

美国特拉华州收购规则的 历史变迁:勃兴与衰落*

林少伟** 王 弯***

摘要:Unocal, Revlon, Blasius 和 Weinherger 这些传统的收购规则经历了从初期的菡萏初开、百花齐放,到如今奄奄一息、今非昔比的巨大转变。不可否认,这与以私人监管为主的新规则的萌芽和崛起息息相关。这些一度使得特拉华州法院同时兼具规则制定者和纠纷裁判者双重身份的规则,必须根据新生事物的涌现作出相应的调整和改造。这些新兴的监管机构包括独立董事、机构投资者、公司治理代理机构和对冲基金等。未来司法适度干预的中心逐渐转移到对冲基金和股东权利领域,这也为进一步完善收购规则体系提出新型的挑战与方向。

关键词:特拉华州 收购规则 发展轨迹 未来动向

* 本文是重庆市社会科学规划项目、中国法学会2016年课题[编号:CLS(2016)C27]、司法部2016年课题(16SFB3035)以及重庆市教委2016年资助课题的阶段性研究成果。

** 西南政法大学民商法学院副教授,特华博士后科研工作站博士后,爱丁堡大学法学博士。

*** 西南政法大学民商法2016级硕士研究生。

Unocal, Revlon, Blasius 和 Weinherger 是特拉华州法院在司法实践中形成的关于董事、目标公司和股东权利义务的判例规则,对解决收购纠纷和矫正公司治理失灵具有至关重要的地位和作用。但时过境移,司法的过度干预也呈现出各种问题,在“商业归商业、司法归司法”理念的引导下,市场对于司法干预的需求也越发减少,取而代之的是以私人监管为主的收购规则。事实上,特拉华州法院最近采取的关于限制股东诉讼的措施,将削减法院司法活动的预算和成本作为重点,也体现了这一转变趋势。随着资本市场收购行为的活跃与频繁,法律如何规范收购;在上述理念转变中,收购规则何以形成、变迁;未来以何种趋势发展,无疑值得探讨。为此,本文试图从历史演变的角度,勾勒特拉华州收购规则从勃兴到衰落的脉络,并探讨这些规则形成背后的缘由和产生的影响,并以此探寻收购规则未来的走向,以期对收购纠纷处理规则的构建能有所裨益。

一、收购规则的勃兴

(一) 菡萏初开

20 世纪 80 年代初,特拉华州关于收购的州际规范还寥寥无几。第一个真正意义上的收购规则——商业判断规则 (business judgment rule),也是 70 年代才诞生的。在 *Bennett v. Propp* 一案中,^[1]特拉华州法院提出了收购中的商业判断规则,并仅在一小部分私人交易中适用。该案中,法院以目标公司管理层在防御式股份回购中存在自我利益冲突为由,要求董事会承担举证责任。而后,在 1964 年审理的 *Cheff v. Mathes* 案中,^[2]特拉华州最高法院进一步明确了这一规则,提出要让法官确信管理层做出的决定是善意且没有个人利益冲突,并做到了合理谨慎的前提条件是:目标公司董事会须证明其是为了公司或股东的利益,并且是在深思熟虑之后才作出的决定。换言之,只要目标公司管

[1] *Bennett v. Propp*, 41 Del. Ch. 14, 187 A. 2d 405 (1962).

[2] *Cheff v. Mathes*, 41 Del. Ch. 494, 199 A. 2d 548 (1964).

理层能够证明所决之策出于善意且合理谨慎,即便产生负面后果,也可免于遭受谴责或被追究责任。

随着 1973 年经济开始衰退,因私有化而产生的纠纷此起彼伏,由美国证券交易委员会主席曼纽尔·科恩(Manuel F. Cohen)发起的反收购运动也不断地引发诉讼。在此背景下,1977 年,特拉华州最高法院开始采取“符合商业目的标准”来衡量公司私有化行为是否合法,^[3]亦称“适当性标准”(test of property)或“主要目的标准”(primary purpose test)。^[4]根据主要目的标准,董事会之所以采取行动,是因为相信只要董事会认为维持公司的安全和完整是必要、合理的,该行为就是适当的,并将受到商业判断规则的保护。这一标准建立在董事会作出商业决策时是基于充分的信息,并且诚实地相信其商业决策符合公司最佳利益的基础之上。^[5]假使董事会的商业决策符合合理商业目的的,法院则不能将自己的商业判断强加于公司董事会。假使董事会或者管理层的目的只是在于或者主要在于维持其职位的永久性(self-perpetuation),交易就不是适当并且是非法的,不应受到商业判断规则的保护。^[6]

这仅仅是一个开端,收购规则的制定热潮由此拉开序幕。20 世纪 80 年代初,由于里根政府放松对金融业的监管和在米迦勒·米利肯(Michael Milliken)主导下垃圾证券市场的繁荣,以及早期联邦储备政策导致的宽松信贷使得美国敌意收购活动呈现一派欣欣向荣之势,敌意收购者能够获得数十亿美元的资本来收购公众公司。^[7]“杠杆收购”(leverage buyout)这种新型的交易模式也随之诞生并迅速发展。在杠杆收购中,用于收购某家公众公司发行在外股份的资金,是通过向机构投资者和其他人发行“垃圾债券”和商业银行临时或“过渡性”的贷款筹集而得。假设收购成功,可以期待的回报来源是目标公司的收入

[3] Singer v. Magnavox Co., 380A. 2d 969 (Del. 1977).

[4] Robert Clark, Corporate Law, Little, Brown & Company, 1986, p. 581.

[5] Aronson v. Levis, Del. Supr. 473A. 2d 805. 812 (1984).

[6] 施天涛:《公司法论》,法律出版社 2014 年版,第 516 ~ 517 页。

[7] [美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》,齐东祥译,法律出版社 2008 年版,第 325 页。

和现金流,这些资金将被用于承担对于垃圾债券和贷款的偿还义务。也就是说,杠杆收购是“自助式”(self-service)取得,收购方使用被收购公司的资金来资助对目标公司自身的收购。^[8]早期的杠杆收购市场通过巨额股东收益和运营效率的提高创造了价值,“蛇吞象”现象更是频频发生。^[9]然而,20世纪80年代后期,局面有所改变,收购市场坏消息接踵而至。一些收购方因为缺乏足够的后续资金支持,不得不大量裁员以节约资金,造成大波的失业浪潮;另外,收购方通过出售目标公司财产以支付收购融资,这导致大批债权人的债权无法得到清偿;为应对资金短缺,收购方使出浑身解数,各种合规但不合理的手段层出不穷。如火如荼的敌意收购运动所带来的消极影响不断涌现,而当时既有的收购规则显然已无法回应市场需求,这迫使特拉华州法院通过一系列更高的司法审查标准来规范收购活动。

(二) 百花齐放

1. Unocal 规则:相称性标准

1985年美国特拉华州最高法院审理的 *Unocal v. Mesa Petroleum* 案进一步确认和发展了商业判断规则。^[10]1985年4月8日,美国第12大石油公司 Unocal 公司收到了一项前重后轻的双层收购要约,Unocal 公司董事会利用发行债券进行股份回购,从而拒绝了收购者的收购要约。特拉华州最高法院最终支持了 Unocal 董事会确立的自我收购的抵御措施,从而既为管理层实施反收购行为打开了空间,又借助法院的个案审查来确保反收购权不被滥用。^[11]法院承认目标公司董事会实施反收购行为的权利,而与此同时,法院又认为这种防御行为应该受到更高标准的司法审查,公司管理层应当在综合考虑有关收购的各种因素、股东和利益相关者利益的基础上,证明反收购行为出于保护其自身利益,而是为保护公司和股东,并证明反收购行为与公司所面临的威胁具有相称性。

[8] *Cheff v. Mathes*, 41 Del. Ch. 494, 199 A. 2d 548 (1964).

[9] 卜繁莉:《杠杆收购背后的风险——基于吉利收购沃尔沃案例研究》,载《济南大学学报》(社会科学版)2013年第5期。

[10] 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

[11] 张民安:《现代英美董事法律地位研究》,法律出版社2007年版,第210页。

Unocal 案所确立的相称性标准是商业判断规则在收购防御领域最重要的发展,进一步为商业判断规则对董事会的保护附加了前提条件,^[12]只要目标公司董事会的防御措施不具有强迫性或排斥性,并且采取的防御措施在合理范围内,就符合防御措施的相称性要求。^[13]

2. Revlon 规则:拍卖规则

Revlon 规则亦被称为“拍卖规则”,它假设公司管理层采取反收购措施的目的乃是维护公司利益,并且采取的防御行为与公司所面临的威胁是成比例的。但是,当公司处于必然被收购的境地时,董事会的义务就不是誓死抵御敌意收购,而应当是为公司和股东获取可得的最大价值,完成身份从看护者到拍卖者的转变。^[14] Revlon 案中,^[15] Revlon 公司拒绝了收购要约并采取防御措施抵御 Ronald Perelman 公司的敌意收购,特拉华州最高法院这次站在敌意收购者一方,确立了公司董事会在面临敌意收购时对股东的“拍卖义务”。即当公司处于“待售”(for sale)状态时,由于公司的出售与公司控制权的转移不可避免,公司的既有政策和有效存在也因公司即将“消亡”而丧失意义。不同于 Unocal 规则,公司董事会和管理层的义务,从保护公司作为一个法人主体转变为以最高价格拍卖公司的股东利益,通过收购利益最大化来保障股东权益。因此,Revlon 公司董事会不能阻碍公司接受更高价值的收购要约,否则,董事会作出的反收购行为也将丧失正当性基础。

Revlon 案与 Unocal 案的裁判结果大相径庭,二者针对目标公司董事会采取的反收购措施合法性的认定亦判若鸿沟。Revlon 案的重大意义在于解决了当公司处于拍卖阶段时(公司瓦解在所难免),应当如何适用商业判断规则的难题。

3. Weinberger 规则:完全公平标准

与 Unocal 案进一步发展了商业判断规则不同的是,在 1983 年的

[12] 朱圆:《美国反收购法律规制探析》,载《华东政法大学学报》2004 年第 6 期。

[13] 李晓春、李建国:《论防御式股份回购的自由与管制之度——以美国法规制为中心展开》,载《法学杂志》2012 年第 10 期。

[14] 杨江涛、廖茜:《美国德拉瓦州 Revlon 规则的演变与发展》,载《理论界》2011 年第 6 期。

[15] Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173 (Del. 1986).

Weinberger v. UOP 案中,^[16]特拉华州最高法院否定了商业判断规则的适用,转而认为应当适用完全公平标准(entire fairness test)。完全公平性标准认为,传统的商业判断规则在股东获得某种经济利益,并且该项利益与股东的利益存在重大冲突时是不适用的,董事会有义务证明该交易对公司和股东是公平的。其实质是保证交易双方保持拥有讨价还价实质谈判的能力。Weinberger 案中列举了大股东通过行使控制权而获利的特定要素,如交易时间的选择、交易发起人、交易结构设计、谈判过程、信息披露以及董事与股东批准等。只要大股东采取与上述要素相关的特定行为来影响交易,即可质疑交易的公平性。相反,如果大股东采取措施来阻断其控制权对交易的影响,并保证子公司能代表自己利益行使权力,则这些行为可表明存在“公平交易”。而在本案中,依据完全公平标准,目标公司董事会的行为已经违反了善良忠实义务。Weinberger 为解决目标公司董事会和公司利益冲突矛盾以及如何判断管理层的忠实善良提供了一个现实可行的办法,即要求与目标公司有利害关系的董事自觉回避,让那些没有利害关系的董事参与收购谈判,而不仅限于最后对收购建议的表决。^[17]完全公平标准可谓是众标准中最为严格的审查标准,因为董事通常难以证明其行为完全“不失偏颇”。从某种程度上说,完全公平标准体现了裁判法官态度由运用经营判断规则时怀揣对董事会行为的信任与尊重到质疑与否定的转变。

4. 举证责任倒置规则

举证责任倒置规则仍然将董事会的收购防御措施视为一种商业决策,并适用商业判断规则。即要求公司董事的行为出于善意,且为了公司的利益。但就像利益冲突交易中的公平标准一样,这种规则将举证责任倒置给被告董事。^[18]在 1985 年 Smith v. Van Gorkom 案中,^[19]特拉华州最高法院审理了 TransUnion 公司的收购行为后,颁布了违法违规行为中责任分配的标准。具体而言,董事违反注意义务可分为普通

[16] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

[17] 郑佳宁:《公司收购中目标公司董事的忠实义务研究》,载《中国政法大学学报》2014 年第 6 期。

[18] 施天涛:《公司法论》,法律出版社 2014 年版,第 517 页。

[19] 488 A. 2d 858 (Del 1985).

过失和重大过失。在董事存在普通过失的场合,董事无须承担责任。在这种情形下要董事承担责任,未免过于苛求,虽然法律对董事注意义务的要求比普通人要严格,但是董事并非圣人,他们也会存在疏忽或者过失。假使董事是为了公司的最佳利益行事,并且在决策中并不存在受禁止的利益冲突,那么董事可以免责。但是,一旦董事在作出商业决策时,没有尽到最起码的合理注意义务,没有收集和知悉所有其应该注意并且容易获得的相关信息,以保证所作出的决策最大限度体现公司利益,就表明董事存在“重大过失”,此时董事应当就其决策造成公司和股东利益的损失承担责任。

5. Blasius 规则:“令人信服理由”标准

标准制定的热潮最终在 1988 年 *Chancellor Allen in Blasius Indus. v. Atlas Corp.* 案后戛然而止。^[20] Blasius 规则认为,若董事会采取的行为未经股东会批准同意,且该行为唯一或主要目的是为了阻碍股东表决或剥夺股东权益,则只有在董事会能充分证明其正当性时,该行为才能得到支持。在 *Chancellor Allen in Blasius Indus. v. Atlas Corp.* 一案中,法院认为,对董事会出于阻碍股东行使投票权目的而实施的防御行为,应施以更为严格的审查标准。该案的法官艾伦(Allen)在判决中写道:除非公司的管理层能够证明,的确存在迫不得已的理由(compelling justification),否则无论是否诚信地为公司利益着想,管理层都不得干扰股东的选举投票权。这在其后的 *Liquid Audio* 案得到进一步体现,^[21]特拉华州最高法院再次强调,目标公司董事会不得借反收购为由“操纵公司机器破坏公司民主”,尤其是干预股东的选举权。Blasius 规则在一定程度上不能视为一种独立的司法审查标准,因为在涉及对公司控制权转移的不利竞争的案件中,Blasius 规则就是对用来分析抵御措施干涉股东权利的 Unocal 规则的拓展,二者并不相互排斥。最高法院表示,“在 Unocal 规则的要求下保护股东权利的特殊重要性”要求在更为普遍的 Unocal 规则检验之前,首先申请 Blasius 的强制证明合法检验。

[20] 564 A. 2d 651 (Del. Ch. 1985).

[21] *MM Companies Inc. v. Liquid Audio Inc.*, 813 A. 2d 1118 (Del. 2003).

Blasius 规则被认为是平衡董事管理权和股东投票权的有意之举，尽管收效甚微。因为在特拉华州，董事会中心主义居于公司法的核心地位，^[22]董事会对公司事务享有管理权。故有必要在董事会行为的主要目的在于妨碍股东行使选举权时施以更加严格的审查标准。

前期规则呈现风起云涌之势，进一步巩固了特拉华州法院在收购活动中监管者的地位。正如普伦蒂斯 (Prentice) 和朗默 (Langmore) 在总结了法院近十年来的审判活动后提及的那样，“十年前，目标公司董事会采取敌对收购防御措施几乎不用进行任何的司法审查，然而到今天，他们必须在严格的审查标准下证明其行为的合理性，并且证明他们有合理理由相信收购对公司的经营方针及有效的经营活动构成威胁”。而之所以十年后的今天会发生如此大的转变，与法院干预公司治理带来的成效不无关系。诚然，单就诉讼成本而言，其他方案可能更具优势，譬如股东与管理者友好协商，但是基于当时公司治理结构“内生性”已无法正常运作的大背景下，利用司法途径去解决此类争端无疑是更明智的选择。

二、规则的变迁与衰落

20 世纪 80 年代后期，特拉华州市场开始发生微妙变化，上述规则也随之发生蜕变。而从 20 世纪 90 年代至今的发展轨迹也表明，这些标准在适用性和使用范围方面都发生了彻底的转变。

(一) 奄奄一息的 Unocal 规则

改变最先从 Unocal 规则开始。20 世纪 80 年代初期，Unocal 规则在为法院干预终结公司控制权之争提供依据方面开始发挥实质作用。在 City Capital Associates vs. Interco Inc. 案^[23]和 Grand Metropolitan PLC vs. The Pillsbury Company 案中，^[24]大法官艾伦通过适用 Unocal 规

[22] 李诗鸿：《从“美国证监会 14a-11 规则无效案”看董事提名权改革》，载《法学》2013 年第 5 期。

[23] 551 A.2d 787 (Del. Ch. 1988)。

[24] 558 A.2d 1049 (Del. Ch. 1988)。

则,承认了衡平法院在处理收购纠纷中发挥的积极作用。但是在接下来的 *Paramount Communications Co. v. Time, Inc.* 一案中,^[25] 时代公司董事否决了派拉蒙公司的收购要约,虽然这种收购能使时代公司股东得到巨大的回报。审理该案的大法官认可了董事会的决定。艾伦法官认为,对公司运营状况与股票价值的判断权属于公司董事和经理,董事有义务和责任制定公司的经营计划,董事没有义务为了股东在收购中的短期利益而放弃其为公司所精心策划的长期发展计划,除非这一公司发展计划明显缺乏合理性。理论上,公司董事在行使公司管理权时,没有义务一定要遵循大多数股东的意愿,公司法对此不应加以干涉。本案的重大意义在于法院明确承认目标公司董事会在面临敌意收购时,可优先考虑公司的经营策略和长远利益而实施反收购行为,不论该反收购行为是否影响股东在收购中的短期利益。换言之,就算收购价格达到合理程度,股东亦欢迎此项收购要约,董事会仍可以保护公司的长远利益为由,不考虑股东在公司收购中的短期利益,实施反收购行为。经济学家认为,特拉华州最高法院的这一判决意味着目标公司的管理层可以随意对他们不喜欢的收购者说不。^[26] 这一说法可能有些夸大其词,但是毋庸置疑,这在一定程度上是对 *Unocal* 规则所确立的董事会的收购防御行为应当接受更高司法审查标准的颠覆。

Paramount Communications Co. v. Time, Inc. 案后,法院在 *Unitrin Inc. v. American General Corp.*^[27] 和其他案件中继续限缩 *Unocal* 规则的影响力,其所发挥的实质性作用也每况愈下。在 *Unitrin* 案中,通用公司向特拉华州法院提起诉讼,认为优尼纯公司反收购行为违法,最高法院最终裁决认为优尼纯公司采取的“毒丸”计划在合理的范围内,与公司面临的威胁具有相当性,因此其反收购行为不具备强迫性,具有合理性。*Unocal v. Mesa Petroleum* 案中,法院虽然确立了相当性规则,但并未对规则的适用标准作出详细的阐述,而本案继 *Unocal* 案之后对相当性标准进行了更为深入细致的分析,明确和细化了反收购行为的相

[25] 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).

[26] 杨勤法:《公司治理的司法介入——以司法介入的限度和程序设计为中心》,北京大学出版社2008年版,第80页。

[27] 651 A. 2d 1361 (Del 1995).

当性标准。法院认为反收购行为不可以具有“强迫性”(compulsive),不可剥夺股东的代理投票权和股东接受未来收购要约的权利。而判定“强迫性”的标准,是公司的董事会实施反收购行为将使理智的敌意收购者无法以要约或代理权争夺战的方式实现其对目标公司的控制。如果反收购行为具有强迫性,目标公司董事会就要承担证明该行为在内容上是完全公正和合理的责任。这无疑又进一步限缩了 Unocal 规则的适用范围。

史密斯(Smith)和汤普森(Thompson)指出,时光荏苒,Unocal 规则已经逐渐被掏空。他们调查了目前现存的判例法,得出这样一个结论:Unocal 规则实际上已经“消亡”,而 Unocal 规则之所以至今还在被援引,很多时候是用以打击董事会的行为,法院仅仅是为了维持那些预先设定的规则。在 1998 年,特拉华最高法院依法认定“毒丸”计划之前,Unocal 规则就被衡平法院用来打击“毒丸”。通过阻止更强大的“毒丸”,法院在敌对收购者和目标公司之间维持了一个平衡。Unocal 规则的本质是法院参与监控收购活动,通过司法干预维护市场交易秩序,而后期法院的这系列裁判不免让人感觉特拉华州法院在向市场传递这样一个信号,即其在慢慢减少对收购交易活动的干预。而这一信号在随后的 Airgas 案^[28]中得到充分的展现。该案中,尽管大法官钱德勒(Chandler)对目标公司董事会的部分观点并不赞同,而且收购者的出价也很合理,但他还是驳回了敌意收购方回赎“毒丸”的请求,认为董事会的行为合理并且与其面临的威胁相称,对此法律不应当加以干涉。这个裁决在过去几十年实践的基础上为目标公司抵制敌对收购提供了充分的法律依据。

(二) 时过境迁的 Revlon 规则

尽管语言表述还保持不变,但是 Revlon 规则的核心也逐渐被修改。在 Lyondell Chemical Co. v. Ryan 案中,^[29] 股东提起代表诉讼,指控公司董事在出售公司股份时没有尽力寻求最高价格,违反了忠实义

[28] Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas Inc., 16 A. 3d 48 (Del Ch. Ct. Feb. 15, 2011).

[29] 970 A. 2d 235 (Del 2009).

务。特拉华州最高法院从“善意”的视角重新审视 Revlon 规则,认为董事会享有充分的自由去推销其自身并选择最佳的收购方和收购的程序,只要董事会的行为“合理”并且“出于善意”,他们的行为就不应当被质疑。通过这一判决,最高法院将信义义务和善意标准纳入 Revlon 规则中去,进而使得在判断董事会反收购行为是否合法时,法院只需审查其行为是否合理并且出于善意,而无须进行更为严格的司法审查。正如约翰逊(Johnson)和里卡(Ricca)所说,“在 Revlon 规则的大背景下, Lyondell 案的裁决,无论是裁判本身还是其弦外之音都为质疑管理层的行为施加了严格的标准”。约翰逊和里卡一语中的,道出关键: Lyondell 案的裁决重塑了董事义务的范围,董事会的行为满足“善意”之特性即可豁免,若股东存心刁难,就必须证明董事会的行为有可诟病之处。

(三) 日陵月替的 Blasius 和 Weinberger 规则

20 世纪 80 年代后期适用 Blasius 规则的案子寥寥可数,尽管在股东积极主义(shareholder activism)背景下还在适用,^[30]但总体来说应用较少。Merceir v. Intertel 案是在过去十年中极少数应用 Blasius 规则案子中的一个。^[31]在该案中,大法官斯崔因(Strine)主张应当废除严格的司法审查标准,进而采用 Unocal 规则所确立的合理性审查标准,因为在 Blasius 规则中更为严格的司法审查标准下,仍然无法避免董事会损害股东投票权情况的出现,这也为适用其他更合适的标准提供了有力的论据。

在千年更迭、历史更替之际,通常用于处理大股东和小股东关系问题的 Weinberger 规则也越来越少被适用。在过去十多年的一系列判决中,特拉华州法院确认了对于商业判断规则的具体适用,应当区分股权收购和合并情形,分别对待。这种情况在 2014 年特拉华州审理的 Kahn v. M & F Worldwide Corp. 一案中达到高潮。^[32]在此案的交易中,上市公司控股股东压榨小股东,如果适用 Weinberger 规则,应当从

[30] 具体关于“股东积极主义”的相关论述,可参见冯果、李安安:《投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革》,载《法律科学》2012 年第 2 期。

[31] 929 A. 2d 786 (2007).

[32] 88 A. 3d 635 (2014).

公平性上予以分析。但法院审理后认为,审批授权、完全知情和自由的特别独立委员会、多数小股东同意合并,这些已经完全符合适用商业判断规则的标准,无须适用完全公平标准。

这一系列转变无不表明,特拉华州法院对处理收购纠纷的态度正在发生转变,与最初积极参与干预收购活动不同,法院现在更倾向于让私人参与到监管活动中去,这使得收购规则的“公”色彩逐渐淡化,而“私”色彩日益凸显。最高法院随后在 *Cox* 一案的判决中解释了这种转变的合理性:通过原告律师事务所的私人诉讼机制不再有效运作,而与此同时,独立董事和机构投资者的兴起也为特拉华州的法院提供了非诉讼监管机制。^[33] 正如大法官斯崔因所写到的那样,尽管根据 *Weinberger/Kahn* 标准,处理收购纠纷的收费要远远高于纯粹资源性标准,但是在这种大背景下,股东派生诉讼的价值被削弱。换言之,其他私人监管机制的出现使并非所有收购纠纷都需要司法进行干预,法院不再是市场监管的唯一途径。只要存在独立董事、机构投资者和咨询顾问这些私人监管机构,特拉华州法院就不应当介入收购纠纷,转而应让这些私人监管机构有效发挥作用。

由此观之,特拉华州希望独立董事能扮演好独立监管者的角色,并且尽量确保监管渠道的畅通。而独立董事监管变得愈发重要使得特拉华州开始探讨财务顾问的法律责任问题。这一现象首先在 *Del Monte* 案中得到体现,^[34] 随后在 *RBC Capital Markets v. Jervis* 案的裁判中得到淋漓尽致的印证。^[35] 特拉华州明确独立董事有义务独立掌控整个收购流程。如果独立董事视而不见,任由财务顾问促成交易而不进行任何监管,这会给他们带来潜在的风险,一旦公司和股东的利益因此受到损害,他们难辞其咎。而只要私人监管机构能做好其本职工作,并且遵守法院裁判阐明的规则,那公司的财务顾问就能免于承担责任。

特拉华州最高法院在最近判决的 *Singh v. Attenborough* 一案中,^[36] 驳回了董事会在完全知情并且经过无利害关系股东自由投票基

[33] *In re Cox Communications, Inc. S'holders Litig.*, 879 A. 2d 604 (Del Ch. 2005).

[34] *In re Del Monte Foods Co. S'holders Litig.*, 25 A. 3d 813 (Del Ch. 2011).

[35] No. 14 (Del Sup. Ct. Nov. 30, 2015).

[36] No. 645 (Del Sup. Ct. May. 16, 2016).

础上要求财务顾问承担赔偿责任的诉讼请求,法院认为这种情况应当适用商业判断规则。至此,以私人监管为主的新规则最终取代了20世纪80年代的标准。

三、规则变迁的缘由

一直以来,学界对特拉华州收购规则产生的原因争论不休,其中最为人们所津津乐道的是“政治经济说”和“预防干预说”。

(一) 政治经济说

普遍认为,收购规则的产生与20世纪80年代初期特拉华州的政治经济紧密相关。^[37]一般而言,公司管理层对公司重新注册的地点起决定性作用,各州之间为争夺公司注册而竞争,其实就是争夺管理层的竞争。^[38]而具体反映到公司法和司法实践中,就是采纳保护管理层权益的公司法和司法裁判。而与此同时,收购方为维护其利益,也纷纷寻求司法保护。如此一来,特拉华州法院开始采用司法判例的形式,在二者之间维持一个相对平衡,避免公司离开特拉华州到其他州注册。当时公司法对公司注册限制较多,因而这也有可能使一些公司为了避免这些限制转而到特拉华州注册。

大量的公司到特拉华州注册,使得特拉华州法院有更多机会审理公司纠纷案件。同时,特拉华州法院对公司纠纷具有超强的临时裁判能力,通过审理大量的案件,法官积累了丰富的处理公司纠纷的经验。大量的公司纠纷也使该州律师获得代理公司纠纷案件的机会。律师丰富的实务经验使得在特拉华州注册的公司能够有良好的发展。^[39]如此一来,该州法院在长期的裁判过程中梳理了一套判定是非的标准,对商业运作极度敏感又不断更新他们的知识体系,促使他们得以能够源

[37] Steven Davidoff Solomon and Randall S. Thomas, *The Rise and Fall of Delaware's Takeover Standards*, September, 2016.

[38] 王佐发:《重思特拉华迷思》,载《西南政法大学学报》2011年第1期。

[39] 杨勤法:《公司治理的司法介入——以司法介入的限度和程序设计为中心》,北京大学出版社2008年版,第56页。

源不断地提出新的标准。

(二) 预防干预说

罗伊(Roe)和所罗门(Solomon)后来将这更详细地解释为是担心联邦政府进行干预的结果。^[40]他们认为,特拉华州的行为是为了缓解证券交易委员会(SEC)的压力而作出的。正如特拉华州大法官法院所作的评论,“作为管理机构的证券交易委员会有足够的专业人员,有能力对相关专业问题进行管理。所以无论是从专业的角度还是从竞争的角度,特拉华州在制定公司法时必须考虑联邦机构的影响”。^[41]在很多场合,州立法机关必须改变现有的规则以适应联邦的要求,或者眼看着联邦机构夺走他们的立法权而无计可施,因此直接采取制定法的形式规范收购行为不是最佳选择。与此同时,证券交易委员会一直在寻求监管收购的良策,其反对对敌意收购进行防御,不公开倡导公平竞争的竞争环境。为此,特拉华州先发制人,以判例的形式率先对收购中遇到的问题进行规范,阻止证券交易委员会的行为。

笔者认为,特拉华州收购规则的出现是为了解决目前公司治理失灵的问题。公司在现代社会的作用和影响以及公司治理失灵的局限性,对司法介入公司内部管理产生了现实需求。正如柯芳枝教授所言,“其存废枯荣,不仅关系股东营利之追求,公司从业人员之生活,亦且与社会交易之保护、公益之维护及国家经济之发展息息相关,其影响可谓大且巨,实不便完全委由公司自律,而有加强国家之公权监督之必要”。^[42]公司收购实际上是外部接管者和目标公司管理层为争夺公司资产的一场控制权竞赛,^[43]而目标公司董事会绞尽脑汁地采取各种措施抵御敌意收购,但基于董事会在防御敌意收购中存在自我利益冲突,往往容易给人造成这样一种感觉,即其是为了通过防御机制巩固自身地位,并未正当和真诚的考虑收购要约。因为较公司董事会而言,公司股东处于弱势之境,公司董事通过复杂的制度设计和极不对称的交易

[40] 同注[37]。

[41] Lewis v. Vogelstein, 699 A. 2d (Del. Ch. 1997)。

[42] 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第38页。

[43] 李晓春、李建国:《论防御式股份回购的自由与管制之度——以美国法规制为中心展开》,载《法学杂志》2012年第10期。

信息损害公司和股东利益的现象比比皆是,因此有必要通过司法予以进一步干预,彰显公平。而与此同时,机构投资者和其他股东通常未能积极参与公司经营管理,一些激进的股东针对表现不佳的公司,不仅不会尽力寻求公司治理之良策,相反会寻求通过资产剥离或者股权回购的方式实现退出公司的目的。董事漠不关心,经营者凌驾于所有者之上,公司治理结构的内生性运作已无法纠正所有者与经营者之间的利益失衡,司法的介入因而不可避免。再者,独立董事制度和代理顾问服务也还处于发展的萌芽阶段,仅仅依靠市场自身调节修复机制无法应对某些突发情况,收购活动的欣欣向荣以及公司治理的局限性对司法介入公司内部管理产生了现实需要。为了弥补市场失灵,特拉华州法院作为这一时期的主要监管者,通过了一系列的裁判确立了收购过程中应当遵守的规则,在市场自身调节失灵时协助维持一个有秩序且稳定的交易环境。

但值得注意的是,20世纪80年代后期,越来越多的股东意识到参与公司管理的重要性,独立董事、代理顾问服务等私人监管机制也开始蓬勃发展,法院慢慢趋向于不再干涉董事们就有关公司管理事务作出最佳判断。正如特拉华州最高法院在 *Wheeler v. Pullman Iron & Steel* 一案中所说,“多数股东将掌控决定公司的决策,规范和管理公司合法的交易行为,这是公司法中的基本内容”。^[44] 可想而知,只要股东能够采取措施调整公司交易,并且存在其他监管机制,即使司法能够让更好的决策被采纳,进而使公司经营得更成功,公正的法院就不应干涉公司决定的策略和协商方式。

四、20世纪80年代规则产生的影响

(一) 短期影响

毋庸置疑,不论就短期还是长期而言,这些规则都发挥了显著的作用。从短期来看,设立这些规则本质上是为了监管企业之间的收购行

[44] *Wheeler v. Pullman Iron & Steel Co.*, (1892) N. E. 420.

为,一般情况下是针对普通收购活动,特殊情况才针对敌意收购。这些规则实际上在一定程度上也为规范公司收购作出了贡献,通过法院的介入,使董事明确了其享有的权利,同时也意识到倘若想使自己免除责任,必须履行相应的义务,与经理层保持距离并对经理层进行监督。^[45]法院介入公司治理过程的司法阐释,为公司的良好运作提供了积极的支持。到了20世纪80年代后期,规则的核心开始发生变化,由倡导司法进行积极干预转变为开始鼓励私人采取措施应对“毒丸”。与此同时,后期的判决肯定了代理咨询机构作为“毒丸”清理机制的合法性,允许敌意收购的进行,并对股东可以采取的敌意收购防御措施及防御方案设置了相应的限制。

(二) 长期影响

这些标准的推行使得特拉华州法院在一定时期成为收购活动的主要监管机构,但是仅限于发生诉讼纠纷时。因为,如果收购双方愿意并且能够通过私下协商一致解决争议问题,法院就无法且也不能主动干预。事实上,通过双方友好协商解决的可能性极低,毕竟双方各退一步或者双赢的情况并不多见。这导致几乎所有的收购最终都会引发诉讼。从长期上来看,这些标准的推行使得公司自身运作结构和市场自身监管机制丧失了其应有的作用,转而使法院扮演主要监管者的角色,直接导致特拉华州法院不仅是诉讼纠纷裁判者的角色,同时也成为收购规则的制定者。

20世纪80年代后期,市场结构开始发生变化。机构投资者不再像过去那样,将公司一切事务都托付给董事会,在面对表现不佳的公司时也不再将退出公司作为其首选方案。相反,他们开始积极投身于公司治理活动,在收购活动中发挥监管作用的现象也越来越普遍。同时,代理顾问服务和公司治理代理机构的发展为股东进行监督提供了便利。此外,对冲基金的发展也渐入佳境,只要对冲基金获得法人股东的支持和授权后,其就有权监督不法行为,反对、支持甚至鼓励收购者进行收购。到了后期,联邦证券法也开始扩展到如行政赔偿和董事会独

[45] 杨勤法:《公司治理的司法介入——以司法介入的限度和程序涉及为中心》,北京大学出版社2008年版,第95页。

立监督领域,这使得私人监管机制发挥的作用愈发明显,一个半私人监管的监督形式开始出现。事实上,从20世纪90年代开始,市场对司法干预的需求逐渐下降,到了2010年,社会普遍认为80年代由司法主导解决收购纠纷所消耗的成本是过度的,这最终也导致了整个收购市场监管体制的转变。

五、收购规则的发展动向

(一) Unocal 规则成为“一枝独秀”

进入21世纪以后,“毒丸”的运用呈现减少趋势,Unocal规则成为法院在审理收购纠纷时运用的最主要规则,可谓“一枝独秀”。Third Point v. Sotheby's一案就酣畅淋漓地体现了这一特点。^[46]在此案中,为了限制活跃股东取得股份的比例,董事会为所有股东设置了一个10%的触发机制,当股东取得10%的股份时,该机制就会被激活。并且,在计算活跃股东的持股比例时,还会将各家对冲基金投资人进行合并计算。

适用裁判规则的不同很大程度上会影响案件的裁判结果。法官审理后认为,虽然“毒丸计划”的实施并非出于限制股东投票权(尽管Sotheby董事会的行为不能排除争夺代理权的可能性),但是会对股东投票权产生不利影响,因此不能适用Blasius规则,转而应当适用Unocal规则。基于Unocal规则自身所存在的缺陷,法院最终裁决肯定了“毒丸计划”的合法性,并且支持了董事会拒绝放弃阈值的行为。法院解释10%的阈值是合适的,因为这实际上比Sotheby董事1%的累积抵消所有权要高。基于其在防止对冲基金通过积累更多的控股权形成狼群效应发挥的作用来看,它无疑是合适的。

对于抵御对冲基金的标准,目前市场动态也无法对此作出解释与衡量。在大多数时候,市场似乎主要是发挥激励大股东成为监管者的功能,当董事会的行为越界时,采取一定措施清除和替代这些董事。举

[46] Third Point LLC v. Ruprecht, C. A. No. 9469 – VCP (May 2, 2014).

例来说,在 Darden Restaurants 案中,^[47] 董事会不顾机构投资者和基金股东的反对,决定出售红龙虾饭店 (Red Lobster Restaurants)。结果在后面投票中,所有董事都被替换。长期以来,美国主要联邦金融法制均通过豁免条款,使对冲基金及其顾问免于向美国证券交易委员会及各州监管机构注册,从而免受严格的监管规制。^[48]

(二) 对冲基金活动和股东权利成干预对象

最近几年,对冲基金活动和股东权利似乎变成司法干预的对象。伴随对冲基金投资人对公司经营决策日益积极地参与(股东积极主义),董事会开始利用“毒丸”来对付这些积极活动的股东,通过设置一定的阈值限制他们取得股权的比例。因为不少人认为,对冲基金频繁参与到公司治理领域可能会助长一些只关注短期利益而忽视公司长期利益的行为,使得公司一些治理之策缺乏坚实的理论基础和实证支持(如董事长和首席执行官职位的分离以及董事会轮选制的放弃)。在极端的情况下,股东积极主义甚至会对公司产生极大的损害,使其经历税收的持续下滑。^[49] 毕竟管理层才是最了解公司的人。

但是,最新的研究结果似乎不能支持这种观点。一项对遭遇活跃股东干预事件之后 5 年内公司股价变化的研究发现:在股东干预事件发生之后的短时期内公司股价明显上升,而在此后 5 年的较长时期内,股价也没有出现回落的情况。^[50] 按照这一研究结果,或许有必要重新考虑以“毒丸”对抗活跃股东的必要性。

对短期效应主义的处理一开始就存在很大的争议。毕竟,意图参与公司经营的股东与恶意收购者的行为不甚相同,前者即便与董事会磋商,不会给公司股东带来更高的溢价,也不会出现更换公司所有者的境况——因为原本就不存在并购公司的问题。相反,公司管理层为了维护其在公司治理中的权威,会尽量避免一无所知的股东干涉他们的

[47] Alexandra Stevenson, *Activist Hedge Foud Starboard Succeeds in Replacing Darden Board*, October, 2014.

[48] 凤建军:《追寻对冲基金监管法制路径——擅变与评述》,载《河北法学》2012 年第 6 期。

[49] 美国著名百货商店 J. C. Penny 就是这方面的典型。

[50] Bebchuk, Brav & Jiang, *The Long - Term Effects of Hedge Fund Activism*, May, 2015.

决策,而维护其权威最直接也最有效的办法就是不遗余力的最大化公司利益。因此,活跃的股东倒有可能成为监督公司董事会和管理层勤勉职守,降低代理人成本的积极因素。也许出于这些因素,连“毒丸”之父马丁·利普顿(Martin Lipton)本人最近也表示公司董事会应更积极寻求与活跃股东和解而非对决到底。^[51]

六、余论

特拉华州收购规则经历初期的菡萏初开,百花齐放,到后期时过境迁,奄奄一息,50多年的发展轨迹折射出了法律规则与市场和商业活动之间的紧密关联。

当市场面对严重失灵的公司治理无能为力时,法院一跃成为维持公司正常经营的制胜法宝,而一旦出现其他监管,法院也毫不吝啬,甘愿退居二线。商业机制的设计始终离不开法律制度的支撑与包容,也必须建立在对既有市场和商业活动真实情况的有效评估之上。如果缺乏了法律的支撑,所谓商业机制可能就只是“百家争鸣中一家之言”而已,而假如收购规则没有建立在市场之上,随意迸发,就会缺乏可预见并且普遍适用的基础。

同样,僵硬而缺乏创新与改变的商业规则也不可能适应市场的变化。市场的发展意味着不能始终维护既得利益,阻碍新生力量的发展。因此,必须要建立一套包容创新,又符合实际情况的规则体系。对于收购规则来说,必须平衡公司决策者权利与责任的关系。决策者有权在权限范围进行公司日常管理,但是其必须保证其所为是为了维护公司和股东的利益。换言之,其有责任防范损害公司利益情况的出现。只有对商业活动背后的利益利害关系冲突有深刻的理解,一项好的规则才有可能被制定出来。特拉华州法院分析了各类商业规则可能涉及的利害冲突,从而确立了 Unocal, Revlon, Weinberger 和 Blasius 这一系列

[51] Lipton, *Some Lessons from DuPont – Trian*, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, November, 2015.

的规则,值得借鉴。

没有任何事物可以说是绝对完美的。毫无疑问,要弥补市场失灵的现状,还需更加强大的法治环境,特拉华州的收购规则也仍有很多需要完善之处。未来可能会出现什么,我们无法预知,正如我们之前无法预料“毒丸”会出现一样。我们所能做的,就是从规则的发展轨迹中发现规律,吸取其精华之处,以便未来能做得更好。