

【民商法研究】

# 美国经营判断规则在公司收购中的适用

## ——兼论对我国目标公司董事注意义务之启迪

郑佳宁

(中国政法大学 民商经济法学院, 北京 100088)

[摘要] 公司收购中目标公司处于一个跌宕起伏的特殊时期,此时要求目标公司董事在决策时更应当遵守注意义务,以谨慎之心履行自己的职能,为公司最大利益行事;而目标公司与董事之间存在的天然利益分歧,却使董事注意义务的评判变得错综复杂,给法院的事后审查带来了不便。源于美国司法判例产生的经营判断规则,在公司收购案件审理中发挥了关键的作用,经过不断的完善与修正,成了对目标公司董事行为进行甄别的重要规则。

[关键词] 经营判断规则; 公司收购; 注意义务

[中图分类号] D9 [文献标识码] A [文章编号] 1000-5072(2015)04-0072-08

### 一、美国判例法中经营判断规则的形成与发展

经营判断规则(Business Judgment Rule),是美国法院在长期的司法实践中形成的一项关于董事的注意义务的判例法规则,系指免除公司管理者承担公司责任的一个规则,只要其从事的公司业务在公司权力和管理者的权限范围之内,并且有合理的根据表明该业务是以善意的方式为之<sup>①</sup>。其中,以特拉华州法院的司法判例为代表。特拉华州将经营判断规则视为一种推定,即推定公司董事是在充分获得信息的前提下,善意并诚实的相信其所作所为是为了公司利益的最大化。如果董事没有滥用决策权,法院将尊重该决策;反之,如果有证据推翻该判断,则可以要求董事承担相应的责任<sup>②</sup>。除了判例法的规定,学者们也对经营判断规则进行了总结和归纳。董事的经营决策必须满足以下要求才能获得经营裁判规则的保护:(1)有充分信息根据的决策(informed decision);(2)公司决策者应当避免利益冲突(no conflict of interest);(3)合理的认为该决策有利于公司利益最大化(Rational Basis)<sup>③</sup>。经营判断规则,是指只要董事所做出的商业决策是基于合理的信息进行的理性判断,即使该商业决策最后导致公司受到损失,董事对此亦无须承担责任<sup>④</sup>。

[收稿日期] 2015-01-12

[作者简介] 郑佳宁(1978—),女,北京人,中国政法大学民商经济法学院副教授,主要从事民商法学研究。

[基金项目] 教育部人文社会科学研究青年基金项目《构建和谐社会背景下的企业社会责任研究》(批准号:10YJC820170);  
中国政法大学青年教师学术创新团队资助项目《中国民法典的根基与周边》(批准号:2014CXTD05)。

① Black's Law Dictionary, 9<sup>th</sup> edition, West Publishing Co., 2009, p. 226.

② Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805 (Del. 1984).

③ A. James Barnes, Terry Morehead Dworkin, Eric L. Richards, Law for Business, 9<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin, 2006, p. 530.

④ Robert W. Hamilton, Richard D. Freer, The Law of Corporation, 6<sup>th</sup> edition, West Publishing Company, 2011, p. 163.

从企业商业经营的角度分析,经营判断规则确实有其存在的现实意义。“高收益、高风险”,商业风险是任何一个高明的董事都无法回避的,在很多情况下,即使董事已经完全尽到了其应尽的义务,也不可能阻止某些商业风险的发生。如果一旦公司遭受经营损失,就动辄要求董事承担赔偿责任,会使董事陷入一种不安的消极状态,缩手缩脚,原地踏步,从而错过了公司发展的商业计划。显然,要求董事对所有公司经营的不利后果承担责任是不合理的,并不利于公司事业的长期发展<sup>①</sup>。所以经营判断规则有利于实现公司的最大利益和吸引优秀人才。如果法律要求董事必须保证公司经营活动的成功,动辄对其过失进行惩罚,则任何理智之人都不会接受这一职位<sup>②</sup>。

同样对于法院来说,经营判断规则是解决注意义务判断标准的简单易行的办法。法官不是商人,并没有受过专业的商业训练,很难还原当时董事所处的商业环境进行准确判断,司法效率和成本也不允许法官对某个商业案件耗费大量时间进行调查。此时,不如采用经营判断规则,假定董事符合注意义务标准,把举证责任分配给原告。另外,商业活动本身就存在很大的风险和变数,法院不可能在事后,对每一个董事的决定做出正确的判断。“虽然用事后的眼光可能发现某些商业决策存在不当,但是经营判断规则排除对诚实的商业判断错误的归责。”<sup>③</sup>经营判断规则的合理性之一,即为避免司法对商业决策的干预,更有评论者认为公司治理机制和市场本身的激励机制,足以对董事的行为进行规制,而无须强制执行注意义务标准<sup>④</sup>。

当然,经营判断规则是一个权宜之计,适用时应谨慎。经营判断规则事实上减轻了董事在经营判断时的注意义务,如果盲目使用,将会成为董事怠于履行注意义务的安全借口。适用经营判断规则,需要把握这么几个方面:忠实义务不受经营判断规则保护;只有属于经营判断的行为才主张该规则;经营判断行为不得违反法律和章程;重大过失排除经营判断规则的适用。

所以,在存在巨大利益背离的公司收购中,经营判断规则被十分谨慎的对待。1964年美国特拉华州法院审理的 *Cheff v. Mathes* 案开了在收购领域适用经营判断规则的先河,同时对经营判断规则做了必要的修正。*Cheff* 案中,荷兰公司董事为了阻止动产产品公司的收购,采用反收购措施溢价回购 155000 股本公司的股份。法院最终以经营判断规则为由,认为董事的反收购行为合法。不过在本案中,法官提出要求目标公司董事承担证明其行为符合经营判断规则的举证责任<sup>⑤</sup>。本案判决在以后的判例中得到加强,作为对传统经营判断规则的修改,并进一步结合公司收购的特殊情形,发展成适用公司收购的严格的经营判断规则。

## 二、目标公司董事注意义务违反之判断的瓶颈

注意义务是一项较为抽象的义务,因为公司经营的全程都需要董事兢兢业业恪尽其守,履行合理的注意义务,很难通过立法技术加以类型化整理作为判断的标准。注意义务是对董事能力的要求,与忠实义务之道德要求不同,违反注意义务须有董事的主观过错,并且须公司因董事之行为受有实际损害。

这一判断标准似乎可以纳入传统的大陆法系侵权责任体系。大陆法系立法者和学者一般采用侵权责任体系来探讨董事的注意义务,追究董事的主观过错。根据行为人之行为应达到而未达到的注意程度将过失分为具体的过失、抽象的过失、重大过失。具体的过失,是指以行为人平时处理自己事务所用的注意为标准,来测定其是否尽了注意义务,如欠缺此注意,则为具体的过失;抽象的

① See Jeffrey F. Beatty, Susan S. Samuelson, *Business Law and the Legal Environment: for A New Century*, West Legal Studies in Business, 2002, p. 824.

② William L. Cary, Melvin Aron Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*, 5<sup>th</sup> edition, Foundation Press, Inc, 1980, p. 553.

③ Richard A. Mann, Barry S. Roberts, *Business Law*, 15<sup>th</sup> edition, South-Western, 2011, p. 724.

④ Alan R. Palmiter, *Corporations*, 5<sup>th</sup> edition, Aspen Publishers, 2006, p. 204.

⑤ *Cheff v. Mathes*, 199 A. 2d 548(Del. 1964).

过失,是指欠缺日常生活必要的注意,即以有相当思虑经验之人为标准,抽象的言之。重大过失,是指善良管理人之注意有显著之欠缺<sup>①</sup>。

董事的注意义务在大陆法系又被称为董事的“善管注意义务”。根据我国台湾地区“公司法”第23条第1项的规定,公司负责人应当尽到善良管理人之注意义务,如果违反使公司遭受损失的,承担赔偿责任。采客观标准或主客观综合标准的大陆法系国家,董事所负的注意义务属于注意程度较高的善良管理人之注意义务。一般认为,公司董事应以善良管理人之注意义务执行业务,但在注意义务之程度上则采抽象轻过失<sup>②</sup>。不过,也有学者提出异议,认为不应将董事注意义务视为重大过失、具体轻过失以及抽象轻过失等阶层中最为严格的“抽象轻过失”等级化,否则恐将导致董事动辄得咎之后果<sup>③</sup>。

英美法系对注意程度的划分与大陆法系不同,习惯分为:轻微注意、一般注意及重大注意。轻微注意(Slight Care),是指普通谨慎之人平常对自己轻微之事所给予的注意;一般注意(Ordinary Care),是指普通注意和谨慎之人在相同或类似情况下通常会给予的注意;重大注意(Great Care),是指普通谨慎之人平常处理自己重大事情所给予的注意<sup>④</sup>。与之相对应的概念就是轻过失、一般过失和重大过失。

英美法系曾经认为只有董事的行为有在重大过失(Grossly Negligent)时,才能追究董事的注意义务违反之责任。该观点出现在美国特拉华州的Aronson案中,特拉华州法院认为,董事如寻求经营判断规则保护,于做商业决定前,董事有义务知悉其可获得之所有重要信息,并于信息获得后,董事履行其义务时应尽注意义务,本判决认为依经营判断规则,董事之责任必须基于重大过失<sup>⑤</sup>。根据相关判例,董事的重大过失行为包括轻信或放任雇员的行为、拒绝或没有勤勉履行职责的行为、漠视股东利益的行为,以及等等缺乏“合理理由”的经营决策行为<sup>⑥</sup>。然而,重大过失的标准并没有在以后的判例中被坚持,成为判断目标公司董事注意义务的唯一标准。从Aronson案之后的两个重大案例Van Gorkom案<sup>⑦</sup>和Cede案<sup>⑧</sup>来看,特拉华州法院尽管使用了“重大过失”的表述,实际上采取的仍是一般过失。“曾经人们认为董事仅对重大过失而承担责任,但后来的判例表明实践中不是这样的,董事承担责任时适用了与一般过失侵权相同的认定标准。”<sup>⑨</sup>

本文认为,虽然董事对公司负有注意义务,在执行职务处理公司事务时必须履行注意义务,但该注意义务不等同于善良管理人之注意义务。善良管理人之注意义务源于付报酬的委任关系。但正如前文所述,董事对公司的关系不能简单地理解为传统民法上的委任关系,必须正视董事注意义务在公司法里的专门规定,比如:公司法不以是否受有报酬而区分董事的注意程度,等等。董事的注意义务宜作为公司法上一项特别义务看待,更符合现代公司实践要求。既然如此,就不必然适用与善管义务相对应的抽象轻过失。

再观抽象轻过失本身,确实对董事过于严苛,没有考虑到商业经营本身的复杂性和风险性。董事是否尽合理之注意,并非简单从外观或是结果就可以看出,比起股东渴望尽快尽多获利的目的,

① 史尚宽:《债法总论》,北京:中国政法大学出版社2000年版,第116页。

② 王文宇:《公司法适用民法原则之探讨》,载《法令月刊》2003年第54卷第2期;曾宛如:《公司管理与资本市场法制专论(一)》,台湾:元照出版有限公司2007年版,第4页。

③ 池泰毅:《独立董事违反注意义务之判断标准》,载《法官协会杂志》2006年第8卷1期;林建良、李韦诚、黄郁岚等:《米老鼠的阴影——由迪士尼案看董事之注意义务》,载《月旦民商法杂志》2008年第3期。

④ Black's Law Dictionary, 9<sup>th</sup> edition, West Publishing Co., 2009, p. 240.

⑤ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

⑥ Edward P. Welch, Andrew J. Turezyn, Robert S. Saunders, Folk on the Delaware General Corporate Law, Aspen Publisher, 2006, p. 103.

⑦ Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2D 858(Del.1985).

⑧ Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345(Del.1993).

⑨ Ronan Keane, Company Law, Butterworths, 2000, p. 358.

董事必须考虑公司的整体长远利益,关注公司资本之充足与否、公司之偿债能力、公司之战略发展及职工之权利等各种因素。因此,在某一点或一阶段上,很难从公司经营的结果对董事是否尽合理之注意进行公正评判。况且,营利只有愿望而非必然,商场风云莫测,有很多外在因素不是董事能够掌控的,即使董事已获得并分析大量信息,并尽相当之努力去经营公司之业务,公司也未必能够良好运转并且获得利润<sup>①</sup>。如果采用抽象轻过失,动辄追究董事和责任,等于让董事负担了本应由公司承担的商业风险,有失公平。

为了不陷于对董事行为过失认定的纠结,美国法院另辟蹊径启用了一种新的注意义务判断标准——经营判断规则。该规则免除了董事正常经营判断失误的责任,被广泛地运用到实践中,成为美国法院认定注意义务标准的主导。经营判断规则并不是完善的,它实际上降低了董事的注意义务标准,使个别不良董事有了可乘之机。特别是在公司收购中,由于天然的利益分歧存在,大大增加了目标公司董事不履行注意义务的可能性,若此时再降低董事注意义务的标准,目标公司利益之保障更堪忧。为此,美国法院试图通过修正经营判断规则,建立起公司收购中一套严格的经营判断规则来制约目标公司的董事。

### 三、严格的经营判断规则在公司收购中的应用

从最早在收购中适用经营判断规则的 Cheff 案,到著名的“收购三部曲”Unocal 案、Moran 案和 Revlon 案,再到具有总结意义的 Paramount 案,美国法院在实践中逐渐归纳出一套适用于公司收购的严格的经营判断规则。

#### 1. Cheff 案——确立举证责任倒置

Cheff 案<sup>②</sup>第一次在收购案件中适用经营判断规则,并确立了收购案件中的举证责任倒置,即法官假定目标公司董事存在个人利益,要求董事对自己在收购中的行为符合信义义务负举证责任。法院认为,目标公司的董事会采取反收购措施的行为仍是一个经营判断问题,但由于目标公司董事当然的处于个人利益冲突之中,要发展的适用经营判断规则,因此法官采取了对目标公司董事课以举证义务的处理方式,要求目标公司董事承担举证责任。

本案发生之前,法院在适用经营判断规则时,都初步认定董事系出于善意而为公司最大利益行事的,然后由原告举证来推翻这个假设。而通过 Cheff 案表明,法院意识到收购中存在严重的利益分歧,为了平衡公司、股东、其他利益相关者的关系,不能降低目标公司董事的注意标准,应由其承担举证责任。

#### 2. Unocal 案<sup>③</sup>——合理性和妥当性审查标准

Unocal 公司是成立于 1890 年的老牌石油公司。为了应对敌意收购者 Mesa 公司的双层收购,Unocal 公司董事会采取了发行债券的方式进行公司股份回购,并直接将 Mesa 公司排除在收购之外。Mesa 公司认为自己受到了歧视待遇,目标公司董事违反了其对公司的注意义务。经过审理,最终法院运用经营判断规则,支持了 Unocal 公司董事会的股份回购行为。

Unocal 案在公司收购案中具有重要的法律地位,确立了所谓的 Unocal 标准,即目标公司董事会会有权采取积极的反收购措施,并收到经营判断规则的保护。具体而言,Unocal 标准包括三个方面的内容:第一,当公司董事会提出反对一项即将发生的收购要约时,目标公司董事有义务证明反收购措施的效率性,即收购要约已对目标公司构成了威胁。(本案中,Mesa 公司的双层收购要约显然已经对股东造成压迫,对目标公司构成了威胁)第二,如果反收购措施具有紧迫性,还要考虑该措

① 陈建、章华强:《企业并购的价值创造机理分析——基于资源竞争优势观》,载《江西社会科学》2013 年第 1 期。

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

③ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

施与目标公司面临的威胁之间的适当性,不能过度防御,即反收购措施的合理性。(本案中,董事会的决定基于合理的商业目的而产生,法院不会因为事后产生的巨额债务而否认董事会当时的决定)第三,外部董事已经积极参与了公司收购的程序,并对此提出了勤勉的建议。(本案中,14名董事中包括8名独立董事,根据投资银行的报告,认定 Mesa 公司欲交换的等额债券为垃圾债券,后来 Mesa 公司也对此予以承认)

### 3. Moran 案<sup>①</sup>——预防防御措施的审查

在 Moran v. Household international, Inc. 案中,被告为应付潜在的收购威胁采取了 flip-in 与 flip-over 毒丸策略,公司最大股东 Moran 提出诉讼,主张该策略无效。外翻式毒丸是一种“股东权利计划”,即当收购者的股份达到某个触发点时,目标公司的股东有权以优惠的价格购买一定数量的公司股份,从而稀释股权击退敌意收购者。需要指出的是, Moran 案中的外翻式毒丸计划并不是对已经发生的收购进行的应对措施,而是对未来可能发生的敌意收购的一种预防防御措施。

本案中,法院认为预防防御措施同样可以受经营判断规则的保护,只要被告公司董事会实施该毒丸计划的行为属于正常经营行为的范围,而不是为了维护自己对公司的控制地位。 Moran 案中的预防防御措施是有效的,主要有包括以下两点原因:(1)根据特拉华州公司法第 157 条 a 款的规定,目标公司董事会有权采取股东权利计划,这样的授权权利凭证下的优先股发行是有效的。(2)目标公司董事会由于对融资并购活动的担心,先见之明的采取了防止潜在的敌意收购的合理防御措施,并且该措施并不妨碍目标公司的股东对公开收购要约做出承诺,属于正当的商业目的,受到经营判断规则的保护。

### 4. Revlon 案<sup>②</sup>——拍卖规则

Revlon 案是美国经典的杠杆收购案例之一。资产只有 15000 万美元的经营超级市场的 Pantry Pride 公司欲收购化妆品巨头 Revlon 公司,受到了 Revlon 公司的强烈抵抗,先后采取了股份回购、毒丸计划等防御措施,最后求助于白衣骑士 Forstman Little 公司,而后者提出了一个解散 Revlon 公司并出售其资产的收购方案。法院认为,当董事会与第三人的磋商方案已经导致公司将被出售时,董事的角色发生了变化,不得再采取任何防御措施,而是应当在 Pantry Pride 公司和 Forstman Little 公司之间,选择一个最佳方案,使目标公司股东获得最高的溢价。

Revlon 案建立起了著名的拍卖规则(Auction Rule),主要包括两个方面的内容:(1)根据 Unocal 标准,目标公司董事可以采取适当的反收购措施,但是公司一旦面临解散或清算,一切防御措施即告终止,董事不再是公司的防御人,而转化为公司的拍卖人(Auctioneer)。(2)按照拍卖规则,董事在拍卖过程中的注意义务表现为“为股东争取最好的价格”,董事应当保持股权竞价的公正性,不得偏袒于任何竞价者,从而选择对公司股东的最佳方案。总之, Revlon 标准适用于公司收购的特殊阶段。目标公司董事在此时期需要注意角色的转换,应当放弃所采取的防御手段,积极面对公司并收购的现实,始终保持中立,为公司寻求最有利的收购条件,只要尽到了拍卖人的职责,其行为就受到经营判断规则的保护;反之,则违反了目标公司董事的注意义务。

### 5. Paramount II 案<sup>③</sup>——对 Unocal 与 Revlon 的进一步发展

Paramount 公司在美国收购史上有着“螳螂捕蝉黄雀在后”的故事, Paramount 公司希望收购 Time 公司受阻,却在两年后自己成了被收购的对象,因此被称为 Paramount II 案。

Paramount II 案对公司收购中“威胁”一词,法院做了更加明确与广泛的定义,指出:除了股东可能受到的结构性压迫威胁之外,还存在实质性压榨的威胁,即股东有可能错误地认为收购价格是充分的,原因在于他们不相信董事会对于公司内容价值的判断。对于 Revlon 原则中的董事拍卖义

<sup>①</sup> Moran v. Household International Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>②</sup> Revlon Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

<sup>③</sup> Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994).

务,法院不再坚持只有对目标公司的解散或清算才会导致目标公司的董事会成为“拍卖人”,拍卖规则可以更广泛地适用于是否有新的控股股东参加公司的收购竞价<sup>①</sup>。另外,Paramount II 案还提出要对目标公司董事注意义务实行强化的司法审查;并在公司收购中强调了企业社会责任理论,认为目标公司董事的行为不一定必须保证股东获得最高溢价,如果为了公司的长期发展等社会利益,亦可以成为适用经营判断规则的正当理由。

#### 6. Blasius 案<sup>②</sup>——不得干预股东选举权

在 Blasius 案中,特拉华州法院创立了一个更加严格的审查标准,如果董事会采取的反收购措施的目的在于阻挠股东行使选举权,法院拒绝对这种行为适用经营判断规则。目标公司董事会采取了争夺董事会席位的反收购措施,其目的是为了“妨碍股东选举权的行使”,已经超出了反收购措施的“合理范围”,不再属于普通的商业判断问题。法院认为,应当对于干预股东选举权的反收购措施进行更加谨慎的司法审查。该标准在 Liquid Audio 案<sup>③</sup>中发扬光大,最高法院再次强调,目标公司董事不得借反收购为由“操纵公司机器破坏公司民主”,尤其是干预股东的选举权(本案中 Liquid Audio 公司为了防止 MM 公司提名的董事占领董事会,临时增补了两席董事会的名额)

不过,Blasius 标准和 Unocal 标准明显存在冲突,实践中宜采用何种标准?在 Stroud v. Grace 案<sup>④</sup>中,特拉华州最高法院明确了自己的观点,首先必须优先适用 Unocal 规则进行对反收购措施的商业判断,然后再考虑不得干预股东选举权的问题,即目标公司董事会证明,其干预股东行使选举权的做法,是否存在“不得已的正当理由”。也就是说,Blasius 标准是 Unocal 标准的不可或缺的组成部分之一,其目的系用以来衡量公司收购中反收购措施的“适当性”<sup>⑤</sup>。

结合上述案例的分析,可以将严格的经营判断规则总结为以下几个内容:(1)一般情况下,目标公司董事可以采取反收购措施,但董事必须保证反收购措施实施的必要性和相称性。(2)目标公司董事可以针对现实的收购威胁和潜在的收购威胁采取反收购措施。(3)目标公司董事在收购决策中不能损害股东的重要权利。当目标公司进入到出售阶段,董事要遵循拍卖义务,以最优被收购条件出售公司。目标公司董事在采取反收购措施时应该尊重股东的选举权。(4)目标公司董事在经营判断时,应以公司最大利益为准,除了股份溢价外公司长远整体的发展亦是考虑的因素。(5)举证责任倒置,由目标公司董事证明自己的行为符合经营判断规则的保护范围。(6)强化的司法审查标准,要求目标公司董事在收购决策中必须遵守严格的正式程序,方能视为尽到合理的注意义务。

由此可见,严格的经营判断规则是在实践中结合收购的特殊情况逐步建立起来的,是法官处理各种收购纷争具体问题的智慧与经验的总结,为目标公司董事注意义务责任之判断提供了一套较为完备的参考标准。

## 四、我国司法实践引入经营判断规则的可行性研究

经营判断规则是美国法院司法实践产生的结晶,但是它阐明的却是一个商业活动的普适规则,即充分尊重经营者的商业决策和认识正常的商业风险,不简单的以成败论英雄,可以说,经营判断规则所蕴含的价值和所具有的功能是世界法律文化的共同财富。这一点,英美法系和大陆法系是相通的,也是经营判断规则逐渐被大陆法系的一些学者和法官所接受的原因。我国台湾地区学者

<sup>①</sup> See Coffee, The Battle to Control Paramount is Over, But the Legal and Strategic Questions Raised by This Epic Corporate Struggle May Have Just Begun, National Law Journal, March 28, 1994.

<sup>②</sup> Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. 1988).

<sup>③</sup> MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

<sup>④</sup> Stroud v. Grace, 606 A.2d 75 (Del. 1992).

<sup>⑤</sup> See Bradley R. Aronstam, The Interplay of Blasius and Unocal — a Compelling Problem Justifying the Call for Substantial Change, Oregon Law Review, summer 2002, p. 432.

认为,由于经营判断法则之内容强调董事为决定时不得违背忠实义务,且自为决定之过程论断董事有无尽其注意义务,而非以决定之结果论断,该标准较之善良管理人之注意义务更为具体明确,值得参考<sup>①</sup>。日本法院则在20世纪70年代中期通过判例承认了经营判断规则<sup>②</sup>。德国立法者更是于2005年通过《企业完整暨撤销权现代化法案》(简称UMAG),于股份法第93条第1项之董事注意义务明文增订“商业判断原则”<sup>③</sup>。

结合我国公司收购现状而言,我国目标公司董事的收购决策行为面临更大的风险。比起国外,我国公司治理水平并不高,很多公司没有完成所有权和经营权的实质分离,公司信息披露亦不规范,经常出现大股东操纵董事会的情形,董事与公司之间缺乏基本的信任基础。再加上,收购决策本身所要求的专业和综合技能,远远高于一般的经营管理活动,这就增加了我国目标公司董事收购决策的风险性。另外,我国目前还缺乏有效的薪酬激励机制和责任保险机制来保证和鼓励董事积极遵守注意义务和忠实义务,同时也缺乏专业、有经验的中介机构如会计师、律师、理财师等来协助和改善董事会的工作。这种情况下,如果没有一个合理的判断标准,目标公司董事的注意义务很容易扩张到一个不公平的程度,由董事最终承担转嫁的收购的商业风险。

我国《公司法》第146条规定了董事对公司负有注意义务。《上市公司收购管理办法》第8条明确了目标公司董事对公司负有注意义务;第32条涉及了目标公司董事的注意义务的具体行为要求。然而,无论是我国的立法还是实践对没有对目标公司董事的注意义务及其责任形成统一的标准。因此,本文认为,有必要在我国引入严格的经营判断规则,作为目标公司董事免责的事由,营造商业决策宽松的外部环境,使目标公司董事能够“充分发挥自己的主观能动性和创造性,以实现公司事业发展、股东利益满足、商事经济繁荣之总和目标。”<sup>④</sup>

正如前文所述,首先应该明确的是,目标公司董事的注意义务与一般民法上的善管义务存在很大差别,其性质应为公司法规定的法定义务。目标公司董事之义务源于其在收购中的决策职权,该收购决策权在范围、行使、限制等很多方面都受到法律强制规范的调节;另外,目标公司董事收购决策本身存在着极大的风险,从收购结果上很难判断其是否尽到善良管理人之注意义务。我国目标公司董事面临收购决策时,情况更是如此。例如,在“哈啤白衣骑士”、“深国商白衣骑士”等案件中<sup>⑤</sup>,判断注意义务的关键不是收购结果,而是目标公司董事是否平等对待竞价收购各方,是否有意对敌意收购方制造障碍、施以歧视,公司利益最大化才是判断的关键。

其次,现有的侵权责任之过失标准不宜作为目标公司董事注意义务责任之判断标准。我国目标公司各方利益主体之间存在严重的利益分歧,特别是控制股东往往凌驾于董事会之上,利用收购剥夺其他利益相关者的合法权益;同时,面对收购这一高度专业化的交易行为,无论是我国的职业经理人,抑或中介机构、甚至法官都缺乏充足的知识贮备。现有的侵权责任之过失标准,无法针对目标公司董事注意义务之特殊性而设计,采用统一的抽象轻过失标准可能会导致对目标公司董事苛责过重,把收购的商业风险、社会风险转嫁到董事头上。并且,在复杂的收购决策中如何确定目标公司董事行为属于哪种过失也是一件十分困难的事情。

最后,我国可以在公司收购中引入严格经营判断规则,作为目标公司董事注意义务的免责事由。第一,严格经营判断规则适应了收购活动的复杂性和风险性,努力在安全与利益之间达到制衡。引入该规则可以在保证公司利益免受恶意行为滋扰的前提下,为我国目标公司董事创造较为

① 方嘉麟:《论经营判断法则于我国法下适用之可能——以明基并购西门子手机部门一案为例》,载《政大法学评论》2012年8月,总第124期。

② 蔡元庆:《经营判断原则在日本的实践及对我国的启示》,载《现代法学》2006年第3期。

③ 洪秀芬:《论德国“商业判断原则”之法制化》,载《台湾法学杂志》2011年11月,总第188期。

④ 夏利民:《董事谨慎职责与经营判断规则之关系刍议——以美国法为视角》,载《比较法研究》2010年第6期。

⑤ 汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,载 <http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=46238>,最后访问时间:2014年7月6日。

宽松的环境,鼓励其发挥企业家精神,有助于公司收购的有序运行。第二,严格经营判断规则缓解了我国证券市场带来的不可预测的商业风险。我国的证券市场不够成熟和规范,目标公司董事除了考虑商业因素外,还必须考虑国家政策等因素,这些都会影响收购的效果。引入该规则可以为目标公司董事松绑,只要其能够谨慎做出收购决策,就可以认定系为了实现公司最大利益而行事,受经营判断规则的保护。第三,严格经营判断规则符合我国市场化改革的目标,有利于建立公平竞争的收购秩序。运作良好的市场机制,包括资本市场、经理人市场等,可以激励目标公司董事善尽职责,追求公司利益的最大化。凡是市场能够解决的问题,应当交由市场解决,严格的经营判断规则正是收购活动中的市场法则的体现之一。

不过严格的经营判断规则适用时亦存在着局限性。一是严格经营判断规则只能适用于董事的收购中的经营判断行为,目标公司董事与收购无关的其他职务行为不能受到经营判断规则的保护。二是严格的经营判断规则没有解决注意义务责任过失认定的问题。学者们普遍认为,过失排除经营判断规则的适用,如董事在轻率无知的状态下进行的行为,不应当属于经营判断规则的适用范围<sup>①</sup>。三是由于来源于判例的严格经营判断规则本身存在着不稳定性,可能受法官主观意识左右。例如 Paramount 公司涉及的两个案例中对待拍卖义务的处理就存在不同<sup>②</sup>。

任何制度的引进都要考虑移植地的本土法律文化。如何调和经营判断规则和我国现有的公司法律制度,使其在司法实践中发挥预期的效果,是一个值得探讨的问题。我们应该结合我国的实际情况,理智地看待经营判断规则的局限性,避免董事降低自己在公司收购中的注意义务标准,同时也要预防法官在适用经营判断规则时滥用自由裁量权。一方面,要防止董事利用经营判断规则降低自己在收购决策中的注意义务标准。目标公司董事在收购中与各方利益主体存在着严重的利益分歧,我国目标公司董事更面临着行政干预等方面的压力,再加上缺乏有效的监督体制,其消极应对收购的心理很可能导致利益背离行为,不努力的参与决策活动,不履行自己董事的职能等等。另一方面,要认识到法院在决定是否适用经营判断规则时有自由裁量权。法院对董事行为的事后审查结果很大程度上受到法官主观意识的影响。我国法官在审理案件时的司法理念和专业素质并不乐观,特别是面对公司收购这类复杂的商业案件。如果不对经营判断规则进行合理引导,极可能会发生滥用自由裁量权的现象。我国郑州市中级人民法院在审理公司收购案件时就出现过法官违反法律“造法”的荒唐事件<sup>③</sup>。

所以,我国在公司收购中引入经营判断规则时,只能作为判断目标公司董事主张免除其注意义务责任的一项依据,而不能将其视为解决目标公司董事注意义务判断的普适标准。也就是说,目标公司董事应当秉着为公司最大利益而行事的宗旨,按照法律规定对目标公司的利益尽到合理的注意;如果目标公司董事没有尽到合理的注意,致使公司的利益受到损害,就构成对注意义务的违反,需要对目标公司承担相应的民事责任。结合我国的立法和实践经验,笔者认为,在我国建立目标公司董事注意义务的客观标准,辅以严格经营判断规则作为免责事由,是解决公司收购中注意义务违反责任的判断瓶颈问题之明智的选择。

[责任编辑 李晶晶 责任校对 王治国]

<sup>①</sup> See Harry G. Henn, *Law of Corporations*, West Publishing Company, 1977, p. 453.

<sup>②</sup> Paramount I 案中特拉华州最高法院把拍卖规则限制在一个非常狭小的范围之内,认为目标公司董事会只有面临“粉碎性”故意收购才能适用拍卖规则;而两年后的 Paramount II 案中,法官推翻了前面的观点,将拍卖规则适用于更多的情况,即(1)公司主动发起出售程序,其中包括明显以公司解散为目的的重组;(2)公司放弃了长期发展需求其他可替代交易,这种交易包含公司解散的结果。See *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 571 A. 2d 1140 (Del. 1990); *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A. 2d 34 (Del. 1994).

<sup>③</sup> “郑百文重组”案中,郑州市中级人民法院制造出三条有关收购的所谓“法律”,明显违反现行法律,有失公允。饱受质疑的三条“法律”是:(1)股东大会可以以默示同意方式作出表决;(2)股东不明示反对视为同意处分股权;(3)董事会未经股东授权即可代办股权过户。参见“荒唐的判决——评郑百文股权过户案一审”,载 <http://www.gog.com.cn/jqzx/j0111/ca9023.htm>, 最后访问时间:2014年8月16日。