

# 目标公司董事信义义务客观标准之构建

郑佳宁\*

---

**内容摘要:**目标公司董事履行信义义务的认定一直是公司收购理论和实务上探讨的焦点。目标公司董事信义义务的特殊性,恰恰在于对收购决策行为的判断。构建目标公司董事信义义务的客观标准十分有必要。具体而言,对目标公司董事的忠实义务,在类型化的基础上区分对待,采取以不当利益为中心的判断标准;对目标公司董事的注意义务,采取以职能权责为中心的判断标准,再适时引进经营判断规则。通过客观标准的构建,完善目标公司董事信义义务的判断体系,实现目标公司董事行为的能动性和控制性的平衡。

**关键词:**公司收购 董事信义义务 客观标准 目标公司

---

DOI:10.19404/j.cnki.dffx.2017.04.004

持续一年多的宝万之争,可谓轰轰烈烈,引发了资本市场的广泛关注。2015年7月,宝能集团旗下子公司通过连续举牌,不断购入万科集团股份,在短短5个多月的时间内,以24.255%的持股比例,超越华润集团成为万科第一大股东。针对此情况,2015年12月7日,万科集团董事会主席王石明确表示不欢迎宝能集团入主万科。由此,“宝万之争”正式拉开序幕。为了击退宝能集团的入侵,万科集团董事开始通过寻求大股东华润集团和第三方深圳地铁的帮助,并启动相应反收购措施。<sup>[1]</sup>但在整个“宝万之争”控制权争夺过程中,焦点始终集中在控制权归属上,中小股东的利益完全被漠视。万科集团董事作为目标公司董事,在应对宝能集团入侵时,所采取的种种策略是否恰当?这不得不引发人们对目标公司董事行为合理性的反思。目标公司董事作为公司及其股东利益的代言人,在公司控制权争夺过程中,亦应遵循信义义务,竭忠尽智、恪尽职守。笔者藉由对目标公司董事信义义务客观标准的构建,旨在合理规范目标公司董事在公司收购和反收购中的行为,以期推动我国资本市场的健康发展。

## 一、目标公司董事的信义义务

收购者旨在争夺并获取控制权的公司被称作目标公司。公司收购并不是单纯的股份交易或资产

---

\*中国政法大学民商经济法学院教授,法学博士。

本文系2016年国家社会科学基金重大项目“中国企业社会责任重大立法问题研究”(项目批准号:16ZDA067)阶段性研究成果。本文还受到“中国政法大学优秀中青年教师培养支持计划资助项目(2016B)”资助。

[1]杜冬东:《万科之战,宝能系得失》,《新财富》2016年第7期。

买卖,而是对公司控制权的一种争夺。这就势必引发对公司现有势力范围的重新划分,新的经营者进入公司的同时,意味着旧的操盘者的离开,目标公司董事无论主动抑或被动,都将被牵连其中。“董事”这一概念被各国公司法广泛使用。根据布莱克法律词典,董事被定义为通过选举或任命程序,进入管理委员会并掌握公司经营的人。<sup>[2]</sup>对“董事”这一概念,可以从以下两个方面进行理解:其一,董事是一种职位,任何人居于该职位,即称为董事;其二,董事掌握着对公司事务经营管理的控制的权力。

这里有必要对“目标公司管理层”的提法<sup>[3]</sup>进行解释。一方面,管理层并不是我国公司法上标准的法律用语。从文义上理解,管理层是指经营管理公司的人,包括董事、监事和高级管理人员。董事是公司决策机构董事会的成员;监事是公司监督机构监事会的成员;高级管理人员包括经理、副经理、财务负责人等。而根据我国公司法有关高级管理人员的规定,<sup>[4]</sup>管理层概念的范畴是开放的,法律赋予了公司章程相当的自治性,管理层成员的组成随着公司的性质、经营规模、股东情况等不同而变化。管理层只是一个统称,而不是精确的概念。另一方面,管理层组成人员的分工各有不同。董事会是由股东会选举产生的,负责行使公司经营决策权和管理权。监事由股东会选举产生,职责是监督董事会和经理的经营行为,对其侵犯公司利益的行为进行监督和纠正。经理是执行机关,由聘任产生,在决策机关下负责具体事务执行和日常经营管理;副经理、财务负责人等按照章程的约定在执行机关内负责自己业务范围内的事务。可见,管理层不同成员之间的职能权责有很大差别,很难用“管理层”这样的概念一言以概之。

在公司收购中,目标公司的管理层中无疑只有董事才能参与收购的决策过程。基于法定或章程的授权,无论是在接受收购条件上,还是在采取反收购措施上,目标公司董事都在收购决策中拥有一定的权力。而监事由于自身的独立性,不参与公司的经营管理;经理、副经理、财务负责人等则是在董事会聘任的职权范围内各司其职,并不当然具有参与收购决策的资格,除非他们同时身兼董事。因此,笔者在探讨信义义务时,采用“目标公司董事”这一概念,而非“目标公司管理层”。不过,在收购中虽然由于职权不同,但目标公司的经营者仍然对公司负有共性义务,故笔者有关董事义务的论述在共性义务方面同样可以适用于目标公司的监事和高级管理人员。

董事义务是指董事基于其受托人地位在行使公司权力时对公司等特定人负有一定的义务。董事义务一词是一个综合的概念,它包含很多具体的义务。董事义务可以来自法定,也可以来自约定。不过,约定的董事义务可能导致董事权力的过度扩张,从而影响公司的运营,因此不如由法律统一规定更能保障交易的效率与安全。<sup>[5]</sup>研究目标公司的董事义务离不开探求董事在目标公司中的法律地位。该法律地位由公司董事之间的关系决定,是董事权利、义务和责任构建的根本。<sup>[6]</sup>现代企业制度所有权与经营权相分离,使得公司的经营者在公司中被赋予很大的权力。由于股权高度分散、管理职业化等原因,公司的权力中心从传统的“股东会中心主义”过渡到“董事会中心主义”已成为世界公司法的潮流,随之公司董事的权力羽翼已日益丰满,拥有了决定公司兴衰成败的能力。在公司收购中,目标公司董事的法律地位同样重要,他们掌握的权力足以促成一项收购或是阻挠一项收购,亦能决定一项收购是否实现预期价值。这与公司的命运和股东的利益息息相关,故有必要对目标公司董事课以严格的义务,以防止其对收购决策权的滥用。

关于董事义务的性质,根据英美法的通说,董事义务属于信义义务。信义义务最初源自信托法,后被广泛地应用于代理法、合伙法、公司法等领域。所谓信义义务,即是以最高程度的诚实与忠诚为

[2]Black's Law Dictionary, 9th edition, West Publishing Co., 2009, p.527.

[3]有学者在文章中提及“目标公司管理层”并探讨其在公司收购中的信义义务。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》,《法律科学(西北政法大学学报)》2012年第2期。

[4]参见《公司法》第216条的规定。

[5]Razeen Sappideen, "Fiduciary Obligation to Corporate Creditors", Journal of Business Law, 1991, p376.

[6]孙宏涛:《董事法律地位之再思考》,《科学·经济·社会》2011年第2期。

他人的最佳利益而行事。<sup>[7]</sup>关于董事信义义务的内容,有的学者持信义义务等同于忠实义务的观点,与注意义务并列为董事的两大义务。<sup>[8]</sup>有的学者则认为,信义义务按其内容的性质不同,可以分为注意义务和忠实义务两大类。<sup>[9]</sup>笔者采用第二种观点,即信义义务是忠实义务的上位概念。这是因为:第一,从保护受益人的立场看,注意义务应是信义义务的必备内容。受托人忠于信托事务,于利益冲突之情形中需以公司利益为上,这仅是保护受益人利益的一个方面。另一方面,受托人在管理事务时应尽一定的注意,否则,道德高尚但能力低下、行事鲁莽的董事,仍会因其不当行为给受益人带来损失,无法实现信托的初衷。第二,从信义义务的发展史看,信义义务并不排斥注意义务。无论是术语解释还是判例,都认为受托人应当以合理的注意义务行事。受托人为他人管理事务时,应当将所有的知识和技能用于完成其信托任务,敬业审慎,其管理行为应当达到法律规定或合同约定的标准,以实现受益人利益的最大化。

公司收购中,忠实义务和注意义务分别从两个不同的角度规范着目标公司董事的行为。忠实义务作为道德的基本底线,禁止或限制目标公司董事在收购决策中的不当行为,防止目标公司董事为谋求自己的利益滥用职权以达到干预目标公司股东自主选择的目的。注意义务是对能力的衡量,要求目标公司董事用自己的专业知识妥善应对公司被收购的局面,始终为了公司最大利益行事,在收购决策中勤勉尽心,实现公司发展与利益相关者之间的平衡。

## 二、目标公司董事忠实义务在收购中的凸显

公司收购具有相当的复杂性和专业性,此刻目标公司董事的忠实义务就会凸显出来。对目标公司董事来说,一类是属于绝对禁止的忠实义务,<sup>[10]</sup>在公司收购中,这些忠实义务和一般公司正常运营情况下没有太大区别,认定标准简单,责任救济比较完备。而另一类目标公司董事的忠实义务就没那么简单了,主要集中在董事与公司利益冲突的行为上。首先,体现为限制禁止的忠实义务,也就是说,在一定条件下法律允许这类利益冲突的行为,如对反收购措施的合法性审查。其次,该类忠实义务围绕着利益冲突展开,是董事和目标公司天然的利益冲突使然,最明显的代表即管理层收购。再次,该类忠实义务的认定标准比较模糊,没有是非分明,只有利益衡量。公司的利益不能等同于公司大股东的利益,收购中需要对中小股东的利益进行特别保护。

### (一)反收购措施的合法性审查

反收购,是指目标公司对收购方采取的一切防止公司被收购的防御行为与反击行为。公司的反收购行为具有双重目的,既要顾及公司利益,又要保全董事的自身职位,这是一种天然的利益分歧。天然的利益分歧使目标公司董事的收购决策总是难逃动机不纯的诘问,涉嫌借采取反收购措施寻求个人利益。在友好收购中,董事可能涉及在新公司中任职或获得高额补偿;在敌意收购中,董事可能会全力保全目标公司以留住自己的位置。

基于反收购行为的双重目的性,应当重点审查目标公司所采取的反收购措施之合法性。归纳国内外相关案例以及学者观点,对于反收购措施的合法性认定可以从以下几个方面进行考量:

第一,禁止绝对排除收购。是否采取反收购措施取决于收购行为是否会对目标公司带来利益。如果一项反收购措施表明绝对禁止收购,那么它的合法性就将受到质疑。在*p. v. Quickturn c.*<sup>[11]</sup>一案中,

[7]Black's Law Dictionary, 9th edition, West Publishing Co., 2009, p.581.

[8]Paul L. Davie's, Gower and Davies's Principles of Modern Company Law, 7th edition, Sweet & Maxwell, 2008, p.380.

[9]Alan R. Palmiter, Corporations, 6th edition, Aspen Publishers, 2010, p.218.

[10]比如非法收受贿赂、侵占公司财产、泄露公司秘密等,董事一旦违反这些绝对禁止的忠实义务,不论是否对公司造成了损害,都要承担相应的董事责任。

[11]Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc., 728 A.2d 25.

法院就因此认定董事采取的毒丸计划无效。因为在这种情况下,是将保有董事对公司的控制权置于维护公司利益之前,有违目标公司董事的忠实义务。

第二,禁止妨碍公平的收购竞争。在收购过程中,如有多家公司对目标公司发起收购要约,此时目标公司董事应营造良好竞争环境,借机促进公司估价上升以抵御可能发生的敌意收购。正因如此,“白衣骑士”<sup>[12]</sup>系被各国法律普遍承认一种合法的反收购措施。但在采取此项措施时需注意,不能完全排除其余竞争者,否则反收购措施将被认定为无效。

第三,禁止仅为目标公司董事牟取私利。目标公司董事在进行反收购的过程中不可仅仅考虑自身利益而弃公司利益于不顾,或者在两者利益的权衡中将个人利益置于公司利益之上。如果目标公司董事无法为自己的动机提供证明,那么任何有损公司利益的反收购举措均不可被认定为合法。正如在MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.<sup>[13]</sup>案中,法官否定了董事动机不纯的反收购措施。

## (二)管理层收购的利弊

管理层收购是指在公司收购过程中,目标公司为本公司管理层所收购,实现公司所有权与经营权的合一。管理层收购因其具有提高决策效率、降低代理成本、实现股权激励、优化资源配置等自身的优势,而被各国普遍接受。然而由于收购中公司利益与管理层利益的冲突不可避免,管理层收购的弊端也不言而喻。

在管理层收购的过程中,目标公司董事一方面要代表公司利益尽可能提升公司价值,争取在收购中为公司及股东谋取最大利益,另一方面又要作为目标公司的收购方,出于自身利益的考量,尽量压低公司价格,减少收购成本。管理层收购是典型的自我交易行为,这种无法避免的利益冲突为董事违反忠实义务提供了充分的心理动机,董事极易通过收购夺取公司的控制权,掠夺公司总体利益以增加个人财富,最终对公司价值产生负向影响。<sup>[14]</sup>

在管理层收购的过程中,董事通常会滥用权力,利用以下三种手段来牟取自身利益:

第一,故意做低股价,降低收购成本。在利益的诱惑下,目标公司董事往往通过各种方式直接或间接地压低股价。比如,通过增加对长期项目的投资和实施超额员工福利计划来减少公司报告中的盈利,压低股价;<sup>[15]</sup>通过实施阻止管理层之外的第三方竞价的方式来压低价格。<sup>[16]</sup>此外,目标公司董事还可能在经营决策的过程中故意作出损害公司利益的经营决策,导致公司股价下跌,比如放弃符合公司利益并且可行的公司机会。此类行为,无疑将会对公司的利益造成重大损失。

第二,欺诈股东,致使双方信息不对称。董事是目标公司的实际掌控者,相较股东而言,更加了解公司的真实情况,掌握更多股东无法及时得知的即时信息。在管理层收购的过程中,董事为攫取不当利益,可能会故意隐瞒收购的资金来源、收购的原因、收购的价格以及公司的财务状况等重要信息,以进行暗箱操作。更有甚者,通过隐藏利润等方法,故意扩大公司的账面亏损,使得股东对收购陷入错误判断。

第三,收购谈判中,公司利益代表者的缺位。在收购谈判的过程中,董事作为目标公司的代表与自己作为收购方进行磋商,事实上造成了公司利益代表者的缺位,使得谈判呈现一边倒的不公平局面。由于理性经济人的本性使然,董事很难真正作到将公司利益放在第一位,极有可能寻找各种机会压低收购价码,以实现自身利益的最大化。

[12]白衣骑士是指作为目标公司管理层所支持的友好第三方来收购目标公司,其一般通过比敌意收购者所提供更为有利的收购条件来阻止对目标公司的敌意收购。Mark L. Berman, “SEC Takeover Regulation Under The Williams Act, New York University Law Review”, June, 1987, p.580, n.1.

[13]MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118.

[14]彭程、范文焱:《管理层持股与公司绩效:基于管理层收购的实证研究》,《财经论丛》2012年第4期。

[15]Louis Lowenstein, “Management Buyout”, Columbia Law Review, May, 1985, p.740.

[16]Dale Arthur Oesterle, Jon R. Norberg, “Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth? Vanderbilt Law Review”, March, 1988, pp.236—241.

### (三)收购决策与中小股东保护

公司作为独立的法律主体,自成立后就应脱离股东而独立存在,其具有独立的财产,享有独立的权利义务,承担独立的责任。因而董事忠实义务的对象也应仅限于公司。这便要求董事被股东推选出来管理公司之后,要作到独立于个别股东,以公司整体利益为一切经营行为的出发点。特别是在董事会中占有大多数席位的由大股东选任出的董事,不可在经营管理的过程中,为了保住董事的职位,事事以大股东为先,损害中小股东的利益,最终导致对公司整体利益的侵害。中小股东的利益关系到公司的未来发展,亦是董事忠实义务的应有之义。在公司收购与反收购的过程中,各方利益角逐,中小股东由于缺乏强有力的代理人,诉求难以表达,利益难以保障。公司收购过程中,目标公司董事很可能在大股东的压力之下,从以下几个方面损害中小股东的利益。

第一,对中小股东隐瞒重要信息。在公司收购过程中,中小股东因为持股比例低,住所分散等原因,难以得到及时充分的有关公司收购全过程的信息,与控股股东相比处于严重的信息不对称地位。此时,目标公司董事应当尽到对中小股东的信息披露义务,增强公司收购过程的透明度,消弭信息鸿沟,确保中小股东在信息真实、充分的条件下作出理性的选择,以免自身的合法权益遭受侵害。

第二,与大股东合谋利用关联交易损害中小股东利益。在公司收购中,目标公司董事与大股东利用关联交易牟取不当利益的现象时有发生。基于对目标公司的控制权优势,他们可以以较为低廉的收购价格,轻而易举地将目标公司的利润或优质资产转移至关联公司名下,掏空目标公司。在此过程中,目标公司董事与大股东沆瀣一气,以所谓的“公平价格”蒙蔽中小股东,通过交易量而获益,严重侵害了中小股东的合法权益。<sup>[17]</sup>

第三,滥用反收购措施损害中小股东利益。反收购措施具有双重目的性,既要顾全公司利益又要保住董事职位,这不可避免地造成一些反收购措施打着以为公司着想为名号,实际上却是董事在为自己谋取私利。此种情况下,无力通过股权管控董事会的中小股东则会沦为大股东、公司、董事和收购者各方利益博弈的牺牲品。在eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark<sup>[18]</sup>案中,法院认为董事与大股东合谋制定的股权变动计划,名为反收购的预防措施,实际上却损害了中小股东的权益,应予废除。

## 三、目标公司董事注意义务在收购中的凸显

目标公司董事在进行收购决策中的所有行为都应遵守注意义务,以谨慎之心认真对待自己在收购中的职能权责,为公司最大利益行事。目标公司董事的注意义务主要体现在以下几点:首先,目标公司董事必须全面有效地收集与该项收购相关的信息,并准确及时地将汇总信息和分析结果披露给股东。因为该项收购能否被接受,有无必要采取反收购措施等重大决策主要依赖这些信息而作出。其次,在收购的谈判过程中目标公司董事需努力讨价还价,为公司争取最有利的收购条件,如积极地寻找善意合作伙伴,认真制定收购应对方案,全面评估公司的价值和股份。再次,听取外部专家独立的咨询意见是衡量目标公司董事是否尽到注意义务的一项重要标准,但外部咨询意见不应该成为董事免责的避风港。

### (一)全程信息支援

目标公司董事注意义务的一个重要内容就是积极收集和处理各种与收购相关的信息,为收购的最终决策提供支持。公司收购是控制权争夺的战争,其间大量五花八门虚实难分的信息充斥而来,目标公司董事必须时刻保持敏锐警醒之心,尽其所能从中撷取辨别真实重要充足的信息及时披露给股

[17]刘白兰、邹建华:《关联交易、代理冲突与中小投资者保护》,《证券市场导报》2009年第6期。

[18]eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark,16 A.3d 1.

东。目标公司董事提供信息支援的义务贯穿至收购全程的不同阶段。第一阶段是初期调查阶段。此时,收购是潜在的,正式要约尚未发出。第二阶段是谈判协商阶段。收购者正式决定收购,双方就收购细节讨价还价,并草拟相关文件。第三阶段是董事会决策阶段。这个阶段是目标公司董事在整合大量信息的基础上,对收购作出同意或反对的决定,并将此建议呈交给股东会。第四阶段是股东会决策阶段。收购的最终决策权掌握在股东手中。董事会的收购协议必须提交给股东,才能产生法律效力。

目标公司董事提供信息支援,难免会受到自身能力的局限和主观态度的影响,如何认定董事在全程信息支援时是否尽到注意义务,是一个具体情况具体分析,见仁见智的问题。归纳相关经典案例以及学者观点,可以从以下几个方面进行考量:

第一,目标公司董事提供的信息支援必须及时向股东披露。公司收购中的商机宝贵不容浪费,信息的迟延可能直接导致公司价值的流失。因此,为了目标公司能够迅速正确地采取措施,目标公司董事应当及时提供信息支援,即在全面了解收购方的经营状况、收购目的、收购方式等重要收购信息后,及时向股东披露,以确保股东对信息拥有充足的消化时间,防止股东在仓促下作出不利于自身利益的错误决策。

第二,目标公司董事提供的信息必须保证真实准确,无重大遗漏。因为信息为决策之根据,目标公司董事理应尽其所能谨慎对待。在美国的Paramount v. QVC案中,法官认为应当对目标公司董事的注意义务进行特别的审查,即强化的司法审查的四项审查义务。<sup>[19]</sup>这种审查是相当严格的,目标公司董事在收集对待信息时不能有一丝懈怠和偏袒。

第三,目标公司董事必须根据所提供的信息出具正式的收购建议。由于公司信息和业务信息的最终汇总,董事成为了在收购时向目标公司股东提供信息的最有效人选。<sup>[20]</sup>除了提供收购信息之外,目标公司董事还应在此基础上整理分析、认真研究,提供给董事会以决策建议,而不能敷衍了事、含混应付,把自己在信息决策上的注意义务全部或部分推给股东。<sup>[21]</sup>

## (二)争取最优被收购条件

目标公司董事应该勤勉谨慎地参与收购谈判,讨价还价,采取合理的措施应对,当公司决定出售或公司被收购不可避免时,为公司争取最优被收购条件。目标公司董事争取最优被收购条件的义务建立在注意义务的基础之上。当友好收购时,目标公司董事应当努力磋商争取最优收购条件,特别是此间如有其他竞购者出现,切不可偏袒,应该在原有协议与新的报价之间审慎权衡,以实现公司最大利益为最终选择。在敌意收购中,目标公司董事应当努力维护公司的最大利益,在采取反收购措施时勤勉行事,避免公司利益遭受不应有的损害和流失;若公司收购不可避免,则应放弃所采取的防御手段,以中立的姿态面对公司将要解散的现实,为公司争取最优的被收购条件。<sup>[22]</sup>

争取最优被收购条件不仅是一个程序问题,实质认定是否符合最优条件才是判断的核心。将最优被收购条件简单地等同于股票的最高价格,显然是对公司收购要约的机械理解。在公司收购中,竞购者的要约报价不限于现金,可能是现金,也可能是收购者的股份、债券或其他证券,还可能同时附

[19]该案法官指出,涉及两个收购竞价者时,目标公司董事有四项审查义务:(1)勤勉谨慎地检查和考虑两个不同竞价者的收购要约;(2)善意行事;(3)为了保障股东的最佳利益,获得和小心对待所有合理有效的信息,包括两个要约之间的比较;(4)积极善意地同两个竞价者谈判。Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34.

[20]Lawrence A. Hamermesh, "Calling off the Lynch MOB: The Corporate Director's Fiduciary Disclosure Duty", Vanderbilt Law Review, 1996, p. 1145.

[21]如果董事会对收购要约发生意见分歧,董事会必须就分歧的性质向目标公司股东作出解释,并同时公布少数异议董事的意见。City Code on Takeovers and Mergers, Notes 2 on Rule 25. 2.

[22]1985年美国Revlon案确立了目标公司董事的拍卖规则,包括:第一,当目标公司的分裂不可避免,目标公司董事认识到公司必须被拍卖时,其职责从保存公司转变成追求最优的收购价格;第二,在此过程中,目标公司董事应当对所有竞购者采取不偏不倚的中立立场。Revlon Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings Inc., 506 A.2d 173.

有定局交易等条件,因此要约的实际价格很难客观评估。尤其是在非现金报价和附条件报价的情况下,目标公司董事需要考虑其潜在风险,即接受这样的报价将来可能面临无法全部兑现现金、垃圾债券贬值等不利情况。<sup>[23]</sup>

另外,确定最优被收购条件不仅局限于对要约报价价格的关注,还需把视野定位在公司的整体最大利益之上。股票价格是公司利益的重要组成部分但不是全部,应当倡导以利润最优化来取代利润最大化作为现代化公司的治理目标。<sup>[24]</sup>在利润最优化的治理目标下,当公司不得不出售时,目标公司董事不必再以取得股东利益最大化,即争取最优股价为拍卖公司时的唯一目的,而应充分考虑收购条件对目标公司及收购中利益各方的影响,结合收购可能带来的非金钱利益来最终确定公司的最优被收购条件。<sup>[25]</sup>

因此,目标公司董事在评估报价时,判断是否为最优被收购条件,可以考虑以下因素:收购者的身份及资历;报价的公平性和可行性;收购要约融资的情况和后果;违法问题;收购者对目标公司的经营计划;股东及利益相关者的基本权益是否受损等。<sup>[26]</sup>

### (三)独立的外部咨询

目标公司董事应当为公司聘请外部独立专家,对目标公司的财务状况、收购条件的公平性、收购对公司产生的影响等提出专业意见。外部独立专家系指具有相应的专业能力依专家合同为公司提供咨询服务的专业人士。根据收购的专业性需要,外部独立专家一般包含会计师、律师、经济师、投资顾问等专业人士。虽然目标公司中亦不乏优秀的财务、法务等专职人员,但为了收购另外咨询外部独立专家的意见还是必要的,其应作为目标公司董事注意义务的一项重要内容。这是因为,由于收购所涉事项复杂多样,公司内部人员一般很难真正掌控,为求得到对收购成本、公司价值、要约评估等关键问题的专业分析,有必要寻求外部独立专家的帮助。为了保障公司收购决策的正确性,聘请外部独立专家的咨询意见必不可少,为此所支付的费用亦是收购决策的应有成本。再者,目标公司纵有能力组织内部人员完成收购专业意见,该意见也将受到独立性和公正性的质疑。毕竟,公司内部财务、法务等人员皆是由董事会聘任,在此利益争夺之际,极易迎合董事的主观意志或直接受董事指使而进行决策,很难作出独立公允之判断。外部独立专家则不同,作为收购之外的第三人,职业道德要求其以自己的专业分析能力提供客观精确的公平意见,从而保障目标公司的利益。

当然,外部独立专家提供的咨询意见仅供目标公司董事参考,而不能代替董事自身的判断决策。独立专家存在的理由无非是使公司董事及股东获得充足的信息,以降低错误决策判断的可能性。目标公司董事不得以完全信赖外部独立专家的公平意见为由,免除自己全部的注意义务。从美国的相关判例上看,目标公司董事须怀有谨慎态度对待外部咨询意见,不可盲从轻信。在Weinberger案中,UOP公司的董事拥有一份投资银行出具的公平意见书,但是法院认为,该意见书是外部独立专家仓促间完成的,因此该公平意见书缺乏客观精确性,不足以被董事会所采信。<sup>[27]</sup>

不过,不可否认的是,独立专家的公平意见在本质上确实比公司内部职员的意见更具有客观性。如果一份公平意见系按照一定程序作出,且董事有合理理由信赖独立专家的专业判断,即使事后证明该收购决策失误,但由于董事已尽到注意义务,故可阻却其民事上的赔偿责任。

[23]Citron v. Fairchild Camera and Instrument Corp, 569 A.2d 53.

[24]Saleem, Sheikh, Corporate Society Responsibility, Law and Practice, Cavendish Publishing Limited, 1996, p.21.

[25]在1989年的Mills案中,法官亦如此认定最优被收购条件。该判决认为,最优被收购条件并非指获得可能的最高价格,而是为股东获得合理的认为可能达到的最高价值,比如目标公司接受一家有声誉且负责的收购者的要约。See Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc, 559 A.2d 1261.

[26]Lewis D. Solomon, Donald E. Schwart, etc., Corporations Law and Policy Materials and Problems, 3th Edition, West Publishing Co., 1994, p. 1227.

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

#### 四、收购中信义义务客观判断标准之建立

公司收购中的目标公司始终处于一个紧张状态,公司的经营者目标公司董事理应在此重要关头更加兢兢业业,殚精竭虑,做好收购相关工作,为了公司的最大利益而服务。而目标公司、股东和董事三者之间作为独立的经济人所产生的利益分歧却使目标公司董事信义义务的评判错综复杂。公司需要长远发展,股东想获得股票溢价,董事希望保住位子,在公司收购中各执一词,使得法院的事后审查工作更加扑朔迷离、难以甄别。笔者认为,若要合理追求公司收购中违反信义义务董事之责任,就必须结合我国的法治环境和实际情况,构建更为明确的收购中信义义务的客观判断标准,即以不当利益为中心的忠实义务判断标准和以职能权责为中心的注意义务判断标准。

##### (一)以不当利益为中心的忠实义务判断标准

我国目标公司董事根据《公司法》和《上市公司收购管理办法》的规定,<sup>[28]</sup>对目标公司负有忠实义务。由于我国的公司治理和证券市场的运行还处于发展阶段,面临着如经济体制改革、收购制度不健全、监管体系不完备,当事人法律意识淡薄等诸多问题,我国目标公司董事更容易在收购中利用利益冲突行为,为谋取自己的私利而损害公司及股东和其他利益相关者的利益。如果不对目标公司董事之忠实义务加以严格的规制,公司收购将变成目标公司董事联合收购者或控制股东,对公司利益、中小股东利益、第三人利益乃至国家利益非法瓜分的盛宴。因此,在公司收购中,建立目标公司董事的限制型忠实义务的客观判断标准十分必要。

笔者认为,应该正视目标公司董事个人利益在收购中的普遍存在,以不当利益为判断标准客观地衡量目标公司董事有无尽到其忠实义务。如果目标公司董事的行为为自己谋取了不当利益,其须承担违反忠实义务之责任。而如果董事的行为虽然为自己谋取了利益,但该利益是正当合法的,公司亦从其收购决策行为中获得了应有的利益,这种双赢行为则不应被法律所禁止。判定目标公司董事谋取不当利益可以从两个标准进行考察:一是获得利益程序不当,即没有履行法律规定的收购决策程序;二是获得利益是以损害公司利益为结果的。目标公司董事的利益冲突行为违反上述两个标准之一的,都应判断该行为不符合忠实义务。

目标公司董事从收购决策行为中获得利益必须遵守法律强制的程序性义务。首先,目标公司董事必须如实、公开、及时披露自己在收购中存在或潜在的任何利益。目标公司董事会应在提交给股东表决的收购建议中,披露目标公司董事在目标公司及收购公司的任何权益、以及董事就其自身的持股准备接受或者拒绝收购要约的意向声明。目标公司董事披露的有关自己利益的信息必须真实,否则将会导致该利益冲突行为无效,从而承担违反忠实义务的责任。其次,目标公司董事会的收购决策必须由目标公司的非关联董事作出。任何与目标公司收购存在利益冲突的董事,都必须在该项收购过程中回避。非关联意味着不能和关联董事或公司首脑有潜在的金钱利益或亲属关系。董事应当证明自己的非关联性。<sup>[29]</sup>需要注意的是,非关联董事并不仅仅是对收购决策进行表决,而应该在收购的安排、谈判和表决过程中发挥主导作用。程序性义务的违反,将导致目标公司董事忠实义务责任的发生。

目标公司董事获取私利不得以损害公司的利益为代价。忠实义务系受托人为了受益人的利益服务而产生的义务,受托人行事时首先应当将受益人的利益放在首位。<sup>[30]</sup>虽然不能要求董事在收购中

[28]参见《公司法》第147条、第148条;《上市公司收购管理办法》第8条、第33条、第34条。

[29]Jennifer J. Johnson, Mary Siegel, "Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors", University of Pennsylvania Law Review, 1987, p.378.

[30]Victor Brudney, "Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law", Boston College Law Review, 1997, p.595.

无私忘我地为目标公司工作,但是目标公司董事的行为决不能损害公司的利益,否则有违授权董事管理公司的本意。公司的利益是公司的长远整体利益,是股东利益和其他利益相关者利益平衡的产物。因此,无论是立法还是司法,都是在利益冲突中来平衡各方利益,以便为利益分歧寻找妥协点。<sup>[31]</sup>在一项收购中目标公司的利益是否受损,可以用客观的事实加以证明,比如公司的发展和存续是否受到重大影响,公司资产的价值是否发生不良减少,市场股票的价格是否引起异常的大幅下降,等等。如果目标公司董事本身从收购中获益,而公司的利益却遭到了上述破坏,可以认定目标公司董事所获得的是不当利益,要求其承担违反目标公司董事忠实义务的责任。不过,司法实践中适用这一标准时一定要注意,目标公司的利益是公司的长远整体利益,并非股东最大利益的简单化,应该综合考虑目标公司中各方利益主体之间的利益分歧和利益平衡。

需要指出的是,以不当利益为判断标准,是目标公司董事忠实义务中有关限制型忠实义务之判断标准。而禁止型忠实义务,如不得滥用公司财产,不得泄露公司秘密等,因为已经是法律绝对禁止的行为,只要存在特定的行为,就需要承担违反目标公司董事忠实义务违反之责任,当然属于客观标准判断的范畴。

## (二)以职能权责为中心的注意义务判断标准

我国《公司法》对董事的注意义务进行了宣示性的规定,<sup>[32]</sup>该规定同样束及目标公司董事,而《上市公司收购管理办法》则对收购过程中目标公司董事的注意义务的具体内容进行了一定的规制。<sup>[33]</sup>不过,缺乏统一的注意义务判断标准一直是理论和实践的争议所在。<sup>[34]</sup>

笔者认为,首先应该明确的是,鉴于目标公司董事的注意义务的性质属于法定义务,不宜适用侵权责任的过失标准。侵权责任的过失标准源于民法上的善管义务,而目标公司董事的注意义务与之还是有一定区别的。一是目标公司董事之所以承担义务,是因为其在收购中的决策职能,该职能无论是在范围、行使还是在限制上都有法律明文规定或是章程明确授权。二是公司收购的风险有目共睹,如果从收购的结果判断董事是否尽到善良管理人之注意义务,显然对董事过于苛责,极易导致公司经营失去创造力,妨碍公司的持续发展。<sup>[35]</sup>

其次,我国可以引入严格的经营判断规则,但仅能作为违反注意义务的免责事由之一。严格的经营判断规则以董事的决策行为为视角,充分考虑反收购措施的必要性和合理性,如果目标公司董事能够证明其行为系为公司最优长远利益而行事,并恪守法定或意定的决策程序,则可认定目标公司董事已经尽到了注意义务。然而,还应理性看待我国的实际情况,不能把严格的经营判断规则作为解决目标公司董事注意义务判断的普适标准,以免发生董事消极进行决策以及法官过度自由裁量的现象。

笔者认为,应当建立一个以职能权责为中心的客观判断标准。职能权责是董事履行注意义务的参照。董事的一切经营管理行为都是围绕着董事的职能权责进行的,尤其是目标公司被收购时董事的决策行为。以职能权责为中心的客观标准在适用时,可以遵循下列几项规则:

第一,目标公司董事必须履行自己应尽的职能权责。目标公司董事应当具备法定的和约定的履行其职能权责必备的资格和条件,并按照其应有的实际技能行使收购决策权。目标公司董事对收购的尽心尽力表现在收购过程中积极参与收购谈判,全面搜集信息及时披露,出具收购建议,争取最优

[31]俞建林:《挂靠船舶处分中善意第三人的认定》,《中国海商法研究》2015年第4期。

[32]参见《公司法》第147条。

[33]参见《上市公司收购管理办法》第8条、第32条。

[34]有学者认为我国应该坚持大陆法系传统的善管义务,以侵权责任之过失标准来对董事的责任进行判断。参见孟宁:《论完善我国公司法中的董事注意义务制度》,《知识经济》2010年第15期。有学者主张引进经营判断规则,用美国法院的先进经验作为判断董事注意义务责任之标准。参见刘一瑶:《董事注意义务的民事责任研究》,《行政与法》2012年第7期。

[35]郑佳宁:《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》,《暨南学报(哲学社会科学版)》2015年第4期。

收购条件等。如果目标公司董事根本不作为,那么绝对不能说其尽到了注意义务。

第二,目标公司董事必须在其职能权责范围内对收购事项作出决策。虽然,根据董事会决定模式或股东大会决定模式,目标公司董事的职能权责有所差别,但无论何种模式下,其均应在法律、公司章程对其授权的职能权责范围内作出合理的收购决策。如果董事的行为超越授权权限的范围,不论其目的是否正当,也不能对其免除注意义务的责任。

第三,目标公司董事应当按照其职能权责要求的技能为公司服务。由于收购的高度专业化,很难要求目标公司董事具备专门的收购知识和经验,因此,具备一般的职业技能即可。但是这并不排除某些董事自身就具有收购的专业技能,如担任某些特定的岗位职务(财务、法务等),此时目标公司董事应当依照雇佣合同约定的特殊技能要求,为目标公司的收购决策作出贡献。否则,就应承担不履行注意义务的责任。

第四,咨询和听取外部独立专家的收购意见。当目标公司董事由于欠缺收购专业知识和经验不能应对收购决策时,应当及时寻求外部独立专家的帮助。为了弥补自己能力的缺陷,目标公司董事应当积极咨询和听取外部独立专家的意见,并对这些意见加以分析判断,作出独立的收购建议。缺乏外部独立专家的意见或是盲目信赖外部独立专家的意见,都有可能造成对注意义务的违反。

## 结 语

综上所述,为目标公司最大利益而行事系目标公司董事行动的宗旨,目标公司董事应当履行其对公司的信义义务,否则须对目标公司承担相应的信义义务违反之董事责任。此时,如何界定目标公司董事信义义务的标准显得至关重要。从以往的经验来看,我国一贯的做法是对公司收购中一些行为实行禁止。<sup>[36]</sup>这种做法虽然在短期内能够遏制某些利益冲突行为带来的弊端,但并没有从根本上解决问题,一旦被禁止的行为以其他形式变化出现,国家的禁令则形同虚设,无法达到预期的效果。因此,有关目标公司董事信义义务的规制不宜矫枉过正,必须尊重公司收购的特殊情况和实际需求。一方面,公司收购中很多利益分歧行为的发生源自于收购自身的需要,属于正常的商业竞争,比如管理层收购、反收购防御措施,国家不可能全面禁止。另一方面,公司收购中的商业风险有时超出了目标公司董事的经验,甚至超出了市场的预测,比如股票的竞价,最终的成交结果经常不以当事人的主观意志为转移。盖一言之,只有从目标公司董事信义义务的法定化和类型化入手,建立我国目标公司董事信义义务的客观标准,才是解决目标公司董事信义义务是否恪尽的判断难题之正确路径。

[36]如根据我国《上市公司收购管理办法》的规定,目标公司董事不经股东大会批准,不能采取出售“皇冠明珠”、“焦土战术”等可能对目标公司资信状况造成严重破坏的反收购措施。参见《上市公司收购管理办法》第33条。