

適當性原則在反收購措施的合法性審查中的適用研究 ——以美歐規則為視角

姜 哲、范劍虹*

上市公司作為現代經濟中的重要組織體，其收購在整合產業經濟方面起到了重要作用。善意收購固然在上市公司收購案中佔了主要比例，然而敵意收購的例子也絕不稀少。當面臨收購方敵意收購時，目標公司管理層有權採用哪些行動，是否可以主動出擊挫敗對方的收購企圖，歷來是此方面的重點。但是，當管理層可能利用自己手中的權力為維護自身地位而忽略股東權益時，如何判斷其行動是否合理，董事會反收購措施是否適度，是上市公司收購中法學專題與司法實踐關注的重點之一。也即通過把握尺度，使得因反收購目的而採取的手段，不至於導致對第三方的損害，不合比例地、過高地高於由此帶來的收益。既不能放任董事會濫用手中職權以戕害股東之合法權益，又要防止過分施加桎梏於管理層，而使其失去在收購活動中的活力，無法良好行使股東大會授予其運行公司的職權。在這一工具與目的的權衡過程中，顯然隱含着一個合適的法學原則。我們可以在美國和歐洲等國的立法和判例中找到對應答案。雖然他們看似從相對的角度分別得到了自己的結論，然而撥開他們彼此表面差異的迷霧，卻不難發現法學上的適當性原則在這一目的與手段(或者措施)的權衡中的聯繫與作用，同時也可發現此原則在使用中的局限性。由此，本文擬借用適當性原則的正義的平衡功能，結合上市公司反收購目的與措施平衡中的不同規制的研究，以尋找一個具體而合理的評價與適用體系，以為複雜的法律實踐提供一個解決問題的合理的具體路徑。

一、上市公司反收購措施合法性審查

(一) 概述

上市公司反收購措施是在針對上市公司控制權

的轉移鬥爭中，目標公司為了擊敗收購方收購企圖所採取的各種反擊手段。從國內外實踐來看，包含了“毒丸”、“黃金降落傘”、“白衣騎士”等多種手段。¹ 他們的共同特點在於通過提高控股溢價，來擊退收購方的收購企圖。可以說，上市公司控制權的轉移的目的具有多重性。² 學界對上市公司收購的目的和利弊研究歷來眾說紛紜。³

在現代公司制度誕生伊始，所有權和管理權的分離既給公司帶來了專業化的管理，但伴隨而來的還有相應的代理矛盾。不加規制無疑會導致代理問題的加劇，然而過分限制，又會削弱董事會的能動性，加大代理人負擔，由此帶來的負面激勵無疑將動搖代理制度和公司制度的產生基礎。如何尋找其中的利益平衡點，既給與董事會足夠的自主空間發展，又防止其因為擔心自身損失管理權而採取失當反收購措施；既注重作為公司重要權益所有人——股東的權益，又妥善維護其他利益相關人的利益，實現社會利益的最大化，應當是研究的中心問題。

在這個問題上，各國針對上市公司收購的不同目的有不同的規制標準，由此對反收購措施合法性態度也莫衷一是。其中較有代表性的如美國和歐盟各有考量。解決上述提到的中心問題的規制標準，歸根結底在於如何尋找到一個合理的平衡目的與手段的原則，並具體地把握與解決反收購措施中的合理性問題。

(二) 美歐反收購合法性審查之規定

1. 美國對反收購措施合法性的審查

如前所述，因美國傾向於對收購給予中性激勵，因此落實到其聯邦法律的主要傾向也是維持中立。此方面最為典型的是《威廉姆斯法》中的有關規定。⁴ 同時，由於意識到公司利益相關人不僅包含股東，更有

* 前者為澳門大學法學院博士研究生、貴州大學法學院講師，後者為澳門大學法學院教授

目標公司的僱員、客戶、債權人，甚至社區環境等也會受到影響⁵，所以，不少州在此方面的立法和判例所體現的態度就更傾向於對敵意收購做出限制，從而賦予了目標公司管理層較大的實施反收購措施的自由。⁶ 對於反收購措施的合法性審查，判例法主要是通過商業判斷規則來加以考量。⁷ 還需要注意的是，在接受商業判斷規則檢驗之前，主要目的檢驗規則也是需要考察的一個主要方面。⁸

美國對於反收購措施合法性審查首先考察的是該董事會採取反收購措施所要達到的目的是否正當。⁹ 這裏所謂的適當是判斷董事採取反收購措施是否為的是公司利益，而不僅是個人私利。¹⁰ 我們不難發現，這裏對於董事應當維護的利益不再局限於股東，而是用了整體性的公司利益。從現代公司法發展看，學者們提出的公司利益相關者早已突破了傳統公司法理論中股東的範圍，而可延伸至其員工、債權人、客戶等非股權利益相關人。¹¹ 從這一點上看，美國判例法中同樣體現了這一態度。¹²

當目的判斷適格後，再引入商業判斷規則，這也是平衡董事會、目標公司和收購方以及權益有關人利益的重要原則。¹³ 商業判斷規則事實上是將適當性的問題重新回歸給市場去考察，運用商業手段上的分析來解決這一在法律領域顯得抽象的問題。該原則更偏重於事後的審查救濟，這也就導致實踐中，美國上市公司的董事會管理層，仍有較大空間進行相應的反收購行動。事實上，公司理論自身往往意味着股東已經通過行使自己的股東權投票選出董事會來代理進行公司管理，如果單獨在反收購問題上妄加干涉，很容易使得管理層處於不定狀態中，不利於公司的長期發展。實踐中也是如此。在美國公司法立法中具有重要地位的特拉華州的此方面案例，如 1985 年的 *Unocol* 案表明，法院往往傾向於考慮公司的長遠利益，而限制股東抽離的權利，賦予董事會更多反收購空間。¹⁴ 此後的諸如 *Revlon* 案中，進一步確立了針對反收購措施審查的標準。¹⁵ 綜合來說，商業判斷規則隱含的標準包含幾個方面：第一，敵意收購對於目標公司運營構成了威脅；第二 董事會所採取的反收購措施是合理的¹⁶；第三，當面臨敵意收購威脅時，董事會不僅應考慮股東權益，還應考慮影響到公司的各方面利益，中立的對待收購者尋找最優於實現股東和公司權益的收購人。¹⁷

2. 歐洲對於反收購措施合法性的審查標準

儘管美國和歐洲在公司證券法方面已經有趨同現象，但是在反收購問題雙方態度差別較大。¹⁸ 針

對反收購問題，歐盟在 2004 年出台的《公開要約收購指令》(以下簡稱為《收購指令》)中做出了明確規定。¹⁹ 其為了市場均衡而推出了兩個基本原則：股東決定原則和比例原則。²⁰ 股東決定原則是指目標公司董事會不得在未經股東大會批准的情況下採取反收購行動，只有股東大會對此享有決定權。²¹ 因此，該原則也被稱為董事會中立原則²²，主要進行對收購要約中的反收購措施進行限制。此處的比例原則也被稱為“突破原則”²³，還有的學者稱之為“風險承擔與控制相稱原則”²⁴，本原則和前一原則相呼應²⁵，認為應當由承擔風險的持股股東來擁有對於反收購措施實施的決定控制權。²⁶ 此原則事實上限制了事前反收購防禦措施的實施²⁷，存在原則性與靈活性的價值抉擇問題。

設置以上原則的原因主要在於歐盟認為反收購行動可能會大大提高公司的代理成本。而根據傳統的公司控制權理論，董事等在決策中應代表和考慮的是股東權益²⁸，故而不宜賦予董事層寬鬆的反收購活動空間，更多地將決定能否採用相應的反收購措施權利放歸股東大會。由於各國對此爭議較大，容易置歐洲公司在全球化的市場收購競爭中位於劣勢，因此允許各國在是否遵循第 9 條和第 11 條上進行自我選擇。²⁹ 指令出台後，引起了很大爭議。不少學者指出該指令完全無法適應統一歐盟公司法的需要。有的學者指出其中最主要的問題在於不能以一刀切的態度對待收購問題。³⁰

英國歷來對反收購措施採取非常謹慎的態度，在 2011 年修訂的《收購守則》中也明確規定“董事會不得在未經股東大會的授權之前，採取任何企圖挫敗收購要求的事務活動”。³¹ 英國對於面臨敵意收購下的目標公司董事會的反收購措施採取了嚴格限制，大大局限了管理層可以採取的行動空間。³²

法國原《商法典》規定在股東大會特別授權與管理層情形下，可採取增加資本等反收購措施。³³ 但 2004 年進行了修改，完全禁止此類反收購措施。³⁴ 後在其對歐盟法律的國內法轉化中和歐盟的《收購指令》再度進行修改，在 2006 年《公開要約收購法》第 22 條規定，管理層須經股東大會事先批准方可採取反收購措施，但對於尋求其他要約的行為則未做限制。³⁵

惟德國《證券取得與收購法》與英法和歐盟的態度有較大不同。³⁶ 德國歷來認為目標公司管理層將能更好維護公司利益相關人的整體和長期利益，故此賦予了董事會在反收購中採取活動的更大空間。³⁷ 德國

《證券取得與收購法》第33條規定，在收購要約發出後直至結束前，董事會不得採取尋找競價要約等以外的行為以阻礙要約成功的行為。³⁸同時，德國還將反收購措施的決策權很大程度上賦予了監事會。³⁹

(三) 本節小結

通過對以上立法例的比較分析，對於反收購合法性審查各國態度不一。規制反收購活動的中心內容是對董事會可採取反收購措施空間的規置。具體反映則是反收購決策權的歸屬屬於股東大會還是董事會。而這一問題的矛盾根源在於對於敵意收購應當鼓勵、限制亦或秉持中立態度，以及管理層所代表的權益究竟是僅代表股權人還是涵蓋其他利益相關人。⁴⁰美國和歐洲的立法例做出了不同的回答。

美歐兩種標準看似南轅北轍，但是綜合以上兩者進行分析，其實兩者都在要求對採用的反收購措施和收購要約進行市場均衡。只是從美國的原有標準中商業判斷標準中可以發現，個案中不僅以商業判斷原則為核心，還需結合主要目的等測試來進行檢驗，相對比較複雜。且其規則中已然含有一定的適當性原則的成分。⁴¹而歐盟的標準也不盡如人意，歐盟在後來2007年的報告指出，18個歐盟成員國引入了股東決定原則(董事會中立原則)，而突破原則僅被1%的歐盟公司所採用。實踐效果極其不如人意，沒有能實現活躍歐洲控制權市場，協調歐盟成員國收購法令的原有目的。⁴²

我們不難看出，無論是美國還是歐洲，都在收購和反收購問題上以中立為名，進行了相應的規則設置。但是在中立的前提下，雙方卻走向了不同的規制方向。偏廢其中任何一方，並不能完全實現收購或反收購的理想管制。如何平衡涉及的多方利益，尋求適用更加直接明瞭的審查標準，或許我們可以結合適當性原則所涵蓋的幾重涵義入手來為反收購合法性審查標準尋找新的答案。

二、適當性原則的引入

(一) 適當性原則之發展及內涵

適當性原則(Verhaeltnismaessigkeit)⁴³的發展由來已久，梭倫曾說過：“別太過度”。⁴⁴亞里士多德也有“公平即比例相稱”的理念。⁴⁵適當性原則最早在行政法領域得到了廣泛肯定，繼而在其理念支持下，擴展至憲法層面。在歐洲，適當性原則適用較為廣泛

的領域主要集中於憲法和行政法領域。⁴⁶該原則在私法領域從近些年的研究看，在合同⁴⁷、企業組織法等領域也無不可見適當性原則適用研究的身影。⁴⁸美國雖然並不願意援用其他國家憲法中的原則，但是在司法實踐中，其實也早有與適當性原則同源的適用⁴⁹——美國對於衡平原則的理念在一定意義可以看作是適當性原則的另外一種表現。⁵⁰適當性或者說比例，更多的以追求參與者多方利益均衡為目的而進行的博弈呈現於法律領域面前。

適當性原則常做廣義和狹義二分。廣義上的適當性原則被認為通常涵蓋了符合憲法，有效性原則，必要性原則及均衡性原則也即狹義上的比例原則⁵¹(也有學者認為應當包括適當性原則，必要性原則以及均衡性原則⁵²)。本文所採用的觀點以廣義上的適當性原則為基礎。

1. 基本前提——符合憲法

這是適當性原則適用的根本基礎，其要求一項法律的規定對公民利益範圍的觸動，不但該目的且其實現手段應當合憲。

2. 應有之義

(1) 有效性原則

通常而言，此原則是指為了實現立法目的而採取的干涉權益之手段應當具有有效性。⁵³換言之，目的已經確定時，為追求達到該目的而採用的手段應有助於其實現。但是需要注意這裏採取的手段對於目的只要有促進目的就應當看作適當、有效。也即並不以某個手段能否成為目的實現的充分必要條件方給予肯定，而只要屬於必要條件就應當認定為滿足了這裏有效性要求。

(2) 必要性原則

該原則也被稱為最少侵害原則。⁵⁴該原則的基本含義是當存在多個有利於目的實現的手段時應當進行取舍，這裏所應選擇的應是會對社會或他人權益造成最小侵害的手段。⁵⁵在此原則項下需要注意，當行使手段將導致多種權利受到影響時，應選擇能夠給他人帶來最小侵害性的手段來實現保護權利的目的。⁵⁶

(3) 狹義上的比例原則

亦被稱為權衡定律⁵⁷，通常被認作是適當性原則最為核心的內涵。是上述提到的對公民利益影響最小的手段，其所追求的目標的價值也不能明顯高於對公民的基本權利中的保護物所造成的損害的價值。也即是指當實現預定的權利時，需要對實現這一目的而得到的社會收益與採用的手段所耗費的社會成本進行權衡。從這裏的成本收益進行量化分析，當所獲得的

權益將高於為此而付出的社會成本時，方能達到社會均衡。⁵⁸ 如果說適當性原則的前幾方面的含義是對實現目的的手段是否合憲、具備有效性和必要性進行考察，那麼權衡定律則是回歸到對目的本身進行權衡考量，當以理性分析可以得到成本小於收益的結論時，該既定目的才應得到支援。通常只有將以上幾點綜合起來才可以從定量分析和價值判斷上解決實現預定法律權利的均衡問題。⁵⁹

上市公司反收購審查問題以其既涉及私法中公司、股東、管理層等多主體權益，又因上市公司自身對社會經濟生活產生的巨大輻射力，對諸多利益相關人會產生影響，加之其收購可能導致產業結構的變換而為監管機構所看重，介於公民法交界領域，既需關注私權又要權衡公益。通過對於適當性原則的含義的探究不難發現其對於上市公司反收購規制中的多主體利益權衡也具有實踐意義。而通過考察現有各國對於反收購措施合法性審查制度，其標準往往已隱然含有適當性原則的內容。

（二）適當性原則適用於反收購措施合法性審查可能性分析

第一，適當性原則適用的前提。從前文對於適當性原則的概述可以發現，該原則的適用基礎和前提是當採用一定手段以促進原有目的實現時將影響他人的權益。通過對於上市公司反收購的分析，可以發現其中涉及的利益面不僅包含了目標公司股東、管理層、收購方，還將包括員工、客戶、債權人等多方利益。無論如何規定勢必都將影響其他方的權益。例如僅以保護股東權益為重，無疑可能將傷及公司的長久發展利益和其他非股權性利益相關人之利益，但是股東短期暫態利益可能得到實現。⁶⁰ 反之，若更看重其他利益相關人之利益，股東之權益看上去則會可能在短期內收到影響。⁶¹ 由此，在何等程度下衡量其權屬或措施是否適當就有了引入比例平衡的必要性。對於這種權益的取捨，無疑屬於適當性原則可以適用的範疇。由此可見，美歐之間關於反收購措施規制的差別正是在前提上雙方選擇不同，由此而走向了不同方向。

第二，適當性原則適用之目的定位——對於收購行動目的之比例平衡。適當性原則的一個傳統上的缺陷是沒有一個確定的目的，其工具性在其後的發展中飽受質疑。⁶² 德國與歐洲各國，包括美國，試圖給這個原則加上一個合適的目的，以便避免此工具被誤用。不管我們試圖從長遠目標，還是短期目標去觀

察，還是從法律解釋方法出發，最終無法避免憲法的影響力。因此，在現代，可以發現適當性原則的首要之義是需要符合憲法，如果進行延伸也就是要求當為實現既定目的而採用一定手段將影響他人合法權益時，該要求自身應當是合法的，符合既定的法律制定的目標要求，而這個既定的法規，從大框架上去觀察，也不能違憲。

前文我們已經討論過的美歐反收購措施合法性檢驗的標準。美國首先進行主要目的之檢驗，這一檢驗的核心內容正是其對反收購問題根本爭議的解答。也就是：管理層所進行的措施是為了保留自己的位置，還是為了更好地保護公司權益。

故此，在此問題上可考慮以適當性原則為視角對反收購措施的目的進行考察。具體到個案中反收購措施是否採用，應將是否有利於提高公司的長期運營效益，實現公司、股東以及利益相關人的長遠利益的提升為目標。如果答案是肯定的，就應予以認可。在此基礎上進行社會利益和個人利益、董事會權利空間和股東大會權利空間、目標公司與股東的短期和長遠利益以及股東和非股權利益等相關人權益的多重平衡。⁶³

第三，反收購措施合法性審查中適當性原則的適用。從表面上看，針對同樣的目的，即為了建立平衡市場，秉持中立，各國卻建立了截然不同的反收購措施合法性審查標準。我們完全可以以適當性原則有效性、必要性和狹義權衡角度上進行統一分析。美歐兩者可以說是從不同角度針對市場中的反收購措施引起的利弊面進行平衡。例如美國的商業判斷標準可以說更多的是從避免董事因為反收購決策行動而陷入訴訟和義務不確定狀態，避免動搖現代公司制度和代理制度的基礎，平衡股東權益以及其他利益相關人權益而建立的。如果說兩者都只強調了其中一個方面，直接引入適當性原則進行適用，無疑更加有益於全面考察個案中的不同情況，賦予立法者和法官更加充分而靈活運用的立法空間，促進社會收益的最大化。

三、適當性原則在反收購措施合法性審查中的適用架構

（一）適用結構的目的合法性考察

適當性原則的首要要求，是當為了實現既定目的而採用一定手段而將影響他人合法權益時，該要求自身應當是合法的，符合既定的法律制定的目標要求。

美歐正是在此選擇了不同方向，造成了規則設置的區別。美國反收購措施的權衡目標是為了實現對公司利益的最佳保護和利益相關人的長期利益的實現。在歐盟，規則的設置則是要求實現對於管理層的代理風險的約束，維護股東權益這一目的。

對於反收購措施合法性審查的態度歸根結底源於反收購目的的定位。反收購活動的利弊爭議已經存在多年，Aleksandra Kacperczyk通過對1991-2002年878家美國公司的案例進行研究發現，反收購措施未必直接有利於其僱員或顧客，但會給公共福利帶來明顯增長。⁶⁴ 麥肯錫公司在對160多個兼併案例進行研究後發現，只有12%的案例可以明顯提高企業生產競爭力，然而40%的兼併案不能實現預期的減少成本的目的。⁶⁵ Cremers、Nair和Peyer也通過實證研究指出越是處於競爭激烈的產業中的企業越是採用多樣化反收購措施。⁶⁶ 由此可見，反收購措施的採用可能影響股東的短期收益，但對公司的長期發展以及利益相關人都有促進作用。

傳統公司理論認為公司為滿足股東權益而存在，收購則是實現對公司外部監控的重要手段。⁶⁷ 歐盟和英國等正是根據傳統公司控制權理論，為了解決代理矛盾，通過對於管理層在反收購行動中的權力限制來避免股東利益受到損害。事實上歐盟指令在其起草歷盡波折，通過後也受到了不少批評。⁶⁸ 例如Beate Sjøfjell批評歐盟的指令無視除股東以外的其他利益相關人的利益，針對在公司證券法中對於整體利益的思考和發展可以說是缺乏建樹。⁶⁹ 根據《收購指令》第20條的規定，歐盟將根據其實踐中的問題對之作出修改，由此引發了學者們的熱議。⁷⁰ 其中的一個焦點問題就是可能將引入對於利益相關人的關注。⁷¹ 而英國2011年進行的收購法令改革也正是遵從了這一觀點。⁷² 英國這一改革的一個重大誘因是吉百利-卡夫收購案的出現，該案使得英國意識到有必要重新審視自己在收購問題上的策略。⁷³ 對於歐盟《收購指令》的修改也有意向引入此觀點。

隨着對於公司社會屬性研究的增強，學者們越來越強調公司不應當滿足於僅是私法上關注“私益”的角色，而應注重其社會屬性。⁷⁴ 除了股東以外的其他非股權性利益相關人的權益之保護愈加受重視起來。⁷⁵

故此，筆者認為在進行反收購措施審查目的定位時應以實現公司權益為標準，這不僅更貼合公司作為獨立法人和其社會性的特徵，並且會更多地考慮到股東以及其他非股權類利益相關人長久利益的保護。與

此相對應的是，在反收購措施合法性審查的配套制度設計上，不宜過分限制董事會的活動空間，而應結合反收購措施是否符合有效性原則、必要性原則和狹義比例原則的適用來加以確認。

(二) 適用結構之有效性定位

以有效性原則入手，對於董事會管理層是否應當採取反收購行動，應考察其有效性問題。也就是說採取該項行動是否將有利於擊退收購方企圖。這裏還存在一個問題就是徹底亦或部分擊退收購方企圖都可以算做有效。筆者認為，當前的公司運營的複雜性和經濟環境的多樣性導致擊退收購企圖可以同時並行多重手段，而實現最終反收購的根本目的。⁷⁶ 因此，除了根本沒有有效性之外，不論是可以徹底實現還是部分實現反收購意圖，只要證實其有效性都應得到承認。以反收購實踐中常見的“毒丸”計劃為例，目標公司常通過預先安排使得一旦收購人持股達到特定比例時，股東獲得以優惠價格購買目標公司股票的权利。這一措施無疑將加速股份稀釋的速度，使得收購人的成本大為提高。以其有利於擊退收購人收購企圖的目的而言，無疑其符合有效性原則的標準。

(三) 適用結構之必要性定位

當滿足前一條件後還要考察必要性問題。以該原則為尺度衡量採用反收購行動對於所涉關係人合法權益帶來的損害是否過度，這裏也是涉及到一個定量分析問題。可以通過實證資料具體考量多種反收購手段，來判斷究竟採取的反收購措施是否是對於管理層在相應情況下可以採取的最優和最小化成本的措施，避免那些雖然利於擊退收購企圖，但是卻會給公司以及股東帶來沉重負擔的反收購措施被採用，從而造成大炮轟小鳥的笑話。

在Unocal案中⁷⁷，Unocal公司管理層為了擊退Mesa公司的雙層收購⁷⁸，採取了一系列反收購防禦措施。⁷⁹ 法院認定，一旦有確定證據證實他人持股將對公司經營造成風險，董事會採取的措施與受到的威脅程度相當，其當受到商業判斷規則的保護。⁸⁰ 故而支持了Unocal公司董事會的行為，認定其合法有效。不難看出，這裏所謂“董事會採取的措施與受到的威脅程度相當”，正是典型的必要性原則視角的考量。如果衡量得到的結論是所採用的手段已經超出面臨的威脅程度，也即是給有關權益人帶來的過量的成本負擔的反收購措施將不被支持。當然，這個階段，只考慮採用反收購行動對於所涉關係人合法權益帶來的

損害是否過度，是否採取的最優和最小化成本的措施，而將衡量是否給有關權益人帶來的過量的成本負擔，比例是否嚴重失當，放在以下部分具體論述。

再如在Unitrin案中⁸¹，法官強調首先應當進行的測試是反收購措施是否適度，是否相對於股東權益構成嚴重損害。然後再進行進一步測試看管理層採用的反收購措施程度對於收購要約的威脅程度是否合理的。法院指出管理層採用的反收購措施必須是在目標公司面臨“實質性收購壓迫”前提下進行的，該案中，Unitrin的董事會首先採用了“毒丸”等防禦措施，這些措施衡平法院認為符合公司受到威脅的程度。⁸² 而後，董事會又進一步實施的股份回購計劃，法院認為考慮到已經採用的防禦手段，回購明顯是無必要的，和其受威脅程度不相稱，因此予以否定。⁸³ 可以看出，此種情形下對於防禦手段使用和面臨威脅程度的平衡屬於典型的必要性考察。

誠然，由於個案的差異、反收購措施的多樣化以及敵意收購市場的複雜多變性，很難直接界定所有反收購措施的成本高低順序。這就是必要性原則的缺陷之處，中庸原則中的“君子時中”（與時俱進）等成分的有益之處。可以說，每一起反收購案件所面臨這樣度的衡量都是一項複雜的系統工程。例如股份回購手段在Cheff v. Mathes一案中被認定為合理⁸⁴，但在Unitrin一案中則被衡平法院認為已經超過了面臨的收購威脅程度。⁸⁵ 這是由於實際情況的千差萬別所導致的，也正是因為反收購案例的複雜性，我們無法脫離個案而直接為每一種防禦手段的成本計量下一個確定的資料表明它產生成本的高低，而只能以既具確定性的原則作為指導，又要結合個案的具體實踐來進行定量分析。適當性原則中必要性原則之定位無疑為這裏的定量分析提供了重要依據，同時，由於其單一性以及確定性，因而其內涵有待進一步的解釋或者拓寬的必要。

（四）適用結構的狹義比例原則之定位

考察此問題的核心，關鍵在於平衡前兩者的社會成本問題。這裏的均衡，也就是從狹義的比例原則出發，來考察究竟由此進行的反收購所帶來的綜合效益，是呈正面還是負面。通過均衡的考察綜合判斷反收購的實踐效果，反收購措施可以為股東等利益相關人帶來的收益，較之需要為之付出的成本的多寡，來判定管理層有無採用適度的反收購措施。這裏實際上採用了卡爾多－希克斯標準（Karlodor-Hicks-Principle）。⁸⁶ 如果為此支出的成本將明顯高於為權益

相關人帶來的收益，則不應支持相應的反收購措施的採取，也就是所謂對成本收益的整體“度”的衡量。

1985年的Revlon案在一定意義上可以作為此方面例證。⁸⁷ 該案中為了擊退敵意收購方Pantry公司的收購企圖，Revlon公司採取了一系列的反收購活動，運用了諸如回購，“毒丸”等措施仍不能成功情況下，又尋找了“白衣騎士”（Forstmann）。企圖將自己旗下兩個業績最好的公司以低於市價一至兩億美元的價格賣給“白衣騎士”，企圖以此擊退敵意收購方。⁸⁸ 特拉華州最高法院認定當一系列反收購措施的實施被證實不是為了使得股東等利益方獲得最大權益，而是會對其進行限制和傷害時，這類反收購措施將不被支持。⁸⁹ 以狹義比例原則角度來看，毫無疑問這屬於典型的權益和成本比較問題。當反收購措施給Revlon公司股東等施加的成本負擔已經嚴重侵害了其股東可以期待的最高利益，兩者相比較，這裏可以說是權衡定律運用的明顯表現。

筆者認為為了把好這裏的“度”，在對敵意收購進行防禦措施時應注意以下幾項。

1. 高成本溢出之反收購措施當慎用

在該原則主導下，應當慎用將對股東等利益相關人權益造成重大影響之反收購措施。例如，“焦土策略”⁹⁰的實施就當慎重，由於該策略下將導致公司核心競爭力嚴重衰退，會給公司自身和股東等多方利益相關人帶來重大負擔，因此如果採用其他成本較低的反收購行為如“驅鯊劑”⁹¹、“毒丸”⁹²等已經可以完成對收購人的防禦，則不必採用該策略，避免給權益相關人帶來過度損害。

2. 成本較低之防禦策略應得到優先考慮

例如，“黃金降落傘”⁹³被認為是不會影響股東等權益的一項反收購措施⁹⁴，該措施給利益相關人所帶來成本低，按照帕累托最優的標準（Pareto Optimality，也稱為Pareto Efficiency）⁹⁵，類似的既有利於擊退收購方企圖，又不會給他人帶來損害的措施，無疑應成為更具優勢的敵意收購防禦行為。

3. 事前(收購前)反收購措施的應用

筆者認為收購前的防禦措施將更加有利於降低反收購措施的總體實施成本。上市公司由於其自身在市場交易的特性，很容易成為其他收購方的目標。然而正如置身叢林一樣，在公開市場，上市公司自身是較難完全預計到哪些收購方的存在的。尤其是在敵意收購的情形之下，如果收購方在公開市場突然發起收購，目標公司管理層採用反收購措施將受到局限。因此，如果事前收購防禦行為得到重視，無論是從有利

於將潛在的敵意收購企圖消彌於無形，還是一旦遭遇到敵意收購時，有利於給目標公司更多防禦選擇。例如，“驅鯊劑”一類反收購措施在制度設計上加大了收購方的收購難度，比如分期分級董事會的設計，將增加收購方實現控制權轉移目標的成本，此類措施的設置在一定程度上有利於實現對收購方構成威懾，減少其收購企圖。再如“毒丸”計劃在滿足股權變動到一定程度下方被觸發，收購方可能在此前即因為需要付出的高昂代價而放棄收購企圖。

四、結語

上市公司反收購的合法性審查在歐洲和美國表現出了不同標準，這固然是因為兩者的發展歷史和表現形式存在一定差別，且在對待該理念的態度也有所

不同。歐盟和英國等以保護股東權益為重，而美國卻更多的注視着除了股東以外的其他利益相關人之權益。然而追根究底，不難發現雙方所追求的都是適度選擇、均衡市場。適當性原則其中的一些理念已經或多或少的滲入了各國已有的反收購合法性審查規則中。

正如法官在Unocal案中指出：“公司法並非一成不變，它總是隨着需要而不斷發展”。⁹⁶當以傳統的解決方法難以達成協調的目的時，從適當性原則的視角重新切入這一傳統問題，並且結合已有的案例與立法顯示出來的相對固定的眾多規則，制訂出適合於不同案例群的合法性審查的具體的參考模式，從而使我們在複雜的案例中，增強合理審核合法性的判斷能力，以使我們能更自信、快捷地得到這些問題的適當答案。

註釋：

- ¹ Kirchner, C. and R. W. Painter (2002). Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform. *American Journal of Comparative Law*, Volume 50. 451-476.
- ² 有的是為了擴大規模效益，通過橫向或縱向的收購減少經營成本；還有的收購則是為了實現壟斷，擴大收益；也有的認為此類收購只是為了提高收購者的自身聲望，與股東利益最大化並無裨益。見上註。
- ³ 姜哲：《上市公司收購的基本原則芻議》，載於《貴州工業大學學報》(社科版)，2005年第6期，第65-68頁。
- ⁴ 《威廉姆斯法》也被稱為“披露法”，其中的制度設計以披露為重，強調中性干預證券市場。見湯欣、徐志展：《反收購措施的合法性檢驗》，載於《清華法學》，2008年第6期，第93頁；及上註。
- ⁵ Kacperczyk, A. (2007). With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare. In the website: <http://ssrn.com/abstract=1016466> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1016466>. 9 September 2012.
- ⁶ 沈藝峰：《公司控制權市場理論的現代演變——美國三十五個州反收購立法的理論意義》，載於《中國經濟問題》，2000年第2、3期。
- ⁷ Kirchner, C. and R. W. Painter (2002). Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform. *American Journal of Comparative Law*, Volume 50. 451-476.
- ⁸ See *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- ⁹ *Ibid.*
- ¹⁰ *Ibid.*
- ¹¹ Kacperczyk, A. (2007). With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare. See website: <http://ssrn.com/abstract=1016466> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1016466>. 9 September 2012.
- ¹² 例如美國《賓夕法尼亞州 1310 法案》中有關於信託責任條款的設定，董事會決策應出自對於公司最大化利益的關注，而非僅關注股東等的利益。管理層的決定不應當只考慮對股東的影響，還應考慮到公司僱員、客戶、債權人等諸多相關利益人的長期和短期利益。

- ¹³ 美國法學會《公司治理原則》第 4.01 條規定商業判斷應隱含以下義務：與商業判斷事項無厲害關係；對有關商業判斷事項的瞭解程度達到董事、經理等的合理判斷標準；有足夠理由相信該判斷符合公司最佳立意。轉引自湯欣：《公司治理與上市公司收購》，北京：中國人民大學出版社，2001 年，第 376 頁。
- ¹⁴ See *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- ¹⁵ 該案主要確立了當目標公司面臨不可避免的被收購或終止命運時，管理層有義務幫助股東尋求可以獲得最高收益的要約，而不是阻撓股東獲取更好的價格。See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- ¹⁶ Saira, A. (2010). A Review and Comparison of Takeover Defenses in the U.S. and U.K. See website: <http://ssrn.com/abstract=1631432> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163143>. 29 August 2012.
- ¹⁷ 實踐中，美國判例法由於不斷發展，在原有規則中不斷引入了一些新測試內容，例如對於何為收購的威脅以及 *Unocal* 規則和 *Revlon* 規則的關係在 *Paramount* 案中做了詮釋。
- ¹⁸ Taylor, C. (2012). The European Takeover Directive: a US Comparison. University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2012-20. See website: <http://ssrn.com/abstract=2098909>. 19 September 2012.
- ¹⁹ *Ibid.*
- ²⁰ Mülbart, P. O. (2003). Make It or Break It: the Break-through Rule as a Break-through for the European Takeover Directive? ECGI - Law Working Paper No. 13/2003. See website: <http://ssrn.com/abstract=441120> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.441120>. 29 August 2012.
- ²¹ 《收購指令》第 9 條明確規定“在未經股東大會同意的情況下，董事會不得採取任何尋找競爭要約以外的反收購行動。”見湯欣、朱芸陽：《歐盟收購立法統一化及其初步評價——以 2004 年 5 月 20 日生效的第 2004 /25/EC 號收購要約指令為中心》，載於沈四寶等主編：《公司法與證券法論叢》(第二卷)，北京：對外經濟貿易大學出版社，2006 年，第 250- 274 頁。
- ²² Tsagas, G. (2011). EU Takeover Regulation: One Size Can't Fit All. *International Journal of Private Law*, Volume 4, No. 1. 171-184.
- ²³ *Ibid.*
- ²⁴ 張艷凱：《上市公司反收購措施的理念、原則及制度》，載於《法治論壇》，2010 年第 3 期，第 306 頁。
- ²⁵ 見《收購指令》第 11 條規定即為此原則之體現。
- ²⁶ 湯欣、朱芸陽：《歐盟新公司法指令規範下的反收購措施——以“建立公平競爭市場”原則為中心》，載於《清華法律評論》，第一卷第一輯，2006 年，第 128-141 頁。
- ²⁷ 為了和下文提到的比例原則相區別，本文以下對此原則將採用突破原則的名稱。
- ²⁸ Mülbart, P. O. (2003). Make It or Break It: the Break-through Rule as a Break-through for the European Takeover Directive? ECGI - Law Working Paper No. 13/2003. See website: <http://ssrn.com/abstract=441120> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.441120>. 29 August 2012.
- ²⁹ 《收購指令》第 12 條規定可以對是否遵循第 9 條以及第 11 條之規定進行選擇。Tsagas, G. (2011). EU Takeover Regulation: One Size Can't Fit All. *International Journal of Private Law*, Volume 4, No. 1. 171-184.
- ³⁰ Tsagas, G. (2011). EU Takeover Regulation: One Size Can't Fit All. *International Journal of Private Law*, Volume 4, No. 1. 171-184.
- ³¹ 《收購守則》(The City Code on Takeovers and Mergers), 2011 年第 10 版，第 21.1 條。
- ³² 但需要注意的是，英國在 2006 年修改其公司法時同樣承認董事會應當不僅關注股東權益還應關注其他利益相關人權益之問題。Mukwiri, J. (2008). Directors' Duties in Takeover Bids and English Company Law. *International Company and Commercial Law Review*. Volume 19. 281-289.
- ³³ 法國原《商法典》第 L225-129 條第 9 款規定。轉引自陳剛、施鵬鵬：《法國公開要約收購制度的最新改革——以 2006 年〈公開要約收購法〉為中心》，載於《證券市場導報》，2006 年第 9 期，第 45-49 頁。
- ³⁴ 法國《商法典》第 L225-129-3 條規定。轉引自陳剛、施鵬鵬：《法國公開要約收購制度的最新改革——以 2006 年〈公開要約收購法〉為中心》，載於《證券市場導報》，2006 年第 9 期，第 45-49 頁。
- ³⁵ 也即其《商法典》第 L233-32 條規定。轉引自陳剛、施鵬鵬：《法國公開要約收購制度的最新改革——以 2006 年〈公

開要約收購法》為中心》，載於《證券市場導報》，2006年第9期，第45-49頁。

36 同註26。

37 Goergen, M., M. A. Manjon and L. Renneboog (2008). Recent Developments in German Corporate Governance. *International Review of Law and Economics*, Volume 28, Issue 3. 175-193.

38 轉引自孫博：《淺析德國公司反收購決定權歸屬》，載於《法制與社會》，2008年第1期(上)，第108-109頁。

39 同上註。

40 前文已提及針對上市公司收購的目的各異，很難一概加以判斷。由此而衍生的反收購行動中，有的以公司長久利益為着眼處，而考慮採用高溢價手段擊退收購方對目標公司的企圖。反之，有的則是僅以管理層利益為重，這時的反收購措施反而會加重目標公司負擔，大大侵害目標公司股東權益。這裏的爭議直接導致各國做出了不同選擇。

41 例如在商業判斷原則中關於反收購措施是否“合理”，其實就是典型的涉及必要性的考察。下文還將論述。

42 Tsagas, G. (2011). EU Takeover Regulation: One Size Can't Fit All. *International Journal of Private Law*, Volume 4, No. 1. 171-184.

43 Verhaeltnismaessigkeit 德文可譯為適當性原則，國內不少學者在其著作中也常稱呼其為比例原則。見姜昕：《比例原則研究：一個憲政的視角》，北京：法律出版社，2008年，第33-36頁；黃忠：《比例原則下的無效合同判定之展開》，載於《法制與社會發展》，2012年第4期，第46-57頁；錢福臣：《解析阿列克西憲法權利適用的比例原則》，載於《環球法律評論》，2011年第4期，第47-58頁；王超華：《比例原則內涵的分歧》，載於《知識經濟》，2012年第2期，第37-38頁。

44 他以正義為目的，將限度作為社會秩序的界限，使其成為以後立法者的楷模。See Wolf, E., *Mass und Gerechtigkeit bei Solon*, (1953). *Gegenwartsprobleme des internationalen rechts und der Rechtsphilosophie Festschrift fuer R.Laun zum 70. Geburtstag*, Hamburg, S.464。

45 Aristotel, (1956). Franz Dirlmeier (Hrsg.), *Nikomachische Ethik V. Buch 6, Kapitel 11316*. Berlin.

46 例如見諸於德國憲法，台灣《行政程序法》第8條；西班牙《行政程序法》第96條等都可以發現比例原則規定。

47 黃忠：《比例原則下的無效合同判定之展開》，載於《法制與社會發展》，2012年第4期，第46-57頁。

48 Vgl. Nipperdey, Hans-Carl/Saecker, Franz-Juergen, Anm. zum Vorlagebeschluß des 1. Senats des BAG vom 3.9.1968, AP Nr. 39 zu Art. 9 GG -Arbeitskampf-; Auch Saecker, Franz-Juergen, (1972). *Zu den rechtspolitischen Grundlagen der Arbeitskampf-Entscheidungen des Bundesarbeitsgerichts vom 21. April und 26. Oktober 1971*, GewMH. 287.

49 也有不少學者著述認為應當將平衡與比例完全區別開來，例如 Engle, E. (2012). *The History of the General Principle of Proportionality: An Overview. The Dartmouth Law Journal*. Volume X:1. 1-11. Cohen-Eliya, M. and I. Porat (2010). *American Balancing and German Proportionality: the Historical Origins. International Journal of Constitutional Law*, Volume 8, Issue 2. 263-286。但筆者認為撇開兩者外向的表形差別，應當說其運用的實質是非常類似的。

50 Cohen-Eliya, M. and I. Porat (2010). *American Balancing and German Proportionality: the Historical Origins. International Journal of Constitutional Law*, Volume 8, Issue 2. 263-286

51 范劍虹：《歐盟與德國的比例原則——內涵、淵源、適用與在中國的借鑒》，載於《浙江大學學報》(人文社科版)，2001年第5期，第98-102頁。

52 姜昕：《比例原則研究：一個憲政的視角》，北京：法律出版社，2008年，第33-36頁。

53 比如有一工廠排放之廢氣於環境不利，法規規定用完全不足以阻擋廢氣排出的編織過濾網來阻止廢氣是與有效性相悖的。

54 姜昕：《比例原則釋義學結構構建及反思》，載於《法律科學》，2008年第5期，第45-55頁。

55 錢福臣：《解析阿列克西憲法權利適用的比例原則》，載於《環球法律評論》，2011年第4期，第47-58頁。

56 例如當企業能通過改進機器的較低成本方法來減少廢氣排出時，不應當強令其搬遷而承擔更高的成本。

57 同註56。

58 王超華：《比例原則內涵的分歧》，載於《知識經濟》，2012年第2期，第37-38頁。

59 對於比例原則，德國法學中也有不同聲音。Schmidt, *der Strafprozess, Aktuelles und Zeitloses*, NJW 1969, S. 1137ff., 1142; E.Forsthooff, *Der Staat in Industriegesellschaft*, 1971, 173; Derselber · *Lehrbuch des verwaltungsrechts*, 10.Aufl., 1972, S. 71; E.

- Eyermann, Die Hausbesetzungen und der maltraetierte Grundsatz der Verhaeltnismaessigkeit in Umweltund Planungsrecht, 1981, S. 17. aehnliche Meinung hat H.J.becker auch vertreten.
- ⁶⁰ Kacperczyk, A. (2007). With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare. In the website: <http://ssrn.com/abstract=1016466> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1016466>. 9 September 2012.
- ⁶¹ *Ibid.*
- ⁶² Eb.Schmidt, der Strafprozess, Aktuelles und Zeitloses, NJW 1969, S. 1137ff., 1142; E.Forsthoff, Der Staat in Industriegesellschaft, 1971, 173; Derselber, Lehrbuch des verwaltungsrechts, 10.Aufl., 1972, S. 71; E. Eyermann, Die Hausbesetzungen und der maltraetierte Grundsatz der Verhaeltnismaessigkeit in Umwelt und Planungsrecht, 1981, S. 17. aehnliche Meinung hat H.J.becker auch vertreten.
- ⁶³ 在此意義上看，無論是美國現有的對於反收購在聯邦層級法律中一直採用的中立態度，還是歐盟《收購指令》中提及的為建立公平競爭市場而採用的有關原則，從目的上看原本都是為了平衡社會和個體權益、董事會和股東大會的權利空間。只是在其後的具體措施上，因為注視的角度不同，而走向了不同的方向。
- ⁶⁴ Kacperczyk, A. (2007). With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare. In the website: <http://ssrn.com/abstract=1016466> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1016466>. 9 September 2012.
- ⁶⁵ Matthias M. 、Anna J. Bogardus, Bekier 、Tim Oldham: 《為甚麼兼併會失敗？》，載於《麥肯錫報告》，2001 年第 4 期。
- ⁶⁶ 如果限制反收購措施的採用真的有利於降低公司的代理成本，則將得到完全相反的結論。See Cremers, K. J. M., V. B. Nair and U. Peyer (2008). Takeover Defenses and Competition: The Role of Stakeholders. *Journal of Empirical Legal Studies*. Volume 5, Issue 4. 791-818.
- ⁶⁷ 根據傳統公司法理論，尤其是在內部監控不力時，收購這一外部控制措施越發顯得重要起來。See Charreaux, G. J. and P. Desbrieres (1998). Corporate Governance: Stakeholder Value versus Shareholder Value. *Finance Controle Strategies*. Volume 1.
- ⁶⁸ Sjøfjell, B. (2006). The Golden Mean Or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder Vs Stakeholder Perspective. In S. Bartman (Ed.). *European Company Law in Accelerated Progress*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International. Sjøfjell, B. (2012). A Sustainable Takeover Regime? The Potential Reform of the Takeover Directive in a Sustainable Development Perspective. *European Company Law*. University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2012-20. In the website: <http://ssrn.com/abstract=2098852>. 19 September 2012.
- ⁶⁹ Sjøfjell, B. (2006). The Golden Mean Or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder Vs Stakeholder Perspective. In S. Bartman (Ed.). *European Company Law in Accelerated Progress*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.
- ⁷⁰ Deipenbrock, G. (2012). Selected Legal Aspects of the Takeover Directive and German Takeover Law in the Market and Sustainable Development Perspective. University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2012-19. In the website: <http://ssrn.com/abstract=2098799>. 19 September 2012.
- ⁷¹ Wymeersch, E. O. (2012). A New Look at the Debate About the Takeover Directive. Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05. In the website: <http://ssrn.com/abstract=1988927> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1988927>. 19 September 2012.
- ⁷² 2011 年歐盟已經開始認同公司社會責任的概念。See Communication from the Commission: A Renewed EU Strategy 2011–2014 for Corporate Social Responsibility (2011). In the website of European Commission: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/index_en.htm; Tsagas, G. (2012). Reflecting on the Value of Socially Responsible Practices Post Takeover of Cadbury’s Plc by Kraft Foods Inc: Implications for the Revision of the EU Takeover Directive. University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2012-6. In the website: <http://ssrn.com/abstract=2083451>. 12 September 2012.
- ⁷³ Tsagas, G. (2012). Reflecting on the Value of Socially Responsible Practices Post Takeover of Cadbury’s Plc by Kraft Foods Inc: Implications for the Revision of the EU Takeover Directive. University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2012-6. In the website: <http://ssrn.com/abstract=2083451>. 12 September 2012.
- ⁷⁴ Charreaux, G. J. and P. Desbrieres (1998). Corporate Governance: Stakeholder Value versus Shareholder Value. *Finance Controle Strategies*. Volume 1.

- ⁷⁵ Freeman, R. and S. R. Velamuri (2008). A New Approach to CSR: Company takeholder Responsibility. In the website: <http://ssrn.com/abstract=1186223> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1186223>. 3 August 2012.
- ⁷⁶ 實踐中，公司進行反收購時常採用多種防禦措施，例如在 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* 一案中，Unitrin 採用了毒丸和股票回購等多種反收購措施。見 651 A.2d 1361 (Del. 1995)。
- ⁷⁷ See *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- ⁷⁸ Mesa 公司第一階段以每股 54 美元價格收購 37% 目標公司股份；第二階段則以每股 54 美元的垃圾債券對剩餘股份進行收購支付。見 *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985)。
- ⁷⁹ 在 Mesa 公司第一階段收購後，Unocal 公司將以每股價值 72 美元債券價格對其自身股票進行收購，但是禁止 Mesa 公司的股票享有同樣的權益。見 *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985)。
- ⁸⁰ See *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- ⁸¹ See *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).
- ⁸² *Ibid.*
- ⁸³ 但特拉華州最高法院判決中推翻了原有判決。見 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995)。
- ⁸⁴ See *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964).
- ⁸⁵ 同註 84。
- ⁸⁶ 是指第三者的總成本不超過交易的總收益，或者說從結果中獲得的收益完全可以對所受到的損失進行補償，這種非自願的財富轉移的具體結果就是卡爾多－希克斯效率。
- ⁸⁷ See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- ⁸⁸ 在 Pantry 與“白衣騎士”展開競爭收購的後期，Revlon 與後者又簽訂了一系列交易保護措施，尤其是其中涉及 Revlon 承諾在 Pantry 獲得公司 40% 股票的情況下，將旗下兩公司底價出售給 Pantry，見 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)。
- ⁸⁹ See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- ⁹⁰ 該策略下往往採用兩種方式，一是皇冠之珠，也即通過出售公司最具競爭力的核心資產來打消收購方收購企圖；一是虛胖戰術，也即通過購入低價值資產，加大自身負擔，減弱對收購方吸引力而擊退對方企圖。
- ⁹¹ 該策略通過在公司制度設計中加強董事會權利，例如設置分期分級董事會，或限制股東權利等來加大收購方收購成本，擊退對方企圖。Saira, A., (2010). A Review and Comparison of Takeover Defenses in the U.S. and U.K. See website: <http://ssrn.com/abstract=1631432> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1631432>.
- ⁹² 又稱“股權攤薄反收購措施”，是目標公司抵禦惡意收購的一種防禦措施，1982 年由美國 Wachtell、Lipton、Rosen 和 Katz 律師行的並購律師馬丁·利普頓(Martin Lipton)發明，在美國是經過 1985 年德拉瓦斯切斯利(Delawance Chancery)法院的判決才被合法化的，由於它不需要股東的直接批准就可以實施，故在 80 年代後期被廣泛採用。實施“毒丸”防禦的公司，由公司董事會事先通過一項股權攤薄條款，一旦敵意方收購公司一定比例的股份(通常是 10-20% 的股份)，即觸發該條款生效，使公司原有股東可以較低的價格獲得公司大量股份，從而抬高收購方的成本。
- ⁹³ 所謂的“黃金降落傘”(golden parachute)，是指作為企業的高級管理層，在失去他們原來的工作後，公司從經濟上給予其豐厚保障。在公司被另一家公司收購時向高級行政人員提供的優厚補償，以彌補收購導致他們失去工作。
- ⁹⁴ 同註 6。
- ⁹⁵ 帕累托最優是博弈論中的重要概念，並且在經濟學，工程學和社會科學中有着廣泛的應用。它是指資源分配的一種理想狀態，即假定固有的一群人和可分配的資源，從一種分配狀態到另一種狀態的變化中，在沒有使任何人境況變壞的前提下，也不可能再使某些人的處境變好。
- ⁹⁶ See *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).