

公司收购中目标公司董事的忠实义务研究^{*}

郑佳宁

【摘要】 目标公司董事的地位和职权决定了其对公司收购的成败起着关键性的作用。由于目标公司董事与公司之间存在着天然的利益冲突，对董事的行为进行忠实义务的审查成为收购程序中不可或缺的环节。本文围绕着公司收购中的利益冲突行为，展开目标公司董事的忠实义务的探讨，主要涉及反收购措施、管理层收购和中小股东保护。本文提出，目标公司董事在公司收购中更应该时刻以公司的利益优先进行独立、公正的判断，做到“受人之托，忠人之事”。同时，本文在借鉴国外经验的基础上，对我国公司收购的立法和实践提出了相关的建议。

【关键词】 公司收购 忠实义务 利益冲突

【作者】 郑佳宁（1978—），女，北京人，中国政法大学民商经济法学院副教授。研究方向为民商法学。

中图分类号：D922.291.91 **文献标识码：**A **文章编号：**1674-0602（2014）06-0079-11

一、目标公司董事的忠实义务

忠实义务，其“忠实”二字，望文生义乃忠诚及笃实之意思，该义务的最基本的含义是要求公司董事“受人之托，忠人之事”。

关于忠实义务的概念，各国、各地区的学者纷纷赋予了自己的见解。英国学者Gower认为，忠实义务应包含四个方面的内容：第一，董事应当为公司的最大利益而善意作为；第二，董事应当赋予其权力之特定目的行使权利；即使其相信特定目的之外的目的对公司最有利，也不得超越特定目的而行使权利；第三，董事在符合前两项条件的情况下，享有自由裁量权；第四，即使符合上述三项条件，董事未经公司的同意，亦不得将自己置于个人利益与其义务相冲突的地位。^{〔1〕}美国学者Hamilton把涉及董事违反忠实义务的案件分为五大类型：第一，董事与公司间的交易；第二，具有关联董事的公司间的交易；第三，董事利用公司机会；第四，董事与公司竞争；第五，董事对股东散布虚假或误导性信息，通常涉及股东会批准的交易。^{〔2〕}我国台湾地区学者刘连煜认为，忠实义务

^{*} 本文系2010年度教育部人文社会科学研究青年基金项目——“构建和谐背景下的企业社会责任研究”（项目编号：10YJC820170）的成果。

〔1〕 L.C.B. Gower, D.D. Prentice, B.G. Pettet, Gower's Principles of Modern Company Law, 7th edition, Sweet & Maxwell, 2003, p.381.

〔2〕 参见罗伯特·汉密尔顿：《美国公司法》，齐东祥等译，法律出版社2008年版，第349页。

主要是利益冲突的问题,概括而言,应当指公司负责人在处理公司事务时,必须出自为公司最佳利益之目的而为,不得图谋自己或第三人利益。^[3]我国学者周苏友从两方面定义董事的忠实义务:一为主观性义务,二为客观性义务。^[4]我国学者范健、王建文认为,忠实义务,是指董事对公司负有忠诚尽力、殚精竭虑的义务,个人利益服从公司利益。^[5]

以上观点从不同的侧重点和论证方法对董事的忠实义务的概念进行了界定,但归纳说来都大致包含两个要素:忠实履行职务,为公司利益行事;避免与公司发生潜在的或现实的利益冲突。综上所述,所谓董事的忠实义务,是指董事遵守法律和公司章程,忠实履行职务,为公司利益行事,不得利用其在公司中的地位为自己或他人谋取不当利益的义务。

公司收购,根据主流学说控制权说,是指收购人以获得股份公司的控制权为目的,购买该公司达到一定数量有表决权的股份,或者通过其他方式和途径控制该公司的行为。^[6]控制权说的核心思想就是判断某一行为是否属于收购,不是看行为人所采取的交易模式,也不是看其持有的股份的数量,而是看行为人最终是否取得了公司的控制权,从而影响或改变公司的经营、管理。该观点已经被我国的立法界所接受。2012年修订的《上市公司收购管理办法》第5条第1款规定:“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东,可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人,也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权。”

公司收购中处于被收购地位的公司,称为目标公司,即收购人意图通过收购其股份而取得其控制权的公司。^[7]公司收购的双方当事人分别是收购者(自然人或法人)和目标公司的股东;公司收购的对象准确地说应当是目标公司的股份。但是公司收购并不是简单的股份交易买卖,公司收购因为其以争夺公司控制为目的而要求对公司现有经营势力进行重新分割,这就必将引发公司的实际操盘者公司董事的关注和行动。目标公司董事与公司之间的天然的利益冲突在所难免。

现代公司所有权和经营权分离理论同样折射在公司收购过程中。目标公司董事在公司收购中扮演至关重要的角色,是决定一项收购能否发动成功,决定一项收购能否达到预期价值的关键。因此,目标公司董事在公司收购中遵守忠实义务是董事因其地位和职权所应有之义,况且在收购这一公司命运转折的关键时候,目标公司董事的忠实义务更凸现出一定的复杂性和特殊性,需要法律进行专门的规制。

二、忠实义务之类型化分析

忠实义务具有要求高、执行严、内容抽象的特性,这就加大了忠实义务在实践中得到真正贯彻的难度,无怪乎有学者直言忠诚于公司利益是一种模糊的说法。^[8]因此,各国法律在概括忠实义务抽象内涵的同时,也关注该义务的具体样态的表现形式,通过立法技术将忠实义务归纳细化、分类设计成可以操作的规范制度。这就是忠实义务的类型化。学者从不同的角度对忠实义务进行了分类。英美学者通常从利益冲突的角度把忠实义务分为四种基本类型:(1)自我交易;(2)决定管

[3] 参见刘连煜:《现代公司法》,新学林出版股份有限公司2012年版,第107页。

[4] 参见周苏友:《新公司法论》,法律出版社2006年版,第389页。

[5] 参见范健、王建文:《公司法》,法律出版社2011年版,第412—415页。

[6] 参见张舫:《公司收购法律制度研究》,法律出版社1998年版,第6页、第7页。

[7] Black's Law Dictionary, 9th edition, West Publishing Co., 2009, p.394.

[8] Nigel Savage, Robert Bradgate, Business Law, Stevenson & Sons, 1989, p.522.

理层报酬；（3）滥用公司财产和篡夺公司机会；（4）动机不纯的公司行为。^{〔9〕}大陆法系学者则往往根据本国制定法确定忠实义务的类型，比如，学者根据我国《公司法》第148条的规定，把忠实义务分为五种类型：（1）不得获得非法利益；（2）禁止越权使用公司财产；（3）竞业禁止义务；（4）抵触利益交易与篡夺公司机会的禁止；（5）禁止泄露公司秘密。^{〔10〕}

忠实义务的具体样态是立体的、相互交织的，很多分类标准并不是那么泾渭分明，况且列举的分类方式亦绝不能涵盖董事所负的全部具体忠实义务。董事的一个违反忠实义务的行为可能会同时触及几个具体类型，这一情况经常地出现在公司收购的目标公司中。如目标公司董事采取焦土措施，该行为可能同时属于动机不纯的行为和滥用公司财产。所以，在看待忠实义务的类型时，本文认为不必过分拘泥于具体类型的划分界限，而应以类型为工具围绕董事忠于公司的核心问题进行研究。

结合本文探讨的主线，参酌理论界的研究成果，本文审慎的将目标公司董事忠实义务的具体样态归入以下五种类型：

1. 不得获得非法利益

董事在执行公司职务过程中必须以公司利益为重，除有权按照与公司之间的协议和安排获得报酬和奖金的利益外，不得为个人谋取非法利益。具体而言，董事不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入，不得侵占公司的财产。

在收购中，如果目标公司董事为了自己的私利接受贿赂、回扣、秘密酬金或赠礼，他对于收购者的公平判断就会受到影响。更有甚者，接受贿赂或其他非法收入，还极有可能导致董事与收购者的共谋行为，作出损害公司利益的决定，从而对公司和股东利益造成严重损害。

欺诈行为也应该严格被禁止。在公司收购过程中，董事从事欺诈行为并不鲜见，如散布虚假信息、贱卖公司资产、低估公司股价等，这些行为将严重影响股东的判断或选择，并直接或间接损害公司及股东的利益，却使董事从中达到侵占公司财产等获取非法利益的目标。

2. 不得滥用公司财产

作为公司的经营者，董事必须合法使用公司财产，保证公司各项行为符合其宗旨所定的范围。董事不得挪用公司资金；不得将公司资金以其个人名义或者其他个人名义开立账户存储；不得违反公司章程和有关法律的规定，未经法定公司批准机关同意，将公司资金借贷给他人或者以公司财产为他人提供担保等有损公司利益的行为。

目标公司董事应当尊重法律选择的收购决策机关，在股东会决策模式下和在董事会决策模式下目标公司董事享有的职权是不一样的，但在何种决策模式下，董事都不能利用自己在公司的地位和职权，违背法律法规、公司章程的规定，违反决策机关的决议而擅自处理公司的财产。任何不符合程序的越权处理财产的行为和浪费公司财产的行为均构成了对忠实义务的违反。

3. 不得与公司竞业

不得与公司竞业，是指董事不得擅自经营与其所任职公司具有竞争性质的业务，即未经法定公司批准机关同意，董事不得自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务。

目标公司董事在公司收购过程中同样应注意有关同业竞争的限制，遵守竞业禁止义务。如在管理层收购中，目标公司的董事会成立一家新的公司，通过融资方式收购自己所在的目标公司，目标

〔9〕 参见罗伯特·C·克拉克：《公司法》，胡平等译，工商出版社1999年版，第115页。

〔10〕 参见赵旭东主编：《新公司法讲义》，人民法院出版社2005年版，第177—179页。

公司董事的上述行为极有可能触犯了竞业禁止义务,因为新公司在通常情况下都会和目标公司从事同类商业经营活动。

4. 不得进行与公司利益冲突的行为

为了避免与公司的利益冲突,董事不得违规自我交易,不得违规利用公司机会和不得为动机不纯的公司行为。自我交易,又称抵触利益交易,是指董事为自己或他人与公司进行交易。利用公司机会,又称篡夺公司机会,是指董事把属于公司的商业机会转归自己或其他人从中获利。各国公司法对这两种行为都经历了从绝对禁止到相对许可的过程。现代公司法认为,董事在符合法律或章程规定的条件下可以与公司进行自我交易或利用公司机会。当然,这种相对的开禁是建立在董事行为不损害公司利益基础之上的。动机不纯的公司行为因为判断标准过于主观,并没有作为一种具体样态被我国《公司法》所采纳。但是,在研究目标公司董事的忠实义务时,由于此时利益冲突格外激烈,不少董事的反收购行为都是打着为公司利益的外衣进行的,实质却是为了保住自己的现有利益,这就有必要把所谓的动机不纯的公司行为作为一类放入忠实义务的框架下进行规制。当董事的某项行为被证明动机不纯,损害了公司的利益时,该项行为就违反了董事的忠实义务。

目标公司董事在收购过程中,特别是采取反收购行为时,不应该通过自我交易、利用公司机会和动机不纯的公司行为损害公司利益,而为自己牟利。所以,目标公司的董事会在发起反收购活动或股东大会发起反收购活动时,应当以公司利益为重,在符合一定的条件下才可以实施反收购措施,不能以此作为巩固自己地位的手段,损害公司和股东的利益。

5. 不得泄露公司秘密

董事不得擅自披露公司秘密,公司秘密通常是指公司采取了适当手段加以保密的各项技术秘密、商业秘密、管理诀窍、财务秘密、各种内部文件、决定及意向等。

对于目标公司尤其是上市的目标公司,未经公开的信息一般属于内幕信息,而这些内幕信息往往会直接影响股价的波动,在面临被收购的上市公司,这种有关收购的内幕信息更是会严重影响股价。而董事很可能会利用这些信息进行内幕交易为自己牟利,那么,这是在根本上违背忠实义务的。因此,目标公司董事作为内幕人员在此时更加应该负有保密义务。

通过上述忠实义务的类型化分析可以看出,在公司收购过程中,目标公司董事与公司之间存在天然的利益冲突。目标公司董事站在收购的利益浪尖,更应该时刻忠于公司利益作出独立判断。以下本文就围绕收购过程中最容易产生利益冲突的几个环节进行分析,探讨忠实义务在其间发挥的不可取代的规制作用。

三、反收购措施的忠实义务审查

公司反收购是目标公司为抵御他人的恶意收购而采取的一种积极、主动的行为。广义的反收购不仅指目标公司对敌意收购的防御行为,还包括目标公司对善意并购计划的拒绝,以及目标公司在面临竞价收购时对竞价各方的差别待遇,对公司选定的收购方实行特殊优惠,从而造成对其他竞价方不利的后果。^[11]无论是在股东会决策模式下还是在董事会决策模式下,目标公司董事都是反收购措施的主要发动者。在董事会决策模式下,收购的决定权掌握在董事手中,董事发起反收购措施易如反掌。即使在股东会决策模式下,董事也有相当大的发起反收购活动的能量,比如,采取事前防

[11] 参见赵万一:《公司、商人、经济人》,法律出版社2013年版,第310页、第311页。

御措施, 寻求竞价者, 或者鼓动游说股东会通过采取反收购措施的决议。

公司的反收购行为往往就是动机不纯的公司行为。在这类公司行为中, 董事本身并非直接当事方, 但是却可能对公司的行为享有间接利益。尽管董事必然宣称采取反收购措施是为了公司及其股东的利益, 但是实际上董事可能只是为了保住自己的职位以及与其职位相关的利益。^[12] 如果董事纯粹是为保住自己的饭碗而采取反收购措施, 那么显然违反董事受信义务, 所以, 董事往往以收购价过低、发盘者本身业绩不佳、收购要约对股东或债权人不公平、不利于公司长远目标的实现及违反反垄断法等作为反收购的理由。^[13] 这就导致对于目标公司的董事而言, 任何反收购行为都包含着考虑公司利益与自己利益的双重目的。

那么, 一项具有上述双重目的的反收购行为如何才能通过忠实义务的合法性审查呢? 美国法院大量成熟的判例为我们提供了很多值得借鉴的经验。一项反收购行为是否被认为合法, 应当从以下三个方面考虑:

第一, 合法的反收购行为不能绝对禁止收购。反收购行为的主旨不是为了绝对禁止收购, 从而永久的巩固目标公司董事的控制权; 而是为了抵御敌意收购, 维护目标公司在收购过程中的利益。因此, 那些一口拒绝收购的反收购措施违背了董事的忠实义务, 将被认定为不合法。

“毒丸”, 是广泛使用的一种反收购措施, 该措施以分红方式分配权利, 允许股东在某种条件发生时, 可以较低的价格购买公司的股份或债券, 其威力是不容忽视的。对于设置“毒丸”的公司, 收购者的最佳选择是与目标公司董事协商, 请其赎回“毒丸”。因此“毒丸”既可以成为为实现公司利益谈判的交易砝码, 又可以作为董事挫败收购, 保护自己地位的杀手锏。美国法院对“毒丸”采取宽松的态度, 一般不予禁止。但是, 在Grand Metropolitan PLC v. Pillsbury Co.一案中, 法院出面干涉了该“毒丸”计划。在本案中, 原告以高溢价向被告Pillsbury发起公开收购, 并就Pillsbury的“毒丸”计划向特拉华州法院提起诉讼。法院开始并没有干涉这一“毒丸”计划, 但是数月过去, 被告仍未找到一个与原告竞争的要约者, 法院命令被告赎回“毒丸”^[14]。从这起案例可以看出, 当一项强硬的反收购措施将剥夺一次有利的收购为公司带来利益时, 或没有更好的替代者出现而导致收购结束时, 法院会质疑该反收购措施的合法性。同理, 特拉华州法院在20世纪90年代后期判决“死手毒丸”及“无手毒丸”^[15]一类的反收购计划违法, 因为这类行为代表了目标公司董事只对收购者说“不”的意思表示, 即设置这类“毒丸”并不是打算与收购者讨价还价, 而只是想保持公司的独立和在任董事的位置。

第二, 目标公司董事不能通过反收购行为阻挠公平的收购竞争。法律鼓励多方收购者参与竞争, 发起一轮轮竞价要约, 促进目标公司的股价直线上升。“白衣骑士”, 寻找友好公司加盟收购, 使其以更高的价格向目标公司发动要约, 以挫败敌意收购, 是法律普遍承认的一种反收购措施。但这样的竞争对“白衣骑士”有很大的风险, 为了吸引救援者, 目标公司董事往往给予友好收购者一种选择权, 使其在一定条件下有权以一定的价格购买目标公司最有价值的财产, 这就是所谓

[12] 参见李劲松:《公司反收购与董事受信义务研究》,《现代法学》2003年8月。

[13] 参见汤欣:《公司治理与上市公司收购》,中国人民大学出版社2001年版,第206页。

[14] Grand Metropolitan Public Ltd. Co. v. Pillsbury Co., 558 A.2d 1049.

[15] “死手毒丸”,是指依据该条款,只有留任董事,即设置“毒丸”的董事,或经过他们批准的董事,才有权赎回“毒丸”。“无手毒丸”,是指在目标公司董事会控制权变更后的合理期限内不可赎回“毒丸”。参见刘俊海:《现代证券法》,法律出版社2011年版,第265页。

的“定局交易”^[16]。法院对“定局交易”持否定态度。

美国法院在Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc一案中认为, 尽管“定局交易”可以吸引另一个要约者参与竞争, 这可能对股东有利; 但同时, 该交易却有效地排除了第一个收购者, 使竞争提前结束, 这对股东是有害的。另外, 因势所迫, 目标公司董事无法对公司财产恰当估价, 也无法与救援者充分讨价还价, 因此, 选择权中所定价格往往低于财产的实际价格。^[17]

有意思的是, 英国法院在Dawson International plc v. Coats Patons plc一起友好收购案里也否定了“定局交易”^[18]。Coats决定接受原告Dawson的友好收购, Coats的董事表示不再寻求其他竞购者。但是Viyella介入, 愿意无论Dawson如何出价均以更优的价格收购Coats, 最终与Coats达成了收购协议。Dawson遂提起诉讼。法院认为, 收购双方所做的声明或订立的协议通常只是在自律规则《城市法则》下对目前意向的说明, 尚不构成具有法律强制力的合同约束, 因此, Coats没有违反合同义务, 原告败诉。

第三, 合法的反收购行为不能只为目标公司董事牟取私利, 否则视为违反了董事的忠实义务。任何反收购行为都包含考虑公司利益与考虑董事自己利益这一双重目的, 双重目的本身并不必然导致行为不当。但是如果该行为完全不顾公司利益, 只考虑如何保住董事自己的职位, 就不会被法院认可。当然, 反收购行为的行为动机由目标公司董事承担举证责任。

美国的Heckmann v. Ahmanson一案就是典型的例子。斯坦伯格集团先后两次购买了400万股迪士尼的股份, 持股比例达到12%, 并向迪士尼发出继续收购全部剩余股份的要约。之前, 斯坦伯格还对迪士尼的一项反收购措施提起诉讼。于是, 迪士尼的董事决定以全部费用32 540万美元回购斯坦伯格手中全部迪士尼股份, 斯坦伯格由此赢利6 000万美元。作为对价, 斯坦伯格放弃收购计划, 同时撤诉。该协议一签订, 迪士尼股票的市价从64.25美元跌到50美元。迪士尼的一些股东愤而起诉迪士尼的董事和斯坦伯格, 请求法院禁止6 000万美元的支付。迪士尼董事采取的是绿票讹诈的防御措施, 以溢价回购股份阻止敌意收购的发生。绿票讹诈, 其基本原理为目标公司以一定的溢价回购被外部敌意收购者先期持有的股票, 是一种以现金流换取管理层之稳定的策略。^[19]绿票讹诈并非当然违法, 但是目标公司董事必须证明自己在签订协议时的善意和知情, 证明这样做对公司和股东是有利的。本案中的董事显然无法证明。反之, 协议的目的明显是为了保住董事的位子, 而公司和股东的利益却受到了损害, 股票的价格下降了近1/4。^[20]

在我国公司收购控制权的争夺虽然起步较晚, 但由于市场需要的驱动和国外经验的借鉴, 短短十几年来反收购之战愈演愈烈, 出现了一批目标公司采取防御措施抵抗敌意收购的经典案例。近年来的“华汉齐能”的驱鲨剂条款、“深鸿基宝安”金色降落伞计划、“中燃中石化新奥”的白衣骑士防御、“莱士泰邦”的“毒丸”计划等, 这些反收购措施从设计安排到防御效果都与国外的反收购措施相差无几。然而, 我国在对反收购的忠实义务的审查上却有所欠缺。根据《上市公司收购管理办法》第33条的规定, 目标公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式, 对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。该条款明确地禁止了

[16] “定局交易”, 又称“锁定选择”, 是指以合同的形式给予收购者购买公司股份或者公司某一部分的权利, 旨在预防敌意收购, 确保友好收购的成功。参见朱锦清:《证券法学》(第3版), 北京大学出版社2011年版, 第253页。

[17] Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc, 559 A.2d 1261.

[18] Dawson International plc v. Coats Patons plc, B.C.C. 276.

[19] 参见刘新民:《中国证券法精要(原理与案例)》, 北京大学出版社2013年版, 第234页。

[20] Heckmann v. Ahmanson, 168 Cal. App. 3d 119.

董事会不经股东大会批准采取出售“皇冠明珠”、“焦土战术”等反收购措施。而我国立法未明确规范的其他反收购行为，一般由证监会对某项具体反收购措施的合法性作出批示答复。

这种审查机制的问题是显而易见的，立法的禁止性规定施之过严，而证监会的批复无论是从法律效力上还是从司法影响上都有所缺陷。因此，只有从忠实义务的角度规制目标公司董事的行为，完善现有的反收购立法规范，建立司法上的合法性审查制度，才能有效遏制董事从动机不纯的反收购行为中获取不当利益。建议在我国收购立法中只对反收购措施的合法性作原则性的规定，如不得违背法律、法规，不得违反章程的规定，不得损害公司及利益相关者之利益；而应参照英美法系的做法，把对具体反收购措施的合法性审查交由司法机关，按照目标公司忠实义务的判断标准进行个案审理。

四、管理层收购的忠实义务衡量

管理层收购属于杠杆收购的一种特殊形式，是指目标公司的管理层利用自筹或者借贷所融资本购买本公司的股份，通过改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构，达到重组本公司的目的，并获得预期收益的一种收购行为。^[21]收购完成后，目标公司在一定程度上实现了所有权和经营管理权的合一，目标公司的控制权实际或可能转移到管理层手中。^[22]

管理层收购的主体一般是目标公司的管理层，包括董事、监事、经理等，主要发动者当属目标公司的董事，他们是公司的决策机关，有着天然的优势。管理层收购作为新兴的收购模式，在代理成本、激励机制、资源配置、防御敌意收购方面有着突出的优点，被各国立法和实践所接受。不过，管理层收购的消极作用也是显而易见的，如果没有法律的严格规制，极易引起严重的道德风险，管理层将借机肆无忌惮的掠夺公司资产，损害公司的合法利益。在20世纪90年代俄罗斯、东欧等国的私有化运动中，大量借鉴管理层收购模式，结果由于市场不完善和缺乏管理，致使管理层收购成为了权势者瓜分国有资产的“盛宴”。据统计，俄罗斯500家大型国有企业实际价值超过1万亿美元，但只卖了72亿美元，损失是惊人的。^[23]

目标公司董事在进行管理层收购时，在很多情况下都会触犯忠实义务，比如，董事将收购的信息泄露给他人以从事非法内幕交易；又如，董事违反有关竞业禁止的规定设立一个新的收购主体；但问题最主要集中在与公司的利益冲突上。管理层收购本身就是最典型的自我交易利益冲突行为。董事既是公司决策机关又是收购人的双重身份使管理层收购不同于一般的收购行为，必然存在董事利益和公司、股东利益的冲突。代表被收购的目标公司，董事有义务维护公司的利益，使公司的股票卖出最好的价格；而作为收购者，却又想尽量降低收购的成本。

这种固有的利益冲突使得目标公司董事有机会通过掠夺股东利益和降低收购公司成本谋取自身利益。董事通常滥用下列三种由其控制的手段之一达到这种目的：（1）商业决定；（2）信息披露；（3）收购的谈判过程。为降低股票价格，董事可能会通过作出轻率的商业决定或放弃可行的公司商业机会使股票贬值。董事相对于股东来说，对公司信息的掌握比股东多得多，当董事控制了用来判断出价是否公平的信息时，他们就有可能利用这种信息廉价取得股票。信息的缺乏使得股东相

[21] 参见刘晖：《中外企业管理层收购的比较分析》，《生产力研究》2012年第4期。

[22] 参见任自力：《管理层收购（MBO）的法律困境与出路》，法律出版社2005年版，第8页、第9页。

[23] 参见安岗：《警惕“MBO融资”变成外来水葫芦》，<http://mount8848.vip.sina.com/mbol.htm>。最后访问日期：2007年7月30日。

对于董事来说处于不利的境地。在收购谈判过程中,可能没有人会真正代表股东的利益,董事作为交易的一方,在谈判过程中当然希望尽量将收购价格压下来。由此可见,在管理层收购中,目标公司董事对公司和股东的忠实义务与管理层自身利益始终处于紧张的张力状态。

管理层收购在英美国家经常出现在母子公司、相互持股公司中,复杂的关联关系使目标公司董事在收购中的地位更加微妙,忠实义务的遵守也更加重要。以下本文将着重分析美国法院管理层收购中最著名的一起案例——Weinberger v. UOP案。UOP(全石油产品公司)的母公司是Signal公司,后者通过友好收购获得了UOP 50.5%的股份,共任命了6位新的董事,其中4人同时担任Signal公司的董事。1977年,Signal公司决定收购UOP的剩余股份。共同董事马上制订了可行性报告,建议Signal公司以每股20—21美元的价格(市价14.5美元)进行收购。1978年2月28日,该建议得到了Signal公司执行委员会的授权。接下来的4个工作日,共同董事神速地完成了新闻发布、出具外部公平意见和通过UOP董事会决议的任务。同年5月26日,该收购要约得到了UOP无利害关系股份的过半数同意和全部股份的2/3同意,符合特拉华州公司法的规定。后原少数派股东不满该收购提起诉讼。

由于本案在表决程序和成交价格都没有明显违反法律或显示公平的地方,一审法院判原告败诉。但是经过上诉,特拉华州法院推翻了一审的判决,认为本案的共同董事违背了忠实义务。共同董事没有将重要信息可行性报告向目标公司公开;在收购谈判过程中明显偏向于收购者而没有有力的讨价还价;准备材料时间仓促却对目标公司股东进行信息误导,因而共同董事应为可能存在的1700万美元的股份差价承担责任。

本案的一个特点就是共同董事的双重身份,他们既对目标公司负有忠实义务,也对收购公司(母公司)负有同样的忠诚义务。当管理层收购时,两个公司互相交易竞争,讨价还价,而要求共同董事对两边都保持绝对的忠诚,确有为难之处。

所以,法院把此时的忠实义务具体为共同董事必须具有完全的善意并且确保交易的内在公平,并对“公平”的含义作了一个有名的脚注,称为“弯伯格案‘7号’脚注”。该脚注这样写道:只要有真正意义上的对等谈判,交易就是公平的。如果本案中目标公司的共同董事回避,目标公司任命一个由独立董事组成的独立谈判委员会处理这件事,或者由目标公司中几个完全独立的人负责收购谈判,判决的结果可能完全不同。在母子公司交易中,同样要求有对等的谈判。在双方相互独立、没有因共同董事参与其间而引起利益冲突的情况下,互相保密和不公开是允许的。^[24]

Weinberger案为管理层收购中如何解决管理层与目标公司的利益冲突的矛盾,如何判断此时目标公司董事的忠实义务,提供了一个现实可行的办法。那就是要求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决定,而不仅限于最后对收购建议的表决。Weinberger案之后的Rosenblatt v. Getty Oil Company案就是依据上述标准进行裁判的。在该案中,母公司对子公司的收购是通过与子公司的独立董事们的谈判实现的,符合“弯伯格案‘7号’脚注”的要求,因而得到了法院的认可,原告败诉。^[25]

管理层收购曾被认为是解决我国国企股权改革的良药,担当着调整国有经济结构、深化国有体制改革、解决非流通股流转的历史使命。因此,该制度在我国加入了明显的中国特色,如职工持股的积极参与、以协议收购方式为主、用低估股价取代外部的融资环节等,更容易成为目标公司董事损害公司及各方利益主体的利益,为自己谋取私利的手段。以低价收购目标公司是我国管理层收购

[24] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701.

[25] Rosenblatt v. Getty Oil Company, 493 A. 2d 929.

最突出的问题。^[26] 虽然管理层收购的价格可以考虑管理层对公司的历史贡献等因素,但是畸低的价格实际上将直接导致国有资产的流失和其他利益主体合法权益的丧失,收购成果由管理层独享,最终使我国管理层收购走上歧途。

加强我国管理层收购中目标公司董事的忠实义务势在必行。最有效的制约管理层收购的方法是,在管理层收购过程中要求有利害关系的董事回避,保证股东大会对批准该要约或协议收购的公正性。《上市公司收购管理办法》第51条已经对管理层收购中利害关系董事的表决回避问题作出了规定。然而,我国的立法仍然存在不足,忽略了目标公司董事在管理层收购全部过程中的重要地位和权力,包括对公司资产进行核算,为估价提供财务报告,确立谈判磋商的内容等,收购谈判过程中的任何细微环节都有可能引发目标公司有利害关系的董事滥用职权为自己牟利,损害公司利益的情形。因此,笔者建议,我国立法可以吸收美国判例的经验,由与管理层没有直接联系的独立董事组成一个监督实施管理层收购的委员会,该委员会代表公司和股东的利益,在该委员会中可以有适当的股东代表。由该委员会负责全部管理层收购中目标公司的收购决策事务。该委员会的目的是,要求目标公司有利害关系的董事回避,让那些没有利害关系的董事代表目标公司参与收购谈判的全程,包括最后对收购建议的表决。

五、中小股东保护对忠实义务的要求

目标公司董事的忠实义务理论上应当是对公司负有的义务,以公司的利益为中心。然而,很多判例和著作里都认为董事应为公司及股东的利益行使,把忠实义务的对象扩大至股东身上。因此,有学者认为,如果把中小股东的保护考虑在内,董事的忠实义务应当包括四项内容:(1)与公司进行拥有冲突利益的交易时董事的忠实义务;(2)董事的竞业禁止义务;(3)董事篡夺公司机会禁止义务;(4)董事压抑小股东禁止义务。^[27]

笔者认为,应当这样看待董事、公司与股东三者间的关系:

一方面,从本质上讲,作为独立法人公司的利益独立存在,与股东利益不是完全一致的。盖因过度注重股东利益,未必能创造公司之最大价值,亦即全体股东之最大利益未必等于公司利益。^[28] 股东利益并非公司利益的唯一构成要素,在实务上,公司利益具体构成依据具体情形进行排序而在法益保护上有所区分。^[29] 股东通过出资的方式把财产让渡给公司后,公司财产的所有权属于公司,而董事是公司的管理和经营者,董事应以维护公司利益为信条。特别是在收购中,董事除了要考虑股东关心的公司股份外,还要考虑公司的长远整体利益,比如,未来公司的运作模式、经营效益和是否存在被解散的命运等。所以,当公司的利益与股东的利益发生冲突时,目标公司董事必须把公司利益放在首位,忠于公司。收购者往往提供一个高于市价的价格,诱使股东出售其股份,但是目标公司有自己的长远整体计划,这种长远整体计划不应成为股东短期利益的牺牲品。如果收购者仅仅是为了获得短期利益,接管目标公司后迫使管理者将主要精力放在短期性经营而非长远整体计划,从

[26] 例如,在“张裕股权收购”案中,转让给管理层的价格明显低于与张裕集团无关联关系的意大利瓦公司和国际金融公司,张裕集团45%的国有股权以38 799.51万元转让给裕华投资(管理层),仅相当于意大利瓦公司 and 国际金融公司受让股权价格的59.1%,远远低于市场价格。参见余玮:《管理层收购及其市场反应研究——“张裕”案例分析》,《现代管理科学》2010年第5期。

[27] 参见黄文:《目标公司反收购中董事信义义务研究》,2007年西南财经大学硕士论文,第16页。

[28] 参见王文字:《企业并购法总评》,《月旦法学》2002年4月,第77页。

[29] 参见周林彬、方斯远:《忠实义务——趋同疑惑路径依赖》,《中山大学学报》(社会科学版),2012年第4期。

而导致公司债务增加,竞争力下降,最终损害的将是公司及股东的利益。

另一方面,需要承认在一般情况下,公司的利益与股东的利益在整体上是一致的。和公司职工、债权人和交易相对人等不同,股东在公司各利益主体中与公司、董事三者处于核心地位。股东对公司拥有所有权和最终控制权,公司的利益并不是终局性,一般认为,公司股东是公司利益的最终享有人。董事作为公司的管理者应该为公司利益和股东利益最大化工作。那种认为公司利益可以完全独立于它的自然人成员和操控者的观点,在实践中有点像天方夜谭。^[30]收购中的情况同样如此,股东比债权人更容易因为董事的不忠诚而受到损害,反收购措施从本质上来说极易造成对股东利益的实质损害。^[31]因此,在公司收购中,目标公司董事应当最大限度地维护股东利益,特别是包括对中小股东利益的保护。尽管目标公司有能力发动反收购措施,但是否出售股份的决定权最终由股东掌握,公司被收购的价值亦直接体现在股价上;董事应当尽最大努力为中小股东争取最优的收购条件,不得为了维护大股东的利益而压榨中小股东,而且股东对收购的结果不满意还可以提起派生诉讼。

综上所述,目标公司董事在收购过程中履行忠实义务时,不可能不考虑股东的利益。鉴于目标公司董事往往由控制股东兼任或选派,极易沦为控制股东操纵公司压榨中小股东的工具,因此,禁止目标公司董事压抑中小股东自然成为董事忠实义务的一部分。

在公司收购中,目标公司董事很可能从以下三个方面屈从于控制股东的压力,损害中小股东的利益。

1. 滥用关联交易

关联交易,一般是指具有投资关系或合同关系的不同主体之间进行的交易,又称为关联方交易。^[32]在实务中,主要包括利用关联关系与公司之间进行的购买、销售、租赁、代理等交易行为。根据我国《公司法》第216条第4项的规定,关联关系,是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系,以及可能导致公司利益转移的其他关系。收购中滥用关联交易现象严重,尤其是在母子公司间的协议收购中表现突出。这些交易已经或可能失去平等磋商的本质,中小股东并不能完全掌握关联人与收购人的关系,无法准确判断该交易的合法性,交易结果对公司十分不利。

2. 恶意排挤式收购

恶意排挤式收购一般发生在要约收购中,是指收购者利用各种手段迫使中小股东出售所持有的股份而丧失其股东地位或稀释中小股东所持有的股份,以取得目标公司的绝对控股权或全部股权。排挤的典型做法有:操纵股票价格,迫使中小股东以低价出售其所持有的股票;恶意增加公司资本,迫使中小股东无力认购而使持股比例进一步降低,恶意罢免或无理阻挠中小股东担任公司高级管理职务等。^[33]

3. 滥用反收购措施

正如前文所述,反收购措施是动机不纯的公司行为,包含考虑公司利益和考虑现有管理层利益的双重目的。一项违法的反收购措施,总是打着保护公司的名义实际上却是目标公司董事为了保护

[30] S. Griffin, *Company Law: Fundamental Principles*, 4th edition, Longman, 2006, p.313.

[31] 参见理查德·波斯纳:《法律的经济分析》,蒋兆康译,法律出版社2012年版,第610-616页。

[32] 参见李东方:《上市公司监管法论》,中国政法大学出版社2013年版,第307页。

[33] 参见米红茜:《上市公司收购中目标公司控股股东诚信义务研究》,2006年湖南大学硕士学位论文,第28页。

自己的位置而发动的。这种行为事实上侵犯了中小股东希望通过出售股票或是更换目标公司管理层而可能获得的期待利益。更有甚者，一些目标公司董事为了私利，不惜采取攻击性和不公平的防御措施，造成公司财产的极大浪费和破坏，这时最大的受害者往往是没有话语权的中小股东。比如，美国雷曼兄弟公司本来有一次被收购者挽救的机会，但是因为雷曼高管预先给自己安排了高达25亿美元的金色降落伞计划，使收购者不得不放弃了收购计划，因为收购者准备用来收购的成本才达到20亿美元，还不够支付目标公司管理层的高额补偿费用。最终这家拥有百年辉煌业绩的投行终于破产倒闭了，最大的受害者自然是雷曼公司的中小股东。^{〔34〕}

在我国，大股东通过控制目标公司董事会遥控收购过程，迫使中小股东放弃股权的情况经常发生。过去，我国上市公司的国家股和法人股在股权结构中占据绝对控股地位，不具有自由流动性，流通股只占大约1/3左右，中小股东没有能力取得大量的股份，无法变更上市公司的控制权。随着股权分置改革，实现全流通后，这种情况已有所改变。但是我国股权相对集中和“股东会中心主义”的思想仍然比较普遍，这就为控制股东利用董事会压榨中小股东的利益提供了机会。大股东可以利用其在信息和决策方面的优势，以及持股的数量，通过内部交易、操纵市场等行为在公司收购中获取更大的利益，从而侵害中小股东的利益。因此，目标公司董事在整个收购活动进程中都必须信守董事的忠实义务，为维护目标公司的利益而进行讨价还价。目标公司董事不能只为了牟取私利，而肆意践踏中小股东的权利。更为重要的是，董事在收购中必须保持自己管理人的独立身份。董事应当以维护公司利益为目的做出独立判断，独立经营公司业务，不能受任何人的压力。^{〔35〕}面对控制股东的势力，目标公司董事应该始终坚持自己的职责，忠于公司独立进行判断，公正的向全体股东披露信息和提出建议，不能畏惧缄默，更不能与控制股东同流合污共谋损害公司和中小股东的利益。

（责任编辑 朱 芸）

〔34〕 参见郎咸平：《郎咸平说谁都逃不掉的金融危机》，<http://news.sina.com.cn/o/2009-01-28/130815089008s.shtml>。最后访问日期：2014年5月28日。

〔35〕 Jonathan Mukwiri, “Directors’ Duties in Takeover Bids and English Company Law”, *International Company and Commercial Law Review*, 2008, p.286.

Study on Director's Duty of Loyalty of Target Company in Corporate Takeover 79

ZHENG Jianing/Associate Professor, PH.D, School of Civil, Commercial and Economic Law, China University of Political Sciences and Law.

Abstract: The position and authority of target company directors vitally impact on the corporate takeover whether to success. Due to the natural conflict of interest exists between the director and the target company, reviewing duty of loyalty to the behavior of directors becomes the necessary procedure during the takeover. This article revolves around the conflicts of interest occurring in the takeover and expands the discussion around the duty of loyalty of target company directors, including anti-takeover measures, management buy-outs, and protection of minority shareholders. According to the views of this article, during the corporate takeover directors should always make an independent impartial judgment prior to the interest of the target company, being loyal to the entrustment of the target company. Moreover, this article puts forward the legislative and practical suggestion on Chinese corporate takeover on the basis of foreign relevant experiences.

Building of Legal Mechanism of Oil Reserve in Our Country 90

YU Wenxuan/Associate Professor, China University of Political Sciences and Law.

Abstract: Oil reserve determines a country's energy security. Our country has not set specific legislation on the management of oil reserve. The management and enforcement agencies of oil reserve, the implementation body, the types of reserve and use, and construction funds of reserve project, are scattered in related policy files, with many problems to be solved. The related experiences of United States, Japan and EU countries can be imitated by our country. In order to perfect legal mechanism of oil reserve in China, it is necessary to focus on perfecting petroleum reserve management system, clear the varieties and use of oil reserves, strengthen the management of government's oil reserves, establish management system of enterprise oil reserve obligations, and improve the fiscal and taxation support mechanism.

From Close to Open: Reform of Business Organizations & Function of Labor Market 100

TIAN Silu/Professor, School of Social Development, East China University of Political Science and Law.

Abstract: Since 21st century, with the patterns of business organizations changing seriously, labor relationships have appeared various components and developed diversely. The penetration of market factors into labor relationships causes that Labor Law can be only applied within the close business scope, which leads Labor Law to unpractical. It is an important program for us to clear the organically connection and institute law system suit to balanced development between business labor relationship and labor market. In the progress of relationship adjustments, it is necessary to recognize "Labor is Non-commodity" Principle, increase the attention to the labor market, and attach importance on the business organization foundation. At the same time, we should conquer the problems caused from close to open, gradually eliminate the inner and outer labor market barriers, and establish the flexible labor market mechanism in the reality with diverse labor relationships. Without this foundation to adjust whatever individual labor relationship and collective labor relationship to solve the problems of labor market, it is helpless to solve the problems essentially.

On The Legitimacy and Application Extent of the Compensation for Spiritual Damage in Breach of Contract 109

YIN Zhiqiang/Doctor of Civil and Commercial Law, professor, China University of Political Science and Law.

Abstract: Many disputes occur on non-property damages in breach of contract both in theory and practice. Recently some contracts start to deal with the objects closely related to personal interests because of social development, increasing exchanges and more focuses on human dignity. Meanwhile, more and more contracts are made with the appeals for spiritual interest and emotional happiness. Not only common law but also continental law have begun to break through the traditional civil law theory and provide remedy for spiritual damage in the field of contract law. Now the compensation for spiritual damage in breach has not been enacted in Chinese legislation yet but precedents of such compensation have already been made in judicial practice. This paper points out that the non-property damages is not a priori and unique in the field of tort law and the damages of breach bears theoretical legitimacy. It can happen in some particular contracts and should be given necessary remedy.