

本辑收录的这篇文章系 Jacobs 大法官在日本东京大学法学部的演讲。文章主要从特拉华州规范反收购防御措施经验角度探讨日本公司法的反并购防御准则。这篇文章对中国读者的意义可能包括以下几个方面：（1）可以详细了解特拉华州公司并购法的发展历史，作者是特拉华州公司法发展的参与者和主持者，文章有相当高的权威性。（2）该文分析了美国的公司法，又相应地介绍和评价了日本的公司法，具有两国公司法关于公司并购立法与司法经验的比较法价值。（3）我国目前对特拉华州公司收购法最新发展的介绍还较少，本文对我国读者了解特拉华州公司并购法的新发展也有重要价值。为了解释一些比较复杂的内容或者是相关的背景资料，译者赵炳昊博士增加了一些译者注，以帮助读者更好地理解本文的内容。

日本反并购防御新准则的实施——从特拉华州制定“公平合理”的公司并购规范所得的经验和教训*

杰克·B·雅各布 (Jack B. Jacobs)** 著

赵炳昊*** 译

引 论

我非常荣幸受邀为这么多杰出的日本律师、学者和企业家演讲,而且演讲的题目对日本和日本的福祉如此重要。由于日本公司近年来开始遇到敌意收购的问题,这些公司的董事会和管理层是否可以采用防御措施阻止收购,以及这样的防御措施要依据什么样的标准,就成了一个课题。要说我对

* 本文英文原文首发于东京大学法学与政治学研究生部《法律与政治杂志》2006 年第 3 期, [Jack B. Jacobs, Implementing Japan's New Anti-Takeover Defense Guidelines: Part I: Some Lessons from Delaware's Experience in Crafting "Fair" Takeover Rules, 3 University of Tokyo Journal of Law and Politics 83 (2006)]。此后,本文转发于纽约大学法学院《法律与经济杂志》2006 年第 2 期, [Jack B. Jacobs, Implementing Japan's New Anti-Takeover Defense Guidelines: Part I: Some Lessons from Delaware's Experience in Crafting "Fair" Takeover Rules, 2 N. Y. U. J. L. & Bus. 323 (2006)]。东京大学法学与政治学研究生部《法律与政治杂志》以及美国纽约大学法学院《法律与经济杂志》授权译者翻译本文。译者对本文的中文译文负责。

** 美国特拉华州最高法院法官;纽约大学法学院兼职教授。雅各布大法官于 1967 年毕业于哈佛大学法学院,获法学学士(LL.B.)学位。自 1968 年起雅各布大法官在美国特拉华州威尔明顿市任律师,主要从事公司法与商事法律的诉讼,1985 年 10 月被任命为特拉华州衡平法院(Delaware Court of Chancery)法官,并于 2003 年被任命为特拉华州最高法院(Delaware Supreme Court)大法官。本文是雅各布大法官应东京大学法学院邀请于 2005 年 11 月 14 日在日本东京大学的演讲稿。

*** 中国政法大学法学学士、法学硕士,宾夕法尼亚大学法学院法学硕士(LL.M.)、法律博士(J.D.),法学博士候选人(S.J.D. Candidate)。2006~2007 年在美国特拉华州最高法院任雅各布大法官(Justice Jacobs)的法官助理(Law Clerk)。现为美国凯威莱德律师事务所驻纽约总部(Cadwalader, Wickersham & Taft LLP)执业律师。

这项讨论有何助益,那只是因为我担任特拉华州法官的职务,在此之前曾做过公司法诉讼律师,得以在过去的30年当中观察到并亲身体验到在特拉华州法律环境下解决相同问题的历程。

和美国不同,日本在近年来才遇到公司控制权争夺战带来的问题。其中的两个典型案例是三井住友信托收购日联银行集团案(Sumitomo Trust - UFJ)和活力门公司收购富士电视台案(Livedoor - Fuji TV)。从这两个案例中产生了一些重要的司法规则。因为这一发展对于日本历来的商业惯例和实践来说相当陌生,这种有关公司控制权的争夺竞争引起了广泛的关注,所以日本政治经济界的名流都在对这种新情况作出积极地回应。^①

在这些回应中,迄今为止最为重要的是日本经济贸易与工业部(METI)组建的一个由专家和商业代表构成的小组,称为“企业价值研究小组”,由东京大学的神田秀树教授任组长。小组的工作目标是“促进日本商界并购公平规范的建立”。^②研究小组的工作主要遵循以下四项基本原则:提升企业价值、全球化标准、平等对待外国和日本企业、以及选择多样化。经过长达9个月的紧张工作,小组开展了研究,并与公司高层、机构投资者、律师、学者和法官广泛会晤,并对美国和欧洲的反收购判例和防御机制进行了深入的调研。

这一努力产生了两项重要的成果。首先是企业价值研究小组在2005年5月27日发布了一百多页的《企业价值报告》。该报告详细阐述了西方国家公司并购(“M&A”)的历史,并购机制和并购规范,以及日本的并购规范。该小组随后设计了一系列标准力图在日本建立“公平合理的规范以提升企业价值”,并建议日本政府采纳体现了该标准的“企业价值防御准则”。

第二项成果是日本经济贸易与工业部和日本司法部在2005年5月27日发布的“为保护和促进企业价值和股东共同利益的反收购防御准则”。这项准则体现了企业价值报告中包含的建议。为了便于理解,我在本文中把这个

① 见Curtis J. Milhaupt,《在特拉华州的阴影下,敌意并购在日本的兴起》,105 Colum. L. Rev. 2171 (2005)。

② 企业价值研究小组:《企业价值报告5》(2005年4月27日),可登录http://www.meti.go.jp/policy/economic_organization/pdf/houkokusyo_hontai_eng.pdf查阅,最后访问时间:2008年7月14日。[下文称为《企业价值报告》]

文件称为“《准则》”^①。虽然日本经济贸易与工业部和司法部没有将《准则》作为一部约束性法律来发布,但是他们仍希望“通过广泛遵守和必要修订,《准则》可以成为日本商界的行为规范”。

《准则》和作为其基础的《企业价值报告》在多个方面意义非凡。首先,日本在此之前没有任何准则可以用于指导目标公司董事会如何恰当地对敌意收购作出反应,上述文件为日本的商界提供了一套成熟的收购防御原则。其次,上述文件明确排除了英国、新加坡和马来西亚等国家采用的“城市法典”收购监管办法。“城市法典”要求目标公司的董事会在遇到要约收购时要保持严格中立,并禁止董事会未经股东大会同意就采取抵御收购的措施。结果是,这些国家通过强制要约收购规则(Mandatory Offer Rule)^②防止了收购方以不公平或者胁迫手段收购目标公司,实现了对公司收购的监管。^③但是《企业价值报告》和《准则》则采用了在美国和一些欧洲国家得到广泛认可的办法,也就是目标公司的董事会可以采取防御措施,只要这些措施是公平且合理的。

最好,也是我最想说的是,《企业价值报告》和《准则》所采纳的针对收购防御的公平及合理标准在很大程度上是来自于特拉华州的企业并购法律制度——这套法律制度是由法院而不是立法机关和政府执法部门创建和执行的。^④《准则》所依据的收购防御措施原则借鉴了特拉华州判例法信奉的一些原则,这包括:保护并提高企业价值以及股东的整体利益;要求公司对股东全面披露收购防御措施存在的事实和其他详细情况,以便股东作出适当的投资决策;并且禁止过度的收购防御措施。^⑤此外,《准则》的贯彻实施方面同样借鉴了特拉华法律制度。《企业价值报告》讨论了怎样确保和提高收购

① 日本经济贸易与工业部、日本司法部:《为了保护 and 促进企业价值和股东共同利益的公司收购准则—第三部分》(2005 年 5 月 27 日),可登录 http://www.meti.go.jp/policy/economicorganization/pdf/shishin_hontai.pdf 查阅,最后访问时间:2008 年 7 月 14 日。[以下简称《准则》]

② 译者注: Mandatory Offer Rule—强制要约收购制度,是指当要约收购者收购目标公司股份达到一定比例时,法律将强制其向目标公司的剩余股权持有者发出全面要约。这种制度设计以英国为代表,目的是为了防止收购者利用其优势伤害目标公司小股东的利益。

③ Curtis J. Milhaupt,《在特拉华州的阴影下,敌意并购在日本的兴起》,第 2205 页。《城市法典》(规则 9)要求收购了目标公司 30% 或更多投票权的股东必须发出要约收购所有已发行股份。此外,还要有一个由专家组成的并购小组,从事各种法律解释和惩戒工作,专门监管对本法典严格遵守的情况。见以上著作第 2205 页。

④ 同上,第 2194~2198 页,第 2204~2207 页。

⑤ 《准则》,第 1~2 页。

防御措施合理性的方法,包括(举例来说):保留潜在收购人通过代理投票竞争更换现任董事会的权力,让独立董事和独立顾问参与收购防御措施的设计,允许目标公司采用“可嚼碎的毒丸”而禁止采用“永久毒丸”。^①

这并不是说《企业价值报告》、企业价值研究小组或者日本经济贸易与工业部和司法部全盘采纳了特拉华州的公司并购法律制度,显然它们并没有这样做。例如,特拉华允许公司采用董事轮换制,但是《企业价值报告》和《准则》并不赞同董事轮换制。同样,为了保证公平性,《企业价值报告》和《准则》比特拉华州法律更强调这些抵制敌意收购的防御措施需要得到股东批准。而且,《企业价值报告》不建议直接移植关于公司控制权变动的“露华浓原则”(“Revlon Doctrine”),因为在什么情况下目标公司需要承担露华浓义务具有不确定性(即使是在美国也存在适用“露华浓”原则不确定性)。^②尽管如此,我认为,准确来说,《企业价值报告》和《准则》的作者得出了这样的结论,即采纳一套主要源于特拉华州公司并购法律制度或者受其影响的原则,可以最大限度地为日本商界和日本经济服务。

我认为,特拉华州公司并购法的发展可以作为日本值得汲取的经验。特拉华州的公司并购法律不是一夜之间产生的,它是过去30年以来法律不断演变发展的结果。在美国独特的制度框架内,它在互相影响、不断变化的经济、市场和法律等多种力量构成的大熔炉内炼成,并且直至今天这个法律还在继续发展着。

我认为,特拉华州经验教训在于告诉我们应该指望日本“公平”的公司并购规则一成不变,无论这些规则是来源于何处。日本和美国一样,也将敌意收购的兴起看作“过去数10年市场和公司法发展”的结果。^③与美国在20世纪80年代中期的经历相似,日本公司和法律环境变得更有利于敌意收购的发生,但是人们还没有开始关注日本目标公司董事会可以采用什么样的收购防御措施。^④现在日本决策者决定在日本移植一部分特拉华州并购法律制度,其目的是希望在日本建立一套可以立即适用的规范,避免美国 and 特拉华州所经历过的多年探索和试错。现在,没有人可以预测这种试验的结

① Milhaupt,《在特拉华州的阴影下,敌意并购在日本的兴起》,105 Colum. L.,第2196~2197页;《企业价值报告》,第78~102页。

② Milhaupt,《在特拉华州的阴影下,敌意并购在日本的兴起》,第2196页第88注。

③ 同上,第2175页。

④ 同上,第2175~2176页。

果,也没有人知道日本所发展的公司并购法律制度与特拉华州的制度有多相似。^①但是,至少我认为可以预见到日本公司并购法律制度的演进是不可避免的。如果以史为鉴,日本在发展“公平”的并购规范时将会经历其特有的发展历程。

在今天经济全球化的语境下,日本实施任何形式的并购规范肯定会遇到和美国同样的宏观经济推动力,经历同样的发展过程。唯一的不同是这一发展过程将会具有日本自身制度框架的特点。^②简而言之,特拉华州公司并购法律原则的发展可以作为对日本有用的研究案例,在接下来的时间里,我将阐明特拉华州的“公平合理”的公司并购规范在过去的 30 年间是怎样发展成了今天这个样子的。

II. 萌芽期:特拉华州传统审查标准的局限性和对其他优良标准的探索

(一) 传统标准:商业判断规则和完全公平标准

美国并购法律的早期(或者萌芽期)的发展的时间跨度为 1960 年到 1985 年,从 1960 年收购要约成为敌意收购的工具到 1985 年的优尼科判决。^③在此期间,法院在审查公司管理层行为的合法性时只有两种基本的司法审查标准作为主要工具:商业判断规则和完全公平标准。当董事会被指控在尚未充分了解情况就作出企业经营决策的时候,法院就采用商业判断规则

① Milhaupt,《在特拉华州的阴影下,敌意并购在日本的兴起》,第 2209~2210 页。

② 这种看法并不稀奇,其他人也曾明确表达过这种观点。参见 William B. Chandler, III,《敌意并购和毒丸在日本:从司法的角度》,2004 Colum. Bus. L. Rev. 45 [以下称为钱德勒文]。如同 Curtis J. Milhaupt 教授 2005 年 9 月在密歇根大学法学院的演讲中所说,这个过程“处在世界两个最大经济体的制度转型的关键时刻,公司法已经成为市场频繁反复的变革进程和关键性法律制度反应的焦点……当日本把特拉华的并购法律制度移植到其自己的政治经济制度中时,它将在这个不断调整预期的过程中找到自己的平衡点。”Milhaupt,《在特拉华州的阴影下,敌意并购在日本的兴起》,105 Colum. L., 第 2214~2215 页。

③ 在此之前,收购公司的主要手段是代理投票竞争,这主要受到联邦法的监管,尤其是《1934 年证券法》[15 U.S.C. 78 (2000)]和《美国证券交易委员会代理投票规范》(17 C.F.R. 240.14a, et. seq),而不是受特拉华州信托责任原理调整。代理投票竞争是指敌意收购人通过争取公司股东授予委托投票权,从而获得足以罢免若干或者全部现任董事会成员,并任命自己提名的候选人。在这种竞争中,目标公司的管理层也将发起针锋相对的拉票战,争取足够的选票,选举他们自己的候选人。除了少数例外情况,这并不涉及州衡平法,除非现任管理层不是启动自己的反投票代理竞争,而是采取了抵御收购的防御措施。这些例外的判例参见 Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc., 285 A.2d 437 (Del. 1971); 也可参见 Lerman v. Diagnostic Data, Inc., 421 A.2d 907 (Del. Ch. 1980)。

审理这类案件，以审查董事会是否尽到了“审慎注意义务”。按照商业判断规则，法院假设在作出商业决策时，“公司董事会在了解情况的基础上按照诚信原则行事，并且真心相信采取的措施符合公司的最大利益。”^① 除非原告股东可以通过举证推翻这种假设，否则法院将判决董事会胜诉。

如果董事会或者管理层被指控假公济私，也就是说不忠实履行职责或者不诚信行事，^② 法院就会适用另一种审查标准——完全公平标准来审查此类案件。在这类案件中，董事和管理层有义务证明他们的行为或者决定从程序和对价两方面对公司和股东来说都是完全公平合理的。^③

但是，以上两种标准并不十分适用于解决敌意收购产生的问题，这主要是由于以下两方面的原因：其一，董事会对敌意收购尤其是要约收购的抵制，并不能被这些标准所旨在规范的情形所囊括，其二，这些标准带来了一些不确定的风险，适用范围要么过于宽泛要么过于狭窄。商业判断规则假设董事会对公司的经营和财产处置作出了“商业判断”，但是，敌意收购人直接向股东发出的购买股票的要约至少在形式上仅仅是要约人和股东之间的交易，这并不需要董事会批准，也似乎与公司的“商业（或者说业务经营）”完全无关。

完全公平标准也并不适合公司并购这种事实形态。该标准一般适用于法院审查大股东的自我交易或者与公司有利害关系的董事会所批准的交易。但是，在很多批准设置敌意要约收购防御措施的公司董事会中，独立董事实际上占大多数，他们的利益（不像那些“内部”董事）不会受到敌意收购要约成败的影响。因此，这类案件不涉及传统意义上的自我交易问题。

进一步说，这两种标准在适用时会导致适用面过宽或过窄的风险。如果法院按照完全公平标准审查目标公司董事会的反收购措施会产生打击面过大的严重风险：法院会仅仅因为股东被剥夺了以高于目标公司股票市场价格的溢价出售股票的机会，就判决目标公司的抵御收购措施无效。适用完全公平标准的结果是使目标公司的董事会不能在面对类似优尼科案（Unocal）中的胁迫性收购要约时保护股东的利益。而另一方面，按照商业判断标准审查目标公司董事会的收购防御措施将会毫无例外地承认其有效性，从而产生适用面过窄的风险。具体来说，依照商业判断标准，法院会对听命于公司高管的

① 见 Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 812 (Del. 1984)。

② 钱德勒：《敌意并购和毒药丸在日本：从公司法角度》，第3页第52注。

③ 见 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701, 711 (Del. 1983)。

董事会制定的收购防御措施采取过度宽容的态度。具体说来,虽然看起来董事会成员在制定相应的反收购措施时貌似按照诚信原则行事,也无任何董事的个人经济利益牵涉其中,但是这些措施实际上是公司高管授意而为。而這些公司高管会从利己的角度,以自己的前程为出发点反对那些客观上来说对公司股东有利的收购要约。

基于以上这些原因,敌意收购现象促使特拉华州法院开始寻求更为完善的审查标准,以便更好地解决复杂的敌意收购和判断目标公司董事会采纳收购防御策略的复杂动机。这种探索称之为试验过程或者试错也许更为合适,在尝试了各种不同审查标准后,特拉华州法院得到了一种切实可行的标准,也就是从 1985 年开始以及此后的案例所采用的“中间”审查标准。

(二) 新审查标准的探索:施耐尔 (Schnell) 案和切夫 (Cheff) 案

1960 年~1985 年间,特拉华州法院发展出两类不同类型的判例原则来审查目标公司董事会针对敌意收购防御措施的效力,而贯穿在这两类判例中的标准是截然不同的。

特拉华州最高法院在班尼特诉普洛普 (Bennett v. Propp)^① 一案和施耐尔诉克里斯-克拉夫特工业公司 (Schnell v. Chris Craft Industries, Inc)^② 一案中确立了第一个标准。按照该标准,如果董事会设置反收购防御机制的唯一或者主要目的在于维系自己对公司的控制权,即使这些措施在法律上是可行的,法院也会认为它们是不公平的,应当予以撤销。在施耐尔案中,目标公司董事会企图通过修改公司内部规程而设置反收购的措施,新修改的公司章程使得股东大会提前五周召开,以阻止异议股东依法以争取代理投票权的手段罢免现任董事会。^③ 随后,法院宣布这种防御手段无效。在施耐尔案中,特拉华州最高法院同样肯定了衡平法法院在康代克公司诉拉肯赫莫尔公司 (Condec Corp. v. Lunkenheimer Co.)^④ 一案中提出的“主要目的”的审查判断标准。在康代克案 (Condec) 中,法院确认董事会向第三方发行股

① Bennett v. Propp, 187 A. 2d 405, 408 (Del. 1962) .

② Schnell v. Chris Craft Industries, Inc., 285 A. 2d 437 (Del. 1971) .

③ 该判断标准此后作了改进,即如果董事会为了谋求自己永久留任这一唯一或者主要目的而操纵公司有关的制度设计,这种操纵行为无效。见 Pogostin v. Rice, 480 A. 2d 619, 627 (Del. 1984) 以及该案例引用的判例。在 Pogostin 案中,法院认为揭示董事会寻求“永久留任”目的的证据足以推翻商业判断规则的假设,而这种假设本适用于审查董事会采取的反收购防御措施。见上注第 627 页。

④ Condec Corp. v. Lunkenheimer Co., 230 A. 2d 769 (Del. Ch. 1967) .

票的行为无效。在该案中,发行新股票对目标公司本身几乎没有经济价值,但是却将新股东刚获得的控制权稀释到了51%以下。这种以稀释新股东所持股份比例的结果是维持现任董事会对公司的控制力。法院认为虽然董事会发行股票以筹集资金的目的是适当的,但是如果发行股票的目的是为了维持现任董事对目标公司的控制,这则一个不正当的目的,而且也违反了公司董事的信托义务。^①

在此我要专门指出,康代克案中提出的“主要目的”判断标准和日本现在采用的“主要目的规则”非常相似。按照该规则,“在收购竞争期间向第三方发行新股,如果维持对公司的控制是唯一或者主要的目的,则这种行为应当认定为违法……(但是)如果确实是以融资为目的,则应当认定为合法。”^②特拉华州在“唯一或者主要目的”判断标准方面的经验也许对日本有借鉴意义,尽管这个判断标准虽然是一种进步,但并不是一种终极解决方案。“唯一和主要目的”标准关注的焦点是董事会作出防御行为的动机。诚然这是一个法院审查目标公司董事会反收购防御措施的一个较为理想的标准,因为利己董事会作出的决策不会自动获得法院承认。实际上,法院常常判决这样的决策无效。但是这个判断标准在实践中也有一个重大的不足之处:揣测人的主观动机是个难以把握的探究过程,如果要证明董事会构建反收购防御措施的唯一或主要目的是把持公司的控制权,这将会造成相当大的举证困难。

另外一种不同但相对更加客观的标准在克斯诉凯莉(Kors v. Carey)^③和切夫诉麦仕(Cheff v. Mathes)^④等另外一系列的判例中得到了体现。在这些判例中,目标公司的董事会被诉要求赔偿原告因为董事会决定回购公司股票所遭受的损失。这些案件的起因是目标公司董事会批准以高于市场价格的溢价回购了异见股东此前收购的一批股票,而这些股票本来是收购者作为立足点启动敌意收购以取得公司控制权的。原告声称目标公司董事会将公司资金不恰当地耗费在巩固他们自己的职位上。在这两个案件中,法院都驳回了原告的指控,法院认为虽然目标公司董事会不得非法利用公司资金收购异见股东的股份以巩固自己的控制权,但是这一原则有以下例外:即目标公司

① Condec Corp. v. Lunkenheimer Co., 第775页(“不得因为不正当的目的而发行股份,比如为了从其他人手中夺取投票控制权。”)。

② 《企业价值报告》,第84页。

③ Kors v. Carey, 158 A.2d 136 (Del. Ch. 1960)。

④ Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548 (Del. 1964)。

董事会出于善意认为如果异见股东继续持股,将会对董事会的企业经营政策造成明显的威胁。这些判例确立了一项此后在优尼科案中 also 得到支持的原则,即董事会如果“有合理的理由认为企业的经营政策和效率可能受到危害……”,那么,目标公司的董事会有权阻止不同意公司经营政策的异见者收购公司。^①

这种“政策争议”审查判断原则的优点是比“唯一或主要目的”的判断原则更加客观,但它同样也不是万能药。任何有争议的收购似乎都可以看作是未来应该怎么样经营目标公司的“政策争议”。因为几乎在所有案例中,收购人的商业计划和现任管理层的经营政策都会有所不同。由于所有争议收购都很容易被描绘为“政策争议”,导致根据这种审查原则可能会出现法院支持几乎所有目标公司的收购防御手段的情形。

因此,对更佳的收购防御措施审查标准的探索还要继续。这个问题之所以难,是因为所设计的检验标准要同时满足以下条件:(1)要防止管理层以谋取私利为动机而设置反收购的防御措施,(2)要保护以实现股东利益最大化为动机的防御策略,而且(3)要揭露那些表面上是维护股东最大利益而实为董事们行谋私之实的防御策略。^②任何审查收购防御措施的“公平规范”都应该至少满足这些标准。

以下两个核心问题的提出引起了激烈地争论,人们对问题的结论也莫衷一是。这两个核心问题也使找到审查反收购策略的适当标准变得更加迫切了。具体说来,第一个问题是,应该由谁来决定是否接受他人主动提出的收

① 见切夫 (Cheff v. Mathes) 案,第 555 页。特拉华州最高法院在其发表的意见中,将董事会的思想倾向简要描述为“(目标公司董事会)有理由相信,(异议股东继续持股)对(目标公司的)存续,或者至少是其现有形式的存续有合理威胁。”同上 第 556 页。在克斯诉凯莉 (Kors v. Carey) 案中,法院表示董事会可以“采取合法的手段排除他们所认为的对公司未来经营任何明显的威胁……因此,在特拉华州确立的一项原则是董事会可以合法利用公司的资金在投票代理竞争中捍卫公司的现行政策……”见克斯案 (Kors v. Carey) 第 141 页;切夫案 (Cheff v. Mathes) 第 555 页。

② Ronald J. Gilson,《毒药丸在日本:缺位的基础》,2004 Colum. Bus. L. Rev. 21, 31 (2004) (以下称为 Gilson)。

购要约——是股东大会还是董事会；^① 第二个问题是，由政府的哪个部门和机构来审查确定上一个问题的答案？是行政部门、立法部门还是司法部门？在美国，后一个问题已经很大程度上通过默契解决了，由州法院而且大多数时候是由特拉华州法院来承担审查目标公司所拟定的反收购措施，因为没有其它政府机构对这个领域的监管感兴趣。^② 对于第一个问题，特拉华州法院在1985年判决的优尼科案（Unocal v. Mesa Petroleum Co）和后来的露华浓案（Revlon v. MacAndrews & Forbes）给出了答案。^③ 这些案例采用了一种新的分析框架——即所谓的“中间”审查标准。这些判例认为，目标公司的董事会已经受到信托责任原则的约束并受到法院的监督，因此该董事会应该有权决定如何应对敌意收购要约。^④ 这些原则随后在同一年度的摩兰诉美国国家国际银行（Moran v. Household）^⑤ 案中得到适用，在该案中法院支持了迄今为止已出现的最有力的反收购防御手段“毒药丸”。

① 在美国，两个观点直接对立的利益集团发起了这场争论。同上注。并购防御律师（以及一些学者）认为董事会关于要约收购的决策应该和其关于协议收购的决策应当被视为一回事。而且，商业判断规则应该发挥作用，从而赋予董事会权力以部署反收购的防御措施。参见 Martin Lipton, 《目标公司董事会会议室中的收购议价》，33 Bus. Lwyr. 101, 103~104 (1979)。也可参见 Stephen M. Bainbridge, 《公司并购中的董事会优先：初探》，55 Stan. L. Rev. 791 (2002)。原告的律师和很多学者的立场是股东应该对是否接受敌意收购有最终决定权，目标公司董事会应该扮演一个被动的角色。参见 Frank H. Easterbrook 和 Daniel R. Fischel, 《目标公司管理层在回应要约收购时的适当角色》，94 Harv. L. Rev. 1161 (1981)。也可参见 Ronald J. Gilson, 《公司组织方法：化解要约收购防御策略的案例》，33 Stan. L. Rev. 819 (1981)。

② Gilson, 《毒药丸在日本：缺位的基础》，2004 Colum. Bus. L. 第32页。如同大法官钱德勒在2003年6月的“敌意并购和毒药丸在日本”研讨会上的发言。除了极少例外情况，美国国会对于制订法律规范公司决策没有任何兴趣。（美国证券交易委员会）也对监管毒药丸等收购防御毫无兴趣。此外，美国最高法院也让联邦法官和州立法者对此类公司治理问题持旁观者立场。几乎是以一种默契的方式，当公司董事会……可能采用反收购的防御手段……阻止、阻碍、延缓甚至扼杀越来越时兴的敌意收购时，就必须由州法院来填补这个空白，创立可靠的基础性规范……由于特拉华是大多数美国公司选择登记设立的州，特拉华就处在了这些基本规范发展的前沿。钱德勒：《敌意并购和毒药丸在日本：从公司法角度》，第49~50页（引用略）。

③ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes, 506 A.2d 173 (Del. 1986)。第三种中间审查标准，即“压倒性合理原则”也在同一期间被提出。这种原则确立于 Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1985) 一案中。因为时间限制，这种审查标准及其对日本的意义没有在本次演讲中论及。

④ Gilson, 《毒药丸在日本：缺位的基础》，2004 Colum. Bus. L., 第32页（“最后，要由法院来决定谁来约束目标公司管理层在敌意收购中的经营决策行为。不出意外，法院选择了他们自己作为仲裁者……”）（脚注略）。

⑤ Moran v. Household Int'l, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985)。