

目标公司董事社会义务实现机制的构建

郑佳宁*

摘要:公司收购是目标公司相关各方利益冲突的爆发阶段,公司社会责任理论决定了目标公司董事决策的社会影响,除了股东利益之外,还存在着对职工利益、债权人利益和社会公众利益的衡量。应注重构建目标公司董事社会义务的独立体系,规定目标公司董事社会义务的具体内容,厘清目标公司董事社会义务的边界与内涵。目标公司董事社会义务的履行有赖于权利救济机制的完善,公司立法应赋予利益相关者对董事的直接诉权,建立责任判断标准,以惩治董事的恣意行为。目标公司董事社会义务的扩张,拓宽了对目标公司董事义务的考察范围,促使公司社会责任的具体化和法定化,也为追究目标公司董事的责任提供了新的思路。

关键词:公司收购 董事社会义务 董事责任 公司社会责任

公司收购引发的控制权争夺打破了不同利益主体之间的和谐关系,激化了目标公司董事与公司各方利益主体之间的天然利益分歧。目标公司董事作为公司的实际管理者和利益维护者,其在公司控制权争夺中应起到润滑剂的作用,协调各方利益,维护公司的稳定与长远发展。然而,在实践中,公司职工、债权人和社会公众却常常成为“被遗忘的人”。2015年8月,宝能系通过多次举牌,成为万科的第一大股东,万科董事会对此做出了强烈反应,引发了跌宕起伏的“宝万之争”。^①但纵观“宝万之争”的整个过程,控制权争夺的焦点主要集中在万科董事会、宝能、华润和安邦等目标公司董事和大股东身上,公司职工、债权人和社会公众作为公司的利益相关者,则始终处于控制权争夺的边缘。

“宝万之争”仅仅是我国公司控制权争夺的一个缩影,随着资本市场的快速发展,一幕幕控制权争夺的大戏还在不断地酝酿和上演。在缺乏有效规制的情形下,困囿于自身利益的羁绊,目标公司董事在控制权争夺中往往会做出不利于公司职工、债权人和社会公众利益的收购决策。因此,我国公司立法应加强对公司收购中职工、债权人和社会公众利益的法律保护,强化公司董事

* 中国政法大学商法研究所教授、博士生导师

基金项目:国家社会科学基金项目(20FFXB056)、中国政法大学青年教师学术创新团队资助项目(18CXTD08)

① 参见杜冬东:《万科之战,宝能系得失》,《新财富》2016年第7期。

义务与责任,进一步完善公司治理结构,保障公司控制权的有序交替。具体而言,当公司收购引发公司控制权变动时,作为公司的实际管理者,目标公司董事在收购决策过程中,除了向公司股东负有忠实义务和注意义务外,还应当认真考虑职工、债权人和社会公众的利益,承担必要的社会责任。目标公司董事的社会责任并不是一句空泛的道德口号,而是应落实到具有强制力的法律规则上。为此,目标公司董事义务应当突破传统仅为公司股东利益服务的藩篱,在理论上和实践中进一步丰富和扩充,由公司的社会责任发展为目标公司董事对利益相关者的具体法律义务,并完善目标公司董事违反义务的救济途径,从而建立目标公司董事的社会义务体系。

一、目标公司董事履行社会义务的法理基础

传统的公司理论认为公司的目的是为股东盈利,因此公司的董事只有对公司股东的义务。但现代公司的发展已使公司不再只与股东的利益有关,其涉及职工、债权人、证券投资人、消费者以及社会公众等多方的利益。在此语境下,公司收购不再只是股东获取财富和追逐利益的手段,而应该负有优化资源配置、繁荣资本市场等更深维度的社会责任。值得注意的是,公司社会责任并非针对抽象层面的社会整体,而是通过众多个体利益的不断增进、统筹协调得以实现,由是,利益相关者的概念被引入公司治理领域,并最终成为公司社会责任得以落实的重要路径。利益相关者是指与公司经营活动存在千丝万缕关联,能够为公司行动、决策、做法所影响的一切主体,职工、消费者、债权人等均为其典型代表。利益相关者概念所涉范围庞杂,内部并非铁板一块的均质化存在,而是存在着明显的次级分野。其中,一类主体为直接利益相关者,往往与公司存在合同等直接法律关系,其对公司治理的参与和影响更为深入;而另一类主体为间接利益相关者,由于法律关系相对欠缺,因此其难以直接参与公司治理,公司对其负担的义务亦局限在较低水平。

公司收购会带来控制权的交替和运营局面的动荡,并对利益相关者产生明显的影响。具体而言,针对目标公司职工,其部分人力资本已被公司专用,若该人力资本再转换为其他工作,则会贬值。一旦公司收购后实施裁员计划,就意味着之前职工对公司的投入被无情地剥夺。针对目标公司债权人,由于收购信息直接关乎目标公司债权人的投资决策,如可转化公司债券转换权的行使等,信息的匮乏无疑放大了债权人的投资风险,实际上助长股东等信息优势者侵害信息弱势者的合法权益。针对社会公众,公司作为市场经济的基本成员,维护市场的正常交易秩序亦是公司收购应达到的重要目标。竞争和透明度是市场的血液和基础,而公司收购中,目标公司的不作为往往会导致市场中出现证券欺诈、行业垄断等不正当行为,从而最终影响证券投资人和消费者等社会公众的利益。

作为公司的实际经营者,目标公司董事是公司收购与反收购决策的建议者与执行者,其行为的外部性直接影响着利益相关者的得失。公司收购过程是目标公司相关各方利益分歧的爆发阶段,他们的利益不一定必然冲突,但各自不同,形成彼此交织、有对立有统一的复杂局面。^① 股东关心的是收购者的资信和实力、收购价格是否合理以及未来的回报。职工通常会考虑就业保障、收入、个人影响、职业前景等。债权人考虑的主要是收购后公司的信用程度以及能否如期收回自己的本金和利息。消费者和证券投资人要考虑公司的信用和业务的变化对自己的影响,即是否

^① 参见郑佳宁:《目标公司董事与公司之间的利益分歧研究》,《暨南学报》(哲学社会科学版)2016年第4期。

继续按原有交易条件进行交易。政府和社区则关心收购后经济、社会、税收、环境等的改变。当然,目标公司董事身为利益相关者的一员,因其股东或职工身份也难免存有一己之私,所以董事应当首先以身作则、摒弃私心,并在此基础上为公司最大利益服务,履行对利益相关者的义务。

基于公司行为及其效果已经超出个体行为的范畴而开始辐射至社会和利益相关群体,笔者认为,我国公司收购立法亟须构建一套完整的目标公司董事社会义务体系,把具有道德内涵的公司社会责任转变成可供实施和履行的社会义务,防止因目标公司董事滥用权利而导致的利益相关者的利益损害。这里所称的社会义务是指,旨在促进社会公共福祉而对目标公司董事课加的法律义务,该义务要求其在公司收购筹划、实施过程中合理顾及职工、债权人、社会公众的正当关切。社会义务兼具社会性和强制性的特征,设置该义务的具体理由如下:

第一,目标公司董事社会义务的构建是立法的需求。公司的社会责任只有构建出完整的义务体系时,才能实现其作为法律规则的价值,否则只能是没有强制力的道德标准。“社会责任”的英文是“social responsibility”,在英文中“responsibility”一词的原义为负责的性质或状态,既包括法律上的义务,也包括道德上的责任,强调的是一种“负担”。可见,公司社会责任中既含有法律责任又包括道德准则。笔者认为,虽然道德准则在公司责任理念中至关重要,但公司社会责任的首要内容应当是法律责任,并且应该是具体的可以操作的法律制度。应当以立法的方式设立完备具体的目标公司董事社会义务的法律制度,强制董事执行,并给予受损害的利益相关者有效的法律救济途径。

第二,目标公司董事社会义务的构建是司法裁判的需要。有人担忧过于原则地要求董事对所有人负责将导致其对任何人都不负责,因为董事可以另一方的利益为托辞,导致其对任何一方而言都是自由的。^① 最终的结果是导致代理成本的提高、效率的降低和社会利益的减少。因此,仅根据利益相关者保护的原则性条款,缺乏商业经验和足够精力、财力的法院,很难在事后审查中对目标公司董事的行为是否以履行社会责任为目的进行明辨。构建目标公司董事社会义务的完备体系,有助于解决司法上的困境,创设实质性的义务和责任规范去约束董事的行为,要求他们在公司收购决策中履行法定的义务,真正尊重利益相关者的利益。

第三,现有法律制度为构建目标公司董事的社会义务提供了可以参考的基础。虽然目标公司董事社会义务这一概念没有直接出现在法律中,但目标公司董事承担社会义务是公司社会责任在收购过程中的应有之义,并作为一个成熟的理念已经深入人心。可以从诸如公司法、民法、劳动法、证券法、反垄断法等相关法律中找到对收购中董事或利益相关者的特别规定,而大量案例中有关目标公司董事社会责任的探讨亦为社会义务的建立提供了丰富的资源。目标公司董事社会义务的全面构建应是对这些立法和司法成果的总结和回应。

二、目标公司董事对职工的社会义务

职工为公司提供人力资本,以期在公司中出卖劳动力而获取利益,职工的利益在于公司的稳定和成长。但是,公司被收购后,劳动力和其他生产要素一样都需要进行重新配置,目标公司职

^① See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, p.38.

工的工作机会、工作岗位和工作待遇都面临改变,收益也会因此发生变化。收购行为将导致公司控制权的变更,因此,现有的控制者有更充足的动力打破其与员工间的默示合同,以牺牲职工的利益和公司的长远利益为代价,尽可能地从收购溢价中赚取超额利润。同时,收购完成后新的控制权人也更倾向于采取裁员、削减退休金计划等措施非公正地终止或变更合同,以弥补其在收购中支付的高额收购成本。

(一)目标公司董事对职工的经济保障义务

对资本运作者和中介机构来说,收购就像一场财富的游戏,而对目标公司的一般职工而言,收购却是一件关系命运的大事。许多职工将自己的大半生奉献给了一家大型企业,从企业中获得身份、地位和归属感,同时亦感受到自己对企业有所贡献。可以说,企业与职工无论是在经济物质层面还是在精神认同层面上都是休戚相关的,因为失业而导致的收入的丧失是对职工最大最直接的损害。

职工也是投资者,在大多数现代公司中,有些风险是由长期受雇的职工所承受的。拥有若干工龄的职工的部分人力资本已被公司专用化,而专用化的人力资本在公司收购中却常常被忽视。鉴于职工的弱势地位和对企业的依赖,法律有必要加强对目标公司职工的经济保障,以弥补公司与股东对人力资本的征用与剥削。这些措施包括但不限于继续履行劳动合同、给予经济补偿、授予养老基金以及实施就业再培训计划。例如,在公司解散或大批裁员时,董事不仅应确保职工的薪资不被拖欠,^①还应当根据职工的工作年限向其支付补偿金,并继续支付一段时间的医疗保险。^②对年纪较大的职工,董事应采取更多的措施予以帮助,尤其是对50岁以上、无再就业能力的职工,董事应当发放全额退休金。另外,某些职工因长期在公司从事特定工作而被锁定,无法再适应新的就业岗位时,董事应当执行就业再培训计划,为其提供转岗机会及费用。^③

美国宾夕法尼亚州于1990年通过的公司法,被认为是美国最彻底的反收购立法,也是35个州在第二次反收购立法浪潮中内容最严厉、争论最激烈、影响范围最大、意义也最深远的一部反收购立法。该法规定了一系列保护利益相关者的条款,其中包括与职工的经济保障有关的两个条款:“职工解雇补偿条款”和“劳动合同条款”。“职工解雇补偿条款”规定,控股方案被批准后的2年内,如果解雇一名合格的职工,那么必须支付给他或她在每1年的服务中相当于他或她1周到26周工薪的补偿费。“劳动合同条款”规定,任何一方不得因为收购交易或控股权的转移而废除或损害现有劳动合同。^④

经济保障义务是对目标公司职工利益最直接的保障。理论上,职工可以通过与目标公司谈判,以劳动合同的方式保障其在收购时的利益,但一般职工在签订劳动合同时处于弱势地位,没有任何谈判和讨价还价的资本,只能被动接受目标公司提出的格式条款。像金色降落伞这样有

① See Harry W. Arthurs & Claire Mumme, From Governance to Political Economy: Insights from a Study of Relations between Corporations and Workers, 45 Osgoode Hall Law Journal 439, 449 (2007).

② See Paul Barron, Causes and Impact of Plant Shutdowns and Relocations and Potential Non-NLRA Responses, 58 Tulane Law Review 1389, 1403 (1984).

③ See Marleen A. O'Connor, Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers, 69 North Carolina Law Review 1189, 1254 (1991).

④ See 15 Pa. Stat. and Cons. Stat. Ann. § § 2581-2583 (Purdon Supp.1990); 15 Pa. Cons. Stat. Ann. § 2585 (Purdon Supp.1990).

关目标公司人员的经济补偿计划,只可能由掌握公司控制权的管理层获得。因此,作为公司经营者的董事应当站出来,调停财富转移所引发的公司、股东与职工间的利益冲突,董事好比润滑剂,而润滑剂的功效则取决于经济保障义务的执行成效。董事必须严格依照法律的强制性规定,制定和执行公司的经济补偿计划、养老金计划和就业再培训计划,董事因过失而未能有效执行公司的相关计划给职工造成损害的,应当与公司承担连带赔偿责任。此外,如果董事故意不执行相关计划或在相应保障资金的管理方面存在重大过失,那么应禁止相关董事从事公司的经营管理,从而制裁不法行为。此种禁止性处罚主要通过公共执法来实现。目标公司董事作为被收购一方,有着参与收购决策的权力,又比较了解目标公司的内部情况,更应该履行经济保障义务,将收购对职工的经济损害降到最低。

(二)目标公司董事对职工的信息披露义务

目标公司职工在收购各方利益主体中处于绝对弱势的地位,人数众多却力量微薄,无法与收购中的主导者抗衡。虽然大部分国家公司法都有在公司的组织机构中设置职工董事或职工监事的规定,但在收购发生时,他们或者顾及自己的去留问题不敢为全体职工的利益据理力争,或者即使发表了不同意见却由于声音微弱而被忽略。出于维持公司股价稳定、防范敌意收购者等考虑,与收购有关的洽谈、交易等信息往往被视为公司的机密,只有内部高层管理者才有机会知晓。更多时候,广大职工对收购情况一无所知,在毫无准备的前提下面对目标公司的减薪、换岗甚至裁员。针对这种情况,为了尊重职工对公司的贡献、保护职工在收购中的利益,法律应该规定职工在收购过程中的合理知情权。

在这方面,法国是立法的先驱者。2001 年 5 月 15 日,法国议会通过了关于新的经济规则的法令,其内容旨在保护公开要约中职工的利益,并纳入《法国劳动法典》中。^① 该法令规定,当发生公开要约或换股时,目标公司管理层必须立即组织公司的企业委员会(企业委员会内有相当部分的职工代表),或在需要的情况下,组织集团公司的企业委员会召开会议,进行信息披露。目标公司管理层必须邀请发出公开要约的收购者参加会议并对收购的目的予以说明。收购者则应在发出收购要约后 3 日内向目标公司企业委员会提交信息要点,包括在执行要约时的人事安排。企业委员会应在会议召开 3 日前决定是否听取收购者说明情况,并通知收购者;在有需要的情况下,企业委员会还可以在第一次会议召集后 15 日内再次召开新的会议。如果收购者无正当理由不参加会议,那么其不能行使在目标公司名下的投票权。这项禁止措施延伸到控制收购者的公司或收购者控制的公司。^②

该法令对目标公司职工的保护主要包括两项内容:(1)目标公司董事对职工的信息披露义务。以往信息披露义务针对的对象都是股东,而该法令明确把披露的对象定为以职工代表为主的企业委员会,给予职工与股东在公开要约收购上同等时间、同样方式下的知情权。并且,在披露内容上,该法令要求目标公司董事必须邀请收购者出席并说明收购情况,更增加了职工对公司收购了解的力度。(2)收购者向目标公司职工的收购说明义务。如果收购者不按期参加目标公司企业委员会的会议,收购者就丧失了目标公司中有关收购最终决策的投票权。当然这项禁令

^① Voir “Pouvoirs du CE renforcés en cas d’OPA”, Laissons sociales, jeudi 4 mai 2000, n.13150, p.1.

^② Voir Mauduit, “Le gouvernement de nouvelles règles pour le marché hoursier”, Le Monde, mercredi 26 avril 2000, p.6.

并非针对目标公司董事所设计,但那些身兼股东身份的董事则须注意,其在管理层收购时必须履行对职工的说明义务。

法国的立法值得我们借鉴。信息披露义务使目标公司职工在第一时间获得了对公司收购的知情权,并且拥有了与收购者平等对话的机会,目标公司职工作为公司人力资本的投入者,理应与公司股东享有同样的知情权。目标公司董事是信息披露义务的执行人,应该在法律规定的期限内,按法律规定的方式召集会议,进行信息披露。企业委员会会议的性质有些类似听证会,职工代表可以自由发表意见,该意见没有法律效力,并不直接作用于收购决策;但职工的意见毕竟可以作为一种参考,给收购者和目标公司管理层加以适当的压力。更重要的是,信息披露义务从法定程序上尊重了职工的利益,给予了职工参与收购的权利,是十分有意义的。不论收购要约结果如何,职工至少可以为自己的未来早做打算。

三、目标公司董事对债权人的社会义务

债权人作为公司外部融资的重要来源,其目的在于保本获利,加强公司债权人利益的保护,有助于建立整个社会良好的市场交易秩序和市场信用。公司被收购后,目标公司债权人与目标公司之间的债权债务关系,由新的目标公司控制者承受。为了避免违约成本,新的控制者一般会选择继续承担该债务,保证债权人应有的利益。从理论上说,收购并不一定导致债务人(目标公司)的偿债能力减损,如果收购后的公司规模壮大、实力增强,那么将反而更有利于债权人利益的实现。然而,现实中一些收购与反收购措施,往往没有达到理论上的理想状态,或是削弱公司偿债能力,或是转嫁债务风险,使债权人的利益受到损害。

(一)目标公司董事对债权人的信义义务

债权人是公司的主要投资者之一,但其与股东的区别主要在于:债权人获取的是固定收益,而股东获取的是浮动收益。正是这种区别引发了法律对两者权利配置的不同,一般情况下债权人拥有的是固定收益索取权,股东作为风险承担者拥有剩余索取权。笔者认为,公司所有权本质上是一种状态所有权。在公司具有偿付能力的情形下,股东是公司的剩余财产索取者、经营风险的承担者。但是,当公司濒临或已经丧失清偿能力时,公司的剩余索取权实际上就由股东转给债权人,因为此时股东的收益已经固定为零,在边际上实际不承担风险,债权人转而成为风险承担者,拥有剩余索取权。这就意味着,当目标公司濒临或已经丧失清偿能力时,作为受信人的董事并非对股东而是应当对债权人承担信义义务。美国特拉华州衡平法院在“里昂信贷银行荷兰公众有限公司诉帕特传播公司案”^①中认为,丧失清偿能力的可能性会刺激董事做出将债权人利益置于危险中的机会主义行为,故当公司濒临或已经丧失清偿能力时,公司的董事对债权人负有信义义务。同样,在伊利诺伊州的“威博尔特商场诉肖腾斯坦案”^②中,法官认定,目标公司董事向债权人负有信义义务甚至无须严格地以公司濒临或已经丧失清偿能力为节点,只要诉讼是在破产程序之中提出的即可。

在公司收购过程中,目标公司董事的决策可能会增加公司的债务负担。这突出表现在目标

^① See Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., 1991 WL 1109, 1156 (1991).

^② See Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein, 94 B.R. 488, 490 (1988).

公司董事所采取的反收购措施中。目标公司的资产极有可能因董事所采取的“毒丸计划”“焦土政策”等反收购措施而遭受侵蚀或低价贱卖,使得债权人的债权无法得到清偿。例如,在“海克曼诉阿曼生案”^①中,1984年3月斯坦伯格集团购买了200多万股迪士尼公司股票,对此,迪士尼公司董事会宣布将发行2亿美元的新股以购买阿微达公司,同时承担其1.9亿美元的债务。此后,斯坦伯格集团则继续购入迪士尼公司股票,持有迪士尼公司近12%的股份。同年6月8日,斯坦伯格集团通知迪士尼公司将以每股67.5美元的价格要约收购迪士尼公司49%的股份,然后以每股72.5美元的价格收购剩余的股份。当晚,董事提议迪士尼公司与斯坦伯格集团达成股权回购协议,并于11日达成协议,迪士尼公司以29740万美元的价格回购斯坦伯格集团所持有迪士尼公司的全部股份,同时报销要约费用2800万美元,共计32540万美元,折合每股77美元。在整个过程中,迪士尼公司购买阿微达公司和从斯坦伯格集团手中回购股份的决策都加重了公司的债务负担。

公司收购导致目标公司濒临或已经丧失清偿能力时,目标公司董事对债权人具有忠实义务和注意义务。忠实义务是指目标公司董事在收购与反收购过程中应当忠于债权人利益,不能挥霍公司财产而损害公司的清偿能力,亦不能为了保持自己在公司现有的位置和利益等私利,恶意采取对公司财产或价值破坏力极强的反收购措施,危及债权人的合法权益。这里需要对董事的反收购措施的合法性标准进行必要的讨论。美国特拉华州最高法院在诸多判例中确定的基本规则是:董事应当为股东利益的最大化而努力,并需要将利益相关者纳入考虑范围,当然该考量必须旨在促进股东的长期利益或者与股东利益具有合理的相关关系。^②因此,当目标公司濒临或已经丧失清偿能力时,反收购措施的合法性标准理应转化为:目标公司董事应当为债权人利益的最大化而努力。

目标公司董事对债权人的注意义务表现在,应当充分调查与研究收购者的意图和实力,并结合外部独立专家的意见,将调查结果体现在其提交的收购建议中。^③很多敌意收购的目的并不是目标公司的长远发展,而是希图打压竞争对手或是转移自己的不良债务,其通常会在完成收购后的一段时间内,解散和清算目标公司。在这种情形下,董事须勤勉谨慎地履行信息支持义务,收集整理收购者的资信状况、历史记录、对目标公司发展的安排规划等信息,并撰写收购建议,在董事会决策时充分考虑公司债权人的利益。例如,在美国“切夫诉马瑟斯案”^④中,荷兰炉具公司对收购者的董事长马里蒙特展开调查,发现其曾参与或试图参与一些公司的破产清算,该调查证据作为目标公司采取反收购措施的理由之一,获得了法院的认可。目标公司董事也应特别警惕收购者的收购实力,如果收购者的要约报价包含债券、换股等条件,那么董事必须充分注意此非现金给付,避免出现无法兑现的情况。

(二)目标公司董事对债权人的信息披露义务

① See Heckmann v. Ahmanson, 168 Cal.App.3d 119, 124—125 (1985).

② See Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 946—959 (Del.,1985); Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 1239, 1239—1252 (Del.,1986); Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261,1261—1288 (Del.,1988); Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1140—1155 (Del.1990).

③ 参见郑佳宁:《目标公司董事信义义务客观标准之构建》,《东方法学》2017年第4期。

④ See Cheff v. Mathes, 41 Del.Ch. 494, 199 A.2d 548, 548—557 (1964).

债权人一般身处公司之外,没有法定的程序和机制来了解、参与、监督公司的经营,在公司的信息获得方面处于劣势地位。而目标公司董事是公司信息的核心和收购活动的主要参与者,他们最能够直接掌握各种信息,这种信息的不对称很容易让某些追求私利的董事有可乘之机,采取不当的收购决策,从而损害债权人的利益。因此,有必要在信息披露方面,通过对目标公司董事课以法定的披露义务,给予债权人特别的保护。

有学者认为,如果是单纯的股权收购,那么无须给予目标公司债权人特别的保护。公司收购有利于提高公司的经营效率,公司的接管者损害公司利益的同时也损害了自身利益,故其不至于损害公司债权人利益。事实上,目标公司董事作为管理人只应对股东负责。^① 笔者不赞同这种观点。一是公司收购有导致目标公司财产减少的可能性,不利于债权人利益的实现。收购中出现的债务的恶意转移、收购的巨额成本、对股票市价的不利影响等都是应当考虑的因素。应该注意的是,收购前后企业的负债水平是不同的,股东、董事可能会与收购者通谋,共同侵害债权人利益。另外,董事可能会实施“两败俱伤”的反收购措施,如降低公司资产质量,恶化公司财务状况,以阻却敌意收购,从而损害债权人利益。二是目标公司控制者的变化,事实上违反了公司与其债权人之间债权债务合同的默示义务。诚信与公平交易是公司与其债权人之间的债权债务合同的默示条款,公司收购可能使得公司债权人的利益遭受重大损失。^② 公司被收购后,公司的经营策略可能发生重大转变,也可能因此背离原债权债务合同的缔约意思,而仅依靠合同法是无法对此种默示义务提供充分救济的。此外,作为公司实际经营者的董事是收集、整理与披露原始信息的主要责任人,其应当就信息收集与披露的及时性、真实性与完整性承担保证义务,否则其应当与公司对债权人的损失承担连带赔偿责任。

具体而言,信息披露的主要内容包括收购者的基本情况、收购方案、外部独立专家的咨询意见、董事会的收购建议等,其中应该重点披露收购对债权债务关系的影响。笔者认为,当收购方案危及目标公司债权人的债权时,债权人享有异议权。异议权本质上为一种投票权,当公司濒临或已经丧失清偿能力时,公司的剩余索取权由股东转交给债权人,而投票权与剩余索取权相伴相随,故此时债权人对董事的商业决策拥有发言权。董事对信息的收集、整理与披露成为债权人是否提出异议权的重要根据。另外,还需告知债权人在收购中享有的异议权。信息披露的形式应当以公告为宜,笔者认为,目标公司的债权人众多,如果一一通知,那么对目标公司董事来说未免责任过重,程序繁冗,有违商业交易的效率原则。况且可能存在因地址不详等原因无法通知或目标公司尚不明晰的潜在的债权人,因此,统一以公告的方式进行披露,更能公平同等地对待目标公司的全体债权人。

四、目标公司董事对社会公众的社会义务

在公司收购过程中,除了上述利益相关者的利益可能遭受损害外,还会广泛地波及整个社会公众利益。要求目标公司董事担负起保护整个社会公众利益的义务,不以私利去损害公益,是公

^① See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review 1161, 1190—1191 (1981).

^② See Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & Ohio R. Co., 680 F. 2d 933, 941—942 (1982).

司社会责任的本质所在,也符合经济持续发展和社会稳定进步的需要。这里的社会公众利益主要是指市场的健康运行,即公司收购的有序竞争和充分透明。而公司收购所可能引发的欺诈与垄断会无形地侵蚀市场的活力,故目标公司董事对社会公众的社会义务,通常包含两种:证券信息披露义务和反垄断审查的提交义务。

(一)目标公司董事的证券信息披露义务

信息披露是资本市场存在的基础,证券承载着公司未来收益所享有的权利。特定公司在公开交易市场中的机会主义行为和欺诈行为,不仅会侵害特定投资者的利益,而且会对其他公司和市场整体带来负的外部性。信息披露乏力将导致劣质公司吞噬其他公司信息披露的真实含量,投资者无法识别何为优质证券,久而久之,公司也就无力向市场提供优质证券,而垃圾股充斥的证券市场将毫无存在的价值。如此,公司与社会公众必将两败俱伤。良好的信息披露制度能够在保有管理层积极性和创造力的基础上,尽可能地防范证券市场中的欺诈行为。信息披露是投资者保护的核心,直接决定了证券投资人的投资选择与投资收益。证券投资人是指通过买卖证券而进入或退出市场的消极股东或债券持有人。证券投资人中的债券持有人与普通债权人不同,债券持有人是通过在证券市场上购买公司公开发行的债券而取得债权人地位的,在此过程中由于缺乏与公司的沟通与合意,因此其投资判断主要依赖于股价以及公司所披露的信息。证券投资人可以自由地在资本市场上进行投资,他们往往对公司的投资获益仅具有短期的期待,即使他们具有监督权,也缺乏动力和相应的专业知识去理解公司的经营管理。不同于从事经营管理的积极股东,证券投资人对公司与其他潜在的股东也不具有任何义务。

在美国的“科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨公司收购雷诺兹—纳贝斯克公司案”^①中,公司收购对证券投资人利益的重大影响可见一斑。1988年,雷诺兹—纳贝斯克公司董事会为避免管理层收购,寻找3家公司竞标,最终科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨公司以每股109美元(低于管理层收购价每股112美元)、总价250亿美元成功完成收购。收购的资金绝大部分来源于科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨公司发行的企业债券,这些债券后来变成了垃圾债券,大批证券投资人蒙受巨大损失,而雷诺兹—纳贝斯克公司原有股东、提供咨询服务的投资银行、律师都获得巨大收益。由此可见,在很多情况下,公司收购本身并不产生任何利润和增加任何利益,而只不过是银行家、首席执行官、律师联手的资本游戏,他们不惜牺牲广大证券投资人的利益,把他们的资产合法转移到公司股权价格上,再由股东、投资银行、律师、管理层通过变现和提取咨询费的方式分享。

目标公司董事的证券信息披露义务,往往由证券法进行规制。1934年《美国证券交易法》第10条b款及美国证券交易委员会1948年颁布的10b-5规则均规定,为保护投资者利益,任何人在证券交易中不得使用任何计划、技巧和策略进行欺诈。^②此外,1933年《美国证券法》第15条和1934年《美国证券交易法》第20条还规定了控制人责任,董事作为控制人如果在公司决策活动中违反信息披露和反欺诈的相关规定,则需要承担连带责任。^③而在美国司法实践中,董事很容易被证明具备控制人的身份,只要证明其实际参与了公司运作,或者在控制结果产生之前证

① See R. Brealey, S. Myers & A. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 2007, p.589.

② See United States Code Annotated § 78j (1934); Code of Federal Regulations § 240.10b-5 (1948).

③ See Securities Act of 1933 § 15, 15 U. S. C. A. § 77o (2010); Securities Exchange Act of 1934 § 20, 15 U. S. C. A. § 78t (2011).

明其具有影响力。例如,在“斯帕泰科公司案”^①中,1978年斯帕泰科公司依据并购协议将其资产出售给斯巴克运营公司,斯帕泰科公司的股东可以选择以17.5美元的价格将股票卖给公司,或者继续为公司股东。美国证券交易委员会认为在该并购交易过程中,斯帕泰科公司在最初的报告中没有披露并购交易中管理层的特殊利益安排等重要事实以及某些重要资产的价值。此外,斯帕泰科公司的董事会主席约翰·艾·凯布尔未就并购事项向美国证券交易所进行完全披露。美国证券交易所曾因股价异常变动多次询问约翰·艾·凯布尔是否存在并购交易,约翰·艾·凯布尔均矢口否认。事实上,约翰·艾·凯布尔在向美国证券交易所报告时已经启动并购谈判,并确定了交易价格。美国证券交易委员会认为约翰·艾·凯布尔的行为破坏了自律组织的市场监管秩序,阻碍了证券投资人的合理判断,并且对证券交易市场产生了负面影响。^② 自安然丑闻后,美国于2002年出台了《萨班斯—奥克斯利法案》。该法案的出台进一步加强了上市公司管理层在信息披露中的个人义务与相应责任。上市公司的首席执行官与首席财务官负有对公司所披露年报和季报的真实性作个人证明的义务。倘若信息披露中的内容在实质上违背了证券法中财务报告的要求,则首席执行官与首席财务官将被没收长达12个月的奖金与股票交易之利润。^③

除了上述关于信息披露的原则性规定外,美国证券交易委员会还对目标公司董事反收购措施的信息披露进行了详细规定。如果目标公司采取反收购措施,那么董事在其信息披露或相关提案中必须写明该反收购决策及其提议的理由、可能带来的利弊、操作方式、是否经过董事会表决和表决结果、通过提案的限制、公司法上的其他处理方式等。此外,董事应对反收购决策的信息进行整理与分析,并将其统一置于信息披露文件的显著位置。^④ 由此可见,在公司收购中,目标公司董事有义务向证券投资人及时进行真实、准确、完整的信息披露,将收购的利弊得失和反收购的应对措施一一告知,这是要求其对社会公众承担社会义务的应有之义。若违反该义务,对证券投资人造成损害时,目标公司董事须与公司共同承担连带民事责任,甚至禁止其从事公司经营活动,如此才能激励目标公司董事坚守基本的市场底线,维护资本市场的正常秩序。

(二)目标公司董事反垄断审查的提交义务

公司收购是市场竞争发展到一定程度的结果。一般来说,收购完成后公司的生产规模得到扩张,资源实现更好地分配,达到了改善经营管理、提高生产效率的经济目标。然而,收购后的公司由于市场份额增大,对市场的影响力也大大加强,因此很可能导致垄断行为的出现。一旦公司处于垄断地位,就将会扭曲市场竞争机制,对其他经营者的市场准入造成障碍,同时还会通过提价或限制生产数量等方式攫取垄断利润,最终向消费者转嫁负担,对社会公众利益造成极大的威胁,不利于经济的稳定发展和社会的长远利益。英国学者考林等人研究了英国9个主要并购案,认为并购加强了这些企业的市场影响力,但却是以消费者的利益受损为代价的。^⑤

美国自1897年以来经历了6次并购浪潮,在历次并购浪潮中,反垄断与并购两者始终形影

① See In the Matter of Spartek Inc. and John A. Cable, Release No. 15567 (1979).

② See In the Matter of Spartek Inc. and John A. Cable, Release No. 15567 (1979).

③ See Sarbanes—Oxley Act of 2002 § 302(a)(2), 304 (2002).

④ See Securities & Exchange Commission (S.E.C.) Exchange Act Release No. 15230, In Re Disclosure in Proxy & Information Statements (1978).

⑤ See Keith Cowling, Paul Stoneman & John Cubbin, etc., Mergers and Economic Performance, Cambridge University Press, 1980, pp.70—169.

不离,并购浪潮催生了反垄断制度的完善,反垄断立法的宽严程度亦决定了公司并购的最终命运。^① 发达国家较早地认识到反垄断与并购之间的联动关系,利用反垄断立法对企业并购进行甄别和规范,对具体并购活动予以批准或是责令停止,从而防止企业滥用并购来增强市场势力,损害社会公众利益。以美国为例,1890 年通过了《谢尔曼法》来遏制垄断行为,后又通过了《克莱顿法》(1914 年)、《合并准则》(1968 年)和《哈特—斯科特—罗迪诺反托拉斯改进法》(1976 年,以下简称《反托拉斯改进法》)等一系列法规,禁止任何可能严重削弱竞争或产生垄断的并购交易。收购作为企业并购的主要方式之一,当然亦应受到反垄断法的规制。

在公司收购中,董事往往实际控制公司,并代表目标公司从事具体的并购事务,包括收集和申报反垄断审查所需的材料。作为公司收购事务的决策者和实施者,目标公司董事如果无须对公司的垄断行为承担任何责任,则无法体现法律预防和制止垄断行为的功能。因此,为了维护收购市场的有效竞争和公众利益,只有对目标公司董事课以提交反垄断审查报告的法定义务,才能使对公司收购中垄断行为的规制落到实处。美国 1976 年的《反托拉斯改进法》正是这样规定的。《反托拉斯改进法》明确规定了公司在并购完成前的反垄断申报规则,要求在基本管辖条件内,当事人必须提交法定的申报材料,向联邦贸易委员会和司法部反托拉斯局申报该交易;并等到 30 天的初步等待期(全现金邀约或者收购破产企业的,等待期为 15 天)届满后,方可实施交易;联邦贸易委员会或司法部反托拉斯局还可在等待期内要求公司或其董事提供相关的补充材料。公司及其董事若违反《反托拉斯改进法》关于反垄断申报的规定,将被处以最高每天 11 000 美元的民事罚款,违反者还可能面临禁止令或其他衡平法上的救济手段。^②

结合前文论述,笔者认为,当公司收购可能造成行业垄断时,目标公司董事应当负有提交反垄断审查报告的义务。目标公司董事应当将收购可能造成的集中情况,如实、完备、准确地向反垄断主管机关进行申报,并在反垄断主管机关调查时积极配合。目标公司董事所负的提交反垄断审查报告的义务一直持续到整个收购过程结束,如果在此期间发现企业在收购后可能达到需要申报的情况,应主动、及时向反垄断主管机构报告。目标公司董事除非能证明已尽到适当的注意义务并努力阻止垄断行为的实施,否则应当承担相应的民事责任。例如,在“美国政府诉朗罗公司案”^③中,朗罗公司以 1 500 万美元的价格收购了优钻奶牛公司 40% 的有表决权股票,优钻奶牛公司及其董事会主席罗伯特·欧·安德森未遵守关于提交反垄断审查的法定义务,在完成相关交易前未提交并购申报表。根据《克莱顿法案》和《反托拉斯改进法》,法院认为,被告朗罗公司和其在英国的母公司应当向美国联邦政府缴纳共计 12.2 万美元的民事罚款;被告罗伯特·欧·安德森和优钻奶牛公司应向美国联邦政府缴纳共计 12.2 万美元的民事罚款。

五、目标公司董事违反社会义务之救济

笔者认为,只有当公司收购严重影响社会公众利益时,国家才应出面干预收购交易。原因在

^① See Donald DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press, 2014, pp.11—14.

^② See United States Code Annotated § 18a(b) (2000); United States Code Annotated § 363(b)(2) (1978); United States Code Annotated § 18a(e)(1) (2000); United States Code Annotated § 18a(g)(1) (2000).

^③ See *United States v. Lonrho, PLC*, 1988 WL 125771, 68323(1988).

于,收购在提高公司经营效率、优化资源配置和促进社会利益等方面的积极价值更应值得肯定,而其带来的负面影响,在合理的可以容忍的程度内,应交由市场调节,国家无须干预。毕竟,商业竞争的特征是优胜劣汰、适者生存,总会以牺牲部分欠缺竞争力的参与者利益为代价。但是,如果收购已经严重影响社会公众利益,目标公司董事为了一己私利或怠于履行职责,损害了利益相关者的合法权益,那么法律将以强制性规范予以规制。

具体而言,目标公司董事违反社会义务之救济体系的建构须遵循“两步走”的模式:首先,应明确救济适用的判断标准,其扮演着前置条件的关键角色,将直接决定救济机制的触发与否。其次,明确权利救济的具体机制。对此,笔者主张借鉴大陆法系国家的通行做法,明确董事法定特别责任以及与之配套的直接诉权制度,从实体和程序双重维度为其权益保障奠定坚实基础。

(一)判断标准的确立

笔者以为,判断目标公司董事是否承担违反社会义务之法律责任,应从如下方面着手:

判断标准之一,严格区分法律义务与道德义务。两者虽然共享义务的特征,但存在如下明显区别:首先,强制力程度不同。法律义务的典型强制形式表现为威胁、处罚等;而在道德义务方面,典型的强制形式是唤醒人们对规则的尊重。^①其次,义务标准不同。法律义务虽与道德义务具有高度同源性,但其义务标准明显低于后者,其体现的更多是基于底线的道德义务,而将更高层次的道德义务排除在外。但是道德义务的判断标准更为复杂多元,因具体义务形态的区别而千差万别,总体而言,其体现的是社会共同的价值追求和伦理准则,该义务的标准通常高于法律义务。基于两者在强制力等方面的差异性,公司立法不能把所有社会道德的要求都转化为法律义务,否则将会使公司这样纯粹的经济组织不堪重负,无法完成本来的营利使命;目标公司董事也会因此在执行职务过程中瞻前顾后、无所适从,不利于发挥公司收购应有的积极价值,也不利于商业交易的效率与安全。

判断标准之二,区分公司社会责任与社会的责任,两者各自有着独立的内涵外延,不能彼此混淆。其中,前者是指公司对利益相关者承担的合理范围内顾及其正当权益的义务,后者则指以政府为代表的主体为维系社会正常运作、增进民生福祉所承担的法定职责。公司承担社会责任的缘由在于其运作、壮大与发展是系统性工程,需要各方面资源的不断投入,不同类型的主体共同承担风险,无论是股东抑或是其他利益相关者都在上述过程中扮演重要角色。而公司不承担社会的责任,其理由在于,公司只是一个经济组织而非政府组织,不应承担政府组织该承担的社会职能。将社会的要求过度转化为法律对公司的强制性要求并不合理,公司无义务也无能力去承担社会的责任。目标公司董事社会义务的强制要求应该严格限定于与公司的经营管理活动相关联的范畴。所以,应该禁止国家、政府、任何团体和个人以社会的名义对公司收购进行不合理的干预,对目标公司董事任意的惩罚和责备。

(二)法定特别责任和直接诉权的适用

就救济机制的具体规范适用而言,大陆法系很多国家在商事立法中确立了董事对第三人的责任制度,^②承认公司之外的利益第三人对董事享有基于法律规定的直接诉权。这一点对保障

^① 参见[英]哈特:《法律的概念》,许家馨、李冠宜译,法律出版社2011年版,第161页。

^② 参见《法国商法典》第223、225、227条的规定;《德国股份法》第93条第1款的规定;《日本商法典》第266条第1款的规定;《韩国商法典》第401条的规定。

公司利益相关者的利益尤为重要,如果没有法定的董事对第三人的责任形式,受损害的第三人只能向公司提起诉讼,再由公司追究负有责任的董事,这样可能导致第三人的利益无法得到充分、及时的保障。笔者认为,应结合大陆法系立法中普遍规定的董事对第三人承担责任的制度,赋予收购中利益相关者对目标公司董事的直接诉权。

首先,收购中利益相关者的直接诉权有利于利益相关者的保护。笔者认为,大陆法系用立法的形式普遍规定董事对第三人责任的制度更为可取,无论是在公司正常经营情况下,还是在公司丧失清偿能力时,都给予了公司利益相关者全面的保护。较之于英美法系仅在特定情况下赋予特定利益第三人以起诉董事的权利,大陆法系的立法模式赋予了公司利益相关者对董事之普遍意义上的诉权,收购中的目标公司利益相关者当然可以享有这种诉权。

其次,直接诉权不会导致目标公司董事社会义务的苛重。收购中利益相关者的直接诉权源于董事对第三人所负的一种连带的赔偿责任。所谓连带赔偿责任,即公司及董事应为连带债务人,被害人得向其分别或共同、先后或同时请求全部或一部之损害赔偿。^① 直接诉权的立法,只是明确给予了利益相关者一种额外的保护方式,至于具体的执行,还须当事人权衡当时的情形予以确定。实践中,利益相关者往往会选择向经济实力更强者求偿。在公司正常运营的情况下,由于公司具有更强的清偿能力,第三人往往会首先选择向公司提出损害赔偿之诉,再由公司决定是否向管理人提起追偿,因此,目标公司董事不用过分担心频繁遭受利益相关者诉讼的困扰,况且,目标公司通常还会购买责任保险或签订免除协议,帮助董事分散此部分责任。

最后,收购中利益相关者的直接诉权源于法定特别加重责任。关于董事对第三人责任的性质,主要有两种学说:“法定责任说”和“特殊侵权行为说”。^② 笔者赞成通说“法定责任说”。正如韩国学者李哲松所道,考虑到在公司法律关系中日益以多种类型形成利害关系,无须将损害赔偿责任划一地往债务不履行责任和侵权行为责任的框架上套。由于没有关于被害人损害的恶意、重大过失,不能认为侵权行为成立;且未具有违法性而侵权行为成立,也是从侵权行为性质上难以允许的事情;因此,董事对第三人的责任与侵权行为无关,是一种法定的责任。这样便可以脱离侵权行为法理的束缚,圆满地解决董事和第三人之间的责任关系。^③

收购中利益相关者的直接诉权,就是在法定特别责任的基础上建立的。董事作为公司的机关成员,相对于第三人来说,其与公司之间的关系是一种内部关系。由于这种内部关系,董事不应对外承担责任。但在特别法律规定下,为使第三人多得获偿之机会,而要求董事承担责任。在现代公司治理结构中,公司所有权与控制权逐渐分离,整个公司的权力逐渐转移并集中于董事会,董事会中心主义成为公司治理的趋势。与之相应,对董事责任的加重与明确具有合理性。目标公司董事对利益相关者承担的就是法定的加重责任,利益相关者可以据此直接起诉目标公司董事。

责任编辑 翟中鞠

① 参见黄川口:《公司法论》,台湾三民书局 1982 年版,第 372 页。

② 参见王保树:《股份有限公司的董事和董事会》,《外国法译评》1994 年第 1 期;[日]佐藤孝弘:《董事对第三人责任——从比较法和社会整体利益角度分析》,《河北法学》2013 年第 3 期;陈景善:《论董事对第三人责任的认定与适用中的问题点——以日本法规定为中心》,《比较法研究》2013 年第 5 期。

③ 参见[韩]李哲松:《韩国公司法》,吴日焕译,中国政法大学出版社 2000 年版,第 495 页。