

美国法上的董事谨慎义务 与商业判断规则

张 巍*

摘要:值此《公司法》修订之际,如何完善公司治理——尤其是上市公司的治理,成为法律各界关注的焦点。董事的信义义务常被视为公司治理规制的核心。本文介绍了美国公司法有关董事信义义务的实践,分析了美国以商业判断规则等机制保护董事免受不合理责任风险的原因;强调基于市场竞争的公司治理机制才是促进董事为公司和股东利益谨慎行事、勤勉尽职的有效保障。法院应当认识到自身的局限,在形成对上市公司“关键少数”立体追责的同时,避免对专业人士经营管理公司的热情造成消极影响。

关键词:谨慎义务 义务豁免 监督义务

引 言

董事的信义义务(fiduciary duty)是公司法最重

* 新加坡管理大学杨邦孝法学院副院长、副教授。

要的内容之一,起源于英美法系的信托(trust)及代理(agency)制度,不过,现代美国公司法理论不再刻意追寻信义义务的信托法或代理法源头,转而注重公司本身的特质,发展符合公司治理需求的信义义务制度。以特拉华州公司法为代表的美国法将信义义务作了二分化——忠实义务(duty of loyalty)与谨慎义务(duty of care),这种简明的义务体系与其他普通法国家对信义义务的处理颇有不同。例如,在一本流行的英国公司法教材中,董事的义务被分为不越权、促进公司事业的成功、独立判断、尽到合理注意和发挥合理技能、避免利益冲突、不收受第三方好处等6项。^[1]中国公司法规定了董事、高管等的忠实义务与勤勉义务,^[2]虽然没有直接使用“信义义务”这个词,但显然类似于美国法的二分式信义义务,只不过是“谨慎”转而表述为“勤勉”,学术界和实务界似乎都不认为这两个词有多少实质区别。

笔者曾经撰文介绍过美国公司法上董事信义义务的大致情况,^[3]不过,有关谨慎义务的具体规则,尤其是实践,或许还值得进一步厘清。在经历康美药业案后,董事究竟应该如何履行谨慎义务或者勤勉义务更成为各界关注的一个热点问题。当前正值中国《公司法》修订之际,鉴于中国公司法上董事信义义务的源流,以及美国发达的公司法实践,笔者认为有必要再对美国的情况作出说明,以供立法、司法与监管部门参考。方便起见,本文以下将 duty of care 统一译为“谨慎义务”。

一、谨慎义务与商业判断规则

(一) 谨慎义务的一般原则

董事与律师、医生等其他为客户提供专业服务的专业人士地位相似,在处理股东委托的事务时,应当和其他专业人士一样尽到谨慎注意

[1] See Alan Dignam & John Lowry, *Company Law* (11th ed.), Oxford University Press, 2020, pp. 329 – 376.

[2] 参见《公司法》第147条。

[3] 参见张巍:《上市公司董事会的信义义务:基础理论与美国实践》,载《投资者》2008年第1期。

的义务。美国早先的判例也确实如此描述董事的谨慎义务,即董事在管理公司事务时应当尽到一个通常的谨慎之人处理自身事务时尽到的注意,[4]或者说一个通常的谨慎之人面对类似情形,处于类似地位时,会被合理期待尽到的注意。[5]换言之,董事的谨慎注意标准类似于过失(negligence)侵权规则中的标准。

美国旧版的《示范商业公司法》(Model Business Corporation Act, MBCA)也有类似规定,但在1997年修订时去掉了这种过失侵权型的谨慎注意标准,取而代之的是:“董事会的每位成员在履行董事义务时,应当(1)基于诚信,并(2)以该董事能合理相信符合公司最大利益的方式行事。”[6]这一转变反映出在美国的司法实践中,对董事是否尽到谨慎义务的判断与普通的过失认定有很大区别。美国法院并不追究董事的过失责任,而只是要求他们避免重大过失(gross negligence),换言之,董事的谨慎注意标准低于侵权法要求的一般注意标准。

不过,美国成文公司法上规定的谨慎义务只是董事在处理公司事务时的行为标准(standard of conduct),而不是法官在审理案件时直接用以衡量董事是否谨慎的审查标准(standard of review)。前者表示一种法律的期待,用以激励形成一种良好的行为模式,而后者则是实际判定董事责任的标准,不像前者的要求那样高。[7]针对董事积极作出的决策,法院用以审查其是否符合谨慎义务要求的标准是商业判断规则(business judgement rule)。

(二) 商业判断规则

商业判断规则最初是由法院宣示的规则,它被概括为“如果董事与经理人没有受到个人利益的影响,并且作出了诚信的判断,那么,美国的法院就将避免干预公司决策”。换言之,这条规则的背后是法院推

[4] Hun v. Cary, 82 N. Y. 65 (1880).

[5] Depinto v. Provident Security Life Insurance Co., 374 F.2d 37 (9th Cir. 1967).

[6] MBCA § 8.30(a).

[7] 最早提出区分行为标准与审查标准的是加利福尼亚大学伯克利分校的梅尔文·埃森伯格(Melvin Eisenberg)教授。See M. A. Eisenberg, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, Fordham Law Review, Vol. 62, 1993.

定董事在作决策时尽到了合理的谨慎注意。^[8]后来,美国《示范商业公司法》勾画了商业判断规则的轮廓,即对于独立且无利益冲突的董事作出的不违反法律的决策,股东不得起诉追究责任,除非能证明:(1)董事的决策有违诚信;(2)董事没有合理理由相信这种决策符合公司的最大利益,或在决策时未合理掌握恰当的信息。^[9]

然而,在美国公司法实践中具有重要地位的《特拉华州普通公司法》(Delaware General Corporation Law, DGCL)则没有规定商业判断规则,而是交由法院用判例来形成规则。适用商业判断规则的结果是:法官将遵从董事会的决策,而不会以自己的判断来取而代之,即便由于这种决策导致公司和股东遭受损失,董事也不必为此承担责任。^[10]换言之,这是一项保护董事的规则,也有人将其视作一种司法谦抑(judicial abstention)规则。^[11]

参照司法实践——尤其是特拉华州法院的判决,商业判断规则的要件可以被归纳为这样几点。首先,作出决策的董事会必须拥有半数以上独立且没有利害冲突的董事,当然,何为独立与无利害冲突,对此美国的司法实践积累了大量的判例,因与本文主题并非直接相关,于此不赘。

其次,董事会必须作出一项判断,而不能疏于判断、不作为。^[12]并且,这种判断应当属于董事会的专属决定权,也就是说,需要股东参与的决策——通常有关公司基本结构,比如并购等——不在适用商业判断规则之列,^[13]不过,一旦这些决策得到了股东的追认则仍有可能适

[8] Miller v. American Telephone & Telegraph Co., 507 F.2d 759 (3d Cir. 1974).

[9] MBCA § 8.31(a)(2).

[10] See James D. Cox & Thomas L. Hazen, *Business Organizations Law* (4th ed.), West, 2016, p. 200.

[11] See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, 2002, p. 243.

[12] See Bainbridge, *The Story of Smith v. Van Gorkom*, in Ramseyer ed., *Corporate Law Stories*, Foundation Press, 2009, p. 208.

[13] See Macey, *Judicial Review of Corporate Decisions: Kamin v. American Express Company*, in Macey ed., *The Iconic Cases in Corporate Law*, Thomson West, 2008, p. 125.

用商业判断规则。^[14]这一要件使得商业判断规则的适用与后文要介绍的有关董事监督义务的规则适用区别开来。

再次,董事们作的判断必须为了诚信地促进公司的最大利益。在此,诚信首先是指不存在欺诈、违法,或者损害公司利益之故意。^[15]此外,诚信也意味着从商业角度看,董事的决策不能完全不可理喻,无法用任何理性(rational)目的来解释其动机。^[16]比如维护公司“价值观、文化”,投身“公共服务”,^[17]此类完全与商业无关的目的不受商业判断规则保护。这是一个非常低的标准,只要法官能为董事的决策想象出任何说得通的商业理由,因而这种决策不是纯粹浪费(waste)公司资产,那就能够满足诚信要求。实际上,商业判断规则正是在宣示法官不会对董事决策的实质内容加以审查。^[18]

最后,董事在决策之前必须针对其将要决策的事项合理地搜集信息,并在此基础上进行审慎斟酌。^[19]假如董事存在重大过失,未能掌握所有能合理搜集到的重大信息,就将丧失商业判断规则的保护,构成违反谨慎义务。^[20]而所谓重大信息,则是指在特定场景下,与董事谨慎决策深度关联的信息。^[21]为此,董事可以聘请专家搜集信息,并合理地信赖专家意见,也可以合理信赖公司的内部记录,以及由员工和经理人提供的信息。^[22]

以上所有关于商业判断规则的要件——董事具有独立性且无利害冲突、所作商业决策系出于诚信,并基于充分合理的信息——都将被法律推定,原告必须举证具体事实来推翻这些推定。^[23]

(三) Van Gorkom 案

在商业判断规则的保护之下,美国公司的董事几乎从来没有因为

[14] Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 125 A. 3d 304 (Del. Supr. 2015).

[15] In re the Walt Disney Company Derivative Litigation, 906 A. 2d 27 (2006).

[16] See Macey & Miller, *Trans Union Reconsidered*, Yale Law Journal, Vol. 98, 1988.

[17] eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A. 3d 1 (Del. Ch. 2010).

[18] See Gevurtz, *Corporation Law* (2nd ed.), West, 2010, p. 295.

[19] 同前注[10], 第 202 页。

[20] 同前注[12], 第 217 页。

[21] Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244, 259 n. 49 (Del. Supr. 2000).

[22] DGCL § 141(e).

[23] Aronson v. Lewis, 437 A. 2d 805 (Del. Supr. 1984).

违反谨慎义务而被要求承担赔偿责任,唯有的一次例外是1985年特拉华州最高法院对 Van Gorkom 案的判决,而这一次例外也促成了美国董事谨慎义务规则的再次重大转变,结果是实质上杜绝了董事为违反谨慎义务承担赔偿责任的可能性。以下简要介绍 Van Gorkom 案。

杰罗姆·范·戈尔科姆(Jerome Van Gorkom)先生是 Trans Union 公司的董事长兼首席执行官。20世纪70年代末,Trans Union 公司为解决难以利用的税收优惠而考虑实施一项并购策略。1980年9月13日,范·戈尔科姆与美国有名的金融家、凯悦酒店集团的老板杰·普里茨克(Jay Pritzker)会面,提议后者以每股55美元的价格收购 Trans Union 公司,普里茨克还价到每股50美元,范·戈尔科姆表示55美元是最低要价,并表示 Trans Union 公司有权接受更高的报价。此后,两人又进行了三次会谈,Trans Union 公司的总裁布鲁斯·赫伯格(Bruce Chelberg)、财务主管卡尔·彼得森(Carl Peterson)以及公司的顾问波士顿咨询集团的代表也参加了会谈。到1980年9月19日,范·戈尔科姆和普里茨克确定了收购方案,价格为每股55美元,以现金支付,相比那一周 Trans Union 公司股票的收盘价37.25美元,溢价率将近50%。不过,普里茨克限定 Trans Union 公司的董事会必须在3天之内,也就是1980年9月21日星期天晚上、英国股票交易市场开市之前给予答复。

1980年9月19日,范·戈尔科姆通知 Trans Union 公司的高管于第二天上午11点开会,通知董事于第二天正午12点开会。此前,除赫伯格和彼得森之外,公司的其他高管以及公司的外部董事对范·戈尔科姆与普里茨克谈判的交易均不知情,Trans Union 公司的财务顾问也没有被邀请参会。在高管会议上,范·戈尔科姆披露了与普里茨克的交易条件,但没有提供书面协议草案。公司的首席财务官唐纳德·罗曼(Donald Romans)则表示他的团队又对管理层杠杆收购方案进行了研究,认为每股价格应在55美元到65美元,因此,他认为55美元的出售价格过低。除赫伯格和彼得森外,Trans Union 公司的其他高管也悉数反对与普里茨克的交易。不过,范·戈尔科姆仍决定如期召开董事会。

Trans Union 公司的董事会有10名成员,其中5人是内部董事,包

括范·戈尔科姆、赫伯格和白劳德(Browder)等,这些人都拥有法律和会计专业背景,他们在公司的供职时间总计116年,担任董事的时间总计68年。另外5名外部董事中的4人是美国大公司的首席执行官,另外一人则是芝加哥大学布斯商学院的前院长。这5个人总计担任大公司首席执行官的时间长达78年,出任Trans Union公司董事的时间总计50年。

1980年9月20日的董事会持续了大约2小时,其间,董事们听取了范·戈尔科姆约20分钟的口头说明,而协议的书面文本并没有及时发给董事们。范·戈尔科姆介绍了他和普里茨克会面的情况,以及并购方案的基本条款,还告诉董事们必须不迟于1980年9月21日晚上答复这项方案。但是,范·戈尔科姆没有披露他以什么样的方法得出每股55美元的售价,也没有披露这个价格是他率先向普里茨克提出的。

罗曼在会上告诉董事们,他没有参与谈判,在当天的高管会议之前也不知道有这项并购方案,他此前的研究既不反映公司股票的公允价格,也不是对公司的估值。他还告诉董事们,根据他的看法,55美元“在公允价格的范围之内”,但“处于这个范围的初始端”。随后,赫伯格向董事们表达了他对这个并购方案的支持。此外,在会上发言的还有Trans Union公司的外部法律顾问布伦南(Brennan),他告诉董事们:假如他们不接受这些并购要约,有可能会被起诉;而有关并购价格的公允意见书(fairness opinion)则并非法律上所必需。听完上述人员的报告之后,Trans Union公司的董事会批准了并购协议。

1981年2月10日,Trans Union公司召开特别股东大会,占Trans Union公司全部已发行股票的69.9%的股东投票批准了交易,而投票反对的股东持股仅占7.25%。但原告B.奥尔登·史密斯(B. Alden Smith)先生则对这项并购交易强烈不满,他把公司的10名董事中的8名,外加首席财务官罗曼一起告上法院,指控他们违反了谨慎义务。在遭到特拉华州衡平法院驳回后,史密斯又上诉至特拉华州最高法院。

在上诉审判决中,特拉华州最高法院首先明确本案不存在“欺诈、背信或者自我交易”,也就是说,法院推定董事们所作的商业判断出于诚信。于是,本案判决的焦点集中在1980年9月20日的董事会在决

定批准 Trans Union 公司与普里茨克的并购方案时有没有充分掌握信息。

法院认为,根据案件的事实,在 1980 年 9 月 20 日董事会作出决定时,他们掌握的信息并不充分。具体而言,当天董事会主要依据范·戈尔科姆短短 20 分钟的演讲就批准了并购方案,而此前绝大部分董事都对这笔交易不知情。会上也没有向董事们提交书面的协议提要,董事们也没有得到任何足以支持 55 美元这个出售价格的书面依据。尽管特拉华州公司法允许董事会诚信依赖公司高管所做的“报告”,但当天范·戈尔科姆和罗曼的发言都谈不上是“报告”——前者缺乏实质,因为范·戈尔科姆自己也不了解他说的那份文件中的必要条款,他根本没有通读过这份文件,而后者则明确表示不对公司价值作出评估,因此与董事会要决定的事项无关。

法院进一步表示,尽管相当比例的溢价也许是董事会推荐并购方案的理由,但如果缺乏其他估值信息,仅凭溢价本身不足以成为判断要约价格是否公允的依据。实际上 Trans Union 公司的董事会在 1980 年 9 月 20 日作出决定时并不知道公司作为一个持续经营实体 (going concern) 的“固有价值” (intrinsic value),也没有要求对现金收购中公司的公允价值进行研究——尽管法院无意表明“外部估值研究是支持 (董事会) 作出知情商业判断的必要条件”,也无意宣示出具“独立的投行公允意见书是一项法律要求”。

然而,在本案中,董事会甚至没有要求公司的首席财务官对公司价值进行评估,也没有问他为什么 55 美元每股处于“公允价格范围”的底部。此外,董事会也没有发现 55 美元的价格是范·戈尔科姆提出的,更重要的是,没能发现范·戈尔科姆得出 55 美元这个价格只是基于对管理层杠杆收购可行性的计算。综合上述各项证据,法院认定 Trans Union 公司的董事会在 1980 年 9 月 20 日决定批准并购方案时未能掌握充分信息,未能作出知情商业判断,违反了谨慎义务,纵然法律推定董事们的决策系出于诚信,也不足以弥补其在决策时未能掌握充分信息的缺陷。

Van Gorkom 案的评价在学者中间呈现两极分化,有少数学者认为其体现了法院要求董事切实掌握信息,从而更负责任地采取行动的立

场,是法院早就该做的。^[24]但更多学者对此案持否定态度,实际上,这大概是特拉华州法院遭受批评最多的一则判决,著名商法学者 Fischel 教授甚至称其为“公司法历史上笃定最糟糕的判决之一”。^[25]批评者的主要观点是此判决动摇了后文要详述的商业判断规则的根基,将大大冷却具有专业才能者出任公司董事的热情。

虽然学者们各执一词,但在实践中 Van Gorkom 案判决明显引起了两个直接后果,一是美国公司董事会决策趋于保守,采用了许多不必要的形式步骤,这最终增加了股东们要负担的决策成本。^[26]二是由于董事责任的不确定性增加,董事高管责任保险(D & O insurance)的保费迅速高涨,1984 年到 1986 年,涨幅超过 10 倍,甚至根本买不到这种保险。^[27]为应对这种情况,特拉华州的立法机构旋即修改了公司法,下面我们就来看这一修改。

(四)《特拉华州普通公司法》第 102 条第 b 款第 7 项

前文提到,1985 年 1 月 29 日,特拉华州最高法院作出了 Van Gorkom 案判决,董事高管责任保险危机随之而来。1986 年 3 月 10 日,特拉华州律师协会(Delaware State Bar Association)的公司法委员会(corporate law council)开会,提出为应对这场危机需要修改《特拉华州普通公司法》,以成文法改变特拉华州法院的判例法。1986 年 6 月 9 日,律师协会的议案被正式提交特拉华州议会,后者于 1986 年 6 月 18 日通过《特拉华州普通公司法》修正案,增加第 102 条 b 款第 7 项,同年 7 月 1 日起生效。^[28]

《特拉华州普通公司法》第 102 条第 b 款第 7 项的主要内容翻译如下:

[24] See Chittur, *The Corporate Director's Standard of Care: Past, Present, and Future*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 10, 1985.

[25] See Fischel, *The Business Judgement Rule and the Trans Union Case*, Business Lawyer, Vol. 40, 1985.

[26] 同前注[12],第 224 页。

[27] See McChesney, *The "Trans Union" Case; Smith v. Van Gorkom*, in Macey ed., *The Iconic Cases in Corporate Law*, Thomson West, 2008, p. 254 n72.

[28] See Butler, *Smith v. Van Gorkom, Jurisdictional Competition, and the Role of Random Mutations in the Role of Corporate Law*, Washburn Law Journal, Vol. 45, 2006.

(公司章程可以包含)免除或限制董事个人因违反作为董事的信义义务,而需对公司或其股东承担金钱损害赔偿(monetary damages)的条款,但该条款不得消除或限制董事因以下原因而需承担的责任:(1)违反对公司或其股东的忠实义务;(2)有违诚信(good faith)的作为或不作为,或故意的不当行为或明知故犯的违法行为;(3)依据本法第 174 条的规定;(4)董事获得不当个人利益的交易。

此条内容有这样几点需要特别注意。第一,这是一条授权公司章程选择加入的规则,也就是说,只有经过股东同意将《特拉华州普通公司法》第 102 条第 b 款第 7 项的相关内容写进章程之中,公司的董事才能得到保护,因此,这是一条“选进”(opt in)规则。实践中,公司要给予董事此项保护,通常会在章程中加入包含这样一些元素的条款。首先,规定在法律允许的最大限度内免除董事对公司、股东的赔偿责任。其次,如果此后法律进一步减免董事违反信义义务的赔偿责任,在得到股东同意的条件下,公司也将相应减免董事责任。最后,即便今后法律废除了有关的免责规定,或者对免责加以限制,董事在法律发生上述变化之前的作为或者不作为,也不会受到这种法律变化的负面影响。^[29]

第二,从结构上看,此条并未直接说可以免除董事违反谨慎义务的责任,而是以排除法,将其他一系列违反信义义务的行为排除在外,从而使得违反谨慎义务成为仅剩的可以免除责任的情形。在被排除的情况下,最主要的是违反忠实义务与违反诚信义务的情形,对此,后文将作简单介绍。

第三,《特拉华州普通公司法》第 102 条第 b 款第 7 项只是免除董事的金钱赔偿责任,但没有阻止原告寻求衡平法上的救济(equitable remedies),比如请求法院颁发禁制令或强制令(injunction),或者请求解除(rescission)交易协议^[30]等。实践中,股东作为原告寻求衡平法

[29] See Sjostrom, *Business Organizations: A Transactional Approach* (3rd ed.), Wolters Kluwer, 2020, p. 490.

[30] 不过,在协议解除之后,董事仍然不用承担金钱赔偿责任。

救济最为常见的就是请求法院在并购交易交割(closing)前颁发禁制令,禁止交易的实施,或者要求对董事会的结构进行调整。

第四,这一条规定只免除董事的金钱损害赔偿赔偿责任,却不适用于公司的高管。对于同时兼任首席执行官等高管职务的公司内部董事而言,《特拉华州普通公司法》第102条第b款第7项不能免除其以高管而非董事身份实施的违反谨慎义务的行为。

第五,《特拉华州普通公司法》第102条第b款第7项免除的只是董事对公司以及股东的金钱赔偿责任,而不免除其他人对董事提出损害赔偿请求的权利。比如,要是构成董事违反谨慎义务的重大过失造成对他人的侵权,侵权受害人仍然可以要求董事赔偿。

2015年,特拉华州最高法院在 *In re Cornerstone Therapeutics, Inc. Stockholder Litigation* 案^[31]的判决中进一步明确:如果股东仅以董事违反信义义务为由请求损害赔偿,就必须提出一项不受《特拉华州普通公司法》第102条第b款第7项免责条款保护的诉讼理由,否则,无论董事会的决策适用何种司法审查标准,法院都应当驳回原告的诉请。换言之,对于适用特拉华州公司法的公司而言,非但董事们不必担心会因为违反谨慎义务而被要求赔偿损害,甚至股东对这类案件提起诉讼的机会都没有,于是,董事们完全不必担心由此引发的讼累。

《特拉华州普通公司法》第102条第b款第7项很快成为美国其他州公司法仿效的对象,豁免董事违反谨慎义务的金钱损害赔偿赔偿责任,如今已经成为美国公司法的标准配置,其本质是使董事对公司及其股东承担的信义义务部分成为任意性规范,不再具有强制性,实际也是对商业判决规则的强化。有趣的是,在《特拉华州普通公司法》第102条第b款第7项通过一年之内,就有90%的特拉华州公司修改章程,增加《特拉华州普通公司法》第102条第b款第7项的保护措施,豁免董事未谨慎行事的金钱损害赔偿赔偿责任。^[32]可见在实践中,这种减轻董事责任,限制股东权利的做法非但没有遭到股东们的抵制,相反还得到了广

[31] *In re Comerstone Therapeutics, Inc. Stockholder Litigation*, 115 A. 3d 1173 (Del. Supr. 2015).

[32] See Romano, *Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis*, Emory Law Journal, Vol. 39, 1990.

泛的欢迎。要理解这一点,就需要从公司法采用商业判决规则的必要性谈起。

二、因何豁免董事违反谨慎义务的金钱损害赔偿責任?

(一) 商业判断规则的理由

商业判断规则的合理性主要源自作为现代公司管理者的董事与作为公司产权人的股东在风险偏好上的显著差异。上市公司的股东们可以容易地分散自己的投资,多元的投资组合(portfolio)使得股东们不必承受各家公司的非系统性风险,包括经营决策失当的风险。即便是非上市公司的股东,也仍然有机会将资本投入不同类别的公司和资产。换言之,股东能方便地避免“将鸡蛋放进一只篮子里”,因此,他们的风险偏好更有可能趋近中性(risk neutral)。

然而,董事们没有分身之术,不可能将自己的人力资本轻易地分散到多家公司中去,这样一来,人力资本的投入就无法像金钱资本那样多元化。实际上,我们还恰恰希望董事、高管们的人力资本投入专一化,因为这样才能使公司的管理者们更有机会了解自家公司独有的特点,有针对性地实施商业策略。而这种高度专一化的投资的产出缺乏可转移性,也就是说,管理者一旦改换门庭,原来投入的人力资本很大程度上就白费了,很难把有关原先公司的特定知识用到新公司身上。^[33]由于董事的人力资本投入不易多元化,使得他们的风险偏好比股东更为保守(risk averse),一旦高风险的经营决策导致公司亏损乃至破产,他们的职位自然不保,从前投入的人力资本也就不再能有回报。

可是,恰恰是高风险才能带来高回报,因此,想办法降低董事们自身面临的决策风险,激励他们采用风险较高的经营战略,实际上也是股东的利益所在。当然,投资机会的固有风险难以通过法律来削减,但

[33] 这就是诺贝尔奖得主威廉姆森(Oliver Williamson)教授著名的资产专用性理论(Williamson, *Transaction Cost Economics*, in Schmalensee & Willig eds., *Handbook of Industrial Organization*, Elsevier Science, 1989, pp. 136 - 182)。

是,法律不针对经营决策的后果追究责任,至少可以消除由于法律责任引发的风险,商业判断规则便应运而生。

此外,美国法院采用商业判断规则也是出于承认商业判断的复杂性,法官没有能力来审查商业判断的实质内容,因此只能转而审查董事会决策的程序。于是,就像我们在 Van Gorkom 案中看到的那样,商业判断规则实际上将司法审查限定在程序审查的范围,只要董事们——实际上是他们的律师——设计出一套看似经过认真考虑得出结论的程序,那么,几乎一切商业决定都会被法院视为合理。^[34]

对于上述理由,商业判断规则的反对者们表示,公司的管理者归根结底也是一类专家——就像律师、医生一样。既然律师、医生们要按照普通的过失标准承担专家责任,为何允许公司董事只为重大过失承担责任?律师和医生的职业判断同样复杂而面临风险,何况,现代社会中,律师、医生的客户们也可以利用保险来分散风险,恰如股东们利用多元投资组合分散风险一样,而董事高管责任保险也为公司的管理者提供了化解法律责任风险的机会。至于说法官没有进行商业判断的经验,则与法官没有经验进行医学判断并无分别。^[35]

然而,反对者或许对公司管理者需要进行的专业判断的性质有所误解。这种判断与律师、医生等的专业判断至少有两点重要区别。首先,商业判断往往比其他专业人士的判断更具有异质性,尤其是针对大公司的商业判断,这些公司的商业策略各不相同,由此才可能在商业竞争中博得优势。商业成功的基础正是在于创新,这就意味着针对商业判断,不能像对律师、医生的判断那样建立起一套“行业标准”,利用同行证言来裁定被告的判断是否谨慎。^[36]其次,前文提到的股东与董事之间的风险偏好差异一般也不会存在于其他专业人士与他们的客户之间——客户们没有一个像股票市场那样易于分散风险的媒介。所以,运用法律规则来激励其他专业人士冒险就不如像激励公司董事冒险那样迫切。

[34] 同前注[13],第136页。

[35] 同前注[18],第301、303页。

[36] See Spamann, *Monetary Liability for Breach of the Duty of Care?*, *Journal of Legal Analysis*, Vol. 8, 2016.

况且,即便承认董事与律师、医生是一样的专业人士,职业决策的本质没有区别,也不等于说就应该放弃商业判断规则,转而采用一般的职业过失规则,因为现有法律对律师、医生的专业责任要求未必是恰当的。虽然,笔者没有系统的经验证据来判断针对律师、医生等的专业责任规则是否恰当,不过,一些零散的证据似乎让人有理由怀疑这些责任规则的恰当性。

比如,在 Van Gorkom 案背离商业判断规则的初衷之后,董事会的决策陷入过度的形式化之中,而其中的一大推手正是董事会的律师。^[37]其实,不只是律师的专业责任,在医疗事故责任规则之下,美国同样经历了医疗事故责任保险危机,令医生更多实施防御性医疗(defensive medicine)。^[38]可见,即便在对专业人士的风险追求没有特别需求的领域,一般的过失责任尚且会使他们的行动变得过于保守,若要将类似规则适用到特别需要被鼓励冒险的公司董事身上,更会对商业活动造成不利影响。

(二) 因何免除董事违反谨慎义务的金钱损害赔偿責任

前面提到,美国公司法不仅利用商业判断规则降低了董事的注意标准,还进一步豁免了董事在达不到这种低标准时的金钱损害赔偿責任。而且,这一规则还得到了股东们的普遍青睐,被各家公司纷纷选用,这是为什么?首先是因为要求董事承担赔偿责任的诉讼看上去并没有给股东带来多少实际好处。^[39]一方面,耶鲁大学法学院罗伯特·罗曼诺(Roberto Romano)教授的研究发现,1966~1987年,非但单纯以违反谨慎义务起诉董事的案件十分少见,只占有所有起诉董事案件的15%,而且以此为由起诉的案件中有65%采用和解结案,最重要的是,在10%的实际产生和解赔偿金的案件中,和解金用以支付原告律师费用的比例超过98%,也就是说,股东能得到的赔偿不足

[37] 同前注[12],第224页。

[38] See Kessler & McClellan, *Do Doctors Practice Defensive Medicine?* Quarterly Journal of Economics, Vol. 111, 1996.

[39] 有关股东诉讼机制的缺陷,参见张巍:《美式股东集团诉讼问题与矛盾》,载《投资者》2020年第2期。

2%。^[40]

另一方面,股东诉讼也没有引起公司治理结构的实质改变。被诉公司对其董事会的结构顶多不过做了点粉饰性的改造,与没有被诉的公司相比,外部独立董事的比例并没有显著变化。^[41]由此可见,针对董事违反谨慎义务的诉讼最大的后果恐怕只是增加了公司和董事应诉的成本,包括投入的金钱与精力。

之所以针对董事违反谨慎义务提起的诉讼往往令股东得不偿失,一个重要原因正是前面提到的商业判断具有高度的异质性,需要大量临机应变的现场决策,而决策的后果又更容易受随机因素影响。所以,法官们非但自身难以准确把握董事有没有勤勉尽责,也很难依赖其他公司董事的证言来认定被告董事在作出特定决策时勤勉与否。与医生之类的其他专业人士相比,要事先具体规定董事的行为方式比较困难,而且,公司经营决策结果更有可能受随机因素影响,因此,仅凭结果的好坏很难判断决策者在决策之时是否尽责。

与此同时,至少对上市公司而言,比起法院的裁决,股价的变化是展示董事经营管理质量高低的更为精确的信号。尤其是在董事获得股权激励并由此将自身经济利益与公司业绩绑定的时候,股价变动非但是经营质量好坏的标志,也是对董事谨慎勤勉与否的奖惩。再者,股价下跌触发的敌意收购、股东积极主义行动以及卖空交易等市场化的公司治理机制,比法院的裁判更有可能对那些不谨慎、不勤勉的董事形成震慑,却最大限度地避免累及无辜。^[42]简言之,在一个资本市场运营良好的环境中,法院裁判对促进董事勤勉尽责的积极作用十分有限,而诉讼的各种成本却可能对公司和股东造成不必要的负担。^[43]

[40] 同前注[32],第1169页。

[41] 同前注[32],第1171、1176页。

[42] 有关这些市场化的公司治理机制,参见张巍:《董事会中心主义公司治理模式的缺陷与出路》,载《商法界论集》2021年第2期。

[43] 同前注[36],第355~358页。

三、董事的监督义务

董事的监督义务是与其谨慎义务关联的一项义务,在美国公司法上,违反谨慎义务的问题发生在董事会决策实施积极作为的场景下,而违反监督义务的问题则发生在董事会对经理人以及下级职员的不当行为漠视不管的场景下,属于针对董事消极不作为提起的指控。目前中国一些上市公司董事面临的对虚假财务报告审核不利的指控,从公司法角度看,正是对有关监督义务的违反。^[44]

传统上,虽然美国法律认为所有董事都负有最低程度的注意义务,他们必须诚信地履行这一义务,但在整个 20 世纪中,对于董事单纯的不作为,也就是未能尽到监督下属、同僚的义务,法院较少追究董事个人的责任。尽管大多数美国法院认为董事监督失职类似于普通的侵权行为,因为两者都属于注意程度不足,不过,他们同时又通过狭义解释董事的监督义务,或者对原告科以严格的因果关系举证责任,来避免让董事承担责任。法院经常援引的原则是,董事并非公司经营成功的保证人,也不是雇员忠诚于公司的担保人。^[45]

1996 年,特拉华州衡平法院对 *In re Caremark International Inc., Derivative Litigation* 案^[46] 的判决改变了上述传统。在此案中,特拉华州衡平法院的首席法官(chancellor)威廉·艾伦(William Allen)表示,虽然法律只要求董事会对公司最重要的行动、交易作出决策,但是,“由经理人和公司组织中基层职员所做的普通商业决定也会对公司利益造成严重影响,并左右公司实现其各种战略和财务目标的能力”。为此,董事会应当“诚信地确保公司建立一套信息传递和汇报机制”,并“诚信地确认公司的信息传递和汇报机制在理念上和设计上足以保

[44] 在证券法上则是证券虚假陈述的责任问题。

[45] See Kraakman & Kesten, *The Story of Francis v. United Jersey Bank; When a Good Story Makes Bad Law*, in Ramseyer ed., *Corporate Law Stories*, Foundation Press, 2009, pp. 164 - 166.

[46] *In re Caremark International Inc., Derivative Litigation*, 698 A. 2d 959 (Del Ch. 1996).

证董事会在公司的日常运营过程中,能及时了解到适当的信息,从而履行自身职责”。

不过,尽管艾伦法官一方面扩大了董事的监督义务,另一方面,他也希望对此义务有所限制,创造一条给予董事更多保护的司法审查标准。为此,他表示董事肩负的“诚信知情”义务不等于要求他们“对企业运营的所有方面都拥有详细信息”,即便董事会出于过失,未能建立起这样一套信息传导机制,也仍然不足以向董事们追责。若要主张董事不知道公司内部的违规行为,由此给公司带来损失,从而需要负担法律责任,那么,“只有董事会持续性、系统性地忽略监督职责,以致够得上没有试图确保建立一套合理的信息传递和汇报机制,才能满足追究法律责任所必需的董事会缺乏诚信之要件”。Allen 法官还特别指出:指控董事未尽积极监督之责,也许是“原告在公司法上最难期待胜诉的一条法理”。

2006年,特拉华州最高法院在 Stone v. Ritter 案^[47](以下简称 Stone 案)中一方面认可了 Caremark 案确立的董事监督义务,另一方面实际又进一步提高了违反监督义务的门槛。特拉华州最高法院认为,根据 Caremark 规则追究董事未尽监督义务之责的必要条件是,“a) 董事们彻底没有设置汇报或信息传递机制;或者 b) 虽然设置了这种机制,却明显没有监督、审查其运行状况,由此令董事们无法了解到那些需要他们注意的风险和问题”。同时,特拉华州最高法院还指出,无论在上述哪种情形下,只有证明“董事们明知自己没有尽到信义义务”,才能追究其法律责任。

与 Caremark 案将董事的监督义务视为谨慎义务的一部分不同,Stone 案认为董事违反诚信而未尽监督之责与违反谨慎义务有质的区别。也就是说,它并不是由重大过失引起的法律责任,而是属于违反忠实义务产生的责任。于是,在特拉华州公司法下,股东不能因为董事疏忽未尽监督职守而要求其承担责任——无论这种疏忽的程度多么严重,只有明知故犯,也就是故意不履行监督义务的董事才有责任。

Caremark 规则成立后的 20 多年间,虽然时而有股东提起董事违反

[47] Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (Del Supr. 2006).

监督义务的诉讼,却几乎没有任何股东胜诉。这种结果并不奇怪,因为艾伦法官在创造 Caremark 规则的时候就有意拔高责任认定标准,还明确称其为股东最难取胜的一种信义义务诉讼。直到 2019 年后,股东在指控董事违反监督义务的诉讼中才获得了一些胜利。从最近的这些判例看,有可能构成董事违反监督义务的案件往往涉及董事会比较荒谬的行为。比如,以冰激凌作为唯一产品的公司中,董事会没有为食品卫生问题采取任何监督措施,甚至在联邦和州的食物卫生监督部门几次调查并指出公司的食品生产卫生问题之后,董事会仍然对存在的问题毫不知情,最终,导致 3 名顾客因为感染冰激凌中的细菌而死亡。^[48]又如,上述公司中负责监督的董事会审计委员会一年只开一次会,每次会议最长只有一小时,短的只有半小时,对公司的关联交易完全不加过问,听任经理层摆布,造成对关联交易信息的不实披露,甚至没有更换遭到美国公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)处罚的外部审计机构。^[49]再如,在以安全为首要任务的飞机制造企业中,负责监督的董事会审计委员会却只关注财务风险,而确保飞机的安全甚至没有被列入该委员会章程规定的任务之中,董事会也没有获得飞机安全信息汇报的正式渠道;在发生一起坠机事故后,董事会依然无视这面强烈的“红旗”信号,继续维持原有的不关注飞机安全性能的做法,最终再次发生机毁人亡的惨剧。^[50]

由此可见,对于董事的监督义务,特拉华州法院从来都对原告方提出了相当高的要求,需要原告方举证证明严重背离常态的事实,以致有可能推定作为被告方的董事明知自己应该做得更多却没有做到,由此将违反监督义务纳入了违反忠实义务——而非谨慎义务——的范畴。与此同时,无论 Caremark 案强调“持续性、系统性”,还是 Stone 案强调“机制”的设置与运作,实际上都是将监督义务当作了董事会的集体义务,而非个别董事的个人义务。显然,一套“机制”的设置,以及确保它“持续”“系统”地运作,都不可能是某个董事个人能实现的,所以,违反

[48] Marchand v. Barnhill, 212 A. 3d 805 (Del. Supr. 2019).

[49] Hughes v. Hu, C. A. No. 2019 - 0112 - JTL (Del. Ch. 2020).

[50] In re the Boeing Co. Derivative Litig., No. 2019 - 0907 (Del. Ch. Sept. 7, 2021).

监督义务的也不会仅仅是董事个人。

四、美国董事信义义务的体系与特征

以特拉华州公司法为代表的美国公司法将董事的信义义务作了二分化——忠实义务与谨慎义务,如前所言,这种简明的义务体系与其他普通法国家对信义义务的处理颇有不同,却也是中国法采用的体例。在特拉华州这种简明的体系之下,法院着重考察的是董事与公司发生利益冲突的案件,而且这种冲突主要限于经济方面——关联交易、侵夺公司机会以及同业竞争等。^[51]假如存在经济性冲突,案件随即进入忠实义务的领域,法院会进一步考察是否有适当的程序来“洗净”冲突,当没有“洗净”程序时,法院将自主判断董事的行为是否实质公平。

此外,要是不存在利益冲突,则可以进一步区分董事是否积极实施了决策行为。董事消极不作为的情况可能进入董事监督义务的领域,也就是 Caremark 规则的审查轨道,在 Stone 案之后,这类案件也被当作忠实义务处理。对于董事积极的作为,法院会采用商业判断规则对董事给予保护,除非董事存在重大过失。而且,纵然有重大过失,只要公司章程选用了《特拉华州普通公司法》第 102 条第 b 款第 7 项的免责条款,董事就仍然不必负担金钱损害赔偿赔偿责任。这属于董事谨慎义务

的领域。

以上总结了特拉华州董事信义义务的基本体系,接下来谈谈特拉华州法院处理董事信义义务案件的两个重要特征。第一个重要特征是把握底线,也就是守住董事和股东的利益冲突问题。当存在利益冲突——尤其是具体的经济利益冲突——之时,无论多么有能力、有经验的商业精英、管理天才,都可能丧失作出正确商业决策的动机。由此,法院必须成为公司与股东利益的保护者,以确保商业决策不会被不良

[51] 广义而言,董事偷懒不肯花时间认真处理公司经营事务也可以被视为一种利益冲突——为节省自己的精力、时间而损害公司利益,从这个角度看,实际上谨慎义务与忠实义务也可以被认为处在同一连续的光谱之中(同前注[36])。不过,量变仍可

动机所污染。

一旦离开董事与公司正面利益冲突的领域,特拉华州的法官便退回到自己作为法律专家的地位上,不再愿意干预董事作为商业专家所作的决策。一个没有利益冲突的董事,要是作了一项令公司遭受损失的决策,大致无外乎三种可能,一是“懒”、二是“蠢”,三是运气差。假如纯粹是运气问题,显然法律不应该追究董事的责任。而要评判董事的决策是不是“蠢”,恐怕就得有比董事更加高明之人,法官并非作商业判断的行家,所以,若要法院对此作出裁判,少不了需要借助所谓的专家证人——其他公司的经营管理者。这样一来,判断董事信义义务的案件,就会转变成专家责任案件。然而,如前所言,传统的专家责任规则并不适合于董事的经营决策判断。

针对董事偷懒的情况,法院同样觉得很棘手。在一个难以形成统一的程序性标准的环境下,要分清董事没有采取行动,究竟哪些时候是因为“懒”,哪些时候是深思熟虑之后的明智选择,实在不是一桩容易的事情。不过,从概率上说,董事不作为更有可能违背其职守——公司聘用董事为的就是做事,否则也不用聘请董事。或许出于这样的考虑,特拉华州法院更愿意干预董事的不作为。但即便此时,特拉华州法院仍旧谨慎地将司法干预局限于足以借助极端的客观表现来推知董事有意偷懒的情况。

特拉华州有关董事信义义务的法律体系,还有第二个重要特征,那就是区分行为标准与审查标准,前者是法律期待的董事的模范行为模式,它更加具有抽象性,也并不是董事在实践中必须达到的标准。正如特拉华州最高法院所言,“实践优秀公司治理的远大理想是高度值得期待的,这种实践也常常会造福于股东,有时也能减少诉讼,一般总可以帮助董事避免法律责任,但是,这种实践同样超越了公司法对董事的最低要求……不是对法律责任的标准作出的定义”。^[52]

真正被用来审理董事信义义务案件的是审查标准——商业判断规则、彻底公平(entire fairness)标准等,特拉华州的审查标准主要是守住遏制利益冲突这条底线。审查标准在司法实践中的作用是确定法官对

[52] Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244 (Del. 2000).

董事行为的干预程度,而这种程度则取决于行为是否可能突破底线。通过调整法律的干预程度,反过来影响董事在决策时的行为模式,包括尽到的注意程度与隔离利益冲突的措施。这样一来,原本抽象的信义义务成为具有可操作性的行为指针。

在现代公司法上,董事的信义义务恐怕是各国普遍接受的原则,但并不是每个确立起这种义务的法域,都像特拉华州一样拥有一套具体化的审查标准,于是,信义义务也就未必能具体发挥作用。其实,即便在特拉华州,曾一度被作为第三项信义义务的董事诚信义务(duty of good faith)最终难以被赋予独立的实践意义,很可能也是缺乏独立的审查标准所致。

特拉华州董事信义义务体系的这两个特征体现了法律和司法审查在公司治理中的功能局限性。质言之,有经验的法官,在较为具体的审查标准引导下,辅以股东查阅权(inspection rights)以及强力的证据开示(discover)程序,有可能辨析出董事与公司、股东的利益冲突,进而借助自己的公平观念和经济知识,裁量交易条件对公司是否公平——显然这种裁量会有高度的主观性。然而,要法官来判断董事们是“懒”还是“蠢”,就会让一个对自身能力有清醒认识的法官感到为难。换句话说,司法审查能做的——或许也是勉强为之——只是守住利益冲突的底线,而经营管理者之勤懒、贤愚,则唯有让市场来大浪淘沙,由股东“用脚投票”,让“野蛮人”无情进攻。^[53]

五、美国经验对中国的启示

美国以往近四十年间有关董事信义义务的立法与司法实践为我们提供了一些启示。首先,要靠立法或者监管规则来划定董事行事的具体尺度将会比较困难。归根结底,信义义务不是一项泾渭分明的规则(rule),而是一种提纲挈领的标准(standard),其本质是承认人的认知局限。在公司这种长期存在的商业组织里,管理者与产权人处于持续

[53] 同前注[42],张巍文。

互动关系之中。长期性使得无论是规则制定者,还是股东都不可能预测未来出现的所有情事,并据此规定好各方的行为方式。因此,人们在事前可以做的只是大体达成一个原则性共识,至于如何将此共识付诸实践,则要根据具体场景具体判断。这种共识就是管理者要为公司利益服务,而不能因为自身利益损害公司利益,此即公司法上信义义务的核心。除此之外,法律能规定的或许仅仅是少数最基本的行为要求,比如必须亲自出席董事会,不能委托他人行使表决权(proxy voting)。^[54]

既然无法事前规定好如何为公司利益服务,就只能在特定情事出现之后,再来评判管理者有没有兑现与产权人达成的共识,也就是让法院事后裁断信义义务有没有得到履行。信义义务的这种运行机制令公司的管理者得以自由判断,灵活处理经营事务,为股东创造价值;同时,它也为管理者划定了判断与行事的底线,避免恣意妄为。不过,如此一来,审查管理者是否遵守信义义务也只能依据具体事实作出场景化裁量。换言之,无论遵守还是违反信义义务,都可以有千万种形态;反过来,即便同样的判断与做法,放到不同的场景中,究竟是遵守还是违反信义义务,也难以一概而论。如此特定化、场景化的裁判,离不开法官的审判经验,也离不开法院的公信力。

其次,即便对于富有经验的法官来说,要审查董事是否谨慎勤勉仍然是一项具有挑战性的任务。这是因为要完成这项任务,法官将不得不在事后重复特定公司的特定董事在特定时刻作出的特定判断,从法官的专业能力来看,这几乎是不可能的。反过来说,假如法官能就此作出准确判断,那么,法官就将成为最佳的商业经营管理者,公司索性应该聘请法官来出任董事。况且,即便法官在事后能作出准确判断,以这种事后的判断来决定董事事前决策谨慎与否,对董事而言仍然不公。事后的判断非但能得益于事前不具备的更多信息,也不必受制于时间的压力——大量商业决策都具有时间上的敏感性,还会很容易受到人

[54] 这是美国普通法上的一项规则,不过,公司仍然可以章程排除[Perry v. Tuscaloosa Cotton - Seed Oil - Mill Co., 9 So. 217 (Ala. 1891); Greenberg v. Harrison, 143 Conn. 519, 124 A. 2d 216 (1956)]。

类认知局限——特别是后见之明(hindsight bias)——的影响。

法官对于董事谨慎勤勉进行事后既不准确又不公平的审查难免会挫伤有经验、有能力的专业人士出任公司董事的积极性,即便担任了董事,他们的行动也会趋于保守,以自保无责为宗旨,而非积极大胆地谋求扩大公司的利润。其实,无论美国还是中国自身的经验都为此提供了有力的注脚。^[55]到头来,遭受损失的还是公司的股东们,他们要么忍受经营管理水准的低下,要么为吸引有能力的人士出任董事并勇于任事而支付额外的报酬[所谓的风险溢价(risk premium)]。^[56]何况,在具备其他准确度更高的市场化激励机制的情况下,法院的事后判断也未必能提升多少董事谨慎勤勉的程度。正是出于这样的原因,美国法律才以商业判断规则和豁免金钱损害赔偿赔偿责任来保护董事们不必担心触犯违反谨慎义务的风险,美国的法院才将执行董事信义义务的焦点集中到违反忠实义务之上。

至于公司法上董事的监督义务,如前所述,尽管美国法院偶然有可能认定董事违反此项义务,但原告为此必须承担比较严苛的举证责任,证明董事会整体上具有持续而较高的懈怠,以致足以认定董事们有意不履行监督义务。美国的法院明言,对原告股东来说,追究董事违反监督义务之责,乃是有关信义义务最为困难的一项诉讼任务。之所以采取如此态度,原因仍然在于法官不适宜越俎代庖,为董事们厘定商业判断的准则——无论作为还是不作为,归根结底都是一种商业判断。

不过,作为例外,美国的《1933年证券法》第11条对董事在发行虚假陈述中的注意标准有所强化,对于发行文件中的非专业性内容,董事

[55] 美国的经验参见前文所述范·戈尔科姆(Van Gorkom)案判决后的情况;中国的经验则可见于康美药业案判决独立董事承担赔偿责任后的上市公司董事辞职浪潮(陈悠然:《康美案宣判后43个A股独董辞职,离职潮真的来了吗?》,载新浪财经网, <https://finance.sina.com.cn/stock/s/2021-12-02/doc-ikyakumx1433189.shtml>, 2021年12月2日访问)。

[56] 这种风险溢价还可以表现为董事要求公司支付额外成本聘请外部专业人士辅助其作出判断,参见莱宝科技有关独立董事蒋某要求为其本人专门聘请注册会计师审查年报的公告。

的责任不再限于重大过失或故意,而是向一般过失靠拢。^[57]但仍有三点值得强调。一是这种强化的注意义务仅适用于证券发行中的信息披露,这既是因为发行文件常常是发行人的第一份公开信息披露材料,需要特别确保其准确性,也是因为美国法允许一级市场的证券购买人基于虚假的发行信息披露而解除证券买卖合同,将购得的证券按原价退换给发行人,由此避免证券损害赔偿中最终出现由投资人自己赔自己的循环困境。二是在实践中,因此规则而承担赔偿责任的董事几乎都是内部董事,要独立董事承担责任的情况十分罕见。^[58]三是对于董事是否符合美国的证券法上的这一注意标准的认定,仍然是由法官事后根据具体情事逐案分析,在立法上并没有就何种行为能(或不能)满足此标准作出规定。这是因为法律上无论如何规定,都难以避免当事人形式上符合标准,实质上却背离标准的情况。可以说,法律上对于遵循(或背离)信义义务的行为规定得越细,就越可能为违反信义义务提供一幅清晰的路线图,这乃是信义义务的本身特质所决定的。

最后,在立法和司法上对董事的信义义务采取“底线主义”的态度乃是出于对立法者和执法者自身局限的清晰认识,也是对市场交易的活跃离不开勇于冒险的专业人士这一事实的充分尊重。但是,这并不等于为董事的机会主义行为大开方便之门,因为公司治理不单依靠法律的监管,甚至可以说主要不依靠法律的直接监管,而是要建立起一套完善的市场化机制,让市场对董事们形成良性激励,促使他们为公司和股东利益勤勉尽职。

对此,概括而言,特别需要做的有三点。一是要鼓励公司以股权激励的方式向董事及经理人支付报酬,以便他们将自身经济利益与公司的利益更紧密地捆绑起来。二是要为敌意收购和股东积极主义(shareholder activism)行动提供便利,包括对双重股权结构的限制、对大额持股信息披露要求的弱化等。三是要为卖空交易创造条件,改变市场多空双方失衡的状态,包括放开个股卖空交易、便利证券经纪商出

[57] 有关美国证券发行中虚假陈述的责任规则,参见周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,载《证券市场导报》2021年第7期。

[58] 就此而言,著名的 *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1968) 案乃是一个例外。

借证券,以及减少市场流动性阻力等措施。^[59]

结 语

《公司法》修订在即,完善上市公司治理、明确董事的信义义务,成为法律理论、实务各界关注的焦点与法律规则的核心。然而,有效的法律制度未必总是需要做加法,有时或许抓大放小地做减法反而更能发挥法律的作用,董事的谨慎义务很可能就是如此。对此,美国法经过几十年的实践,逐步形成了“底线主义”的法律模式。一方面,以商业判断规则、豁免董事违反谨慎义务的金钱损害赔偿责任和提高追究董事违反监督义务之责的门槛来弱化谨慎义务;另一方面,则把法官精力集中在追查董事违反忠实义务的行为之上。与此同时,保障市场的良性运行,便利投资人对公司控制权的竞争,促进经理人与股东的利益绑定,才能真正达到激励董事谨慎行事,造福公司与股东的目的。

(编辑:宋 澜)

[59] 有关敌意收购、股东积极主义行为以及卖空交易对上市公司治理的重要作用,同前注[42],张巍文。