

董事信义义务转化的法律构造

——以美国判例法为研究中心

陈 鸣*

摘要: 20世纪90年代以来,美国法院有关公司财务恶化将导致董事信义义务受益人由股东向债权人转化的一系列判例被认为是“公司法哲学的新变化”。董事信义义务转化的法理基础既有传统的信托基金理论,又有新近发展的风险负担理论。转化后的信义义务不仅包括传统的忠实义务和注意义务,还包括进入事实破产状态后股-债矛盾最尖锐时期的一些特殊义务。为了鼓励董事善意进行有价值的商业决策,经营判断规则和章程免责条款仍可作为其违反信义义务的抗辩理由。未来我国应当确立“事实破产”的概念,关注债权人作为信义义务间接受益主体之后的债权人派生诉讼理论。同时,公司法上的信义义务规则应当更加细化并体现其动态特征,以更有效地发挥信义义务控制代理成本的制度功能。

关键词: 董事 债权人 信义义务 事实破产 债权人派生诉讼

由谁决定? 让谁受益? 是公司治理的核心命题。在公司参与主体中,董事在公司治理中往往扮演核心角色,⁽¹⁾其所承担的信义义务的规定也直接决定了该义务的受益人是谁。传统公司法理论认为,董事应当对公司负责并以实现股东利益最大化为目标,因而董事义务规则的受益对象非公司和股东莫属。然而这一论断具有一个隐含前提,即公司处于财务上的健康状态。一旦公司陷入资不抵债,这种观点就会受到挑战。因为如果公司进入破产法的调整范围,董事就不再是公司的受托人,而是破产财团的受托人,⁽²⁾其信义义务规则应当考虑全体债权人和其他利益相关人员的利益,而非仅是股东利益。⁽³⁾于是,在公司财务由健康向破产转变的交界点上,董事的信义义务规则受益对象是否由股东向债权人转化,直接关系到两大阶层的切身利益与公司治理机制的合理性。围绕这一主题,20世纪末至今,美国联邦地区法院和州法院作出诸多前后观点截然相反的判决,使得公司法上的信义义务

* 西南政法大学经济法学专业博士研究生,福建省厦门市中级人民法院法官。本文为2016年度国家社科基金重点项目“‘宽进严管’背景下市场主体信用监管制度研究”(项目编号:16AFX016)的研究成果。

- (1) 由于董事在公司参与人中具有特殊地位,在大多数情况下既可能是公司股权所有者,又可能是公司经营决策者,而本文所论述的美国判例法多探讨董事的信义义务,且2009年特拉华州最高法院判决的 *Gantlyer v. Stephens* 案认为经理与董事的信义义务是一致的。故为论述方便,本文用“董事”概念“以偏概全”涵盖经理、高级管理人员、管理者等范畴。See *Gantlyer v. Stephens*, 965 A.2d 695, 709 (Del. Supr. 2009)。
- (2) 在破产企业管理模式的选择上,与我国以破产管理人为主要模式不同,美国破产法普遍采取债务人经营(DIP, debtor in possession)的模式,即由债务人公司管理者继续占有破产公司,因此在公司进入破产程序之后,公司董事依然对公司享有一定的控制权,故在这一阶段仍然存在董事信义义务。但此时董事的信义义务已经发生实质性转化,董事必须“保护和公平对待各种对破产财团享有债权的群体的利益”。参见[美]大卫·G·爱泼斯坦等《美国破产法》,韩长印等译,中国政法大学出版社2003年版,第740-741页。
- (3) 233 B. R. 726, 734 (Bankr. W. D. Ky. 1998)。转引自王佐发《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》,中国政法大学出版社2014年版,第110页。

这一古老而又充满争议的话题被再次笼罩上一层浓浓的迷雾。该问题看似公司治理中的微观问题,实则涵盖了公司利益相关者理论、公司合同理论、企业社会责任等传统辩题,体现了不同学术观点在新问题上的交锋,也促进了公司治理理论在世纪之交的新发展。本文以美国判例法为主要素材,力图归纳美国判例中董事信义义务转化的理论基础、受益主体、转化界限、义务内容和抗辩规则等法律构成要素,并结合我国实际提出相应的法制完善建议。

一、理论基础:从信托基金理论到风险负担理论

长久以来,信托基金理论(trust fund theory)被视为公司进入事实破产时董事信义义务从股东向债权人转化的理论基石。该理论发源于1824年的Wood案,该案的斯托里(Story)法官认为,“银行的资本金应当被视为一项用于向与银行缔约的债权人清偿债务的保证或信托基金”⁽⁴⁾因此债权人对公司的剩余资产享有优先索取权,在其请求权被满足之前,股东不享有任何对信托基金分配的权利。最终,该案判决董事在清算期间分配股利的行为属于违法抽回资本的行为,衡平法院可以为债权人的利益向股东追索。⁽⁵⁾在信托基金理论中,信托财产是一种类比式的概念,并非真正意义上的信托关系,它是作为一种为保证绝对优先权规则⁽⁶⁾的适用而自觉形成的理论,具有强大的生命力。经过百余年的实践发展,信托基金理论已经成为资不抵债公司的债权人最常用的主张自身权益的理论工具。⁽⁷⁾不过,这一古老的衡平法原则作为董事对债权人负有信义义务的理论基础也一直伴随着质疑,归结起来主要有三个方面:

第一,从历史看,信托基金理论具有适用的局限性。该理论的发源判例Wood案仅仅是适用于清算中的银行,属于个案现象,具有特定的背景和条件。⁽⁸⁾此后,虽然该理论在判例法中不断地扩张,早已超越了初始判例所具有的适用条件,但是,这种扩张是否与时俱进却是一个不可忽视的问题,例如不同类型债权人在适用上的区别问题,以及可转换债的债权人是否适用信托基金理论的问题,都对信托基金理论提出挑战。如果无法解释所有问题,该理论也仅仅是一个用于表达衡平法上义务的概念,而不是一个有具体内容的规则。

其二,在逻辑上,信托基金理论运用于债权人利益的保护与信义法的内在逻辑不相吻合。信义法中的信义关系一般以委托为基础,股东与董事由于同属于公司内部人,且后者由前者选任,故而可视作为一种委托关系,适用信托基金理论自然顺理成章。但债权人是公司的外部人,其与公司的关系是通过合同或侵权、税收等法定原因建立的,与董事之间并不存在委托关系,仅仅因为公司资不抵债就推定董事是债权人的受托人在逻辑上难以自圆其说。正如有学者提出的疑问:个人无须对他的债权

(4) See *Wood*, 30 F. Cas. at 436.

(5) Norwood P. Beveridge, Jr., *Does a Corporation's Board of Directors Owe a Fiduciary Duty to Its Creditors?* 25 St. Mary's L.J. 589, 599 (1994).

(6) 简而言之,绝对优先权规则(absolute priority rule)即所有的高级债权人应当在低级债权人清偿之前得到充分的清偿,所有的低级债权人应当在股东获得收益之前得到充分清偿。See Bruce A. Markell, *Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations*, 44 Stan. L. Rev. 69, 70 (1991).

(7) See Edwin S. Hunt, *The Trust Fund Theory and Some Substitutes for It*, 12 Yale L.J. 63, 72 (1902).

(8) Jonathan C. Lipson, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, 50 UCLA L. Rev. 1189, 1206-1207 (2003).

人承担信义义务,那为什么公司及其董事就应当有所不同呢?⁽⁹⁾

其三,在实践中,信托基金规则本身并没有产生新的信义义务类型。有学者经研究发现,所有援引信托基金规则来解决不同法律问题的判例实质上并未真正创设直接针对董事的新义务类型。如果允许债权人享有直接对董事的可实施的信义义务,将导致对公司经营事务的不恰当干预,同时使董事面临毫无依据的威慑。⁽¹⁰⁾

正是因为存在这些争议,信托基金理论被认为是“在公司法领域没有比它能够引起更多混乱的法律概念”。⁽¹¹⁾ 早期曾出现不少拒绝适用信托基金理论的判例。⁽¹²⁾ 近年来,除了特拉华州法院在2004年的Production Resources Group案中明确质疑信托基金理论⁽¹³⁾之外,明尼苏达州法院也在St. James案判决中指出该州从不采用信托基金理论且公司资产不应当被视为任何概念意义上的信托财产。⁽¹⁴⁾ 而最近的2014年特拉华州法院的Quadrant案更是认为信托基金理论“并不规定请求权”,⁽¹⁵⁾ 意味着债权人无法依据信托基金理论来主张赔偿损害。

1991年特拉华州衡平法院的Lyonnais案是董事信义义务转化的一个标志性判例,其判决的内容被称为“公司法哲学的新变化”。⁽¹⁶⁾ 该案由于涉及濒临破产时期董事的信义义务问题,因而也让董事信义义务转化产生了信托基金规则之外的一个新的理论,即风险负担理论(at risk theory)。在Lyonnais案中,涉案公司仅仅处于濒临破产期而非事实破产期,公司的资产不能当然推定为债权人的信托资产,因而信托基金规则显然无法适用。在该案中,法官艾伦(Allen)认为,“至少在公司濒临无力清偿时(in the vicinity of insolvency),董事会成员不仅是剩余风险承担者的代理人,还应当对公司自身承担义务”。⁽¹⁷⁾ 在这里,“公司自身”被解读为包含债权人在内的所有的公司利益相关者,这是因为濒临破产公司的债权人利益可能受到董事高风险投资行为的侵害,因为董事往往以此追求高额回报以挽回股东利益的损失。⁽¹⁸⁾ 因此,在有限责任的保护之下,董事的高风险行为的正向收益归股东,反向损失的风险最终只能由债权人承担。

风险负担理论本质上来源于经济学上的资本结构理论。股东与债权人之间的利益冲突是公司治理的核心问题。公司的资本结构一旦引入债权,则股东与债权人的利益冲突就已产生。实证统计研究表明,这种冲突的激烈程度随着企业财务状况的恶化及债-股比率(杠杆率)的增长而不断增加。⁽¹⁹⁾ 而一旦企业陷入资不抵债(尚未进入破产程序),即在资本结构上负债超过资产,则二者的冲

(9) See John C. McCoid, II, *Corporate Preferences to Insiders*, 43 S. C. L. Rev. 805, 826 (1992).

(10) Beveridge, *supra* note 5, at 590.

(11) 15A William Meade Fletcher et al., *Fletcher Cyclopaedia of the Law of Private Corporations* § 7369, at 42 (perm. ed., rev. vol. 1981).

(12) See *Hollins v. Brierfield Coal & Iron Co.*, 150 U. S. 371, 383-86 (1893); *George T. Smith Middlings Purifier Co. v. McGroarty*, 136 U. S. 237, 241 (1890); *Fogg v. Blair*, 133 U. S. 534, 541 (1890); *Wabash, St. L. & P. Ry. v. Ham*, 114 U. S. 587, 594-96 (1885).

(13) See *Prod. Res. Group, L. L. C. v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d 772, 791-792 (Del. Ch. 2004).

(14) See *St. James Capital Corp. v. Pallet Recycling Assocs. of N. Am., Inc.*, 589 N.W.2d 515-516 (Minn. Ct. App. 1999).

(15) See *Quadrant Structured Prods. Co., Ltd. v. Vertin*, 102 A.3d 155, 185 (Del. Ch. 2014).

(16) Rima Fawal Hartman, *Situation-Specific Fiduciary Duties for Corporate Directors: Enforceable Obligations or Toothless Ideals?* 50 Wash. & Lee L. Rev. 1761, 1788 (1993).

(17) *Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communications Corp.*, No. Civ. A. 12150, 1991 WL 277613, 1102, 1155 (Del. Ch. Dec. 30, 1991).

(18) *Id.* at 1155, n. 55.

(19) See Ronald W. Masulis, *The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers*, 8 J. Fin. Econ. 139, 169-71 (1980).

突达到极致。⁽²⁰⁾ 此时,作为剩余控制权人的董事的行为规则攸关股东与债权人两大群体的切身利益。詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)在他们著名的论文中把代理成本理论引入公司资本结构的研究框架中,认为当公司大量使用债权融资时,公司中的股东可能会具有机会主义倾向,包括投资决策时选择风险高的项目,如杠杆收购问题,以及代理成本问题,如资本替代、债权稀释、资产专用性等问题,⁽²¹⁾这就产生了债权的代理成本问题。

受到资本结构理论的启发,法律学者们认为法律责任是代理成本的控制机制,因此信义义务结构与公司财务状况密切相关。例如,拉梅什·饶(Ramesh K. S. Rao)等学者认为,当公司财务状况不断恶化,原有信义义务结构所体现的公司权力分配格局可能造成较高的代理成本,需要作出相应的调整。因此,如果公司财务陷入困境,管理层的信义义务开始向债权人转化,而信义义务的转化程度取决于公司财务的恶化程度。⁽²²⁾施瓦茨(Schwarz)同样将公司财务状况与信义义务视为一种动态的关联关系,认为公司资不抵债的程度越深,或导致资不抵债的可能性越大,就应当有越多的信义义务从股东向债权人转移。⁽²³⁾学术界的这一极具启发性的观点使得Lyonnais案中“公司自身”一词被逐步解释为“债权人”,而风险负担理论也成为濒临破产时期董事信义义务转化的又一个理论依据。

二、受益主体:公司、债权人与股东之间的利益平衡

董事信义义务的转化意味着受益主体的变化,然而信义义务的受益主体存在直接受益主体与间接受益主体之分。正如在公司财务状况良好的情况下,信义义务的受益人到底是公司还是股东的问题曾经引发争议一样,对于在资不抵债的情况下董事信义义务受益人是公司还是债权人的问题上,美国早期的判例法观点一直摇摆不定。这一问题的不同立场看似信义义务应当指向公司还是指向股东这一传统争议问题⁽²⁴⁾的翻版,其实不然。公司与股东谁是信义义务受益人的争议源于20世纪30年代股东所有者理论与利益相关者理论之大论战,⁽²⁵⁾它涉及到公司合同理论与公司社区理论,企业的盈利天职与企业的社会责任等观点的对立。然而公司在濒临资不抵债或事实破产情况下董事的信义义务并不直接牵扯这些争议。反之,债权人本身是在利益相关者的范围之内,是社区的“选民”之一,对债权人利益的关照体现的是道德性的社会责任,⁽²⁶⁾因此,与其说这是不同受益主体之间的争议,不如说是同一受益主体范围大小的争议。正如Lyonnais案第55个脚注所表达的,“公司本身”的含义既

(20) 美国学者劳拉林认为,在资不抵债的情况下债权人和股东的利益冲突在以下四个方面表现得尤为突出:第一,董事(管理层)应承担的风险水平;第二,双方为了收回各自投资于公司的权益展开竞争;第三,对公司是停业清算抑或维持经营之间的交锋;第四,对新项目的投资力度。See Laura Lin, *Shift of Fiduciary Duty upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, 46 Vand. L. Rev. 1485, 1489 (1993).

(21) Michael C. Jensen & William Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308-311 (1976).

(22) Ramesh K. S. Rao, David Simon & Sokolow Derek White, *Fiduciary Duty a la Lyonnais: An Economic Perspective on Corporate Governance in a Financially - Distressed Firm*, 22 J. Corp. L. 53, 75 (1996).

(23) Steven L. Schwarz, *Rethinking a Corporation's Obligations to Creditors*, 17 Cardozo L. Rev. 647, 678 (1996).

(24) 参见邓峰《作为社团的法人:重构公司理论的一个框架》,载《中外法学》2004年第6期。

(25) See A. A. Berle, Jr., *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45 Harv. L. Rev. 1365 (1932); E. Merrick Dodd, Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* 45 Harv. L. Rev. 1145 (1932).

(26) See Jonathan C. Lipson, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, 50 UCLA L. Rev. 1189, 1226 (2003).

包括股东,也包括了债权人、职员等其他利益主体。⁽²⁷⁾显然,艾伦法官是一名利益相关者理论和企业社会责任理论的支持者和实践者。

然而,实践表明,在董事信义义务规则上,仅关注公司与债权人在主体范围内的差异极易混淆其中的利害关系。因为将公司看作一个多重利益的共同体,与信义法上信义义务受益人对象的明确性具有内在冲突。对谁都负有责任最终的结果就是对谁都不负责任。为了避免这种模糊性,Lyonnais案之后,出现了一连串令人关注的判例,逐步将“公司利益”扩大解释为纯粹的债权人利益。比起Lyonnais案,1994年的Buckhead案更加鲜明地指出“公司利益”包含“债权人利益”,该案判决认为“如果公司经营濒临资不抵债时,董事会不仅是剩余风险承担者的代理人,也应当对公司企业,包括公司债权人承担义务。”⁽²⁸⁾不过,与Lyonnais案一脉相承的是,Buckhead案在关注债权人时坚定地将董事对债权人的信义义务视为是对公司信义义务的副产品,意指仅仅是间接地对债权人承担信义义务。⁽²⁹⁾而直接将“债权人利益”从“公司利益”中剥离的是德克萨斯州联邦法院1996年判决的Zale案,该案判决认为“特拉华州的法院认识到当公司变得资不抵债的时候,公司的财产就成为代表公司债权人利益的信托资产。此时公司的董事作为信托人负有信义义务保护债权人的财产。违反这一义务会产生债权人的追索请求权。在公司资不抵债时,作为区别于董事对公司的信义义务,特拉华州已经对该义务进行了扩张。”⁽³⁰⁾比德克萨斯州联邦法院的这一判决走得更远的是马萨诸塞州破产法院在1997年判决的Healthco案,该案主审法官昆南(Queenan)认为“当一项交易导致公司资不抵债,或置其于资不抵债的边缘,债权人的权利就应成为最重要的。”⁽³¹⁾该案在范围上大大拓展了董事对债权人信义义务的范畴,完全无视Lyonnais案和Buckhead案中提及的“公司利益”,将债权人利益置于这种状况下的最高和优先地位。此后,1997年佛罗里达联邦破产法院的Shultz案,⁽³²⁾2002年特拉华州联邦地区法院的Hechinger案⁽³³⁾等判例都延续了Healthco案的判决思路。

董事信义义务转化的一系列判例发展到Healthco案达到了顶峰,其中确立的一个理念就是:在公司事实破产乃至濒临破产时期,债权人是董事信义义务的直接受益主体,董事对债权人直接承担信义义务。然而,这样的理论忽略了公司利益的独立性,破坏了公司治理的平衡性,在实践中也导致了债权人对董事直接诉讼的大量增加,对董事合法行使职责和公司日常经营管理秩序造成了威胁,因而备受学界批评。

扭转这一判例法发展趋势的是特拉华州衡平法院2004年的Production Resources Group案。该案完全颠覆了上述判例对Lyonnais案的解读,主要体现在以下三个方面:第一,明确Lyonnais案旨在为董事提供免于股东追责的盾牌,而非为债权人提供对董事追责的武器。Lyonnais案要求董事在公司濒临破产时要全面关照公司全体“选民”的利益而非仅仅股东的利益,因而该案并非赋予债权人对董事追责的新权利,而是为董事提供拒绝股东开展高风险业务的挡箭牌。⁽³⁴⁾第二,澄清公司资不抵债时

(27) *Credit Lyonnais*, 1991 WL 277613, at * 34 n. 55.

(28) *In re Buckhead America Corp.*, 178 B. R. 956, 968 (D. Del. 1994).

(29) Cory Dean Kandestin, *The Duty to Creditors in Near - Insolvent Firms: Eliminating the "Near - Insolvency" Distinction*, 60 Vand. L. Rev. 1235, 1253 (2007).

(30) *Jewel Recovery, L. P. v. Gordon (In re Zale Corp.)*, 196 B. R. 348, 354 - 355 (Bankr. N. D. Tex. 1996).

(31) *Brandt v. Hicks, Muse & Co. (In re Healthco Int'l, Inc.)*, 208 B. R. 288, 300 (Bankr. D. Mass. 1997).

(32) *See Miramar Res., Inc. v. Shultz (In re Shultz)*, 208 B. R. 723, 729 (Bankr. M. D. Fla. 1997).

(33) *See In re Hechinger Inv. Co. of Del.*, 274 B. R. 71, 89 (Bankr. D. Del. 2002).

(34) *See Prod. Res. Grp., L. L. C.*, 863 A.2d at 788.

并非信义义务直接受益对象转化,而是派生诉讼原告资格转化。该案主审法官斯特莱恩(Strine)认为“他们(债权人)被卷入对公司的伤害之中,公司本身遭受的是直接的经济损害,而股东和债权人由此产生的损害纯粹是由此衍生的。公司资不抵债的事实并没有使得债权人直接获得这类请求权,它仅仅是赋予债权人主张这类请求权的资格。”⁽³⁵⁾随之而来的结论就是,在事实破产的情况下,公司依然是信义义务的直接受益主体,债权人仅是间接受益主体,而原本由股东享有的派生诉讼原告资格转而由债权人享有。由此否认了债权人对董事的直接诉讼资格,但赋予债权人在事实破产期间的派生诉讼原告资格,从而一定程度上平衡了公司、股东与债权人的利益。第三,否定在濒临资不抵债情况下债权人具有提起派生诉讼的资格。“濒临资不抵债”是 *Lyonnais* 案的关键特征,对该案的重新解释必然绕不开对该问题进行阐述。*Production Resources Group* 案法官在第 56 个脚注中阐明,对于破产前的行为导致公司破产的,债权人可以提起派生诉讼是没有问题的,但在还没有达到事实破产状态时,债权人是否可以提起派生诉讼则是个复杂的问题。如果允许,则“可能会出现股东与债权人两种对公司最佳利益的概念完全不同的团体共享派生诉讼原告资格的状况”。⁽³⁶⁾基于诉讼中法院在认定“濒临资不抵债”界限中存在困难而造成债权人滥诉的担忧,斯特莱恩法官的态度倾向于否定债权人在这个时段的派生诉讼原告资格。*Production Resources Group* 案确立的理念在随后特拉华州 2006 年的 *Trenwick* 案⁽³⁷⁾、*Gheewalla* 案⁽³⁸⁾、田纳西州 2010 年的 *Sanford* 案⁽³⁹⁾、加利福尼亚州 2009 年的 *BERG* 案⁽⁴⁰⁾ 等判例中得到不同程度的强化。

不过,即便如此,这一问题在全美范围并未完全达成一致。个别债权人友好型的州法院系统,如德克萨斯州法院在 2007 年的 *Vartec Telecom* 案中依然支持在濒临资不抵债的情况下债权人应当具有派生诉讼原告资格,该案认为 *Gheewalla* 案只解决了资不抵债情况下债权人不具有直接诉讼的原告资格而具有派生诉讼的原告资格,在濒临破产的情况下如果认可在这一阶段董事对债权人具有扩张了的信义义务,同样应当认可债权人的派生诉讼原告资格。⁽⁴¹⁾该州在同一年判决的 *Jetpay Merch* 案甚至依然坚持债权人在事实破产期间具有向董事提起直接诉讼的原告资格。⁽⁴²⁾

综上,在董事信义义务转化的受益主体问题上,美国各州法院系统形成了鲜明的两种观点,其中以特拉华州为代表的管理层友好型法院系统在经过前期的观点反复之后,明确了董事信义义务转化之后,公司为信义义务的直接受益主体,债权人为间接受益主体的立场,而这一立场也代表了当前美国判例法的主流观点。以德克萨斯州为代表的债权人友好型法院系统则始终坚持债权人是信义义务的直接受益主体的观点。

需要进一步探寻的是,承认在事实破产状况下董事信义义务应当予以转化,那么这种变化是否影响到股东的利益?即事实破产阶段,董事是否还负有对股东的信义义务?这同样是个棘手的问题。有的法院认为,在事实破产阶段,既然债权人已经成为信托财产的受益人,董事就不应当再代表股东

(35) See *Id.* at 776.

(36) *Id.* at FN56.

(37) See *Trenwick Am. Litig. Trust v. Ernst & Young LLP*, 906 A.2d 168 (2006).

(38) See *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Rob Gheewalla*, 2006 WL 2588971 (Del. Ch. Sept. 1, 2006); *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Rob Gheewalla*, 930 A.2d 92, 2007 WL 1453705 (Del. May 18, 2007).

(39) See *Sanford v. Waugh & Co.*, 328 S.W.3d 836, 846 (Tenn. 2010).

(40) See *Berg & Berg Enters., LLC v. Boyle*, 178 Cal. App. 4th 1020, 1041 (Cal. Ct. App. 2009).

(41) See *In re Vartec Telecom, Inc.*, No. 04-81694-HDH-7, 2007 WL 2872283, at *3-4 (Bankr. N.D. Tex. Sept. 24, 2007).

(42) See *Jetpay Merch. Servs., LLC v. Miller*, No. 3:07-CV-0950-G, 2007 WL 2701636, at *7 (N.D. Tex. Sept. 17, 2007).

的利益。⁽⁴³⁾ 但多数观点认为,事实破产只是将信义义务的受益人范围扩大到债权人并置债权人利益为优先,股东的利益同样存在。⁽⁴⁴⁾ 在现实中,即使公司已经处于资不抵债状态,要求董事完全放弃股东利益也是不现实的。韦斯特布鲁克(Westbrook)在一篇反对信义义务转化的文章中指出,仅仅由于事实破产状态就使得债权人可以完全替代股东成为剩余索取权人,这种认识存在很大的局限性,因为股东的权利不仅仅是剩余索取权,他还有选择管理者的投票权、对公司管理事务的监督权以及对董事违反信义义务的诉讼权利。⁽⁴⁵⁾ 无论公司财务状况如何,如果董事无视股东利益而一味追求债权人利益,股东必然会行使上述权利去选择维护他们利益的董事和管理层,董事也必然有所忌惮。从理论上说,即使公司已经处于事实破产,但在债权人一天没有实现清偿的情况下,股东作为次剩余索取权人的地位就依然存在,故而也不应当丧失其信义义务受益人的法律地位。

三、转化界限:董事信义义务转化的时间节点

事实破产是公司经营中的一个具有重要法律意义的客观状态,因为“仅仅资不抵债事实的存在就可能根本改变公司的权利和义务”。⁽⁴⁶⁾ 这意味着事实破产的时间就是信义义务转化的时间。在美国董事信义义务转化有关的判例的诸多争议中,转化时间节点是其中的焦点问题。如何界定资不抵债本质上属于广义的破产界限或破产原因的范畴,⁽⁴⁷⁾ 而破产界限本来就是破产法理论中的未解之谜。实践中,企业的财务状况是一种动态变化的事实,从财务状况良好到濒临破产再到事实破产,每个可能引起义务转化的节点都需要一个标准来评价,因此界限标准至关重要。在标准确定之前,需要解决的一个前置性问题是,引发信义义务转化的基础事实是行为还是结果?如果是遵循行为范式,意味着董事的争议行为必须发生在事实破产的相应期限区间内,才构成违反信义义务的时间要件;如果是遵循结果范式,则意味着只要结果发生在相应区间内,无论争议行为发生的时间是否在相应期限区间内,都可以构成违反信义义务的时间要件。从美国的司法实践来看,虽然 Healthco 案、Hechinger 案和 Shultz 案等几个案件曾经出现结果范式,但这种观点很快受到强烈批判,因为结果范式可能导致对违反信义义务行为的判断更加困难,被诉的行为可能发生在事实破产时期,也可能发生在财务健康的时期,其后果就是无限向前延长了董事对债权人信义义务的时间范围。因此,即便没有明确说明,至少在特拉华州,行为范式已经基本形成共识。⁽⁴⁸⁾

采取不同的事实认定范式,对信义义务转化时间节点的认定也会产生影响。在通常的行为范式下,最常见的认定方法就是资产负债表测试法和现金流量测试法。而在结果范式下,特拉华州法院曾

(43) See *Arnold v. Knapp*, 84 S. E. 895, 899 (W. Va. 1915).

(44) 有的法院认为,在事实破产的情况下,债权人的利益是第一位的,股东的利益是第二位的。See *Bank Leumi - Le - Israel, B. M. v. Sunbelt Indus., Inc.*, 485 F. Supp. 556, 559 (S. D. Ga. 1980). 也有法院认为,在事实破产时,董事不仅要代表公司与股东的立场,还要代表债权人的立场。See *Committee of the Creditors of Xonics Med. Sys. v. Haverty (In re Xonics)*, 99 B. R. 870, 872 (Bankr. N. D. Ill. 1989).

(45) See Henry T. C. Hua & Jay Lawrence Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 Colum. L. Rev. 1321, 1381-1396 (2007).

(46) Andrew D. Shaffer, *Corporation Fiduciary - Insolvent: The Fiduciary Relationship Your Corporate Law Professor (Should Have) Warned You About*, 8 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 479, 511 (2000).

(47) 韩长印《破产界限之于破产程序的法律意义》,载《华东政法学院学报》2006年第6期。

(48) Rutheford B. Campbell, Jr. & Christopher W. Frost, *Managers' Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, 32 J. Corp. L. 491, 506 (2007).

在 Hechinger 案中运用了“不合理少量资产”标准。

资产负债表测试法(balance sheet insolvency test) 又被称为“破产测试法”(bankruptcy test), 是运用最广泛的判断事实破产的方法。根据该测试法的标准, 如果将债务人的资产少于负债的情况视为破产, 即当公司资产负债表上的净资产为负值, 俗称资不抵债的时候, 该公司就进入事实破产。在判例法上, 资产负债表测试法还有一个更加严格的狭义版本, 它不仅包含资产少于负债这一基本条件, 而且还要具备“企业不具有有能力成功应对资不抵债的合理预期”⁽⁴⁹⁾ 的限制性条件。实务当中资产负债表测试法如何操作常常遇到不小的难题。一方面, 在很多情况下, 公司账本上的资产价值往往高于它们在市场中的实际价值。为此, 采纳资产负债表测试法的美国《联邦统一破产法》特别强调了公司资产需要“经过公平的估值”(at a fair valuation), 而《联邦欺诈性转移法》则强调公司资产应是“具有现实合理转让价值”(the present fair salable value) 的公司财产, 而这些表述本身显然具有一定的不确定性。另一方面, 对于知识产权、商誉、网络客户群等企业的无形资产, 估值更是一个难题。因此, 资产负债表测试法在实践中不可避免地要受到公司资产评估精确性问题的约束。

现金流量测试法(cash flow test) 又被称为衡平测试法(equity test), 该办法将破产定义为无法清偿到期债务。这种测试法关注的是公司是否能够提供足够的现金(可以来自运营资本、储备资产以及其他资金来源) 以偿还已届清偿期的债务。⁽⁵⁰⁾ 在美国, 用现金流量测试法定义资不抵债的有《统一商法典》和 1984 年的《联邦欺诈性转移法》。美国的判例法中现金流量测试法也存在两类样态: 一类是传统定义中所体现的关注公司的现时清偿能力, 即以清偿期届满的债务无法清偿为要件; 另一类则是采取了更宽泛的定义, 不仅关注已届清偿期的债务, 而且关注公司对临近到期债务的清偿能力。⁽⁵¹⁾ 现金流量测试法的优势在于其操作和判断的便捷性, 但其弊端同样十分明显, 因为仅以企业的清偿能力作为破产的判断标准而不考虑其他固定资产和无形资产等因素, 显然是偏颇的。

由于各自侧重点不同, 实践中上述两种测试方法常常会产生矛盾。按照资产负债表测试法计算资产依然多于债务的公司, 在现金流量测试法的评估下可能已经不具有现实的清偿能力。与此相反, 在现金流量测试法评估下尚具有清偿能力的公司, 其所背负的长期债务可能已经超过现有资产。因此, 一些案件同时采用了两种测试方法, 例如在 1992 年的特拉华州的 Geyer 案中, 法院认为事实破产就是“当一个实体在日常的商业活动中无法清偿到期债务, 以及其所负担的债务超过了其资产所具有的合理市场价值时”⁽⁵²⁾ 的状态, 这个案件也被认为是关于“事实破产”概念界定的典型判例。也有学者提出将资产负债表测试法与临近到期债务的现金流量测试法相结合可能是最佳的破产测试法, 因为这种方法更符合信义法为经济困境公司所提供的政策导向。⁽⁵³⁾

如果说事实破产意味着企业因绝症已经病入膏肓, 那么“濒临破产”所体现的就是绝症的早期特征。事实破产的界限尚且如此难以界定, 更不用说“濒临破产”界定的难度。为此有学者断言“没有任何方法可以精确地确定公司的经营状况处于破产边界”。⁽⁵⁴⁾ 上述两种测试法都无法适用于“濒临破

(49) See *Prod. Res. Grp.*, L. L. C., 863 A.2d at 782 n. 28.

(50) See Richard M. Cieri & Michael J. Riela, *Protecting Directors and Officers of Corporations That Are Insolvent or in the Zone or Vicinity of Insolvency: Important Considerations, Practical Solutions*, 2 DePaul Bus. & Com. L.J. 295, 310 (2004).

(51) See *Pereira v. Farace*, 413 F.3d 330, 343 (2d Cir. 2005).

(52) *Geyer v. Ingersoll Publ'n Co.*, 621 A.2d 784, 789 (Del. Ch. 1992).

(53) Robert J. Stearn, Jr. & Cory D. Kandestin, *Delaware's Solvency Test: What Is It and Does It Make Sense? A Comparison of Solvency Tests under the Bankruptcy Code and Delaware Law*, 36 Del. J. Corp. L. 165, 166 (2011).

(54) John M. Sjoval, *What Duty Do Company Directors Owe to Banks and Other Creditors?* 121 Banking L.J. 4, 13 (2004).

产”的界定 因为“濒临破产”是一个模糊且具有动态性的概念。不过 在判例法中 法院为了实现濒临破产阶段董事信义义务的转化 即使没有合适的方法判定濒临破产 仍借鉴了美国联邦破产法中规制欺诈性转让的规则 确立了“不合理少量资产”(the unreasonably small capital)标准。“不合理少量资产”标准在《联邦破产法》中指的是 债务人已经或即将从事的商业交易 可能导致债务人剩余不合理的少量资产。⁽⁵⁵⁾ 这种交易属于《联邦破产法》所禁止的欺诈性交易。该法没有对“不合理少量资产”作出定义 然而判例法中却出现了不少论述:有的关注交易之后公司的持续运营能力,如1992年的Moody案认为,“不合理少量资产”意味着“无法产生足够的利润来支持公司的基本运营”;⁽⁵⁶⁾有的关注的是交易可能产生的债务人破产的必然后果,如1995年的MFS案认为,“不合理少量资产”针对的是一项交易导致财产转让方虽然在技术上仍然具有清偿能力,但注定将要走向破产;⁽⁵⁷⁾有的则关注交易后公司资产减少的情况下为维持运营所具备的信贷能力,如2008年的EBC案认为“不合理少量资产”就是在交易之后公司不再有充足的资本,包括可获取的贷款,来维持公司运营。⁽⁵⁸⁾在董事信义义务转移的问题上,1997年的Healthco案首次运用“不合理少量资产”标准来界定濒临破产,该案判决认为:(不合理少量资产标准)指的是公司财务上处于衰弱状态以至于可以合理预见其即将陷入破产。换言之,一项交易导致公司只剩下不合理的少量资产,由此产生无力清偿的不合理风险,而并不必须具有破产的可能性。”同时判决还指出,“融资收购是否导致公司仅剩余不合理的少量资产,取决于当事公司预留现金流量的合理性。要做到合理,就必须为投资错误留下空间”。⁽⁵⁹⁾虽然法院尽可能地在判例当中对“不合理少量资产”进行界定,但由于概念的模糊性导致在司法实践中法院对这一概念的自由裁量权极大,董事被课以不合理的破产预见义务,因而在适用中备受争议,濒临破产期间董事信义义务是否转化也因此遇到基础性的障碍。

综上,无论哪一种董事信义义务转移时间节点的测试方式都存在一定的缺陷。这些测试法只是提供了不同的判断方式,只有结合个案案情灵活运用才能合理地董事的信义义务转化划定边界。

四、义务内容:忠实义务、注意义务抑或其他

在实体法上,董事信义义务转化的重要问题是 信义义务的内容在转化之后是否发生了改变。通说认为,忠实义务和注意义务是董事信义义务的基本类型。⁽⁶⁰⁾ 忠实义务是指董事不得从事自我利益扩张的行为,一般包括自我交易、超高薪酬、浪费财产、公物私用、篡夺公司机会等行为。⁽⁶¹⁾ 与忠实义务相比,注意义务是一个争论颇多的概念,它指的是董事的行为可能给公司和股东带来损害风险时应当承担像一个理性的谨慎人在同等情况下的行为一样的义务以避免损害的发生。注意义务对董事的善管能力和决策能力具有一定的要求,善管能力要求董事在从事管理事务时应当主动了解相关信息并经过深思熟虑,而决策能力要求董事在作出商业决策时应达到一定的注意程度并掌握一定的技能,

(55) See 11 U. S. C. § 548(a)(1)(B)(ii)(II) (2006).

(56) See *Moody v. Sec. Pac. Bus. Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056, 1070 (3d Cir. 1992).

(57) See *MFS/Sun Life Trust - High Yield Series v. Van Dusen Airport Servs. Co.*, 910 F. Supp. 913, 944 (S. D. N. Y. 1995).

(58) See *EBC I, Inc. v. Am. Online, Inc. (In re EBC I, Inc.)*, 380 B. R. 348, 359 (Bankr. D. Del. 2008).

(59) See *In re Healthco Int'l, Inc.*, 208 B. R. 288, 302 (D. Mass. 1997).

(60) 虽然美国法上曾经经历忠实义务和注意义务的“两分法说”和忠实义务、注意义务与诚信义务(in good faith)的“三分法说”之争论,但最终以特拉华州最高法院承认 good faith 是忠实义务的一部分而告终。“两分法说”成为信义义务分类的主流学说。

(61) Shaffer, *supra* note 46, at 503 - 504.

令人能够合理相信其行为符合公司最佳利益。可以说,忠实义务的目的在于克服董事的贪婪和自利行为,而注意义务的目的在于克服董事的懒惰和无责任心。⁽⁶²⁾

在董事信义义务的受益对象从股东向债权人转化之后,信义义务的内容是否保持不变?是否存在对债权人的特殊的信义义务?这在美国判例法上也存在着不同的观点。一种观点认为,董事的信义义务随着公司财务状况的恶化而转化,义务的内容与转化之前是一致的。最典型的是2008年明尼苏达州破产法院审理的SACC案,该案认为,公司无力清偿导致信义义务受益对象从股东向债权人转移,但“董事与经理所应履行的信义义务的性质和范围并没有改变”。⁽⁶³⁾另一种更占优势的观点认为,在资不抵债状态下,董事对债权人信义义务的类型和范围超越了对股东和公司的信义义务,还包括其他特殊的义务。这种特殊的义务在不同的判例中有不同的论述,例如在Helm Fin公司案中,特殊义务包括不得偏颇性交易资产,促进债权人损失最小化,促进公司长期盈利能力最大化,不得从事可能影响债权人清偿的转移,不得挥霍公司资产或将公司资产置于不合理风险境地等义务。⁽⁶⁴⁾此外,还有一种观点认为,资不抵债时董事和高管的义务实际上类似于债务人经营制度(DIP)中债务人管理层的义务和破产程序中托管人的义务。⁽⁶⁵⁾

如何理解上述三种不同的观点,关键在于明确董事对债权人信义义务规则的基本目标是什么。一般而言,在基本目标的设置上可以根据范围不同划分为三个层次:第一层次是最狭义的层面,即信义义务转化的内容就是忠实义务的核心内容——董事不得从事自利行为,包括禁止欺诈和禁止优先受偿等义务,因而这是一种基础性的目标要求;第二层次属于中观层面,要求董事应当着眼于公司的利益,其目标在于实现公司损失的最小化;第三层次是广义层面,要求董事应当将债权人利益置于首要地位,以实现债权人利益最大化为己任。三个层次的目标分别对应上述三种观点,对债权人保护的强度也依次加大。如何选择信义义务规则的目标需要由立法者或司法者在实践中根据其自身的利益选择和价值判断作决定。但从理论上说,由于公司资不抵债可能使董事从事有损债权人的行为,因此董事在此间对债权人的信义义务必然不应当仅限于第一层次,而第三层次在DIP的状态下,公司所有权人对董事等管理层的控制力减弱,董事的决策需要以破产财团的利益最大化为考量,其信义义务规则的存在环境与事实破产时期有本质区别,因此将DIP状态下与事实破产状态下董事信义义务相混同也是不合理的。事实破产时期董事的信义义务内容除了传统信义义务内容之外,还应当具有特殊性的内容,这与董事在这一特殊时期受到不当激励而产生债权的代理成本问题息息相关。从经济学家的研究成果中,这种特殊性可以得到一定程度的展现。经济学上的资本结构理论认为,在公司财务恶化的状态下,股东与债权人之间的利益冲突最为尖锐,因而,有必要将在此期间管理层可能从事的一系列侵害债权人权益的行为,包括逃避义务(shirking)或不尽力(inadequate effort)、投资不足(under-investment)、资产替代(asset substitution)、稀释债权(diluting creditor's claims)以及过度支付红利的行为(excessive dividend payouts)等纳入董事信义义务的规则之中。⁽⁶⁶⁾

逃避或者不尽力行为指的是董事等公司管理层在公司负有对债权人支付固定利息义务的情况

(62) 施天涛《公司法论》法律出版社2014年版,第421页。

(63) *In re Sec. Asset Capital Corp.*, 396 B.R. 35, 40 (Bankr. D. Minn. 2008).

(64) *See Helm Fin. Corp. v. MNVA R.R.*, 212 F.3d 1076, 1081 (8th Cir. 2000).

(65) *See John A. Pearce II & Ilya A. Lipin, The Duties of Directors and Officers within the Fuzzy Zone of Insolvency*, 19 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 361 (2011).

(66) Razeen Sappideen, *Fiduciary Obligations to Corporate Creditors*, J.B.L. 365, 367-369 (1991).

下,没有去积极发展有利于公司债权人利益的事业,而是集中精力去从事对债权人利益毫无益处或无法与债权人分享利益的投资,最终导致债权无法获得优先受偿的机会。⁽⁶⁷⁾

关于投资不足问题,梅耶斯(Myers)认为,如果一个企业的实体价值是由未来投资机会所体现出来的无形资产组成的,则一旦该企业负担大额债务,管理层可能不会从事在近期能够产生净资产增值从而有利于保证债权人收益的项目。⁽⁶⁸⁾

关于资产替代问题,詹森和麦克林将其视为是债权代理成本的一个重要成因。因为一个企业在负债之后,股东基于有限责任制度的保护机制,有强烈的动机去从事比债权人所期望的或债券合约中约定的更具有冒险性的商业项目。当这样的冒险成功之后,股东和公司可以由此获得更高的收益,而一旦失败,债权人就需要为此买单。⁽⁶⁹⁾因此,资产替代的内涵实质是用有利于股东而不利于债权人的高风险资产去替代债权人可预期但对股东而言无利可图的低风险资产。

稀释债权的行为在现实中较为普遍,即公司通过增加新的债权,来稀释旧的债权对公司剩余索取权的清偿比例。如果公司财务状况良好,新债权的产生并不会对旧债权人产生多大的影响,但一旦公司财务状况恶化,新债权的加入实质就增加了一个“吃蛋糕的人”,导致旧债权请求权被削弱。⁽⁷⁰⁾此外,如果新的债权融资具有较高的利率,且用于更高风险的投资,则对旧债权人的潜在损害也会更大。

过度支付红利的行为是既成的稀释债权行为。如果向股东支付过度的红利,则意味着公司的流动资金等债权人未来可得以清偿的资产就会被不合理地过度消耗,这一方面导致债权人未来请求权可能减弱,另一方面也导致公司的发展需要更多地依靠外部新的债权融资来提供资金支持,进而从另外一个层面上加剧债权稀释的后果。⁽⁷¹⁾

五、防御规则:经营判断规则与章程免责条款的适用

董事信义义务的受益主体由股东向债权人转化,必然伴随着一个针锋相对的命题,即董事具有哪些可以对抗违反信义义务指控的免责事由。在美国的判例法上,与董事对债权人信义义务的争论如影随形的免责事由是经营判断规则和章程免责条款。

经营判断规则是公司的董事和高管无须对其善意的商业决策所产生的后果承担责任的一个“安全港”规则,保护董事免于遭到违反信义义务的指控。经营判断规则常与董事的注意义务相关联。在董事与决策事项不具有利害关系,并充分掌握决策信息,且理性地相信该决策符合公司最佳利益的情况下,即可推断该董事所作出的善意商业决策可被法院认定为符合注意义务的要求,受到经营判断规则的保护。⁽⁷²⁾不过,虽然经营判断规则有上述多个判断标准,但它本身仍然难以精确定义。⁽⁷³⁾在公司临界破产的状态下,公司的财务状况本身是影响商业决策的重要事实,是否适用、如何适用经营判

(67) *Id.* at 367-368.

(68) S. C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, 39 *The Journal of Finance* 574, 589 (1984).

(69) Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305, 332-334 (1976).

(70) Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 *J. Fin. Econ.* 117, 118 (1979).

(71) Sappideen, *supra* note 66, at 368.

(72) Dennis J. Block et al., *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*, 29 (3d ed., 1989).

(73) 邓峰《普通公司法》中国人民大学出版社2009年版,第520页。

断规则就更加充满变数。一些在普通情况下可以通过经营判断规则免除个人责任的商业决策在破产临界状态下则可能得出完全相反的结论。例如,当公司事实破产时,董事若一味追求股东利益的最大化而不顾债权人的利益,则可能不受经营判断规则的保护,需要付诸实质性的评估才能判断其是否违反信义义务。⁽⁷⁴⁾ 这一问题的本质需要再次结合信义义务受益主体是谁的问题来进行分析,即董事援引经营判断规则所抗辩的对象是谁,是股东抑或是债权人?我国有学者认为,美国判例法上在公司无偿付能力时对董事运用经营判断规则进行抗辩的要求更加严格。⁽⁷⁵⁾ 实际上,该观点并未深入分析经营判断规则的抗辩对象问题。如果董事抗辩的对象依然是股东,那么董事在资不抵债期间从事的不利于股东但有利于债权人的商业决策是可以免于股东追责的,这意味着经营判断规则的适用被扩大了而非更加严格。正因为容易产生这种混淆,Production Resources Group 案的法官才特别强调“即便企业濒临资不抵债时常被解读为产生了与债权人有关的新的权利规范,但此时的董事也有权代表股份持有人的利益去挑战风险。Lyonnais 案的判决精神清晰表明,只要董事秉持善良诚信原则去开展风险较小的商业项目是因为其担心过度风险的项目将使公司无法履行对债权人和其他利益相关人的责任,则他就可以受到商业判断规则的保护。”⁽⁷⁶⁾ 可见,只要董事能够以公司利益最大化为宗旨行事,除非涉及违反忠实义务的行为,否则其所作出的决策都有可能得到经营判断规则的保护。

章程免责条款是一般情况下董事违反信义义务之后免于承担赔偿责任的又一个防御工具。美国的公司法基本都是授权性的,即各州的公司法授权公司章程可以改变公司法的一些默示规则。不过,由于信义义务属于强制性规范,因而一般情况下不能通过公司章程豁免,但违反信义义务(不包括忠实义务)之后的金钱赔偿责任还是可以通过公司章程进行限制乃至取消。⁽⁷⁷⁾ 因此,章程免责条款往往和经营判断规则一样,成为董事的护身符。在章程免责条款是否可以豁免董事对债权人的信义义务问题上,需要讨论的是,章程免责条款作为公司内部赋予董事经营决策的免责规则,对作为外部人的债权人是否具有效力?这一争论在 Production Resources Group 案中即有所体现。该案法官明确,信义义务指控的权利本质上仍然是属于公司的权利,因此章程免责条款依然可以适用。当然,如果董事从事的是故意违法行为或不公正的自我交易等违反忠实义务的行为,章程免责条款就无法在债权人派生诉讼中成为董事的保护伞。⁽⁷⁸⁾ 上述观点的理论依据就在于,既然在派生诉讼中直接受益主体是公司而非债权人,因此公司章程中的免责规则就当然适用,而无须考虑债权人是公司外部人这一因素。

根据董事对债权人信义义务判例法的新近发展,Production Resources Group 案、Trenwick 案和 Gheewalla 案等标志性案例都将经营判断规则或章程免责条款作为保护董事免受违反信义义务追责的理由,从而“鼓励董事善意地进行具有一定风险性但能够潜在实现价值最大化的商业决策”,⁽⁷⁹⁾ 减轻董事的信义义务负担。这些案件的判决获得了良好的反响,表明法院的判决是依据管理层勤勉、善意的工作,而非后见之明,因而使得规则具有明确性和可预见性。⁽⁸⁰⁾ 由于经营判断规则和章程免责

(74) Frederick Tung, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, 57 Emory L. J. 809, 848 (2008).

(75) 参见容纓《论公司法上的商业判断规则》载《比较法研究》2008年第2期。

(76) See *Production Res.*, 863 A.2d at 787-788.

(77) [美]弗兰克·H. 伊斯特布鲁克等《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社2016年版,第347-348页。

(78) See *Production Res.*, 863 A.2d at 775, 795.

(79) See *Production Res.*, 863 A.2d at 777.

(80) See Anna Manasco Dionne, *Living on the Edge: Fiduciary Duties, Business Judgement and Expensive Uncertainty in the Zone of Insolvency*, 13 Stan. J. L. Bus. & Fin. 188, 208 (2007).

条款的广泛适用,使得董事对债权人的信义义务更多指向忠实义务及其他特殊义务,法院也更侧重于审查董事是否存在主观上的恶意逃避债务或不合理的高风险投资行为。

六、启示与借鉴

英美法上的董事信义义务在我国存在一定的制度移植成本,其原因在于信义法是根植于英美判例法传统之中,而我国公司法主要继受的是大陆法规则,由于法院创造规则的能力有限,因此涉及到公司利益冲突的规则大多具有强制和形式主义色彩,⁽⁸¹⁾信义义务这一类具有极强自由裁量权性质的法律规则大多为原则性条款,难以发挥较大的行为指引作用。在董事信义义务转化问题上,无论是在我国法律条文还是司法实践中都难寻其踪影。不过,当前我国公司法制和实践中面临的一些新问题,提示我们美国判例法上事实破产期间董事对债权人负有信义义务的法理具有重要的借鉴意义。

从外部经济环境方面看,全球性经济衰退阴霾始终挥之不去,我国经济发展步入“新常态”,经济下行压力导致不少企业陷入财务困境,而长期以来破产渠道不畅也导致“僵尸企业”问题成为当前微观经济领域的热点话题。根据美国的经验启示,企业进入事实破产之后,“如果允许董事只为股东的利益服务,则必然会产生具有僵尸企业特征的风险性经营行为,导致股东获得正向收益,而债权人承受反向风险”。⁽⁸²⁾因此,董事信义义务转化规则有助于制约管理层的经营行为,化解僵尸企业所聚集的内部和外部风险。

在内部制度环境方面,我国因应全球性公司资本制度改革的浪潮,于2013年废除法定资本制而改采认缴登记制后,引发了学界对债权人保护问题的担忧和讨论。⁽⁸³⁾未来公司法制的健康发展需要更加关注债权人利益的保护,而保护的路径须摒弃以往对静态资本信用的依赖,转而寻求关注更为动态而客观的公司财务状况。然而当前我国法上对公司债权人的保护依然停留在《合同法》、《企业破产法》等传统法律规则层面,而我国《公司法》和《企业破产法》上的债权人保护机制也都未能充分考虑到在事实破产乃至濒临破产状态下股东与债权人之间的矛盾最为尖锐时如何防止董事为了股东利益而侵害债权人利益的行为,存在一定的制度空白。

值得一提的是,我国《企业破产法》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。”这一条文或许是我国法上最接近董事对债权人信义义务规则的法律条文,然而这里的忠实义务、勤勉义务与《公司法》第147条规定的忠实义务和勤勉义务是一致的吗?董事、监事或高级管理人员应当对谁承担民事责任,公司、股东、债权人抑或破产管理人?具体应当承担什么样的民事责任?这种民事责任通过怎样的诉讼机制来实现?这些问题都无法在法条中找到答案。我国《公司法》在信义义务受益主体问题上十分鲜明地指向“公司”,毫无疑问公司应当是管理层信义义务的直接受益主体,但是,如果公司始终不去问责违反信义义务的管理层,又迟迟未能进入破产程序,债权人似乎也只能无能为力,这是当前公司法规范与实践相脱节的重要问题。

(81) 邓峰《公司利益缺失下的利益冲突规则——基于法律文本和实践的反思》,载《法学家》2009年第4期。

(82) Daniel Waxman, *Playing with House Money: Directors' Fiduciary Duties in a Distressed Corporation*, 49 Wake Forest L. Rev. 1193, 1199 (2014).

(83) 参见蒋大兴《质疑法定资本制改革》,载《中国法学》2015年第6期;黄辉《公司资本制度改革的正当性:基于债权人保护功能的法经济学分析》,载《中国法学》2015年第6期。

美国法上董事信义义务转化的判例法理可以为我们解决上述问题提供一些借鉴,未来我国法制对于公司债权人的保护需要更为精细的制度设计,仅仅是概括性的原则性条文无济于事。笔者认为,以下几点或可作为未来法制完善努力的方向:

第一,确立“事实破产”的概念。从理论上讲,“事实破产”是判断董事对债权人信义义务的核心概念。虽然美国法上曾经出现“破产边缘”、“临界破产”等概念,但在2005年以后,主流的判例法观点认为,只有进入到事实破产的阶段,债权人才能成为董事信义义务的受益主体。如何界定事实破产概念是这项制度得以实施的关键,而事实破产概念的界定涉及到破产法上争议颇多的“破产界限”理论。因此,未来“破产界限”认定的实践操作和董事对债权人信义义务制度的实现必然与破产法理论密切相关,同时破产界限的认定不应仅从法律的视角进行研究,还应当更多地关注公司财务理论在操作层面上的研究成果。⁽⁸⁴⁾就实践而言,解决我国当前微观经济中“僵尸企业”的问题需要法治化的解决路径,而“僵尸企业”生存状态的实质就是“事实破产”,将“僵尸企业”中的一系列问题置于“事实破产”这一法律概念的框架之下去研究和解决,也许更有助于有效发挥法律对经济的调整功能。

第二,债权人派生诉讼制度将成为未来公司法与破产法理论和实践的前沿问题。美国法律研究院1994年颁布的《公司治理原则:分析与建议》§7.02(a)规定“债权人(包括不可转换债券的持有人)不可对有偿债能力的公司提起派生诉讼。”⁽⁸⁵⁾可见,传统理论认为,派生诉讼的原告资格仅归属于股东,债权人与派生诉讼并无关联。然而该条款的规定预设了一个前提条件——“对有偿债能力的公司”。如果是对无力偿债能力的公司,债权人是否具有派生诉讼资格?按照前文所分析,既然在理论上债权人和股东一样可能成为信义义务的间接受益主体,那么债权人同样有资格成为派生诉讼的适格原告。在Lyonnais案之后,债权人派生诉讼已经大量出现在美国的司法实践中。由于债权人派生诉讼的特殊性,它只能存在于事实破产阶段,具体方式是债权人以公司的名义通过诉讼方式制止董事实施侵害公司利益的行为,因而在适用的时间节点上有严格的限制。不过,包括美国学术界在内,至今对债权人派生诉讼的专门研究成果亦不多见。未来随着实践的积累和总结,该制度可能会随着信义义务理论的发展而引起更多的关注。在我国法上,债权人派生诉讼的类似法律机制包括公司法上的代位权,公司法上的归入权以及合同法与破产法中的撤销权等制度,如何借鉴债权人派生诉讼的法理,改造并充分地运用这些现有的法律制度来维护公司债权人利益,是未来强化债权人权益保护的新路径。

第三,董事信义义务规则应当精细化和多样化。本文的论点表明,信义义务作为一种控制代理成本的法律机制,并非僵化不变。公司财务状况的变化,会导致信义义务规则的间接受益主体由股东向债权人转化,且在义务内容上也可能发生调整。而除了本文论题中信义义务受益主体由股东向债权

(84) 根据公司财务理论的研究成果,在“事实破产”的判断方式上,资产负债表测试法和现金流量测试法仅仅是最原始的判断企业财务困境的方式。奥尔特曼(Altman)在1968年提出Z值模型来解决如何确定资不抵债这一财务难题。Z值由五个变量组成,Z1为营运资金/资产总额,Z2为留存收益/资产总额,Z3为息税前利润/资产总额,Z4为股权市场价值/负债账面价值总额,Z5为销售收入/资产总额,并分别赋予各变量相应的权重,最终根据计算结果得出企业财务状况。See Edward I. Altman, *Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta Models* 7 (N. Y. Univ., Working Paper, 2000), available at <http://www.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>. 拉乌(Lau)在1987年提出了“五状态财务困境预测模型”,将企业财务状况分为财务稳定、无法支付股利或股利同比减少40%、无法偿还贷款、受破产法保护、破产五个阶段,并设计了比Z值测试模型更多类型的测试指标和检验模型。See Amy Hing-Ling Lau, *A Five-State Financial Distress Prediction Model*, 25 (1) *Journal of Accounting Research* 127, 127-138 (1987).

(85) [美]美国法律研究院《公司治理原则:分析与建议》(下卷)楼建波等译,法律出版社2006年版,第555页。

人转化,实践中还存在另一种信义义务转化的场景,即间接受益主体转化为直接受益主体的情况,如公司控制权交易中,股东应由信义义务的间接受益主体转化直接受益主体,这是因为一旦外部人对公司的要约收购成功,极有可能对董事会进行改组,进而影响董事在公司的任职前景,因而董事此前可能采取各种措施抵制要约收购,造成股东现实利益的损失。⁽⁸⁶⁾可见,董事的信义义务规则需要根据商事活动中交易成本在商事主体之间配置的变化而进行动态调整。与此同时,现代公司的金融化趋势决定了现代公司的治理结构与传统公司相比已经发生天翻地覆的改变。由于公司参与主体类别的多样化,无论是股东,还是债权人,抑或董事、高管、监事,每一类主体自身都具有或多或少的“异质化”特征,都可能存在不同的利益诉求。股东有普通股股东和类别股股东,债权人有优先债权人和普通债权人,董事也有内部董事和外部董事之分。即使是普通债权人,也有消极债权人和积极债权人以及内部债权人和外部债权人之分。不同利益诉求,决定了董事对债权人信义义务的规则也不可能是整齐划一的,需要具有一定的相对性和灵活性。因而,法律规范中的信义义务规则需要在司法实践经验的积累和对国外经验的借鉴中实现精细化和多样化,以便更为精确和有效地发挥控制代理成本的制度功能。

The Legal Structure on the Shift of Directors' Fiduciary Duty: Focusing on the Unites States' Case Law

Chen Ming

Abstract: Since 1990s, the consistently worsening situation of the company's financial status leads to the shift of directors' fiduciary duty from shareholders to creditors as beneficiary in American case law. This phenomenon has been considered as "a philosophical revolution in the corporate law". The legal foundation of the shift above base not only on the traditional Trust Fund Theory, but also on the newly developed Risk Theory. The content of the shifted directors' fiduciary duties is not only targeting at the traditional duty of loyalty and duty of care, but also including some special obligations that are rooted from the toughest period relating to the equity - debt contradiction during the period of factual bankruptcy. However, if directors have the goodwill to make any valuable business decision, the business judgment rule and the exculpatory provisions in charter can still be the shield for the charge of breach of fiduciary duty. In our national system, the concept of "factual bankruptcy" should be established, and then we should adopt the theory of creditors' derivative suit if the creditor is deemed as an indirect beneficiary. At the same time, corporate law rules should be particularized and show the dynamic nature of fiduciary duties, so that to make the controlling function of the agency cost more effectively.

Keywords: director; creditor; fiduciary duty; factual bankruptcy; creditor's derivative suit

(责任编辑: 幸颜静)

(86) 黄朝琮《受托义务之对象》载《政大法学评论》第145期(2016年)。