

注意义务的任务与极限： 公司法的信义义务与 金融风暴的省思

林建中*

目次

一、前言

二、公司法上的注意义务：意义与发展

- (一) 注意义务的基本逻辑与假设：商业判断规则，DGCL § 102(b)(7)，以及“标准导向”的方法
- (二) 具体案例中的实践：金融风暴前的情况
- (三) 金融风暴后的注意义务：*In Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation* 一案对于系统性疏于监督的解读
- (四) 2010年《多德-弗兰克法案》之后的 *JPMorgan Chase Whale Trades* 弊案

三、注意义务的几个基本问题

- (一) 注意应该是“量”的问题或“质”的问题？
- (二) 谁有更好的能力监督体系内的危机与解决方式、与诱因的调整

四、结论：特拉华模式的再思考与金融危机后的挑战

关键词 监管 金融风暴 注意义务 自我管理

一、前言

2008年金融风暴发生之后，许多批评的意见都认为这是现代金融资本主义的警钟。而作为始作俑者的众多巨型金融机构，也都被认为从根本上需要全新且大幅度的规制，才能避免类似的情况再度发生。然而，正如同许多指责观点背后所指出的那样，为何精熟于金融操作的各大金融机

* 台湾交通大学科技法律研究所助理教授、法学博士。

构,会在2008年的风暴中疏忽至此,而无法预见或避免类似规模的灾难?作为第一线的金融机构的管理阶层是否、或为何欠缺他们应该有的注意?以及主管机关对于现代巨型公司的监管到底有何欠缺?这些问题一直是人们在对金融风暴进行反省时无法回避的基本课题。换个角度来说,所有对于未来的论述,都必须从当下和过去开始探讨;对于金融风暴的宏观上的理解与预防,也必须从构成经济活动主体组件的公司所面临的管制形态开始,搭配对微观上现代公司法中构成最基础限制的董事义务的深入分析,才能知道问题的正确走向。这构成了本文从董事的注意义务出发进行分析的基本原因。

传统上,对公司行为的规制,一般可区分为公司系统内的规制、市场规制与政府规制三类。系统内规制,指的是公司内部组织法上的约束,包括管理人/董事受到资本主/股东选举(shareholder democracy)与信义义务(fiduciary duty,或称忠实义务、信赖义务或受托义务)的双重规制,公司董事对于专业经理人的监督,以及公司内部管理链间的相互通知、回报、决策、执行、监督等。市场规制指公司的行为,即便在逸脱公司内部的管理的情况下,相当程度上仍受市场力量(包括商品市场与资本市场)的拘束;亦即,公司内部管理阶层的不当、违法或不合理行为,仍取决于市场条件所容许的限度。当公司在各种市场上(特别是资本市场、人才市场、产品市场)面对竞争时,市场的压力将发挥监督的功能,不同程度上发挥限制公司不当行为的作用。最后,国家(广义上包括母国、地主国与其他跨国性组织)作为法规制定者,也在各式各样的领域中对公司行为进行外在管制。其中包括环境上的义务、证券法上的义务、竞争法上的义务、商品安全甚至税法上的义务等等。简言之,公司的行为(或者说如何避免公司出现危害性的后果)同时受到三方面的限制或管制,以规制作为资本集合体的公司,在经济与社会上的活动。

而公司法中,下属于信义义务的注意义务(duty of care),在中间一直扮演特殊的角色。传统上,注意义务是信义义务的分支,属于公司内部自我管理的一环,具体义务内容上回到代理法之逻辑以本人的指示与最大利益为基本依归,而不及于未具体指示或与本人利益相违背的范围。但理论上,注意义务有可能——事实上也经常被认为——同时与市场规制与政府管理的领域重叠。例如在公司法中,可能会推导出董事有义务,去注意公司行为在市场竞争或法规遵守上的各种行为,以谋求公司利益的最大化;从另一个角度,董事的注意义务也可能扩及公司的守法责任与市场竞争下的存活能力;亦即假如公司有违反政府管制或不去注意商业风险等市场竞争因素的情况,董事就可能会被认为有违反注意义务的问题。

此类重叠或横跨所反应出的问题,在于三个管制面向间的界线变得相对模糊;特别是董事的角色变成在三个类型的制约中都会出现时。但仔细思考,这种做法同时解决也创造了不同的问题:就解决的问题来看,假如不这样解释,很可能出现公司会有意识地忽视政府管制,以追求利益的最大化;是以这样解释,是确保政府法规管制有效的合理结果。但创造出来的问题,除了之前所提及的三种管制面向间的界线模糊外,更大程度上是具体执行标准无法一致或合理的问题。而这一组两难,在金融风暴下,更加明显。

本文的出发点,是希望以注意义务的角色定位的困扰性为问题意识,讨论公司法上注意义务在现代结构下应该有的合理功能,并进一步理解此一路径所面对的限制。方法上,本文将以美国几个对于董事注意义务的案例演进为主轴,去分析注意义务应有的功能与界线。最后,搭配金融风暴的背景,藉由检查2011年的*Citibank*案例中特拉华法院的分析,去理解注意义务是否是金融

风暴的解答;或若不是的话,答案可能会是什么。^{〔1〕}

二、公司法上的注意义务:意义与发展

(一) 注意义务的基本逻辑与假设:商业判断规则 DGCL § 102(b)(7),以及“标准导向”的方法

首先,在特拉华州公司法中,公司董事会关于商业的决定,一般而言受到商业判断法则(Business Judgment Rule)的保护。原则上,在特拉华法下,依据现行认定方式,并不会因为最后执行的结果发生负面的结论,而影响对于行为是否违反信义义务的判断。特别就信义义务中的注意义务,倾向以程序的审查代替实质审查,并藉此方式提供给受托人(在公司法的层面下指公司董事及高阶经理人)更多的保护,以及独立进行专业的商业判断的自由空间。^{〔2〕} 换个角度,也正因为专业独立商业判断的重要性,特拉华法才会赋予受托人相当高的保障,以保护其决定不受股东杂乱而不同的意见左右。

然而,特拉华州对于公司法的信义义务,基于传统上非成文法的特征,在解释上的弹性一向被认为是其关键特色之一。利用解释与适用上的弹性,特拉华州法院可以将公司法(特别是信义义务)调整成可适用于原先无法预测的情况,因而透过其非定性的特征,能够扩大它对于不同的情况的适用力。^{〔3〕}

大体上,不同于忠诚义务(duty of loyalty)仅局限于特定的利益冲突行为(例如盗用公司的资产或机会,在自身与公司交易的情况下订立显失公平的条款等),注意义务所涵盖的面向更为广泛。特拉华公司法上的注意义务要求受托人在执行受托事务时,必须具备“一个正常谨慎的人在相同或类似情况下应有的注意(the care of an ordinarily prudent person in the same or similar circumstances)^{〔4〕}”。但值得注意的是,尽管定义上有着广大的打击面及类似于侵权行为中常见的过失原则,但实际上,注意义务的诉讼出现频率却远比忠诚义务诉讼低。之所以如此,基本的原因主要是在特拉华公司法中有前述商业判断法则的存在,阻绝了大多数过失所致的不当行为被追诉。但其真正的逻辑基础,是避免董事或公司经理人在决策中,因担心过失而变得过于保守,以致根本上因太谨慎或瞻前顾后丧失商业机会或投资所需的冒险精神。^{〔5〕}

〔1〕 本文所指的美国法,主要系以特拉华州(Delaware)公司法及该州衡平法院(Court of Chancery)与最高法院的判决为主要依据。至于特拉华州公司法对于美国公司法的重要性及领导地位,应为相关领域法律人士熟知。举例而言,根据2013年3月的资料,全美国500强的公司中,有64%是特拉华州公司。同时,全美国一半以上的公开发行人,也都是特拉华州的公司,而适用特拉华法的管辖。State of Delaware, Department of State, Division of Corporations, About Agency, available at <http://corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>(最后访问时间2013-04-14)。同时,特拉华州也被誉为是“The Mother Court of corporate law”, see *Kamen v. Kemper Fin. Servs., Inc.*, 908 F.2d 1338, 1343 (7th Cir. 1990), rev'd on other grounds, 500 U.S. 90 (1991)。

〔2〕 商业判断规则在特拉华公司法中,其究竟是作为实际责任的归属原则,或是程序性的审查门坎,有不同的理解。相关的讨论,主要可参见 Stephen M. Bainbridge, “The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine”, 57 *Vanderbilt Law Review* (2004), 83.

〔3〕 相关的一个特征,在于因需要弹性解释以适应复杂环境下,受托义务本身欠缺明确的界线,因而使得在执行上,权利与义务双方都有着一定不确定性。此一特点,相较于契约上的义务,就更为明显。See Kelli A. Alces, “Debunking the Corporate Fiduciary Myth”, 35 *The Journal of Corporation Law* (2009), 239, 241.

〔4〕 William T. Allen et al., *Commentaries and Cases on The Law of Business Organization*, 4th ed. (New York: Aspen Publishers, 2012), p. 217. 此一标准源自于英国早期18世纪的案例,当中要求公司经理人具备“合理的勤勉(due diligence)”。Id., p. 218.

〔5〕 Id., p. 218, pp. 231-232.

特拉华公司法对于公司内董事及经理人因注意义务所受诉讼主张采取相对保守的态度,一方面透过法院以商业判断法则的阻绝,避免以事后的观点,去猜测公司经营者的商业决定。同时,另一方面,在实定法上也贯彻相同的逻辑。在实定法部分,特拉华普通公司法(Delaware General Corporation Law, DGCL)中第102(b)(7)条,允许公司以章程明定的方式免除董事的注意义务。在选择以章程免除的情况下,依据特拉华法,基本上公司内董事及经理人因注意义务而被法律追诉,只有在故意或欠缺诚信(not in good faith)的情况下,才会被认为有法律责任。^{〔6〕} 而此一立法,在执行上也为大多数公司采用,结果也使得实际中注意义务的违反的案例非常稀有。

(二) 具体案例中的实践:金融风暴前的情况

在实际案件决定上,特拉华法院大体虽维持此一偏向宽松的态度,但个案上仍有变化。首先在20世纪80年代中期之前,判决上所普遍遵循的主要是与 *Aronson v. Lewis*^{〔7〕} 一案类似的观点。在此观点下,特拉华法院认为特拉华公司董事的注意义务,其判断标准为“重大过失(gross negligence)”,亦即董事作为公司最终的管理决定者,其决策所需承担的注意程度,受到一定的保护;必须对于该决策的注意欠缺,有达到重大过失的程度,才会被认为其违反注意义务。但此一态度,在20世纪80年代中期之后,由于面对不同案型的挑战,开始逐渐产生一些推移。首先在1985年著名的 *Smith v. Van Gorkom*^{〔8〕} 一案中,法院就倾向严格审查,对于董事未能在并购案中主动探求相关信息,过度依赖CEO单方提供的信息,而急促地进行并购的情况,认为董事会违反了注意义务,因此认为董事个人需负赔偿义务。^{〔9〕}

其次,1996年特拉华衡平法院另一个重要案件 *In re Caremark International Inc. Derivative*

〔6〕 该段全文如下:“(b) In addition to the matters required to be set forth in the certificate of incorporation by subsection (a) of this section, the certificate of incorporation may also contain any or all of the following matters: . . .

(7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director; (i) For any breach of the director’s duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title.”

Del. Code Ann. tit. 8 § 102(b)(7) (2011).

此一立法,是在1985年 *Smith v. Van Gorkom* 一案后,为针对特拉华法院在该案中对于董事注意义务的严格解释,立法机关所为的补救调整。相关历史与讨论,可参见 Allen et al., supra note 〔4〕, pp. 234-235.

〔7〕 473 A.2d 805 (Del. 1984).

〔8〕 488 A.2d 858 (Del. 1985).

〔9〕 本案相当程度上引起了许多纷争,同时也被认为是之前宽松审查标准的一个逆转。而现阶段比较主流的见解,认为对本案的理解,不应该从注意义务与过失的观点,而应该是由合并收购案件中整体董事义务的观点,来观察 *Van Gorkom* 一案。See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, “Trans Union Reconsidered”, 98 Yale Law Journal (1988), 127, 138.

另关于特拉华公司法中注意义务的介绍,由于篇幅所限,本文无法详尽。相关注意义务的历史回顾及一般介绍文献,可参阅 Stephen J. Lubben & Alana Darnell, “Delaware’s Duty of Care”, 31 The Delaware Journal of Corporate Law (2006), 589, 594-617.

Litigation,^[10]进一步处理注意义务与监督失职之间的问题。本案所涉及的是 Caremark 公司股东诉讼成立后和解的审查,相关背景如下:涉案的 Caremark 公司,业务中很大的部分包括接受医院或医生的转介,帮被转介的病人提供健康照顾等服务,Caremark 公司并从病人的保险人(包括 Medicare 及 Medicaid)等第三人处获得给付。法律上,上述业务需受到反医疗转介费用法(Anti-Referral Payments Act)规范,接受转介的健康照顾提供者,被禁止对相关业务的从业人员——特别是转介病人的医院或医师——提供任何形式的报酬或对价。Caremark 公司在明知此限制下,仍与多家医院及医师订立所谓“服务契约”,让医院或医生提供包括顾问或研究的服务,而由 Caremark 支付研究或顾问费。此类服务契约一方面涉嫌违反反医疗转介费用法的相关规范,同时也违反了该公司内部所自行制定的行为准则。另一个关联的背景,是 Caremark 公司前身早在 1991 年时,其实已因为类似行为而遭到主管机关美国卫生及公众健康部(Department of Health and Human Service, HHS)调查,并由主管机关明确禁止其在将来继续采用类似服务契约。而在 1991 年的调查后,Caremark 公司内部也发布了更严格的管理规则禁止相关行为,并建立直属于董事会的道德委员会,强化外部稽核人员的管控以及持续员工教育,以禁止公司违法情况再度发生。

尽管如此,在 1994 年 8 月,主管机关还是发现 Caremark 公司一连串涉嫌有偿引诱转介的行为,其中包括给付单一医生高达 110 万美元转介费的情形。最后,Caremark 公司与司法部及其他机关共同达成了认罪协议,承认 mail fraud 的指控,并同意缴付 2 亿 5 千万美金的民事及刑事罚金。对此数字不满的股东认为 Caremark 的董事疏于注意而监督公司业务不力,导致公司受损,因而以董事违反信义义务为由提起诉讼;案件成立后,双方另行达成和解,之后交由衡平法院在本案中,审查和解的合理性。

特拉华衡平法院首席法官威廉·T. 艾伦(William T. Allen)在审查意见中,首先认为系争公司的董事会对于违规事件并不具体知情;其进一步指出,就类似情形下,法律理由上,要认为董事违反信义义务,必须要公司内部有“长期或制度性的”监督不足(a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight),使董事会自己并未具备一定的信息,而对于公司所可能进行的违法事项,处于不知情的状态,才能被认为是构成欠缺诚实信用因而构成董事的个人责任(will establish the lack of good faith that is necessary condition to liability)。^[11] 本案中,并无证据显示 Caremark 公司在内部监督、通报系统或董事进行实际监督上,有出现持续性的疏漏,同时公司内部的通报系统大体上仍能被认为有合理运作,并可认为是公司董事为实践其监督义务的合理努力,因而认为本案被告并未违反其对公司应负的注意义务。因此,斟酌公司与提起诉讼的股东间所达成的和解协议内容,应认为属公平且合理,故予以同意。

从 Caremark 一案里,注意义务在特拉华法院又获得了稍微不同于传统的理解,从原来相对保守的过失与知情,进一步推导到对公司事务维持相当监督的义务。^[12] 但如一般所理解,特拉华法院对于信义义务的灵活解释[特别是标准导向(standard-based)而非规则导向(rule-based)的特征],使得对较大规模的注意义务违反情况会如何处理,一直是仍有悬念的问题。而这个问题,在接下来的 2009 年 *In Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation* 中,更清楚地回答了金

[10] 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

[11] *Id.*, at 971.

[12] 关于 Caremark 案的结果,对于公司董事风险管理及法规遵循等观念的影响的详细讨论,可参见 Stephen M. Bainbridge, “Caremark and Enterprise Risk Management”, 34 *The Journal of Corporation Law* (2009), 967.

融风暴下,重大金融机构中董事与经理人的注意义务,在法律上的评价与界线。

(三) 金融风暴后的注意义务: *In Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*^[13] 一案对于系统性疏于监督的解读

本案中,原告花旗集团(Citigroup)的股东主张,被告即花旗集团的前董事与高阶主管,疏于妥当管理并监督花旗集团在次贷市场中衍生的问题,同时,也并未妥善揭露花旗集团在次贷市场中资产曝险的程度,而相关不足,参酌次贷风暴前市场已充满的足够警讯(red flags),足以认为该公司董事及高阶主管有充分的机会与理由去注意不动产市场的相关情况,但该公司董事及高阶主管等被告未尽其妥善照顾公司的义务,反而为追求短期的获利,罔顾公司长期发展所需的稳定健全,导致公司蒙受巨额损失,因而认为被告违反其信义义务而提起诉讼。

在起诉事实中,原告详列早在2006年之际,花旗集团就在被告等人之决策下,参与次级贷款市场的投资。原告并认为早在2005年后半年开始,其实市场上就出现许多认为房屋市场过于不理性膨胀的声音:一方面,房市的价格呈现在高档盘旋,后稍微下跌的状态;同时,房屋贷款的利率也开始逐步向上调整,导致之前浮动利率的房贷户都面临贷款利率上升以及月还款额上升的困境。此外,越来越多的房贷户无法偿还而违约,而作为抵押品的不动产的交易价格同时下跌。到了2007年2月,开始出现承做房贷的金融机构提出破产申请的现象,而次级房屋贷款证券化的商品也开始乏人问津。到了2007年年中,信评机构则开始调降次级房贷包装成的证券化商品的信用评等。

而花旗集团在次级房贷市场中,主要的活动是将原始不动产贷款证券化的商品再包装,透过再包装,将原先各种不同的住宅贷款证券化商品(residential mortgage-backed securities)整合并重新分类,组合成抵押债务债券(collateralized debt obligations/CDOs,也有称担保债权凭证,或担保债权证券化)再重新出售给投资人。同时,花旗集团也开发出所谓“liquidity put”的选择权。该商品本质上是一种选择权,允许CDOs的投资人,以原先购入的价格将该CDOs重新回售给花旗集团。原告认为,此种商品交易,导致花旗集团承受的次贷曝险高达550亿美元。^[14]最后,由于花旗集团用以交易次贷的特殊交易体(structured investment vehicles, SIVs),原本是先在市场上发行短天期低利率债券,之后利用出售债券筹得的资金去购买高利率的次级房屋贷款并分包重售,但因房市暴跌后,无法顺利出售原本重新包装的证券化商品,在面临原来短天期债券到期的付款压力后,只得贱价出售原先持有的次级房贷资产以支付到期的债券。最后,只能依靠母公司花旗集团紧急注入资金。而花旗集团先后向七个SIVs注入高达490亿美元的资金。而这些注资,原告股东认为也都违反了花旗集团之前会与个别的SIVs进行公平等距交易(trading on an arm's length)的承诺。

面对原告的主张,特拉华衡平法院首席法官钱德勒(Chandler)在判决中首先指出,本案原告所称的注意义务的违反,与之前*Caremark*案并不完全相同。法院指出,在传统主张*Caremark*案的情况中,原告通常会主张被告董事有“疏于妥当注意或监督公司下属的不当行为、或违法行为(a failure to properly monitor or oversee employee misconduct or violations of law)”。然而本案中,原告所主张的,是认为被告疏于“妥当监督花旗集团的商业风险(failure to properly monitor Citigroup's

[13] 964 A. 2d 106 (Del. Ch. 2009).

[14] 原告在起诉内容中详列了曝险分属的部门与金额。Id., at 113-114.

business risk)”，特别是花旗集团在次级房贷市场中的曝险。^[15] 法院进一步分析，原告虽然一再强调被告等的行为，并未尽责地确保公司在业务上有遵守原本公司制订的相关程序，也未确保公司内部存在一个充分而适当的内部通报系统，因而使得相关董事无法充分得知公司在次贷市场中的曝险；同时，原告也认为就风暴发生前，市场上出现的警讯就应该足够使得被告等注意到问题的发生，特别是被告董事中过半都是该公司审计及风险管理委员会的成员，也都是公认的财务专家，也有在安然(Enron)倒闭中处理过相关衍生性商品所带来问题的经验。但传统上特拉华法对于类似案件，历来的判例均认为注意义务所观察的重点在于决定的程序，而非决定的实体面与对错；而这样做主要的理由，在避免法院以后见偏见(hindsight bias)不当认定公司的决定究竟属于“对”或“错”。

紧接着，钱德勒法官从商业判断法则的观点，继续讨论董事的注意义务。首先，法院援引 *Aronson v. Lewis* 一案，认为商业判断法则在操作上产生推定的效果。内容上，法院认为假如能够认为董事在进行商业决定时是本于诚实信用(in good faith)并真诚相信该判断是公司最佳利益(in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company)时，该商业决定就受到商业判断法则推定的保护；此时，就必须由原告承担举证责任，举证推翻上开推定后，才能认为有违反注意义务。^[16] 其次，商业判断法则的推定主要目的在于，只要一个商业决定是合理且在充分信息环境下所达成，就应该避免法院以事后的偏见，去事后论断该决定在做成的时候是否正确而符合注意义务。最后，法院在本案判决中进一步说明在商业判断法则的保护下，董事的注意义务标准是重大过失(gross negligence)；^[17]亦即，在前提符合(充分信息与合理善意决定)的情况下，原告必须证明被告等有重大过失，董事或其他有注意义务的人才需要承担责任。

但法院接着讨论，由于花旗集团在本案中，已经依照特拉华普通公司法第 102(b)(7)条的规定，以章程免除了董事的一般注意义务，所以就原告而言，就必须在公司章程免除的范围之外，^[18]清楚主张明确特定之事实，才有可能使法院判定被告等违反其信义义务。但本案中，法院认为原告并未充分陈述此一事实。

而就原告所主张被告等行为，依照 *Caremark* 案之前例有违反注意义务的部分，法院在本案中认为，假如原告能够主张明确证明被告系有意识性地疏忽其对于商业与商业风险“使自己充分并合理地了解情况”的义务(consciously disregarded an obligation to be reasonably informed about the business and its risks)，或是有意识性地忽略其监督掌握公司营业的义务(consciously disregarded the duty to monitor and oversee the business)时，则该等行为将会被认为系违反诚信或恶意(bad faith)，而被认为可以推翻商业判断法则的推定保护。但法院紧接着说明，虽然依照前案 *Stone v. Ritter*^[19] 的见解，董事虽有明确的义务要确保公司有妥善的内控监督机制(system of oversight)，并监督该机制的有效运作，但本案中，衡平法院认为建立并确保内控机制的义务并不会因而淘空商业判断法则的核心——亦即，让公司董事及经理人能够适当免责，以让他们能真正从事冒险的商业活动。

[15] *Id.*, at 123.

[16] *Id.*, at 124.

[17] *Id.*

[18] 因而本案中可能成立责任的，只剩下以下情况：分别是违反忠诚义务(breaches of duty of loyalty)，违反诚信原则的作为与不作为(actions or omissions not in good faith)，以及明知违反法律或故意的不当行为(actions or omissions that involve intentional misconduct or a knowing violation of law)。

[19] See *Stone v. Ritter*, 911 A. 2d 362, 366-367 (Del. 2006).

这也正是整体制度建构的基本精神。亦即,商业活动是发生在真实世界里面,而在真实世界里面,信息总是不够完美,可用的资源总是有限,未来也总是无法确定。在这样的情况下,假如因为结果的错误就对公司董事苛以个人责任,将会大幅减损公司原本为商业投资并为投资人赚取经济回报的设计本意。原告所主张被告违反的 *Caremark* 案义务,是否在法律上可以支持,也必须在这样的基础之下进行理解。

法院紧接着分析花旗集团的审计与风险管理委员会是否有失职的问题。法院认为,花旗集团的审计与风险管理委员会确实被赋予了这些职权,即“与管理阶层讨论花旗集团的主要信用、市场、流动性及操作面上的曝险,以及管理阶层面对这些风险所采取的因应措施与控制之必要手段,包括公司本身对于风险的评估与风险管理政策”,而这些职权,也都详细记录在审计与风险管理委员会的章程中。但是参考上述的组织与原告在本案中所主张的诸多“警讯”,法院认为原告所谓的警讯,只是市场上住宅房贷市场恶化问题与总体经济变化大量记载或讨论中的一小部分,某种意义上讲,这些警讯最多只能被解读成是董事们做了不好的商业决定(bad business decisions),而不是花旗集团董事们系统性、有意识性地怠忽职务或欠缺诚实信用的“证据”。^[20]事实上,本案花旗集团的董事会确实了解市场正在恶化,甚至可能进一步下跌,但这不足以认为花旗集团的董事会对于任何发生中的“不当行为(wrongdoing)”是知情的,也无法认为董事会有意识性地怠忽其职务,去避免公司蒙受损失。结论是,法院认为原告在本案中并未提供足够具体特定的事实,举证花旗集团的董事会所面对的警讯,是“关于公司有不当行为的警讯(red flags alerting it to potential misconduct at the Company)”。因而与 *Caremark* 案的情况并不相同。^[21]

最后,法院回顾整个案件的相关争议,认为董事当然有义务确保本身能合理接收到适当信息,同时也应确保一定的通报系统,让他们能够知道公司有无诈欺或其他不法情事。但这种监督义务,跟对于商业决定的监督是不一样的,虽然两种被监督的行为都会对公司造成损失,但把 *Caremark* 案的监督义务类推加诸于商业决策中,将会造成许多本质上的不同。假如要求法院去判断花旗集团的董事会是否疏于监督,而让公司承接了过多的(excessive)的商业或投资风险,将会实质上变成让法院去事后臆测并评量相关对于未来的决定是否适当。事实上,所有失败的商业投资,从事后的观点,很可能都会发现其实事前已经存在一些所谓的“警讯”,可以被认为是判断不当的“证据”。特别是在本案中花旗集团在金融风暴中所承受的巨大损失,更是不禁会让人产生“假如当初董事会能做出‘正确的’决定”的话,许多的问题可能就可以就此解决的想法。但这样的诱惑,正是商业判断法则所最想要避免的情况,避免法官以个人主观的猜测,去破坏董事管理公司的判断自由,以维持商业投资的基本架构。换言之,这种因为对未来预测失灵的情况而引发董事个人的赔偿责任,并不是特拉华法院对于董事信义义务的理解。

法院基于以上理由,判决原告主张,除了被告花旗集团董事会与花旗集团原 CEO 查尔斯·普林斯(Charles Prince)在 2007 年 11 月所签订的 6800 万美金离职协议涉嫌浪费公司资产的主张外,其余部分为无理由而败诉。^[22]

(四) 2010 年《多德-弗兰克法案》之后的 *JPMorgan Chase Whale Trades* 弊案

Citigroup 一案是特拉华法院对于 2008 年美国金融风暴的响应。同样的,在全国性的立法方

[20] Supra note [13], at 128.

[21] Id.

[22] Id., at 130-140. 由于普林斯离职协议浪费公司资产主张与本文所涉主旨无直接关联,所以并未讨论。详细部分,可参照 Id., at 137-138.

面,2008年金融风暴之后,美国国会基本上是以直接管制的方式,以更严格的态度全面体检并规范金融业;特别是在大型金融机关[资产在500亿美元以上的银行以及金融稳定监管委员会(Financial Stability Oversight Council)所指定的非银行金融机构]的特别监理、衍生性商品集中交易与清算揭露、金融消费者保护、投资与中介业务分拆等方面,进行全面的规范。而最后的产物则是2010年7月21日的《多德-弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》[(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,^[23]简称《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act))。但多达两千三百多页的新法案与2008年从破产边缘下走回的惨痛经验,是否就能从此让金融机构远离风暴,仍不能真正令人无忧。而2012年春天所爆发的JPMorgan Chase Whale Trades弊案,则又提供了另一个管道,去思考整体法规系统中对于此一问题的回应是否足够与真正问题的根源。

2012年春天所爆发的JPMorgan Chase Whale Trades弊案,又称London Whale Scandal,主要涉及摩根大通(JPMorgan Chase)银行伦敦分行在2011及2012年,涉及巨额信用衍生商品交易损失所引发的争议。^[24]本案情况如下:在摩根大通银行内,原本设有CIO(Chief Investment Office)部门,该单位主要任务在于替银行自行从事投资,以达到为银行既有部门避险的功能。CIO下面,拥有一个名为“Synthetic Credit Portfolio(‘SCP’)”的投资组合。该组合性质上属于所谓的违约交换(default swaps),名目上的投资额约有510亿美金,资金来源是摩根大通内部未使用(通常是存款中未贷出的部分)的余额,最初目的在于投资安全等级相对稳定的证券,以中和银行本身在放款业务上面对的业务风险。但实际上,在该SCP设立到案发的三年时间,名目投资额膨胀了约十倍。此外,该投资组合原本的目的在于避险,但实际上操作的结果却逐渐转变为以广泛获利为主要目的,且无法辨识该组合所针对欲调整的风险为何;同时本身因为规模与涉及领域的关系,反而最后变成摩根大通银行主要的风险来源之一。

在2012年初开始,该SCP逐渐由于投资对象的关系,开始出现大量亏损。同时摩根大通由于当时即将实施的巴塞尔协议2.5版(Basel 2.5 Rules),必须针对前述SCP的投资亏损另外提列准备金,在这种情况下,摩根大通开始从事一系列有问题的行为。首先,基本上,计算投资组合的亏损获利,一般是以该投资组合的当时交易价格为计算基准。而传统上,所谓当时交易价格,摩根大通与其他银行一样,一般是以该商品当时市场上出现的买价与卖价的中间点计算。但在发现前述投资一直有大量亏损后,摩根大通的CIO交易员,从2012年1月开始,就策略性地选择有利于己的买价或卖价——而非买价与卖价中间点——当成计算基准。这样做主要的目的,在于利用有利的计算基准,以求计算上极大化投资组合获利并极小化损失。^[25]

其次,为求尽快摊平亏损,摩根大通的交易员也同时开始加码SCP的投资金额。在2012年第

^[23] Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

^[24] 以下关于背景的介绍,是参考2013年3月15日美国参议院常设调查委员会所公布的全案调查及检讨报告,共307页。United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, *Majority And Minority Staff Report, JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses*, available at <http://www.hsgac.senate.gov/download/?id=F2B1E62B-0B68-4977-BF6A-025695C60897>.

^[25] 关于这点,摩根大通辩称该选择性地使用买价或卖价计算,系符合GAAP相关的会计准则。Id., at 99-105. 尽管是否符合GAAP仍有争议,但在参议院听证中,摩根大通本身的高阶主管也承认使用这种方法的目的,在于掩饰亏损,可能是有问题的行为。Id.

一季末时,摩根大通已经在 SCP 投入了高达 1570 亿美金的名目交易总额,大约是原始金额的三倍;而同时摩根大通却相反告诉监管机关该银行准备逐步在 2012 年缩减 SCP 的规模。同时由于摩根大通大量加码,也造成相关信用衍生品商品整体市场其他所有交易人与市场的压力。至此,整个投资的风险评估指标(Value at Risk, VaR)都已超过银行内部所设定的上限,但摩根大通内部不但不缩减相关交易,反而在 CEO 杰米·迪蒙(Jamie Dimon)的同意下,暂时调整了原先设定的 VaR 计算估计值,以容许摩根大通本身承载更大的投资风险。在并未直接调高风险值的情况下,原有的 SCP 投资风险,因不同的风险估计值,而下降了约 50%。但摩根大通并没有利用多出来的空间逐步减低该组合的部分,还是一直加码。直到 2012 年第一季末摩根大通的高层经理部门开始惊觉情况已经失控,最后终于下令关闭结清该投资组合的所有交易。而相关事件,开始在同年 4 月初为报纸等媒体先后报导。最后,SCP 在事件结束时,总共所涉及的信用衍生交易的名目交易总额高达 1570 亿美金。最后总损失根据估计为 62 亿美金。而相关的究责行为与媒体批评,也在逐渐加温并进行中。

从 2012 年的 *JPMorgan Chase Whale Trades* 事件,可以发现尽管在金融风暴的阴影与新规范下,大型的金融机构仍然存在着类似的问题:过度的乐观、面对警讯的不够敏锐以及对于主管机关及公众的尽可能的模糊暧昧。而这些问题,都引导对于整体问题在方向上的结构性思考:究竟我们在面对公司或金融机构的规制上,出了什么样的问题,导致巨额亏损或内控失灵一再发生?而传统监管与更新的强化监管的版本,为什么都还是一样类似的无力或无法得到令人满意的响应?

为了回答这个问题,或许我们应该从比较根本的问题开始问起。

三、注意义务的几个基本问题

(一) 注意应该是“量”的问题或“质”的问题?

首先,必须厘清的一个问题是,到底公司法上董事的注意义务,应该是“质”的问题还是“量”的问题?假如把董事的注意义务当成是量的问题去理解,注意在设计上就会有程度的问题,例如低密度的注意、中等密度的注意或是高密度的注意等等。此种理解比较接近传统上一般侵权行为中对于是否有过失的理解:藉由设定不同的密度,以决定是否义务的违反,进而推导出责任的归属或配置。

但这样的理解其实与公司法中的基本设定有一些扞格之处。首先,在于所谓的“密度”在具体个案中定性的困难。对于特定个案中被争议的人到底算是“哪一种程度的人”,或是某一件具体事项疏未注意(暂且不论行为人在当时情况下是否知道应该要注意这件事情或者要如何注意)究竟算是“哪一种程度上”应该适用的注意,现实上经常有着高度的不确定性。特别是在具体化“一般注意”或“重大过失”内涵的困境之外,在商业活动中常态充斥着未知的类型变化,不确定的交易对象,不确定的市场环境,以及持续变动中的自身条件与不宽容的交易条件,本质上都更加重了商业行为的评估事后法律评价的困扰,而使结果的法律定位呈现出高度的不安。事实上,连风险存在的方向可能都无法简单穷尽,更遑论要确定风险的性质与程度。所以单纯任何一个注意标准的执行,可能都面临现实上的困难;更何况要将某一类事发后发现的危险,回溯性地归类为特定“密度”注意应遵守的内容,本身也与法律所要求的稳定性存在扞格之处。

从解决的方式来说,本文以为或许透过“具体化”的方式,将特定情境特定事项以清楚标举的

方式予以列出,成为董事注意义务应遵守的范围,是一个可以考虑的方式。亦即透过以具体事项代替抽象注意义务的方式,将注意的内涵由“量”转向为“质”,以特定情境下的特定行为的具体表述,当成要求的标准,会是认定标准操作上更为可行的方式,也更容易达到明确要求的效果。^[26] 但必须指出的是,即便如此,以“质”为方向设定的董事注意义务,仍无法避免应该如何看待出现未列举状态下的情况的问题。亦即,或许某种程度上还是需要以抽象的量的方式来定义注意义务的方式及范围,作为补充,以避免以“质”为规范方向下难以避免的规范缺漏的问题。

其次,是相关联但或许更重要的一点,在于注意所代表的时间费用的耗费与风险的预防性提前停止,与商业决定所需的效率与获利间存在本质性的冲突。而要求合议制的董事会兼顾公司内部指挥系统的效率与统一并能积极参与监督,其实也并不如想象中容易。是以,在现行美国公司法以董事信义义务为骨干的规制下,对于类似大规模风险的监督,其实也有结构的局限,并不容易获得有效的控制。但本文于此希望强调的重点是,其他的控制方式比较之下,也都存在可行性的顾虑,或呈现出更多的问题;而公司作为经济活动的基础单位,信义义务与注意义务仍在第一线承担最基础的任务。因而在这样的比较下,注意义务的改良对于金融风暴或类似的公司危机导致股东及其他社会部门的损害的遏止,仍然扮演着一定的基本功能。^[27]

(二) 谁有更好的能力监督体系内的危机与解决方式、与诱因的调整

详言之,公司危机(或更高级别的金融风暴)的发生,不论从事前或事后的观点看,管理阶层或独立董事相对于政府部门或其他的机构(特别是所谓的市场机制或媒体监督),到底究竟是否具备更佳的能力去监督或发觉,其实是一个必须认真思考的问题。基本上,金融风暴大体上都是金融机构或大型公司的各种不当或过当行为共同交错累加而成,而金融机构在适用公司的形态下,其组织模式与行为规范,也必须放在一般公司的原型里,予以观察。正如同本文一开始所讨论的,公司本身,虽然本质上主要受到公司法的规制,但同时也受到市场及政府的制约。因而,从历史上诸多公司弊案或金融风暴等类似问题的观点,不论其成因中混杂多少故意或疏忽或不同动机的成分在内,还是必须从以上各组不同层次的观点进行思考,才能调整出个别问题的可能合理的解答。

本文的观点是,从 *JPMorgan Chase Whale Trades* 案及之前的金融风暴等事件,其实可以观察到,就金融机构而言,一方面现实上公司内部自行管理并没有实时(或足够地)发挥功能;另一方面,从国家管制的角度来看,即便在《多德-弗兰克法案》这样大规模的详密强化后的规范下,使用高杠杆衍生性商品投资,及承受过度风险与巨幅亏损的可能,也并没有真的从此根绝。因而公司自治与国家管制,都面临着一定的局限。但衡量两种管制方式的特性与功能,由于事物接触顺序使然,逻辑上讲,公司应该还是处于最接近的位置,面对金融相关风暴的发生,还是具备较佳的能

^[26] 事实上,以“质”的方式去定义注意义务,在个案上的情况亦非少见。例如在 *Revlon* 案之后建立的企业出售时的比价义务;以及 *Van Gorkom* 案之后建立的董事取得相关信息的义务等,都是类似的观念。此外,也有学者从不同的主题分析获得类似的结论。有见解认为,理论上,应将董事的忠诚义务理解为归属于公司全体投资人,而非仅对股东负有信义义务。在此观念下,信义义务将被定义为“对公司整体利益的最大化”,而非将股东的利益优先考虑。这一组说法主要是植基于近年来债权人与股东之间的区分越来越困难所引发的两者间决定权(control right)区分的合理性的质疑。此一见解下,董事的信义义务可以从抽象的行为准则直接转化成对于具体契约条款,以利于董事在冲突情况下的遵守,因而在某种程度上,跟本文所认为以具体事项进行义务内容规范的方式,有类似之处。See, e. g., Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, “Other People’s Money”, 60 *Stanford Law Review* (2008), 1309(特别是 Part III)。

^[27] 近来亦有重新强化注意义务的学说见解。See, e. g., Geoffrey P. Miller, “A Modest Proposal for Fixing Delaware’s Broken Duty of Care”, 2010 *Columbia Business Law Review* (2010), 319.

力感知或更精准地理解可能的问题的成形。因而,考虑利害关系人的利益驱使的特质与政府管制的先天限制,本文倾向认为公司内部的自我管理监督可能会比政府管制或市场制约来得更为实时而有效,因而公司自我管理监督即便有所限制或不足,但还是必须承担第一线的管制功能。

但本文以为,从公司内部的观点,除了责任(liability)的角度,其实诱因(incentive)的部分也需一并列入考虑之中。在 *JPMorgan Chase Whale Trades* 一案中,巨额亏损的主要原因,其实还是在明星交易员个人的过度信心及系统内部管控的迟缓反应与配合。是以,假如能允许公司的 CEO 或高阶管理阶层的薪资结构不复以往地与公司获利高度挂勾的话,事实上,应该可以有助于减少公司高阶管理阶层在发现问题时,不愿意第一时间踩刹车的问题。特别是在所谓 Volcker Rule 仍无法在《多德-弗兰克法案》后完全禁止大型金融机构以自有资金进行所谓“避险投资”时,在面临获利与交易压力及伴随而来的交易风险时,相当程度减低投资操盘者与高阶管理阶层个人层面对于超额获利的依赖,可能是必须思考的方向。否则,在投资的世界,在比较困难的情况下,实际的决定者都很容易在压力下过度相信自己的判断,甚至相信其判断可以凌驾于原先设定的行为管控标准(如同我们在 *JPMorgan Chase Whale Trades* 一案中看到的所谓市价及 VaR 被调整的情况)之上。因而在这种时候,所谓责任产生的吓阻在此可能已经有其不得已的限制;因而回头从诱因面去思考,可能是一组有效的出路。^[28]

最后需要注意的是,本文的观察,是以美国为比较基准出发。实际上,每个国家公司结构并不相同;^[29]金融市场的结构或对于特定类型的金融服务的依赖程度也不同。加上整体投资市场发展程度及相关周边机构是否足够完整,是否能够先前分散投资或察觉可能的弊案或危机,甚至于一般的交易风气及专业纪律等,都是对于结论有效性有重大影响的因素。是以,相同的推论,或许对于整体市场发展程度接近美国的国家有较高的适用,而不见得能于所有不同结构或属性的国家一体适用。这点应予区分辨别。

四、结论:特拉华模式的再思考与金融危机后的挑战

从宏观而论,金融风暴所带来的系统性危机,超越了个别公司的管制范围,结构上,可能必须依赖市场或国家的力量予以调整。但所谓的系统性危机,其实也是个别公司或金融机构一个一个的内部管理不当引发最后累加而成,因而,如何在公司的范畴内避免过度的风险或不当行为,其实对于最后金融危机发生与避免,仍有重要的影响。其次,来自国家的调整或法规介入,一直以来都有集体性的过度管制或不足的现象,同时过度依赖国家介入所引发的欠缺弹性,也无助于个别公司或金融机构进行有效率的自我管理。因此在不同的规制方式及其面对的各自限制下,本文的基本想法,还是回到利益关联下(interest alignment)的自我管理,效率上属于最合理的基本假设。

[28] 具体做法,大约在于将高阶主管的薪酬与股价表现或盈余部分脱钩。亦即,试图逆转使用股票选择权或类似种类将薪酬与公司绩效连结工具的趋势,以降低公司高层对于提早认列损失的心理抗拒。关于美国 20 世纪 90 年代以降大幅使用股票选择权或类似种类将薪酬与公司绩效连结工具的趋势,可参阅 Robert A. G. Monks & Nell Minow, *Corporate Governance*, 5th ed. (Hoboken, N. J.: John Wiley & Sons, 2011), pp. 367-370. 另外,类似的批评,参见 Karl S. Okamoto, “After the Bailout: Regulating Systemic Moral Hazard”, 57 *UCLA Law Review* (2009), 183(讨论薪酬设计的结构与过度冒险的关联,以及现行薪酬结构下的扭曲诱因)。

[29] 包括了例如股权结构、产业结构、股债所占资本比例、董事独立性、内部控制的其他规范,以及揭露法规密度、股东行动主义及股东代位诉讼制度的发展等等,均对于上述结论的有效性会有所影响。

透过这个观点，希望能在公司法层次下，去理解是否能藉由注意义务的建构与调整，协助风险的自我管理。

结论上，本文认为从前文试图分析介绍的一连串特拉华法院关于注意义务案件的讨论，可以发现法院尽管在不同年代面对各种不同类型的“注意不周”，整体而言，仍非常抗拒藉由董事注意义务的扩张来解决因注意不足所引发的问题。客观地说，从近年的实际经验上，发现此一宽松取径在结果上并不足以充分应付公司弊案或金融体系风险的问题。但尽管如此，美国法上，从宽解释注意义务并搭配商业判断法则的传统，其坚强的立论架构，或说真正的问题，是着眼于其余类型的介入可能都会面临过度限缩公司行为自由而损及经济活动产出。即便是基于金融机构的外溢性与中枢地位等与一般公司不同之处，认为国家或主管机关有更多介入之正当性，但仍须注意相关管制所必须承受的成本与对于交易效率的对应代价。亦即，在这边出现的是规范不足与过度规范两害取其轻的问题。

特别是从适量规范的角度，特拉华法院一向（即便在个案中）非常抗拒对于具体判断的适当性进行事后的臆测或评价，^[30]因而从其他非公司法的角度来看，要能精准抓出避免系统性经济风暴与牺牲公司行为自由两者间的合理界线，显然绝对不如想象中那样简单。而正如同事后臆测总是对于危机或缺失看得比当事人想象中更清楚一样，对于国家介入预防金融风暴的处置，多数情况，主事者总是在“做些事情，找些对象出来处罚”的心态下，试着以过度规范来掩饰之前的欠缺。^[31]因而，在重新检视现有工具及其界线后，本文以为，或许试着学习或适应与将来可能继续到来的金融风暴共存，在个案中特拉华法院拒绝扩张注意义务至商业经营风险的模式下（且可能合理预期下此一走向并没有太大变更的可能时），可能是另一个不得不然的结论。^[32]毕竟，管制与被管制者间的追逐与规避的游戏从来没有间断过；而风暴总常从不经意的角落默默来临。而暴雨将至之际，个别行动者的审慎判断，可能是我们所能依靠的最后支柱。

（责任编辑：李迎捷）

^[30] 例如，在 *Lewis v. Vogelstein* 一案中，特拉华衡平法院就明确认为“[c]ourts are ill-fitted to attempt to weigh the ‘adequacy’ of consideration under the waste standard or, ex post, to judge appropriate degrees of business risk”. *Lewis v. Vogelstein*, 699 A.2d 327, 336 (Del. Ch. 1997).

^[31] 值得注意的是，所谓政府的规制可以区分为两类。类似《多德-弗兰克法案》的规范，是着眼于事前（ex ante）的管制。相对的，事后（ex post）的处理一个重要的例子则是所谓的政府救援（bail-out）。关于政府救援的问题并非本文直接讨论的主题，相关讨论中，支持的见解可以参见 David Zaring, “The Post-Crisis and Its Critics”, 12 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* (2010), 1169.

^[32] 类似法规调整效用的质疑，也出现在美国宾州大学法学院 David Skeel 在总评 2010 年《多德-弗兰克法案》的一书的结论中。David Skeel, *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences* (Hoboken, N. J.: John Wiley & Sons, 2011), p. 192.