

# 论反收购中目标公司董事的信义义务

傅筱帆

(深圳大学 法学院, 广东 深圳 518600)

**摘要:**信义义务理论可以有效规制目标公司董事在目标公司反收购中的行为,维护中小股东的利益。目前,我国反收购法中主要的问题是未确立董事信义义务的审查标准。比较英美立法,我国可以借鉴美国的修正业务判断规则和 Unocal 规则,对董事是否违反注意义务进行审查。最终以一般标准加个案审查的方式综合评判董事在反收购中的行为。

**关键词:**董事;信义义务;反收购;目标公司

**中图分类号:**D922.291.91

**文献标志码:**A

**文章编号:**1008-6021(2017)04-0019-05

随着我国市场经济的不断发展和公司制度的变革,资本市场中收购方与目标公司管理层之间对公司控制权的争夺日益激烈。我国上市公司的兼并收购浪潮始于 20 世纪 90 年代,在 2005 年股权分置改革后日趋频繁,越来越多的上市公司面临着“野蛮人”敲门的风险。2006 年 9 月 1 号实施的《上市公司收购管理办法》更确认了部分要约收购的合法性,敌意收购因此更为便利<sup>[1]</sup>。目标公司<sup>①</sup>管理层为了避免沦为丧失原有薪酬以及在职期间非现金利益(包括权力和威望)的命运<sup>[2]</sup>,将会采取一系列反收购措施来阻止或者延缓收购到来的日期。万宝之争,是近几年来资本市场中最受关注的收购与反收购争夺战。2015 年 7 月 10 日,宝能系第一次举牌万科,拉开了这场资本角逐的大戏。此后,万科管理层通过停牌、引进安邦系和深铁 600 亿注资等方式来阻击宝能系的进攻。万科管理层采取的种种反收购措施,是资本市场上目标公司和收购方夺权的手段。在此过程中,为了防止目标公司管理层借股东之名,行自保之实,势必要对其开展的反收购行为进行一定的法律规制。一旦因目标公司管理层在反收购中的不当行为引发股东代表诉讼,法院将如何对管理层是否违反董事信义义务进行审查?英美等国在反收购中对董事信义义务的法律规制较为完善,这对于我国未来完善相关

立法可以有哪些启示?上述问题,笔者将在本文中进行探讨。

## 一、董事信义义务概述

### (一)目标公司董事的信义义务

董事的信义义务规则可以说是公司法律关系中的核心规则之一<sup>[3]</sup>。欧美国家以“代理说”作为董事信义义务的理论根基<sup>[4]</sup>,按照我国商法学界的观点,董事和公司之间是一种“委任关系”<sup>[5]</sup>,正是因为董事接受公司的委任参与公司的日常经营决策,因此对公司需负忠诚、勤勉等义务,此种义务即董事的信义义务。董事的信义义务规则有“二分法”和“三分法”之争。“二分法”是将董事的信义义务分为忠实义务和注意义务,“三分法”则是将董事的信义义务分为忠实义务、注意义务和诚信义务。从现有的《中华人民共和国公司法》(下文简称《公司法》)、《中华人民共和国企业破产法》(下文简称《破产法》)、《上市公司章程指引》、《上市公司收购管理办法》等法律法规分析,我国现行法律对董事信义义务采取的是“二分法”,认为董事的忠实义务和注意义务是“相互独立但又统一构成董事信义义务的全部内容”<sup>[3]327</sup>。不过,我国法律上的注意义务仅包括勤勉义务,而欧美国家的注意义务还包括谨慎义务、监督义务。

#### 1. 忠实义务

“忠实义务”顾名思义,要求董事忠于公司,恪尽职守。一旦董事的个人利益和公司的利益发生冲突

收稿日期:2017-07-22

作者简介:傅筱帆(1994-),女,安徽黄山人,硕士研究生。研究方向:民商法。

①目标公司是指收购方准备予以收购的公司。

时,董事必须优先考虑公司的利益。这是所有权和经营权相分离的现代公司治理模式对董事的必然要求。

对于董事是否违反了“忠实义务”的审查标准,各国立法不尽相同。如果没有对忠实义务做出类型化的分类,不利于法院追究未恪守忠实义务的董事应当对公司承担的赔偿责任。英美国家的学者从董事个人和公司利益冲突的视角将忠实义务分为四种类型:(1)自我交易;(2)决定管理层报酬;(3)滥用公司财产和篡夺公司机会;(4)动机不纯的公司行为<sup>[6]</sup>。我国对董事忠实义务列举的几种具体情形集中规定于《公司法》第 148 条,包括禁止挪用公司资产另为他用、禁止自我交易、竞业禁止、禁止篡夺属于公司的商业机会、禁止侵占公司资产以及禁止违法违规披露公司秘密等。决定管理层报酬和动机不纯的公司行为虽然不在我国列举出的董事忠实义务的几种具体情形中,但是其落入《公司法》第 148 条中的兜底条款。

## 2. 注意义务

对于董事而言,忠实义务强调的是“品德”,而注意义务,强调的是董事的个人能力。望文生义,注意义务中“注意”二字,要求董事在履行职务的过程中尽心尽力,其不仅有能力也有义务尽到善良管理人应有的注意水平,所以在大陆法系中,注意义务又被称为善良管理人义务。《公司法》第 147 条规定董事、监事、高级管理人员,对公司负有忠实义务和勤勉义务。《破产法》第 125 条规定在企业破产的情形下,也以向未尽忠实义务、勤勉义务的董事民事追责的方式强调了董事对公司应负信义义务。但是董事勤勉义务的类型化规定并未体现在《公司法》和《破产法》中,而是规定于证监会颁布的《上市公司章程指引》<sup>①</sup>中。

### (二) 董事信义义务的价值分析

1. 董事的信义义务是规制目标公司反收购行为的有效途径

反收购的前提是公司面临被收购的命运。一般来说,收购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<sup>[7]</sup>。对于目标公司管理层而言,收购分为善意收购和敌意收购。

善意收购的收购者通常会采取和目标公司管理层达成协议的方式取得目标公司的控制权。但是敌意收购的收购者展开收购行为时,往往来势汹汹,其以雄厚的资本优势在二级市场收购目标公司的股票,并迅速占据目标公司 5% 以上的股份,达到证监会的举牌份额。敌意收购一旦成功后,敌意收购方将入主目标公司,更换目标公司管理层,侵袭目标公司企业文化,甚至将所收购的目标公司肢解出售。从以上分析来看,目标公司管理层只需对敌意收购方采取反收购措施。但是实际上目标公司管理层为了保住其原有地位会对所有不符合其期待的收购方采取反收购措施,而无论这场收购行为对目标公司本身而言是否有利。此时就需要董事信义义务理论对管理层在反收购中的行为进行约束。但是如果目标公司遭遇的是敌意收购方,目标公司的董事将带着双重目的阻击“野蛮人”,此时其是否违反了信义义务? 其实,双重目的本身并不必然导致行为不当,事实上董事的任何职务行为都可以被认为是包含保住自己职位的目的。只要董事不以保住自己职位作为反收购的唯一目的或主要目的,就不能断定董事违反了受信义务<sup>[8]</sup>。正是因为反收购措施的多样性、目标公司管理层主观目的的复杂性,以及我国现有和反收购相关的法律法规并不完善,导致司法审判中,判断目标公司管理层反收购行为的合法性和适当性十分棘手,而董事信义义务理论不仅可以在反收购过程中规制管理层,还可以在司法审判中为法官审查董事是否在反收购中做出了不恰当行为提供了审查标准。至于其效力如何发挥,是笔者在下文中重点探讨的问题。

2. 董事的信义义务是维护目标公司中小股东利益的有效途径

在反收购中,目标公司中小股东的利益可能遭受来自目标公司控股股东和董事两方面的侵害。一方面是因为中小股东在公司治理中处于弱势地位,其远离公司日常经营,缺乏金融、法律等专业领域的知识,以至于面对突如其来的收购时,难以准确做出“是否要将手中的股票出售”以及“何时出售”的决定,从而遭受股票利益的损失<sup>[9]</sup>;另一方面是因为在反收购过程中,目标公司董事和控股股东有强烈的“自保”“自利”的动机。因此,目标公司董事可能为求自保,采取诸如金色降落伞、白衣骑士、焦土政策等反收购措施;控股股东可能会采取向大股东定向增发股份、出售优

①《上市公司章程指引》第 98 条将勤勉义务分为勤勉认真地履行职务,使公司经营合法合规;遵守《公司法》同股同权的规定,公平对待所有股东;准确及时了解公司经营状况;披露准确、完整的公司信息,接受监事和外部的监督等。

质资产等反收购措施。而这些反收购措施无疑会损害中小股东的利益。此外，一旦反收购措施没能阻拦敌意收购方进入目标公司，收购方在应对反收购措施中支付的成本最终都将从目标公司讨还，此时目标公司股东的利益将会受损。故综合来看，一旦公司遭受敌意收购，中小股东的利益将会受到严重的威胁，因此有必要要求目标公司的董事和控股股东在反收购中恪守信义义务，为维护目标公司的利益讨价还价，遵守“禁止阻挠收购”“同等待遇”、聘请独立的财务顾问，并将反收购行为向中小股东进行信息披露等原则。《上市公司收购管理办法》和《上市公司信息披露管理办法》都对上市公司对外披露义务做了详细规定。此外，《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》1.4条也规定要规范董事行为，保护中小投资者的合法权益。

## 二、英美法下反收购中董事信义义务的法律规制及其启示

### （一）美国法下目标公司董事的信义义务规制

美国将采取反收购措施的决定权赋予董事会行使。制定法上对于目标公司董事会反收购行为的制约仅限于信息披露义务，对具体反收购行为则交由判例法进行约束。对于反收购行为是否违反董事注意义务的审查，美国法院主要是借助于商业判断规则进行判断。商业判断规则的核心是起初假定董事做出决策时是善意的，然后由原告举证推翻此项假定。但是在反收购过程中，由于目标公司董事具有强烈自保的动机，所以法院在审查目标公司董事是否违反注意义务时不可以简单适用商业判断规则。于是美国特拉华州法院以 *Cheff V. Mathes* 和 *Unocal Corporation V. Mesa Petroleum Co.* 两个判例确立了修正的业务判断规则和 *Unocal* 标准。其中修正的业务判断规则是指在反敌意收购案件中，董事需证明其为了维护公司的利益，防止收购方的收购行为对公司的政策和收益产生威胁，董事不得不采取反收购措施。若董事能够证明其采取反收购措施目的合法，那么举证责任将转移到被告身上。但是法官在实际审判过程中，仍然面临诸多操作难题。故 *Unocal* 标准进一步指出，即使董事能够证明其采取的反收购措施目的正当，但是董事仍然需要证明其采取的反收购措施合理适当，没有为了实现阻碍收购的目的而损害了公司及股东的利益。

### （二）英国法下目标公司董事信义义务的规制

英国立法者认为目标公司董事在收购中极有可能为了自保而损害公司、股东的利益，所以将反收购措施的决定权赋予了股东大会，并且在《收购与兼并城市法典》（下文称《城市法典》）第七条中对董事做出了“禁止阻挠收购”的要求。从《城市法典》中与收购相关的规定可以看出，英国法对于目标公司董事在反收购中可以采取的行为做出了严格限制，董事必须经过股东大会的授权，方能采取反收购措施。至于如何判断董事在反收购中是否违反了信义义务，英国法采用的是“正当目的标准”。正当目的标准需要判断董事的相关行为是否违背了公司章程在为董事设定该职权时的特定目的。换言之，首先需要判断董事的行为是否违反了公司章程或者股东大会做出的决议；其次应当判断董事对该权力行使的主要目的或实质目的<sup>[10]</sup>。如果董事实质目的正当，即使在反收购过程中怀有私心，也不能认为董事违反了信义义务。反之，如果董事实质目的不当，即使在反收购过程中心存善意，有利于一部分股东的利益，但是也足以构成对董事信义义务的违反。例如，董事通常被授权发行股份以筹集公司经营资金，但是董事不能将发行股份的权力用于稀释大股东的股份，削弱他们的控制权。

### （三）对我国立法的启示

我国对于反收购的决策权归属采用的是英国模式，但是董事会在反收购中仍享有较大权利，易对公司及股东的利益造成损害。所以我国有必要对董事在反收购中的行为进行规制，但是我国《公司法》等相关法律对董事信义义务的规定不够细化和完善，同时我国司法审判中也未引入像修正的业务判断规则、*Unocal* 标准、正当目的标准等具有实操性的判断标准，以至于若董事因在反收购中做出了不当行为遭到股东起诉，法院难以判断董事是否违反了信义义务，从而不能要求做出不当行为的董事对公司和股东承担民事赔偿责任。之所以我国未引入这些实操性的规则，一方面是因为像“正当目的标准”中的正当目的很难界定；另一方面是因为这些规则需要大量的判例做支撑，而在我国诉讼实践中，缺乏股东起诉董事违反注意义务的案例。从北大法宝案例库中搜索董事勤勉义务，其中的案例只有9篇。可见，我国缺乏引入这些规则的案例基础。但是随着我国今后关于勤勉义务规定的完善，必将会有更多关于董事勤勉义务

案例的出现,届时应该借鉴美国的修正的业务判断规则和 Unocal 规则作为司法审判中判断董事是否违反注意义务的标准。

### 三、对确立我国反收购中董事信义义务审查标准的建议

董事信义义务属于抽象的规则,若从反收购措施中对董事信义义务进行审查,一方面要借助于信义义务的类型化分类,另一方面要通过大量判例做支撑。虽然我国不承认判例的法律效力,但是可以通过归纳一定的审查标准,再以个案的方式对反收购中目标公司是否违反信义义务进行审查。

#### (一)反收购中董事忠实义务的审查标准

董事是否违反忠实义务,是董事是否“忠诚”的体现。笔者认为对于忠实义务的审查可以分为三个方面:

首先,需判断目标公司管理层是否排斥一切非符合其预期的收购方。例如,目标公司管理层在得到股东会授权后,可能提前在公司章程中设置“毒丸”<sup>①</sup>。毒丸计划是十分有效的反收购措施。若收购方在收购过程中遭遇了设置毒丸的目标公司,只能通过和目标公司管理层协商的方式,以期其能赎回毒丸。目标公司管理层可以在协商中和收购方讨价还价,为公司及股东争取更多权益,以最有利于目标公司的方式达成收购。这是目标公司采取毒丸计划的目的所在。但是若目标公司管理层在无其他收购方的情况下,仍然拒绝同唯一的收购者协商赎回毒丸,则有借维护股东利益之名,行自保之实之疑。

其次,目标公司董事不能通过反收购行为阻挠公平的收购竞争<sup>[11]</sup>。在面对敌意收购时,目标公司可以通过引入“白衣骑士”<sup>②</sup>来阻击“野蛮人”。白衣骑士一旦决定帮助目标公司,将会为其自身带来极大的资金风险和被收购风险。一方面因为其参与收购竞争,需要进行大量的融资,由此会带来高额的融资成本;并且若由于收购行为引发诉讼,其还需要支付高额的诉讼费用;另一方面由于帮助目标公司,“白衣骑士”自身抵抗敌意收购的能力下降。所以目标公司管理层为了吸引“白衣骑士”,可能会在事前、事后以目

标公司的资产补偿“白衣骑士”。我国《上市公司收购管理办法》第八条第二款<sup>③</sup>已经明确禁止目标公司管理层事前对“白衣骑士”的资助,但是并未禁止目标公司管理层事后给予“白衣骑士”回报利益,此时,只能以董事需对公司负有忠实义务来约束管理层的行为。

最后,考察目标公司管理层采取反收购措施时是否只有自保目的。在反收购中,董事一般都有双重目的,双重目的本身也并不必然导致行为不当,但是如果董事不顾公司和股东的利益,全力阻止收购行为,那么董事所采取的反收购措施会违背其对公司应负的忠实义务。例如,我国现行法律并未禁止金色降落伞计划<sup>④</sup>。但是如果未经股东大会批准,目标公司管理层设置了金色降落伞计划,则有违反董事忠实义务之嫌。即使金色降落伞计划得到了股东大会批准,目标公司董事也可能串通收购方对目标公司进行收购,从而骗取巨额补偿。

#### (二)反收购措施中对董事注意义务的审查

董事是否违反注意义务,是董事是否“称职”的体现。在反收购中,除了要审查董事的忠实义务外,还需对董事的注意义务进行审查。

首先,要审查董事是否在公司章程和法律法规允许的范围内开展反收购行为。例如,我国《公司法》确立了同股同权的规则,因此目标公司的董事在采取反收购措施时就不能考虑类似毒丸计划、定向增发、部分驱鲨剂<sup>⑤</sup>条款等措施。

其次,可以审查董事在进行反收购时是否对所有的收购方尽到了调查的义务。其做出的反收购决策是否建立在充分、可靠、详细的数据基础之上。

然后,可以审查董事是否及时、全面地向中小股东、证监会披露与反收购相关的信息。以合法的方式及时向中小股东披露反收购相关的信息,有利于对处于弱势地位的中小股东予以保护。因为他们远离公司的经营中心,以及专业知识薄弱,所以在目标公司遭遇收购时,难以掌握股票买入卖出的时机。以合法的方式及时、准确地向证监会披露反收购相关的信息,则有利于证监会对收购和反收购行为进行监管,

①毒丸是指在公司章程中事先规定若收购方收购的股份达到一定限度时,允许股东以较低的价格购买公司的股份或债券。

②白衣骑士或者称白衣护卫是指面临被收购的目标公司引入其认为友好的收购方,进而阻击敌意收购方的收购行为,或者通过抬高股价,增加敌意收购方的收购成本。

③规定了目标公司董事必须公平对待所有收购人,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助。

④金色降落伞是指当目标公司董事因收购而被免职,可以从公司领取一次性高额离职补偿金。

⑤驱鲨剂指通过在公司章程中设计一些收购方不愿意接受的条款来降低控制权转移的风险。

引导兼并收购的可控化进行，防止股票市场的极端波动。

最后，可以通过引入美国修正的业务判断规则和Unocal标准来审查董事采取的反收购措施是否合理、恰当。例如，如果董事有充分的理由认为收购方的收购行为会对公司及股东的利益造成威胁，其可以采取在其职权范围内能够采取的反收购措施，但是董事不能以“玉石俱焚”“两败俱伤”为目的，开展反收购

行为。

虽然我国采取的是股东大会决策模式，但是在我国现有法律法规背景下，目标公司董事在面对敌意收购时，仍然可以采取一些反收购措施。目标公司董事若因此遭遇股东代表诉讼，其需要向法院提供采取该种反收购措施的详细理由，以备法院以一般标准加个案考察的方式，综合考量其是否违背了董事信义义务。

参考文献：

- [1] 王建文.我国公司章程反收购条款:制度空间与适用方法[J].法学评论,2007(2):135.
- [2] 刘桂清.论目标公司董事的忠实义务[J].河北法学,2002(11):37-38.
- [3] 朱慈蕴.公司法原论[M].北京:清华大学出版社,2011:283.
- [4] 何美欢.香港代理法[M]北京:北京大学出版社,1996:389.
- [5] 王保树.民商法论丛[M]北京:法律出版社,1994:114.
- [6] 罗伯特·C·克拉克.公司法[M].胡平,译.北京:工商出版社,1999:115.
- [7] 张舫.公司收购法律制度研究[M].北京:法律出版社,1998:6-7.
- [8] 李劲松.公司反收购与董事受信义务研究[J].现代法学,2003(8):150.
- [9] 陈裔佼.论反收购中目标公司董事的信义义务[D].上海:华东政法大学,2012:7.
- [10] 林少伟.英国现代公司法[M].北京:中国法制出版社,2015:456.
- [11] 郑佳宁.公司收购中目标公司董事的忠实义务研究[J].中国政法大学学报,2014(6):83.

## Study on Directors' Fiduciary Duties of the Target Company in the Anti-takeover

FU Xiao-fan

(School of Law, Shenzhen University, Shenzhen Guangdong 518600, China)

**Abstract:** The theory of fiduciary duties can efficiently regulate the behaviors of the target company's directors in the anti-takeover and safeguard the interests of the minority shareholders. At present, the main problem concerning anti-takeover in China, is the absence of the criteria for the examination of directors' fiduciary duties. Compared to the Anglo-American legislation, Chinese court can draw upon the modified business judgment rule or Unocal rule when investigating whether directors violate the duty of care in the anti-takeover. Finally, Chinese court should comprehensively judge the behaviors of directors in anti-takeover by the general standards and cases review.

**Keywords:** directors; fiduciary duties; anti-takeover; target company

[责任编辑 叶甲生]