

## 金融创新与董事信义义务的重塑

李安安\*

**摘要:**法律文本中的董事信义义务是以股东同质化、公司资本构成单一化、实体经济以及权利、义务和责任的均衡化为理性假设的,但金融创新的制度实践消解了董事信义义务的理性假设,对董事信义义务的适用性造成了剧烈冲击。为此,必须将董事信义义务的受益人范围从公司、股东扩展至债权人,将董事信义义务的制度内容从忠实义务、勤勉义务拓展至诚信义务,进而实现公司治理与金融创新的互动与融合。

**关键词:**金融创新 董事信义义务 问责机制

在现代股份公司中,通过层层权力委托,公司事务的管理权最终是由单个董事所控制。为制约董事的权力膨胀,各国公司法普遍确立了以信义义务(fiduciary duty)为核心的董事问责机制。然而,在风起云涌的金融创新浪潮冲击之下,董事信义义务赖以存在的理性假设被消解,董事信义义务的适用性也面临前所未有的挑战。为此,有必要检视董事信义义务的传统面相,权衡其利弊得失,并根据

---

\* 武汉大学法学院经济法专业博士研究生。

金融创新的实践诉求重塑其制度框架。

## 一、董事信义义务的传统面相及其理性假设

信义义务这一概念来源于英国衡平法,与信托的诞生和发展相伴而随。根据信托法,委托人信任受信人的个人品德和商业活动能力,受信人接受委托,处理委托人所委托的事务,对委托人负有忠实义务和勤勉义务。将这种信义义务规则移植到公司法中,就可以自然地推断出董事作为公司的受信人,对公司负有忠实义务和勤勉义务。当然,信义义务规则进入公司法的方式在不同国家有所差异。例如,信义义务规则进入美国公司法是通过某种“比喻”的方式,即法院将某一种关系定义为信义关系时,往往先指出该种关系与既存的信义关系之间存在相似之处,将前者“比喻”成后者加以规制。而英国法将公司董事定义为受托人是有历史传统的,往往是通过信托法、代理法的方式进入公司法之中。<sup>①</sup> 将董事的信义义务划分为忠实义务与勤勉义务的二分法为各国立法例所遵循,亦成为学界通说。其中,忠实义务是指董事以公司利益作为自己行为的准则,将公司利益置于自己利益之上;勤勉义务则是指董事以适当的注意管理公司以免损害公司利益。需要指出的是,忠实义务与勤勉义务并不是董事对公司义务的全部内容,除此之外,董事对公司还须承担制定法上的义务,如董事负有按公司制定法的规定分配股息或红利的义务、负有不得违反法律规定而作出由公司收购公司自己股份决定的义务、负有在公司最低法定注册资本缴付前不得以公司名义从事商事活动的义务等。<sup>②</sup> 传统的公司法理论还认为,董事仅为公司的代理人和受信人,董事的信义义务只是针对公司的义务,而不

<sup>①</sup> 王继远:《控制股东对公司和股东的信义义务》,法律出版社2010年版,前言第3~4页。

<sup>②</sup> 张民安:《现代英美董事法律地位研究》(第2版),法律出版社2007年版,第169~184页。

是对公司股东和债权人的义务,这是英美传统公司法的一个中心信条。<sup>③</sup>在后来的发展中,英美判例法最终确立了董事对公司股东承担信义义务的原则,但董事是否应该对公司债权人承担信义义务,时至今日仍然是一个悬而未决的议题,2004年加拿大最高法院发布的对“Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise”的判决对此作了最好的注脚。<sup>④</sup>

虽然历经时代变迁,但董事信义义务的逻辑基础一直都没有脱离股份公司的制度框架,公司内部关系的基本范式是委托—代理关系、股东是公司唯一所有者和剩余索取权拥有者、公司经营目标是实现股东利益最大化、公司制度设计所关注的重点是减少代理成本等基本命题依然是董事信义义务制度展开的逻辑起点。透视其逻辑基础,可以发现隐藏于董事信义义务背后的几个理性假设。<sup>⑤</sup>

其一,股东同质化的假设。在董事的信义义务体系中,作为受益人之一的股东被视为“理性经济人”,是具有完全民事行为能力的利己主义效用最大化者。对股东来说,公司只是借以谋求和实现其利益的一种工具,要求董事承担信义义务也是谋求和实现其利益的一种保障机制。股东同质化的假设包括两方面的内涵,即人性同质和利益同质。人性同质的第一个方面是指股东在资本层面上的功能同质,即都是作为无差异的资本载体;第二个方面是指股东的能力同质,即都具有完全理性;第三个方面是指股东的目标同质,即都是利己的“经济人”。利益同质,一方面是指股东与股东的利益同质,即所有股东投资的唯一目

---

③ L. C. B. Gower, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Stevens, 1979, p.573.

④ 在本案中,初审法院法官支持原告的诉讼主张,认为公司董事在公司濒临破产时,对公司债权人负有信义义务。上诉法院推翻了一审判决,认为公司董事仅对公司负有信义义务,本案被告董事未违反任何义务。最终,终审法院维持了上诉法院的判决。参见房绍坤、王洪平:“公司董事对公司债权人之信义义务与注意义务——加拿大最高法院 Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise 案述评”,载《环球法律评论》2005年第4期。

⑤ 理性假设是现代经济学体系构建的逻辑基础,用理性假设的分析范式来探究董事信义义务背后的法理具有方法论上的自足性。实际上,公司法已经成为经济学征服法学的“殖民地”和推行其方法论的“伊甸园”。相关分析可参见李树:“经济学帝国主义下的法律经济学运动”,载《社会科学》2004年第1期。

的都是通过公司经营获取最大化的投资收益；另一方面是指股东与公司的利益同质，即公司利益“指且仅指”股东利益。<sup>⑥</sup>但在公司法的制度实践中，基于对风险和收益的不同偏好，股东已经分化成不同的类型，股东之间的利益冲突司空见惯，公司也不再被视为纯粹的股东利益代表者，而是要兼顾利益相关者利益，履行社会责任。与此同时，金融产品的日益抽象化、复杂化和金融交易模式的日益综合化、专业化，导致金融市场投资者群体的身份转化与角色嬗变，非专业投资者或者大众投资者逐渐与消费者融合，成为一类新的市场主体即金融消费者。<sup>⑦</sup>假如对这一切视而不见，要求董事对股东采取“一刀切”式的信义义务标准，则势必造成法律适用与制度实践的脱节。

其二，公司资本构成单一化的假设。董事的信义义务只将公司和股东作为受益人而将公司债权人排除在外，隐含的一个命题是公司的资本构成只包括股东的出资，股东是公司唯一的剩余索取权人和剩余控制权人，股东至上是公司法的基本原则。必须承认，公司资本是股东对公司永久性投资而形成的公司资产，是公司赖以生存的“血液”和公司运营的基础，是公司对外承担责任的物质担保，也是衡量公司信用的主要尺度。<sup>⑧</sup>但由于公司融资方式的日趋多元化，公司的资本结构不再是股权融资一统天下的局面，而是呈现出股权融资、债权融资乃至结构融资共存的格局。由于公司资本结构是公司治理结构的基础和依据，公司治理结构是公司资本结构的体现和反映，<sup>⑨</sup>所以在债权融资日益普遍的情况下，将公司债权人排除在董事信义义务受益人之外的做法已经不合时宜，亟待反思和检讨。

其三，实体经济与权利、义务、责任均衡化的假设。董事信义义务源远流长，其主要规则在 20 世纪初的美国判例法中得以确立，1932 年“Berle - Means”命题的提出可以说为董事信义义务划定了基本制度框

---

⑥ 汪青松：《股份公司股东异质化法律问题研究》，光明日报出版社 2011 年版，第 30～31 页。

⑦ 陈洁：“投资者到金融消费者的角色嬗变”，载《法学研究》2011 年第 5 期。

⑧ 冯果：《公司法》，武汉大学出版社 2007 年版，第 155 页。

⑨ 孙杰：《资本结构、治理结构和代理成本：理论、经验和启示》，社会科学文献出版社 2006 年版，第 26 页。

架。在那个时代,市场经济还不发达,国际化的资本市场尚未形成,所以董事信义义务在很大程度上是以实体经济为依凭的。在实体经济之下,董事作为法律关系的一方主体,其义务与权利、责任之间呈现出均衡化的布局。权利、义务与责任的均衡化,意味着董事的信义义务对应着董事的身份和地位,违反信义义务会受到相应的责任追究,不至于出现权利、义务和责任的分离和失衡现象。权利、义务和责任的均衡化既是一种朴素的观念,也是一项基本法理,为董事信义义务在实体经济语境下的运作和实现提供了理想化的法律图景。

## 二、金融创新带给董事信义义务的冲击与挑战

20世纪70年代初布雷顿森林体系崩溃以来,经济全球化和市场化带来了金融深化和自由化,金融领域出现了一系列新技术、新工具、新业务、新组织,极大地改变了人们生活的世界。进入21世纪后,全球范围内的金融创新异常活跃,金融衍生品大量出现,银行发起一分销模式十分盛行,资产证券化快速发展,影子银行和对冲基金异军突起,围绕住房金融制度的创新如火如荼,金融创新进入到了一个新时代。<sup>⑩</sup>金融创新给公司治理造成的影响极为深刻,用“创造性破坏”来形容这种影响当不为过。<sup>⑪</sup>作为公司治理核心概念范畴的董事信义义务规则,自然也逃离不开金融创新强有力的冲击和挑战。

### (一) 金融创新颠覆了董事信义义务的理性假设

在金融创新的冲击之下,股东同质化的理想被股东异质化的现实所取代,公司资本构成的单一化走向了多样化,实体经济走向了虚拟经济,权利、义务与责任的均衡化走向了权利、义务、责任的不均衡化,董事信义义务的理性假设面临着前所未有的被解构的危险。

<sup>⑩</sup> 王华庆:《金融创新理性的思考》,上海远东出版社2011年版,第38页。

<sup>⑪</sup> 在1942年出版的《资本主义、社会主义与民主》著作中,熊彼特提出了“创造性破坏”这一概念,意指“创新不断地从内部破坏旧的经济结构而代之以一种新的经济结构”。参见[美]约瑟夫·熊彼特:《资本主义、社会主义与民主》,吴良健译,商务印书馆1999年版,第147页。

其一,从股东同质化到股东异质化。从类型化的思维看,股东存在不同类型的划分。如按照股东的动机,可将股东划分为投资股东、经营股东和投机股东;按照股东参与公司治理的程度,可将股东划分为积极股东和消极股东;按照股东的自然身份,可将股东划分为个人股东和机构股东。与之相对应,在公司股权结构中设置两种以上不同种类、不同性质、不同权利义务关系、不同利益效果的股份成为必需,<sup>⑫</sup>金融创新实践中出现的有经济负担股份(economically encumbered shares)和有法律负担股份(legally encumbered shares)即因应了这种需求。<sup>⑬</sup>不同类型的股东,有着不同的风险偏好和利益诉求,因此股东具有异质性。在股东异质化的生成诱因中,金融创新是一个关键性要素。养老基金、对冲基金、共同基金等机构投资者正是在金融创新的助推之下放弃了“华尔街准则”,积极参与到公司治理中,其积极主义行动掀起了一场声势浩大的投资者革命浪潮。<sup>⑭</sup>例如,在美国,作为机构投资者内部的最大机构股东,公共和私人养老金所持有的股份几乎涉及每一个上市公司和每一个产业,它们构成了一个新型的“全体股东”,同时也是一种新型的“居外人所有者”。<sup>⑮</sup>机构投资者的崛起在改善公司治理的同时,也有可能与控股股东联手“掏空”(tunnelling)公司的资产和利润,加剧股东之间的利益冲突。<sup>⑯</sup>面对股东异质化的现实,董事的信义义务如若采用统一的裁量基准,必然导致适用性困境。因此,如何构造灵

<sup>⑫</sup> 任尔昕:“关于我国设置公司种类股的思考”,载《中国法学》2010年第6期。

<sup>⑬</sup> 有经济负担股份是指将股份和其他投资安排搭配在一起,如持有股份的股东同时持有空头头寸(short position)或者其他衍生产品,据此股东就具有一种不同于“纯粹”剩余索取者的动机。有法律负担股份是指在投票上有法律障碍的股东持有的那些股份,如股东将股份出借给了经纪人或者空头卖方。See Shaun Martin, Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, University of Illinois Law Review, Vol. 2005, 2005, pp. 778-780. 转引自汪青松、赵万一:“股份公司内部权力配置的结构性变革——以股东同质化假定到异质化现实的演进为视角”,载《现代法学》2011年第3期。

<sup>⑭</sup> 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”,载《法律科学》2012年第2期。

<sup>⑮</sup> 罗伯特·孟克斯、尼尔·米诺:《监督监督人:21世纪的公司治理》,中国人民大学出版社2006年版,第294~295页。

<sup>⑯</sup> 杨松、王婧、王立彦:《股东之间利益冲突研究——根源、作用 and 治理》,北京大学出版社2007年版,第17页。

活的、有差异性的裁量基准,进而提高董事信义义务规则的规范弹性和应有活力,成为一个亟待思考的问题。

其二,从资本构成单一化到资本构成多样化。在当前的公司融资渠道中,虽然股权融资依然占据着主导地位,但其他形式的融资发展迅猛,创新型融资方式不断涌现,正在戏剧性地改变着公司的资本结构。除了债权融资之外,作为近30年来最重要的金融创新工具——结构融资的发展也日新月异。结构融资,是指借由“资产分割”的方式,将原有资金需求者持有的金融资产与资产持有者隔离,其目的是将该资产和资金需求者的破产风险隔离,并调整当事人之间的债权债务关系。<sup>①7</sup>从公司的资本结构上讲,资产负债表中的资产、负债和所有者权益分别对应着结构融资、债权融资和股权融资,所以也可以将结构融资称为“资产融资”,它是有别于传统的间接融资和直接融资的第三种模式。伴随着20世纪70年代声势浩大的证券化运动的兴起,结构融资重塑了公司的资本结构,进而对公司治理产生了重大影响。<sup>①8</sup>可以说,在金融创新的视域下,公司的资本结构已经呈现出包括股权、债权、期权以及混合形式的投资等在内的多样化资本构成格局,股东并非唯一或最重要的剩余索取权人,债权人乃至其他类型的投资者都可能是公司资产的剩余索取权人。<sup>①9</sup>在此背景下,还将债权人排除在董事信义义务的受益人之外,就显得有些僵化、保守甚至迂腐之嫌了。

其三,从实体经济到虚拟经济,以及从权利、义务、责任的均衡化到权利、义务、责任的不均衡化。在金融创新和信息技术革命的背景下,我们别无选择地走进了一个问题丛生和风险重重的“虚拟经济”(Fictitious Economy)社会。虚拟经济的最根本特征是虚拟性,虚拟经济的增长是一种符号的账面数字的增长,它没有生产出可以增加人类使用价值和效用的产品,也没有提高这些产品的生产效率,不能直接提

---

<sup>①7</sup> 王文字:《金融资产证券化:理论与实务》,中国人民大学出版社2006年版,第17页。

<sup>①8</sup> 冯果、李安安:“公司治理一体化走向的制度发生学解释——以结构融资为中心展开”,载《现代法学》2012年第1期。

<sup>①9</sup> 施天涛、杜晶:“公司社会责任与公司权力再分配——以多样化资本构成对公司治理的冲击为角度”,载《社会科学战线》2010年第1期。

高人类福利水平。<sup>②</sup> 虚拟经济虽然具有创造货币、带动服务业发展、推动金融自由化发展等财富效应,但更会引致泡沫经济、加剧市场投机和诱发金融危机。虚拟经济下的公司资本,包括信用化和资本化的货币、股票和债券等有偿证券、资产证券化以及各种金融衍生品都成为了虚拟资本,这混淆了股权与债权的界限,给公司股东和债权人的利益保护增添了变数。更为严峻的是,随着对冲基金等复杂金融衍生工具的出现,股东的投票权可以轻而易举地从股权利益中分离出去,分离的手段主要包括“空洞投票权”(empty voting)和“隐匿所有权”(hidden / morphable ownership)两种方式。前者如对冲基金通过股份出借市场借入股份,进而拥有比所对应股份更多但不享有经济利益的投票权;后者如机构投资者通过金融衍生品经销商中介获取非正式的投票权通道,其对此股份的“隐匿”所有无须履行信息披露义务但能在公司投票的关键时刻横空出世。<sup>③</sup> 伊斯特布鲁克法官和费希尔教授曾在其巨著《公司法经济结构》中断言:“将投票权分离于股份收益权,这绝无可能”,<sup>④</sup>言犹在耳,却被金融创新的滚滚洪流所颠覆。“空洞投票权”与“隐匿所有权”使得公司与股东之间的权利、义务和责任出现了分离,公司、股东和债权人的利益保护出现了前所未有的法律真空,引发了“公司归谁所有”、“管理层为谁服务”、“公司法的边界何在”等法律谜题,这也是带给董事信义义务的最大挑战。<sup>⑤</sup>

## (二) 金融创新造成了董事信义义务的适用性困境

金融创新不仅颠覆了董事信义义务的理性假设,而且还导致了董事信义义务在司法实践中的适用性困境。一方面,金融创新导致董事信义义务的诉讼理论无法自圆其说。当董事违反信义义务时,由于股

<sup>②</sup> 王爱俭:《金融创新与虚拟经济》,中国金融出版社2003年版,第157页。

<sup>③</sup> Henry T. C. Hu, Bernard Black, The New Voting Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, Southern California Law Review, May, 2006; Henry T. C. Hu, Bernard Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review, January, 2008.

<sup>④</sup> [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第83页。

<sup>⑤</sup> 冯果、李安安:“家族企业走向公众企业过程中的公司治理困局及其突围——以国美控制权争夺为视角”,载《社会科学》2011年第2期。



东被假定为公司的剩余索取权人和剩余控制权人,所以由股东提起诉讼(包括直接诉讼和派生诉讼)被认为理所当然,我国《公司法》第152条的规定对此确信不疑。然而,随着期权理论的出现,上述董事信义义务的逻辑前提可能变成谬误。期权的主要类型包括看涨期权(call option)和看跌期权(put option),前者是指以给定的执行价格购买基础资产的选择权,后者则是指以给定的执行价格出售基础资产的选择权。看涨期权的买方有权利但是没有义务以执行价格购买基础资产,看跌期权的买方则是有权利但是没有义务以执行价格出售基础资产。<sup>⑳</sup> 如果从看跌期权的角度来看股东与债权人之间的关系,可以将看跌期权视为股东投资的一种保险措施,保证股东的损失不超过初始投资,而由债权人承担资产价值下跌的风险。在这种情况下,承担公司剩余风险的是债权人,而不是股东。按照看涨期权理论,公司资产价值上升,股东就可能获利;公司如果资不抵债,股东只需拒绝行使其看涨期权即可,债权人则有义务承担公司资产价值下跌的损失。在这种情况下,承担公司剩余风险的也是债权人。<sup>㉑</sup> 针对这种情况,美国圣地亚哥大学法学院的 Frank Partnoy 教授曾经指出:“看跌期权和看涨期权理论证明,法律规则完全可以进行相反的配置,即可以把控制权赋予给债权投资者,而让股权投资者去进行合同谈判。”<sup>㉒</sup> 该观点虽然过于激进,但不乏思辨意义,启示我们对“股东是公司的剩余索取权人和剩余控制权人”这一学界津津乐道而且看似不可争辩的合理性解释进行反思。正如有学者所言,既然股东不完全是公司风险的真正承担者,那么让真正的风险承担人参与公司治理是应有之义,面对“股东至上”究竟是保留于公司法文本中的一种美好愿望还是经得起实践检验的法律信条的种种诘问,“股东至上”在某种意义上是否可以考虑让位于“投资者至上”?<sup>㉓</sup>

<sup>⑳</sup> [美]安德鲁·M.奇泽姆:《资本市场导论:产品、策略、参与者》,袁益政等译,中信出版社2008年版,第259页。

<sup>㉑</sup> 施天涛、杜晶:“金融创新与上市公司诉讼理论新谜题”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第1卷),法律出版社2009年版,第53~54页。

<sup>㉒</sup> Frank Partnoy, Robert Clark's Corporate Law: Twenty Years of Change—Financial Innovation in Corporate Law, 31 Iowa J. Corp. L. 799 (2006).

<sup>㉓</sup> 冯果、李安安:“金融创新视域下的公司治理——公司法制结构性变革的一个前瞻性分析”,载《法学评论》2010年第6期。

另一方面,金融创新导致董事的信义问责机制出现“缝隙”。鉴于董事的受托人地位,对董事违反信义义务进行问责显得极为必要。在现代社会经济条件下,“问责制”(accountability)是一种超越“违法责任”的责任机制,其要义在于每一个扮演一定角色的社会成员都承担相应的义务和权责,并加以常规化的督促,若有违背或落空则必当追究,不允许“脱法”。<sup>②</sup>但对于董事违反勤勉义务而言,对其问责却显得困难重重。鉴于社会经济生活的变动不居,为了鼓励董事进行创新性探索,英美公司法普遍确立了商业判断规则(Business Judgment Rule),推定董事对其作出的一般经营判断或决策行为免责,只将不符合商业判断规则标准的经营行为认定为违反勤勉义务,进而要求经营者承担法律责任。根据英美判例法,董事违反勤勉义务一般包括两种情形:一是“受误导或疏忽”,法院将假设在作出商业决策时,公司是知悉、善意并诚实地认为所做决定是为了公司利益最大化;二是“施加合理的注意即可避免损失”,属于不作为。<sup>③</sup>但在金融创新的背景下,面对变化莫测的茫茫商海,让法院证明董事在经营决策时的主观心理状态可谓勉为其难,对其勤勉问责的可操作性大打折扣,正如有学者所言,在商事判断规则作用下,董事问责需原告负担严苛的举证责任,董事决策审查形式化以及勤勉标准的不确定性,使得勤勉义务几乎被掏空,介于重大过失与恶意之间的董事失信情形往往逃脱法律责任。<sup>④</sup>在“中航油事件”中,作为执行董事和CEO的陈久霖因从事期货交易造成5.5亿美元的损失,<sup>⑤</sup>但其并没有违背忠实义务,也没有足够的理由证明其违反了勤勉义务,对其问责是依据党纪作出的,这也间接说明董事信义问责机制存在巨大“缝隙”。根据公司法的合同主义观点,司法介入可以有效填补公司法的合同“缝隙”,<sup>⑥</sup>但即使司法介入金融衍生交易,也难

<sup>②</sup> 史际春、冯辉:“问责制研究——兼论问责制在中国经济法中的地位”,载《政治与法律》2009年第1期。

<sup>③</sup> 季奎明:《金融创新视野中的商事法变革》,中国法制出版社2011年版,第85页。

<sup>④</sup> 朱弈锐:“论董事问责的诚信路径”,载《中国法学》2008年第3期。

<sup>⑤</sup> 张帆:“成败陈久霖 中航油事件内幕揭秘”,载《财经》2004年12月号。

<sup>⑥</sup> 罗培新:“填补公司合同缝隙——司法介入公司运作的一个分析框架”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2007年第1期。

以对董事是否尽到了信义义务进行审查和判定。撇开金融衍生交易下的金融机构与客户之间是否存在信义义务的争议不谈,结构性金融产品的复杂性足以令法院望而却步,<sup>③</sup>以至于在相关案件时,金融机构与客户、法律人士的观点截然对立,监管者与法院之间互相推诿,有些纠纷甚至陷入了“消费者维权,监管者建议走司法程序,法院因看不懂产品说明书而不予受理”的怪圈。<sup>④</sup>需要指出的是,金融创新导致的董事信义问责机制困境并非我国独有,而是带有普遍性,即使在金融衍生交易最发达的美国也不例外。对此,有美国学者指出:“普通法在这个领域中的规则严重匮乏,解决纠纷的代价非常昂贵,很少有公开的判决可以为当事人提供指南。即使是案件事实都很难从判决书中得到确认,当事人的诉求通常未能准确地描述其所争议的衍生交易,遑论最终的司法意见……法官尽可能避免触及争议的核心问题,或者是害怕其创设的先例对市场可能产生的重大影响,或者是被争议的细节或复杂程度给吓退了。”<sup>⑤</sup>

综上所述,金融创新给传统的董事信义义务带来了严峻的冲击与挑战。为了确保公司法的时代适应性品格,实现公司治理与金融创新的互动,推动问责制度失败之后的信任重建,<sup>⑥</sup>必须重新检视董事的信义义务,废弃不合时宜的观念和规则,引入能够顺应社会经济生活的理念与制度。

---

<sup>③</sup> 沈伟:“复杂结构金融产品的规制及其改进路径——以香港雷曼兄弟迷你债券事件为切入点”,载《中外法学》2011年第6期。

<sup>④</sup> 刘燕、楼建波:“金融衍生交易的法律解释——以合同为中心”,载《法学研究》2012年第1期。

<sup>⑤</sup> Frank Partoy, *The Shifting Contours of Global Derivatives Regulation*, 22. U. Pa. J. Int'l. Econ. L. 421, 2001, pp.448-450. 转引自刘燕、楼建波:“金融衍生交易的法律解释——以合同为中心”,载《法学研究》2012年第1期。

<sup>⑥</sup> 贾斯汀·奥布莱恩:《治理公司:全球化时代的规制和公司治理》,高明华等译,经济科学出版社2011年版,第17~36页。

### 三、董事信义义务的重塑与我国公司法制的变革

目前,我国《公司法》对董事信义义务的规定极为粗糙和简单,仅在第148条概括性地规定了董事对公司负有忠实义务和勤勉义务,在第149条列举了董事忠实义务的主要内容并规定了归入权制度,对董事勤勉义务的判断标准未作任何规定,司法实践中也未明确将经营判断规则作为董事勤勉义务的判断标准。<sup>⑤</sup>公司法的现有制度供给明显跟不上金融创新的步伐,亟须在以下几个方面进行制度的调适与变革:

#### (一) 董事信义义务受益人范围的扩张

鉴于前文的分析,董事信义义务的受信人不应局限于公司和股东,而必须进行扩张。但扩张的边界如何把握,是扩展至所有的利益相关者,还是有所限缩,值得推敲。<sup>⑥</sup>如果受益人范围过宽,可能会导致董事责任承担的盲目扩大,进而束缚董事手脚,使其变得谨小慎微,不求有功但求无过,最终窒息公司活力;<sup>⑦</sup>如果受益人范围过窄,则可能会放纵董事的违规行为,导致对其问责的落空。本文认为,将董事信义义务受益人的范围扩展至债权人并对债权人进行类型化处理,可以在很大程度上满足金融创新的现实诉求,应为我国立法所遵循。基本思路是将债权人分为一般债权人和未来债权人,让董事对其分别承担一般性的信义义务和特殊性的信义义务。所谓一般性的信义义务,是指公司董事对存在真实交易法律关系的债权人承担的直接的、持续性的受信义务,违反该义务应承担相应的法律责任;特殊性的信义义务则是指公司董事对公司未来债权人负有的间接的、补充性的受信义务。

目前,赋予董事对一般债权人的信义义务渐成一种潮流,并为不少国家和地区的立法所采信。美国法在对待董事对一般债权人信义义务的态度上比较灵活,基本做法可以概括为:当公司经营健康时,董事不

<sup>⑤</sup> 范健、王建文:《公司法》(第3版),法律出版社2011年版,第419页。

<sup>⑥</sup> 施天涛:《商法学》(第3版),法律出版社2006年版,第243~244页。

<sup>⑦</sup> 冯果、柴瑞娟:“论董事对公司债权人的责任”,载《国家检察官学院学报》2007年第1期。

对债权人承担信义义务;当公司丧失偿付能力时,董事对公司信义义务的受益人从股东转变为债权人;当公司濒临无偿付能力时,董事在决策过程中应综合考虑股东和债权人的利益。<sup>⑩</sup> 这种基于债权人在公司资产中承担风险和收益的不同而设计的保护债权人的法律规则,较好地实现了股东利益与债权人利益之间的平衡,有一定的参考和借鉴价值,但其将董事对债权人信义义务的情形限定于“公司濒临无偿付能力”之情形,又未免过于狭窄。在一些制定法的国家和地区,直接规定董事对债权人承担信义义务或推定董事对债权人承担信义义务的,不乏其例。如《日本商法典》第266条第3款规定:“董事执行职务有恶意或重大过失时,对第三人负连带损害赔偿。”我国台湾地区“公司法”第23条规定:“公司负责人对于公司业务之执行,如有违反法令致他人受有损害时,对他人应与公司负连带赔偿责任。”此外,韩国《公司法》第401条、我国《证券法》第69条以及《破产法》第125条等也有相类似的规定。<sup>⑪</sup> 对此,有学者认为,董事对公司债权人承担信义义务,该义务如果被违反可以由债权人诉诸法庭予以强制执行,这打破了公司法的固有观念,重新确立了债权人在公司法中的地位,可视为公司法上的一场革命。<sup>⑫</sup>

董事对未来债权人是否负有信义义务,是一个颇值得探讨的话题。所谓“未来债权”,是指现在尚未存在,但将来有可能发生之债权。学理上的未来债权包括:(1)尚未发生之附始期的债权;(2)尚未发生之

<sup>⑩</sup> 朱圆:“论美国公司法中董事对债权人的信义义务”,载《法学》2011年第10期。

<sup>⑪</sup> 《韩国公司法》第401条规定:“董事因恶意或重大过失有怠于其任务时,应对第三人承担连带赔偿责任。”我国《证券法》第69条规定:“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”《破产法》第125条规定:“企业董事、监事或者高级管理人员违反忠实义务、勤勉义务,致使所在企业破产的,依法承担民事责任。”

<sup>⑫</sup> Razeen Sappideen, *Fiduciary Obligations to Corporate Creditors*, *The Journal of Business Law*, No. 4, 1991, pp. 388-389.

附终止条件的债权；(3)已有基础法律关系,但尚未发生的债权；(4)仅有事实关系而无法律关系存在,且尚未发生的债权。<sup>④③</sup>其中,第四种未来债权又被称为纯粹的未来债权或金融衍生债权,是伴随着证券化运动从传统合同债权分离出来的新型债权类型,属于典型的金融创新产物。<sup>④④</sup>以期货交易为例,期货债权的价值包括远期债权的表面价值和该债权的增值或贬值部分,债权相应分离为两个部分,即远期债权和该债权的增值权或贬值义务。将期货交易与各种证券相结合,就形成了股票期货、债权期货、外汇期货、股指期货等各种期货衍生品,期权交易和信用违约互换也由此借势生成。<sup>④⑤</sup>无论是期货交易、期权交易还是信用违约互换交易,都是以远期合同债权的分离为基础的。其中,期货的债权交易经过了两次债权分离:先从远期债权中分离出增值权或贬值义务,再从中分离出该权益的买入或卖出的选择权。通过以上各种债权的分离及其相关的制度设计,一个纷繁复杂的金融衍生品市场形成了。<sup>④⑥</sup>

据笔者掌握的资料,目前尚未出现让公司董事对金融衍生债权的权利人承担信义义务的立法例。鉴于我国资本市场发育的不成熟,也暂时不宜将衍生债权的权利人纳入董事信义义务的受益人范围。但对于尚未发生之附始期的债权、尚未发生之附终止条件的债权以及已有基础法律关系但尚未发生的债权来说,由于现代金融交易迫切需要让与这几种未来债权,而且其可让与性得到了域外立法的基本肯定,<sup>④⑦</sup>所

<sup>④③</sup> 季奎明:《金融创新视野中的商事法变革》,中国法制出版社2011年版,第93~94页。

<sup>④④</sup> 证券化本身被定义为股权证券或债权证券的出售,这些证券是被隔离的生息资产(income-producing assets)或资产池的所有权凭证,或是该资产(资产池)所担保的债权的凭证。参见[美]塔玛·弗兰科:《证券化——美国结构融资的法律制度》,潘攀译,法律出版社2009年版,第1~2页。

<sup>④⑤</sup> 关于信用违约互换的债权分离和交易原理,可参见 Robert F. Schwartz, *Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Volume 12, 2007, pp. 167~201。

<sup>④⑥</sup> 陈醇:《商法原理重述》,法律出版社2010年版,第80~83页。

<sup>④⑦</sup> 董京波:“资产证券化中的将来债权转让制度研究”,载《中国政法大学学报》2009年第2期。

以有必要将这几种未来债权的权利人纳入董事信义义务的受益人范围,以体现分配正义与矫正正义的统一。需要指出的是,鉴于未来债权的特殊性,这种信义义务应当定位成一种间接性和补充性的义务,即董事与公司共同对未来债权人承担责任,公司对未来债权人承担直接的、主要的责任,董事对未来债权人承担间接的、补充性的责任。为避免董事侵害未来债权人利益而造成的责任落空,可通过建立和完善董事责任保险制度予以解决。

## (二) 董事信义义务三元结构的建构

前文指出,在金融创新的冲击之下,董事的信义问责机制出现了“缝隙”,忠实与勤勉的二元信义义务结构已经不能满足金融创新的实践诉求。值得关注的一个问题是:当某董事严重违规操作给公司和投资者造成重大损失而需要对其问责时,其他董事往往采取包庇甚至纵容的态度。例如,在“中信泰富”事件中,作为公司董事和总经理的范鸿龄,基于其对荣智健“铭感于心”的特殊情感,对荣智健对冲累计外汇期权合约的重大冒险行为未进行约束,而是习惯性地“同意”。<sup>④⑨</sup> 有学者将这种“董董相护”的现象称为“董事会的结构性偏见”,并认为对于这种结构性偏见的问责,理性范式路径下的忠实路径过于苛刻,勤勉路径又过于尊重,亦步亦趋地与其相挂钩的中间审查标准亦无能为力。<sup>④⑩</sup> 仅十年来,随着一系列公司丑闻的发生,全球范围内掀起了一股董事问责的浪潮,美国 2002 年的《萨班斯—奥克斯利法案》以及英国 2003 年《希格斯报告》的出台更是将董事问责推向了高潮。南非 2002 年的 King Report 更是旗帜鲜明地指出:“在 21 世纪,成功的治理要求公司采用一种包容的而不是排斥的方法。公司必须容纳机构行动主义,而且必须更加重视其绩效的可持续性或者非财务性。董事会必须检测所有行动或任务的公平性、问责制、责任和透明度,对公司负责,向

---

<sup>④⑨</sup> 刘燕、楼建波:“企业重大金融衍生交易损失事件研究——以合约结构为基础”,载《清华法学》2010 年第 1 期;杨淑娥、杨峰:“累计外汇期权合约适合做套期保值吗?——中信泰富案例带给人们的思考”,载《财务与会计》2011 年第 4 期。

<sup>④⑩</sup> 朱弈银:“董事会结构性偏见的心理学机理及问责路径”,载《法学研究》2010 年第 3 期。

公司所涉及的利益相关者进行反馈并承担责任。”<sup>⑤</sup>在此背景下,司法实践中兴起了董事问责的诚信路径,董事的诚信义务(duty of good faith)也日趋与忠实义务、勤勉义务相并列,成为董事信义义务的重要组成部分。

诚信义务带有一定的道德评判色彩,内涵与外延的精确性程度不高,所以公司法中的诚信规范长期处于被虚置状态。但随着侵权法上主观归责向客观归责的嬗变,诚信也逐渐从一种内心确信外化为行为规则,主观诚信融入了越来越多的客观色彩,如英美合同法上的诚信主要表现为客观诚信,是指说话算话、不欺诈并公平行事以及承担默示义务。<sup>⑥</sup>正因为诚信是主观诚信与客观诚信的统一,所以可以从主客观两方面对董事的诚信义务进行界定:董事主观上诚实,在作出行为时应真诚地主观认为是为公司最大利益,客观上忠于职守、行为正派,不违反被普遍接受的商业正当行为准则以及被普遍接受的基本公司道德规范。董事诚信义务的制度内容包括:董事不能故意使公司违法、董事为公司行为不允许存在非经济的不当动机、董事应坦诚披露相关信息、董事对其职责不应存在根本性的疏忽或怠慢等。<sup>⑦</sup>其实,在过去的几十年中,以特拉华州法院为代表的美国法院一直在小心地进行着将诚信义务作为公司董事责任标准之一的摸索。<sup>⑧</sup>从最初的将诚信作为商业判断规则的适用基础之一,到将之明确为董事的一种独立义务,从决策诚信到监督诚信,再到将诚信上升为董事行为的一个普遍性要求,使诚信标准远远超越了传统的忠实义务和注意义务,并使诚信义务成为决定董事个人责任的一个实体性规则,从而大大丰富了董事信义义务的内涵。<sup>⑨</sup>

<sup>⑤</sup> [英]吉尔·所罗门、阿迈斯·所罗门:《公司治理与问责制》,李维安、周建译,东北财经大学出版社2006年版,第230页。

<sup>⑥</sup> 徐国栋:“英语世界的诚信原则”,载《环球法律评论》2004年第3期。

<sup>⑦</sup> 彭心倩:“公司法董事诚信义务的法律厘定”,载《湖南社会科学》2007年第5期。

<sup>⑧</sup> Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993) (stating that “torebut the [business judgment] rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty – good faith, loyalty or due care”)

<sup>⑨</sup> 任自力:“美国公司董事诚信义务研究”,载《比较法研究》2007年第2期。



在金融创新背景下,将诚信义务纳入董事信义义务的范畴,其意义在于:首先,可以填补董事信义问责机制的“缝隙”。有了诚信义务的问责路径,可以对董事行为进行全方位的约束,即以忠实义务涵摄董事谋私,以勤勉义务涵摄董事无能,以诚信义务涵摄董事失信,既能够对谋私、失职、失信的董事进行有效问责,也维持了对董事勤勉义务的尊重审查模式,有利于鼓励董事大胆探索、勇于创新,契合了适应性效率的目标。<sup>55</sup> 同时,由于诚实信用原则具有解释或补充法律规定不足的功能,法院可以借助于董事的诚信规范来发现法律的漏洞补充方法,进而寻求克服成文法局限性之路径。其次,引入董事问责的诚信路径,有助于克服金融创新所带来的信息不对称的“囚徒困境”,成为股东的分离均衡机制和董事的信号传递机制。金融创新的日新月异加剧了董事与股东、债权人之间的信息不对称程度,诱发了董事的道德风险和逆向选择行为。董事诚信义务的引入,一方面有助于股东和债权人有效地甄别董事的努力程度,对不同努力程度的董事予以区别对待,使董事问责能更好地发挥筛选功能;另一方面有助于在董事与股东、债权人之间建立信任,发挥声誉机制对董事的激励与约束作用,促使董事作出更加理性的经营决策。<sup>56</sup> 总之,董事的诚信义务能够补充忠实义务和勤勉义务的不足,具有独立存在的制度价值,将其明确为我国公司法中董事的一项基本信义义务意义重大。

#### 四、寻求公司治理与金融创新的互动——代结语

在罗伯特·C. 克拉克教授出版其不朽著作《公司法则》的1986年,全球正在兴起一股研究公司治理的浪潮。那个时候,即使是在发达资本主义国家的学者当中,也很少有人意识到金融创新与公司治理之间会存在某种联系。然而,当历史的车轮迈入21世纪的今天,金融创新对公司治理的巨大影响不仅是一个真切的现实存在,更是一个考验

<sup>55</sup> 朱弈锟:“论董事问责的诚信路径”,载《中国法学》2008年第3期。

<sup>56</sup> 朱弈锟:“论董事问责的诚信路径”,载《中国法学》2008年第3期。

学界智慧的棘手命题。在金融创新的滚滚洪流冲击之下,许多被奉为金科玉律般的传统公司治理理念与制度均面临着巨大的挑战与革新压力,各国不得不对包括公司法在内的资本市场法制作出深刻反思并进行重大调整。面对永不停歇的金融创新步伐,公司法要做的不是因噎废食地抑制、阻却甚至扼杀金融创新,而是应在加强监管的前提下鼓励、培育和引导金融创新,实现公司治理与金融创新的互动,进而坚守公司法的时代适应性品格。